

9月份宏观月报

近期宏观逆周期调控政策的逻辑

■ 核心观点

第一，8月份针对经济下行的逆周期调控政策密集出台，整体来看，本轮逆周期调控政策是通过深化改革的方式来优化存量结构，在提高经济质量的同时稳增长，宏观政策着力于从供给端和中长期发挥作用，对于短期的宏观经济是托而不举，这与之前从需求端进行短期的大规模刺激存在显著的不同。这也意味着本轮的经济下行可能会持续更长的时间。

第二，财政政策的着力点是进一步落实落细减税降费，通过税改来降低企业的经营成本。但就稳增长而言，税改的效果可能弱于直接扩大政府支出，这也是当前市场期待地方债扩容、增发特别建设国债的主要原因。

第三，货币政策通过 LPR 报价改革来降低实体经济的融资成本，倾向于使用结构性工具引导金融机构加强对中小民营企业进行信贷支持，而非降息和全面降准等传统总量工具。LPR 报价改革之后，未来央行将大概率更多的使用 MLF 操作进行基础货币投放，引导中长期利率下行。短期利率将可能更多的发挥抑制债券市场加杠杆的功能，其波动性会有所提高。

第四，促消费整体上延续政治局会议坚持以破除供给障碍来释放潜在消费需求的思路，强调以补短板的方式改造升级消费流通领域，顺应当前网上消费的潮流，为消费创造更多的场景和模式，而非传统的对某个消费领域进行大规模补贴。该方式有助于从中长期保障消费的平稳增长以及消费质量的提升，但在短期内对消费的拉动可能会弱于之前的直接补贴政策，消费增速在短期内难以大幅反弹，这也体现了本轮逆周期调控是在提高经济质量的同时稳增长。

第五，加大对外开放的力度和深度，如深圳先行示范区建设和上海自贸区临港新片区；加快对内结构性改革，如土地制度改革明显提速。

本月市场重点

■ 近期宏观逆周期调控政策的逻辑

7.30 政治局会议明确将当前的政策重心转向稳增长，央行二季度货币政策执行报告也表达了对经济下行的担忧，随后公布的经济和金融数据进一步证实经济存在下行压力。8月份针对经济下行的逆周期调控政策密集出台，整体来看，本轮逆周期调控政策是通过深化改革的方式来优化存量结构，在提高经济质量的同时稳增长，宏观政策着力于从供给端和中长期发挥作用，对于短期的宏观经济是托而不举，这与之前从需求端进行短期的大规模刺激存在显著的不同。这也意味着本轮的经济下行可能会持续更长的时间。具体来看如下：

财政政策的着力点是进一步落实落细减税降费，通过税改来降低企业的经营成本。自4月份增值税改革以来，工业企业的利润率小幅改善，制造业投资也小幅回升。但就稳增长而言，税改的效果可能弱于直接扩大政府支出，这也是当前市场期待地

方债扩容、增发特别建设国债的主要原因。但在 8 月份刚刚召开的十三届全国人大常委会并没有讨论提高地方债限额事宜，未来是否会采用增发地方债限额与余额的空间还存在不确定性。

货币政策主要目的在于修复传导机制，通过 LPR 报价改革来降低实体经济的融资成本。货币政策操作工具倾向于使用结构性工具，降准采用“三档两优”的准备金框架，鼓励金融机构加强对中小民营企业进行信贷支持，严格控制流向房地产的信贷规模。传统的货币政策宽松，如全面降准、降息等，截至目前尚未出现，大水漫灌式的宽松未来也难以出现。7.30 政治局会议要求货币政策保持流动性合理充裕，8 月份的 DR007 均值为 2.6355%，相比 7 月份上升 13.4 个 BP；LPR 报价改革之后，DR007 的均值为 2.6692%，相比 8 月份 LPR 报价改革之前上升 6 个 BP。这意味着，其一，政治局会议之后，货币政策在短端边际有所收紧，公开市场操作多为到期对冲型操作；其二，LPR 报价改革之后，货币政策的传导路径为“政策利率（MLF 利率）——LPR——贷款利率”，未来央行将大概率更多的使用 MLF 操作进行基础货币投放，引导中长期利率下行。而短期利率将更多的发挥抑制债券市场加杠杆的功能，其波动性会有所提高。

