寒秋霜漫
——2019 年 10 月宏观经济月报

■ 9 月全球经济活动持续放缓，就业增速和商业信心承压，IMF 再度下调全球增长预测。美国经济数据偏负面，消费韧性尚待考验。全球央行宽松潮继续，美联储十月降息几率升高。中美贸易关系、英国脱欧等重大事件的积极进展与不确定性并存。

■ 第三季度同比增长 6.0%，经济下行压力仍较大。9 月工业生产反弹，但难改三季度生产整体低迷的态势。投资方面，房地产投资在销售景气支撑下，9 月增速较前值持平；基建投资增速较前值提升 0.3pct；制造业投资增长较前值下滑 0.1pct。消费增速受汽车销售回暖影响较前值提升 0.3 个百分点。贸易摩擦下，进口增速回落速度超过出口，衰退式顺差格局已持续 9 个月。前瞻地看，四季度受基数影响和汽车消费支撑，消费增速或进一步反弹；房地产和制造业投资仍将承压；基建投资增速仍有上行动力；由于中美贸易摩擦阶段性缓和，衰退式顺差或将逐步收窄。

■ 9 月 CPI 通胀受“猪通胀”驱动继续上行，同比增速 3%；PPI 同比-1.2%，受到生产资料拖累，较前值下行 0.4 个百分点。前瞻地看，后续猪肉价格大概率将进一步上涨，CPI 同比增速年内大概率将突破 3.0%，明年上半年或将突破 3.5%。PPI 由于基数效应减弱，后续下滑幅度有限，年底将大概率触底小幅回升。

■ 9 月信贷、社融超季节性反弹，指向逆周期调节政策成效渐显。但近期金融数据的改善很大程度上受到供给因素的推动，在当前严峻的内外部形势下，信贷需求的实质性改善仍需时日。考虑到过往社融对经济表现的领先性，随着信贷和社融的放量，货币政策或进入观察期，短期内进一步放松的概率下降。

■ 前三季度财政收入受减税降费政策与经济基本面趋弱影响较大，财政支出增速从二季度开始也出现了较为明显的下降。但以中等口径（一般公共预算+政府性基金预算）计，财政收入累计增速已连续两个月反弹，财政收入压力继续缓解。前瞻地看，提前下达 2020 年专项债额度，可在四季度进一步缓解财政支出增速下滑的压力，对基建投资增速形成支撑，进一步托底经济。

■ 10 月中美贸易摩擦阶段性缓和，有助于修复金融市场情绪和风险偏好。但美方仅仅是对加征关税按下了“暂停键”，并未撤销任何已经加征的关税，中美贸易摩擦仍将具有长期性。

谭卓
经济研究所主管
0755-83167787
zhuotan@cmbchina.com

步泽晨
宏观研究员
0755-83077970
buzechen@cmbchina.com

王炳
宏观研究员
0755-83078057
wbing@cmbchina.com

韩剑
宏观研究员
0755-83283648
hanjian_work@cmbchina.com

杨薛融
宏观研究员
0755-22699005
yangxuerong@cmbchina.com

感谢招银国际证券成亚旻博士对本文的贡献

目录

一、海外宏观：寒冬临近.....1
（一）全球经济：下行压力加大，放缓仍将持续.....1
（二）美国经济：数据偏负面，韧性待考验.....2
（三）货币政策：宽松持续，美欧央行内部分歧加剧.....3
（四）风险因素：进展与不确定性并存.....4
二、实体经济：寒秋霜漫.....6
（一）PMI：供需反弹，动能仍弱.....6
（二）工业生产：季末反弹.....9
（三）消费：汽车消费提振.....9
（四）投资：制造业拖累增速下滑.....10
（五）贸易：进口增速或面临反弹.....11
（六）物价：CPI 将破 3%.....13
三、货币金融：货币政策或进入观察期.....16
（一）信贷：总量大幅改善，信用初步企稳.....16
（二）社融：信贷非标边际改善，直融继续收缩.....17
（三）货币：M2-M1 剪刀差走阔.....18
（四）结论：逆周期调节效果渐显，货币政策或进入观察期.....18
四、财政：收支压力边际缓解.....20
（一）财政收入：累计增速继续企稳.....20
（二）财政支出：以积极姿态继续托底经济.....21
（三）结论：财政收支边际压力缓解.....22
五、中美贸易：10 月阶段性缓和.....23
（一）“实质性”内容：中方购买农产品，美方暂停加征关税.....23
（二）贸易摩擦与经济表现互为因果.....23
（三）中美贸易摩擦仍具长期性.....23

