



经济增速回落，稳增长压力提高

——翟乃森

点评报告

A0009-201901019

2019 年 09 月	官方公布值	北大国民经济研究中心 预测值	Wind 市场 预测均值
经济增长			
GDP 当季同比	6.0	6.1	6.1
工业增加值 累计同比	5.8	5.5	5.2
固定资产投资 累计同比	5.4	5.6	5.5
社会消费品零售 额累计同比	7.8	7.7	7.8
出口同比	-3.2	-2.4	-2.6
进口同比	-8.5	-5.2	-4.7
贸易差额 (亿美元)	396.5	350	333.4
通货膨胀			
CPI 同比	3.0	2.9	2.8
PPI 同比	-1.2	-1.5	-1.3
货币信贷			
新增人民币贷 款 (亿元)	16900	14100	14214.3
M2 同比	8.4	8.3	8.2

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

副组长：戚自科

课题组成员：

蔡含篇

康健

纪尧

邵宇佳

许琴芳

翟乃森

联系人：蔡含篇

联系方式：

010-62767607

gmjjyj@pku.edu.cn



扫描二维码或发邮件订阅
第一时间阅读本中心报告



要点

- 经济增速回落，经济结构进一步调整优化
- 逆周期政策效果发力，工业增加值超预期反弹
- 民间投资增速继续小幅下滑，抑制投资增速上涨
- 内外需低迷叠加摩擦因素抑制出口、进口增速
- 食品、非食品价格增速剪刀差继续扩大，PPI 增速继续下滑
- 企业贷款拉升信贷、社融同比增速，财政政策带动 M2 同比增速

2019 年 3 季度，GDP 增速下行至 6.0%，低于市场预期，较 2 季度下滑 0.2 个百分点。分产业看，第一产业增加值 43005 亿元，增长 2.9%；第二产业增加值 277869 亿元，增长 5.6%；第三产业增加值 376925 亿元，增长 7.0%，第三产业增加值占国内生产总值比重为 54.0%，比上年同期提高 0.6 个百分点，对国内生产总值增长的贡献率达到 60.6%，经济结构调整优化的前进态势没有变。从需求端看，受汽车消费增速提高的影响，9 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.8%，较 8 月份上涨 0.3 个百分点；受民间投资增速持续下滑的影响，2019 年 1-9 月份，全国固定资产投资同比增长 5.4%，较 1-8 月份下滑 0.1 个百分点；受内外需低迷叠加摩擦因素的影响，按照美元计算，9 月份出口额同比增速为-3.2%，较 8 月份回落 2.2 个百分点，9 月份进口额同比增速为-8.5%，较上月回落 2.9 个百分点。从供给端看，逆周期政策效果发力，工业增加值超预期反弹，9 月规模以上工业增加值同比增速 5.8%，超市场预期 0.6 个百分点，较 8 月大幅上涨 1.4 个百分点。此外，在价格方面，受食品价格增速大幅上涨的影响，9 月份，CPI 同比增长 3.0%，较 8 月份上涨 0.2 个百分点。在货币金融方面，9 月份新增人民币贷款同比多增 3100 亿元；信贷回升支撑社融同比增速，9 月份社会融资规模增量为 2.27 万亿元，比 8 月多 2550 亿元，比去年 9 月多 1383 亿元；财政政策带动 M2 同比增速，2019 年 9 月末广义货币(M2)余额 195.23 万亿元，同比增长 8.4%，增速比 8 月末高 0.2 个百分点。

逆周期政策效果发力，工业增加值超预期反弹

9 月规模以上工业增加值同比增速 5.8%，超市场预期 0.6 个百分点，较 8 月大幅上涨 1.4 个百分点；1-9 月规模以上工业增加值累计增长 5.6%，增速持平 1-8 月。其中，从三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 8.1%，较 8 月加快 4.4 个百分点，制造业增加值同比增长 5.6%，较 8 月加快 1.3 个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长 5.9%，同 8 月持平。可见，9 月份工业增加值同比增速超预期反弹得益于采矿业和制造业



