

经济下行压力加大，政策聚焦稳增长

——联合宏观信用观察月报（2019 年 10 月）

联合资信、联合评级宏观研究部

马顺福 王信鑫 侯睿 王妍 丁继平

摘要：

➤ 10 月中国宏观经济运行表现出供需两端同时放缓，总体经济增长继续承压的态势。猪肉价格带动的结构性通胀明显，PPI 继续下探压缩企业利润空间。社融规模超季节下降，局部性信用收缩压力显现。财政支出微缩，收支差额当月转正。

➤ 区域方面看，全国各省市经济有所分化，不平衡发展格局明显。行业方面看，下游房地产、汽车行业同比去库存明显，中游原材料行业、上游原油煤炭行业的产量和库存均有回升，除房地产、水泥外，其余行业价格水平均回落较大。

➤ 2019 年 10 月以来，面临经济增速下滑和更加严峻复杂的国内外环境，我国政府积极运用财政金融等政策工具，以“六稳”为目标，降低企业运营成本，优化企业融资环境，防范化解金融风险，激发市场活力和信心，努力改善宏观信用条件，缓解实体经济的信用压力。

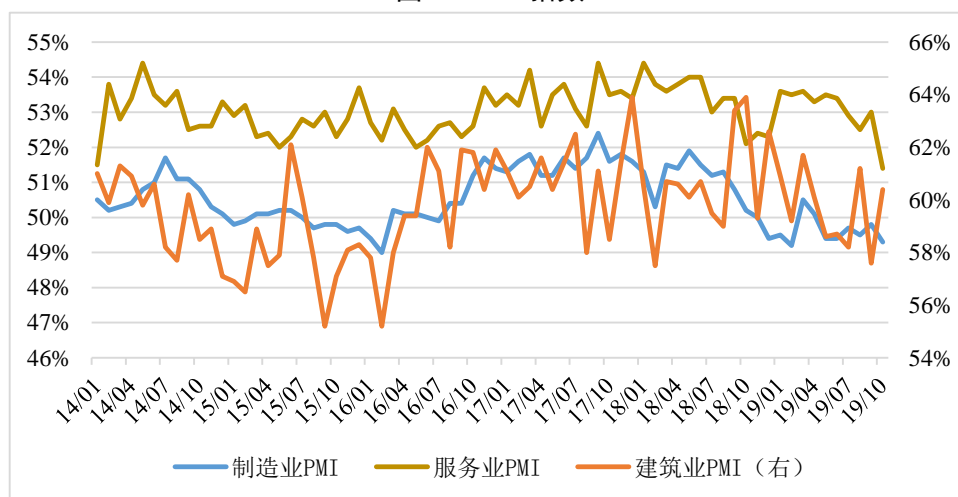
一、宏观经济运行

10 月中国宏观经济运行表现出供需两端同时放缓，总体经济增长继续承压的态势。工业生产继续趋缓，内外需表现疲软，PPI 与 CPI 继续背离，社会融资规模大幅下降，财政支出下降，社会信用总体受到一定抑制，局部性信用收缩压力较大。

1. 制造业和非制造业 PMI 同时下滑，总体经济继续承压

10 月官方制造业 PMI 下行 0.5 个百分点至 49.3，连续第六个月处于荣枯线下方，显示了制造业不景气的状况；非制造业商务活动 PMI 下滑 0.9 至 52.7，延续今年以来的波动下行趋势，表明非制造业活跃程度趋于下降。制造业和非制造业 PMI 同时下滑，使中国总体经济走势继续承压。制造业 PMI 下滑主要由生产（下滑 1.5 至 50.8）和新订单（下滑 0.9 至 49.6）下滑所致，表明供需两端同时低落；分企业类型看，大、小型企业再次下探，中型企业略有回升。非制造业方面，服务业 PMI 为 51.4，较上月回落 1.6，显示服务业扩张减缓，主要系信息传输软件和信息技术服务、金融、房地产等行业商务活动指数低于上月所致；建筑业 PMI 为 60.4，较上月大幅回升 2.8，重返高景气区间，可能是受益于基建投资增长的带动。

