

于未知水域中航行

— 2019年8月宏观经济月报

概要。全球经济下滑加速，更多衰退红灯亮起，地缘政治风险激增，中美贸易战再度升级。更多央行加入宽松政策行列，但面对贸易战和下行周期叠加的全新挑战，货币政策好似正在未知水域中航行。市场寄望更多刺激措施的同时，避险情绪却在迅速升温。

■ **海外宏观：衰退红灯频闪，全球宽松潮来袭。**二季度 GDP 增速不佳，众多经济体和国际组织下调增长预测。英国、美国、加拿大的关键国债收益率曲线倒挂，体现市场对于经济前景的信心严重不足。受服务行业景气度支撑，7 月全球经济活动有小幅回暖迹象，其中保险、生物医药、旅游娱乐等行业较为乐观，但预计全球贸易和制造业将于第三季度进一步恶化。美国方面，私人消费等国内需求将在中短期内继续支撑美国经济，但美国进出口贸易、商业投资、企业盈利将显著下滑，关税冲击范围迅速扩大。在当前美债收益率全面倒挂和中美贸易纠纷升级的背景下，美联储以风险规避为主旋律的降息步伐将进一步加快，预计 9 月降息 25bp，若贸易形势出现恶化，不排除在 10 月或 12 月再降息一次的可能。随着“硬脱欧”等地缘政治风险上升，投资者倾向避险资产。

■ **中国经济：7 月经济数据呈现出供需双弱的格局。**虽然消费下滑主要受短期因素扰动，但工业生产和固定资产投资显示当前经济面临的下行压力加大。根据季节性规律，7 月经济数据表现或为年内低点，工业生产和消费 8 月大概率将反弹。需求端看，在房地产调控趋严、财政空间受限和居民消费意愿减弱的背景下，国内需求大概率维持疲弱。衰退式顺差短期的持续，将对三季度经济构成一定支撑，但随着四季度后衰退式顺差消散，经济下行压力将会加大。价格方面，7 月 CPI 上行主要由食品项驱动，核心 CPI 同比增速仍然较低，PPI 同比增速如期进入通缩区间，但通缩幅度和持续时间都将有限。

■ **就业形势：若后续就业形势进一步恶化，逆周期调节政策或将加码。**特别值得关注的是，7 月失业率显著反弹，很可能受到贸易摩擦下供需双弱叠加毕业季来临的影响。7 月城镇调查失业率 5.3%，较前值提高 0.2pct，距离《政府工作报告》中 5.5% 的城镇失业率目标仅余 0.2pct。

■ **货币金融：7 月金融数据表明当前我国信贷需求仍然羸弱。**7 月数据中的季节性扰动仍然值得注意：信贷和社融数据的环比跌幅低于过去五年的中位数，且结构上有显著改善。尽管在全球经济增长放缓、贸易摩擦局势未有改观、房地产调控边际收紧、表外融资规范化以及专项债发行显著“前置”的大背景下，下半年我国信贷和社融的增长总体上不容乐观，但并不存在“失速”风险。

■ **财政收支：收入增速探底制约支出。**1-7 月财政收入受减税降费政策与经济基本面趋弱影响较大，财政支出前置特征明显，但受制于收入增速创十年来新低，支出增速自二季度以来已明显下降。随着财政收支矛盾进一步凸显，财政支出的积极程度或将受制约，尤其是对基建投资的支持。若经济下行压力继续加大，不排除财政政策会继续加码，提高预算赤字率及地方政府专项债限额等或都将成为备选政策，以确保今年经济增长目标的实现。

■ **政策跟踪：LPR 价格形成机制改革，利率市场化下半场开启。**8 月 LPR 形成机制改革代表着利率“两轨并一轨”征途的正式开启，宣告利率市场化改革进入了下半场。改革从来都不会一蹴而就，此次也只是探索性的第一步，仍有诸多问题有待解决。在此次改革中，商业银行可能要承担较多的成本，需要尽早布局应对。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

