

基建滞后通胀抬头，风险偏好边际修复 ——中国宏观策略月报

宏观经济：基建滞后，通胀抬头

- ❖ 在全球货币政策逐渐分化、中美贸易摩擦升级的背景下，8月中国经济增长乏力，继续走弱。从生产看，景气度指数回升，需求指数回落。8月规模以上工业增加值当月同比增长6.1%，较上月提升0.1pct，保持低位，工业企业利润增速下滑。预计在环保改变“一刀切”的边际宽松下，后续中上游产品供给增加，限产导致的上游产品价格上涨不可持续。
- ❖ 从需求看，投资有所下滑，消费有所回升。固定资产投资完成额累计同比增速5.3%，创1992年有记录以来最低值；非民间投资持续下滑；房地产投资保持高位，在不断收紧的地产调控政策下，地产投资的高增速未来将难以持续；基建投资仍有待回暖；制造业投资缓慢复苏。消费增速小幅回升，商品需求疲软。社会消费品零售总额当月同比增速为9.0%，略有上行；汽车消费同比负增长，是消费的主要拖累项；网上零售增速延续下滑态势；收入增速下滑拖累消费，地产挤出效应显著。进出口贸易增长有所回落，仍超出预期，但后期面临贸易摩擦升级等不确定因素。我国经济面临全球贸易周期下行和贸易摩擦的外部冲击。
- ❖ 通胀有所抬头，PPI小幅回落。8月CPI同比增长2.3%，环比增长0.3%，主要由蔬菜、鸡蛋、猪肉食品价格环比上涨推动。猪肉等食品价格上涨仍是未来通胀关注的重点。PPI当月同比增长4.1%，增速有所下降，主要由生产原料价格上涨拉动。

货币金融：社融走弱，资金宽松

- ❖ M2、社融增长疲弱，信贷扩张不及预期。8月末M2余额同比增长8.2%，较上月回落0.3pct。主要是地方债发行加快、存款派生疲弱所致。8月末社融规模存量同比增长10.1%，较上月回落0.2pct。票据融资连续第三个月大幅上升，企业贷款相对较弱，居民部门贷款有所增加。但在结构性去杠杆以及房地产调控强化的宏观背景下，社融大幅上行的动力依然不强。
- ❖ 流动性充裕，利率两度跌穿央行政策利率“底线”。8月央行多操作加大市场流动性投放，货币市场利率总体保持在低位，R007、DR007两度跌穿央行7天逆回购利率。国债、地方债利率8月上旬小幅上升，下旬走势平稳，但企业债利差不断走扩。

财政收支：减税降费主线不变，财政支出有待发力

- ❖ 8月财政收入有所放缓，减税政策仍然有待发力，财政支出积极力度也有待增强。从趋势上看，中央、地方财政支出增速走势明显分化，地方财政支出增速呈下滑走势，而中央财政支出增速则稳步回升。8月地方专项债加速发行，不过由于基建项目投资周期大多较长，地方财政发力对基建投资的拉动短期内将有限。

投资策略：风险偏好变化，股债或现轮动

- ❖ A股市场风险偏好有触底迹象，或出现吃饭行情。进入3季末A股风险偏好有触底的初步迹象，A股自底部强劲反弹，连拉三根阳线，对贸易摩擦升级似乎已经脱敏。但A股定义为反转的条件尚不充分，吃饭行情能走多远取决于市场流动性是否充裕、宏观经济数据是否恶化、海外风险偏好是否出现急降。
- ❖ 国内债券市场下有底，上有顶。债市对利好钝化，转向关注增长与通胀。中美利差继续收窄，将对利率下行构成限制。如果利率在风险偏好回归和稳增长预期下，确实出现进一步上行的话，那么其配置价值将会逐步凸显，届时可考虑择机加大配置力度。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：zhuotan@cmbchina.com

丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

近期宏观报告

[18年9月28日](#)

[9月美联储会议解析](#)

[18年9月10日](#)

[9月海外宏观经济月报——](#)

[多重阴云盘踞，前景变数增多](#)

[18年9月6日](#)

[落花无言：私营经济的衰退](#)

[18年8月24日](#)

[8月中国宏观策略月报——](#)

[供需双弱，经济承压](#)

[18年8月16日](#)

[中国经济韧性的“三大幻觉”](#)

[18年8月15日](#)

[零售和基建投资增速继续下滑——](#)

[7月份中国经济数据点评](#)

目录

I. 海外宏观：贸易战升级再添下行风险，美欧日货币政策分化加剧	3
II. 宏观经济：基建滞后，通胀抬头	5
1. 生产：景气有所回升，供给低位反弹.....	5
2. 投资：增速再创新低，基建继续探底.....	6
3. 消费：增速小幅回升，商品需求疲软.....	8
4. 贸易：进出口回落，未来将承压.....	9
5. 通胀：CPI有所抬头，PPI小幅回落.....	11
III. 货币金融：社融走弱，资金宽松	13
1. 信贷边际走弱，票据融资持续上升.....	13
2. 表外融资边际修复，社融整体仍然低迷.....	14
3. M2增速维持低位，存款派生仍然乏力.....	15
4. 流动性继续宽裕，利率再现倒挂.....	15
5. 金融数据前瞻.....	17
IV. 财政收支：减税降费主线不变，财政支出有待发力	17
1. 财政收入：降费成效显著，减税政策待发力.....	18
2. 财政支出：积极力度待加强，中央地方有分化.....	19
3. 基建投资：融资渠道受限，刺激效果滞后.....	20
V. 投资策略：风险偏好变化，股债或现轮动	20
1. A股市场：风险偏好有触底迹象，或出现吃饭行情.....	20
2. 国内债券市场：下有底，上有顶.....	22

I. 海外宏观：贸易战升级再添下行风险，美欧日货币政策分化加剧

贸易战升级：美中破冰困难，美加墨新协议达成

美中贸易摩擦正在不断升级，并无缓和迹象。9月6日咨询期结束后，美国于9月17日宣布自9月24日起对来自中国的2,000亿美元进口商品加征10%关税，明年起提高至25%。税率分阶段提高，意在平滑对美国国内商业和消费的冲击。中国随后宣布对600亿美元美国原产进口商品加征5-10%的关税予以反击，9月24日同日生效。

此前美国向价值500亿美元中国产品加征关税，已引起美国建筑业、港口业、设备制造商以及消费者的广泛忧虑，9月的美联储褐皮书也指出关税担忧已让不少企业缩减或推迟投资计划。本轮中美互加关税预计将使美国在今年损失约0.2%的GDP增长率，该影响将在明后两年进一步演绎发酵，在2020年达到近1%的GDP折损。而且，美国税改及财政刺激方案带来的利好在较长的一段时间内掩盖了贸易摩擦升级给美国经济带来的真实负面影响，加之关税影响传导的滞后性，弱化了特朗普在国内的政治阻力。鉴于当前情况下中美和解难以实现，短期内特朗普不会轻易改变其强硬立场，中美贸易摩擦升级将在一段时间内成为全球经济发展的给定状态。

而在美国的另一条贸易摩擦升级线上，北美自由贸易协定（NAFTA）谈判取得重大进展，美国早前已与墨西哥达成协议，而加拿大赶在10月1日最后期限前也与美国形成共识。缓释同邻国的贸易纷争将会助力特朗普采取更为强硬的姿态针对中国。

美国经济“一枝独秀”，“硬脱欧”等风险上升

美国经济维持强劲态势。8月美国新增非农就业人数20.1万人，超过预期，显示强劲美国经济依旧支撑就业市场，三季度GDP增长有望保持在3%以上。受强劲就业推动，平均时薪按年增长2.9%，为9年来最快。受就业市场趋紧、股市畅旺和房地产价格上涨刺激，8月的美国消费者信心指数（世界大型企业研究会）攀升至133.4，为18年来最高，密歇根大学美国消费者信心指数在9月也显著反弹至100.8，大幅高于8月终值96.2和预期的96.6，均显示收入预期的提升和财富效应的推动作用。

图1: 美国新增非农就业人数和平均时薪涨幅提升



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图2: 美国消费者信心指数创新高

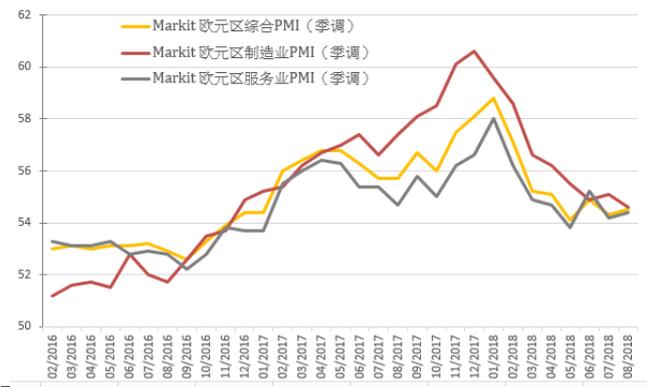


资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

欧元区内放缓趋势维持，脱欧进入关键时期

综合PMI显示欧元区经济增速小幅回暖，但2017年底开始的增速大幅下降的趋势未变：欧元区综合PMI已从1月的58.8降至8月的54.5，其中制造业PMI从7月55.1降至8月的54.5，创2016年12月以来新低。欧元区内多重忧虑环绕，不确定性激增。随着贸易摩擦升级，焦虑情绪影响投资信心和商业计划。除此以外，还有多重风险盘踞，包括脱欧谈判中的不确定性，意大利和西班牙的财政困境等。因为脱欧分歧，英国正在经历严重的国内政治动荡，带给英国经济、英镑及金融市场更显著的风险。当前，脱欧谈判依然有一些重大问题尚未解决，包括脱欧过渡期和爱尔兰边界问题。巨大的不确定性使得大量的商业决定搁置或受到影响，英镑汇率也随着谈判过程而频繁波动，因此特别需要关注一些关键时点。

图 3: 8 月欧元区综合 PMI 略有提升，制造业 PMI 下降



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 4: 脱欧谈判关键事件及时间（当地时间）

9 月 20 日	欧盟非正式领导人会议商议脱欧问题
9 月 30 日	英国保守党年度会议
10 月 17-18 日	欧盟峰会：脱欧协议概要的第一个截止日期，预计将确定脱欧后欧盟与英国的政治关系
10 月 31 日	会谈完成原定截止日期
11 月 1 日	英国央行会议
11 月	有可能召开的欧盟紧急会议用以确定脱欧协议终稿
12 月 13-14 日	欧盟理事会会议：如 10 月没有达成任何协议，这将是后备选择
2019 年 1 月到 3 月	如达成协议，欧盟议会将对讨论批准协议，英国议会将就协议动议进行投票
2019 年 3 月 29 日	英国正式脱欧

资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

货币政策节奏分化：美港已经加息，欧日宽松持续

美联储已于 9 月 26 日年内第三次加息（[会议解析报告](#)）。根据美联储加息点阵图，美联储计划在今年再加息一次，2019 年加三次，2020 年再加一次，然而市场已反映的加息预期是 2019 年只加两次，而 2020 年不再加息。我们预测美联储将在 2019 年开始逐步降低鹰派姿态，达到中性利率之后若美联储继续加息，将会损及宏观经济和企业盈利。

欧元区核心通胀率（除去食品、能源和烟酒）在 8 月小幅回落至 1%（前值 1.1%），似乎已困在 1% 上下范围内难以突破，同 2% 的央行目标相距甚远。欧洲央行已停止量化宽松并从 9 月起削减购债规模，预计 4 季度欧元区整体核心通胀提升仍旧疲软，欧元区相对宽松的货币政策还需维持一段时间。经过多年宽松货币政策刺激，日本薪资增速终现起色，但日本的核心通胀依然远低于目标，日本央行宽松货币政策仍需持续相当长时间。

8 月香港金管局频频出手，共消耗 331 亿港元保卫汇率，使得银行体系结余跌破 800 亿港元。随着资本外流和港美息差扩阔，主要银行在美联储加息后上调最优惠利率（P）12.5bp，将有助于稳定港元汇率，预计年底前再加息 12.5 或 25bp 的可能性加大。

图 5: 欧元区核心通胀率仍与目标相距甚远



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 6: 日本核心通胀依旧低迷

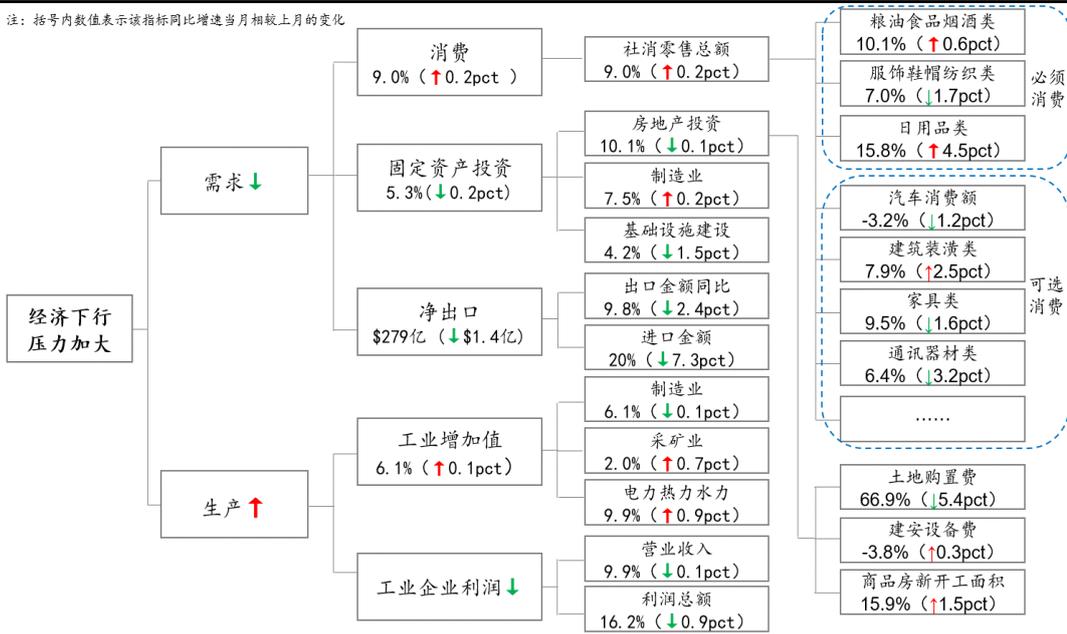


资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

II. 宏观经济：基建滞后，通胀抬头

图 7: 8 月中国主要经济指标一览

注：括号内数值表示该指标同比增长或当季较上月的变化



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

1. 生产：景气有所回升，供给低位反弹

生产景气度指数回升，需求指数回落。8月官方制造业PMI为51.3，较上月有所回升。其中生产指数有所回升，表明生产依旧较好；但新订单、新出口订单有所下降，指向需求回落。虽然PMI短期出现反弹，但受制于需求较弱及原材料库存回落，后期可能难以持续扩张。