图 1：PMI 指数



数据来源：Wind

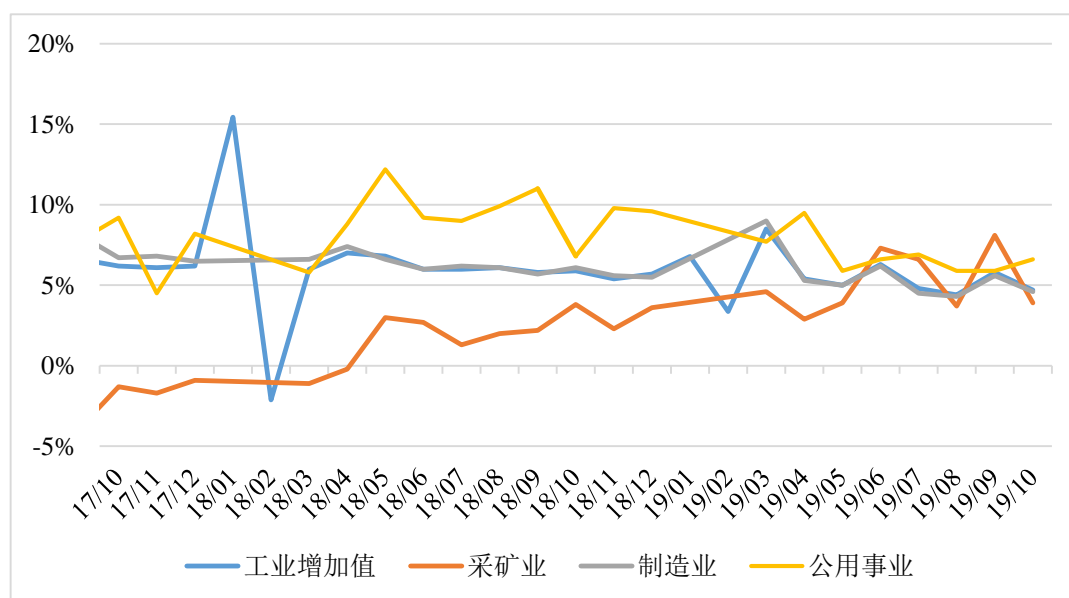
2. 工业生产明显趋缓

10 月工业增加值同比增长 4.7%，增速较上月回落 1.1 个百分点，较上年同期回落 1.2 个百分点，回落幅度超出市场预期，一方面是受采矿业及制造业增加

值增速下滑拖累，另一方面前期中美贸易摩擦对出口企业的影响进一步显现，10月出口交货值增速下滑至-3.8%，仅次于8月的-4.3%，创2010年以来次低。从微观角度看，10月下旬以来，高炉开工率以及发电耗煤量略好于去年同期，因此并不排除国庆前后限产产生的影响。

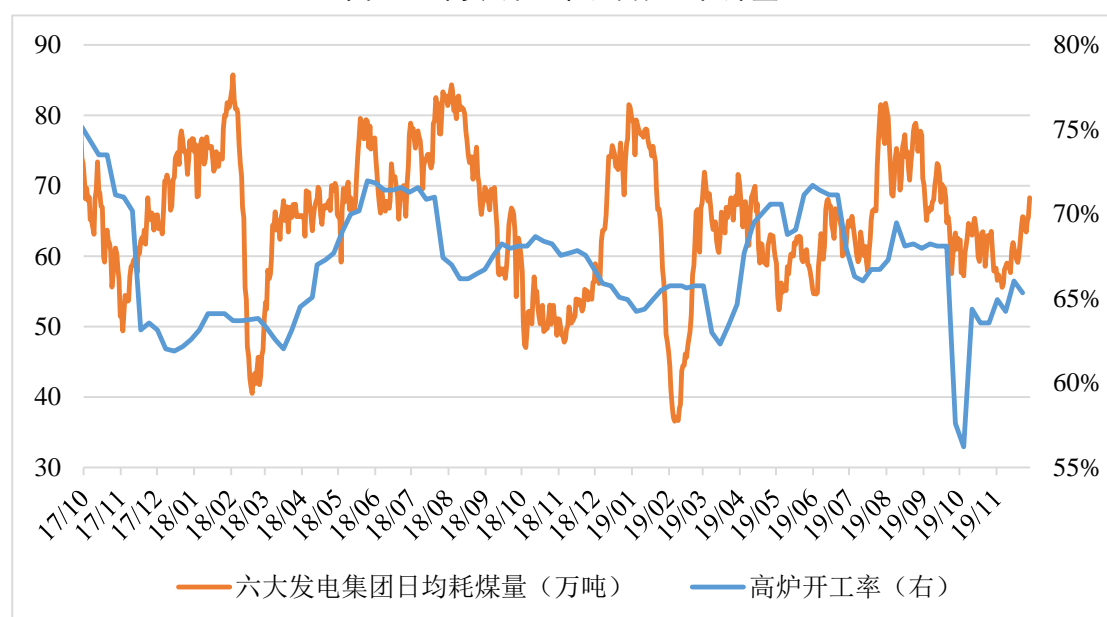
1-10月规模以上工业企业利润总额累计同比增长-2.9%，前值为-2.1%；其中10月利润总额同比增长-9.9%，前值-5.3%。量价齐跌是工业企业利润大幅下滑的主要原因，同时化学原料与化学制品利润率为-4.2%，大幅低于前值6.5%，单一行业对整体行业扰动较大。后期随着PPI边际回升，工业企业利润或将有所好转。

