

## 宏观经济与金融市场分析

### 第三季度经济再度下行，微弱企稳趋势日渐凸显

Economy Trended Down in First Three Quarters. Light of Stabilization at the End of Tunnel

#### 要点

尽管9月单月数据有所回升，但是边际好转不足以对冲前两个月的低迷徘徊，三季度数据反映经济增长进一步放缓。不过，在“逆周期”政策对冲下，部分细节数据，例如工业生产、消费及投资等显示微弱企稳的趋势日渐明显。目前看，虽然外部政治、经济等多方面仍有不定，但是国内支撑复苏的因素与政策较多，多管齐下，四季度经济或存在下行空间，但降幅有限。

三季度GDP当季同比增长6%，再创历史新低。由此拖累下，前三季度GDP增速再度下滑0.1个百分点至6.2%，与去年同期比下降0.5个百分点。从“三驾马车”看，消费支出与资本形成对GDP的拉动作用不变，与上半年一致分别是3.8%与1.2%，而净出口对GDP的贡献则下行0.1个百分点至1.2%。与去年同期比，消费支出与资本形成均呈现较大幅度的下行，分别下降1.4与1.2个百分点，而衰退式顺差虽然不如前季，但仍推动着净出口较去年同期上行2.2个百分点。

考虑到去年四季度基期较低等诸多当前政策对冲，我们相对乐观，预计全年GDP增长将维持在6%以上，“破6”可能性不大。具体看：

工业生产方面，采矿业与制造业生产回升是9月工业增加值反弹的主要原因。其中，采矿业生产提速并非由需求端带动，根据微观调研，我们认为主要与秋冬季限产，企业提前备货，以及国内原油等能源生产在今年9月保持高位有关。而受贸易环境边际好转，美方发布排除清单等影响，国内部分制造业生产相对回温。具体子行业看，带动制造业生产增长上行的主要出口关联度较高的行业，包括计算机电子设备、专用设备、通用设备等制造业。由此推动下，前三季度工业生产同比增长5.6%，增速与1-8月持平，较上半年下行0.4个百分点，较去年同期下降0.8个百分点。

往后看，工业生产仍存在下行压力，处于补库存与去库存的交替阶段，但无需过度担忧。考虑到中美贸易谈判已取得阶段性成果、国内“逆周期”政策调节持续加力、投资端仍起做压舱石的作用以及冬季限产禁止“一刀切”等，四季度工业生产的负面因素有限。综上，我们预计全年工业增加值增速处于5.4-5.5%区间内。

固定资产投资方面，单月投资持续负增长，但是降幅持续收窄。前三季度增速仍延续上半年以来的下行趋势，较1-8月下行0.1个百分点至5.4%，较上半年增速下降0.4个百分点，但与去年同期持平。

预计接下来，在高端制造业投资受政策扶植、地方基建投入回温以及房地产开发保持韧性的综合作用下，四季度的固定资产投资会维持稳定增长。不过，长期内基建与地产的托底作用不可持续，前者在于即使专项债发力，受制于土地转让收入大幅下滑与减税降费的影响，地方财政紧张趋势不变，而后者在“房住不炒”等政策约束下，即使完成去库存的任务，新一轮房地产投资也难以出现过往的高增长情景。因此在未来，制造业投资才是关键，而这又取决于国内经济转型的步伐、中央与地方政府政策指引的方向以及资本市场的支持力度，特别是股权投资形式的资本投入。

国内消费方面，受汽车零售额降速收窄的影响，9月消费增速略有回升，然而汽车消费回升主要受节假日与低基数所推动，实际居民汽车需求仍处低位。如上期所述，若不考虑通胀的对冲，三季度消费对GDP贡献是进一步减弱的。在9月消费增速回升的作用下，前三季度社零同比增速与1-8月持平于8.2%，但仍较上半年增速下行0.2个百分点。

