

专题研究

2019年09月20日

中诚信国际
宏观经济

经济持续走弱，政策齐发力增长能稳否？

——2019年8月宏观经济形势分析与展望

摘要

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

庞鸿泽 010-66428877-136

hzipang@ccxi.com.cn

李路易 010-66428877-511

lyli01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

宏观数据走弱经济下行持续，LPR 改革落地币策延续结构调整，2019年8月22日；

稳增长政策能抵御经济下行压力吗？2019年7月23日；

经济下行压力持续，政策发力稳增长，2019年6月21日；

月度宏观数据走弱，经济持续底部波动，2019年5月24日；

稳增长效果显现，宏观经济缓中回稳，2019年4月26日；

经济下行隐忧持续，积极因素有所显现；2019年3月27日。

- ◇ 宏观政策：稳增长政策频出，央行再度降准以降低融资成本
 - 稳增长政策力度频率提升，国常会出台多项政策缓解经济压力
 - 年内第二次全面降准，释放长期资金约9000亿元
 - 国家外汇管理局宣布取消合格境外投资者投资额度限制
 - “促进消费20条”出台，提出20条提振消费信心措施
- ◇ 经济基本面：内外因素影响下经济数据整体走弱，经济下行压力持续
 - 基建投资回升，政策频出投资或将回稳。基建投资回升，房地产与制造业投资回落。国常会提前下达专项债部分新增额度稳基建，央行降准落地后制造业投资或将回暖。
 - 多政策出台促进消费，需求低迷社零短期内难有明显改善。非汽车类消费整体回升，汽车类消费持续拖累社零额。不过整体上来看，消费结构有所改善，汽车以外的消费品零售额同比增长较上月回升。多政策出台促进消费，需求低迷社零短期内改善仍有限。
 - 出口下行中存一定韧性，需求低迷进口仍将走弱。进出口同比增速均回落，机电和高新技术产品占比回升，内需疲软进口持续低迷。未来出口下行空间不大，需求低迷叠加人民币贬值进口或将进一步下行。
 - 工业增长继续放缓，高频数据回升9月工业增速或短期回暖。
 - 结构性通胀持续发酵，PPI跌至三年来新低。食品价格涨幅持续走阔，CPI同比与上月持平。需求低迷叠加翘尾由正转负，高基数效应下PPI同比加速下跌。9月CPI延续高位动力不足，PPI大概率维持负区间运行。从8月价格数据来看，CPI高位运行仍为猪肉供需失衡带来的结构性通胀，非食品类价格涨幅收窄反映。
 - PMI再次跌破荣枯线，供需走弱经济仍承压。
- ◇ 央行降准稳增长，低水平利率延续
 - 央行宣布将准，短期内M1与M2回升势头或将延续。
 - 新增社融反弹，货币政策维持宽松基调社融或将改善。
 - 央行加大投放力度利率下行，降准落地市场利率有望进一步走低。
 - 人民币汇率短期走贬，外部货币环境宽松人民币贬值压力可控。
- ◇ 展望：经济下行压力加大，稳增长政策再发力
 - 为应对经济下行压力，政府从消费、财政和货币政策等方面稳增长。在各类政策的推动下，专项债发行规模稳步上升，房地产保持一定韧性，汇率的市场化波动缓解一定外贸压力。但同时稳增长仍面临来自地方政府融资约束、房地产融资供需受限、国内外需求低迷以及居民杠杆率居高不下等压力。综合来看，外部贸易摩擦在汇率更市场化浮动和外贸企业积极应对的背景下对经济冲击低于预期，内部经济下行压力在以改革为主线，结构性发力为重点的稳增长政策调控下有所缓解，预计第三季度经济增长速度较上半年放缓但幅度有限。未来需关注本年专项债是否全部发行完毕及提前下达专项债额度的使用情况，以及降准正式生效对社融的提振幅度。
 - 后续政策方面，货币政策仍将以结构性宽松为主，而中央政府负债率不高，财政政策有发力空间，稳增长应更依靠财政政策加力提效，减税降费力度有望进一步增强。另外，我国城市化率低于主要发达国家，城市化进程仍未结束，随着城市群越来越成为经济增长的主要支点，城市间协同作用不断增强，未来围绕完善重点城市圈功能的基建项目和房地产市场可作为稳增长的重要支点。

