

民银智库研究

2018年第25期

总第85期

中国民生银行研究院

2018年9月16日

中美贸易战影响初现 加快降成本成为当务之急

——2018年8月宏观经济形势分析报告

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

任亮

renliang1@cmbc.com.cn

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

- 8月份以来全球经济复苏基础继续弱化，通胀整体上升，新兴市场国家处境艰难。美国经济虽稳健向好，9月加息箭在弦上，但贸易保护与财政赤字恐拖累未来增长；欧洲通胀稳定，货币政策维持宽松倾向，增长预期下调；日本经济温和复苏，通胀低迷，货币政策正常化遥遥无期；新兴经济体仍处困境，多国央行加息稳汇率遏通胀。整体看我国经济面临的外部环境相当严峻。
- 8月份我国经济面对较大的下行压力展现了一定韧性，暂未出现连续“下台阶”的不利局面。一是工业生产有所反弹，工业增速同比较7月回升0.1个百分点；二是消费有所回稳，8月名义消费回升0.2个百分点至9%，实际消费回升0.1个百分点至6.6%；三是房地产投资保持稳健，开工、拿地等领先指标强劲；四是进出口增速虽较上月放缓，但仍保持正增长，贸易战冲击尚未体现；五是人民币汇率结束自4月以来的连续贬值；六是调查失业率在上月上升后本月小幅回落。
- 当前实体经济特别是民营经济面临的困难增多，未来将持续面临下行压力。一是中美贸易战影响初现，对我国经济预期和信心打击较大；二是多项稳投资政策出台下基建投资仍创新低，拖累整体投资持续下行；三是汽车行业产销两端均出现明显下行，作为重要支柱产业其影响不容忽视；四是通胀有所回升，食品与非食品价格齐上涨；五是货币信贷增速低迷，M2增速再次下滑至8.2%，中长期信贷下滑，表外融资继续负增长，银行风险偏好保持低位，资本市场融资功能基本丧失；六是消费税、个税、进口货物增值税增速加快，整体税负仍较重。
- 将“降成本”作为未来一段时间政策的主要着力点。在制度成本方面，要厘清政府与市场边界，实质性推进放管服改革；推进现代市场体系机制变革，实现要素市场化配置；深化国有企业改革。在企业成本方面，可考虑建立专门服务中小民营企业融资的“滴灌系统”，降低融资成本；择机下调增值税与企业所得税；降低社保费率标准，继续推进国有资本划转社保。在居民成本方面，继续推进个税改革，推出起征点动态调整；加快放开民生领域对外资、民资的市场准入。

目 录

一、全球宏观经济形势分析	1
美国经济短期稳健向好，9 月加息箭在弦上，长期存隐患.....	1
欧洲通胀稳定，货币政策维持宽松倾向，增长预期下调.....	2
日本经济温和复苏，政策正常化遥遥无期.....	4
新兴经济体仍处困境，多国央行加息稳汇率遏通胀.....	5
二、我国宏观经济形势分析	7
工业生产略有反弹，汽车大幅回落，四季度仍将承压.....	8
投资增速继续探底，基建投资未见起色.....	9
房地产投资稳居高位，销售增速有所放缓.....	11
消费稳中有升，汽车消费低迷.....	13
内外需同时放缓，进出口双双回落.....	14
通胀中枢小幅回升，但仍处温和区间.....	15
新增信贷环比走弱，M2 增速回落.....	17
人民币汇率显现抗跌特性，外汇储备整体平稳.....	19
财政收入增速放缓，支出低速增长.....	20
三、政策回顾与展望	21
主要宏观政策回顾.....	21
财政与货币政策回顾与展望.....	23
关于加快降成本的政策建议.....	24
主要宏观经济及金融数据一览表	26

一、全球宏观经济形势分析

8 月份以来全球经济复苏基础继续弱化，通胀整体上升，新兴市场国家处境艰难。美国经济虽稳健向好，9 月加息箭在弦上，但贸易保护与财政赤字恐拖累未来增长；欧洲通胀稳定，货币政策维持宽松倾向，增长预期下调；日本经济温和复苏，通胀低迷，货币政策正常化遥遥无期；新兴经济体仍处困境，多国央行加息稳汇率遏通胀。整体看我国经济面临的外部环境相当严峻。

美国经济短期稳健向好，9 月加息箭在弦上，长期存隐患

8 月美国经济继续稳健向好。生产端继续扩张，8 月美国 ISM 制造业 PMI 为 61.3%，较上月上升 3.2 个百分点，连续 24 个月高于荣枯线；7 月工业产出同比增长 4.23%，较上月上升 0.27 个百分点。消费端保持增长，7 月零售与食品服务销售同比增长 6.41%，较上月上升 0.34 个百分点；8 月密歇根消费者信心指数略下滑至 96.2。进出口保持稳定，7 月美国出口季调同比增长 8.16%，较上月下降 1.3 个百分点，连续 24 个月保持出口同比正增长；进口季调同比增长 9.1%，较上月上升 1.02 个百分点，连续 22 个月保持进口同比正增长；贸易逆差 500.82 亿美元，较上月增加 43.43 亿美元，对中国贸易逆差为 368.34 亿美元，较上月增加 33.5 亿美元。通胀上升放缓，8 月 CPI 同比上涨 2.7%，较上月下降 0.2 个百分点，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上涨 2.4%，较上月下降 0.2 个百分点，环比上升 0.1%；7 月核心 PCE 价格指数同比上升 1.98%。劳动力市场保持稳定，8 月新增非农就业人口为 20.1 万人；失业率为 3.9%，与上月持平；劳动参与率为 62.7%，较上月下降 0.2 个百分点。

美国经济近期保持强劲增长，尤其是二季度 GDP 上修至 4.2%，为自 2014 年三季度以来最快增速，使市场对美国经济未来走势充满信心。但从中长期来看，美国经济能否保持强劲态势仍存在较大不确定性。预计所得税下调、政府支出增加、民间投资攀升将促使美国今年 GDP 增长 3.1%，超过去年的增长 2.2%，但消费者支出以及农产品出口等提振因素在不久的将来可能消退甚至逆转，因此预计从今年下半年开始美国经济强势增长将趋于放缓。美国国会预算办公室发布的预测显示，美国经济增长很可能只是在今年加快，明年将放缓至远低于特朗普政府 3% 目标的水平。此外，美国政府的预算赤字未来可能成为经济威胁。美国财政

部公告显示，从去年 10 月到今年 7 月，美国预算赤字增加 21% 至 6840 亿美元，已达到美国历史高位，并且如果按照目前的发展速度，2020 年联邦预算赤字将超过 1 万亿美元。预算赤字激增将使美国国债供应量增加，尤其是短期债务供给大增，有可能使美国政府在 9 月因触及债务上限而停摆，这将给中期选举带来更多不确定性。同时，随着美联储推进渐进加息，市场利率上行，联邦政府债务利息负担将进一步加重，或将给美元汇率、通胀稳定性和经济增长带来负面影响。

美联储 9 月加息已无悬念，12 月加息仍有不确定因素。8 月 22 日美联储公布 8 月议息会议纪要。会议纪要显示，美联储官员认为当前美国消费和投资稳固上升，劳动力市场继续走强，经济活动以强劲速度上升，美联储对美国近期保持强劲增长有较强信心。美联储同时表示，只要美国经济增长处于正轨，就准备再次加息。考虑到近期美国经济数据继续表现强劲，9 月加息几无悬念。不过目前看，12 月的第四次加息仍具有不确定因素。会议纪要也显示美联储官员重点关注两项关键政策可能给美国经济带来的不确定性影响。一是财政政策，有官员认为，财政政策和就业市场走强会带来更大范围或更持久的影响，将推动经济前景上行超出预期。但也有少数官员暗示，财政影响消退速度超出预期或者后期财政紧缩幅度超出预期均可能构成经济下行风险。二是贸易政策，美联储官员认为贸易是影响经济的主要不确定因素，因为大规模和旷日持久的贸易争端可能对企业信心、投资和就业产生不利影响。

欧洲通胀稳定，货币政策维持宽松倾向，增长预期下调

欧元区经济基本面仍未现显著改善迹象。生产端动力不足，8 月制造业 PMI 由 7 月的 55.1% 回落至 54.6%，为近两年低点；服务业 PMI 由 7 月的 54.2% 微升至 54.4%，但仍为 2017 年以来较低水平。消费端仍显疲软，8 月消费者信心指数由上月的 -0.5 大幅下滑至 -1.9，为 2017 年 6 月以来最低水平；7 月零售销售指数同比增长 1.1%，较上月下降 0.4 个百分点，为 9 个月以来最低值。通胀总体稳定，8 月 CPI 同比上涨 2.0%，较 7 月微降 0.1 个百分点，连续第三个月达到 2% 的通胀目标，环比上涨 0.2%；核心 CPI 同比上涨 1.0%，较上月下降 0.1 个百分点，环比上涨 0.2%。就业形势保持向好，7 月欧元区失业率为 8.2%，与上月持平，维持 2009 年以来的最低水平。经济景气度维持低位，8 月经济景气指数为 112.3，与上月持平，维持年内次低水平；工业信心指数为 5.6，较上月下降 0.2，为 2017 年 7 月以来最低水平；营建信心指数为 4.4，较上月回升

