



美国经济持续超预期，中国经济金融边际好转

——2023年9月宏观月报

■ 美联储9月议息会议在暂停加息的基础上大幅上调了经济和利率预测。三季度点阵图显示直至明年年底政策利率水平仍然位于5%上方。尽管货币紧缩不断加码，但财政扩张支撑美国经济逆势走强。同时，受油价大幅上行影响，美国“再通胀”风险开始发酵。8月美国CPI通胀3.7%，连续第二个月反弹。前瞻地看，新财年财政扩张的力度将决定后续美国经济回落的幅度。本轮加息周期为史上最快，货币紧缩的滞后效应或将强于以往，若财政在政治、利率压力下超预期收缩，美国经济仍可能快速回落。

■ 国内实体经济方面，8月国内主要经济数据同比增速回升，供需两端增长动能在7月大幅放缓后边际好转，物价、就业等指标同步改善。经济筑底回升主要受8月以来政策持续落地托举，也存在极端天气影响减弱的因素。因仍处年中淡季，预期改善较为缓慢，部分部门仍存拖累，经济温和修复。前瞻地看，预计9月经济将延续温和修复，三季度经济动能将较二季度有所改善，但低于一季度。由于去年二、三季度GDP基数由低转高，今年三季度GDP同比增速或较二季度大幅回落，位于4%附近。后续政策将相机抉择，很可能继续加码，托底经济实现全年5%左右的增长目标。

■ 金融形势方面，融资需求端，8月政府债融资大幅提速，推升社融增速回升0.1pct至9%，受房贷政策放松支撑，居民贷款边际修复，但受PPI和企业利润收缩拖累，企业贷款改善有限；货币供给端，政府债券发行加快带动资金回流国库，拖累M2同比增速下降0.1pct至10.6%。

■ 财政形势方面，8月财政收入增长承压，赤字多增助力支出提速，收支压力边际加剧，财政扩张提速可持续性有待观察。一方面国内经济阶段性触底反弹，叠加“一揽子化债方案”实质性落地，地方政府财政压力和债务负担有望缓解；另一方面，政策效果传导仍需时间，财政可用财力依然不足，将制约对经济的拉动作用。

■ 宏观政策方面，房贷政策快速加码，8月31日，首付比例下调、增量和存量房贷利率调整以及一线城市“认房不认贷”三大工具同时落地。9月以来一线城市房地产成交边际上有所改善，但政策落地实效仍然有待观察。9月14日，央行超预期提前宣布降准，与上次降息仅间隔一个月，反映政策“稳增长”“提信心”诉求仍强。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niuemengqi@cmbchina.com

王欣恬

宏观研究员

☎: 0755-83199128

✉: xintianwang@cmbchina.com

刘阳

宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyldd@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



目录

一、海外宏观：美联储“鹰派暂停”，美欧经济差走阔	1
二、中国经济：供需边际改善，动能仍需夯实	3
三、宏观政策：提振信心，稳固增长	6
（一）金融形势：居民贷款环比改善	6
（二）财政形势：扩张边际提速	7
（三）货币政策：超预期降准	8

图目录

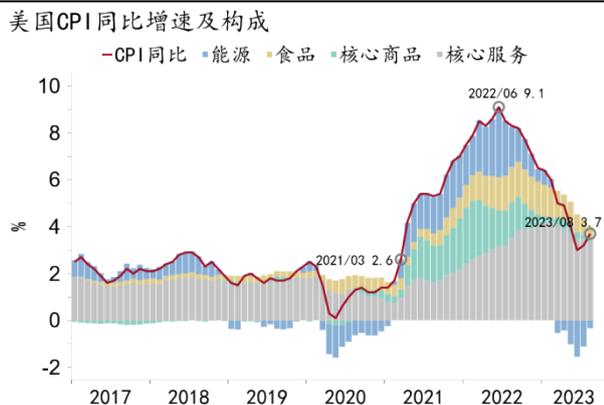
图 1：能源分项主导美国通胀走向	1
图 2：美国劳动力市场供求矛盾持续软化	1
图 3：8 月劳动参与率重启上行	2
图 4：美国货币、信用双收缩	2
图 5：美联储大幅上调经济预测	3
图 6：美国经济逆势走强	3
图 7：内需动能企稳	3
图 8：商品和餐饮消费修复动能再度增强	3
图 9：商品消费动能分化	4
图 10：基建和制造业投资企稳	4
图 11：房地产销售下滑略有放缓	5
图 12：进、出口同比降幅大幅收窄	5
图 13：工业和服务业生产动能边际改善	5
图 14：失业率边际下行，外来人口失业率改善	5
图 15：物价温和改善	6
图 16：1-8 月规上工企利润累计增速降幅收窄	6
图 17：8 月信贷新增 1.36 万亿	7
图 18：8 月新增社融高于预期	7
图 19：广义流动性盈余略收窄至 1.6pct	7
图 20：8 月 M2-M1 剪刀差维持在 8.4pct 的高位	7
图 21：财政收支进度均不及往年均值	8
图 22：赤字多增，支出降幅收窄	8
图 23：9 月 15 日央行下调存款准备金率 0.25pct	9
图 24：商业银行净息差降至 1.74%，略高于不良率	9

