

基建滯後通脹抬頭，風險偏好邊際修復

——中國宏觀策略月報

宏觀經濟：基建滯後，通脹抬頭

- ❖ 在全球貨幣政策逐漸分化、中美貿易摩擦升級的背景下，8月中國經濟增長乏力，繼續走弱。從生產看，景氣度指數回升，需求指數回落。8月規模以上工業增加值當月同比增長6.1%，較上月提升0.1pct，保持低位，工業企業利潤增速下滑。預計在環保改變“一刀切”的邊際寬鬆下，後續中上游產品供給增加，限產導致的上游產品價格上漲不可持續。
- ❖ 從需求看，投資有所下滑，消費有所回升。固定資產投資完成額累計同比增速5.3%，創1992年有記錄以來最低值；非民間投資持續下滑；房地產投資保持高位，在不斷收緊的地產調控政策下，地產投資的高增速未來將難以持續；基建投資仍有待回暖；製造業投資緩慢復蘇。消費增速小幅回升，商品需求疲軟。社會消費品零售總額當月同比增速為9.0%，略有上行；汽車消費同比負增長，是消費的主要拖累項；網上零售增速延續下滑態勢；收入增速下滑拖累消費，地產擠出效應顯著。進出口貿易增長有所回落，仍超出預期，但後期面臨貿易摩擦升級等不確定因素。我國經濟面臨全球貿易周期下行和貿易摩擦的外部衝擊。
- ❖ 通脹有所抬頭，PPI小幅回落。8月CPI同比增長2.3%，環比增長0.3%，主要由蔬菜、雞蛋、豬肉食品價格環比上漲推動。豬肉等食品價格上漲仍是未來通脹關注的重點。PPI當月同比增長4.1%，增速有所下降，主要由生產原料價格上漲拉動。

貨幣金融：社融走弱，資金寬鬆

- ❖ M2、社融增長疲弱，信貸擴張不及預期。8月末M2餘額同比增長8.2%，較上月回落0.3pct。主要是地方債發行加快、存款派生疲弱所致。8月末社融規模存量同比增長10.1%，較上月回落0.2pct。票據融資連續第三個月大幅上升，企業貸款相對較弱，居民部門貸款有所增加。但在結構性去杠杆以及房地產調控強化的宏觀背景下，社融大幅上行的動力依然不強。
- ❖ 流動性充裕，利率兩度跌穿央行政策利率“底線”。8月央行多操作加大市場流動性投放，貨幣市場利率總體保持在低位，R007、DR007兩度跌穿央行7天逆回購利率。國債、地方債利率8月上旬小幅上升，下旬走勢平穩，但企業債利差不斷走擴。

財政收支：減稅降費主線不變，財政支出有待發力

- ❖ 8月財政收入有所放緩，減稅政策仍然有待發力，財政支出積極力度也有待增強。從趨勢上看，中央、地方財政支出增速走勢明顯分化，地方財政支出增速呈下滑走勢，而中央財政支出增速則穩步回升。8月地方專項債加速發行，不過由於基建項目投資周期大多較長，地方財政發力對基建投資的拉動短期內將有限。

投資策略：風險偏好變化，股債或現輪動

- ❖ A股市場風險偏好有觸底跡象，或出現吃飯行情。進入3季末A股風險偏好有觸底的初步跡象，A股自底部強勁反彈，連拉三根陽綫，對貿易摩擦升級似乎已經脫敏。但A股定義為反轉的條件尚不充分，吃飯行情能走多遠取決於市場流動性是否充裕、宏觀經濟數據是否惡化、海外風險偏好是否出現急降。
- ❖ 國內債券市場下有底，上有頂。債市對利好鈍化，轉向關注增長與通脹。中美利差繼續收窄，將對利率下行構成限制。如果利率在風險偏好回歸和穩增長預期下，確實出現進一步上行的話，那麼其配置價值將會逐步凸顯，屆時可考慮擇機加大配置力度。

譚卓，博士

電話：(86) 755 8316 7787

郵件：zhuotan@cmbchina.com

丁文捷，博士

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亞曼，博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

近期宏觀報告

[18年9月28日](#)

[9月美聯儲會議解析](#)

[18年9月10日](#)

[9月海外宏觀經濟月報——](#)

[多重陰雲盤踞，前景變數增多](#)

[18年9月6日](#)

[落花無言：私營經濟的衰退](#)

[18年8月24日](#)

[8月中國宏觀策略月報——](#)

[供需雙弱，經濟承壓](#)

[18年8月16日](#)

[中國經濟韌性的“三大幻覺”](#)

[18年8月15日](#)

[零售和基建投資增速繼續下滑——](#)

[7月份中國經濟數據點評](#)

目錄

I. 海外宏觀：貿戰升級再添下行風險，美歐日貨幣政策分化加劇	3
II. 宏觀經濟：基建滯後，通脹抬頭	5
1. 生產：景氣有所回升，供給低位反彈.....	5
2. 投資：增速再創新低，基建繼續探底.....	6
3. 消費：增速小幅回升，商品需求疲軟.....	8
4. 貿易：進出口回落，未來將承壓.....	9
5. 通脹：CPI 有所抬頭，PPI 小幅回落.....	11
III. 貨幣金融：社融走弱，資金寬鬆	13
1. 信貸邊際走弱，票據融資持續上升.....	13
2. 表外融資邊際修復，社融整體仍然低迷.....	14
3. M2 增速維持低位，存款派生仍然乏力.....	15
4. 流動性繼續寬裕，利率再現倒掛.....	15
5. 金融數據前瞻.....	17
IV. 財政收支：減稅降費主線不變，財政支出有待發力	17
1. 財政收入：降費成效顯著，減稅政策待發力.....	18
2. 財政支出：積極力度待加強，中央地方有分化.....	19
3. 基建投資：融資渠道受限，刺激效果滯後.....	20
V. 投資策略：風險偏好變化，股債或現輪動	20
1. A 股市場：風險偏好有觸底跡象，或出現吃飯行情.....	20
2. 國內債券市場：下有底，上有頂.....	22

I. 海外宏觀：貿戰升級再添下行風險，美歐日貨幣政策分化加劇

貿易戰升級：美中破冰困難，美加墨新協議達成

美中貿易摩擦正在不斷升級，并無緩和迹象。9月6日諮詢期結束後，美國于9月17日宣布自9月24日起對來自中國的2,000億美元進口商品加征10%關稅，明年起提高至25%。稅率分階段提高，意在平滑對美國國內商業和消費的衝擊。中國隨後宣布對600億美元美國原產進口商品加征5-10%的關稅予以反擊，9月24日同日生效。

此前美國向價值500億美元中國產品加征關稅，已引起美國建築業、港口業、設備製造商以及消費者的廣泛憂慮，9月的美聯儲褐皮書也指出關稅擔憂已讓不少企業縮減或推遲投資計劃。本輪中美互加關稅預計將使美國在今年損失約0.2%的GDP增長率，該影響將在明後兩年進一步演繹發酵，在2020年達到近1%的GDP折損。而且，美國稅改及財政刺激方案帶來的利好在較長的一段時間內掩蓋了貿易摩擦升級給美國經濟帶來的真實負面影響，加之關稅影響傳導的滯後性，弱化了特朗普在國內的政治阻力。鑒于當前情況下中美和解難以實現，短期內特朗普不會輕易改變其強硬立場，中美貿易摩擦升級將在一段時間內成為全球經濟發展的給定狀態。

而在美國的另一條貿易摩擦升級線上，北美自由貿易協定（NAFTA）談判取得重大進展，美國早前已與墨西哥達成協議，而加拿大趕在10月1日最後期限前也與美國形成共識。緩解同鄰國的貿易紛爭將會助力特朗普採取更為強硬的姿態針對中國。

美國經濟“一枝獨秀”，“硬脫歐”等風險上升

美國經濟維持強勁態勢。8月美國新增非農就業人數20.1萬人，超過預期，顯示強勁美國經濟依舊支撐就業市場，三季度GDP增長有望保持在3%以上。受強勁就業推動，平均時薪按年增長2.9%，為9年來最快。受就業市場趨緊、股市暢旺和房地產價格上漲刺激，8月的美國消費者信心指數（世界大型企業研究會）攀升至133.4，為18年來最高，密歇根大學美國消費者信心指數在9月也顯著反彈至100.8，大幅高于8月終值96.2和預期的96.6，均顯示收入預期的提升和財富效應的推動作用。

圖 1: 美國新增非農就業人數和平均時薪漲幅提升



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2: 美國消費者信心指數創新高

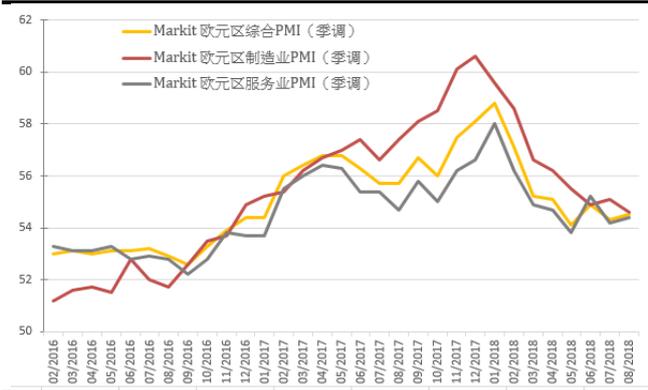


資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

歐元區內放緩趨勢維持，脫歐進入關鍵時期

綜合PMI顯示歐元區經濟增速小幅回暖，但2017年底開始的增速大幅下降的趨勢未變：歐元區綜合PMI已從1月的58.8降至8月的54.5，其中製造業PMI從7月55.1降至8月的54.5，創2016年12月以來新低。歐元區內多重憂慮環繞，不確定性激增。隨著貿易摩擦升級，焦慮情緒影響投資信心和商業計劃。除此以外，還有多重風險盤踞，包括脫歐談判中的不確定性，意大利和西班牙的財政困境等。因為脫歐分歧，英國正在經歷嚴重的國內政治動蕩，帶給英國經濟、英鎊及金融市場更顯著的風險。當前，脫歐談判依然有一些重大問題尚未解決，包括脫歐過渡期和愛爾蘭邊界問題。巨大的不確定性使得大量的商業決定擱置或受到影響，英鎊匯率也隨著談判過程而頻繁波動，因此特別需要關注一些關鍵時點。

圖 3: 8 月歐元區綜合 PMI 略有提升，製造業 PMI 下降



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 4: 脫歐談判關鍵事件及時間（當地時間）

9 月 20 日	歐盟非正式領導人會議商議脫歐問題
9 月 30 日	英國保守黨年度會議
10 月 17-18 日	歐盟峰會：脫歐協議概要的第一個截止日期，預計將確定脫歐後歐盟與英國的政治關係
10 月 31 日	會談完成原定截止日期
11 月 1 日	英國央行會議
11 月	有可能召開的歐盟緊急會議用以確定脫歐協議終稿
12 月 13-14 日	歐盟理事會會議：如 10 月沒有達成任何協議，這將是後備選擇
2019 年 1 月到 3 月	如達成協議，歐盟議會將討論批准協議，英國議會將就協議動議進行投票
2019 年 3 月 29 日	英國正式脫歐

資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

貨幣政策節奏分化：美港已經加息，歐日寬鬆持續

美聯儲已于 9 月 26 日年內第三次加息（[會議解析報告](#)）。根據美聯儲加息點陣圖，美聯儲計劃在今年再加息一次，2019 年加三次，2020 年再加一次，然而市場已反映的加息預期是 2019 年只加兩次，而 2020 年不再加息。我們預測美聯儲將在 2019 年開始逐步降低鷹派姿態，達到中性利率之後若美聯儲繼續加息，將會損及宏觀經濟和企業盈利。

歐元區核心通脹率（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% 上下的範圍內難以突破，同 2% 的央行目標相距甚遠。歐洲央行已停止量化寬鬆并從 9 月起削減購債規模，預計 4 季度歐元區整體核心通脹提升仍舊疲軟，歐元區相對寬鬆的貨幣政策還需維持一段時間。經過多年寬鬆貨幣政策刺激，日本薪資增速終現起色，但日本的核心通脹依然遠低於目標，日本央行寬鬆貨幣政策仍需持續相當長時間。

8 月香港金管局頻頻出手，共消耗 331 億港元保衛匯率，使得銀行體系結餘跌破 800 億港元。隨著資本外流和港美息差擴闊，主要銀行在美聯儲加息後上調最優惠利率（P）12.5bp，將有助於穩定港元匯率，預計年底前再加息 12.5 或 25bp 的可能性加大。