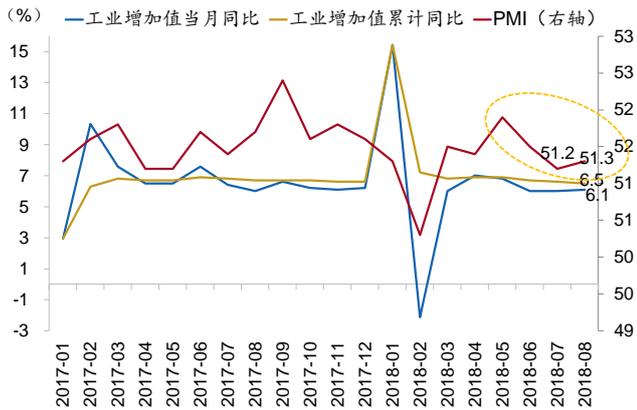
8月官方PMI较上月回升0.1pct，财新PMI较上月下滑0.2pct，两者在方向上出现背离。从样本结构上看，两者的背离可能部分反映了经济下行和贸易摩擦升级的大背景下民企的压力大于国企：官方PMI样本企业数量约3,000家，覆盖全国31个制造业大类，主要为大中型国企；而财新PMI的样本企业数量约400家，主要集中在东部沿海地区的外向型企业。

工业增加值保持低位，工业企业利润增速下滑。8月规模以上工业增加值当月同比增长6.1%，较上月提高0.1pct；累计同比增长6.5%，较上月下降0.1pct。其中制造业当月同比增长较上月下降，采矿业与电力燃气及水的生产和供应业当月同比增速较上月提升。8月计算机通讯、有色、金属、电力行业生产同比增速提高。受汽车消费和汽车生产疲软影响，机械、专用设备制造、钢铁等行业生产低迷。8月工业企业营业收入累计同比增速9.9%，较上月下降0.1pct，工业企业利润累计同比16.2%，较上月下降0.9pct。前8月工业生产者出厂价格同比增长4.0%，原材料购进价格同比增长4.5%，购进价格涨幅大于出厂价格涨幅，因此工业企业利润受到挤压而出现下滑。

8月发电量当月同比增长7.3%，六大电力集团耗煤量当月同比下降4.1%。环保限产边际上有所松动，但高炉开工率同比、环比均有所下降，中游钢铁等供给依旧未见明显好转。预计在环保改变“一刀切”的边际宽松下，后续中上游产品供给增加，限产导致的上游产品价格上涨不可持续。

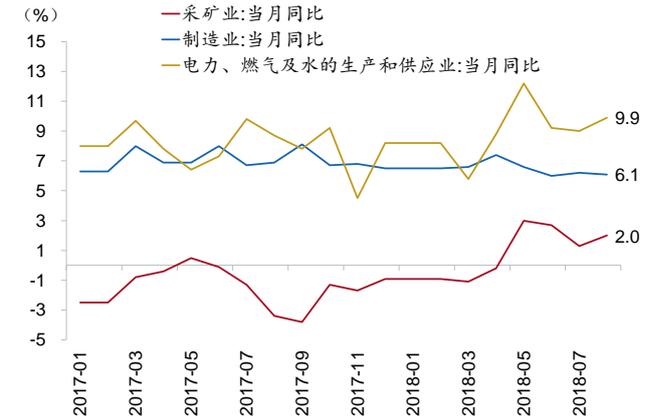
整体上看，生产虽有所反弹，但仍处于低位，供给有向需求收敛的趋势，符合我们此前在《中国经济韧性的“三大幻觉”》专题报告中的判断。

图 8: 工业增加值同比增长低于预期



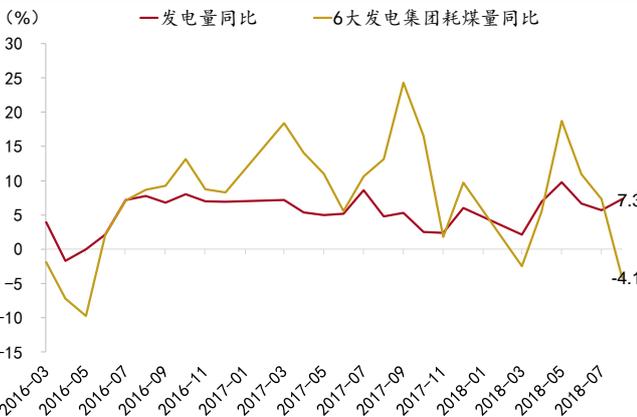
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 9: 采矿、电力燃气水力生产增速下降



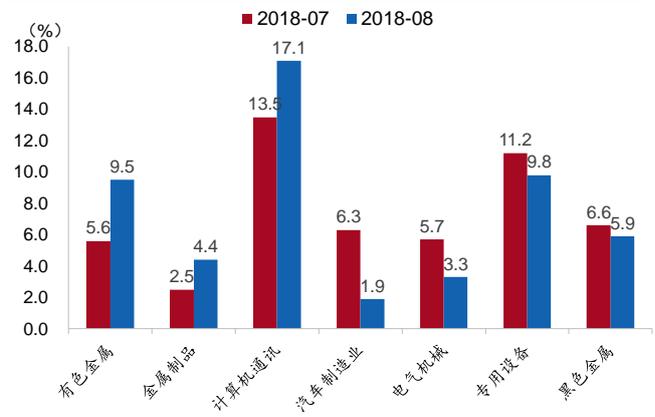
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 10: 发电量增速有所上升



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 11: 计算机通讯行业增加值同比增速上升较大

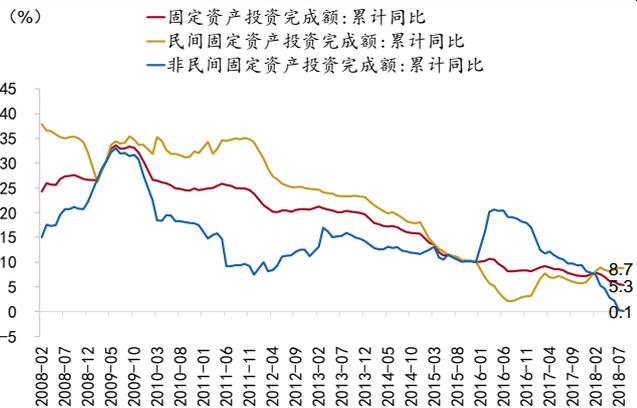


资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. 投资：增速再创新低，基建继续探底

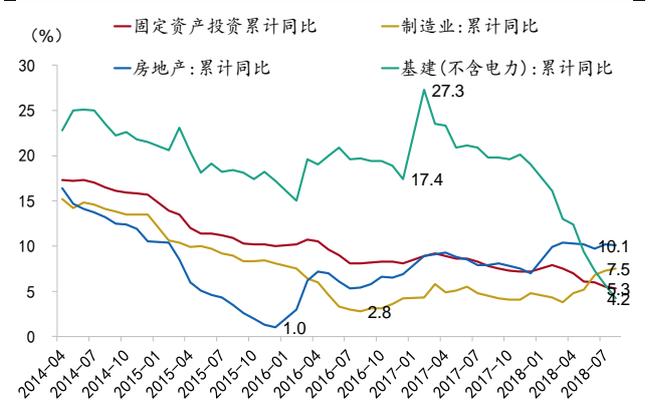
固定资产投资再创新低，非民间投资持续下滑。房地产高位保持，基建探底拖累投资，制造业缓慢复苏。8月固定资产投资完成额累计同比增长5.3%，增速再次下探。8月民间投资累计同比增长8.7%，较上月下降0.1pct，但仍保持高位。非民间投资同比增速继续延续2016年中以来的下滑趋势。

图 12: 固定资产投资累计增速创下新低



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 13: 房地产投资增速超预期上升

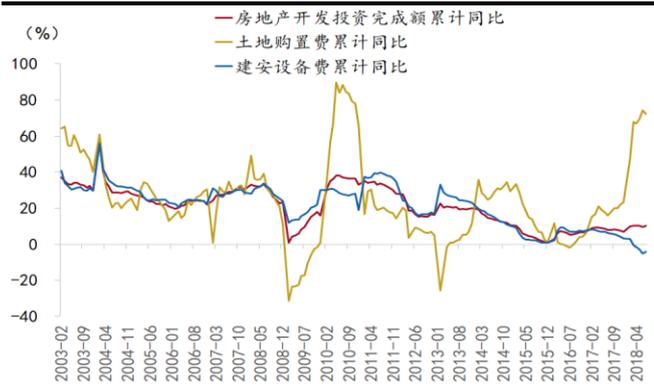


资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

房地产投资保持高位。8月房地产企业融资条件继续回暖，开发资金来源累计同比增长6.9%，其中自筹资金、个人按揭贷款、国内贷款增速提高，指向非标边际有所宽松、房企资金周转加快、销售资金回笼加速。商品房销售面积增速下滑，销售额同比增速有所提高，商品房终端需求不减。房地产新开工面积累计同比增长15.9%。虽然多地宣告开始补库存，但商品房待售面积累计同比下降13.6%，去库存惯性仍在。而随着新开工面积增加，建安设备工程增速开始提升。

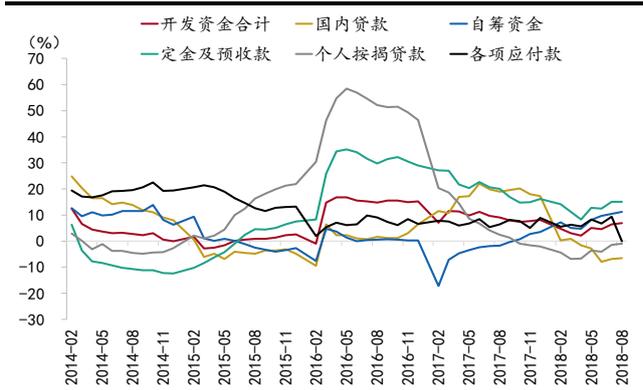
在不断收紧的地产调控政策下，地产投资的高增速未来将难以持续。今年1-8月土地流拍890宗，表明严调控下开发商拿地已更加理性谨慎。房企的融资回暖很大程度上也受前期销售回款推动，若后续销售承压，将恶化房企现金流，直接影响房地产投资。

图 14: 土地购置费用为房地产投资的主要拉动项



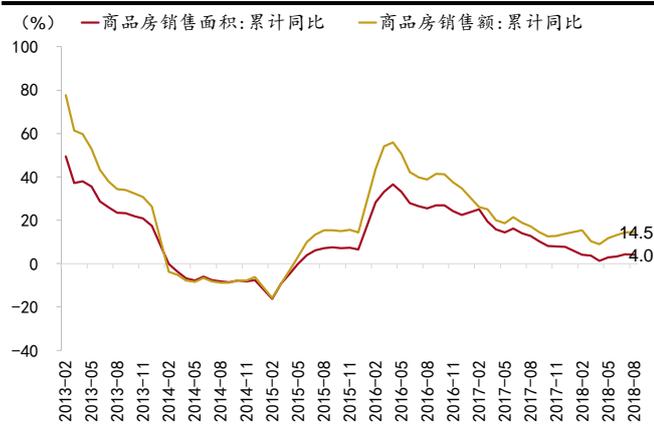
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 自筹资金为主要增速来源



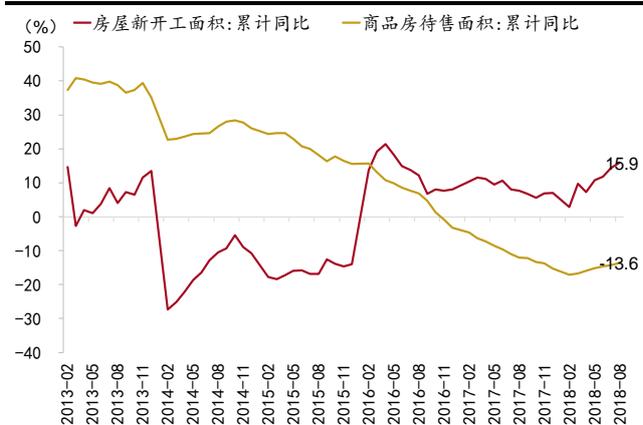
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 16: 商品房销售额增速提升



