

民银智库研究

2019年第22期

总第114期

中国民生银行研究院

2019年11月15日

经济增长弱于预期 改革开放亟待加力

——2019年11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

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅理

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@163.com

- **10月以来全球经济压力未减。**主要先行经济指标连续多月处于荣枯线以下或处于多年来低位，全球经济仍在寻底。美国经济下行风险犹存，美联储再次“预防式”降息，但已接近尾声；欧洲通胀持续趋弱，央行和英央行按兵不动，英国第三次延期脱欧；日本经济下行压力加大，暂不扩大刺激政策；新兴市场国家经济增长放缓，通胀表现有所差异，货币政策进一步走向宽松。中美贸易谈判进展积极，第一阶段协议近期有望签署。
- **10月中国经济数据弱于预期。**一是工业增加值季节性回调，由5.8%回落至4.7%；二是基建投资增速回落，房地产投资小幅下行，拖累固定资产投资增速由5.4%回落至5.2%；三是汽车、居住、石油类消费拖累加剧，社会消费品零售总额增速由7.8%放缓7.2%；四是猪肉推动CPI涨幅扩大至3.8%，PPI降幅扩大至-1.6%；五是信贷社融均弱于预期，增速均出现回落，M1与M2剪刀差扩大。亮点因素包括：进出口增速略有企稳、制造业投资增速回升、调查失业率小幅下降等。
- **部分经济指标呈现企稳迹象。**10月数据的整体回落，主要受季节因素和出口交货值拖累工业生产、土地购置费走弱拖累房地产投资以及“双十一”导致消费后移等影响。下一阶段，中美贸易谈判进展顺利，第一阶段协议有望近期签署，有利于进出口增速走稳；部分基建项目资本金比例下调，允许发行权益型、股权型金融工具筹集资本金，将有助于基建投资反弹；新开工、施工和销售数据走好，将继续保证房地产投资韧性；“双十一”拉动网购、汽车拖累减弱将有助于消费企稳。
- **政策展望及建议。**面对经济下行压力以及明年的翻番目标，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：一是全面深化改革扩大开放；二是积极推进中美贸易谈判，三是扩内需政策继续发力，四是加快推出房地产长效机制。

目 录

一、全球宏观经济形势分析	1
美国：经济下行风险犹存，美联储继续“预防式”降息.....	1
欧洲：通胀持续趋弱，欧英央行按兵不动，英国第三次延期脱欧.....	2
日本：经济下行压力加大，暂不扩大刺激政策.....	4
新兴经济体：经济增长放缓，货币政策进一步宽松.....	5
二、我国宏观经济形势分析	6
工业：增速再现季初显著回落，11月有望改善.....	7
投资：制造业投资微幅反弹，基建房地产双双回落.....	8
房地产：投资下行但有韧性，多项关键指标回升.....	10
消费：增速明显回落，或与“双十一”有关.....	11
外贸：进出口增速下滑，幅度有所收窄.....	12
通胀：猪价推动CPI涨幅扩大，PPI仍在通缩区间.....	14
金融：信贷社融低于预期，同比增速双双回落.....	15
市场：人民币汇率持续升值，债券收益率整体上行.....	17
三、政策回顾与展望	19
主要宏观政策回顾.....	19
政策展望.....	21
政策建议.....	22
主要宏观经济及金融数据一览表	24

一、全球宏观经济形势分析

全球经济压力未减。10月摩根大通全球综合 PMI 回落 0.3 个百分点至 50.8%，连续 3 个月下滑后已达 2016 年 2 月以来最低水平；制造业 PMI 指数微升 0.1 个点至 49.8%，连续 3 个月回升，但仍未突破荣枯线。OECD 综合领先指标 9 月再降至 99.13，自 2017 年 12 月高点持续下滑，继续刷新金融危机以来低点。全球经济下行压力仍未缓解。

分国别来看，美国经济下行风险犹存，美联储再次“预防式”降息，但已临近尾声；欧洲通胀持续趋弱，欧央行和英央行按兵不动，英国第三次延期脱欧；日本经济下行压力加大，暂不扩大刺激政策；新兴市场国家经济增长放缓，通胀表现有所差异，货币政策进一步走向宽松。

美国：经济下行风险犹存，美联储继续“预防式”降息

美国经济下行风险犹存。三季度 GDP 小幅回落。美国三季度 GDP 环比折年率为 1.9%，较二季度回落 0.1 个百分点。**制造景气度边际改善。**美国 10 月 Markit 制造业 PMI 为 51.3%，较上月回升 0.2 个百分点，10 月 ISM 制造业 PMI 为 48.3%，较上月回升 0.5 个百分点。**消费支撑出现松动。**9 月零售销售、核心零售销售环比分别下跌 0.3%、0.1%，弱于前值及预期。9 月个人消费支出环比增长 0.2%，涨幅不及预期。11 月密歇根大学消费者信心指数初值 95.7，季度内连续攀升，反映出消费者信心状况后续转好。**投资压力彰显。**9 月耐用品订单环比终值-1.2%，扣除飞机非国防资本耐用订单环比终值-0.6%，增速较初值下修 0.1 个百分点，三季度呈现连续下滑态势。**房地产市场持稳运行。**9 月成屋销售年化环比下降 2.2%，新屋销售环比下降 0.7%，两指标周期性回落，市场整体受下行利率支撑。**贸易逆差明显缩窄。**9 月出口 2059.9 亿美元，进口 2584.4 亿美元，两值均出现下滑。贸易差额降至-525 亿美元，创近五个月新低。

通胀就业总体走稳。从物价指标来看，9 月核心 PCE 物价指数同比上涨 1.7%，环比延续零增长，与政策锚定目标仍存差距。10 月核心 CPI 同比上涨 2.3%，略低于上月的 2.4%；季调后环比上涨 0.2%，增幅较上月扩大 0.1 个百分点。从就业指标来看，10 月季调后非农就业人口变动 12.8 万人，低于前值 13.6 万人，但显著高于预期 8.5 万人；失业率微升至 3.6% 水平。市场更为关注的平均时薪同比、环比分别增长 3%、0.2%，较前值回调。

联储“预防式”降息临近尾声。美联储 10 月 FOMC 会议宣布年内第三次降息，将联邦基金利率目标范围调整为 1.50% 至 1.75%，会议声明删除“采取适当行动维持扩张”的措辞。鲍威尔在新闻发布会上强调：一是全球增长及贸易局势对美国经济造成持续性压力，此次降息旨在帮助经济在当前形势下保持强劲，并为持续风险提供保障；二是在强韧的就业市场、稳健的收入增长和稳固的消费者信心支持下，家庭支出继续稳步提升，但制造业产出、商业投资和出口仍疲弱。11 月 13 日，美联储主席鲍威尔出席国会听证会时表示，鉴于货币政策运行存在滞后性，前期调整对经济的影响将随着时间推移而实现；只要经济前景与温和增长、强劲劳动力以及接近通胀目标大体一致，就会保持当前适当的货币政策立场；如若事态发展致使前景实质重新评估，才将作出相应回应。从 CME 监测指标来看，12 月份降息概率不到 5%，美联储将会保持观望状态。除常规利率工具外，联储可能采取扩表以及前瞻性指导等工具维持最大化就业和价格稳定。

中美贸易磋商积极推进。10 月 25 日晚，中美全面经济对话牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意妥善解决各自核心关切，确认一阶段文本的技术性磋商基本完成。同时，双方还确认就美方进口中国自产熟制禽肉、鲶鱼产品监管体系等效以及中方解除美国禽肉对华出口禁令、应用肉类产品公共卫生信息系统等达成共识。10 月 30 日，美国财政部长姆努钦表示，中美就协议文字做最后收尾工作。11 月 1 日晚，中美双方牵头人方再次通话，再就妥善解决各自核心关切进行建设性的讨论，并取得原则共识。双方讨论了下一步磋商安排。自智利取消原定于 11 月 16 日召开的 APEC 会议后，中美正合作挑选签署第一阶段协议的新地点。

欧洲：通胀持续趋弱，欧英央行按兵不动，英国第三次延期脱欧

经济增速好于预期。欧元区三季度 GDP 同比增速初值为 1.1%，较二季度回落 0.1 个百分点；环比增长 0.2%，持平二季度并好于预期，显示出在政治不确定性仍存和月度数据不佳的情况下，欧元区经济仍具有一定韧性，主要源于德国、法国、西班牙和比利时 GDP 的上行意外提振了整体数据。**生产依旧疲软。**欧元区 10 月制造业 PMI 较上月提高 0.2 个百分点至 45.9%，但仍为 2012 年 10 月以来次低水平，连续第九个月位于

