

穩增長基調不變，逆週期有望加力

— 2019年10月宏觀經濟月報

- **海外宏觀：寒冬臨近。**9月全球經濟活動持續放緩，就業增速和商業信心承壓，IMF再度下調全球增長預測。美國經濟數據偏負面，消費韌性尚待考驗。全球央行寬鬆潮繼續，美聯儲十月降息幾率升高。中美貿易關係、英國脫歐等重大事件的積極進展與不確定性並存。
- **實體經濟：秋風乍起。**第三季度同比增長6.0%，經濟下行壓力仍較大。9月工業生產反彈，但難改三季度生產整體低迷的態勢。投資方面，房地產投資在銷售景氣支撐下，9月增速較前值持平；基建投資增速較前值提升0.3pct；製造業投資增長較前值下滑0.1pct。消費增速受汽車銷售回暖影響較前值提升0.3個百分點。貿易摩擦下，進口增速回落速度超過出口，衰退式順差格局已持續9個月。前瞻地看，四季度受基數影響和汽車消費支撐，消費增速或進一步反彈；房地產和製造業投資仍將承壓；基建投資增速仍有上行動力；由於中美貿易摩擦階段性緩和，衰退式順差或將逐步收窄。
- **物價：CPI將破3%。**9月CPI通脹受“豬通脹”驅動繼續上行，同比增速3%；PPI同比-1.2%，受到生產資料拖累，較前值下行0.4個百分點。前瞻地看，後續豬肉價格大概率將進一步上漲，CPI同比增速年內大概率將突破3.0%，明年上半年或將突破3.5%。PPI由於基數效應減弱，後續下滑幅度有限，年底將大概率觸底小幅回升。
- **貨幣金融：貨幣政策或進入觀察期。**9月信貸、社融超季節性反彈，指向逆週期調節政策成效漸顯。但近期金融數據的改善很大程度上受到供給因素的推動，在當前嚴峻的內外部形勢下，信貸需求的實質性改善仍需時日。考慮到過往社融對經濟表現的領先性，隨著信貸和社融的放量，貨幣政策或進入觀察期，短期內進一步放鬆的概率下降。
- **財政：收支壓力邊際緩解。**前三季度財政收入受減稅降費政策與經濟基本面趨弱影響較大，財政支出增速從二季度開始也出現了較為明顯的下降。但以中等口徑（一般公共預算+政府性基金預算）計，財政收入累計增速已連續兩個月反彈，財政收入壓力繼續緩解。前瞻地看，提前下達2020年專項債額度，可在四季度進一步緩解財政支出增速下滑的壓力，對基建投資增速形成支撐，進一步托底經濟。
- **中美貿易：10月達成臨時性“停火”協議。**10月中美貿易摩擦階段性緩和，有助於修復金融市場情緒和風險偏好。但美方僅僅是對加征關稅按下了“暫停鍵”，並未撤銷任何已經加征的關稅，中美雙方在貿易上仍處於“邊打邊談”的局面。中美貿易摩擦仍將具有長期性。

譚卓，博士

電話：(86) 755 8316 7787

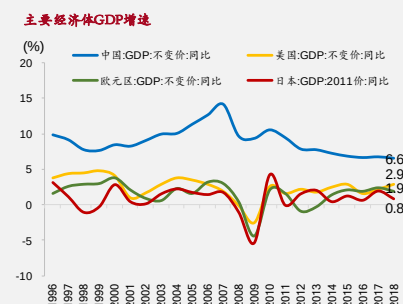
郵件：zhuotan@cmbchina.com

成亞曼，博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

全球主要經濟體 GDP 增速



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

相關報告

1. 逆週期加碼，穩增長升級—2019年9月宏觀經濟月報（9月25日）
2. 於未知水域中航行之2019年8月宏觀經濟月報（8月26日）
3. 反彈非反轉——7月宏觀經濟月報（7月23日）
4. 靜水流深，峰迴路轉：2019年中期宏觀經濟與資本市場展望（7月4日）
5. 乍暖還寒——2019年5月中國宏觀經濟月報

目錄

一、 海外宏觀：寒冬臨近	3
(一) 全球經濟：下行壓力加大，放緩仍將持續	3
(二) 美國經濟：數據偏負面，韌性待考驗	4
(三) 貨幣政策：寬鬆持續，美歐央行內部分歧加劇	6
(四) 風險因素：進展與不確定性並存	7
二、 實體經濟：秋風乍起	8
(一) PMI：供需反彈，動能仍弱	8
(二) 工業生產：季末反彈	11
(三) 消費：汽車消費提振	12
(四) 投資：製造業拖累增速下滑	12
(五) 貿易：進口增速或面臨反彈	14
(六) 物價：CPI 將破 3%	16
三、 貨幣金融：貨幣政策或進入觀察期	19
(一) 信貸：總量大幅改善，信用初步企穩	19
(二) 社融：信貸非標邊際改善，直融繼續收縮	20
(三) 貨幣：M2-M1 剪刀差走闊	21
(四) 結論：逆週期調節效果漸顯，貨幣政策或進入觀察期	22
四、 財政：收支壓力邊際緩解	23
(一) 財政收入：累計增速繼續企穩	23
(二) 財政支出：以積極姿態繼續托底經濟	24
(三) 結論：財政收支邊際壓力緩解	25
五、 中美貿易：10 月達成臨時性“停火”協議	26
(一) “實質性”內容：中方購買農產品，美方暫停加征關稅	26
(二) 貿易摩擦與經濟表現互為因果	26
(三) 中美貿易摩擦仍具長期性	26

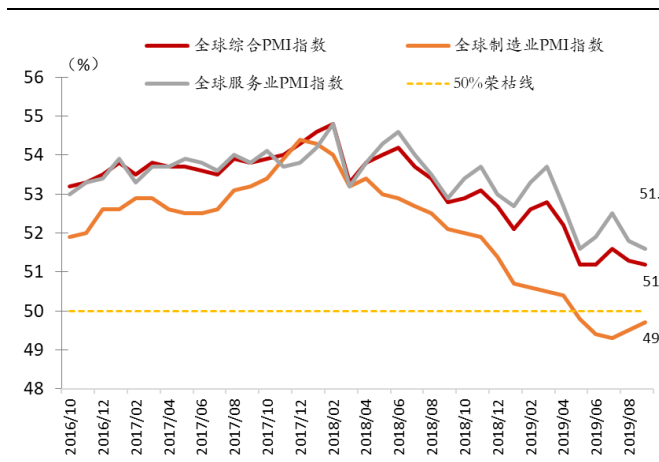
一、海外宏觀：寒冬臨近

(一) 全球經濟：下行壓力加大，放緩仍將持續

9月全球經濟活動持續放緩，就業增速和商業信心承壓。全球綜合 PMI 指數由 7 月的 51.6 和 8 月的 51.3 進一步降至 9 月的 51.2，意味著萎縮的全球貿易不僅引發了製造業連續五個月的萎縮，並且正在蔓延至其他經濟領域，產生越發廣泛的負面影響。全球服務業近兩年來的表現一直強於製造業，是經濟增長的主要支撐，但近半年來動力顯著減弱，全球服務業 PMI 由 7 月的 52.5 和 8 月的 51.8 降至 9 月的 51.6。在此背景下，全球勞動力市場和商業信心正受到衝擊，特別是製造業就業壓力較大。由於新訂單增速下滑、對於未來 12 個月全球經濟的樂觀情緒顯著降溫，前瞻指標顯示全球經濟反彈乏力，下行壓力仍將持續。

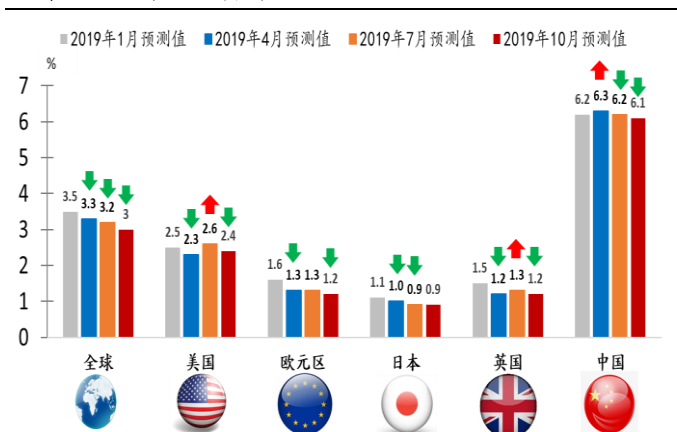
IMF 再度下調全球增長預測。由於貿易壁壘不斷上升、貿易和地緣政治不確定性增加、部分新興市場和發展中經濟體宏觀經濟壓力等因素，國際貨幣基金組織(IMF)於 10 月 15 日再次下調對 2019 年全球經濟增長的預測至 3%，較 7 月的預測值低 0.2ppt，較今年初的預測值則下降 0.5ppt，對 2020 年經濟增速預測亦降低 0.1ppt 至 3.4%。IMF 此次還將 2019 年美國、歐元區、英國和中國的經濟增速分別下調至 2.4%、1.2%、1.2%和 6.1%。儘管 IMF 不斷調低預測值，實際增速仍可能不及其預期。

圖 1：全球製造業持續萎縮，服務業景氣度進一步下滑



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 2：全球貨幣基金組織於 10 月再度下調對主要經濟體和全球 GDP 增速的預測



資料來源：IMF、招商銀行研究院、招銀國際證券

分國家看，韓國、日本和印度尼西亞等亞洲國家製造業下滑顯著，美國、中國和德國受全球需求下降的負面影響在 9 月較明顯，其中德國受出口和工業雙重拖累，GDP 自今年第二季度下降 0.1%以來，於第三季度出現技術性衰退的幾率已經很高，正拖累整個歐元區經濟進入困難時期。

細分行業而言，汽車及汽車配件、金屬和採礦、工業產品、房地產仍處於快速下滑通道，而銀行金融、食品飲料、生物醫藥、保險、交通運輸等在 9 月有較為亮眼的表現。

圖 3：全球主要經濟體綜合 PMI 指數

	2018年9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
美国	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53	50.9	51.5	52.6	50.7	51
欧元区	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5	51.8	52.2	51.5	51.9	50.1
英国	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9	50.9	49.7	50.7	50.2	49.3
日本	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.4	50.8	50.7	50.8	50.6	51.9	51.5
中国	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9	52.7	51.5	50.6	50.9	51.6	51.9