一、宏观政策：稳增长政策频出，央行再度降准以降低融资成本

稳增长政策力度频率提升，国常会出台多项政策缓解经济压力。8月21日国务院常务会议决定在自由贸易试验区开展“证照分离”改革全覆盖试点，部署扩大养老服务供给促进养老服务消费，确定稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施。8月28日国务院常务会议部署深化放管结合加强事中事后监管，促进公平竞争提升市场效率，同时取消一批工业产品生产许可证，更大释放市场主体创新创造活力。9月4日国务院常务会议部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。经济下行压力不减，近期稳增长政策加快出台，着力于专项债扩容提速，同时兼顾深化改革促进市场活力，另外采用调控物价等措施以保障民生，拉动消费。

年内第二次全面降准，释放长期资金约9000亿元。9月6日央行宣布2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，并额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，释放长期资金约9000亿元。此次降准是对8月16日国常会关于部署运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决“融资难”问题和9月4日国常会提出及时运用普遍降准和定向降准等政策工具的回应，也是继LPR形成机制改革，利率传导机制更加通畅后，以降低银行负债成本来实现实体经济融资成本下降。

国家外汇管理局宣布取消合格境外投资者投资额度限制。此次外汇局出台的政策取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资总额度；取消单家境外机构投资者额度备案和审批；取消RQFII试点国家和地区限制。此项政策提升了人民币资本项目可兑换程度和跨境投融资便利程度，有利于我国金融市场稳步开放和深化发展。

《关于加快发展流通促进商业消费的意见》（简称“促进消费20条”）出台，提出20条提振消费信心措施。国务院8月27日发布了《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，包括逐步放宽或取消汽车限购，支持商品以旧换新，扩大成品油市场准入，鼓励金融机构创新消费信贷产品和服务，加大对新消费等金融支持等，针对流通消费领域存在的一些瓶颈和短板进行了完善，并进行了部门分工，培育消费热点。“促进消费20条”是落实中央政治局会议提到的“多用改革办法扩大消费”中的重要内容，有助于以消费扩大内需，提振中国经济。

二、经济基本面：内外因素影响下经济数据整体走弱，下行压力持续显现

8月份宏观数据依整体走弱，经济下行压力持续。从需求侧来看，地方债发行力度持续基建投资增长小幅回升，建安投资对房地产投资的支撑作用持续减弱，制造业投资与民间投资等内生性投资持续疲弱，整体投资有所放缓；中美贸易摩擦持续出口波动下行，同时国内需求疲弱以及人民币贬值，进口继续走低；受汽车类消费低迷，社零额走弱，不过基础类消费仍对社零额有所支撑，虽然政策频出促进消费但后续在居民部门高杠杆压力下短期内难以出现显著改善。从供给侧来看，制造业与工业生产持续回落，不过高频数据显示短期内或有小幅改善。CPI高位运行仍为猪肉供需失衡带来的结构性通胀，非食品类价格涨幅收窄反映居民需求有限，通胀压力更多来自于供给收窄。在需求仍未有效改善的背景下，PPI同比受翘尾转负以及高基数效应影响大幅回落，创近三年来新低，两者剪刀差持