圖 5: 歐元區核心通脹率仍與目標相距甚遠



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 6: 日本核心通脹依舊低迷

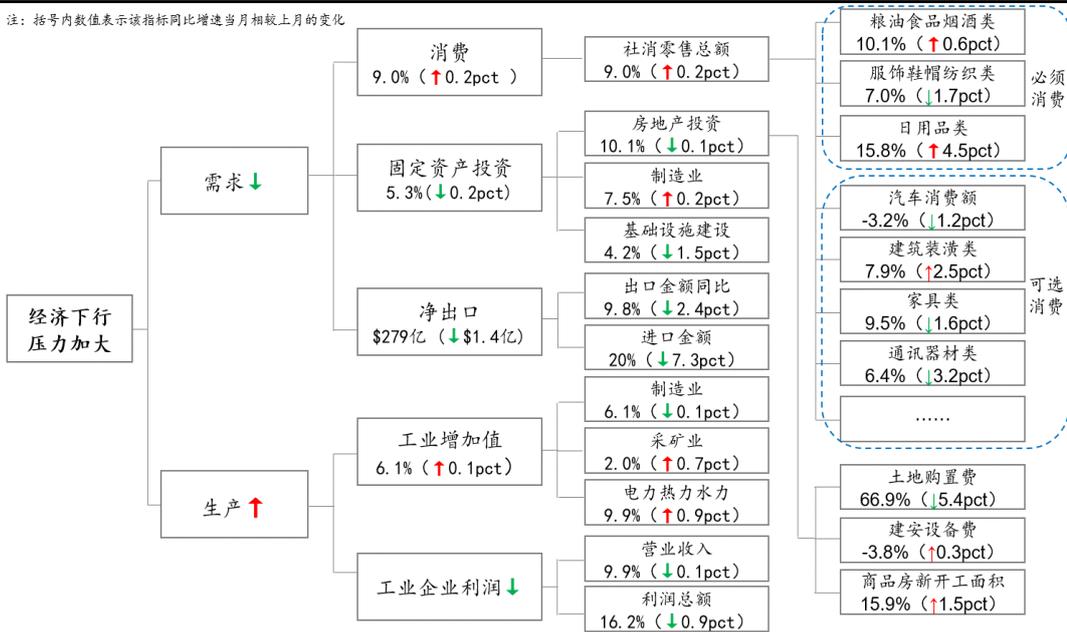


資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

II. 宏觀經濟：基建滯後，通脹抬頭

圖 7: 8 月中國主要經濟指標一覽

注：括号内数值表示该指标同比增长或环比上月变化的百分点



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

1. 生產：景氣有所回升，供給低位反彈

生產景氣度指數回升，需求指數回落。8月官方製造業PMI為51.3，較上月有所回升。其中生產指數有所回升，表明生產依舊較好；但新訂單、新出口訂單有所下降，指向需求回落。雖然PMI短期出現反彈，但受制于需求較弱及原材料庫存回落，後期可能難以持續擴張。

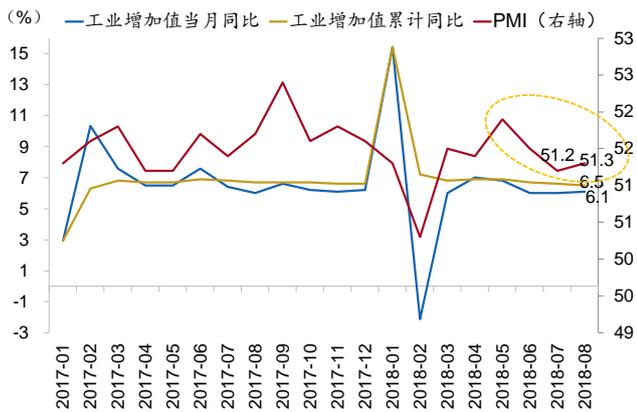
8月官方PMI較上月回升0.1pct，財新PMI較上月下滑0.2pct，兩者在方向上出現背離。從樣本結構上看，兩者的背離可能部分反映了經濟下行和貿易摩擦升級的大背景下民企的壓力大於國企：官方PMI樣本企業數量約3,000家，覆蓋全國31個製造業大類，主要為大中型國企；而財新PMI的樣本企業數量約400家，主要集中在東部沿海地區的外向型企業。

工業增加值保持低位，工業企業利潤增速下滑。8月規模以上工業增加值當月同比增長6.1%，較上月提高0.1pct；累計同比增長6.5%，較上月下降0.1pct。其中製造業當月同比增長較上月下降，采礦業與電力燃氣及水的生產和供應業當月同比增速較上月提升。8月計算機通訊、有色、金屬、電力行業生產同比增速提高。受汽車消費和汽車生產疲軟影響，機械、專用設備製造、鋼鐵等行業生產低迷。8月工業企業營業收入累計同比增速9.9%，較上月下降0.1pct，工業企業利潤累計同比16.2%，較上月下降0.9pct。前8月工業生產者出廠價格同比增長4.0%，原材料購進價格同比增長4.5%，購進價格漲幅大於出廠價格漲幅，因此工業企業利潤受到擠壓而出現下滑。

8月發電量當月同比增長7.3%，六大電力集團耗煤量當月同比下降4.1%。環保限產邊際上有所鬆動，但高爐開工率同比、環比均有所下降，中游鋼鐵等供給依舊未見明顯好轉。預計在環保改變“一刀切”的邊際寬鬆下，後續中上游產品供給增加，限產導致的上游產品價格上漲不可持續。

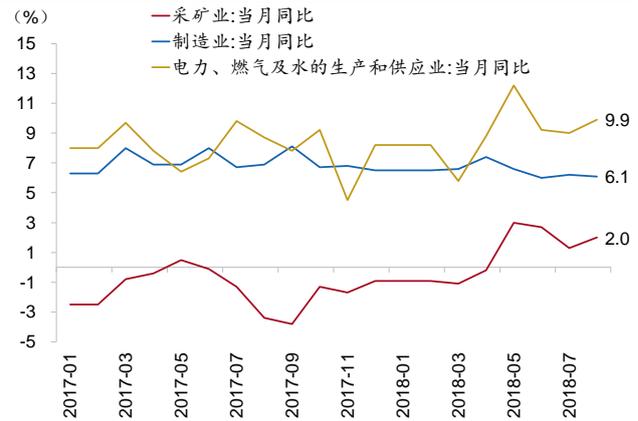
整體上看，生產雖有所反彈，但仍處於低位，供給有向需求收斂的趨勢，符合我們此前在《中國經濟韌性的“三大幻覺”》專題報告中的判斷。

圖 8: 工業增加值同比增長低於預期



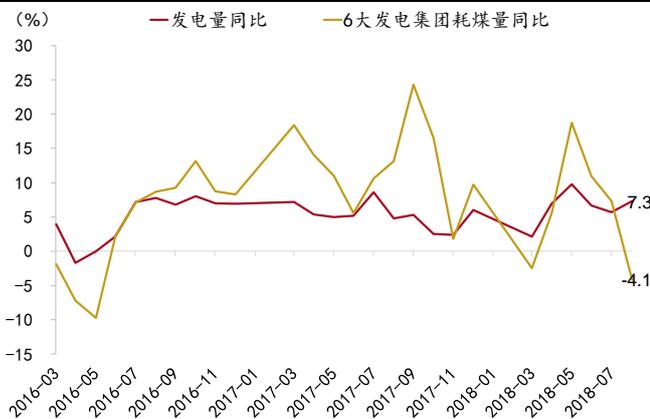
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 9: 采礦、電力燃氣水力生產增速下降



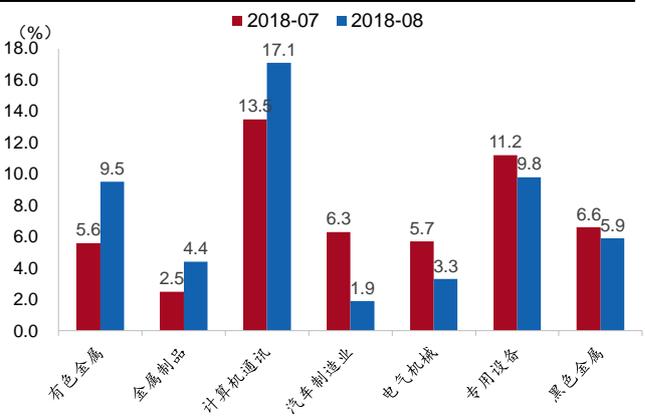
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 10: 發電量增速有所上升



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 11: 計算機通訊行業增加值同比增速上升較大

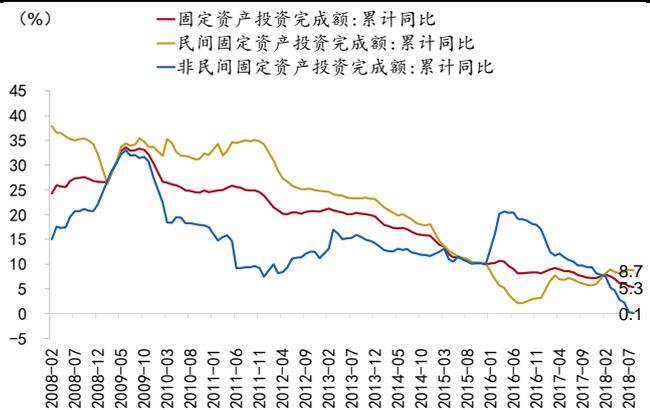


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 投資：增速再創新低，基建繼續探底

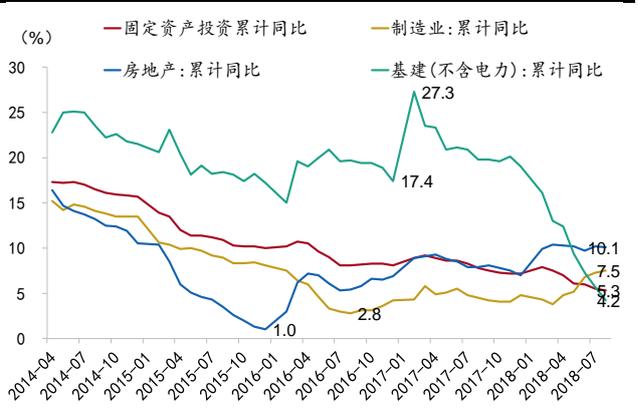
固定資產投資再創新低，非民間投資持續下滑。房地產高位保持，基建探底拖累投資，製造業緩慢復蘇。8月固定資產投資完成額累計同比增長5.3%，增速再次下探。8月民間投資累計同比增長8.7%，較上月下降0.1pct，但仍保持高位。非民間投資同比增速繼續延續2016年中以來的下滑趨勢。

圖 12: 固定資產投資累計增速創下新低



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 13: 房地產投資增速超預期上升

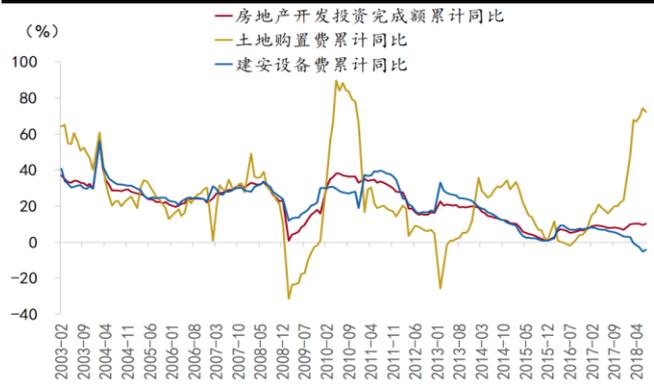


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

房地產投資保持高位。8月房地產企業融資條件繼續回暖，開發資金來源累計同比增長6.9%，其中自籌資金、個人按揭貸款、國內貸款增速提高，指向非標邊際有所寬鬆、房企資金周轉加快、銷售資金回籠加速。商品房銷售面積增速下滑，銷售額同比增速有所提高，商品房終端需求不減。房地產新開工面積累計同比增長15.9%。雖然多地宣告開始補庫存，但商品房待售面積累計同比下降13.6%，去庫存慣性仍在。而隨著新開工面積增加，建安設備工程增速開始提升。

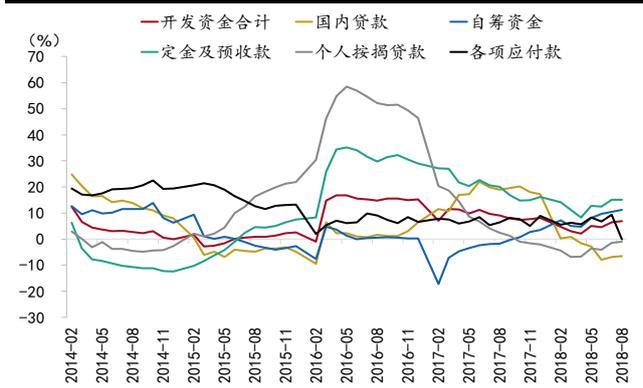
在不斷收緊的地產調控政策下，地產投資的高增速未來將難以持續。今年1-8月土地流拍890宗，表明嚴調控下開發商拿地已更加理性謹慎。房企的融資回暖很大程度上也受前期銷售回款推動，若後續銷售承壓，將惡化房企現金流，直接影響房地產投資。

圖 14: 土地購置費用為房地產投資的主要拉動項



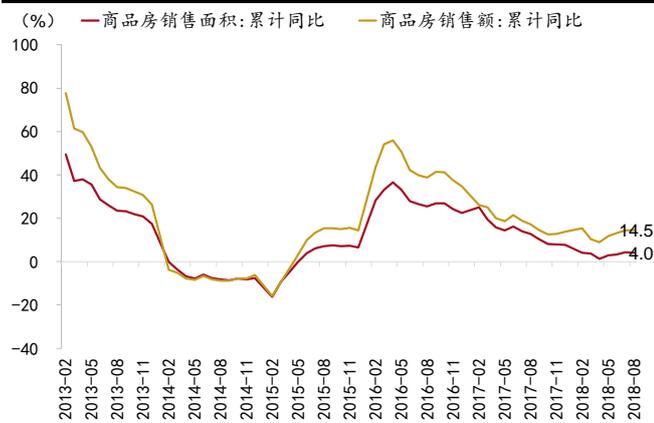
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 15: 自籌資金為主要增速來源



