

研究报告

2019 年第 89 期

2019.09.18

研究负责人：周月秋 樊志刚

研究团队：王小娥、杨荇

朱妮、刘新、王晓娆

本期执笔：杨荇、刘新

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

供需两端承压 经济持续疲弱

——2019 年 9 月国内经济金融市场走势述评

- 8 月，我国工业生产疲弱，投资消费下滑，外贸未现改观，物价维持高位，供给与需求两端承压。全面降准提振市场信心，主要金融数据环比多增，信贷结构改善，社融明显回暖，汇市和股市双双反弹。
- 预计扩大内需政策有望在一定程度上提振实体经济需求，但外需走弱、企业盈利困难、用工意愿下降局面短期内难有改观，后 4 月经济下行压力依然较大。
- 9 月国家外管局取消 QFII、RQFII 投资额度限制，金融市场改革进一步深化。从短期来看，取消额度限制，增量外资流入有限；但从长期来看，将吸引更多海外资金持续流入，有利于促进国内券商增强服务能力、股票市场进一步规范发展。

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、供给侧：工业生产持续疲弱，就业压力进一步上升

8月，工业增加值同比增长4.4%，增速比上月回落0.4个百分点，已连续两个月呈下滑态势。其中，采矿业、制造业、高技术制造业增加值均较上月下滑。PMI和PMI新订单指数已连续四个月低于50%，其中，PMI从业人员指数（46.9%）创2012年以来最低值，反映出制造业增长动能疲弱，制造业就业形势进一步恶化。