续走阔。制造业 PMI 回落，连续四个月处于荣枯线下方。

表 1 2019 年 8 月中国宏观经济核心指标一览表

	2019 年								去年同期	最新变化
	8 月	7 月	6 月	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月		
工业增加值同比 (%)	4.40	4.80	6.30	5.00	5.40	8.50	6.1	NA	6.1	↓
固定资产投资累计同比 (%)	5.50	5.70	5.80	5.60	6.10	6.30	6.10	NA	5.3	↓
社会消费品零售额同比 (%)	7.50	7.60	9.80	8.60	7.20	8.70	8.20	NA	9.0	↓
出口：当月同比 (%)，美元	-1.00	3.30	-1.30	1.10	-2.70	14.20	-20.70	9.10	9.8	↓
进口：当月同比 (%)，美元	-5.60	-5.30	-7.30	-8.50	4.00	-7.60	-5.20	-1.50	20.0	↓
贸易顺差 (亿美元)	348.30	450.50	509.80	416.60	138.40	326.50	41.20	391.60	279.10	↓
CPI	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	1.5	1.7	2.3	↔
PPI	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4	0.1	0.1	4.1	↓
M2：同比	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6	8.00	8.40	8.2	↑
社会融资规模 (亿元)	19800	10100	22629	14000	13600	28600	7030	46353	19391	↑

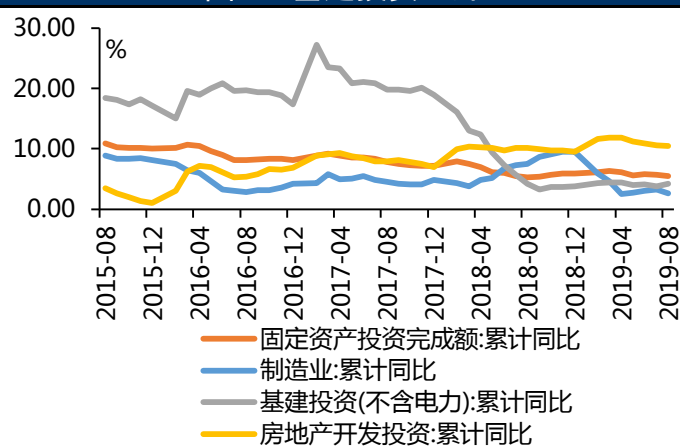
(注：↓、↑、↔分别表示与上月相比，2019 年 8 月指标出现下降、上升或持平)

(一) 需求端数据整体走弱，稳增长政策加力

1. 基建投资回升，政策频出投资或有望低位企稳

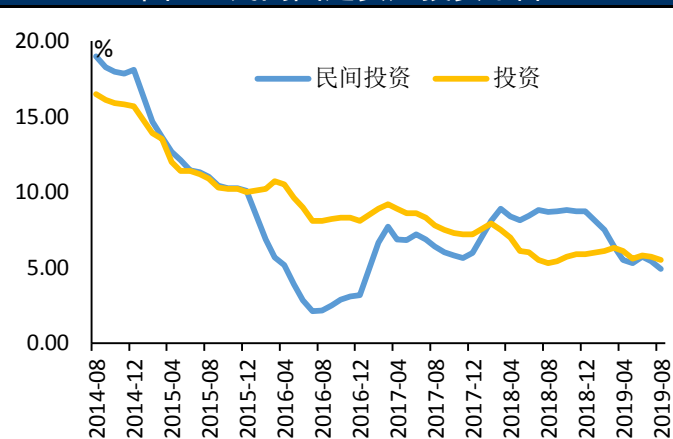
投资再度回落，基建投资回升，房地产与制造业投资回落。8 月份，固定资产投资完成额累计同比增长 5.5%，较去年同期回升 0.2 个百分点，较 1-7 月累计同比回落 0.2 个百分点。房地产投资的持续下降对固定资产投资的支撑作用逐步减弱，近几个月，从中央与地方层面均对房地产有所限制，受此影响，1-8 月份房地产投资累计同比增长 10.5%，较 1-7 月累计增速下降 0.1 个百分点，二季度以来房地产投资持续回落。不过基建投资增速有所回升，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）1-8 月累计同比增长 4.2%，较 1-7 月回升 0.4 个百分点。制造业投资累计同比增长 2.6%，较 1-7 月回落 0.7 个百分点，在中美贸易摩擦持续、需求低迷以及企业投资意愿较低背景下，制造业回落明显。分所有制来看，与制造业相关较大的民间投资累计同比增长 4.9%，较去年同期下滑 3.8 个百分点，较 1-7 月下降 0.5 个百分点，为 2017 年以来的最低值。