图2：10月工业增加值增速下滑



数据来源：Wind

图3：1高炉开工率以及发电耗煤量

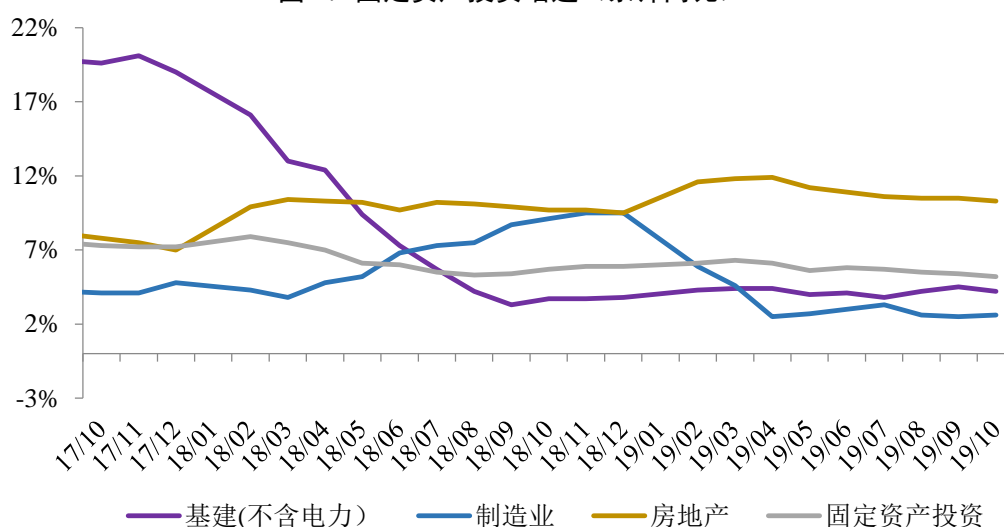


数据来源：Wind

3. 基建投资继续下行

投资方面，10月固定资产累计投资增速5.2%，增速较上月回落0.2个百分点，较上年同期回落0.5个百分点。三大部门中，制造业投资同比增长2.6%，较上月回升0.1个百分点，较上年同期回落6.5个百分点。房地产投资增速较上月回落0.5个百分点至9.6%，较上年同期持平，表现依然靓丽，但其中土地购置费的后移对其有较大的拉升作用。基建投资增速小幅下行0.3个百分点至4.2%，一方面是投资项目缺乏导致投资增速难以上涨，另一方面受预算约束，财政支出难以大幅支撑基建投资。

图4：固定资产投资增速（累计同比）



数据来源：Wind

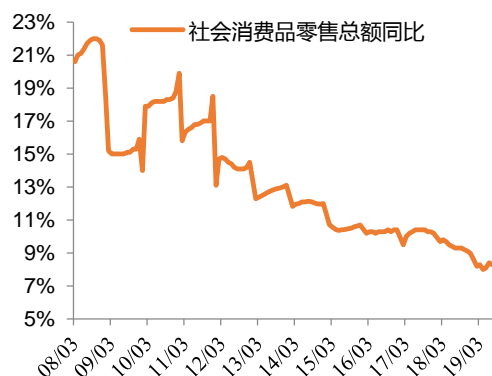
4. 社消增速持续下滑

10月社会消费品零售3.8万亿元，同比增长7.2%，增速较上月回落0.6个百分点，较上年同期回落1.4个百分点。增长继续处于趋缓之中。汽车销量跌幅依然较大（中汽协当月销量同比下降4.0%，降幅较上月收窄1.1个百分点），拖累总体消费增速；限额以上单位销售同比增速仅1.2%，持续低迷。趋势上看，由于居民收入增速难以提高，（前3季度继续下滑至5.4%），叠加结构性通胀的影响，后续消费增速难言回升。

图5：汽车销售增速下滑



图 6：社会零售总额增速

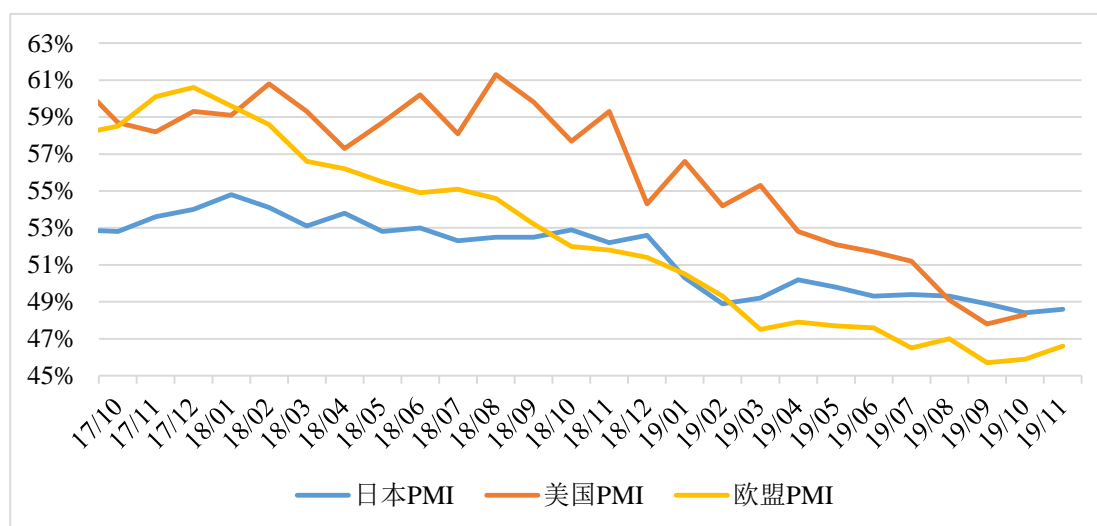


数据来源：Wind

5. 进出口同比增速同步回升

10月以美元计出口额同比增长-0.9%，降幅较上月（-3.2%）大幅收窄，较上年同期（14.3%）仍属低迷。但由于月度外贸数据波动较大，单月的数据上升难言“出口回暖”。出口回升中，一般贸易回升幅度较大，加工贸易仍然相对低迷，显示全球贸易链仍然处于不活跃状态。分国家看，对美出口下降（-16.21%）有所收窄，对欧盟出口增速（3.1%）有所提高，对日本出口降幅（-7.85%）明显扩大，或因日本10月提高消费税所致。且日本、美国、欧盟10月制造业PMI分别为48.4、48.3、45.9，依然处于收缩状态，后期我国对其出口增速大幅上升的可能性较小。