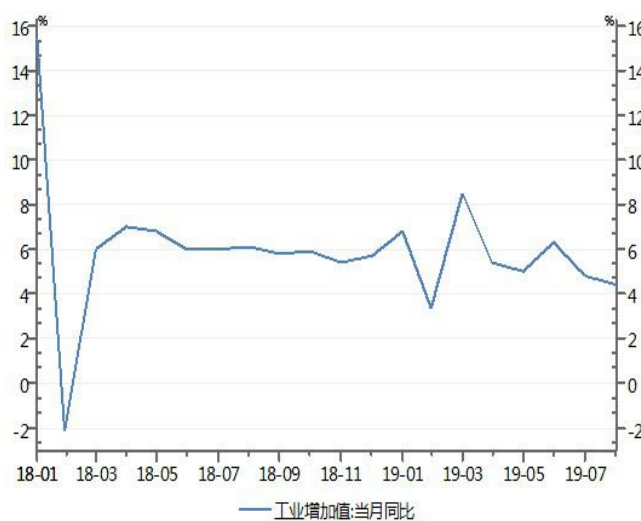


图1 工业增加值持续回落

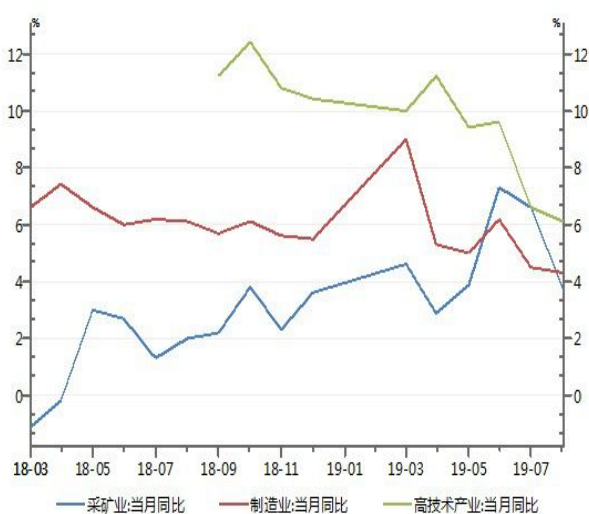


图2 主要产业增加值均回落



图3 制造业需求景气指数低于荣枯线

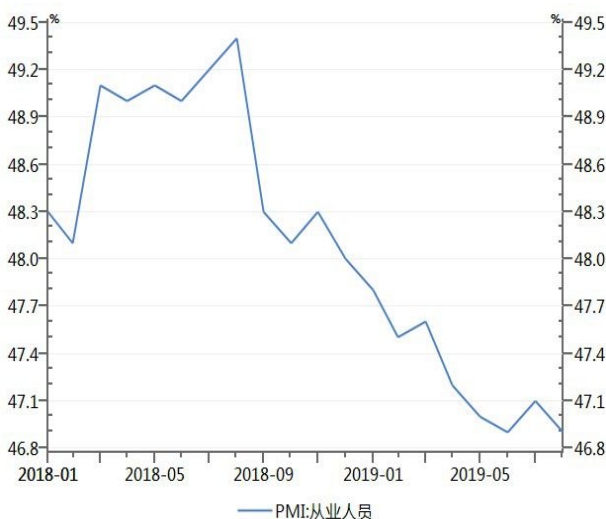


图4 PMI从业人员指数持续低位



全年趋势预测：在内外需总体偏弱态势不改的情况下，加之贸易战不确定性影响企业预期、制造业成本居高不下、产能过剩压力仍在发酵等因素，预计未来工业企业盈利将继续承压，并拖累工业增加值。不过，自 7.30 政治局会议重提“六稳”以来，货币政策，财政政策、区域政策、消费政策以及土地等改革举措全面发力，更加积极的宏观政策有利于工业生产企稳。

二、需求侧：消费、投资下滑，外贸未现改观

（一）消费增速进一步放缓，汽车限购政策陆续放松

8 月，汽车消费负增长 8.1%，较 7 月增速回落 5.5 个百分点，显示汽车消费仍然低迷。受此影响，8 月消费增速较 7 月回落 0.1 个百分点至 7.5%。而扣除汽车消费之后，社会消费品零售额增长 9.3%，比上月加快 0.5 个百分点。

全年趋势预测：8 月国务院出台提振消费 20 条措施，包括逐步放宽或取消汽车限购，扩大成品油市场准入，支持商品以旧换新等。贵阳已取消汽车限购，广州、深圳则陆续放宽汽车限购条件，预计在政策支持下，全年消费将保持温和增长。

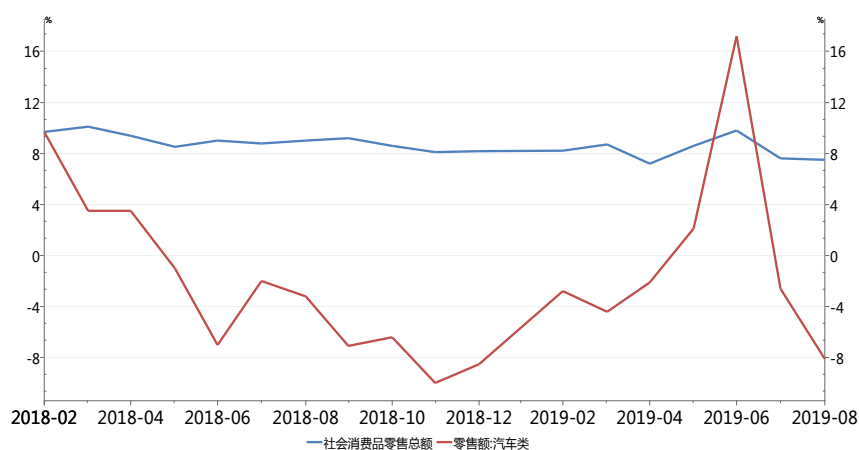


图 5 汽车消费继续下滑带动消费下降

（二）固定资产投资继续下行，基建投资小幅回升，制造业和房地产投资回落

1-8月，固定资产投资同比增长5.5%，分别较1-7月和上年全年回落0.2个和0.4个百分点。其中，与1-7月相比，受逆周期调控政策持续发力等因素影响，基建投资小幅回升（从3.8%到4.2%）；受中美贸易摩擦再度升级等因素影响，制造业投资回落明显（从3.3%到2.6%）；在房地产调控政策持续收紧的背景下，房地产开发投资继续放缓（从10.6%到10.5%）。三大投资一升两降，总体投资增速持续下行。

