

民银智库研究

2019年第20期

总第112期

中国民生银行研究院

2019年10月21日

经济下行中呈现边际好转 稳增长还应深化改革开放

——2019年三季度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

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmbc.com.cn

孔雯

kongwen1@cmbc.com.cn

程斌琪

chengbinqi@cmbc.com.cn

- **三季度全球经济增长动能继续疲弱。**IMF 连续第四次下调增长预期，2019 年增速可能创金融危机以来最低。美国受商业投资持续疲软、政府支出增长放缓等因素影响，经济表现不佳，9 月再度降息；欧元区内需持续趋弱，通胀再创新低，生产动能依然疲软，欧央行降息并重启 QE；日本经济增速可能继续下调，日央行维持原有宽松货币政策不变；主要新兴市场国家经济增长普遍放缓，货币政策进一步宽松。展望四季度，全球经济仍将趋缓，各国货币政策宽松将继续加码，需关注全球经济下行风险、资产价格泡沫风险和地缘政治风险。
- **三季度国内经济下行压力加大。**GDP 当季同比增长 6.0%，较二季度放缓 0.2 个百分点，为 1990 年以来的最低水平。但 9 月经济也出现边际好转迹象：**一是**传统工业旺季来临叠加天气影响减弱，工业增加值明显反弹；**二是**基建投资受地方政府专项债的提振增速连续反弹，托底“稳增长”；**三是**汽车消费拖累减弱，9 月社零增速小幅回调；**四是**信贷和社融增速超出市场预期，显示实体经济融资需求有所恢复。
- **四季度经济增速有望企稳。**随着各项逆周期调节措施的落地，经济下行压力有望小幅舒缓。**一是**外需制约减轻、基建投资托底以及减税降费等对工业生产形成一定支撑；**二是**三季度以来专项债发行节奏加快以及四季度提前下达 2020 年专项债额度将继续推升基建投资增速；**三是**减税降费、刺激消费政策、汽车消费好转和居民消费升级将支撑零售增速反弹。风险因素方面，需关注就业压力、中美贸易谈判以及专项债运用中的风险。
- **政策展望及建议。**面对内外部需求下降以及贸易摩擦的不确定性，除了财政政策加力提效和货币政策逆周期调节之外，还应考虑从四方面着手：**一是**积极推进中美贸易谈判，**二是**扩内需政策继续发力，**三是**深化改革开放推动经济高质量发展，**四是**加快推出房地产长效机制。

目 录

一、全球经济形势：三季度回顾与四季度展望	1
(一) 三季度回顾：全球经济形势严峻.....	1
1. 美国：经济衰退忧虑上升，美联储鹰派降息.....	1
2. 欧洲：经济动能疲弱，欧央行降息并重启 QE.....	3
3. 日本：经济低位运行，政策维持宽松.....	5
4. 新兴经济体：经济增长放缓，货币政策进一步宽松.....	7
(二) 四季度展望：全球货币政策趋松.....	9
1. 美国：经济继续下行，仍有降息可能.....	9
2. 欧洲：经济增长势头放缓，货币政策立场宽松.....	10
3. 日本：经济全面承压，存在进一步刺激可能.....	11
4. 新兴经济体：外部不确定性和内部结构性问题叠加，经济增长将有所放缓.....	12
(三) 当前需关注的风险因素.....	12
1. 全球经济下行压力.....	12
2. 全球资产价格泡沫.....	13
3. 地缘政治风险因素.....	13
二、中国经济形势：三季度回顾与四季度展望	15
(一) 三季度回顾：经济下行压力加大.....	15
1. GDP：下行压力加大，发展质量提升.....	15
2. 供给端：工业季末再现显著反弹，服务业增势良好.....	16
3. 需求端：投资连续回落，消费小幅回调，进出口超预期下滑.....	18
4. 通胀形势：6 年来 CPI 首次突破 3%，PPI 连续通缩.....	21
5. 金融环境：信贷规模结构优化，人民币贬值明显.....	23
(二) 四季度展望：经济增速有望企稳.....	25
1. GDP：四季度有望企稳.....	26
2. 供给端：工业生产有望小幅回升，服务业仍具韧性.....	26
3. 需求端：投资回落，消费回升，进出口回稳.....	28
4. 通胀形势：CPI 继续上涨，PPI 逐步止跌.....	30
5. 金融环境：信贷平稳社融回落，汇率震荡区间收窄.....	31
(三) 当前需关注的风险因素.....	32
1. 就业压力仍在.....	32
2. 中美贸易谈判仍存变数.....	32
3. 专项债运用中的风险.....	32

三、政策回顾与展望	34
(一) 三季度政策回顾	34
1. 货币政策：降准组合拳配合 LPR 改革，协同降成本促融资	34
2. 财政政策：充分发挥逆周期调节作用，稳增长、防风险并重	35
3. 其他稳增长政策	36
(二) 四季度政策展望与建议	38
1. 货币政策展望：适度加大逆周期调节，定向支持实体经济融资	38
2. 财政政策展望：持续加力提效，用好逆周期调节工具，深化财政体制改革	39
3. 政策建议	39
主要宏观经济及金融数据一览表	41

一、全球经济形势：三季度回顾与四季度展望

（一）三季度回顾：全球经济形势严峻

2019 年三季度,全球经济增长动能继续疲软。受全球贸易形势恶化、制造业活动放缓及地缘政治不确定性增加影响,全球经济增长放缓。摩根大通全球制造业 PMI 指数 9 月微升 0.2 个百分点至 49.7%,连续 5 个月位于荣枯线之下。OECD 综合领先指标 8 月已降至 99.1,为金融危机以来最低水平。IMF 在 10 月 15 日发布的最新《世界经济展望报告》中将 2019 年世界经济增速下调至 3%,今年连续四次下调之后,已达 2008 年金融危机爆发以来最低水平。

分国别看,美国受商业投资持续疲软、政府支出增长放缓等因素影响,经济表现不佳,预计三季度经济增速继续回落,9 月美联储再度降息,四季度仍可能再降;在英国脱欧久拖不决、生产端持续疲软以及消费者和投资者信心低迷的环境下,欧元区二季度 GDP 环比季调增速下降,三季度内需持续趋弱,通胀再创新低,生产动能依然疲软,欧央行降息并重启 QE,英央行继续按兵不动;日本经济下行压力依然较大,增速有可能继续下调,基本延续制造业疲软、消费支撑转弱、进出口下滑的整体态势,日央行维持原有宽松货币政策不变;主要新兴市场国家经济增长普遍放缓,货币政策进一步宽松。

1. 美国：经济衰退忧虑上升，美联储鹰派降息

美国经济衰退忧虑上升。美国 2019 年二季度实际 GDP 年化季环比终值 2%，较初值 2.1%有所下修，高于预期的 1.8%，总体温和增长。从三季度情况来看，受个人消费支撑松动、商业投资持续疲软和政府支出增长放缓等因素影响，经济表现每况愈下，美国经济衰退相关忧虑正在上升。美联储 9 月 FOMC 会议纪要显示，官员们普遍更加关注贸易紧张局势以及地缘政治风险，维持 2019 年下半年实际 GDP 增长低于上半年的预判，且预计通胀的风险前景较为均衡。相对 6 月会议的预测结果，大部分与会者都调低 2019 年实际 GDP 增长预测值至 2%-2.1%区间，同时将四季度失业率预测值提高至 3.6%-3.7%区间。

个人消费支撑出现松动。9 月份美国零售销售额环比萎缩 0.3%，是近七个月以来首次下滑，表现与扩张预期相背离；10 月份密歇根大学消

费者信心指数初值 96%，高于上月 93.2% 和市场预期值 92%，数据意外好转的可持续性有待进一步观察。工业疲态超预期延续。扣除飞机非国防资本耐用品订单环比增长终值下滑 0.4%；9 月份 ISM 制造业 PMI 下降 1.3 个百分点至 47.8%，连续半年回落后刷新 2016 年 1 月以来新低；工业经济持续萎靡，制造业或正陷入恶化的泥潭中。净出口额有所下滑。美国 8 月份出口 2079 亿美元，进口 2628 亿美元，双双回升，贸易逆差有所扩大。房地产市场表现良好。8 月份 NAR 季调后成屋销售、新屋开工年化月率分别为 1.3%、12.3%，新屋开工总数达近十二年峰值，成屋及新屋表现说明房产市场整体走势良好。10 月份 NAHB 房价指数录得 71，指标升至近一年半来最高水平，代表流动性宽松条件下房屋销售和住房建筑商信心持续增强。

劳动力市场稳健，物价仍在高位。9 月新增非农就业人数 13.6 万人，超过上月的 13 万人，失业率持续保持在 3.5% 的历史低位水平，稳健的劳动力市场可能会缓解零售销售的持续下滑压力。9 月 CPI 同比上涨 1.7%，持平前值，核心 CPI 同比增速为 2.4%，达到今年最快，显示出消费者物价纵向发展趋势良好。

美联储鹰派降息。美联储 9 月议息会议宣布将联邦基金利率降至 1.75%-2.00%。点阵图显示 7 名官员认为 2019 年全年可能再次降息，5 名官员认为会加息一次，即大部分参会者认同年内不会再度降息。同时，与会者针对 2020 年货币政策评估为暂无降息预期，联邦基金利率目标区间中点将处于当前水平。由于美联储近期和预期非储备债务增加，该机构在 10 月会议前曾表示将提早扩张资产负债表的议程，后续发表声明从 10 月 15 日起以每月 600 亿美元频次购买国债，并维持定期及隔夜回购操作至少到明年 1 月，以充足储备供应减小货币市场压力。总体来看，美联储技术操作证实其政策立场倾向于鸽派，市场预计联储还可能会继续降息。

中美贸易磋商取得实质进展。10 月 10 日至 11 日，第十三轮中美经贸高级别磋商在华盛顿举行，双方在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展。中美正就第一阶段协议文本取得共识，在该协议中，中方将增加自美农产品进口。磋商双方还讨论了后续安排，朝最终达成协议的方向努力。

图1 美国GDP环比折年率及各项拉动

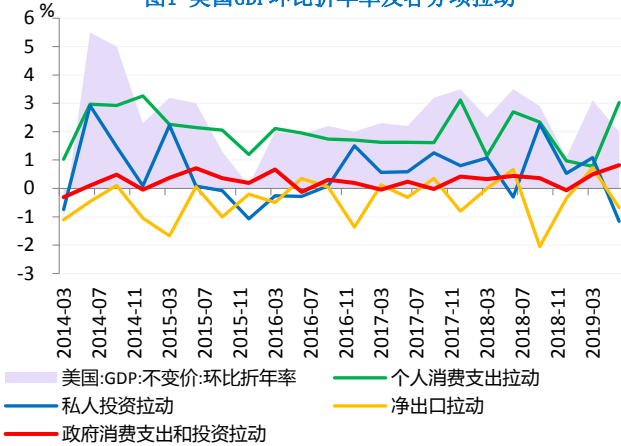


图2 美国CPI与核心CPI

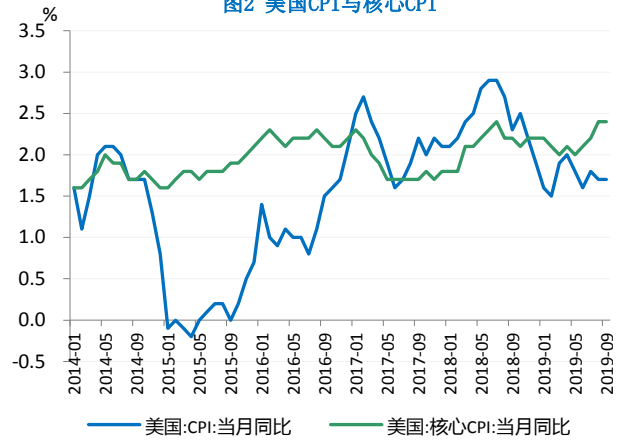


图3 美国月度进出口数据

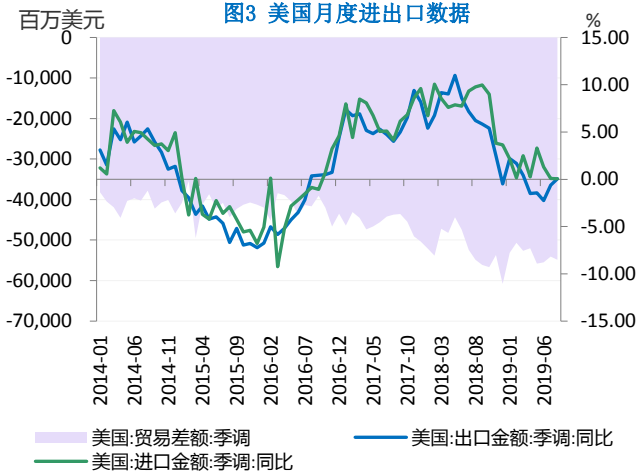
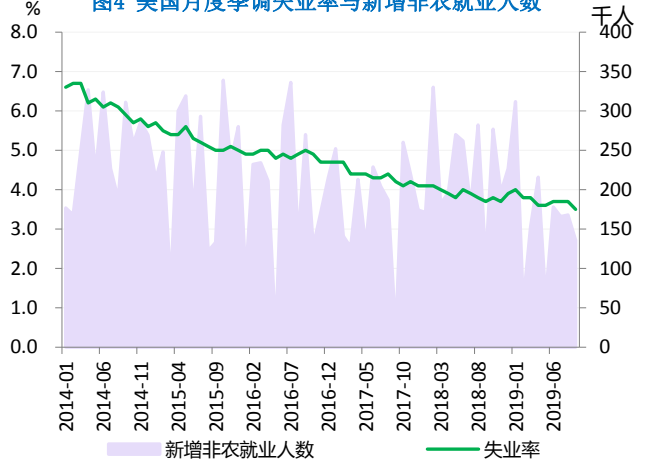


图4 美国月度季调失业率与新增非农就业人数



数据来源：WIND

2. 欧洲：经济动能疲弱，欧央行降息并重启 QE

欧洲经济持续低迷。在英国脱欧久拖不决、生产端持续疲软以及消费者和投资者信心低迷的环境下，2019年二季度欧元区GDP环比季调增速降至0.2%，增速较一季度腰斩，未能延续此前连续两个季度的上升趋势，为2013年二季度以来低点，显示欧元区经济动能依然疲弱。主要国家中，法国、意大利、西班牙、奥地利和比利时经济增速均有所减缓，德国GDP环比增长-0.1%，继去年三季度以来再次出现负增长。英国GDP环比增速仅录得-0.2%，2012年以来首次出现季度收缩。