促消费强调以补短板的方式改造升级消费流通领域，顺应当前网上消费的潮流，为消费创造更多的场景和模式，而非传统的对某个消费领域进行大规模补贴。8 月 27 日，国办发布《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，提出了 20 条稳定消费预期、提振消费信心的政策措施。具体来看，存在如下亮点：第一，注重流通领域的改造与升级，强调流通新业态新模式，顺应商业变革和消费升级趋势。如改造提升商业步行街，推动线下实体店转型升级，鼓励运用现代信息技术促进商旅文体等跨界融合，引导电商培育定制消费、智能消费等新模式；第二，挖掘农村消费潜力。城市居民受制于高房价和高杠杆，居民消费增速近几年低于城乡农村消费增速。意见提出“改造提升农村流通基础设施”、“提高农村电商发展水平”、“扩大农产品流通”等内容，在便利农村居民网上消费的同时，也有利于农产品的流通和销售，从而促进农民增收，进一步释放农村的消费潜力；第三，放松汽车限购政策，鼓励家具和电子产品以旧换新，这对消费的拉动效果可能会远远弱于前几轮家电下乡和汽车购置税减免政策；第四，活跃夜间市场和拓展假日消费。可以看出，这些促进消费的举措整体上延续政治局会议坚持以破除供给障碍来释放潜在消费需求的思路，针对当前消费流通环节出现的问题进行改造升级，有助于从中长期保障消费的平稳增长以及消费质量的提升，也有助于优化我国的经济结构，但在短期内对消费的拉动可能会弱于之前大规模补贴政策，消费增速在短期内难以大幅反弹，这也体现了本轮逆周期调控是在提高经济质量的同时稳增长。

加大对外开放的力度和深度。最典型的代表就是关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见（以下简称《意见》）和上海自贸区临港新片区。具体来看，《意见》将深圳定位于先行示范区”不同于当年“先行先试的特区试验田”的定位，这意味着深圳的制度创新改革不仅仅要符合深圳的实际，还要将相关做法在全国进行推广，以点带面推动整个中国的现代化建设。《意见》中有大量的对外开放新举措要求深圳站在更高起点、更高层次、更高目标上推进改革开放，如更加开放便利的境外人才引进和出入境管理制度、推进人民币国际化上先行先试、吸引港澳建设医疗机构，放宽境外医师到内地执业限制等。上海自贸区临港新片区对标国际公认竞争力最强的自由贸易园区，建立以投资贸易自由化为核心的制度体系（之前是便利化），打造更具国际市场影响力和竞争力的特殊经济功能区。此外，国务院还印发《中国（山东）（江苏）（广西）（河北）（云南）（黑龙江）自由贸易试验区总体方案》。8 月 30 日，我国 6 个新设自贸试验区正式挂牌成立。至此，我国 18 个自贸试验区构筑起开放新版图。

加快对内改革，尤其是土地制度改革明显提速。8 月 26 日，十三届全国人大常委会第十二次会议审议通过《中华人民共和国土地管理法》修正案，自 2020 年 1 月 1 日起施行。新《土地管理法》在充分总结农村土地制度改革试点成功经验的基础上，做出了多项重大突破：其一，允许集体经营性建设用地在一定条件下，可以通过出让、出租等方式交由集体经济组织以外的单位或者个人直接使用。同时，使用者取得集体经营性建设用地使用权后还可以转让、互换或者抵押。这结束了多年来集体建设用地不能与国有建设用地同权同价同等入市的二元体制，集体经营性建设用地可以直接进入市场流转，有助于提升农民的土地财产价值。其二，改革土地征收制度，明确征收补偿的基本原则是保障被征地农民原有生活水平不降低，长远生计有保障。其三，完善农村宅基地制度，允许进城落户的农村村民自愿有偿退出宅基地。其四，将基本农田提升为永久基本农田，永久基本农田经依法划定后，任何单位和个人不得擅自占用或者改变用途。且永久基本农田的转用由国务院直接进行审批。此外，值得指出的是，上述的深圳先行示范区和各个自贸区也是我国先行推进结构性改革的重要抓手。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2018	2019Q2	2019-07	2019-08	2019Q3	2019E
经济增长						
GDP 同比 (%)	6.6	6.2	-	-	6.1	6.2
工业增加值同比 (%)	6.2	5.6	4.8	5.3	5.3	5.5
固定资产投资累计同比 (%)	5.9	5.8	5.7	5.6	5.7	5.5
名义消费同比 (%)	9.0	8.5	7.6	8.0	8.0	8.2
出口同比 (%)	9.9	-1.0	3.3	3.0	-3.2	-3.0
进口同比 (%)	15.8	-4.1	-5.6	-7.0	-6.9	-6.5
贸易盈余 (亿美元)	3518	1064	451	460	830	3853
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	2.1	2.6	2.8	2.7	2.6	2.5
PPI 同比 (%)	3.5	0.5	-0.3	-0.8	-0.9	-1.0
货币信贷						
M2 同比 (%)	8.1	8.5	8.1	7.9	7.9	8.0
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.0
人民币兑美元汇率中间价	6.86	6.87	6.88	7.09	7.15	7.20

