



美欧经济分化，中国逆周期加力

——宏观经济月报（2024年9月）

■ 西方主要经济体走势分化，“美强欧弱”卷土重来。9月美联储开启降息周期，降幅50bp超出市场预期，大选效应继续支撑财政扩张，美国宏观政策走向“双重宽松”，经济再度走强；巴黎奥运会提振效应完全退坡，欧央行执行“鹰派降息”，法德经济双双失速带动欧洲经济重回萎靡。8月金融动荡令日央行鸽派势力再度抬头，但是通胀回暖引致的内生性复苏仍在持续。随着金融形势回归稳定，日央行预计仍将继续推进加息。

■ 国内实体经济方面，8月延续修复，但供需两端表现偏弱，增长压力有所加大。在供给端，受需求不足、极端天气以及生产淡季等因素影响，工业生产景气度有所回落，生产增速放缓。在需求端，外需仍有韧性，但增长前景不确定性较高，国内投资和消费增速延续下滑。整体上看，8月经济增长的主要支撑在于政策托举、出口增长以及中央财政投资项目的持续发力，内生增长动能有待增强，实现“5%左右”增长目标的紧迫性上升。

■ 金融形势方面，信贷需求端，8月新增人民币贷款9,000亿，显著弱于季节性，拖累新增社融，政府债构成社融的重要支撑。货币供给端，M2同比维持6.3%不变，呈现企业存款下降、非银存款上升的结构性特征，企业与居民存款均同比少增；受房地产相关交易同收缩影响，叠加企业增配理财、存款定期化等变化，货币活性不足，M1同比增速再下探0.7pct至-7.3%。

■ 财政形势方面，8月全国财政收入降幅走阔，税收收入拖累加剧，非税收入支撑边际减弱，国有土地出让收入增速再创历史新低；财政支出明显放缓，主要支出领域增速陷入收缩。预期全年预算完成难度加大。财政仍有较大筹集资金的空间。10月直接调增万亿级赤字，或增发超长期特别国债，均是可能的政策选项。另外，地方政府债务限额空间仍有约1.5万亿，四季度或在限额空间下增发新增专项债。

■ 宏观政策方面，9月26日，中央政治局会议在北京召开，此次会议突破常规，以经济工作为主题，政策立场更加积极，凸显中央对当前经济工作的高度重视。9月24日金融主管部门宣布将推出一揽子金融政策，总量和结构并重。总量方面，继续降准降息，促进社会综合融资成本稳中有降；结构方面，对房地产市场、资本市场提供针对性政策支持工具。

谭卓

招商银行研究院总经理助理

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niუმengqi@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎: 0755-89278371

✉: wangtiancheng@cmbchina.com

张冰莹

宏观研究员

☎: 0755-83077969

✉: zhangbingying@cmbchina.com

刘阳

宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyldd@cmbchina.com

王蓁

宏观研究员

☎: 0755-83076519

✉: wangzhen2024@cmbchina.com

王欣恬

宏观研究员

☎: 0755-83199128

✉: xintianwang@cmbchina.com

栗国栋

资金营运中心市场研究员

☎: 021-20625824

✉: gortonlee@cmbchina.com



目录

一、海外经济：美强欧弱.....	3
（一）美国经济：双重宽松，再度走强.....	3
（二）日本经济：风波平息，继续扩张.....	7
（三）欧洲经济：继续降息，节奏存疑.....	8
二、中国经济：增长“紧迫性”上升.....	9
三、宏观政策：坚定信心，众志成城.....	11
（一）金融形势：信贷弱于季节性，货币活性承压.....	11
（二）财政形势：收入低迷，支出提速.....	13
（三）宏观政策：坚定信心，众志成城.....	14
1. 9月中央政治局会议.....	14
2. 9月24日金融新政“组合拳”.....	15

图目录

图 1：美联储意外大幅降息 50bp.....	3
图 2：美联储大幅下调年内利率指引.....	3
图 3：美国财政政策保持宽松立场.....	4
图 4：美国财政力度中枢上移.....	4
图 5：“双宽松”支撑美国经济再度走强.....	4
图 6：消费与投资双双走强.....	4
图 7：住户部门储蓄率进一步下探.....	5
图 8：住户部门资产负债表稳步扩张.....	5
图 9：企业部门利润及财富水平均在增长.....	5
图 10：货币宽松即将传导至住房销售.....	5
图 11：8月美国就业形势边际好转.....	6
图 12：美国申领失业金人数显著回落.....	6
图 13：美国通胀水平加速回落.....	6
图 14：市场预期政策利率将于明年年中降至 3%.....	6
图 15：日元套息交易逆转冲击告一段落.....	7
图 16：日本经济关键名义指标稳步扩张.....	7
图 17：日本 PMI 指数持续位于扩张区间.....	7
图 18：日本住户部门负债增长长期停滞.....	7
图 19：市场预期欧央行年内仍有 50bp 降息空间.....	8
图 20：欧元区经济景气度持续回落.....	8
图 21：欧元区服务通胀发生反弹.....	9
图 22：欧央行于 9 月议息会议执行年内第二降.....	9



图 23: 外需韧性较强, 国内消费投资增速放缓.....	10
图 24: 8 月需求端压力边际上升.....	10
图 25: 8 月进、出口增速再度反转, 出口动能回升.....	10
图 26: 全球和中国航运价格回落.....	10
图 27: 房地产销售投资累计增速低位企稳.....	11
图 28: 工业生产增速持续放缓.....	11
图 29: 商品消费降速, 餐饮消费提速.....	11
图 30: PPI 上中下游价格分化明显.....	11
图 31: 8 月信贷新增 9,000 亿, 同比少增 4,600 亿.....	12
图 32: 8 月新增社融 3.03 万亿, 同比少增 981 亿.....	12
图 33: 社融增速下降 0.1pct, M2 增速保持稳定.....	13
图 34: M1 再创新低, M2-M1 剪刀差继续扩大.....	13
图 35: 中等口径下财政收支降幅走阔.....	14
图 36: 中等口径下财政收支进度明显偏慢.....	14

一、海外经济：美强欧弱

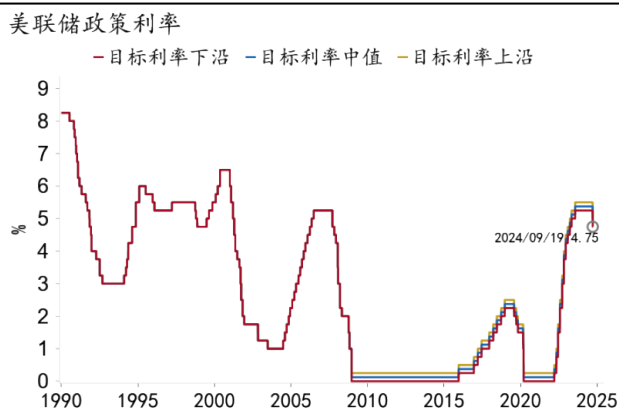
西方主要经济体走势分化，“美强欧弱”卷土重来。美联储开启降息周期，降幅 50bp 超出市场预期，大选效应继续支撑财政扩张，美国宏观政策走向“双重宽松”，经济形势显著回暖；巴黎奥运会提振效应完全退坡，欧央行执行“鹰派降息”，法德经济双双失速带动欧洲经济重回萎靡。8 月金融动荡令日央行鸽派势力再度抬头，但是通胀回暖引致的内生性复苏仍在持续。随着金融形势回归稳定，日央行仍将继续推进加息。