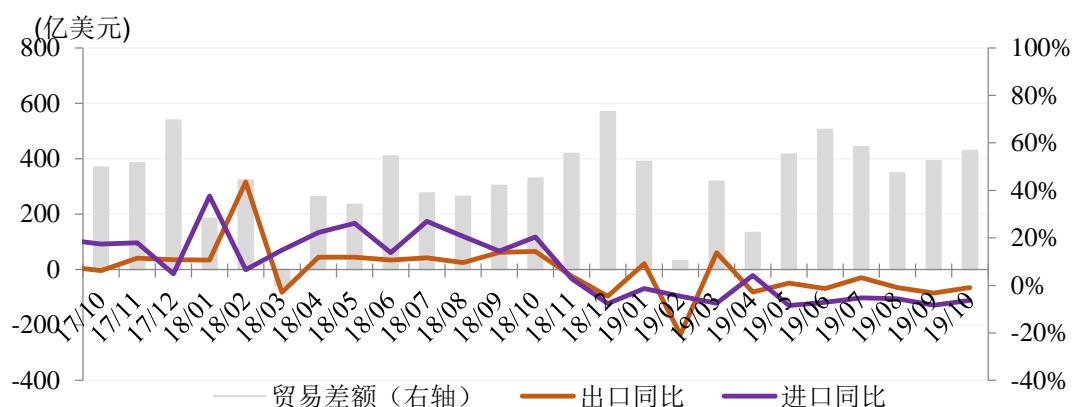
图 7：日本、美国、欧盟制造业 PMI



数据来源：Wind

进口方面，10月以美元计我国进口增速同样出现回升，进口增速回升至-6.4%（前值为-8.3%），主要进口物品中原油、钢材进口增速较上月回升，加工贸易持续低迷。10月美元指数下行，人民币小幅升值也是进口增速回升的一大因素。

图 8：进出口同比增速同步回升



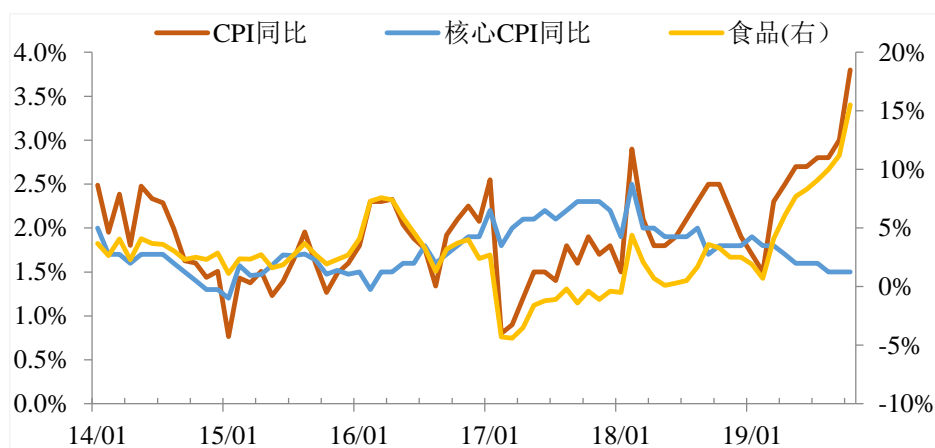
数据来源：Wind

6. CPI 和 PPI 背离扩大

10 月 CPI 同比增长 3.8%，涨幅较上月回升 0.8 个百分点，较上年同期回升 1.3 个百分点，创下 2012 年 1 月以来新高点，远超出市场预期；CPI 快速上升主要推动因素是猪肉价格飙升，剔除猪肉价格影响后，CPI 同比增长 1.4%。11 月以来猪肉批发价格环比出现下降，随着猪肉消费高峰期的到来，预计猪肉价格将重回上升趋势，但随着生猪存栏量的增加，猪肉价格上涨速度将有所放缓，但由于价格传导扩散机制的作用，CPI 或仍面临上涨压力。

通胀高企，但货币政策不会受到结构性通胀的制约。11 月以来央行的一系列操作表明，“稳增长”是当前货币政策的主要目标。第三季度的《货币政策执行报告》中提到“经济下行压力依然存在”，并且删除了“把好货币供给总闸门”的叙述，增加“保持社融增长与 GDP 增长相适应”的表述，表明了货币政策不会受到当前结构性通胀的影响，边际宽松信号基本确认。

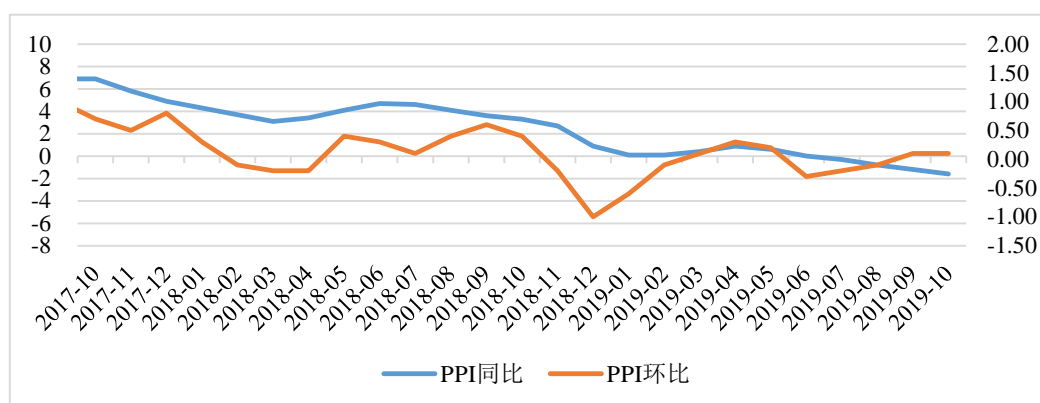
图 9：食品带动 CPI 跳升



数据来源：Wind

10 月 PPI 同比下降 1.6%，降幅较上月扩大 0.4 个百分点，自 7 月以来下降速度渐增，与 CPI 快速上升形成背离且持续扩大。PPI 加速下降，主要是受采掘业（同比下降 1.9%，较上月降幅扩大 1.5 个百分点）和原材料工业（同比下降 5.6%，降幅较上月扩大 0.8 个百分点）价格大幅下降的影响。