图 1：基建投资回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2：民间固定资产投资下降



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

国常会提前下达专项债部分新增额度稳基建，央行降准落地后续制造业投资或将止住下行趋势。鉴于当前地方财政收支压力不断增大，9月初国常会指出今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上；此外国常会还提前下达专项债部分新增额度。按照规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用并见效；理论上2020年3月前（包括2019年4季度）可提前下达的新增地方债限额最高规模为1.85万亿（一般债5580亿，专项债12900亿）。同时本次会议明确了专项债用于项目资本金的比例，扩大了可用作资本金项目的范围。此举将在很大程度上缓解地方政府不断增大的收支压力，进一步发挥地方债对积极财政政策加力提效的作用，稳定经济增长。此外国常会还指出要“坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度”，结合此前国务院要求年内下降小微企业贷款利率1个百分点、央行完善LPR报价机制、金融委会议强调积极财政政策与货币政策相结合等政策，央行9月6日宣布降息，在实体经济投资低迷的背景下，如果传导渠道顺畅，民营企业和制造业投资或将止住下行的趋势。综合来看，虽然房地产投资持续下行，在基建投资托底，如果货币政策传导渠道顺畅，制造业和民间投资或将有所改善，后续固定资产投资或将略有企稳。

2. 汽车类消费持续拖累社零额，需求低迷社零短期内改善仍有限

非汽车类消费整体回升，汽车类消费持续拖累社零额。8月份，社会消费品零售总额名义同比增长7.5%，较去年同期下降1.5个百分点，较上月下降0.1个百分点。分区域来看，城乡消费有所分化，城镇消费同比增长7.2%，较上月下降0.2个百分点；农村社零额同比增长8.9%，较上月回升0.3个百分点。分消费产品来看，必需类消费改善趋势明显；生活日用品类保持高增长，同比增长13%，与上月持平；餐饮类同比增长分别为9.7%，较上月回升0.3个百分点；粮油，食品类同比增长12.5%，较上月回升2.6个百分点。社零额中占比较高的汽车类消费降幅继续扩大，汽车类限额以上企业商品零售类同比下降8.1%，较上月回落5.5个百分点。不过整体上来看，消费结构有所改善，汽车以外的消费品零售额同比增长为9.3%，较上月回升0.5个百分点。

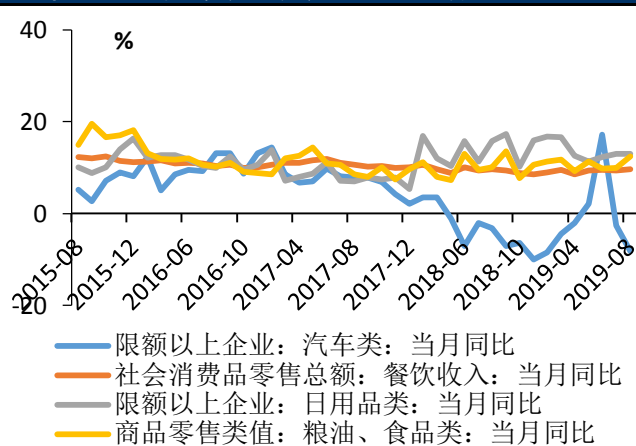
多政策出台促进消费，需求低迷社零短期内难有明显改善。在7月底政治局会议上提出要“多用改革办法扩大消费”的背景下，8月份的两次国常会分别提出“部署扩大养老服务供给促进养老服务消费”以及“确定进一步促进体育健身和体育消费的措施”，8月27日，国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，从多渠道扩大消费；同时9月份国常会表示“要多措并举稳就业，抓紧推进高职院校扩招100万人和运用1000亿元失业保险基金结余开展大规模职业技能培训等工作”，该政策虽然主要是着力于稳就业，但长远来看能够从源头上稳定消费。不过在当前经济下行，需求低迷，居民杠杆率仍居高位的背景下，短期内政策对消费的改善作用仍有限。

图3：社会消费品零售总额增速回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图4：汽车类限额以上企业消费继续回落