資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

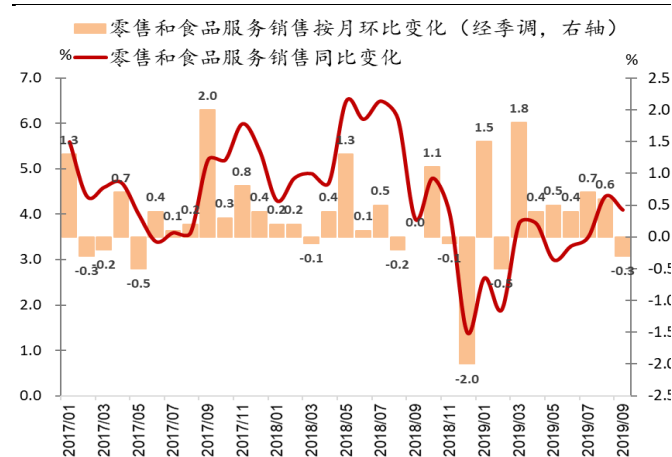
（二）美國經濟：數據偏負面，韌性待考驗

9 月新增就業和私人消費增長不及預期。全球市場近期密切關注美國經濟走勢，正是因為美國經濟狀況對於全球經濟前景、美聯儲和其他央行的貨幣政策路徑、以及美中、美歐貿易談判都至關重要。當前，美國經濟總體上仍保持溫和擴張但動力減弱，核心支撐在於良好的就業狀況和私人消費的穩定增長。但 9 月的就業和消費數據均未達預期：新增非農就業人數由 8 月的 16.8 萬人降至 13.6 萬人；零售銷量環比增速由 8 月的增長 0.6% 轉為 9 月下跌 0.3%，增添了對美國消費韌性的憂慮，主要因為私人消費占到美國經濟近七成份額，一旦失去動力意味著美國經濟增長下滑將加速。

製造業、服務業等多個經濟領域延續下行趨勢。相比於零售消費，其他經濟領域受到貿易不確定性以及全球經濟放緩的影響更為明顯。9 月製造業 PMI 跌至 47.8，美國製造業已正式陷入衰退。雖然製造業僅占美國經濟的 11% 和總就業的 8%。但其政治意義顯著，特朗普總統一直聲稱要提振製造業並創造數百萬個新就業崗位，而製造業就業占比最高的幾個州恰是特朗普必須爭取的重要搖擺州，製造業的萎縮對於特朗普競選連任是重大不利因素。服務業 PMI 指數在 9 月跌至 50.9，創下三年來新低。第三季美國商業樂觀情緒亦跌至三年最低，美國經濟褐皮書顯示許多企業下調了未來 6-12 個月的增長預期。

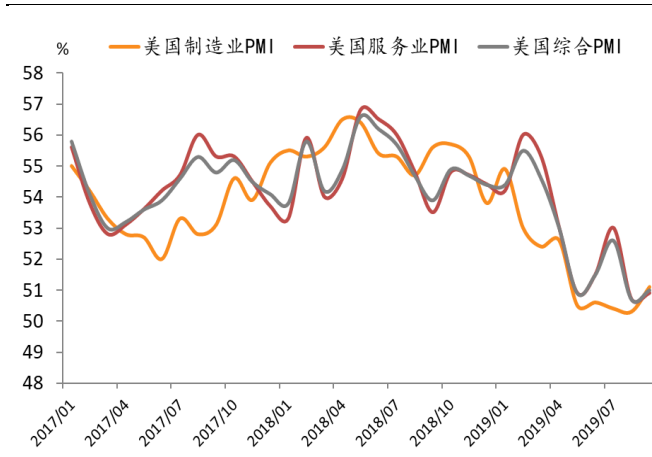
貿易方面，貿易摩擦對美國進出口貿易構成明顯壓力，從進口來源國來看，美國從中國的進口減少，而從其他亞洲貿易夥伴（韓國，越南，馬來西亞等）的進口增加，中國已從美國的最大貿易夥伴跌至第三位，被墨西哥和加拿大超越。

圖 4：9 月美國零售銷量環比下跌 0.3%，為 7 個月來首次環比下跌



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

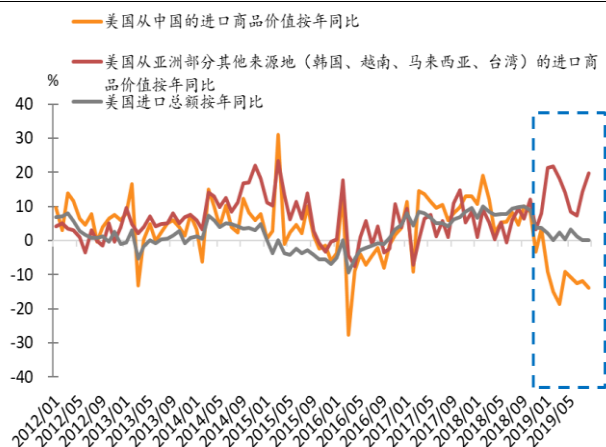
圖 5：美國製造業和服務業動力雙雙減弱



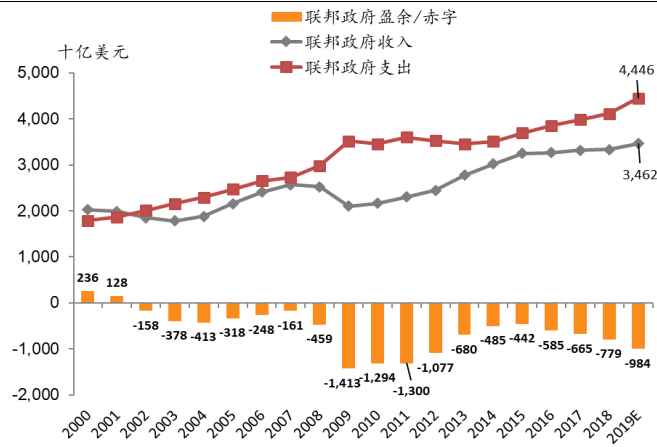
資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

聯邦預算赤字激增，財政政策空間受限。根據美國國會預算辦公室的最新估計，2019 財年美國聯邦預算赤字從上一年的 7,790 億美元大幅增加至 9,840 億美元，達到 2012 財年以來的最高水平。龐大的政府債務使得美國採取更多財政刺激措施來應對經濟下滑的政策空間所剩無幾。

前瞻地看，美國經濟究竟將會逐漸“軟著陸”還是急劇轉差，在很大程度上取決於貿易拖累下的美國製造業衰退是否會蔓延至整個經濟，以及私人消費的相對強勢能否延續。我們預計美國經濟無法對貿易不確定性和全球放緩免疫，下滑將在未來幾個月持續，至明年底出現短暫衰退的可能性仍存在，但經濟系統性風險可控，爆發大規模經濟危機的幾率仍然較低。我們預計美國經濟在 19 年第三季度增長 1.7%，2019 年全年增長 2.2%。

圖 6：美國從中國的進口減少，從其他亞洲貿易夥伴的進口增加


資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 7：美國聯邦政府財政赤字進一步增加


資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

(三) 貨幣政策：寬鬆持續，美歐央行內部分歧加劇

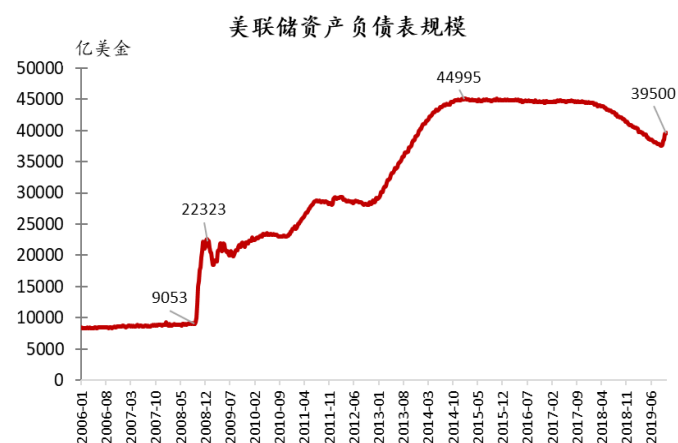
美聯儲繼續降息概率升高。美國聯儲局於 9 月降息 0.25 厘之後，內部對貨幣政策前景仍有較大分歧，10 名投票委員當中除了有 2 位繼續明確反對降息（波士頓的羅森格倫和堪薩斯城的喬治）之外，整體上對未來進一步降息持開放態度，而評估的關鍵就是美國經濟的推動力家庭支出的表現。美國 9 月零售銷售出現七個月來首次環比下滑，使得本月再降息一次的概率大大提升。若半年內連續降息三次，其後美聯儲很可能維持利率水平不變至 2020 年下半年，等待更多信息再採取下一步行動。影響決策的變量主要在於中美貿易關係走勢、經濟和市場表現以及美聯儲受到的政治壓力。

美聯儲重啟擴表意在應對貨幣市場波動。美聯儲近日宣佈，從 10 月 15 日開始至明年二季度將每月購買 600 億美元短期美國國債，但強調擴表不等於重啟量化寬鬆。我們重申此前觀點，認為美聯儲重啟擴表是為了應對貨幣市場短期資金面趨緊、短期借貸利率出現異常飆升的狀況，“校準”商業銀行的儲備金規模，修復商業銀行體系的流動性，而非刺激經濟。

歐元區負利率環境下重啟 QE 爭議大。9 月 12 日歐洲央行召開祭出新一輪超寬鬆貨幣政策，將存款利率下調 10 個基點，並決定重啟 QE。近期公佈的會議紀要顯示，重啟 QE 的決定遭到多為決策者反對，反對者認為只有到最後關頭才能訴諸該手段，或認為它不再是有效工具。10 月 24 日將是現任行長德拉吉的最後一次貨幣政策會議，而歐央行內部的嚴重分歧以及負利率的影響將是新任行長拉加德在 11 月 1 日上任後亟需解決的問題。

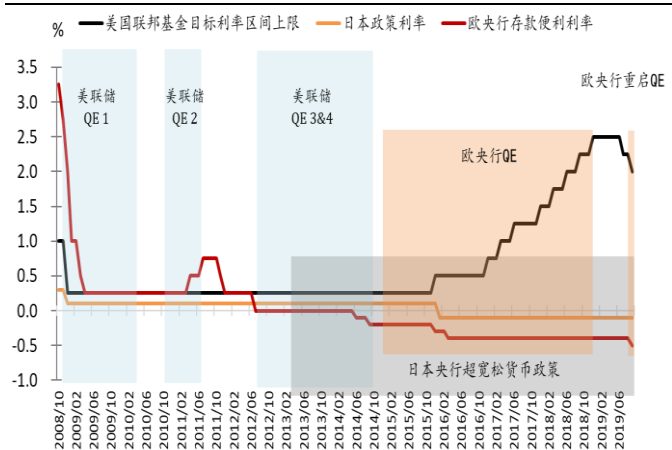
在全球經濟放緩和貿易形勢不明朗的共同壓力下，更多央行採取寬鬆刺激政策來對沖下行風險。澳洲聯儲於 10 月 1 日宣佈降息 25 個基點至 0.75% 的歷史最低水平，為年內第三次降息，並暗示可能實施進一步寬鬆政策。印度央行於 10 月 4 日宣佈了今年第 5 次降息，合共下調 135 個基點。10 月 14 日，增長乏力的新加坡也加入了全球寬鬆的浪潮。10 月 16 日韓國央行將 7 天期回購利率下調 25 個基點至紀錄低位 1.25%，為今年 7 月之後年內第二次降息。

圖 8：美聯儲時隔七年再啟擴表



資料來源：美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 9：歐美日央行政策利率變化



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

（四）風險因素：進展與不確定性並存

近期中美貿易談判取得可貴進展，達成階段性貿易協議，就知識產權保護、金融服務、農產品採購等方面的內容達成了共識，意味著貿易摩擦這一重大風險因素出現了階段性緩和。同時也須意識到，中美貿易摩擦的不確定性依然很高，分歧領域較多，已加關稅仍未撤回，“邊打邊談”的過程中貿易政策的不確定性仍將持續拖累包括中美兩國在內的全球經濟增長。