一、海外宏观：美联储“鹰派暂停”，美欧经济差走阔

受油价大幅上行影响，美国“再通胀”风险开始发酵。8月美国CPI通胀3.7%，略高于市场预期，连续第二个月反弹；核心CPI通胀4.3%，符合市场预期，连续第五个月下行。结构上看，能源主导总通胀反弹，房租和二手车主导核心通胀回落，其他分项则一定程度上展现了三季度以来美国消费的韧性。前瞻地看，未来美国核心通胀有望进一步回落，但能源价格将主导通胀的总体走向，给美联储加息决策带来新的不确定性。

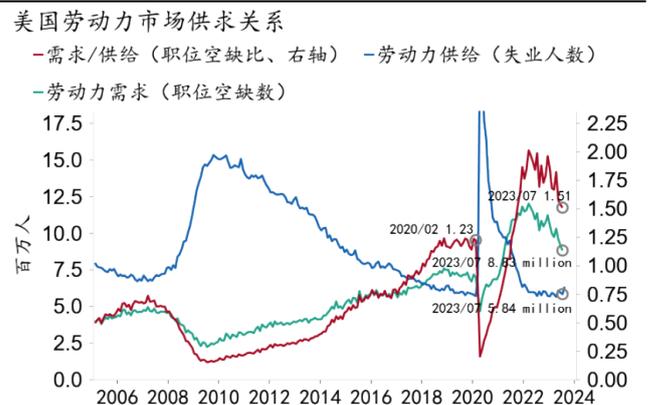
劳动力市场供求矛盾持续软化，美国就业加速转冷。8月美国新增非农就业人数18.7万（市场预期17.0万），失业率3.8%（市场预期3.5%），劳动参与率62.8%（市场预期62.6%），平均时薪同比增速4.3%，环比增速0.2%（市场预期0.3%）。

图1：能源分项主导美国通胀走向



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图2：美国劳动力市场供求矛盾持续软化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

劳动参与率在连续5个月横盘后重启上行，全年龄段均有提升，薪资增速下行和财政补贴可持续性存疑已在扭转居民预期，居民就业意愿显著回暖，劳动力供给开始扩张。叠加雇佣需求持续回落，美国劳动力市场供需缺口进一步弥合，新增就业人数中枢已经低于疫前水平，失业率超预期上行，时薪环比增速超预期回落。前瞻地看，劳动力市场转冷的大趋势得到了进一步确认，但后续节奏和幅度仍然有待观察。

股市见顶回落叠加货币、信用供给持续收缩，美国金融条件加速收紧。截至9月末，标普500指数较7月高点回落幅度已达9%，去年四季度以来的一轮牛市或已宣告终结。货币和信用供给的同比收缩仍在持续，M2增速已经连续九个月为负，商业银行信用供给增速也已连续两个月为负。前瞻地看，货币紧缩或将长期持续，股市也可能在高利率的影响下保持弱势，金融条件大概率将继续收紧。