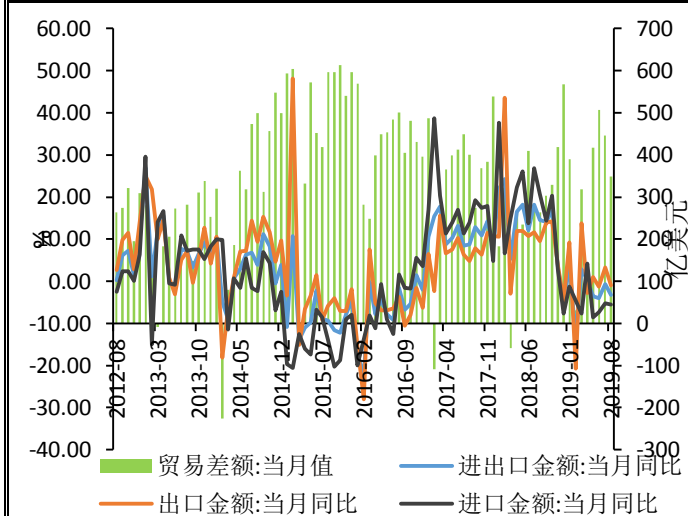


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

3. 出口下行中存一定韧性，需求低迷进口仍将走弱

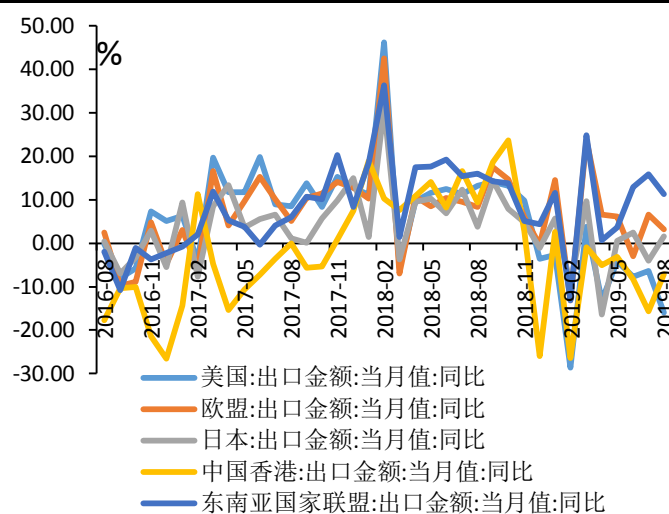
进出口同比增速均回落，机电和高新技术产品占比回升，内需疲软进口持续低迷。8月份，进出口总值3947.6亿美元，同比下降3.2%，较上月扩大2.5个百分点。其中，出口2148亿美元，同比下降1%，增速由正转负，较上月回落4.3个百分点。进口1799.7亿美元，同比下降5.6%，降幅较上月扩大0.3个百分点。贸易顺差继续收窄，为348.3亿美元，较上月减少97.5亿美元。8月份，从出口商品来看，虽然高新技术和机电产品出口增速均有回落，但出口产品金额整体走弱的背景下，机电和高新技术产品占比反而逆势回升。分区域来看，除日本外对其他主要贸易伙伴出口以走弱为主，对印度、南非和巴西等新兴经济体出口有所走弱。在目前国内经济基本面仍未有效改善的背景下，需求持续低迷，8月份进口PMI指数有所下降，较上月下降0.7个百分点。在此背景下，8月份，进口同比下降5.6%，降幅较上月收窄0.3个百分点，从主要进口商品来看，原油、纸浆和钢材等主要进口产品进口金额、进口量同比均有所回落。