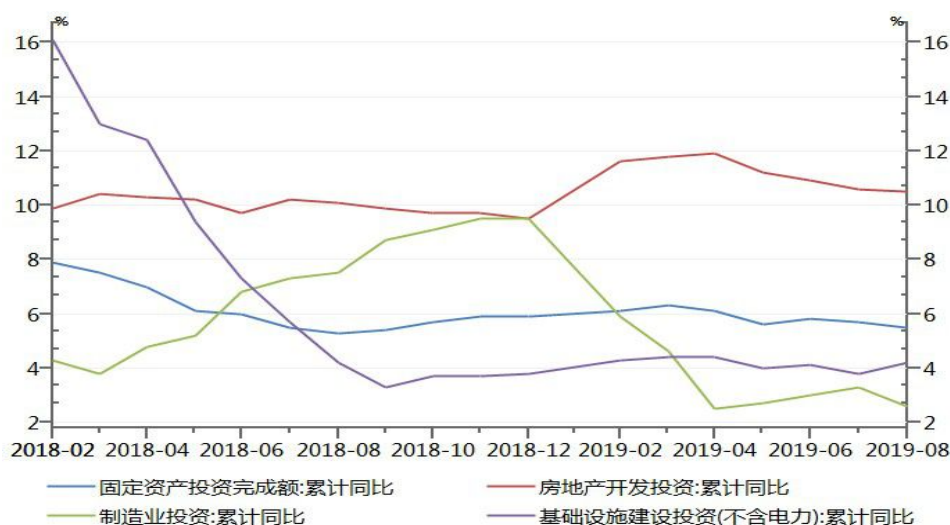


图6 三大投资一升两降 带动投资增速持续下行

全年趋势预测：受专项债新政等政策拉动影响，基建投资增速有可能继续回升，但由于对地方政府债务的监管仍保持高压态势，预计升幅有限；制造业投资虽继续受需求疲软抑制，但政策因素有利于增强企业投资意愿和能力；在房地产调控政策维持“稳、严、紧”不变的背景下，房地产融资环境将持续收紧，房地产投资增速将进一步放缓。

综合考虑，预计固定资产投资全年增速保持基本稳定。

（三）外贸未现改观，进、出口增速双双为负

受全球经济下行和中美贸易摩擦影响，8月，按美元计价，进口、出口增速环比分别下降0.3（从-5.6%至-5.3%）和4.3个百分点（从3.3%至-1%）。进口方面，农产品进口增速为5%，环比回落5个百分点，其中大豆增速回落明显；