资料来源: WIND, 平安证券研究所

上月重点宏观动态

■ 《中共中央 国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》发布

事件描述: 8月18日,《中共中央 国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》发布。

点评: 1)“先行示范区”的定位不同于当年“先行先试的特区试验田”定位,这意味着深圳的制度创新改革不仅仅要符合深圳的实际,还要将相关做法在全国进行推广,以点带面推动整个中国的现代化建设。2) **加快实施创新驱动发展战略**。创新驱动的发展战略主要体现为大力发展高科技产业并加强知识产权保护,完善创新环境,如5G、人工智能、网络空间科学与技术、生命信息与生物医药实验室等,这也必将带来相应产业的投资机会。3) **加大金融创新,具体体现在**:其一,完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度,以科创板为抓手推动主板注册制改革。其二,促进与港澳金融市场互联互通和金融(基金)产品互认。其三,推进人民币国际化上先行先试。其四,推动更多国际组织和机构落户深圳。上述举措会显著提升深圳与香港金融领域的竞争程度。4) **助推粤港澳大湾区建设**。深圳在大湾区建设中发挥着核心枢纽的作用,一方面对外要不断提升对港澳开放水平,加快深港科技创新合作区建设;另一方面对内要推进深莞惠联动发展,探索推广深汕特别合作区管理体制机制。5) **建立和完善房地产市场平稳健康发展长效机制**。关于房地产的发展意见放在社会保障建设部分,充分体现了“房住不炒”的定位,房地产市场扩大供给主要依靠加快完善保障性住房与人才住房制度。其中,保障性住房主要针对低收入群体,人才住房制度主要针对高端人才群体。6) **提升教育医疗事业发展水平**。从211大学数量和三甲医院数量来看,深圳的教育和医疗短板非常显著。提升教育医疗水平难以像招商引资那样大规模一蹴而就,需要在引入制度上进行创新,本次的《意见》也进行了具体部署。7) **全面提升民主法治建设水平**。法制建设水平的提升有助于深圳打造为国际性金融中心城市。

■ 央行宣布 LPR 改革启动，利率并轨迈出关键一步

事件描述：8月17日，央行发布公告称，为深化利率市场化改革，提高利率传导效率，推动降低实体经济融资成本，决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。

点评：1) **完善 LPR 报价机制的主要目的在于修复货币政策的传导机制，提高货币政策的传导效率。**导致我国利率传导链条不通畅的根本原因在于针对不同类型的资产和负债，商业银行采取不同的定价机制以及监管考核机制不同。2) **与原有的 LPR 形成机制相比，新的 LPR 主要有以下几点变化：**报价方式主要参考 1 年期 MLF 利率加点形成；增加 5 年期以上的期限品种；报价行范围代表性增强，在原有的 10 家全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行各 2 家；报价频率由原来的每日报价改为每月报价一次。3) **新的机制可能会产生如下影响：**其一，增强了贷款利率和公开市场操作利率之间的传导效率；其二，实体经济的融资成本有望整体下行，实现以改革的方式“降息”。新的报价机制能在多大程度上降低实际贷款利率，这可能也决定了央行未来是否会进一步下调公开市场操作利率；其三，在存款利率市场化之前，针对不同客户的贷款利率变化可能会出现分化；其四，存贷款息差收窄，但银行资产配置多样性受监管影响难以大幅提升，资产负债管理压力增加。4) **报价机制仍需进一步完善。**其一，5 年期以上期限品种较为模糊，需要更加细化（例如区分为 5 年、10 年、20 年与 30 年）。此外，如何对 5 年期以上品种定价目前尚不清楚；其二，银行间市场存在流动性分层可能导致中小商业银行不愿意显著降低贷款利率；其三，报价频率未来有可能会提高至每周一次甚至每日一次。

