



# 兴泰智库研究报告

XINGTAITHINK-TANKRESEARCHREPORT

2019年第17期总第73期·宏观报告

## 2019年三季度宏观经济形势 分析报告

徐蕾 李庆

咨询电话: 0551-63753813

服务邮箱: [xtresearch@xtkg.com](mailto:xtresearch@xtkg.com)

公司网站: <http://www.xtkg.com/>

联系地址: 安徽省合肥市政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2209室

金融研究所

二〇一九年十月



- ▶ **三季度，宏观经济下行压力显现，GDP增速有所放缓，内外部环境愈加错综复杂。**但在逆周期调节政策的积极对冲下，宏观经济增长展现出较强韧性，实际GDP增速继续保持在目标区间。三驾马车方面，投资增速保持平稳，消费增速有所放缓，贸易顺差大幅走阔。价格方面，“猪通胀”带动CPI加速上涨，PPI涨幅明显回落，人民币汇率波动加大，突破关键点位后持续震荡。政策方面，财政政策加力提效，货币政策“以我为主”保持稳健，金融监管凸显平衡性，继续深化改革，强调在推动高质量发展中防范化解各类风险。
- ▶ **展望四季度，经济有望保持平稳。**预计投资增速将小幅回升，消费增速维持低位，净出口对经济增长贡献率有所下降，GDP增速继续保持在6%，CPI同比涨幅维持高位，PPI同比降幅有望收敛，人民币汇率完全有条件保持在合理均衡水平上的基本稳定。建议财政政策高效释放减税降费红利，着力稳定投资和就业，货币政策加快疏通货币政策传导机制，适时适度进行逆周期调节，金融政策加强协调性，着力深化金融供给侧结构性改革。