英國脫歐進入衝刺階段，方案表決一波三折。10 月 17 日，歐盟委員會與英國政府就脫歐達成新協議。除英國外的歐盟 27 個成員國領導人一致通過決議，支持該協議。但協議在英國議會下院受挫，迫使英國首相約翰遜致信歐盟申請延遲“脫歐”。英國政府 19 日向歐盟申請將脫歐的最後期限延長至 2020 年 1 月 31 日。同時，約翰遜將儘快再次提交脫歐協議草案至議會下院，如能夠在下院通過，則英國還有可能按原計劃退出歐盟，意味著將解除一項重大風險；若歐盟再度押後脫歐限期，則脫歐變數將持續。

二、實體經濟：秋風乍起

2019 年第三季度，中國 GDP（不變價）為 22.58 萬億元，同比增長 6.0%；前三季度 GDP 為 63.8 萬億元，累計同比增長 6.2%。

2019 年 9 月，規模以上工業增加值同比增長 5.8%（前值 4.4%）；社會消費品零售總額同比增長 7.8%（前值 7.5%）；固定資產投資累計同比增長 5.4%（前值 5.5%），其中基建投資 3.4%（前值 3.2%），房地產投資 10.5%（前值 10.5%），製造業投資 2.5%（前值 2.6%）。城鎮調查失業率 5.2%，持平上月。

（一）PMI：供需反彈，動能仍弱

9 月中國製造業採購經理指數（PMI）為 49.8，比上月回升 0.3；非製造業商務活動指數為 53.7，比上月小幅回落 0.1。

圖 10：9 月採購經理人（PMI）指數

		PMI	生产	需求		库存		价格		从业人员	生产经营/业务活动预期
				新订单	新出口订单	原材料	产成品	投入	出厂/销售		
制造业	2019-06	49.4	51.3	49.6	46.3	48.2	48.1	49.0	45.4	46.9	53.4
	2019-07	49.7	52.1	49.8	46.9	48.0	47.0	50.7	46.9	47.1	53.6
	2019-08	49.5	51.9	49.7	47.2	47.5	47.8	48.6	46.7	46.9	53.3
	2019-09	49.8	52.3	50.5	48.2	47.6	47.1	52.2	49.9	47.0	54.4
	较前值	0.3	0.4	0.8	1.0	0.1	-0.7	3.6	3.2	0.1	1.1
非制造业	2019-06	54.2	-	51.5	48.5	-	46.0	51.5	49.7	48.2	60.6
	2019-07	53.7	-	50.4	48.4	-	45.5	52.9	50.6	48.7	59.8
	2019-08	53.8	-	50.1	50.3	-	47.0	50.8	49.1	48.9	60.4
	2019-09	53.7	-	50.5	47.3	-	46.4	52.8	50.0	48.2	59.7
	较前值	-0.1	-	0.4	-3.0	-	-0.6	2.0	0.9	-0.7	-0.7

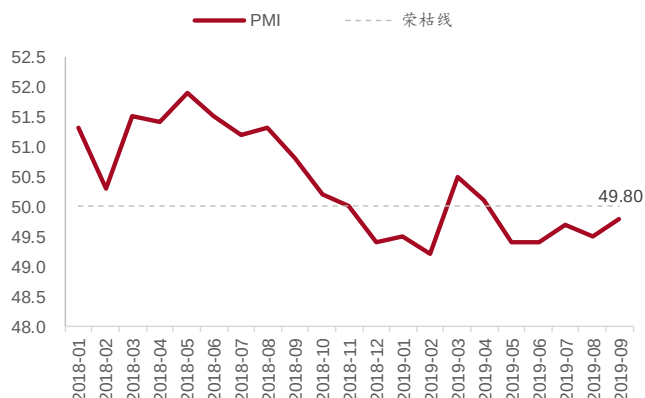
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

● 製造業：供需雙雙反彈、就業繼續承壓

9 月份製造業 PMI 指數季節性反彈，但仍連續第五個月位於榮枯線以下。除產成品庫存外，其餘分項指標均較前值有所提升。

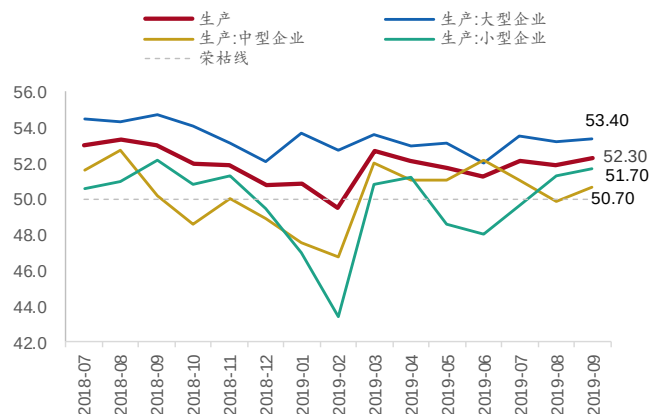
- （1）**生產延續擴張，中型企業邊際改善。**受季節性及天氣因素影響（今年 8 月颱風、暴雨等不利天氣較多），生產指數較前值提升 0.4 至 52.3。其中，大型企業生產指數為 53.4，與前期基本持平；中型企業生產指數反彈 0.8 至 50.7，重回榮枯線以上；小型企業生產則延續上月擴張趨勢，提高 0.4 至 51.7。中小企業生產改善或受 9 月中美貿易摩擦緩和及企業預期改善推動。

圖 11: 9 月製造業 PMI 指數季節性反彈



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

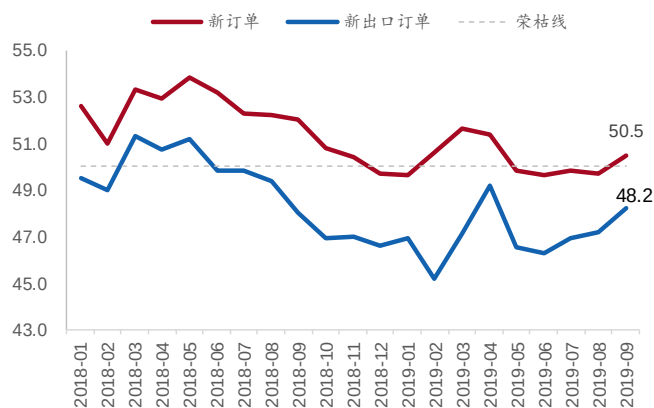
圖 12: 生產延續擴張, 中型企業邊際改善



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

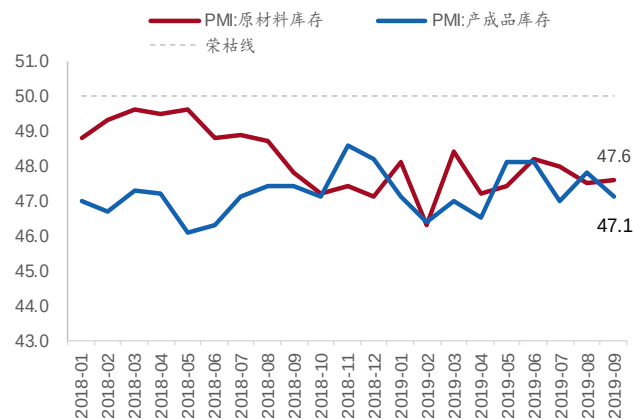
- (2) **需求顯著反彈, 國內需求重回擴張區間。**新訂單指數為 50.5, 較前值回升 0.8, 自 5 月以來首次反彈至榮枯線以上。其中, 大型企業是內需反彈的主要動力, 9 月大型企業新訂單指數反彈 2.5 至 52.5, 繼續保持在擴張區間; 中小企業新訂單則分別下滑 0.7 和 0.2, 至 48.5 和 47.9。新出口訂單延續收縮, 但環比回升 1.0 至 48.2, 達 5 個月以來的高點, 指向外部環境改善下需求修復。
- (3) **去庫存趨勢延續。**9 月庫存分項指標繼續保持收縮, 去庫存趨勢延續。其中, 原材料庫存指數為 47.6, 比前值小幅回升 0.1; 而產成品庫存指數下降 0.7 至 47.1, 反映出企業補庫存意願依然低迷。
- (4) **工業生產價格明顯回升。**受沙特無人機襲擊事件、環保限產等供給側因素推動, 9 月製造業投入和出廠價格指數明顯反彈。原材料購進價格指數提升 3.6 至 52.2, 進入景氣區間; 出廠價格指數也回升 3.2 至 49.9, 仍略低於榮枯線。
- (5) **就業持續低迷。**9 月製造業從業人員指數小幅回升 0.1 達 47.0, 但仍位於近十年來的低位。逆週期政策仍有加碼必要。

圖 13: 國內需求重回擴張區間



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 14: 去庫存趨勢延續



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

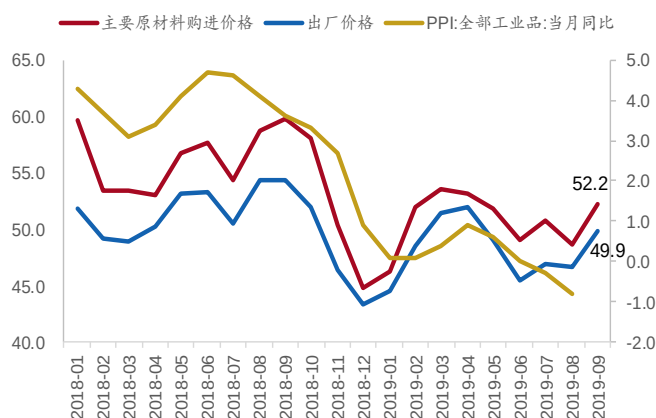
● 非製造業: 建築業 PMI 超季節性回落

9 月份中國非製造業商務活動指數為 53.7，較上月回落 0.1，繼續位於擴張區間。其中：

(1) **建築業 PMI 雖仍保持較高景氣度，卻是本月非製造業 PMI 回落的主因，下滑幅度值得警惕：**建築業商務活動指數為 57.6，較前值回落 3.6。考慮到 9 月是傳統的施工旺季，建築業 PMI 超季節性回落指向地產融資收緊已開始產生顯著的不利影響，或將拖累地產投資。

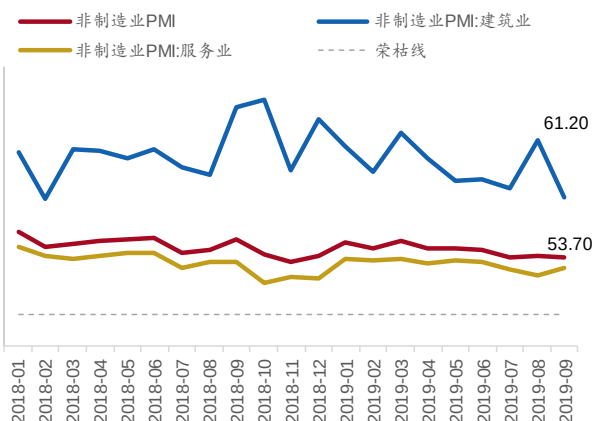
(2) **服務業景氣企穩回升：**服務業商務活動指數近四個月來首現回升，9 月環比提升 0.5 至 53.0，其中生產性服務業和物流業商務活動指數大幅提升 2.6 和 1.8。

