

短期节奏趋稳，经济结构下滑中调整

宏观经济10月动态报告

核心内容：

1、发达国家预期内降息

10月份的经济数据显示美欧日通胀水平进一步低迷，同时，经济增长下滑趋势得到确认，预计欧美日央行会进一步采取降息等宽松措施。

2、我国经济明年可能进入“5”时代

经济出清仍未完成，制造业疲软可能延续，房地产下滑缓慢展开，经济向上的动力有限。央行仍然强调防风险，经济有节奏的下滑，明年可能跌破6%。

3、经济短期节奏稳定

先行指标缓慢回升，订单也有恢复，中美暂时平稳，圣诞季生产和新兴产业小周期到来，短期生产稳定。

生产受到大幅干扰，9月有所恢复，4季度生产好于3季度。需求端分化，居民生活需求平稳，汽车消费边际回升，预计社会消费增速保持在8%左右。政府投资则需要财政和货币的共同支持，受制于债务影响，政府扩大投资较为困难，预计基建投资在5%左右，房地产投资仍然缓慢下滑，固定资产投资滑落至5%-6%。外部需求方面，中美纷争暂缓，人民币贬值稳定了出口预计全年出口增速-0.2%左右。

从生产到需求，4季度都好于3季度，经济在4季度继续下滑概率较小，4季度经济运行暂稳。

4、工业利润可能边际回暖，好转需等待明年

受到工业生产量、价的影响，4季度工业利润可能比3季度边际好转，但全面好转需等到明年3季度。

5、通胀焦灼，需等待明年2季度后

猪肉带动肉类价格上行，蔬菜等其他农产品年末走高，通胀进入高速期，在原油等价格稳定的情况下预计持续至明年1季度，2季度后通胀暂缓。

6、央行货币放松缓慢，防风险仍占重要位置

8、9月份信贷缓慢回升，企业长债增加，信贷结构好转。央行9月份全面降准落地，LPR小幅下滑，利好市场。但地产仍在高位，通胀走高，央行货币政策操作节奏暂缓。同时央行表态我国金融风险仍然较为严峻，去杠杆仍占有重要位置，4季度货币操作趋谨慎。

受到财政制约的影响，基建上行速度有限，这种情况可能在2020年持续，基建发力的速度有限。

7、投资：科技股仍会有所表现

我国经济可能在2020年继续下滑，结构调整继续。随着经济下滑，央行仍然会选择宽货币，债券市场利率水平仍然有望下滑。

资本市场在经济平稳，通胀下行阶段仍会有所表现。传统产业类仍然以个股为主，产业集聚正在进行，传统行业龙头股表现优于行业其他公司。新兴行业的景气度上行，科技行业可能表现更好。

主要风险：中美贸易摩擦不可控的风险、通胀意外走高的风险、货币政策过于谨慎的风险

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515030003

周世一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S013051107000403

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目录

一、“探底”的中场休息：继续结构调整	3
(一) 经济增长：6%之后的时代	3
(二) 通胀：短期的煎熬	4
(三) 政策：防风险仍然占较重的位置	5
(四) 国际：宽松环境下的资本逐利	5
(五) 投资：科技股表现会更好	6
二、国际经济观察	6
(一) 美国：美联储向市场投放货币	6
(二) 欧元区：经济再次走低	8
(三) 日元区：进一步宽松提上日程	9
三、国内经济：生产短期回弹，未来需看货币走势	11
(一) GDP 年度底部已现	11
(二) 订单回升，生产未来可能小幅恢复	12
1、PMI 小幅反弹	12
2、耗煤回落、土地成交回落，生产仍然疲软	13
(二) 生产端恢复：订单积压后的反弹	15
1、出口产业生产回升	15
2、上游产品补库存、中下游行业有所分化	17
(三) 需求端：需求有小幅回升	17
1、消费：汽车回暖带动消费上行	18
2、投资：基建房地产托底，投资缓慢见底	19
3、进出口：压力与韧性共存	21
(四) 通胀：通胀无忧，通缩不虑	23
1、CPI：猪肉大幅影响 CPI，年末迎高点	23
2、PPI：4 季度继续下降	25
(五) 工业利润：4 季度利润边际改善	26
四、金融：信贷缓慢回升，央行仍然较为克制	27
五、国内外主要风险	29