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 17: 新开工面积同比增长，待售面积不断减少



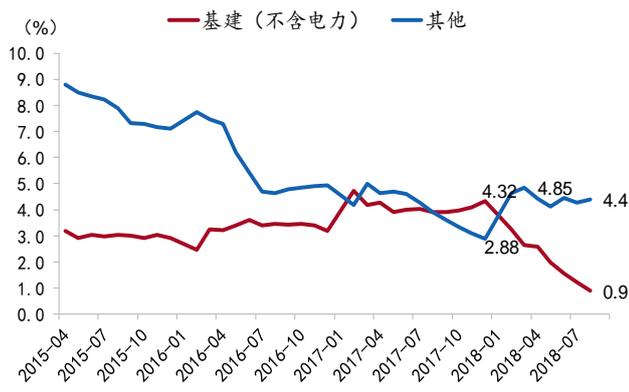
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

基建投资仍有待回暖。今年前8月基建投资累计同比增速4.2%，较上月下降1.5pct，拉动固定资产投资同比增速0.9pct。电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增速11.4%，较上月提升0.2pct，仍处于低位；交通运输、仓储和邮政业累计同比增速3.1%，较上月下降1.5pct；水利、环境和公共设施管理业累计同比增速3.4%，较上月下降1.4pct。

8月基建投资增速下滑主要受以下几点因素影响：

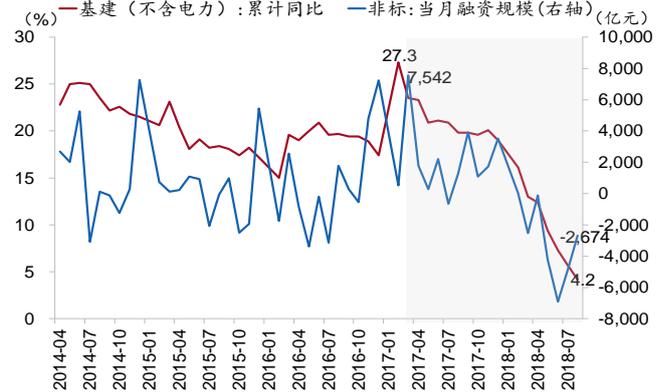
- 一是受到地方政府债务置换影响，专项债发行受到约束。今年前8月专项债发行规模4448亿，较全年1.35万亿额度差距较大；
- 二是财政部表示决不允许以新增隐性债务方式上项目，各地开始清理隐性债务；
- 三是基建投资落地需要一定时间，效果显现具有时滞。

图 18: 基建对固定资产投资的拉动持续下滑



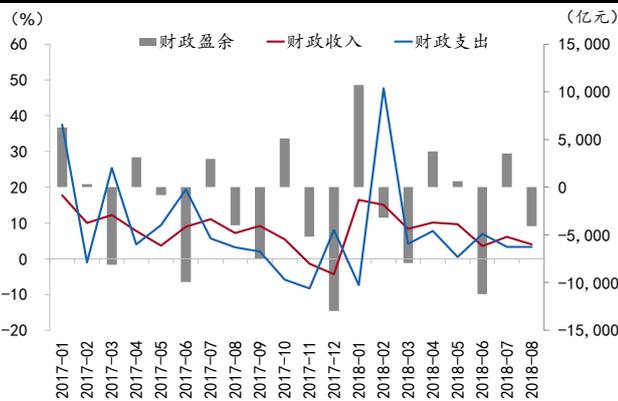
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 19: 非标融资受限对基建资金来源形成约束



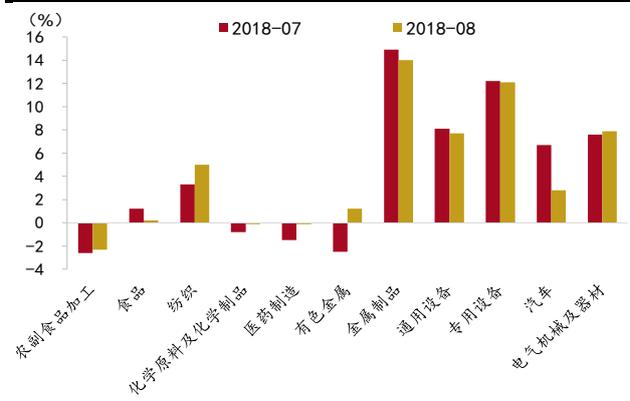
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 20: 财政支出增速保持平稳



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 21: 制造业部分行业投资同比增速情况



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

制造业投资缓慢复苏。8月制造业投资累计同比增加7.5%，较上月提升0.2pct。有色金属、交运设备制造、纺织、医药等行业累计同比增速有所提升，汽车制造、食品、金属制品、通用设备、计算机通讯等行业累计同比增速有所下降。从行业变化来看，中上游投资同比增速有所增加，下游行业受汽车行业拖累，投资增速下滑。环保限产以来，工业企业利润回升主要体现在上游行业，下游行业企业利润回升不够显著，对下游行业投资增速提升造成了限制。但近期限产已开始边际宽松，若上游产品价格下降，利润将向产业链下游转移，下游投资亦可能会有所提振。

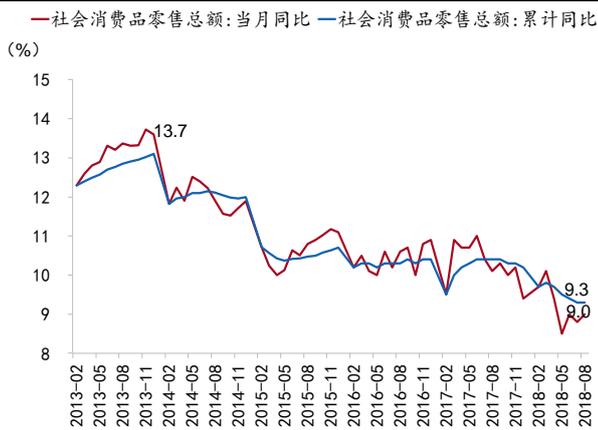
3. 消费：增速小幅回升，商品需求疲软

消费增速小幅回升，商品消费需求减弱。8月社会消费品零售总额当月同比增速9.0%，较上月提升0.2pct，但低于今年平均和去年同期水平，终端需求依旧疲软。房地产挤出效应持续显现，分消费品类看，粮油食品、烟酒、日用品等必需消费同比增速有所提升，汽车、通讯器材、家具等可选消费同比增速出现下降。节假日消费特征依旧明显，七夕情人节等带动黄金珠宝消费短期走高。

汽车消费同比负增长，是消费的主要拖累项。8月汽车零售额当月同比增速-3.2%，较上月下降1.2pct，仍处于低位。汽车消费增速从年初下降以来，消费疲弱导致汽车产出增速、汽车制造业增加值相关增速均有所下滑。未来看，汽车可能仍将继续拖累消费增长。汽车消费下降的一个因素是前期减税费透支了部分需求，另一个主要因素是当前汽车目标客户中，90后已逐渐成为目标群体，但受房地产挤出效应，更多消费者选择公共交通替代或推迟私家车消费需求。

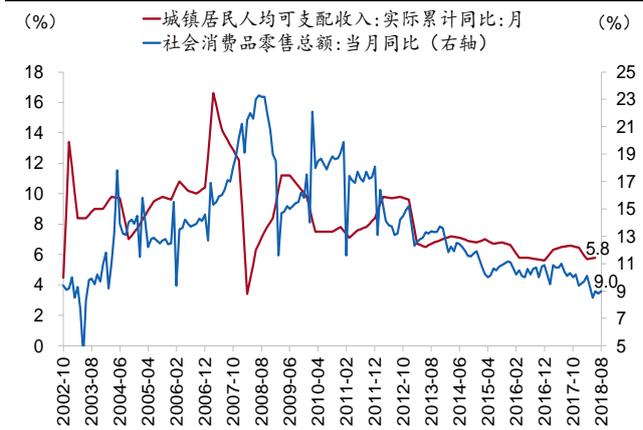
网上零售增速延续下滑态势。8月网上商品和服务、实物商品网上零售累计同比增速继续小幅下滑，网上商品和服务零售额累计同比增长28.2%，较上月下降1.1pct，实物商品网上零售累计同比增速28.6%，较上月下降0.5pct。

图 22: 社会消费品零售总额同比增速有所下降



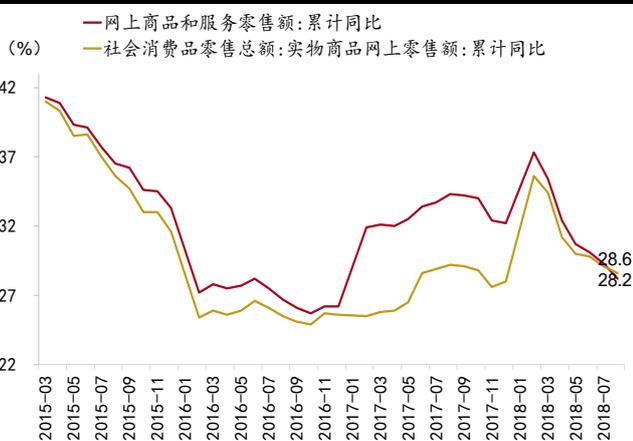
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 23: 人均可支配收入下降拉低消费需求



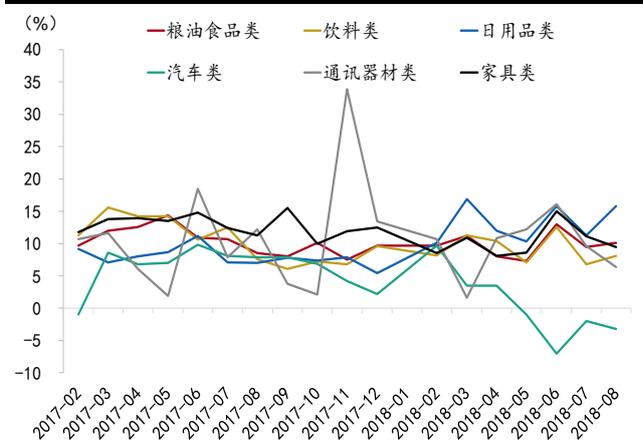
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 24: 网上零售同比增速继续下滑



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 25: 可选消费增速降幅大, 必选消费增速降幅小



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

收入增速下滑拖累消费, 地产挤出效应显著。房产销售增加居民杠杆, 财富挤出效应持续作用于消费, 加大了消费升级的阻力, 是近期消费疲软的直接原因。收入是决定消费长期走势的本质因素, 近期居民人均可支配收入增速下降是消费疲软的本质原因, 减税降费效果短期内并不显著, 并未对消费增速起到提振。

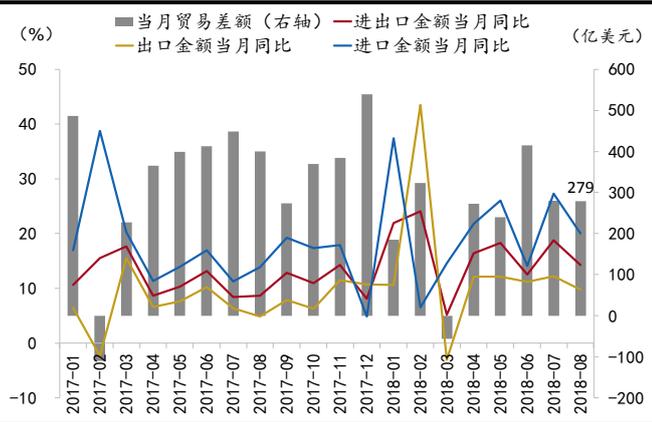
消费何时升级, 有赖于供给的改善和升级。近期社会消费品零售总额增长乏力, 引起对消费降级的讨论和担忧。首先, 消费升级是消费结构升级和层次提高, 并不是购买商品总金额的快速提升, 消费升级确实与居民可支配收入息息相关, 但更有赖于供给的改善和升级。其次, 社会消费品零售总额仅包含了商品消费, 未包含服务消费(含虚拟消费), 无法全面度量消费。事实上, 商品消费金额增速下降, 但消费对 GDP 增长的贡献大幅上升, 指向服务消费大幅上升。

4. 贸易: 进出口回落, 未来将承压

进出口有所回落, 但仍保持高位。8月进出口金额 4,070 亿美元, 当月同比增速 14.3%, 较上月下降 4.5pct, 弱于预期。其中出口金额 2,174 亿美元, 进口金额 1,895 亿美元, 实现贸易顺差 279.1 亿美元, 较上月下降 1.4 亿美元。出口金额当月同比增长 9.8%, 较上月下降 2.4pct, 进口金额当月同比增长 20%, 较上月下降 1.4pct。

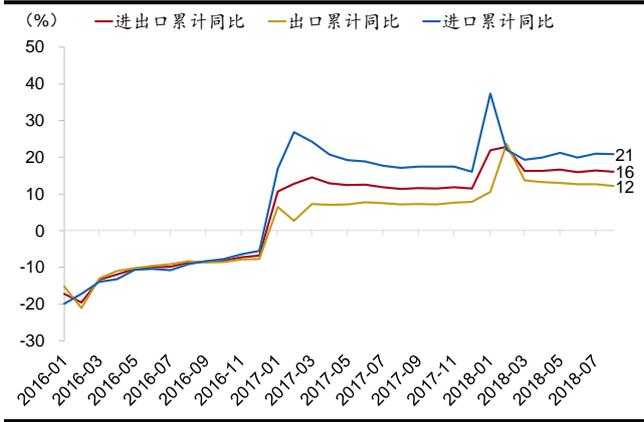
8月出口增速有所下降, 但同比增长依旧不低, 可能主要受到贸易摩擦升级下贸易商“抢跑”的影响。分地区来看, 我国对美国、东盟、金砖国家出口增速提高, 对欧元区、日本出口增速下降。美国经济增长向好, 需求旺盛, 同时由于感恩节、圣诞节的临近, 居民消费增加刺激进口。由于中美贸易摩擦升级在即, 8月美国贸易商可能抓紧备货, 使得我国对美国出口增速仍维持在较高水平。欧元区、日本、英国 PMI 呈下滑趋势, 边际需求下降, 对出口影响也于 8月开始显现。