的支撑，这一方面是由于第三季度逆周期政策的效果开始显现，如 9 月份 PMI 出现反弹，创下近半年高位，尤其是生产指数和新订单指数获得明显改善，推动工业产出的增加；另一方面则是季末效应的推动，为了达到预期增长目标，往往在季末会出现反弹，维持每个季度整体的平稳增长。

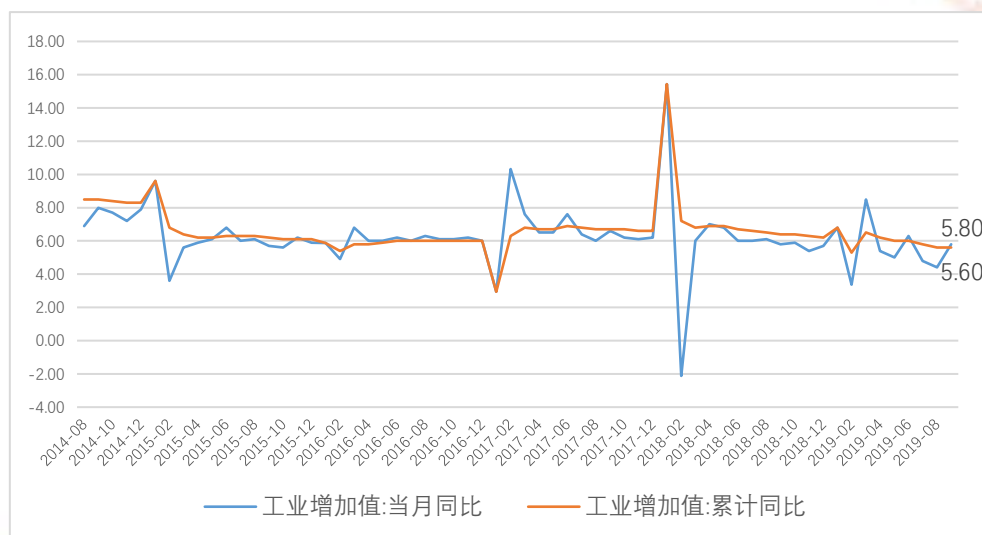


图 1：工业增加值当月同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

汽车消费额增速上涨，拉高整体消费额增速

9 月份，社会消费品零售总额同比增长 7.8%，较 8 月份上涨 0.3 个百分点，这主要是由于汽车消费额增速上涨带动的。9 月份，汽车类消费额同比下降 2.2%，较 8 月份收窄 5.9 个百分点。而这 5.9 个百分点的上涨影响了 9 月份社会消费品零售总额同比增速的涨幅大于 0.3 个百分点。因此，我们认为汽车消费额增速上涨是拉高本月消费增速的主要因素。

1-9 月份，社会消费品零售总额同比增长 8.2%，较上半年下滑 0.2 个百分点。影响三季度消费额增速下滑的主要因素有两点，其一，汽车消费增速继续下滑，1-9 月份汽车消费额同比下滑 0.7%，较上半年下滑 1.9 个百分点；其二，受国际油价下滑影响，石油及制品类消费额增速在三季度出现下滑，抑制整体消费额增速的上涨，1-9 月份石油及制品类消费额同比增长 1.7%，较上半年下滑 1.4 个百分点。