图 10: PPI 同比增速

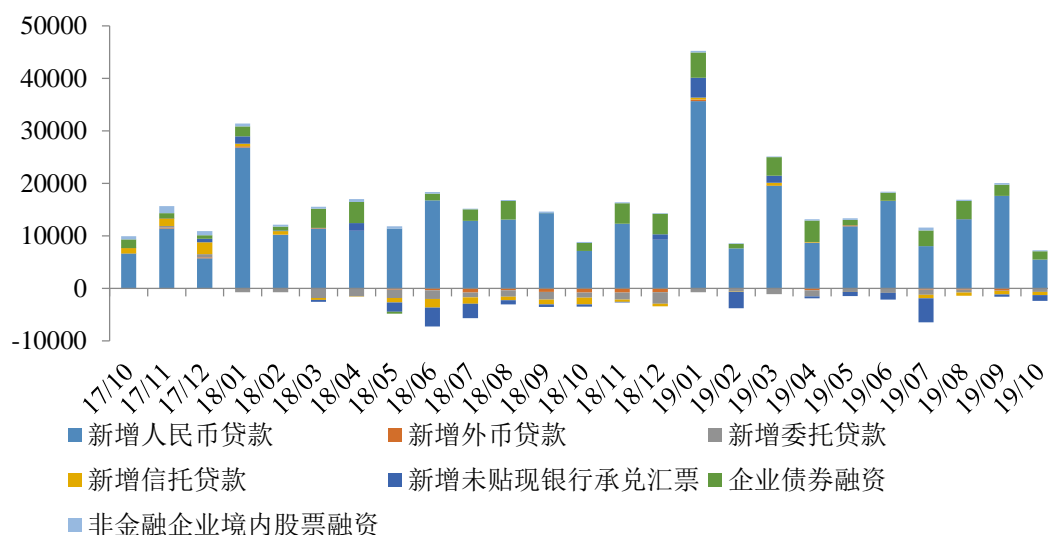


数据来源: Wind

7. 社融规模大幅下降，局部性社会信用收缩显现

10月新增社融6189亿，大幅低于市场预期，同比少增1185亿，环比少增1.7万亿直接腰斩。环比角度看，10月工作日较少，季初银行惜贷是环比腰斩的主要因素；同比减少主要有两方面的因素导致，一方面是10月央行收紧消费信贷政策导致居民短期贷款10月同比大幅少增1284亿元，同时对房地产行业的信用抑制继续实施导致房企融资下降；另一方面是受到专项债发行节奏提前的影响，前9个月专项债额度发行完毕，2020年度的专项债额度提前使用迟迟未落，导致10月专项债融资负增长（-200亿元）拖累了社融增速。10月M2增速持平于8.4%，而M1回落0.1个百分点至3.3%，反映出企业的流动性未见好转。总体而言，经济增长放缓引起的企业融资需求下降，信贷市场强监管和社会融资的结构分化，局部性社会信用收缩压力日益显现。

图 11: 社融规模环比腰斩



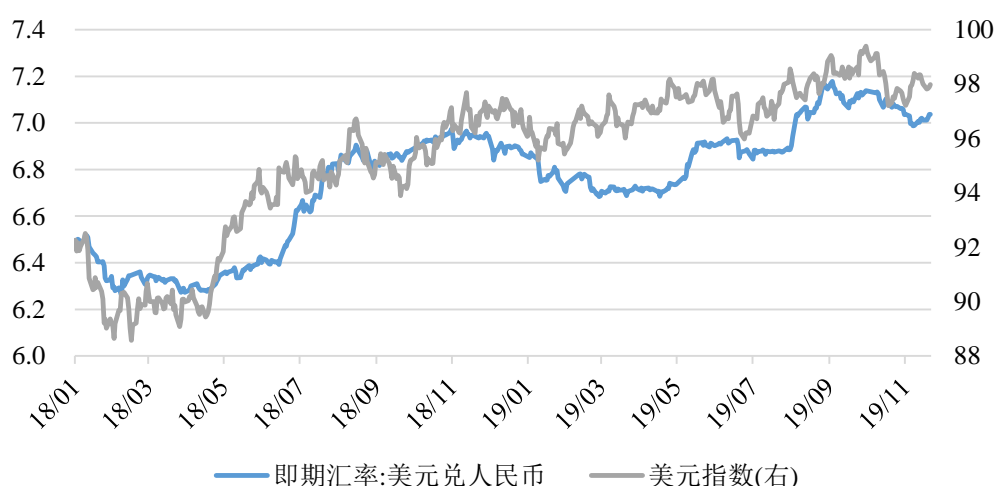
数据来源: Wind

8. 外汇储备稳定增加，汇率震荡回升

10月末我国外汇储备余额 31051.61 亿美元，较 9 月末增加 127.3 亿美元。一方面，英国脱欧风险降低，欧元、英镑兑美元升值，同时美联储降息导致美元指数下跌 2.1%；另一方面，欧美国家债券收益率调升导致外储估值增加。整体看，我国外汇储备稳定。