图目录

图 1：全球制造业持续萎缩，服务业景气度进一步下滑 1
图 2：全球货币基金组织于 10 月再度下调对主要经济体和全球 GDP 增速的预测 1
图 3：全球主要经济体综合 PMI 指数 2
图 4：9 月美国零售销量环比下跌 0.3%，为 7 个月来首次环比下跌 3
图 5：美国制造业和服务业动力双双减弱 3
图 6：美国从中国的进口减少，从其他亚洲贸易伙伴的进口增加 3
图 7：美国联邦政府财政赤字进一步增加 3
图 8：美联储时隔七年再启扩表 4
图 9：欧美日央行政策利率变化 4
图 10：9 月采购经理人（PMI）指数 6
图 11：9 月制造业 PMI 指数季节性反弹 7
图 12：生产延续扩张，中型企业边际改善 7
图 13：国内需求重回扩张区间 8
图 14：去库存趋势延续 8
图 15：工业生产价格明显回升 8
图 16：建筑业 PMI 超季节性回落 8
图 17：经济增速持续下行 9
图 18：工业生产季节性回暖 9
图 19：9 月社零增速有所反弹 10
图 20：固定资产投资增速小幅下滑 10
图 21：衰退式顺差格局已持续 9 个月 12
图 22：全球制造业 PMI 仍处于荣枯线下 12
图 23：9 月人民币汇率有所贬值 13
图 24：9 月中采制造业 PMI 仍在荣枯线下 13
图 25：CPI 同比有所上行 13
图 26：PPI 同比继续下行 13
图 27：CPI 食品项涨幅扩大，非食品项增速下行 14
图 28：PPI 生产资料同比增速下行 14
图 29：生猪存栏数量继续下滑 15
图 30：9 月石油价格环比保持稳定 15
图 31：9 月信贷超季节性反弹 16
图 32：新增人民币贷款及构成 16
图 33：新增居民贷款构成占比 17
图 34：新增非金融企业贷款构成占比 17

图 35：9 月新增社融季节性反弹 17
图 36：新增社融及构成 17
图 37：9 月 M2-M1 剪刀差走阔 18
图 38：社融存量与 M2 存量同比增速 18
图 39：公共财政收入增速企稳反弹 20
图 40：非税收入增速继续大幅提升 20
图 41：主要税种累计同比增速继续下滑 21
图 42：国有土地出让收入增速继续反弹 21
图 43：公共财政支出增速有所反弹 22
图 44：节能环保支出领跑各项财政支出增速 22