一、“探底”的中场休息：继续结构调整

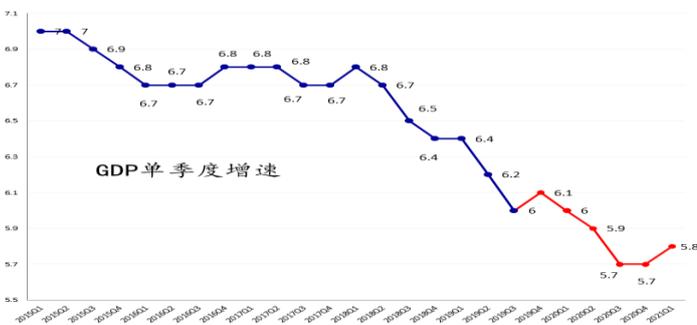
我国经济增速再次下滑，整体仍然处于需求弱勢，投资不强的状态下运行。3季度的单季度GDP下滑至6%，创出新高，而6%是我国持续近5年的经济“保底”增速。经济持续下滑的势头并未停滞，2020年我国还要面临房地产投资走弱的局面。4季度，预计四中全会和中央经济工作会议会把2020年的经济增速下调。综合来看，财政约束较强，房地产受到限制，制造业疲软，未来经济下行压力仍然较大。同时，一些经济指标也显示出了积极的信号，战略新兴产业PMI回弹至56.8%，基建投资缓步上行，汽车消费稍有回升。我们如何看待近期的经济走势？我们认为，现有经济周期较为混乱，由于政府干预和外部环境的变化，企业生产经营信号较为混乱，更长的经济预测变得更为困难。从长期来看（7-10年），主要是整体债务的化解、社会整体净资产回报率的上行、科技进步和产业升级才能带来经济增长。从短中期来看（1-2年），短期矛盾没有解决，经济向下的压力仍然较大。从更短的时间段来看（1-2个季度），短期表现稳定，4季度好于3季度。

（一）经济增长：6%之后的时代

GDP增长在3季度下滑至6%，但是从政府到资本市场并未引起恐慌，市场自然接受了中国经济下滑的事实，并且2020年经济可能跌破6%。2020年来看：（1）我国PMI已经连续5个月在荣枯线之下，工业生产由于制造业的疲软陷入低谷，3季度只有5.0%，2019年中美贸易摩擦使得工业生产受到打击，制造业投资持续疲软。预计制造业投资的不振会持续到2020年，贸易摩擦下产业链的转移已经开始，会影响制造业的增速。（2）工业企业库存仍然没有起色，中下游行业库存仍然在高位，而在出厂价格持续走低的情况下，库存回升需要时间。（3）房地产开工率持续走低，土地出售面积下行，至少到明年3季度房地产可能持续下行。（4）基建投资放量缓慢，政府控制刺激力度，同时财政约束下，地方政府基建力度有限。（5）汽车销售高速增长时期已过，预计明年汽车销售增长不到1%。居民收入增长放缓，整体消费增速可能会再下台阶。（6）出口形势仍然较为严峻，我国出口额在2018年和2019年较为稳定，2020年再上台阶的可能性较低，出口可能小幅回落。

2020年可能更能称之为“磨底”，这种磨底可能会持续1-2年，预计在一定的下探后，经济逐步进入稳定期，2021年下半年经济增速有所好转（附件1）。

图1：GDP单季度预测（%）



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

从更短期的时间来看，4 季度经济各部门的运行好于 3 季度，一些经济指标的下跌幅度收窄，预计这种平稳可能持续至明年 1 季度。消费方面，汽车消费仍然在下行，但是下行幅度减弱，4 季度汽车消费好于 3 季度，同时由于物价的走高，也侧面推高消费。投资方面，房地产仍然较有韧性，下跌还是缓慢的，基建渐趋发力，制造业已经处于底部区域。出口受到中美贸易影响，3 季度短期冲击已过，11 月中美贸易之间预计缓和。4 季度新兴产业生产景气度上行，预计生产有所回升。

