

内外部因素叠加影响加大 政策效果有待释放

——2018 年第三季度宏观经济研究

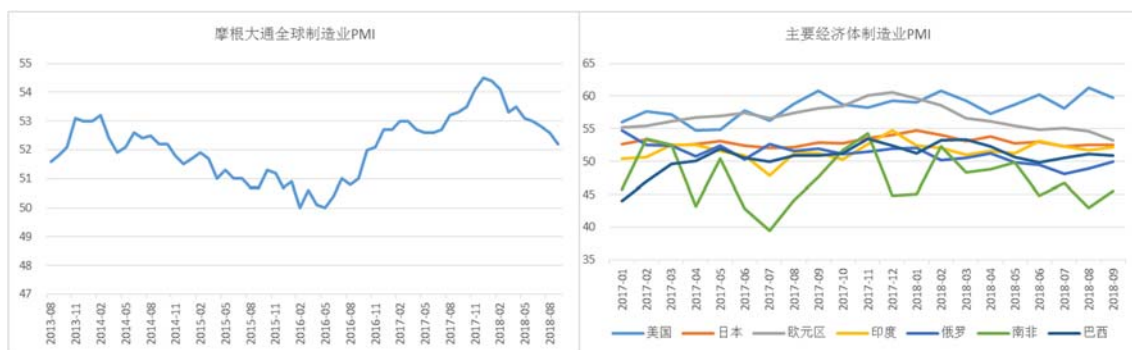
研发部/ 何金中 孙田原

摘要：2018 年第三季度，我国就业情况良好、CPI 温和增长，生产结构和投资结构持续优化，宏观经济运行总体平稳的同时受到中美贸易战加剧、全球经济景气度回落等外部因素以及金融强监管、地方政府隐性债务监管趋严等内部因素叠加影响，增长压力有所加大。当前财政、货币、监管政策正在合力缓释增长压力，加快、加大补短板力度，保障城投资金需求，缓解民企融资困境和支持民企发展，政策效果料将逐步体现。

一、全球经济景气度继续回落，外部环境日趋严峻

2018 年第三季度，全球经济景气度虽仍处扩张区间，但持续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。其中，主要发达经济体中，美国经济景气度最高、欧元区次之、日本第三，3 个国家或地区 9 月制造业 PMI 平均值为 55.2%；在除中国外的主要新兴经济体中，印度经济景气度相对较高，巴西处于荣枯线边缘，俄罗斯和南非呈收缩状态，4 个国家或地区 9 月制造业 PMI 平均值为 49.7%，明显低于发达经济体。

图表 1 全球 PMI 持续回落，发达、新兴经济体分化明显（单位：%）



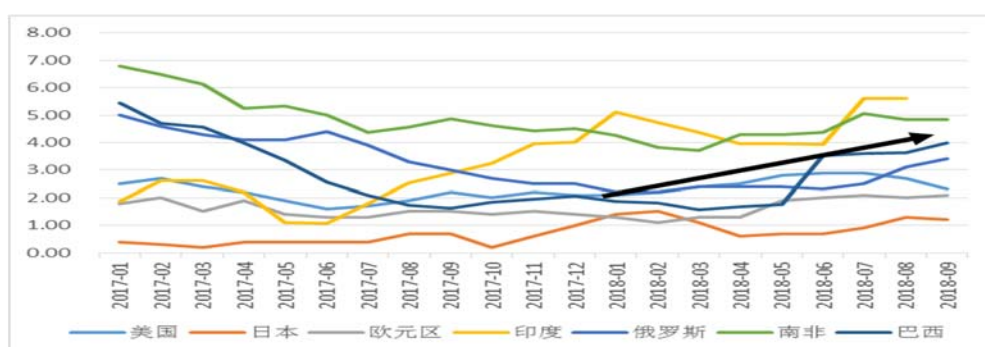
数据来源：Wind，新世纪评级绘制

中美贸易冲突具有复杂性和长期性，对经济的实质性影响将逐渐明显，但总体可控。9 月 24 日，美国对中国第二轮 2000 亿美元的关税计划进入实施阶段，年内关税税率为 10%，明年将上升至 25%，截至 9 月末，美国对中国进口商品加征关税规模累计已达 2500 亿美元，已接近去年全年中国对美出口贸易规模的一半。美对加征关税规模快速扩大且覆盖面广泛，进入 10 月份后，贸易战对经济产生的实质性影响也会有所加大，但总体可控。首先，近年来，我国经济增长动力靠内需拉动越来越明显，经济对外依存度自 2006 年达到高点 64.24%后