圖 15: 工業生產價格明顯回升



資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 16: 建築業 PMI 超季節性回落



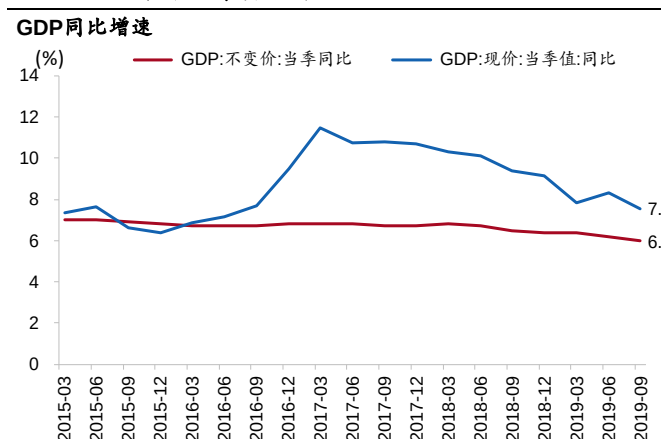
資料來源: Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

整體來看，儘管 9 月製造業生產需求均有所反彈，但整體表現並未超越“金九銀十”的季節性，指向增長動能仍然疲弱。低迷的就業和建築業 PMI 大幅下滑值得警惕。政策必要繼續保持“穩增長”的基調，緩解經濟下行壓力。

(二) 工業生產：季末反彈

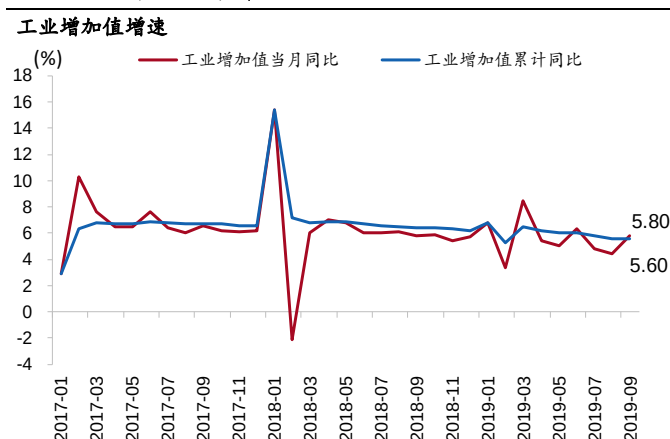
9 月工業增加值同比增長 5.8%，增速較前值提升 1.4 個百分點，延續了今年季末生產加速的特徵：今年 3 月、6 月的工業增加值同比增速環比分別提升 5.1、1.3 個百分點。另一方面，基數走低也對生產增速反彈構成一定支撐。去年 9 月工業增加值同比增速較去年 8 月下滑 0.3 個百分點。此外，9 月採礦業工業增加值反彈 4.4 個百分點至 8.1%，製造業工業增加值反彈 1.3 個百分點至 5.6%，或部分受到基建投資預期拉動。

圖 17：經濟增速持續下行



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 18：工業生產季節性回暖



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

但工業生產 9 月反彈難改三季度生產整體低迷的態勢。今年以來，工業增加值增速整體上逐季下臺階，二、三季度工業生產的平均增速相較前一季度分別下滑 0.7、0.6 個百分點。企業生產積極性不高，既受到內需低迷影響，也受到外需疲弱、貿易摩擦拖累。此外，企業主動去庫存週期疊加工業品價格通縮期，也對企業生產的積極性造成打壓。

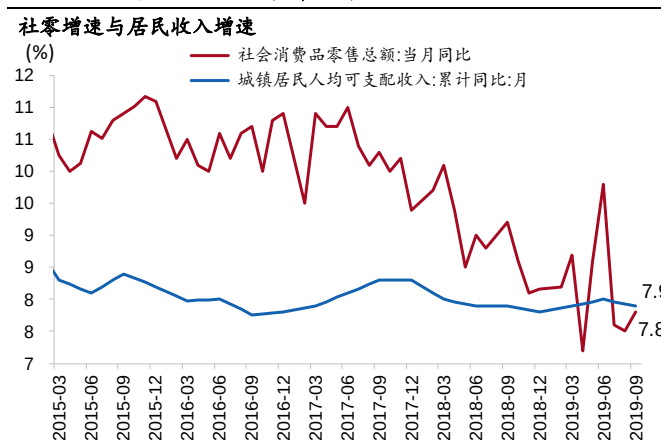
展望四季度，工業增加值有望邊際企穩。一是中美貿易摩擦階段性緩和有望邊際提振企業生產的積極性；二是 PPI 有望反彈走出通縮；三是從週期的角度看，企業主動去庫存週期或將結束，對生產形成一定支撐。

(三) 消費：汽車消費提振

9月社會消費品零售總額同比增長7.8%，較前值提升0.3個百分點，主要受汽車消費回暖影響。汽車類零售額當月同比大幅反彈5.9pct至-2.2%，可以解釋社零增速反彈的137%，除汽車以外的消費品零售額當月同比增速回落0.3pct至9.0%。汽車銷售跌幅收窄主要受到基數走低、9月商品房銷售回暖、排放標準切換的透支效應逐漸減弱等影響。受油價上漲影響，石油類消費增速也反彈0.8pct至-0.4%。

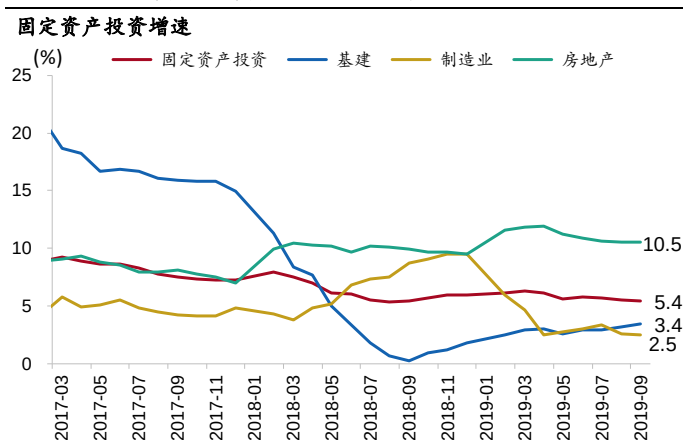
展望四季度，社零增速或進一步反彈。從數據上看，汽車消費與房地產銷售高度相關，隨著地產竣工增速修復，低庫存下房地產銷售短期內仍有望保持景氣，加之去年四季度基數較低，作為地產後週期的汽車消費有望因此獲得一定支撐。

圖 19：9月社零增速有所反彈



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 20：固定資產投資增速小幅下滑



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

(四) 投資：製造業拖累增速下滑

1-9月，固定資產投資同比增長5.5%，增速較前值下滑0.1個百分點，主要受製造業投資拖累。

(1) 房地產投資下滑：銷售景氣支撐

房地產投資同比增長10.5%，增速較前值持平。在嚴調控持續、融資收緊的背景下，房地產投資增速超出市場預期，主要受銷售景氣的影響。由於商品房庫存處於低位，商品房銷售頗具韌性，特別是6月以來，商品房銷售面積與銷售額同比增速均穩健回升，9月累計同比分別提升0.5pct、0.4pct至-0.1%、7.1%。

“金九銀十”下的銷售景氣改善了房企的資金來源。9月房地產開發資金來源累計同比反彈0.4pct至7.1%，其中定金及預收款累計同比反彈0.7pct至9.0%，個人按揭貸款累計同比反彈1.8pct至13.6%，國內貸款累計同比則下滑0.7pct至9.1%，表明房地產融資政策仍在收緊。

商品房銷售持續回暖之下，房企拿地意願也連續第二個月修復。土地購置面積累計同比-20.2%，跌幅較前值收窄 5.4pct，土地成交價款累計同比-18.2%，跌幅較前值收窄 1.8pct。

9月新開工面積和施工面積同比增速均小幅回落，竣工面積增速連續第三個月修復，指向伴隨著前期開工項目逐漸進入交房期，總體上房企項目佈局有所收縮。9月新開工面積累計同比增長 8.6%，增速較前值下滑 0.3pct，施工面積累計同比增長 8.7%，增速較前值小幅回落 0.1pct，竣工面積累計同比-8.6%，跌幅較前值收窄 1.4pct。

前瞻地看，“房住不炒”的調控政策將通過作用於房企的預期、融資以及銷售制約房地產投資。根據當前開工施工走低、竣工修復的房企行為外推，房地產投資短期仍將有一定韌性，但中期大概率將面臨回落。

(2) 基建投資反彈：專項債拉動

基建投資（不含電力）同比增長 4.5%，增速較前值提升 0.3 個百分點；全口徑基建投資同比增長 3.4%，較前值提升 0.2 個百分點。基建投資增速回升符合預期，主要受到前期專項債發行放量和專項債新規的拉動。

前瞻地看，四季度基建投資增速仍有上行動力，將成為“穩增長”政策的主要抓手。8月31日至9月初，國務院和金穩委連續召開重要會議部署“穩增長”工作，包括要求今年專項債“確保9月底前發完”、“10月底前全部撥付到項目”，提前下達2020年的專項債的部分新增額度，並擴大了專項債作為資本金的使用範圍，增強了專項債撬動基建投資的杠杆效應。考慮到融資對投資的領先性，以及去年四季度基建投資的低基數（同比增速僅為 3.7-3.8%），今年四季度的基建投資增速大概率將進一步上行。

(3) 製造業投資：需求疲弱，預期悲觀

製造業投資同比增長 2.5%，增速較前值下滑 0.1 個百分點，較去年末回落 7pct。今年以來製造業投資增長持續低迷，主要受到如下幾方面影響：（1）內外需持續低迷拖累銷售；（2）貿易摩擦下企業對未來預期悲觀；（3）PPI 陷入通縮、工業企業利潤持續負增長。分項來看，9月通用專用設備等行業投資增速有所反彈，或受基建投資拉動；而紡織、化學、醫藥等行業增速出現下滑，或受貿易摩擦影響。

前瞻地看，四季度製造業投資仍將承壓。儘管中美貿易摩擦邊際緩和有助於悲觀預期的修復，但已征關稅並未取消/下降，且美方並未排除12月15日進一步加征關稅的可能性，這仍將抑制製造業企業的資本開支意願。此外，去年四季度製造業投資基數較高（9.1-9.5%），不利於製造業投資增速的提升。但另一方面，8-9 信貸和社融的放量，以及 PPI 四季度的觸底反彈，將有助於修復製造業企業的盈利和投資。

(五) 貿易：進口增速或面臨反彈

以美元計，2019年9月我國出口金額2,181億美元，同比-3.2%（市場預期-2.6%），較前值下滑2.2個百分點；進口金額1,785億美元，同比-8.5%（市場預期-4.7%），較前值下滑2.9個百分點。