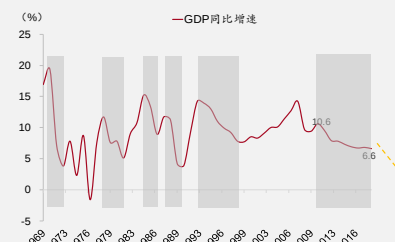
邮件：zhuotan@cmbchina.com

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

中国实际 GDP 同比增速及预测



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

相关报告

1. 新兴市场动态—阿根廷市场崩盘，传染效应有限（8月14日）
2. 美国将中国认定为“汇率操纵国”点评（8月7日）
3. “鹰派”降息对资本市场的影响（8月1日）
4. 反弹非反转——7月宏观经济月报（7月23日）
5. 静水流深，峰回路转：2019年中期宏观经济与资本市场展望（7月4日）

目录

一、 海外宏观：衰退红灯频闪，全球宽松潮来袭	3
(一) 主要经济体数据欠佳，英美收益率曲线倒挂	3
(二) 美国：投资和贸易疲软，消费仍具韧性	5
(三) 美联储鹰派降息，全球央行迎来宽松潮	6
(四) 地缘政治风险上升，避险情绪升温	7
二、 中国经济：夏去秋来	8
(一) 工业生产：需求疲弱下超季节性回落	8
(二) 消费：汽车类消费透支后大幅回落	8
(三) 投资：房地产回落、基建乏力、制造业反弹	9
(四) 贸易：出口反弹，但仍面临压力	11
(五) 物价：CPI 再现高点，PPI 短暂通缩	13
三、 货币金融：社融量跌质升	15
(一) 信贷：季节性回落，结构改善	15
(二) 社融：贷款非标显著收缩，直接融资占比上升	16
(三) 货币：M2-M1 剪刀差走阔	17
(四) 结论：关注季节性扰动	17
四、 财政收支：收入增速探底制约支出	18
(一) 财政收入下滑：累计增速创十年来新低	18
(二) 财政支出：积极态势有所减弱	19
五、 政策跟踪：LPR 价格形成机制改革，利率市场化下半场开启	20
(一) 政策特征：改革式的非对称降息	20
(二) LPR 定价体系评估：现实选择与优化空间	20
(三) 商业银行：影响及对策	21

一、海外宏观：衰退红灯频闪，全球宽松潮来袭

（一）主要经济体数据欠佳，英美收益率曲线倒挂

多个主要经济体的二季度经济增长数据欠佳。基于二季度 GDP 增速来看，欧元区的“增长引擎”德国六年来首次出现同比零增长，环比更是较前季下滑 0.1%，徘徊于衰退边缘；新加坡同比增速仅 0.1%，为十年来最低；英国 GDP 增速由一季度的 1.8% 大幅下滑至 1.2%。

英美等地关键国债收益率曲线倒挂。8 月 14 日，美国 2 年期和 10 年期国债收益率曲线出现自 2007 年以来的首次倒挂，英国收益率曲线亦出现 2008 年以来的首次倒挂。除英美外，2 年期和 10 年期国债收益率倒挂的国家或地区还有加拿大、挪威、丹麦和中国香港等。由于短期国债收益率高于长期的反常现象常被视为经济即将进入衰退的预警信号，金融市场担忧情绪上升，VIX 波动率指数再度攀升。收益率曲线出现倒挂的国家和地区虽都表现出增长疲态，但经济状况实际上有所差异，中短期内美国经济相对韧性较强，部分经济体则处于衰退边缘。而全球多个市场近乎同时出现收益率曲线倒挂，主要体现市场对于经济前景的信心严重不足，投资者涌入国债市场避险。

图 1：主要经济体综合 PMI 指数

	2018年7月	8月	9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
美国	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53	50.9	51.5	52.6
欧元区	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5	51.8	52.2	51.5
英国	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9	50.9	49.7	50.7
日本	51.7	52.1	51.8	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.7	50.8	50.6
中国	52.3	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9	52.7	51.5	50.6	50.9

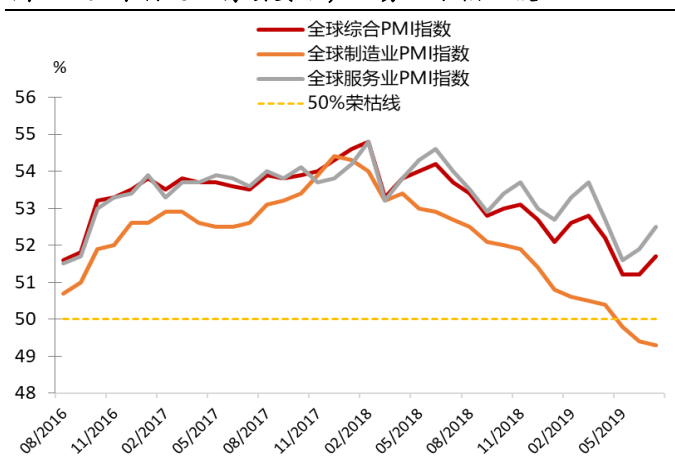
资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：英美加国债收益率曲线倒挂