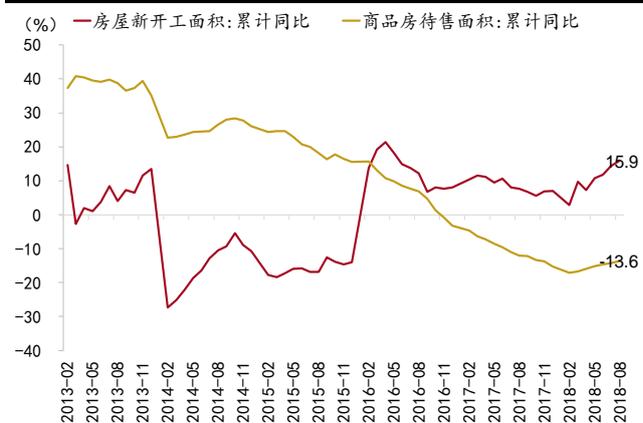
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 16: 商品房銷售額增速提升



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 17: 新開工面積同比增長，待售面積不斷減少



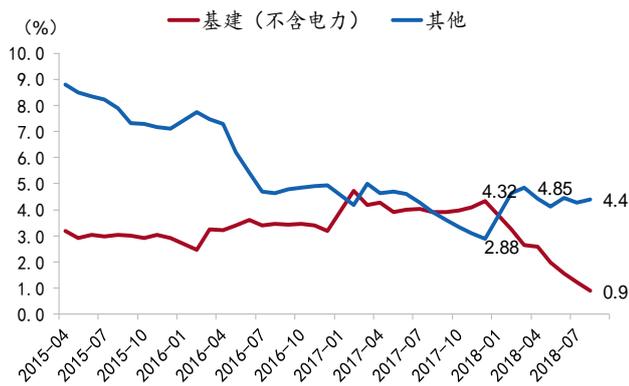
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

基建投資仍有待回暖。今年前8月基建投資累計同比增速4.2%，較上月下降1.5pct，拉動固定資產投資同比增速0.9pct。電力、熱力、燃氣及水的生產和供應業累計同比增速11.4%，較上月提升0.2pct，仍處於低位；交通運輸、倉儲和郵政業累計同比增速3.1%，較上月下降1.5pct；水利、環境和公共設施管理業累計同比增速3.4%，較上月下降1.4pct。

8月基建投資增速下滑主要受以下幾點因素影響：

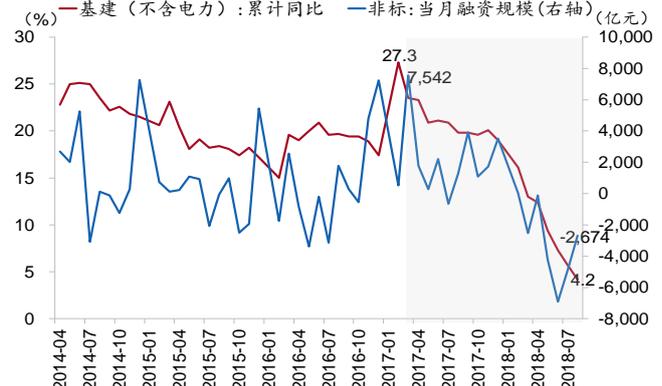
- 一是受到地方政府債務置換影響，專項債發行受到約束。今年前8月專項債發行規模4448億，較全年1.35萬億額度差距較大；
- 二是財政部表示決不允許以新增隱性債務方式上項目，各地開始清理隱性債務；
- 三是基建投資落地需要一定時間，效果顯現具有時滯。

圖 18: 基建對固定資產投資的拉動持續下滑



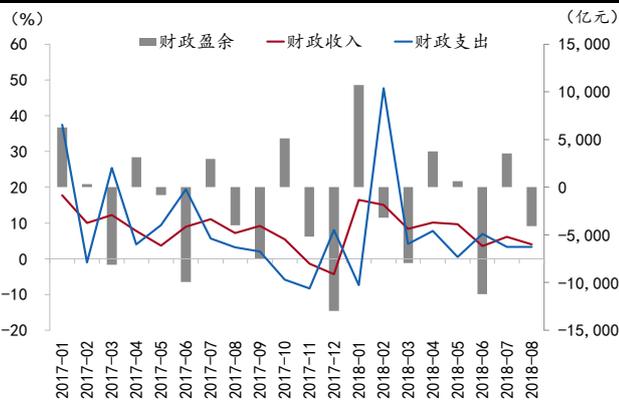
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 19: 非標融資受限對基建資金來源形成約束



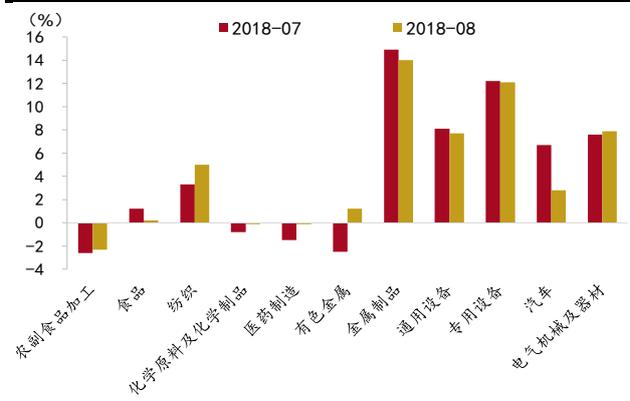
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 20: 財政支出增速保持平穩



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 21: 製造業部分行業投資同比增速情况



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

製造業投資緩慢復蘇。8月製造業投資累計同比增加7.5%，較上月提升0.2pct。有色金屬、交運設備製造、紡織、醫藥等行業累計同比增速有所提升，汽車製造、食品、金屬製品、通用設備、計算機通訊等行業累計同比增速有所下降。從行業變化來看，中上游投資同比增速有所增加，下游行業受汽車行業拖累，投資增速下滑。環保限產以來，工業企業利潤回升主要體現在上游行業，下游行業企業利潤回升不夠顯著，對下游行業投資增速提升造成了限制。但近期限產已開始邊際寬鬆，若上游產品價格下降，利潤將向產業鏈下游轉移，下游投資亦可能會有所提振。

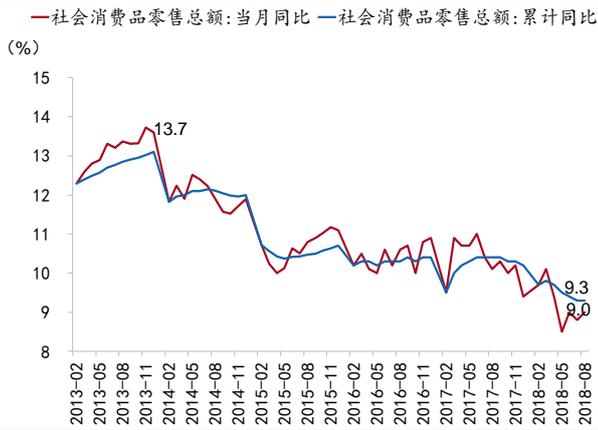
3. 消費：增速小幅回升，商品需求疲軟

消費增速小幅回升，商品消費需求減弱。8月社會消費品零售總額當月同比增速9.0%，較上月提升0.2pct，但低於今年平均和去年同期水平，終端需求依舊疲軟。房地產擠出效應持續顯現，分消費品類看，糧油食品、烟酒、日用品等必須消費同比增速有所提升，汽車、通訊器材、家具等可選消費同比增速出現下降。節假日消費特徵依舊明顯，七夕情人節等帶動黃金珠寶消費短期走高。

汽車消費同比負增長，是消費的主要拖累項。8月汽車零售額當月同比增速-3.2%，較上月下降1.2pct，仍處於低位。汽車消費增速從年初下降以來，消費疲弱導致汽車產出增速、汽車製造業增加值相關增速均有所下滑。未來看，汽車可能仍將繼續拖累消費增長。汽車消費下降的一個因素是前期減稅費透支了部分需求，另一個主要因素是當前汽車目標客戶中，90後已逐漸成為目標群體，但受房地產擠出效應，更多消費者選擇公共交通替代或推遲私家車消費需求。

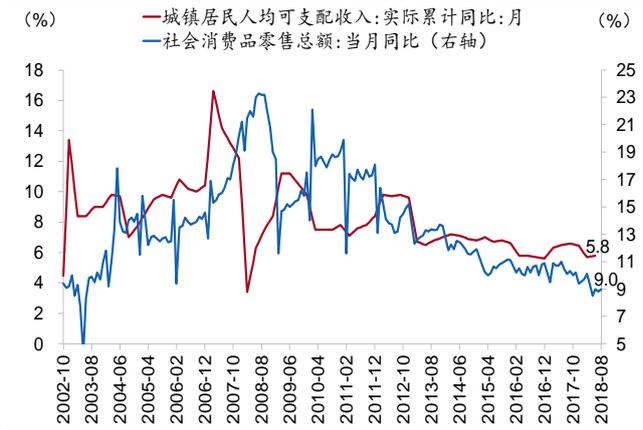
網上零售增速延續下滑態勢。8月網上商品和服務、實物商品網上零售累計同比增速繼續小幅下滑，網上商品和服務零售額累計同比增長28.2%，較上月下降1.1pct，實物商品網上零售累計同比增速28.6%，較上月下降0.5pct。

圖 22: 社會消費品零售總額同比增速有所下降



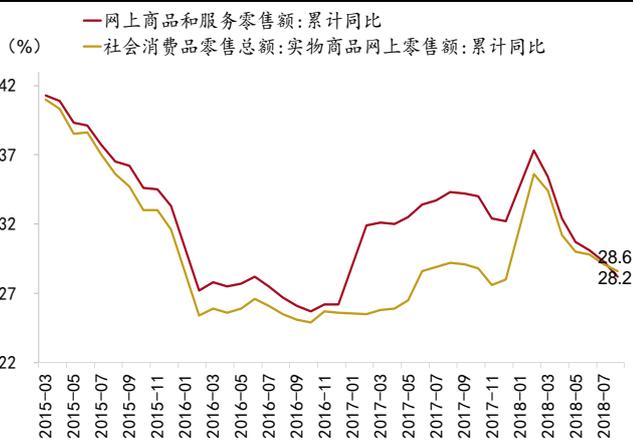
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 23: 人均可支配收入下降拉低消費需求



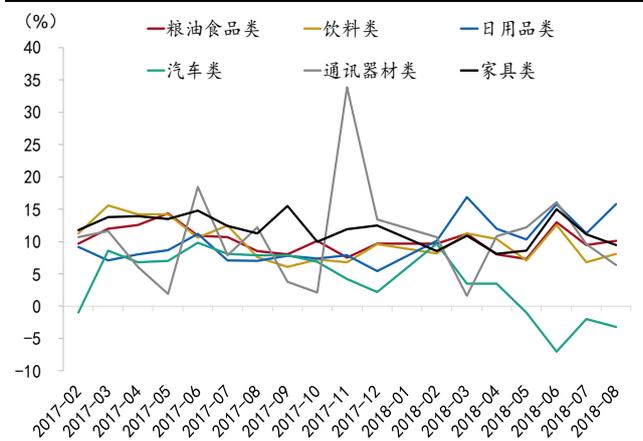
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 24: 網上零售同比增速繼續下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 25: 可選消費增速降幅大，必選消費增速降幅小



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

收入增速下滑拖累消費，地產擠出效應顯著。房產銷售增加居民杠杆，財富擠出效應持續作用于消費，加大了消費升級的阻力，是近期消費疲軟的直接原因。收入是決定消費長期走勢的本質因素，近期居民人均可支配收入增速下降是消費疲軟的本質原因，減稅降費效果短期內并不顯著，并未對消費增速起到提振。

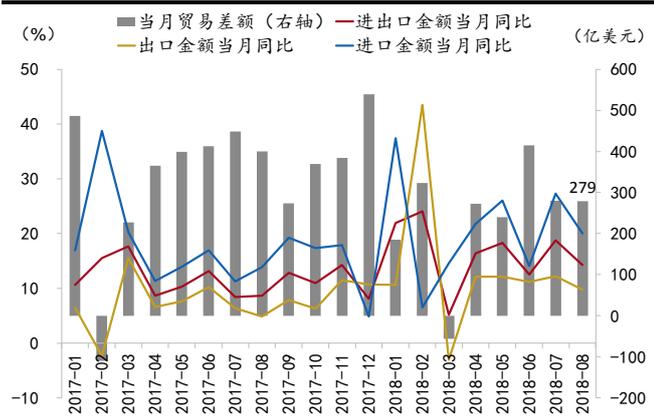
消費何時升級，有賴于供給的改善和升級。近期社會消費品零售總額增長乏力，引起對消費降級的討論和擔憂。首先，消費升級是消費結構升級和層次提高，并不是購買商品總金額的快速提升，消費升級確實與居民可支配收入息息相關，但更有賴于供給的改善和升級。其次，社會消費品零售總額僅包含了商品消費，未包含服務消費（含虛擬消費），無法全面度量消費。事實上，商品消費金額增速下降，但消費對 GDP 增長的貢獻大幅上升，指向服務消費大幅上升。

4. 貿易：進出口回落，未來將承壓

進出口有所回落，但仍保持高位。8月進出口金額 4,070 億美元，當月同比增速 14.3%，較上月下降 4.5pct，弱于預期。其中出口金額 2,174 億美元，進口金額 1,895 億美元，實現貿易順差 279.1 億美元，較上月下降 1.4 億美元。出口金額當月同比增長 9.8%，較上月下降 2.4pct，進口金額當月同比增長 20%，較上月下降 1.4pct。