三季度生产动能疲软。在外需不振、贸易摩擦和汽车业低迷等多重不利因素的叠加下，三季度欧元区制造业PMI再创新低，由7月的46.5%降至9月的45.7%，创2012年10月以来最低水平，连续8个月位于收缩区间；服务业PMI也显著趋弱，由7月的53.2%大幅降至9月的51.6%，为8个月以来低点。内需持续趋弱。2019年8月，欧元区零售销售指数

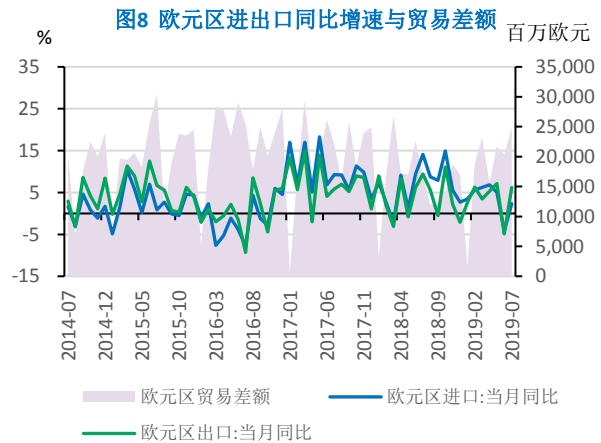
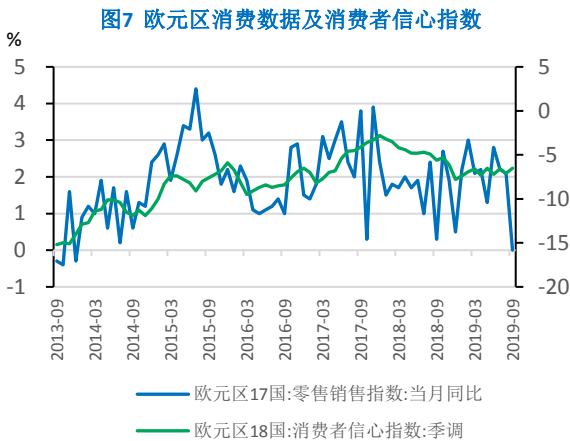
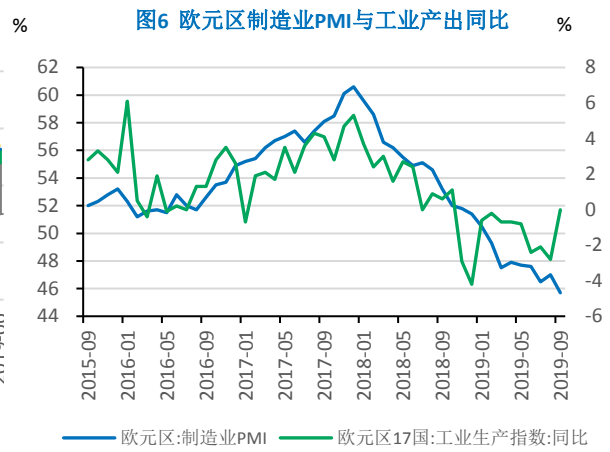
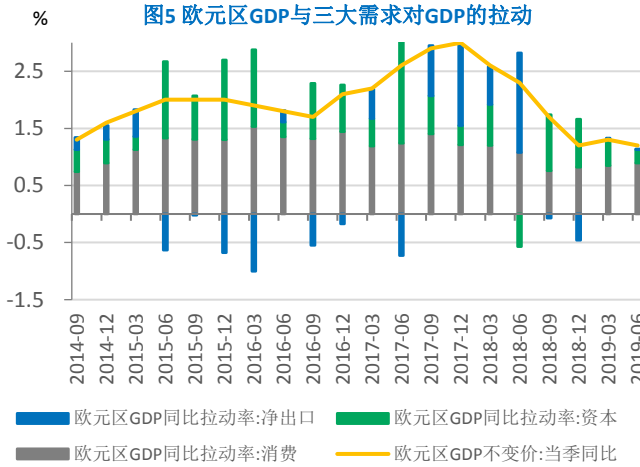
同比增速较上月下降 0.1 个百分点至 2.1%，三季度连续下滑，显示内需趋弱。**通胀再创新低。**受能源价格显著下滑拖累，三季度欧元区通胀水平较二季度进一步下滑并再创新低，9 月欧元区调和 CPI 同比增速初值为 0.9%，不及预期值和前值 1.0%，创 2016 年 11 月以来新低；核心 CPI 同比增速较上月提高 0.1 个百分点至 1.0%。

欧盟和英国达成脱欧协议草案。经过欧盟和英国连续密集谈判磋商，10 月 17 日，英国与欧盟终于达成了新的英国脱欧协议草案，欧元和英镑也因此受到提振。欧盟主席容克表示，这一草案对于欧盟和英国来说都是一个公平和平衡的协议。但英国国内对此协议却并不认可。主要反对党工党领袖科尔宾表示，这一脱欧协议似乎比此前更糟，他将支持就英国脱欧举行公投。英国议会下院 19 日通过一项修正案，不仅迫使首相约翰逊与欧盟达成的新“脱欧”协议表决推迟，还迫使约翰逊致信欧盟申请延迟“脱欧”。在 10 月 31 日“脱欧”大限来临之际，约翰逊再次遭遇重大挫折。尽管英国向欧盟申请延迟“脱欧”，但是否延迟仍存悬念。

欧盟与美国贸易争端升级。经济基本面持续疲软、脱欧进程曲折难测的同时，一触即发的美欧贸易战为欧元区经济再添阴霾。10 月 2 日，世界贸易组织 WTO 裁决欧盟及部分成员国对空客公司的补贴属于违规，美国将有权对每年约 75 亿美元的欧盟输美商品和服务采取加征关税等措施。随后，美国迅速公布了一份详细征税清单，表示对欧盟的大型民用飞机征收 10% 关税，对欧盟农产品、工业品征收 25% 关税。清单一经公布，随即激起了欧洲的全面反弹。欧盟委员会主席容克指出，如果美国对欧盟商品加征关税，欧盟将会以同样的方式进行回应，欧盟也早就准备好了对美国 120 亿美元的输欧产品施加报复关税，该清单涉及产品包括美国产番茄酱、坚果、视频游戏控制台和自行车踏板等。根据美方声明，美国对欧盟的相关征税措施已于 10 月 18 日起正式生效。

欧央行降息并重启 QE，英央行继续按兵不动。9 月份，在行长德拉吉卸任前的最后一次货币政策会议上，欧央行宣布下调隔夜存款利率 10 个基点至 -0.5%，同时决定恢复资产购买计划、推出分级利率体系并下调长期定向再融资操作利率。尽管每月 200 亿欧元的购债规模一定程度不及预期，但会议声明和行长德拉吉会后讲话均偏“鸽派”，会议公布的一揽子“超额”宽松举措总体仍超出市场预期。同月，英国央行在议息会议上继续选择按兵不动，委员会成员一致赞成保持关键利率在 0.75% 不变，符合市场预期。继 2018 年 8 月加息 25 个基点以来，这已是英国央

行连续第 13 个月保持利率不变，并且对利率走势的基调仍态度模糊，显示出在久拖不决的英国脱欧疑云下，英央行在货币政策决策方面更加进退维谷，在政治前景明朗前只得继续保持观望态度。



数据来源：WIND

3. 日本：经济低位运行，政策维持宽松

日本经济保持低位运行。二季度，日本 GDP 环比增长 0.3%，较一季度的 0.6% 降幅明显，同比增长（季调）1.0%。三季度 GDP 数据尚未公布，但从各高频数据来看日本经济下行压力依然较大，增速有可能继续下调。基本延续制造业疲软、消费支撑转弱、进出口下滑的整体态势。

制造业疲软。7-9 月制造业 PMI 分别为 49.4%、49.3%、48.9%，持续下滑，已连续 5 个月位于荣枯线下方。7、8 月工业生产指数分别同比增长 0.7%、-4.7%，8 月数据创近 50 个月最大降幅。7、8 月日本核心机械订单分别环比增长 -6.6%、-2.4%，连续两个月下降。

消费支撑转弱。7、8 月商业销售额分别同比增长 -1.5%、-2.6%，已连续六个月出现负增长。7-9

月消费者信心指数分别为 37.9%、37.2%、35.9%，持续出现恶化。服务业表现相对坚挺，7-9 月服务业 PMI 分别为 51.8%、53.3%、52.8%。进出口整体下滑明显，连续两月出现逆差。7-9 月出口增速分别为-6.6%、-1.6%、-8.2%，均低于去年同期；7-9 月进口增速分别为-5.2%、-1.1%、-11.9，连续三个月负增长。7、8 月日本贸易收支连续两月出现逆差，分别为-2523.3、-1435.3 亿日元。

就业情况进一步优化，劳动者收入增长稳定。7-9 月季调后失业率分别为 2.3%、2.2%、2.2%，处于近 20 年来最好水平，前期刺激就业政策收到实效。7、8 月家庭可支配收入分别实际同比增长 2.7%、1.9%，基本与去年同期持平。通胀低迷，政策目标难以实现。7、8 月日本 CPI 分别为同比上涨 0.5%、0.3%，核心 CPI 同比分别上涨 0.6%、0.5%，较去年同期回落明显，通货紧缩风险加剧。

日本央行维持原有宽松货币政策不变。一方面，在日韩贸易摩擦和经济增速放缓的背景下，贸易下滑对于国内制造业、工业生产的拖累明显，国内外需求均出现疲态，刺激经济稳定增长成为日本央行货币政策的主要目标。另一方面，从 CPI 走势来看，距离日本央行前期制定的 2% 的通胀目标越来越远。但近期黑田东彦表示如果日本通胀率朝着 2% 目标发展的势头受损，央行将毫不犹豫地实施更加宽松的政策。

图9 日本GDP季度同比增速

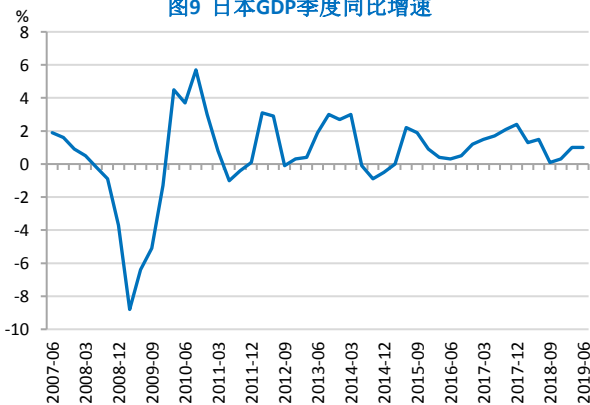


图10 日本出口与进口同比增速

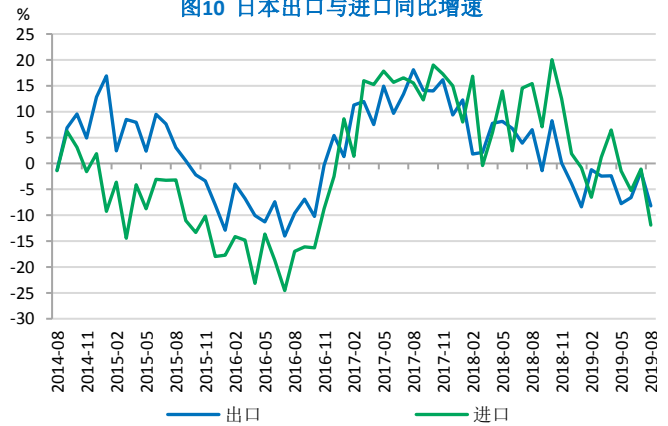


图11 日本工业生产指数与商业销售额同比增速

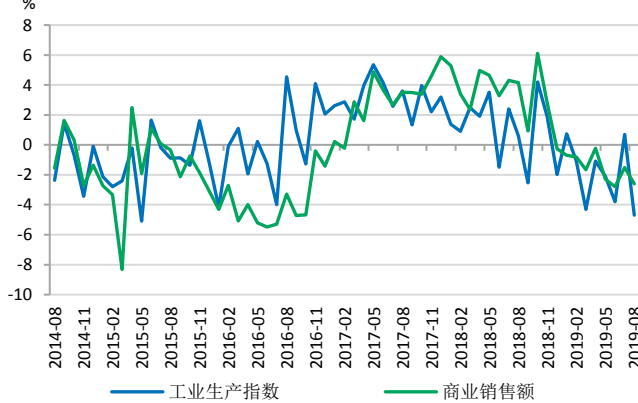
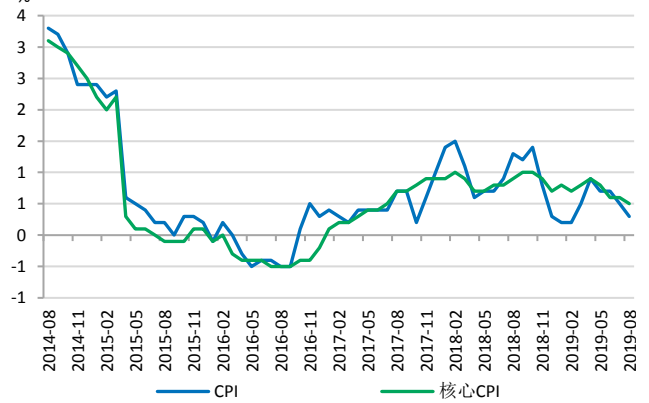


图12 日本CPI与核心CPI同比增速



数据来源：WIND

4. 新兴经济体：经济增长放缓，货币政策进一步宽松

2019年三季度，以印度、俄罗斯和南非为代表的主要新兴市场国家经济增长普遍放缓，俄罗斯和南非制造业PMI已连续多月处于收缩区间，只有巴西经济仍保持缓慢复苏态势；通胀方面，除印度外，各国整体通胀水平均低于上一季度。在全球经济增长放缓、贸易摩擦持续以及美联储降息的背景下，新兴经济体货币政策进一步宽松。除上述国家外，近期降息的新兴市场经济体还包括韩国、印尼、菲律宾、澳大利亚、乌克兰、沙特、约旦和阿联酋等。