（一）美国经济：双重宽松，再度走强

美联储“重新校准”政策立场，于 9 月议息会议意外大幅降息 50bp。大幅降息原因有三：一是美联储此前对形势判断有误，高估通胀粘性风险，低估就业转冷风险，故对政策立场进行重新校准，大幅降息以示修正；二是中性利率水平远低于当前利率水平，大幅降息有助于规避降息过晚风险。美联储全体委员均认为中性利率水平低于 4%，而降息 50bp 后政策利率区间仍然高达 4.75-5.0%；三是特朗普多次表示如若当选将干预美联储独立性，美联储内部很可能更倾向于哈里斯，大幅降息有助于稳定经济形势，有利于执政党。

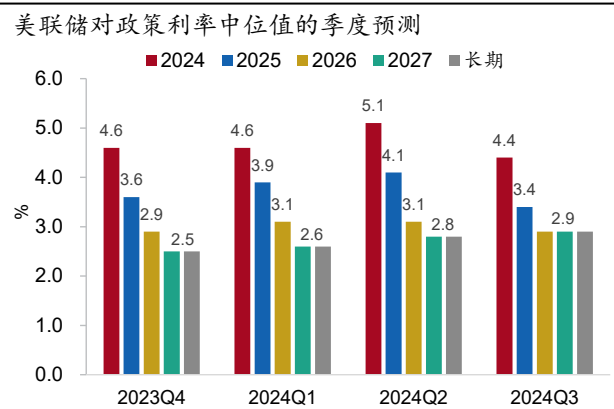
美联储大幅下调年内利率指引，年底利率水平或低于 4.5%。三季度点阵图指向年内仍有 50bp 降息空间，2025 年全年则有 100bp 降息空间。美联储委员在长期利率水平问题上存在较大分歧，预测值近乎均匀分布在 2.3-3.8% 区间。

图 1：美联储意外大幅降息 50bp



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：美联储大幅下调年内利率指引



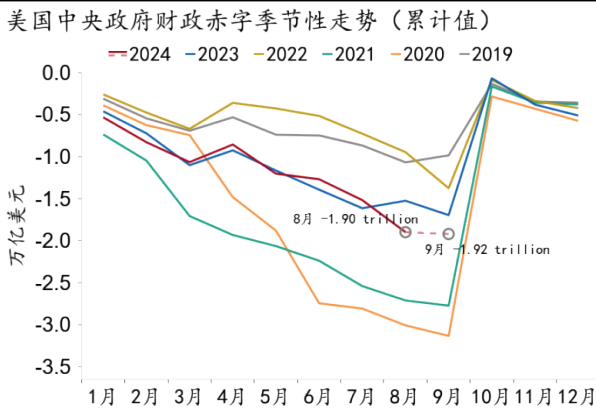
资料来源：美联储官网，招商银行研究院

“大选年”支撑扩张，美国财政保持宽松立场。三季度美国财政加速扩张，2024 财年（2023Q4-2024Q3）中央政府累计赤字已达 \$1.9 万亿，超越 2023 财年。考虑到大选临近，下半年财政可能向住户部门倾斜较多，成为消费韧性的重要支撑。前瞻地看，财政扩张或持续至年底。

美国财政力度或于 2025 年有所退坡，但长期看中枢已经上移。根据美国国会预算办公室（CBO）预测，2025 财年美国财政赤字率将回落 0.5pct 至 6.5%，但长期看财政支出占名义 GDP 比重及财政赤字率中枢均已较疫前永久

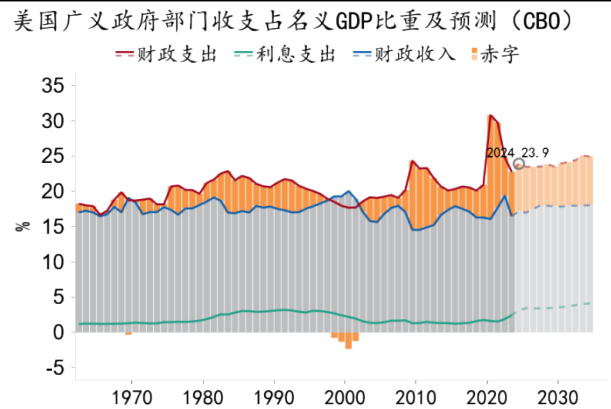
性上移。此外，利率水平见顶回落有助于缓解付息支出对财政的挤出，不宜高估大选后财政退坡对美国经济的拖累。

图 3：美国财政政策保持宽松立场



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

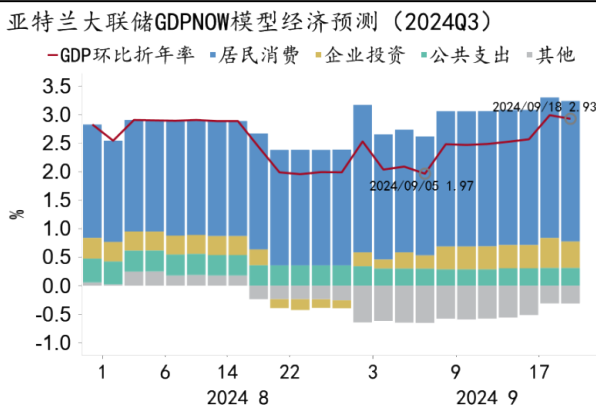
图 4：美国财政力度中枢上移



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

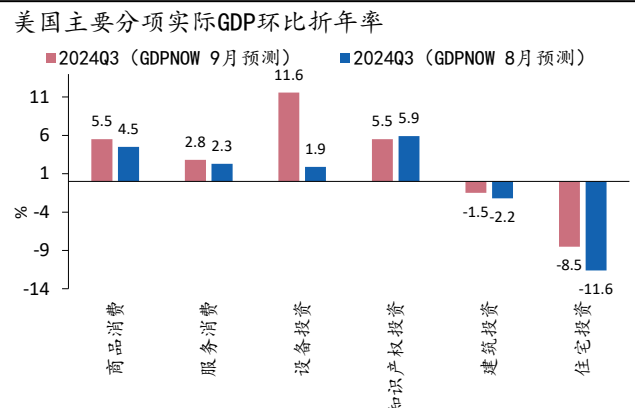
宏观政策转向“双重宽松”，美国经济再度走强。亚特兰大联储 GDPNOW 模型将三季度美国实际 GDP 环比年化增速从 2.0%上调至 2.9%。从结构看，消费加速扩张，投资转跌为涨。一是财政扩张支撑居民消费，商品及服务消费预测值均显著上行。二是货币宽松支撑企业投资，融资成本下行驱动设备投资大幅走强，地产投资跌幅亦在收窄。

图 5：“双宽松”支撑美国经济再度走强



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 6：消费与投资双双走强



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

住户部门方面，消费继续高增，但四季度或温和转冷。三季度居民消费环比年化增速或达 3.7%，财政是主要支撑。从结构看，商品消费强于服务消费，但后者仍然不弱。商品消费增速或达 5.5%，呈现“以价换量”特征，服务消费增速达到 2.8%，呈现“量价齐升”特征。

消费高增来自于储蓄率大幅下降，四季度或显著降温。财政扩张支撑收入，股楼双牛支撑财富，储蓄率已经降至 3% 下方，进一步下行的空间已经非常有限。随着大选后财政力度退坡，股楼涨势亦在放缓，储蓄率可能见底回升，拖累消费增速。