枯荣线下方，整体依然低迷。9月工业生产指数同比增速为-1.7%，降幅较上月收窄 1.1 个百分点，但仍为近期较低水平，连续 11 个月负增长。**需求有所好转。**9月零售销售同比增长 3.1%，好于预期值 2.5%和前值 2.7%，连续两个月上行；11月 Sentix 投资者信心指数为-4.5，好于预期值-13.8。**通胀持续下行。**受能源价格下跌影响，10月 CPI 同比增速较上月回落 0.1 个百分点至 0.7%，连续两个月下滑并创 2016 年 11 月以来新低。**劳动力市场趋弱。**9月欧元区失业率持平上月于 7.5%，维持逾 10 年来新低，但不及预期值 7.4%，欧元区经济放缓对劳动力市场的影响已开始显现。

欧央行按兵不动。在 9 月议息会议推出“降息+QE”的一揽子宽松政策后，欧央行在 10 月 24 日货币政策会议上按兵不动，宣布维持三大利率不变，11 月将按计划以每月 200 亿欧元的速度启动购债。欧央行行长德拉基在任内最后一次记者会上继续释放鸽派信号，指出强劲的就增长和不断增加的工资将继续支撑欧元区经济，但目前经济下行风险突出，欧央行仍需长时间维持高度宽松的政策立场，并准备好调整所有政策工具。11 月 1 日，接替德拉吉担任欧央行行长的拉加德正式上任。尽管面对欧央行内部对重启 QE 存在分歧、货币宽松工具箱已捉襟见肘的局面，预计在全球央行加码宽松、欧元区经济和通胀持续低迷的背景下，拉加德仍将坚持延续宽松的货币政策，未来有可能再度降息和加大月度购债规模。

英国“硬脱欧”风险缓和。10 月 22 日，英国议会投票通过了脱欧协议法案，但随后又投票否决了政府提出的脱欧协议时间表，致使英国在 10 月 31 日大限前按时脱欧的可能性基本破灭。10 月 29 日，欧盟同意将英国脱欧期限延至 2020 年 1 月 31 日，英国脱欧大限第三次后延。10 月 30 日，英国议会下院通过了英国政府提出的一项法案，同意在 12 月 12 日提前举行大选，以打破当前的脱欧僵局。这将成为英国近百年来首次在 12 月提前举行大选。英国首相约翰逊表示，大选有望赋予他新的授权来推进脱欧协议。

英央行继续按兵不动。在 11 月议息会议上，英央行继续保持关键利率维持在 0.75% 不变，同时维持购债规模不变，符合市场预期。考虑到目前英国经济和通胀状况依然良好，即将到来的 12 月英国大选为经济前景增加了不确定性风险，因此英央行更倾向于等待前景更为明朗时再采取行动。然而，由于对英英国脱欧的不确定性和全球经济放缓愈加担忧，

本次决策投票有两名委员意外支持降息，为 2016 年以来首次有委员投票支持放松货币政策。英央行也指出，若脱欧和全球风险恶化，未来仍可能需要放松货币政策；若英国平稳脱欧、全球情况稳定，则可能意味着需要渐进加息。这一表述与 8 月决议一致。未来英国货币政策和英镑走势仍将很大程度上取决于“双十二”的提前大选结果。若现任英国首相约翰逊所在的保守党赢得大选，预计英镑兑美元将上行；若工党赢得大选，预计英镑兑美元将下跌。

日本：经济下行压力加大，暂不扩大刺激政策

经济处于下行区间。日本三季度实际 GDP 年化季环比初值增长 0.2%，远不及预期 0.9%，增速创近一年新低，前值由 1.3% 上修至 1.8%。**制造业短暂好转。**9 月季调后工矿业生产指数环比增长 1.4%，创四个月来最大增幅；10 月制造业 PMI 为 48.4%，较上月下降 0.5 个百分点。**消费大幅反弹。**9 月两人及以上家庭消费支出实际同比增长 10.5%，创近 19 年来最大增幅，显示日本家庭抢在 10 月消费税上调前增加消费；10 月季调后消费者信心指数上升 0.6 个百分点至 36.2%。**进出口持续下滑。**9 月出口规模 63683 亿日元，同比下降 5.2%，连续第 10 个月下滑，降幅较上月收窄 3 个百分点；进口规模 64931 亿日元，同比下降 1.5%，连续第 5 个月萎缩，降幅较上月收窄 10.4 个百分点；贸易逆差为 1248 亿日元，连续第 3 个月出现逆差。

物价就业均有恶化。物价方面，9 月日本剔除生鲜食品外的核心 CPI 同比上涨 0.3%，较上月回落 0.2 个百分点，创下 2017 年 4 月以来最低涨幅，环比下降 0.1%。若在核心 CPI 的基础上进一步扣除能源价格的影响则同比上涨 0.5%，较上月回落 0.1 个百分点。需要注意的是，能源价格下跌是近期抑制日本物价上涨的主要因素，这一影响或仍将持续一段时间。**就业方面**，9 月季调后失业率为 2.4%，较上月上升 0.2 个百分点；求才求职比为 1.57，较上月下降 0.02 点。

货币政策保持不变，但扩大宽松可能性加大。稳健的国内需求部分弥补了出口疲弱带来的冲击，日本经济 4-6 月环比年率为增长 1.3%，第三季度料持续扩张，且进一步下调负利率的代价较高，不利于金融体系稳定，因此在 10 月 31 日的议息会议上，日本央行决定维持利率不变，但调整了前瞻指引，表示将把利率维持在低位、甚至还有可能进一步降低，并全面下调经济增长和通胀预期。日本央行行长黑田东彦称，新的

前瞻指引反映了日本央行的立场，即更倾向于采取进一步宽松政策，以及其“对政策利率的下行偏向”，同时他表示货币宽松工具不仅限于降息，还包括增加资产购买及加快印钞步伐。此外，黑田东彦还呼吁财政政策配套，称混合采取财政和货币刺激措施将给经济带来更大的推动力。

经济前景暗淡，拟推新举措应对经济压力。由于受到全球经济放缓、自然灾害以及 10 月 1 日消费税上调的三重打击，日本经济四季度开局不利。10 月份，制造业 PMI 由 9 月的 48.9% 降至 48.4%，创 2016 年 6 月以来新低，连续第六个月位于 50 荣枯线以下；服务业 PMI 从 9 月的 52.8% 降至 49.7%，消费税上调影响显现；综合 PMI 从 9 月的 51.5% 降至 49.1%，为 2016 年 9 月以来首次萎缩。9 月景气动向一致指数比上个月上升 2.0 点至 101.0 点，基于该数据，内阁府维持了对日本经济基本情况的判断，认为当前经济仍在“恶化”。此外，2020 年东京奥运会工程大部分已告一段落，对经济的拉动力也将明显减小。为防止经济滑坡，日本首相安倍晋三 11 月 8 日在内阁会议上下达指示，要各部长制定经济对策。这是他时隔三年发出同样指令。

新兴经济体：经济增长放缓，货币政策进一步宽松

以印度、巴西、俄罗斯和南非为代表的主要新兴市场国家经济增长放缓，通胀表现有所差异。在全球经济增长放缓、贸易摩擦持续以及美联储再次降息的背景下，新兴市场经济体货币政策进一步走向宽松。

印度经济景气下行，通胀继续上升。制造业景气下行。10 月份制造业 PMI 为 50.6%，较上月下降 0.8 个百分点，创两年以来新低，继续逼近 50% 的荣枯线。**服务业景气下行。**10 月服务业 PMI 为 49.2%，较上月下回升 0.5 个百分点，连续两个月处于荣枯线以下。**贸易逆差收窄。**9 月出口同比下降 6.5%，进口同比下降 13.85%，贸易逆差收窄。**通胀继续上升。**9 月 CPI 同比上升 4%，较上月提高 0.7 个百分点，年初以来呈现持续上涨态势。**决定不加入 RCEP。**11 月 4 日，印度总理莫迪宣布，印度决定不加入《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），主要原因是该协定的目前内容并未满足印度的重大关切事项，对开放国内服务业与投资市场抱有忧虑。

巴西复苏放慢，央行年内第三次降息。生产端景气下行。10 月制造业 PMI 为 52.2%，较上月下降 1.2 个百分点，在 7 月短暂跌破 50% 后连续三个月保持在景气区间；服务业 PMI 为 51.2%，较上月下降 0.6 个百