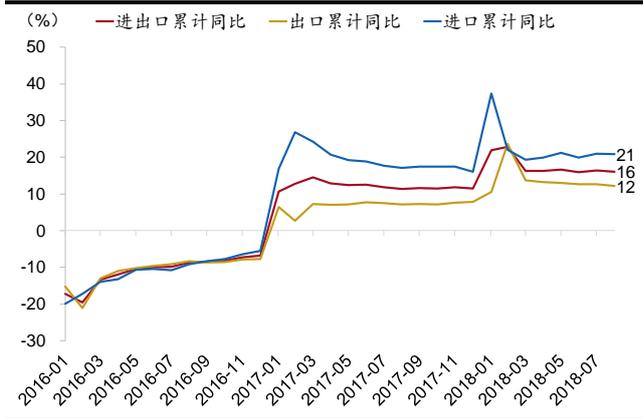
8月出口增速有所下降，但同比增長依舊不低，可能主要受到貿易摩擦升級下貿易商“搶跑”的影響。分地區來看，我國對美國、東盟、金磚國家出口增速提高，對歐元區、日本出口增速下降。美國經濟增長向好，需求旺盛，同時由于感恩節、聖誕節的臨近，居民消費增加刺激進口。由于中美貿易摩擦升級在即，8月美國貿易商可能抓緊備貨，使得我國對美出口增速仍維持在較高水平。歐元區、日本、英國 PMI 呈下滑趨勢，邊際需求下降，對出口影響也于8月開始顯現。

圖 26: 進出口貿易超出預期



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

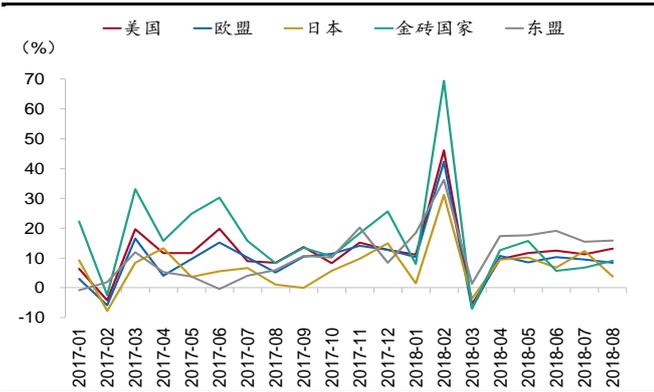
圖 27: 進口累計同比上漲，出口累計同比小幅回落



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

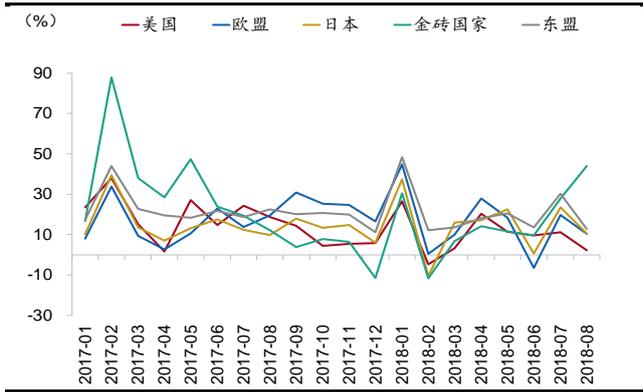
受關稅下調支撐，8 月進口增速仍在高位，但已開始回落。雖然 7 月開始部分進口產品關稅有所下調，但國內需求趨勢性下滑，疊加 7 月大量進口透支了部分需求，使得 8 月進口增速較 7 月出現回落。隨著中美貿易摩擦進一步升級，第二批互加關稅清單已于 8 月生效。受此影響，我國對美國的進口 8 月同比增速已有所回落。8 月我國對金磚國家進口增加，可能源自對俄羅斯能源類產品進口增加及對巴西農產品進口增加。

圖 28: 對美國、東盟、金磚國家出口增速提升



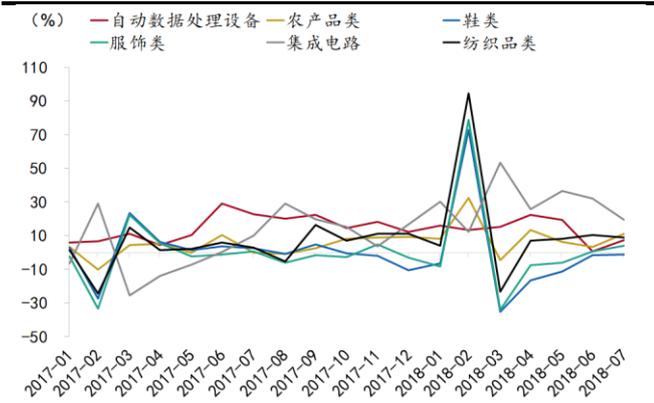
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 29: 對金磚國家進口增速提升



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 30: 數據處理設備、農產品、服飾出口增速上升



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 31: 人民幣匯率波動對出口提振有限



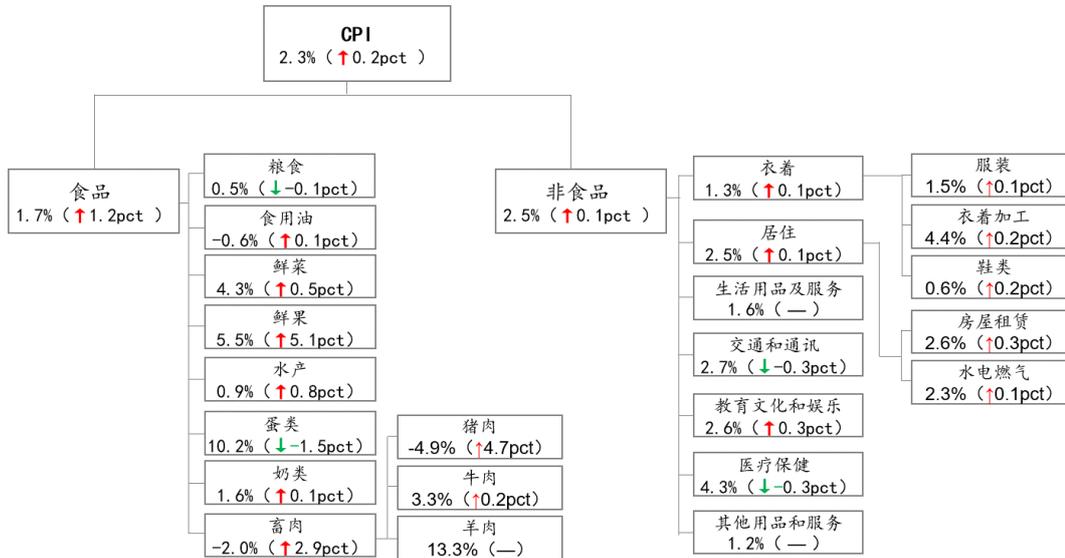
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

貿易摩擦升級導致的進出口壓力或將于四季度顯現。特朗普于 9 月 8 日表示，已經準備好了額外 2,670 億美元針對中國商品加征關稅的清單。9 月 17 日，美國進一步公布第二批次。隨著美國中期大選的臨近，貿易摩擦可能進一步升級，中美貿易摩擦走勢至少在“習特會”之前都難見分曉。歐元區、日本進一步復蘇的動力減弱，對其出口貿易不容樂觀。本輪新興經濟體危機正當時，後續若繼續蔓延，將繼續對我國出口形成衝擊。從我國 PMI 新出口訂單連續回落來看，目前出口增速不低因前期訂單擠壓與貿易搶跑，出口的兩位數增速難以維持。

5. 通脹：CPI 有所抬頭，PPI 小幅回落

圖 32: 8 月 CPI 結構一覽

注：括号内数值表示该指标同比增速当月初较上月的变化

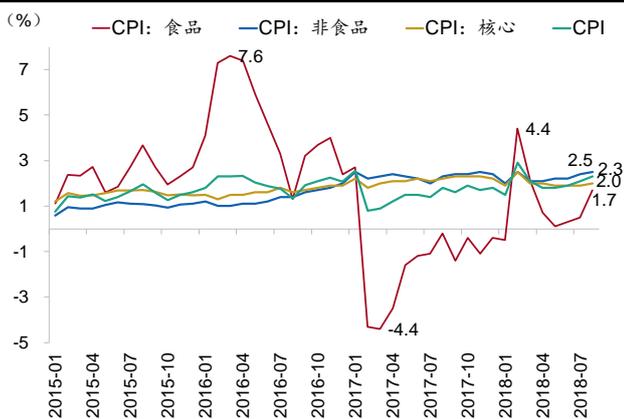


資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

CPI 有所抬頭，通脹壓力漸增。8 月 CPI 當月同比增長 2.3%，較 6 月增加 0.2pct；環比增長 0.7%，較 6 月增加 0.4pct。CPI 溫和走高主要由食品項上漲推動。分項來看，食品價格同比增長主要由蔬菜、雞蛋和豬肉拉動，非食品價格主要由房屋租賃價格拉動。近期豬肉在豬瘟影響下價格回升，蔬菜價格在季節性因素疊加水災影響下開始上漲，同時高溫天氣影響雞蛋生產，因此食品項價格壓力較大。

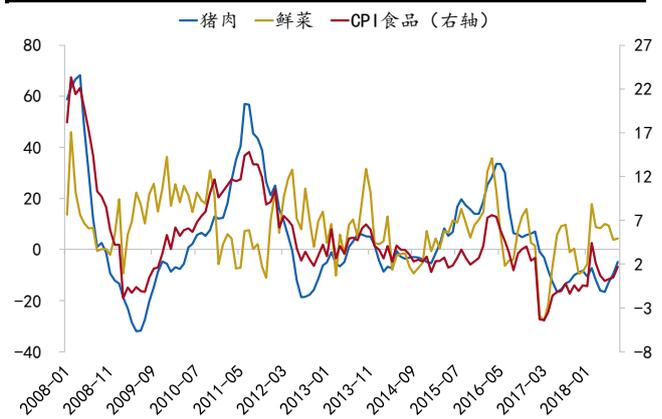
受食品價格上漲推動，未來 CPI 仍將上行。展望後期，雖然蔬菜價格有望隨著季節因素漲幅回落，部分改善 CPI 壓力，但 9 月多種因素仍將帶來通脹壓力：中秋節提振消費、豬肉價格持續上漲、貿易摩擦升級推升糧食價格、後期春季受災的蘋果等果類即將上市等。預計 9 月 CPI 同比增速約為 2.3%。

圖 33: 食品價格推動下，CPI 有所抬升



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 34: 蔬菜、豬肉等帶動食品價格上漲



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

非洲豬瘟疫情主要通過影響豬肉供給而影響豬肉價格。具體可以分為以下幾種情形：

(1) 若後續豬瘟疫情範圍迅速擴大，發生大規模生豬感染，為擴散疫情而採取撲殺措施，則生豬供給減少，豬肉價格快速上升。而在價格上升後，養殖場補欄能繁母豬，13 個月後第一批生豬出欄。因此豬肉價格呈現先漲後跌，漲價時長可能至少持續 13 個月。

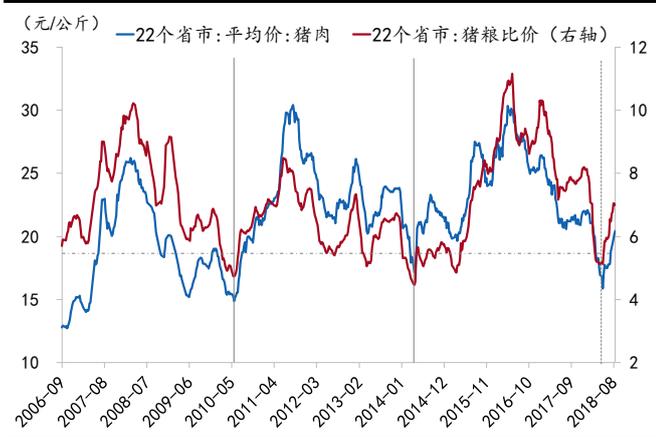
(2) 若後續豬瘟疫情繼續發酵，導致養殖場進入“出欄恐慌”，養殖場為了在受到疫情波及前減少損失，加快生豬出欄，則供給會在短期內急劇上升，使得豬肉價格迅速下降。當短

期因素消散後，市場豬肉供給相對不足，則豬肉價格會快速上漲，豬肉價格呈現先跌後漲趨勢。

(3) 若疫情的擴散影響養殖場信心指數，部分養殖場或退出，推升豬肉價格。

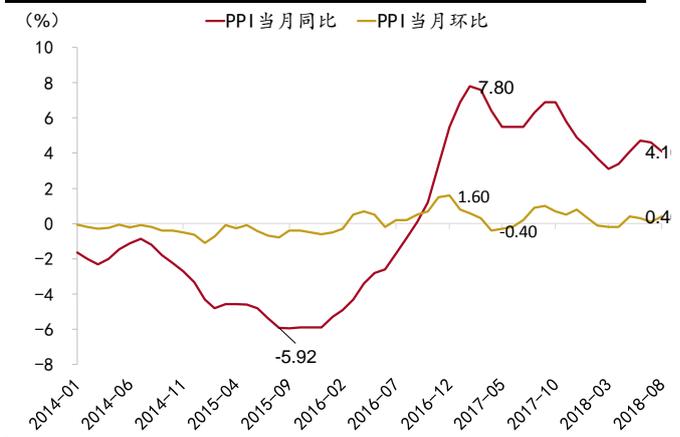
(4) 若後續豬瘟疫情得到有效控制，則短期內市場供給不變，豬肉價格相對平穩。

圖 35: 2006 年 9 月以來共有三個豬週期



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 36: PPI 同比增速小幅下滑

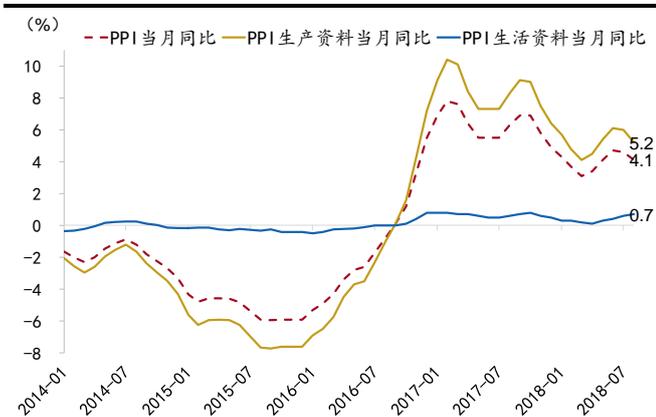


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

PPI 增速小幅回落，工業產品價格穩定。8 月 PPI 當月同比增長 4.1%，較 7 月下降 0.5pct。生活資料價格當月同比增長 0.7%，較上月提高 0.1pct；生產資料價格當月同比增長 5.2%，較上月下降 0.8pct。工業品價格上漲態勢弱化，仍然受終端需求增長乏力的影響。