十一假期之后，人民币震荡回升。伴随着中美贸易摩擦取得阶段性进展，人民币汇率结束单向贬值趋势，11月11日，香港事件导致市场情绪波动导致人民币兑美元贬值，主要是担忧中美关系再次发生转折。短期看，人民币汇率走势主要还是受中美关系影响波动较大。人民币兑美元“破7”后打破了外资对人民币大幅贬值的担忧，外资入场增加，对人民币汇率形成支撑。

图 12：人民币汇率

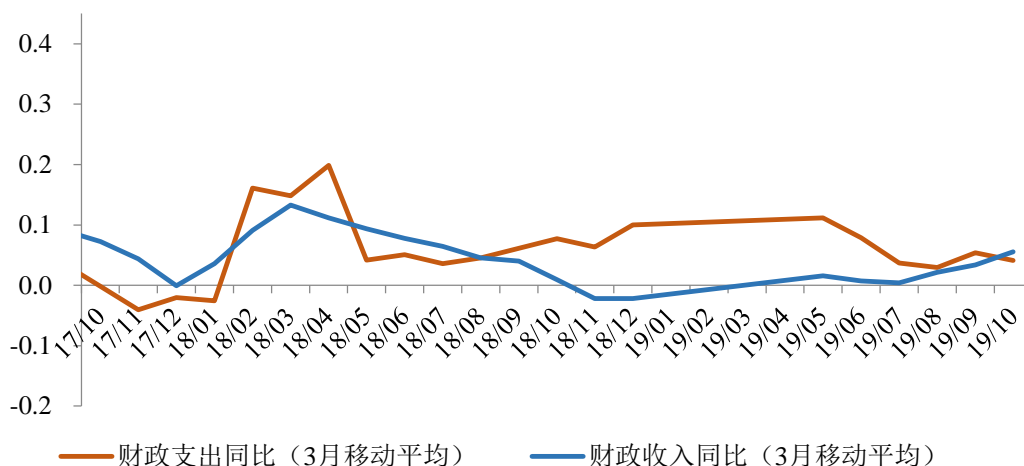


数据来源：Wind

9. 财政支出微减，收支差额当月转正

10月一般公共预算收入 17026 亿元，同比增长 8.3%（前值 5%）。其中，税收收入同比增长 8%（前值 -4.2%）；非税收入同比增长 9.7%（前值 40.4%）。税收收入同比增速大幅提升，主要是由于去年四季度考虑将出台更大规模的减税降费，为及早支持企业纾困解难，税务部门依法办理部分税款延期缴纳，导致去年同期收入基数较低。扣除此因素后，10月税收收入下降 4%左右，延续了 5 月份以来持续负增长的态势。本月公共财政支出 11950 亿元，同比下降 0.5%，主要系城乡社区事务、农林水事务支出同比降幅较大（分别为下降 57.2% 和 6.5%）、同时占比较大的社会保障和交通运输支出均同比微幅下降所致。本月公共财政收支差额为 5051 亿元，较上月收支状况（-11926 亿元）大为好转。

图 13：10 月财政收入同比大幅上涨



数据来源: Wind

二、区域、行业运行特征

区域方面看,全国各省市经济有所分化,不平衡发展格局明显。从工业增加值角度看,10月有15个省的工业增加值增速超过全国平均水平,其中甘肃的增幅最大(11.2%);本月财政收入增速有7个省超过全国平均水平,同时河北、上海、浙江、云南出现了较为显著的负增长;财政支出同比均有较大幅度增长,增速最大的前五名为贵州(16.9%)、云南(15.5%)、浙江(14.7%)、湖南(14.2%)、山西(14.2%)、江西(13.9%),北京(-1.1%)和上海(-1.5%)的支出为负增长。消费者价格方面,10个省明显超过全国水平。PPI降幅最大前五名是新疆(-7.8%)、海南(-7.2%)、黑龙江(-6.9%)、甘肃(-4.6%)、天津和宁夏(-3.3%)

