

全球宽松不停歇 国内财政再加力

——2019 年 9 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2019 年 9 月 5 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 国际方面，不仅美国的信心指数持续回落，更为重要的是，相较于经济数据，防范风险更加成为短期内货币调控的关注重点，因此在中美贸易争端加剧且全球衰退风险加大的情况下，特朗普的咄咄逼人及市场一致预期的反制都意味着 9 月份再度降息将不可避免；欧元区方面，德法两国十年期国债收益率的持续走低彰显着市场信心的低迷，与此同时英国脱欧仍扑朔迷离，因此尽管事实已经证明单一的货币刺激对于经济的提振作用已经愈加有限，但是德拉吉在其卸任前仍将推动欧元区的货币宽松再进一步。
- 国内方面，需求不振的问题仍未改善，虽然供给不足导致 CPI 同比超预期走高，但是超预期回落的 PPI 同比则彰显着需求的不足。随后公布的经济运行数据显示，略有改观的制造业投资或难以冲抵房地产投资下行的负面冲击，而消费则受制于杠杆率高升及管理层对消费贷的严查，在内生性需求不足的情况下，维持低位且略有回落的基建投资增速表明其补位效果尚未显现。在需求不足的情况下工业增加值同比增速回落明显，这令出台逆周期调节政策呵护经济增长的必要性持续提升。
- 尽管经济自身扩张动力的孱弱令稳增长诉求持续抬升，但是 2008 年以来数轮刺激所产生的负面效应令管理层十分审慎，强刺激不可取，大水漫灌不可行，730 政治局会议就指出要“多用改革办法扩大消费”。随后有关改革的措施不断推进，而坚持“房住不炒”原则的细化举措也持续出台，于是提升财政刺激力度就成了必然之举，而在“货币搭台，财政唱戏”的既定策略下，降准以呵护流动性的合理充裕也就成了顺理成章的事情。

风险提示：欧美经济下行超预期

目 录

1. 美国或再度降息 欧洲宽松料将加力	5
1.1 外部风险不断抬升 美联储被逼或再降息	5
1.2 德法负利率一路向南 英国脱欧扑朔迷离	6
2. 内需不振仍待解 供给冲击撑物价	8
2.1 经济景气度偏弱 生产回落压力增大	8
2.2 衰退式顺差仍在 但强度或将减弱	10
2.3 消费投资均回落 基建补位待观察	10
2.4 食品继续力挺 CPI 翘尾依旧压制 PPI	12
3. 稳增长诉求抬升 改革推进未停歇	15
3.1 就业压力呈现 稳就业诉求抬升	15
3.2 房住不炒需坚持 财政加力正当时	16

图 目 录

图 1: 美国制造业 PMI 指数回落趋势未改.....	5
图 2: 美国消费者信心指数显著回落.....	5
图 3: 美国私人非农企业员工工资涨势良好.....	5
图 4: 美国失业率继续维持低位.....	5
图 5: 美国核心通胀水平略有抬升.....	6
图 6: 美联储降息预期概览.....	6
图 7: 欧元区制造业 PMI 指数持续回落.....	7
图 8: 欧元区投资者信心指数再创新低.....	7
图 9: 英法德十年期国债收益率持续回落.....	7
图 10: 德国与意大利十年期国债利差演变.....	7
图 11: 欧元区通胀水平维持平稳.....	7
图 12: 欧元相对于美元持续走弱.....	7
图 13: 制造业 PMI 指数变动趋势.....	8
图 14: 不同规模企业制造业 PMI 指数变动趋势.....	8
图 15: 制造业 PMI 指数历史趋势对比.....	8
图 16: 制造业 PMI 就业指数变动趋势.....	8
图 17: 制造业 PMI 生产及订单指数变动趋势.....	9
图 18: 制造业 PMI 库存指数变动趋势.....	9
图 19: 工业增加值同环比增速.....	9
图 20: 工业增加值当月同比（分类别）.....	9
图 21: 高新技术产业工业增加值当月同比.....	10
图 22: 重点行业工业增加值当月同比.....	10
图 23: 进出口累计同比增速.....	10
图 24: 累计贸易顺差.....	10
图 25: 进出口当月季调同比增速.....	10
图 26: 进出口季调环比增速.....	10
图 27: 消费当月及累计同比.....	11
图 28: 城乡消费累计同比.....	11
图 29: 餐饮及零售累计同比.....	11
图 30: 实物商品网上零售同比.....	11
图 31: 固定资产投资同环比增速.....	12
图 32: 房地产投资累计同比.....	12
图 33: 基建投资累计同比.....	12
图 34: 重点行业固定资产投资累计同比.....	12
图 35: CPI 同比数据.....	13
图 36: CPI 环比历史对比.....	13
图 37: PPI 同环比数据.....	13
图 38: PPI 环比历史对比.....	13
图 39: CPI 翘尾演变.....	14
图 40: PPI 翘尾演变.....	14