图 26: 进出口贸易超出预期



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

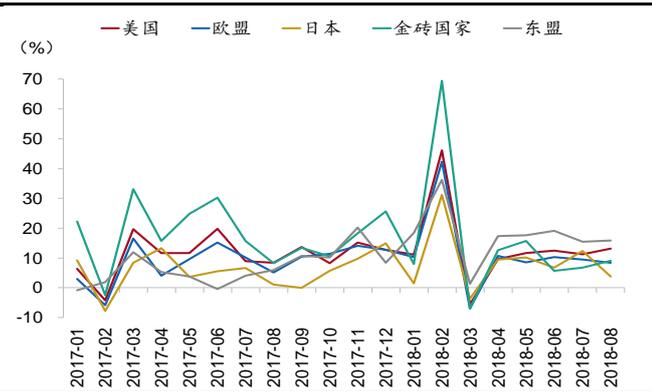
图 27: 进口累计同比上涨，出口累计同比小幅回落



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

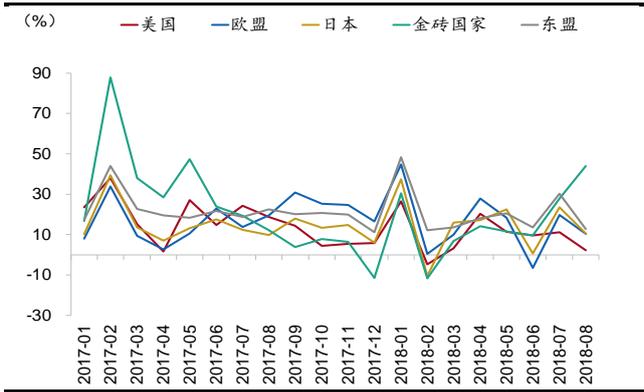
受关税下调支撑，8月进口增速仍在高位，但已开始回落。虽然7月开始部分进口产品关税有所下调，但国内需求趋势性下滑，叠加7月大量进口透支了部分需求，使得8月进口增速较7月出现回落。随着中美贸易摩擦进一步升级，第二批互加关税清单已于8月生效。受此影响，我国对美国的进口8月同比增速已有所回落。8月我国对金砖国家进口增加，可能源自对俄罗斯能源类产品进口增加及对巴西农产品进口增加。

图 28: 对美国、东盟、金砖国家出口增速提升



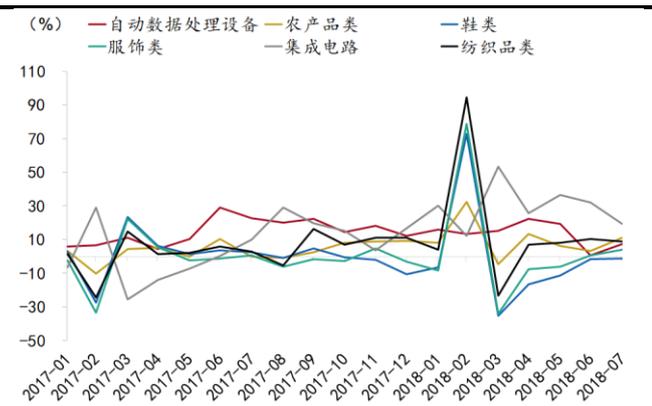
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 29: 对金砖国家进口增速提升



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 30: 数据处理设备、农产品、服饰出口增速上升



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 31: 人民币汇率波动对出口提振有限

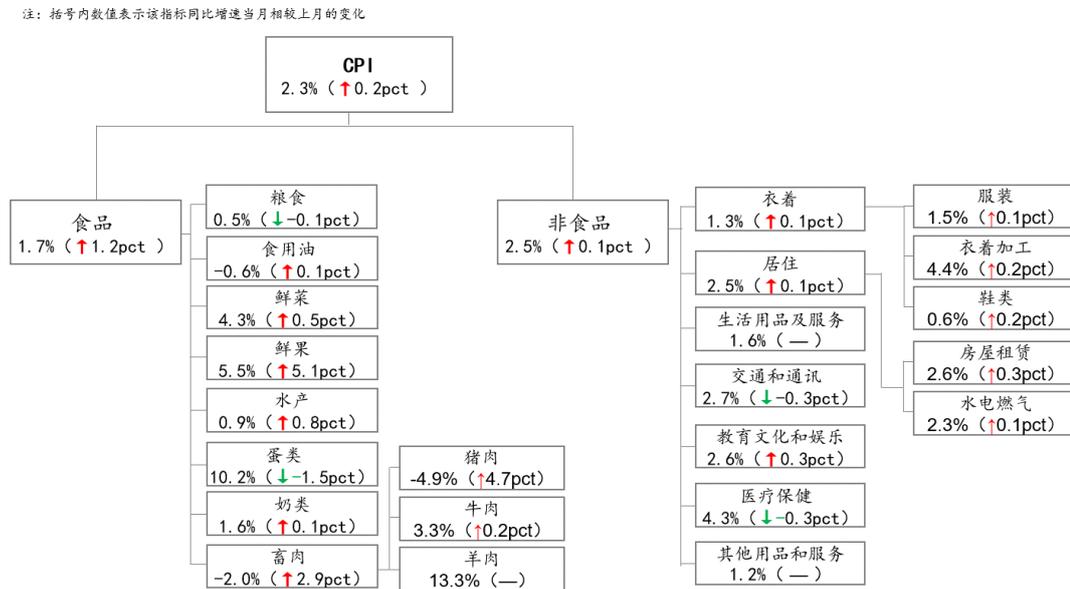


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

贸易摩擦升级导致的进出口压力或将于四季度显现。特朗普于9月8日表示，已经准备好了额外2,670亿美元针对中国商品加征关税的清单。9月17日，美国进一步公布第二批。随着美国中期大选的临近，贸易摩擦可能进一步升级，中美贸易摩擦走势至少在“习特会”之前都难见分晓。欧元区、日本进一步复苏的动力减弱，对其出口贸易不容乐观。本轮新兴经济体危机正当时，后续若继续蔓延，将继续对我国出口形成冲击。从我国PMI新出口订单连续回落来看，目前出口增速不低因前期订单挤压与贸易抢跑，出口的两位数增速难以维持。

5. 通胀：CPI 有所抬头，PPI 小幅回落

图 32: 8 月 CPI 结构一览

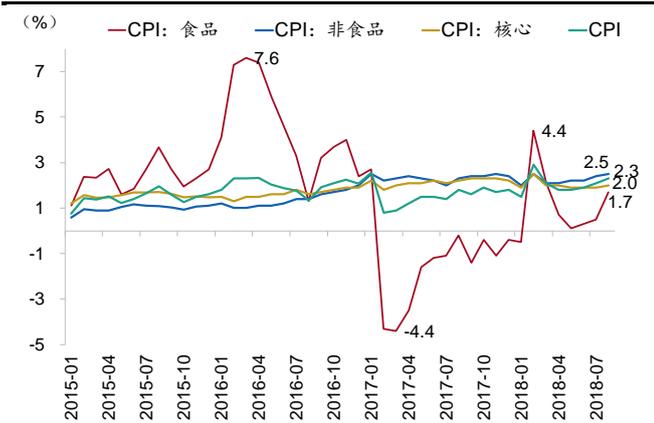


资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

CPI 有所抬头，通胀压力渐增。8 月 CPI 当月同比增长 2.3%，较 6 月增加 0.2pct；环比增长 0.7%，较 6 月增加 0.4pct。CPI 温和走高主要由食品项上涨推动。分项来看，食品价格同比增长主要由蔬菜、鸡蛋和猪肉拉动，非食品价格主要由房屋租赁价格拉动。近期猪肉在猪瘟影响下价格回升，蔬菜价格在季节性因素叠加水灾影响下开始上涨，同时高温天气影响鸡蛋生产，因此食品项价格压力较大。

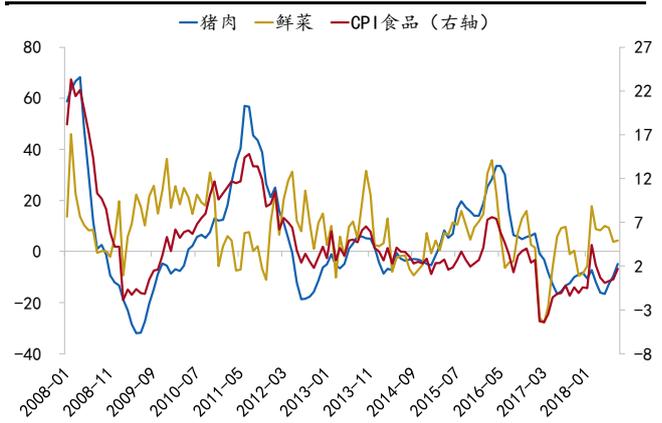
受食品价格上涨推动，未来 CPI 仍将上行。展望后期，虽然蔬菜价格有望随着季节因素涨幅回落，部分改善 CPI 压力，但 9 月多种因素仍将带来通胀压力：中秋节提振消费、猪肉价格持续上涨、贸易摩擦升级推升粮食价格、后期春季受灾的苹果等果类即将上市等。预计 9 月 CPI 同比增速约为 2.3%。

图 33: 食品价格推动下，CPI 有所抬升



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 34: 蔬菜、猪肉等带动食品价格上涨



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

非洲猪瘟疫情主要通过影响猪肉供给而影响猪肉价格。具体可以分为以下几种情形：

(1) 若后续猪瘟疫情范围迅速扩大，发生大规模生猪感染，为扩散疫情而采取扑杀措施，则生猪供给减少，猪肉价格快速上升。而在价格上升后，养殖场补栏能繁母猪，13 个月后第一批生猪出栏。因此猪肉价格呈现先涨后跌，涨价时长可能至少持续 13 个月。

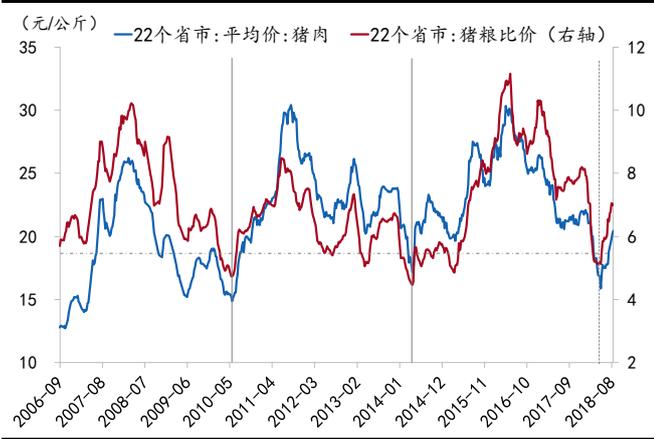
(2) 若后续猪瘟疫情继续发酵，导致养殖场进入“出栏恐慌”，养殖场为了在受到疫情波及前减少损失，加快生猪出栏，则供给会在短期内急剧上升，使得猪肉价格迅速下降。当短

期因素消散后，市场猪肉供给相对不足，则猪肉价格会快速上涨，猪肉价格呈现先跌后涨趋势。

(3) 若疫情的扩散影响养殖场信心指数，部分养殖场或退出，推升猪肉价格。

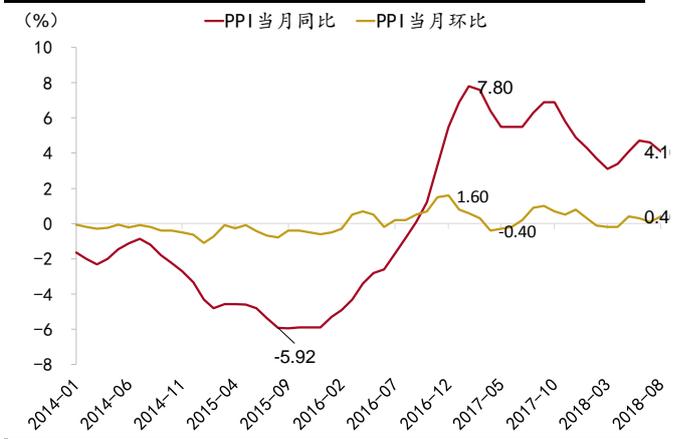
(4) 若后续猪瘟疫情得到有效控制，则短期内市场供给不变，猪肉价格相对平稳。

图 35: 2006 年 9 月以来共有三个猪周期



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 36: PPI 同比增速小幅下滑

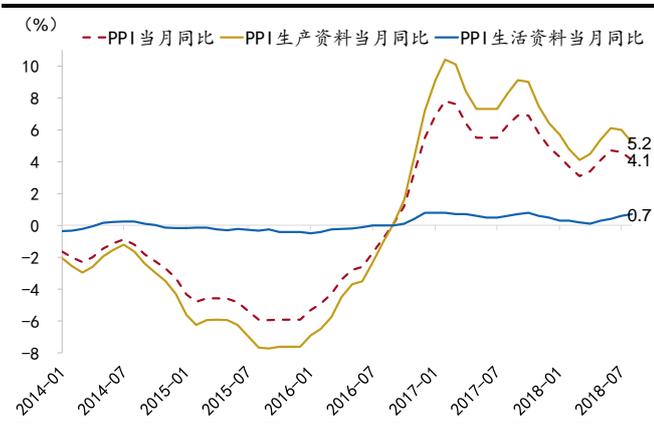


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

PPI 增速小幅回落，工业产品价格稳定。8 月 PPI 当月同比增长 4.1%，较 7 月下降 0.5pct。生活资料价格当月同比增长 0.7%，较上月提高 0.1pct；生产资料价格当月同比增长 5.2%，较上月下降 0.8pct。工业品价格上涨态势弱化，仍然受终端需求增长乏力的影响。