出口方面，对欧盟、美国的出口同比增速为 3%、-16%，分别较上月（7%、-7%）下降 4 和 9 个百分点，其中对美国出口当月同比增速创贸易争端以来的新低。

全年趋势预测：由于全球经济疲软，中美贸易摩擦面临较大不确定性，负面影响逐步显现，预计进出口压力仍较大。



图 7 进出口金额增速双双下行

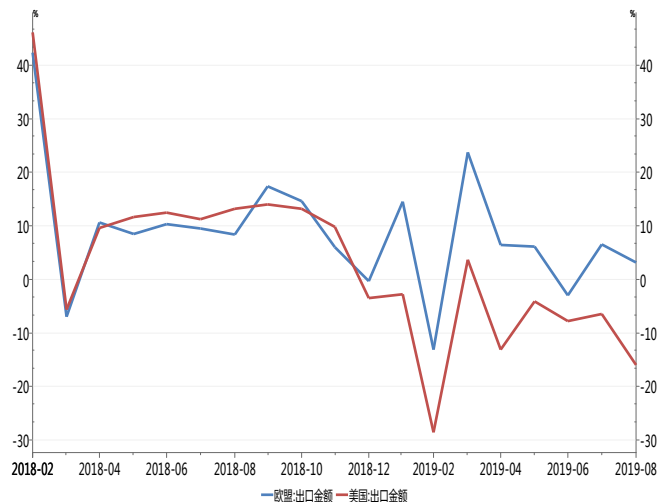


图 8 对欧盟和日本出口增速均下降

三、CPI 持续高位，PPI 再创新低

（一）食品价格上涨推动 CPI 维持高位

8 月，CPI 同比上涨 2.8%，涨幅与上月相同，剔除 2018 年 2 月异常值（春节因素），维持近六年来高位。其中，食品价格同比上涨 10.0%，尤其猪肉、鲜果价格分别上涨 46.7%、24.0%，食品价格成为 CPI 上涨的主要推动力，影响 CPI 涨幅近 70%。

全年趋势预测：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 CPI 年内单月增速破 3 将成为大概率事件。

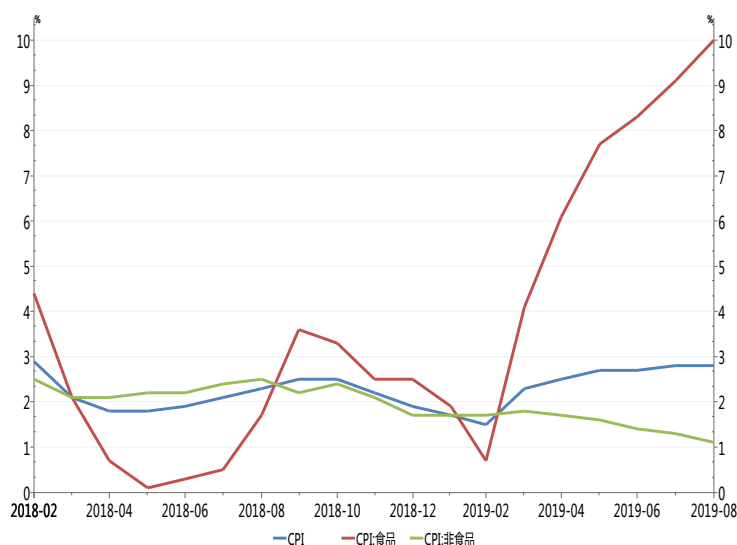


图9 食品价格上涨推动CPI创新高

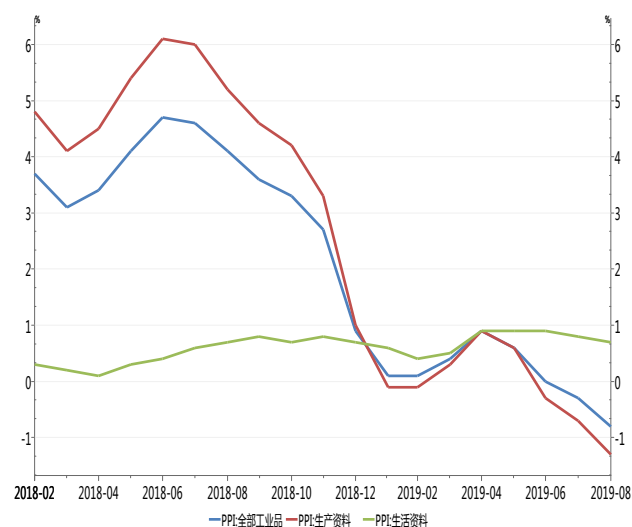


图10 生产资料下降推动PPI创新低

（二）生产资料价格下跌推动PPI创新低

8月PPI同比下跌0.8%，降幅比上月扩大0.5个百分点，主要原因是生产资料价格下降1.3%，创近三年来新低。其中，原材料工业价格下降3.5%，尤其是原油、煤炭价格跌幅扩大。