图 3：8 月劳动参与率重启上行

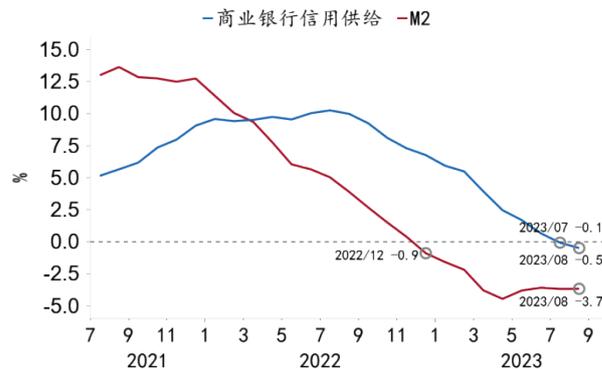
美国失业率与劳动参与率



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 4：美国货币、信用双收缩

美国货币与信用供给同比增速

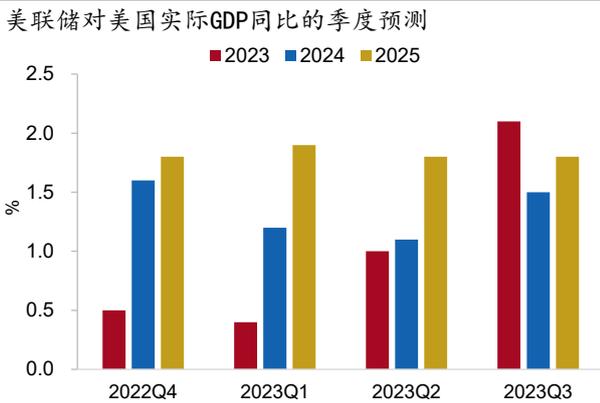


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

经济韧性超预期叠加“再通胀”风险发酵，美联储于 9 月议息会议复刻了 6 月的“鹰式暂停”，并大幅上调了经济和利率预测。美东时间 9 月 20 日，美联储召开议息会议，宣布将联邦基金利率区间维持在 5.25-5.5% 区间，缩表上限按计划维持每月 950 亿美元。美联储表示经济活动比几乎所有委员所预期的更为强劲，并大幅上调了对未来两年 GDP 增速的预期。美联储将 2023 年 GDP 增速预测从二季度的 1.0% 大幅上调至 Q3 的 2.1%，将 2024 年预测从 1.1% 上调至 1.5%。如此一来，2023-2024 年美国经济增长预测均值达 1.8%，与美联储长期增长中枢预测值一致。美联储大幅调低了明年的降息预期，点阵图的中长期利率路径大超市场预期，鲍威尔表示中性利率水平可能已经上行。三季度点阵图中位数显示美联储明年降息幅度仅为 50bp，仅为二季度（100bp）的一半，指向直至明年年底政策利率水平仍然位于 5% 上方，显著高于美联储预期的长期利率水平（2.5%）。前瞻地看，相较于利率进一步上行的风险，利率在高位保持更久的风险正逐渐获得更多的市场关注。

尽管货币紧缩不断加码，但财政扩张正支撑美国经济逆势走强。一方面，转移支付对居民收入构成支撑，消费动能保持强劲。8 月美国零售环比增速录得 0.6%，大幅高于市场预期的 0.1%；另一方面，产业政策对企业投资构成支撑，二季度经济数据显示美国投资增速大幅转正。从 PMI 指数看，三季度以来美国经济正顶着高企的利率水平持续扩张，不但服务业景气度在荣枯线上方进一步上行，而且制造业景气度也表现出了见底反弹的迹象。前瞻地看，新财年财政扩张的力度将决定后续美国经济回落的幅度。本轮加息周期为史上最快，货币紧缩的滞后效应或将强于以往，如若财政在政治、利率压力下超预期收缩，美国经济仍可能快速回落。

图 5：美联储大幅上调经济预测



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 6：美国经济逆势走强



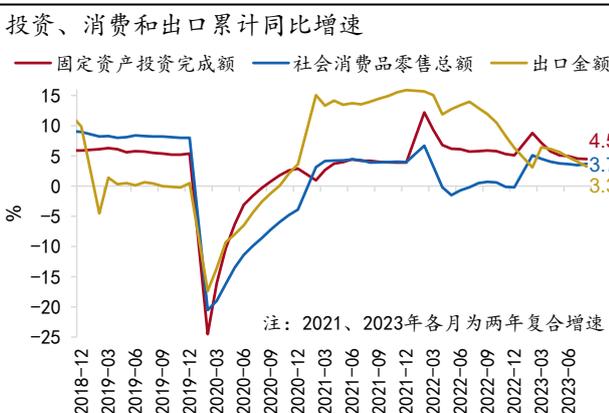
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美国和其他主要西方经济体的经济剪刀差正在走阔。9月欧央行“鸽言鹰行”，在加息 25bp 的基础上表达了对经济形势的悲观，并下调了 2023-2024 年的 GDP 增长预期。拉加德在新闻发布会上表示，迫于紧缩政策和日益疲软的贸易需求，未来几个月欧洲经济可能会持续低迷；英国央行上演“鸽派险胜”，宣布将基准利率维持在 5.25%。9 名委员中仅有 5 名支持不加息，另外 4 名委员认为继续加息才是更好的选择。英国经济和劳动力市场均在转冷，通胀也已开始超预期回落；日本央行仍然不能确信高通胀背后的内生动能是可持续的，宣布维持负利率和收益率曲线控制。二季度日本经济的支撑项已经变成了出口，代表内生动能的消费和私人投资则双双转负。

二、中国经济：供需边际改善，动能仍需夯实

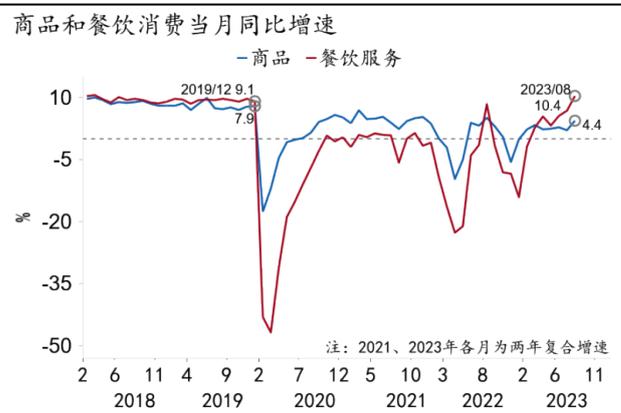
8 月国内主要经济数据同比增速回升，供需两端增长动能在 7 月大幅放缓后边际好转，物价、就业等指标同步改善。经济筑底回升主要受 8 月以来政策持续落地发力托举。不过，由于仍处年中经济淡季，且预期改善较为缓慢，部分部门仍存拖累，整体修复幅度较为温和。