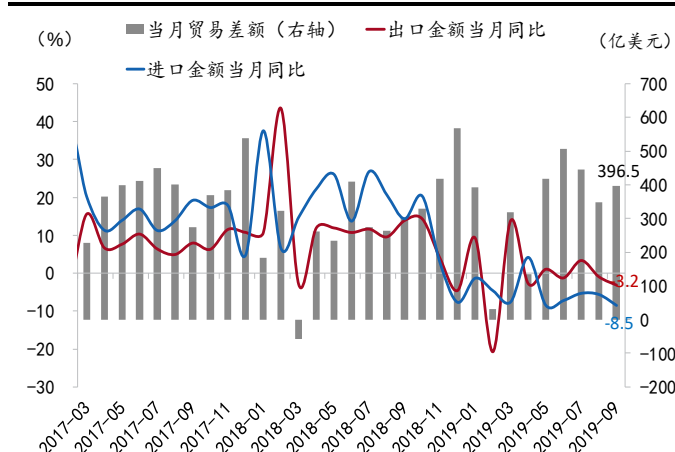
(1) 出口增速下滑：外需疲弱疊加貿易摩擦

外部需求疲弱依舊是進口走弱的最主要因素。9月全球製造業PMI為49.7，已連續6個月位於榮枯線以下。主要經濟體製造業PMI均位於收縮區間：其中美國ISM製造業PMI錄得47.8，創2009年7月以來最低值。歐元區製造業PMI為45.7，連續8個月位於榮枯線以下，創2012年11月以來最低值。日本和韓國製造業PMI指數也都位於榮枯線以下。今年以來全球經濟增長壓力加大，短期外需仍是制約出口增長的最大因素。此外，中美貿易摩擦也對出口造成拖累。1-9月，中國對美國出口金額同比減少368億美元，同比下降10.6%。同期，中國對非美地區出口金額增加351億美元，同比增加2.4%。

從產品結構上看，集成電路、電動機及發電機、燈具、塑料製品、玩具、服裝、家具等產品出口金額下滑較為顯著，以上產品可以解釋出口增速下滑的75%。

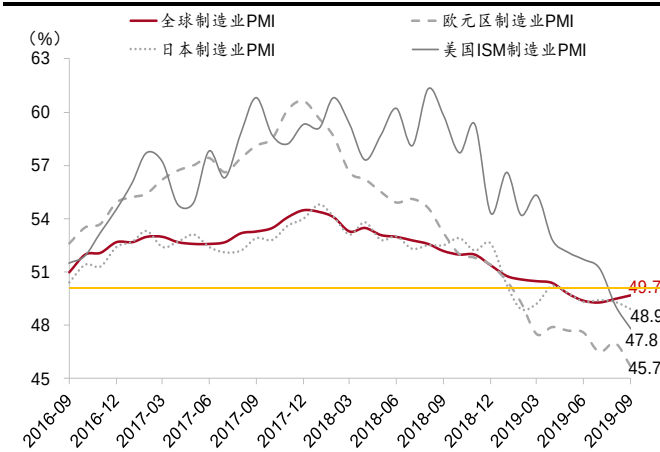
分國家和地區看，我國對大多數國家和地區出口金額同比增速均有所下滑，其中出口金額增速下滑的61.6%來自於對美國出口的下滑。

圖 21: 衰退式順差格局已持續 9 個月



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 22: 全球製造業 PMI 仍處於榮枯線下



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

(2) 進口增速下滑：內需疲弱疊加本幣貶值

9月進口金額同比增速較前值小幅下滑，主要受以下兩方面影響：一是內需持續疲弱。從7、8月經濟數據來看，三季度經濟增速下行壓力有所加大，內需企穩尚需時日，這對進口造成一定影響。9月我國官方製造業PMI為49.8，連續5個月位於榮枯線以下。其中PMI進口指數47.1，自2018年下半年以來持續處於收縮區間。二是本幣匯率有所貶值，對進口形成一定拖累。9月人民幣匯率指數CFETS環比-1.1%，人民幣貶值推升進口商品價格，對進口造成一定拖累。

分產品結構看，原油、堅果、鐵礦、銅礦、紙漿、機床等產品進口金額同比增速下滑顯著。以上產品可以解釋進口增速下滑的47%。

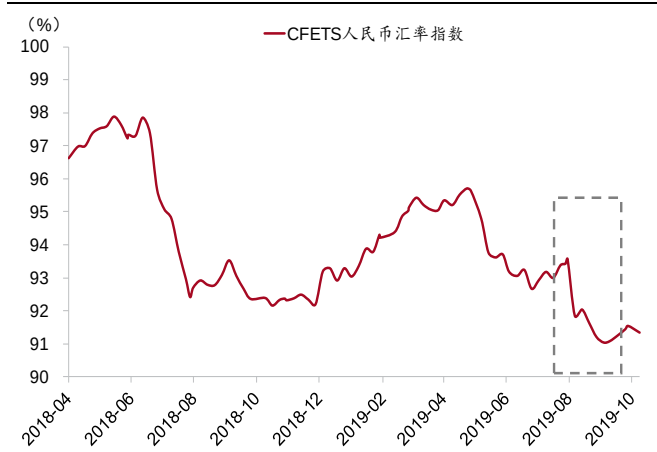
分國家和地區看，8月我國對歐盟、東盟進口金額增速有所下滑，對美國、日本、金磚國家進口增速有所回升。

由於進口同比跌幅大於出口同比跌幅，衰退式順差的格局已持續9個月。以美元計，9月貿易順差396.5億美元，同比增加93.9億美元。海關總署表示，經季節調整後，9月出口金額同比增長1.2%，進口金額同比下降7.9%。

(3) 結論：衰退式順差或將逐步收窄

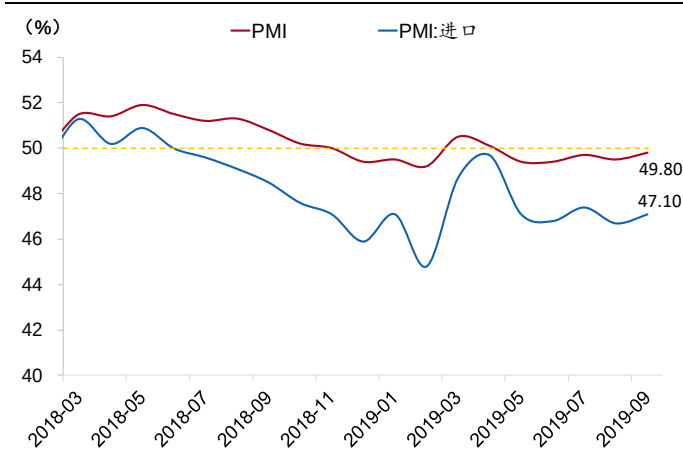
前瞻地看，四季度起衰退式順差或將逐步收窄。一方面，近期中美貿易談判取得積極進展，但美方並未撤銷任何已經加征的關稅。我國出口增長的壓力尚未得到實質性緩解。另一方面，我國或將加大對美國農產品的採購，有望對進口增速形成一定支撐。加之11月起進口增速的高基數將不復存在，貿易順差或將因此逐步收窄。

圖 23：9月人民幣匯率有所貶值



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 24：9月中采製造業PMI仍在榮枯線下

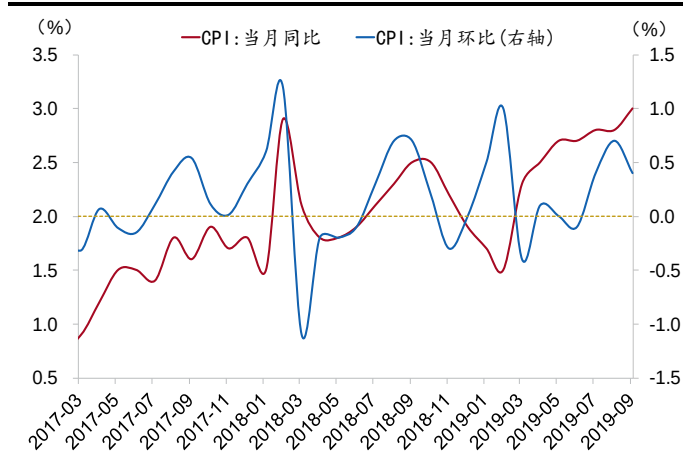


資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

(六) 物價：CPI 將破 3%

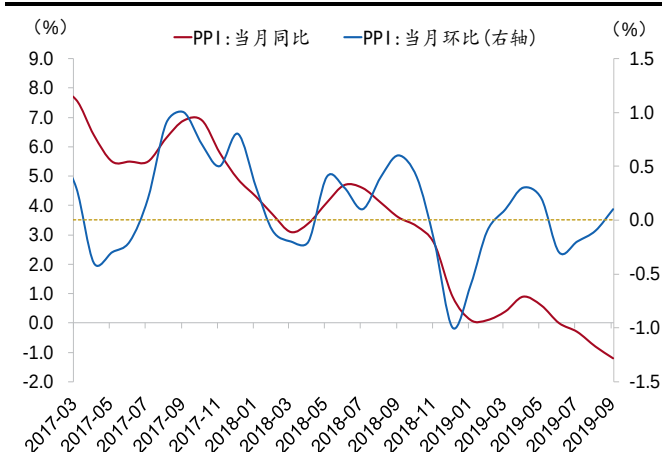
2019 年 9 月 CPI 同比 3.0%（市場預期 2.8%），前值 2.8%。PPI 同比-1.2%（市場預期-1.3%），前值-0.8%。

圖 25: CPI 同比有所上行



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 26: PPI 同比繼續下行



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

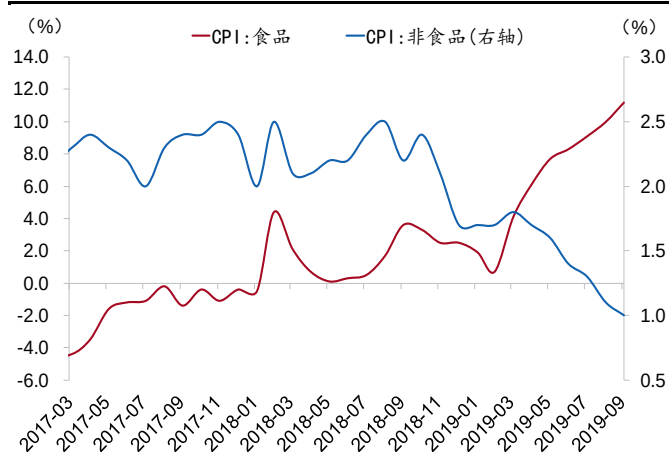
(1) CPI：食品項驅動

9 月 CPI 同比 3.0%，較前值提升 0.2 個百分點，環比 0.9%。

- **食品項漲幅擴大驅動 CPI 同比上行。**9 月食品分項同比漲幅由前值 10.0% 上升至 11.2%，對 CPI 同比增速較上月的上行貢獻了 0.25 個百分點。其中首要驅動因素是豬肉。受豬週期、非洲豬瘟區域性疫情以及基數效應影響，9 月豬肉同比漲幅由上月的 46.7% 上升至 69.3%。第二驅動因素是牛肉。9 月牛肉同比漲幅由上月的 12.3% 上升至 18.8%。鮮果 9 月同比漲幅由上月的 24.0% 下降至 7.7%，鮮菜 9 月，同比跌幅由上月的 -0.8% 擴大至 -11.8%，對 CPI 上行起到了反向對沖的作用。
- **非食品項漲幅收窄。**9 月非食品項同比漲幅由前值 1.1% 下降至 1.0%，拖累 CPI 同比增速約 0.08 個百分點。價格上行乏力的一是租賃房房租分項，上月同比為 1.7%，本月同比漲幅收窄至 1.4%；二是居住類水電燃料分項，上月同比為 0.0%，本月同比跌幅擴大至 -0.4%。