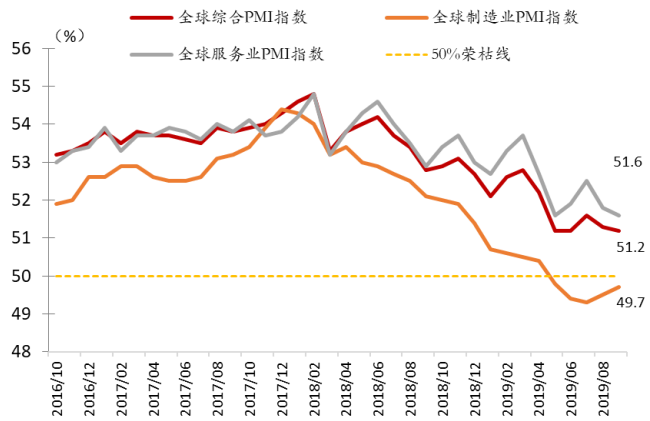
一、海外宏观：寒冬临近

（一）全球经济：下行压力加大，放缓仍将持续

9 月全球经济活动持续放缓，就业增速和商业信心承压。全球综合 PMI 指数由 7 月的 51.6 和 8 月的 51.3 进一步降至 9 月的 51.2，意味着萎缩的全球贸易不仅引发了制造业连续五个月的萎缩，并且正在蔓延至其他经济领域，产生越发广泛的负面影响。全球服务业近两年来的表现一直强于制造业，是经济增长的主要支撑，但近半年来动力显著减弱，全球服务业 PMI 由 7 月的 52.5 和 8 月的 51.8 降至 9 月的 51.6。在此背景下，全球劳动力市场和商业信心正受到冲击，特别是制造业就业压力较大。由于新订单增速下滑、对于未来 12 个月全球经济的乐观情绪显著降温，前瞻指标显示全球经济反弹乏力，下行压力仍将持续。

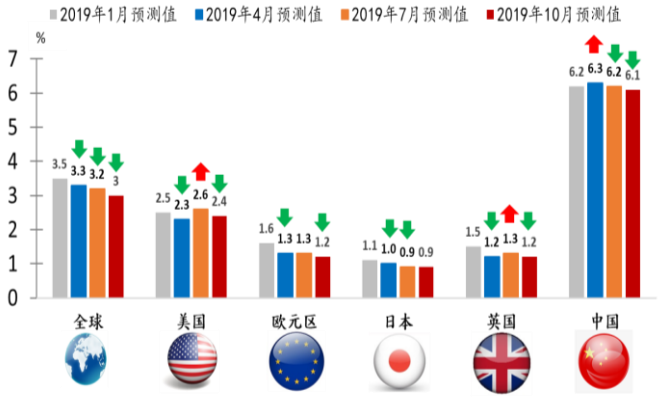
IMF 再度下调全球增长预测。由于贸易壁垒不断上升、贸易和地缘政治不确定性增加、部分新兴市场和发展中经济体宏观经济压力等因素，国际货币基金组织(IMF)于 10 月 15 日再次下调对 2019 年全球经济增长的预测至 3%，较 7 月的预测值低 0.2ppt，较今年初的预测值则下降 0.5ppt，对 2020 年经济增速预测亦降低 0.1ppt 至 3.4%。IMF 此次还将 2019 年美国、欧元区、英国和中国的经济增速分别下调至 2.4%、1.2%、1.2%和 6.1%。尽管 IMF 不断调低预测值，实际增速仍可能不及其预期。

图 1：全球制造业持续萎缩，服务业景气度进一步下滑



资料来源：CEIC、招银国际研究、招商银行研究院

图 2：全球货币基金组织于 10 月再度下调对主要经济体和全球 GDP 增速的预测



资料来源：IMF、招银国际研究、招商银行研究院

分国家看，韩国、日本和印度尼西亚等亚洲国家制造业下滑显著，美国、中国和德国受全球需求下降的负面影响在 9 月较明显，其中德国受出口和工业双重拖累，GDP 自今年第二季度下降 0.1%以来，于第三季度出现技术性衰退的几率已经很高，正拖累整个欧元区经济进入困难时期。

细分行业而言，汽车及汽车配件、金属和采矿、工业产品、房地产仍处于快速下滑通道，而银行金融、食品饮料、生物医药、保险、交通运输等在 9 月有较为亮眼的表现。

图 3：全球主要经济体综合 PMI 指数

	2018年9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
美国	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53	50.9	51.5	52.6	50.7	51
欧元区	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5	51.8	52.2	51.5	51.9	50.1
英国	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9	50.9	49.7	50.7	50.2	49.3
日本	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.4	50.8	50.7	50.8	50.6	51.9	51.5
中国	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9	52.7	51.5	50.6	50.9	51.6	51.9