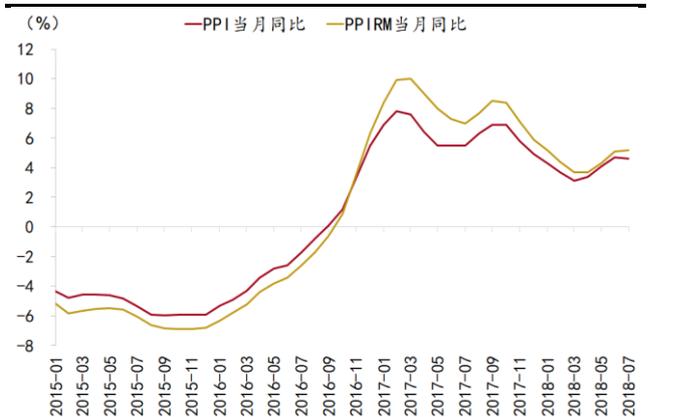
受環保限產政策邊際鬆動影響，未來 PPI 可能持續回落。近期，新華社及多地發文表示莫讓“一刀切”坑了污染防治，反對環保限產“一停了之”，需要實施差別管控。受此影響，黑色、能源產品供給將增加，PPI 可能將有所回落。

圖 37: 生產資料價格增速下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

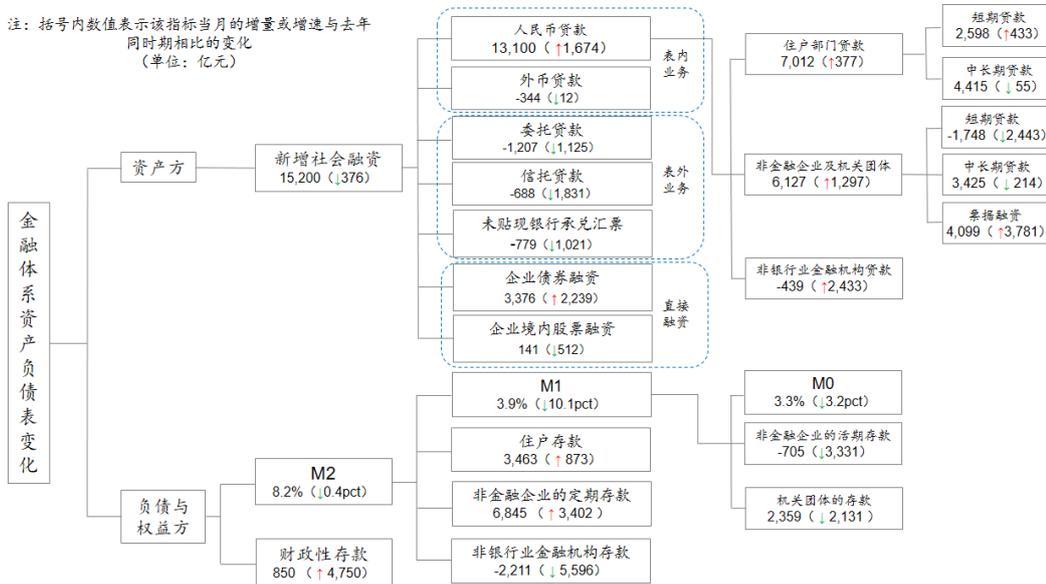
圖 38: PPIRM 同比增速高于 PPI



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

III. 貨幣金融：社融走弱，資金寬鬆

圖 39: 8 月中國主要金融指標一覽

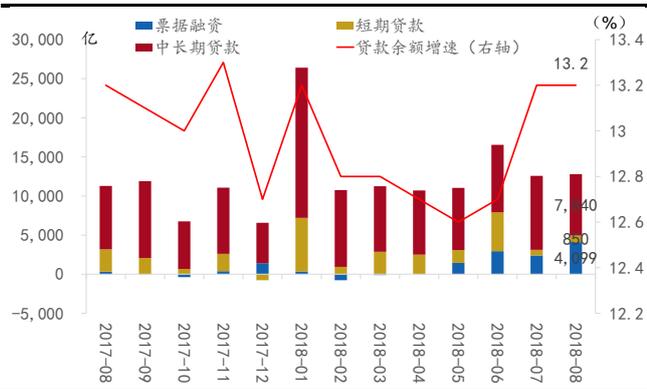


資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

1. 信貸邊際走弱，票據融資持續上升

8 月末，人民幣貸款餘額同比增長 13.2%，與上月末持平，較社融增速高 3.1pct。當月新增人民幣貸款 1.28 萬億，同比多增 1,900 億，但環比下降 1,700 億。在新增短期貸款、中長期貸款同比下降情況下，票據融資連續三個月大幅上升，當月新增 4,099 億元，較上年同期多增 3,780 億元。

圖 40: 近期貸款增速上升，票據增加較多



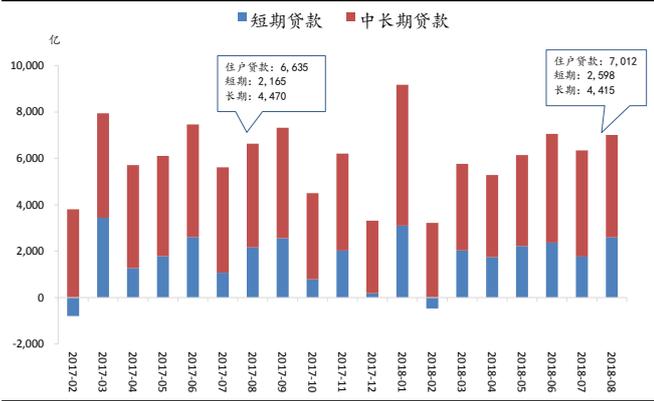
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

分部門看：

(1) 企業部門貸款相對較弱。8 月非金融企業新增貸款為 6,127 億，其中短期貸款減少 1,748 億，中長期貸款增加 3,425 億，票據融資增加 4,099 億。企業中長期貸款創年初以來新低，反應出實體經濟融資需求依然不強；票據融資連續三個月大幅上升，這與 6 月份以來票據貼現利率持續下行，票據融資需求上升以及表外票據融資回表等因素有關。

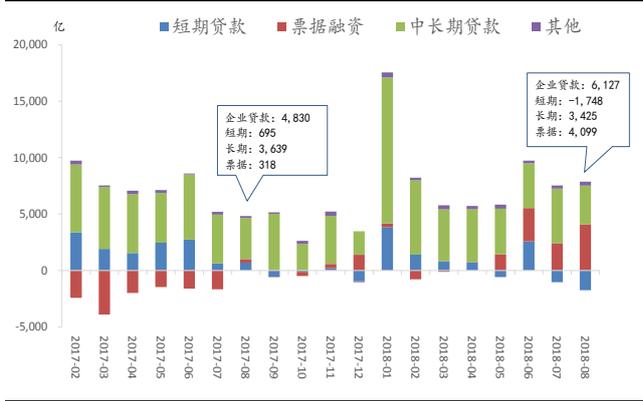
(2) 居民部門貸款有所增加。當月居民貸款新增 7,012 億，其中，中長期貸款新增 4,415 億，表明居民購房需求仍然相對旺盛；短期貸款新增 2,598 億，或與近期部分金融機構加大消費貸營銷力度有關。

圖 41: 8 月份新增人民幣貸款: 居民戶



資料來源: 萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 42: 8 月份新增人民幣貸款: 非金融企業

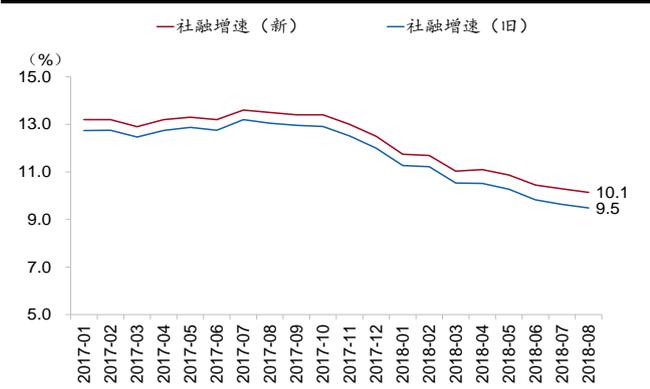


資料來源: 萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 表外融資邊際修復，社融整體仍然低迷

今年以來，在表外監管強化、地方政府隱性債務清理等多項去杠杆政策疊加影響下，整體信用收縮壓力明顯加大，社融增速出現較明顯下行。在新統計口徑下，8 月末社融規模存量 188.8 萬億，增速回落至 10.1%，較上月下降 0.2pct，與我們的預期一致。在舊口徑下（剔除 ABS 和貸款核銷），8 月末社融規模存量同比增長 9.5%，已連續三個月處於個位數增長。

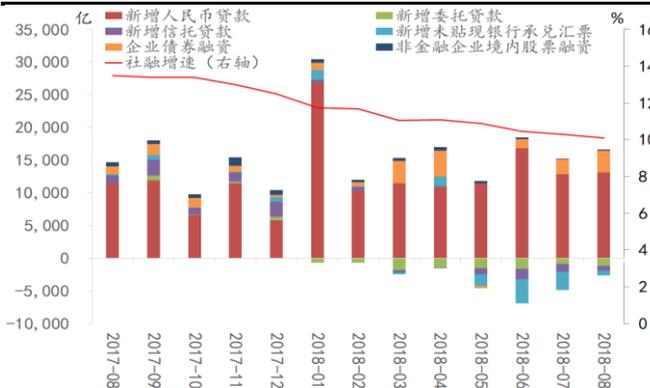
圖 43: 8 月新、舊口徑社融低位增長



資料來源: 萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

8 月社融增量為 1.5 萬億，超出市場預期，指向“寬信用”政策下表外融資渠道有所修復。其中，委托、信托、未貼現銀行承兌匯票合計減少 2,670 億，降幅有所收窄；債券淨融資則增加 3,376 億。未來表外融資和債券融資或將持續修復，對社融形成一定支撐，不過社融餘額增速反彈，仍有待占據社融絕對比重的信貸增長放量，這需要貨幣政策傳導渠道進一步理順，貨幣市場相對充裕的流動性轉化為銀行對實體經濟的融資。

圖 44: 社融餘額增速持續下滑，表外融資有所修復



資料來源: 萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

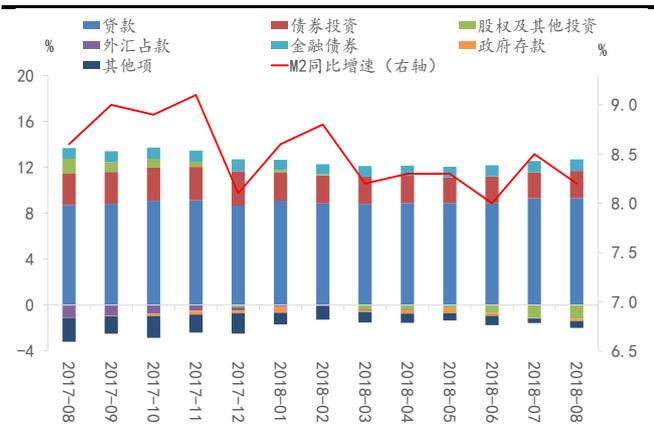
3. M2 增速維持低位，存款派生仍然乏力

8 月末 M2 餘額 178.9 萬億元，同比增長 8.2%，較上月回落 0.3pct，比我們預測數據略低 0.1pct。M1 增速則下探至 3.9%，創下 2015 年 5 月以來新低。

M2 增速自上月短暫回升後繼續回落，一方面由于地方債發行加快，財政存款增加較多，另一方面則是因爲存款派生疲弱，折射出融資需求走弱的困境。據測算，8 月末，信貸派生對 M2 貢獻度與上月末基本持平，均爲 8.8% 左右，財政存款與未計入 M2 口徑的其他項貢獻率分別回落 0.1pct 和 0.2pct，成爲拉低 M2 增速的最主要因素。

