



10月宏观经济月报

全球不确定性升级

9月制造业 PMI 虽回升，但三季度 GDP 仍有跌破 6% 的可能，国内政策大概率保持定力。全球不确定性进一步升级，加速全球宽松，中国有望获得更多外资流入。而全球货币政策效果减退，如何重启增长是全球面临挑战。

- 9月制造业 PMI 回升，但并未明显强于季节性，与历史同期相比，制造业景气程度依然疲弱。预计三季度 GDP 增速 5.9%，全年增速 6.1%-6.2%。
- CPI 与 PPI 继续分化，央行依然在逆周期调节、稳定杠杆率和结构调整之间权衡，倾向通过改革的方式降低实体经济融资成本，维持货币政策的正常化，而并不打算跟随欧美宽松步伐。后续货币政策虽然总体上不会收紧，但其宽松程度很可能低于市场预期。
- 9月欧美经济走弱，全球宽松的步伐或将加速。中国作为经济增长相对稳健，而货币政策依然维持正常化趋势的经济体，对海外资金具有相应的吸引力。而在全全球贸易秩序面临重构，货币政策效应减弱的背景下，如何通过结构性变革重启增长是必须面对的问题，2020 年全球增长不确定性或再度升级。

相关研究报告

- 《正视三季度经济增速下行压力》 20190926
- 《美联储政策转向能够治百病吗？》 20190916
- 《8月价格数据点评》 20190910

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001



目录

关注国内经济基本面超预期下行的可能.....	4
9月制造业PMI回升，但下行压力仍在.....	4
价格分化延续.....	5
政策大概率保持定力.....	6
全球不确定性升级.....	7



图表目录

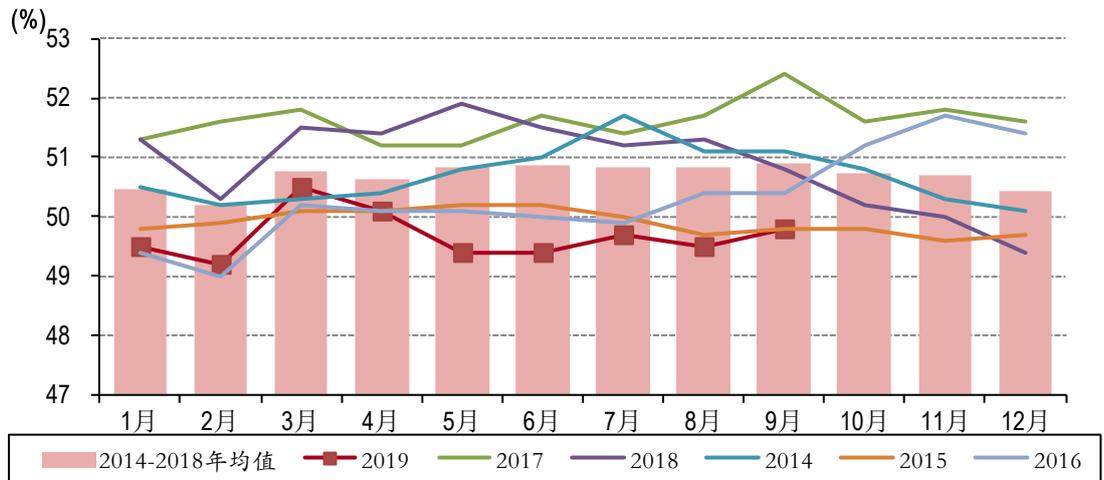
图表 1. 9月制造业 PMI 环比回升, 但仍是历史同期低位	4
图表 2. 9月生产与新订单均回升	4
图表 3. 新出口订单和进口回升但仍在收缩区间	4
图表 4. 9月非制造业商务活动平稳	5
图表 5. 三季度建筑业未见明显扩张	5
图表 6. 2019年9月宏观经济指标预测	5
图表 7. 9月猪肉价格加速上涨	6
图表 8. 9月美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 均创新低	7
图表 9. 美国个人消费支出增速持续回落	7
图表 10. 9月欧元区 PMI 显示欧元区经济仍在寻底	7