全年趋势预测：伴随财政收支平衡压力上升、棚改缩量和融资收紧对地产拖累等影响逐步显现，叠加全球经济低迷，总需求仍然疲软，上游行业产品（原油、铁矿石、煤炭等）价格走弱，未来一段时间PPI或继续处于负增长区间。

今年以来CPI上行与PPI走弱、CPI-PPI剪刀差持续扩大（8月剪刀差进一步扩大至3.6%）的局面仍在延续，这将加大上游企业的经营压力。一方面，如果PPI持续负增长，上游企业盈利将会面临较大压力，且承担的实际融资成本会相应提高。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。

四、金融数据有所改善，全面降准提振金融市场

（一）信贷结构有所改善，社融增速明显回暖



8 月，金融机构新增人民币贷款 1.21 万亿元，虽比 7 月多增 1500 亿元，但比上年同期仍少增 700 亿元，反映出信贷需求仍显疲弱。

从贷款结构看，企业中长期贷款扩张明显，8 月新增 4285 亿元，环比增长 16.5%，同比增长 25.1%。在 LPR 引导融资成本下行的预期下，部分银行可能加快了 8 月的信贷审批与投放，以锁定更高的利差与利润。居民中长期贷款依旧保持平稳增长，8 月新增 4540 亿元，环比和同比分别多增 123 亿和 125 亿元。这可能与部分银行抢在政策进一步收紧前，加快住房贷款投放有关。

总的来看，随着支持制造业企业融资以及收紧房地产类融资政策的进一步落地，未来企业贷款走强、居民贷款走弱的结构变化将逐步显现。



图 13 新增贷款环比多增、同比少增

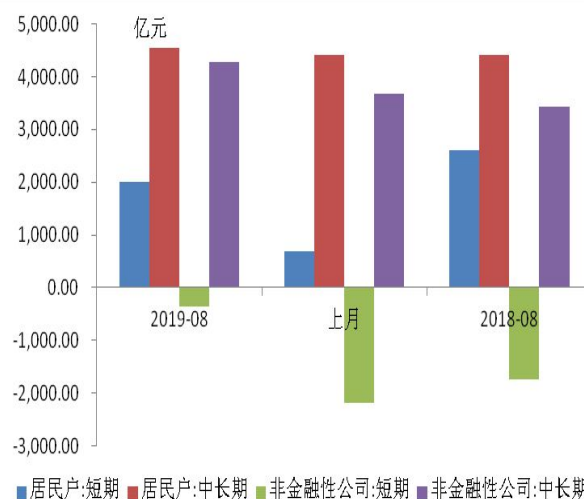


图 14 企业中长期贷款扩张明显，居民中长期贷款保持平稳

8 月，新增社会融资规模 1.98 万亿元，环比多增 9688 亿元，同比多增 409 亿元。表内外融资双双反弹。其中：表内融资上升主要源于人民币贷款企稳，表外融资收缩幅度明显收窄，主要原因在于：一方面，包商银行事件影响在逐步减弱，叠加房企融资受限后选择多开票垫资，银行承兑汇票从大幅减少转为小幅增长，8 月新增表外票据 157 亿元，环比多增 4720 亿元，同比多增 936 亿元；另一方面，债券发行数量可观，仍是支撑社融的重要力量。8 月企业债券融

资新增 3041 亿元，环比多增 801 亿元；8 月地方政府专项债新增 3213 亿元，前 8 月已累计新增 2.0 万亿元。8 月金融数据回暖需审慎看待，既有年中冲量后 7 月低迷、8 月复苏的季度性因素，又有地方债需在 9 月前全部投放的动力助推因素。