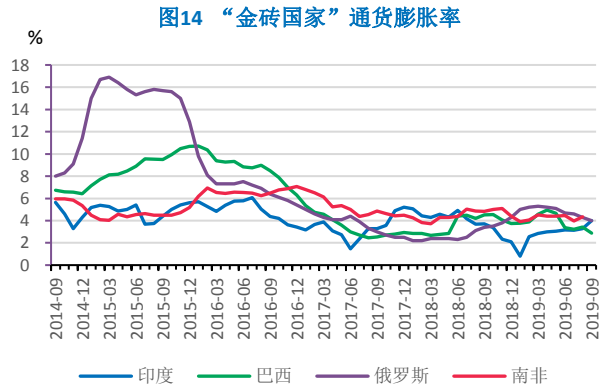
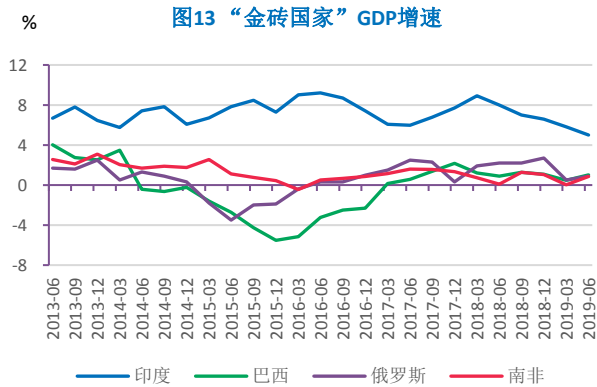
印度经济增长疲软，央行年内第五次降息。2019年二季度，印度GDP同比增长5.5%，较一季度下降0.8个百分点，为2013年一季度以来最低点。三季度以来，制造业景气下行。7、8、9月份制造业PMI分别为52.5%、51.4%和51.4%，低于二季度整体水平。**服务业景气下行。**7、8、9月服务业PMI分别为53.8%、52.4%和48.7%，略好于二季度整体水平。**通胀有所提高。**7、8月CPI同比上升幅度均为3.2%，高于二季度整体水平，年初以来呈现持续上涨态势。**央行年内第五次降息。**10月4日，印度央行决定将政策利率降低0.25个百分点至5.15%，为年内第5次降息，已累计降息1.35个百分点。促使印度央行降息的主要因素为全球经济放缓和国内经济下滑，其他主要央行鸽派情绪增强以及国内通胀接近目标范围底部也增加了其货币政策空间。

巴西经济缓慢复苏，央行年内第二次降息。2019年二季度，巴西GDP同比增长1%，较一季度提高0.5个百分点。三季度以来，经济景气回升。7、8、9月制造业PMI分别为49.9%、52.5%和53.4%，服务业PMI分别为52.2%、51.4%和51.8%，高于二季度整体水平。**通胀回落。**7、8、9月

广义消费者物价指数分别同比增长 3.2%、3.4%和 2.9%，低于二季度整体水平。**央行年内第二次降息。**巴西央行 9 月 18 日宣布降息 50 个基点至 5.5%，创 1986 年设置基准利率以来历史最低水平。这是该国央行今年以来连续第二次实施降息，上一次降息是今年 7 月 31 日，是巴西央行时隔 16 个月后的首次降息。此次降息原因主要是当前巴西经济复苏缓慢，失业率居高不下，较低的通胀率为实施降息以刺激经济增长提供了条件。

俄罗斯经济下滑，世行下调增长预期。2019 年二季度，俄罗斯 GDP 同比增速 0.9%，较一季度提高 0.4%。三季度以来，**制造业景气回落。**7、8、9 月制造业 PMI 分别为 49.3%、49.1%和 46.3%，低于二季度整体水平。**服务业景气回升。**7、8、9 月服务业 PMI 分别为 50.4%、52.1%和 53.6%，高于二季度整体水平。**通胀下行。**7、8、9 月 CPI 分别同比上升 4.6%、4.3%和 4%，低于二季度整体水平。**世行下调增长预期。**10 月 9 日，世界银行将俄罗斯 2019 年经济增长预期由 1.2%下调为 1%，成为调降对俄罗斯经济前景的最新机构。拖累经济的因素包括国内和国际两个方面，主要因素包括投资疲软，出口增长缓慢，石油减产，今年初提高增值税以及消费者信心不足等，国际经济制裁的持续继续加剧了这种情况。

南非经济下行，央行维持政策利率不变。2019 年二季度，南非 GDP 同比增长 0.9%，较一季度大幅回升。三季度以来，**生产端景气持续下行。**7、8、9 月 PMI 分别为 48.6%、43.3%和 42.5%，略好于二季度，但连续 10 个月处于荣枯线以下。**通胀有所回落。**7、8 月 CPI 分别同比增长 4%和 4.4%，低于二季度整体水平。**央行维持政策利率不变。**9 月 19 日，南非央行决定将回购利率维持在 6.50%不变，此前该委员会将回购利率下调了 25 个基点，市场普遍预期央行将在本次会议降息，南非几乎没有为货币政策方向提供任何前瞻性指导。



数据来源：WIND

（二）四季度展望：全球货币政策趋松

展望四季度，全球经济下行风险上升，各国货币政策宽松将继续加码。国际贸易紧张局势和全球经济发展情况给美国经济带来负面影响，预计美国四季度经济增速将继续下降，但明显衰退可能性较低，短期内较大可能会采取更为宽松的货币政策。制造业动能持续减弱并已蔓延至服务业，欧元区经济将继续面临比年初预期更持久的“长期跌势”，欧央行仍需保持高度宽松的货币政策立场，2019年四季度至2020年一季度再度降息和上调每月购债额度的可能性较大。日本国内制造业、消费、出口将延续下滑态势，GDP增速将会较三季度向下微调，日央行很可能在下一次货币政策会议上提出新的宽松措施。在外部不确定性和内部结构性问题双重叠加下，新兴市场经济增长将继续放缓。

1. 美国：经济继续下行，仍有降息可能

经济增长动能艰难维系。从经济内部动能看，美国经济2019年上半年的温和增长主要受消费支出支撑，以及得益于刺激性财政政策余温。2019年下半年，贸易反制措施的实施造成高昂关税，不仅导致消费环境趋紧，而且使得出口需求频现疲软，加之前几年结转债务所引起的严重财政负担，市场对经济衰退忧虑忡忡。尤其是，美国3个月、10年期国债收益率倒挂并未明显缓解，企业投资和制造业超预期萎缩，表明美国经济或正濒临“寒冬”，不排除四季度经济大幅度放缓的可能。

IMF将美国经济增速下调0.2个百分点至2.4%，美联储判定下半年经济仍有明显下行风险，预计四季度经济增速继续下滑。10月15日，IMF在《世界经济展望报告》中将2019年世界经济增速预期下调0.3个

百分点至 3%，将美国经济增速下调 0.2 个百分点至 2.4%。美联储 9 月议息会议对短期经济的预测变化不大，官员普遍认为下半年经济活动仍存在明显下行风险。总体而言，国际贸易紧张局势和全球经济发展情况给美国经济带来负面影响，预计美国四季度经济增速还将继续下降，但这并不代表对美国经济持全面否定态度。当前美国就业市场依旧强劲，失业率处于 3.5% 的历史低位水平，通货膨胀率连续回弹向上，说明经济实际产出仍位于潜在产出水平之上，中短期内仍有韧性。

货币政策方面，议息会内部分歧较大，外部政治施压及全球经济增长脆弱背景或敦促联储维持宽松。近期会议纪要显示联储内部分歧较大，部分与会者赞同维持现有联邦基金利率的目标范围不变。从外部环境看，货币政策选择与政权之间的关系倍受质疑，美国总统特朗普多次敦促联储降息，甚至呼吁通过负利率向其他国家看齐。从联储近期技术操作看，美联储重启扩表后，美元指数向下跌破 98。据 CME 美联储观察工具显示，市场预期 10 月降息 25 个基点的概率为 72.7%，12 月降息概率为 59.3%。说明市场认为，在全球经济增长更加脆弱以及地缘政治风险加剧的背景下，美联储短期内较大可能会采取更为宽松的货币政策，从而为经济发展提供更多动能。

2. 欧洲：经济增长势头放缓，货币政策立场宽松

经济增长方面，2019 年年初以来，欧元区增长势头持续显著放缓。特别是德国等制造业占比较大的国家所受冲击较大，主要源于保护主义政策和地缘政治因素带来的持续不确定性影响。在此背景下，欧央行在 9 月议息会议上将欧元区 2019 和 2020 年 GDP 增速预期分别下调 0.1 和 0.2 个百分点至 1.1% 和 1.2%，将欧元区 2019 和 2020 年通胀预期分别下调 0.1 和 0.4 个百分点至 1.2% 和 1.0%。IMF 也在 10 月的最新报告中下调欧元区 2019 和 2020 年增速预测 0.1 和 0.2 个百分点至 1.2% 和 1.4%。

9 月欧央行出台一揽子“超额”宽松举措后，欧元区各项经济数据依然未见起色，增长乏力仍将持续。制造业动能持续减弱并已蔓延至服务业，9 月几项经济景气指数均显著下滑，经济景气指数创近五年以来最低水平，工业景气指数创 2013 年 7 月以来的最低水平，跌幅远高于普遍预期，显示出欧元区经济生产活动仍在放缓。加之欧元区 10 月 Sentix 投资者信心指数创 2013 年 4 月以来新低，预计三季度欧元区经济增速将继续放缓，并可能出现环比负增长。种种迹象表明，制造业的疲软持续越

久，欧元区经济其他领域被波及的风险和幅度也更大，欧元区经济将继续面临比年初预期更持久的“长期跌势”。

货币政策方面，欧央行行长德拉吉在 9 月议息会议后再度强调，欧央行仍需保持高度宽松的货币政策立场。这主要源于欧元区面临比此前预期更迅猛的经济增长放缓，且增长前景面临持续和显著的下行风险、通胀也在短期内达标无望。此后，欧央行首席经济学家连恩也表示，必要时欧央行有进一步降息可能。值得注意的是，9 月议息会议结束后，欧央行部分管委公开表示反对欧央行重启 QE 以及保持开放式 QE 的决定。据媒体报道，欧央行货币政策委员会正尝试展开行动，迫使欧央行新行长拉加德在 11 月 1 日正式上任后取消债券购买计划。然而，考虑到拉加德在欧央行货币政策方面一贯保持鸽派，加之全球央行货币政策纷纷转向宽松，预计欧央行在 2019 年四季度至 2020 年一季度再度降息和上调每月购债额度的可能性较大。

从英央行 9 月议息会议声明来看，未来英央行货币政策决策仍将以脱欧前景走势为导向。如果英国脱欧再次延期，基准利率可能会在较低水平停留更长时间；如果英国出现无协议脱欧，预计英镑将下跌，通胀将上升，经济增长将放缓，但利率上调或下降的可能性均存在，将取决于支持经济和压低物价之间的平衡；如果英国有序脱欧，预计需求将有所上升，并可能导致利率上调。在 10 月 17 日欧盟和英国达成英国脱欧协议草案后，英国央行副行长拉姆斯登再次强调，英国平稳脱欧可能令英央行加息重新成为选项之一。由于英央行下次议息会议定于 11 月初召开，即当前的英国脱欧大限之后，届时英央行货币政策决议大概率将取决于脱欧结果。考虑到英国脱欧时间和结果仍未有定数、英国脱欧前景久悬不决对英国经济的负面影响正日益显现，加之当前全球各主要央行纷纷转向宽松，预计届时英央行加息的可能性不大，更有可能按兵不动，甚至“保险性降息”，将基准利率下调 25 个基点至 0.5%。

3. 日本：经济全面承压，存在进一步刺激可能

依赖外贸的日本经济将会进一步下行。制造业方面，景气动向指数（先行）连续数月下滑，企业层面的信心严重不足。消费方面，工资上涨缓慢导致消费能力不足，10 月份消费税的提高将明显削弱消费意愿，表现为日本国内居民消费信心的持续减弱，甚至拖累前期表现优异的服务业部门。进出口方面，目前全球经济复苏尚无明显迹象，日韩贸易摩

擦磋商未果，日美贸易谈判让步等多方面因素作用下，日本短期内出口仍会困难重重。总体来看，预计四季度，日本国内制造业、消费、出口将延续下滑态势，GDP 增速将会较三季度向下微调。

未来进一步宽松刺激经济增长可能越来越大。前期，日本央行货币政策选择按兵不动，决定将短期利率维持在-0.1%，并通过购买长期国债的方式把长期利率维持在零左右。同时，黑田东彦表示，虽然内外部风险较大，日本经济下行承压较大，但基本属于温和扩张区间，尚无进一步宽松刺激的需要。但如果全球贸易摩擦、经济下行风险得不到缓解的话，10 月份消费税率的提高将明显抑制日本国内居民消费意愿，削弱消费对经济增长的贡献，让本就依赖消费的日本国内经济雪上加霜。因此，日本央行很可能结合未来经济表现，在下次货币政策会议上提出新的宽松措施，稳定经济的同时，提升物价水平，向 2% 的通胀目标靠拢。

4. 新兴经济体：外部不确定性和内部结构性问题叠加，经济增长将有所放缓

展望 2019 年四季度，在外部不确定性和内部结构性问题双重叠加下，新兴市场经济增长将继续放缓。

从外部环境看，新兴市场经济体面临全球经济放缓、贸易保护主义、发达经济体货币政策不确定性、英国脱欧、地缘政治冲突等多重不确定性。贸易冲突和全球经济下行将导致新兴市场增长放缓，主要经济体收益率曲线倒挂可能引起波动性和市场风险上升，各国普遍降息可能继续推高债务水平，引发偿付危机和流动性风险。

从内部环境看，新兴市场经济大都存在各自的结构性问题亟待解决，全球经济放缓和各国货币政策宽松可能进一步延缓结构性问题的解决。经济景气指数方面，2019 年以来，除部分经济体受益于中美贸易摩擦外，大部分新兴市场 PMI 指数和出口出现下行。当前，中美贸易摩擦局势有所缓和，但是不确定性仍然较高，预计影响持续。

（三）当前需关注的风险因素

1. 全球经济下行压力

IMF 在 10 月的《世界经济展望》中再次下调全球经济增速预期，已经是今年以来的连续第 4 次下调，2019 年 3.0% 的增速将成为金融危机

以来的最低水平。IMF 认为经济增长乏力的原因在于：贸易壁垒不断增加，贸易和地缘政治相关不确定性升高，一些特殊因素在若干新兴市场经济体造成了宏观经济压力以及发达经济体生产率增长缓慢和人口老龄化等结构因素。