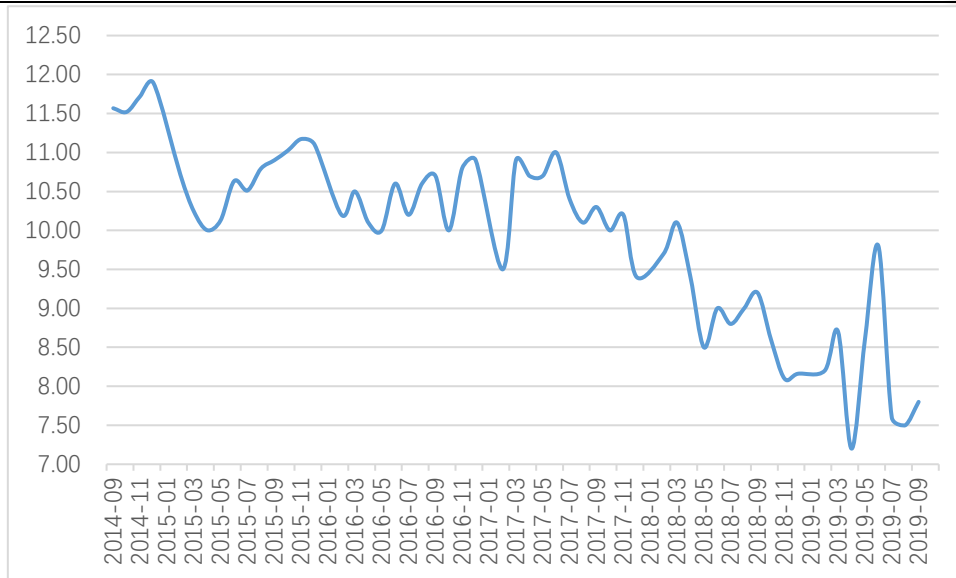


图 2：消费增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

民间投资增速继续小幅下滑，抑制投资增速上涨

2019 年 1-9 月份，全国固定资产投资同比增长 5.4%，较 1-8 月份下滑 0.1 个百分点。与上半年相比，前三季度全国固定资产投资增速下滑 0.4 个百分点。民间投资占固定资产投资的 57%左右，民间投资增速的持续下滑是导致整体投资增速下降的主要因素。

从具体分类来看，一、二、三产的投资增速均出现不同程度的下滑。其中，二产投资增速的下滑对整体投资增速走势的影响较大，1-9 月份，二产投资同比增长 2.0%，较上半年下滑 0.9 个百分点。

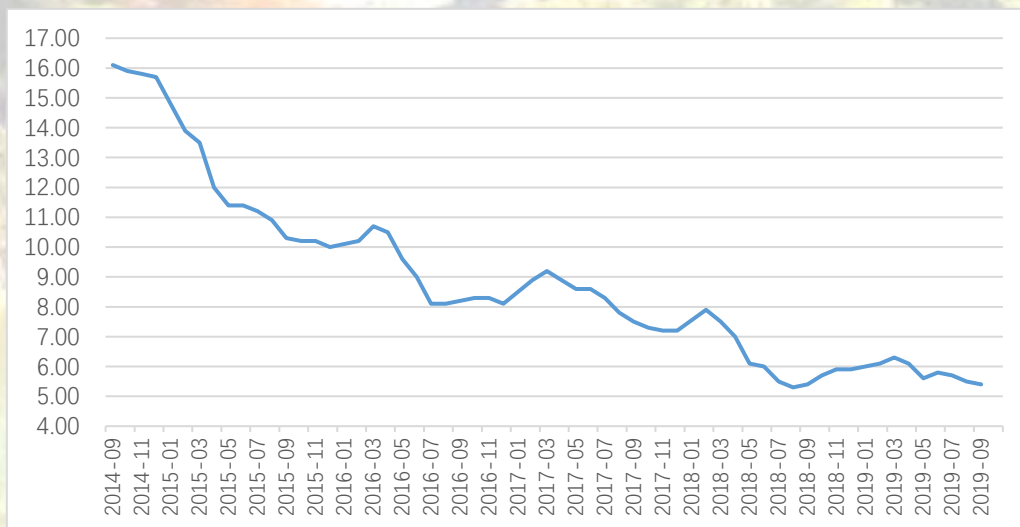


图 3：固定资产投资：累计同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心



外需低迷叠加摩擦因素导致出口增速进一步回落

按照美元计算，9 月份出口额同比增速为-3.2%，较 8 月回落 2.2 个百分点，数据低于预期。主要原因包括：第一，全球经济增长延续低迷状态。由于贸易和投资弱于预期，世界银行在 10 月份的最新报告中预测 2019 年全球经济增长预计将放缓至 2.5%；9 月份世界主要经济体的经济数据验证了这一预期，欧美以及亚洲主要经济体的制造业、服务业 PMI 双双下跌，全球需求整体走弱制约中国出口增速。第二，高基数效应。2018 年 9 月份出口保持中高速增长，出口同比增速为 13.87%，制约 2019 年 9 月份的出口增长幅度。第三，中美贸易谈判虽取得实质性进展，但前期贸易摩擦对出口的抑制作用已经显现。9 月份中国对美国出口同比增速继续下跌至-21.9%，较 8 月份回落 5.9 个百分点。