0.9；零售信心指数为 4.8，较上月提高 2.8，为年内最高水平；服务业信心指数为 12.7，较上月下降 0.4。

9 月 13 日，欧央行公布 9 月货币政策会议决议。购债方面，欧央行称 300 亿欧元的月度 QE 规模将持续到本月底，10-12 月的月度 QE 规模将降至 150 亿欧元。若未来经济数据确认中期通胀前景，QE 将在 12 月底结束。只要有必要，欧央行将对到期债券进行再投资，再投资将一直持续到 QE 结束后很长一段时间，以维持充裕的流动性和宽松的货币政策。利率方面，欧央行此次维持三大利率不变，符合市场预期，并重申将至少保持利率不变至 2019 年夏天。通胀方面，欧央行维持 2018-2020 年年度通胀预期均为 1.7% 不变。经济增速方面，欧央行将欧元区 2018 和 2019 年经济增长预期分别由 6 月份的 2.1% 和 1.9% 下调至 2% 和 1.8%，维持 2020 年的经济增速预期为 1.7% 不变。

在议息会议后的新闻发布会上，欧央行行长德拉吉表示，购债方面，欧央行本次会议没有讨论再投资策略。欧央行将于下次会议或 12 月会议对此进行讨论。当资产购买计划结束，政策不会停止宽松倾向。利率方面，欧央行本次并未讨论首次加息问题。通胀方面，即便在 QE 结束后，通胀率也将继续朝 2% 的目标靠拢。不过，仍有必要实施大量刺激措施来支持通胀，欧洲央行准备好在必要时调动所有政策工具。虽然基本通胀指标仍普遍低迷，但因产能利用率上升和劳动力市场收紧，欧元区内物价压力正在增强，围绕通胀前景的不确定性正在消退。预计今年余下时间通胀都将处于当前水平附近。潜在通胀率到年底将上升，中期内将逐渐走高。欧央行认为核心通胀将明显走强。经济增速方面，围绕经济增长的风险大致平衡，但外部需求疲软，因此欧央行下调了今明两年的 GDP 增长预期。

欧央行本次会议声明传递的货币政策相关信息与前两次议息会议相一致。尽管欧央行下调了短期内欧元区经济增长前景，但下调幅度低于市场预期。加之德拉吉会后发言整体偏乐观，尤其是对于“欧元区核心通胀将明显走强”的表述显著提升了市场信心，同时美国 8 月 CPI 数据意外疲软，因此会后欧元兑美元汇率应声而涨。

未来，欧元区面临的内外部经济和政治风险仍存在较大不确定性。从外部来看，新兴市场方面风险显著上升，但当前来自土耳其的溢出效应在欧元区尚不明显；美国方面，上周欧美贸易谈判代表举行会面，称有望最早在 11 月解决部分技术性的贸易壁垒，并达成部分协议。然而欧

美双方虽在本次会谈中确定了双方未来讨论的优先事项，但在汽车、农业领域分歧仍然巨大，欧美贸易政策协调前景仍不明朗。从内部来看，英国方面，上周欧盟表示已准备好“日以继夜”与英国就脱欧问题达成协议，但爱尔兰边境问题仍未得到解决；意大利方面，其执政联盟下个月将展示政府预算，可能再度引发关于意大利债务问题和欧元区内部财政改革的矛盾。

日本经济温和复苏，政策正常化遥遥无期

7月日本经济延续复苏态势，通胀指标停滞不前。生产温和增长，8月制造业 PMI 为 52.5%，较上月上升 0.2 个百分点；7月工业生产指数同比增长 2.3%，较上月大幅回升 3.3 个百分点。消费状况有所好转，7月商业销售额同比增长 4.3%，较上月上升 1 个百分点；8月消费者信心指数为 43.5%，较上月回落 0.1 个百分点。出口增速回落，进口增速大幅提升，7月出口总额为 67479 亿日元，同比增长 3.9%，增速较上月回落 2.8 个百分点；进口总额为 69799 亿日元，同比增长 14.6%，增速较上月大幅提升 12 个百分点；实现贸易逆差 2320 亿日元。完全就业状态继续保持，7月失业率为 2.5%，与上月持平；求才求职比为 1.63，较上月上升 0.01，继续位于历史高位，为 1974 年 1 月以来的最高。通胀无明显改善，7月 CPI 同比上涨 0.9%，较上月上升 0.2 个百分点，环比上升 0.1%；核心 CPI 同比上升 0.8%，与上月持平，环比下降 0.1%。

继续维持超宽松货币政策，减少购债规模增强政策的灵活性。日本央行近期宣布调高 9 月份计划购买国债规模的上限，同时减少购买频率。据此推算，9 月份购买规模将较上月小幅减少，日本国债收益率会略微提高，这使得市场对日本央行能否长时间维持现行宽松货币政策有所忧虑。但是，7 月份物价上扬主要受能源价格上涨推动，扣除生鲜食品和能源价格的核心 CPI 增长并不显著，因此日本央行将继续维持宽松政策。黑田东彦在接受采访时也明确表示，央行无意提高长期利率，该措施只为使货币政策更加灵活，并非为利率正常化做准备，计划到 2023 年任期结束时达到 2% 的通胀目标。尽管日本央行对货币政策框架进行过一些微调，包括调整 ETF 购买结构、给予购债操作更大的灵活性等，以缓解超宽松政策的负面影响。但鉴于日本货币政策正常化仍然遥遥无期，其副作用持续累积的风险仍需密切关注。

新兴经济体仍处困境，多国央行加息稳汇率遏通胀

新兴市场经济体仍处在美联储收紧货币政策溢出效应冲击、通胀上升与本币走弱的处境中，不过走势仍有一定分化。金砖国家中，印度经济放缓，南非经济下滑，巴西与俄罗斯经济有所改善。为应对通胀与支撑本币，8月印度央行再次加息，巴西维持基准利率不变；9月，俄罗斯意外加息，南非议息会议即将召开。

土耳其央行意外大幅加息，里拉暂时企稳。8月，土耳其里拉大幅贬值，美元兑里拉首度跌破7关口，触及7.2149，其后美元兑里拉有所回落，月末再度攀升。土耳其央行曾采取将隔夜拆借利率提高150个基点的“秘密加息”行动。此前土耳其的一系列纾困政策中，有流动性提供、有财政政策收紧，唯独没有加息，但通胀形势的持续恶化最终触发其央行展开行动。9月初，土耳其国家统计局数据显示8月CPI同比增长17.9%，增幅创下2003年以来最大。9月13日，土耳其央行宣布将现有基准利率从17.75%大幅上调至24%，加息幅度高于市场预期，美元兑土耳其里拉暴跌5%。这是土耳其央行自今年8月里拉大幅贬值以来首次加息，也是其今年以来第三次加息。央行在声明中表示，将采取所有货币政策工具遏制通胀，维持物价稳定；将继续维持收紧的货币政策，直到通胀高企得到明显改善。

印度经济有所放缓，央行声称将捍卫卢比。生产端和服务业景气有所下滑，仍处荣枯线之上，8月，印度制造业PMI为51.7%，较上月下降0.6个百分点；服务业PMI为51.5%，较上月下降2.7个百分点。出口增速有所下降，贸易赤字继续扩大，7月出口同比增长16.2%，较上月下降2.6个百分点；进口同比增加28%，较上月提高7个百分点；年初以来贸易赤字持续扩大。通胀略有下降仍处高位，8月CPI同比上升3.7%，比上月下降0.5个百分点，仍处于央行通胀目标之下。央行再次加息，发声捍卫卢比。8月1日，印度央行宣布加息25基点，回购利率由6月份的6.25%提升至6.5%，同时强调货币政策基调仍然保持“中性”，显示出印度银行在引导价格水平和汇率走稳的同时，力图避免对经济增长造成不利冲击。这是印度央行近三个月来第二次加息，印度基准利率达到两年来的最高水平。本次加息的主要背景是国内通胀高企、卢比疲软。受土耳其货币危机影响和全球经济动荡的冲击，本月卢比继续贬值，一度触及1美元兑70卢比的心理关口。为了遏制卢比贬值，印度央行声称将捍卫卢比，避免出现大幅贬值。

巴西经济有所改善，央行维持基准利率不变。生产端和服务业景气分化，8月制造业 PMI 为 51.1%，较上月提高 0.6 个百分点；服务业 PMI 为 46.8%，较上月下降 3.6 个百分点，跌落荣枯线之下。消费保持稳定，8月消费者信心指数 83.4，与 7 月持平。通胀有所缓和，8月广义消费者物价指数同比增长 4.2%，比上月下降 0.3 个百分点，仍处于 2017 年初以来高位；环比下降 0.1%，7 月环比增长 0.3%，一年多以来首次环比下降。央行维持基准利率不变，出手干预汇率。8 月 1 日下午，巴西央行货币政策委员会宣布决定维持基准利率 6.5% 不变，这是该国央行今年以来连续第三次决定维持实行这个基准利率，目前通胀水平低于央行管理目标中值 4.5%。受到阿根廷和土耳其局势影响，本月雷亚尔持续贬值，巴西央行宣布，以 4.20 雷亚尔兑 1 美元的汇率进行外汇干预，这是其自 6 月 22 日以来首次行动。总统大选再生变数。巴西劳工党 8 月 11 日宣布，前总统卢拉正式退出总统选举，阿达将作为劳工党总统候选人参选。卢拉的退出将令巴西大选呈现更为复杂的态势。其他总统候选人的民众号召力均不强，大选第一轮投票很可能没有候选人能获半数以上选票，这意味着可能需要经过第二轮投票才能选出新总统。