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

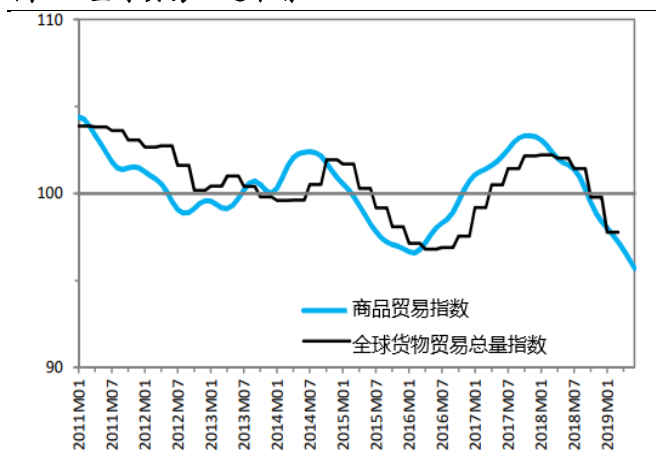
图 3：全球制造业持续萎缩，服务业小幅回暖



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

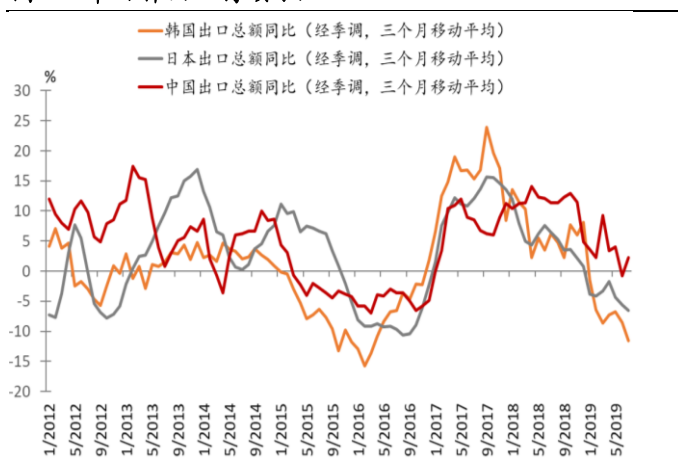
受服务行业景气度支撑，7 月全球经济活动有小幅回暖迹象。全球综合 PMI 指数由 6 月的 51.2 微升至 51.7，但相较于过去 12 月的平均水平 53.7 下滑显著。全球制造业和服务业分化加剧：受需求疲软拖累，制造业活动持续下降，工业产出自 6 月出现 2012 年 10 月以来的首次萎缩后于 7 月继续下滑，中间产品和投资产品持续负增长；全球服务业在 7 月则稍有起色，服务业 PMI 指数由 6 月的 51.9 上升至 52.5，但前瞻地看，制造业和服务业的商业乐观指数都已跌至多年新低，未来增长前景均不乐观。细分行业而言，汽车及汽车配件、工业产品、金属和采矿业下滑最为严重，而金融、保险、生物医药、旅游娱乐等行业在 7 月仍有较为亮眼的表现。

图 4：全球贸易加速下滑



资料来源：WTO、招商银行研究院、招银国际研究

图 5：中日韩出口持续承压



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

三季度全球贸易将愈趋恶化。美国计划对额外 3000 亿美元的中国商品加征关税、日韩贸易冲突进入白热化，对全球贸易无疑是雪上加霜。世界贸易组织（WTO）于 8 月 15 日发布的商品贸易指数显示，最新的全球贸易增长指数为 95.7，低于上季度的 96.3，而该指数低于 100 表示贸易增速低于趋势水平，意味着全球贸易于第三季度将进一步趋于恶化。分类别看，电子元器件、汽车部件和国际航空货运的下滑最为显著。