近段时间以来，中美贸易谈判取得积极进展，日美之间也签署了新的协议，但欧美、日韩之间的贸易争端仍在加剧，反映出全球贸易保护主义思潮仍在升温。全球经济失速叠加贸易摩擦升温，将使我国出口面临巨大压力，进而会导致出口企业的信用风险上升。

2. 全球资产价格泡沫

随着欧洲央行 9 月降息，欧美货币政策开始同步宽松，全球正式迎来新一轮降息潮。今年以来，全球已有 30 多个经济体宣布降息，部分经济体甚至多次降息。据 IMF 估算，如果少了这种货币刺激，2019 年和 2020 年的全球经济增长率均将下降 0.5 个百分点。

不过也要关注到的是，一旦主要经济体相继进入宽松通道，可能会导致各国货币的竞争性贬值，并有可能引发全球资产泡沫继续膨胀。目前大部分国家基准利率仍处于历史低位，一些国家甚至处于负利率区间，宽松货币政策收效有限，如果再加上创纪录的债务水平，可能会使央行丧失对市场的控制能力，进而引发新的全球危机。目前距离 2008 年的全球金融危机已经过去 11 年，从经济周期角度而言，必须对于潜在风险隐患保持密切关注。

3. 地缘政治风险因素

目前英国脱欧已经临近 10 月 31 日大限，经过连续密集谈判磋商，英国与欧盟终于达成了新的英国脱欧协议草案，但并没有得到英国议会的认可。10 月 19 日，英国议会下院通过“莱特文修正案”，不仅迫使议会对首相约翰逊与欧盟达成的新脱欧协议表决推迟，还迫使约翰逊致信欧盟申请延迟脱欧，以防止英国在 10 月 31 日之前因没有通过立法而无协议脱欧。英国脱欧闹剧还将对欧洲乃至全球产生不确定影响。

与此同时，中东地区地缘风险也在上升。沙特产油设施遇袭和伊朗油轮遇袭事件，显示出中东地区并不平静。这些地缘政治事件，不仅会对原油市场造成冲击，加重投资者的避险情绪，还将进一步加剧世界经济和国际金融市场的脆弱性。

二、中国经济形势：三季度回顾与四季度展望

（一）三季度回顾：经济下行压力加大

2019 年三季度 GDP 当季同比增长 6.0%，较二季度放缓 0.2 个百分点，略低于市场预期，达到 1990 年以来的最低水平。从外部看，全球经济下行态势进一步加剧，中美贸易摩擦三季度继续恶化，对出口产生了不利冲击。从内部看，前三季度投资累计同比增长 5.4%，较上半年下滑 0.4 个百分点，房地产投资下滑至 10.5%；消费韧性略好于投资，前三季度社会消费品零售总额累计同比增速较上半年小幅下滑 0.2 个百分点至 8.2%。

9 月当月经济也出现一些积极迹象：一是传统工业旺季来临叠加夏季自然天气影响减弱，加之去年同期基数偏低，工业增加值明显反弹；二是基建投资受地方政府专项债的提振增速连续反弹，托底“稳增长”；三是汽车、石油制品消费拖累减弱，房地产类消费增速相对平稳，必选消费增速维持较快增长，9 月社零增速小幅回升。四是信贷和社融增速超出市场预期，显示实体经济需求有所恢复。

1. GDP：下行压力加大，发展质量提升

三季度 GDP 当季同比增长 6.0%，较上季度放缓 0.2 个百分点，略低于市场预期。GDP 连续两个季度下滑幅度达到 0.2 个百分点，这在近年来相当少见（上一次出现在 2013 年三季度至 2014 年一季度）。同时 6.0% 的当季增速也创下了 1990 年以来新低。季调后环比增长 1.5%，相当于年率增长 6.1%，略高于同比增速。前三季度 GDP 同比增长 6.2%，较去年同期下降 0.5 个百分点。整体看，我国经济在内外不确定性与挑战增多的情况下，延续了去年以来小幅下行的趋势。

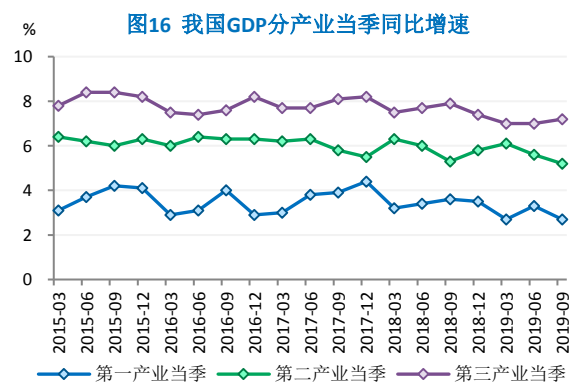
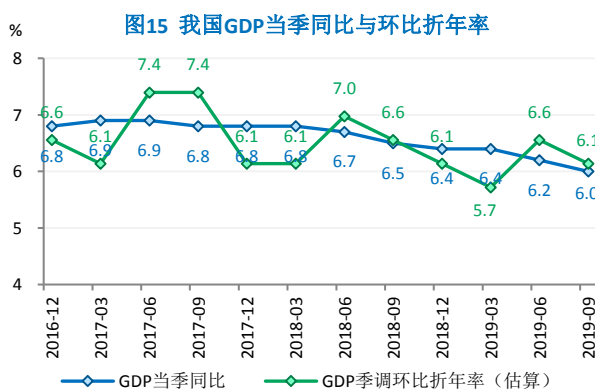
分产业看，GDP 增速下滑主要源于第二产业的减速。第一产业同比增长 2.7%，较上季度回落 0.5 个百分点，主要源于猪肉产量下降 17.2%。第二产业同比增长 5.2%，较上季度回落 0.4 个百分点。中美贸易摩擦对出口加工业的影响逐步显现；内需仍显不足，PPI 连续 3 个月处在通缩区间，企业盈利空间下降，影响了企业生产意愿。第三产业同比增长 7.2%，较上季度加快 0.2 个百分点，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，金融业增加值同比分别增长 19.8%、8.0%、7.4% 和 7.1%，特别是金融业自去年以来在严监管和去杠

杆压力下持续低增长，前三季度连续保持在 GDP 增速以上，和 9 月信贷社融超预期增长相吻合。

从支出法看，净出口贡献率下降。前三季度最终消费对 GDP 的拉动贡献为 60.5%，较上半年提升了 0.4 个百分点，但明显低于去年 70% 以上的占比。资本形成的贡献率为 19.8%，较上半年提升 0.6 个百分点。货物与服务净出口的贡献率为 19.6%，较上半年下降 1.1 个百分点。

GDP 平减指数有所回落，显示实体经济下游需求依然偏弱。三季度 GDP 当季平减指数同比增长 1.4%，低于二季度 0.6 个百分点。GDP 名义增长率放缓至 7.6%，低于 M2 及社融增速，宏观杠杆率仍在下降。第一、二、三产业平减指数分别同比增长 5.8%、-0.2% 和 2.1%，第二产业通缩与 PPI 一致，显示工业领域需求不足。

整体看，三季度 GDP 增速虽然创下 1990 年以来的最低值，但这是在中美贸易摩擦、全球经济增长放缓的外部不利局面下，以及我国前期加大房地产市场调控、加强金融监管推动去杠杆、加大环保力度等政策影响下实现的。在经济增速下降的同时，我们还可以看到经济发展质量的提升：一是高技术制造业占比提高，同比增长 8.7%，占规上工业比重升至 14.1%；二是服务业增势良好，金融业回暖，服务实体经济能力增强；三是就业形势总体稳定，城乡收入差距减小；四是供给侧改革深化，杠杆率降低、环保教育等短板有所进步；五是三大攻坚战持续推进，经济结构调整优化。



数据来源：CEIC

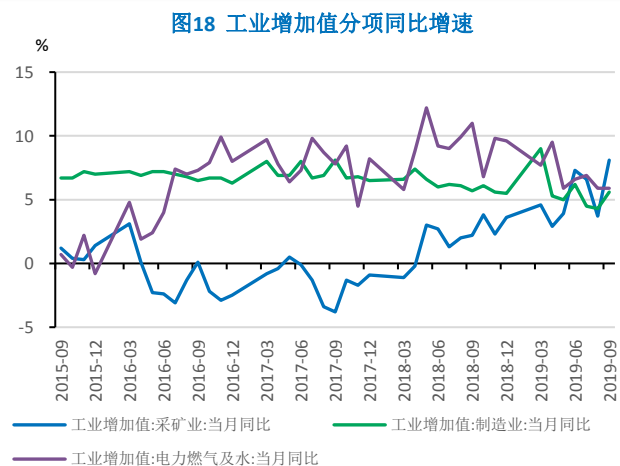
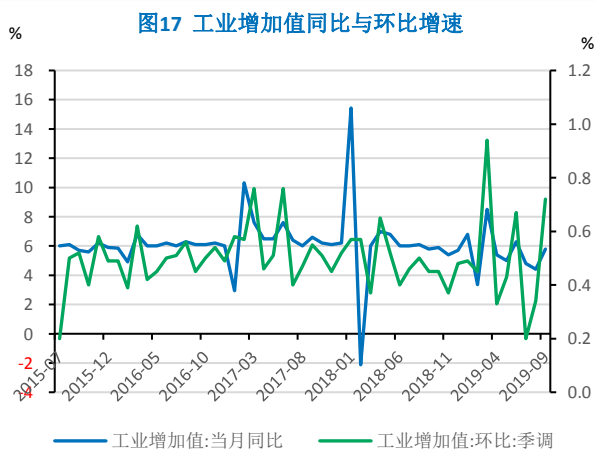
2. 供给端：工业季末再现显著反弹，服务业增势良好

工业生产季末再现显著反弹。2019年1-9月规模以上工业增加值累

计同比增长 5.6%，低于上半年和 2018 年全年的 6.0% 和 6.2%，工业生产动能进一步减弱。与一、二季度类似，三季度季末工业增加值再次出现大幅反弹，9 月工业增加值较上月大幅回升 1.4 个百分点至 5.8%，远超预期值 5.2%，为 2019 年下半年来高点，季末反弹幅度也超过二季度。9 月传统工业旺季来临叠加夏季自然天气影响减弱，加之去年同期基数偏低，助推 9 月工业增加值显著改善。三大门类两升一平，采矿业和制造业增加值同比增速分别较上月加快 4.4 和 1.3 个百分点。

上游采矿业和中游加工组装类行业显著带动工业生产改善。从行业增加值来看，下游消费品类行业继续趋弱，仅纺织业增速有所上升，汽车行业连续第二个月保持正增长；中游加工组装类行业整体显著回升，与上游采矿业一道成为拉动工业生产反弹的主要因素。受出口影响较大的通用设备、专用设备、电气机械、电子和金属制品均显著回升，仅铁路船舶有所下滑。从产品产量来看，9 月份发电量同比增速较上月大幅提高 3 个百分点至 4.7%，为年内次高水平；受国庆节前环保限产影响，其他主要产品产量总体涨少跌多，汽车产量降幅较上月扩大 6.3 个百分点至 -6.9%，但仍为年内较低降幅。此外，9 月出口交货值由上月的 -4.3% 大幅回升至 -0.7%，外需疲软和贸易摩擦显著对工业生产的制约作用减弱。

服务业增势良好。2019 年前三季度服务业生产指数同比增长 7.0%，低于上半年的 7.3%。9 月份服务业生产指数同比增长 6.7%，较 8 月加快 0.3 个百分点，连续两个月保持加速。分行业来看，前三季度信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，金融业增加值同比分别增长 19.8%、8.0%、7.4% 和 7.1%，增速分别快于第三产业 12.8、1.0、0.4 和 0.1 个百分点。



数据来源：WIND

3. 需求端：投资连续回落，消费小幅回调，进出口超预期 下滑

(1) 固定资产投资增速：基建改善，制造业回落，房地产持稳

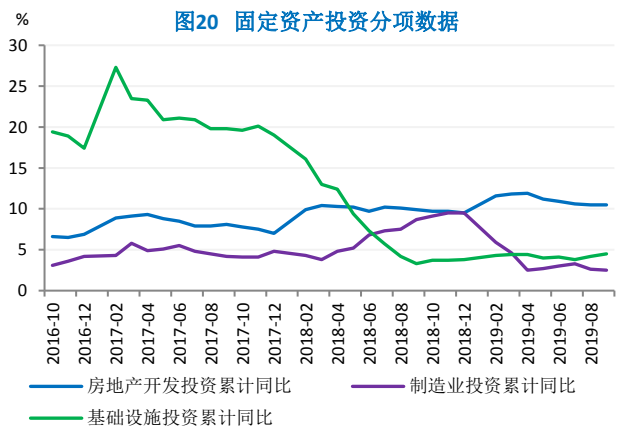
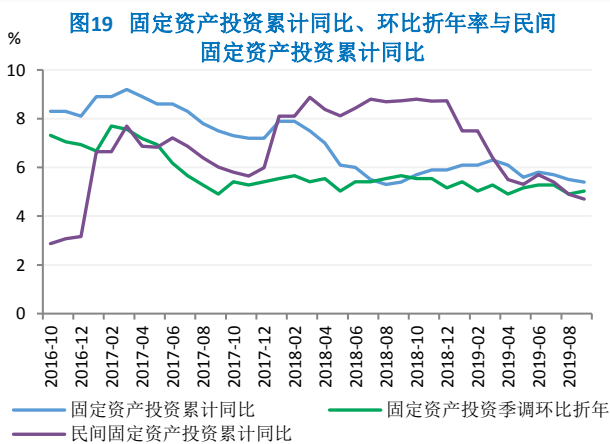
固定资产投资出现季末反弹。2019 年 1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，增速比 1-8 月份回落 0.1 个百分点，比上半年低 0.4 个百分点；经季节调整后，9 月环比增长 0.41%，相当于折年后增长 5.03%，低于 8 月的 5.16%。三季度，固定资产投资增速逐月下行，主要受制造业投资和房地产开发投资下行拖累，基建投资小幅改善独木难支。1-9 月基建投资在专项债提振下进一步反弹，制造业投资继续回落，房地产开发投资保持韧性，整体投资增速继续小幅回落。

基建投资小幅回升，托底“稳增长”。三季度基建投资受地方政府专项债的提振增速连续反弹。1-9 月基础设施投资增速同比增长 4.5%，较 1-8 月份回升 0.3 个百分点，连续两个月回升；9 月当月同比增长 6.3%，较 8 月小幅回落 0.4 个百分点。由于国务院要求今年限额内地方政府专项债券确保 9 月底前全部发行完毕，加上允许将专项债券作为符合条件重大项目资本金的新政落地，三季度地方政府专项债发行依然不弱，多地完成全年新增额度发行。在专项债发行和前期大量批复的项目落地提振下，加上用于基建投资的中长期信贷增速加快，9 月基建投资增速继续小幅回升。不过，由于地方政府债务监管依然严格，基建投资上升步伐呈现渐进态势。