图 7：内需动能企稳



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

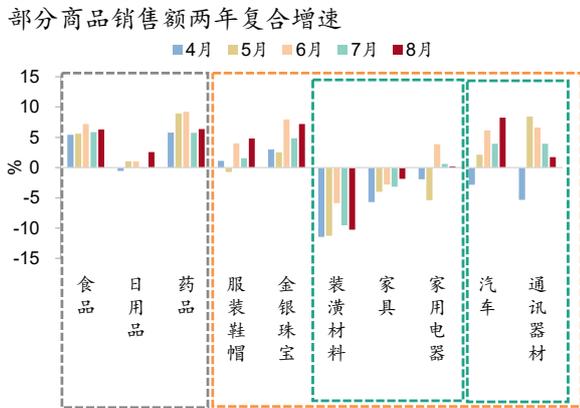
图 8：商品和餐饮消费修复动能再度增强



资料来源：Wind，招商银行研究院

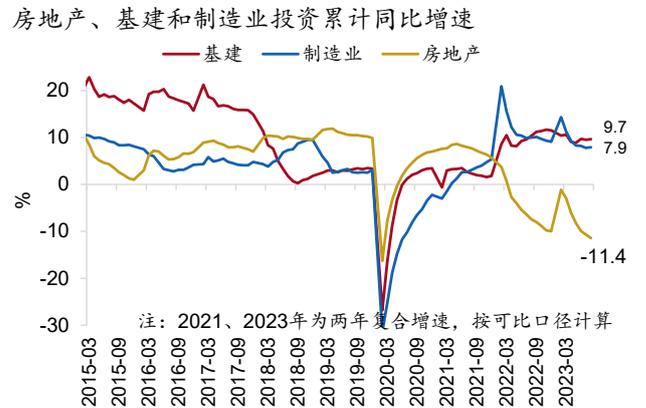
一方面，除房地产投资外，内需动能整体小幅回升。8月社会消费品零售总额季调环比转正至0.31%，同比增速升至4.6%，商品消费动能有所改善，餐饮服务消费复苏动能保持强劲。

图9：商品消费动能分化



资料来源：Wind，招商银行研究院

图10：基建和制造业投资企稳



资料来源：Wind，招商银行研究院

固定资产投资动能总体企稳，季调环比扭转了连续两个月下跌的趋势，转正至0.26%，单月同比增速反弹至1.8%，累计同比增速边际下行0.2pct至3.2%，两年复合累计增速维持4.5%。其中，全口径基建投资动能小幅增强，在去年同期基数抬升的基础上，当月同比增速上升0.9pct至6.2%，主要受8月新增专项债发行使用提速所推动，累计增速下降0.4pct至9.0%，两年复合累计增速回升至9.7%。制造业投资动能稳中有升，同比增速较上升2.8pct至7.1%，带动累计同比增速上升0.2pct至5.9%，两年复合累计增速小幅升至7.9%，高技术和装备制造业投资持续高增。房地产销售金额和投资单月同比降幅略有收窄但仍深陷收缩区间，分别为-16.4%、-11%，拖累房地产投资累计同比增速下行0.3pct至-8.8%，两年复合累计增速下行至-11.4%。因房地产投资低迷，民间投资也持续收缩，单月同比降幅小幅收窄0.1pct至-2.2%。

另一方面，外需收缩幅度明显收敛。8月出口金额环比增速接近疫前季节性中枢水平，同比降幅则随基数走低而大幅收窄至-8.8%。从四年复合增速看，5-8月出口环比动能维持稳定，反映出当前全球贸易景气整体下行，但发达经济体需求仍具韧性。



图 11：房地产销售下滑略有放缓

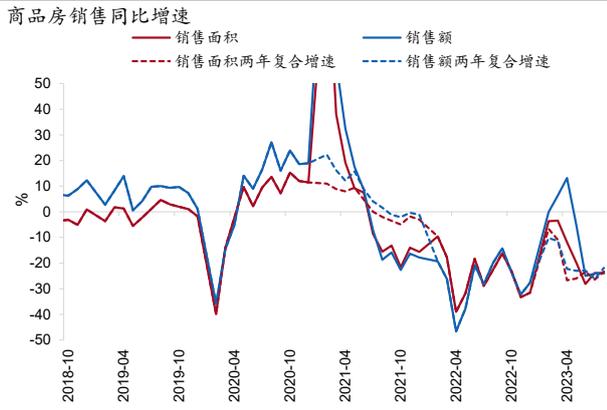
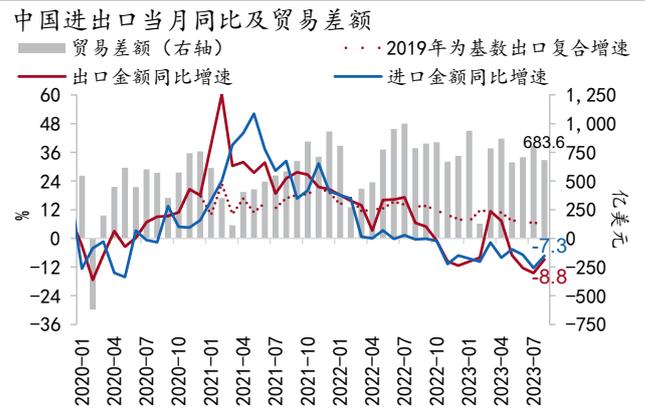