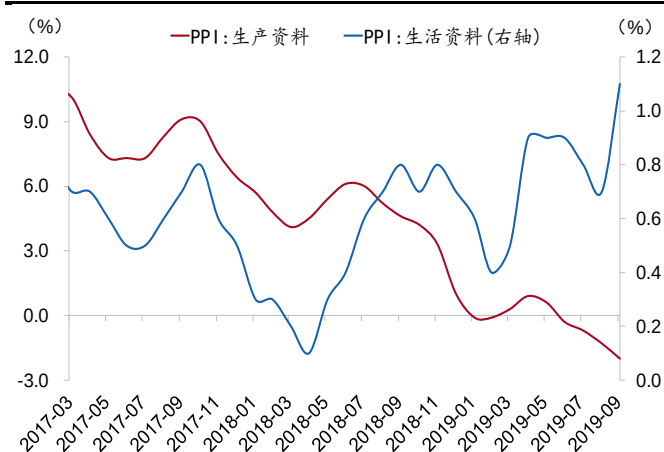
今年以來，CPI 累計同比增速 2.5%，較去年全年增速上行 0.4 個百分點。其中豬肉分項上漲對 CPI 增速的拉動約 0.7 個百分點，豬肉外分項對 CPI 增速的拉動約 -0.3 個百分點。

圖 27: CPI 食品項漲幅擴大，非食品項增速下行



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 28: PPI 生產資料同比增速下行



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

(2) PPI: 石油行業帶動增速下行

9 月 PPI 同比-1.2%，較前值下行 0.4 個百分點，主要受到生產資料拖累：生產資料價格同比-2.0%，較前值下行 0.7 個百分點；生活資料價格同比 1.1%，較前值上行 0.4 個百分點。PPI 環比 0.1%，較前值上行 0.2 個百分點。其中，生產資料環比上行 0.2 個百分點，生活資料環比上行 0.3 個百分點。

整體看，9 月 PPI 同比增速的拖累因素主要來自於石油煤炭及其他燃料加工、黑色金屬冶煉和壓延加工等行業，支撐因素主要來自於農副食品加工、非金屬礦物製品行業。9 月 PPI 同比增速較前值下行主要受石油行業產品價格增速下滑影響，從前幾大影響行業來看，黑色金屬冶煉和壓延加工、石油煤炭及其他燃料加工、化學原料和化學製品、化學纖維、石油和天然氣開採行業分別對 PPI 同比增速變化造成-0.21、-0.20、-0.07、-0.04、-0.04 個百分點的影響。

今年以來，PPI 累計同比 0.0%，其中生產資料累計同比-0.3%，生活資料累計同比 0.8%。分行業來看，同比為正的行業有 19 個，合計影響 PPI 增速 0.7 個百分點。同比下跌或持平的行業有 11 個，合計影響 PPI 增速-0.7 個百分點。

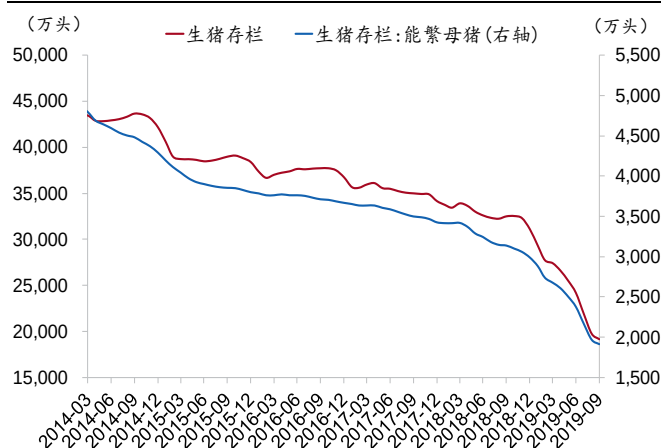
(3) 物價前瞻：CPI 繼續上行，PPI 或將反彈

前瞻地看，後續豬肉價格大概率將進一步上漲，CPI 仍有上行動力。一方面，受豬瘟疫情影響，當前生豬存欄量處於歷史低位，養殖戶補欄情緒低迷，豬肉產能短期難以恢復。另一方面，儘管我國未來將加大從美國進口農產品的力度，但 2018 年我國進口豬肉 156 萬噸，占豬肉消費的比重僅為 2.8%，即便加大豬肉進口量短期內也難以填補豬肉供需缺口。

據我們估算，豬肉價格年內較目前還將上漲 10%，2020 年將進一步上漲約 50%。相應地，CPI 同比增速年內大概率將突破 3.0%，明年上半年或將突破 3.5%，下半年開始逐漸回落。但由於當前核心通脹低迷、GDP 增長壓力較大，作為總量工具的貨幣政策無需因供給側通脹而收緊。

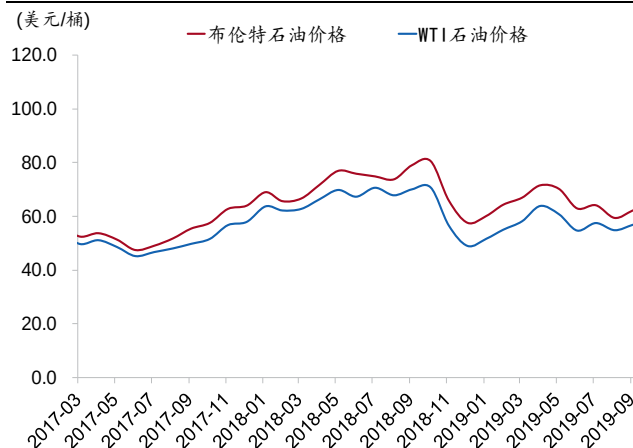
而當前 PPI 增速下滑主要受基數影響，考慮後續到基數效應將會減弱，因此後續 PPI 下滑幅度有限，年底將大概率觸底小幅回升。2020 年 PPI 中樞有望進一步上行，但受制於需求較弱，反彈幅度將有限。

圖 29：生豬存欄數量繼續下滑



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 30：9 月石油價格環比保持穩定



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

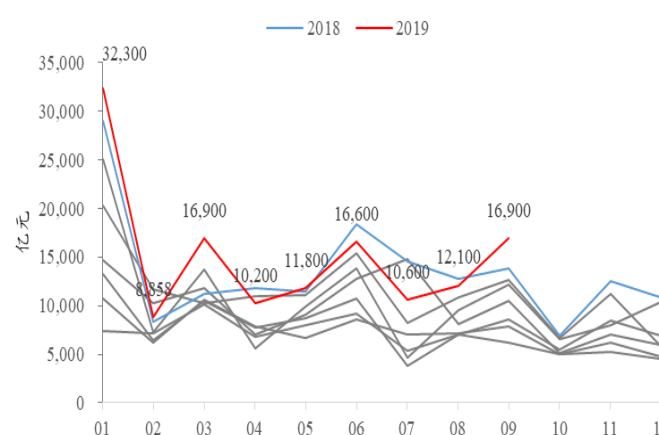
三、貨幣金融：貨幣政策或進入觀察期

9 月我國新增人民幣貸款 1.69 萬億（預期 1.36 萬億）；新增社融 2.27 萬億（預期 1.885 萬億），社融存量同比增速 10.8%，較上月反彈 0.1pct；M2 同比增長 8.4%，較上月上行 0.2 pct。

（一）信貸：總量大幅改善，信用初步企穩

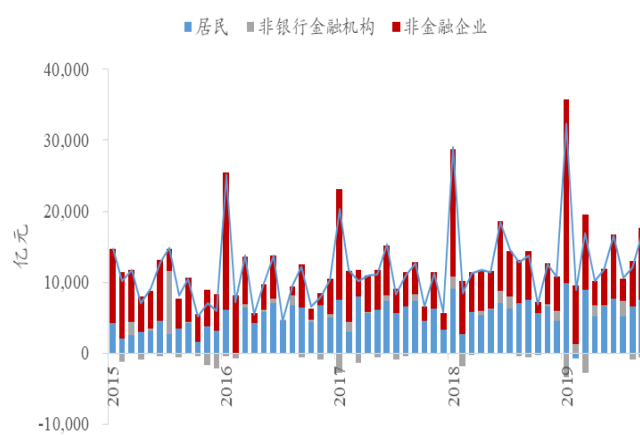
9 月新增人民幣貸款 1.69 萬億，同比多增 3,100 億，環比多增 4,800 億，環比增幅超越季節性，創下同期歷史新高，主要受企業貸款大幅高增推動。9 月的信貸結構延續了 7 月和 8 月的改善趨勢。

圖 31：9 月信貸超季節性反彈



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 32：新增人民幣貸款及構成

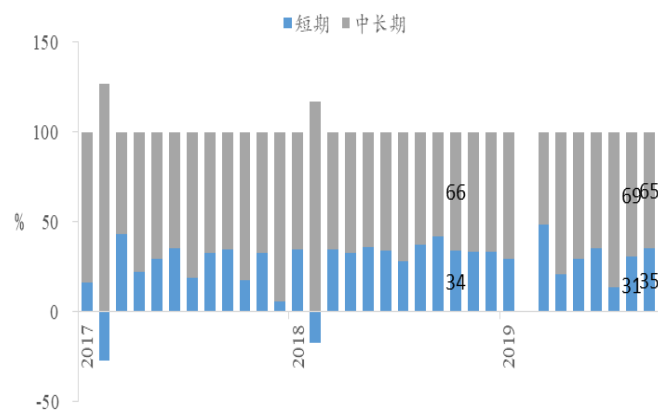


資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

（1）居民部門新增信貸 7,550 億，同比多增 6 億，環比多增 1012 億。其中中長貸 4,943 億（占比 65%），同比多增 634 億；短貸 2,707 億（占比 35%），同比少增 427 億，但環比多增 709 億。其中，居民中長貸具有一定韌性，或與 9 月房企銷售小幅回暖有關，但“房住不炒”導向下未來增長承壓。