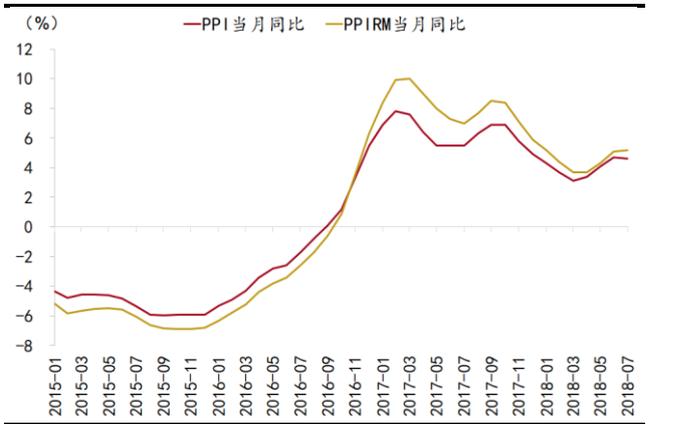
受环保限产政策边际松动影响，未来 PPI 可能持续回落。近期，新华社及多地发文表示莫让“一刀切”坑了污染防治，反对环保限产“一停了之”，需要实施差别管控。受此影响，黑色、能源产品供给将增加，PPI 可能将有所回落。

图 37: 生产资料价格增速下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

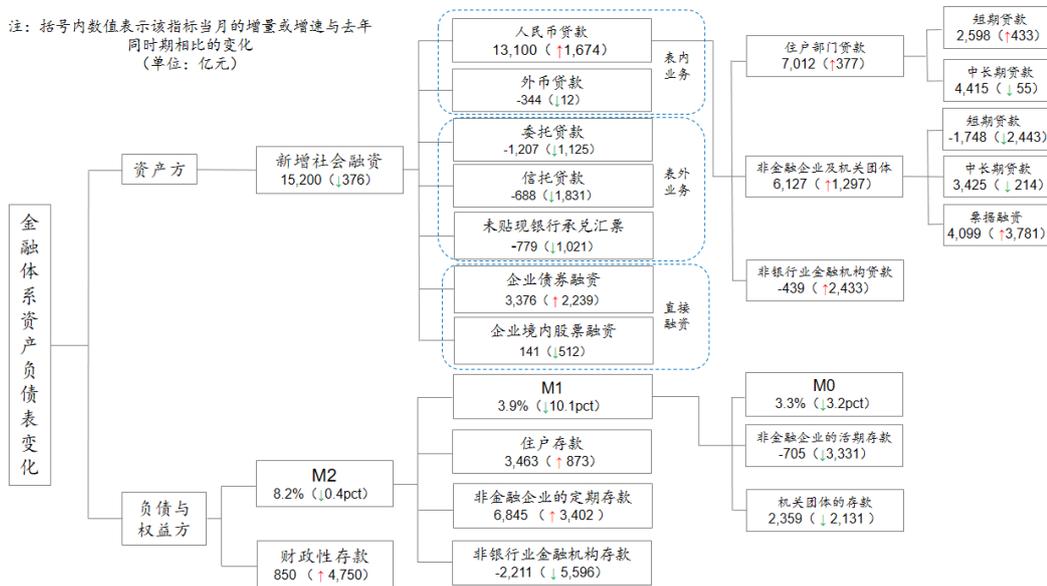
图 38: PPIRM 同比增速高于 PPI



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

III. 货币金融：社融走弱，资金宽松

图 39: 8 月中国主要金融指标一览

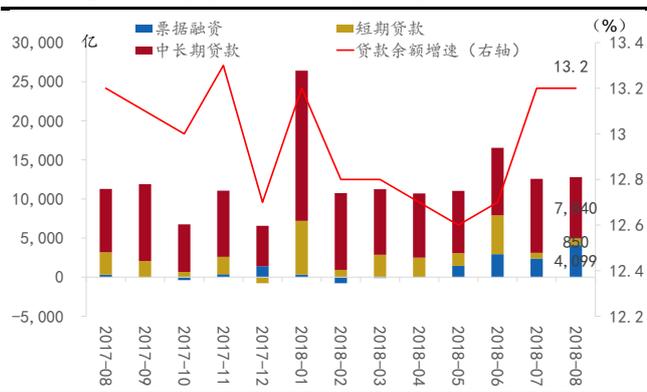


资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

1. 信贷边际走弱，票据融资持续上升

8 月末，人民币贷款余额同比增长 13.2%，与上月末持平，较社融增速高 3.1pct。当月新增人民币贷款 1.28 万亿，同比多增 1,900 亿，但环比下降 1,700 亿。在新增短期贷款、中长期贷款同比下降情况下，票据融资连续三个月大幅上升，当月新增 4,099 亿元，较上年同期多增 3,780 亿元。

图 40: 近期贷款增速上升，票据增加较多



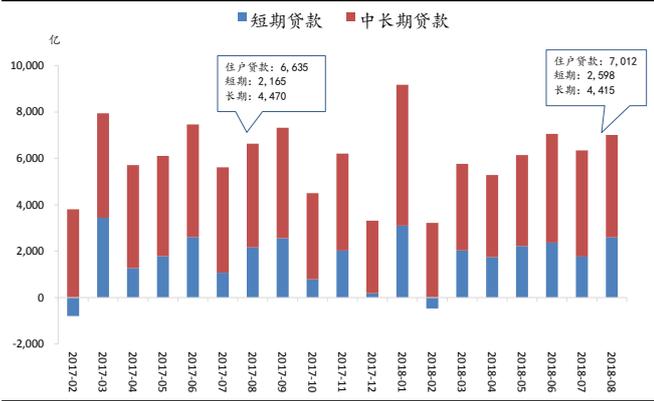
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

分部门看：

(1) 企业部门贷款相对较弱。8 月非金融企业新增贷款为 6,127 亿，其中短期贷款减少 1,748 亿，中长期贷款增加 3,425 亿，票据融资增加 4,099 亿。企业中长期贷款创年初以来新低，反应出实体经济融资需求依然不强；票据融资连续三个月大幅上升，这与 6 月份以来票据贴现利率持续下行，票据融资需求上升以及表外票据融资回表等因素有关。

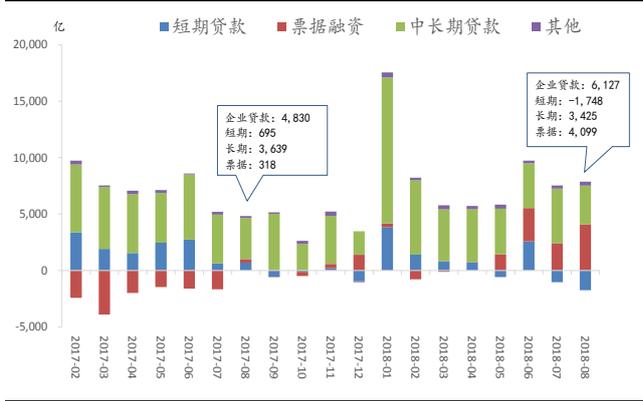
(2) 居民部门贷款有所增加。当月居民贷款新增 7,012 亿，其中，中长期贷款新增 4,415 亿，表明居民购房需求仍然相对旺盛；短期贷款新增 2,598 亿，或与近期部分金融机构加大消费贷营销力度有关。

图 41: 8 月份新增人民币贷款:居民户



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 42: 8 月份新增人民币贷款:非金融企业

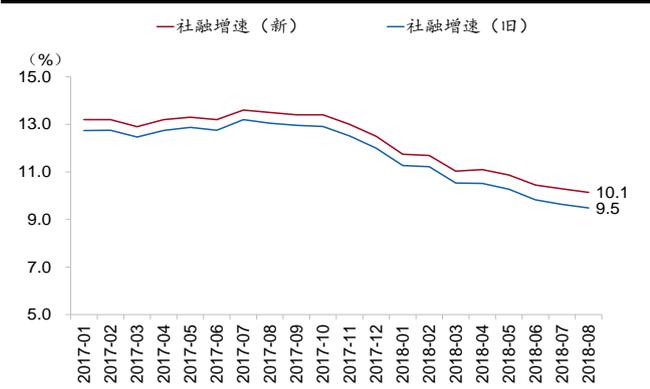


资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. 表外融资边际修复, 社融整体仍然低迷

今年以来, 在表外监管强化、地方政府隐性债务清理等多项去杠杆政策叠加影响下, 整体信用收缩压力明显加大, 社融增速出现较明显下行。在新统计口径下, 8 月末社融规模存量 188.8 万亿, 增速回落至 10.1%, 较上月下降 0.2pct, 与我们的预期一致。在旧口径下 (剔除 ABS 和贷款核销), 8 月末社融规模存量同比增长 9.5%, 已连续三个月处于个位数增长。

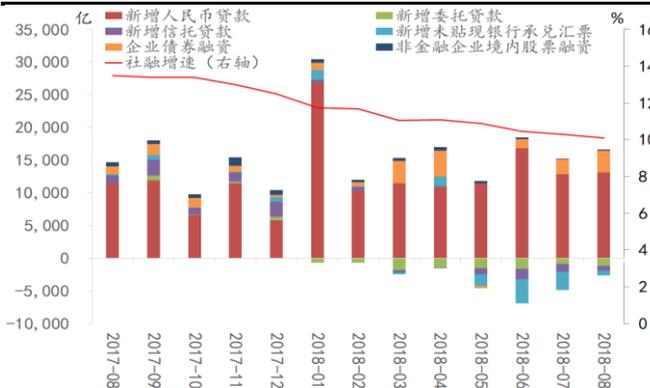
图 43: 8 月新、旧口径社融低位增长



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

8 月社融增量为 1.5 万亿, 超出市场预期, 指向“宽信用”政策下表外融资渠道有所修复。其中, 委托、信托、未贴现银行承兑汇票合计减少 2,670 亿, 降幅有所收窄; 债券净融资则增加 3,376 亿。未来表外融资和债券融资或将持续修复, 对社融形成一定支撑, 不过社融余额增速反弹, 仍有待占据社融绝对比重的信贷增长放量, 这需要货币政策传导渠道进一步理顺, 货币市场相对充裕的流动性转化为银行对实体经济的融资。

图 44: 社融余额增速持续下滑, 表外融资有所修复



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

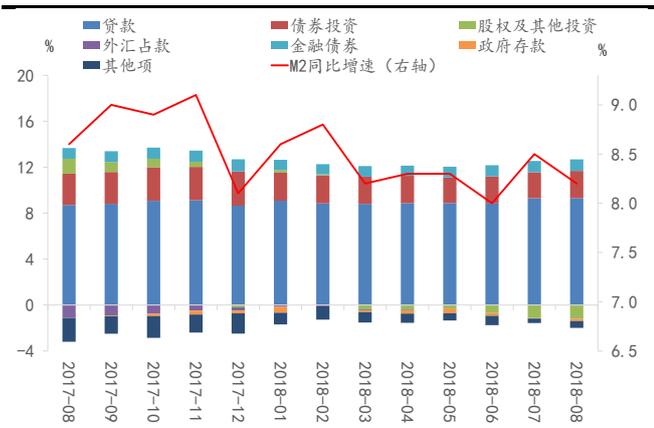
3. M2 增速维持低位，存款派生仍然乏力

8 月末 M2 余额 178.9 万亿元，同比增长 8.2%，较上月回落 0.3pct，比我们预测数据略低 0.1pct。M1 增速则下探至 3.9%，创下 2015 年 5 月以来新低。

M2 增速自上月短暂回升后继续回落，一方面由于地方债发行加快，财政存款增加较多，另一方面则是因为存款派生疲弱，折射出融资需求走弱的困境。据测算，8 月末，信贷派生对 M2 贡献度与上月末基本持平，均为 8.8% 左右，财政存款与未计入 M2 口径的其他项贡献率分别回落 0.1pct 和 0.2pct，成为拉低 M2 增速的最主要因素。

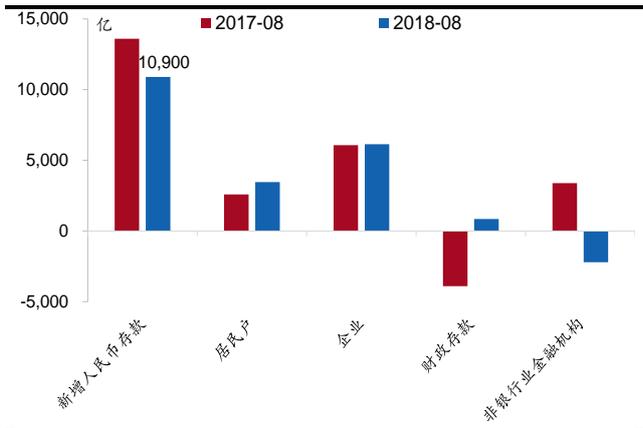
非银金融机构存款下降拖累存款派生。分部门看，人民币存款增加 1.09 万亿，同比少增 2,729 亿元。其中，住户存款增加 3,463 亿，非金融企业存款增加 6,139 亿，财政性存款增加 850 亿，非银行业金融机构存款减少 2,211 亿。非银行业金融结构存款同比多减 5,596 亿，成为存款派生乏力的主要拖累项。