分点，继续保持在荣枯线以上。**消费有所回升**。8月零售指数提高2.4个百分点至92.9；10月消费者信心指数提高1.9个百分点至89.1。**通胀有所回落**。10月广义消费者物价指数同比增长2.5%，比上月下降0.4个百分点。**央行年内第三次降息**。10月30日，巴西央行宣布降息50个基点，将基准利率从目前的5.5%下调至5%，再创历史新低，为该国央行今年以来第三次实施降息。央行表示，巴西经济增长迟滞，通货膨胀水平持续走低，而低通胀为降息提供了空间和条件。

俄罗斯经济下滑，央行年内第四次降息。制造业景气持续萎缩。10月制造业PMI为47.2%，比上月提高0.9个百分点，连续六个月位于50%以下。**消费端增长持续放缓**。9月零售营业额指数同比增长0.7%，比上月下降0.1个百分点。**通胀继续下行**。10月CPI同比上升3.8%，比上月下降0.2个百分点，为近11个月以来低点。**央行年内第四次降息**。10月25日，俄罗斯央行宣布降息25个基点至6.5%，为今年以来第四次降息，创2014年1月以来最低值。本次降息大致符合市场预期，主要受到通货膨胀压力下降和经济活动增长微弱等因素的推动。

南非经济下行，经济增长预估下调。生产端未明显改善。10月PMI为48.8%，较上月大幅提高4.4个百分点，但仍连续8个月处于荣枯线以下；9月制造业生产指数同比下降2.8%，较上月下降2个百分点。**消费有所下滑**。8月零售销售同比上升1.1%，较上月下降0.9个百分点；10月份商业信心指数91.7，较上月下降0.7。**通胀有所回落**。9月CPI同比增速4.1%，较上月回落0.3个百分点。**经济增长预估下调**。10月30日，南非财长发表预算演说，将2019年南非经济增长预估从1.5%下调至0.5%，未来两年债务与GDP之比将攀升至70%以上，预算赤字相当于GDP的5.9%，这是自2009年全球金融危机以来的最高水平。穆迪日前将南非主权信用评级展望调低至“负面”，南非主权信用评级濒临“垃圾级”边缘。

二、我国宏观经济形势分析

10月经济数据弱于预期。一是工业增加值再度大幅回调，较上月和去年同期分别显著下滑1.1和1.2个百分点；二是基建投资增速回落，房地产投资小幅下行；三是汽车、居住、石油类消费拖累加剧，社会消费品零售总额增速放缓；四是猪肉推动CPI涨幅扩大，PPI仍在通缩区间；五是信贷与社融增速均出现回落，M1与M2剪刀差扩大。亮点因素包

括：进出口增速回升、制造业投资增速回升、调查失业率小幅下降等。

部分经济指标呈现企稳迹象。10月数据的整体回落，主要受季节因素和出口交货值拖累工业生产、土地购置费走弱拖累房地产投资以及“双十一”导致消费后移等影响。下一阶段，中美贸易谈判进展顺利，第一阶段协议有望近期签署，有利于进出口增速走稳；部分基建项目资本金比例下调，允许发行权益型、股权型金融工具筹集资本金，将有助于基建投资反弹；新开工、施工和销售数据走好，将继续保证房地产投资韧性；“双十一”拉动网购、汽车拖累减弱将有助于消费企稳。

工业：增速再现季初显著回落，11月有望改善

10月工业增加值同比增长4.7%，继9月跳升后再度大幅回调，较上月和去年同期分别显著下滑1.1和1.2个百分点。三大门类表现为两降一升，采矿业增加值同比由8.1%回落3.9%，降幅最大，制造业由5.6%回落至4.6%，公共事业由5.9%回升至6.6%。从环比看，10月份规模以上工业增加值比上月增长0.17%，增速较上月显著回落0.54个百分点。1-10月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，持平1-9月。

工业行业和产品数据印证生产疲弱。从行业增加值来看，下游消费品类行业整体继续趋弱，但汽车行业增速大幅回升至13个月以来高位，提高4.4个百分点至4.9%，连续3个月保持正增长；中游加工组装类行业再度整体下滑，受出口影响较大的通用设备、专用设备、铁路船舶、电气机械和电子均显著回落，仅金属制品小幅回升；上游原材料类行业同样承压，黑色冶炼、化工、非金属矿、橡胶塑料均下滑，仅有色和电力热力有所回升。从产品产量来看，10月份发电量同比增长4.0%，较上月回落0.7个百分点；在基建和房地产投资双双回落影响下，水泥和粗钢产量同比增速较上月大幅回落6.2和2.8个百分点至-2.1%和-0.6%，分别自2018年3月和2015年12月以来首现负增长。

终端需求不足形成拖累。从终端需求来看，10月固定资产投资和消费均超预期出现回落，特别是基建投资也有所下滑，对工业生产支撑减弱。同时，10月出口交货值降幅由上月的-0.7%扩大至-3.8%，为2015年底以来次低，连续3个月负增长，与基调后的出口数据相一致，拖累制造业增加值增速较9月回落0.1个百分点至4.6%，显示出外需疲软和贸易摩擦仍制约工业生产。

库存接近底部。近两个月工业企业利润持续负增长且降幅有所扩大，

1-9 月工业企业产成品存货累计同比增速较上月下降 1.2 个百分点至 1.0%，在 2017 年上半年触顶之后正在接近底部。同时 10 月制造业 PMI 分项中原材料库存指数微降 0.2 个点至 47.4%，产成品库存指数下降 0.4 个点至 46.7%，均为年内较低水平，显示企业仍在主动去库存，但有望在年末触底，随后逐渐向被动去库存和主动补库存阶段过渡。

11 月工业增加值有望改善。11 月上旬六大集团发电耗煤同比增速仍保持高位，高炉开工率好于 10 月，显示生产较为活跃，同时汽车行业景气度有望继续回升；10 月进口指数降幅超预期收窄，后续内需有望进一步改善；中美贸易谈判同意随协议进展“分阶段取消关税”，摩擦局势缓和或提升 11 月出口交货表现；PPI 环比持平上月并维持正增长，企业利润空间有望扩大，有利于改善企业经营预期和生产投入。预计 11 月工业增加值有望出现改善。

图 1：工业增加值同比与环比增速

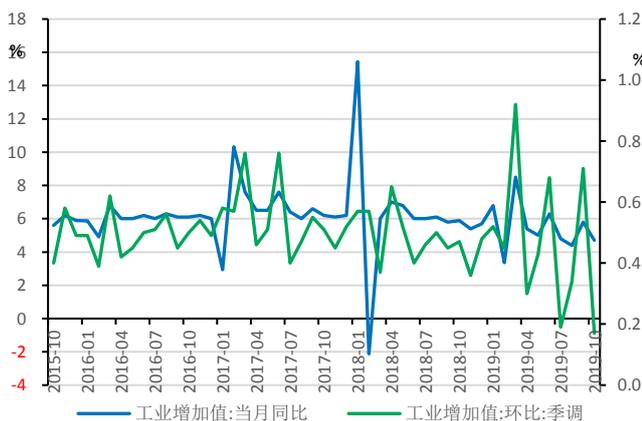
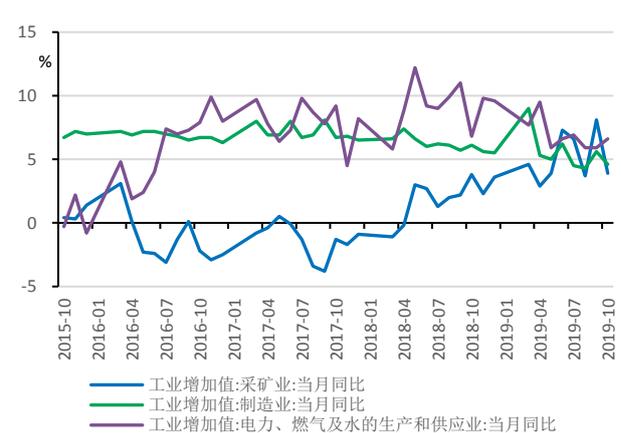


图 2：工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

投资：制造业投资微幅反弹，基建房地产双双回落

投资增速继续小幅回落。2019 年 1-10 月投资累计同比增速较 1-9 月回落 0.2 个百分点至 5.2%，较 2018 年同期低 0.5 个百分点；经季节调整后，10 月环比增长 0.40%，相当于折年后增长 4.91%，低于 9 月的 5.16%。其中基建投资未能延续回升，制造业投资出现反弹，房地产开发投资再次回落，整体投资增速继续小幅下跌。

基建投资受制于资金瓶颈再度转头回落。1-10 月基础设施投资增速较 1-9 月份下滑 0.3 个百分点，回落至 1-8 月 4.2% 的水平，未能延续第三季度的回暖态势；经测算，10 月当月同比增长 2.1%，较 9 月回落 4.2 个