俄罗斯经济有所改善，央行意外加息。制造业景气微升，仍处于收缩区间，8月制造业 PMI 为 48.9%，比上月上升 0.8 个百分点，连续四个月位于荣枯线以下，为 2016 年 5 月以来较低值。服务业持续企稳，8月服务业 PMI 为 53.3%，比上月提高 0.5 个百分点，维持 2016 年初以来的企稳态势。出口增长加速，国际收支改善，7 月出口同比增速 39.5%，比上月大幅提高 15.7 个百分点；进口同比增速仅为 0.9%，增幅比上月下降 0.2 个百分点，近两个月同比增速维持 1% 左右低位。通胀有所上行，仍较为温和，8 月 CPI 同比上升 3.1%，比上月提高 0.6 个百分点，有所上扬。卢布贬值，俄央行四年来首次加息。8 月 30 日，卢布收盘于每美元 68.0，较上月同日下跌 8.3%，跌至两年多来的最低水平。贬值主要原因为美国对俄罗斯的新制裁以及土耳其货币危机引发的新兴市场资产大幅抛售所致。9 月 14 日，俄罗斯央行宣布，将基准利率从 7.25% 上调至 7.5%，为 2014 年以来首次加息。俄央行声明称外部条件的变化令该国通胀升温的风险增加。俄罗斯央行原本是欧洲少数几个在今年降息的央行之一，今年稍早，该央行曾两次降息。受央行加息的消息影响，俄罗斯卢布汇率快速反弹。

南非经济陷入技术性衰退，兰特贬值但央行称干预尚早。生产端景气有所回落，8月PMI为43%，较上月回落3.7个百分点，连续六个月处于荣枯线以下。消费继续回落，年初以来呈下降趋势。7月零售销售同比上升3.4%，较上月下降0.5个百分点；8月份商业信心指数90.5，前值94.7。进出口大幅增加，今年3月以来首次出现逆差。7月出口同比增速15.01%，前值7.86%；进口同比增速33.38%，前值7.31%。通胀有所抬头。7月CPI同比上升5.1%，较上月提高0.7个百分点，仍在央行通胀目标区间内，但已开始接近6%的区间上限。经济陷入技术性衰退，兰特继续走弱。南非经济状况不容乐观，GDP已经连续两个季度萎缩，标志着其进入技术性衰退，为九年来首次。允许国家为保护公共利益对土地实行无偿征收的激进改革政策，动摇了投资者信心。国内经济困境，加之土耳其货币危机影响，南非兰特本月继续走弱，月中曾大幅贬值，而后有所反弹。南非央行表示对兰特疲软程度感到意外，但称汇市状况距离需要央行干预还“差得很远”。由于经济陷入衰退，预计南非难以加息应对货币贬值压力。下次利率决定将于9月20日作出。

二、我国宏观经济形势分析

8月份我国经济面对较大的下行压力展现了一定韧性，暂未出现连续“下台阶”的不利局面。一是工业生产有所反弹，工业增速同比较7月回升0.1个百分点；二是消费有所回稳，8月名义消费回升0.2个百分点至9%，实际消费回升0.1个百分点至6.6%；三是房地产投资保持稳健，开工、拿地等领先指标强劲；四是进出口增速虽较上月放缓，但仍保持正增长，贸易战冲击尚未体现；五是人民币汇率结束自4月以来的连续贬值；六是调查失业率在上月上升后本月小幅回落。

当前实体经济特别是民营经济面临的困难增多，未来将持续面临下行压力。一是中美贸易战影响初现，对我国经济预期和信心打击较大；二是在近期多项稳投资政策紧急出台的情况下，基建投资仍创新低，拖累整体投资持续下行；三是汽车行业产销两端均出现明显下行，作为重要支柱产业其影响不容忽视；四是通胀有所回升，食品与非食品价格齐上涨；五是货币信贷增速低迷，M2增速再次下滑至8.2%，中长期信贷下滑，表外融资继续负增长，银行风险偏好保持低位，资本市场融资功能基本丧失；六是消费税、个税、进口货物增值税增速加快，整体税负仍较重。

工业生产略有反弹，汽车大幅回落，四季度仍将承压

8月工业生产略有反弹。1-8月份全国规模以上工业增加值同比实际增长6.5%，增速较1-7月份回落0.1个百分点，较去年同期和全年分别回落0.2和0.1个百分点。8月当月工业增加值同比增长6.1%，高于市场预期的6%，较上月和去年同期微升0.1个百分点。从环比看，8月份，季调后规模以上工业增加值比上月增长0.52%，较上月回升0.05个百分点。三大门类表现为两升一降：8月采矿业增加值同比增长2.0%，增速较上月加快0.7个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.9%，加快0.9个百分点；制造业增长6.1%，回落0.1个百分点。

图1 工业增加值同比与环比增速

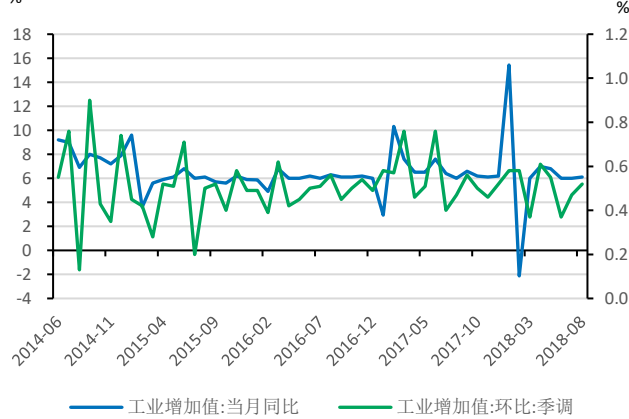
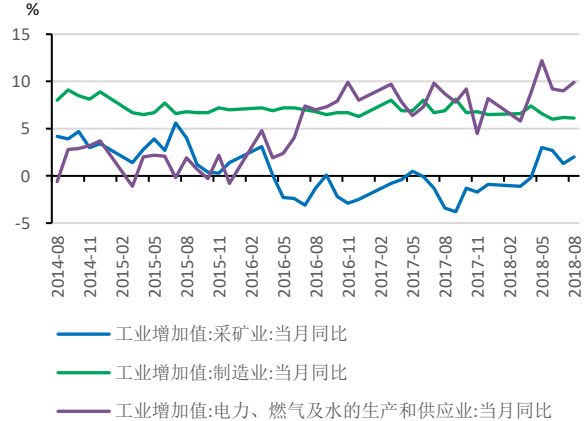


图2 工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

分行业增加值增速涨少跌多，新产业仍保持快速增长。8月份，41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长，较7月份增加1个。17个主要行业中，9个行业增加值同比增速较7月下降，7个上升，1个持平。分上中下游来看：下游消费品类行业涨少跌多，农副食品、食品、纺织服装小幅回落，汽车继续大幅回落至1.9%，创2015年9月以来新低，仅医药微升；中游加工组装类行业涨跌互现，铁路船舶、电子、金属制品上升，通用设备、专用设备、电气机械下滑；中游原材料类行业涨多跌少，有色、化工、电力热力均上升，黑金冶炼、橡胶塑料回落，非金属矿持平；上游采矿业增速有所回升。1-8月份，新产业增加值仍保持高速增长，高技术制造业、装备制造业、战略新兴产业增加值累计同比增速分别为11.9%、8.8%和8.8%，均显著高于1-8月工业整体累计同比增速6.5%。

主要工业品产量增速涨少跌多，新产品增速显著下滑。8 月份，上游原煤产量同比增速大幅回升至 4.2%，创 9 个月以来新高，但原油加工量增速大幅回落至年内低点 5.6%；中游的粗钢、乙烯、有色产量增速均大幅回落，仅水泥、化纤产量增速有所回升；下游汽车产量增速持续大幅回落至 2015 年 10 月以来最低水平。8 月份，新产品产量同比增速仍显著下滑，新能源汽车、集成电路产量同比增速分别为 12.5% 和 5.8%，较上月显著下滑 5.4 和 6.2 个百分点，仅工业机器人增速小幅反弹至 9%。

8 月工业生产略有反弹主要受三方面因素影响。一是生产方面，尽管 8 月份六大发电集团日均耗煤同比增速和高炉开工率周同比增速均连续第三个月下滑，主要行业增加值和工业品产量同比增速也涨少跌多，但 8 月发电量同比增速由上月的 5.7% 大幅回升至 7.3%，为 2017 年 8 月以来次高水平，与 8 月份制造业 PMI 生产指数回升 0.3 个百分点至 53.3% 的走强趋势相一致。二是需求方面，8 月份出口交货值同比增长 12.5%，较上月大幅回升 3.8 个百分点，创 2017 年 4 月以来新高，或与企业提前出货有关，一定程度上拉动企业加快生产。三是去年 8 月工业增加值仅为 6.0%，为去年全年最低点，存在低基数效应，因此今年 8 月工业增加值略有反弹。

从高频数据来看，9 月上旬工业仍显动力不足，发电耗煤同比增速较低迷、高炉开工率维持低位，加之中美贸易摩擦前景仍不明朗，秋冬季节节能环保督查将进一步限制工业企业生产，预计四季度工业增加值仍将承压。

投资增速继续探底，基建投资未见起色

投资增速续创纪录新低。2018 年 1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）415158 亿元，同比增长 5.3%，增速比 1-7 月份回落 0.2 个百分点，比去年同期低 2.5 个百分点，再创历史新低。从当月看，8 月投资完成 59360 亿元，同比增长 4.6%，增速比 7 月回升 1.6 个百分点；经季节调整后，8 月环比增长 0.44%，相当于折年后增长 5.41%，高于 7 月的 5.28%。随着财政发力支持重大工程、社融增量环比回暖，8 月当月投资有边际改善，但累计增速仍处于下行通道。

分产业看，第一、第二产业增速继续回升，第三产业增速继续回落。1-8 月份，第一产业投资 14505 亿元，同比增长 14.2%，增速比 1-7 月份提高 0.5 个百分点。第二产业投资 154602 亿元，增长 4.3%，增速提高

0.4 个百分点。其中，工业投资同比增长 4.4%，增速比 1-7 月份提高 0.3 个百分点；工业投资中，采矿业投资回暖势头显著，增速已超过工业总体增速，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资降幅小幅收窄，制造业投资增速继续改善至 7.5%。第三产业投资 246051 亿元，增长 5.5%，增速回落 0.5 个百分点。