表 1: 区域部分宏观数据

城市	工业增加值		CPI		PPI		财政收入		财政累计支出		工业用电量
	当月同比	累计同比	同比	环比	同比	累计同比	当月同比	同比	累计同比		
全国	4.7	5.6	3.8	0.9	-1.6	3.8	8.3	8.7	-		
北京	4.5	3.1	2.3	0.5	-0.2	0.3	0.2	-1.1	-1.8		
天津	5.6	2.5	3.3	0.3	-3.3	-	-	-	-0.2		
河北	-2.1	6	3.6	1.2	-2	8.4	-8.8	11.5	4.5		
山西	1.4	5.5	3.2	1	-3.2	6.5	5.9	14.1	4.62		
内蒙古	0.6	7	2.7	0.8	1.4	10.7	18.5	5.5	11.6		
辽宁	4.3	6.4	3.5	0.9	-1.9	2.4	5.2	6.6	4.2		
吉林	3.3	-0.2	3.9	1.1	-1.6	-	-	-	1.42		
黑龙江	0.6	2.4	3.9	1.1	-6.9	-	-	-	2.5		
上海	4.9	-1	2.6	0.6	-2	0.1	-1.0	-1.5	-6.5		
江苏	3.7	5.6	4.1	0.7	-2.2	3.8	-	9.7	0.2		
浙江	6.9	5.9	3.1	0.5	-2.5	7.7	-11.6	14.7	0.7		
安徽	5.4	7.4	3.7	1.1	-0.2	-	-	9.4	4.02		
福建	8.7	8.8	3.4	0.7	-1	1.8	1.2	6.4	1.4		
江西	8.1	8.7	3.6	0.7	-1.6	5.2	6.2	13.9	3.8		
山东	-0.1	0.2	4.3	1.2	-1.5	0.6	0.1	-	0		
河南	7.2	7.8	4.2	1	-0.3	-	-	-	-2.34		
湖北	5	8	4.1	1	-1	-	13.9	7.0	6.411283		
湖南	8.6	8.2	3.8	0.8	-1.3	2.9	10.4	14.2	2.1		
广东	2.5	4.3	4.6	1	-0.9	3.2	7.8	10.7	1.9		
广西	8.9	3.8	4.7	0.7	-1.8	4.9	13.6	10.5	11.7		
海南	3.9	3.7	4	0.3	-7.2	8.0	22.4	9.0	0.1		
重庆	7.2	5.6	3.3	0.9	-1.3	1.2	10.3	5.4	3.3		
四川	7.2	8.1	5.2	1.2	-0.1	-5.5	-	-	7		
贵州	8.9	9.5	3.2	1.2	-0.7	-	7.4	16.9	2.579734		
云南	2.4	8.6	3	1.4	-1.4	2.7	-1.3	15.5	7.8		
西藏	-3.9	5.3	2.8	0.6	-0.6	-	-	-	3.3		
陕西	4.3	4.5	3.6	1.1	-2	6.0	26.9	8.4	-3.3		
甘肃	11.2	4.2	2.4	0.8	-4.6	-2.0	3.8	7.8	2.1		
青海	3.3	5.7	2.6	1.1	-3.1	1.4	5.9	6.1	-4.22		
宁夏	-3.2	6.3	1.8	1	-3.3	-1.0	-3.1	2.3	2.8		
新疆	7.1	5.2	2.4	0.5	-7.8	-	-	-	6.6		

数据来源: Wind

行业方面看,下游房地产、汽车行业同比去库存明显,中游原材料行业、上游原油煤炭行业的产量和库存均有回升,除房地产、水泥外,其余行业价格水平平均回落较大。房地产待售面积减少,与房企大力促销密切相关,百城住宅指数依然上涨;钢材库存增速大于产量增速,同时价格下降,需求端不景气,冬季建筑行业进入“冷周期”,钢材限产难以支撑钢材价格的上涨;煤炭库存大幅上涨,部分是由于季节因素导致,另一部分则反映了工业生产端的需求不足;随着11月冬季供暖,库存会有所下降,同时价格或有小幅上涨;汽车行业,库存大幅下滑,车企主动去库存,反应了车企对未来行情较为悲观。

表 2: 行业运行数据表

行业		同比		环比		库存		价格指数	
		同比	环比	同比	环比	同比	环比	同比	环比
房地产	竣工面积	-5.50	15.96	累计待售面积	-6.60	-0.05	百城住宅	3.23	0.15
原油	表观累计消费	7.59	12.49		-	-	布伦特	-26.04	-4.26
运输业	货运量	2.50	-4.02		-	-			
水泥		-2.10	0.39		-	-		3.18	2.70
钢材	产量	3.50	-1.66		3.93	5.89		-14.85	-1.09
煤炭		6.47	0.22	秦皇岛港口	33.95	10.25		-6.66	-0.62
汽车		-2.10	2.66		-29.84	0.85		-0.30	0.00

数据来源: Wind

三、宏观政策聚焦

2019年10月以来，面临经济增速下滑和更加严峻复杂的国内外环境，我国政府积极运用财政金融等政策工具，以“六稳”为目标，降低企业运营成本，优化企业融资环境，防范化解金融风险，激发市场活力和信心，努力改善宏观信用条件，缓解实体经济的信用压力。

1、财政方面，进一步理顺央地财政关系，激发地方积极性；调降相关产业税收，减轻企业负担；加大对科研单位授权力度，促进科技成果转化。进一步理顺央地财政关系。10月10日，国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，出台了关于调整中央与地方收入划分改革的三大举措：保持增值税“五五分享”比例稳定、调整完善增值税留抵退税分担机制和后移消费税征收环节并稳步下划地方。这些措施将进一步稳定社会预期，增强地方财政“造血”功能，缓解部分地区留抵退税压力，拓展地方收入来源，引导地方改善消费环境。**调降部分行业税负。**10月以来，财政部、国家税务总局相继联合发布了《关于明确生活性服务业增值税加计抵减政策的公告》、《关于民用航空发动机、新支线飞机和大型客机税收政策的公告》和《关于资源综合利用增值税政策的公告》，加强对相关产业的水财政扶持，减轻税收负担，提高经营业绩，缓解企业信用压力。**促进科技成果转化。**10月11日，财政部印发了《关于进一步加大授权力度，促进科技成果转化的通知》，在原已下放科技成果使用权、处置权、收益权的基础上，进一步加大科技成果转化形成的国有股权管理授权力度，畅通科技成果转化有关国有资产全链条管理，支持和服务科技创新，增强经济增长的新动能。