持续下降，至今年前三季度已明显下降至 34.24%；其次，自 2006 年至今，对美进出口占我国进出口总额的比重基本在 12%~15%左右，2018 年前三季度为 13.75%，同期中国对欧盟、东南亚国家联盟的进出口占我国进出口总额的比重分别为 14.77%和 12.65%，美国是中国的重要贸易伙伴是不争的事实，但是从贸易集中度角度来看也不是最高的地区，我国的对外贸易区域分散度较高，另外，“一带一路”建设正在纵深推进，中国与沿线国家的贸易正在快速增长，中非合作发展也在加快，一定程度上讲，单个贸易伙伴带来的冲击影响将会越来越小。

油价推升 CPI，全球主要经济体的货币政策处于持续收紧状态，部分新兴经济体货币政策被动趋同，新兴经济体面临的资本外流压力加大。今年年初至 9 月末，原油价格累计涨幅已接近 25%，期间布伦特原油现货价格最高触及 85 美元/桶上方，是推升全球 CPI 的重要因素。CPI 上升的同时美联储货币政策持续收紧、年内已加息 3 次；欧央行量化宽松规模持续缩减并计划于年底退出，8 月份英国央行年内首度加息；俄罗斯及印度央行在第三季度也均有加息，土耳其、阿根廷更是多次大幅度加息。事实上，新兴经济体增长压力较大，经济景气度偏低，相关央行更多地是为应对通胀上升和强势美元下本币大幅贬值而被动加息。随着美联储持续加息缩表，美国市场利率水平持续上升，美元处于强势状态，叠加美国经济表现强劲及特朗普减税政策，全球资本回流美国动力较强，新兴经济体面临的资本外流压力加大。

图表 2 主要经济体 CPI 持续回升（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级绘制

二、经济结构持续优化的同时增长压力加大

2018 年 7-9 月，全国城镇调查失业率分别为 5.1%、5.0%和 4.9%，保持较低水平；平均 CPI 为 2.3%，虽较上年同期上升 0.7 个百分点但仍属温和增长。2018 年第三季度，我国实际 GDP 当季同比增长 6.5%，较上个季度下降 0.2 个百分点，当季增速也是达到了 2009 年以来的最低水平；生产结构和投资结构持续优化，但工业增加值、投资和消费增速均下降，供需两端表现均疲弱。总体上，良好的就业和温和增长的 CPI 表明我国经济运行总体平稳，但供需两端的疲弱表现也显

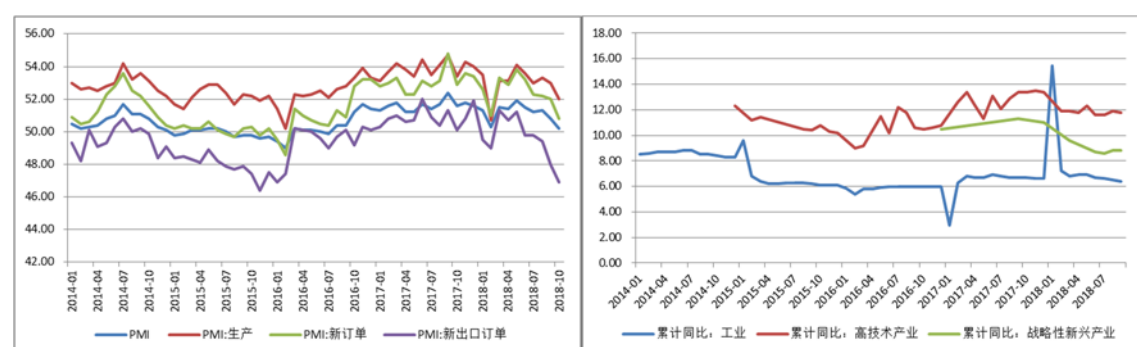
示出当前的增长压力加大。增长压力加大除了受日趋严峻的外部环境影响外，还有金融强监管导致的信用收缩以及地方政府隐性债务监管趋严等内部因素影响。

