

研究报告

2019 年第 98 期

2019.10.24

负责人：周月秋 樊志刚

研究团队：

王小娥 杨荇 朱妮 刘新 王晓娆

邮箱：xiaoe.wang@icbc.com.cn

需求不足构成经济最大掣肘 金融改善难改经济下行趋势

——2019 年前 3 季度国内经济金融形势研判及展望

- 10 月 18 日，国家统计局公布了 3 季度宏观经济运行数据。今年以来，我国经济增速总体稳健，经济结构也在持续升级中。但也要看到，经济下行压力持续加大，实体经济困难突出，国内需求疲弱，经济下行向更多省（市）蔓延。
- 中美贸易战走势仍然是影响中国经济走势的重要变量，我们判断未来中美关税继续加增的可能性较低。在逆周期调控政策发力的带动下，预计全年有望实现 6.2% 的 GDP 增速。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

一、前 3 季度经济金融现状

2019 年前 3 季度, GDP 累计同比增长 6.2%, 连续 19 个季度运行在 6.0%-7.0% 区间。经济增速总体稳健, 但面临持续下行压力, 1、2、3 季度 GDP 同比增速分别为 6.4%、6.2%、6.0%, **单季增速持续下台阶**。经济金融运行呈现以下特点:

(一) 需求偏弱是当前中国经济的一个明显特征

1. 投资增速显著下滑

前 3 季度, 固定资产投资增速为 5.4%, 为年内最低、有史以来次低水平(2018 年 1-8 月最低, 为 5.3%)。其中, 最能反映市场投资需求变化的**制造业投资增速持续回落**, 前 3 季度为 2.5%, 再次触及历史最低(2019 年 1-4 月为 2.5%)。

2. 消费增速逐步放缓

前 3 季度, 主要受到汽车消费(-0.7%)拖累, 消费增速为 8.2%, 连续 4 个月回落。消费增速低于 GDP 增速水平, 充分说明内需“火不够旺”。

3. 进、出口持续负增长

外需在中美贸易战拖累下更加严峻, 前 3 季度出口同比下滑 0.1%, 其中, **对美出口增速大幅下滑(-10.7%)**。内需不足也反映在进口增速上, 前 3 季度进口同比下降 5%。贸易顺差为 2984.3 亿美元, 仍呈现明显的“衰退型顺差”特征。

表 1 进出口增速及贸易差额

	2019 年前 3 季度	上年	上年同期
出口增速(%)	-0.10	0.1	12.21
进口增速(%)	-5.00	-4.2	20.17
贸易差额(亿美元)	2,984.30	1795.40	2,193.14

表 2 2019 年前 3 季度主要贸易伙伴国贸易增速及贸易规模(%, 亿美元)

国家	出口增速	进口增速	贸易规模
欧盟	5.10	0.30	5225.22
东盟	9.50	1.60	4590.07
美国	-10.70	-26.40	4026.58
日本	-1.50	-7.60	2318.59



表3 中国贸易伙伴贸易占比变化（2016-2019年9月，%）

	2019 年前 3 季度	2019 年 1 月	2018 年	2017 年	2016 年
欧盟	15.59	16.26	14.76	15.02	14.84
东盟	13.69	13.04	12.72	12.53	12.27
美国	12.01	11.54	13.71	14.21	14.1
日本	6.92	6.78	7.09	7.38	7.46

（二）经济结构仍在持续优化中

1. 从产业结构看，高技术制造业和现代服务业增速领先于行业整体水平。

表4 产业升级不断加快（%）

	2019 年前 3 季度	2018 年
工业增加值增速	5.6	6.2
高技术产业增速	8.7	11.7
服务业增加值增速	7.0	7.7
信息传输、软件和信息技术服务业增速	19.8	10.1
租赁商务服务业增速	8.0	10.1

2. 从消费结构看，教育文化娱乐、医疗保健支出增速快于整体消费。

表5 升级类消费增速快于整体（%）

	2019 前 3 季度	2018 年	2018 年前 3 季度
全国居民人均消费支出	8.3	6.2	6.3
教育文化娱乐支出	13.5	6.70	5.79
医疗保健支出	10.9	16.1	17.4

