

宏观月报

国元期货研究咨询部

宏观金融

下行压力较大 逆周期调节政策发力

主要结论：

电话：010-84555131

2019 经济面临较大的下行压力，不过由于逆周期调节宏观政策的作用，经济大幅下行概率也不高，不必过于悲观。目前经济下行的压力主要体现在总需求不足。从产出来看有经济下滑压力，从价格指标来看有通胀压力。

2019 年二季度 GDP 增长 6.2%，较一季度下降 0.2 个百分点，数据显示二季度经济仍在触底的过程之中。三季度至今公布的数据显示，国内经济下行趋势比较确定，短期内出现反转的可能性不大。

四季度外部压力短期内难有改善迹象，政策层面稳增长、稳就业的压力较大，虽然大幅刺激、大水漫灌的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。

相关报告

目 录

一、经济下行压力增大.....	1
二、价格指数分化.....	10
三、外贸增速下行.....	13
四、金融数据平稳.....	15
五、美强欧弱趋势延续.....	18
六、后期宏观趋势研判.....	20

附 图

图 1：制造业 PMI	1
图 2：非制造业 PMI	1
图 3：PMI 生产和新订单指数	2
图 4：各类型企业 PMI	2
图 5：工业增加值	4
图 6：工业增加值	4
图 7：固定资产投资	6
图 8：基础设施投资	6
图 9：财政收入	7
图 10：财政支出	7
图 11：房地产开发投资	8
图 12：社会消费品零售总额	8
图 13：工业企业利润总额累计值	10
图 14：当月利润	10
图 15：CPI	11
图 16：CPI 新涨价因素与翘尾因素	11

图 17: PPI	12
图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素	12
图 19: 进出口同比	13
图 20: 月度进出口数据	13
图 21: 外汇储备	15
图 22: 外汇占款	15
图 23: 货币供应	16
图 24: 社会融资规模	16
图 25: M2、社会融资剪刀差	17
图 26: 贷款余额同比增速	17
图 27: 美国 CPI	18
图 28: 美国 PMI	18
图 29: 美元指数	19
图 30: 中美息差	19
图 31: 欧洲 CPI	20
图 32: 欧洲 PMI	20

2019 经济面临一定的下行压力，政府出台了多方位的逆周期调节措施，信贷、财政发力较早力度较大，起到了一定的托底经济的作用。2019 年各方面的经济状态大多不及 2017-2018 年。目前来看 2019 年经济下行的趋势比较确定，但下行幅度也没有显著地超出市场预期，经济指标保持在合理区间内运行。中美贸易问题是贯穿本年度的焦点。8 月初中美贸易问题恶化，叠加国内经济数据疲弱，市场经济展望转悲观，对中美和解的可能性评估较为审慎。

全球经济整体放缓，经济体之间矛盾加深，美强欧弱格局长期持续加深经济体之间的扭矩，国际资本市场波动增加。对于未来经济预期的不确定性增大、市场观点分歧增加。

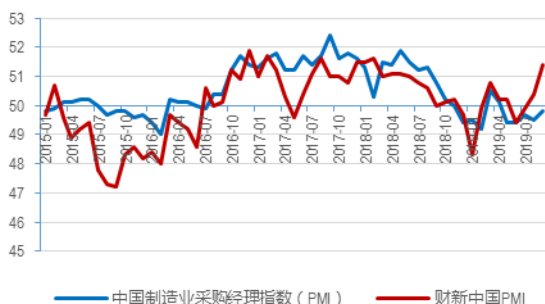
一、经济下行压力增大

领先指标来看，9 月份制造业 PMI 较上月小幅回升，仍处于收缩区间，增长动能较弱。此轮经济周期波动可以由制造业 PMI 的波动清晰的描绘，制造业 PMI 自 2016 年 8 月从收缩区间跨入扩张区间经济景气度渐行渐高，2017 年 9 月份到达此轮高点 52.4 之后一直保持较高的景气度，2018 年 5 月份开始持续回落，2018 年 12 月首次滑落到收缩区间，可以判断制造业景气度回落，经济扩张速度放缓。3 月份的制造业 PMI 数据大幅回升至 50.5%，四个月来再次回到扩张区间，4 月回落至荣枯临界点边缘，5 月份再次跌入收缩区间。

图 1：制造业 PMI

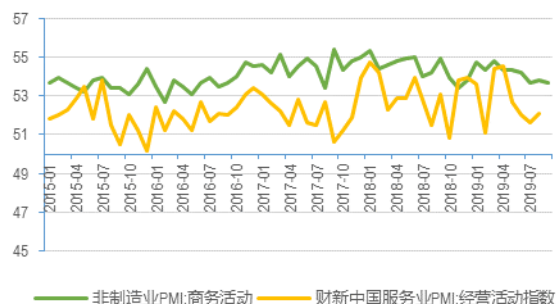
图 2：非制造业 PMI

中国制造业采购经理指数 (PMI)



数据来源: Wind、国元期货

非制造业PMI



数据来源: Wind、国元期货

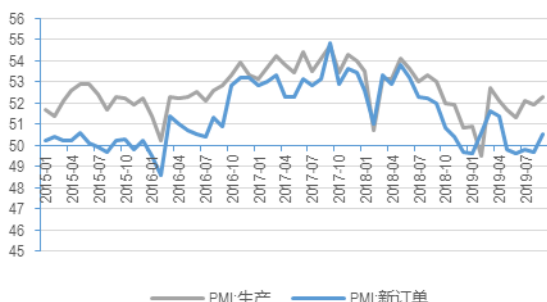
9 月份 PMI 数据全面回升维持弱势, 整体来看内需潜在增强带动景气度改善。2019 年 8 月中国官方制造业 PMI 为 49.8%, 比上月上升 0.3 个百分点。8 月财新制造业 PMI 51.4, 比上月上升 1 个百分点, 为 2018 年 3 月以来最高, 景气度持续改善, 9 月财新制造业 PMI 的改善, 主要源于新订单指数和产出指数的明显回升。财新与官方 PMI 的分化或显示 9 月份小企业的景气度或有好转, 官方 PMI 中小型企业指数确实也是走强。8 月官方非制造业 PMI 为 53.8%, 较 7 月份小幅上升 0.1 个百分点, 非制造业总体保持扩张势头。