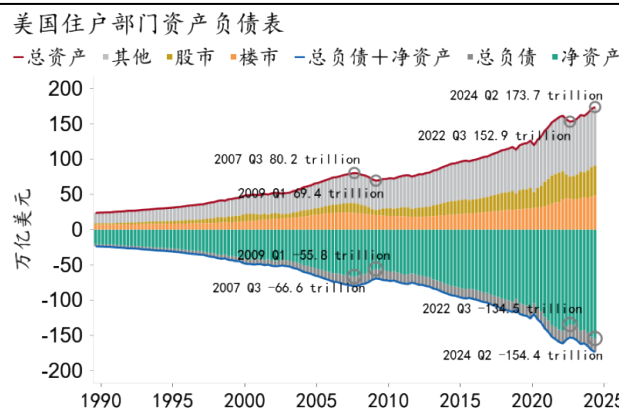
随着货币宽松对资产价格及企业投资形成托举，股市、楼市及就业形势或相应好转，中期看消费仍有支撑，未来降温幅度相对温和。

图 7：住户部门储蓄率进一步下探



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：住户部门资产负债表稳步扩张

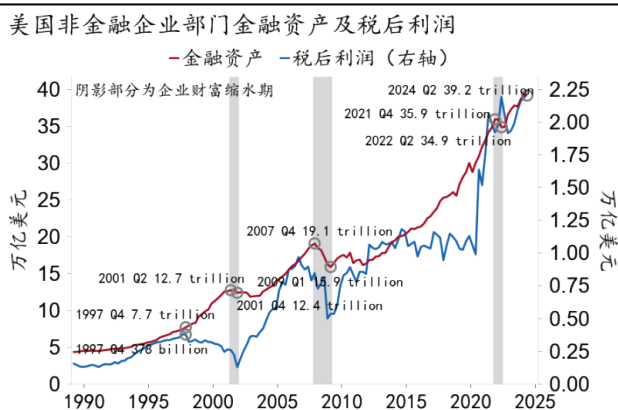


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

企业部门方面，货币宽松对私人投资的提振作用立竿见影，反映美国企业经济行为整体依然积极。9 月美联储降息预期持续发酵并超预期兑现，GDPNOW 模型将三季度投资增速预测值从-0.8%大幅上调至 2.6%，其中设备投资增速从 1.9%上调至 11.6%。美国企业部门处于财富及利润水平的“双增期”，叠加人工智能持续支撑科技投资，经济行为对货币宽松的敏感性显著强于对紧缩的敏感性，整体依然积极。

随着货币宽松传导至住房销售，地产投资可能也将企稳回升，企业部门动能或进一步增强。美国住房销售量在本轮美联储加息周期中跌去四成，并在低位徘徊近两年之久，随着房贷利率见顶回落，被压抑的需求可能大量释放，对地产投资及美国经济形成托举。

图 9：企业部门利润及财富水平均在增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：货币宽松即将传导至住房销售

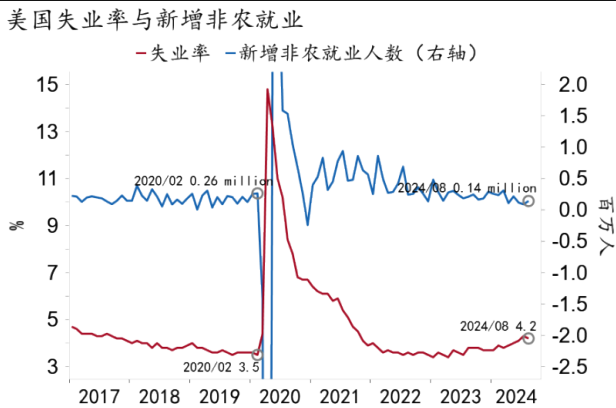


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美联储或迎来阶段性的决策“舒适期”，就业市场保持韧性，通胀粘性继续软化，双重目标继续向“软着陆”靠拢。

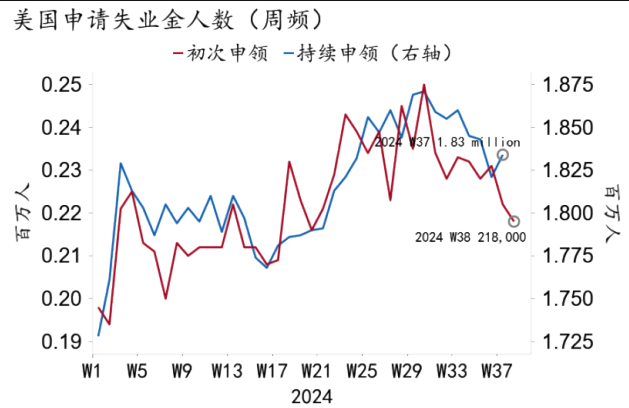
随着美联储开启降息，企业部门动能有效修复，支撑劳动力市场。“贝丽尔”飓风影响退坡，8 月就业数据有所好转。失业率回落 0.1pct 至 4.2%，新增非农就业人数上升 5.3 万至 14.2 万。9 月美联储正式开启降息周期，美国就业好转趋势得以延续，周频公布的首次申领失业金人数已经跌至年中就业转弱之前的水平。

图 11: 8 月美国就业形势边际好转



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 12: 美国申领失业金人数显著回落

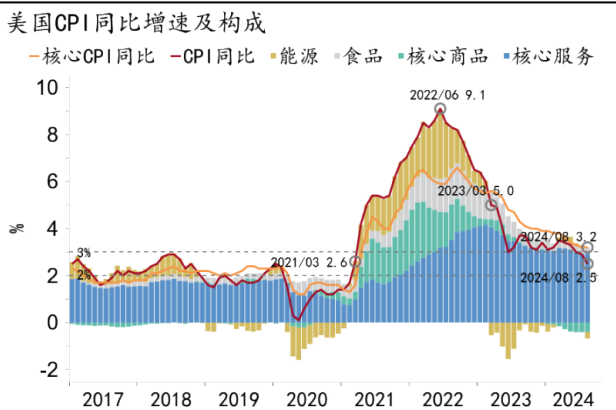


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

通胀水平则在全球商品通缩的驱动下加速回落，年内有望进一步逼近 2% 目标。8 月美国通胀加速回落，CPI 通胀回落 0.4pct 至 2.5%，核心 CPI 通胀则保持在 3.2%。从结构看，“服务通胀，商品通缩”格局仍在延续，前者反映美国国内经济韧性，后者则反映全球商品供需失衡。在核心服务通胀仍然高达 4.9% 的情形下，低至 -1.9% 的核心商品通胀和低至 -4.0% 的能源通胀令总体通胀向 2% 目标加速迈进。

从中期看，仍然不能排除通胀反弹风险。现阶段通胀软化来自输入性通缩，美国国内供需缺口依然存在。如若全球商品通缩未能持续，美国通胀就仍有反弹风险。

图 13: 美国通胀水平加速回落



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 14: 市场预期政策利率将于明年年中降至 3%

联邦基金：期货利率预测的概率
数据来源: CME Group (20240925)

会议	联邦利率	1.75-2	2-2.25	2.25-2.5	2.5-2.75	2.75-3	3-3.25	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25	4.25-4.5	4.5-4.75
2024-11-07	4.82%												
2024-12-18	4.26%											33.2%	48.9%
2025-01-29	3.69%							12.2%	38.9%	37.5%	11.4%		
2025-03-19	3.57%						2.9%	18.6%	38.6%	31.2%	6.6%		
2025-04-30	3.38%						1.0%	7.3%	23.0%	35.4%	26.1%	7.3%	
2025-06-18	3.00%			1.7%	11.6%	29.0%	33.3%	18.9%	5.0%	0.5%			
2025-07-30	2.92%		0.6%	5.2%	17.7%	30.5%	28.3%	14.0%	3.4%	0.3%			
2025-08-17	2.89%	0.1%	1.7%	6.3%	20.9%	30.0%	24.7%	11.4%	2.6%	0.2%			
2025-10-29	2.85%	0.4%	2.7%	10.2%	22.3%	29.2%	22.7%	10.1%	2.3%	0.2%			