■ 央行二季度货币政策执行报告发布，强调进一步做好“六稳”工作

事件描述：8月9日，央行发布二季度货币政策执行报告，强调下一阶段进一步做好“六稳”工作，稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”。

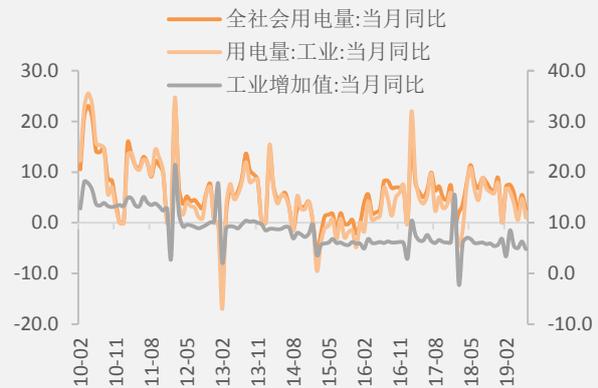
点评：1) **全球经济增长疲弱，短期面临下行风险，中长期可能会延续中低速增长。**短期下行风险来自局部地缘政治风险可能加剧、英国脱欧前景存在较大不确定性、贸易摩擦影响全球投资者信心以及欧洲银行体系稳健性隐忧仍存；中长期保持低速增长来自结构性问题，包括全球生产率增长乏力、全球化走向不明朗、全球债务率高企以及收入分配并没有改善；2) **国内经济下行压力加大，货币政策适时适度实施逆周期调节。**央行在报告中强调“把好货币供给的总闸门”，这也就意味着货币政策虽然会更加注重逆周期调节，但难以大幅宽松，货币政策的发力仍然以结构性工具为主；3) **贷款利率市场化有望加快，用改革的方法降低融资成本。**我国的 LPR 市场化可能会采用参考加权 DR007、MLF 和同业存单发行利率等市场化利率的基础上进行报价，该方式既可以增强货币政策传导的有效性，也可以综合考虑商业银行负债的成本，变化调整也较为及时；4) **人民币汇率弹性增加，短期内人民币兑美元汇率料将在 7 上下保持稳定，除非中美贸易摩擦进一步升级；**5) **房地产调控不会放松，防范金融风险由主动防控转为风险暴露后的危机妥善处置。**自包商银行事件之后，通过加大公开市场操作，完善再贴现、常备借贷便利、定向存款准备金和再贷款等结构性工具，缓解中小银行的融资困境。目前来看，银行间市场流动性风险整体可控，但需要关注由流动性分层向信用分层的演化。

月度经济数据预测

■ 工业：预计 8 月工业增加值增速 5.3%

2019 年 8 月份制造业 PMI 为 49.5%，生产、需求、进口、出口、从业人员等分项指标整体有所恶化，制造业景气度小幅回落，反映经济存在下行压力。

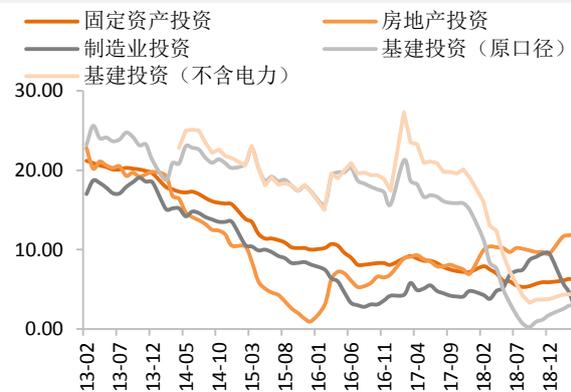
8 月高频数据表现平淡，工业整体表现弱势：6 大集团发电耗煤增速回调至 -2.1%；汽车销量持续低迷；钢材累库速度连续 4 周上行；水泥价格继续环比下跌且降幅走阔。总体而言，预计 8 月工业增加值 5.3%。



■ 投资：预计 8 月固定资产投资增速 5.6%

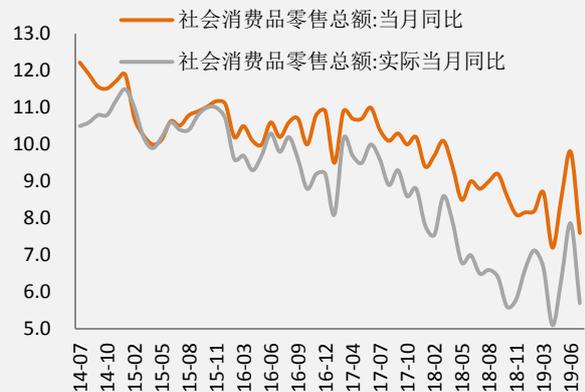
7 月底政治局会议明确表示不将房地产作为短期刺激经济的手段、近期相关部门对房企融资明显收紧、多地房贷利率出现上调，预计房地产投资增速继续下行；

