

逆周期加码，稳增长升级

— 2019年9月宏观经济月报

- **海外宏观：8月全球经济活动进一步走弱，前景趋暗。**汽车及汽车配件、金属和采矿业、工业产品等仍处于快速下滑通道，银行、保险等金融行业自8月开始承压。由于对未来12个月全球经济的乐观预期持续下降，预计全球制造业和服务业表现将从分化逐渐收敛、共同向下，中短期内难以出现显著反弹。欧央行美联储相继降息，全球央行宽松潮继续。但地缘政治风险仍然盘踞。
- **实体经济：秋风乍起。**8月中国经济数据延续了供需双弱的格局，经济增速下行压力进一步加大。工业增加值连续两个月超季节性回落。投资方面，房地产投资增速小幅回落0.1个百分点，“开工走低、施工走平、竣工走高”仍然是当前房企建安施工的主要特征；基建投资（不含电力）增速反弹0.4个百分点；制造业投资则大幅下滑0.4个百分点。汽车销售低迷继续拖累消费增速下滑0.1个百分点。贸易摩擦下，进口增速回落速度超过出口。前瞻地看，受基数影响，消费或将有所反弹但幅度有限；房地产投资和制造业投资的增长不容乐观；受政策推动，基建投资增速或将持续回升；衰退式的贸易顺差或将持续。
- **物价：CPI与PPI分化加剧。**8月CPI通胀在猪肉价支撑下保持了2.8%的高位，8月PPI同比为-0.8%，在高基数作用下较前值下行0.5个百分点。前瞻地看，9-10月CPI增速或将小幅回落，11-12月CPI增速将会有所上行，年底CPI大概率将位于3%附近；PPI大概率则经过磨底后于年底开始缓慢上行。
- **货币金融：政策依然有效。**8月信贷增速大幅反弹，或是逆周期调节在融资上的反映，这无疑可喜的信号，将有助于改善市场主体的预期与风险偏好，但并不代表信贷需求的实质性改善。8月社融的超季节性反弹源于非标改善，但考虑到非标监管未有放松，其可持续性仍然有待观察。未来的社融增速将很大程度上取决于逆周期调节政策的力度和效果，包括LPR改革、降准等货币政策，专项债新规、专项债发行额度提前等财政政策，以及房地产调控和金融监管政策。“相机抉择”的政策之下，社融增速有望保持稳定。
- **央行降准：解析与前瞻。**央行9月6日宣布降准，是对9月4日国常会精神的迅速贯彻和响应。从过往经验看，国常会提及降准后，央行均会于2周内择机进行降准操作，此次的响应尤为迅速。9月初国务院和金稳委连续召开3次重要会议，认为“当前外部环境更趋复杂严峻”，因此需要相应“加大逆周期调节力度”。前瞻地看，未来我国降准仍有空间，但总体已较为有限，未来央行一方面仍有可能下调MLF的利率，另一方面新LPR框架下1年期利率的金融机构加点可能进一步下行，以疏通货币政策传导机制，推动实体经济融资成本进一步下行。
- **财政：收支压力边际缓解。**以中等口径（一般公共预算+政府性基金预算）计，1-8月的财政收入环比1-7月上升0.2个百分点，财政收支压力边际缓解。进入四季度，在全球货币宽松潮的大背景下，货币政策在我国“稳增长”宏观政策中的相对地位将有上升，这也将一定程度上缓解财政政策的压力。前瞻地看，近期在国务院和金稳委会议“加大逆周期调节力度”的政策定调下，基建投资增速有望持续回升，进一步托底经济。
- **政策跟踪：“稳增长”再升级。**8月31日到9月5日，国务院和金融稳定发展委员会接连召开三次会议，提出“加大逆周期调节力度”，“确保经济运行在合理区间”，并精准部署施策，指明稳增长的六大重点领域。标志着继7月政治局会议后，宏观政策天平进一步向“稳增长”倾斜，预示未来投资将具备显著的行业和区域特征，“稳增长”政策虽然逐步升级，但始终未提及房地产领域，可见政策的决心和定力。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：zhuotan@cmbchina.com

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

中国实际 GDP 同比增速及预测



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

相关报告

1. 于未知水域中航行—2019年8月宏观经济月报（8月26日）
2. 反弹非反转——7月宏观经济月报（7月23日）
3. 静水流深，峰回路转：2019年中期宏观经济与资本市场展望（7月4日）
4. 乍暖还寒——2019年5月中国宏观经济月报

目录

一、海外宏观：经济持续放缓，欧美引领央行宽松潮	3
(一) 全球经济：贸易壁垒激增，增长前景趋暗	3
(二) 美国经济：消费韧性支撑经济，衰退忧虑稍有缓解	4
(三) 货币政策：欧央行美联储相继降息，全球央行宽松潮继续	5
(四) 风险因素：原油供给受扰动，地缘政治风险盘踞	6
二、实体经济：秋风乍起	7
(一) 工业生产：超预期下滑	7
(二) 消费：汽车销售继续回落	8
(三) 投资：房地产下滑、基建反弹、制造业回落	9
(四) 贸易：贸易摩擦持续拖累出口	11
(五) 物价：CPI与PPI分化加剧	13
三、货币金融：逆周期的回响	16
(一) 信贷：政策推动下结构持续改善	16
(二) 社融：信贷非标改善，直融有所收缩	17
(三) 货币：M1、M2增速均反弹	18
(四) 结论：政策依然有效	18
(五) 央行降准：原因、效果及前瞻	19
四、财政：收支压力边际缓解	21
(一) 财政收入：累计增速有所企稳	21
(二) 财政支出：积极态势有所减弱	22
(三) 2020年新增地方债限额提前下达有利明年基建投资	23
五、政策跟踪：“稳增长”再升级	25
(一) 政策基调：加大逆周期调节力度，“六稳”升级	25
(二) 政策思路：定向稳增长	26

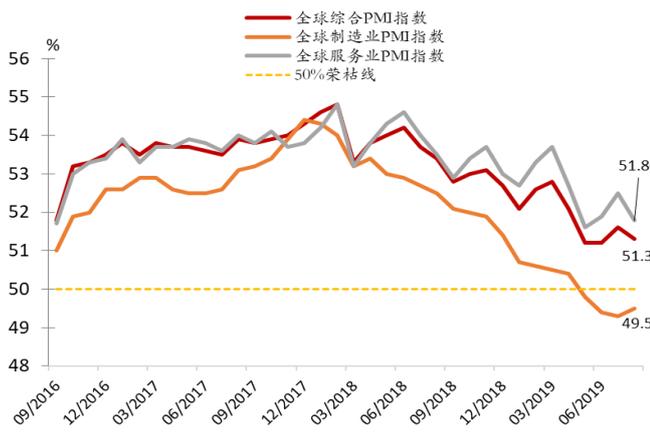
一、海外宏观：经济持续放缓，欧美引领央行宽松潮

(一) 全球经济：贸易壁垒激增，增长前景趋暗

8月全球经济活动进一步走弱，前景趋暗。全球综合 PMI 指数由 7 月的 51.6 降至 8 月的 51.3，已接近 2016 年初的低位，主要因为此前增长较稳健的服务业在本月亦显著转差：全球服务业 PMI 由 7 月的 52.5 降至 8 月的 51.8，美国、英国、印度和巴西等国服务业均呈现放缓态势，澳大利亚进入服务业萎缩阶段，拖累全球服务业整体表现，相较而言欧元区、中国和日本的服务业仍在温和增长。全球制造业已连续四个月陷入萎缩，8 月制造业 PMI 为 49.5，其中新订单的缩减幅度达到七年之最，在此背景下，欧元区和中国的制造业就业下滑压力较大。由于对未来 12 个月全球经济的乐观预期持续下降，预计全球制造业和服务业表现将从分化逐渐收敛、共同向下，中短期内难以出现显著反弹。

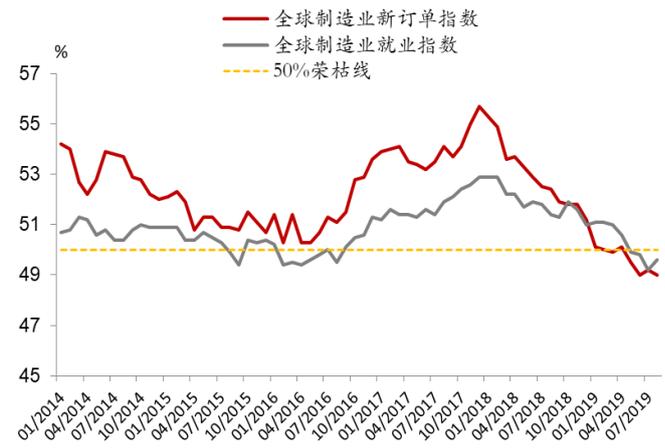
细分行业而言，汽车及汽车配件、金属和采矿业、工业产品等仍处于快速下滑通道，银行、保险等金融行业自 8 月开始承压，而食品饮料、通信服务和生物医药等在 8 月有较为亮眼的表现，技术设备的产量已走出负区间，有望进一步反弹。