图 41: 社融存量及人民币贷款同比变动情况.....	17
图 42: 社融增量结构特征 (不含信贷)	17
图 43: 存贷款同比增速及贷存比	17
图 44: 新增信贷结构特征	17

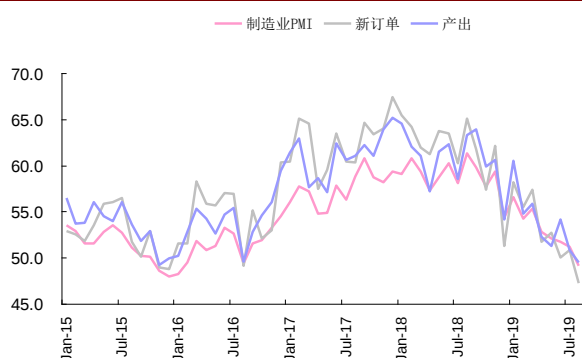
进入8月份，不仅欧美经济前瞻进一步黯淡，而且中美贸易争端再度升级，外需萎缩的形势更为严峻；国内方面，居高不下的宏观杠杆率和不佳的盈利前景令总需求扩张依旧承压，尽管稳增长的必要性不断提升，但是鉴于管理层“推进改革，不走老路”的政策意图，稳增长在托底经济时难以令增速出现明显的提升。

1. 美国或再度降息 欧洲宽松料将加力

1.1 外部风险不断抬升 美联储被逼或再降息

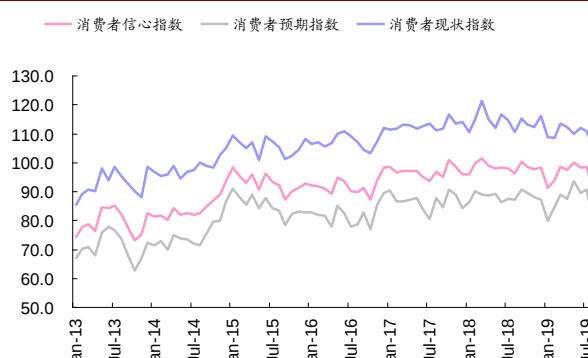
在美国制造业 PMI 指数震荡回落已成趋势后，原本坚挺的消费者信心指数在8月份出现显著回落，在工资增速良好和失业率低位徘徊的情况下，出现这一现象最可能的原因就是消费者对中美贸易争端潜在冲击的担忧明显强化，叠加美国经济的周期性回落，消费这一滞后变量也开始反应出萎缩的迹象。

图 1: 美国制造业 PMI 指数回落趋势未改



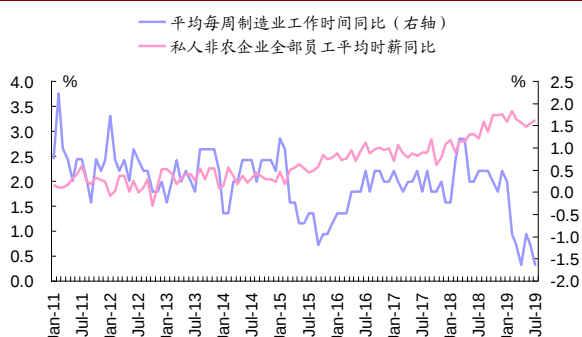
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 2: 美国消费者信心指数显著回落



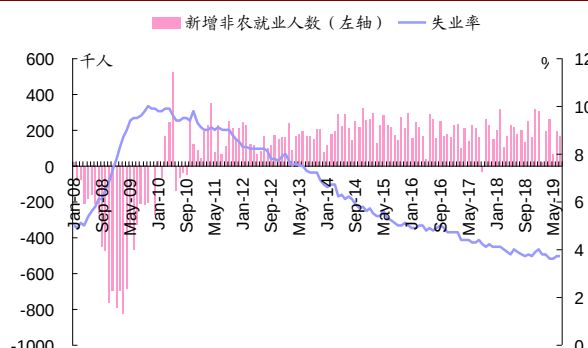
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: 美国私人非农企业员工工资涨势良好