图 5：进出口增速均回落



数据来源：中诚信国际整理

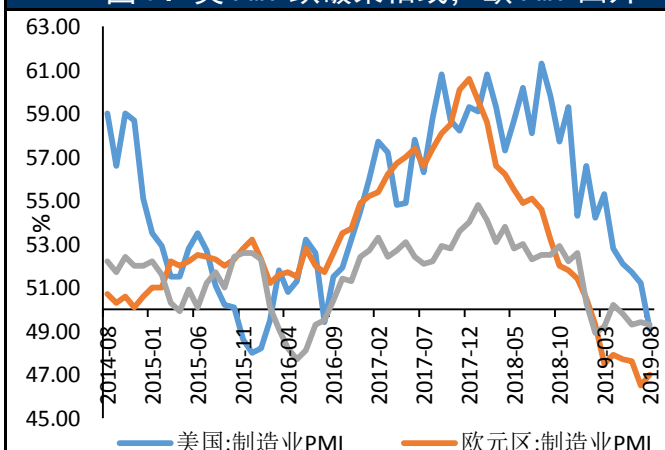
图 6：对主要贸易伙伴出口走势



数据来源：中诚信国际整理

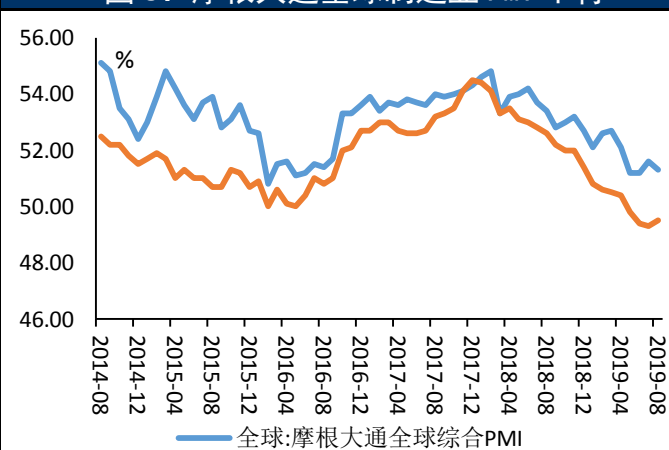
未来出口下行空间不大，需求低迷叠加人民币贬值进口或将进一步下行。8 月份，美国 PMI 指数延续着下降的趋势，自 2016 年 9 月份以来首次跌破荣枯线，在美国需求低迷以及中美贸易摩擦加剧的背景下，未来对美出口将延续下降的趋势，此外摩根大通全球制造业 PMI 下行，日欧 PMI 仍处于荣枯线以下，在外需低迷的情况下出口仍面临较大的压力。8 月初，人民币对美元汇率首次破“7”，此后人民币贬值持续，离岸人民币汇率一度接近 7.2 的关口，人民币贬值将会缓解出口下行的压力；此外我国贸易对象结构有所改变，对非美区域出口特别是对东盟的出口带来一定支撑，在一定程度上对冲了对美出口下降的影响。综合来看，在美国加征关税落地，出口在短期内有所下行，但在国内贸易对象结构有所改变以及人民币贬值的背景下，出口继续下行的空间较小，仍有一定的韧性。从进口方面来看，国内需求叠加人民币贬值，进口或将进一步下行。

图 7：美 PMI 跌破荣枯线，欧 PMI 回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 8：摩根大通全球制造业 PMI 下行



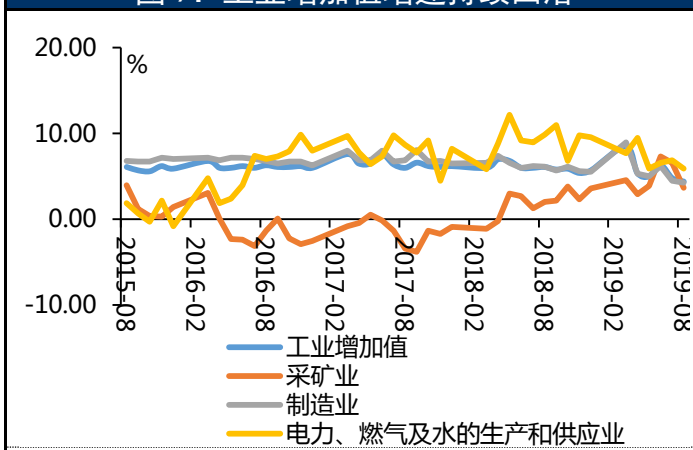
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）工业增长继续放缓，高频数据回升 9 月工业增速或短期回暖