# 目录

## CONTENTS



01

国内经济形势分析

02

宏观经济政策分析

01

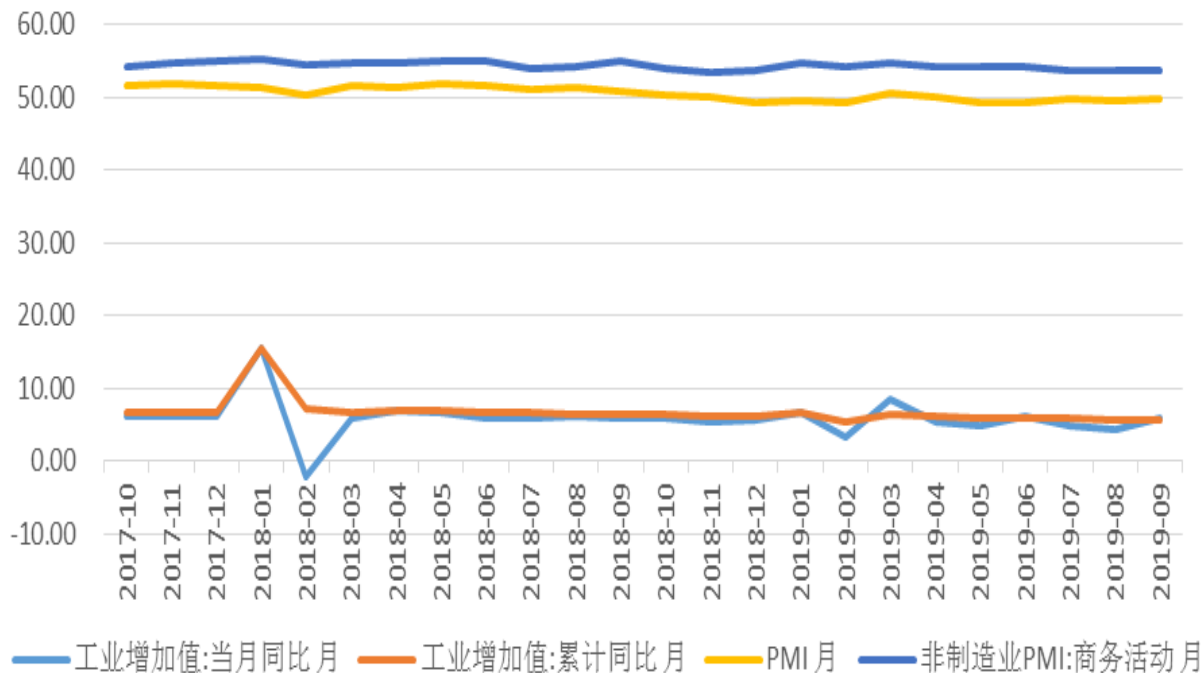


# 国内经济形势分析

工业、投资、消费、进出口、物价水平

## 2.1 供需小幅改善，制造业景气有所修复

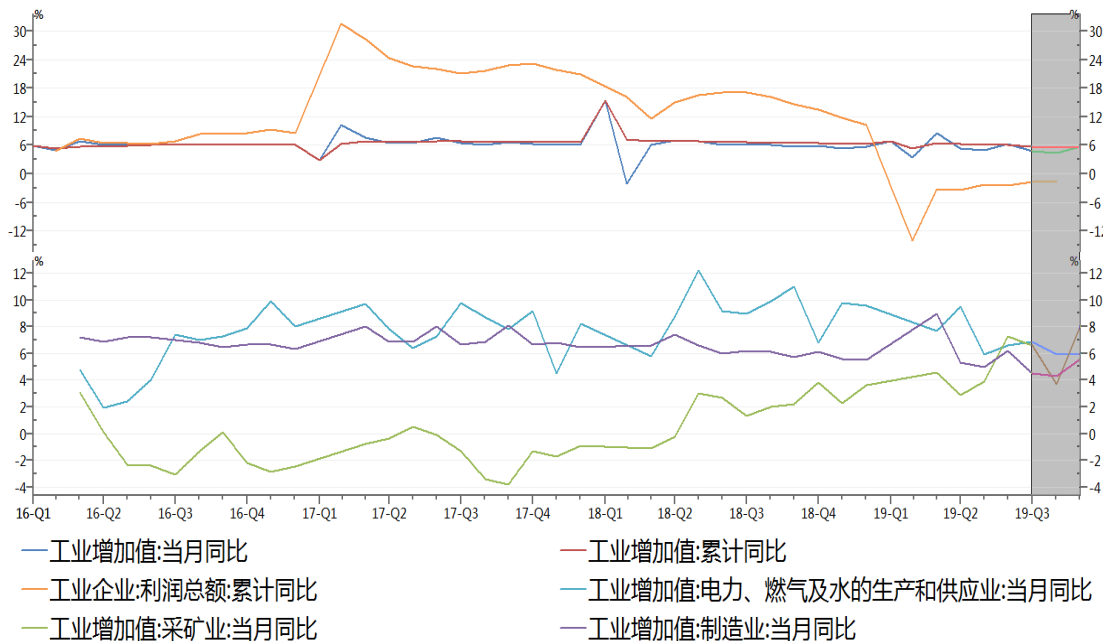
### 工业生产及景气指数



供需有所改善，制造业PMI小幅回升。9月，制造业PMI为49.8%，较上月上升0.3个百分点，虽然仍处于荣枯线以下，但整体景气较上月有所改善。需求端小幅改善。随着对美出口依赖程度不断降低，以及受9月美方宣布关税加征延后的影响，新出口订单指数回升，内需小幅回暖。从供给端看，生产扩张加快，需求小幅回暖背景下企业产品销售情况有所好转，库存持续去化。另外，企业生产经营活动预期指数回升1.1个百分点至53.3%，企业的乐观程度有所提高。