资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

市场预期美联储将“大步流星”推动降息。市场预期政策利率水位将于 2025 年初降至 3.5% 以下，并于年中降至 3% 以下。相比之下，美联储三季度点阵图预测政策利率水位将于 2025 年底方才降至 3.5% 以下。

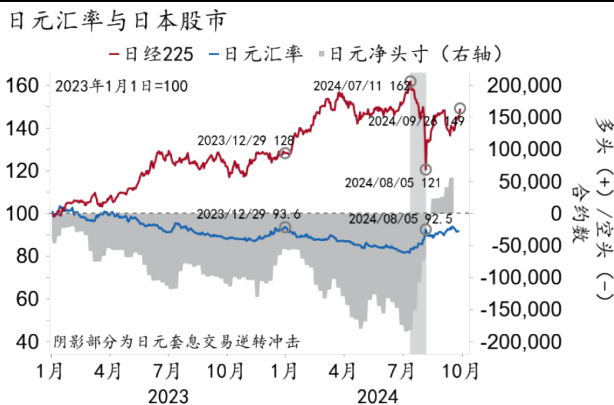
我们认为现阶段市场降息预期十分过激，美联储点阵图中的降息预期实现亦有难度。一是美国经济基本面整体稳健，对降息刺激较为敏感，大幅回暖可能降低美联储进一步降息的动力；二是美国服务通胀中枢或已升至 4% 上方，如若全球商品通缩未能持续，整体通胀可能再度反弹；三是美国财政力度已经系统性强于疫前，大选后退坡幅度或相对有限。

(二) 日本经济：风波平息，继续扩张

日本金融市场回归稳定，关键名义指标稳步扩张，日央行推进加息的宏观基础正在回归。9月24日，日央行行长植田和男表示推进加息仍需更多考量，需要密切关注物价与薪资增长的可持续性，并高度关注金融市场稳定问题，指向8月风波已经带来了日央行内部“通缩恐惧症”的再度抬头。但我们认为，物价与薪资增长已经内生可持续。即使金融市场再起波澜，日央行加息趋势也难以根本性逆转。

日元套息交易逆转风波平息，日本金融市场回归稳定。根据芝加哥期货交易所（CME）数据，日元期货已从净空头状态转向净多头状态，指向二季度超调增长并投资于风险资产的日元套息头寸已经完成平仓，日本金融市场随之回归稳定。日经225指数较低点回升23%，日元汇率亦已企稳。

图 15：日元套息交易逆转冲击告一段落



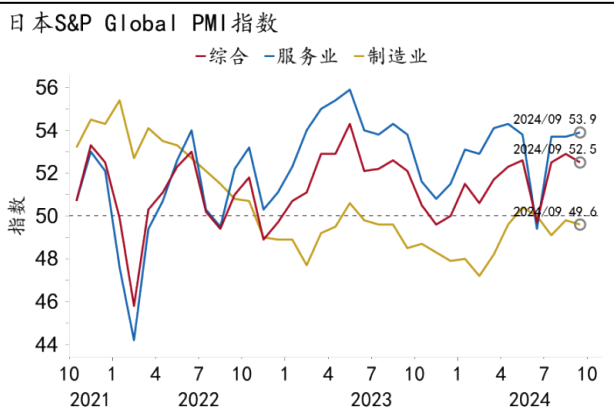
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 16：日本经济关键名义指标稳步扩张



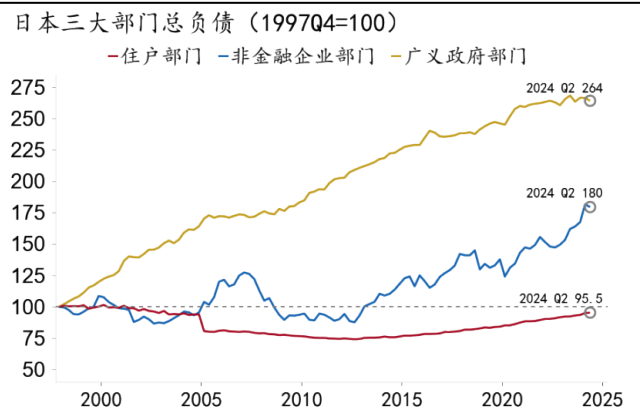
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 17：日本 PMI 指数持续位于扩张区间



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 18：日本住户部门负债增长长期停滞



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

“劳工荒”与“涨薪潮”持续发酵，薪资与物价之间的正向螺旋进一步加强。7月日本名义薪资同比增速回落1.8pct至4.3%，尽管环比层面修正了6月的超调增长，但整体仍处快速增长状态。8月日本CPI通胀小幅上行0.1pct至2.8%，连续29个月位于2%上方。随着日元结束贬值周期，输入性通胀对日本

通胀的贡献越来越小，薪资增长的贡献则越来越大，温和通胀的内生性及可持续性正在增强。

“薪资-物价”正向螺旋支撑消费增长，三季度日本经济继续扩张。7-9月日本标普 PMI 指数持续位于 52.5 上方。从结构看，“强服务、弱制造”格局仍在持续，服务业 PMI 逼近 54，制造业 PMI 则位于 50 以下。随着美联储开启降息，全球金融条件或边际转松，支撑日本制造业止跌企稳。此外，从日央行资金循环账户看，当前日本负债压力集中在广义政府及非金融企业部门，住户部门负债压力极低，消费复苏存在可持续性。

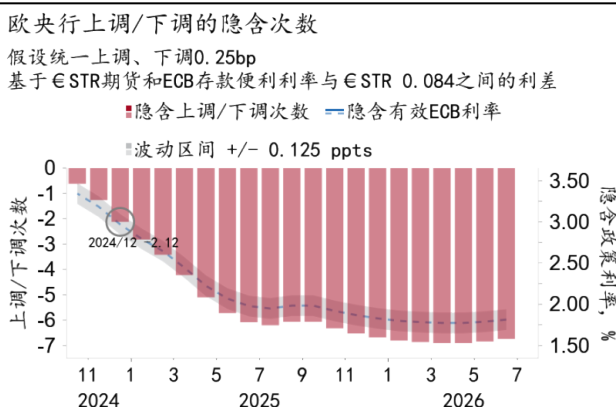
我们维持日央行年内或再加息 1 次的判断，幅度 15-25bp。一方面，日本经济本轮名义复苏在薪资端依托于内生性的“劳工荒”，在消费及通胀端则拥有住户部门低负债的支持，存在可持续性。另一方面，日元套息交易逆转风波已经平息，日本金融市场已经回归稳定。

（三）欧洲经济：继续降息，节奏存疑

欧央行 9 月降息如期落地，10 月连续降息的可能性随之进入视野。随着经济数据进一步走弱，欧元区 10 月降息的可能性有所增加，但仍不足以成为基准情形，服务业通胀难题仍在阻碍降息步伐。

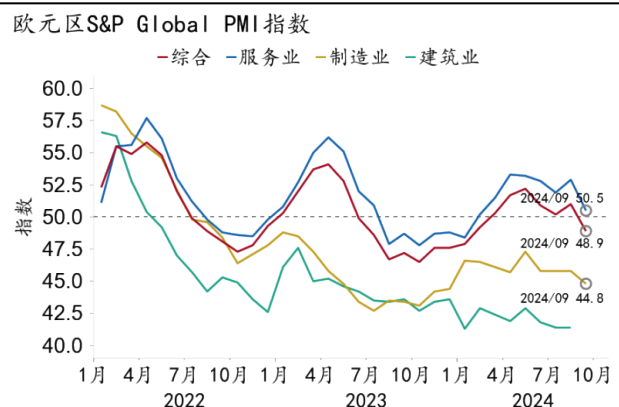
一方面，欧元区经济重回萎靡，降息存在一定迫切性。8 月“奥运会效应”退坡，法国服务业增长转向低迷，德国经济也未见起色，欧元区经济在两大火车头失速影响下走向停滞，9 月 PMI 数据全面超预期走弱，综合 PMI（48.9）在 2024Q2 以来首度跌至荣枯线（50）下方，步入收缩区间。与此同时，欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数录得 9.3，为 2023 年 10 月以来新低，也彰显着经济景气度的下降。经济的熄火似乎需要降息来挽救。