图 1：全球制造业持续探底，服务业波动向下



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：全球制造业新订单和就业进入收缩区间



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 3：全球主要经济体综合 PMI 指数

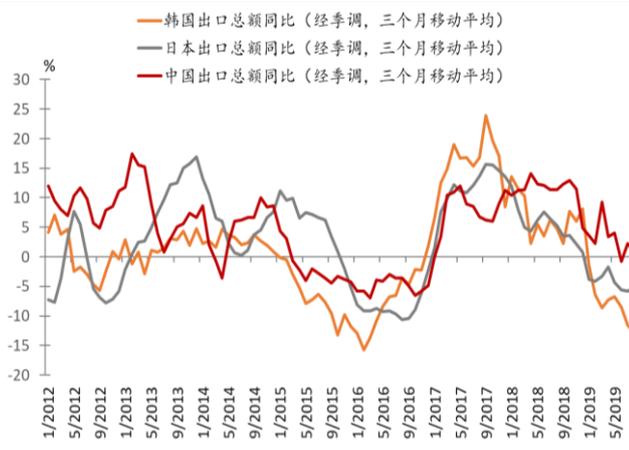
	2018年8月	9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
美国	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53	50.9	51.5	52.6	50.7
欧元区	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5	51.8	52.2	51.5	51.9
英国	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9	50.9	49.7	50.7	50.2
日本	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.4	50.8	50.7	50.8	50.6	51.9
中国	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9	52.7	51.5	50.6	50.9	51.6

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

贸易摩擦影响进一步扩大，OECD 再次下调全球增长预期。全球贸易受到需求疲弱和政策不确定性的拖累而持续承压，二十国集团（G20）的贸易限制政策大幅增加，自2018年下半年起已覆盖超过8000亿美元的贸易额。中美两国近期互相释放善意为10月的谈判营造良好氛围，但高企的关税已经并将持续冲击中美及全球的制造业、投资增速和企业信心。日韩贸易关系全面恶化，日本正式将韩国移出其贸易“白名单”，而韩国也在广泛抵制包括汽车、化妆品和啤酒在内的日本商品，将使得已处于增速负区间的两国贸易雪上加霜，且将进一步冲击东北亚贸易合作关系以及半导体等产业链。

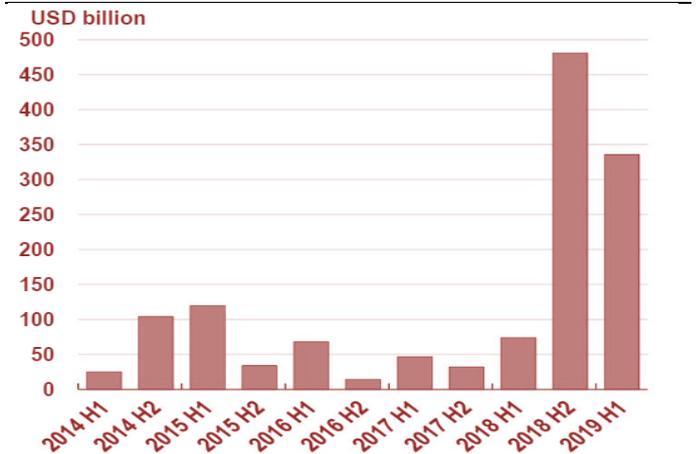
OECD 继5月之后再次下调全球经济增速预期，将2019年全球经济增速由3.2%调低至2.9%，将2020年增速预测由3.4%降至3.0%，主要原因在于“原本看似是暂时性的贸易紧张局势，正转变为持久的新型贸易关系状态”。

图4：贸易摩擦和外需疲软持续拖累中日韩出口



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图5：G20 受贸易限制性政策影响的贸易额陡增



资料来源：OECD、招商银行研究院、招银国际研究

(二) 美国经济：消费韧性支撑经济，衰退忧虑稍有缓解

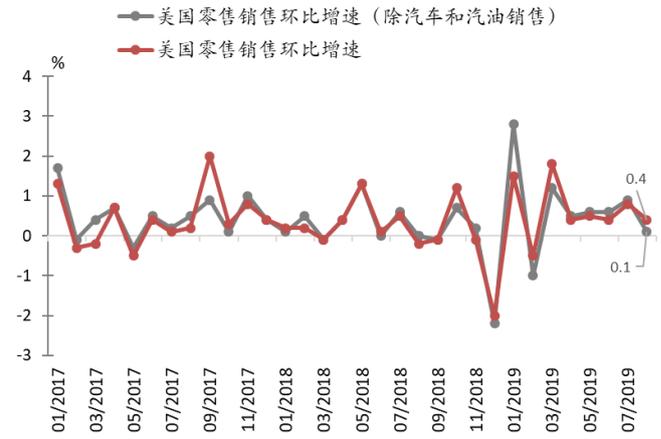
经济数据忧中带喜，衰退忧虑稍有缓解。受全球增速放缓、贸易纠纷持续等下行风险的影响，美国经济延续放缓趋势，制造业已开始萎缩，8月制造业PMI降至49.9。商业总销售量增速自去年中开始持续下滑，企业盈利承压。另一方面，近期部分经济数据未如预期般悲观，使得一度高涨的经济衰退忧虑稍有缓解：受汽车和医疗保健等支出提振，8月美国零售销售环比增长0.4%，超出预期，显示美国私人消费总体稳健，将继续支撑经济温和增长。但值得注意的是，除去汽车和汽油销量后的美国8月核心销售环比仅为0.1%，未及总额数据显示般乐观。由于部分美国经济数据好于预期，美国国债自9月以来持续下跌，10年期国债收益率于9月初一度升至1.9%，之后又回落至1.7%附近。

图6：美国企业总销售额同比增速已显著放缓



资料来源：FRED、招商银行研究院、招银国际研究

图7：8月美国零售销量环比略升预期



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

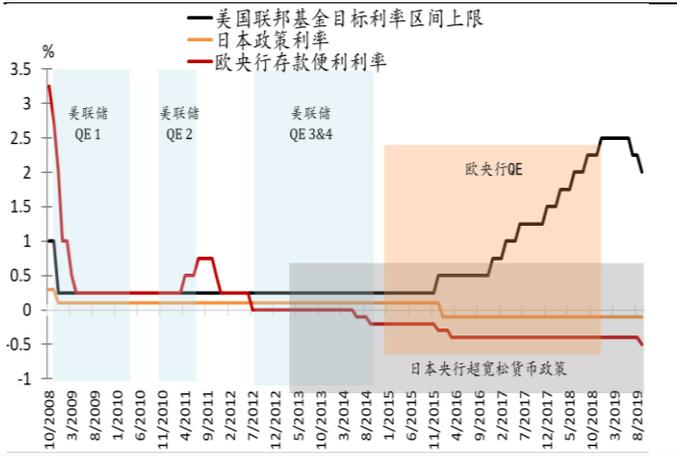
前瞻地看，私人消费等国内需求将在中短期内继续支撑美国经济温和增长，但随着大规模减税和政府支出刺激效果的进一步减退，关税政策的国内影响将进一步加大，预计进出口贸易、商业投资、企业盈利将持续下滑，经济前景还需观望贸易谈判进展、关税的影响以及财政和货币政策的调整幅度，但总体上未来12个月出现经济衰退的可能性未有明显抬升。预计2019年全年美国实际GDP增速将放缓至2.2%左右。

（三）货币政策：欧央行美联储相继降息，全球央行宽松潮继续

欧央行降息并重启QE。9月12日，欧洲央行召开利率决策会议，祭出新一轮超宽松货币政策，意在提振内外交困的欧洲经济。欧洲央行调整前瞻指引并对经济增长和通胀前景发出悲观信号，将存款利率下调10个基点，推行“两级利率体系”和新一轮长期再融资操作（TLTRO-III）。更重要的是，在上一轮量化宽松结束后仅仅九个月，欧洲央行即决定重启QE。然而，此次“放水”对于提振欧洲经济来说杯水车薪，欧元区负利率时代将持续，货币政策正加速“日本化”。当然，欧洲央行此次加码刺激计划无疑将给美联储和其他央行带来跟随压力。

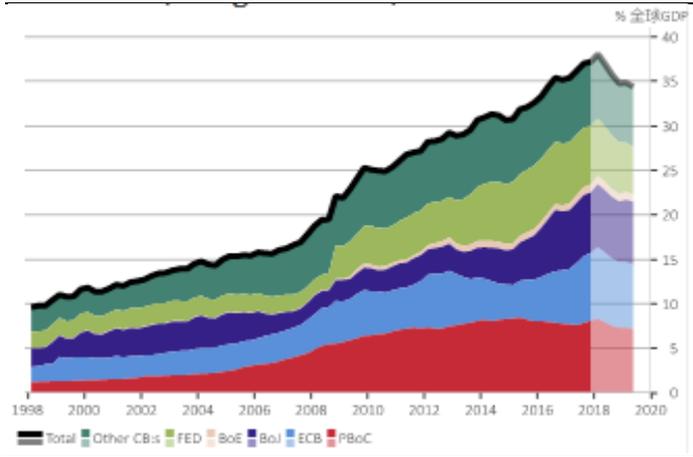
美联储如期降息，未来政策将“一会一议”。美国联储局9月18日决定降息0.25厘，符合市场预期，是继7月后再次降息。本次降息在本质上依然是维持扩张、预防风险的“保险式”降息。此次会议上美联储委员的观点分歧加剧，17位官员中，有7位认为在今年年底前还需再降息一次，有5位认为应维持当前利率，另有5位认为应加息回到7月的利率水平。但这17位官员当中，仅有10人在今年有利率决议投票权，因此并不能排除更多票委倾向于进一步降息的可能性，我们预测本轮预防式降息难言终结，有可能于今年四季度或明年一季度再降息一次0.25厘。另外，联储主席鲍威尔表示将会研究何时应重启资产负债表有机增长的问题。我们认为，联储局倾向先以减息作为刺激经济的手段，鲍威尔重提“扩表”很可能是为了因应本周美国货币市场短期资金面趋紧、短期借贷利率出现异常飙升的状况，“校准”商业银行的储备金规模，修复商业银行体系的流动性，而非刺激经济。

图 8：美欧日央行政策利率变化



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 9：全球央行资产占 GDP 比重于 2018 年出现拐点