制造业投资增速连续 3 个月小幅回升，不过考虑到消费整体偏弱、出口不确定性仍大，回升持续性仍需谨慎看待。展望来看，预计 8 月投资增速小幅降至 5.6%。



■ 消费：预计 8 月社零消费增速 8.0%

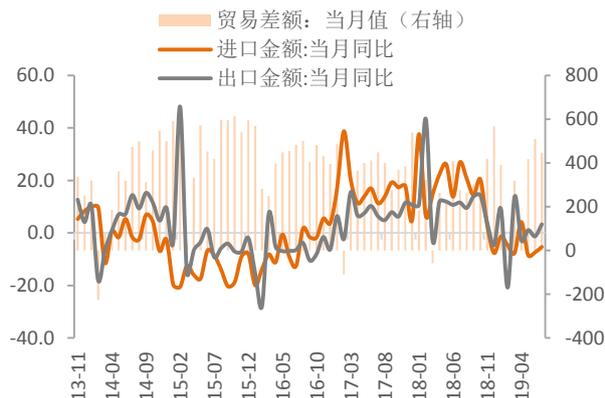
近两个月消费增速受到汽车国 5 向国 6 转型、电商年中促销的短期影响较大。短期来看，8 月透支效应将趋于减弱，政策释放鼓励汽车消费信号，但近期油价显著走弱，可能从石油制品渠道对消费增速带来压力，预计 8 月消费增速小幅回升至 8.0%。



■ 外贸：预计 8 月出口增速 3.0%，进口增速-7.0%

8 月份 PMI 进口指标下降 0.7 个百分点至 46.7%、出口指标回升 0.3 个百分点至 47.2%。BDI 和 CCFI 指数在 8 月也有回升。

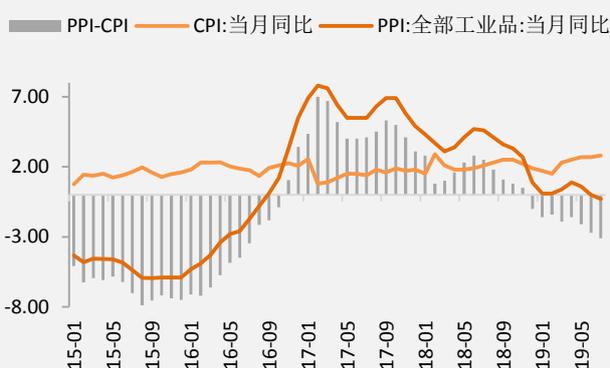
中期来看，全球经济增长动能继续减弱（全球 PMI 持续下行）、美国可能在 9 月再度加关税，人民币汇率持续走贬的概率较低，则汇率可能难以完全对冲加征关税的影响，下半年我国出口将面临不小压力。短期预计 8 月出口增速小幅降至 3.3%，进口增速继续降至-7.0%。



■ 通胀：预计 8 月 CPI 同比 2.7%，PPI 同比-0.8%

8 月，商务部食用农产品价格指数同比增速由 9.0%升至 12.6%，农业部农产品批发价格指数同比增速由 11.2%降至 7.19%。8 月 22 省市平均猪价环比上涨 39.8%，同比上涨 75.9%。8 月布伦特油价环比-0.6%，同比降至-21.5%。最终预计 CPI 同比维持在 2.7%。

7 月，PMI 主要原材料购进价格指数延续回落态势至 48.6%，PMI 出厂价格指数回落 0.2 个百分点至 46.7%。预计 7 月 PPI 同比增速降至-0.8%。



图表2 重要高频经济数据跟踪

高频经济指标	上月值 (2019.07)	当月预测 (2019.08)	下月趋势 (2019-09)
6 大发电日均耗煤量同比	-13.85%	-2.08%	↓
发电量同比 (规上口径)	0.60%	0.50%	↑
高炉开工率	66.71%	67.96%	↑
工业 粗钢产量同比	5.00%	6.00%	↑
水泥价格同比	-1.85%	0.96%	↑

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_10394



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>