图3 固定资产投资累计同比与环比折年率

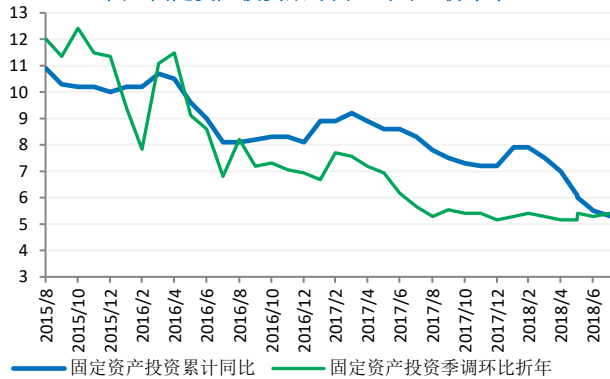
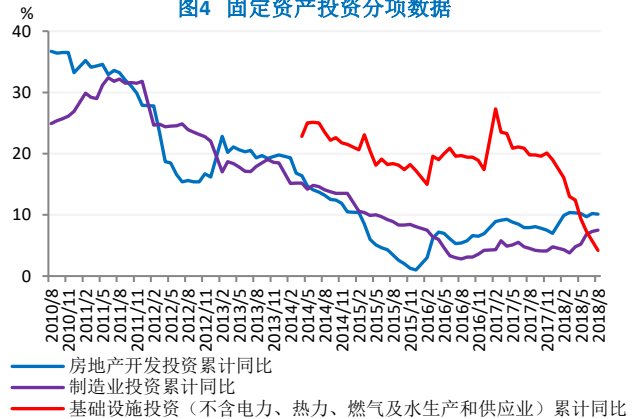


图4 固定资产投资分项数据



数据来源：CEIC

从房地产、基建和制造业三大支柱来看，基建投资拖累仍未好转，制造业投资的持续回暖和房地产开发投资的稳定高增长继续为 1-8 月投资托底。具体来看，1-8 月份第三产业中的基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.2%，增速比 1-7 月份回落 1.5 个百分点，比去年同期低 15.6 个百分点；8 月当月则为下降 4.3%，已连续 2 个月负增长。经测算，全口径的基建投资则已连续 4 个月单月负增长。今年以来，地方政府违规举债监管力度加强，大量 PPP 项目清理退库，加上表外融资收缩，因此基建投资逐月回落，不断刷新纪录新低。虽然近期地方政府专项债券加快发行、财政支出进度加快、补短板项目竞相上马有利于提振基建投资，但鉴于滞后效应的存在，基建投资尚未见明显起色。制造业投资增长 7.5%，增速比 1-7 月份回升 0.2 个百分点，比去年同期高 3 个百分点，已连续 5 个月增速加快。一方面，装备制造业和高技术制造业的高速增长对制造业投资形成有力支撑；另一方面，工业企业利润稳居高位推动制造业投资稳固复苏；此外，减税降费、支持中小企业融资等政策有效提振了制造业投资信心。房地产开发投资同比名义增长 10.1%，增速比 1-7 月份回落 0.1 个百分点，比去年同期高 2.2 个百分点，仍处高位。

民间投资增速延续向好。民间投资 1-8 月份同比增长 8.7%，增速比 1-7 月份回落 0.1 个百分点，高于总体投资增速 3.4 个百分点。1-8 月份

民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 62.62%，与 1-7 月份基本持平。今年以来，在民间投资政策支持与制造业盈利改善的带动下，民间投资复苏态势显著，增速连续 7 个月维持在 8% 以上，持续高于总体投资增速。近期，发改委再次发力放宽准入门槛、优化营商环境、完善信息服务等方面以促进民间投资，各地也加快向民间投资推介重大项目，民间投资已成为投资主力军。

投资有望在四季度企稳。具体来看，**基建投资或将回稳。**近期，地方政府专项债券在政策要求下加快发行，8 月地方政府债券发行量达历年同期最高；发改委加紧进行项目审批，并重启了城市轨道交通项目审批；多地纷纷针对基建投资推出促进措施，并加快上项目补短板；同时 PPP 项目退库高峰已过；央行与银保监会也要求信贷资源大力支持基础设施补短板项目。因此，基建投资节节下滑态势将逐渐得到遏制。**制造业投资增长将保持稳定。**工业企业利润高增和中小企业融资支持政策有利于制造业投资改善，但还需要观察中美贸易摩擦对制造业投资的负面影响。总体而言，制造业投资支撑仍在。**房地产开发投资增速或小幅回落。**当前地产调控依然从严，房企资金链仍然承压。

房地产投资稳居高位，销售增速有所放缓

房地产开发投资增速持续 10% 以上高增。2018 年 1-8 月份，全国房地产开发投资 76519 亿元，同比名义增长 10.1%，增速比 1-7 月份回落 0.1 个百分点，比去年同期高 2.2 个百分点；8 月当月房地产开发投资 10633 亿元，同比增长 9.3%，较 7 月回落 3.9 个百分点。8 月当月新开工面积、施工面积、资金来源与土地购置面积均持续 10% 以上高增，有力地支撑了房地产开发投资。

地产销售现放缓迹象。商品房销售面积 1-8 月份同比增长 4.0%，增速比 1-7 月份回落 0.2 个百分点，比去年同期低 8.7 个百分点；8 月当月同比增长 2.4%，比 7 月回落 7.5 个百分点，出现显著放缓。商品房销售额 1-8 月份增长 14.5%，增速比 1-7 月份回升 0.1 个百分点，比去年同期低 4.5 个百分点；8 月当月同比增长 15.2%，比 7 月回落 6.8 个百分点。分地区看，1-8 月东部地区商品房销售面积今年来持续负增长，东北地区也已陷入连续负增长，前期持续高增的中部和西部地区商品房销售面积增速也出现放缓迹象。这表明随着棚改货币化安置退热、限购限贷等调控措施继续加码、一二线城市需求外溢效应释放殆尽，缺乏长期支撑的三四线城市地产销售也将逐渐开始转弱。

领先指标依然强劲。除地产销售外，8月房地产开发投资相关指标均维持10%以上高增长态势。其中，施工与新开工双双高增，且施工增速已超过新开工。房屋新开工面积1-8月份累计同比增长15.9%，较1-7月份回升1.5个百分点，较去年同期也高出8.3个百分点；8月当月同比增长较7月略有回落，但仍高达26.6%。施工面积增长继续向好，1-8月份累计同比增长3.6%，较1-7月份回升0.6个百分点，去年12月以来首次高于上年同期水平；8月当月同比增速已高达31.8%，较7月回升5.4个百分点，已超过新开工面积增速。土地市场热度仍在。1-8月本年购置土地面积累计同比增速为15.6%，较1-7月回升4.3个百分点，已连续4个月回升，接近去年底的高点；8月当月增速为44.7%，较7月提高12.6个百分点，比去年同期高41个百分点。这表明当前房地产开发投资增速的主要带动因素仍然是土地购置。

图5 商品房销售面积与销售额累计同比增速

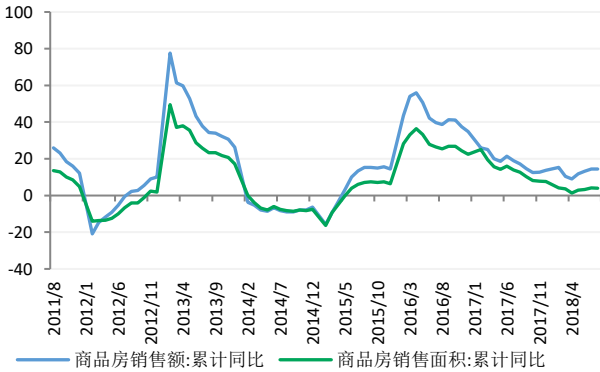
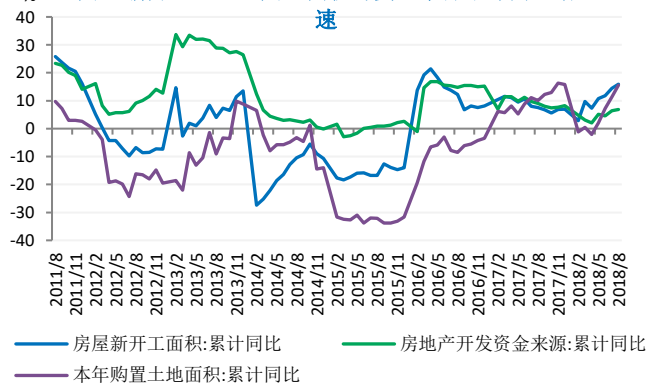