大型企业 PMI 为 50.8% 回升 0.4%、中型企业 PMI 为 48.6% 回升 0.4%、小型企业 PMI 为 48.8% 回升 0.4%。整体呈现景气收缩态势, 大型制造业景气度较高好于中小企业。市场预期一些对于中小企业扶植政策的效应将会逐步显现。

图 3: PMI 生产和新订单指数

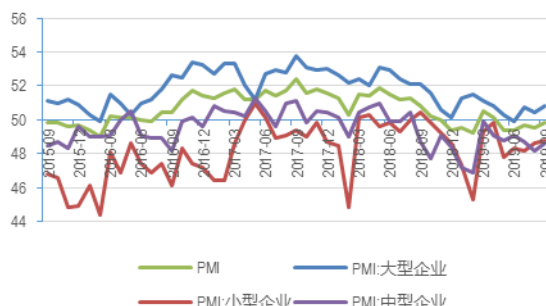
图 4: 各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



数据来源: Wind、国元期货

中国制造业采购经理指数 (PMI)



数据来源: Wind、国元期货

从分类指数来看,在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中,生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点,原材料库存指数和从业人员指数低于临界点,9 月新订单指数回升至扩张区间,显示出需求改善。生产指数为 52.3% 回升 0.4%,制造业生产扩张;新订单指数为 50.5% 上升 0.8%;原材料库存指数为 47.6% 回升 0.1%;从业人员指数为 47% 回升 0.1%;供应商配送时间指数为 50.5% 回升 0.2%。其他重要指标:出口新订单指数为 48.2% 回升 1%,进口指数为 47.1 回升 0.4%,显示出 9 月进出口压力下降。

生产方面,工业生产数据下跌,规模以上工业增加值增速创年内新低。工业生产自 2018 年 9 月份跌破的 6.0% 的长期平台之后,出现了一次产出趋势性下滑,至今未显示出启稳迹象。

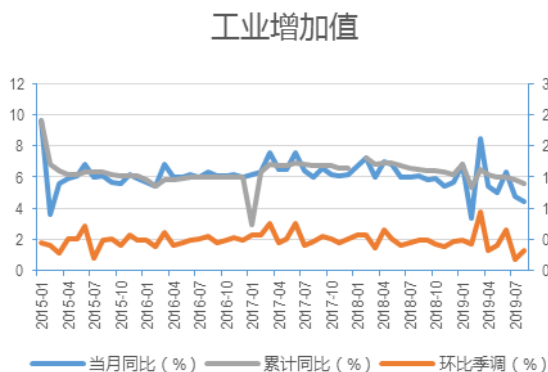
2019 年 8 月份,规模以上工业增加值同比增长 4.4%,续创本轮下跌的新低,增速较 7 月份回落 0.4 个百分点。从环比看,8 月份,规模以上工业增加值比上月增长 0.32%。1-8 月份,规模以上工业增加值同比增长 5.6%,较 1-7 月份下降

0.2 个百分点。工业生产数据较为疲弱。

分三大门类看，8 月份，采矿业增加值同比增长 3.7%，增速回落 2.9 个百分点；制造业增长 4.3%，回落 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.9%，回落 1.0 个百分点。三大门类全面回落。41 个大类行业中有 32 个行业增加值保持同比增长，比 7 月份减少 4 个。

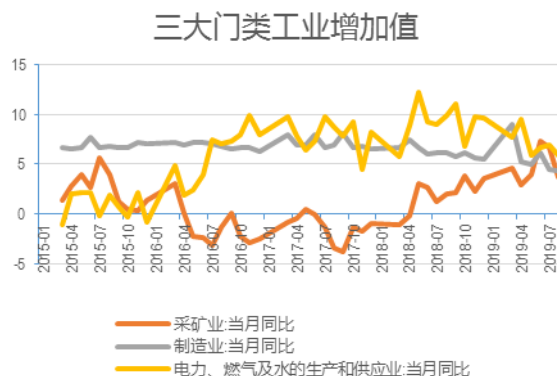
9 月份以来，从六大集团发电耗煤来看工业生产没有显著的改善迹象，整体来看还不能够判断工业生产何时能摆脱弱勢。

图 5：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 6：工业门类增加值



数据来源：Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资增速止跌后在低位徘徊。2009 年之后我国固定资产投资完成额累计同比长期下滑，2018 年 8 月份降至 5.3%，创出历史新低，上一次固定资产投资增速处于如此低的水平还是 1999 年 12 月的 5.5%。2018 年 9 月之后固定资产投资逐步在低位止跌回升，及至目前虽然有财政政策的逆周期调节托底，固定资产投资也一直徘徊在低位已有 1 年的时间。

8 月份固定资产投资增速小幅回落。2019 年 1-8 月份，全国固定资产投资 400628 亿元，同比增长 5.5%，增速比 1-7 月份回落 0.2 个百分点。环比上，8 月份固定资产投资增长 0.40%，比 7 月份回落 0.03 个百分点。其中，民间固定资产投资 236963 亿元，同比增长 4.9%，增速比 1-7 月份回落 0.5 个百分点。

分产业看，第一产业投资 11005 亿元，同比下降 3.4%，降幅比 1-7 月份扩大 2.2 个百分点；第二产业投资 131824 亿元，增长 2.1%，增速回落 1.3 个百分点；第三产业投资 257799 亿元，增长 7.3%，增速加快 0.3 个百分点。

第一、二产业投资增速下滑较快，第三产业投资增速持续较高，不同产业投资增速差异较大且持续时间较长，在新旧模式转化的过程中对市场心理的影响较大。

2019 年基建投资处于低位、制造业投资增速放缓、房地产政策约束，或拖累投资领域。但对投资下滑的问题也不必过分忧虑，一方面房地产投资增速仍在高位对投资增长仍有贡献，工业企业固定资产投资目前仍保持正增长还未形成整体的拖累，另一方面政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，使 19 年固定投资增速稳定在 5%之上。