关注国内经济基本面超预期下行的可能

9月制造业PMI回升，但下行压力仍在

9月制造业PMI回升0.3至49.8，然而，从历史数据观察，9月制造业PMI多数年份均较8月有所回升。因此，9月制造业PMI的回升能否表明制造业景气程度好转仍需进一步观察。而与历史同期相比，我们注意到自制造业PMI数据公布以来，仅有2012年、2015年和2019年9月制造业PMI低于50，位于收缩区间，由此判断，制造业景气程度依然疲弱。

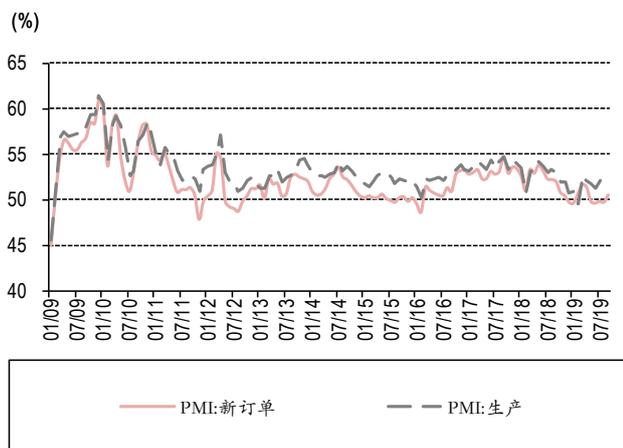
图表 1.9月制造业PMI环比回升，但仍是历史同期低位



资料来源：万得，中银国际证券

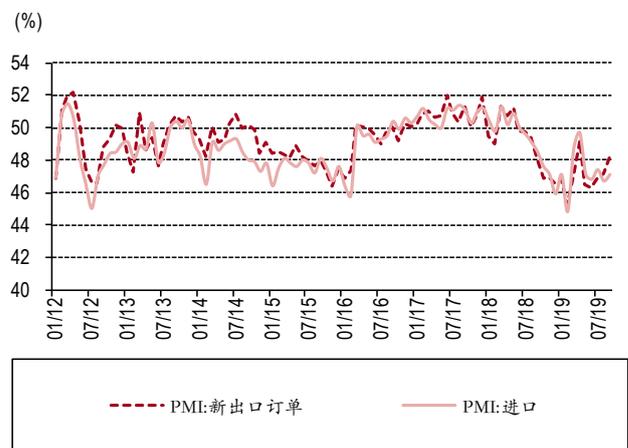
从制造业PMI分项看，最为引人注目的是新订单回到50以上，本月新订单指数升0.6至50.5，显示需求在经历了4个月的收缩后再度转为扩张。生产指数升0.4至52.3，继续维持在扩张区间，升至4月以来新高。新出口订单升1.0至48.2，进口升0.4至47.1，二者依然位于收缩区间。新订单与新出口订单之差收窄至5个月新低，显示外需的好转强于内需。我们认为这与中美贸易冲突有所缓和有一定关系。然而，考虑到全球经济下行趋势不变，9月全球制造业PMI继续位于收缩区间，欧美制造业PMI均创新低，未来贸易面临的压力仍不可轻视。