图 45: M2 派生结构分解



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 46: 存款派生仍然乏力



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

新增社融超预期而 M2 增速低于预期是本月金融数据的一大特征。

其中的原因主要包括：

(1) 非银机构贷款减少不影响社融增量，但拖累了货币派生速度，压低了 M2 的增长。受流动性持续宽松、债市调整以及强化实体经济支持力度等影响，8 月份非银金融机构贷款意愿降低，当月减少 439 亿元，而上月则增加了 1,580 亿元。

(2) 表外融资降幅收窄减缓了社融继续大幅下滑的压力，但在资管新规等监管要求下，表外业务派生 M2 的能力大幅减弱。7 月以来，监管部门边际调整了信托等表外监管力度，受此影响，8 月份表外融资虽然继续收缩，但降幅已有所收窄，当月合计减少 2,670 亿元，较 5-7 月分别少减 2,200 亿元、4,200 亿元和 1,500 亿元。

(3) 8 月地方债发行放量，全月发行 8,830 亿，资金上缴国库使得商业银行存款下降，财政存款上升，压低了 M2 的增速。

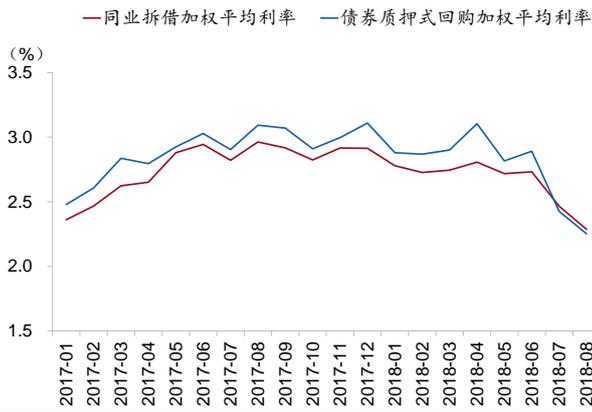
(4) 企业债券融资回升有力支撑了社融增量，但部分债券融资由非银机构直接投资，也不派生 M2。8 月份，企业债券融资同比多增 2,200 亿元，债券市场融资能力有所恢复。

4. 流动性继续宽裕，利率再现倒挂

8 月央行加大了流动性供给力度，对冲地方债发行压力。当月央行通过 MLF、公开市场操作、国库定期招标等方式累计净投放 3,190 亿元。尤其是中下旬，为配合地方债发行和月中的缴税需求，央行加大了流动性投放的力度，特别是中长期流动性，通过 MLF 释放流动性 1,490 亿，通过国库定存现金释放流动性 2,200 亿，共合计 3,690 亿。

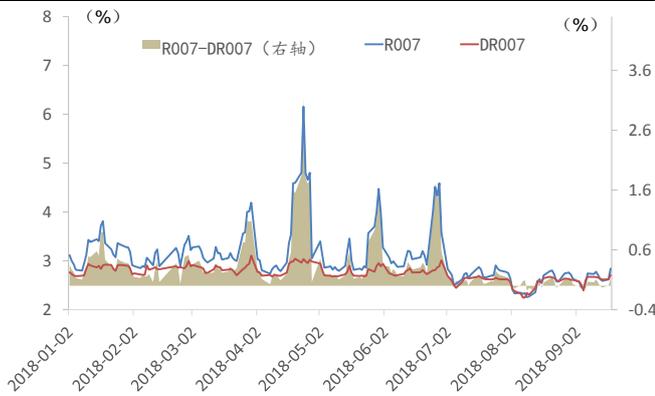
市场流动性持续宽松，资金利率继续小幅回落。8 月份同业拆借加权平均利率和质押式回购利率分别为 2.29%、2.25%，均较上月末回落 18bp。受流动性持续宽松以及货币政策传导机制不畅等因素影响，仍有大量资金堆积在银行间市场。R007 与 DR007 月内多次跌破央行操作利率。

图 47: 同业拆借、质押式回购利率下行



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

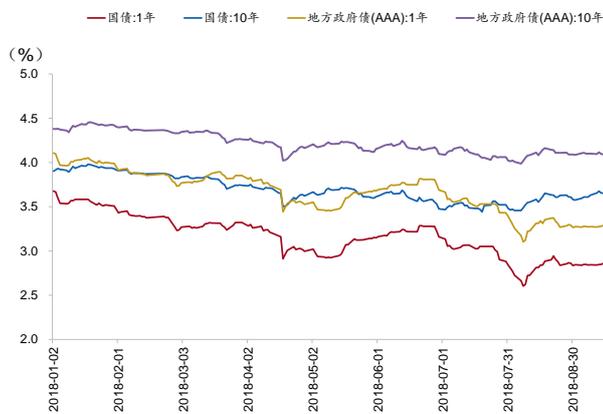
图 49: R007、DR007 倒挂



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

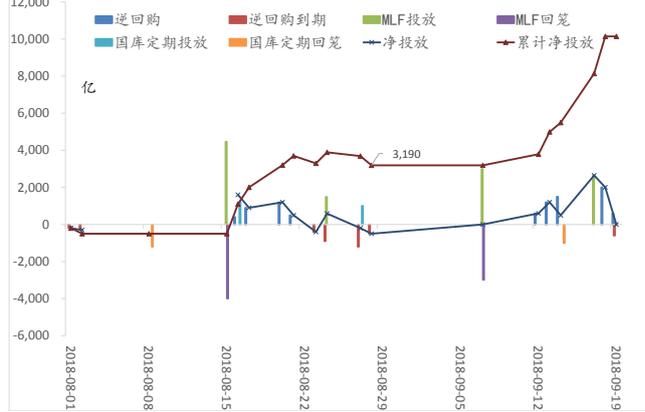
国债利率小幅上行，信用利差有所扩大。受地方债发行加快和基建投资预期回升等影响，10年期国债利率由月初3.46%逐渐上升至3.65%左右（8月17日）。此后随着央行加大流动性投放，国债利率开始趋于稳定，10年期国债利率维持在3.6%左右波动，8月31日为3.58%。受地方债加速发行对企业债的挤出效应影响，企业债利差有所扩大。8月末，3年期AAA级、AA+企业债与国开债利差分别0.46%、0.74%。

图 51: 国债、地方债收益率上行



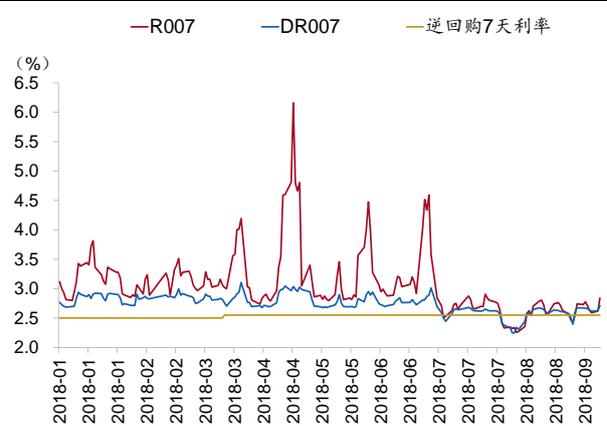
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 48: 央行多种操作增加流动性



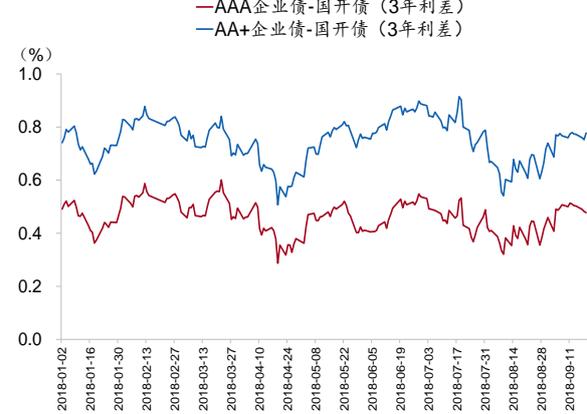
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 50: R007、DR007 两度跌穿 7 天回购利率



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 52: 企业债利差走扩



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

5. 金融数据前瞻

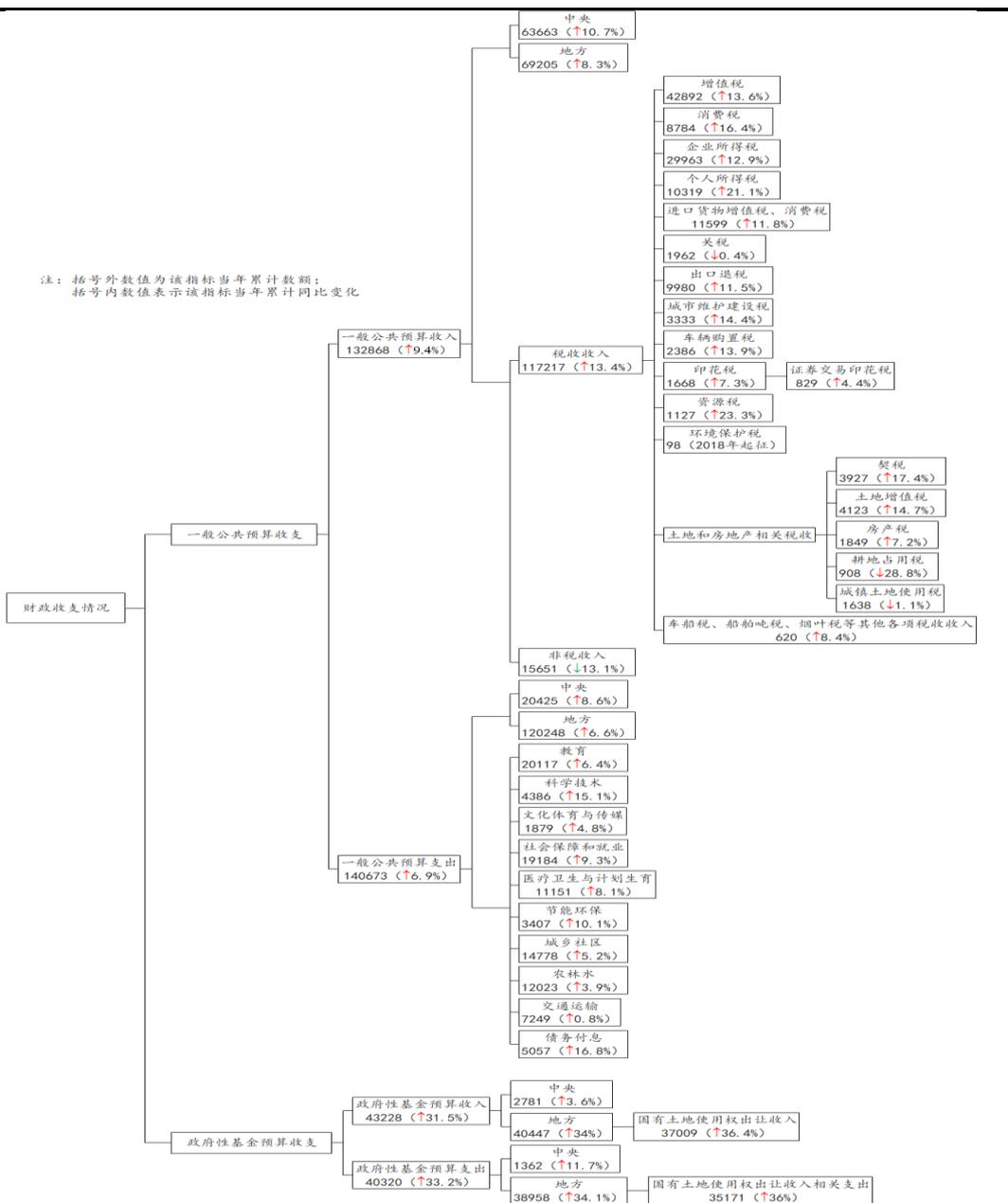
前瞻地看，未来信贷增速或将有所回落，结构难言改善。经济下行压力加大使得银行风险偏好下降，开始“惜贷”，将信贷资源集中投向优质企业，但这部分企业面临的资金供给相对充裕，信贷需求边际下降。调研显示，目前部分银行信贷额度已出现“富余”。

尽管“宽货币、稳信用”的政策料将延续，但经济下行的大背景下企业有效融资需求偏弱，广义信贷扩张动力不强将使得存款派生受限，短期内 M2 可能仍将在略高于 8% 的低位小幅波动。

随着政府部门加大基建投资力度以及表外融资监管边际松动效应的继续显现，社融增速的下行压力将有所缓解，但在结构性去杠杆以及房地产调控强化的宏观背景下，社融大幅上行的动力依然不强。

IV. 财政收支：减税降费主线不变，财政支出有待发力

图 53: 8 月中国主要财政指标一览 (亿元)



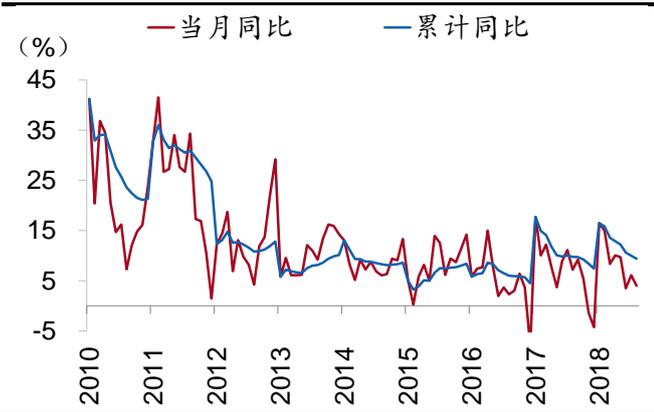
资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