图6 新开工、土地购置面积与资金来源累计同比增速



数据来源：WIND

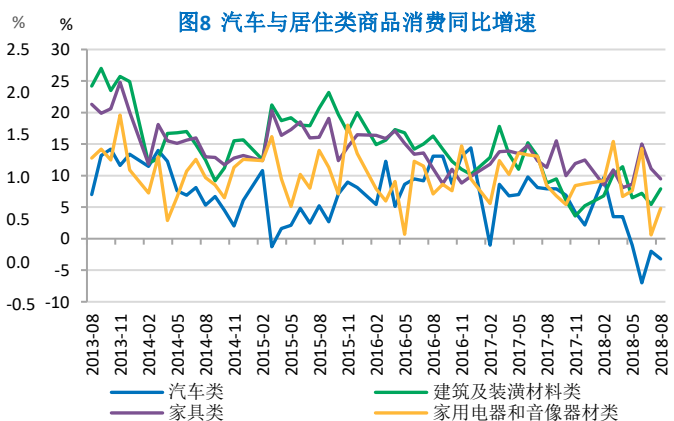
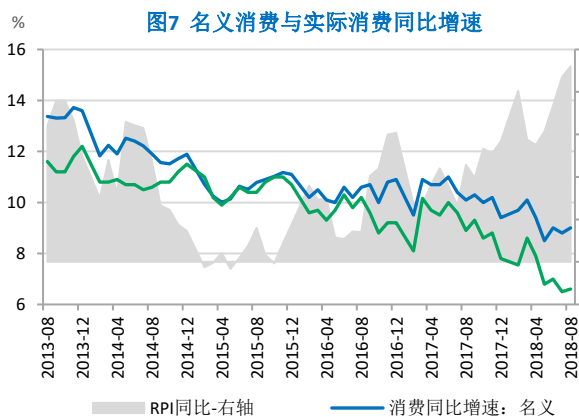
房地产投资进一步扩张动能有限。从短期看，近期各地新一轮房地产调控措施升级。据中原地产研究中心，7月仍有60余个城市发布调控政策，较6月翻倍，8月也有超过25个城市出台调控措施，三四线城市也在加入调控“阵营”。此外，棚改货币化安置已不再是政府鼓励的主要安置手段。在此背景下，楼市过热难以为继，地产销售放缓势必拖累后续投资扩张。从中长期看，各地将从供给侧发力，加快构建房地产长效机制，一方面加大土地有效供给，另一方面促进公共租赁住房建设，增加保障性住房比例，推进人才住房建设，构建多元化住房供给体系，变“去库存”为“库存合理化”。住房市场供求平衡将得到改善，也有利于稳定房价，促进房地产市场更加健康持续地发展。

消费稳中有升，汽车消费低迷

8月社会消费品零售总额增速小幅回升。8月份，社会消费品零售总额31542亿元，同比名义增长9.0%，较上月小幅回升0.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.6%，较上月回升0.1个百分点，继续保持平稳较快增长。

8月消费增速回升主要原因在于物价上涨、居住类消费增速回升和餐饮类消费快速增长。一是物价上涨带动限额以上单位粮油食品类、日用品类、石油及制品类同比增速分别较上月加快0.6、4.5、1.2个百分点；二是商品房销售面积与销售额累计同比增速连续回升带动建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类同比增速分别较上月加快2.5、4.2个百分点；三是餐饮收入同比增速较上月加快0.3个百分点，其中限额以上单位餐饮收入同比增长7.5%，较上月加快1.5个百分点。

汽车类消费需求呈现下滑态势。8月份，汽车类零售总额3239亿元，同比下降3.2%，跌幅较上月扩大1.2个百分点，连续四个月负增长。其中，全国狭义乘用车销量为173.4万辆，同比下降7.4%，连续三个月负增长。多重因素导致汽车销量下滑：一是汽车购置税优惠政策结束，过去三年的政策刺激透支了今年的部分销量；二是今年上半年全国居民人均可支配收入累计同比增速已经回落至6.6%，低于GDP增速0.2个百分点，加之居民杠杆率上行过快，部分群体购买力降低；三是股市低迷、P2P平台问题频出，导致部分居民财富受损推迟或取消购车计划。



数据来源：WIND

由于影响汽车消费的因素短期内无法消除，加之国内油价持续上涨也对购车需求有一定的消极影响，汽车消费增速难以反弹，但中秋节假

日移动会带动餐饮收入等相关消费增长。综合考虑，预计9月份社会消费品零售总额增速为9.2%，较8月份小幅上升0.2个百分点。

内外需同时放缓，进出口双双回落

中国8月进出口总值(按美元计)同比增长14.3%，低于上月的18.8%。其中，出口同比增长9.8%，进口同比增长20%，分别低于7月2.4个和7.3个百分点；贸易顺差279.1亿美元，较上月微降1.4亿美元，已连续两个月下降。

8月出口小幅放缓。8月出口增速回落至9.8%，略低于上月，仍保持着近两位数的增速，表现出一定韧性，应同人民币汇率贬值对出口的刺激以及企业赶在中美贸易摩擦加剧之前抢先出口有关。8月中国对美国出口增速快于整体增速，而对欧洲、日本等发达经济体的出口则明显回落。

经季调之后，8月出口同比增速为10.3%，连续两个月放缓，环比增速为-2.6%，连续第二个月负增长且降幅加深，继续表现出疲态。8月摩根大通全球制造业PMI已回落至2016年11月来的最低水平，国际金融学会(IIF)公布的新兴市场7月增长指数已放缓至2016年4月以来的最低水平，本轮全球复苏共振已近尾声。外需明显回落叠加中美贸易摩擦因素，预计9月以后的出口增速将继续回落，人民币汇率贬值和出口退税政策只能发挥有限缓和作用。

图9 中国月度进口总额和同比增速

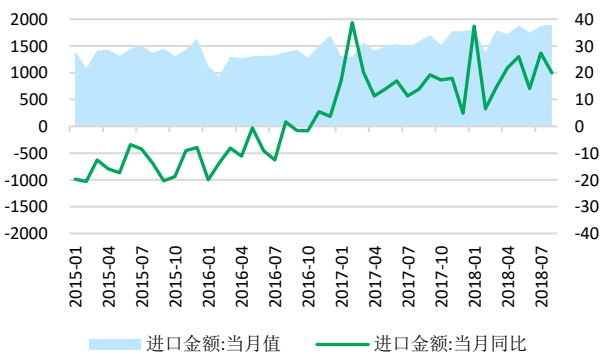
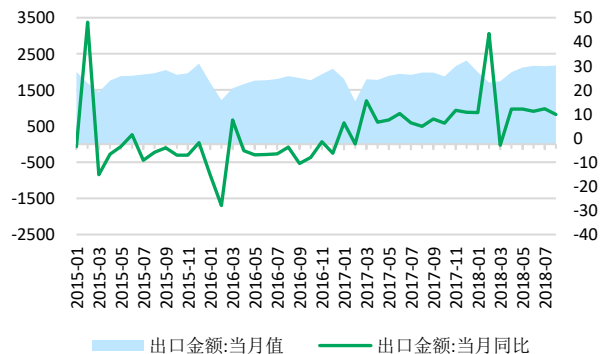


图10 中国月度出口总额和同比增速



数据来源: WIND

8月进口增速明显放缓。8月进口增速较上月回落7.4个百分点，符合市场预期。季调之后，8月进口同比增长19.8%，连续两个月放缓，环比增速为-3.0%，连续第二个月负增长且降幅加深。与之相对应，8月制

制造业 PMI 进口分项指数已回落至 49.1%，这是自 2016 年 6 月以来的最低水平。

推低 8 月进口增速的因素，一是 7 月扩大进口的政策性因素逐渐释放完毕，二是内需放缓的压力逐渐显现，表现为从主要经济体的进口增速几乎均出现放缓。但由于石油等大宗商品价格仍在高位，大豆价格受贸易摩擦影响明显上涨，这使得进口增速仍然保持在相对高的水平。

贸易顺差继续收窄，未来不确定性增强。由于进口增速仍然超过出口，8 月我国贸易顺差额由上月的 280.5 亿美元小幅收窄至 279.1 亿美元，但当月对美贸易顺差却高达 310.5 亿美元，再创历史新高，美国仍是我国顺差最重要的来源地。由于目前中美贸易摩擦仍未有缓解迹象，再加上内需外需的双双放缓，未来我国外贸形势将面临巨大不确定性。

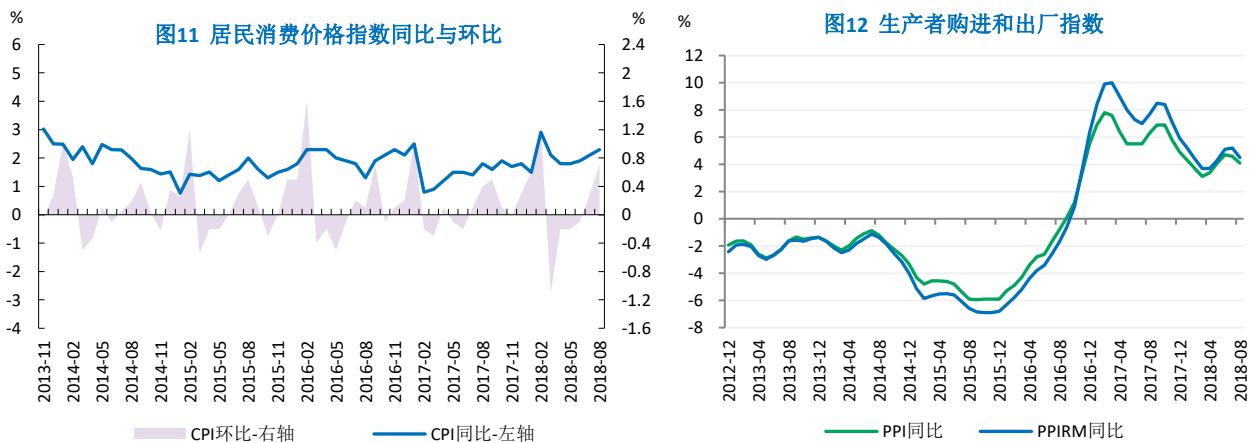
通胀中枢小幅回升，但仍处温和区间

8 月 CPI 同比上涨 2.3%，略高于市场预期值 0.1 个百分点，反映当前通胀压力小幅加大，但整体仍处在温和区间。环比上涨 0.7%，涨幅较上月有所扩大。从结构看，占比权重最高的食品价格由前期下降趋势转为上升趋势，形成了食品与非食品齐上涨的格局，是推动本月 CPI 同比涨幅有所加大的重要原因。