（一）制造业景气度下降，工业生产增长疲软

2018年9月，我国制造业PMI为50.8%，处于扩张区间，较6月下降0.7个百分点，制造业景气度下降。从分项来看，其中生产、新订单、新出口订单等指数分别下降0.6、1.2、1.8个百分点，新出口订单指数下降最为明显且降至收缩区间，表明贸易战等外部环境因素的影响将趋于明显。

工业生产方面，2018年9月，我国工业增加值同比增长5.8%，较上月回落0.3个百分点，前三季度累计同比增长6.4%，较上半年回落0.4个百分点。同时9月发电量同比增长4.6%，较8月回落2.7个百分点，均显示了当前工业生产较为疲软，其中汽车工业增加值同比仅增长0.7%，与消费端汽车消费大幅下滑的趋势相一致。不过工业生产结构持续优化，工业企业利润增长亦较快。其中，前三季度高技术产业及战略新兴产业工业增加值仍保持较快增长，分别同比增长11.8%及8.8%，较整体工业增加值增速分别高出5.4个百分点及2.4个百分点；工业企业利润总额同比增长14.7%，仍呈较快增长。

图表3 制造业景气度下降，工业生产增长疲弱但结构持续优化（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级绘制

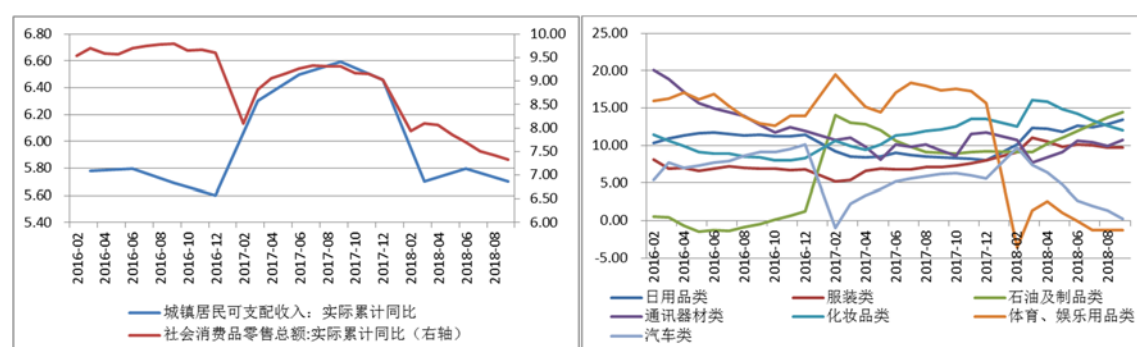
（二）消费拉动作用进一步增强，但增速受可支配收入增长放缓拖累

2018年第三季度，消费支出对当季GDP增速的贡献率为76.9%，较上年同期大幅提高13.9个百分点，消费对经济增长的拉动作用进一步增强。

1-9月累计，我国社会消费品零售总额名义增速为9.3%，较上半年下降0.1个百分点；实际增速为7.33%，较上半年的7.70%下降了0.37个百分点。分项来看，服装类及日用品保持稳定增长，分别同比增长9.7%和13.4%，分别较上年同期提高2.6个百分点和5.0个百分点；受石油价格上涨影响，石油及制品类零售同比增长14.4%，较上年提高5.4个百分点，通讯器材类消费增长亦较快，同比增长10.7%；上年增长较快的化妆品类消费和体育娱乐用品类消费增速放缓明

显，其中体育娱乐用品类消费更是大幅下降至负增长；另外虽然汽车进口关税下调，但汽车消费增速仍持续下滑。总体上，必需品消费增长稳定，非必需品消费增速放缓是拉低消费增速的主要分项。居民可支配收入增速放缓是消费增长放缓的主要原因，前三季度城镇居民人均实际可支配收入累计增速为 5.70%，较上年同期下降 0.89 个百分点，但个税改革已经落地、个税专项扣除方案也将于明年开始实施，有利于加快中低收入阶层的可支配收入增长，进而有望对消费稳定增长提供支撑。