资料来源：Macrobond、招商银行研究院、招银国际研究

紧随美联储和欧央行，巴西、沙特、约旦、阿联酋和中国香港等也加入降息阵营，接连开启宽松模式。日本央行在 9 月会议上决定维持政策利率水平不变，维持当前超低水平的长短利率，将在 10 月会议上审视物价和经济状况，给出关于未来政策方向更明确的指引。全球降息潮对中国而言意味着货币宽松的空间加大，而国内货币政策仍将“以我为主”，顺应国内经济形势和市场环境的需要。

(四) 风险因素：原油供给受扰动，地缘政治风险盘踞

地缘政治风险因素增多，原油供给受冲击。9 月 14 号，针对沙特阿美两个主要油田设施的无人机袭击扰动全球原油供需的短期平衡，短暂导致沙特阿美每天 570 万桶的产出中断，对应沙特产出及全球原油需求比例分别约为 58%及 5.7%。国际油价一度飞涨。

沙特阿美预计将在 9 月底前将石油生产恢复正常水平，实际恢复进度仍待观察。地缘政治风险短期内推升油价风险溢价，长期油价依然呈压，因为全球原油需求预期依然疲弱，且非 OPEC 国家的产量维持增长，尤其是美国页岩及致密油气产能维持较快增速。

“硬脱欧”等地缘政治风险持续。英国仍未就脱欧问题与欧盟达成共识，若无协议脱欧将会重创英国和欧元区经济。此外，新兴市场国家选举变数、民粹主义蔓延等地缘政治风险也需持续关注。

二、实体经济：秋风乍起

2019年8月，规模以上工业增加值同比增长4.4%（前值4.8%）；社会消费品零售总额同比增长7.5%（前值7.6%）；城镇固定资产投资累计同比增长5.5%（前值5.7%），其中基建（不含电力）投资增长4.2%（前值3.8%），房地产投资增长10.5%（前值10.6%），制造业投资增长2.6%（前值3.3%）。8月城镇调查失业率为5.2%（前值5.3%）。

（一）工业生产：超预期下滑

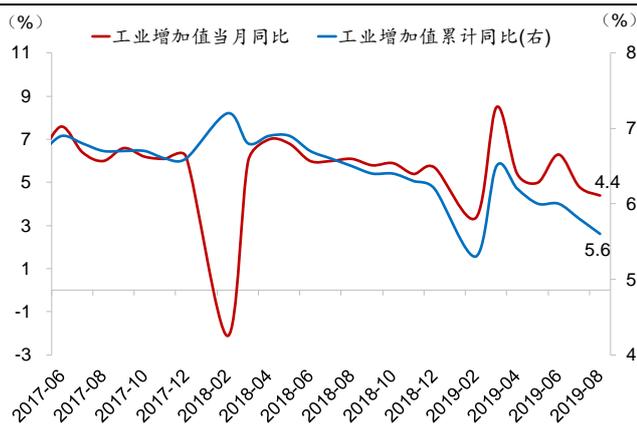
8月工业增加值同比增长4.4%，增速较前值下滑0.4pct。受内外需疲弱拖累，工业增加值增速连续2个月超预期下滑。

内需方面，8月官方制造业PMI为49.5，较前值下滑0.2，连续四个月位于荣枯线以下。考虑到官方制造业PMI在2018年底就进入荣枯线下，仅在今年3、4月短暂反弹至荣枯线上，之后持续位于通缩区间，指向宏观经济景气程度堪忧。

外需方面，8月全球制造业PMI为49.5，仍处于收缩区间。其中美国ISM制造业PMI录得49.1，时隔3年重回荣枯线下；欧元区制造业PMI为47.0、日本制造业PMI为49.3、韩国制造业PMI为49.0，均在荣枯线以下，指向外部需求依旧较为疲弱。而8月中美贸易摩擦亦升温态势，拖累我国8月出口金额增速较前值下滑4.3pct。

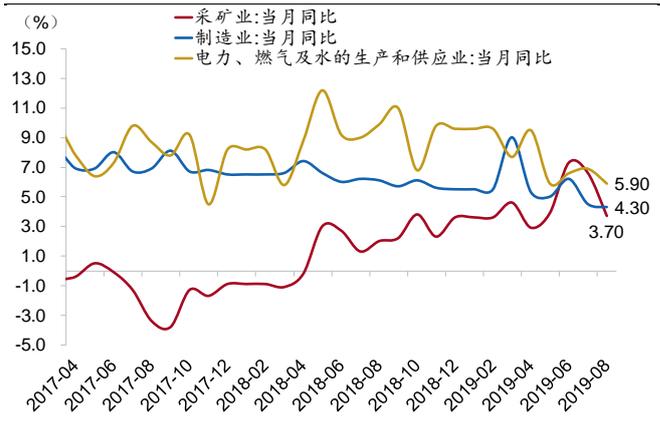
此外，**企业去库存和工业品通缩也对生产造成拖累**。7月工业企业产成品存货累计同比增长2.3%，增速较前值下滑1.2pct，8月PMI产成品库存指数为47.8，依旧位于荣枯线下，指向企业依旧在去库存。8月PPI同比为-0.8%，较7月下滑0.5pct，也在一定程度上打压了企业生产的积极性。

图 10：工业生产同比增速显著下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 11：采矿业拖累工业生产增速



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

分三大门类看，采矿业是主要拖累，增加值同比增速下滑幅度达2.9pct。制造业、公用事业增加值同比增速分别下滑0.2pct、1.0pct。分行业来看，目前公布的数据中交通运输设备、金属制品、化学原料、食品制造、有色金属等行业增加值增速回落超过1.5pct。

前瞻地看，工业生产短期内仍将承压。内外需疲弱拖累企业去库存进度、PPI 处于通缩状态都将对工业生产形成拖累。而且，从产业链角度看，8月采矿业生产放缓或将逐步传导至中下游行业。

（二）消费：汽车销售继续回落

8月社会消费品零售总额同比增长7.6%，较前值下滑0.1pct，当月实际同比增长5.6%，较前值下滑0.1pct，限额以上社零当月同比增长2.0%，较前值下滑0.9pct。汽车销售疲弱仍是社零增速下滑的主要拖累：8月中汽协口径汽车销售同比下降6.9%，跌幅较7月扩大2.6pct，确认6月销售的反弹只是排放标准切换之下的浮光一现。从限额以上企业商品销售来看，汽车类消费额当月同比下降8.1%，跌幅较前值扩大5.5pct。分品类看，限额以上企业商品零售额中汽车、金银珠宝、中西药、家具等消费增速下滑显著；建筑装潢、文化办公用品、化妆品、粮油食品等消费增速有所提升。

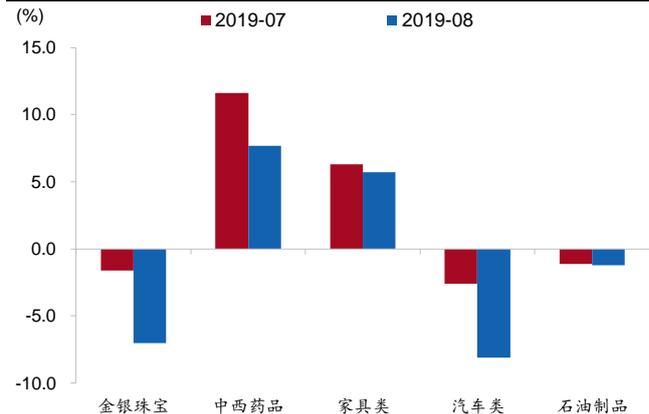
前瞻地看，受基数影响，9月汽车销售将增速将大概率有所反弹，并带动社零消费增速回暖。但在居民收入增速放缓及房地产销售疲弱的背景下，社零反弹的幅度或将有限。

图 12：社会消费品零售总额增速小幅下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 13：汽车类消费跌幅扩大拖累社零增速



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

（三）投资：房地产下滑、基建反弹、制造业回落

1-8月，全国城镇固定资产投资同比增长5.5%，增速较前值下滑0.2pct，主要受制造业和房地产拖累。

（1）房地产投资下滑：政策持续收紧

房地产投资同比增长10.5%，增速较前值小幅回落0.1pct。8月商品房销售面积累计跌幅收窄0.7pct至-0.6%，销售金额同比增速提升0.5pct至6.7%。但随着“房住不炒”下政策持续收紧，开发商资金来源累计同比增速进一步下滑0.4pct至6.6%。其中，银行贷款增速小幅提升0.3pct至9.8%，自筹资金增速提升0.3pct至3.1%，定金及预收款增速下滑1.3pct至8.3%，按揭贷款增速提升0.5pct至11.8%，利用外资金额增速提升45.7pct至129.3%。房企定金及预收款增速下滑，可能与期房供给下降及购房者购买期房的意愿不足有关。

商品房销售边际回暖之下，房企拿地意愿边际改善：土地购置面积累计同比-25.6%，跌幅较前值收窄3.8pct，土地成交价款累计同比-22.0%，跌幅较前值收窄5.6pct。

“开工走低、施工走平、竣工走高”仍然是当前房企建安施工的主要特征：新开工面积累计同比增长8.9%，增速较前值下滑0.6pct，施工面积累计同比增长8.8%，增速较前值小幅回落0.2pct，竣工面积累计同比下降10.0%，跌幅较前值收窄1.3pct。

前瞻地看，房地产投资增速仍将面临下行压力。一方面，“房住不炒”下房地产调控政策短期内难以全面放松；另一方面，土地购置费增速回落仍将对房地产投资形成拖累。

（2）基建投资反弹：资金来源改善

基建投资（不含电力）同比增长4.2%，增速较前值提升0.4pct；全口径基建投资同比增长3.2%，较前值提升0.3pct。基建投资增速反弹主要受到前期专项债发行加速提振：6月以来，一般政府新增专项债发行提速，6-8月共发行1.09万亿元，同比增加7,068亿元。分行业看，交运仓储业投资增速提升0.9pct，电、热、燃气、水业投资增速提升0.4pct，水利环境与公共设施业投资增速下滑0.2pct。