内需疲弱导致进口同比增速回落

按照美元计算，9 月份进口额同比增速为-8.5%，较上月回落 2.9 个百分点。从已经发布的 8 月份经济数据以及对 9 月份经济走势来看，市场普遍认为经济增速下滑压力较大，内需维持低迷状态，10 月 8 日公布的 9 月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业 PMI）录得 51.3，较 7 月回落 0.8 个百分点，为七个月新低。虽然 LPR 利率形成机制与降准已经体现逆周期调节的政策意图，但政策的实际效应还未完全显现。

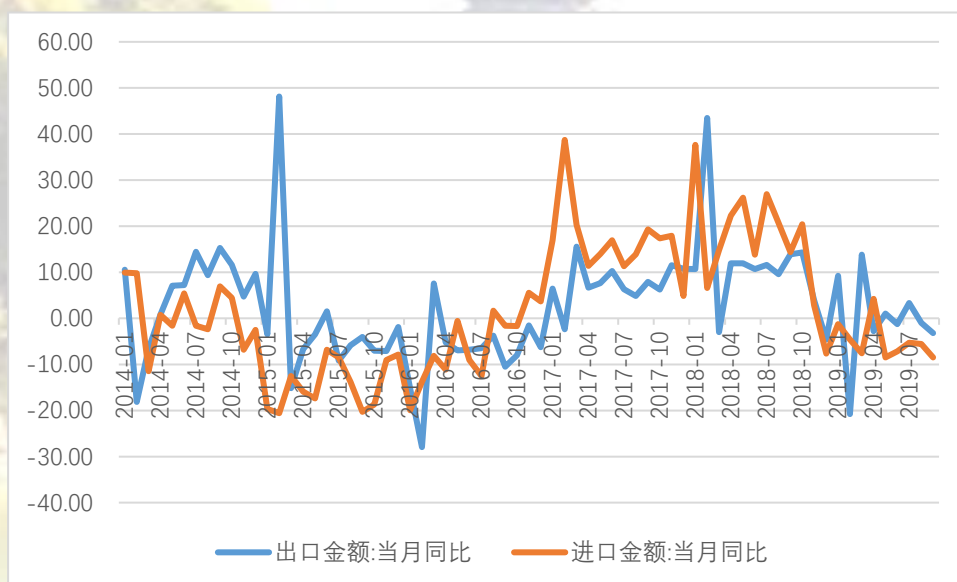


图 4：进、出口额同比增速（%）

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

食品、非食品价格增速剪刀差继续扩大

9 月份，CPI 同比增长 3.0%，较 8 月份上涨 0.2 个百分点，这主要来自于食品价格增速



大幅上涨的贡献。9 月份，食品价格增速继续上涨，非食品价格增速继续下滑，食品、非食品价格增速走势进一步分化。其中，9 月食品价格同比增长 11.2%，较 8 月份上涨 1.2 个百分点，非食品价格同比增长 1.0%，较 8 月份下滑 0.1 个百分点。

非食品方面，与 8 月份类似，非食品价格增速几乎是普遍下滑。与 8 月份相比，9 月居住、交通和通信、教育文化和娱乐价格同比增速分别下滑 0.3、0.6、0.4 个百分点；生活用品及服务、医疗保健价格同比增速则均下滑 0.1 个百分点。

食品方面，水果、蔬菜价格走势相对平稳，价格同比增速继续下滑；肉、蛋、水产品价格同比增速则继续上涨，尤其是猪肉价格涨幅最为显著。9 月份，猪肉价格同比增长 69.3%，较 8 月份上涨 22.6 个百分点，影响 CPI 同比增长 1.65% 左右。

当前快速上涨的食品价格引起了各界的关注，官方对其解释可归结为三点：其一，受供应偏紧影响，猪肉价格上涨；其二，从消费习惯来看，随着天气的转凉，居民对肉、蛋、禽等食品的消费需求增加，促进了其价格的上涨；其三，作为猪肉的替代品，牛、羊、蛋、水产品的价格会随着猪肉价格的上涨而上涨。我们认为，当前持续下滑的非食品价格增速也是需要关注的。自 2018 年 10 月份以来，非食品价格同比增速就开始进入下行区间。非食品价格增速的持续下滑，间接反映了总需求的下滑。