从食品价格内部看，既有中长期的上涨因素，也有短期的上涨因素。中长期因素主要集中在猪肉价格上，本轮猪肉价格上涨始于今年年中，目前看正处在从亏损底部逐步回到正常利润区间的修正途中。从短期因素看，猪肉价格的回归恰逢多地猪瘟爆发疫情，影响短期供给，从而加剧了价格的波动。其他短期因素方面，由于今年夏季北方降雨偏多，部分沿海地区还受到台风灾害，影响了鲜菜供应，导致价格明显上升。此外鸡蛋价格受到夏季产蛋率下降和临近中秋需求上升等季节性因素影响出现大幅上涨。整体看，食品价格虽然受中期和短期影响持续回升，但主要是来自于供给面的冲击较多，除了猪肉价格上涨可能具备持续性外，其他因素在逐步消退后，食品价格涨幅将有所回落。

非食品价格方面则延续了近年来持续上涨的态势，这主要与临时性季节性因素、居民消费结构变化因素、上游及输入传导因素以及住房价格传导因素等多方面影响因素有关。从临时性季节性因素看，暑期形成的临时性季节性效应，包括暑期子女教育、文化娱乐、出行的机票住宿价格等，推高了非食品中相关服务品价格。从居民消费结构变化看，对

更多优质服务的需求导致服务品价格近年来整体形成持续性上涨趋势，包括医疗服务、文化教育、家庭服务和其他服务等多方面，8月服务品同比上涨2.6%，高于整体CPI的涨幅，其中医疗保健服务涨幅近年来始终保持领先，8月环比上涨0.4%，涨幅较上月扩大。从上游及输入传导因素看，主要体现在制造业产品和能源产品两方面，其中制造业产品主要是衣着和家庭用品，8月衣着受夏季影响价格小幅下降，而家庭用品则受上游PPI传导价格小幅上升。能源产品方面，受国际油价保持高位影响，国内汽柴油价格整体上调，影响交通类价格上涨。从居住价格看，近期受租房旺季及长租公寓中介竞争加剧等因素叠加，导致房租大涨推升8月居住价格环比上涨0.5%，创4年来新高。整体看，非食品价格的持续上涨比食品价格更值得关注，因为其包含的供给波动因素影响较少，更能反映需求及经济结构变化带来的长期通胀趋势。在非食品价格中剔除能源因素后，得到的核心通胀一直是比CPI更能反映长期通胀趋势的变量，8月核心通胀环比上涨0.2%，同比上涨2.0%，均较上月加快0.1个百分点，符合通胀中枢小幅上升但将保持温和区间的判断。



数据来源：WIND

8月份PPI价格同比上涨4.1%，环比上涨0.4%，略高于市场预期平均值。PPI同比增速较上月回落0.5个百分点，继续向CPI靠拢，主要原因是去年8月PPI环比大涨0.9%，因此尽管本月环比上涨了0.4%，但同比增速依然回落。结合环比看，当前我国上游工业价格依然保持坚挺，这与国际价格相比形成一定反差。8月份国际大宗商品跌多于涨，其中石油价格处在高位震荡，天然气价格小幅上涨，主要金属价格普遍回落，CRB工业现货指数明显回落。但国内工业品价格仍持续强于国际，焦煤焦炭价格明显走高，有色金属逐步企稳，铝价大幅走高，南华工业品价格持续走高，8月份制造业PMI出厂价格指数为54.3%，较上月显著升

高，这都与 8 月 PPI 环比仍上涨 0.4% 保持一致。我们认为，供给侧改革带来的上游产能和库存调整的影响较为长期，这导致了本轮国内上游工业品价格强于国外，同时也引发我国加大上游能矿产品进口力度，使得进口增速加快，并导致贸易顺差收窄。未来，随着这一影响的逐步消失和投资需求的回落，我国 PPI 同比涨幅将有所收窄，但随着新一轮基建投资逐步铺开，中短期内也不会回到 2012-2016 年的通缩状态。

未来经济滑向高通胀的可能并不大。一是过去两年货币与信贷扩张出现了较大的收紧力度，M2 增速持续走低，社融增速紧随其后，这使得通胀不具备货币超发的源头基础；二是在居民收入减速、股市及 P2P 等暴雷引发财富幻灭后，社会总需求受到一定抑制，以致于“消费降级”成为流行趋势，这必然会拖累通胀上行；三是当前 CPI 提升更多的是供给冲击等临时性、结构性因素，随着这些因素的消退，CPI 涨幅有望在四季度见顶回落。从历史看，2%-2.5% 的 CPI 区间在我国远算不上高通胀，即使在发达国家也离 2% 的政策目标不远。

新增信贷环比走弱，M2 增速回落

8 月新增人民币贷款环比走弱，企业贷款较上月出现下滑。8 月末，本外币贷款余额 137.59 万亿元，同比增长 12.8%。月末人民币贷款余额 131.88 万亿元，同比增长 13.2%，增速与上月末和上年同期持平。当月人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比多增 1900 亿元，增长幅度明显低于 7 月的 6000 多亿元，环比走弱。分部门来看，住户部门贷款稳步增加，而非金融企业及机关团体贷款较上月有所减少。二者分别新增 7012 亿元和 6127 亿元。具体来看，住户部门新增贷款同比多增 377 亿元，其中新增短期贷款同比多增 433 亿元，在扩大内需的政策导向下继续保持增长；中长期贷款同比少增 55 亿元，房地产调控政策制约仍然较大。非金融企业及机关团体贷款同比多增 1297 亿元，其中短期贷款同比大幅少增 2443 亿元，意味着企业获取短期流动资金的紧张程度显著上升；中长期贷款 3425 亿元，同比少增 214 亿元，中长期信贷扩张乏力与银行风险偏好较低有关；票据融资 4099 亿元，是 2009 年 3 月以来的最高值，同比多增 3781 亿元，继续显著增长，表明其他渠道融资收紧下企业加速贴现。此外，非银行业金融机构贷款少增 439 亿元，同比多增 74 亿元。

8 月新增社会融资规模高于预期、余额增速继续下滑。8 月份社会融资规模增量为 1.52 万亿元，比上年同期少增 376 亿元，环比多增 4800 亿

元，高于预期，但余额增速继续下滑。表内融资仍是主要支撑，但增幅放缓。社融口径人民币贷款新增 1.31 万亿元，仍然是社融主要支撑，但同比增量远弱于 7 月，反映上月融资需求有所透支，一定程度上拖累了社融增长。表外融资继续萎缩，委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少 2700 亿，降幅有所收窄，资管新规落地后状况有所改善。新增直接融资大幅增加，债券融资增加 3376 亿元，股票融资增加 141 亿元，债券融资贡献较大，反映企业债券发行有所修复，但主要为优质主体融资改善。新增其他融资项下的资产支持证券和贷款核销分别增加 501 亿元和 307 亿元，规模接近去年同期，对于同比影响不大。

图13 社会融资规模和新增人民币贷款

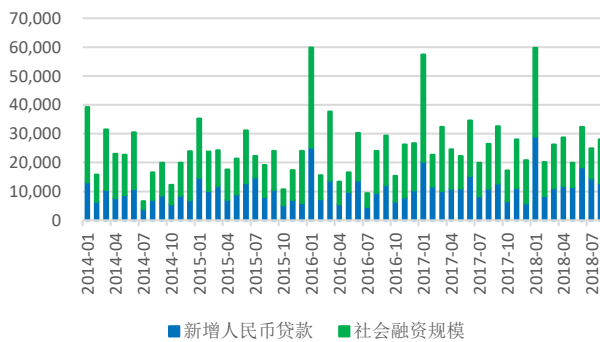
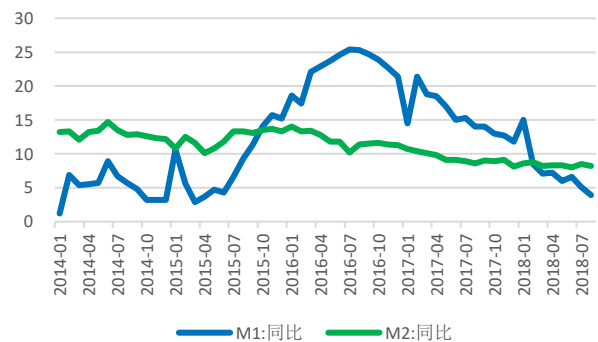


图14 M1和M2余额同比增速



数据来源：WIND

M2 增速再次下滑。8 月末，广义货币（M2）余额 178.87 万亿元，同比增长 8.2%，增速较上月末下降，比上年同期低 0.4 个百分点；狭义货币（M1）余额 53.83 万亿元，同比增长 3.9%，增速分别比上月末和上年同期低 1.2 个和 10.1 个百分点；流通中货币（M0）余额 6.98 万亿元，同比增长 3.3%。当月净投放现金 245 亿元。M1-M2 负剪刀差进一步扩大，表明当前实体经济流动性压力加大。8 月末 M2 增速回落，同时低于上月末和上年同期，主要由于地方债发行放量叠加表内同业资产继续压缩。8 月地方债发行放量，财政存款增加 850 亿元，财政支出增速较低，减少了信用创造活动。非银金融机构存款减少 2211 亿，同比少增 5595 亿元。尽管当前信用扩张的受限程度在好转，但其实质效果仍有待改善。

总体来看，8 月信贷增幅放缓，社融增速下降，M2 增速再次下滑。金融委第三次会议提出，把握好稳健中性的货币政策，加大政策支持和部门协调，继续有效化解各类金融风险。货币政策将更加重视稳预期，保持流动性合理充裕；但由于受到内外部因素影响，经济本身需求较弱，预计年内社融增速改善空间较小。