图表 4 收入增长放缓拖累消费，非必需品消费增长放缓更加明显（单位：%）



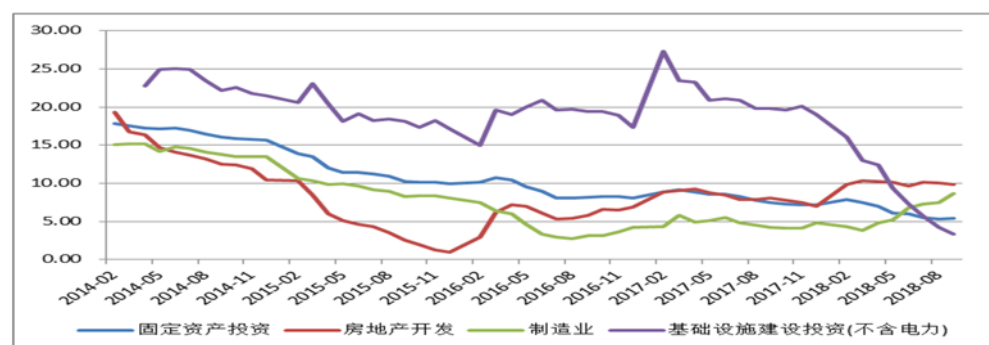
数据来源：Wind，新世纪评级绘制

（三）制造业投资持续加快，基建拉低整体投资增速至历史低位

2018 年第三季度，资本形成总额对当季 GDP 增速的贡献率为 32.8%，较上年同期下降 2.3 个百分点，经济增长对投资的依赖程度有所下降。

2018 年前三季度，我国整体固定资产投资完成额同比增长 5.4%，较上半年的 6.0% 回落了 0.6 个百分点，实际投资增速由上半年的 0.28% 转为负增长 0.19%，降至历史低位。其中，房地产投资增长较快，同比增长 9.9%，较上年同期提高 1.8 个百分点，但较 1-8 月回落 0.2 个百分点；制造业投资同比增长 8.7%，已连续 6 个月回升；基建投资同比增长 3.3%，较上年同期的 19.8% 大幅下降 16.5 个百分点，是拉低投资的最重要因素。

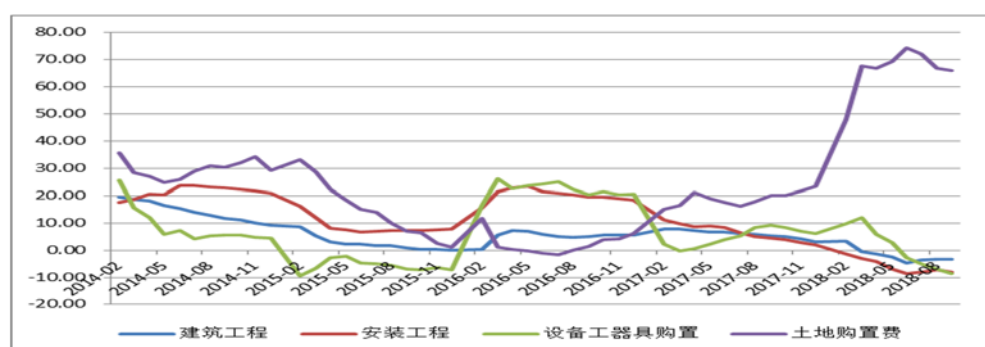
图表 5 制造业投资持续加快，基建拉低整体投资至历史地位（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级绘制

房地产投资增长较快主要是得益于房地产业土地购置支出大幅增长，但土地购置支出的增速开始回落，同时前三季度土地成交价款同比增速为 22.7%，虽然增长较快，但较上年同期的 46.3% 已明显下降，必然会影响后期的土地购置支出增速。另外，在房地产严调控状态持续、棚改货币化政策有所收紧的情况下，建筑工程、安装工程及设备工程器具购置投资也难从负增长有明显改善，地产投资增速或将开始回落。