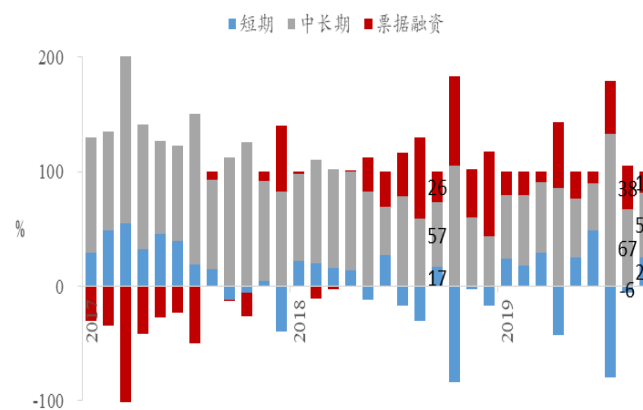
（2）企業新增信貸 10,113 億，同比多增 3,341 億，環比多增 3,600 億，是 9 月信貸超預期的主要推動因素。其中新增短貸 2,550 億（占比 26%），同比多增 1452 億；新增中長貸 5,637 億（57%），同比多增 1,837 億；新增票據 1,790 億（占比 18%），同比多增 47 億。9 月企業貸款、企業中長期貸款再創同期歷史新高，原因包括 9 月製造業景氣度邊際回升及基建投資邊際修復，逆週期調節的成效開始顯現。同時也與 LPR 引導貸款利率下行的預期下，部分銀行加快信貸投放節奏有關。

圖 33: 新增居民貸款構成占比



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 34: 新增非金融企業貸款構成占比

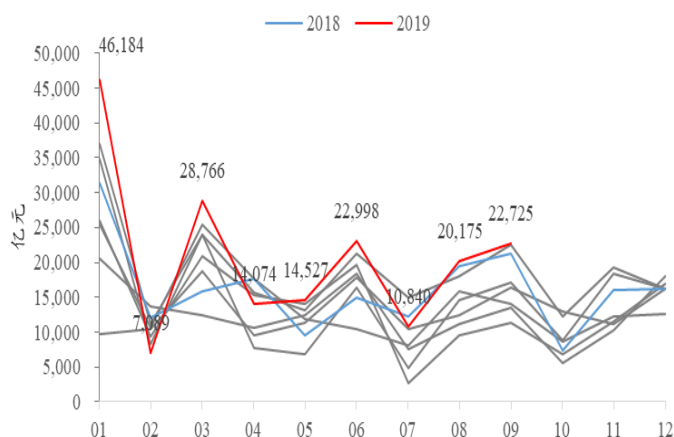


資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

(二) 社融：信貸非標邊際改善，直融繼續收縮

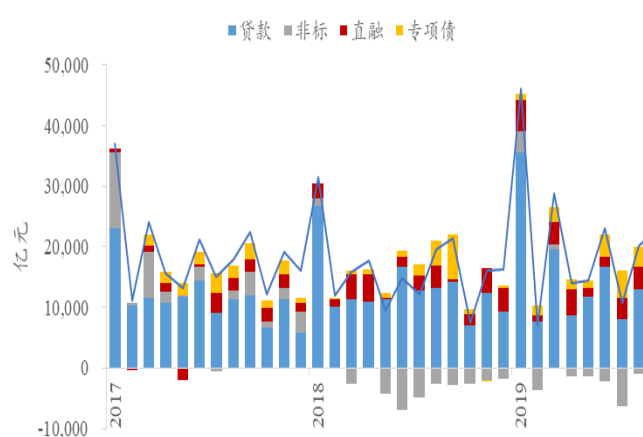
9月新增社融2.27萬億（前值2.02萬億），同比多增1,383億，環比多增2,550億，主要受到信貸超預期以及非標邊際修復的推動。9月社融口徑新增信貸1.77萬億，同比多增3,309億，環比多增4,605億，對社融形成顯著支撐。非標融資-1,125億，同比少減1,764億，環比多減111億。非標邊際修復的主要原因之一是委託貸款同比少減，這一方面表明委貸規範化運作背景下收縮壓力已經緩解，另一方面也是因為大企業融資邊際好轉，大型集團企業在現金管理項下在銀行敘做的委託貸款有所恢復。委託貸款減少21億元，同比少減1,411億元。此外，信託貸款減少672億元，同比少減236億元；未貼現銀行承兌匯票減少431億元，同比少減116億元。

圖 35: 9月新增社融季節性反彈



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 36: 新增社融及構成



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

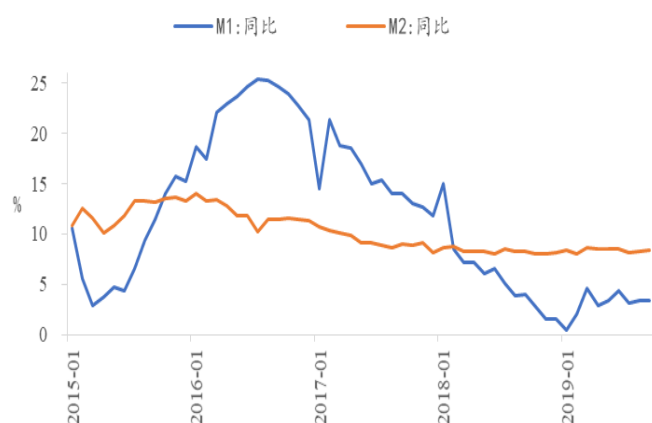
直接融資受專項債拖累明顯，同比共計少增 3,540 億。9 月地方政府專項債淨融資 2,236 億，同比大幅少增 5,152 億，主要受到去年高基數影響；企業債券融資新增 1,610 億，同比多增 1,595 億，但環比少增 1,838 億；股票融資新增 289 億，同比多增 17 億。

值得一提的是，央行本月對社融口徑再次進行了調整，9 月起將“交易所企業資產支持證券”納入“企業債券”指標，此次調整對社融增速改善產生積極影響。初步估算，9 月剔除交易所 ABS 後的原口徑社融存量增速約為 10.6%，低於考慮交易所 ABS 後的新口徑社融存量增速 0.2pct，且相對於上月的 10.7% 回落 0.1pct。此外，通過倒推法可得出今年 1-8 月“交易所企業資產支持證券”累計增加 2,462 億，占同期新口徑直融的比例為 5.6%，占同期新口徑社融的比例為 1.5%。

（三）貨幣：M2-M1 剪刀差走闊

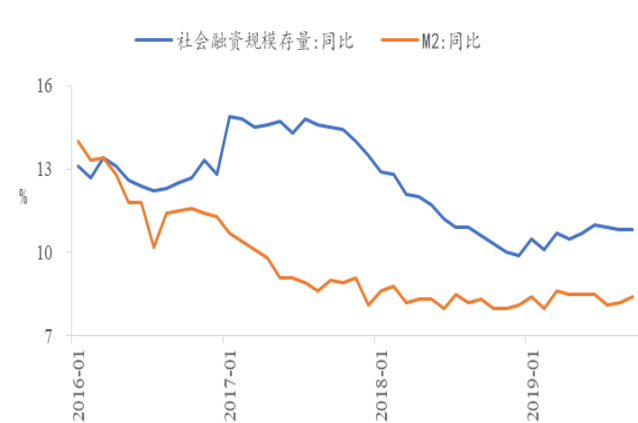
9 月 M2 同比增速 8.4%，環比上行 0.2pct，9 月全面降準落地對 M2 回升形成支撐；M1 同比增速 3.4%，環比持平，M2-M1 剪刀差從上月的 4.8pct 走闊至 5pct。9 月新增存款 7,193 萬億，同比少增 1,709 億，主要受財政存款負增長拖累。9 月財政政策積極發力，財政存款減少 7,026 億，同比多減 3,553 億。非銀存款減少 8,170 億，同比少減 1,328 億。從貨幣創造的角度看，受信貸總量大幅改善影響，居民存款新增 15,418 億，環比多增 12,704 億，同比多增 2,149 億；企業存款新增 4,908 億，環比少增 884 億，同比多增 1,804 億。

圖 37：9 月 M2-M1 剪刀差走闊



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 38：社融存量與 M2 存量同比增速



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

（四）結論：逆週期調節效果漸顯，貨幣政策或進入觀察期

總體來看，9 月信貸、社融超季節性反彈，指向逆週期調節政策成效漸顯。在對 7、8 月金融數據的點評中，我們注意到信貸的結構已經呈現改善趨勢，9 月信貸的總量和結構均繼續向好，與政策發力的方向一致。但近期金融數據的改善很大程度上受到供給因素的推動，在當前嚴峻的內外部形勢下，信貸需求的實質性改善仍需時日。

近期貨幣政策表現出較強定力，9 月 16 日降准落地後，9 月 17 日的 MLF 操作利率依然維持 3.3% 不變，1 年期 LPR 在 9 月 20 日的報價僅實現 5BP 的小幅下調。考慮到過往社融對經濟表現的領先性，隨著信貸和社融的放量，貨幣政策或進入觀察期，短期內進一步放鬆的概率下降。10 月政治局會議對經濟政策的定調將尤為重要。

前瞻地看，考慮到全球經濟增長放緩、中美貿易摩擦仍具有長期性、房地產融資持續收緊及國內經濟下行壓力加大等因素，逆週期調節政策未來仍將繼續發力，包括 LPR 改革、降准等貨幣政策，專項債新規、專項債發行額度提前等財政政策等，未來社融增速有望保持穩定。

四、財政：收支壓力邊際緩解

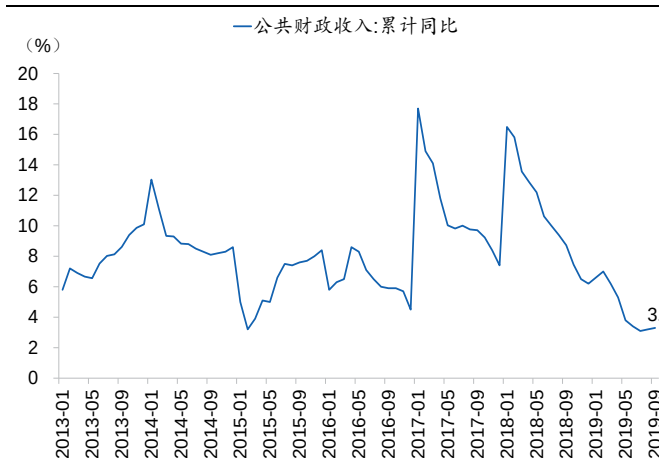
1-9月，一般公共預算收入增速累計同比增長 3.3%（前值 3.2%）；稅收收入同比-0.4%（前值-0.1%）；非稅收入同比增長 29.2%（前值 27.3%）；增值稅同比增長 4.2%（前值 4.7%）；國有土地使用權出讓收入增速增長 5.8%（前值 4.2%）；一般公共預算支出累計同比增長 9.4%（前值 8.8%）。

（一）財政收入：累計增速繼續企穩

受減稅降費和經濟基本面趨弱共同作用影響，一般公共預算收入累計增速總體趨緩，但 1-9月累計增速較 1-8月反彈 0.1 個百分點至 3.3%，邊際上繼續企穩。具體來看：