工业增加值回落，高频数据回升工业增加值短期或将回暖。8 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.4%，较去年同期回落 1.7 个百分点，较 7 月份回落 0.4 个百分点，为金融危机以来的新低，需求端

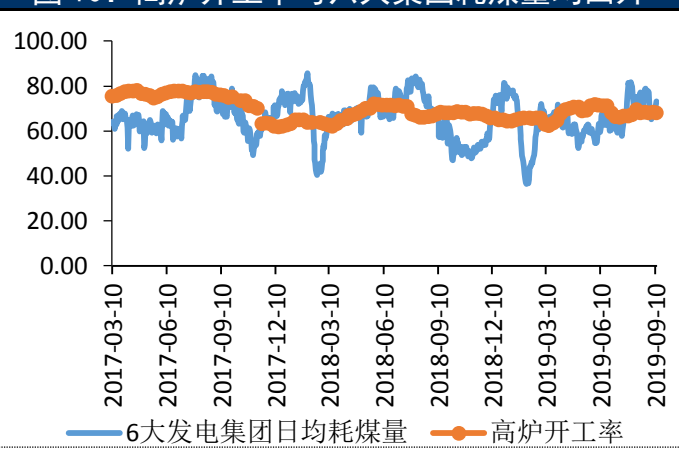
持续低迷导致工业增加值整体呈回落态势。三大门类整体回落；制造业增加值持续回落，8月份同比增长4.3%，较上年回落1.8个百分点，较7月份回落0.2个百分点；电力、燃气和水的生产8月份同比增长5.9%，较上月增速下降1个百分点，较去年同期下降4个百分点；采矿业同比增长3.7%，较上年同期加快1.7个百分点，不过较7月份回升1个百分点。值得一提的是8月份的汽车业增加值回升，同比增速由7月份的下降4.4%转为上升4.3%，与社零额中汽车消费大幅回落形成反差。不过汽车业增加值的回暖主要是由于市场对国五国六切换所产生的需求有所消化，汽车业开始对新标准的车型进行补库存。从8月份高频数据来看，高炉开工率整体较7月份小幅回升，6大集团日均耗煤量较上月也有显著回升，9月生产或出现短期改善。

图9：工业增加值增速持续回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图10：高炉开工率与六大集团耗煤量均回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）结构性通胀持续发酵，PPI 跌至三年来新低

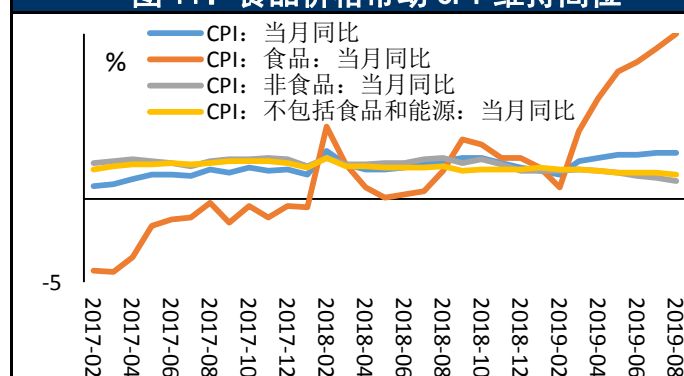
食品价格涨幅持续走阔，CPI 同比与上月持平。8月CPI同比上涨2.8%，与上月持平；环比上升0.7%，较上月上升0.3个百分点。在2.8%的同比涨幅中，翘尾影响约0.6个百分点，新涨价影响约2.2个百分点。食品价格同比上涨10.0%，涨幅进一步扩大0.9个百分点，持续支撑CPI维持高位，其中猪肉价格同比涨幅接近50%，带动畜肉类价格同比上升12.7个百分点至30.9%，鲜果鲜菜蛋类价格涨幅同比有所回落；非食品同比上涨1.1%，涨幅持续回落0.2个百分点；不包含食品和能源的核心CPI同比涨幅为1.5%，较上月回落0.1个百分点。