制造业投资小幅回落，动能仍弱。三季度制造业投资增速未能延续二季度的小幅回升，再次连续下行，需求仍然疲弱。1-9 月制造业投资同比增速较 1-8 月继续回落 0.1 个百分点至 2.5%，为有统计数据以来的最低水平；9 月当月同比增速由上月负增反弹至 1.9%，仍处于低位。制造业融资支持政策对 9 月制造业生产和需求有边际改善效应。但考虑到去年同期基数较高，且 8 月工业企业利润继续下滑，制造业投资增长动能仍弱。

房地产开发投资增速持平，韧性依旧。三季度房地产开发投资小幅回落，仍处高位。1-9 月房地产开发投资同比增速持平于 10.5%；9 月当月房地产开发投资同比增速亦持平于 10.5%，表现出较强韧性。各项关键指标走势分化。商品房销售略有改善，销售面积累计降幅收窄 0.5 个

百分点至 0.1%；资金来源受益于销售改善而增速回升，较 1-8 月提升 0.5 个百分点至 7.1%；土地成交继续大幅下降，但降幅有所收窄，较 1-8 月缩小 5.4 个百分点至 20.2%；新开工和施工面积增速继续小幅回落，分别较 1-8 月回落 0.3 个和 0.1 个百分点至 8.6% 和 8.7%。二季度以来房地产调控政策呈现加码态势，从中央到地方调控措施频频出台，地产融资约束不断收紧，已对房企拿地和新开工造成一定制约。但 9 月份受季节效应、房企融资受限加速推盘以及房贷利率挂钩 LPR 落地前购房需求提前释放影响，商品房销售有所改善，带动资金来源中定金及预收款、个人按揭贷款增速提升，支撑了 9 月地产投资韧性。



数据来源：WIND

(2) 社会消费品零售：增速小幅回调，汽车、石油拖累减弱

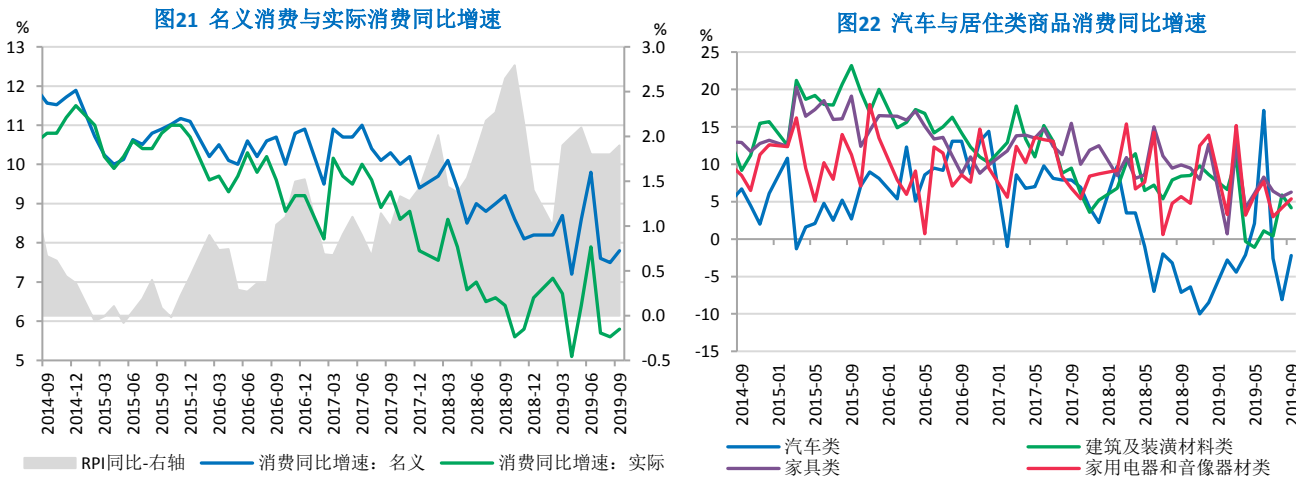
社会消费品零售总额增速环比小幅回调。9 月份社会消费品零售总额同比名义增长 7.8%，较上月回调 0.3 个百分点。1-9 月，社会消费品零售总额同比增长 8.2%（扣除价格因素实际增长 6.4%），与 1-8 月增速持平，保持平稳较快增长态势。

汽车、石油制品消费降幅出现收窄，房地产类消费增速相对平稳。9 月份限额以上汽车零售额同比增速 -2.2%，降幅较上月收窄 5.9 个百分点，对消费的拖累有所缓解。但 1-9 月数据依旧不甚理想，同比增速报 -0.7%，较去年同期增速放缓 0.9 个百分点。除汽车外的消费品零售额增速依旧维持稳定，9 月份同比增长 9.0%，较上月放缓 0.3 个百分点，1-9 月的同比增长 9.1%。同时，受国际油价阶段性下调，9 月石油及其制品零售额增速继续为负，同比增速报 -0.4%。1-9 月的同比增速报 1.7%，较去年同期增速减少 12.7 个百分点。此外，房地产类相关消费，如建材、

家电、家具等的增速相对平稳,9月份同比增速分别为4.2%、5.4%和6.3%,较上月均有上浮,但与去年同期水平相比略有下降。

居民必选消费增速依旧维持较快增长。各地政府刺激消费政策作用效果显现,9月份,餐饮收入增速维持稳定,同比增长9.4%。满足居民日常生活基本需求的消费增速略有回调,但依然处于相对高位。如粮油食品类、日用商品类分别同比增长10.4%和12.0%。升级类商品销售增速出现分化,其中化妆品同比增长13.4%,但金银珠宝类、文化办公用品类增速出现锐减,报-6.6%和-0.2%,较上月分别下滑18.2和5.1个百分点。

网上零售增速维持稳定。2019年1-9月份,全国网上零售额同比增长16.8%,与1-8月数据持平。其中,实物商品网上零售额增长20.5%,占社会消费品零售总额的比重为19.5%,略有提高;在实物商品网上零售额中,吃、穿和用类商品分别增长28.9%、18.6%和20.3%,吃、穿比重略有下降。



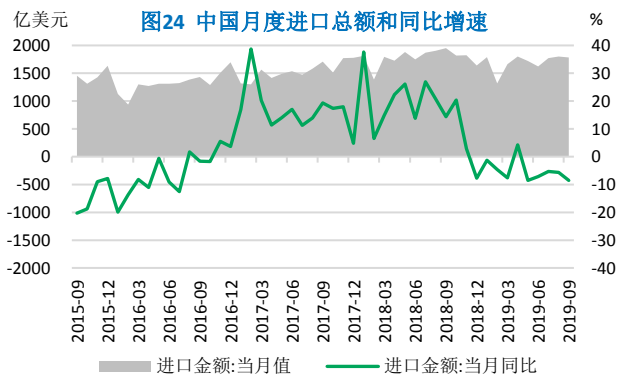
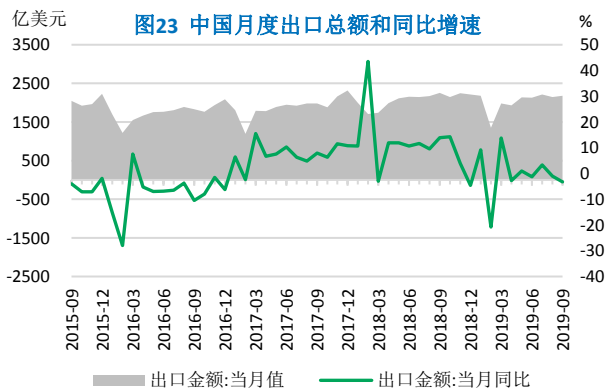
数据来源: WIND

(3) 进出口: 进出口超预期下滑, 衰退式顺差持续

进出口增速下滑, 衰退式贸易顺差持续。三季度, 受到全球经济放缓、中美贸易摩擦和国内经济下行等因素影响, 7、8、9月进出口增速逐月下行; 出口增速由正转负, 进口降幅持续扩大。三季度, 我国外贸进出口总值1.19万亿美元, 同比下降3.2%。其中, 出口6544.2亿美元, 下降0.4%; 进口5355.4亿美元, 下降6.5%; 贸易顺差1188.9亿美元, 同比扩大41.5%。从整体上看, 三季度进、出口同比增速均弱于二季度和去年同期。但是, 进口增速降幅大于出口增速, 衰退式贸易顺差持续。

9 月出口同比下降 3.2%，略超预期下滑，与出口集装箱指数 CCFI 明显走弱保持一致。主要原因：一是外需持续放缓拖累出口增速。9 月，摩根大通全球制造业 PMI 略有反弹、但连续第 5 个月处于荣枯线以下，美国、欧盟和日本制造业 PMI 均进一步下行，分别连续 2 个月、8 个月和 5 个月处于荣枯线以下。二是已加征关税影响持续显现。目前，美国对中国大部分进口商品加征关税，对进出口影响将持续显现。全球经济放缓叠加中美贸易局势紧张，9 月中国对欧盟、美国、东盟和日本出口的同比增速分别为 0.1%、-21.9%、9.7%和-5.9%，较上月均有不同程度下滑。三是高基数拖累出口增速。受到中美贸易摩擦局势升级导致的抢出口影响，去年同期出口同比增速较高。

9 月进口下降 8.5%，降幅超预期。主要原因：一是内需有所好转但仍然疲弱。我国 9 月制造业 PMI 和 PMI 进口指数分别回升 0.3 和 0.4 个百分点，但继续处于收缩区间。二是大宗商品价格下行，9 月 CRB 指数均值 385.93，较去年同期和上个月分别下降 6.4%和 2.5%。其中，原油价格出现较大波动但同比下行，铁矿石价格持稳。三是贸易摩擦抑制作用。尽管局势出现缓和，中美相互加征关税效应仍持续显现，出口导向的进口继续受到贸易摩擦抑制。



数据来源：WIND

4. 通胀形势：6 年来 CPI 首次突破 3%，PPI 连续通缩

三季度 CPI 较二季度有所抬升，9 月 CPI 突破 3%。9 月 CPI 同比上涨 3%，较 8 月加快 0.2 个百分点，且为 2013 年 11 月以来首次站上 3%。其中，城市上涨 2.8%，农村上涨 3.6%；食品价格上涨 11.2%，非食品价格上涨 1.0%；消费品价格上涨 4.0%，服务价格上涨 1.3%。三季度 CPI 同比上涨 2.9%，较二季度加快 0.3 个百分点，略超市场预期。1-9

月平均 CPI 上涨 2.5%，高于去年整体水平，从走势看基本形成前低后高趋势。

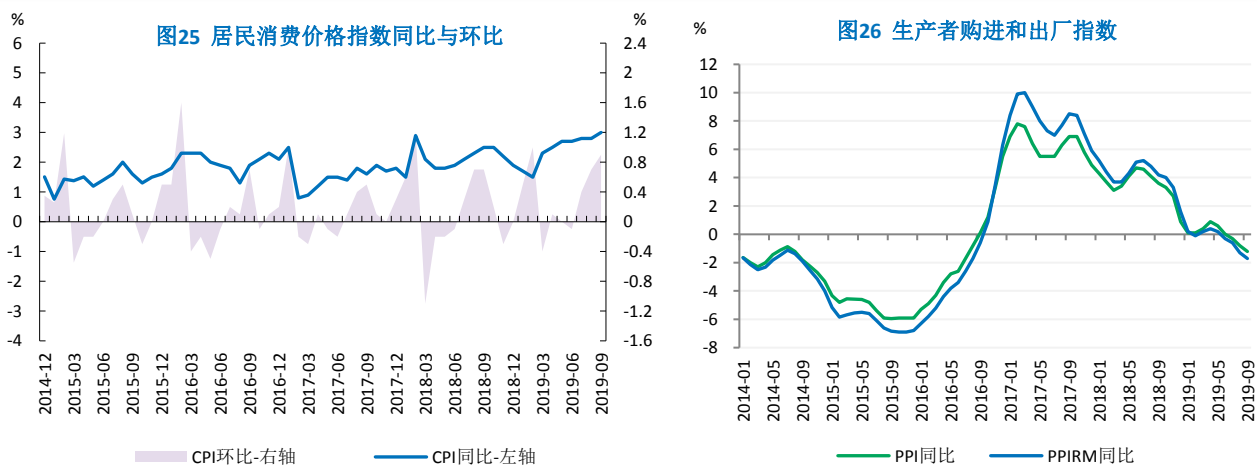
猪肉价格成为推升三季度 CPI 的最重要力量。三季度食品价格同比上涨 10.1%，较二季度继续加快 2.8 个百分点，猪肉成为食品价格中的最重要推动力量。三季度猪肉价格同比上涨 47.7%，其中 9 月同比上涨 69.3%，已接近农业部二季度预测的 70% 水平。猪肉价格上涨一是源于猪肉自身周期的影响，自 2017 年以来我国猪肉价格持续下跌，猪粮比一度跌破 6 的警戒线，致使补栏量大降，大量养猪产能因利润下滑而退出市场；二是去年开始的非洲猪瘟疫情导致大量生猪被扑杀，不少企业出现亏损而退出市场，严重影响了生猪供应，同时生猪跨省禁运加剧了猪肉供给的地区不平衡。猪肉价格的上涨也传导至其他肉类，作为替代品，牛肉、羊肉价格也出现了反季节上涨（通常夏季需求会下降）。此外，台风天气、节假日因素等也成为三季度食品价格短期波动的重要因素。

三季度非食品价格受上下游影响保持偏弱态势。与食品价格相反，非食品价格在三季度始终保持偏弱态势，同比上涨 1.1%，较二季度 1.6% 的同比涨幅明显偏低。交通与通信同比下降 2.4%，成为非食品中降幅最大的分项，三季度燃料价格并未出现大幅下降，因此该项主要源于交通通信器材价格的明显下跌，这与当前汽车与通信设备市场低迷有较大关联。居住价格同比上涨 1.1%，较二季度减缓 0.7 个百分点，随着房地产市场趋冷，居住价格涨幅也开始回落。此外，文教娱乐、医疗保健、衣着和生活用品等涨幅均出现回落。非食品价格的回落，一方面受到上游 PPI 通缩的传导，另一方面也表明下游需求的偏弱，特别是对制造业产品与居住类的需求上。