图 12：进、出口同比降幅大幅收窄



内外需求边际企稳，叠加极端天气因素改善，工业和服务业生产动能双双反弹。8月规上工业增加值同比增长速较7月上升0.8pct至4.5%，两年复合增速上升0.6pct至4.3%，季调环比0.5%，中游制造业是工业生产提速的重要支撑。服务业生产指数同比增长速上升1.1pct至6.8%，两年复合增速上升1.2pct至4.3%。就业方面，全国城镇调查失业率顺季节性下行0.1pct至5.2%，其中外来户籍人口失业率大幅下行至4.8%，不排除受农民工暂时退出城镇劳动力市场的影响。

图 13：工业和服务业生产动能边际改善

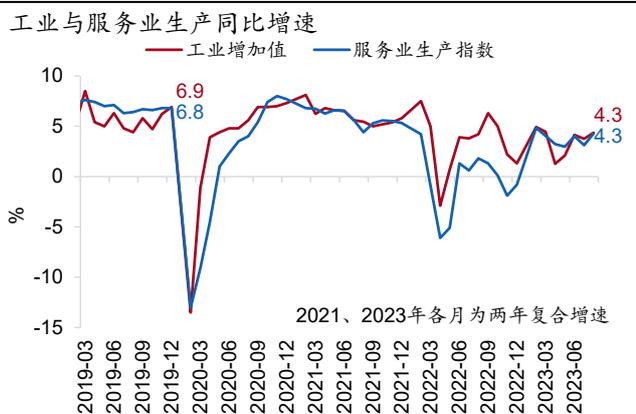
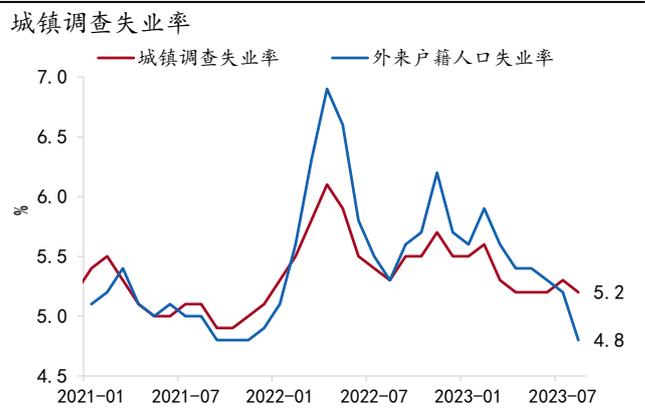
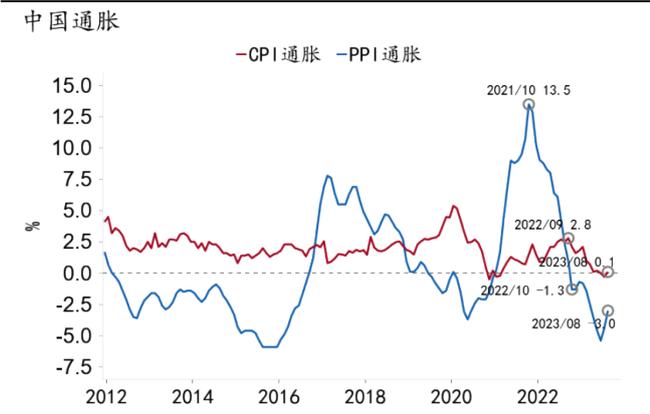


图 14：失业率边际下行，外来人口失业率改善



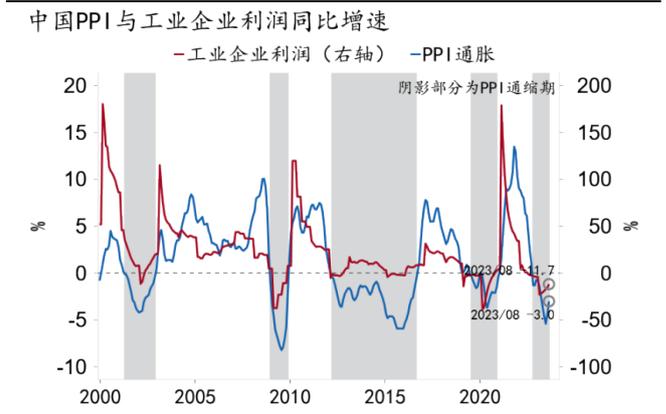
物价相应温和改善，对企业盈利形成利好，但从结构上看需求仍待修复。8月CPI通胀转正，但暑期旅游需求脉冲消失后核心CPI环比动能大幅走弱。PPI通胀继续温和反弹，但同比增速的好转主要来自低基数，环比读数的好转则主要来自中上游，下游制造业价格仍然疲弱。量增、价稳、成本费用压力边际缓解，叠加年同期低基数，8月规上工业企业利润两年复合增速由负转正，大幅回升13.3pct至3.2%，1-8月两年累计复合增速降幅收窄1.6pct至-7.0%。