图 19：市场预期欧央行年内仍有 50bp 降息空间



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 20：欧元区经济景气度持续回落

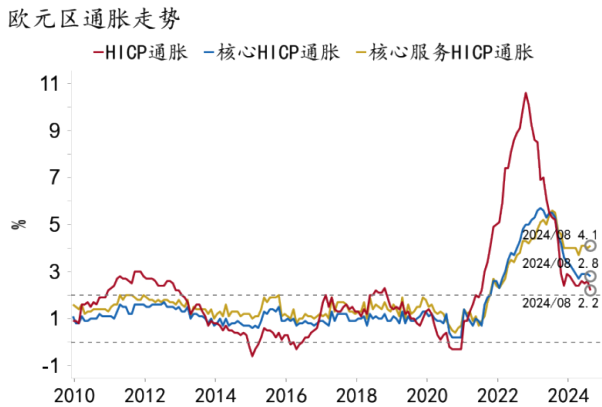


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

另一方面，欧元区通胀形势仍然不容乐观。相比总体 HICP 顺畅的下行趋势（欧元区 HICP 同比增速从 2023 年 8 月的 5.2% 一路下行至 2024 年 8 月的 2.2%），服务业通胀降温则困难许多（服务业通胀同比增速仅从 5.5% 回落至 4.1%）。此外，欧央行在三季度经济展望中上调了通胀预期，2024 年核心通

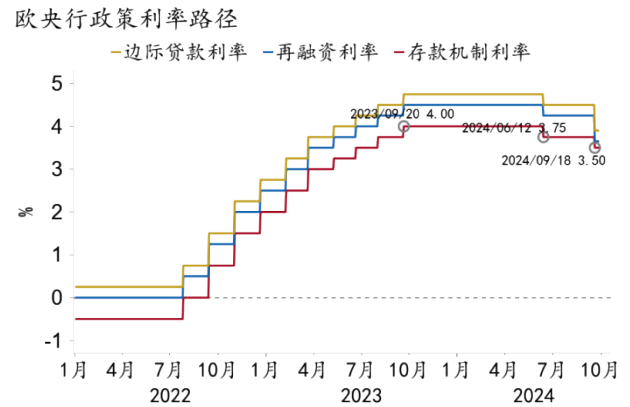
胀预测值上调 0.1pct 至 2.9%，2025 年预测值上调 0.1pct 至 2.3%，四季度欧元区通胀数据仍有反弹风险。

图 21：欧元区服务通胀发生反弹



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 22：欧央行于 9 月议息会议执行年内第二降



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

欧央行于 9 月议息会议“鹰派降息”。欧央行行长拉加德在新闻发布会上暗示 10 月议息会议连续降息概率较小，强调两次议息会议时间间距较短，传缺乏足够数据用于决策是否有必要继续降息。近期欧央行官员的发言表述也大致相似，主流观点为不支持 10 月连续降息。

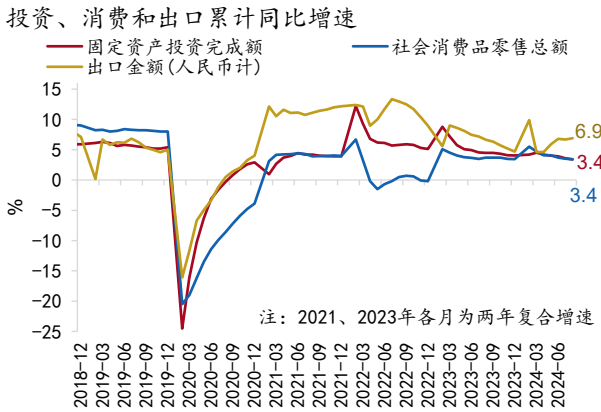
前瞻地看，欧元区年内仍有 25-50bp 降息空间，中期降息路径则取决于通胀粘性。

二、中国经济：增长“紧迫性”上升

8 月我国经济延续修复，但供需两端表现偏弱，增长压力有所加大。在供给端，受需求不足、极端天气以及生产淡季等因素影响，工业生产景气度有所回落，生产增速放缓。在需求端，外需仍有韧性，但增长前景不确定性较高，国内投资和消费累计增速延续下滑，分别较 7 月下行 0.2pct、0.3pct 至 3.4%。积极因素在于，宏观政策加速落实，效能不断显现。一是政府债券发行使用明显提速。二是“两新”政策加力提效。三是地产销售投资降幅收窄。整体上看，8 月经济增长的主要支撑在于政策托举、出口增长以及中央财政投资项目的持续发力，内生增长动能有待增强，实现“5%左右”增长目标的紧迫性上升，扩内需促销费的增量工具或相机出台。

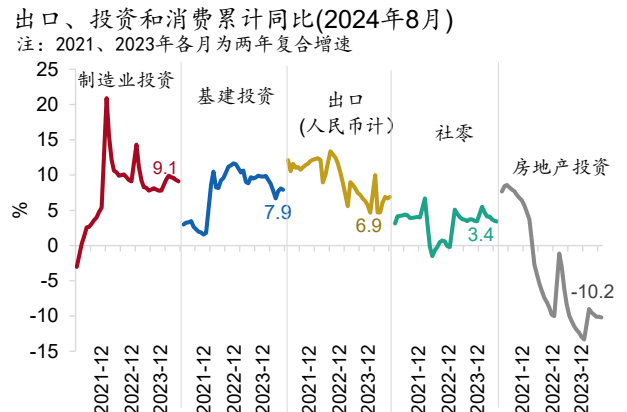


图 23：外需韧性较强，国内消费投资增速放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

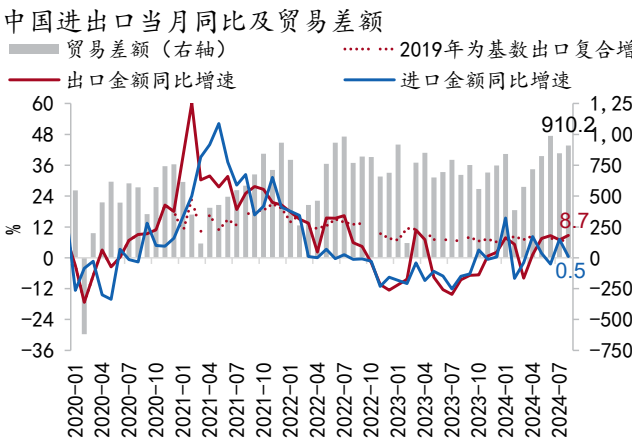
图 24：8 月需求端压力边际上升



资料来源：Wind，招商银行研究院

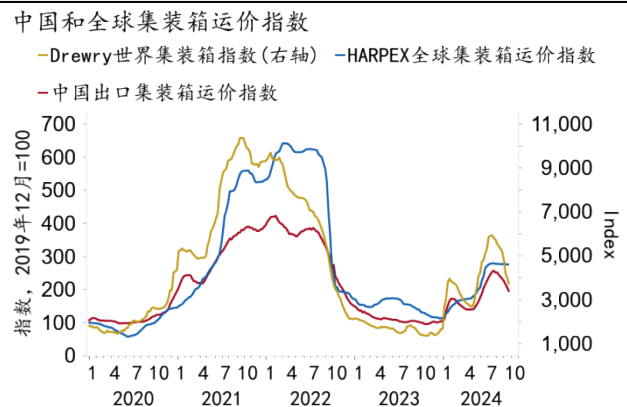
外需方面，出口动能回升。8 月我国出口金额同比增速上行 1.7pct 至 8.7%，好于市场预期，或源于全球及中国运价自高位回落、外贸企业成本压力缓解。前瞻地看，出口前景仍有不确定性，包括外需动能放缓、基数扰动以及“抢出口”效应。