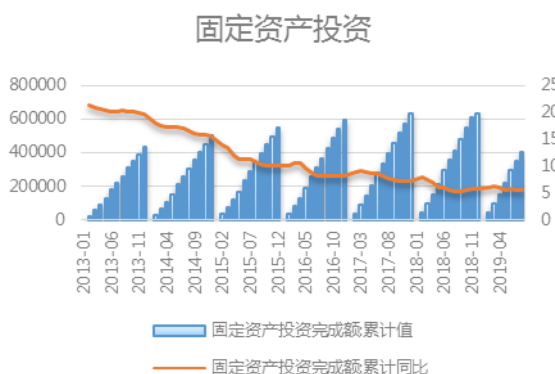
其中基建投资方面，自 2017 年 2 月基础设施投资增速创下 27.3% 的高点之后，呈回落趋势，2017 年属于高位缓慢回落，2018 年加速回落于 9 月份跌至近 5 年来的低点 3.3%，之后虽有小幅回升，但一直处于低位。2019 年初基础设施投资增速继续小幅回升，目前政府对于基建的目的在于托底经济而不在于拉动经济。

1-8 月份，基础设施投资同比增长 4.2%，增速比 1-7 月份回升 0.4 个百分点。

其中，水利管理业投资增 0.7%；公共设施管理业投资下降 0.3%；道路运输业投资增长 7.7%，增速提高 0.8；铁路运输业投资增长 11%，增速下降 1.7。目前基建发力点依然在于道路、铁路领域，道路铁路运输投资增速回落将会对基建整体的影响较大。

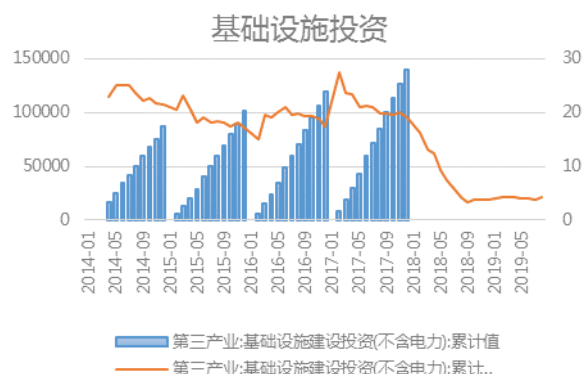
考虑到财政政策的逆周期调节作用，目前基础设施投资应处于底部区域。2018 年基数低，2019 年基建继续下滑的空间有限，大概率好于去年，而且 2019 年越往后基数的作用越明显。

图 7：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图 8：基础设施投资



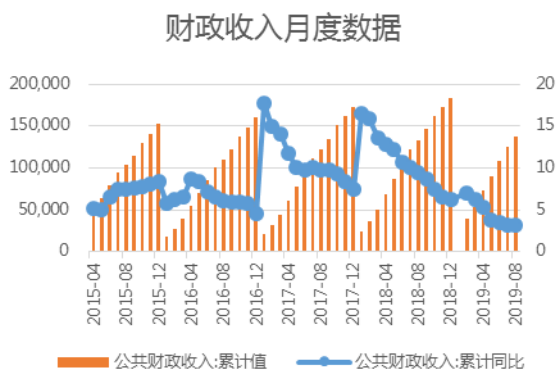
数据来源：Wind、国元期货

不过从财政收支状况来看，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。2019 年 1-8 月累计，全国一般公共预算收入 137061 亿元，同比增长 3.2%，较 1-7 月升 0.1 个百分点。全国一般公共预算支出 153069 亿元，同比增长 8.8%，较 1-7 月下降 1.1 个百分点。财政支出增速高位回落。财政收支增速差 5.6 个百分点。

考虑到今后的减税降费的政策导向，财政收入增速大幅上升的概率不大。2019 年有减税降费两万亿的目标，财政收入增速大概率下降甚至负增长。最后

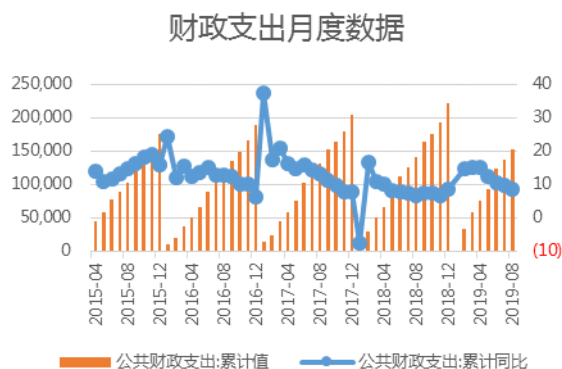
把财政支出的增速也拖下来。

图 9：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 10：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资增速处于高位。2019 年 1-8 月份,全国房地产开发投资 84589 亿元,同比增长 10.5%,增速比 1-7 月份回落 0.1 个百分点。其中,住宅投资 62187 亿元,增长 14.9%,增速回落 0.2 个百分点。年初市场预期房地产开发投资增速放缓,但实际上房地产投资表现的相当的强势,远超市场预期。目前是投资中最强势的部分。

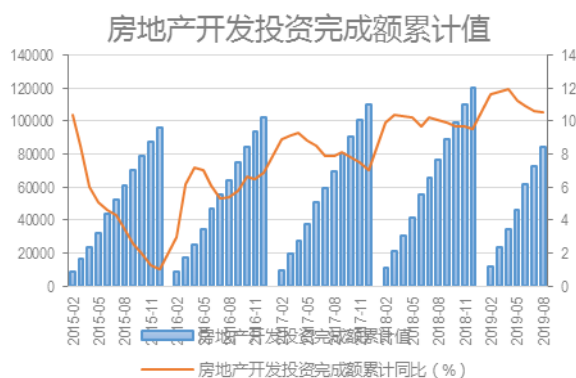
房地产开发投资增速处于高位主要是受项目开工、施工进度较快的带动。从施工、开工、竣工增速差异来判断开发商可能采用了高周转开发策略,但拿地意愿不高其实对于未来房地产市场走势也不是非常有把握。1-8 月份,房地产开发企业房屋施工面积 813156 万平方米,同比增长 8.8%,增速比 1-7 月份下降 0.2 个百分点。房屋新开工面积 145133 万平方米,增长 8.9%,增速回落 0.6 个百分点。房屋竣工面积 41610 万平方米,下降 10%,降幅收窄 1.3 个百分点。房地产开发企业土地购置面积 12236 万平方米,同比下降 25.6%,降幅比 1-7 月份收