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美国失业率继续维持低位

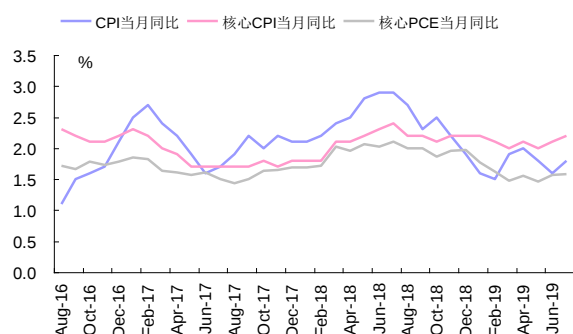


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

尽管同期通胀水平有所抬升，但是鉴于美联储对于通胀宽容度的提高，其尚不会

制约美联储可能的降息行为。回溯 7 月份公布的议息会议纪要及全球央行大会上鲍威尔的讲话，我们不难看出，一方面，鲍威尔此前有关降息为“中周期调整”的表述并非其个人观点，而是联储众多委员的共识，7 月份降息的反对声则表明委员们对经济前瞻的多空掺杂，这直接导致美联储在未来的货币调控上并无主导路线图，而要视情况而定；另一方面，相较于经济数据，防范风险更加成为短期内货币调控的关注重点，因此在中美贸易争端加剧且全球衰退风险加大的情况下，特朗普的咄咄逼人及市场一致预期的反制都意味着 9 月份再度降息将不可避免。

图 5: 美国核心通胀水平略有抬升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 美联储降息预期概览

MEETING DATE	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225
2019/9/18				0.0%	96.9%	3.1%
2019/10/30		0.0%	0.0%	55.9%	42.8%	1.3%
2019/12/11	0.0%	0.0%	29.7%	48.9%	20.7%	0.6%
2020/1/29	0.0%	16.1%	40.1%	33.6%	9.8%	0.3%
2020/3/18	5.4%	24.1%	38.0%	25.7%	6.6%	0.2%

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

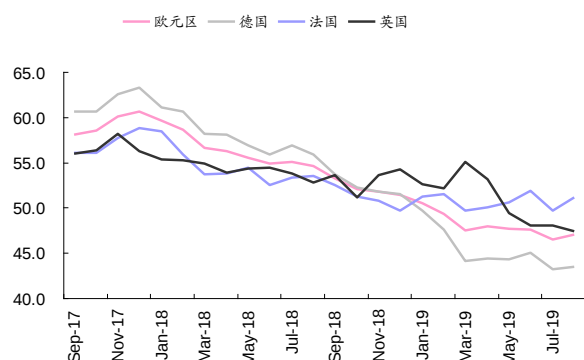
1.2 德法负利率一路向南 英国脱欧扑朔迷离

欧元区经济的不堪境况难以改观，虽然其制造业景气指数小幅反弹，但是依旧处于收缩区间和二季度 GDP 增速回落的现实都意味着区内经济扩张的乏力，德法两国十年期国债收益率的持续走低也彰显着市场信心的低迷。

在区内经济扩张持续萎缩的同时，英国脱欧的前景在总统换届后显得更加扑朔迷离。新任英国首相约翰逊延长一会休会时间的请求被英女王批准后，引起了英国民众的强烈不满，英国民众认为此举将令议会没有足够时间阻止“无协议脱欧”的发生，尽管短期内民意对约翰逊形成一定制约，但是随着 10 月 31 日最后期限的不断临近，英国脱欧的迷雾依旧浓重，其对欧元区经济，特别是欧元区建制的冲击风险也并未消弭。

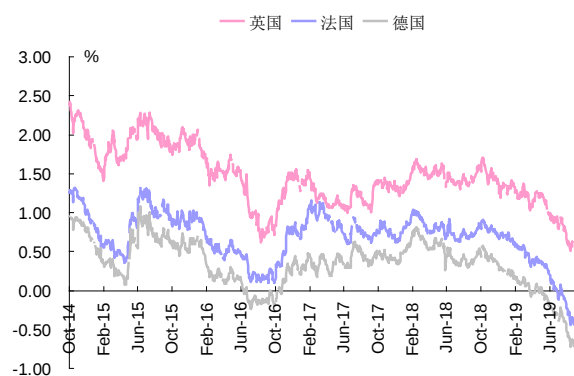
一方面承压于全球经济回落所导致的衰退风险，另一方面承压于英国脱欧所带来的事件冲击，欧央行 9 月份议息会议将成为关注焦点，尽管事实已经证明单一的货币刺激对于经济的提振作用已经愈加有限，但是德拉吉在其卸任前仍将推动欧元区的货币宽松再进一步。

图 7: 欧元区制造业 PMI 指数持续回落



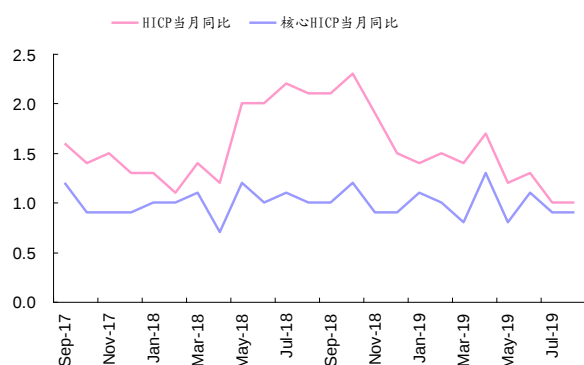
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 英法德十年期国债收益率持续回落