## 2.2 需求走弱、利润下滑等因素影响，前三季度工业增加值增速整体放缓

### 规上工业增加值、利润及三大类工业增加值同比



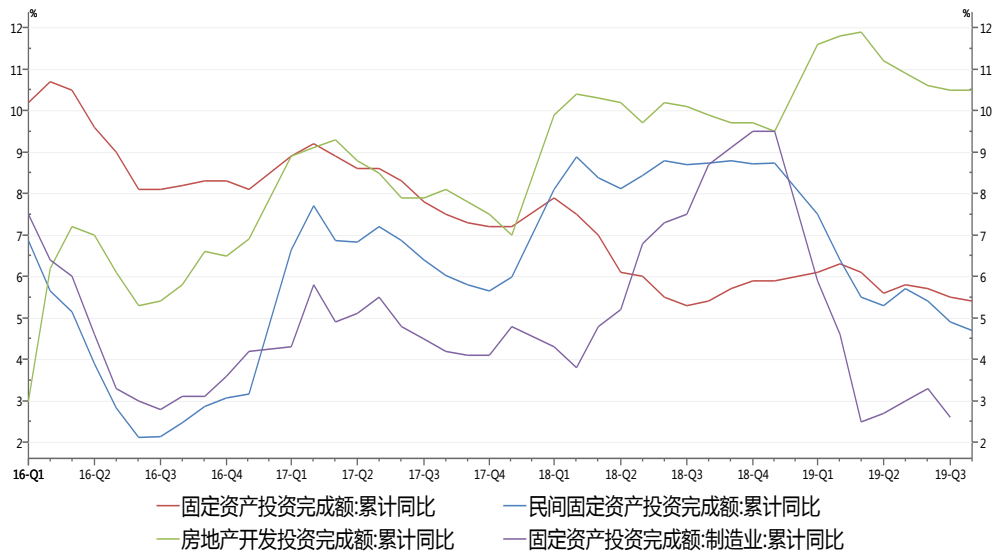
数据来源: Wind

前三季度，全国规模以上工业增加值同比实际增长5.6%，增速较上半年和上年同期分别下滑0.4和0.8个百分点。主要原因是在工业生产中占比约九成的制造业增加值增速在需求走弱、利润下滑等因素影响下走低；尽管三季度整体走弱，但9月工业生产增速出现明显反弹，延续了今年以来宏观经济数据季末发力的规律。当月工业增加值同比增长5.8%，增速较上月加快1.4个百分点。三大门类增加值增速均现回升或持平，其中制造业增加值同比增长5.6%，增速较上月加快1.3个百分点。

**展望：**考虑到当前工业产成品库存处于较低水平补需求或带动工业企业在四季度略有企稳，但仍需关注采暖季环保限产可能给工业和制造业生产带来的压力。

## 2.3 投资：基建与房地产持续对投资形成支撑，多重因素影响下投资低位运行难改

### 固定资产投资及分项累计同比



数据来源: Wind

前三季度固定资产投资同比名义增长5.4%，增速较1-8月下滑0.1%，较上半年下滑0.4个百分点，和上年同期持平。

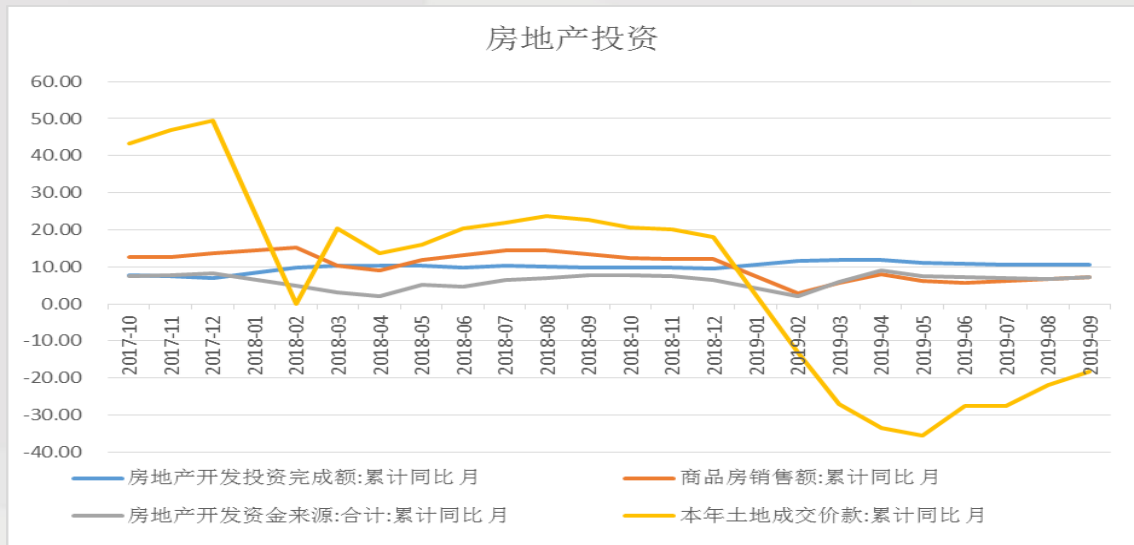
利润增速下滑、企业投资信心受到冲击，拖累制造业投资增速明显放缓。前三季度制造业投资累计同比增长2.5%，增速较上半年和上年同期分别下滑0.5%和6.2%，成为今年以来投资增速下滑的主要原因所在。

前三季度基建投资增速处于历史低位，9月出现回升势头。1-9月基建投资（不含电力）累计同比增长4.5%，增速上半年加快0.4%，较上年同期加快1.2%。

前三季度房地产销售虽有所减速，但房地产投资增速韧性凸显。1-9月房地产投资累计同比增长10.5%，增速较上半年下降0.4%，但较上年同期加快0.6%。

**展望：**基建投资增速有望明显加快，房地产投资仍有支撑。四季度逆周期政策仍将持续，并且前期已发行专项债和专项债新规的作用将逐步显现，由此有望带动基建投资提速，进而增强对经济的托底效果。

## 2.4 房地产：房地产调控总体趋严背景下，房地产投资展现较强韧性



受调控加码影响，前三季度商品房销售额及销售面积明显不及上年同期，但当前房地产企业库存处于低位，加之外部融资环境收紧带动房企进入“快周转”模式，今年以来，房屋施工面积和建筑工程投资增速均出现明显上扬，成为同期房地产投资增速加快的主要原因。考虑到建安投资是房地产投资中实际计入GDP的部分，这也意味着上半年房地产投资对GDP增长的拉动作用有所提升。