窄 3.8 个百分点。

从销售情况来看,1-6 月份,商品房销售面积 75786 万平方米,同比下降 1.8%,降幅比 1-5 月份扩大 0.2 个百分点。商品房销售额 70698 亿元,增长 5.6%,增速回落 0.5 个百分点。房地产销售状况一般,与前年去年相反今年以来一线城市好于三四线。

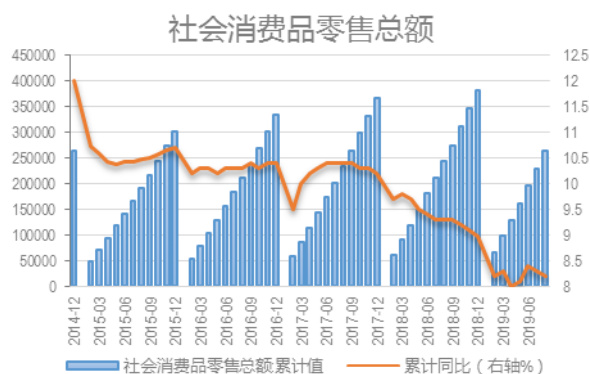
由于地产销售下行,2019 年房地产投资增速持续处于高位有压力,加上政策收紧逐步回落的概率大。但目前由于信贷宽松地产还是投资中最坚挺的部分。

图 11: 房地产开发投资



数据来源: Wind、国元期货

图 12: 社会消费品零售总额



数据来源: Wind、国元期货

消费方面,社会消费品零售增速下行趋势延续。2014 年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中,2018 年开始连网购的增速都下行了。2019 年初的情况大体与 2018 年相同。

2019 年 1-8 月份,社会消费品零售总额 262179 亿元,同比增长 8.2%,较 1-7 月份回落 0.1%。2019 年 7 月份社会消费品零售总额 33896 亿元,同比名义增长

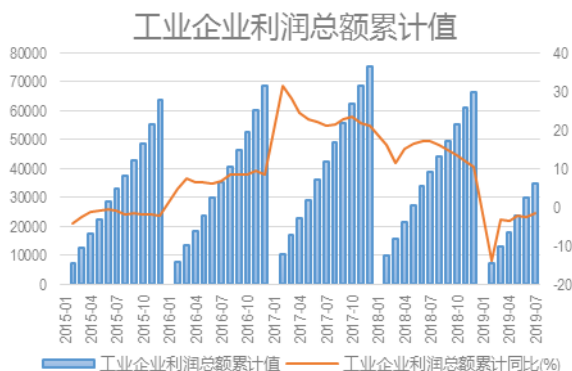
7.5%，较上月回落 0.1 个百分点。汽车消费对总消费的拖累较大。二季度消费名义增速提升应该结合 CPI 的走势来考虑，居民的实际消费能力其实比数据显示的更低一些。

居民部门长期贷款持续增加，消费能力受限。依据我国人民的消费习惯，消费结构突然改变、消费额大幅增长的概率较低。考虑到居民加过一轮杠杆，去杠杆导致的信用紧缩会传导到居民消费的概率较大。目前居民部门的收入增长收经济下行影响的可能性较大，8 月份全国城镇调查失业率为 5.2%，比上月回落 0.1 个百分点。

企业经营方面，2019 年初工业企业盈利大幅下降之后逐步小幅改善降幅收窄，不过今年以来工业企业经营数据一直处于偏低水平，料 2019 年不及 2018 年。8 月份工业企业经营数据仍处于偏低水平，整体情况较前几个月大体持平。1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 40163.5 亿元，同比下降 1.7%，与 1-7 月持平。在 41 个工业大类行业中，28 个行业利润总额同比增加比上月少 1 个，13 个行业减少。1-8 月份，规模以上工业企业实现营业收入 68.39 万亿元，同比增长 4.7，较 1-7 月份下降 0.2 个百分点。各项指标均显示企业经营虽较年初时有略微改善，经营压力依旧较大。

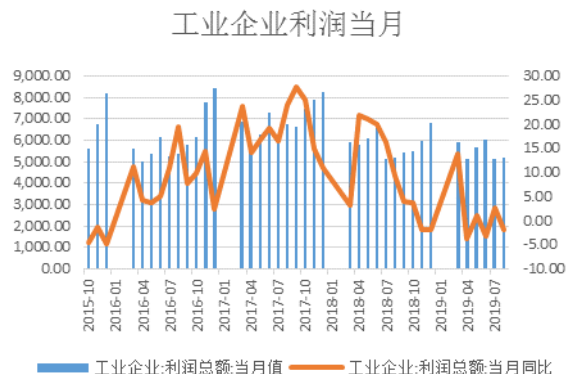
本轮工业企业利润增速的高点为 2017 年 9 月单月增速 27.7%，10 月累计增速 23.3%，随后一直维持在高位，可以说 2018 年上半年的利润基数较高，2018 年下半年工业企业利润增速下滑速度逐渐加快，2019 年下半年的基数压力较低，工业企业利润水平逐渐企稳的概率增加。

图 13：工业企业利润总额累计值



数据来源：Wind、国元期货

图 14：当月利润



数据来源：Wind、国元期货

二、价格指标分化

8 月份价格指标符合市场预期，CPI 同比持平 PPI 同比下降，通胀指标维持高位，工业品价格持续走低。2019 年 8 月 CPI 同比上涨 2.8%，环比上涨 0.7%；PPI 同比下降 0.8%，环比下降 0.1%。CPI 同比增速较上月持平，PPI 同比较上月下降 0.5 个百分点，价格指标持续分化，呈现消费品强势工业品弱势的情况。CPI 同比涨幅仍处于年内高位，叠加人民币贬值可能导致的输入性通胀，通胀预期依然很强。市场普遍预期 8-9 月份 CPI 或小幅技术性回落但年末仍有破 3 的可能性。PPI 环比仍是下降状态，若无新的涨价因素出现，PPI 大体处于弱势状态。