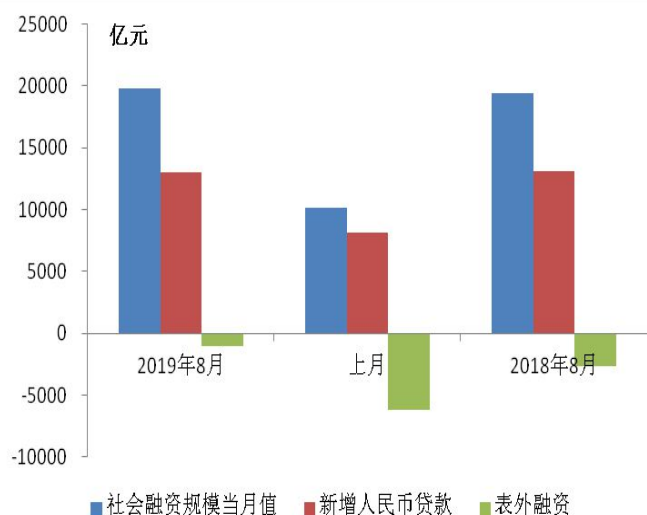


图 15 表内外融资反弹，带动社融上升

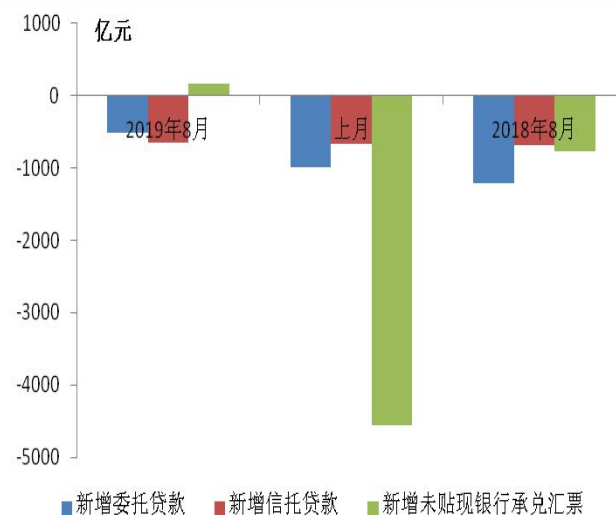


图 16 银行承兑汇票较前期大幅上升

进一步看，近期出台（实施）的改革以及逆周期调控措施，如 LPR 改革、全面降准+定向降准、QFII 额度放开等，旨在从量、价方面更多支持实体经济融资。预计在逆周期政策的支撑下（9 月 20 日 LPR 报价大概率下调），接下来几个月社融可能仍是偏强走势。但货币政策向实体经济的传导存在时滞，加之房地产融资被严控、内外需求总体疲弱，实体经济融资需求短期内难言明显改善。

（二）全面降准提振市场信心，汇市股市双双反弹

为了应对 7 月经济数据下行和关税战升级压力，8 月以来政策整体基调逐步宽松，“加大宏观经济政策的逆周期调节力度”逐渐成为决策层共识。9 月 6 日，央行宣布近年来规模最大的“全面降准+定向降准”，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元。

受消息提振，加之最新公布的美国非农数据意外不及市场预期，美联储暗



示将于 9 月降息，9 月 6 日之后在岸、离岸人民币急升，9 月 12 日双双收复 7.11 关口，创近 3 周新高，一周涨幅超过 400 个基点；国内两大股市弱势反弹，9 月 6 日至 12 日，上证指数涨 31.63 点，涨幅为 1.05%；深证成指涨 96.39 点，涨幅为 0.98%。

考虑到中美贸易摩擦谈判重启，双方确定 10 月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，工作层已于 9 月中旬开始接触，但预计未来特朗普“翻脸”频率只增不减，中美短期达成全面协议的概率仍然很小，且有可能出现反复，金融市场将直面更多冲击，汇市、股市波动加大渐成常态，市场情绪短期波动，长期谨慎。