百分点。究其原因，或仍与资金瓶颈有关。虽然前期专项债加快发行为基建项目投资提供了一定支持，但批复和在建项目数量庞大，存在大量资金缺口。随着大部分地区专项债新增额度发行完毕，10月发行已几近停滞，加上10月社融季节性回落，配套资金短缺问题仍然制约着基建投资资金到位。

制造业投资微幅反弹。1-10月制造业投资同比增速较1-9月回升0.1个百分点至2.6%，但仍然处在历史低位；经测算，10月当月同比增速回升1.5个百分点至3.4%。制造业融资支持政策对制造业投资有一定拉动。但内外需继续疲软，主动去库存尚未结束，PPI同比跌幅持续扩大，工业企业利润降幅扩大，企业投资意愿仍然低迷，短期来看制造业投资无持续改善动能，是否真正触底反弹有待观察。

民间投资持续下行。民间投资1-10月同比增长4.4%，增速比1-9月再回落0.3个百分点，下半年来持续下行，再创2017年以来新低。1-10月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57.1%，比1-9月下降0.1个百分点，已连续4个月下降。受基建和制造业类民间投资走弱的拖累，民间投资增速连续下滑，反映出投资增长内生动力不足。

图 3 投资累计同比、环比折年与民间投资累计同比

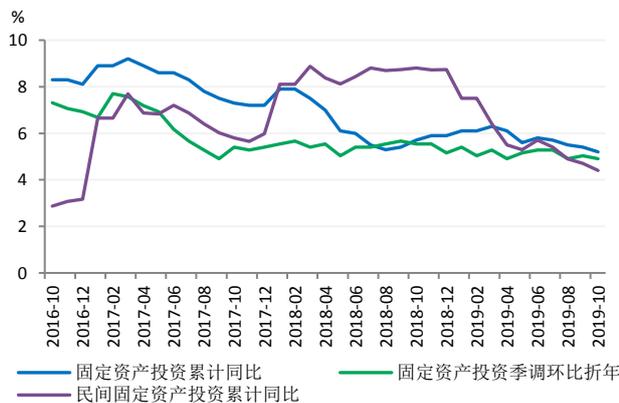
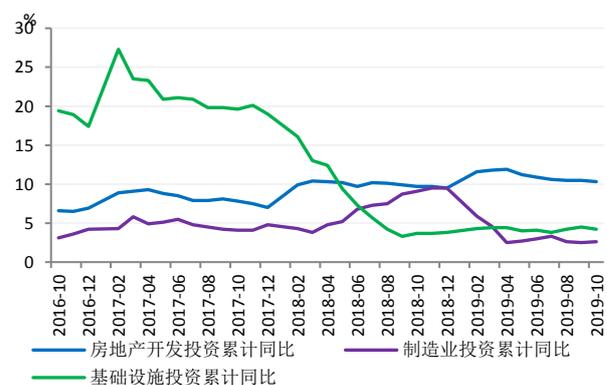


图 4 固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

整体投资增速仍有小幅回落压力。今年后两个月，基建投资将受益于 2020 年专项债额度提前下达、部分基础设施项目最低资本金比例调降、资本金筹措方式创新以及年末财政支出力度加大，资金来源有望改善，将带动基建投资增速小幅反弹；制造业投资或将在政策支持下低位企稳；前期存量项目加快施工仍然对建安投资有一定支撑，但年末楼市

淡季商品房销售将延续疲弱格局，融资趋严也继续抑制房企拿地热情，地产投资将继续下行。综合来看全年投资增速仍有小幅回落压力。

房地产：投资下行但有韧性，多项关键指标回升

房地产开发投资增速小幅回落，仍有韧性。1-10月房地产开发投资同比增速回落0.2个百分点至10.3%；10月当月房地产开发投资同比增速回落1.7个百分点至8.8%。房地产开发投资当前处下行周期，经9月短暂企稳后继续小幅回落，但韧性仍强。各项关键指标累计同比增速以回升为主，商品房销售依然低迷，土地成交延续两位数降幅，但均较上月有所提升，新开工面积和施工面积增速双双回升，仅房地产开发资金来源小幅回落。

房企加快推盘促销支撑销售增速止跌回升。9、10月以来出于资金受限和销售业绩的压力，房企加快推盘促销，商品房销售累计增速止跌回升。1-10月销售面积增速由-0.1%转正至0.1%，为今年以来首次正增长，已连续4个月改善；10月当月销售面积增速小幅回落1个百分点至1.9%，表明调控收紧下压力犹存。1-10月销售额增速回升0.2个百分点至7.3%，连续4个月回升；10月当月小幅回升0.3个百分点至9.7%。资金来源一方面受到加快推盘销售回款改善的支撑，定金及预收款、个人按揭贷款分别提升0.4个和0.5个百分点至9.4%和14.1%；另一方面则受制于融资收紧，国内贷款和自筹资金分别回落1.2个和0.2个百分点至7.9%和3.3%。1-10月总体资金来源增速小幅回落0.1个百分点至7%；10月当月回落4.8个百分点至6%。

建设指标全面反弹，新开工与竣工增速差收窄。1-10月，新开工面积增速回升1.4个百分点至10%，施工面积增速1-10月回升0.3个百分点至9%，竣工面积降幅收窄3.1个百分点至5.5%。在新开工保持高位的同时，开发商进一步加快对存量项目的施工，导致新开工与竣工面积增速之差已连续6个月收窄，建安投资对房地产开发投资的支撑增强。**土地成交继续下行，而土地购置费仍在高位。**虽然土地购置面积和土地成交加快今年以来维持两位数降幅，但受延迟支付的影响，土地购置费仍保持两位数增速，1-10月土地购置面积降幅收窄3.9个百分点至16.3%，1-9月土地购置费同比增速回落2.3个百分点至19.6%。新开工和施工面积增长处于高位以及土地购置费的延迟支付对房地产开发投资韧性仍有一定支撑。

预计房地产开发投资下行中有韧性。销售疲弱和融资趋严继续抑制房企拿地热情，土地成交持续下跌背景下土地购置费的拉动正在逐渐减弱，将逐步对房地产开发投资形成拖累；而开发商继续赶工期，存量项目加快施工支撑建安投资保持韧性，竣工面积将进一步收窄。两相较量下地产投资预计将延续缓慢下行态势。

图 5 商品房销售面积与销售额累计同比

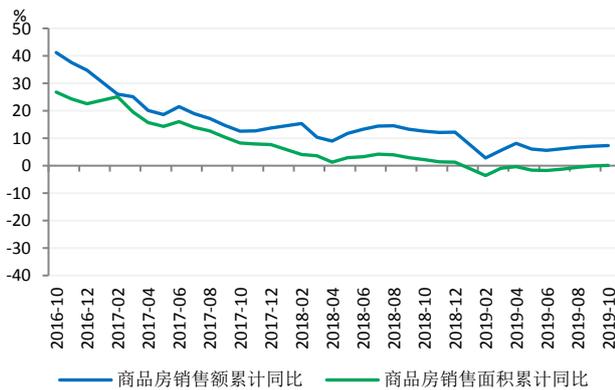
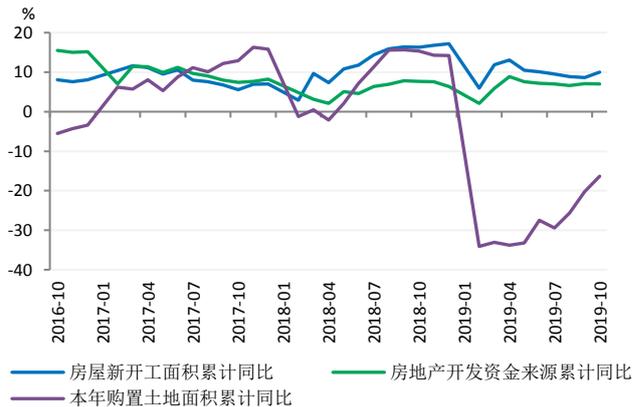


图 6 新开工、土地购置面积与资金来源累计同比



数据来源：WIND

消费：增速明显回落，或与“双十一”有关

社会消费品零售总额增速回落。10月份，社会消费品零售总额同比名义增长 7.2%，增速较上月回落 0.6 个百分点；扣除价格因素实际增长 4.9%，较上月回落 0.9 个百分点。1-10 月累计，社会消费品零售总额同比增长 8.1%，较 1-9 月下滑 0.1 个百分点，继续保持平稳较快增长。