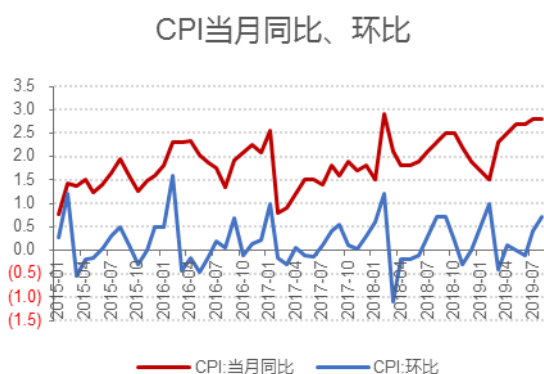
CPI 方面，2019 年 8 月 CPI 同比上涨 2.8%，创 2018 年 2 月以来新高。其中，城市上涨 2.8%，农村上涨 3.1%；食品价格上涨 10.0%，非食品价格上涨 1.1%；消费品价格上涨 3.6%，服务价格上涨 1.6%。1-8 月平均 CPI 比去年同期上涨 2.4%。可以判断今年以来 CPI 的同比涨幅主要是由食品价格上涨推动。食品价格中，

鲜果价格上涨 24%，影响 CPI 上涨约 0.39 个百分点，猪肉价格上涨 46.7%，影响 CPI 上涨约 1.08 个百分点。短期来讲，食品价格大幅下降的可能性也比较小。因而 CPI 大概率在高位波动。

据测算，在 8 月份 2.8% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.6 个百分点，新涨价影响约为 2.2 个百分点。翘尾因素今后逐步回落影响力下降，CPI 分析的重点转向新涨价动能。从新涨价动能变化方面推导，我们判断国庆节前后大概率是 CPI 的阶段高点，之后可能小幅回落，但 CPI 整体仍在高位、难下台阶，全年保持较高增长。在食品价格（猪肉）与能源价格（原油、汽油）没有形成价格上升共振的情况下 CPI 大概率保持温和上涨。

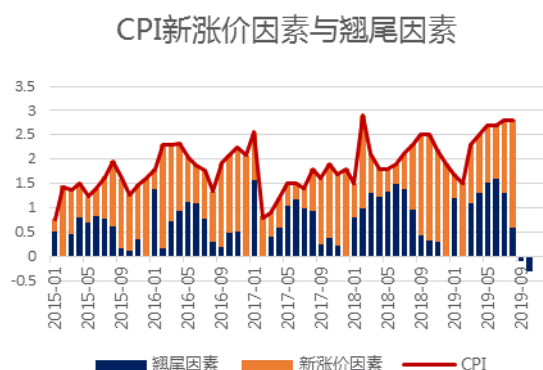
从中长期来看，可支配收入增速不高、内需下滑、经济增速下滑等因素不利于消费品价格长期处于高位，但目前国内的货币周期出现通缩的可能性也不高，消费价格近期高位波动的概率较大。今年下半年 CPI 应处于 2-3% 区间的温和通胀。

图 15: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 16: CPI 新涨价因素与翘尾因素



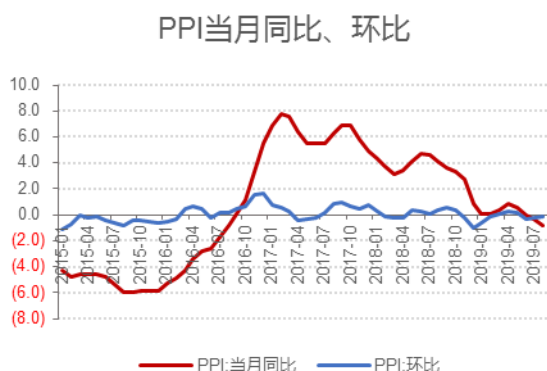
数据来源: Wind, 国元期货

PPI 方面，2019 年 8 月份 PPI 同比下降 0.8% 为连续 2 个月转负，环比下降 0.1%。PPIRM 同比下降 1.3%，环比下降 0.2%。工业品价格指数全线走弱。据测算，在 8 月份 0.8% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -0.2 个百分点，新涨价影响约为 -0.6 个百分点。新涨价动能较弱。

环比来看 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 14 个，比上月减少 4 个；持平的 9 个，增加 4 个；下降的 17 个，与上月相同。从 8 月以来大宗商品价格表现来看工业品价格后期压力偏大。

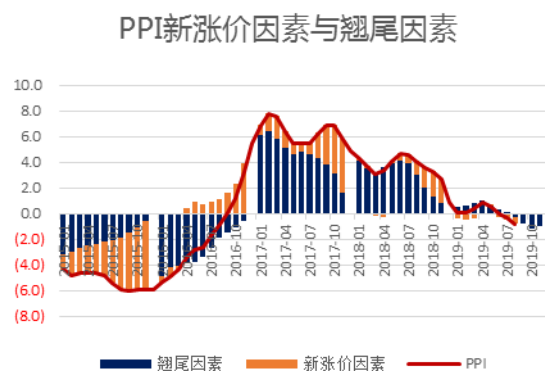
我们判断下半年 PPI 继续处于弱势区域，直到观测到新的涨价动能出现。结合上年的翘尾因素的正面影响将在 4、5 月份达到高点，PPI 在 5 月之后持续走弱并维持弱势至年末的概率较大。

图 17: PPI



数据来源：Wind、国元期货

图 18: PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

下半年由于需求不足，价格指数大幅上涨的概率不是特别高。市场预期由于翘尾因素高点已过并逐步转负，在经济下行工业品新涨价动能不足将会促使 PPI 继续处于低位，徘徊在 0 值之下。市场对消费品价格的预期较为乐观，料

CPI 维持温和增长态势。

三、外贸增速下行

2019 年 8 月进出口数据下行，不及市场预期。今年 8 月，我国进出口总值 2.72 万亿元，增长 0.1%，增速较上月下降 5.6 个百分点；其中出口 1.48 万亿元，同比增长 2.6%，增速较上月回落 7.7 个百分点；进口 1.24 万亿元，同比下降 2.6%，增速较上月下降 3 个百分点；贸易顺差 2396 亿元，扩大 41.8%。8 月 1 日后中美贸易问题突然出现反复，对于 8 月份的外贸造成了负面影响，由于中美贸易问题短期内解决的可能性较小，后期外贸继续承压的概率较大。