图 15: 物价温和改善



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 16: 1-8 月规上工业企业利润累计增速降幅收窄



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

前瞻地看, 预计 9 月经济将延续温和修复, 三季度经济动能将较二季度有所改善, 但低于一季度。由于去年二、三季度 GDP 基数由低转高, 今年三季度 GDP 同比增速或较二季度大幅回落, 位于 4% 附近。后续政策将相机抉择, 很可能继续加码, 托底经济实现全年 5% 左右的增长目标。9 月, 社零同比增速及实际动能或略有回落; 基建投资或受 9 月待发行的近 7,000 亿新增专项债支撑, 继续稳健增长; 制造业投资受需求回暖、预期改善叠加盈利修复的支撑, 增长动能或维持韧性; 房地产相关指标同比增速下行幅度或进一步放缓, 房贷利率相关政策对房地产销售“金九银十”的提振效果仍然有待观察, 从高频数据看, 持续低迷的态势无法即刻扭转, 但收缩幅度或边际收敛; 出口环比动能或维持稳定, 同比增速或边际企稳; 生产端受需求端回暖叠加政策托举, 有望进一步提速。

三、宏观政策：提振信心，稳固增长

(一) 金融形势：居民贷款环比改善

融资需求方面, 8 月政府债融资大幅提速, 居民贷款边际修复, 但企业贷款改善有限。政府端, 政府债发行提速, 新增融资 1.18 万亿, 同比多增 8,714 亿, 环比多增 7,691 亿, 拉动社融新增 3.12 万亿, 存量社融增速小幅回升至 9%。但 1-8 月政府债累计发行进度还不到 70%, 低于去年近 10pct。由于监管要求专项债需在 9 月底发行完毕, 预计 9 月政府债发行将继续放量, 带动社融存量增速稳步回升。居民端, 房贷政策显著放松, 提振商品房销售、降低提前还款意愿, 扭转居民贷款收缩局面。30 大中城市商品房成交面积两年平均收缩幅度降低 9.1pct 至 20.8%。8 月居民贷款新增 3,922 亿, 同比少增 658 亿。其中, 中长贷增加 1,602 亿, 同比降幅收窄一半; 短贷增加 2,320 亿, 短贷实现同比多增。企业端, PPI 和企业利润仍陷收缩, 资本开支意愿不强, 贷款需求修复滞后。非金融企业贷款新增 9,488 亿, 同比多增 738 亿, 主要受票据融资支撑。其中, 中长贷当月新增 6,444 亿, 同比少增 909 亿; 短贷减少 401 亿, 同比多减 280 亿; 票据净融资量增加 3,472 亿, 同比多增 1,881 亿。

图 17: 8 月信贷新增 1.36 万亿

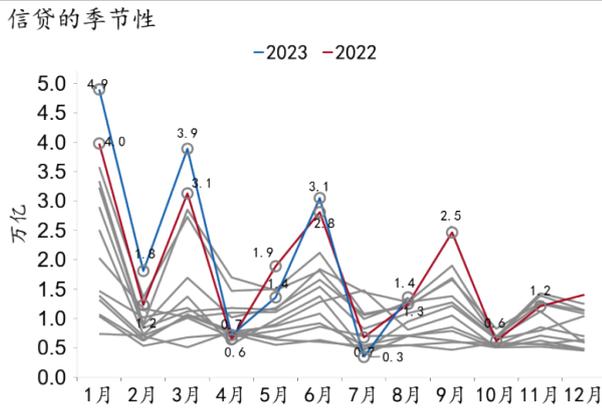
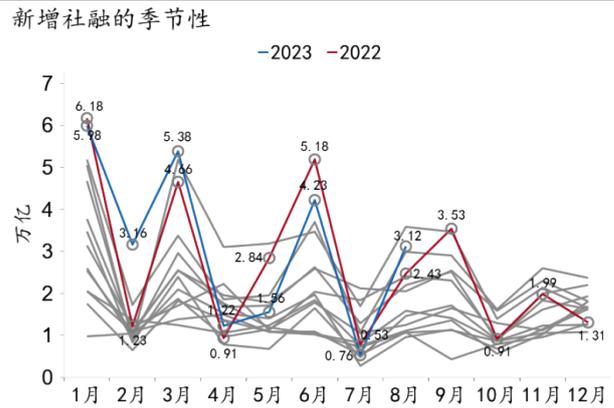


图 18: 8 月新增社融高于预期



货币供给方面，政府债券发行加快带动资金回流国库，拖累 M2 同比增速下降 0.1pct 至 10.6%。居民端，8 月理财规模环比有所下降，但由于房地产销售边际恢复，居民存款增加 7,877 亿，同比少增 409 亿。企业端，中长贷同比少增制约存款派生，另外企业利润和产成品价格仍低位徘徊，企业现金流或仍承压，企业存款增加 8,890 亿，同比少增 661 亿。由于企业生产经营活跃度不高，M1 连续下滑 4 个月至 2.2%，M2-M1 剪刀差仍维持在 8.4% 的高位，高于近五年均值 4.2pct。另外，政府债券融资提速补充财政存款，8 月财政存款减少 88 亿，同比少减 2,484 亿。