图表 2.9月生产与新订单均回升



资料来源：万得，中银国际证券

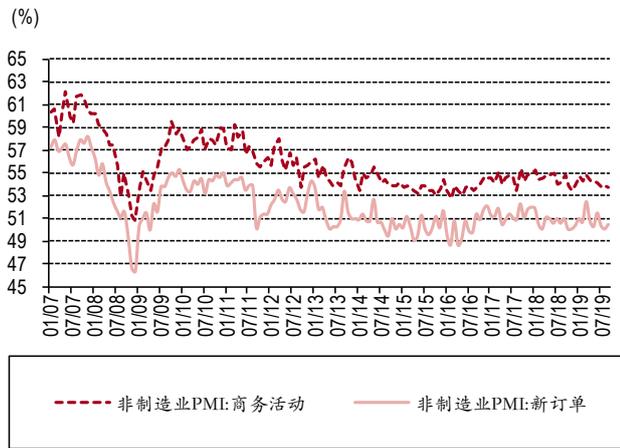
图表 3. 新出口订单和进口回升但仍位于收缩区间



资料来源：万得，中银国际证券

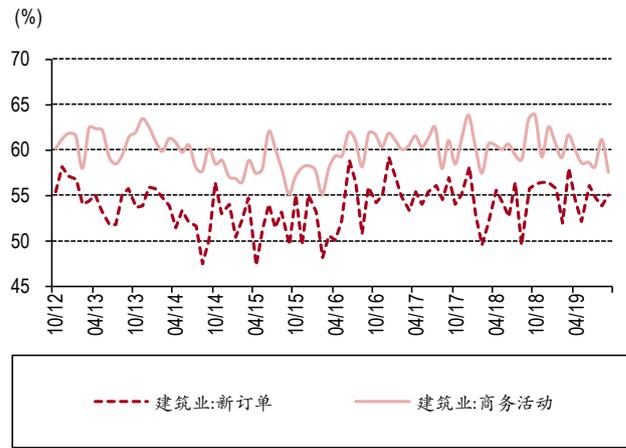
9月非制造业商务活动回落至53.7，其中建筑业商务活动降3.6至57.6，服务业商务活动升0.5至53。非制造业新订单则升0.4至50.5。总体上，非制造业景气程度依然平稳。然而，建筑业商务活动未见明显扩张，三季度建筑业商务活动均值为59，一季度为60.6，二季度为59.1，侧面显示基建投资增速也难有大幅回升。

图表 4.9 月非制造业商务活动平稳



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 三季度建筑业未见明显扩张



资料来源：万得，中银国际证券

综合看，尽管9月制造业PMI有所回升，但三季度经济增速仍有跌破6%的可能性。我们对9月经济数据的预测见图表6。我们认为，三季度GDP大概率低于市场预期。相应的，全年增速下调至6.1%-6.2%。与此同时，CPI与PPI分化依旧，结构性通胀继续对政策构成制约。

图表 6. 2019年9月宏观经济指标预测

	中银宏观预测	上期值	市场预测均值
GDP 同比增速 (%)	5.9	6.2	6.1
工业增加值同比增速 (%)	5.3	4.4	5.2
固定资产投资同比增速 (%)	5.6	5.5	5.4
社会消费品零售总额同比增速 (%)	7.9	7.5	7.7
出口 (美元) 同比增速 (%)	(0.8)	(1.0)	(2.4)
进口 (美元) 同比增速 (%)	(4.9)	(5.6)	(5.3)
CPI 同比增速 (%)	2.9	2.8	2.8
PPI 同比增速 (%)	(1.6)	(0.8)	(1.3)
新增人民币贷款 (亿元)	14,000.0	12,100.0	14,062.5
M2 同比增速 (%)	8.2	8.2	8.2

资料来源：中银国际证券，市场预测均值数据来自万得。

价格分化延续

7月、8月CPI均维持在2.8%，我们预测9月CPI为2.9%，接近3%的政策目标。我们认为，尽管近期CPI上升主要由食品推动，但随着CPI接近乃至超过3%政策目标的风险明显上升，通胀对货币政策的制约将越发明显。

我们前期已经指出，猪肉价格将继续导致CPI维持高位，猪肉价格本轮上涨来自两方面因素：一方面，本身“猪周期”处于上行阶段；另一方面，2018年以来的非洲猪瘟疫情对猪肉供应量的影响在2019年逐步暴露。近期猪肉价格上涨趋势明显加快，预计四季度乃至2020年一季度CPI均将在高位徘徊。



图表 7.9 月猪肉价格加速上涨



资料来源: 万得, 中银国际证券

另一方面, 2019年工业品价格上涨动力明显减弱, 在基数效应作用下, 四季度PPI降幅扩大。CPI与PPI的分化延续。从目前情况判断, 这一分化同样将至少持续到2020年一季度。