图表 6 土地购置费支出是支撑地产开发投资较快增长的主要因素（单位：%）



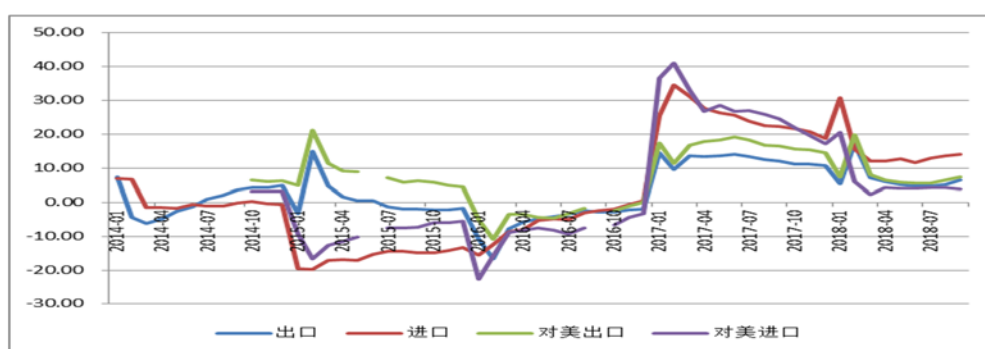
数据来源：Wind，新世纪评级绘制

7 月底国务院提出加大基建补短板力度之后，加快地方政府专项债发行等支持政策相继出台，但基建投资仍未能有效地得到提振且增速持续大幅回落。其中重要的原因之一是地方政府债务特别是隐性债务监管趋严，基建资金来源受限，虽然 8 月份以来地方政府专项债发行加速，但是基建融资仍未打开，例如基建的主要执行主体城投企业的城投债净融资规模仍不乐观。据 Wind 统计，2018 年 7-10 月，城投债净融资规模为 1057.61 亿元，较上年同期的 4483.04 亿元大幅下降 76.41%。10 月 31 日，国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（简称《指导意见》）从加大预算安排灵活性、加大金融支持力度、调动民间投资积极性和保障融资平台资金需求等方面保障基建投资的资金需求，有望明显缓解基建资金端的制约，基建投资企稳回升的速度有望加快，整体固定资产投资增速也有望探底回升。

（四）“抢出口”效应下进出口增速回升，中美贸易战的影响将逐渐明显

2018 年第三季度，净出口对当季 GDP 增速的贡献率为 -9.7%，较上年同期下降 11.6 个百分点，拉低当季 GDP 增速 0.6 个百分点。

图 7 “抢出口”效应下作用下进出口增速有所回升（单位：%）



数据来源：Wind，新世纪评级绘制

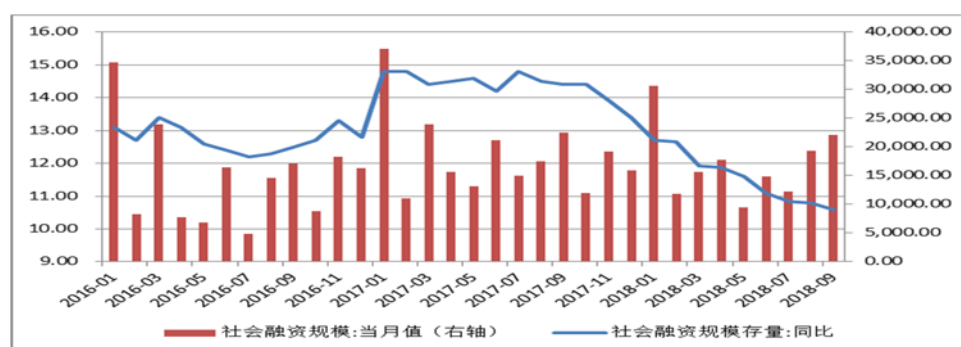
2018 年前三季度，我国以人民币计价的出口增速为 6.5%，在全球经济景气度持续回落影响下较上年同期的 12.0% 下降 5.5 个百分点，但在中美贸易战担忧下的“抢出口”效应、人民币兑美元处于相对低位以及出口退税率调高等因素作用下，较上半年的 4.7% 回升 1.8 个百分点。同期进口增速亦有所下降，但整体增速仍明显快于出口。由于美对中加征关税规模快速扩大且覆盖面广泛，进入 10 月份后，贸易战对经济特别是进出口产生的实质性影响也会有所加大，但总体可控。

三、实体融资虽边际改善但仍显困难，政策效果有待提升

2018 年第三季度，央行在 7 月和 9 月分两次调整了社会融资规模统计口径，分别将“存款类金融机构资产支持证券”、“贷款核销”及“地方政府专项债券”三项纳入统计，社融统计方法更加完善。