但仍要注意到，这种放缓是下跌途中的反复，下跌的整体趋势并未打破。经济结构调整仍然在继续，科技行业表现相对较好，消费行业起到护城河的作用，而行业内部的积聚一直未有停止。

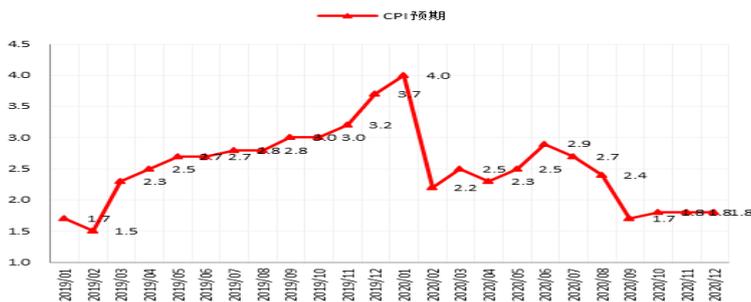
（二） 通胀：短期的煎熬

3 季度 CPI 如预期一样走高，上行速度加快，同时 PPI 顺势下跌，进入负增长区间。3 季度之后是滞胀还是通缩，市场同样有所争论。我们一直以“通胀不忧，通缩不虑”来描述先行的市场。

首先，CPI 的上行由猪肉价格带动，属于结构性通胀，结构性通胀也是通胀的一种，关键是持续时间。要明确一点，CPI 中不仅是猪肉在上行，相关蛋白质品种均处于上行状态，鸡蛋、鸡肉、牛肉和羊肉的涨幅也同样可观。截至 10 月末，生猪存栏和母猪存栏仍然下滑，下滑速度并未减弱，农业部宣布 2020 年生猪产能可以恢复，那么生猪存栏和母猪存栏的反转可能在 2020 年上半年有所好转，出栏量至少要到下半年改变。4 季度不仅是猪肉消费的旺季，其他食品同样也有季节性上行，蔬菜和水果价格已经在底部区域，4 季度上行同样会拉高 CPI。我们预计 4 季度 CPI 预计在 3.3% 左右，CPI 的高点在明年 1 季度，也就是春节错峰时段，预计可能达到 4%，2020 年 3 季度 CPI 缓解可能性较大。

其次，本轮 CPI 上行的持续时间可能较短，是因为仍然没有原油价格配合。世界经济下行，我国同样有下行压力，全球需求较弱。原油等大宗商品价格较为低迷，通胀的压力减缓。

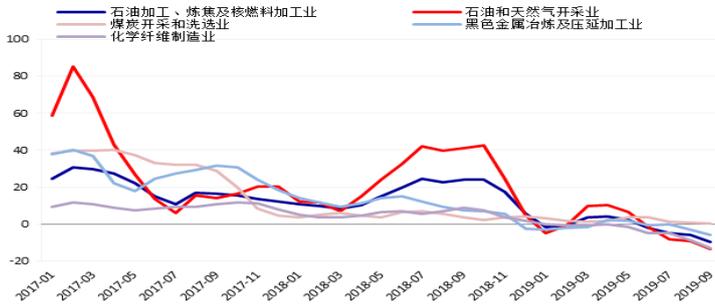
图 2：2019-2020 年 CPI 预测 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

再次，CPI 和 PPI 的背离自 2015 年开始就已经发生，3 季度背离并不严重，两者背离更多体现的是我国经济结构性的调整。主导 PPI 的行业主要有石油和天然气开采、煤炭开采洗选、黑色金属冶炼延压、有色金属冶炼延压和化学纤维制造业，主要以重工业为主。重工业 2018 年价格波动幅度较大，2019 年受基数影响 PPI 顺势下跌。预计 PPI 在 2020 年下半年好转，同时期间会有价格的反复。

图 3: PPI 中重工业下行明显 (%)