汽车类、居住类、石油及制品类是主要拖累。其一，10月限额以上汽车零售额同比下降 3.3%，降幅较上月扩大 1.1 个百分点，未能延续回升态势；扣除汽车以外的消费品零售额 34876 亿元，同比增长 8.3%，较上月回落 0.7 个百分点。其二，受此前房地产市场低迷等因素影响，居住类消费延续了增长放缓趋势，10月建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类商品消费分别同比增长 2.6%、1.8%、0.7%，较上月回落 1.6、4.5、4.7 个百分点。其三，10月份国内成品油价格仅月末下调一次，月均成品油价格低于去年同期，导致石油及制品类商品消费同比下降 4.5%，降幅较上月扩大 4.1 个百分点。

消费升级类商品维持较快增长势头。10月份，限额以上单位通讯器材类和体育娱乐用品类商品分别增长 22.9%和 11.5%，快于社会消费品

零售总额增速 15.7 和 4.3 个百分点；受国庆长假影响，餐饮收入依旧维持高位增速，同比增长 9.0%，快于社会消费品零售总额增速 1.8 个百分点，国内旅游收入、全国电影票房总收入亦保持较快增长。此外，1-10 月份，全国网上零售额同比增长 16.4%，增速比 1-9 月份回落 0.4 个百分点，应有“双十一”推迟消费因素。其中，实物商品网上零售额 65172 亿元，增长 19.8%，占社会消费品零售总额的比重为 19.5%，比上年同期提高 2.0 个百分点。

11 月份零售增速有望反弹。去年 11 月汽车消费增速为去年低点，在低基数因素下，汽车消费有望回升；房地产销售加快，有望带动后续相关消费走稳；10 月失业率下降 0.1 个百分点至 5.1%，有望改善消费能力；“双十一”也将拉动网络零售数据。但与此同时，仍需关注居民杠杆率上升和减税降费效应减弱对于可支配收入的压制，以及物价腾高对消费意愿的抑制。

图 7：名义消费与实际消费同比增速

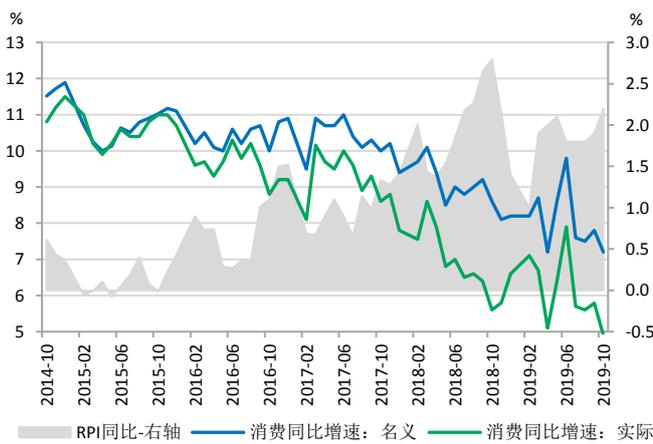
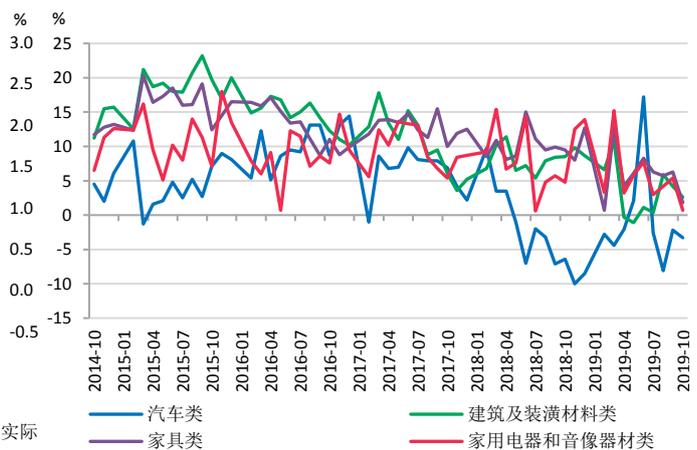


图 8：汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

外贸：进出口增速下滑，幅度有所收窄

以美元计，10 月出口 2129.3 亿美元，同比增速 -0.9%；进口 1701.2 亿美元，同比增速 -6.4%；贸易顺差 428.1 亿美元，衰退式顺差格局持续。不过，季调之后的出口增速由 1.2% 降至 -1.3%，进口增速由 -7.9% 降至 -10.2%，都出现了恶化。

10 月出口同比下降 0.9%，好于市场预期。主要原因：一是贸易摩擦局势缓解以及西方节假日推动。近期，中美贸易摩擦紧张局势缓解，市场忧虑情绪有所好转；接近年底，西方多个节假日临近，对出口形成拉

动。二是贸易多元化。除对日本出口增速从上月的-5%下滑至-7.8%外，对主要贸易伙伴出口增速均出现降幅收窄或增速提高。具体来说，对美出口增速由-21.9%收窄至-16.2%，对东盟出口增速由 9.7%提高至 15.8%，对欧盟出口增速由 0.1%提高至 3.1%，对韩国出口增速由-5.1%提高至 5.5%。三是贸易质量提升、新业态发展迅速。从贸易方式上看，在贸易额均出现下滑的同时，一般贸易和加工贸易比例进一步优化。从重点商品类别上看，农产品出口增长 0.6%、增速由负转正，机电产品和高新技术产品出口增速分别下滑 2.4%和 3.4%、降幅明显收窄。四是人民币汇率相对弱势，一定程度上也有助于推动出口。

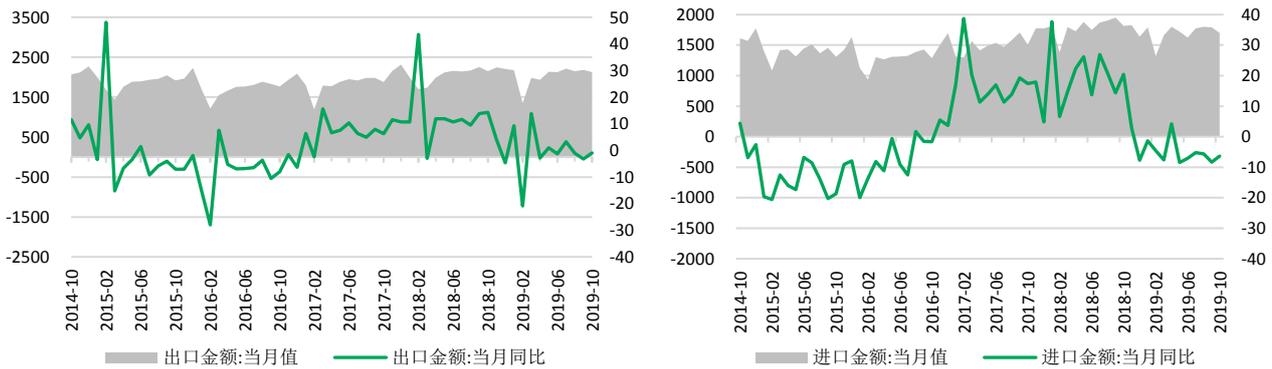
10 月进口下降 6.4%，同样好于预期。下滑原因：一是由于内需有所好转但仍然疲弱。10 月我国制造业 PMI 和 PMI 进口指数分别为 49.3 和 46.9，较上月分别下降 0.5 和 0.2 百分点，继续处于收缩区间。二是贸易摩擦抑制作用。尽管局势出现缓和，中美相互加征关税效应仍持续显现，出口导向的进口继续受到贸易摩擦抑制。降幅好于预期主要原因：一是大宗商品价格上行。10 月 CRB 指数均值 390.27，较上月上升 1.1%。二是存在贸易转移现象。主要贸易对象中，自美国、欧盟和韩国进口分别同比下降 14.3%、3.0%和 17.5%，降幅较上月明显收窄；自东盟进口同比增加 2.3%，自日本进口同比下降 7.3%，增速下滑或降幅扩大。即便如此，从近五年同期数据看，自美国进口创新低，自东盟进口创新高，自欧盟、日本和韩国进口分别为次高、次高和较低水平。

衰退式贸易顺差延续。以美元计，10 月出口 2129.3 亿美元，进口 1701.2 亿美元，贸易顺差 428.1 亿美元，同比和环比均增加。同时，出口增速下滑幅度小于进口增速下滑幅度，衰退式顺差持续。