众多经济体和国际组织下调增长预测。在贸易逆风下，全球多个经济体和国际组织下调经济增长预测，IMF 于 7 月底再次下调 2019 年全球增速预测 0.1ppt 至 3.2%，英国将 5 月预测的今年经济增速 1.6% 下调至 1.3%，日本下修本财年 GDP 增速 0.4ppt 至 0.9%，新加坡及中国香港地区亦大幅下调今年增长预测至 0% 至 1%。

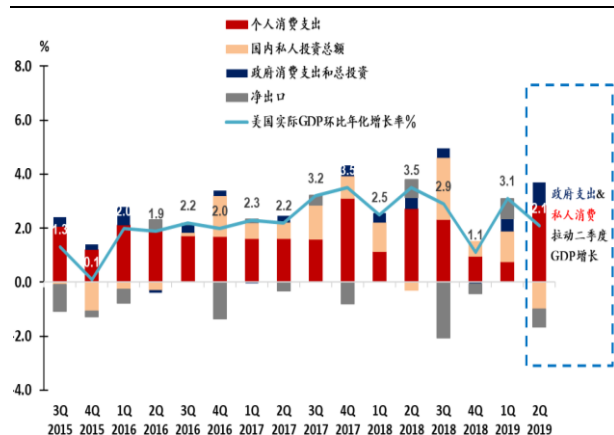
(二) 美国：投资和贸易疲软，消费仍具韧性

经济增速放缓，私人消费稳健增长。美国二季度GDP增长率（季调环比折年率）由一季度的3.1%显著放缓至2.1%。强劲的私人消费和超预期的政府支出反弹避免了美国经济以更快速率放缓，其中私人消费年化增长增速达到4.3%。7月美国零售销售超预期增长0.7%，连续第五个月增长，消费者信心指数保持高位，私人消费未来大概率仍将颇具韧性。由于联邦政府的部分停摆告一段落，政府支出于二季度超预期反弹5.0%，并贡献了0.85个百分点的GDP增速，为十年最高，预计下半年政府支出的增速将有所放缓。

另一方面，净出口、库存和固定资产投资拖累GDP增速。美国二季度出口下降5.2%，其中商品出口下降5.0%，服务出口下降5.6%；投资总额大幅下降5.5%，出口与投资两项共拖累GDP增速1.65个百分点，反映出全球同步放缓、制造业萎缩和贸易战的负面影响已开始拖累美国经济。特朗普于8月13日宣布暂缓向智能手机、笔记本电脑、玩具等中国进口商品加征10%的关税，由9月1日推迟至12月15日，正是意在降低加征关税对美国零售消费旺季的冲击。

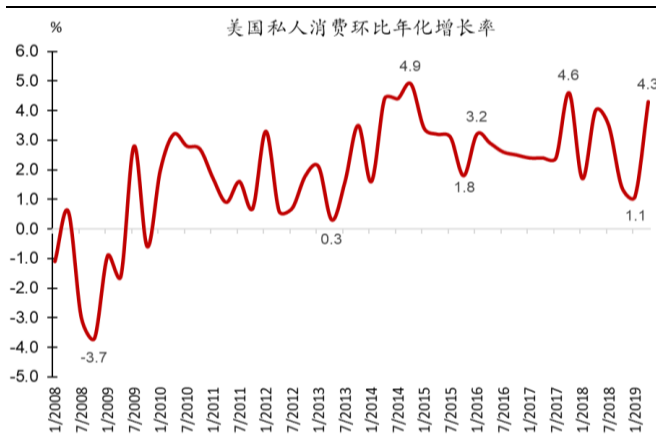
美国本轮经济扩张至8月持续达122个月，已是美国现代历史上持续最久、也是平均增速最低的经济扩张周期。前瞻地看，私人消费等国内需求将在中短期内继续支撑美国经济，但随着大规模减税和政府支出刺激效果的进一步减退，关税政策的国内影响将进一步加大，进出口贸易、商业投资、企业盈利将显著下滑，且整体经济下滑趋势将延续至明年。预计2019全年美国实际GDP增速将放缓至2.2%左右；2020年下半年至2021年经济出现衰退的风险已显著提升。