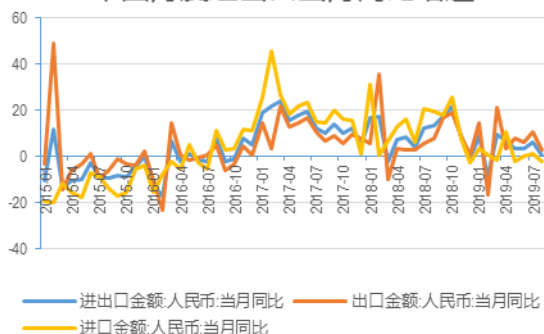
累计数据来看，1-8 月进出口总值 20.13 万亿元，同比增长 3.6%，累计增速较 1-7 月份下降 0.6 个百分点。其中出口 10.95 万亿元，同比增长 6.1%，增速较上月下降 0.6 个百分点；进口 9.18 万亿元，同比增长 0.8%，较上月下降 0.5 个百分点；贸易顺差 1.77 万亿元。与去年同期累计增速合计 9.1%、出口 5.4%、进口 13.7%相比，今年的外贸增速下滑较为明显。其中出口方面大体持平略好，进口方面下滑较多，反映了我国内需增长动力的下滑。

贸易数据目前累计还保持了正增长。不过后期市场对外贸的形势也是不太乐观，外需方面目前全球主要经济体经济增长动能趋势性走弱，加上美国针对中国的贸易歧视，对外需难免造成负面影响。内需方面，今年经济下行压力较大，总需求会有一定程度的下滑。整体来说这些影响偏负面，2019 年进出口增速还有一定的回落压力。

图 19：进出口同比

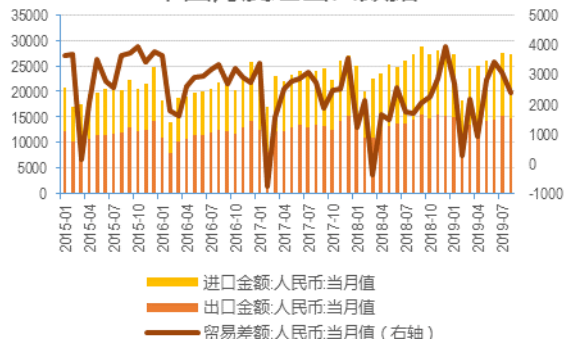
图 20：月度进出口数据

中国月度进出口当月同比增速



数据来源: Wind、国元期货

中国月度进出口数据



数据来源: Wind、国元期货

外汇储备平稳，央行继续增持黄金。中国8月外汇储备31072亿美元，较上月小幅上升35亿美元。8月美元指数小幅上升，主要国家债券价格上涨，汇率折算和资产价格变化等因素共同作用，外汇储备规模有所上升。目前我国外储稳定在3万亿美元上方。

8月末黄金储备报6245万盎司，环比增加19万盎司，为央行连续第9个月增持黄金储备，累计增持321万盎司。自2016年10月至2018年11月央行持有黄金数量一直维持在5924万盎司。

8月份人民币兑美元中间价贬值约3%，外汇的压力较大。中国8月末央行外汇占款21.236万亿元，环比减少83.72亿元，为连续第13个月下跌。外汇占款进一步下滑。

2019年1-8月，银行累计结汇83337亿元人民币（等值12204亿美元），累计售汇86386亿元人民币（等值12652亿美元），累计结售汇逆差3049亿元人民币（等值447亿美元）。2019年8月，银行结汇12013亿元人民币（等值1711亿美

元)，售汇 12391 亿元人民币（等值 1765 亿美元），结售汇逆差 378 亿元人民币（等值 54 亿美元）。大体平衡。

图 21：外汇储备



数据来源：Wind、国元期货

图 22：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

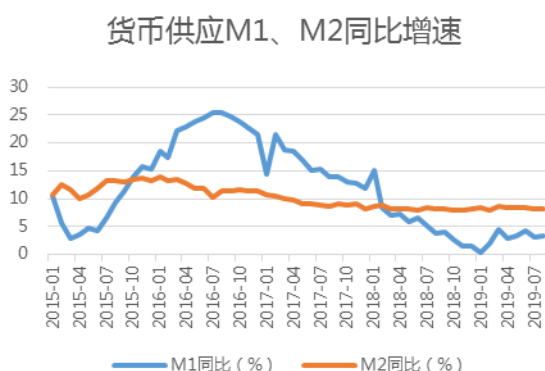
四、金融数据平稳

目前的货币政策强调广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，在经济下行期货币增速处于历史偏低水平已经成为常态。8 月 M2 余额 193.55 万亿元，同比增长 8.2%；社会融资规模存量 216.01 万亿元，同比增长 10.7%；人民币贷款余额 148.23 万亿元，同比增长 12.4%。整体来看，各方面的金融数据同比增速较上月大体持平。

货币供应方面，8 月末 M2 余额 193.55 万亿元，同比增长 8.2% 较上月高 0.1 个百分点；M1 余额 55.68 万亿，同比增长 3.4% 较上月升 0.3 个百分点；M0 余额 7.32 万亿，同比增长 4.8% 较上月升 0.3 个百分点。8 月现金净投放 463 亿元。M1M2 增速剪刀差回升，在各方政策的扶持之下，实体企业融资困难、资金压力大的

情况得以逐步改善。目前我国的货币政策坚持以我为主的方向，在目前的经济环境下货币政策基本稳定，有汇率约束存在短期内难以更加宽松，在中国经济运行还是在合理区间时并不急于做出比较大的降准或量化宽松举措。近期货币政策转向的概率不高，货币供应大幅上升的可能性不大。我们判断后期金融数据会在现有水平上小幅波动大体保持平稳，第二季度的名义 GDP 增速大约为 8.3%，三季度货币增速应大体与其相当。