图 25：8 月进、出口增速再度反转，出口动能回升



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 26：全球和中国航运价格回落



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

内需方面，投资和消费增速延续低位运行。8 月固定资产投资增速微升 0.1pct 至 2%。其中，房地产投资增速上行 0.6pct 至 -10.2%，增量投资好于存量。增量上，土地购置持续回暖，新开工面积降幅收窄；存量上，竣工面积增速大幅下行，受年中施工淡季、极端天气多发叠加资金偏紧等因素共同影响。基建投资下行 4.5pct 至 6.2%，扣除电力行业后放缓 8pct 至 1.2%，不同口径增速分化指向央地结构分化加剧，受制于地方财政压力和债务负担，地方财政主导的道路运输、公共设施管理业投资降幅走阔。制造业投资在出口增长和政策托举的支撑下增长 8%，其中，设备工器具购置投资累计增速 16.8%，技术改造投资增长较快。消费增速保持低位，社零增速下行 0.6pct 至 2.1%，可选消费中金银珠宝等社交类消费、汽车消费持续收缩，拖累社零修复。餐饮消费同比增速小幅上行 0.3pct 至 3.3%，仍处年内低位。



图 27：房地产销售投资累计增速低位企稳



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 28：工业生产增速持续放缓

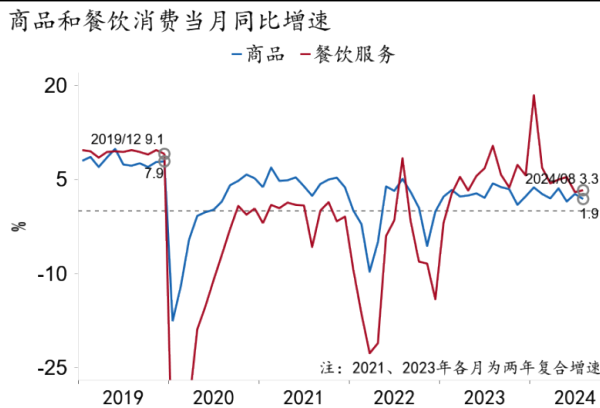


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

生产端仍主要受国内有效需求不足叠加高温多雨天气制约。去年基数有所抬升，规上工业增加值同比增速加速下行 0.6pct 至 4.5%；季调环比增速 0.32%，小幅低于上月 0.03pct。其中，高技术制造业和装备制造业保持较快增长；电气机械受产能出清压力及贸易保护加征关税等影响，生产延续放缓；房地产上游行业如非金属矿物、黑色金属降幅走阔，化学原料生产放缓。

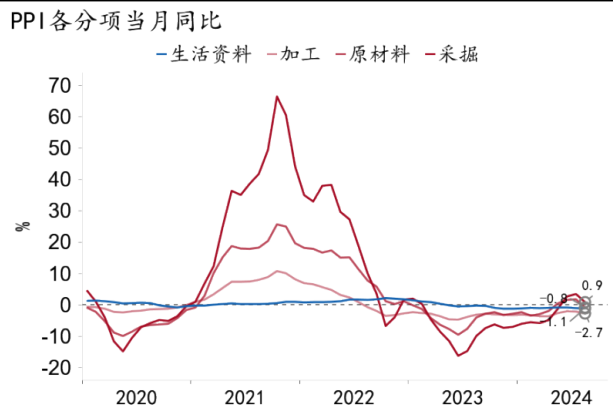
物价方面，需求不足导致 PPI 通胀反弹受阻，8 月 PPI 同比增速回落 1pct 至 -1.8%。CPI 通胀受极端天气影响反弹 0.1pct 至 0.6%，但除猪肉、鲜果鲜菜等食品外，其他商品价格普跌，核心 CPI 通胀进一步下探。市场开始担忧负向“工资-物价”螺旋风险。

图 29：商品消费降速，餐饮消费提速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 30：PPI 上中下游价格分化明显



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

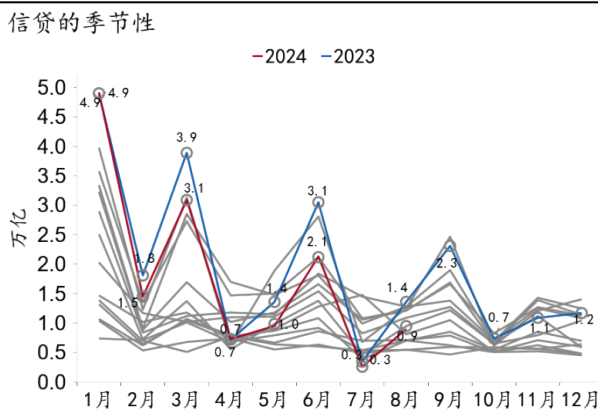
前瞻地看，“金九银十”不仅是我国传统生产旺季，也是房产销售和假日经济活动的高峰期，为抓紧这一重要的窗口期，宏观政策或进一步打开增量空间，着力扩大国内有效需求。在此支撑下，经济动能或将内生性改善。

三、宏观政策：坚定信心，众志成城

（一）金融形势：信贷弱于季节性，货币活性承压

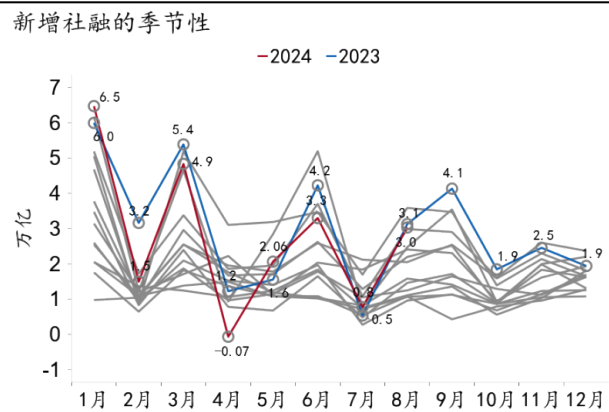
8月新增信贷仍显著弱于季节性，显示挤水分的扰动仍在，实体融资需求仍然不足。由于实体经济供需同时走弱，PMI回落至年内低位，实物工作量偏低，投资和消费累计同比增速均创年内新低。8月新增人民币贷款9,000亿，其中，投向实体经济1.04万亿，分别低于过去五年同期均值3,640亿、2,902亿。企业端，短贷与中长贷均走弱，票据融资延续冲量特征，价格下探至年内新低。8月非金融企业贷款新增8,400亿，同比少增1,088亿。其中，中长贷当月新增4,900亿，同比少增1,544亿；短贷减少1,900亿，同比多减1,499亿。表内融资需求疲弱导致票据“以价换量”加大贴现，票据利率下行至年内新低，一度破1%。8月票据净融资新增5,451亿，同比多增1,979亿；国股行半年直贴利率中枢1.11%，环比再降11bp。居民端，地产517新政效力逐渐减弱，商品房销售降幅再次走扩，叠加消费需求疲弱，居民贷款同比减少。8月居民贷款增加1,900亿，同比少增2,022亿。30大中城市商品房销售面积同比增速为-24.3%，较7月显著下行7.4pct，拖累居民中长贷新增1,200亿，同比由多增772亿转为少增402亿。尽管暑期出行拉动部分服务消费，但居民消费偏弱现状仍未改善，短贷增加716亿，连续7个月同比少增，少增1,604亿。