人民币汇率显现抗跌特性，外汇储备整体平稳

8 月人民币兑美元汇率跌势减缓。8 月末，人民币兑美元中间价为 6.8246，较上月末下调 81bp，在岸即期汇率贬值 44bp 至 6.8299，离岸即期汇率贬值 395bp 至 6.8448。近期，人民币与美元走势相关性有所回落，显示出一定的“抗跌”特性。一方面，美元升势有所放缓，部分新兴市场国家加息与干预市场打压了美元走势。另一方面，人民银行在外汇需求、交易行为、市场情绪三方面的组合汇率管理政策也效力渐彰，对人民币汇率走势形成了有效干预。外汇需求方面，8 月 6 日央行将远期售汇业务外汇风险准备金率从 0 调整为 20%，主要针对对象是企业远期购汇套利行为，该政策缓解了银行在即期市场购汇及远期市场人民币的沽空压力，抑制了外汇市场不断升温的顺周期行为。交易行为方面，8 月中旬，央行上海总部限制上海自贸区银行向境外同业账户拆借或存放人民币以收紧境外离岸市场人民币流动性，主要打击对象是押注人民币短期大幅贬值的对冲基金，此举大幅抬高了对冲基金从离岸市场借入人民币头寸沽空套利操作成本，压缩外汇市场投机交易空间。市场情绪方面，8 月 24 日，外汇交易中心宣布自 8 月初重启“逆周期因子”，对市场心理层面的影响较大，打击了离岸市场的做空情绪，对人民币空头起到了震慑作用。结合历史操作来看，未来央行可运用的汇率管理工具还包括动用外汇储备投放美元、通过远期合约做空掉期点、与商业银行进行掉期交易以及严格限制跨境资本流动等。但也应注意，上述措施将对外汇储备稳定构成较大压力，也不利于人民币国际化进程的推进。在 9 月美联储加息可能性不断上升的背景下，短期内人民币汇率将继续承压，预计央行或将跟随美联储加息小幅提高短端政策利率，但同时可能辅以流动性投放来对冲，以确保在不对国内经济形成严重冲击的情况下，保持汇率维持在合理均衡区间。

8 月末，我国外汇储备为 31097 亿美元，较上月下降 82 亿美元，终结两连升。8 月份，我国外汇市场供求保持总体稳定，跨境资金流动基本平衡，外储小幅下降主要是受汇兑因素的影响。汇率因素方面，8 月美元指数微涨 0.62%，欧元、英镑分别兑美元小幅贬值 0.75% 和 1.27%，日元兑美元微升 0.70%，导致我国外汇储备中非美元计价部分折算成美元计价后形成估值损失。利率因素方面，8 月美国、欧盟、英国 10 年期国债收益率分别下降 10bp、8bp、2bp，日本 10 年期国债收益率上升 6bp，使得外汇储备账面价值小幅上升。总体来看，估值因素对外储的影响为负。

结售汇方面，8月人民币兑美元汇率微幅贬值0.12%，加之6、7月份银行结售汇差额持续下降，表明6月以来人民币相对美元大幅贬值对结售汇行为的影响开始显现，8月银行结售汇逆差可能进一步扩大，对外汇储备规模形成负向影响。展望未来，尽管国际政治经济风险因素明显增多、金融市场不确定性上升、中美贸易争端可能升级会加大跨境资金波动，但经济基本面相对稳健、对外开放深入推进、逆周期调节等因素有利于维护国际收支自主平衡格局。在两方面因素综合作用下，我国跨境资金流动和外汇供求有条件保持合理均衡，外汇储备规模会有双向变化，但总体保持稳定。

图15 人民币对美元汇率走势

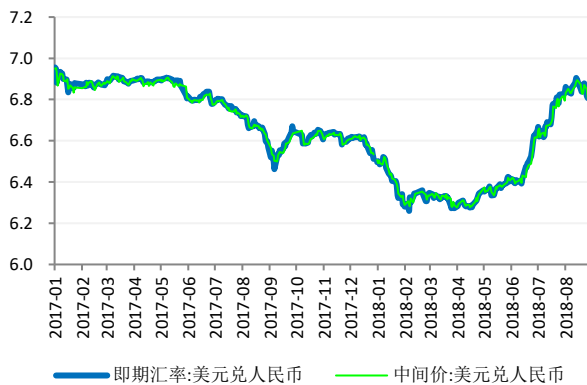
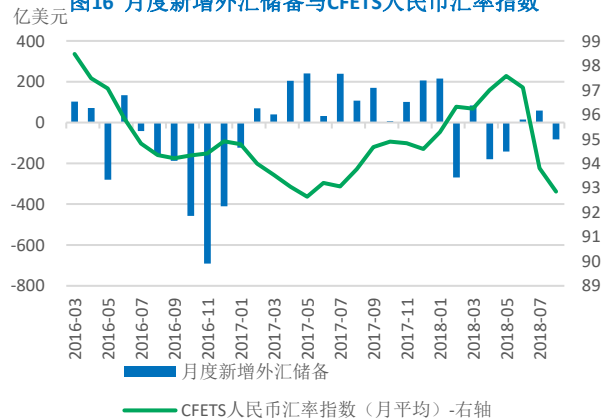


图16 月度新增外汇储备与CFETS人民币汇率指数



财政收入增速放缓，支出低速增长

财政收入增速放缓。8月份，全国一般公共预算收入11077亿元，同比增长4%，较上月回落2.1个百分点，为年内次低值，减税降费政策效应进一步显现。1-8月累计，全国一般公共预算收入132868亿元，同比增长9.4%，较上月回落0.6个百分点。其中，国内增值税、企业所得税、车辆购置税累计同比增速分别较上月回落1.3、0.5、1.4个百分点。此外，国内消费税、个人所得税、进口货物增值税消费税累计同比增速分别较上月加快0.2、0.5、0.3个百分点，表明当前仍有较大减税空间。

财政支出低速增长。8月份，全国一般公共预算支出15137亿元，同比增长3.3%，与上月持平，延续低迷态势。1-8月累计，全国一般公共预算支出140673亿元，完成年初预算的67%，较去年同期进度放缓0.5个百分点，同比增长6.9%，增速较今年预算目标低0.7个百分点，积极财政政策有待加码。从主要支出项目来看，1-8月份，节能环保支出、

城乡社区支出、交通运输支出增速回升，部分基建“补短板”领域结构性发力，其他各分项较上月增速普遍放缓。

土地出让收入增速小幅回升。1-8 月累计，国有土地使用权出让收入 37009 亿元，同比增长 36.4%，较上月回升 1.3 个百分点。目前，土地出让收入是地方政府扩大基建投资稳增长、防范化解地方政府债务风险等任务的主要资金来源。在新一轮地产调控政策密集出台、棚改货币化安置比例下调的情况下，后续政府性基金收支或开始明显承压。

随着年初《政府工作报告》明确的各项减税降费政策落到实处，新的减税政策接连出台，加之中美贸易不稳定性不确定性增加，会对财政收入带来减收影响。但改革红利的进一步释放，有助于经济发展质量、效率、动力的稳步提升，从而为财政增收提供有力支撑。**综合考虑，预计财政收入增速将有所放缓，继续保持平稳。**

三、政策回顾与展望

主要宏观政策回顾

一是李克强总理主持召开国务院西部地区开发领导小组会议。8 月 21 号，国务院总理李克强主持召开国务院西部地区开发领导小组会议。西部是我国发展巨大战略回旋余地，也是全面建成小康社会、实现现代化的重点难点。促进西部地区发展动力增强、产业结构升级、民生不断改善，为全国经济保持稳中向好拓展空间。要提高自我发展能力，进一步营造更具竞争力的“软环境”。立足深化“放管服”改革释放活力，以“双创”为抓手促进提升西部产业竞争力，积极打造内陆开放高地，在提升对内对外开放水平上迈出更大步伐。要把调整优化经济结构和扩内需更好结合起来，突出重点补短板，抓紧推进一批西部急需、符合国家规划的重大工程建设。加快开工建设铁路大通道，进一步推动骨干网络建设，推进重大引调水工程，鼓励发展新兴消费。要坚持以人民为中心的发展思想，促进西部地区民生不断改善。坚决打赢精准脱贫攻坚战，坚决兜住保障困难群众基本生活的底线，着力推动基本公共服务均等化，提高西部就业、养老等公共服务水平。

二是国务院常务会破除民间投资和民营经济发展障碍。8 月 16 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署以改革举措破除民间投资和民营经济发展障碍，激发经济活力和动力。国务院常务会议提出

了四项要求，以进一步加大改革和政策落实力度，巩固民间投资向好势头。一是放宽市场准入。降低民间资本进入重点领域的门槛，取消和减少阻碍民间投资进入养老、医疗等领域的附加条件。二是吸引民间资本参与。在环保、交通能源、社会事业等领域推出一批有商业潜力的项目，积极支持民间资本控股。三是落实好减税降费措施。今年减税降费力度在去年高基数的基础上进一步提高，让企业轻装上阵、聚力发展。四是缓解民营企业融资难融资贵问题。推动机制创新、加大政策扶持、完善激励措施，增强银行保险机构服务实体经济的能力和意愿。

三是国务院金融稳定发展委员会召开第三次会议。9月7日，国务院金融稳定发展委员会召开第三次会议，分析当前经济金融形势，研究做好下一步重点工作。会议认为，当前宏观经济形势总体稳定，经济金融保持稳定发展态势，供给侧结构性改革持续深化，就业保持稳定，微观主体韧性进一步增强。会议强调，做好当前金融工作，必须保持战略定力，坚持稳中求进总基调，遵循既定方针，抓住关键问题推进工作。一是把握好稳健中性的货币政策，做好预调微调，但也要把握好度。二是加大政策支持和部门协调，特别要加强金融部门与财政、发展改革部门的协调配合。三是继续有效化解各类金融风险，既要防范化解存量风险，也要防范各种“黑天鹅”事件，保持股市、债市、汇市平稳健康发展。四是务实推进金融领域改革开放，确保已出台措施的具体落地。五是更加注重加强产权和知识产权保护，创造公平竞争的市场环境。六是更加注重激励机制的有效性，营造鼓励担当、宽容失败、积极进取的氛围。