图 19: 广义流动性盈余略收窄至 1.6pct

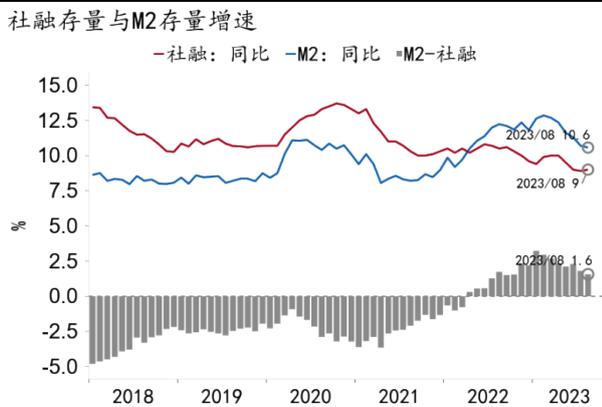
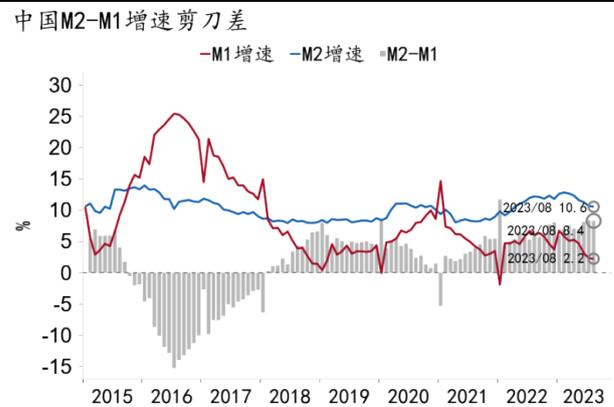


图 20: 8 月 M2-M1 剪刀差维持在 8.4pct 的高位



（二）财政形势：扩张边际提速

财政形势方面，8 月财政收入增长承压，赤字多增助力支出提速，收支压力边际加剧，财政扩张提速可持续性有待观察。

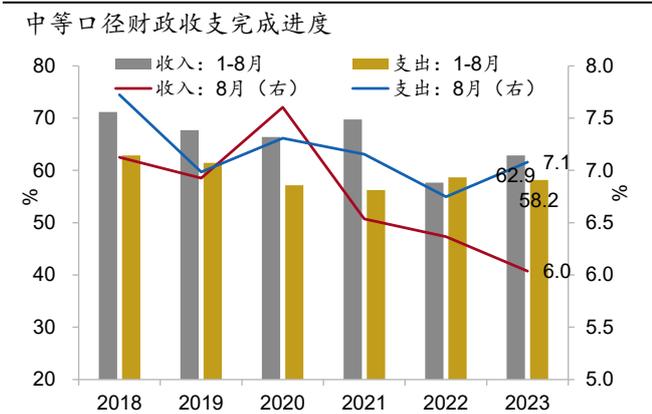
累计来看，中等口径下财政收入进度与前五年均值的差距进一步走阔，尽管更多使用赤字增加财力，但收入不足仍显著掣肘支出进度。中等口径下 1-8 月财政收支进度分别为 62.9% 和 58.2%，分别较前五年均值低 3.6pct 和 1.1pct，这一差距较上月分别走阔 0.8pct 和 0.1pct。而实际赤字规模 42,830 亿，较前五年均值高 15,100 亿，这一数字较上月上升了 3,500 亿。这表明财政收支缺口仍在边际走阔。单月来看，8 月赤字多增助力支出“赶进度”。8 月政府类债券

融资节奏明显加快，中等口径下，8月财政收支完成进度分别为6.0%和7.1%；实际赤字规模9,990亿，较近五年均值高3,460亿。

剔除留抵退税的影响，基于可比口径分析，8月财政收支体现出以下三个特征：一是公共财政收入修复缓慢。一方面，内外需求不足叠加投资增速放缓，税收收入增长承压；另一方面，地方盘活闲置资产、矿产资源等空间收窄，非税收入持续收缩。二是公共财政支出增速回升。一方面，国内经济修复受阻，财政逆周期加强发力；另一方面，8月国债净融资5,174亿，地方新增一般债发行1,127亿，明显高于去年同期，增加了可用财力。三是土地出让收入持续低迷，政策效果仍待观察，此外商品房销售回暖传导至土地市场仍需时间。

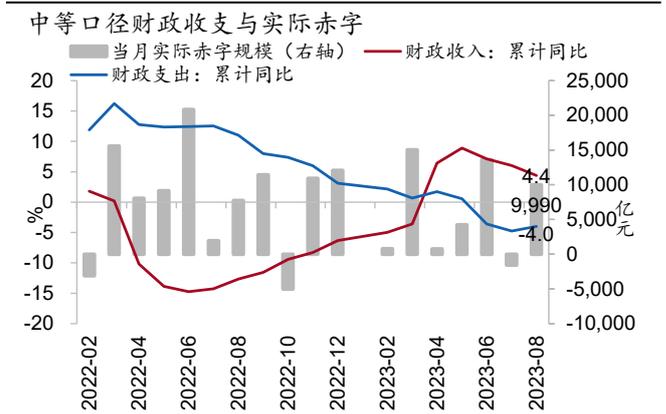
前瞻地看，收入端的修复状况将决定支出的扩张速度。一方面国内经济阶段性触底反弹，叠加“一揽子化债方案”实质性落地，地方政府财政压力和债务负担有望缓解；但另一方面，政策效果传导仍需时间，财政可用财力依然不足，将制约对经济的拉动作用。