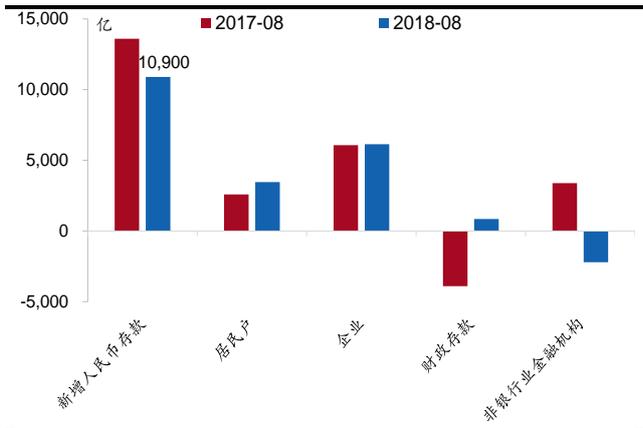
非銀金融機構存款下降拖累存款派生。分部門看，人民幣存款增加 1.09 萬億，同比少增 2,729 億元。其中，住戶存款增加 3,463 億，非金融企業存款增加 6,139 億，財政性存款增加 850 億，非銀行業金融機構存款減少 2,211 億。非銀行業金融機構存款同比多減 5,596 億，成爲存款派生乏力的主要拖累項。

圖 45: M2 派生結構分解



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 46: 存款派生仍然乏力



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

新增社融超預期而 M2 增速低於預期是本月金融數據的一大特徵。

其中的原因主要包括：

(1) 非銀機構貸款減少不影響社融增量，但拖累了貨幣派生速度，壓低了 M2 的增長。受流動性持續寬鬆、債市調整以及強化實體經濟支持力度等影響，8 月份非銀金融機構貸款意願降低，當月減少 439 億元，而上月則增加了 1,580 億元。

(2) 表外融資降幅收窄減緩了社融繼續大幅下滑的壓力，但在資管新規等監管要求下，表外業務派生 M2 的能力大幅減弱。7 月以來，監管部門邊際調整了信托等表外監管力度，受此影響，8 月份表外融資雖然繼續收縮，但降幅已有所收窄，當月合計減少 2,670 億元，較 5-7 月分別少減 2,200 億元、4,200 億元和 1,500 億元。

(3) 8 月地方債發行放量，全月發行 8,830 億，資金上繳國庫使得商業銀行存款下降，財政存款上升，壓低了 M2 的增速。

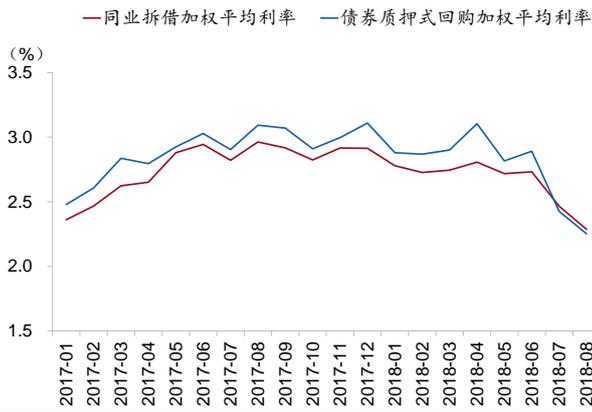
(4) 企業債券融資回升有力支撐了社融增量，但部分債券融資由非銀機構直接投資，也不派生 M2。8 月份，企業債券融資同比多增 2,200 億元，債券市場融資能力有所恢復。

4. 流動性繼續寬裕，利率再現倒挂

8 月央行加大了流動性供給力度，對沖地方債發行壓力。當月央行通過 MLF、公開市場操作、國庫定期招標等方式累計淨投放 3,190 億元。尤其是中下旬，爲配合地方債發行和月中的繳稅需求，央行加大了流動性投放的力度，特別是中長期流動性，通過 MLF 釋放流動性 1,490 億，通過國庫定存現金釋放流動性 2,200 億，共合計 3,690 億。

市場流動性持續寬鬆，資金利率繼續小幅回落。8 月份同業拆借加權平均利率和質押式回購利率分別爲 2.29%、2.25%，均較上月末回落 18bp。受流動性持續寬鬆以及貨幣政策傳導機制不暢等因素影響，仍有大量資金堆積在銀行間市場。R007 與 DR007 月內多次跌破央行操作利率。

圖 47: 同業拆借、質押式回購利率下行



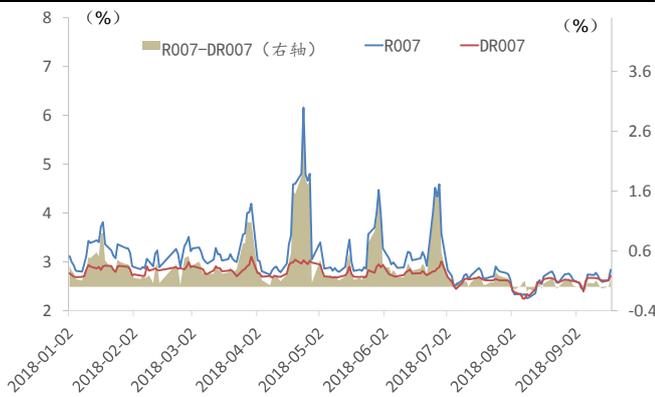
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 48: 央行多種操作增加流動性



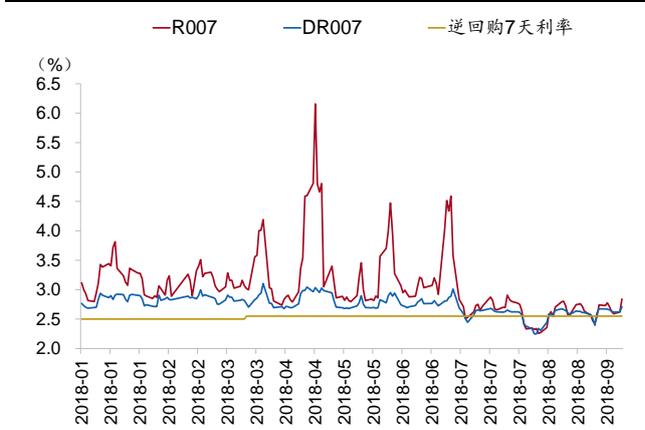
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 49: R007、DR007 倒掛



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

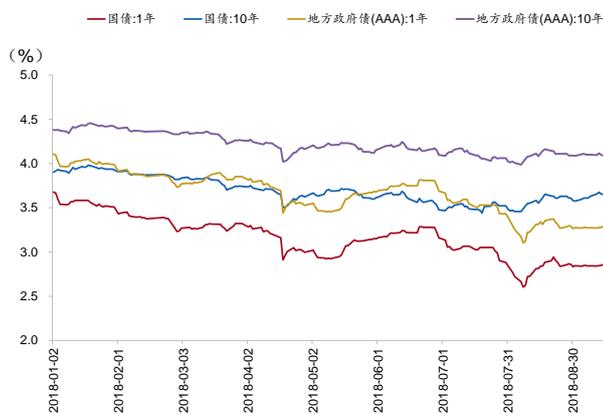
圖 50: R007、DR007 兩度跌穿 7 天回購利率



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

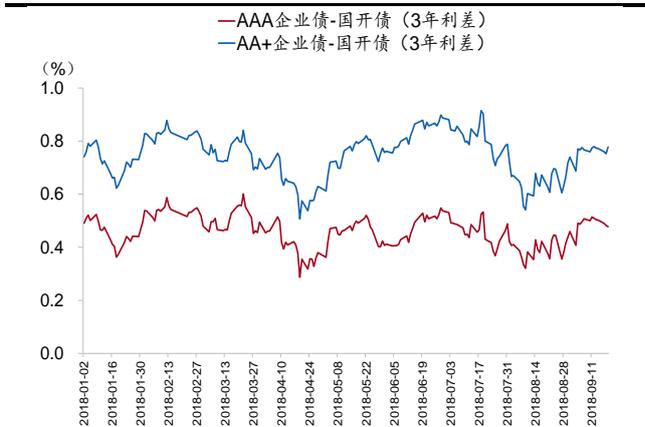
國債利率小幅上行，信用利差有所擴大。受地方債發行加快和基建投資預期回升等影響，10 年期國債利率由月初 3.46% 逐漸上升至 3.65% 左右（8 月 17 日）。此後隨著央行加大流動性投放，國債利率開始趨于穩定，10 年期國債利率維持在 3.6% 左右波動，8 月 31 日為 3.58%。受地方債加速發行對企業債的擠出效應影響，企業債利差有所擴大。8 月末，3 年期 AAA 級、AA+ 企業債與國開債利差分別 0.46%、0.74%。

圖 51: 國債、地方債收益率上行



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 52: 企業債利差走擴



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

5. 金融數據前瞻

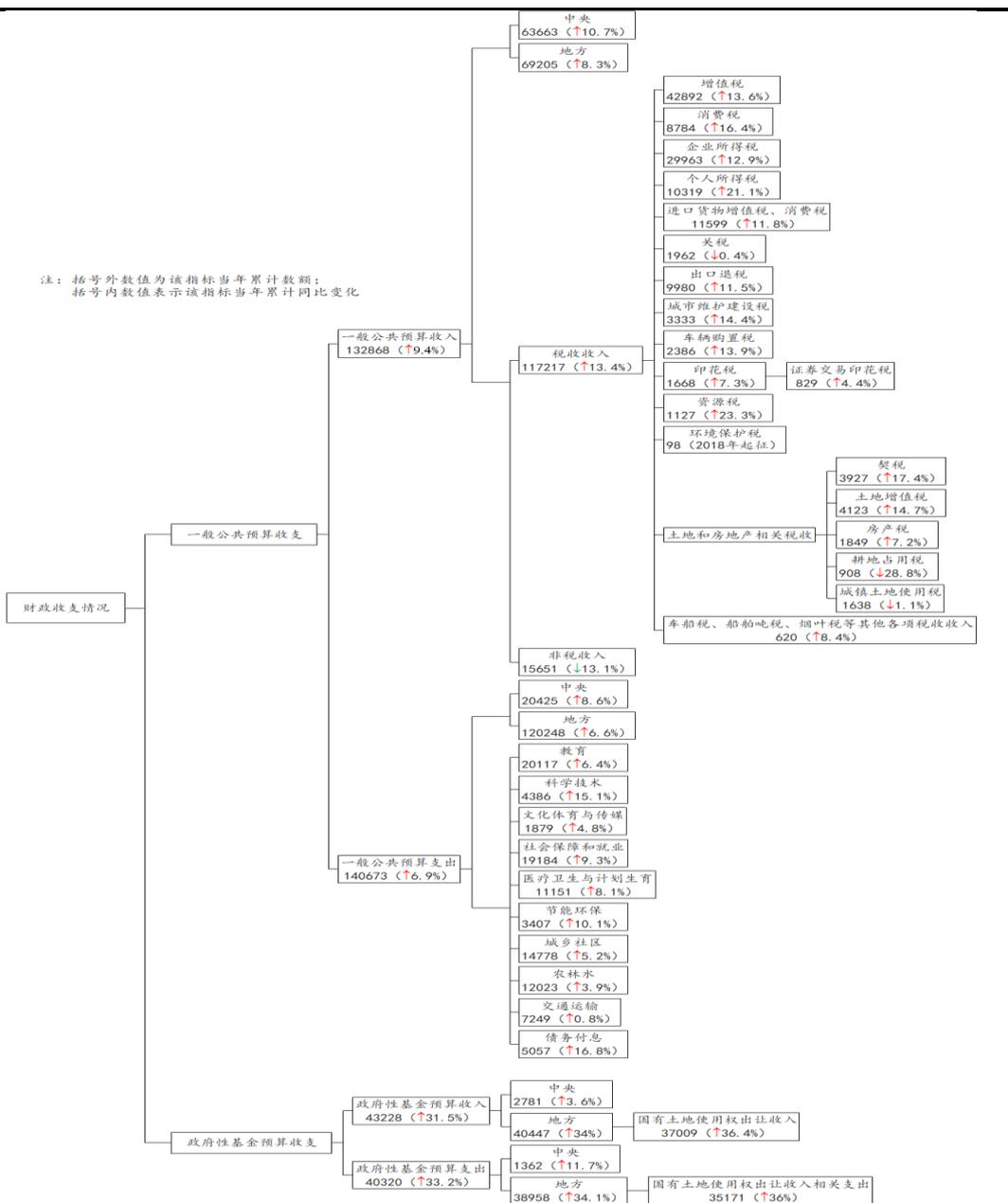
前瞻地看，未來信貸增速或將有所回落，結構難言改善。經濟下行壓力加大使得銀行風險偏好下降，開始“惜貸”，將信貸資源集中投向優質企業，但這部分企業面臨的資金供給相對充裕，信貸需求邊際下降。調研顯示，目前部分銀行信貸額度已出現“富餘”。

儘管“寬貨幣、穩信用”的政策料將延續，但經濟下行的大背景下企業有效融資需求偏弱，廣義信貸擴張動力不强將使得存款派生受限，短期內 M2 可能仍將在略高于 8% 的低位小幅波動。

隨著政府部門加大基建投資力度以及表外融資監管邊際鬆動效應的繼續顯現，社融增速的下行壓力將有所緩解，但在結構性去杠杆以及房地產調控強化的宏觀背景下，社融大幅上行的動力依然不强。

IV. 財政收支：減稅降費主線不變，財政支出有待發力

圖 53: 8 月中國主要財政指標一覽 (億元)



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

1. 財政收入：降費成效顯著，減稅政策待發力

財政收入增速延續放緩趨勢，減稅降費效果逐步顯現。8月份，全國一般公共預算收入同比增長僅4%，已連續三個月低於GDP同比增速，同時，1-8月累計同比增速降至9.4%，這也是今年財政收入增速首次跌破兩位數。而隨著中央一系列減稅降費政策在下半年逐步落地，一般公共預算收入增速未來可能進一步放緩。