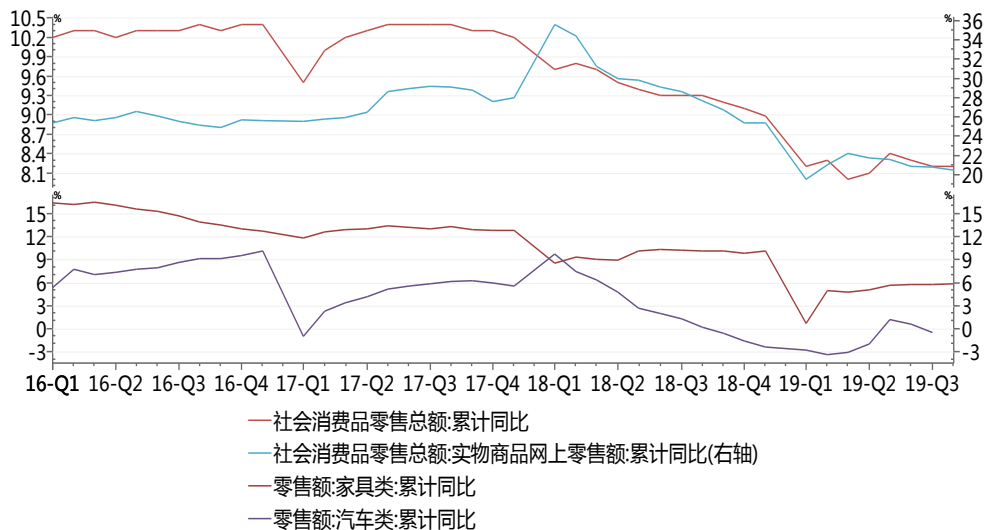
从三季度的情况来看，当季房地产投资增速小幅放缓，但仍保持两位数增长。特别是8月和9月商品房销售面积和销售额增速均现边际回升势头，对房地产投资也起到一定支撑作用。当前调控政策意在稳定而非打压房地产市场，双向调控特征正在逐步显现，且货币政策保持边际宽松取向，利率继续处于较低水平，是当前房地产市场及房地产投资保持较强韧性的主要原因。

**展望：**在房地产政策严控的环境下，难以有较大幅度的增长。但市场仍看多的条件下，年内房地产投资韧性仍将持续。



## 2.5消费：耐用品消费增速下滑，拖累前三季度社零增速逐季放缓

### 社会消费品零售总额及分类累计同比



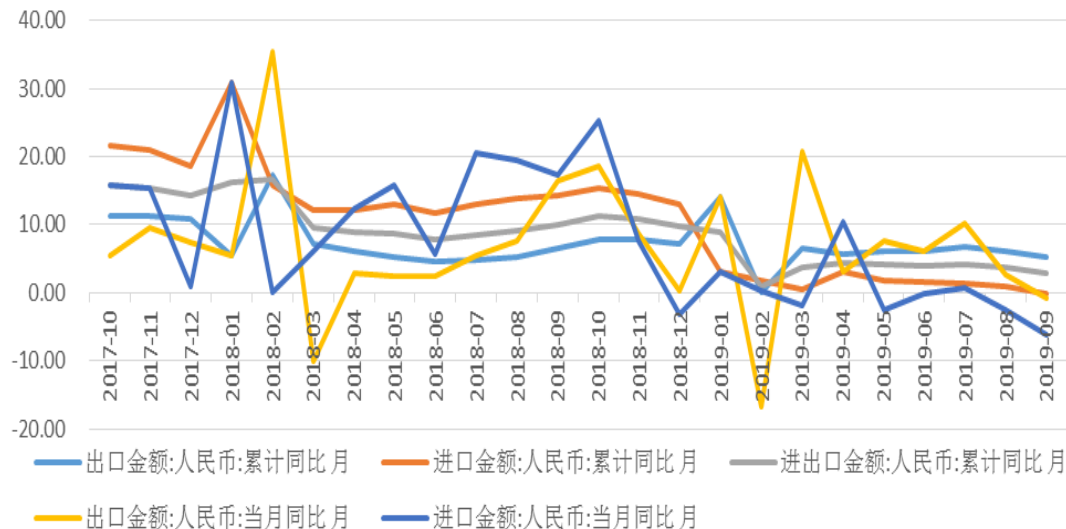
数据来源: Wind

前三季度社会消费品零售总额累计同比增长8.2%，增速较上年同期下滑1.1个百分点。扣除价格因素后，社零累计同比增长6.4%，增速较上年同期下滑0.9个百分点。以汽车、金银珠宝、家具、家电、通讯器材等为代表的可选消费品零售额增长普遍减速，而粮油食品、日用品和中西药品等必需品零售额增速则高于上年同期，这符合经济下行压力加大时期的普遍特征。前三季度在社零中占比较高的汽车零售额同比下降0.2%，增速较上年同期下滑0.9%，是当前消费减速的重要原因，体现了市场饱和、年中排放标准切换、居民实际收入增速放缓，以及经济下行时期市场信心不足等因素的综合影响。