图 31: 8月信贷新增9,000亿，同比少增4,600亿



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 32: 8月新增社融3.03万亿，同比少增981亿



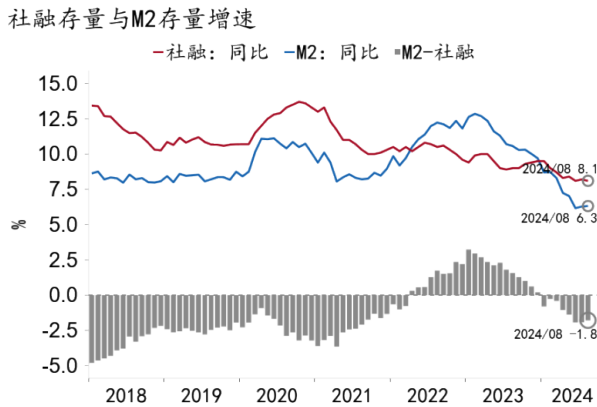
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

社融方面，政府债构成主要支撑。8月社融新增3.03万亿，超出市场预期；同比少增981亿，存量增速小幅回落0.1pct至8.1%。结构上看，投向实体经济的人民币贷款与企业债融资形成拖累，政府债构成重要支撑。政府债方面，专项债发行提速推动8月新增政府债融资1.6万亿，创年内单月峰值，同比多增4,371亿。企业债方面，8月资金面偏紧、利率债收益率上行与首例国企可转债违约抬升信用债流动性溢价，1年期AAA级中短票收益率升至2%以上，环比上涨7bp，成本上涨削弱发行意愿，企业债券融资新增1,692亿，同比少增1,096亿。

货币供给方面，M2同比维持6.3%不变，呈现企业存款下降、非银存款上升的结构性特征，显示手工补息规范或拉动公司理财业务快速增长。企业端，贷款派生放缓，叠加存款向理财转化，8月企业存款增加3,500亿，同比少增5,390亿。非银端，8月非银存款增加6,300亿，同比大幅多增13,622亿。居民端，随着可支配收入增速下滑，8月居民存款增加7,100亿，同比少增777亿。受实体经济活力不足，尤其是房地产相关交易同比持续收缩影响，叠加金

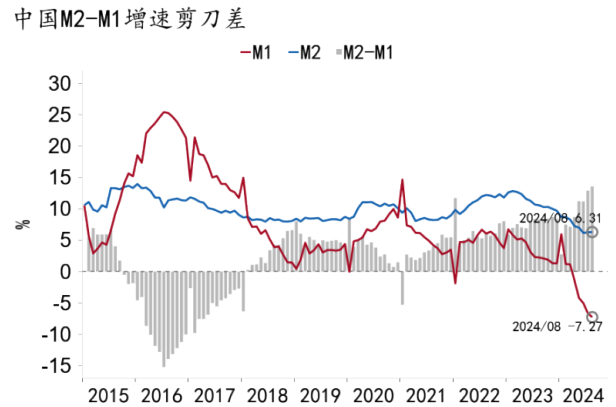
融业“挤水分”、企业增配理财、存款定期化等变化，8月M1同比增速-7.3%，突破历史新低，较上月再下探0.7pct。

图 33：社融增速下降 0.1pct，M2 增速保持稳定



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 34：M1 再创新低，M2-M1 剪刀差继续扩大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

（二）财政形势：收入低迷，支出提速

8月全国财政收入降幅走阔，财政支出明显放缓，全年预算完成难度加大，支撑在于8月以来新增专项债发行明显提速。前瞻地看，财政收支均需加快进度。财政仍有较大筹集资金的空间。一方面，可盘活预算稳定调节基金、国企利润等存量资金；另一方面，10月直接调增万亿级赤字，或增发超长期特别国债，均是可能的政策选项。另外，地方政府债务限额空间仍有约1.5万亿，四季度或在限额空间下增发新增专项债。

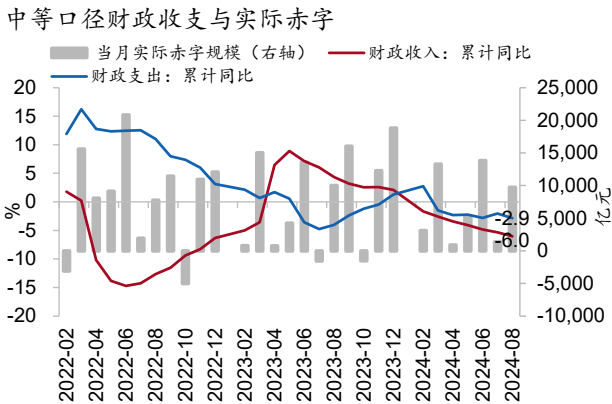
收入端，8月全国一般公共预算收入降幅走阔0.9pct至-2.8%，其中税收收入拖累加剧，降幅走阔1.2pct至-5.2%；非税收入支撑边际减弱，增速放缓5.7pct至8.8%。主要税种中，国内增值税、消费税和个人所得税表现低迷、延续下跌，基数效应下企业所得税增速大幅上升，土地和房地产相关税收合计降幅走阔，亮点仍在于进出口环节相关税收保持正增长。8月全国土地出让收入增速再创历史新低，同比下降41.8%，降幅较上月走阔1.5pct。517地产新政效果边际消散，增量支持政策或进一步出台，后续土地出让收入有望企稳。

支出端，受收入不足制约，8月全国一般公共预算支出明显放缓，增速较前值大幅回落13pct至-6.7%。结构上，除债务付息支出同比增长4.2%外，其余主要支出领域均陷入收缩，表明支出压力加大。交通运输，农林水、节能环保等基建领域支出增速大幅回落，地方政府对基建投资支撑减弱。民生领域如教育，社保就业支出增速也明显回落，财政或进一步优化支出结构，兜实基层“三保”底线。8月全国政府性基金支出降幅走阔9pct至-14%，土地出让相关支出延续收缩。8、9两月新增专项债加速发行，规模分别约8,000亿和9,200亿，叠加支持“两新”的3,000亿超长期特别国债已全部下达到位，后续将对政府性基金支出形成支撑。

累计来看，1-8月中等口径下财政收支降幅走阔，进度处于历史低位。中等口径财政收入增速-6.0%，较前值下降0.7pct，今年以来降幅逐月走阔；财政

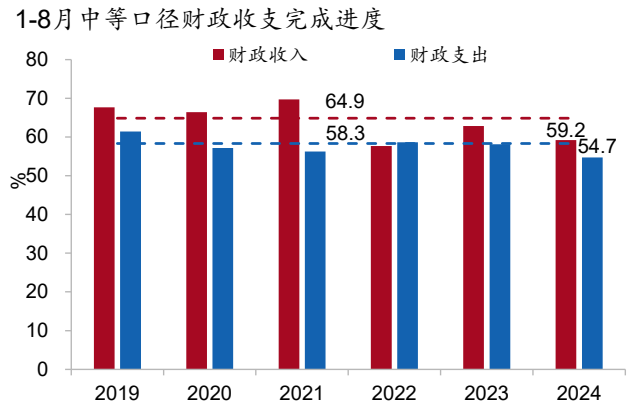
支出增速-2.9%，较前值下降 0.9pct。进度方面，支进度分别为 59.2%和 54.7%，分别较 2019-2023 年同期均值低 5.7pct 和 3.6pct。