资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院

（二）美国经济：数据偏负面，韧性待考验

9 月新增就业和私人消费增长不及预期。全球市场近期密切关注美国经济走势，正是因为美国经济状况对于全球经济前景、美联储和其他央行的货币政策路径、以及美中、美欧贸易谈判都至关重要。当前，美国经济总体上仍保持温和扩张但动力减弱，核心支撑在于良好的就业状况和私人消费的稳定增长。但 9 月的就业和消费数据均未达预期：新增非农就业人数由 8 月的 16.8 万人降至 13.6 万人；零售销量环比增速由 8 月的增长 0.6%转为 9 月下跌 0.3%，增添了对美国消费韧性的忧虑，主要因为私人消费占到美国经济近七成份额，一旦失去动力意味着美国经济增长下滑将加速。

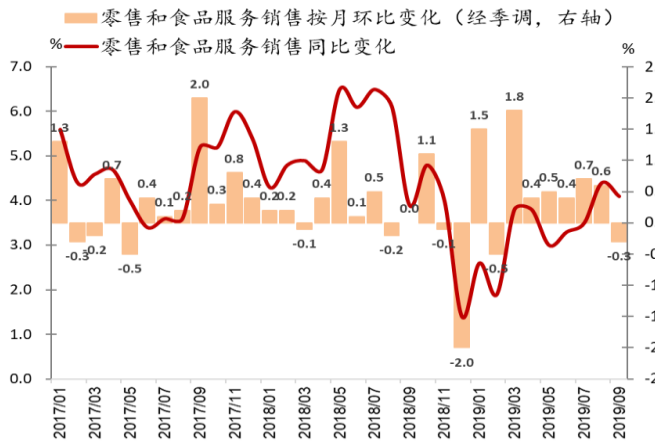
制造业、服务业等多个经济领域延续下行趋势。相比于零售消费，其他经济领域受到贸易不确定性以及全球经济放缓的影响更为明显。9 月制造业 PMI 跌至 47.8，美国制造业已正式陷入衰退。虽然制造业仅占美国经济的 11%和总就业的 8%。但其政治意义显著，特朗普总统一直声称要提振制造业并创造数百万个新就业岗位，而制造业就业占比最高的几个州恰是特朗普必须争取的重要摇摆州，制造业的萎缩对于特朗普竞选连任是重大不利因素。服务业 PMI 指数在 9 月跌至 50.9，创下三年来新低。第三季美国商业乐观情绪亦跌至三年最低，美国经济褐皮书显示许多企业下调了未来 6-12 个月的增长预期。贸易方面，贸易摩擦对美国进出口贸易构成明显压力，从进口来源国来看，美国从中国的进口减少，而从其他亚洲贸易伙伴（韩国，越南，马来西亚等）的进口增加，中国已从美国的最大贸易伙伴跌至第三位，被墨西哥和加拿大超越。

联邦预算赤字激增，财政政策空间受限。根据美国国会预算办公室的最新估计，2019 财年美国联邦预算赤字从上一年的 7,790 亿美元大幅增加至 9,840 亿美元，达到 2012 财年以来的最高水平。庞大的政府债务使得美国采取更多财政刺激措施来应对经济下滑的政策空间所剩无几。

前瞻地看，美国经济究竟将会逐渐“软着陆”还是急剧转差，在很大程度上取决于贸易拖累下的美国制造业衰退是否会蔓延至整个经济，以及私人消费的相对强势能否延续。我们预计美国经济无法对贸易不确定性和全球放缓免疫，