前瞻地看，基建投资增速仍有上行动力。一方面，近期国常会提出加快专项债发行安排、提高专项债使用效率，并扩大专项债作为资本金的适用范围；另一方面，全国人大会议前下达部分2020年地方债务限额，这将有助于缓解四季度地方财政收支压力，为后续基建投资开展提供资金支持。

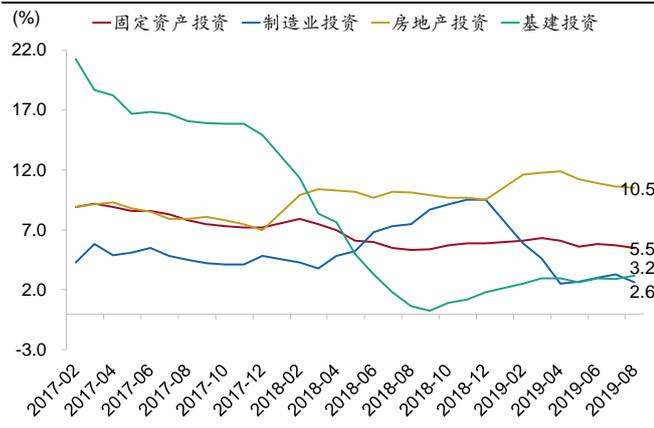
（3）制造业投资下滑：需求疲弱叠加利润承压

制造业投资同比增长2.6%，增速较前值下滑0.7pct。内外需求疲弱、融资问题尚未有效解决、利润增速下滑是制约企业资本开支的重要因素。此外，基数走高也对制造业投资增长造成部分拖累。分行业看，目前公布的数据中金属制品、计算机通信设备、医药制造投资

增速有所反弹，纺织、农副食品加工、化学原料、通用设备、食品制造等行业投资增速下滑显著。

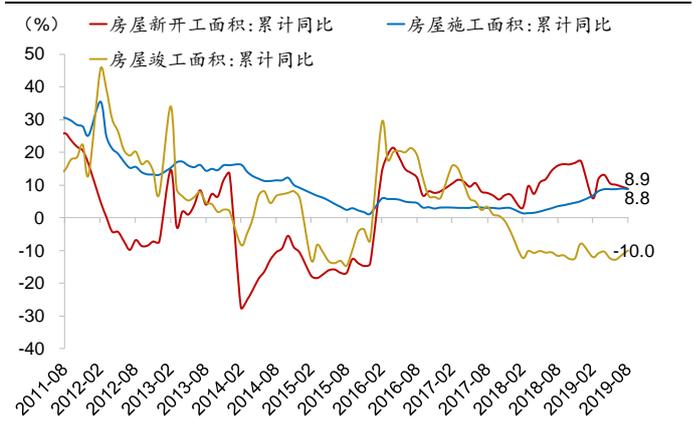
前瞻地看，制造业投资增长仍然不容乐观。当前内外需低迷，PPI 仍在通缩区间，企业利润增长承压，对制造业投资构成拖累。未来随着减税降费红利的持续释放，以及政策加强对制造业的支持，制造业投资的增长有望获得一定支撑。

图 14：固定资产投资增速小幅下行



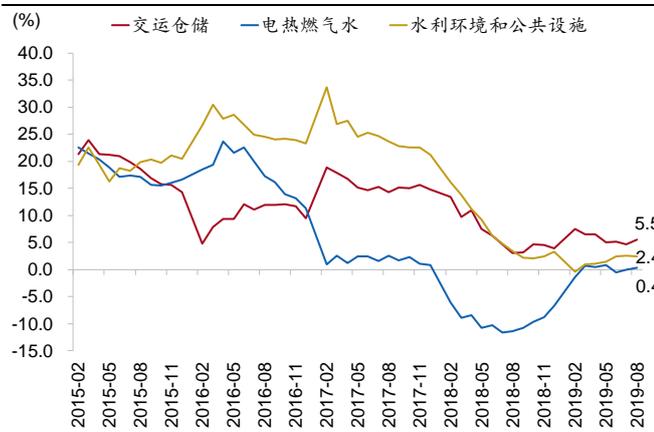
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 15：房地产新开工面积增速有所回落



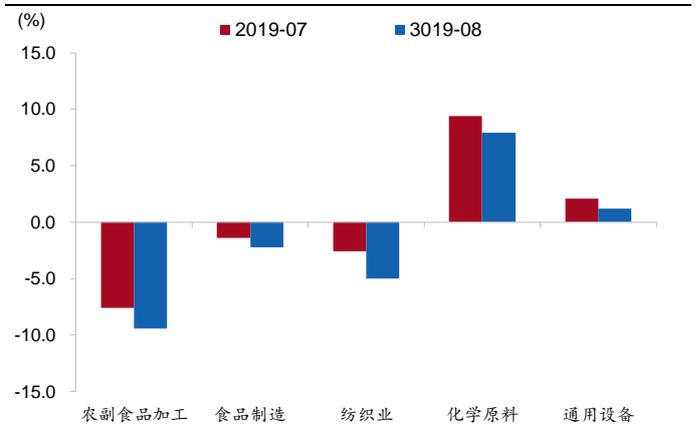
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 16：交运仓储业投资增速反弹显著



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 17：纺织、农副食品等行业拖累制造业投资增速



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

(四) 貿易：貿易摩擦持續拖累出口

以美元計，2019年8月我國出口金額2,148億美元，同比-1.0%（市場預期+2.0%），較前值下滑4.3個百分點；進口金額1,799.7億美元，同比-5.6%（市場預期-5.9%），較前值下滑0.3個百分點。

(1) 出口增速下滑：貿易摩擦疊加外需疲弱

8月出口金額同比增速較7月有所回落，主要受貿易摩擦和本幣貶值影響。截至8月，美國已對2,500億美元中國輸美商品加征25%關稅。2018年12月以來，中國對美國出口金額同比增速持續處於收縮狀態。8月中國對美國出口金額同比增速進一步下滑，由前值的-6.5%下滑至8月的-16.0%。此外，外需持續疲弱也對出口增速形成拖累。8月全球製造業PMI為49.5，仍處於收縮區間。其中美國ISM製造業PMI錄得49.1，時隔3年重回榮枯線下；歐元區製造業PMI為47.0、日本製造業PMI為49.3、韓國製造業PMI為49.0，均在榮枯線以下，指向外部需求依舊較為疲弱。

從產品結構上看，自動數據處理設備、發動機發電機、成品油、紡織品、服裝、鞋類、家具、燈具出口金額同比增速下滑顯著，這部分產品可以解釋出口金額增速下滑的51.2%。而玩具、農產品、集成電路等產品出口金額同比增速有所提升。

分國家和地區看，8月我國對美國、歐盟、金磚國家、東盟、韓國出口金額同比增速有所下滑，其中出口金額增速下滑的47.3%來自於對美國出口的下滑。8月我國對日本出口金額同比增速有所上升。

(2) 进口增速下滑：内需疲弱疊加本幣貶值

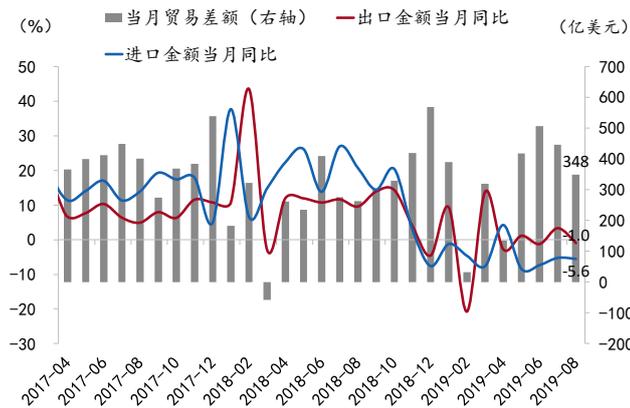
8月進口金額同比增速較前值小幅下滑，主要受以下兩影響：一是內需持續疲弱。8月我國官方製造業PMI為49.5，較前值下滑0.2個百分點，連續4個月位於榮枯線以下。其中PMI進口指數46.7，較前值下滑0.7個百分點，表明內需持續疲弱，進口需求下滑。二是本幣匯率有所貶值，對進口形成一定拖累。8月人民幣匯率指數CFETS環比-1.2%，人民幣兌美元匯率環比-2.1%，本幣貶值推升進口商品價格，對進口形成拖累。

分產品看，8月我國飛機、植物油、紙漿、原木木材、固體廢物進口金額增速下滑顯著。而汽車及底盤、鐵礦、銅材、成品油、堅果進口金額同比增速有所提升。

分國家和地區看，8月我國對美國、歐盟、金磚國家進口金額增速有所下滑，對東盟、日本、韓國進口金額增速有所提升。

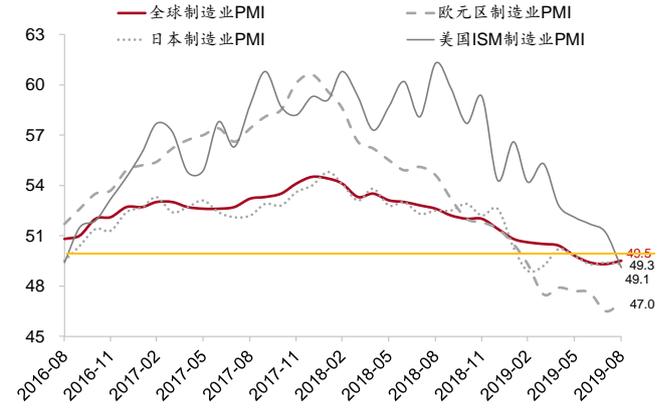
今年前8月我國出口金額1.61萬億美元，同比+0.4%，進口金額1.35萬億美元，同比-4.6%。由於8月進口同比跌幅大於出口同比跌幅，衰退式順差的格局延續。以美元計，8月貿易順差348億美元，同比增加85.3億美元。