（三）金融供给总量改善，但结构仍堪忧

1. 货币供应量增速小幅回升

9月末，M2同比增长8.4%，分别比上月末和上年同期略高0.3、0.1个百分点

点，降准的短期影响和减税降费提升居民、企业存款是主要原因。

2. 社融主要分项同比多增，但非城投企业债券融资净减少

9 月末，社融存量同比增长 10.8%，继续稳定在历史低位。从新增量看，前 3 季度，1 社融口径人民币贷款新增 13.9 万亿元，同比多增 1.1 万亿元。1-9 月企业债融资 2.39 万亿元，同比多增 6919 亿元。前 3 季度专项债融资 2.17 万亿元，同比多增 4746 亿元。

值得注意的是，城投企业（多为国企）是企业债融资大户。企业债融资 2.39 万亿元中，城投债融资 2.48 万亿元，非城投企业债券融资净减少（-900 亿元）。城投债融资额中，净融资额仅 8100 亿元，约 1.67 万亿元（68%）用于偿还旧债。

3. 中长期贷款同比多增，但企业中长贷同比少增

前 3 季度，金融机构新增中长期贷款 8.98 万亿元，同比多增 2200 亿元。居民中长期贷款同比多增（3100 亿元）是主要原因，企业中长期贷款同比少增（-900 亿元），实体经济贷款需求减弱。前 3 季度，全部新增中长期贷款占全部贷款比重 65.88%，比去年同期低 0.78 个百分点。

表 6 中长期贷款部门结构（亿元）

	2019 年前 3 季度	上年同期差额
中长期贷款	89800	↑ 2200
：居民	41400	↑ 3100
：企业	48400	↓ -900

（四）结构性通胀风险抬头

9 月，CPI 同比上涨 3.0%，创近六年新高，验证了我们之前可能“破 3”的判断。其中，食品价格同比上涨 11.2%，尤其猪肉、鸡蛋价格分别上涨 69.3%、9.4%，食品价格成为 CPI 上涨的主要推动力，影响 CPI 涨幅近 70%。从近期仔猪价格走势看，今年后续月份生猪缺口会进一步扩大，预计猪肉和相关替代品价格可能还将上涨。加之中美贸易争端对大豆及相关产品价格带来压力，预计年内 CPI 单月增速仍有上涨的可能。



9月PPI同比下跌1.2%，降幅比上月扩大0.4个百分点，主要原因是生产资料价格下降2.0%，创近三年来新低。其中，原材料出厂价格下降4.8%，尤其是原油（-13.4%）、化学纤维（-13%）价格跌幅扩大。

今年以来CPI上行、PPI走弱，CPI-PPI剪刀差持续扩大（9月剪刀差进一步扩大至4.2%），这将加大上游企业的经营压力。一方面，如果PPI持续负增长，上游企业销售价格将会面临较大压力；另一方面，CPI持续高位将推升居民的生活成本，进而推动企业人工成本走高。

二、值得关注的主要问题

（一）经济下行向更多省（市）蔓延

今年以来，经济形势恶化范围有所扩大。1-9月，32个省（直辖市）中，工业企业利润同比负增长的达16个，比去年全年多11个，比去年同期多13个。沿海省（市）企业利润下滑明显。1-8月，10个东部省（市）中，仅4个实现利润正增长¹。

地方财政收支矛盾突出，逆周期调控空间将受到制约。今年1-9月，地方本级财政收入7.86万亿元，支出15.35万亿元，两者相差7.5万亿元。部分政府挤占其他公共支出，拖欠工资或举债度日。2018年，在新发行城投债和地方政府债券中，用于偿还到期债务的比重分别达75%和91%，今年至9月末，两项比重分别为68%和33%。

（二）企业经营形势严峻

1-8月，工业企业利润同比下降1.7%，连续7个月负增长。其中，国有及国有控股企业利润同比下滑8.6%，私人企业利润同比增长6.5%，均比前两年明显回落²。总体来看，企业经营普遍面临严峻态势。