图6：政府支出和私人消费拉动美国二季度GDP增长，净出口、库存和固定资产投资成拖累



资料来源：美国经济分析局、招商银行研究院、招银国际研究

图7：美国二季度私人消费强劲上升4.3%



资料来源：FRED、招商银行研究院、招银国际研究

（三）美联储危机后首次降息，全球央行迎来宽松潮

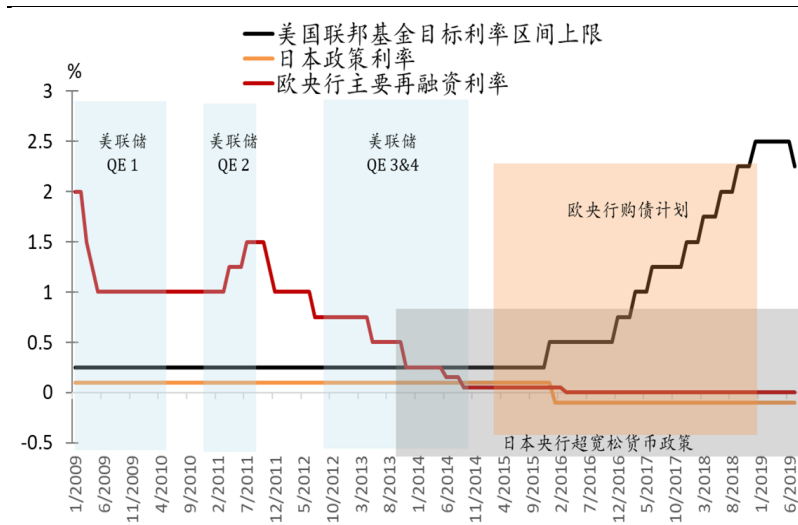
7月31日结束的美联储议息会议将联邦基金利率目标区间下调25个基点至2%-2.25%，为美联储自2008年底以来首次降息；同时宣布在8月提前结束缩表（原定时间为9月）。美联储强调了此次降息的三大理由：一是为了应对全球经济放缓以及贸易不确定因素带给美国经济的下行风险，二是中性利率有所下降，三是为了促进通胀尽快达到2%的目标水平。在美国经济前景尚好的背景下，本次降息显然属于维持扩张、预防风险的“保险式”降息（insurance cut），也是对去年12月加息多度的调整。美联储决定于8月1日提前两个月结束缩表，意味着缩表整体幅度小于预期，目前美联储的资产规模由2015年1月4.5万亿美元的峰值已降至3.7万亿美元。宣布降息的同时，美联储却给出了不明朗的前瞻指引，较为矛盾地释放了偏鹰的信号。鲍威尔模糊的表态、美联储内部的分歧，均折射出政治高压下美联储的独立性正遭遇空前的挑战。

2019年8月23日，在美国杰克逊霍尔（Jackson Hole）举行的全球央行行长年会上，美联储主席鲍威尔发表主题为“货币政策面临的挑战”的演讲，并未明确承诺未来降息，但表示不断升级的贸易摩擦是美联储从未应对过的全新重大挑战，间接为加速降息打开窗口。

在当前美债收益率全面倒挂和中美贸易纠纷升级的背景下，美联储以风险规避为主旋律的降息步伐将进一步加快。我们预计美联储在9月17-18日议息会议上大概率降息25bp，之后视贸易摩擦的影响于10月或12月再降25bp。即便如此，降息对美国经济和美股的支撑效果也很有限。

随着各央行对经济前景的担忧加深，8月以来又有**新西兰（50bp）、印度（35bp）、泰国（25bp）、菲律宾（25bp）和墨西哥（25bp）**等国的央行相继加入全球降息阵营，接连开启宽松模式，使得今年以来降息的主要央行达到二十余家。全球降息潮对中国而言意味着货币宽松的空间加大，而国内货币政策仍将“以我为主”，顺应国内经济形势和市场环境的需要。

图8：美欧日央行政策利率变化



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

（四）地缘政治风险上升，避险情绪升温

新兴市场再度亮起红灯。由于在阿根廷总统选举预选中，民粹主义候选人费尔南德斯意外领先，市场担心亲商总统马克里将在 10 月的大选中落败，令自由经济政策无以为继。受消息影响，阿根廷于 8 月 12 日出现股汇债“三杀”，再一次引发市场对阿根廷全面爆发经济和金融危机的担忧。此次阿根廷市场崩盘对于其他新兴市场的传染效应有限。当前，全球央行宽松趋势有助缓解新兴市场的资本外流和货币贬值压力，但在贸易保护主义和地缘政治紧张局势下，许多新兴市场面临风险正在迅速加大。从外债/GDP、杠杆率、财政赤字率等多组数据来评估新兴经济体的韧性，**土耳其、阿根廷、委内瑞拉和南非的危机风险最大。**