需求收缩，PPI 增速继续下滑

9 月份，PPI 同比下滑 1.2%，较 8 月份下滑 0.4 个百分点。其中，生产资料价格增速下滑 0.7 个百分点，生活资料价格增速上涨 0.4 个百分点。从趋势来看，PPI 同比增速持续下滑，工业品价格增速进入下行区间。PPI 同比增速的持续下滑反映出当前需求的相对乏力。但从 9 月单月的具体项来看，与 8 月份相比，9 月份大多数工业品价格并未出现大幅波动的状况。以黑色金属冶炼和压延加工业价格为例，9 月份，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比增长-1.3%，其价格下跌的幅度在近三年内属正常波动范围。

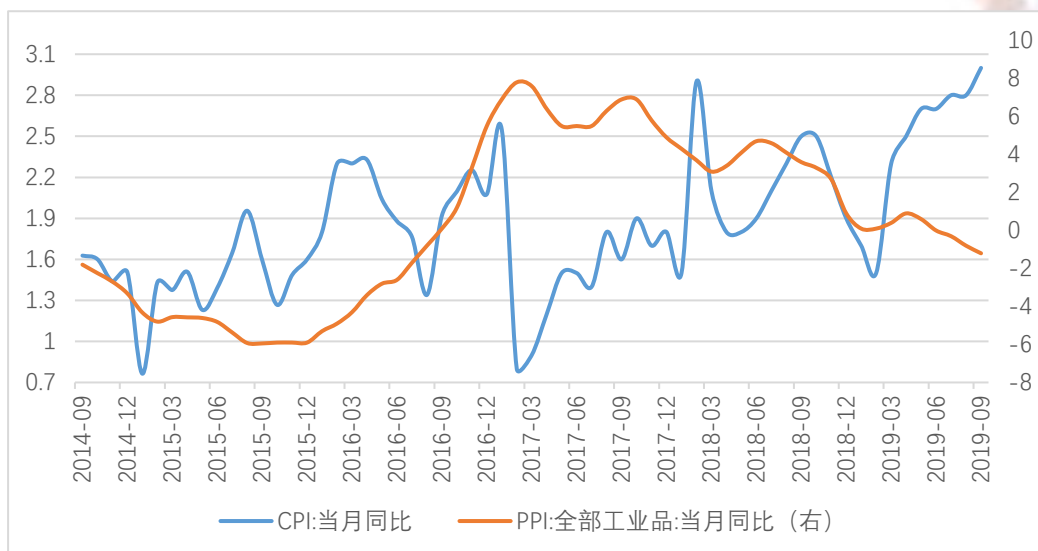


图 5: CPI、PPI 同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

企业贷款拉升信贷规模

9 月份新增人民币贷款同比多增 3100 亿元。分部门看, 9 月企业部门新增贷款 10113 亿元, 占本月新增人民币贷款的 59.8%, 占比较 8 月有所回升, 同比多增 3341 亿元。从期限结构看, 新增企业短期贷款 2550 亿元, 同比多增 1452 亿元; 新增企业中长期贷款 5637 亿元, 同比多增 1837 亿元; 新增票据融资 1790 亿元, 同比少增 47.17 亿元。短期贷款及票据融资占比 41.7%, 较 8 月的 33.6% 大幅上升, 商业银行主要靠短期贷款和票据融资冲量, 新增非银行业金融机构贷款-659 亿元, 同比少增 56 亿元。

居民部门新增贷款 7550 亿元, 同比多增 6 亿元, 其中新增居民中长期贷款 4943 亿元, 同比多增 634 亿元; 新增居民短期贷款 2707 亿元, 同比少增 427 亿元。

综合来看, 与 8 月份相比, 9 月份企业贷款有所回升, 拉升了信贷规模; 从居民中长期贷款的数值可以推测居民住房信贷需求依然较强。商业银行年末冲量明显, 非银行金融机构

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_9507