非稅收入下降明顯，“放管服”（簡政放權、放管結合、優化服務）改革成效明顯。8月份，全國一般公共財政收入中非稅收入同比下降10.1%，累計同比下降13.1%，為所有公布財政數據中下降幅度最大的一項。自2016年下半年國務院啟動“放管服”改革以來，政府非稅收入下降明顯，截至今年8月，非稅收入已連續11個月同比負增長，連續12個月累計同比負增長，改革成效明顯。

圖 54: 一般公共財政收入增速放緩



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 55: 非稅收入增速下降明顯



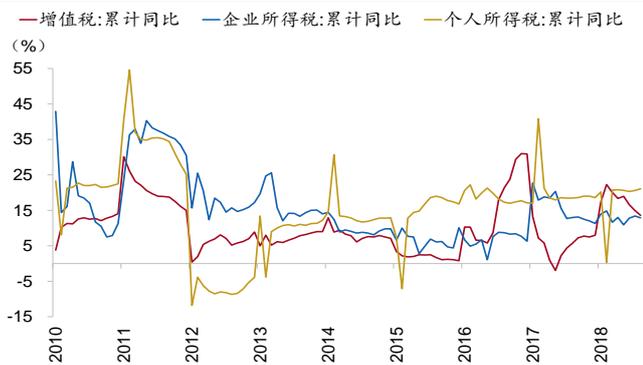
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

減稅降費亟需“減稅”端發力。1-8月份，我國稅收收入累計同比增長13.4%，其中占比最大的增值稅、企業所得稅、個人所得稅分別累計同比增長13.6%、12.9%和21.1%，均高於財政收入累計增速，更大幅高於GDP增速。雖然非稅收入增速下降明顯，但由於其平均僅占我國一般公共預算收入的10%左右，因此若要真正實現為企業、個人減負，還需要政府在“減稅”端持續發力。不過由於增值稅降低稅率等政策實施是在5月之後，新版個稅法實施需在10月1日以後，因此“減稅”效果將在未來逐步顯現。

受進出口增速下降影響，關稅收入有所下降。8月份，我國進口、出口增速較上月環比下降2.4%和7.3%，受此影響，8月份我國關稅增速同比下降6.2%，金額也較上月下降12億元至248億元，總體延續了2017年初以來的下降趨勢。未來受中美貿易摩擦對我國進出口的影響，關稅收入或將進一步下降。

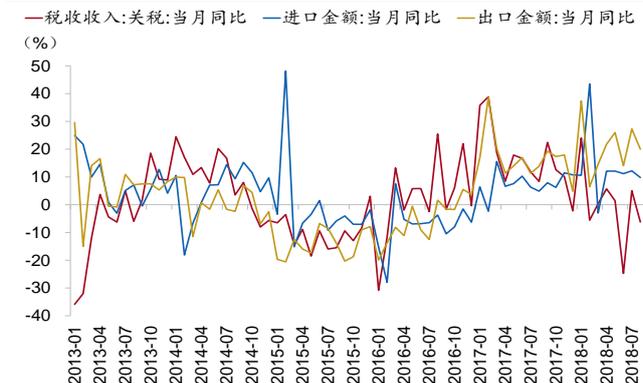
出口退稅力度有所加強。8月份，我國出口退稅總計1293億元，同比增長24.1%，1-8月份，出口退稅總計9980億元，累計同比增速11.5%。在政治局會議“穩外貿”的定調下及減稅降費的財政政策主線指導下，加強對外貿企業出口退稅的力度可以更好落實減稅降費政策，降低生產成本，預計出口退稅力度在四季度會進一步增強。

圖 56: 主要稅種增速依舊處于高位



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

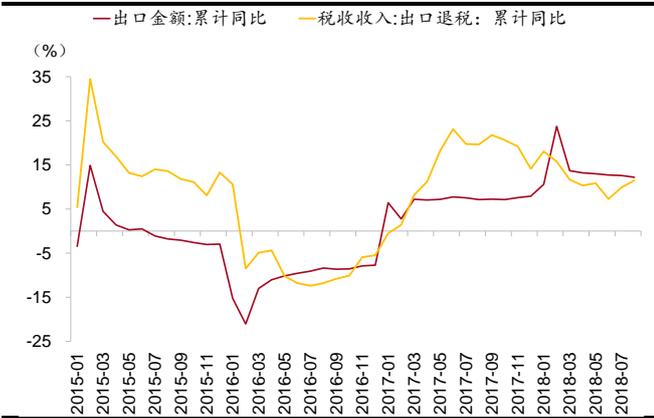
圖 57: 主要稅種增速依舊處于高位



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

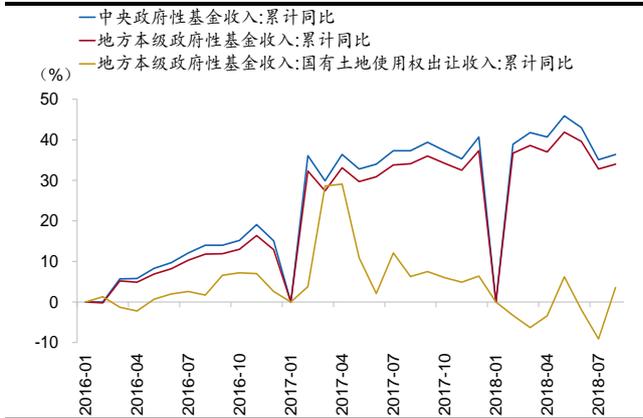
國有土地使用權出讓收入增長迅猛，對沖一般公共預算收入增速下降。1-8 月份，全國政府性基金預算收入同比增長 31.5%（中央和地方同比分別增長 3.6%和 34%），地方國有土地使用權出讓收入同比增速達到 36.4%，延續了 2015 年中以來的持續高速增長態勢。在以減稅降費為主線的財政政策背景下，增加國有土地使用權出讓收入無疑將成為政府緩解財政壓力的有效手段。同時，在對房地產調控基調未現鬆動的情況下，加快國有土地出讓也必然成為地方政府穩房價的必然選擇。

圖 58: 出口退稅增速上行



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 59: 國有土地出讓收入增長迅猛



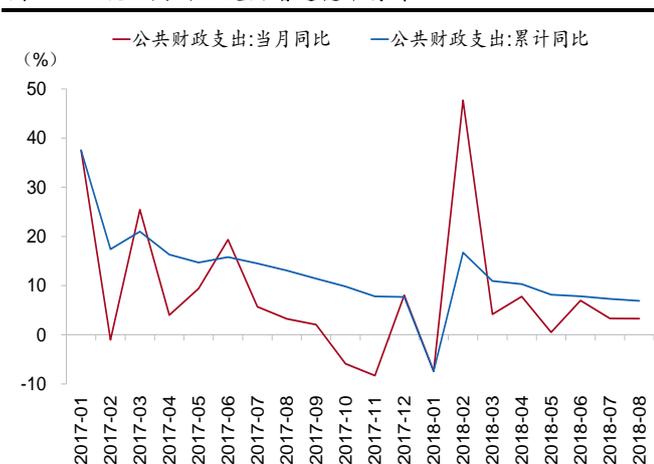
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 財政支出：積極力度待加強，中央地方有分化

財政支出總體不够“積極”。8 月份，全國一般公共預算支出 15,137 億元，同比增長 3.3%，較 7 月微降 0.02pct。1-8 月份，全國一般公共預算累計支出 14,0673 億元，同比增長 6.9%，環比下降 0.4pct，明顯低於近年財政支出的中樞水平，并創年內累計增速新低，財政支出尚未呈現“積極”姿態。

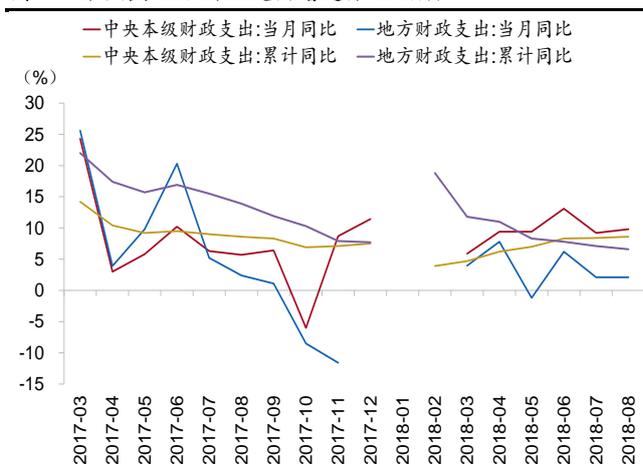
中央、地方財政支出增速分化較為明顯，地方財政有待進一步發力。8 月份，中央一般公共預算本級支出 2,513 億元，同比增長 9.8%，較上月上升 0.6pct；地方一般公共預算支出 12,624 億元，同比增長 2.1%，與上月持平。1-8 月份，中央一般公共預算本級支出 20,425 億元，同比增長 8.6%，較上月累計回升 0.2pct；地方一般公共預算支出 120,248 億元，同比增長 6.6%，較上月累計下降 0.5pct。從趨勢上看，地方財政支出增速呈下滑走勢，而中央財政支出增速則穩步回升，中央、地方財政支出增速走勢明顯分化。

圖 60: 一般公共財政支出增速穩中有降



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 61: 中央與地方財政支出增速分化明顯



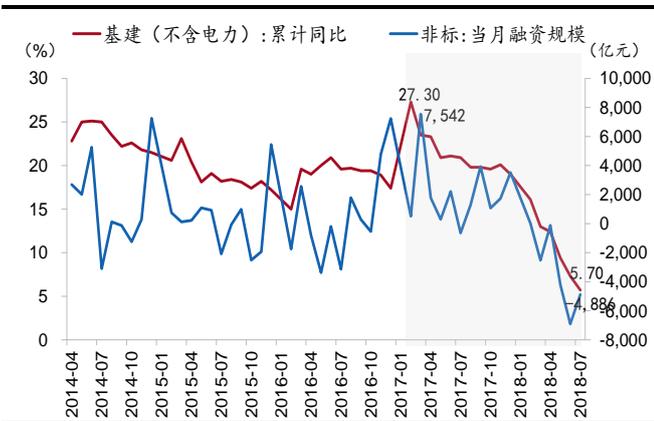
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

3. 基建投資：融資渠道受限，刺激效果滯後

基建投資融資渠道多數受限。在上半年財政支出增速下降明顯，基建投資增速（不含電力）快速下滑的背景，7月23日國務院常務會議及7月31日政治局會議明確積極財政和基建補短板的政策主線，但從基建投資的資金來源看，自籌資金中，預算內資金、國內貸款、利用外資的融資額及增速都較為穩定；非自籌資金中，政府性基金融資額及增速也較為穩定。而受金融去槓桿及金融嚴監管的影响，目前通過發行城投債、PPP項目及非標等渠道進行融資受限較多，而地方政府專項債無疑將成爲下半年基建投資的主要資金來源。

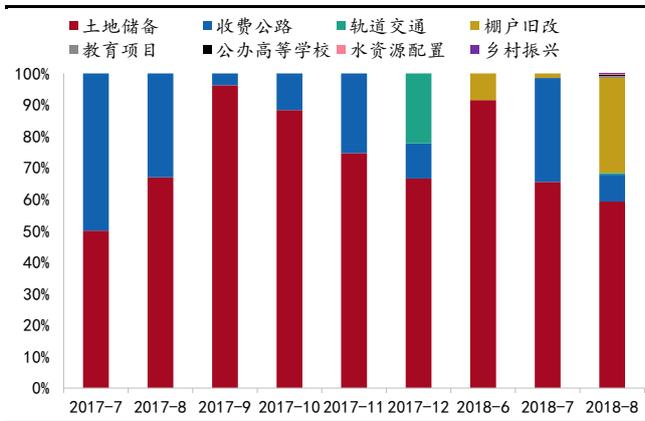
基建投資對經濟的短期拉動作用有限。7月底政治局會議以來，地方政府專項債發行明顯提速，預計四季度發行速度將進一步加快。從專項債的具體構成來看，土地儲備專項債占比一直較高，6-8月的占比都在60%以上，但土地開發的前期作業，即土地一級開發費用并不包括在固定資產投資的核算範圍內。而且，收費公路、棚改、軌道交通等項目都要求政府有配套資金，且項目期限多在3-10年，因此，地方政府專項債發行提速會對基建投資增速形成利好，但短期只能部分對沖經濟下行壓力，對經濟的拉動效果將被“稀釋”。

圖 62: 非標受限對基建資金來源形成約束



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 63: 土地儲備專項債占比較高

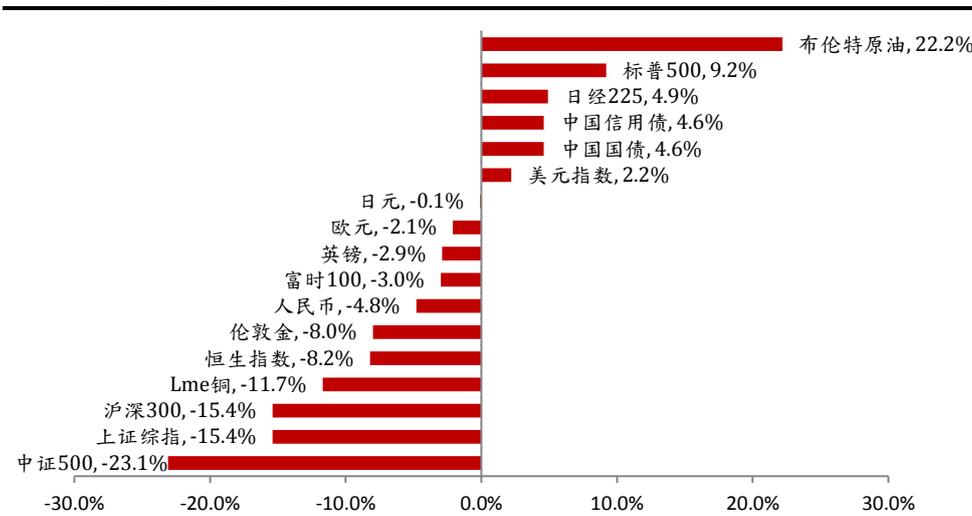


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

V. 投資策略：風險偏好變化，股債或現輪動

1. A 股市場：風險偏好有觸底跡象，或出現吃飯行情

圖 64: 主要大類資產絕對收益排名



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究（截至9月24日）

風險偏好有觸底的初步迹象

進入3季末，資本市場出現了風險偏好觸底的初步迹象，A股出現反彈，債市表現偏弱。

風險偏好觸底的迹象主要表現在，美國宣布對華實施新一輪2,000億美元商品加征關稅，且中國對600億美元美國商品反擊後，A股并未像前幾個月那樣表現的風聲鶴唳大幅下跌，而是自底部強勁反彈，連拉三根陽綫，A股對貿易摩擦升級似乎已經脫敏。