其中，民营企业融资难、融资贵问题依然突出。受债券市场尤其民企违约率较高影响，非国有企业债券融资困难。今年以来，全市场133只债券违约，违

¹ 广东0.4%，浙江2.8%，海南12.9%，福建10.4%。

² 2017年，国有及控股企业和私营企业的工业企业利润同比分别增长45.1%和11.7%，2018年，二者分别增长12.6%和11.9%。

约金额998.28亿元。其中民企违约125家，违约金额占87%左右。民企违约上升加重其债市融资困难。今年来，包括民企在内的非国有企业仅在4月净融资为正，9月净融资额创12个月新低（-442.41亿元），只有AAA级企业净融资为正（23.26亿元），9月当月民企净融资额-431.53亿元。与此同时，表外融资下降。9月末，委托贷款和信托贷款存量同比下降8.5%和4.1%。融资难导致民间融资贵问题依然存在。9月末，温州民间融资综合利率仍保持在15.69%的高位。



图1 国企信用债净融资远超非国企

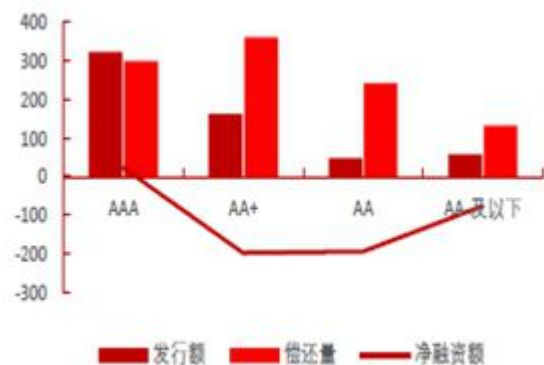


图2 9月非国企中仅AAA级净融资为正
(单位：亿元)

（三）流动性分层较为突出

表现在两方面：

一是实体经济与金融体系间流动性分层依然明显。9月，同业拆借加权平均利率和质押式回购加权平均利率分别为2.55%和2.56%，均比上年同期低0.04个百分点，金融体系流动性合理充裕。但民营企业融资成本仍处高位，当前民企产业债与无风险利率之间的信用利差达310BP（2010年至今信用利差平均值为220BP），风险溢价高，融资成本高。

二是银行与非银机构间流动性分层明显。目前，R007与DR007的信用利差水平³仍处高位，9月末超过10%，反映了非银金融机构同业融资利率较高，流动

³ R007为全市场机构7天质押式回购加权利率，DR007是存款类机构7天质押式回购加权利率。通常用两



性相对存款类机构紧张。

应该注意到，前期中小银行信用风险事件导致的银行间流动性分层已有所缓解。目前农商行与国有银行的同业存单利差已从7月的35BP下降至13BP。但中小银行资本补充工具有限，同业刚兑打破后，市场对其发行的二级资本债等资本补充工具偏好下滑。资本约束使中小银行更偏好高等级信用债或优质企业，对民企支持不够。

三、经济金融走势展望

（一）经济走势展望

中美贸易战仍是影响未来中国经济走势的重要变量。我们判断中美元首在智利 APEC 峰会期间（2019.11.16-11.17）签署第一阶段协议、关税水平维持现状的可能性较大，即原有关税措施不撤销⁴，美方不再新增关税。在这样的前提下，预计全年 GDP 增长 6.2% 左右。如果中美未能签署第一阶段协议，美方继续升级关税措施，预计全年 GDP 增速可能触及 6.0% 的低位，但这种情况发生的可能性较小。

1、预计固定资产投资小幅回升，全年增长 6% 左右（1-9 月为 5.4%）。高技术制造业和制造业技术改造投资将带动制造业投资趋稳；在房地产调控政策维持“稳、严、紧”不变的背景下，土地购置费下滑将继续拖累房地产投资；得益于提前下达明年专项债部分新增额度、适当降低基础设施项目最低资本金比例等一系列“稳投资”政策的落实，基建投资有望回升。

2、预计四季度出口增速仍将继续下滑，全年增速（美元计价）为-2% 左右（前三季度为-0.1%）。虽然 9 月 PMI 新出口订单指数有所回升（从 8 月的 47.2% 升至 9 月的 48.2%），但由于全球经济增速放缓（经合组织预计今年世界经济增速会下滑至十年来最低水平），大量商品被加征关税或面临被加征关税的风险，我国出口形势仍然较为严峻。