PPI 时隔三年后再次出现负增长。三季度 PPI 同比下降 0.8%，为 2016 年三季度以来重回通缩区间。从单个月份看，7、8、9 月 PPI 走势经历了逐月回落、跌幅扩大的态势。一方面，随着全球经济增长前景回落，国际大宗商品价格涨幅偏低；另一方面，我国工业领域下游需求偏弱，地产、汽车等支柱行业景气度回落。同时，去年三季度 PPI 基数相对较高也是导致 PPI 同比回落的重要原因。从分项看，生活资料起到了一定支撑作用，特别是食品类涨幅明显，与 CPI 食品价格走势相吻合，但生产资料特别是原材料价格下跌幅度则较深。

CPI 与 PPI 剪刀差扩大。CPI 与 PPI 的背离在历史上经常发生，根源是其各自背后代表的不同经济学现象和不同领域经济周期的轮动性。

三季度核心CPI较二季度小幅下行,7、8、9月分别为1.6%、1.5%和1.5%,反应整体需求不旺。宏观政策仍应全面考虑各项通胀指标,分类施策。



数据来源: CEIC

5. 金融环境：信贷规模结构优化，人民币贬值明显

三季度以来信贷社融结构逐月优化。三季度新增人民币贷款合计3.96万亿元，同比少增1500亿元，企业贷款逐月改善为主要支柱，居民短期贷款和票据融资为主要拖累。其中，企业短期贷款同比少减1685亿元，中长期贷款同比多增1500亿元，而票据融资同比少增2730亿元，企业贷款占比在政策支持下逐月上升。居民中长期贷款也在按揭贷款的韧性支撑下保持较高增长，同比多增600亿元，而短期贷款受制于消费贷监管趋严同比少增2100亿元。三季度新增社融合计为5.37万亿元，同比多增630亿元，同比改善的主要贡献来自非标降幅收窄和企业债融资的改善，其中表外融资同比少减2085亿元，企业债融资同比多增2267亿元。7月信贷的超预期收缩和高基数导致的9月专项债贡献减弱则成为三季度社融最大拖累。

对公贷款大增带动9月新增信贷超季节性改善。企业贷款的强劲成为9月信贷大幅改善的主要动力。9月人民币贷款新增1.69万亿元，同比多增3069亿元，贷款余额同比增速较8月末回升0.1个百分点至12.5%。分部门来看，企业部门新增贷款10113亿元，同比多增3341亿元，短期贷款和中长期贷款均增长显著。其中短期贷款新增2550亿元，同比多增1452亿元；中长期贷款新增5637亿元，同比多增1837亿元，延续8月改善势头；票据融资新增1790亿元，同比多增47亿元。9月企业贷款的好转超出季末银行集中投放的季节效应，应主要受益于逆周期调控政

策发力支撑。一方面，全面降准于 9 月落地；另一方面，三季度以来稳增长权重再次上升，中央要求金融机构加大对制造业和民营企业的中长期融资，促进了相关领域信贷融资扩张。

按揭贷款韧性依旧带动 9 月居民部门贷款稳定增长。9 月居民部门贷款新增 7550 亿元，同比多增 6 亿元，主要来自中长期贷款支撑。其中短期贷款新增 2707 亿元，同比少增 427 亿元，表明消费贷监管依然较严；中长期贷款新增 4943 亿元，为今年 2 月以来新高，同比多增 634 亿元，受季节效应、房企融资受限加速推盘以及房贷利率挂钩 LPR 落地前购房需求提前释放影响，9 月商品房销售有所改善，带动按揭贷款保持较高增长水平。从供给来看，银行避险情绪仍然较浓，也愿意选择资本占用低、风险相对小的按揭贷款。

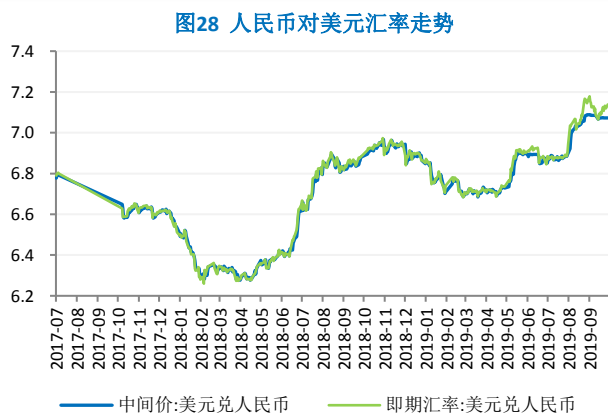
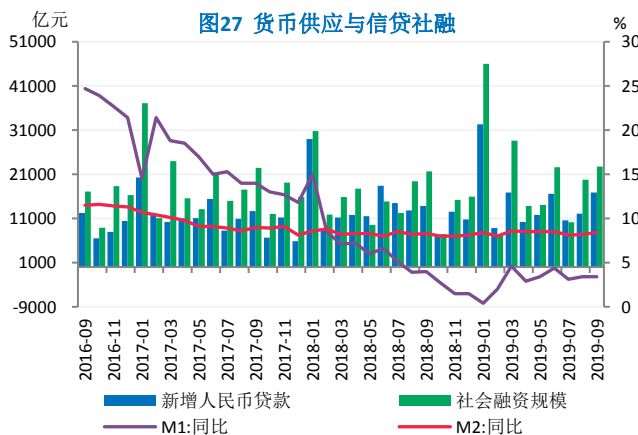
信贷、非标与统计口径变化支撑下，9 月社融超预期回暖。9 月新增社融 2.27 万亿元，环比多增 2550 亿元，同比多增 1383 亿元，社融存量同比增速持平于 10.8%。信贷高增、非标改善和统计口径的完善均对新增社融形成正向贡献。具体来看，9 月新增人民币贷款 1.77 万亿元，同比多增 3309 亿元。表外融资降幅连续两月同比收窄，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三项融资合计下降 1125 亿元，同比少减 1764 亿元，委托贷款改善尤为明显。此外，央行自 9 月起将“交易所企业资产支持证券”纳入“社会融资规模”中的“企业债券”统计，以完善社融统计方法，也对 9 月社融形成小幅正向提升。新口径企业债券融资 1610 亿元，同比多增 1595 亿元。股票融资较为稳定，新增 289 亿元，同比多增 17 亿元。

专项债融资成为 9 月新增社融最大拖累。9 月地方政府专项债融资 2236 亿元，同比少增 5153 亿元。回顾 2018 年同期，为在 10 月底前完成专项债发行，9 月成为全年专项债发行最高峰，形成了较高基数。与此同时，今年地方债发行前置，前 8 月已有多地提前完成全年发行任务，因而 9 月发行放缓。两方面原因导致 9 月专项债融资支撑减弱。

降准与财政投放推升 9 月 M2 增速。9 月末 M2 同比增长 8.4%，较 8 月末回升 0.2 个百分点。9 月为季末财政投放大月，财政性存款大幅下降 7026 亿元，同时全面降准落地，从而加快存款派生，带动 M2 回升。9 月末 M1 同比增长 3.4%，持平于 8 月末，未见明显改善，M1-M2 负剪刀差再次小幅回升，企业活力改善有待观察。

美元指数震荡上升，人民币贬值明显。三季度，美元兑人民币中间价经历了稳定、贬值和宽幅波动三个阶段。7月，中间价由6月末的6.8747升至7月末的6.8841，小幅贬值0.14%。8月，中间价由6.8841上升至8月末7.0879，贬值幅度为2.96%，创下2019年以来单月最大贬值幅度。9月，中间价由7.0879下降至9月末的7.0729，升值幅度为0.21%。

7月份美元指数的持续走强并未造成人民币汇率的大幅波动，但进入8月，受中美贸易摩擦的超预期恶化影响，人民币离岸、在岸人民币对美元汇率双双“破7”，随后中间价也破7并此后一直维持在7以上波动。在人民币兑美元汇率破7之后，央行通过持续逆周期因子来稳定汇率，中间价逐渐企稳并对在岸汇率起到一定稳定作用。离岸汇率在央行发行央票后也迅速回升。9月份以来，人民币兑美元汇率呈现先升值后贬值的格局：升值原因主要是中美贸易谈判迎来转机，市场紧张情绪得到缓解且央行再度发行离岸央票，贬值则主要受美元指数走强影响。



数据来源：WIND

（二）四季度展望：经济增速有望企稳

展望四季度，经济增速将会呈现更大韧性，止跌可能性较大。一是外需制约减轻、基建投资托底以及减税降费等有望对工业生产形成一定支撑；二是三季度以来专项债发行节奏加快以及四季度提前下达2020年专项债额度将继续推升基建投资增速；三是减税降费、刺激消费政策、汽车消费好转和居民消费升级将支撑零售增速反弹。

但制约因素也值得关注：一是内外部需求疲软，企业盈利尚待修复，制造业投资下行压力仍比较大，增长将继续处于低位；二是调控加压、融资趋严将继续压制房企拿地与新开工的意愿和能力，地产投资仍将下

行；三是房地产相关融资渠道收紧压制社融中表外融资改善，制约社融增长空间。预计全年 GDP 增速将保持在 6.1%-6.2% 的水平。

1. GDP：四季度有望企稳

前三季度我国经济在错综复杂的内外部环境下面临较大的下行压力，特别是三季度当季 GDP 增速回落至 1990 年来最低点。不过积极因素也在不断聚集，预计四季度经济将会呈现更大的韧性，止跌的可能性较大，全年完成 6-6.5% 增长目标不会有太大压力。

从经济周期来看，我国 GDP 增速由 2013 年初的 8% 跌至 2015 年初的 7%，大致经历了 9 个季度（约两年），随后在 6.8%-7% 的平台上波动了 3 年左右。本轮经济下行源于 2018 年初，到目前已 7 个季度，较为接近上次经济下台阶的周期长度。预计未来有较大概率进入一个类似于 2016-2017 年的平台期，形成第二个“L”的横边。从“十八大”提出 2020 年 GDP 较 2010 年翻一番的目标来看，2019、2020 年 GDP 若均保持 6.2% 的增长，则恰好可完成，因此政策有通过更多稳增长手段来促使未来 GDP 增速进入一个稳定平台期的动力。

从外部环境看，尽管全球经济增长预期放缓，但多数国家进入降息周期，美元仍有降息预期，人民币汇率有望保持稳定，我国货币政策仍有空间；中美贸易谈判也终于“破冰”，地缘政治的不确定性被市场逐步消化，这些均有助于提升投资者与消费者信心。

从内部来看，2018 年初以来的金融强监管、去杠杆，房地产严调控以及环保强监管形成的经济面负向冲击，已在近两年的执行过程中逐步被消化。货币政策在保持稳健的基调上，利用 LPR 改革、降准等手段切实降低实体经济融资成本，保持流动性合理充裕；财政政策加大减税降费力度，完成 2019 年地方债全年发行任务，有望提前下达 2020 年地方债务限额。此外，经济下行和外部压力都在促进我国各项改革措施加速落地，包括为企业与个人降税减负，全面加快市场的对内对外开放，大力支持小微及民营企业，打好脱贫攻坚战等，都将释放支撑经济的积极因素。预计全年 GDP 增速将保持在 6.1%-6.2% 的水平，仍处在政策目标区间。

2. 供给端：工业生产有望小幅回升，服务业仍具韧性

展望四季度，预计工业增加值有望小幅回升。一是从生产来看，10

月份属于传统工业旺季，高频生产数据显示，10月国庆假期过后，自然天气和环保限产对工业生产的抑制作用明显缓解，6大发电集团日均耗煤量节后逐步走强，高炉开工率、汽车轮胎全钢胎、半钢胎开工率均有所回弹，但仍低于去年同期，显示生产端仍为弱改善。

二是需求来看，一方面，全球经济动能持续放缓、中美贸易摩擦不确定性仍存，PMI指数中新出口订单指数连续16个月位于收缩区间，2019年下半年以来出口交货值同比增速持续保持低位，但四季度西方国家感恩节和圣诞节来临有望提振需求，预计四季度外需对工业生产的制约作用有望减轻。另一方面，在2020年部分新增专项债额度提前至2019年发行、中央印发《交通强国建设纲要》等扩大有效投资的政策支持下，基建投资托底有望对工业生产形成一定支撑。

三是从盈利和库存来看，四季度均有望好转。2018年下半年以来，工业企业利润累计同比增速总体持续下滑，基数逐渐走弱，随着各项稳增长措施落地，今年四季度工业企业利润增速有望触底反弹。库存方面，1-8月工业企业产成品存货累计同比增速仅较上月微降0.1个百分点至2.2%，去库存幅度显著缩小，同时9月制造业PMI中原材料库存指数由8月的47.5%微升至47.6%，产成品库存指数由8月的47.8%回落至47.1%，去库存正在接近尾声。

四是从政策来看，以减税降费为主线的财政政策落实落细将继续对拉动进出口和促进制造业企业产生一定支撑，逆周期政策调节力度加大也有助于解决民营经济和小微企业融资难问题，优化营商环境等政策措施有望对工业企业的经营预期改善形成助力。加之2018年四季度工业增加值总体基数偏低，因此预计2019年四季度工业增加值有望小幅回升。

在政策支持和行业动能助推下，四季度服务业仍具韧性，但内需不强和房地产市场趋弱仍将对服务业形成制约。从支撑因素来看，一是消费“提质扩容”成为近期政策要点，包括支持服务消费，出台实施养老、家政服务、婴幼儿照护服务等政策措施，有望进一步激发服务消费潜力，带动服务业整体加快发展；二是国务院办公厅印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，将进一步促进文旅产业发展；三是中央印发《交通强国建设纲要》，我国交通基础设施建设项目加快推进有望为交通运输、仓储邮政以及租赁和商务服务业等生产性服务业增长提供支撑。从制约因素来看，一方面，内需依然偏弱使得服务业难以显著反弹；另一方面，房地产投资仍趋下行将对房地产相关服务行业形成制约。综上