**展望：**社零增速将维持低位，服务消费继续保持高增长势头。考虑到去年同期基数偏低，四季度汽车销售降幅有望收窄，其对社零总体的拖累作用将有缓和，预计社零增速有望小幅反弹至8.4%。

## 2.6 外贸：进出口均回落但“衰退型顺差”扩大，贸易冲突缓和进口或短期改善

进出口当月、累计同比

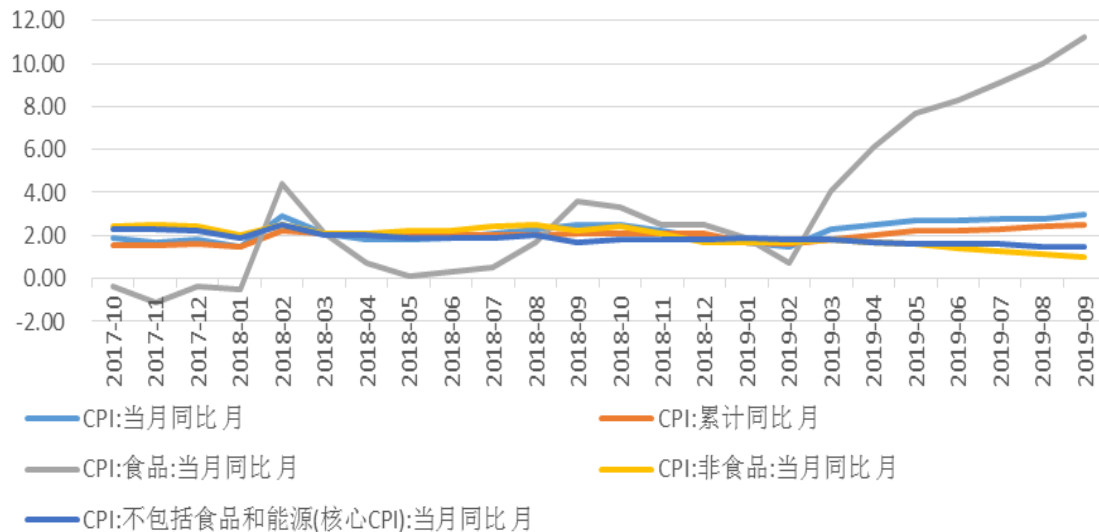


需求低迷进出口回落，“衰退型顺差”持续扩大。前三季度，进出口总额同比下降2.4%。其中，出口同比下降0.1%，较上年同期回落12.1个百分点，在当前全球需求低迷的背景下，出口难以乐观；进口同比增速下降5.0%，内需不足对进口的拖累作用持续显现，同时8月份以来的人民币贬值更是进一步拖累了进口。顺差2984亿美元，贸易顺差大幅扩大，较上年同期扩大34.8%，衰退型顺差表现明显。中美贸易缓和，双方达成了阶段性协议，中美贸易的缓和在一定程度上能够改善出口，但全球经济低迷进出口持续承压。