图 35：中等口径下财政收支降幅走阔



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 36：中等口径下财政收支进度明显偏慢



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）宏观政策：坚定信心，众志成城

1. 9 月中央政治局会议

9 月 26 日，中共中央政治局召开会议（下文简称“会议”），分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作，习总书记主持会议。此次会议突破常规地以经济工作为主题，定调更加积极的政策立场，凸显中央对当前经济工作的高度重视，鲜明突出了逆周期“稳增长”的主题。会议强调，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感，加大逆周期调节力度，干字当头、众志成城，勇于担当、敢于创新，认真落实“三个区分开来”，为担当者担当、为干事者撑腰，努力完成全年经济社会发展目标任务。

形势分析上，会议肯定了今年以来的经济工作，认为“经济运行总体平稳、稳中有进”。相较之下，7 月中央政治局会议“延续回升向好态势”的表述更显积极。三季度 GDP 同比增速的市场预测中枢下探至 4.6%，在上半年经济增长 5% 的基础上，实现全年“5% 左右”经济增长目标的难度加大，政策加力的紧迫性显著上升。前瞻地看，政策加力托举下，四季度经济动能大概率将较二、三季度出现明显改善，支撑达成全年经济增长目标。

宏观政策上，会议明确要求“加大财政货币政策逆周期调节力度”。9 月 24 日金融主管部门宣布一揽子金融新政，极大提振了资本市场的信心和活跃度。根据会议部署，后续增量政策仍然可期。财政政策方面，支出端聚焦保民生和促发展。年内仍有超 2,500 亿特别国债待发行，目前统筹支持“两新”项目的 3,000 亿资金已全部下达到位，后续或继续加力支持。融资端，年内增发政府债券的可能性上升。由于税基收缩、国有土地出让收入大幅下降等原因，当前中等口径下财政收入距年初预算存在约 2 万亿的缺口。10 月直接调增万亿级赤字，或增发超长期特别国债，均是可能的政策选项。另外，地方政府债务限额空间仍有约 1.5 万亿，四季度或在限额空间下增发新增专项债。货币

政策方面，“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”。924 金融新政已积极落实了相关部署。

会议对房地产工作的部署紧跟在货币政策之后，开宗明义强调“要促进房地产止跌回稳”，凸显了“稳地产”“稳房价”的紧迫感。供给端，对商品房建设“严控增量、优化存量、提高质量”，表明商品房市场已进入高质量存量时代。“加大‘白名单’项目贷款投放力度”，商业银行审批通过融资金额达 1.43 万亿，后续规模或加速上行。“支持盘活存量闲置土地”，924 金融新政支持收购房企存量土地。需求端，会议明确要求“回应群众关切”，四季度一线城市或全面取消限购，924 金融新政部署存量房贷利率将下调约 50bp。此外，或叠加商品房交易税费减免等政策，推动量价企稳，构建房地产发展新模式。

会议强调对资本市场发展的支持，提出“要努力提振资本市场”。一是引导社保、保险、理财等中长期资金入市，打通堵点、改善生态。二是支持上市公司并购重组。9 月 25 日《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》已出台，包括大幅简化审核程序，提高监管包容度等措施。

会议还部署了其他方面的经济工作，鲜明体现了惠民生、扩需求、促开放的特征。一是帮助企业渡过难关、促进民营经济置于重点工作之首，凸显当前鼓励企业扩表、实现经济内生修复的必要性。会议强调要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。二是促消费与惠民生相结合，新增“培育新型消费业态”，数字消费或是其中重点，包括即时零售、智慧商店和线上演出等。重点关注“一老一小”，要求支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。三是高水平对外开放，加大引资稳资力度。抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施。四是兜牢民生底线，扩大稳就业范围。会议继续强调重点做好重点人群的就业工作，包括高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭，强调对困难群体和低收入人口的救助、帮扶。要求抓好食品和水电气热的保供稳价，确保国家粮食安全。

2. 9 月 24 日金融新政“组合拳”

9 月 24 日上午，国务院新闻办公室就金融支持经济高质量发展有关情况举行新闻发布会，金融主管部门宣布将推出一揽子金融政策，主要围绕总量和结构两方面展开。总量上，继续降准降息，促进社会综合融资成本稳中有降；结构上，对房地产市场、资本市场、科创投资、小微企业提供针对性政策支持工具。此外，计划对六家大型商业银行增加核心一级资本。

总量上，央行宣布降准降息，并调降存量房贷利率。本轮降息以及存量房贷利率下调，合并考虑 2 月和 7 月降息，预计共可节实体经济付息负担约 1.3 万亿。降准预计可降低商业银行成本约 3,800 亿（以存款准备金利率 1.62% 计）。本轮存款利率下调，合并考虑 7 月存款利率调降，预计共可降低商业银行负债成本约 8,000 亿元。未来利率下行效果或随存贷款重定价逐渐显现。

一是有力降准，将下调存款准备金率 50bp，年内或择机再降准 25-50bp。本次降准幅度为 50bp，延续年初的降准步长，可向金融市场提供长期稳定流动性约 1 万亿元。今年以来信贷增速下滑以及商业银行净息差收窄，有必要

通过降准降低商业银行负债端成本，增强其支持实体经济和防范风险的能力。若年内择机再降准 25-50bp，全年累计降准幅度将达到 125-150bp，创 2019 年以来最高，与我们在此前展望报告的预测高度一致。本次降准后，金融机构加权平均存款准备金率约 6.5%，后续或还有 50bp 的下调空间（5%或是阶段性下限）。

二是有力降息，7 天逆回购操作利率下降 20bp 至 1.5%，1 年期 MLF 利率下降 30bp 至 2.0%，引导 LPR 和存款利率同步下行 20-25bp。本次政策利率锚大幅调整，有望带动 LPR 利率下调 20-25bp，全年 1 年期和 5 年期以上 LPR 将至少下降 30bp、55bp，创 2019 年贷款报价利率改革以来的新高。本轮降息以及存量房贷利率下调 50bp，可节省实体经济付息负担约 7,000 亿，若叠加年内 LPR 利率已实现的调降，全年付息负担可总共减少约 1.3 万亿。另一方面，**存款利率也将同步调降 20-25bp**，预计本轮存款利率调降可降低商业银行负债成本约 4,500 亿元，若叠加年内存款利率的调降，负债成本可总共降低 8,000 亿元。

三是下调存量房贷利率，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅约 50bp。存量房贷利率下调有助于减轻居民房贷负担，缓解提前还贷，改善购房意愿。据央行测算，下调存量房贷利率可减少家庭利息年支出约 1,500 亿。

结构上，金融支持房地产，供需两端发力。需求端，统一房贷最低首付比例，将全国二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%。供给端，将年底前到期的经营性物业贷款和房企存量融资展期这两项政策延期至 2026 年底；央行对 3,000 亿元保障性住房再贷款的资金支持比例从 60% 提高至 100%；支持收购房企存量土地，将部分地方政府专项债用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，必要时央行提供再贷款支持。

金融支持资本市场，创设新的结构性政策工具。一是将创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从央行获取流动性，通过这项工具所获取的资金只能用于投资股票市场。二是创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。这两项政策的首期操作规模分别为 5,000 亿和 3,000 亿元，且有望再度增加。

前瞻地看，本次金融政策“组合拳”或拉开了逆周期政策进一步加力的帷幕，后续增量政策仍然可期。7 月 30 日中央政治局会议要求加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。考虑到三季度经济运行显著承压，为努力实现全年 5% 左右的增长目标，各项政策有必要进一步加力。财政政策或额外增发国债或特别国债，货币政策或择机调降存款准备金率（当前为 1.62%），以修复其与 7 天逆回购利率（此次调降后为 1.5%）的倒挂。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