1. 财政收入：降费成效显著，减税政策待发力

财政收入增速延续放缓趋势，减税降费效果逐步显现。8月份，全国一般公共预算收入同比增长仅4%，已连续三个月低于GDP同比增速，同时，1-8月累计同比增速降至9.4%，这也是今年财政收入增速首次跌破两位数。而随着中央一系列减税降费政策在下半年逐步落地，一般公共预算收入增速未来可能进一步放缓。

非税收入下降明显，“放管服”（简政放权、放管结合、优化服务）改革成效明显。8月份，全国一般公共预算收入中非税收入同比下降10.1%，累计同比下降13.1%，为所有公布财政数据中下降幅度最大的一项。自2016年下半年国务院启动“放管服”改革以来，政府非税收入下降明显，截至今年8月，非税收入已连续11个月同比负增长，连续12个月累计同比负增长，改革成效明显。

图 54: 一般公共预算收入增速放缓



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 55: 非税收入增速下降明显



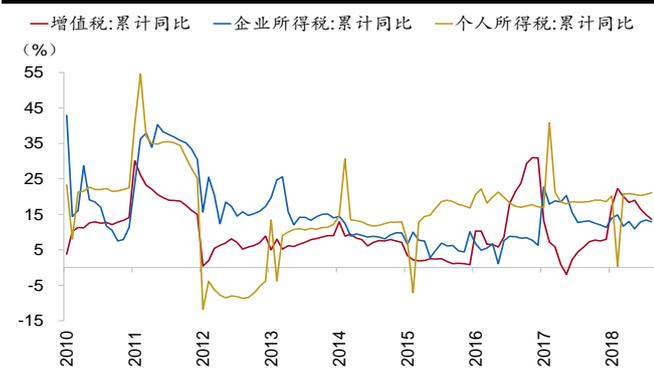
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

减税降费亟需“减税”端发力。1-8月份，我国税收收入累计同比增长13.4%，其中占比最大的增值税、企业所得税、个人所得税分别累计同比增长13.6%、12.9%和21.1%，均高于财政收入累计增速，更大幅高于GDP增速。虽然非税收入增速下降明显，但由于其平均仅占我国一般公共预算收入的10%左右，因此若要真正实现为企业、个人减负，还需要政府在“减税”端持续发力。不过由于增值税降低税率等政策实施是在5月之后，新版个税法实施需在10月1日以后，因此“减税”效果将在未来逐步显现。

受进出口增速下降影响，关税收入有所下降。8月份，我国进口、出口增速较上月环比下降2.4%和7.3%，受此影响，8月份我国关税增速同比下降6.2%，金额也较上月下降12亿元至248亿元，总体延续了2017年初以来的下降趋势。未来受中美贸易摩擦对我国进出口的影响，关税收入或将进一步下降。

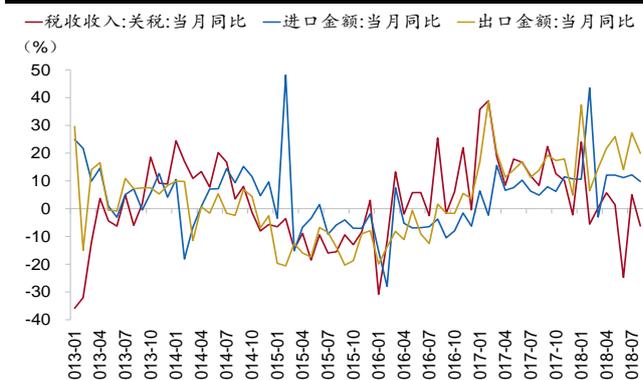
出口退税力度有所加强。8月份，我国出口退税总计1293亿元，同比增长24.1%，1-8月份，出口退税总计9980亿元，累计同比增速11.5%。在政治局会议“稳外贸”的定调下及减税降费的财政政策主线指导下，加强对外贸企业出口退税的力度可以更好落实减税降费政策，降低生产成本，预计出口退税力度在四季度会进一步增强。

图 56: 主要税种增速依旧处于高位



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

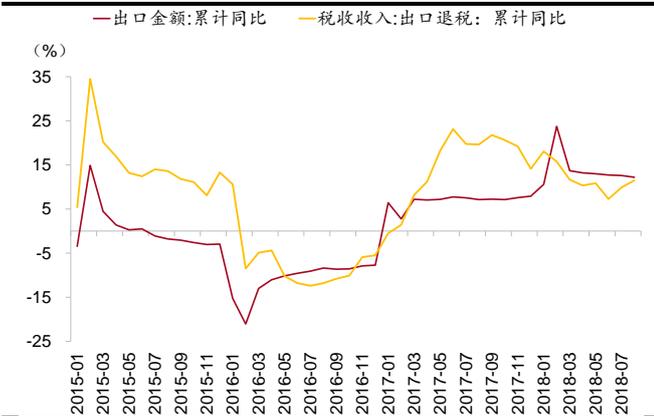
图 57: 主要税种增速依旧处于高位



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

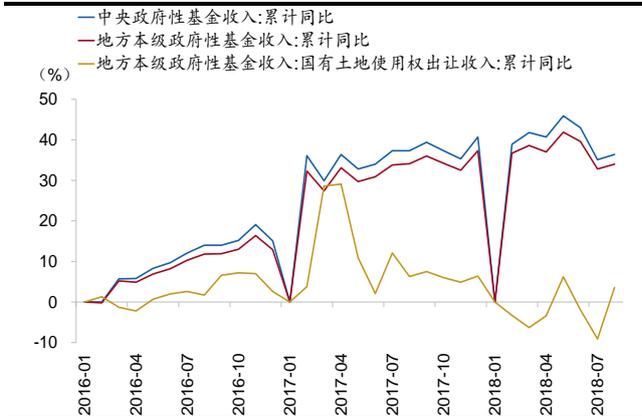
国有土地使用权出让收入增长迅猛，对冲一般公共预算收入增速下降。1-8月份，全国政府性基金预算收入同比增长31.5%（中央和地方同比分别增长3.6%和34%），地方国有土地使用权出让收入同比增速达到36.4%，延续了2015年中以来的持续高速增长态势。在以减税降费为主线的财政政策背景下，增加国有土地使用权出让收入无疑将成为政府缓解财政压力的有效手段。同时，在对房地产调控基调未现松动的情况下，加快国有土地出让也必然成为地方政府稳房价的必然选择。

图 58: 出口退税增速上行



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 59: 国有土地出让收入增长迅猛



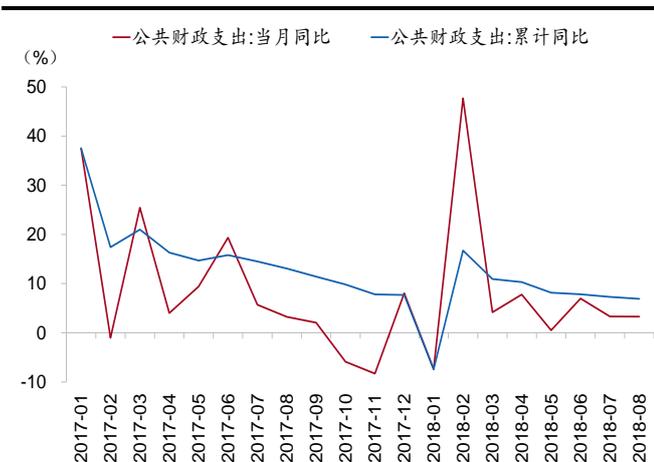
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. 财政支出：积极力度待加强，中央地方有分化

财政支出总体不够“积极”。8月份，全国一般公共预算支出15,137亿元，同比增长3.3%，较7月微降0.02pct。1-8月份，全国一般公共预算累计支出14,0673亿元，同比增长6.9%，环比下降0.4pct，明显低于近年财政支出的中枢水平，并创年内累计增速新低，财政支出尚未呈现“积极”姿态。

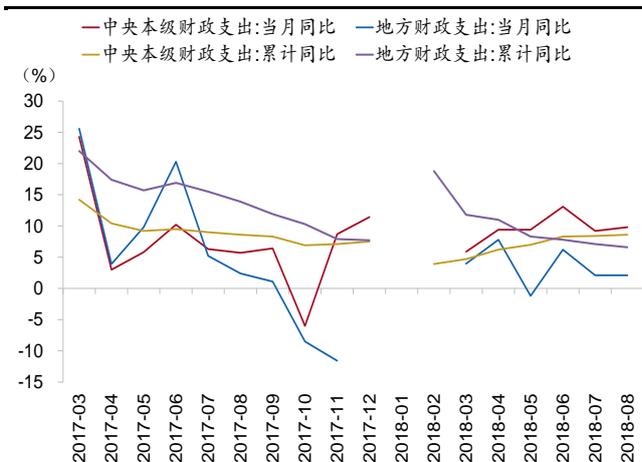
中央、地方财政支出增速分化较为明显，地方财政有待进一步发力。8月份，中央一般公共预算本级支出2,513亿元，同比增长9.8%，较上月上升0.6pct；地方一般公共预算支出12,624亿元，同比增长2.1%，与上月持平。1-8月份，中央一般公共预算本级支出20,425亿元，同比增长8.6%，较上月累计回升0.2pct；地方一般公共预算支出120,248亿元，同比增长6.6%，较上月累计下降0.5pct。从趋势上看，地方财政支出增速呈下滑走势，而中央财政支出增速则稳步回升，中央、地方财政支出增速走势明显分化。

图 60: 一般公共预算支出增速稳中有降



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 61: 中央与地方财政支出增速分化明显



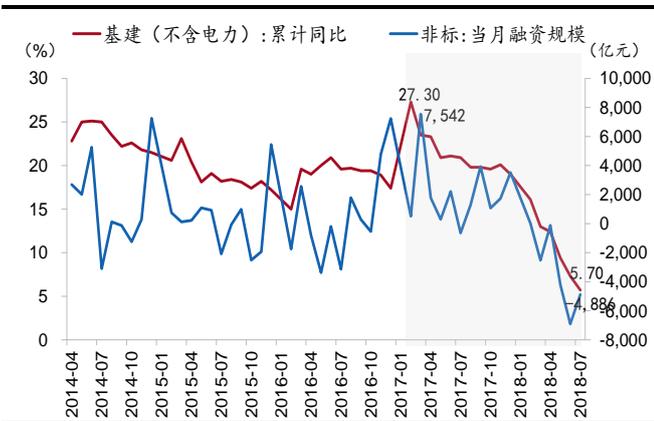
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

3. 基建投资：融资渠道受限，刺激效果滞后

基建投资融资渠道多数受限。在上半年财政支出增速下降明显，基建投资增速（不含电力）快速下滑的背景下，7月23日国务院常务会议及7月31日政治局会议明确积极财政和基建补短板的政策主线，但从基建投资的资金来源看，自筹资金中，预算内资金、国内贷款、利用外资的融资额及增速都较为稳定；非自筹资金中，政府性基金融资额及增速也较为稳定。而受金融去杠杆及金融严监管的影响，目前通过发行城投债、PPP项目及非标等渠道进行融资受限较多，而地方政府专项债无疑将成为下半年基建投资的主要资金来源。

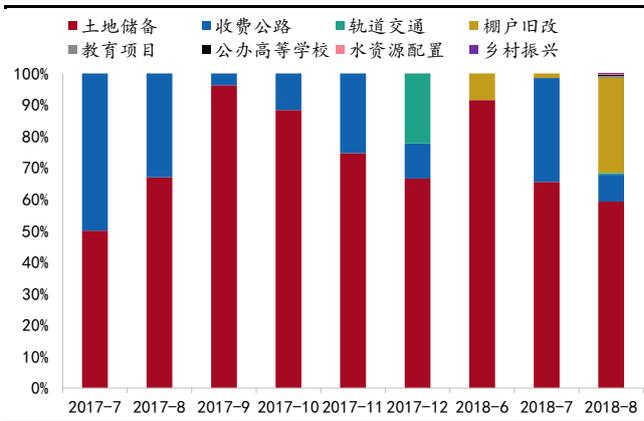
基建投资对经济的短期拉动作用有限。7月底政治局会议以来，地方政府专项债发行明显提速，预计四季度发行速度将进一步加快。从专项债的具体构成来看，土地储备专项债占比一直较高，6-8月的占比都在60%以上，但土地开发的前期作业，即土地一级开发费用并不包括在固定资产投资的核算范围内。而且，收费公路、棚改、轨道交通等项目都要求政府有配套资金，且项目期限多在3-10年，因此，地方政府专项债发行提速会对基建投资增速形成利好，但短期只能部分对冲经济下行压力，对经济的拉动效果将被“稀释”。