**展望：**虽然中美贸易关系缓和对出口持续下行有所缓解，但世界需求仍较低迷，出口很难从根本上改善。由于人民币汇率趋稳，同时中美谈判在中方采购农产品以及对外开放等方面达成实质性共识，短期进口或将略有改善。

## 2.7通胀：CPI与PPI持续分化，但通胀、通缩压力均可控

CPI当月、累计同比

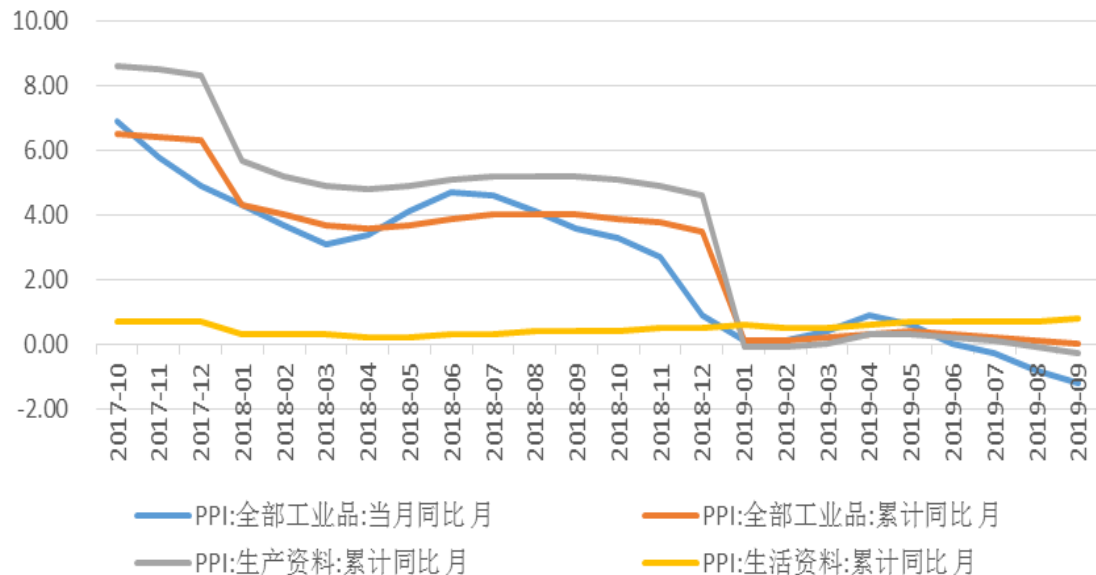


猪价上涨推动CPI创6年新高但核心CPI较为平稳，PPI跌幅继续走扩。9月CPI同比上涨3.0%，较上月走阔0.2个百分点。猪瘟疫情影响下猪肉供应缺口过大，恢复周期较长，短期加大进口和投放储备猪肉效果有限，猪肉价格大幅上涨，仅猪肉对CPI贡献达到1.65个百分点，贡献率达到55%，剔除猪肉后CPI处于低位；非食品项各类价格六涨一跌。

**展望：CPI同比涨幅维持高位。**CPI方面，未来猪肉价格还有一定上涨空间，将继续推升食品价格。不过，受PPI同比负增影响，服务和食品之外的其他商品价格涨幅会稳中有降。预计四季度CPI同比涨幅仍在3%左右。

## 2.7 通胀：CPI与PPI持续分化，但通胀、通缩压力均可控

PPI当月、累计同比

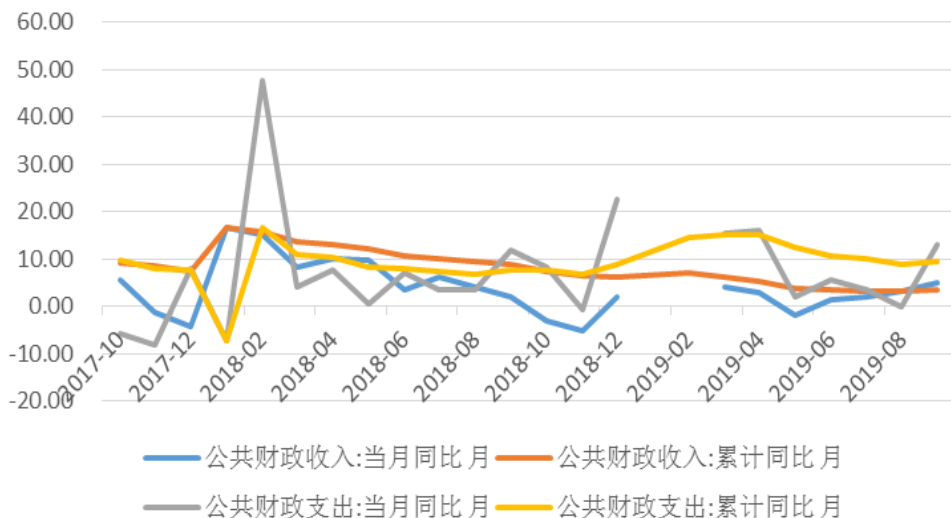


需求低迷叠加翘尾因素走低，PPI 同比跌幅持续走阔。9月，PPI 同比下降1.2%，较上月跌幅走阔0.4个百分点。国际油价上涨后迅速回落，石油天然气、黑色金属行业价格同比回落加快。PIRM 同比跌幅扩大，与PPI剪刀差持平。从环比看，PPI 由上月微降转为微涨，上涨 0.1%。其中，生产资料价格由降转平；生活资料价格上涨 0.5%，涨幅比上月扩大0.3个百分点。从40个工业行业大类看，价格上涨的有18个，比上月增加4个；下降的11个，减少6个；持平的11个，增加 2个。