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

(三) 政策: 防风险仍然占较重的位置

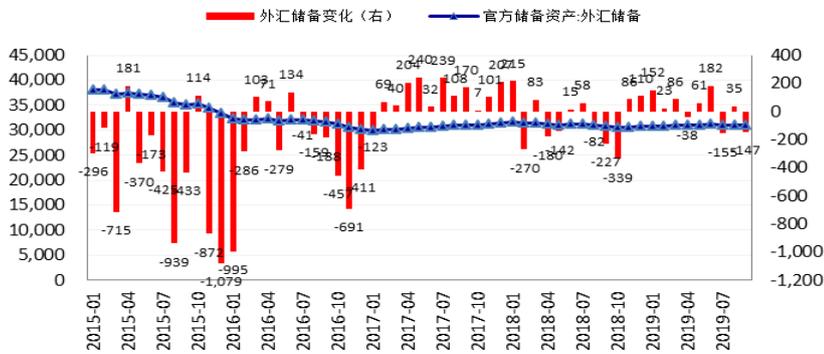
财政政策已经缓慢发力, 货币政策仍然较为谨慎。7 月 30 日政治局会议重新把“稳增长”摆在首位, 之后基建投资逐步上行。受到财政制约的影响, 基建上行速度有限, 这种情况可能在 2020 年持续, 基建发力的速度有限。

货币政策方面, 央行仍然强调防风险, 即使经济已经触及 6%。9 月 16 日央行开启了 50BP 的降准, 之后央行则通过 MLF 来补充银行资金。10 月份央行重启 PSL 来补充基建资金, 但是仍然较为克制。我们认为央行仍然对放松货币政策谨慎是因为: (1) 房地产仍然处于高位; (2) 通胀处于走高阶段。

(四) 国际: 宽松环境下的资本逐利

8 月份人民币“破 7”后, 连续两个月, 我国外汇储备变化仍然较为稳健, 市场并未出现大幅恐慌。10 月份末汇率比 9 月份有所回升, 除与美元下行相关外, 人民币仍然是较为稳定的货币。而全球经济前景不佳, 全球主要央行中欧央行已经重启宽松, 美联储会继续降息, 新兴市场国家自 7 月份开始就进入降息期。对比来看我国汇率稳定后, 资本市场仍然有竞争力, 我国国债收益率仍然在 3.2% 的水平上, 相对较有竞争力。

图 4: 外汇储备变动 (%)



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

（五）投资：科技股表现会更好

我国经济可能在 2020 年走入 5 字头，经济继续下滑，结构调整继续。随着经济下滑，央行仍然会选择宽货币，债券市场利率水平仍然有望下滑。

资本市场在经济平稳，通胀下行阶段仍会有所表现。传统产业类仍然以个股为主，产业集聚正在进行，传统行业龙头股表现优于行业其他公司。新兴行业的景气度上行，科技行业可能表现更好。

二、国际经济观察

（一）美国：美联储向市场投放货币

近期的公布的经济数据显示，美国的通胀低迷，而经济下滑可能有所加速，美联储周三公布的褐皮书报告称美国的经济增长速度正在放缓，而美国国内的物价上涨速度仍很温和。美联储未来进一步宽松的必要性上升。因隔夜市场的拆借利率自 9 月初连续高于美联储的利率目标，9 月中旬开始，纽约联储已经在公开市场连续抛出基础货币，买进债券，以压低隔夜拆借利率至美联储目标的 2%。但因市场资金短缺，美联储上个月的货币政策会议决定降息外，停止缩表，并决定根据市场情况释放货币。

因短期利率连续超过美联储的利率目标，10 月 15 日，美联储开始以每月 600 亿美元购买短期美国国债。美联储强调，这些购买并不代表回归量化宽松。但美联储购买债券，超过了市场预期——除了 600 亿美元的短期国库券外，美联储每月还将购买 200 亿美元的长期国库券。这一规模，几乎与上一轮的 QE 期间的购买相当。当时，美联储在 2012 年 12 月至 2014 年 10 月每月购买 850 亿美元美国国债和抵押贷款证券。