2018 年第三季度，实体融资边际上有所改善但仍困难。第三季度，我国新增社会融资规模为 5.35 万亿元，较第二季度的 4.20 万亿元环比增长 27.27%，但较上年同期的 5.49 万亿元下降 2.63%；9 月末，存量社融同比增速为 10.6%，较 6 月末的 11.1% 继续下降。

图 8 新增社融环比提升，存量增速持续下降（单位：%、亿元）



数据来源：Wind，新世纪评级绘制

分项看，人民币贷款方面，第三季度，新增人民币贷款 4.03 万亿元，同比增长 24.12%，而环比仅增加 2.99%。6 月底，央行和银保监会等五部委联合发布《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》明确加大对中小企业的信贷投放力度；8 月银保监会办公室发布《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》明确强化对小微企业金融支持，加大表内信贷对基建、消费和进出口的支持力度。新增社融的环比增速显示实际效果并不是很好，政策传导并不顺畅。就银行体系而言，在四次定向降准及央行持续的公开市场操作支持下，流动性处于充裕状态，但由于经济增长压力增大以及市场违约风险明显增加，银行风险偏好下降，对实体经济特别是中小企业的信贷投放的积极性和动力不足，政策传导障碍有待更多有针对性的政策来疏解。11 月 2 日，央行营业管理部等多部门联合发布《关于进一步深化北京民营和小微企业金融服务的实施意见》，从货币政策、政策协同、激励机制、考核评估和营商环境等多个方面提出 20 条支持措施加强对民营和小微企业的金融支持力度，例如将未经央行内部（企业）评级的单户授信 500 万元及以下的小微企业贷款纳入常备借贷便利（SLF）的合格抵押品范围、在 MPA 考核中增设临时性专项指标引导定向降准范围内的金融机构将净释放资金用于发放小微企业贷款、开展基于政府采购合同形成的应收账款融资业务、利用创业担保贷款政策服务“首贷”企业等，这些措施的可操作性强，同时也有利于提高银行的信贷投放动力，但目前该政策仅适用于北京地区，若能得以大范围推广，前期支持政策的效果将有望得到提升。

非标融资方面，第三季度，以新增委托贷款、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票三者为代表的新增非标融资为-1.04 万亿元，维持压缩态势，但较第二季度的-1.13 万亿元略有放缓。监管层去杠杆的决心从未动摇，对影子银行体系的清理整顿仍将持续，非标压缩状态将延续，但在实体融资困难、经济增长压力增大的情况，非标压缩节奏和力度会有所调整。7 月 20 日央行发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》和 9 月 28 日银保监会发布的《商业银行理财业务监督管理办法》均一定程度上释放了监管力度和节奏松动信号。

非金融企业债券融资方面，第三季度，非金融企业债券融资新增 5886.6 亿元，同比增长 8.77%，环比增长 20.26%，得益于发行成本的下降以及央行对商业银行投资低等级债券提供 MLF 资金支持，非金融企业债券融资同比和环比均有提升，但在债市信用风险持续爆发的环境下，存在的结构性问题仍非常明显，低资质企业和民营企业发债困难。近期高层密集发声，肯定了民企地位，将积极支持民企发展；10 月 22 日，央行发文将通过运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具（CRM）、担保增信等多

种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资，理论上有利于缓释民企发债困境。

地方政府专项债方面，第三季度，地方政府专项债新增 1.33 万亿元，同比增长 71.83%，环比增长 370.19%，是新增社融环比改善的重要动力。8 月份，财政部密集发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》和《地方政府债券弹性招标发行业务规程》等一系列加快地方政府专项债发行的支持政策，地方政府专项债发行在 8 月和 9 月明显加速，但由于有额度限制，暴增态势在第四季度难持续。

四、财政、货币及监管政策齐发力

自 7 月底国务院常务会议及中央政治局会议后，我国财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。

财政政策方面，财政政策取向更加积极。8 月、9 月地方政府专项债加速发行后地方政府财政支出节奏也在加快，9 月当月全国政府性基金支出同比增长 51.3%，接近近年高点。在 10 月 31 日，国务院办公厅发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》后，基建投资的提速将有望创造稳健可靠的融资需求，进而撬动私人部门的信贷投放。另一方面，积极财政带来的“稳预期”效应，将舒缓金融机构的避险情绪，推动信贷供给由短转长，从大型企业转向中小企业。同时，未来减税降费政策将继续推进，个人所得税专项抵扣方案已公布，将在养老、房贷利息、子女教育等各方面予以税前抵扣，有利于增加居民的可支配收入；简政、减税、减费力度也将进一步加大。在此背景下，财富分配向居民部门和企业部门倾斜，企业利润有望得到改善，有利于后期的进一步投资发展，同时也将缓解企业信用风险状况，对稳定经济增长将产生良性循环。