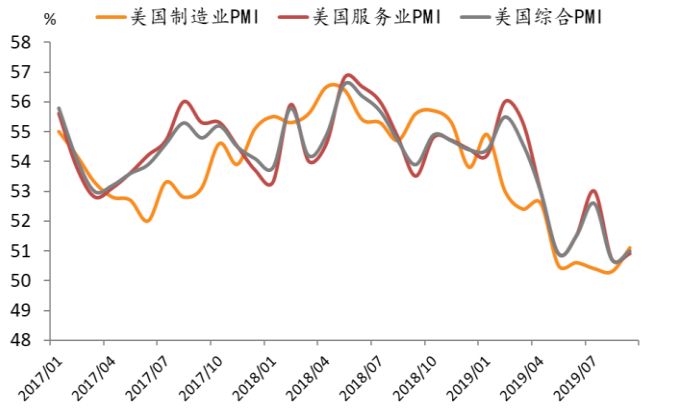
下滑将在未来几个月持续，至明年底出现短暂衰退的可能性仍存在，但经济系统性风险可控，爆发大规模经济危机的几率仍然较低。我们预计美国经济在19年第三季度增长1.7%，2019年全年增长2.2%。

图4：9月美国零售销量环比下跌0.3%，为7个月来首次环比下跌



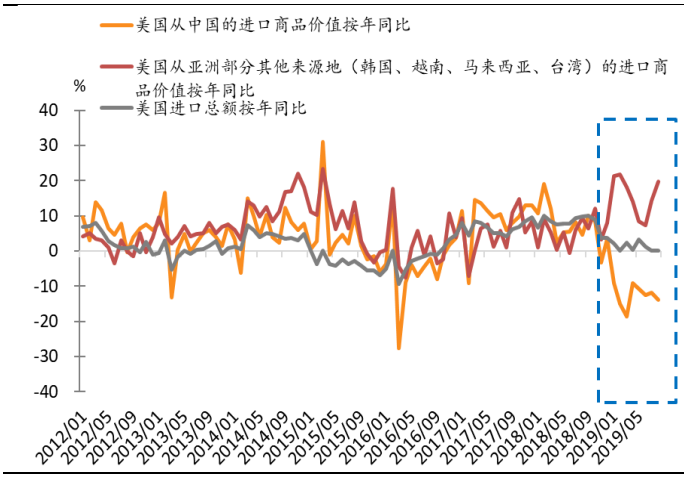
资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院

图5：美国制造业和服务业动力双双减弱



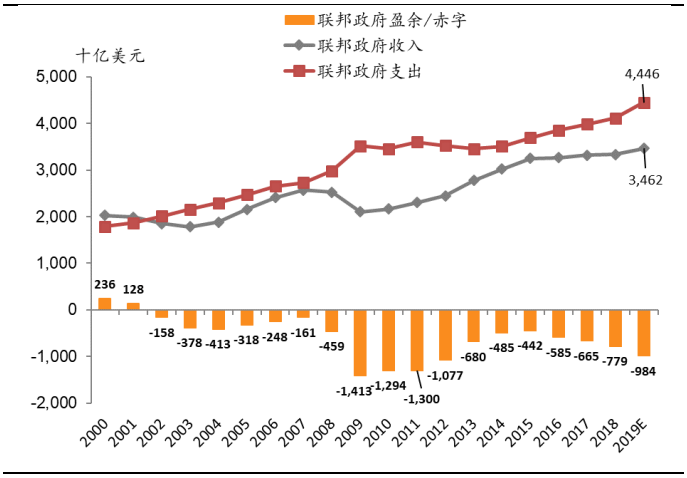
资料来源：CEIC、招银国际研究、招商银行研究院

图6：美国从中国的进口减少，从其他亚洲贸易伙伴的进口增加



资料来源：CEIC、招银国际研究、招商银行研究院

图7：美国联邦政府财政赤字进一步增加



资料来源：CEIC、招银国际研究、招商银行研究院

（三）货币政策：宽松持续，美欧央行内部分歧加剧

美联储继续降息概率升高。美国联储局于9月降息0.25厘之后，内部对货币政策前景仍有较大分歧，10名投票委员当中除了有2位继续明确反对降息（波士顿的罗森格伦和堪萨斯城的乔治）之外，整体上对未来进一步降息持开放态度，而评估的关键就是美国经济的推动力家庭支出的表现。美国9月零售销售出现七个月来首次环比下滑，使得本月再降息一次的概率大大提升。若半