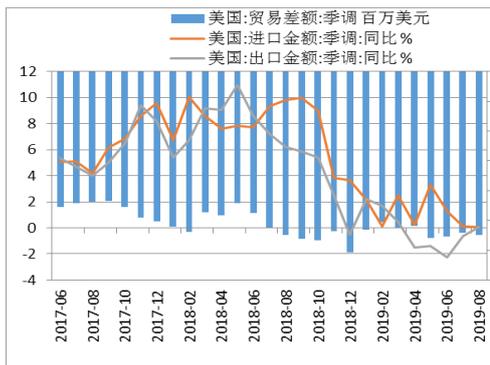
美联储表示购买资产目的是微调其负债表，压低短期利率至目标利率。美联储认为 9 月的短期货币市场利率的飙升是由于其 4 万亿美元的投资组合大幅缩水所致。9 月中，大量美国公司税的支付和国债拍卖的结算导致大量现金从银行转移出去。现金需求和供应的不匹配给关键的融资市场给利率带来了上行压力。正常情况下，隔夜拆借利率通常只比基准联邦基金利率的中点高出 0.1 个百分点，8 月和 9 月初的拆借利率在 2.2% 左右，然而到了 9 月 16 日，回购利率升至 5%。9 月 17 日当华尔街银行的回购部门开始展期贷款，回购利率最高升至 10%。为平抑市场利率，纽约联储从 9 月 17 日开始向货币市场注入现金以降低利率，自那以来，美联储在每个工作日都进行隔夜拆借操作，以保持市场平稳运行。

美联储表示短期美国国债的购买将持续到明年第二季度，不过它并没有承诺在第一个月之后每月购买 600 亿美元。美联储 9 月的货币政策会议决定停止缩表。因为到期的债券和财政部账户的影响，美联储的资产负债表会在年底前减少 1500 亿美元。因而，预计四季度，美联储至少会购买差不多 2000 亿美元的债券，以使货币供给不至于紧缩。

经济数据方面，美国的通胀继续下滑，PPI 环比下降 0.3%，创 8 个月来最低，PPI 创 2 年来的最低，核心 PPI 创 4 年半来的最低。而 CPI 环比 0%，同比 1.7%，均低于预期。经济继续

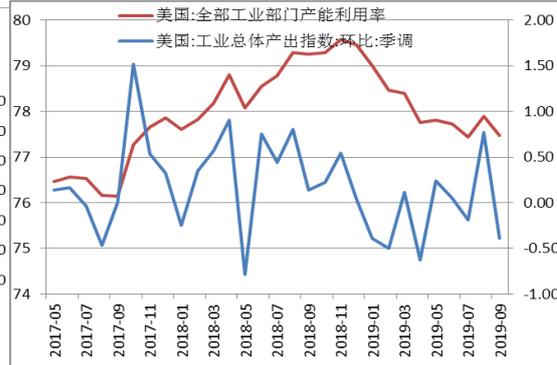
下滑：制造业 PMI 指数创 10 年来的最低，收缩明显，服务业 PMI 指数 3 年来最低，反映商业情绪的 8 月核心资本货物订单月率下滑 0.2%，资本支出疲弱，这些表明生产与供给正在下降；8 月的个人支出仅增长 0.1%，是半年来的最差，9 月零售销售下降 0.3%，为 2 月以来首次下降，表明消费开始减速；投资方面，8 月企业库存较上月持平，生产方面，美国 9 月工业生产下跌 0.4%；房地产方面，由于供给侧限制仍在继续和经济下行，营建许可与新屋开工投资继续下滑。首次申请失业救济人数连续第四周上升表明就业市场可能会进入停滞。

图 5：美国贸易帐 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：美国工业生产下滑 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

全球经济增速放缓已经抑制了美国国内外对制成品的需求，而贸易政策的不确定性则扰乱了供应链，并暂停了企业的招聘计划。这对美国制造业冲击很大。而负面作用逐渐影响服务业。服务业构成了经济的主体，并占据劳动力就业的最大份额。美国 9 月 ISM 非制造业 PMI 跌至三年新低，表明美国经济的最重要部门增长放缓，加剧了市场对美国经济衰退的担忧。

美国 8 月贸易帐逆差 549 亿美元，预期 545 亿美元，前值 540 亿美元。8 月份对华商品贸易逆差经季节性调整后从前月的 296 亿美元缩减至 289 亿美元。同期美国对中国出口增长至 100 亿美元，而进口则略降至 389 亿美元。美国与中国的进出口贸易自 2018 年贸易战以来也出现了大幅下降，使曾在 2018 年排名第一位的中国变成继墨西哥和加拿大之后的美国第三大贸易伙伴。今年迄今为止，美国对中国的商品贸易逆差从 2018 年同期的 2,701 亿美元收窄至经季节性调整后的 2,384 亿美元。