图表 9 财政支出节奏正在加快（单位：亿元、%）



数据来源：Wind，新世纪评级绘制

货币政策方面，政策基调维持稳健中性，年内四次定向降准，央行在坚持不搞“大水漫灌”式强刺激下的结构性预调微调力度加大，市场流动性合理充裕。

央行在 10 月 7 日宣布结构性降准 1 个百分点，此为年内第四次降准，对优化银行体系和金融市场流动性结构积极有利，且年初至今的累积降准幅度已达 2015 年降准幅度。自 8 月份开始，央行、银保监会单独或协同其他部门已出台了众多支持实体经济特别是中小企业和民营企业融资的政策，如加大信贷投放力度、引导设立民营企业债券融资支持工具、设立资管计划缓解民营企业股权质押风向等，货币政策传导效果有望得到提升，实体融资难、融资贵的问题有望有所缓解。监管政策方面，去杠杆的政策大方向没有变化，但随着国内经济下行压力的加大，监管政策力度和节奏有所调整，以寻求“防风险”与“稳增长”之间的平衡。9 月底发布的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》明确了国有企业杠杆控制的相关要求，有利于加强资源配置，防止风险累积。而 8 月资管新规配套细则文件出台，则释放了监管力度和节奏松动信号，细则中条款更具弹性，给予了金融机构更大的自主空间。

五、总结与展望

2018 年第三季度，我国就业、通胀表现仍较好，生产结构和投资结构持续优化，宏观经济运行总体平稳。在全球经济景气度持续回落、中美贸易冲突加剧及美联储等主要经济体货币政策持续收紧的情况下，我国面临的外部环境日趋严峻，叠加金融强监管、地方政府隐性债务监管趋严等内部因素影响，GDP 增速回落，我国面临的经济增长压力加大。为对冲经济增长面临的压力，我国财政政策更加积极、货币政策定向宽松力度加大、监管力度和节奏适时适度调整，政策的协同性明显提高，政策效果也有望逐步体现。

具体来看，供给端，高技术产业及战略新兴产业增长仍较快，工业企业利润增长亦良好，但制造业 PMI 持续下降，整体工业生产增长疲软。需求端，消费对经济增长的拉动作用进一步增强，受居民可支配收入增长放缓拖累，非必需品消费增速放缓明显从而拖累消费增长，个税改革有利于促进中低收入阶层可支配收入增长从而对后期消费增长形成支撑；制造业投资持续回升、房地产投资增长较快，受资金端约束，基建补短板的成效并不明显，基建投资增速持续下降拉低整体投资增速至历史低位，随着土地购置支出增速开始下降、地产严调控状态持续以及棚改货币化收紧，后期地产投资增速将开始回落，而在国务院最新发布的《指导意见》后，基建投资企稳回升的速度有望加快，整体固定资产投资增速也有望探底回升；在“抢出口”效应、人民币兑美元处于相对低位以及出口退税率调高等因素作用下，进出口增速有所回升，由于美对中美加征关税规模快速扩大且覆盖面广泛，贸易战对后期经济特别是进出口产生的实质性影响也会有所加大，但总体可控。

2018 年第三季度，国内非标压缩持续，虽然一系列促进信贷投放的支持政策出台、多次降准下银行体系资金也充裕，但受市场违约风险上升影响，银行风险偏好下降，银行信贷投放的积极性和动力不足，政策传导并不顺畅，实体融资虽边际改善但仍显困难，特别是中小企业和民营企业。当前促进实体融资政策进一步细化和深化的迹象明显，如扩大 SLF 合格抵押品范围、MPA 考核中增设专项指标引导信贷投放、设立民营企业债券融资支持工具、设立资管计划缓释上市公司股权质押风险等，促进实体融资的政策效果有望提升，民企发债困境或有所纾缓，债券市场违约高发态势也有望改善。