四是央行召开民营企业和小微企业金融服务座谈会。9月4日，中国人民银行、全国工商联在北京召开民营企业和小微企业金融服务座谈会。工农中建交等14家商业银行主要负责人和29家民营企业及小微企业代表在座谈会上作了面对面的沟通交流。10家企业反映了融资难融资贵的症结和诉求。受经济下行压力加大、环保要求趋严和强监管、去杠杆等政策影响，小微企业融资在贷款规模、审批效率、抵押担保要求等方面存在问题，民营企业在信用债发行、股权质押、PPP项目融资、大企业应付款回收等方面存在困难。工商银行、民生银行和台州银行回应了企业诉求，介绍了本行支持小微企业的措施和产品，表示将深入解剖参会企业的融资症结，改善金融服务。银行间市场交易商协会回答了参会企业对发行债务融资工具政策的疑问。央行行长易纲强调，金融部门

始终坚持“两个毫不动摇”，对国有经济和民营经济在贷款政策、发债政策等金融政策上都一视同仁。采取货币政策、财政政策、监管政策等“几家抬”的办法，激发金融机构的积极性，畅通政策传导机制，进一步加大对小微企业的金融支持力度。

五是发改委部署下半年经济工作，大力推动重点领域改革突破。8月1日，国家发展改革委召开全国发展改革系统视频会议，传达学习党中央关于上半年经济形势和做好下半年经济工作的指示精神。发改委主任何立峰表示，党中央对上半年经济形势作出了准确分析判断，总体来看，今年以来，经济保持了总体平稳、稳中向好态势。同时也要看到，当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战。何立峰强调，党中央对做好下半年经济工作作出了全面部署：一是保持经济平稳健康发展；二是把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务；三是把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来；四是推进改革开放；五是扎实推进解决房地产市场问题；六是做好民生保障和社会稳定工作。何立峰要求，发展改革系统要提高站位，坚决与党中央精神保持高度一致；要扭住关键，确保经济平稳运行；要拿出硬招，加快突破改革瓶颈和制约创新发展的障碍；要苦练内功，提高参谋助手能力；要加强联动，增强系统合力。

此外，8月份政策层面的重大事项还包括：中非合作论坛北京峰会顺利召开，中非合作正昂首阔步向新时代迈进；人大常委审议通过个税法修正案，国务院常务会议部署落实新修订的个税法配套措施；五部委加快推进降低企业杠杆率各项工作；中央下发两文件部署化解地方隐性债务；发改委抓紧推进一批西部重大工程建设等。

财政与货币政策回顾与展望

财政政策方面要更加积极，抓好已出台措施的落地与组织实施，在财政收入增速好于预算的前提下，再增加一些政策措施特别是减税措施。一是进一步减轻市场主体税负。8月30日召开的国务院常务会议推出三项新的减税政策，预计全年再减轻政策性停产企业、小微企业、出口企业等的税收负担超过450亿元。二是深化个税制度改革。十三届全国人大常委会第五次会议8月31日表决通过了关于修改个人所得税法的决定，这是自1980年个税法出台以来第7次大修。由于专项附加扣除的具体范围、标准和实施步骤还有待明确，征管系统也需要相应配套准备，

因此个税新规将于 2019 年 1 月 1 日起实行。但部分减税政策，包括基本减除费用标准上调和优化调整税率结构，将于 2018 年 10 月 1 日起先行实施，以尽早降低纳税人特别是中等以下收入群体的税负，直接增加居民可支配收入，从而对消费形成有利支撑，更好发挥消费对经济增长的基础性作用。三是**地方债发行改革持续推进**。财政部接连发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》《地方政府债券公开承销发行业务规程》和《地方政府债券弹性招标发行业务规程》，对加快地方政府专项债券发行和使用进度、提高地方政府债券发行的科学性和规范性作出部署。四是**房产税立法工作抓紧进行**。目前已初步形成房产税法草案，进入到对重要问题进行论证和内部征求意见的细化完善阶段。房产税设计的原则及其主体内容已经明确：一是从中国的实际国情出发，同时参考国际上共性的制度性安排特点，力争使房产税制度更加公平、合理，从而充分发挥其筹集财政收入、调节收入分配、促进社会公平的积极效应；二是对所有的工商业住房和个人住房按照评估值来征税；三是会规定一定的扣除，对一些困难的家庭、低收入家庭、特殊困难群体给予一定的税收减免等；四是房产税属地方税，其收入归属于地方政府；五是开征房产税之后，将合并整合相关的一些税种，还将合理降低房地产在建设交易环节的一些税费负担；六是针对房产税税基确定复杂的问题，将建立完备的税收征管模式，确保征收工作顺利进行。

货币政策仍将总体坚持稳健基调，灵活性微调预调，注重市场预期的引导，不搞“大水漫灌”式强刺激。央行二季度货币政策执行报告中指出，下一阶段稳健的货币政策要保持中性、松紧适度，把好货币供给总闸门。9 月 7 日，金融稳定发展委员会第三次会议强调，在宏观大局的变化中把握好稳健中性的货币政策，充分考虑经济金融形势和外部环境的新变化，做好预调微调，但也要把握好度。在货币政策操作上，结构性、精准化调整特征明显，社会融资维持在适度规模。结构性方面，今年以来，定向降准、MLF 操作等货币政策使用频率明显上升，中长期流动性成为资金投放主力。精准性方面，等量续作 MLF、定向正回购体现出央行对银行间流动性的精细调控。随着货币市场利率持续保持低位，信用债一级市场的情绪在政策倾斜下逐步改善，企业债融资有所回温，资管新规和理财新规边际放松也驱动表外融资收缩程度边际放缓，从而保证了社融规模的阶段性企稳回升。在货币政策导向上，继续加强对商业银行信贷业务的窗口指导力度，着力解决疏通货币信贷传导渠道。8 月 18 日，银保监会办公厅发布《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经

济质效的通知》指出，要进一步加大银行信贷投放力度支持小微企业，对符合授信条件但遇到暂时经营困难的企业，要继续予以资金支持，不应盲目抽贷、断贷；对成长型先进制造业企业，要丰富合格抵押品种类，创新担保和融资方式，合理确定抵质押率，在资金供给、贷款利率方面给予适当倾斜。9月4日，中国人民银行、全国工商联在北京召开民营企业和小微企业金融服务座谈会，央行行长易纲强调，金融部门对国有经济和民营经济在贷款政策、发债政策等方面都一视同仁，采取货币政策、财政政策、监管政策等“几家抬”的办法，激发金融机构积极性，畅通政策传导机制，加大对小微企业的金融支持力度。疏通信贷传导渠道将是未来一段时间货币政策需要发力的重点，监管层将继续着力于引导商业银行提升服务实体经济的能力和意愿。

关于加快降成本的政策建议

目前我国经济下行压力巨大，外部面临着特朗普贸易战和全球经济放缓的压力，内部面临着投资和消费增长乏力的困难。我们建议国家将“降成本”（重点是降低制度成本）作为未来一段时间供给侧结构性改革及宏观政策的主要着力点，以持续推动我国改革开放进程，有效应对内外部发展环境变化。

在降低制度成本方面，一是要厘清政府与市场边界，继续实质性推进放管服改革；二是要推进现代市场体系为取向的机制变革，实现要素市场化配置；三是要深化国有企业改革，以混合所有制改革为主攻方向，瘦身健体，消除推升要素成本和综合成本的机制原因。

在降低企业融资成本方面，可考虑建立专门服务中小民营企业融资的“滴灌系统”，发挥全国工商联及下属 4.6 万家商会的平台及“管网”作用，考虑将央行释放的专项降准或再贷款等流动性通过工商联、商会的管网，由商业银行“精准滴灌”导流进千家万户中小民营企业。

在降低企业税费成本方面，一是择机适度下调增值税和企业所得税税率；二是降低社保费率标准；三是继续推进国有资本划转社保。

在降低居民成本方面，一是继续推进个税改革，可考虑建立个税起征点随物价的动态调整机制、在“综合部分”加入非劳动收入、下调最高边际税率以及按家庭计征等；二是加快放开民生领域对外资、民资的市场准入；三是住房领域应注重政府、市场双到位的保障房、商品房双轨统筹。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		18-1	18-2	18-3	18-4	18-5	18-6	18-7	18-8
国内生产总值当季									
GDP	同比增长, %			6.8			6.7		
工业生产 当月									
增加值	同比增长, %		7.2*	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1
消费 当月									
社会消费品	同比增长, %		9.7*	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0
固定资产投资自年初累计									
总额	同比增长, %		7.9*	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3
房地产开发	同比增长, %		9.9*	10.4	10.3	10.2	9.7	10.2	10.1
外贸 按美元, 当月									
进出口	同比增长, %	22.0	24.5	5.3	16.6	18.5	12.5	18.8	18.8
出口	同比增长, %	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6	11.2	12.2	9.8
进口	同比增长, %	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	20.0
贸易差额	美元, 亿	190.4	326.9	-52.7	282.9	249.2	414.7	280.5	279.1
通货膨胀 当月									
CPI	同比增长, %	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3
PPI	同比增长, %	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1
社融及货币信贷									
社融规模	人民币, 万亿	3.07	1.18	1.51	1.69	0.85	1.39	1.04	1.52
新增信贷	人民币, 万亿	2.90	0.84	1.12	1.18	1.15	1.84	1.45	1.28
M0	同比增长, %	8.6	13.5	6.0	4.5	3.6	3.9	3.6	3.3
M1	同比增长, %	15.0	8.5	7.1	7.2	6.0	6.6	5.1	3.9
M2	同比增长, %	-13.8	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2

*注: 工业、消费、投资为 1-2 月累计增速

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: yingxiwen@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