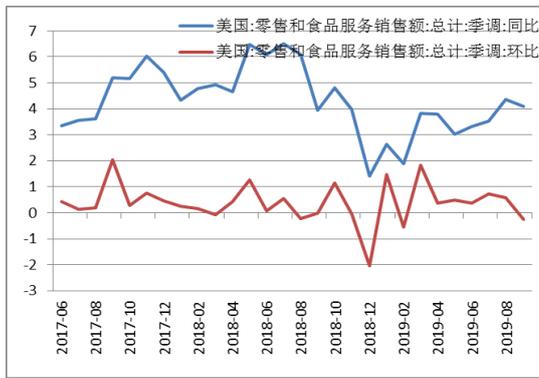
总逆差的扩大反映出进口增加，特别是包括手机在内的消费品，这可能是由于特朗普于 8 月 1 日宣布对另外 3000 亿美元的中国进口商品加征 10% 的关税后，提前进口所致。8 月份消费品的总进口额达到创纪录的 572 亿美元。

虽然失业率创新低，但美国经济下滑趋势明显，因就业数据是一项滞后指标。特别是在失业率新低的情况下，薪资停止增长，验证了我们此前的判断：美国就业增加大幅放缓，主要是已经实现充分就业，经济增长对就业的拉动下降；但是，薪资增速虽然维持高位，不再加速上升，这表明，经济增速加快——就业上升——收入增加——消费上升——资本支出增加——内需拉动——经济加速，这种经济上升周期自我循环开始失效，美国经济连续历史最长增长周期的拐点可能已经来到。

随着全球经济增速放缓，再加上疲软的通胀数据，加大了美联储将在 10 月晚些时候放松政策的可能。美联储将于 29-30 日召开货币政策委员会会议。目前市场对降息的预期很高，CME

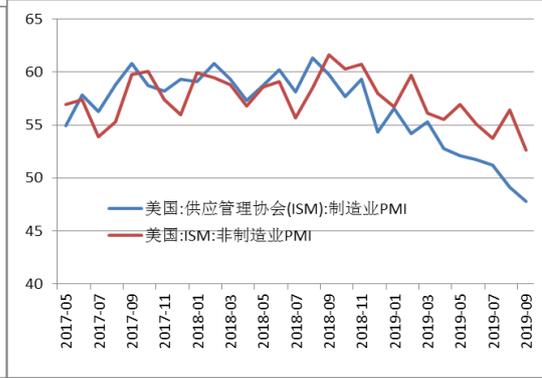
的美联储观察工具显示，有 92.5% 的交易者预期美联储 10 月份会降息 0.25 个基点，有 50% 的交易者认为，美联储在 12 月份将会再次降息。

图 7：美国零售销售下滑 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：美国 PMI 下滑 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

(二) 欧元区：经济再次走低

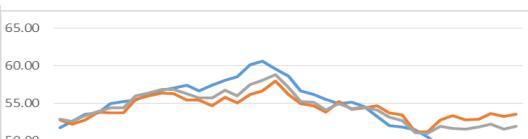
欧元区的经济数据显示，整体经济面临停滞的风险，同时通缩压力继续上升，欧洲央行在英国脱欧再次面临不确定性的情况下，进一步宽松的压力上升。

欧元区 9 月 CPI 同比终值升 0.8%，预期升 0.9%，前值从升 0.9%修正为升 1%；核心 CPI 同比终值升 1.2%，预期升 0.3%，初值升 0.2%。欧元区 9 月 CPI 环比升 0.2%，预期升 0.2%，前值升 0.1%；核心 CPI 环比升 0.3%，预期升 0.2%，前值升 0.1%。9 月的 CPI 年率进一步下滑至近三年最低，因能源价格下跌。

图 9：欧元区经济景气指数下滑 (%)



图 10：欧元区 PMI 下滑 (%)



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_9369



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>