政策大概率保持定力

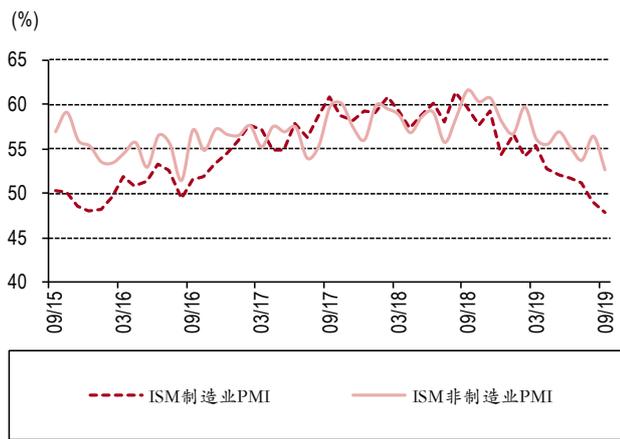
我们在《正视三季度经济增速下行压力》中指出, 尽管三季度GDP增速可能跌破6%, 但政策大概率维持定力。原因在于: 一方面, 2020年翻一番的目标仍不难实现; 另一方面, 在第三产业仍维持相对高速增长背景下, GDP增速下行对就业的不利影响并不严重。

而从价格角度看, 在CPI与PPI分化的背景下, 央行的货币政策选择处于相对微妙的境地。CPI的高企对货币政策构成制约, 但货币政策很难对食品推动的CPI产生影响。PPI的低迷则意味着央行仍需采取相应行动来降低实体经济所面对的实际利率。从9月24日易纲行长的讲话看, 央行依然在逆周期调节、稳定杠杆率和结构调整之间权衡, 倾向通过改革的方式降低实体经济融资成本, 维持货币政策的正常化, 而并不打算跟随欧美宽松步伐。从这一角度看, 后续货币政策虽然总体上不会收紧, 但其宽松程度很可能低于市场预期。

全球不确定性升级

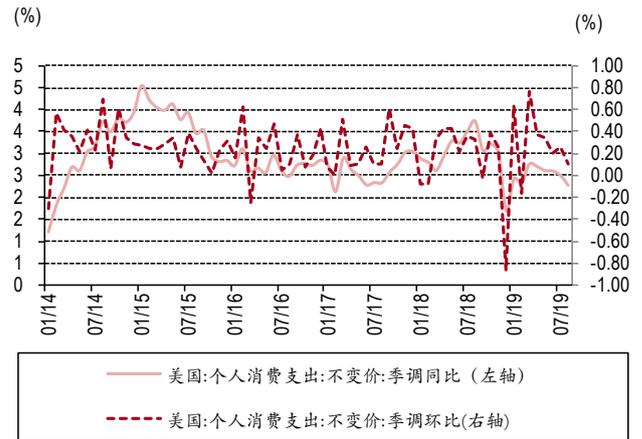
9月美国 ISM 制造业 PMI 为 47.8，较上月下降 1.3，连续第二个月位于收缩区间，也是 2009 年 7 月以来新低；9 月美国 ISM 非制造业 PMI 为 52.6，虽仍在扩张区间，也是 2016 年 8 月以来新低。市场对美国经济放缓的担忧进一步加深。尽管美联储主席鲍威尔继续强调美国经济基本面依然良好。但结合此前 8 月美国个人消费支出同比、环比增速继续放缓等一系列数据看，美国经济走弱的信号逐渐增加。

图表 8.9 月美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 均创新低



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 美国个人消费支出增速持续回落



资料来源：万得，中银国际证券

欧元区 9 月制造业 PMI 终值为 45.7，创 2012 年 10 月以来的最低水平；欧元区 9 月 Markit 服务业 PMI 终值 51.6，同样不及预期 52；从而，欧元区 9 月 Markit 综合 PMI 终值为 50.1，距落入收缩区间仅一步之遥。考虑到全球贸易形势仍不明朗，英国脱欧不确定性仍存，整体看，欧元区经济依然处于寻底过程，短期内难以反弹。

图表 10.9 月欧元区 PMI 显示欧元区经济仍在寻底



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_9797



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>