“硬脱欧”等地缘政治风险上升。距离 10 月 31 日的脱欧期限仅剩两个多月，英国无协议脱欧的几率在快速上升，首相约翰逊已要求公务员优先准备“硬脱欧”的可能。若出现“硬脱欧”，英国经济将陷入较长时间的衰退，英镑将继续贬值，全球金融市场也将出现大幅震荡。由于政治和经济方面的不确定因素增加，投资者倾向于避开风险较高的资产，日元和黄金价格获得支持。

二、 中国经济：夏去秋来

2019 年 7 月，规模以上工业增加值同比增长 4.8%（前值 6.3%）；社会消费品零售总额同比增长 7.6%（前值 9.8%）；城镇固定资产投资累计同比增长 5.7%（前值 5.8%），其中基建（不含电力）投资 3.8%（前值 4.1%），房地产投资 10.6%（前值 10.9%），制造业投资 3.3%（前值 3.0%）。7 月城镇调查失业率 5.3%（前值 5.1%）。

（一）工业生产：需求疲弱下超季节性回落

7 月工业增加值同比增长 4.8%，增速较前值下滑 1.5pct。分三大门类看，制造业增加值同比增速是主要拖累，下滑幅度达 1.7pct，其中计算机通信设备、电气机械及器材制造、黑色金属冶炼压延、有色金属冶炼压延、汽车制造、通用设备、金属制品等行业增加值增速下滑均超过 1.5pct；采矿业增加值同比增速下滑 0.7pct；公用事业增加值同比增速提升 0.3pct。

从历史上看，7 月（季初）的工业增加值相较 6 月（季末）通常会有较大幅度的回落。但今年 7 月的回落幅度仍然显著超越季节性。首先，全球经济增长疲弱以及贸易摩擦对制造业生产造成了不利影响：7 月 PMI 新出口订单 46.9，连续 14 个月处于荣枯线以下；其次，工业企业去库存可能相应减少了生产：7 月工业企业产成品存货累计同比增长 3.5%，增速较前值下滑 0.6pct，与 PMI 产成品库存指数显著下滑 1.1 相互印证。此外，7 月 PPI 同比降至通缩区间也对企业的生产意愿不利。

图 9：工业生产同比增速显著下滑

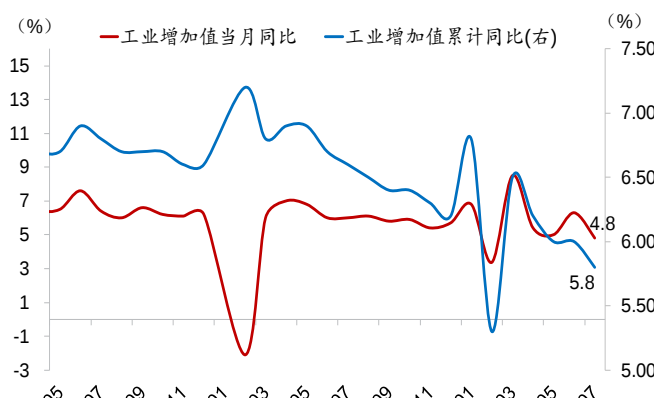
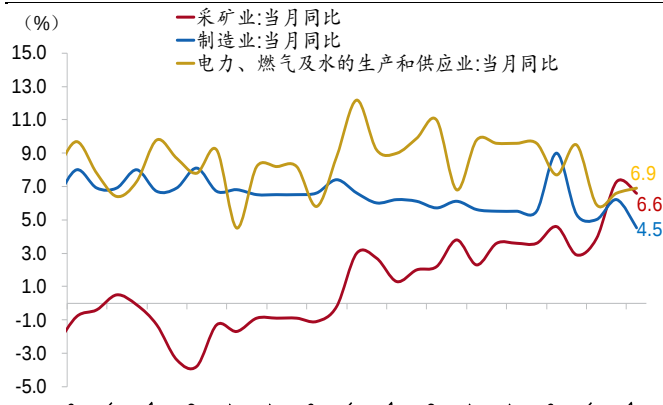


图 10：制造业拖累工业生产



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_10521