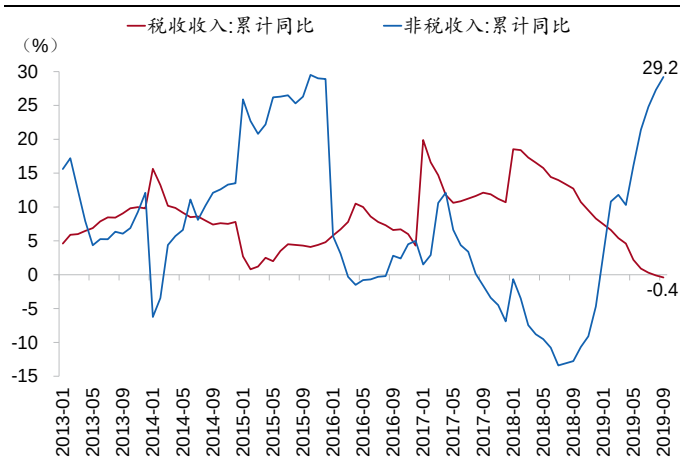
稅收收入增速下滑，非稅收入繼續大幅上漲。1-9月，稅收收入同比下降 0.4%，環比下降 0.3 個百分點，創近十年來新低。非稅收入累計增速則達到了 29.2%，環比上漲 1.9 個百分點，創 2016 年以來新高，與稅收增速形成“蹺蹺板”效應。因此，如果稅收增速進一步放緩，那麼預計未來特定國有金融機構和央企利潤，以及國有資源（資產）有償使用收入的上繳力度也將進一步加大，以與稅收收入增速下滑形成對沖。

圖 39：公共財政收入增速企穩反彈



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 40：非稅收入增速繼續大幅提升

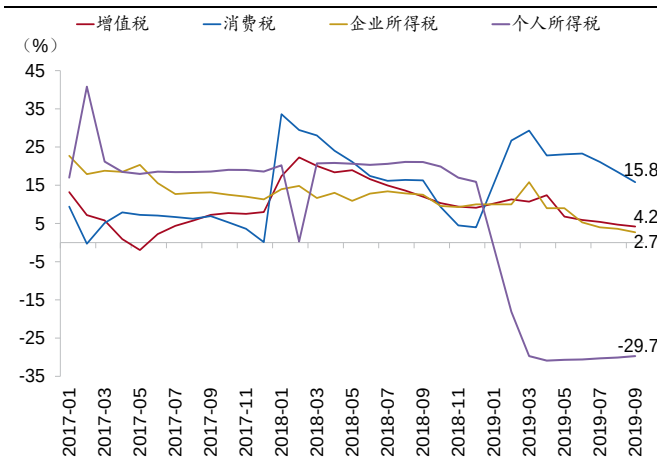


資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

主要稅種中個人所得稅增速仍維持大幅負增長，增值稅增速連續五個月下降。1-9月，受個稅改革及基數效應影響，個人所得稅累計同比增速大幅下降 29.7%，但降幅繼續小幅收窄。增值稅累計同比增速 4.2%，較 1-8月環比下降 0.5 個百分點，這源於增值稅改革影響與經濟基本面下滑的共同作用，預計未來一段時間，增值稅累計同比增速會繼續下降。此外，受經濟下行壓力加大影響，企業所得稅累計同比增長 2.7%，比去年同期增幅回落 9.6 個百分點，已連續五個月下行，創 2010 年以來次低值。消費稅累計增長 15.8%，環比增速雖有所放緩，但仍維持了今年以來的高速增長。

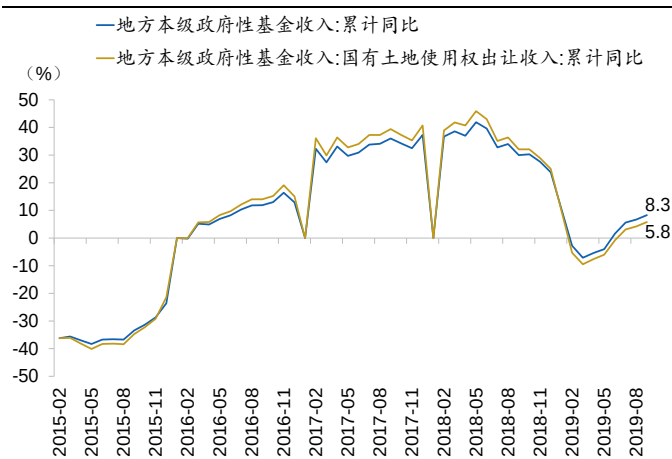
國有土地使用權出讓收入增速繼續回暖。1-9 月，國有土地使用權出讓收入累計增長 5.8%，較 1-8 月上行 1.6 個百分點，但 1-9 月的全國土地購置面積卻累計下降 20.2%，同時房地產投資增速也在回落，加之“房住不炒”的定位與近期對於房企融資政策的收緊，預計土地出讓收入增速難以回升至 2018 年的高點。應當看到，在減稅降費政策背景下，土地出讓收入對地方政府有著格外的重要性，房地產調控持續從嚴將進一步加大地方政府的財政壓力，但近幾個月的土地出讓收入增速回暖對於緩解地方政府財政壓力，進一步實施積極財政具有重要作用。

圖 41：主要稅種累計同比增速繼續下滑



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 42：國有土地出讓收入增速繼續反彈



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

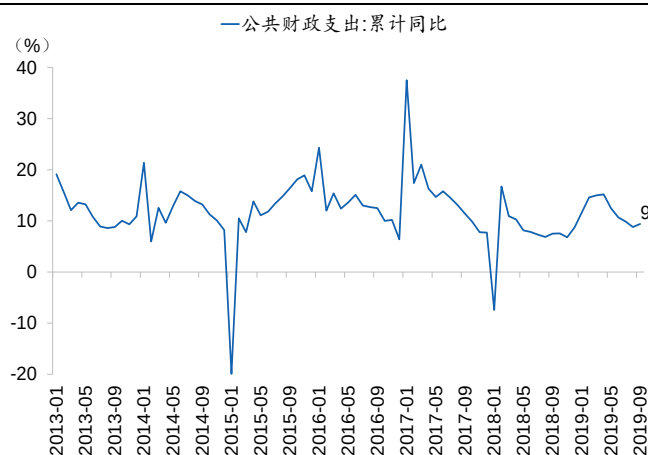
(二) 財政支出：以積極姿態繼續托底經濟

受制於稅收收入大幅下降，一般公共預算支出增速繼續放緩。1-9 月，全國一般公共預算支出同比增速為 9.4%，環比前八個月反彈 0.6 個百分點。

其中，節能環保支出增速領跑各項一般公共預算支出，交通運輸支出受去年同期高基數影響增速明顯下行。在一般公共預算各支出項目中，節能環保、債務付息、城鄉社區事務支出的累計同比增速較高，分別達到 14.5%、13.9% 和 12.6%，均高於一般公共預算支出增速。此外，今年以來一直增速較高的交通運輸支出，受到去年同期基數較高的影響，累計增速大幅下降至 8.5%。

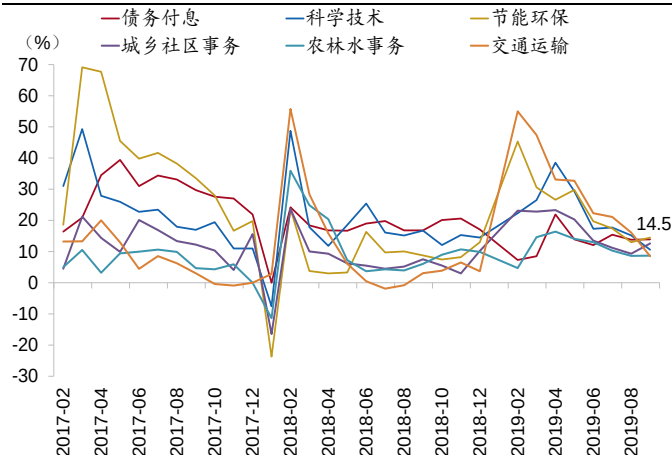
總體而言，在經濟增長下行壓力繼續加大的背景下，一般公共預算支出增速的反彈對於維持積極財政與托底經濟至關重要，預計四季度地方政府會以專項債資金在基建領域繼續發力，以對沖一般公共預算支出中基建類支出增速下降的狀況。

圖 43：公共財政支出增速有所反彈



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 44：節能環保支出領跑各項財政支出增速



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

（三）結論：財政收支邊際壓力緩解

總體來看，前三季度財政收入受減稅降費政策與經濟基本面趨弱影響較大，財政支出增速從二季度開始也出現了較為明顯的下降。但按照中等口徑（一般公共預算+政府性基金預算）計算的財政收入來看，1-9月的累計增速已反彈至4.4%，環比1-8月增加了0.5個百分點，財政收入壓力繼續緩解。

前瞻地看，提前下達2020年專項債額度，可一定程度上緩解財政支出增速下滑的壓力，對基建投資增速形成支撐，進而進一步托底經濟。

五、中美貿易：10月達成臨時性“停火”協議

美東時間10月11日，美國總統特朗普表示，中美雙方的貿易談判達成了“相當實質性的第一階段協議”（a very substantial phase one deal），並即將開始第二階段的談判。10月15日，外交部對中美雙方的階段性協議予以確認。

（一）“實質性”內容：中方購買農產品，美方暫停加征關稅

特朗普表示，此次中美雙方就知識產權保護、金融服務、農產品購買等方面的內容達成了共識，第一階段的協議將在未來三周內寫就。其中較好落實的是中方購買約400-500億美元的農產品，相較當前我國從美國進口農產品的金額幾近翻番：2017年，我國進口美國農產品273億美元。

此次階段性協議達成後，美方將暫停對第一、二輪貿易戰中涉及的2,500億美元的商品進一步加征5%的關稅（稅率從25%上調至30%）。根據目前的日程表，美國還將於12月15日對價值約1,600億美元的未加稅中國商品加征15%的關稅，但此次美方並未就這部分關稅是否仍將加征作出表態。

當前美國對中國加征的關稅均以總統行政命令的方式實施，無需經過國會。白宮可以快速對關稅進行加征/撤銷的操作。因此即便在短期，中美貿易摩擦的走向仍具有不確定性，取決於我國購買美國農產品的執行情況，以及進一步談判的進展。最近的觀察窗口是11月中在智利召開的APEC峰會。

（二）貿易摩擦與經濟表現互為因果

隨著貿易摩擦對中美雙方的負面影響逐步顯現，不論對中國還是美國，貿易談判的走勢與經濟表現聯繫愈發緊密。特朗普已經開始為2020年大選準備，但卻面臨民主黨發起的彈劾調查，而且美國經濟初露頹勢，來自美國農業和製造業對於貿易戰的批評聲浪也日趨高漲（農民和製造業工人是特朗普的主要票倉），在此時宣佈達成部分協議，並為美國農民拿下大額訂單，是符合其利益的明智決定。而對我國而言，目前宏觀經濟下行壓力加大，外部局勢緩和將顯著修復市場主體的信心，無疑能為我國全面建設小康社會提供助力。

（三）中美貿易摩擦仍具長期性

儘管中美“第一階段”協議達成，但全面協議達成需要多少個階段仍是未知數。相較農產品購買，中美雙方需要進一步磋商的議題才是“硬骨頭”。中美雙方在諸多問題上存在巨大分歧。例如，中方要求美國取消所有加征關稅、美方要求中方取消對國企和部分產業補貼以打壓中國產業升級的速度、知識產權保護的落實方式、包括華為等中國企業在內的“實體清單”等。

總體來看，中美貿易摩擦階段性緩和，有助於修復金融市場情緒和風險偏好。但美方僅僅是對加征關稅按下了“暫停鍵”，並未撤銷任何已經加征的關稅，中美雙方在貿易上仍處於“邊打邊談”的局面。中美貿易摩擦仍將具有長期性。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。