图 21：财政收支进度均不及往年均值



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 22：赤字大增，支出降幅收窄



资料来源：Wind，招商银行研究院

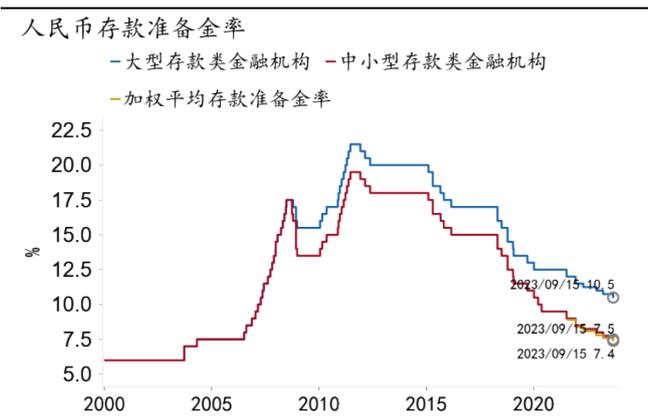
(三) 货币政策：超预期降准

8月中旬以来政策密集落地，聚焦房地产、资本市场、民营企业、税费优惠、人民币汇率等诸多方面，释放了强烈的“稳增长”信号。货币政策调整主要体现在以下两点。

一是，房贷政策快速加码。8月31日，首付比例下调、增量和存量房贷利率调整以及一线城市“认房不认贷”三大工具同时落地。本轮房地产政策调整已涉及“限贷”政策多个层面，“限贷”实际上已成为历史，但目前除广州非核心区取消限购外，一线城市限购政策仍未放松。从政策力度看，一线城市调整认房认贷标准，降低存量房贷利率符合市场预期，但首付比例及新发放二套房底线利率下调超出市场预期。从政策节奏看，本轮政策调整节奏快于预期，甚至快于2014-2016年周期。9月以来一线城市房地产成交边际上有所改善，但考虑到经济主体收入承压、信心不足，各项政策的落地实效仍然有待观察。未来地产政策是否继续放松，取决于商品房销售和动能修复进程。

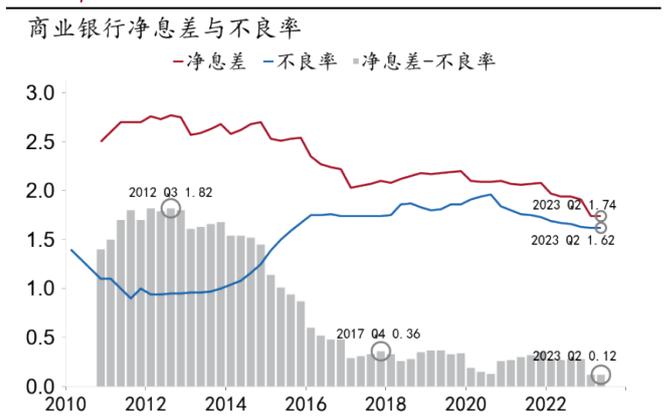
二是，超预期提前降准。9月14日，央行宣布将于9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约7.4%。初步估计，本次全面降准将释放超5,000亿基础货币，根据8月货币乘数，可增加广义货币供给4万亿，节约银行成本约44亿。本次降准有两大特征。首先，操作时点略超预期。本次降准与降息之间仅间隔一个月，而过去三年货币政策总量操作至少间隔两个月；本次降准宣布日期和实施日期之间仅间隔一天，而过去三年间隔通常在5天以上。此外，本次选择在经济数据发布日前一天降准，进一步强化了积极信号。其次，本次降准是近期货币政策系列操作的一环，体现了“以我为主”的鲜明特征。本次降准前，央行先后通过调降外汇存款准备金率2pct、加强外汇市场自律管理、在离岸市场发行央票回笼离岸人民币等措施，稳定人民币汇率，并通过OMO回笼资金以平滑资金供给，有效防范资金面的大幅波动。本次降准旨在释放积极政策信号，满足市场增量资金需求以保持流动性合理充裕，降低商业银行融资成本以激励金融支持实体经济，并稳定商业银行净息差以防范金融风险。

图 23：9月15日央行下调存款准备金率0.25pct



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 24：商业银行净息差降至1.74%，略高于不良率



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，后续政策将相机抉择，很可能继续加码，托底经济实现全年5%左右的增长目标。降准方面，2018年以来法定存款准备金率已从15%下降至7.4%，考虑到5%或是阶段性下限，未来央行需要进一步集约利用政策空间。降息方面，考虑到8月降息并未调降5年期以上LPR利率，同时目前贷款利率加点仍在压缩，不排除未来仍有降息可能。

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