需求低迷叠加翘尾由正转负，高基数效应下PPI同比加速下跌。8月，PPI同比下降0.8%，较上月跌幅走阔0.5个百分点；环比下跌0.1%，跌幅收窄0.1个百分点。在0.8%的同比跌幅中，翘尾影响约-0.2个百分点，新涨价影响约-0.6个百分点。其中，生产资料价格跌幅持续扩大，扩大0.6个百分点至-1.3%；生活资料同比上涨0.7%，回落0.1个百分点。国际油价低位震荡，煤炭、黑色金属价格同比回落加快，有色类价格止跌转升。另外PPIRM同比跌幅扩大，与PPI剪刀差走阔。8月，PPIRM环比下降0.2%，降幅与上月持平；同比下降1.3%，降幅扩大0.7个百分点，与PPI剪刀差较上月扩大。

9月CPI延续高位动力不足，PPI大概率维持负区间运行。从8月价格数据来看，CPI高位运行仍为猪肉供需失衡带来的结构性通胀，非食品类价格涨幅收窄反映居民需求有限，通胀压力更多来自于供给收窄；在需求仍未有效改善的背景下，PPI同比受翘尾转负以及高基数效应影响大幅回落，创近三年

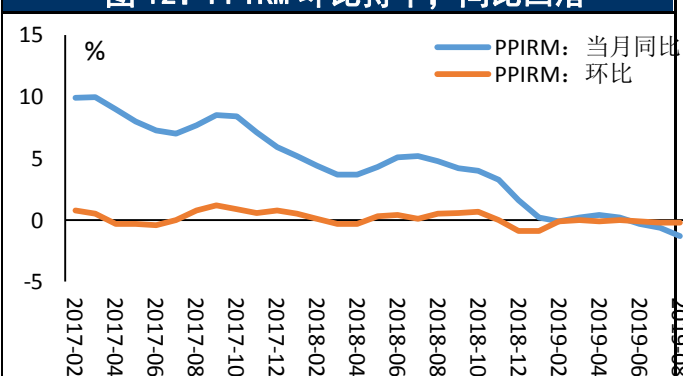
来新低，两者剪刀差持续走阔。从CPI来看，伴随中秋及国庆来临，食品类需求短期或将增大，猪肉供给紧张局面或进一步加剧，虽然目前各地积极出台加大生猪生产政策，但仍需较长周期恢复产能，食品项价格同比短期或仍有支撑；但在非食品项及工业品价格的掣肘下，叠加9月CPI翘尾将由正转负，CPI维持高位动力或显不足，同比破3%的概率不大。从PPI来看，在需求不振、翘尾转负以及高基数效应的背景下，PPI走势如年初预期一致，下半年进入快速下行区间，通缩风险有所上扬；近日沙特石油工厂遭受袭击产量将会减半，且目前OPEC闲置产能不足及弥补沙特减产所带来的缺口，首次影响后续石油价格将有所回升；不过在全球弱需求背景下，地产融资收紧下建筑业景气或现回落，叠加翘尾进一步回落，PPI同比回升或将受到较大拖累，大概率在负区间运行，需重点关注专项债新增额度提前下达对基建的提振作用和四季度环保督查工作开展力度。

图 11：食品价格带动 CPI 维持高位



数据来源：中诚信国际整理

图 12：PPIRM 环比持平，同比回落



数据来源：中诚信国际整理

（四）PMI 再次跌破荣枯线，供需走弱经济仍承压

制造业 PMI 回落，连续四个月处于荣枯线下方。8 月，制造业 PMI 为 49.5%，较上月下滑 0.2 个百分点，连续 4 个月低于荣枯线。从需求端看，出口订单小幅回升，进口指数下行明显。从供给端看，生产出现回落，库存被动积压。从供求关系看，价格指数再次下跌。分企业规模看，大中型企业 PMI 回落，小型企业景气回升。另外企业生产经营活动预期指数回落 0.3 个百分点至 53.3%，企业的乐观程度有所降低。此外，财新 PMI 录得 50.4%，较 7 月上升 0.5 个百分点，重返荣枯分界线以上，与中采 PMI 走势分化，分化原因主要源于财新 PMI 中产出回升。服务业与建筑业景气分化，非制造业 PMI 小幅回

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10002