所述，预计 2019 年四季度服务业生产指数仍将保持较快增长，但略有下降。

3. 需求端：投资回落，消费回升，进出口回稳

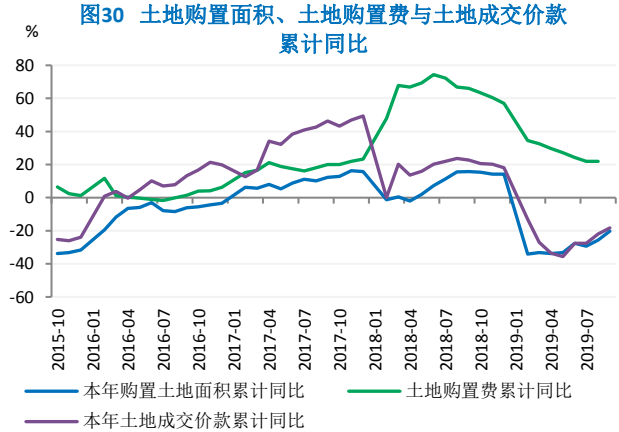
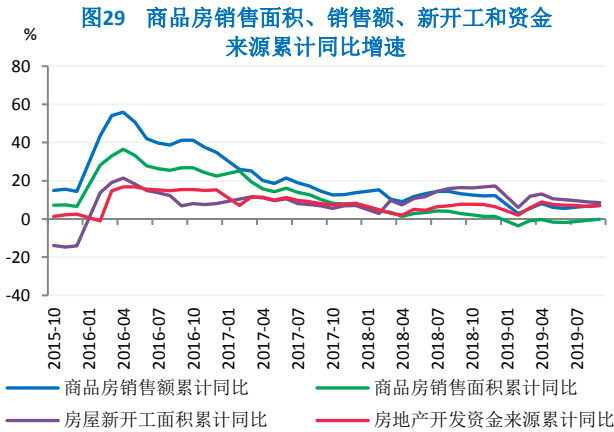
(1) 四季度固定资产投资或小幅回落

四季度，宏观政策逆周期调节力度将进一步加大，积极财政继续发力基建投资，金融资源将继续向制造业、民企等领域倾斜，但考虑到企业投资意愿仍然低迷，且地产调控约束较强，综合来看四季度投资增速有继续小幅回落压力。

基建投资增速将渐进回升。三季度以来地方政府专项债发行节奏加快，其对基建的拉动作用已逐渐显现，考虑到资金落地到项目投入的滞后效应，四季度可望有更大拉动效果。9 月国务院常务会议已要求今年限额内专项债在 10 月底前全部拨付到项目上，形成实物工作量。同时，提前下达的 2020 年专项债额度会否在年内发行也是四季度基建投资能否继续回暖的重要变量，从长沙市在国内首个表态在 10 月底前将提前下达额度发行到位来看，四季度专项债提前发行有望，但支撑力度将小于前三季度。总体来看基建投资将缓慢回暖。

制造业投资增速低位企稳。当前内外部需求疲软，企业盈利尚待修复，制造业下行压力仍比较大。为此三季度以来高层加大金融政策发力，对制造业、小微企业和民营企业领域实施结构性融资支持，从 9 月信贷数据来看已有成效，四季度政策将继续加力。另一积极因素是高技术制造业投资将保持良好增势，继续发挥结构性支撑作用。因此，四季度制造业投资可望保持稳定，不致失速。

房地产开发投资增速仍然下行。加快推盘降价促销或可对地产销售形成一定支撑，但三四线城市前期需求透支，后期增长乏力，一二线城市调控持续收紧，需求释放缓慢，四季度楼市整体承压。同时，地产政策端并未发生变化，调控加压、融资趋严将继续压制房企拿地与新开工的意愿和能力，预计地产投资仍将下行。



数据来源：WIND

(2) 四季度社会消费品零售增速将有望回升

四大积极因素将支撑零售增速反弹。一是各项减税降费政策的逐步实施，居民收入水平切实提高，较去年同期实际增长 6.1%，居民消费能力增强。二是刺激消费政策的密集出台与逐渐发力，优化供给，补足短板，有效刺激居民消费意愿，将有效促进形成强大的国内市场。三是社会消费品零售增速的主要拖累项汽车消费水平出现明显好转，新能源汽车产业政策出现利好，有利于四季度社会消费水平的稳定增长。四是居民消费明显出现结构性升级趋势，消费热点由满足物质生活需求的实物消费向体现人民美好生活需要的服务消费转变，文化娱乐、休闲旅游、教育培训、健康养生等服务消费成为新的消费热点，市场潜力扩大，居民消费边际延展。

一些消极因素也不容忽视：一是全国房地产销售明显放缓，将导致居住类消费走弱。二是居民部门杠杆率的不断升高将对消费产生明显挤出效应。据社科院统计，二季度居民部门杠杆率持续攀升，已至 55.3%。在预期房价长期平稳的情况下，高负债对于消费的挤出效应已经大于财富效应。三是居民消费信心转弱，出现下行趋势，7、8 月消费者信心指数出现连续递减。四是短期物价出现明显上涨，从价格方面抑制社会消费总额的提升。

(3) 四季度进出口有望温和增长

国际方面，我国外贸发展的外部环境仍然比较严峻，国际环境不确定因素仍然较多，国际货币基金组织和世界银行最新报告再次下调了 2019 年全球经济增长预期，外需较大概率维持低迷，进出口形势不容乐

观。但是，外部货币政策环境转向宽松，加之各国逆周期调节政策，会在一定程度上对外需起到支撑作用；欧美国家圣诞节备货因素，将对出口形成拉动作用；人民币汇率在 8 月一次性贬值后呈区间波动态势，预计对于出口下行有一定对冲作用。

国内方面，经济出现企稳迹象、下行压力依旧较大，中美双方已经相互加征关税的效果将继续显现。同时，稳增长政策加码和效果逐渐显现，将在一定程度上对冲内需下降；第十三轮中美贸易磋商有望达成阶段性协议，将对进出口增长起到推动作用；此外，我国外贸发展呈现稳中提质态势，贸易伙伴多元化持续推进，进出口商品结构进一步优化，外贸仍有韧性。

4. 通胀形势：CPI 继续上涨，PPI 逐步止跌

预计四季度 CPI 将保持在 3%-4% 区间，全年在 2.7% 左右，明显高于去年整体水平。从猪肉来看，前期受非洲猪瘟影响，猪肉供给区产能去化较为严重，9 月末猪肉价格同比涨幅已接近 70%，对比历史猪肉大周期的顶峰涨幅，今年已高于 2011 和 2016 年最高点，但低于 2007 年 80% 左右的涨幅。与历史上猪肉市场自发形成的价格周期波动不同，本次周期还受到较为严重的猪瘟叠加影响，不排除同比增幅超越 2007 年的情况。10 月份以来猪肉价格依旧连创新高，而去年同期猪肉价格仍在下跌，因此预计四季度猪肉价格的同比增速很难降下来，更可能出现环比增幅回落，但同比增速继续扩大的态势。通过测算，猪肉将在四季度推升 CPI 同比增速继续扩大 0.3-0.8 个百分点。

从其他食品来看，预计鲜果价格在秋季大量上市后继续回落；其他肉类由于是猪肉的替代品，具备一定涨价压力，但幅度将较为温和；鲜菜、奶、蛋、水产品将在节日与天气因素的影响下产生一定波动，但不具备大幅上涨趋势。从非食品看，整体不改需求偏弱的态势，一是随着 PPI 暂时进入负区间，制造业产品，包括生活用品、汽车、通信器材等将继续回落，但衣着价格受季节性影响将走高；二是居住价格在房地产市场趋冷后涨幅将回落；三是医疗、文化教育和娱乐等服务业价格将保持一定强势，为非食品提供支撑。

从翘尾因素和去年基数看，四季度由于去年 CPI 环比涨幅较低，翘尾因素逐步被新涨价因素取代，CPI 受基数影响上涨压力较大。在猪肉价格继续攀升的情况下，四季度 CPI 将有较大可能继续向上突破，不排

除接近 4% 的可能。预计全年 CPI 将同比上涨 2.7% 左右，较 2017 年上升 0.6 个百分点。

预计四季度 PPI 跌幅将先扩大后缩小，但无法回到正区间。一是从全球大宗商品走势看，受全球经济增速回落影响，尽管各国货币政策有所放松，但整体难以大幅上涨；二是工业企业下游需求仍偏弱，不过在货币、财政政策持续发力下，四季度可能有小幅回暖；三是从去年基数看，去年四季度 PPI 先涨后跌，特别是 12 月份跌幅较大，因此预计年末 PPI 同比增速将有反弹的可能，预计全年 PPI 将同比下降 0.3% 左右。

5. 金融环境：信贷平稳社融回落，汇率震荡区间收窄

信贷平稳社融回落。展望四季度，信贷有望保持稳定增长，社融同比增速或小幅回落。在房地产融资收紧压制表外融资改善的背景下，信贷能否保持较高增长，以及地方政府专项债 2020 年额度能否在年内提前发行成为社融改善势头能否延续的主要变量。当前经济下行压力依旧，仍需逆周期政策调节，但受制于通胀上行约束，货币政策仍将以结构性宽松为主。预计针对制造业和民营企业领域的融资支持政策将加大发力，促进相关领域融资恢复。但考虑到金融机构风险偏好依然偏低，且企业自身融资意愿有待提升，四季度对公信贷投放总体将保持平稳。地方政府专项债 2020 年额度将提前下达的政策公布后，长沙市在国内首个表态在 10 月底前将提前下达额度发行到位，这预示着四季度专项债发行可能同比回暖，再次对社融构成一定提振。综合来看，预计四季度社融增速可能小幅下行，但仍将保持在 10.5% 以上。

汇率震荡区间收窄。美国经济展现疲弱迹象，美联储重启扩表且年内或有一至两次降息，预示美元指数有下行压力。但考虑到美国经济表现相对于全球其它经济体更优，且市场对美联储降息已有预期，美元指数预计将在 97 至 99 区间震荡运行。随着央行通过逆周期因子稳定美元兑人民币中间价和发行离岸央票收紧离岸人民币流动性，人民币三大汇率振幅都开始收窄，但考虑到美元指数高位运行影响，预期四季度人民币中间价仍保持在 7.08 附近，离岸、在岸汇率可能在位于 7.0 至 7.2 区间震荡运行，短期内单边大幅度变动可能性不大。但考虑到中美最终贸易协定仍未达成，摩擦如进一步恶化，人民币兑美元汇率仍有可能再次大幅贬值。

（三）当前需关注的风险因素

1. 就业压力仍在

1-9 月份城镇新增就业达到 1097 万人，已完成全年计划目标任务的 99.7%。全国城镇调查失业率 8 月份为 5.2%，与上月持平，就业总体保持稳定。不过还要看到，个别地区调查失业率相对较高，青年人的失业率高于整体失业率，而且 PMI 中的就业指标持续在荣枯线下运行，显示就业压力仍然偏大。

由于经济仍然处于下行区间，特别是一些传统行业还面临着去产能和结构转型问题，出口部门仍然面临着较大的外部不确定性，这些都对“稳就业”构成挑战。四季度仍需高度关注稳就业问题。

2. 中美贸易谈判仍存变数

在第十三轮谈判之后，中美双方决定分阶段签署协议，避免了局势的进一步恶化，有利于市场信心企稳。但从目前情况来看，双方的根本分歧仍然未能弥合，离达成全面协议仍然较远，所以不排除仍然存在变数。

首先，协议没有提到去年贸易战开战时美国提出的中国改变产业政策（即放弃“中国制造 2025”）与取消国家补贴的两大要求。而这两大要求是中方坚决拒绝的，是两国之间最大的分歧，将来如何处理具有不确定性。其次，即使美国放弃这两大要求，其在技术转让与知识产权保护问题上的众多条款，中国也只会部分地让步而不会全盘接受，这也将是达成全面贸易协议的重大障碍。最后，对于大量增加从美国进口从而降低美国对华贸易赤字，中国原则上同意并有市场能力做到，但对于“大量”到何种程度以及进口产品所涵盖的范围，两国也必然会有分歧。

3. 专项债运用中的风险

7 月 30 日政治局会议以来，稳增长在经济政策中的权重明显上升，包括扩大专项债用作重大项目资本金范围以及 2020 年专项债前置发行，要求逐步形成实物工作量，逐步落实到项目中。这些在促进基建投资增速回升、托底经济增长方面发挥了积极作用。

但在专项债落地过程中，也面临着不少风险因素：一是项目储备不足。专项债额度下达后，为了抢额度，各级层层加码要求时间进度，很多地方把不成熟的项目也包装来申请额度，甚至把本来几年后才要启动的项目提前了来凑数；二是挤出效应。专项债规模扩大，政府投资比例迅速提高，挤出了市场化投资，民企发展空间缩小；三是编造数据。专项债要求有对应具体项目，以项目未来收益作为偿还来源。地方政府为了争抢专项债额度，在测算项目的平衡方案时，项目收益现金流基本上采用“拍脑袋”，存在很多造假数据。这些风险因素都值得密切关注。

三、政策回顾与展望

随着经济下行压力加大，政策重心开始向稳增长偏移。7月30日的政治局会议重提“做好六稳工作”，并淡化了“结构性去杠杆”的提法，9月4日的国务院常务会议提出“把做好‘六稳’工作放在更加突出位置”，货币政策委员会三季度例会和金融委的第七次、第八次会议都特别强调“加大逆周期调节力度”。这些确定了四季度和下一阶段的政策主基调。

（一）三季度政策回顾

1. 货币政策：降准组合拳配合 LPR 改革，协同降成本促融资

三季度以来，央行保持定力、主动作为，坚持实施稳健的货币政策，适时适度加大逆周期调节力度，对关键领域和薄弱环节实施定向精准滴灌，对实体经济形成了有力支撑。

一是货币政策操作收放有度，保持定力。7-9月央行的公开市场操作以对冲短期资金面扰动和定向结构性支持为主，在月中税期及季末时连续开展逆回购操作对冲资金面扰动，并于9月中旬重启14天期逆回购操作，提前布局跨季资金面，应对跨季及国庆长假提现需求，在月初、月末流动性充裕时则多次连续暂停逆回购操作，通过灵活掌握公开市场操作的力度和节奏，维护了流动性的基本稳定。三季度美联储连续两次降息，并于十年来首次重启隔夜回购连续投放流动性，欧央行也在近期降息并重启量化宽松，全球降息潮中我国央行未跟随降息，保持了“以我为主”的定力。

二是“普降+定向”降准组合拳驰援实体经济，发力降成本促融资。5-7月存款准备金率“三档两优”框架下的三次定向降准完成后，央行再次推出“普降+定向”降准组合政策。一方面，于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，有效增加金融机构支持实体经济的资金来源，有助于通过传导降低贷款实际利率，并为LPR改革引导贷款利率下行打开空间；另一方面，额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，充分体现出调控的精准性和灵活性，有利于进一步