3、预计消费可能逐步企稳，全年增长 8.5% 左右（1-9 月为 8.2%）。当前居

者的利差大致反映非银机构融资溢价水平。

⁴ 美方仍对 2500 亿美元中国商品征收 25% 关税，并对另外约 1500 亿美元商品加征 15% 关税。

民对于高质量产品以及教育、养老、医疗、文化、旅游等高品质服务的需求巨大；减税降费有望继续提振居民消费能力；部分城市汽车限购政策松绑有助于推动汽车消费增长；三季度出台的《关于加快发展流通 促进商业消费的意见》等政策，有利于农村消费、绿色消费等增速企稳。

（二）金融走势展望

1、**预计 M2 增速大幅上升的概率较小，全年 M2 同比增速将维持 8.5% 左右（9 月末为 8.4%）。**目前国内需求不足一定程度上将影响货币内生增速，而今年年内的三次降准，更多体现为支持实体经济的定向型政策，我国宏观杠杆率依然高企，结构性去杠杆、防范化解系统性金融风险的核心政策目标并未动摇，预计货币政策仍会坚持稳健基调，不会过于宽松。

2、**预计实体经济融资增速略有下滑，全年社会融资规模存量同比增速可能在 10% 左右（9 月末为 10.8%）。**委托贷款、信托贷款收缩放缓将带动社融增速回升；今年地方债提前发行，新增债务限额已经基本用完，四季度地方政府专项债发行量将成为社融增速的拖累；但若在四季度提前下达并开始使用 2020 年新增专项债的部分额度，则社融增速也将可能会进一步提升。

3、**人民币可能在 7.0-7.2 区间波动。**2019 年 9 月底，人民币对美元汇率为 7.07，较年初（6.86）贬值 2.97%。从中美两国基本面来看，不支持人民币大幅贬值，下阶段人民币汇率走势主要取决于两方面因素的综合影响：一是中美贸易战走势，二是央行政策倾向。10 月 11 日，中美经贸磋商取得实质性进展，尤其市场普遍猜测中美就汇率已达成一致意向。若中美贸易摩擦不再继续升级，中美双方在年底前正式签署协议，人民币可能升值至 7.0 左右。

四、政策建议

面对不断加大的经济下行压力，关键是要重塑经济主体信心，扭转市场预期，促进形成**投资回升—收入增加—消费提升**的良性循环。因此，建议：

（一）财政政策需要更加积极，重在提高居民和企业部门活力

一是直接或间接改善居民收入状况，提高居民消费能力。建议进一步降低居民税负或对耐用消费品进行财政补贴，同时加快推动国有股权划转社保基金



落地，提高居民的消费能力和消费安全感。二是在确保现有减税降费政策落实到位的基础上，研究制定降低企业所得税税率预备方案，在经济下行压力加大时择机推出，进一步增强企业投资活力。比如从小微企业（尤其是科技型初创企业）生产经营年度开始，给予2到3年的企业所得税免除优惠政策等。

（二）货币政策适度加大逆周期调控力度

在当前经济下行压力进一步加大的背景下，建议货币政策通过增加公开市场操作频次等手段加大向市场投放货币的力度，为流动性向实体经济传导奠定充裕的量的基础。同时，继续加强定向降准等结构性货币政策的使用，推进LPR定价机制改革落到实处，切实缓解民营企业融资难、融资贵问题。

（三）为更好支持实体经济发展，建议缓解商业银行资本金补充压力

一是建议进一步优化商业银行资本补充工具的审批流程，探索建立对资本补充工具发行人分层分类管理的发行机制。其中，对于国有大行发行资本补充债券，考虑试点实施备案制余额管理模式。商业银行在核准的余额范围内可自主进行备案发行，从而在较大幅度上提高相关债券的审批效率。

二是建议进一步扩大资本补充工具的投资者范围。明确基金、银行理财、信托和社保基金等投资资本补充工具的相关规则。同时进一步研究优化金融机构投资资本和债务工具时资本占用过高的问题。