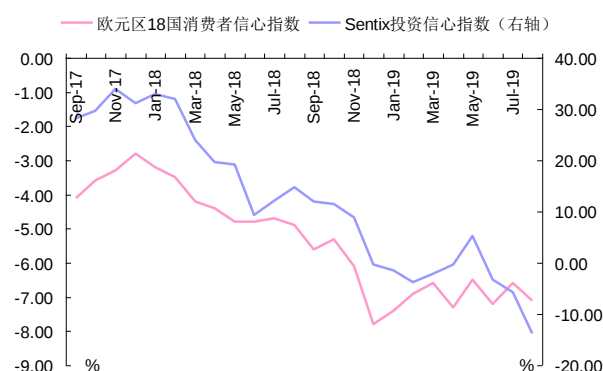
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 欧元区通胀水平维持平稳



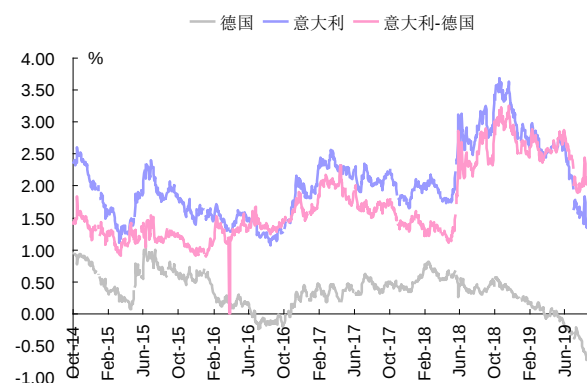
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 欧元区投资者信心指数再创新低



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 德国与意大利十年期国债利差演变



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 欧元相对于美元持续走弱



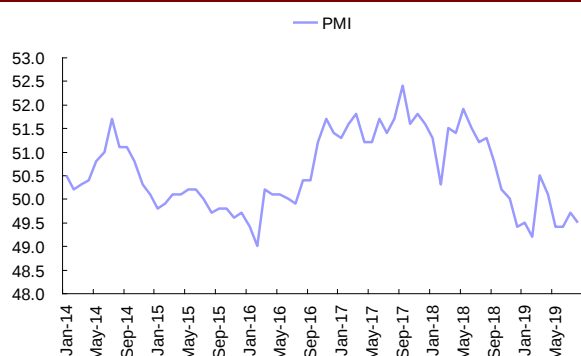
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2. 内需不振仍待解 供给冲击撑物价

7月份经济数据显示，需求不振的问题仍未改善，虽然供给不足导致CPI同比超预期走高，但是超预期回落的PPI同比则彰显着需求的不足。随后公布的经济运行数据显示，略有改观的制造业投资或难以冲抵房地产投资下行的负面冲击，而消费则受制于杠杆率高升及管理层对消费贷的严查，在内生性需求不足的情况下，维持低位且略有回落的基建投资增速表明其补位效果尚未显现，在需求不足的情况下工业增加值同比增速回落明显，这令出台逆周期调节政策呵护经济增长的必要性持续提升。

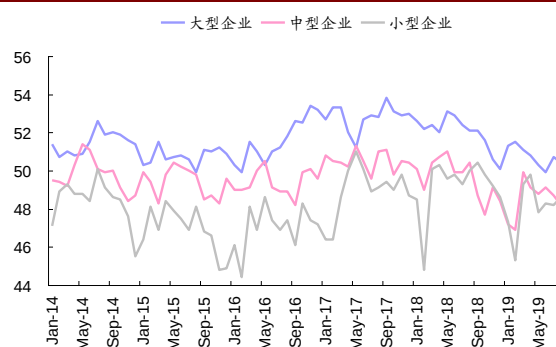
2.1 经济景气度偏弱 生产回落压力增大

图 13: 制造业 PMI 指数变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 不同规模企业制造业 PMI 指数变动趋势



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 制造业 PMI 指数历史趋势对比

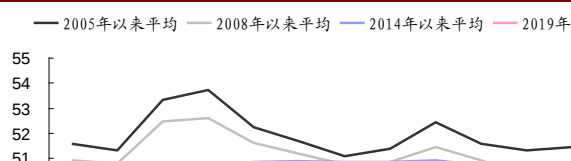
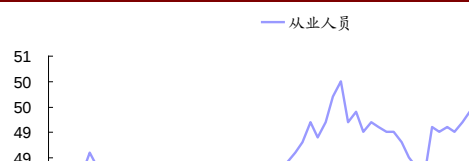


图 16: 制造业 PMI 就业指数变动趋势



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_10314