下一阶段，首先，全球经济增长进一步下滑态势尚未发生明显变化，外部需求仍将受限；其次，国内经济有所改善、但下行压力依旧较大，稳增长政策逐渐落地生效将起到部分对冲作用，但是难以出现大幅反弹；最后，中美贸易紧张局势显著缓解，双方有望达成第一阶段协议，并逐步取消已加征关税。如果协议如期达成，将促进外贸回升，但仍需对最终结果保持乐观谨慎。综上所述，预计后续进出口增长将受限于中美贸易争端解决进展，短期内预计有所改善。

图 9：中国月度出口总额和同比增速

图 10：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

通胀：猪肉推动 CPI 涨幅扩大，PPI 仍在通缩区间

10 月 CPI 同比上涨 3.8%，较 9 月涨幅明显扩大 0.8 个百分点，且超出大部分机构预期。环比上涨 0.9%，与上月持平，显著高于历史 10 月均值。从数据本身来看 CPI 显示出了较强的通胀预期，但从结构来看，CPI 涨幅的大幅扩大主要源于猪肉上涨的推动，若去除猪肉因素，CPI 同比涨幅仅为 1.3%。

猪肉成为 CPI 上涨关键因素。10 月份猪肉价格上涨 101.3%，影响 CPI 上涨约 2.43 个百分点，占 CPI 同比总涨幅的近三分之二。猪肉涨幅已超过 2007-2008 年的“超级猪周期”时期，当时 CPI 涨幅最高超过 8%，猪肉最高涨幅则超 80%。与当年相比，本轮猪周期本身很强（上一轮 2016-2018 年期间猪肉价格的低谷比较深），再叠加较为严重的非洲猪瘟以及前期环保政策限制，形成了超过 100% 的涨幅，但目前的整体 CPI 尚未超过 4%，原因也是多方面的。一是除去猪肉后，其他商品，特别是非食品较弱，这反映了当前社会总需求是偏弱的，而 2007-2008 年经济整体也过热。二是猪肉本身在 CPI 中的权重由当年的 3% 左右下降到了目前的 2.5% 左右。三是一般 CPI 的高点会晚于猪肉的高点，因为当猪肉价格上涨后，通过价格及预期向下传导需要时间，比如 2007-2008 年猪肉价格和整体 CPI 的高点并不一致，前后相差半年左右。往后看，目前生猪与母猪存栏量保持在低位，尽管部分地区存栏量已开始上升，但出栏量增加仍需时间。未来两月，猪肉价格预计将保持高位，会出现环比涨幅缩小，但同比涨幅依然上升的态势，对 CPI 的推动影响可能会继续扩大。

非食品方面，衣着受季节性因素环比上涨 0.3%，小于历史平均 11 月涨幅，居住价格环比持平，其他 5 大类环比涨幅均为 0.1%。整体看非食

品价格的涨幅较为温和，并没有显示出明显的通胀压力。

10月PPI同比下降1.6%，与市场预期基本相符。环比上涨0.1%，与制造业PMI出厂价格指数（本月录得48%，小于50%意为环比下降）方向相反。从结构看，生产资料环比上涨是主要原因。受农副食品加工业环比上涨1.8%影响，PPI生活资料环比上涨0.3%，可见猪肉制品对PPI也有所贡献。同时，PPI生产资料与上月持平，整体PPI环比止跌反应工业领域下游需求有所恢复，“稳增长”政策起到了一定作用，中美贸易战缓和也为企业生产预期好转提供了有利环境。尽管本月PPI同比降幅仍较上月扩大0.4个百分点，但主要源于去年基数的上升。

综合来看，当前通胀压力主要源于猪肉价格的推动，预计11、12月CPI同比涨幅仍将扩大，年内可能突破4%。明年1月叠加春节错位影响，有较大概率会突破5%。不过除去猪肉后通胀压力并不大，PPI通缩区间会有所缩小，但短期内难以恢复到正区间。10月核心CPI同比上涨1.5%，与上月持平，也反应了较为温和的通胀水平。在前期降准及近日MLF降息的情况下，结合CPI出现较大涨幅的限制，预计货币政策将进入观察期，贸然放水可能性不大，但未来仍应保持一定灵活性，除应对岁末年初的流动性冲击，也为明年稳增长留出空间。

图 11：居民消费价格指数月度同比与环比

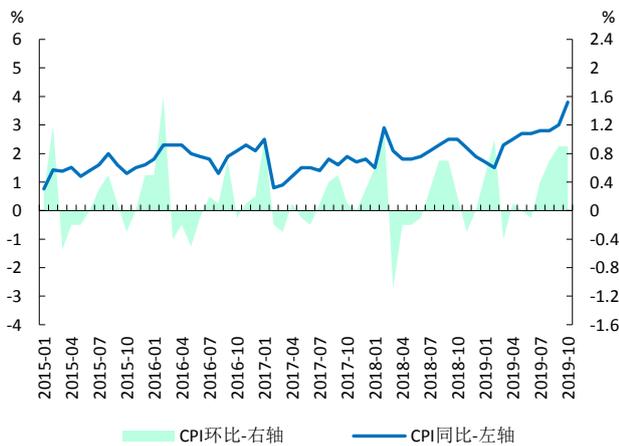
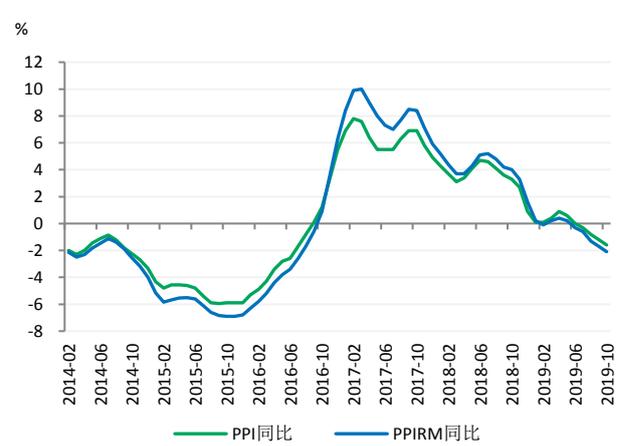


图 12：工业生产者购进与出厂指数月度同比



数据来源：CEIC

金融：信贷社融低于预期，同比增速双双回落

新增信贷低于预期，居民短贷为主要拖累，企业长贷成为亮点。由于季节性因素、居民短贷显著下滑和票据融资少增等拖累，10月信贷增量超预期下滑，而企业长贷继续改善成为亮点。10月人民币贷款新增

6613 亿元，同比少增 357 亿元，贷款余额同比增速较 9 月末回落 0.1 个百分点至 12.4%。

企业贷款受短期贷款拖累同比少增。10 月企业部门新增贷款 1262 亿元，同比少增 241 亿元，短贷下滑而长贷多增。其中短期贷款减少 1178 亿，同比多减 44 亿元，透露出企业活力依然不足；中长期贷款新增 2216 亿元，占比较 9 月有所提升，同比多增 787 亿元，已连续三月同比多增，主要受益于结构性的融资支持政策，随着政策效果逐渐显现，制造业、基建、民企等领域中长贷改善；票据融资新增 214 亿元，同比少增 850 亿元，主要受到严监管以及银行投放意愿下降的影响。**短期贷款下滑拖累居民部门贷款增长。**10 月居民部门贷款新增 4210 亿元，同比少增 1426 亿元，主要来自中长期贷款支撑。其中短期贷款新增 623 亿元，同比少增 1284 亿元，成为对信贷的最大拖累，一方面与消费贷监管依然较严有关，另一方面或表明“双十一”将临影响居民消费决策，延迟了部分消费；中长期贷款新增 3587 亿元，同比少增 143 亿元，略有走弱但相对稳定，商品房销售尚有一定支撑。**非银贷款表现突出。**10 月非银贷款新增 1123 亿元，同比多增 1391 亿元，也较为亮眼，这从侧面反映出银行对实体的投放意愿仍然较弱。企业短贷下滑、中长贷多增和非银贷款大增交相印证，意味着后续企业内生动能能否持续改善尚且存疑。

信贷少增和专项债下滑拖累新增社融。10 月新增社融 6189 亿元，同比少增 1185 亿元，社融存量同比增速回落 0.1 个百分点至 10.7%，其中信贷少增和专项债下滑是主要拖累。具体来看，10 月新增人民币贷款 5470 亿元，同比少增 1671 亿元。随着大部分地区地方政府专项债新增额度发行完毕，10 月地方政府专项债融资下降 200 亿元，同比多减 1068 亿元，连续三月同比下降。表外融资持续压缩，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 2344 亿元，但同比少减 424 亿元，与上年同期的低基数有关，其中未贴现银行承兑汇票同比多减 600 亿元，与表内票据融资的少增相呼应。新口径企业债券融资 1622 亿元，同比多增 99 亿元，小幅改善。股票融资较为稳定，新增 180 亿元，同比多增 4 亿元。