我們認為，這一變化是由多重因素導致的：

(1) 從一般的解釋上，這可以理解為市場對貿易摩擦升級的利空已經有了提前消化，當新一輪互征關稅出臺後，A股將其理解為短期的利空出盡，因而出現反彈。

(2) 在上一期月報中我們提出，政策轉向將帶來築底機會。近期，多個部委出臺了一系列積極措施，對沖貿易摩擦升級帶來的經濟下行壓力，具體包括：中共中央、國務院發布《關於完善促進消費體制機制，進一步激發居民消費潛力的若干意見》，讓消費者“能消費”“願消費”“敢消費”；國務院常務會議強調降稅減費，力爭不增加企業和居民負擔；發改委召開會議強調加大基建穩投資的力度等，這些措施不僅是穩增長政策的具體落實，而且對近期市場關注的消費降級、社保徵收改革可能加大企業負擔等擔憂做出了回應。這些措施對提振市場信心帶來了正面作用。

(3) 中證登發布了修訂後的《特殊機構及產品證券賬戶業務指南》，賦予銀行理財平等的開戶主體資格，從賬戶層面消除了銀行理財權益類投資的障礙，簡化了銀行理財進入股市的渠道，解開了資管新規下銀行理財委外投資所面臨的一層嵌套開戶約束，雖然短期內銀行理財受風險約束、淨值波動率控制等因素制約，權益配置難以實質性上升，但長期來看有利于加大理財資金投股票的規模，打開了市場想像空間。

(4) 經歷了持續下跌後，A股情緒已經極度低迷，無論是成交量屢創地量，還是基金發行困難，都顯示A股情緒已近底部，且A股無論絕對估值還是相對估值都已經處於較低水平，估值吸引力繼續提升，此時任何利好因素都會觸發反彈動能的釋放。

因此，相較于3季度，A股在4季度不妨可以看的相對積極些，進入震蕩築底的可能性在上升。

A股定義為反轉的條件尚不充分

那麼，A股當前更有可能是反彈還是反轉呢？我們認為定義為反彈的安全性更高，定義為反轉仍缺少充分條件，主要原因如下：

(1) 風險偏好實質性回升的條件尚未達成。我們在上一期評論中提出，風險偏好的拐點依賴于兩個條件：一是中美貿易摩擦升級實質性的緩和，目前看，中美貿易摩擦升級仍走在對抗和擴大化的道路上，兩國也沒有進行有意義的談判或接觸，中國還退出了原定舉行的中美談判；二是銀行信貸放量，從3季度已經公布的數據看，銀行信貸同比增長有限，且有通過短期信貸來衡量的特點，表內信貸增長未能彌補表外融資的收縮，這并不利于穩定經濟增長前景。

(2) 貿易摩擦升級的影響尚未充分體現。由于第一輪關稅措施僅500億美元，且貿易商預期充分，將進出口行為提前，因而市場從單純的貿易數據中對加征關稅的影響感受不明顯，而第二輪美國對華加征關稅的規模達到了2,000億美元，且後續不排除還有超過2,000億美元，其對出口部門和相關投資、就業的影響尚未體現，因此不宜盲目樂觀。一旦市場從相關數據中感受到壓力，則資本市場勢必還會進行一輪反應。

(3) 國內政策存在一定的模糊地帶，無論是刺激消費政策，還是對社保徵收改革的回應，更多仍是停留在原則層面，缺乏清晰的可操作細節，市場的疑慮尚未完全打消，同時，一些新的政策傳聞也在引發市場負面情緒，比如廣東省醞釀取消商品房預售制度，引發對全國範圍內取消商品房預售制度的擔憂，直接衝擊地產板塊，這些因素并不利于市場的持續反彈。

吃飯行情能走多遠

綜上所述，雖然當前難言A股已經具備反轉條件，但A股的積極因素確實正在增多，不利因素至少在邊際上出現減弱，有較大機會出現一波吃飯行情。

如果吃飯行情得到延續，則我們認為需要以下條件的配合：

(1) 流動性不會出現明顯收緊。近期央行對流動性投放仍持寬鬆態度，但 9 月超額續作 MLF，似有避免短端利率過低的意圖，但考慮到政策已轉向穩增長，4 季度流動性應不會出現超預期收緊，當然，年末的跨年資金收緊因素還是值得高度關注。

(2) 國內宏觀數據不再明顯惡化。由於穩增長政策推出已有數月，市場預期政策將會在 3 季末 4 季初逐步見效，那麼 4 季度的宏觀數據理應出現改善或至少邊際上的回暖，則吃飯行情有望走的更遠，但假如宏觀數據繼續處於惡化通道中，則市場會認為穩增長政策失效，吃飯行情可能會戛然而止。

(3) 海外風險偏好是否出現急降。無論是土耳其等新興市場再次爆發危機，還是美股等發達國家股市出現回落，都將對 A 股帶來溢出效應，則吃飯行情也將會被打斷。

圖 65: 主要大類資產絕對收益排名

發達指數	最新收盤	上周漲跌幅(%)	本月漲跌幅(%)	本年漲跌幅(%)	新興市場指數	最新收盤	上周漲跌幅(%)	本月漲跌幅(%)	本年漲跌幅(%)
道瓊斯工業指數	26562.05	2.25	2.30	7.46	上證綜指	2797.48	4.32	2.65	-15.41
納斯達克指數	7993.25	-0.29	-1.43	15.79	台灣加權指數	10972.41	0.96	-0.83	3.10
標普 500	2919.37	0.85	0.62	9.19	孟買 SENSEX30	36305.02	-3.28	-6.06	6.60
多倫多 300	16207.32	1.32	-0.34	-0.01	泰國綜指	1749.42	1.97	1.62	-0.24
富時 100	7458.41	2.55	0.35	-2.98	雅加達綜指	5882.22	0.45	-2.26	-7.45
法國 CAC40	5476.17	2.65	1.28	3.08	富時吉隆坡綜指	1800.17	0.38	-1.07	0.19
德國 DAX	12350.82	2.53	-0.11	-4.39	馬拉加綜指	7433.61	-0.41	-5.37	-13.14
意大利指數	23606.95	2.81	4.98	-2.42	墨西哥 MXX	49417.22	-0.54	-0.26	0.13
恒生指數	27465.20	2.45	-1.52	-8.20	阿根廷 MERV	33163.61	13.75	13.21	10.30
日經 225	23869.93	3.36	4.39	4.85	IPSA 智利 40	5385.65	2.01	2.19	-3.22
富時新加坡 STI	3219.16	1.78	0.18	-5.40	MSCI 全球	525.87	1.62	0.57	2.50
韓國綜合指數	2339.17	0.90	0.70	-5.20	MSCI 歐盟	205.64	2.94	1.58	-3.27
西班牙 IBEX35	9512.80	2.40	1.21	-5.29	MSCI 新興市場	1042.35	2.23	-1.29	-10.02
荷蘭 AEX	548.43	1.71	-1.79	0.71	MSCI 發達市場	2193.01	1.54	0.80	4.26
比利時 BFX	3747.22	1.76	0.17	-5.80	MSCI 亞太地區	165.15	2.61	-0.26	-4.98

資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究（截至 9 月 24 日）

2. 國內債券市場：下有底，上有頂

國內債市對利好鈍化，轉向關注增長與通脹

我們在上一期評論中提出，政策轉向穩增長後，將會限制債券收益率的進一步下行。從 9 月份的市場表現來看，這一判斷正在逐步得到驗證。

風險偏好觸底對國內股債市場的影響截然不同，國內債券市場在 9 月維持偏弱走勢，國債、國開、信用債利率均有不同程度上行，市場對年初開始的債券牛市有結束的憂慮。

其實，無論是最新一輪中美貿易摩擦升級互征關稅落地，還是 9 月公布的 8 月宏觀經濟數據，對債市而言都屬利好，都指向經濟下行壓力，但我們已經清晰地看到，上述利好對債市的影響已經鈍化。其中，8 月基建增速仍處在快速下行中，這表明穩增長尚未見到真正效果，但債市對此選擇忽視，而是更加關注 4 季度存在的基建與通脹雙抬頭的可能。

4 季度基建能否抬頭，仍有諸多不確定性，近期地方債發行提速，理論上會加強地方政府財力，進而加大基建力度，但同期地方政府的財政存款同步大幅增長，顯示地方債籌集的資金尚未轉化為投資；通脹短期有所加速，但更多是受到了短期供給側因素對食品價格的衝擊，從中長期看，通脹中樞未必會出現大幅抬升，更有可能是溫和抬升。

但顯然國內債市選擇了保守策略，在穩增長政策密集出臺之際，國內債市市場情緒正出現微妙變化，雖然這難以定義成牛熊轉換，但至少近期重現上半年牛市的可能性不大。

圖 66: 10 年期國債收益率走勢

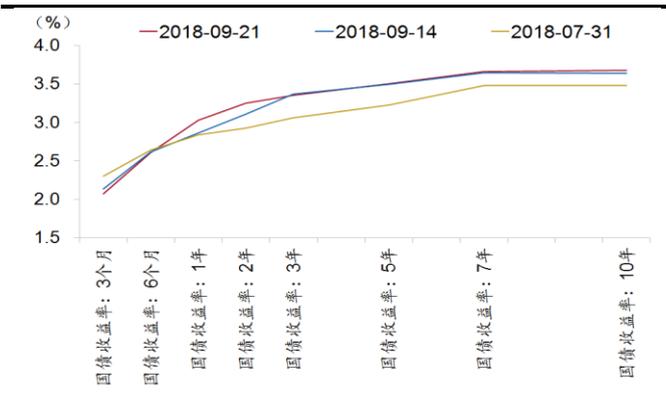


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

中美利差繼續收窄，將對利率下行構成限制

由于流動性寬鬆的延續，國債收益率曲線繼續呈陡峭化變動，短端較前兩個月還有所下行，但 1 年以上中長端則有所抬升。美國國債利率則呈現整體上移，以無風險利率衡量的中美利差進一步收窄，6 個月的中美利差一度跌破 20bp，同時，由于美債收益率曲線上移幅度更大，中長端中美利差也繼續收窄。

圖 67: 國債收益率曲線變動



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

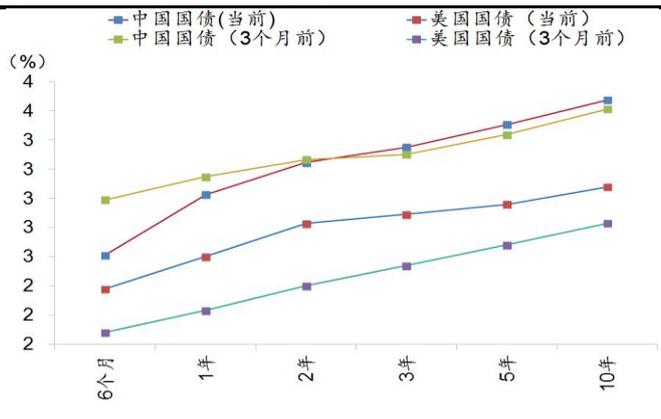
考慮到美國經濟表現依然強勁，美聯儲的加息進程無懸念的會持續到 2019 年，則美債收益率曲線料將進一步上移，而在穩增長的大環境下，中國顯著收緊流動性環境的概率不大，因此中美短端利率倒掛似乎一觸即發，其對中國利率水平、資本流動和人民幣匯率的影響值得關注。

展望四季度及明年，美元指數仍有望保持強勢甚至繼續升值，若中美短端利率屆時又出現倒掛，將帶來兩方面影響，其一是中國資本外流壓力將會上升，人民幣匯率的貶值壓力可能會加大；其二是將對國內的利率下行構成制約，央行可能難以容忍短端利率長期倒掛，市場也會揣測政策意圖，對進一步推低短端利率保持謹慎。

建議對國內債市保持謹慎操作，短期採取短久期的防守策略，對可能出現的反彈不盲目追漲，但同時也需要看到，由于通脹前景較為溫和，且本輪穩增長加杠桿的空間有限，穩增長政策在未來不太可能導致經濟強勁反彈，因此以經濟基本面考慮，未來利率大幅上升的可能性也不大，整體將呈現上有頂，下有底的格局。

換言之，如果利率在風險偏好回歸和穩增長預期下，確實出現進一步上行的話，那麼其配置價值將會逐步凸顯，屆時可考慮擇機加大配置力度。

圖 68: 中美國債收益率曲線比較



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

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）發表于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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈45及46樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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)2000年英國不時修訂之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。接收本報告之行爲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。