图 62: 非标受限对基建资金来源形成约束



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 63: 土地储备专项债占比较高

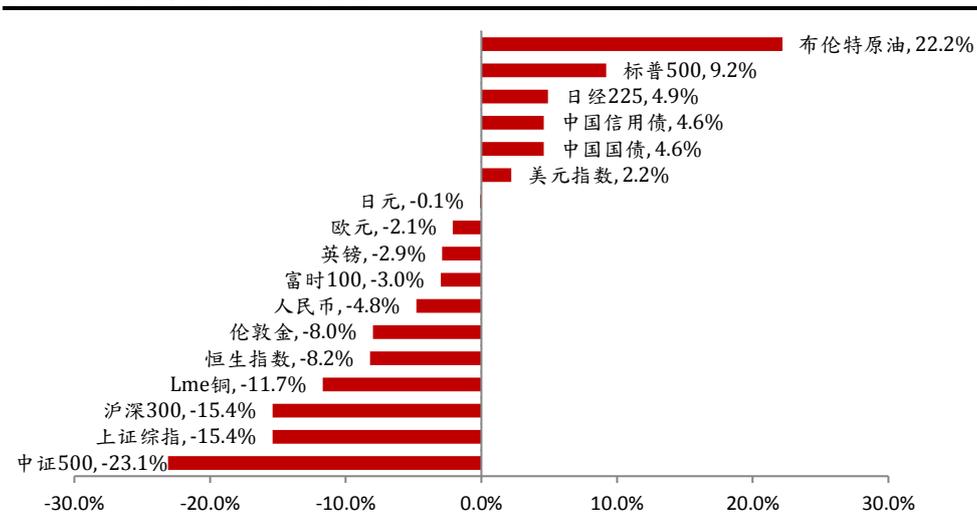


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

V. 投资策略：风险偏好变化，股债或现轮动

1. A股市场：风险偏好有触底迹象，或出现吃饭行情

图 64: 主要大类资产绝对收益排名



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究（截至9月24日）

风险偏好有触底的初步迹象

进入3季末，资本市场出现了风险偏好触底的初步迹象，A股出现反弹，债市表现偏弱。

风险偏好触底的迹象主要表现在，美国宣布对华实施新一轮2,000亿美元商品加征关税，且中国对600亿美元美国商品反击后，A股并未像前几个月那样表现的风声鹤唳大幅下跌，而是自底部强劲反弹，连拉三根阳线，A股对贸易摩擦升级似乎已经脱敏。

我们认为，这一变化是由多重因素导致的：

(1) 从一般的解释上，这可以理解为市场对贸易摩擦升级的利空已经有了提前消化，当新一轮互征关税出台后，A股将其理解为短期的利空出尽，因而出现反弹。

(2) 在上一期月报中我们提出，政策转向将带来筑底机会。近期，多个部委出台了一系列积极措施，对冲贸易摩擦升级带来的经济下行压力，具体包括：中共中央、国务院发布《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》，让消费者“能消费”“愿消费”“敢消费”；国务院常务会议强调降税减费，力争不增加企业和居民负担；发改委召开会议强调加大基建稳投资的力度等，这些措施不仅是稳增长政策的具体落实，而且对近期市场关注的消费降级、社保征收改革可能加大企业负担等担忧做出了回应。这些措施对提振市场信心带来了正面作用。

(3) 中证登发布了修订后的《特殊机构及产品证券账户业务指南》，赋予银行理财平等的开户主体资格，从账户层面消除了银行理财权益类投资的障碍，简化了银行理财进入股市的渠道，解开了资管新规下银行理财委外投资所面临的一层嵌套开户约束，虽然短期内银行理财受风险约束、净值波动率控制等因素制约，权益配置难以实质性上升，但长期来看有利于加大理财资金投股票的规模，打开了市场想象空间。

(4) 经历了持续下跌后，A股情绪已经极度低迷，无论是成交量屡创地量，还是基金发行困难，都显示A股情绪已近底部，且A股无论绝对估值还是相对估值都已经处于较低水平，估值吸引力继续提升，此时任何利好因素都会触发反弹动能的释放。

因此，相较于3季度，A股在4季度不妨可以看的相对积极些，进入震荡筑底的可能性在上升。

A股定义为反转的条件尚不充分

那么，A股当前更有可能是反弹还是反转呢？我们认为定义为反弹的安全性更高，定义为反转仍缺少充分条件，主要原因如下：

(1) 风险偏好实质性回升的条件尚未达成。我们在上一期评论中提出，风险偏好的拐点依赖于两个条件：一是中美贸易摩擦升级实质性的缓和，目前看，中美贸易摩擦升级仍走在对抗和扩大化的道路上，两国也没有进行有意义的谈判或接触，中国还退出了原定举行的中美谈判；二是银行信贷放量，从3季度已经公布的数据看，银行信贷同比增长有限，且有通过短期信贷来冲量的特点，表内信贷增长未能弥补表外融资的收缩，这并不利于稳定经济增长前景。

(2) 贸易摩擦升级的影响尚未充分体现。由于第一轮关税措施仅500亿美元，且贸易商预期充分，将进出口行为提前，因而市场从单纯的贸易数据中对加征关税的影响感受不明显，而第二轮美国对华加征关税的规模达到了2,000亿美元，且后续不排除还有超过2,000亿美元，其对出口部门和相关投资、就业的影响尚未体现，因此不宜盲目乐观。一旦市场从相关数据中感受到压力，则资本市场势必还会进行一轮反应。

(3) 国内政策存在一定的模糊地带，无论是刺激消费政策，还是对社保征收改革的回应，更多仍是停留在原则层面，缺乏清晰的可操作细节，市场的疑虑尚未完全打消，同时，一些新的政策传闻也在引发市场负面情绪，比如广东省酝酿取消商品房预售制度，引发对全国范围内取消商品房预售制度的担忧，直接冲击地产板块，这些因素并不利于市场的持续反弹。

吃饭行情能走多远

综上所述，虽然当前难言A股已经具备反转条件，但A股的积极因素确实正在增多，不利因素至少在边际上出现减弱，有较大机会出现一波吃饭行情。

如果吃饭行情得到延续，则我们认为需要以下条件的配合：

(1) 流动性不会出现明显收紧。近期央行对流动性投放仍持宽松态度，但9月超额续作MLF，似有避免短端利率过低的意图，但考虑到政策已转向稳增长，4季度流动性应不会出现超预期收紧，当然，年末的跨年资金收紧因素还是值得高度关注。

(2) 国内宏观数据不再明显恶化。由于稳增长政策推出已有数月，市场预期政策将会在3季末4季初逐步见效，那么4季度的宏观数据理应出现改善或至少边际上的回暖，则吃饭行情有望走的更远，但假如宏观数据继续处于恶化通道中，则市场会认为稳增长政策失效，吃饭行情可能会戛然而止。

(3) 海外风险偏好是否出现急降。无论是土耳其等新兴市场再次爆发危机，还是美股等发达国家股市出现回落，都将对A股带来溢出效应，则吃饭行情也将会被打断。

图 65: 主要大类资产绝对收益排名

发达指数	最新收盘	上周涨跌幅(%)	本月涨跌幅(%)	本年涨跌幅(%)	新兴市场指数	最新收盘	上周涨跌幅(%)	本月涨跌幅(%)	本年涨跌幅(%)
道琼斯工业指数	26562.05	2.25	2.30	7.46	上证综指	2797.48	4.32	2.65	-15.41
纳斯达克指数	7993.25	-0.29	-1.43	15.79	台湾加权指数	10972.41	0.96	-0.83	3.10
标普 500	2919.37	0.85	0.62	9.19	孟买 SENSEX30	36305.02	-3.28	-6.06	6.60
多伦多 300	16207.32	1.32	-0.34	-0.01	泰国综指	1749.42	1.97	1.62	-0.24
富时 100	7458.41	2.55	0.35	-2.98	雅加达综指	5882.22	0.45	-2.26	-7.45
法国 CAC40	5476.17	2.65	1.28	3.08	富时吉隆坡综指	1800.17	0.38	-1.07	0.19
德国 DAX	12350.82	2.53	-0.11	-4.39	马尼拉综指	7433.61	-0.41	-5.37	-13.14
意大利指数	23606.95	2.81	4.98	-2.42	墨西哥 MXX	49417.22	-0.54	-0.26	0.13
恒生指数	27465.20	2.45	-1.52	-8.20	阿根廷 MERV	33163.61	13.75	13.21	10.30
日经 225	23869.93	3.36	4.39	4.85	IPSA 智利 40	5385.65	2.01	2.19	-3.22
富时新加坡 STI	3219.16	1.78	0.18	-5.40	MSCI 全球	525.87	1.62	0.57	2.50
韩国综合指数	2339.17	0.90	0.70	-5.20	MSCI 欧股	205.64	2.94	1.58	-3.27
西班牙 IBEX35	9512.80	2.40	1.21	-5.29	MSCI 新兴市场	1042.35	2.23	-1.29	-10.02
荷兰 AEX	548.43	1.71	-1.79	0.71	MSCI 发达市场	2193.01	1.54	0.80	4.26
比利时 BFX	3747.22	1.76	0.17	-5.80	MSCI 亚太地区	165.15	2.61	-0.26	-4.98

资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究（截至9月24日）

2. 国内债券市场：下有底，上有顶

国内债市对利好钝化，转向关注增长与通胀

我们在[上一期评论](#)中提出，政策转向稳增长后，将会限制债券收益率的进一步下行。从9月份的市场表现来看，这一判断正在逐步得到验证。

风险偏好触底对国内股债市场的影响截然不同，国内债券市场在9月维持偏弱走势，国债、国开、信用债利率均有不同程度上行，市场对年初开始的债券牛市有结束的忧虑。

其实，无论是最新一轮中美贸易摩擦升级互征关税落地，还是9月公布的8月宏观经济数据，对债市而言都属于利好，都指向经济下行压力，但我们已经清晰地看到，上述利好对债市的影响已经钝化。其中，8月基建增速仍处在快速下行中，这表明稳增长尚未见到真正效果，但债市对此选择忽视，而是更加关注4季度存在的基建与通胀双抬头的可能。

4季度基建能否抬头，仍有诸多不确定性，近期地方债发行提速，理论上会加强地方政府财力，进而加大基建力度，但同期地方政府的财政存款同步大幅增长，显示地方债筹集的资金尚未转化为投资；通胀短期有所加速，但更多是受到了短期供给侧因素对食品价格的冲击，从中长期看，通胀中枢未必会出现大幅抬升，更有可能是温和抬升。

但显然国内债市选择了保守策略，在稳增长政策密集出台之际，国内债市市场情绪正出现微妙变化，虽然这难以定义成牛熊转换，但至少近期重现上半年牛市的可能性不大。

图 66: 10 年期国债收益率走势

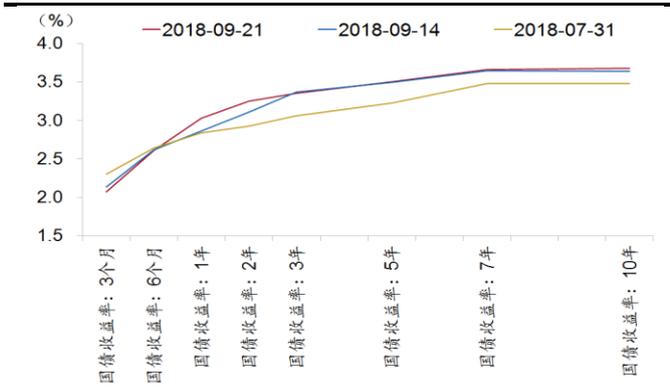


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

中美利差继续收窄，将对利率下行构成限制

由于流动性宽松的延续，国债收益率曲线继续呈陡峭化变动，短端较前两个月还有所下行，但 1 年以上中长端则有所抬升。美国国债利率则呈现整体上移，以无风险利率衡量的中美利差进一步收窄，6 个月的中美利差一度跌破 20bp，同时，由于美债收益率曲线上移幅度更大，中长端中美利差也继续收窄。

图 67: 国债收益率曲线变动



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

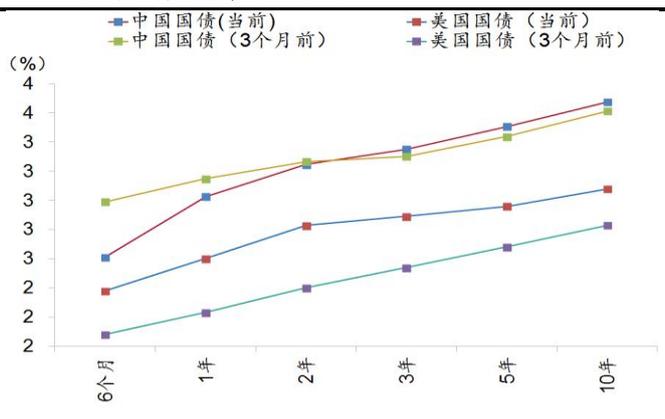
考虑到美国经济表现依然强劲，美联储的加息进程无悬念的会持续到 2019 年，则美债收益率曲线料将进一步上移，而在稳增长的大环境下，中国显著收紧流动性环境的概率不大，因此中美短端利率倒挂似乎一触即发，其对中国利率水平、资本流动和人民币汇率的影响值得关注。

展望四季度及明年，美元指数仍有望保持强势甚至继续升值，若中美短端利率届时又出现倒挂，将带来两方面影响，其一是中国资本外流压力将会上升，人民币汇率的贬值压力可能会加大；其二是对国内的利率下行构成制约，央行可能难以容忍短端利率长期倒挂，市场也会揣测政策意图，对进一步推低短端利率保持谨慎。

建议对国内债市保持谨慎操作，短期采取短久期的防守策略，对可能出现的反弹不盲目追涨，但同时也需要看到，由于通胀前景较为温和，且本轮稳增长加杠杆的空间有限，稳增长政策在未来不太可能导致经济强劲反弹，因此以经济基本面考虑，未来利率大幅上升的可能性也不大，整体将呈现上有顶，下有底的格局。

换言之，如果利率在风险偏好回归和稳增长预期下，确实出现进一步上行的话，那么其配置价值将会逐步凸显，届时可考虑择机加大配置力度。

图 68: 中美国债收益率曲线比较



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦45及46楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。