2、货币金融方面，保持流动性合理充裕，市场利率稳定，加强金融监管，进一步推进金融业对外开放。货币政策方面，10月以来，央行通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）等货币政策工具操作，保持了流动性合理充裕，市场利率稳定。11月15日，MLF利率下调5个基点至3.25%，随后11月20日1年期及5年期LPR报价均较上期下调5个基点，分别为4.15%和4.80%，实现2015年10月以来首次“全面降息”，反映了央行谨慎宽松的信贷政策意图，有利于降低实体经济融资成本，改善宏观信用环境，缓解实体经济的信用压力。**债券政策方面**，10月10日，发改委发布了经修订的《企业债券簿记建档发行业务指引》及《企业债券招标发行业务指引》，将对严控企业债发行环节相关风险、强化企业债券发行环节社会信用管理、提高债券发行效率，将对企业债券发行的规范规范化高效化产生积极影响，并有望从源头降低企业债券的信用风险。10月16日，人民银行会同外汇局发布《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》，在原已放开境外投资者额度限制的基础上，允许同一境外主体 QFII/RQFII 和直接入市渠道下的债券进行非交易过户，资金账户之间可以直接划转。这将进一步提高境外机构投资者入市投资的便利性，有助于提升我国金融市场开放的广度和深度，推动人民币国际化。**资管政策方面**，出台了《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》、《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》等《资管新规》的配套政策，有利于防范和化解金融风险。

3、进一步优化营商环境，推动新兴产业发展和重点区域建设。优化营商环境

境进入法治化新阶段。10月23日,《优化营商环境条例(草案)》正式公布。条例草案从更大力度放权、规范和创新监管执法、加强市场主体保护、突出政务公开透明、严格责任追究等方面,将近年来“放管服”改革中行之有效的经验做法上升为法规,并对标国际先进水平,以政府立法的形式为内外资企业等各类市场主体投资兴业提供了制度保障,将深化改革开放、促进公平竞争、优化市场信用环境、增强市场活力和经济内生动力、推动高质量发展。加快推动区块链技术和产业创新发展。10月5日习近平在主持中央政治局学习时强调,区块链技术的集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用,要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口,明确主攻方向,加大投入力度,加快推动区块链技术和产业创新发展。在国家最高领导人的重视和推动下,区块链技术和相关产业可望迎来重大的发展机遇。长三角生态绿色一体化发展示范区获批复。10月29日,《长三角生态绿色一体化发展示范区总体方案》获得国务院批复。批复明确,示范区将创新重点领域一体化发展制度,包括统一规划管理,统筹土地管理,建立要素自由流动制度,创新财税分享机制,协同公共服务政策等,将对绿色可持续发展相关产业产生积极影响。

4、进一步提高利用外资水平。本10月国务院印发《进一步做好利用外资工作的意见》。意见从深化对外开放、加大投资促进力度、深化投资便利化改革、保护外商投资合法权益等从四个方面,提出20条政策措施,继续压减全国和自由贸易试验区外商投资准入负面清单,全面清理取消未纳入负面清单的限制措施,加快金融业开放进程,优化汽车领域外资政策,营造公平经营环境。当前,国际投资格局深刻调整,我国利用外资工作面临新形势,《意见》将有助于优化外商投资环境,激发外商投资信心,并推动外贸相关产业发展。

5、区域、行业重要政策速览。首批交通强国建设试点落户13地。25日交通运输部发通知,同意河北雄安新区、辽宁省、江苏省、浙江省、山东省、河南省、湖北省、湖南省、广西壮族自治区、重庆市、贵州省、新疆维吾尔自治区、深圳市开展第一批交通强国建设试点工作,力争用1-2年时间取得试点任务的阶段性成果。今明两年规划建设127个铁路专线。发改委日前明确,到2020年,我国将规划建设127个铁路专线重点项目,线路总长度达1586公里。沿海主要港口、新建物流园区铁路专用线接入比例将达到80%,长江干线主要港口基本引入铁路专用线。电价改革迈出关键一步,50%燃煤发电有望入市。发改委24日公布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》。将现行燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制。意见明确,基准价按当地现行燃煤发电标杆上网电价确定,浮动幅度范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%。加强稀有金属出口管理。商务部公布《2020-2021年度钨、锑、白银出口国营贸易企业申报条件及申报程序》,以更好保护资源和环境,配合国家产业政策,加强稀有金属出口管理。山东压减危化品生产企业数量。山东日前出台意见明确,严格控制危险化学品新建项目、严格限制新建剧毒化学品项目,对不符合安全生产条件和产业发展规划的新建项目一律不予批准,安全生产得不到有效保障的企业不得新建、改建、扩建项目等。北京明年底近2万辆出租将更新为新能源车型。北京市交通委相关负责人表示,到明年底北京将有近2万辆出租车更新为新能源电动出租车,超过北京出租车总数的20%。山西将施“1+5+4”产业高质量发展行动。山西近日印发计划提出,打造1个1000亿级特殊钢生产加工产业基地,打造镁铝铜合金、先进化工、生物医药等5个具有全

国影响力的 50 亿级特色产业集群，打造新能源、高性能纤维及复合材料等 4 个 20 亿级特色产业集聚区。安徽出台加快民航业发展意见，**2025 年民用运输机场将超 7 个**。安徽省明确，到 2025 年，安徽将开通民用运输机场 7 个以上，建成全省 A2 级以上通用机场 30 个以上。