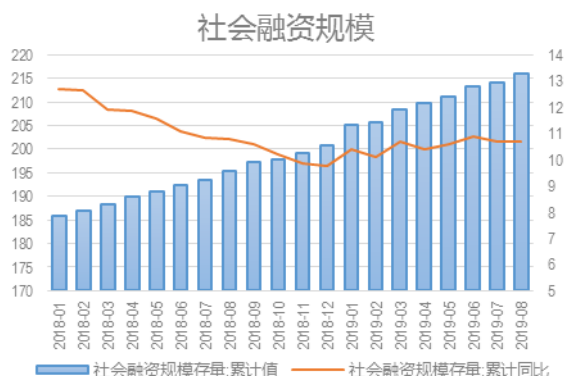
图 23：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

图 24：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，社融增速经历了 2017-2018 年的中长期下降之后止跌回升。央行从 2018 年 6 月末开始实行了一系列宽货币、宽信用导向的促进信贷措施，但由于传导机制存在时滞，直至 2019 年初才出现了社融单月回升，年初至今保持了持续性的小幅回升态势。

存量看 8 月末社会融资规模存量为 216.01 万亿元，同比增长 10.7%，与上月持平。其中同比增长的有：人民币贷款 146.82 万亿元增 12.6%、企业债券 21.65

万亿增 11.3%、地方政府专项债 9.21 万亿元增 43.1%、非金融企业境内股票 7.21 万亿增 4.1%。同比下降的有：外币贷款折合人民币 2.23 万亿降 10.3%、委托贷款 11.74 万亿降 9.5%、信托贷款 7.75 万亿降 4.3%、未贴现的银行承兑汇票 3.33 万亿降 12.8%。从存量社融结构分析，社会融资的主体依然是贷款，占比 68%。

略高于名义 GDP 增速的社融增速比较符合当前的政策形势，目前的名义 GDP 增速在 8.3% 左右，社融增速较其高 2 个百分点，大体符合市场预期。

图 25：M2、社会融资剪刀差

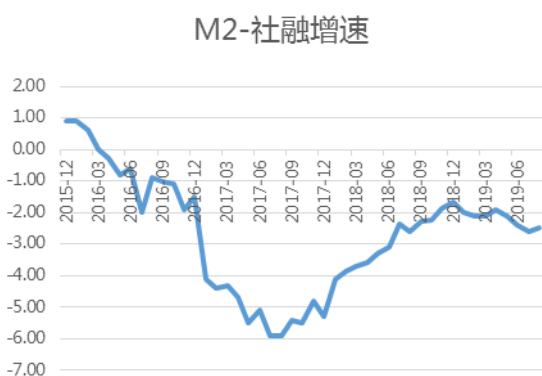
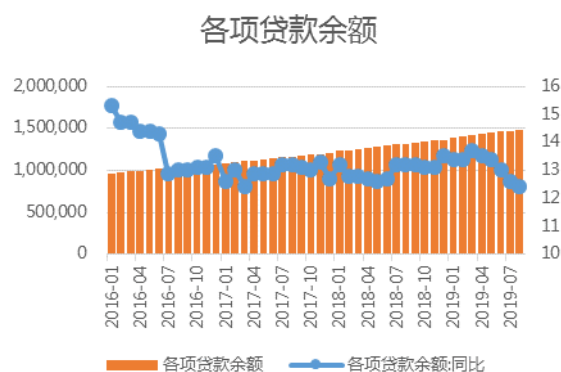


图 26：贷款余额同比增速



存贷款方面，8 月末人民币贷款余额 148.23 万亿元，同比增长 12.4%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 0.8 个百分点。8 月末人民币存款余额 190.01 万亿元，同比增长 8.4%，增速分别比上月末和上年同期高 0.3 个和 0.1 个百分点。存款增速低于贷款增速。

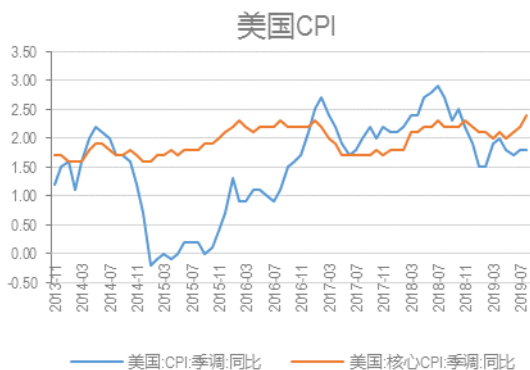
2019 年一季度的金融数据波动比较大，二、三开始逐渐在低位企稳。下半年短期内货币政策难以更加宽松，不过由于 2019 年经济下行压力依然较大，货币政策整体偏宽松的大方向也不会立刻转变。

五、美强欧弱趋势延续

2019 年下半年全球经济增速放缓的趋势逐渐明显，不过不同经济体之间有所分化。美国的经济数据的表现好于欧洲、英国、日本。不同经济体之间差异逐步扩大，全球经济增长的同步性降低，分化最终会导致矛盾。

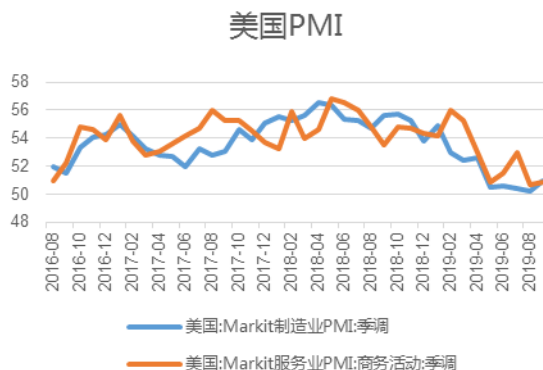
美国经济增长基础较为坚实。美国经济数据回落但整体来看有企稳迹象，美联储降息对冲经济下滑风险，美元指数持续走强突破 99，美股创出历史新高后开始震荡。美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51，预期 50.3，好于预期；服务业 PMI 初值为 50.9，预期 51.5，前值 50.7；综合 PMI 初值 51，前值 50.7。