信贷需求偏弱与财政存款增加抑制 M2 增速继续提升。10 月末 M2 同比增长 8.4%，增速持平于 9 月末。定向降准实施在一定程度上可促进城商行信用扩张，但力度有限，10 月信贷需求偏弱抑制信用派生，同时作为税收大月，10 月财政性存款增加 5551 亿元。10 月末 M1 同比增长

3.3%，增速较 9 月末回落 0.1 个百分点，M1-M2 负剪刀差继续小幅扩大，与企业短贷大幅少增相一致，表明企业活力依然有待改善。

今年后两个月，社融增速可望企稳。具体来看，企业经营活力仍然需要增强，信贷扩张改善将有赖于逆周期调节政策的继续发力；表外融资虽然继续收缩，但低基数效应继续存在对社融同比增量有正面影响；后续 2020 年专项债额度有望提前发行，对社融的支撑将反弹。随着后两个月季节性因素消退，社融增速有望企稳，但在实体融资需求总体疲弱的情况下难以显著回升。

图 13：社会融资总量与新增人民币贷款

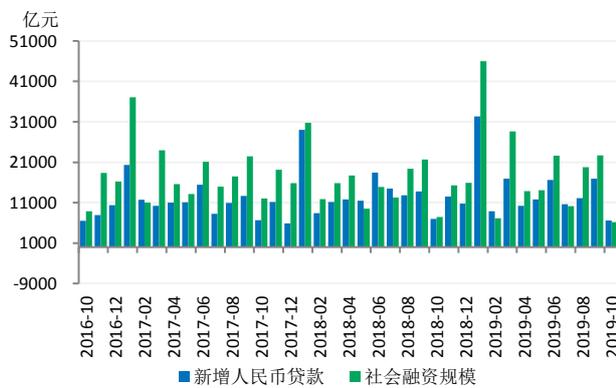
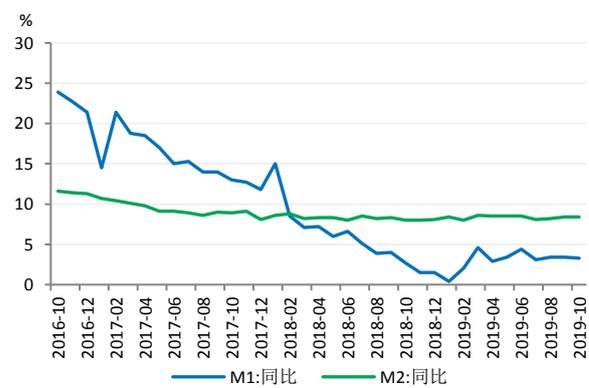


图 14：M1 与 M2 余额同比增速



数据来源：WIND

市场：人民币汇率持续升值，债券收益率整体上行

人民币兑美元汇率持续升值，美元指数整体下行。截至 10 月底，人民币兑美元汇率接连升值，中间价和在岸即期汇率报 7.0533 和 7.0350，分别升值 0.28% 和 1.44%；美元指数下行报 97.3133，较上月末下跌 2.1%。

10 月份人民币兑美元汇率升值的原因包括：一是中美贸易冲突缓和。10 月 11 日，中美经贸高级别磋商第十三轮结束，谈判取得了实质性进展。此后双方围绕协议文本进行技术性磋商，整体进展顺利；二是美元指数震荡下行。受英国脱欧延期带来英镑、欧元走高和美联储实施年内第三次降息等因素影响，美元指数震荡走低。三是中美利差继续扩大。10 月中美 10 年期国债收益率之差的均值为 148bp，较 9 月均值上升 7bp。四是中国扩大开放的政策效果显现。央行数据显示，截至三季度末，外资持有中国股票、债券规模分别达 1.8 万亿元、2.2 万亿元，双双记录新高，较 2018 年底持仓增幅分别达 53.56%、27.60%。进入 11 月以来，人民币汇率兑美元继续升值，8 月初以来首次回到 7 以内。

预计短期内人民币汇率将进入波动升值阶段。主要原因：一是近期中美经贸磋商进展顺利，外部环境不确定性进一步缓和；二是中国扩大市场开放、继续完善开放格局。在全球主要经济体相继降息，而中国货币政策维持中性背景下，全球资金流入中国的趋势有望延续；三是受贸易冲突不确定性和地缘政治因素影响，全球经济下行风险叠加，美国经济出现放缓迹象，美元指数后续大概率趋弱。但是，中美贸易协定尚未最终确定，近期人民币兑美元汇率走势仍受磋商进程的影响，如谈判情况恶化，人民币汇率仍有波动下行可能。

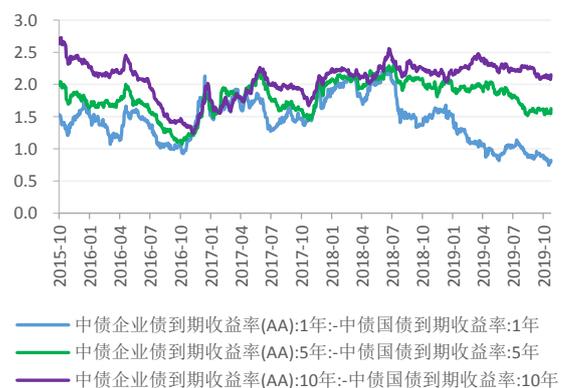
债市收益率整体上行。截至 10 月底，1 年期中债国债收于 2.66%，较 9 月末上行 10.20bp；5 年期中债国债收于 3.08%，较 9 月末上行 6.87bp；10 年期中债国债收于 3.29%，较 9 月末上行 14.69bp。1 年期 AA 级中债企业债收于 3.49%，较 9 月末上行 4.53bp；5 年期 AA 级中债企业债收于 4.71%，较 9 月末上行 9.01bp；10 年期 AA 级中债企业债收于 5.44%，较 9 月末上行 20.78bp。猪价上涨或延续至春节后导致通胀预期升温、央行未如期续作 TMLF、贸易战情绪缓和等因素推动 10 月债市明显走弱。

短期信用利差收窄，中长期信用利差扩大。截至 10 月底，1 年期、5 年期、10 年期 AA 企业债与同期国债利差为 82.29bp、162.71bp 和 214.91bp，较上月扩大 -5.67bp、2.14bp 和 6.09bp。1 年期企业债信用收窄，反映出 10 月流动性处于合理充裕水平带来的信用价格修复，投资者为追求高收益目标主动下沉资质。但长久期企业债信用利差仍有扩大，表明市场对较低信用资质企业担忧不减。

图 15：人民币对美元汇率走势



图 16：AA 企业债与同期国债利差走势



数据来源：WIND

值得注意的是，11月5日央行对4000亿到期MLF进行续作，并将1年期MLF利率由3.3%下调至3.25%，预计11月LPR报价将同步下调5基点。央行适时调降政策利率有利于企业融资利率的下行，发挥金融对实体经济支持力度，也有利于债市企稳。但考虑到政策放松受到物价制约，经济增速逐渐企稳，预计债市仍将以下行为主。

三、政策回顾与展望

主要宏观政策回顾

近期各项政策仍然围绕“六稳”工作展开，除稳就业外，其它方面都有新举措。

顶层设计。十九届四中全会审议通过《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》。《决定》要求：经济方面，要毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存，加快完善社会主义市场经济体制，完善科技创新体制机制，建设更高水平开放型经济新体制。金融方面，要加强资本市场基础制度建设，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，有效防范化解金融风险。财政方面，要优化政府间事权和财权划分，建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系，形成稳定的各级政府事权、支出责任和财力相适应的制度。

财政政策。10月16日的国常会对今年以来的减税降费成果表示肯定，全年减税降费总额将超过2万亿。下一步，一要落实落细减税降费政策，及时研究解决企业反映的突出问题；二要指导各地加强财政预算管理，政府要坚持过“紧日子”，严控一般性支出；三要研究进一步推改革、促发展、增就业措施。

货币政策。11月5日，央行在续作4000亿MLF的同时下调利率。将1年期MLF操作的中标利率从上期的3.30%下调到了3.25%。反映两点：一是银行压缩风险溢价的空间或意愿有限。10月20日的LPR报价保持不变就充分体现了这一点。在融资成本并没有明显下降的情况下，银行确实不愿下调贷款利率，这就倒逼央行必须先出招；二是央行此次只下调了5个基点，表现得谨慎而克制。在当前物价持续攀升的背景下，货币政策的下调空间仍然受到抑制。