图 18：8 月进出口增速均有下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 19：全球制造业 PMI 仍处于荣枯线下



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

(3) 结论：衰退式顺差或将延续

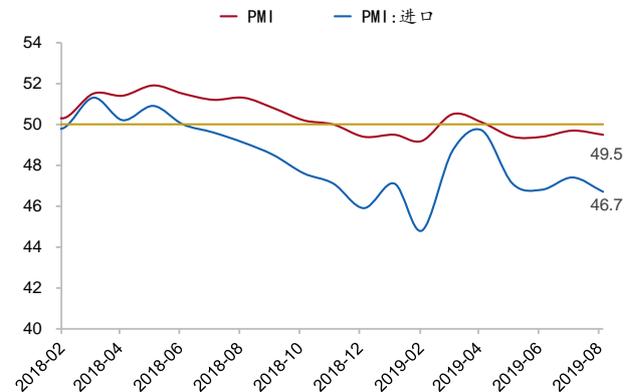
前瞻地看，我国出口承压的格局大概率会延续。一方面，8 月以来美国再次升级贸易摩擦，于 9 月 1 日开始对第三轮中国输美 3,000 美元商品清单中的 1,250 亿美元的商品加征 15% 关税。另一方面，全球经济增长下行压力持续，全球制造业仍处于弱周期，外需疲弱将持续对我国出口增长造成拖累。

图 20：8 月人民币汇率有所贬值



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 21：8 月中采制造业 PMI 有所回落



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

(五) 物价：CPI 与 PPI 分化加剧

2019年8月CPI同比为2.8%（市场预期为2.5%），前值为2.8%。PPI同比为-0.8%（市场预期为-0.7%），前值为-0.3%。

(1) CPI：猪牛肉价支撑下保持高位

8月CPI同比增长2.8%，增速较前值持平，环比增长0.4%。（1）食品项涨幅扩大支撑CPI同比保持高位。8月食品分项同比涨幅由前值9.1%上升至10.0%，拉动CPI同比增速向上变动约0.18个百分点。其中首要驱动因素是猪肉。受猪周期及猪瘟影响，8月猪肉分项同比涨幅由上月的27.0%提升至46.7%。第二驱动因素是牛肉，受猪肉价格上涨带动，8月牛肉分项同比涨幅由上月的8.0%提升至12.3%。蔬菜鲜果价格涨幅回落，鲜果分项8月同比涨幅由上月的39.1%回落至24.0%、鲜菜分项同比涨幅由上月的5.2%回落至-0.8%。

（2）非食品项涨幅收窄对CPI形成抑制。8月非食品项同比涨幅由前值1.3%下降至1.1%，拖累CPI向下变动约0.16个百分点。8月非食品项涨幅收窄的主要因素：一是租赁房房租分项，上月同比为2.0%，8月同比涨幅收窄至1.7%；二是居住类水电燃料分项，上月同比为0.6%，本月同比涨幅收窄至0.0%。

(2) PPI：高基数下增速下行

8月PPI同比为-0.8%，较前值下行0.5个百分点，主要受高基数影响。其中，生产资料价格同比为-1.3%，较前值下行0.6个百分点；生活资料价格同比增长0.7%，增速较前值下行0.1个百分点。PPI环比为-0.1%，较前值上行0.1个百分点。其中，生产资料环比较前值上行0.1个百分点，生活资料环比较前值上行0.2个百分点。8月PPI同比增速较前值下行主要受黑色金属、化工原料、计算机通信行业产品价格同比增速下滑影响。从前几大影响行业来看，黑色金属冶炼和压延加工、计算机通信和其他电子设备、化学原料和化学制品、石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维行业分别对PPI同比增速造成-0.21、-0.13、-0.05、-0.04、-0.04个百分点的影响。

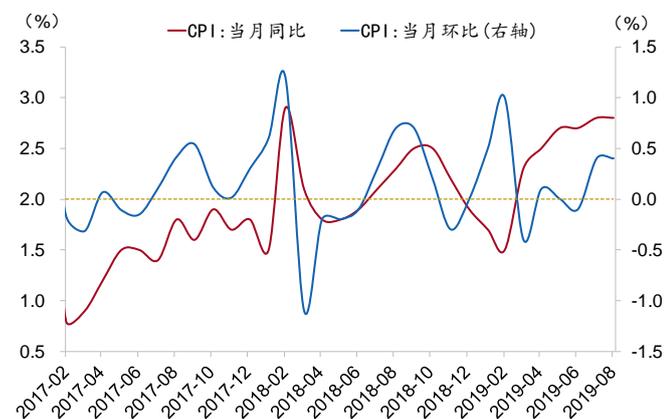
今年以来，PPI累计同比增长0.1%，其中生产资料累计同比为-0.1%，生活资料累计同比为0.7%。分行业来看，同比为正的行业有18个，合计影响PPI增速0.7个百分点。同比下跌或持平的行业有12个，合计影响PPI增速-0.6个百分点。

(3) 前瞻：CPI 维持高位，PPI 持续磨底

猪肉价格仍将是春节前CPI的最大支撑。猪周期叠加非洲猪瘟导致目前生猪存栏数量处于历史低位，当前市场猪肉供应偏紧缺，且供给回升具有一定时滞，后续猪肉价格仍有上行动力。但考虑到近期相关部门已出台一系列调控政策，其上行空间有限。考虑到基数效应，9-10月CPI增速或将小幅回落，11-12月CPI增速将会有所上行，年底CPI大概率将位于3%附近（招商银行研究院预测值）。

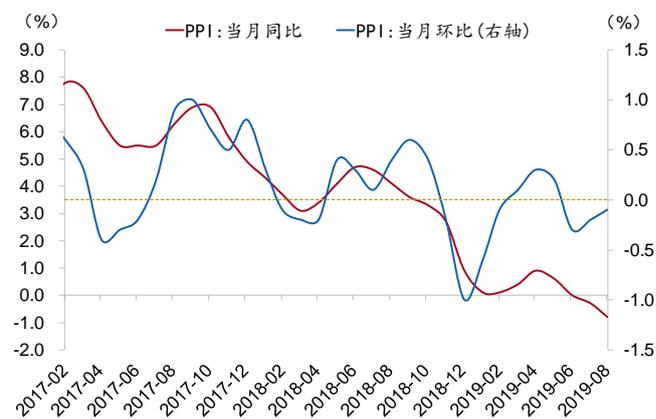
PPI 同比增速继续下行的压力已得到较大缓解，三四季度 PPI 将处于磨底阶段。一方面，从基数来看，去年 9-10 月工业品价格与去年 8 月变化不大；另一方面，减税降费利好持续释放将对 PPI 增速构成一定支撑。总体来看，PPI 大概率将经过磨底后于年底开始缓慢上行。

图 22: CPI 同比保持高位



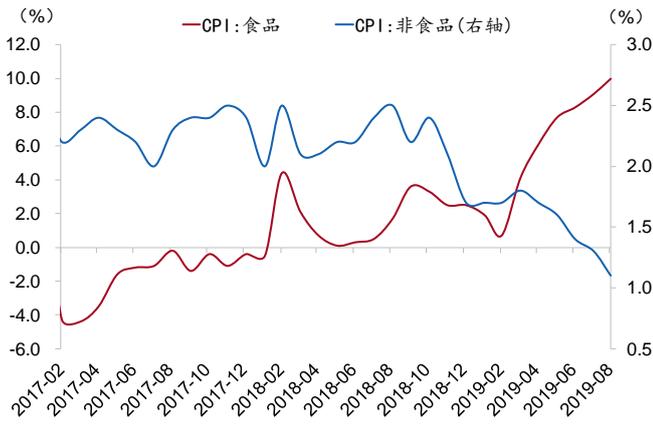
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 23: PPI 同比下行



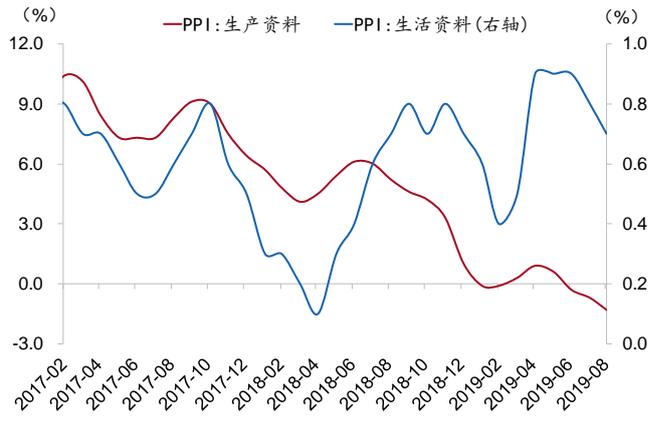
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 24: CPI 食品项涨幅扩大, 非食品项增速下行