**展望：**四季度 PPI 仍将延续负增，但近期逆周期调节力度加大，国内基建投资等需求端对钢铁、煤炭等工业品价格的支撑作用将有所显现，加之去年同期国际油价暴跌，导致基数偏低，预计四季度 PPI 同比跌幅将有所收敛。

## 2.8 财政：财政收入增速反弹支撑支出提速

财政收支当月、累计同比



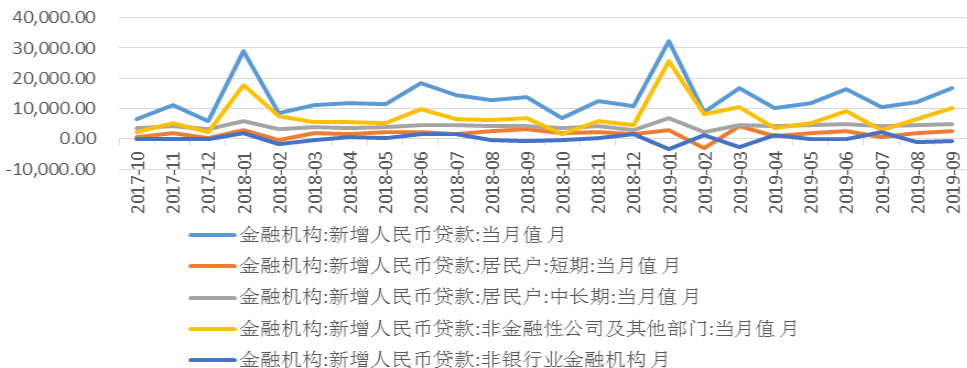
**财政收入：**累计增速继续企稳，一般公共预算收入累计增速总体趋缓，但1-9月累计增速较1-8月反弹 0.1 个百分点至3.3%，实际上继续企稳。税收收入增速下滑，非税收入继续大幅上涨。1-9月，税收收入同比下降0.4%，环比下降0.3个百分点，创近十年来新低。财政支出：以积极姿态继续托底经济 受制于税收收入大幅下降，一般公共预算支出增速继续放缓。1-9月，全国一般公共预算支出同比增速为9.4%，环比前八个月反弹0.6个百分点。

**展望：**2019 年以来我国实施了有史以来最大规模的减税降费，前8个月全国减税降费 1.5 万多亿元，四季度还有 5000 亿的减税降费任务，这样将会进一步加大地方财政尤其是在减税降费幅度较大地区的财政压力。因此，四季度专项债提前发行的必要性更加紧迫，一方面可以充分发挥专项债作为项目资本金的杠杆效应，加大专项债的配套融资，有助于缓解地方财政困境；另一方面经济下行压力增加，需要加大对旧改和新基建等政策的支持力度，托底经济的积极财政可期。

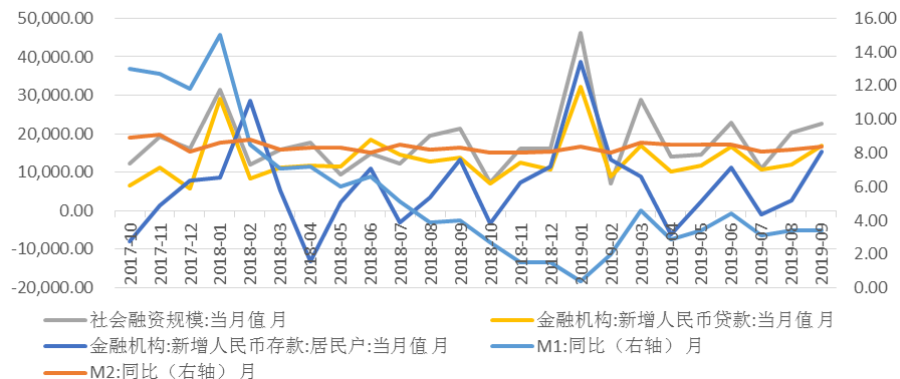
## 2.9 金融：社融总体平稳，信贷结构有所改善

宽信用背景下社融回暖，内部结构改善。前三季度，M2同比增长8.4%，与上年同期相比上升0.1个百分点，去年底上升0.3个百分点。新增社会融资规模为18.49万亿元，同比多增3.09万亿元，表内融资新增13.82万亿元，同比多增1.21万亿元，表内融资持续保持高位增长；在监管的边际调整下，表外融资降幅有所收窄，表外融资减少12756亿元，同比少减10279亿元，表外融资减少收缩趋势明显。