完善对中小银行实行较低存款准备金率的“三档两优”政策框架，促进基层城商行加大对小微、民营企业的支持力度。

三是利率市场化再下一城，LPR 改革迈出实质性步伐。央行于 8 月正式启动贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革，授权全国银行间同业拆借中心于每月 20 日公布 LPR，LPR 报价行按 MLF 利率加点形成的方式进行报价，并扩大了报价行的范围，制定了分阶段考核要求。LPR 形成机制改革有助于打破贷款利率隐形下限，提升银行风险定价能力。央行于 8、9 月公布的 LPR 报价小幅下行，体现了市场化定价原则，有利于引导实体经济贷款利率下行，使小微、民企、制造业受益。分步实施则有利于减少政策改革带来的冲击，为银行改革完善贷款定价机制提供适应和调整的时间。

四是引导金融机构加大对制造业和民营企业中长期融资的支持。自 7 月末中共中央政治局会议要求引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资以来，央行积极部署银行业信贷结构优化调整，要求提高制造业中长期贷款和信用贷款占比，并增加支持小微企业再贷款额度，发挥精准滴灌作用，引导降低社会融资成本，有效促进了三季度融资结构改善。

2. 财政政策：充分发挥逆周期调节作用，稳增长、防风险并重

随着减税降费政策效果逐渐显现，财政收入增速持续回落。1-9 月累计，全国一般公共预算收入 150678 亿元，同比增长 3.3%，增速较去年同期降低 5.4 个百分点。其中，全国一般公共预算收入中的税收收入同比下降 0.4%，较去年同期降低 3.3 个百分点。其中，国内增值税、消费税、企业所得税、个人所得税、进出口货物增值税、消费税等主体税种增速较去年同期水平回落明显，减税效应超预期。值得关注的是，这已是税收收入同比增速在年内第二次出现负值。非税收入增速相对较大，同比增长 29.2%，增速较去年同期增长 42 个百分点，这主要是中央通过特定金融机构和中央企业上缴利润，地方也采取盘活国有资源资产及国企上缴利润等方式增加非税收入，弥补税收下降带来的收入缺口，促进财政收支平稳运行。其中，国有资本经营收入同比增长 3.9 倍，拉高全国非税收入增幅 21 个百分点；国有资源（资产）有偿使用收入同比增长 19.6%，拉高全国非税收入增幅 5 个百分点。

逆周期调节力度加大，财政支出增长较快。1-9 月累计，全国一般公共预算支出 178612 亿元，同比增长 9.4%，较去年同期加快 1.9 个百分点。截止 9 月底，财政支出为年初预算数的 75.93%，较去年同期低 1.9 个百分点。为支持地方财政平稳运行，今年中央财政安排对地方转移支付 7.54 万亿元，比上年同比增长 9%，力度为近几年最大。从主要支出项目来看，重点领域支出保持较快增长。依据国家坚持支持打好三大攻坚战的总体战略，节能环保、城乡社区、债务付息三项支出同比增速较快，分别为 14.5%、12.6%和 13.9%。同时，科学技术、教育、社会保障和就业等项的支出同比增幅也相对较高，分别为 10.6%、9.7%和 9.2%。

政府性基金收入与支出增速较去年同期有所放缓，但收支缺口扩大。1-9 月累计，全国政府性基金收入同比增长 7.7%，较去年同期增速降低 20.3 个百分点。其中，国有土地使用权出让收入同比增长 5.8%，增速较去年同期下滑明显。全国政府性基金支出同比增长 24.2%，较去年同期增速降低 12.1 个百分点。

加快发行和用好、用实地方政府债券。1-8 月，全国地方累计发行新增地方政府债券 28951 亿元，占 2019 年新增地方政府债务限额的 94%，发行进度较去年同期提高了 34 个百分点。根据前期财政部要求，今年限额内债券 9 月底前应全部发行完毕，10 月底前将全部拨付到项目上，重点用于稳投资、补短板领域，尽快形成实物工作量。发行速度较大幅度提升的同时，今年发债还呈现利率成本下降、债券期限延长、重点用于稳投资补短板领域等特征。1-8 月，新增债券平均发行利率 3.41%，较去年同期降低 44 个基点。从用途来看，资金使用更加倾向民生领域。具体来看，用于铁路、公路等交通基础设施 1579 亿元，占 9.9%；用于市政建设 1186 亿元，占 7.5%；用于棚改等保障性住房建设 6238 亿元，占 39.2%。

3. 其他稳增长政策

一是金融开放步伐明显加快。金融委第八次会议提出，“要进一步扩大金融业高水平双向开放，鼓励境外金融机构和资金进入境内金融市场，提升我国金融体系的活力和竞争力”。货币政策委员会三季度例会指出，“进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力”。10 月 15 日，《国务院关于修改〈中华人民共和国外资保险公司管理条例〉和〈中华人民共和国外资银行管理条例〉的决定》发布，“规定外国银行可以在中国境内同时

设立外商独资银行和外国银行分行，或者同时设立中外合资银行和外国银行分行”等。外资投资债市也更为便利。10月16日的国常会强调，要持续深化“放管服”改革，打造更有吸引力的营商环境，进一步做好利用外资工作。

二是深化金融体制改革。9月底的金融委第八次会议提出，要进一步深化政策性金融机构改革，完善治理体系和激励机制，遵循金融机构经营规律，发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用。要加快构建商业银行资本补充长效机制，丰富银行补充资本的资金来源渠道，进一步疏通金融体系流动性向实体经济的传导渠道。重点支持中小银行补充资本，将资本补充与改进公司治理、完善内部管理结合起来，有效引导中小银行下沉重心、服务当地，支持民营和中小微企业。

三是进一步优化营商环境。9月9日的深改委第十次会议通过《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》，强调营造市场化、法治化、制度化的长期稳定发展环境，保证各种所有制经济依法平等使用生产要素、公开公平公正参与市场竞争、同等受到法律保护，推动民营企业改革创新、转型升级、健康发展。9月19日，国务院办公厅发布《关于做好优化营商环境改革举措复制推广借鉴工作的通知》，发布了在全国复制推广借鉴的京沪两地优化营商环境改革举措清单。10月8日，国常会审议通过《优化营商环境条例（草案）》，以政府立法为各类市场主体投资兴业提供制度保障。

四是扩大有效投资。9月4日的国务院常务会议部署“六稳”工作时将专项债券作为重点之一，除了提前下达明年部分新增专项债额度，专项债券可用作资本金的领域也明显扩围。9月19日中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》，提出到2035年基本建成交通强国，释放中长期政策利好。第一批交通强国建设试点地区近日已公布。交通部表示将加快推进《国家综合立体交通网规划纲要（2021—2050年）》编制工作。9月24日，发改委副主任宁吉喆称，要促进今年的预算内投资、其他政府投资、企业和民间投资、地方专项债券加快用于补短板、调结构、扩内需。

其他重要国内政策包括：国常会部署加强市场价格监测预测预警，保持物价基本稳定保障基本民生；中央农办、农业农村部发文进一步加

强农村宅基地管理；住建部表示将加快完善住房保障，解决新市民住房问题等。

（二）四季度政策展望与建议

1. 货币政策展望：适度加大逆周期调节，定向支持实体经济融资

国务院金融委第八次会议和央行货币政策委员会三季度例会均在重申继续坚持货币政策稳健基调的同时强调加大逆周期调节力度，保持流动性的合理充裕。预计四季度货币政策逆周期调节力度将进一步加大，但将表现为结构性宽松，不会出现大规模放松。

一是逆周期调节以渐进定向放松为主，定力犹存。考虑到当前通胀环境和房地产调控进程，本轮货币政策放松步伐将继续循序渐进，但在当前全球经济增速放缓、贸易摩擦升级导致外部环境进一步趋紧，国内消费增速减慢、有效投资增长乏力，经济下行压力加大的背景下，逆周期调节不会缺席，将加大稳定内需力度。当前我国货币政策空间依然充足，但出于“以我为主”的考量，需兼顾内外平衡、考虑长远，短期并不急于立即采取大规模宽松。央行“普降+定向”组合降准举措已发，后续将引导金融机构配合降准落地，将资金精准注入实体经济中的小微、民企等领域。

二是持续发力薄弱环节融资支持。9月24日，央行行长易纲在新闻发布会上表示，下一步将继续把解决民营企业和小微企业融资难融资贵问题的“三支箭”政策组合用得更好。25日召开的央行货币政策委员会第三季度例会进一步强调，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。未来政策将继续支持金融资源向制造业、民营及小微企业等领域倾斜。

三是以 LPR 下调促市场化降成本，MLF 作用或将强化。货币政策传导疏通方面，央行将坚持用市场化改革办法引导实际利率水平明显降低，后续 LPR 报价利率或渐进小幅下行。同时，被 LPR 锚定后，MLF 作用将强化，操作频率也可能增加。10月16日央行在无 MLF 到期的情况下新增 2000 亿元 MLF 投放，即预示着 MLF 这一货币政策工具的深度和广度将拓展。在 20 日 LPR 报价前开展 MLF 操作，有利于明确 LPR 报

价基准。此次 MLF 利率再次保持不变，结合此前央行行长易纲在新闻发布会上保持货币政策定力、珍惜正常的货币政策空间的相关表述，年内 MLF 利率下调概率已经降低。

2. 财政政策展望：持续加力提效，用好逆周期调节工具，深化财政体制改革

一是继续落实落细减税降费政策。要实施更大规模减税降费，减轻企业负担、激发市场活力。要抓好各项政策措施的落实，密切关注各行业税负变化与政策落实中遇到的问题，不断完善政策、优化流程，帮助企业用足用好政策。推动新的小微企业普惠性税收减免政策、个人所得税专项附加扣除政策、加大增值税“降税率、扩进项、退留抵”政策落地落实。推动降低社保缴费比例，减征教育附加、地方教育附加，行政事业性收费、政府性基金实行“三缓两降”。

二是加快地方政府专项债券发行使用。财政部将继续指导和督促地方加大工作力度，确保 10 月底前全部拨付到项目上，重点用于稳投资、补短板领域，尽快形成实物工作量。同时，财政部将提前下达明年专项债券部分新增额度，积极做好各项准备工作，确保明年初即可使用见效，带动有效投资，支持补短板、扩内需。另外，对地方政府的隐性债务，财政部将通过坚决遏制增量、稳妥化解存量，做好债务风险防范工作。

三是推进调整中央与地方收入划分改革。持续深化财税体制改革，建立“权责清晰、财力协调、区域均衡”的中央与地方财政关系。从增值税分享比例、增值税留抵退税分担机制、消费税征收环节等三个方面明确了中央与地方收入划分改革推进路线图，也为减税降费政策落实提供了重要保障。

3. 政策建议

面对内外部需求的同时下降，以及中美贸易摩擦带来的不确定性，建议宏观政策上应从以下四个方面着手：一是积极推进中美贸易谈判，二是扩内需政策继续发力，三是深化改革开放推动经济高质量发展，四是加快推出房地产长效机制。

一是积极推进中美贸易谈判。10 月 11 日，中美双方在第十三轮谈判之后达成休战协议，双方约定在五周之内拟定协议 1，包括采购美国农

产品、加强知识产权保护和加快金融服务业开放等内容。不过，这只是双方在面临政治压力和经济压力下的暂时协议，距离达成全面协议仍然较远。我国应在积极与美方谈判、尽量签署对我有利协议的同时，也应对谈判的艰巨性和困难性保持充分预期，并尽量出台对冲措施，减少对于贸易部门和就业的冲击。

二是扩内需政策继续发力。面对内外需疲软的状况，扩内需政策仍需适度发力：首先，把稳就业作为六稳的首位摆在更加突出的位置，稳定制造业就业，扩大服务业就业；其次，用改革办法扩大消费，改善居民收入增加预期，有效激活和启动农村市场；再次，落实减税降费、降低融资成本，稳定制造业投资，加强补短板力度、稳定有效投资，继续发挥基建的托底作用。

三是深化改革开放推动经济高质量发展。建议持续推进放管服改革，优化营商环境，激发民营企业活力；加快金融开放，鼓励境外金融机构和资金进入境内金融市场，提升我国金融体系的活力和竞争力；进一步拓展开放范围和层次，以高水平开放推动高质量发展；提高科技创新能力，推动先进制造业和现代服务业融合发展。

四是加快推出房地产长效机制。住房问题关系千家万户的基本生活保障。当前，我国发展进入新时代，外部环境发生新变化，住房问题的解决面临新挑战、亟需新思路。政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，充分表明了高层的定力和决心，也有利于稳定市场预期。下一步，建议从“满足人民对美好生活的向往”出发，变“价格目标型调控”为“发展目标型调控”，引入“德国模式+新加坡模式+中国式创新”，按照“政府市场双到位、商品房保障房双轨并行、供给需求两侧双激活”框架，尽快推出房地产调控长效机制，以促进房地产市场健康发展，满足人民的住房需求。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		19-1	19-2	19-3	19-4	19-5	19-6	19-7	19-8	19-9
国内生产总值当季										
GDP	同比增长, %			6.4			6.3			6.0
工业生产 当月										
增加值	同比增长, %		5.3*	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8
消费 当月										
社会消费品	同比增长, %		8.2*	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8
固定资产投资自年初累计										
总额	同比增长, %		6.1*	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4
房地产开发	同比增长, %		11.6*	11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5
外贸 按美元, 当月										
进出口	同比增长, %	4.2	-13.7	2.8	0.4	-3.4	-4.0	-0.7	-3.2	-5.7
出口	同比增长, %	9.3	-20.7	13.8	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1.0	-3.2
进口	同比增长, %	-1.4	-5.0	-7.9	4.0	-8.5	-7.3	-5.6	-5.6	-8.5
贸易差额	美元, 亿	393.4	37.9	324.2	138.4	416.6	509.7	450.5	348.3	396.5
通货膨胀 当月										
CPI	同比增长, %	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.8	2.8	3.0
PPI	同比增长, %	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	-0.3	-0.8	-1.2
社融及货币信贷										
社融规模	人民币, 万亿	4.61	0.71	2.86	1.36	1.4	2.3	1.01	1.98	2.27
新增信贷	人民币, 万亿	3.23	0.89	1.69	1.02	1.18	1.67	1.06	1.21	1.69
社融存量	同比增长, %	10.4	10.1	10.7	10.4	10.6	10.9	10.7	10.7	10.8
M1	同比增长, %	0.4	2.0	4.6	2.9	3.4	4.4	3.1	3.4	3.4
M2	同比增长, %	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4

*注: 数据为 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: wangjingwen2@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)