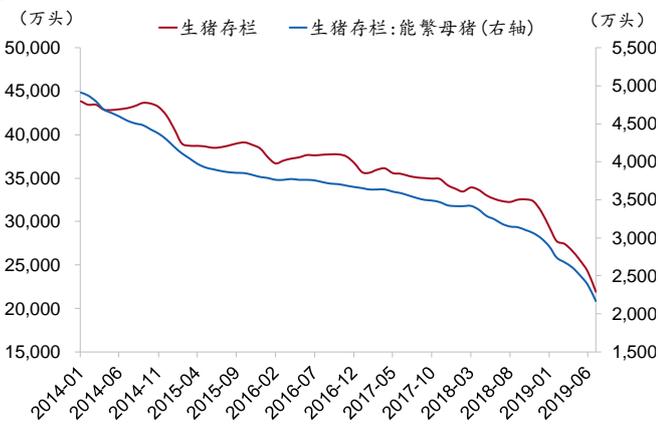
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 25: PPI 生产资料和生活资料同比增速下行



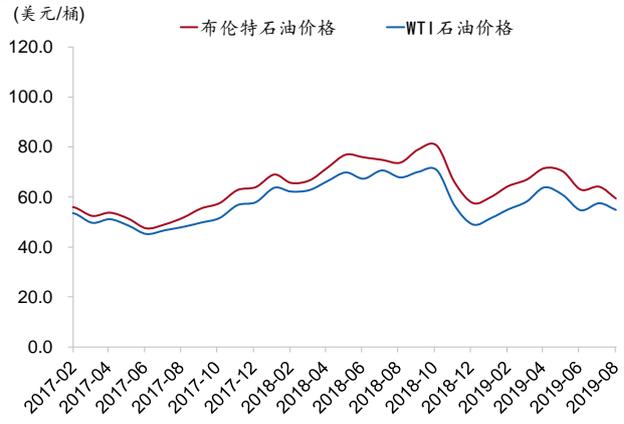
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 26: 生猪存栏数量继续下滑



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 27: 8月石油价格环比小幅下行



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

三、货币金融：逆周期的回响

8月我国新增人民币贷款1.21万亿（预期1.16万亿）；新增社融1.98万亿（预期1.01万亿），社融存量同比增速10.7%，与上月持平；M2同比增长8.2%，较上月反弹0.1pct。

（一）信贷：政策推动下结构持续改善

8月新增人民币贷款1.21万亿，同比少增700亿，环比多增1,500亿，环比反弹基本符合季节性。8月信贷结构明显改善，拖累主要来源于居民短贷和票据。

（1）居民部门新增信贷6,538亿，同比少增474亿，环比多增1,426亿。其中中长贷4,540亿（占比69%），同比多增125亿；居民部门新增短贷1,998亿（占比31%），环比反弹1,303亿，但同比少增600亿。居民短贷对信贷同比形成拖累；房贷增长仍有韧性，但在“房住不炒”的政策基调下未来增长仍将承压。

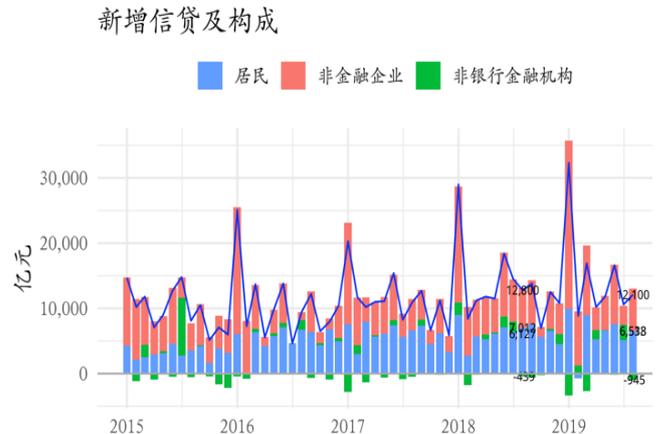
（2）企业新增信贷6,513亿，同比多增386亿，环比多增3,539亿。其中新增短贷-355亿，同比多增1,393亿；新增中长贷4,285亿，同比多增860亿；新增票据2,426亿，同比少增1,673亿。8月企业贷款、企业中长期贷款均创下同期历史新高，短贷同比也大幅反弹。信贷结构持续改善，一方面与政策加大力度推动金融支持实体经济、特别是制造业与民营企业相关；另一方面，LPR定价形成机制改革后，在贷款利率下行的预期下，部分银行或加快了投放节奏以增厚收益。

图 28：8月信贷季节性反弹



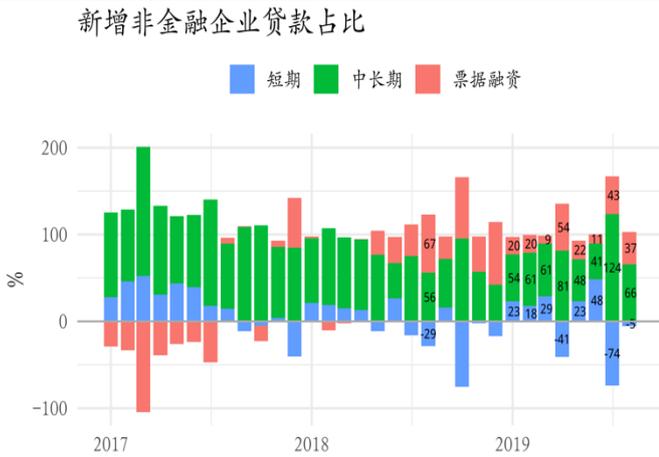
资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 29：新增人民币贷款及构成



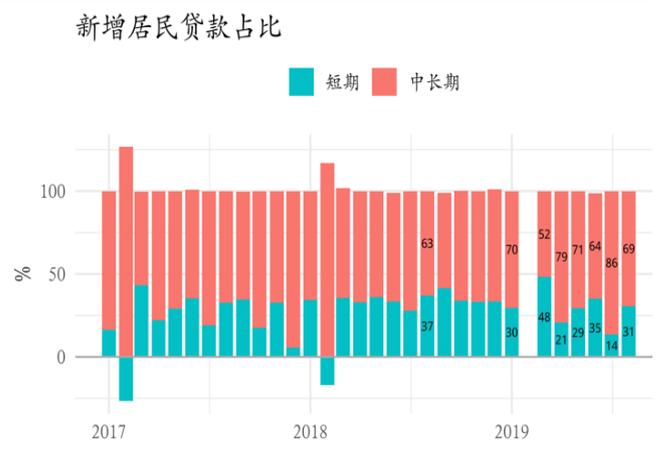
资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 30：新增非金融企业贷款构成占比



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 31：新增居民贷款构成占比



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

(二) 社融：信贷非标改善，直融有所收缩

8月新增社融1.98万亿（前值1.01万亿），同比多增409亿，环比多增9,688亿，**反弹幅度超越季节性，主要受到信贷和非标改善的推动**。8月社融口径新增信贷1.3万亿，同比少增95亿，环比多增4,914亿。非标融资-1,014亿，同比多增1,657亿，环比多增5,212亿，对社融形成显著支撑。其中委托贷款减少513亿元，同比少减694亿元；信托贷款减少658亿元，同比少减27亿元；未贴现的银行承兑汇票增加157亿元，同比多增936亿元。**考虑到对委托贷款和信托贷款的监管并未放松，非标改善的可持续性仍然有待观察。**

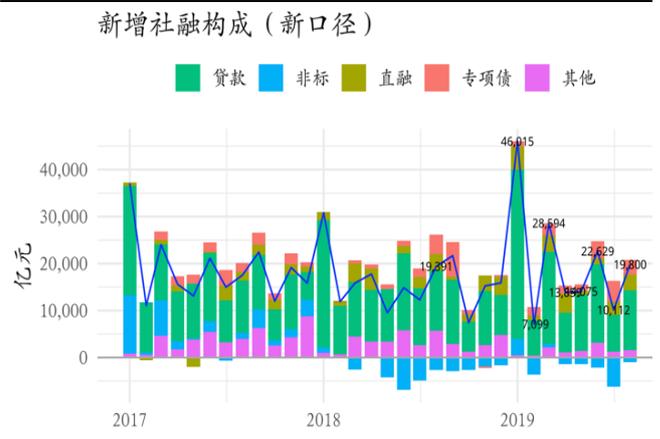
由于专项债发行量下降，直接融资有所收缩，同比共计少增1,139亿。8月地方政府专项债净融资3,213亿，同比少增893亿；企业债券融资新增3,041亿，同比少增361亿，但环比多增800亿；股票融资新增256亿，同比多增115亿，但环比少增337亿。

图 32：8月新增社融超季节性反弹



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 33：新增社融及构成



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

(三) 货币：M1、M2 增速均反弹

8月M2同比增速8.2%，环比上行0.1pct；M1同比增速3.4%，环比上行0.3pct，M2-M1剪刀差从上月的5pct收敛至4.8pct。8月新增存款1.8万亿，同比多增7,147亿，主要由非银存款多增贡献。8月非银存款新增7,298亿，同比多增9,509亿。非银存款连续两个月大增，指向包商事件后非银机构流动性有所改善。由于财政政策积极发力，财政存款新增仅95亿，同比少增755亿。受信贷环比大幅改善影响，居民存款新增2,714亿，环比多增3,746亿，同比少增749亿；企业存款新增5,792亿，环比多增19,692亿，同比少增347亿。

图 34：8月 M2-M1 剪刀差收敛

M1与M2同比增速



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 35：社融存量与 M2 存量同比增速

社融存量与M2存量同比



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

(四) 结论：政策依然有效

在对7月金融数据的点评中，我们注意到尽管7月信贷和社融数据大幅回落，但事实上并未超越季节性，且结构上有所改善。8月信贷和社融数据均如期反弹。信贷增速的反弹或是逆周期调节在融资上的反映，这无疑是可喜的信号，将有助于改善市场主体的预期与风险偏好。但在当前内外部皆遭遇挑战的大环境下，信贷需求的实质性改善仍然有待时日。8月社融的超季节性反弹源于非标改善，但考虑到非标监管未有放松，其可持续性仍然有待观察。