图 27：美国 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 28：美国 PMI



数据来源：Wind、国元期货

美国 8 月 CPI 同比升 1.7%，预期升 1.8%，前值升 1.8%。美国 8 月核心 CPI 同比升 2.4%，预期升 2.3%，前值升 2.2%。未季调年率低于预期，但核心年率超出预期。这可能表明通胀在年初的疲软之后开始企稳。

美国 8 月季调后非农就业人口新增 13 万人，为 5 月以来新低，预期增 15.8

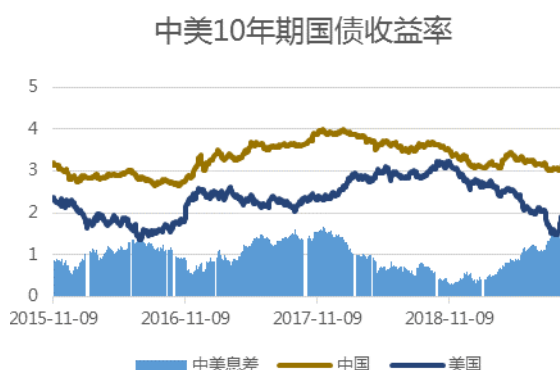
万人，前值增 16.4 万人；失业率为 3.7%，预期为 3.7%，前值为 3.7%；平均每小时工资环比增 0.4%，预期增 0.3%，前值增 0.3%；平均每小时工资同比增 3.2%，预期增 3.1%，前值增 3.2%；就业参与率为 63.2%，前值为 63%。非农就业低于预期可能会增加要求美联储今年降息的呼声。

美联储面临“尽可能实现可持续性就业”与“稳定物价”的目标。目前由于美国经济放缓，美联储已经在 7 月、9 月的会议上连续两次降息。市场预期 12 月美联储或再降息一次。

图 29：美元指数



图 30：中美息差

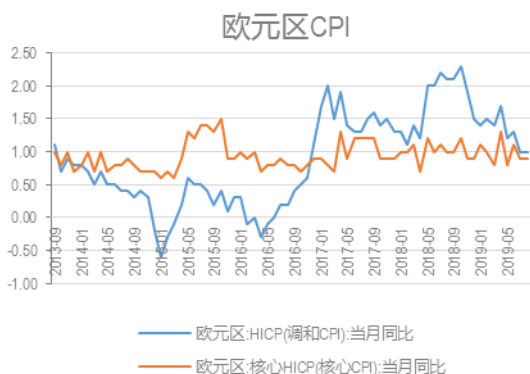


欧元区经济数据持续回落表现疲弱。欧元区的制造业今年以来持续衰退，几乎没有迹象表明经济很快能出现转机。制造业料将在今年拖累整个欧元区经济增速。欧元区 9 月制造业 PMI 初值为 45.6，创 2012 年 10 月以来的最低水平。德国 9 月制造业 PMI 初值为 41.4，不及预期；法国 9 月制造业 PMI 初值为 50.3，不及预期。

欧元区通胀处于低位。欧元区 8 月 CPI 终值同比升 1.0%，合乎预期。德国 8

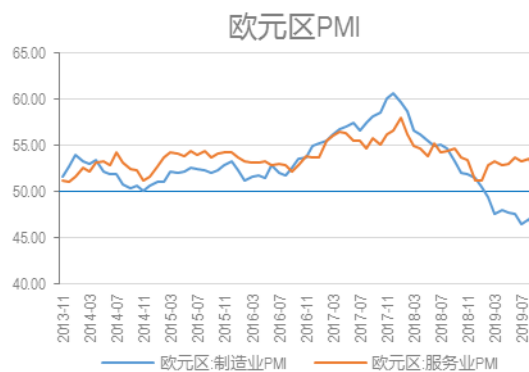
月 CPI 终值同比上升 1.4%，合乎市场预期。法国 8 月 CPI 终值同比上升 1.0%，低于预期及初值。

图 31：欧洲 CPI



数据来源：Wind、国元期货

图 32：欧洲 PMI



数据来源：Wind、国元期货

欧元区的问题在于经济增长的分化以及新移民带来的社会稳定问题，整体而言，德国、法国的经济增长尚属稳健，而一些南欧国家社会问题较多。分化对于货币政策统一而财政政策各异的欧元区来说会产生更多的分歧与风险。欧元区 7 月失业率 7.5%，符合预期。

六、后期宏观趋势研判

现阶段宏观经济有一定的增长压力，部分压力来自于经济增长动力下降，部分来自于上一轮加杠杆的高基数。市场预期 2019 年中国经济增速预计为 6.2%，大幅下行概率不高。

目前经济下行的压力主要体现在总需求不足。一方面，2019 年基建、工业投资增长放缓，或拖累投资领域；另一方面 2019 年进出口增速继续回落的概率不低；最后社会消费品零售总额也没有走出长期缓慢下滑的趋势。从产出来看有经济下

滑压力，从价格指标来看有通胀压力。

政策层面，政府出台了多方位的逆周期调节措施，信贷、财政发力较早力度较大，起到了托底经济的作用，目前来看 2019 年逆周期调节政策的效果逐步显现。四季度外部压力短期内难有改善迹象，政策层面稳增长、稳就业的压力较大，虽然大幅刺激、大水漫灌的可能性不大，结构性的政策调整、逆周期政策措施可以期待。

一季度经济数据多数超出市场预期市场对于经济下行的悲观情绪有一定程度的改善。2019 年二季度 GDP 增长 6.2%，较一季度下降 0.2 个百分点，数据显示二季度经济仍在触底的过程之中。三季度至今公布的数据显示，国内经济下行趋势比较确定，短期内出现反转的可能性不大。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层

电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115908

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）

电话：0592-5312522

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层

电话：0475-6380818

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。

电话：0411-84807840

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室

电话 0532-66728681

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室

电话：0371-53386892/53386809

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室

电话：029-88604088

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）

电话：0755-82891269

唐山营业部

地址：唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室

电话：0315-5105115

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室

电话：0571-87686300

宝鸡营业部

地址：陕西省宝鸡市金台区陈仓园金九商务楼 9 层 920、921 室

电话：0917-3859933

上海营业部

地址：上海浦东新区松林路 300 号 2002 室

电话：021-68400292

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）

电话：0551-68115906、0551-68115888