稳金融。金融委第九次会议强调，要从顶层设计高度，落实好新发展理念，加强金融领域制度建设，增强金融业治理能力。要深化中小银行改革，健全适应中小银行特点的公司治理结构和风险内控体系，从根源上解决中小银行发展的体制机制问题。要把加强顶层设计和激发内生动力充分结合起来，注意中央与地方、政府与市场的分工，理顺激励机制，充分调动各方面的积极性。要压实金融机构主体责任、地方政府属地责任和金融管理部门监管责任，完善银行补充资本的市场环境和配套政策，健全可持续的资本补充体制机制。要重点支持中小银行多渠道补充资本，优化资本结构，增强服务实体经济和抵御风险的能力。要注意推广一些中小银行经营管理中的好经验好做法，改进中小银行的商业模式。

稳外贸。第二届中国国际进口博览会在上海举行，习近平主席再次莅临开幕式并发表主旨演讲，提出三点倡议和五大新举措：共建开放合作的世界经济、共建开放创新的世界经济、共建开放共享的世界经济；继续扩大市场开放、继续完善开放格局、继续优化营商环境、继续深化多双边合作、继续推进共建“一带一路”。10月23日的国常会要求在落实好各项已定政策同时，一要进一步完善出口退税、贸易融资、信用保险等政策；二要推动构建高标准自贸区网络，深化“放管服”改革，促进经开区、保税区等空置土地有效利用，提高贸易便利化水平；三要培育外贸新业态；四要加大适应国内需求的农产品、日用消费品和设备、零部件等进口。

稳外资。10月16日的国常会确定，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：一是扩大对外开放领域；二是促进投资便利化；三是平等保护外商投资合法权益。11月7日，国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》，支持外商投资新开放领域，加快金融业开放进程。11月8日，银保监会就《外资银行行政许可事项实施办法（征求意见稿）》公开征求意见，就外国银行可以在中国境内同时设立分行和外资法人银行，取消外国银行来华设立营业性机构需满足的总资产要求，取消中外合资银行中方唯一或主要股东必须是金融机构等措施进一步明确操作细节。

稳投资。11月13日的国常会决定，完善固定资产投资项目资本金制度，做到有保有控、区别对待，促进有效投资和加强风险防范有机结合。一是降低部分基础设施项目最低资本金比例。将港口、沿海及内河

航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。补短板基建项目可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。二是基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的 50%。三是严格规范管理，强化风险防范。这是继 2009 年、2015 年之后，基建项目资本金的第三次下调。

稳预期。11 月 12 日，总理主持召开经济形势专家和企业家座谈会。要求要保持宏观政策稳定，更有效运用好宏观政策逆周期调节工具。完善财政、货币、就业、区域等政策，适时适度调控，完善政策协同、传导和落实机制，增强有效性和可持续性。加强对实体经济特别是小微、民营企业支持，提振市场信心。优化地方政府专项债使用，带动社会资金更多投向补短板、惠民生等领域，扩大有效投资，增强发展内生动力。完善就业优先政策体系，继续做好支持企业稳岗、拓展就业空间等工作，强化重点群体就业服务，保持就业大局稳定。

其他重要国内政策包括：政治局就区块链技术发展现状和趋势进行第十八次集体学习，工信部印发《加快培育共享制造新模式新业态、促进制造业高质量发展的指导意见》，工信部等十三部门印发《制造业设计能力提升专项行动计划（2019-2022 年）》

政策展望

财政政策方面，围绕稳增长的目标，重大财税政策加快落地。一是进一步理顺央地财政分配关系。目前地方财政收入增速大幅放缓，但保民生、稳增长等多方面的支出压力并没有减弱。后续财政部将持续推进中央与地方收入划分改革，这一方面能够有效缓解地方尤其是财政运行困难地区收入压力，增强地方应对减税降费的能力，确保减税降费政策继续稳步推进；另一方面，也有利于稳定社会预期，并推动区域财力均衡发展。二是坚持有保有压，聚焦重点领域和薄弱环节，进一步调整优化支出结构，提高财政资金配置效率。降低部分基础设施项目最低资本金比例，允许项目通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金。在确保基本民生投入的同时，中央财政方面将继续开源节流，增加特定国有金融机构和央企上缴利润，大力压减一般性支出，取消低效无效支出；地方财政方面将主动挖潜，多渠道盘活各类资金和资产，改革完善县级基本财力保障机制，缓解困难地区财政运转压力。三是坚持问题导向，

强化目标意识，不断提升财政资金绩效管理水平。财政部将抓好绩效评价工作的上下联动、内外协调，推动绩效评价工作步调一致、同向发力；对标全面实施预算绩效管理工作要求，不断优化评价方法，推进工作深入；以绩效评价指标体系全面达标为指引，敦促相关部门全面强化基础工作，加快项目实施；及时向地方反馈绩效评价中发现的各类问题及整改要求，督促落实到位。

货币政策将坚持稳健基调，根据经济增长与物价环境实施渐进式预调微调，在加大逆周期调节力度扩需求的同时注意控制通胀预期，寻求稳增长和防通胀之间的平衡。一是坚持定向滴灌，重点疏通货币信贷传导机制。一方面创新结构性货币政策工具，保证流动性基础，定向支持小微和民企，春节前有再次推出定向降准的可能性；另一方面通过机制创新提高金融服务实体经济的能力和意愿，继续引导金融机构将资源向制造业、民营及小微企业等领域倾斜。二是通过 LPR 渐进调整引导利率下行。当前经济下行压力仍大，逆周期调节不会缺席，降低融资成本的诉求仍大，银行负债端成本压力有望逐渐改善，因此年内 LPR 报价利率仍有渐进下行的空间和必要。未来央行将进一步理顺利率市场化形成机制，使 LPR 逐步替代贷款基准利率，在银行贷款定价中起到“锚”的作用，更多以改革的方式促进降成本。适度下调 MLF 利率仍有空间，但不会在短期内多次下调。三是货币政策将支持和配合积极财政政策发力，增强宏观政策协同效应。一方面，为专项债发行营造合意流动性环境。加强与财政政策的协同效应，使积极的财政政策作用发挥更加充分，配合好 2020 年地方政府专项债提前下达额度的发行，对冲地方债供给压力。另一方面，配合积极财政政策实施结构调节。优化调整信贷结构，支持实体经济融资，配合专项债新规定向为基建重点项目提供配套信贷支撑，保障重大项目融资。

政策建议

面对经济下行压力以及明年的翻番目标，建议宏观政策从以下四个方面着手：一是全面深化改革扩大开放；二是积极推进中美贸易谈判，三是扩内需政策继续发力，四是加快推出房地产长效机制。

一是全面深化改革扩大开放。从落实十九大提出的新发展理念及以人为本出发，聚焦解放和发展生产力，从供给侧入手破解不平衡不充分问题，推动新一轮以土地制度改革、国有经济布局改革为核心的“对内

放开”，从适应全球贸易制度“三个零”（零关税、零壁垒、零壁垒）的发展趋势出发推动新一轮“对外开放”，实行更加积极的“民心政策”、民生政策、生态政策，从而留住和吸引外资、改革国资、壮大民资，推动农业现代化（工业化、绿色化）、制造业高端化、服务业便利化，持续推动经济转型升级，满足民众对美好生活的需要。

二是积极推进中美贸易谈判。近一个月来，中美双方谈判进展积极，第一阶段协议有望达成，即便 APEC 智利峰会取消，双方仍会寻求第三国签署。中方认为将来目标是取消全部加征关税，但特朗普并不认可这一点，不排除未来贸易谈判仍有变数。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。

三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。

四是加快推出房地产长效机制。在经济下行压力加大背景下，特别考虑到要完成明年的翻番目标，是否放松房地产行业调控考验着决策者短期和中长期政策的取舍和权衡。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	19-10
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	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7
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	7.2
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	5.2
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	10.3
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	-0.7	-3.2	-5.7	-3.4
出口 同比增长, %	9.3	-20.7	13.8	-2.7	1.1	-1.3	3.3	-1	-3.2	-0.9
进口 同比增长, %	-1.4	-5	-7.9	4	-8.5	-7.3	-5.6	-5.6	-8.5	-6.4
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	428.1
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	3.8
PPI 同比增长, %	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	-0.3	-0.8	-1.2	-1.6
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	0.62
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	0.66
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	10.7
M1 同比增长, %	0.4	2	4.6	2.9	3.4	4.4	3.1	3.4	3.4	3.3
M2 同比增长, %	8.4	8	8.6	8.5	8.5	8.5	8.1	8.2	8.4	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）