前瞻地看，未来的社融增速将很大程度上取决于逆周期调节政策的力度和效果，包括LPR改革、降准等货币政策，专项债新规、专项债发行额度提前等财政政策，以及房地产调控和金融监管政策。“相机抉择”的政策之下，社融增速有望保持稳定。

（五）央行降准：原因、效果及前瞻

我国央行决定于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，再额外对在省级区域内经营的城商行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。

（1）方式：全面降准 + 定向降准

央行此次降准罕见地采取了一次全面降准和两次定向降准叠加的方式。中美贸易摩擦形势复杂严峻，9月国常会提出要“增强紧迫感”，此次降准的幅度也由此超过市场预期。央行表示，此次降准将释放长期资金约9,000亿元，其中全面降准释放8,000亿元，定向降准释放1,000亿元。由于财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司的法定准备金率为6%，是金融机构中最低的，因此此次全面降准不包括这三类金融机构。

（2）原因：“外部环境更趋复杂严峻”

央行9月6日宣布降准，是对9月4日国常会精神的迅速贯彻和响应。从过往经验看，国常会提及降准后，央行均会于2周内择机进行降准操作，此次的响应尤为迅速。9月初国务院和金稳委连续召开3次重要会议，认为“当前外部环境更趋复杂严峻”，因此需要相应“加大逆周期调节力度”。

目前中美贸易摩擦“边打边谈”不断升级，已步入全面加征关税的阶段，对两国经济的不利影响也将随之升级：中方于9月1日对价值750亿美元的美国商品加征5%、10%的关税；而美方也于9月1日对第三轮3,000亿美元中国输美商品清单中价值1,250亿美元的商品加征15%关税，对剩余商品加征的关税将于12月15日生效，而前两轮2,500亿美元商品清单的加征税率也将于10月1日由25%上调至30%。尽管中美双方已于9月5日确认将于10月初在华盛顿重启磋商，但白宫首席经济顾问库德洛次日接受采访时表示，不排除中美贸易争端可能持续10年以上。外部不确定性难以消弭，就意味着我们要“办好自己的事”，货币政策也因此适时“预调微调”。

（3）效果：疏通货币政策传导，定向支持实体经济

此次降准旨在疏通货币政策传导，加大金融支持实体经济的力度，主要体现在如下四个方面：

第一，降准将增加金融机构支持实体经济的长期资金来源。特别是9月下旬由于季末叠加税期资金通常偏紧，且9月有4,415亿MLF到期，全面降准有助于保持银行体系流动性“合理充裕”。

第二，降准有助于降低贷款实际利率。从过往经验看，降准将推动货币市场资金利率/金融机构融资成本下行。央行表示，此次降准可降低银行资金成本每年约150亿元。这将缓解贷款利率下行对银行息差的冲击，改善经济下行期银行信贷投放的意愿。

第三，两次定向降准仍然具有显著的结构特征。对城商行定向降准有助于缓解当前流动性分层、城商行负债端收缩的困局，从而更好地支持民营小微企业。

最后，此次降准提供的流动性还有助于为地方专项债的发行保驾护航，实现金稳委第七次会议中“把财政政策与货币金融政策更好地结合起来”的目标。

(4) 前瞻：降准空间与降息操作

前瞻地看，未来我国降准仍有空间，但总体已较为有限，央行将视内外部环境的变化相机抉择、物善其用。此次降准后，目前大型银行的存款准备金率已降至 13%，中小型银行则为 11%。若考虑超储率（今年二季度我国为 2%），我国的总准备金率（法定+超额）在国际上处于中等水平，与美国和欧洲接近（12%）。因此今年 3 月易纲行长表示，降准“应该说还有一定的空间，但是这个空间比起前几年已经小多了”。孙国峰司长也于 8 月 20 日表示，“法定准备金率的角度来说，过去积累了一定空间，未来有一定的调整空间，但总的来说这个空间并不如大家想象的那么大”，未来“重点是完善‘三档两优’的法定准备金率框架”。

另外，此次降准并不意味着货币政策“预调微调”的结束。未来央行一方面仍有可能下调 MLF 的利率，另一方面新 LPR 框架下 1 年期利率的金融机构加点可能进一步下行，以疏通货币政策传导机制，推动实体经济融资成本进一步下行。

四、财政：收支压力边际缓解

9月17日，财政部公布了8月财政的主要数据：1-8月，一般公共预算收入增速累计同比增长3.2%（前值3.1%）；税收收入同比-0.1%（前值0.3%）；非税收入同比增长27.3%（前值24.8%）；增值税同比增长4.7%（前值5.4%）；国有土地使用权出让收入增速增长4.2%（前值3.1%）；一般公共预算支出累计同比增长8.8%（前值9.9%）。对此我们点评如下：

（一）财政收入：累计增速有所企稳

受减税降费和经济基本面趋弱共同作用影响，一般公共预算收入累计增速总体趋缓，1-8月累计增速已降至3.2%，但环比1-7月仍提高0.1个百分点，边际上有所企稳。具体来看：

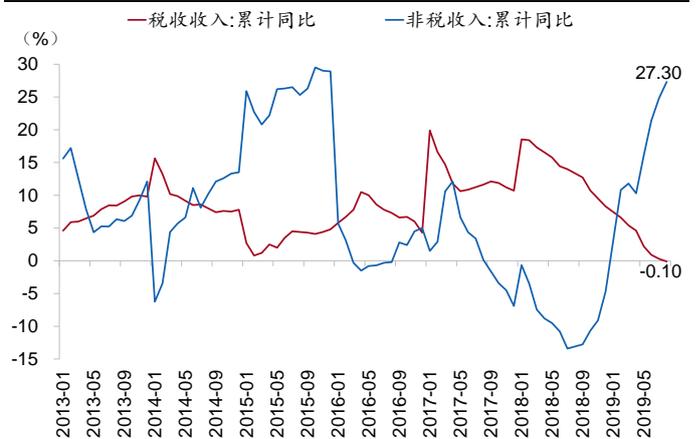
税收收入增速下滑，非税收入继续大幅上涨。1-8月，税收收入同比下降0.1%，环比下降0.4个百分点，创近十年来新低。非税收入累计增速则达到了27.3%，环比上涨3.5个百分点，创2016年以来新高，与税收增速形成“跷跷板”效应。因此，如果税收增速进一步放缓，那么预计未来特定国有金融机构和央企利润，以及国有资源（资产）有偿使用收入的上缴力度也将进一步加大。

图 36：公共财政收入增速有所企稳



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 37：非税收入增速继续大幅提升

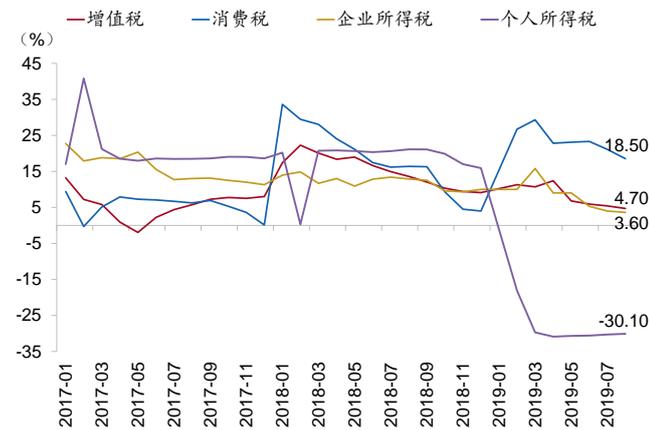


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

主要税种中个人所得税增速持续下降，增值税增速连续四个月下降。1-8月，受个税改革及基数效应影响，个人所得税累计同比大幅下降30.1%。增值税改革影响也继续体现，累计同比增长4.7%，较上月环比下降0.7个百分点。随着政策效果的进一步显现，预计未来一段时间，增值税累计同比增速会继续下降。此外，受经济下行压力加大影响，企业所得税累计同比增长3.5%，比去年同期增幅回落9.3个百分点，已连续四个月下行。消费税累计增长18.5%，维持了今年以来的高增长。

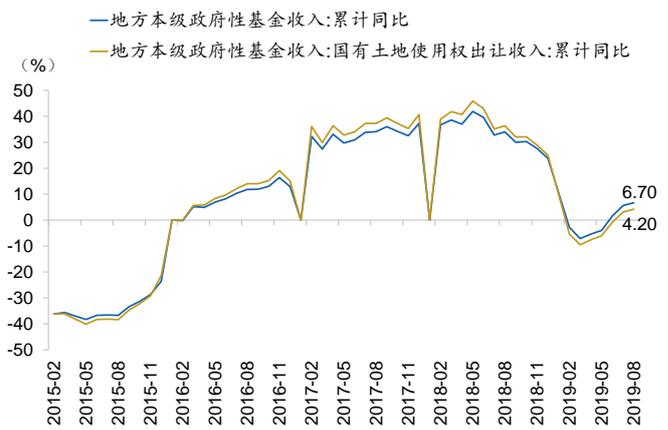
国有土地使用权出让收入增速继续回暖。1-8月，国有土地使用权出让收入累计增长4.2%，环比1-7月上行1.1个百分点，但1-8月的全国土地购置面积却累计下降25.6%，同时房地产投资增速也在回落，加之近期对于房企融资政策的收紧，土地出让收入继续上行的空间有限。应当看到，在减税降费政策背景下，土地出让收入对地方政府有着格外的重要性，房地产调控持续从严将进一步加大地方政府的财政压力。

图 38：增值税累计同比增速继续下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 39：国有土地出让收入增速继续反弹