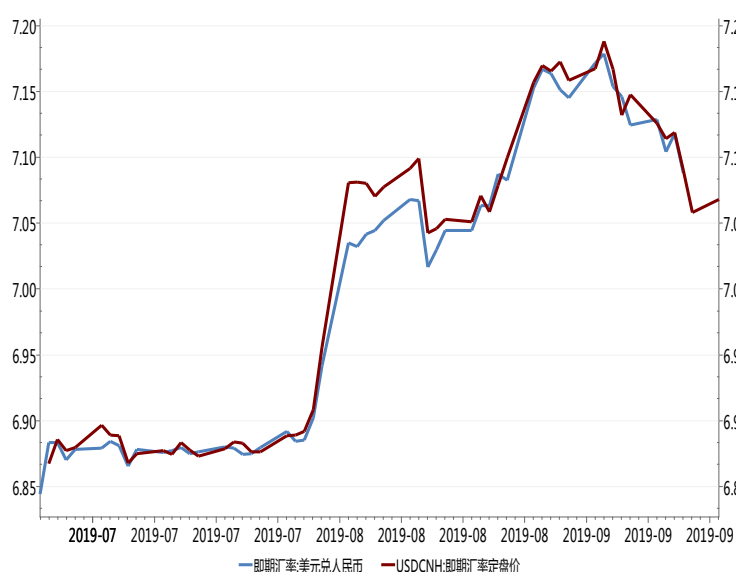


图 17 离岸人民币兑美元汇率小幅反弹

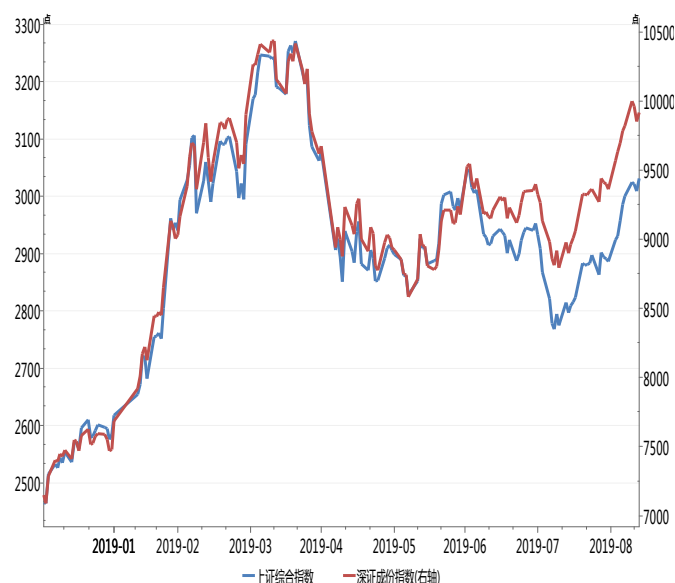


图 18 上证综合和深证成指反弹

五、本月热点：取消 QFII、RQFII 投资额度限制，金融市场改革进一步深化

9 月 10 日，国家外汇管理局宣布取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外投资者（RQFII）投资额度限制，取消对单家合格境外投资者投资额度的备案和审批，RQFII 试点国家和地区限制也一并取消。本次改革是金融市场

对外开放的重大举措，是对外开放制度建设的进一步完善。

从短期来看，增量外资流入有限。目前 QFII 额度和 RQFII 额度分别为 3000 亿美元和 19900 亿元人民币，而截至 2019 年 8 月末，额度都仅使用三分之一左右（分别是 1113.76 亿美元和 6933.02 亿元人民币）。QFII 和 RQFII 额度尚未用完，取消额度限制在短期内并不会改变外资流入的节奏。

但从长期来看，取消额度限制，旨在吸引更多中长期的海外资金持续流入，改善我国金融市场外资持有比重较低（股债市场分别只有 2%-3%）的状况。同时，由于 QFII 和 RQFII 与 A 股交易时间同步、可参与新股申购和大宗商品交易、股票可投范围更广、享受税收减免，投资额度取消后，将使其制度优势得到增强，有利于进一步促进国内交易所（QFII 和 RQFII 通过沪深交易所交易）与香港交易所（沪深港通通过港交所交易）展开竞争，促进国内券商增强服务能力、股票市场进一步规范发展。