年内连续降息三次，其后美联储很可能维持利率水平不变至 2020 年下半年，等待更多信息再采取下一步行动。影响决策的变量主要在于中美贸易关系走势、经济和市场表现以及美联储受到的政治压力。

美联储重启扩表意在应对货币市场波动。美联储近日宣布，从 10 月 15 日开始至明年二季度将每月购买 600 亿美元短期美国国债，但强调扩表不等同于重启量化宽松。我们重申此前观点，认为美联储重启扩表是为了应对货币市场短期资金面趋紧、短期借贷利率出现异常飙升的状况，“校准” 商业银行的储备金规模，修复商业银行体系的流动性，而非刺激经济。

欧元区负利率环境下重启 QE 争议大。9 月 12 日欧洲央行召开祭出新一轮超宽松货币政策，将存款利率下调 10 个基点，并决定重启 QE。近期公布的会议纪要显示，重启 QE 的决定遭到多为决策者反对，反对者认为只有到最后关头才能诉诸该手段，或认为它不再是有效工具。10 月 24 日将是现任行长德拉吉的最后一次货币政策会议，而欧央行内部的严重分歧以及负利率的影响将是新任行长拉加德在 11 月 1 日上任后亟需解决的问题。

在全球经济放缓和贸易形势不明朗的共同压力下，更多央行采取宽松刺激政策来对冲下行风险。澳洲联储于 10 月 1 日宣布降息 25 个基点至 0.75%的历史最低水平，为年内第三次降息，并暗示可能实施进一步宽松政策。印度央行于 10 月 4 日宣布了今年第 5 次降息，合共下调 135 个基点。10 月 14 日，增长乏力的新加坡也加入了全球宽松的浪潮。10 月 16 日韩国央行将 7 天期回购利率下调 25 个基点至纪录低位 1.25%，为今年 7 月之后年内第二次降息。

图 8：美联储时隔七年再启扩表

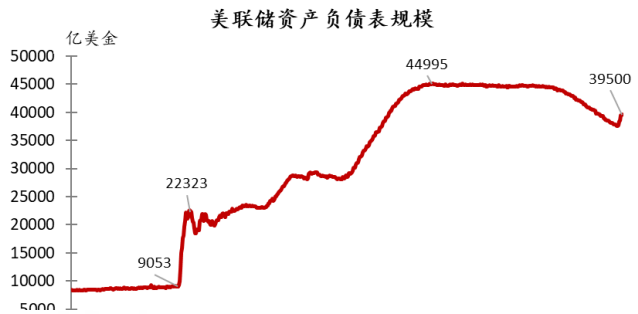
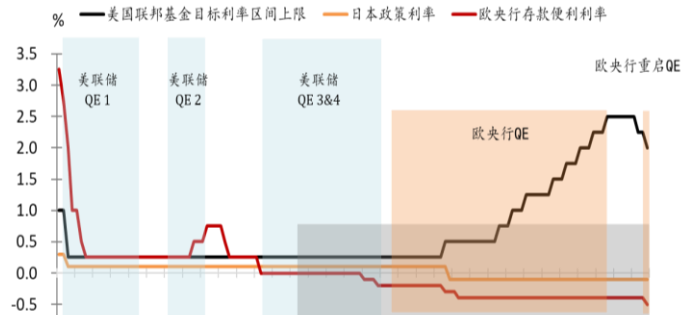


图 9：欧美日央行政策利率变化



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_9434