### 金融机构新增人民币贷款



### 社会融资规模占比及M1、M2同比



在利率保持较低位平稳运行的背景下，新增直接融资26243亿元，同比多增6747亿元，实体经济融资有所改善。地方政府专项债券净融资2.17万亿元，同比多增4704亿元。在货币政策保持稳健、金融监管调整持续结构性宽信用的背景下，三季度社融内部结构有所改善，企业中长期贷款同比环比均回升显著，或表明企业对未来预期并不过分悲观，也在一定程度上说明了中国经济增长的韧性。

# 02



## 宏观经济政策分析

货币政策、财政政策、经济展望

### 3.1 坚持稳健取向，体现出“以我为主”的定力

2019年9月27日，国务院金融稳定发展委员会召开第八次会议，会议提出“**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**”。

**展望：**货币政策维持稳健，仍有进一步降准降息空间。

三季度，高层多次召开重要会议，为信贷与货币政策定下基调。

- 8月，国务院常务会议部署运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决“融资难”问题。
- 7至9月，国务院金融稳定发展委员会召开三次会议，要求加大宏观经济政策的逆周期调节力度，下大力气疏通货币政策传导。
- 8月，人民银行召开电视会议，部署下半年工作重点。易纲、陈雨露、刘国强等多次召开新闻发布会或发表谈话，阐明货币政策走向。
- 9月，国务院金融稳定发展委员会再次强调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，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。

- ◆ 从外部环境来看，下半年以来，美联储两次降息，各主要国家央行纷纷宣布降息，全球步入降息周期，我国货币政策基于国内环境保持“以我为主”。
- ◆ 财政政策的发力需货币环境的相对宽松，在经济下行压力下降准、调低政策利率有需求且有一定空间，明年尤其是明年下半年货币政策仍有降准、降息空间。



## 3.2 积极的财政政策持续发力

三季度，积极的财政政策加力提效，充分发挥托底作用，减税降费力度持续加大。

10月，国常会要求进一步落实减税降费政策，《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》

**展望：**财政政策仍将保持积极基调，专项债继续发力稳增长

9月4日国常会确定了提前下达明年专项债部分新增额度并扩大使用范围的方案。资金使用有五个重点方向和一个禁止方向：

- (1) 交通基础设施——铁路、轨道交通、城市停车场；
- (2) 能源项目——城乡电网、天然气管网和储气设施；
- (3) 生态环保项目——农林水利、城镇污水垃圾处理；
- (4) 民生服务——职业教育和托幼、医疗、养老等；
- (5) 产业园区基础设施——冷链物流设施，水电气热等市政。
- (6) 专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。

- ◆ 《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》三项措施通过央地财权事权改革在一定程度上缓释地方政府收支压力，有助于平衡地区间财政公平性，以保障基建投资和更大规模减税降费。
- ◆ 专项债提前发行，对四季度社融、基建投资带来提振，以发挥专项债在稳增长中的重要作用。
- ◆ 预计，随着下行压力加大，明年专项债规模有望扩大。

### 3.3 经济展望：四季度经济或边际修复，但经济下行压力未消失

经济运行中出现  
经济短时弱回稳  
信号，四季度经  
济边际修复

经济运行中仍出现了一些积极信号，或对四季度经济形成一定支撑，从而使四季度经济略好于预期，呈现边际修复迹象。

- 专项债作资本金政策出台推动基建投资累计同比增速达到一年内高位，明年专项债额度提前下达将对四季度基建投资形成支撑；
- 房地产新开工增速虽有回落但回落幅度较为平缓，施工增速基本平稳，四季度房地产投资或保持平缓回落态势，并无大幅下行趋势；
- 当前汽车库存处于2012年的底部，且近期以来汽车生产出现边际改善迹象，四季度汽车消费对社零额的拖累或减轻，与此同时，汽车生产的改善也将在一定程度上带动相关产业链的改善；
- 信贷社融回升，贷款结构有所优化，社融回暖与贷款结构的改善或在一定程度上表明企业外部融资压力的短期缓解，有利于企业增加投资；
- 进出口虽同步收缩，不过随着中美贸易冲突改善和低基数效应短期内或将有所回暖。

内外多重压力  
持续，但我国  
经济的下行压  
力并没有消失

- ◆ 全球经济继续走弱，主要国家经济实际增速和国际组织预期全球增速均出现下调，中美贸易冲突波折化解中呈现长期化趋势，加大中国经济运行的外部不确定性，减弱外需对经济增长的带动作用。
- ◆ 调控之下2020年房地产对经济的支持作用存在一定走弱压力；
- ◆ 在需求偏弱背景下，企业补库存对经济的带动作用有限；
- ◆ 工业与服务业内部结构恶化，升级性结构变化弱化，衰退性的结构变化加剧。

# 免责声明

兴泰智库成立于2016年8月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、专题研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。