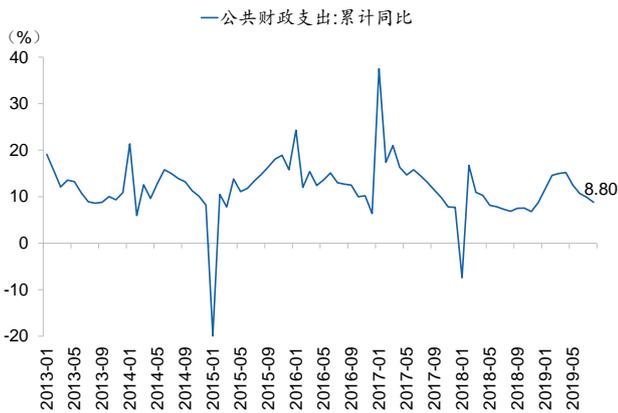
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

(二) 财政支出：积极态势有所减弱

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。1-8月，全国一般公共预算支出同比增速为8.8%，环比前七个月下降了1.1个百分点。

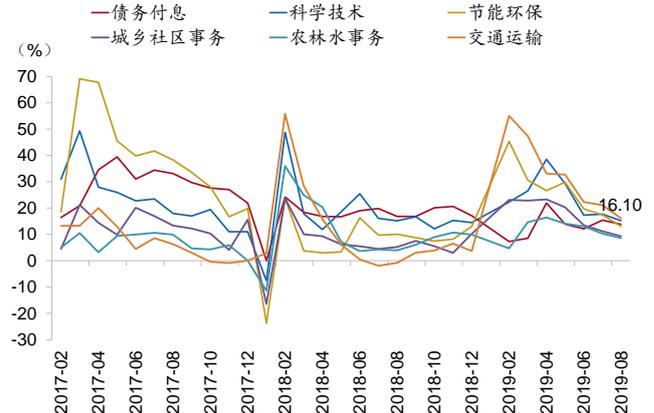
其中，交通运输等基建支出增速领跑各项一般公共预算支出。在一般公共预算各支出项目中，交通运输、科学技术和节能环保支出的累计同比增速较高，分别达到16.1%、15.2%和13%，虽然均高于一般公共预算支出增速，但较年初均有明显下降。此外，涉及基建领域的城乡社区事务和农林水事务支出增速也分别达到9.3%和8.6%，也较前七个月有明显的下滑。

图 40：公共财政支出增速进一步放缓



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 41：交通运输支出继续领跑各项财政支出增速



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

总体来看，1-8月财政收入受减税降费政策与经济基本面趋弱影响较大，财政支出增速从二季度开始也出现了较为明显的下降。但按照中等口径（一般公共预算+政府性基金预算）计算的财政收入来看，1-8月的累计增速仍有3.9%，环比1-7月增加了0.2个百分点，财政收支压力边际缓解。此外，在全球主要经济体启动货币宽松的背景下，货币政策在我国“稳增长”宏观政策中的相对地位将有所抬升，这也将一定程度上缓解财政政策的压力。

前瞻地看，近期在国务院和金稳委会议“加大逆周期调节力度”的政策定调下，基建投资增速有望持续回升，进一步托底经济。

（三）2020年新增地方债限额提前下达有利明年基建投资

9月3日，据21世纪经济报道，监管部门已下发文件，要求地方报送2020年重大专项债项目资金需求情况。经人大审议批准，今年将提前下达部分2020年新增地方政府债务限额。我们对此点评如下：

提前下达债务限额是既有政策的延续。早在2018年12月23日召开的十三届全国人大常委会第七次会议上，就已经通过了关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定。其中明确2019年以后的年度，国务院可以在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（包括一般债务和专项债务），期限为2019年1月1日至2022年12月31日。因此，此次提前下达债务限额不仅符合既有政策规定，而且在2022年以前或将成为平滑地方政府债发行速度，提高融资资金使用效率的常态化政策工具。

直接提高2019年政府债务限额的做法会影响年初赤字率目标的完成，且信号意义过强。下半年经济下行压力加大已成市场共识，近期召开的金稳委会议亦重提加大逆周期调节力度。此前市场普遍认为8月末的全国人大常委会可能批准直接提高2019年政府的新增债务限额，以此缓解财政的收支压力，延续积极的财政政策。但一旦如此，也就意味着年初国

院制定的赤字率目标将无法完成。此外，调整年初人大通过的预算，流程较为繁琐且政策信号意义过强，极有可能对金融市场产生较大扰动。

部分提前下达的地方政府债务限额或将在四季度使用。首先，今年以来，财政政策前置发力特征明显，地方政府一般债和专项债额度几近使用完毕，提前使用明年债务额度将一定程度上缓解财政收支压力，提升四季度财政积极的程度。其次，近期召开的金稳委会议要求：“实施积极的财政政策，把财政政策与货币金融政策更好地结合起来，金融部门继续做好支持地方政府专项债发行相关工作”。使用明年的债务额度将是对金稳委会议精神的积极响应和贯彻。再次，美国对我国新一轮关税制裁部分已于9月1日实施，未来可能进一步升级，为应对可能出现的更大的外部冲击，我国有必要储备好更多的政策措施，以完成年初制定的各项经济目标。

不宜高估在四季度使用明年地方新增债务的额度。根据此次全国人大常委会会议决议推算，今年国务院可提前下达的明年债务限额的规模上限可达1.85万亿元（其中一般债5,580亿，专项债12,900亿），但考虑到平滑地方债发行速度、降低对四季度债市扰动，以及地方政府需求摸底和项目储备申报工作等因素，四季度可使用的额度或将低于4,000亿元。

总体来看，此次提前下达部分2020年地方债务限额是既有政策的延续，也与金稳委“加大逆周期调节力度”的政策基调一脉相承。这将部分缓解四季度地方财政收支压力，为有效应对外部冲击提供政策储备。

五、政策跟踪：“稳增长”再升级

8月31日，国务院和金融稳定发展委员会（以下简称金稳委）召开第七次会议，提出“加大逆周期调节力度”，标志着继7月政治局会议后，宏观政策天平进一步向“稳增长”倾斜。此后，9月4日国务院常务会议、9月5日金稳委电视电话会议，延续了这一政策基调，强调“压实责任”，“确保经济运行在合理区间”，并精准部署施策，指明稳增长的六大重点领域，进一步突出了“稳增长”的重要性。

本轮“稳增长”政策与以往相比有两个明显的特点，一是具备显著的“结构性”特征，二是更多采用“供给侧结构性改革”的办法。

（一）政策基调：加大逆周期调节力度，“六稳”升级

我国即将迎来建国70周年大庆，因此“做好下半年经济工作意义重大”。8月，在贸易摩擦不断升级的背景下，我国经济增长虽然“总体平稳”但仍面临较大下行压力，8月PMI制造业从业人员指数回落至46.9，重回2009年2月以来的最低水平。基于此，国务院常务会议对我国宏观经济形势的判断，从7月30日政治局会议的“当前我国经济发展面临新的风险挑战”升级为“当前外部环境更趋复杂严峻”，并提出要“增强紧迫感”，指向近期中美贸易摩擦进一步升级所带来的经济下行压力是政策基调变化的主要原因。

金稳委对宏观政策的定调，也从7月19日第六次会议的“适时适度进行逆周期调节”升级为“加大逆周期调节力度”。这是继2018年12月中央经济工作会议提出“强化逆周期调节”后，再一次出现类似表述。今年3月《政府工作报告》的表述为“发挥好宏观政策逆周期调节作用”，2019年4月和7月的政治局会议对逆周期调节的表述为“适时适度实施”。标志着继7月政治局会议后，宏观政策天平进一步向“稳增长”倾斜。

在此背景下，要好自己的事，国务院常务会议将7月末政治局会议中“全面做好‘六稳’工作”的表述进一步升级为“把做好‘六稳’工作放在更加突出位置”。

（二）政策思路：定向稳增长

本轮“稳增长”政策延续了此前“高质量发展”的基调和“供给侧结构性改革”的办法。8月31日的金稳委会议进一步强调“充分挖掘投资需求潜力”，提出“高度重视”基础设施、高新技术、传统产业改造、社会服务等领域和新增长极地区的发展。预示未来投资将具备显著的行业和区域特征。

9月4日国常会则全面部署了“定向稳增长”的六大重点领域：一是“稳就业”，抓紧推进高职院校扩招100万人和运用1,000亿元失业保险基金结余开展大规模职业技能培训等工作；二是“稳物价”，落实猪肉保供稳价措施，适时启动对困难群众的社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制；三是简政减税降费，激发市场主体活力；四是“稳投资”，通过专项债纾解财政的资金压力；五是“稳金融”，强调“稳健货币政策并适时预调微调”；六是要压实责任，形成工作合力，避免顾此失彼。

货币政策结构性加码，继续下大力气疏通货币政策传导，定向支持实体经济。一是推动利率市场化改革，引导实体经济融资成本实质性下降；二是罕见地采取了一次全面降准和两次定向降准叠加的方式，增加金融机构支持实体经济的长期资金来源，同时为地方专项债的发行保驾护航。

财政政策强调“落实”，提高专项债发行使用效率，重点使用范围涵盖五大领域：（1）交通基础设施：铁路、轨道交通、城市停车场等；（2）能源项目：城乡电网、天然气管网和储气设施等；（3）生态环保：农林水利，城镇污水垃圾处理等；（4）民生服务：职业教育和托幼、医疗、养老等；（5）市政和产业园区基础设施：冷链物流设施，水电气热等。

此外，值得注意的是，自7月政治局会议重申“房住不炒”，并首次旗帜鲜明地提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”以来，“稳增长”政策虽然逐步升级，但始终未提及房地产领域，可见政策的决心和定力。

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人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45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风险。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个人。