整体看，国内消费低迷趋势不变，在居民可支配收入增长逐季放缓等因素抑制下，消费复苏仍不可预期。预计第四季度消费低迷的趋势不变，究其本质在于今年居民收入增长不足，居民边际消费倾向较难提高。但是在通胀的对冲和前期消费政策将持续在四季度内落地等影响，消费对GDP的拖累有限，较难出现大幅度下行情况。

境外需求方面，9月进出口贸易持续负增长，且降幅进一步扩大。前三季度出口同比下降0.1%，较上半年增速下滑0.2个百分点；进口降速较上半年下滑0.8个百分点至-5%。然而受进口降幅高于出口的影响，衰退式贸易顺差趋势不变，三季度新增顺差额1186亿美元，1-9月贸易顺差累计至2984亿美元，与去年同期比多增791亿美元。单月数据持续恶化，究其原因，除了全球主要经济体前景不明朗、中美贸易摩擦以及国内需求疲软等导致今年进出口持续下行的基本面因素之外，基数效应与价格因素亦“助攻”9月的再度下行。具体看，前期的中美贸易摩擦升级导致消费类出口下滑，进而拖累9月出口表现。

事实上，当前中美谈判所取得的阶段性成果仅将双方拉回今年8月之前的局面，随着向解决核心诉求的方向推进，其结局仍是未知数。然而明确的是，即使中美贸易战结束，中美关系已回不到过去的局面，竞争大于合作，贸易摩擦已扩散至金融、科技、文化和政治等领域。

受圣诞节备货等暂时性外需提升，新出口订单PMI较前月进一步上行1个百分点至48.2，但是仍处于枯荣线之下。接下来，国内经济能靠政策层的“逆周期”回调，但是全球经济下行无法做到“止跌”，若在四季度全球系统性风险加剧，会约束着国内出口增速修复，进而导致顺差收窄，拖累净出口对国内GDP的拉动。

企业融资方面，表内人民币贷款，表外非标和企业债是9月社融增速的主要支撑项。综合前三季度看，首先、人民币贷款保持较快增长，然而企业中长期贷款增长并不显著；其次、企业债，尤其是地方专项债发行力度较大；第三、表外融资下降的态势明显好转。印证了年初以来，中美贸易摩擦升级背景下，企业投资意愿低迷，有效融资需求不振的情况。预计四季度信贷、社融等金融数据可能仍将出现趋势性反弹，以确保全年经济增速保持运行在合理区间。

汇率方面，展望四季度，人民币贬值压力预计进一步减轻。首先、中美经济基本面差异正在缩小。其次、中美十年期国债利差仍保持150bps的历史高位，9月海外资本加仓人民币债券高达1100亿元，为中国资本跨境流动提供了有力平衡。第三、中美贸易谈判取得积极进展，市场对人民币汇率持续下跌的负面预期有所舒缓。

政策方面，面对下行压力，9月至今国内“逆周期”政策调节力度不断加码，直击痛点。同时，在外部错综复杂的经济政治环境下，中国始终坚持对外开放，视其为基本国策。

结合上述的经济局面判断，从股权投资角度看，确实存在诸多挑战，但也存在着前所未有的机遇。随着国内逆周期调节持续推进，后续私募股权投资政策的不断完善与监管层的支持，长期内股权投资业可望逐步脱离“资管新规”所带来的负面影响，但是短期内，由于经济持续不景气，整体股权投资业在“募投管退”等较难取得突破，头部效应，强者恒强的情况不变。

我们建议，股权投资机构在募资端持续关注地方政府在经济转型升级的需求，同时保持与银行、保险等核心金融机构的业务沟通，待政策成熟把握合作机会；在投资端持续关注政策指引的方向，包括高技术制造业、消费升级、“进口替代”、新能源、人口老龄化等领域；在退出端关注国内资本市场多元化的推进。此外，金融业双向开放进一步扩大，跨境投融资需求所带来的机会亦不可忽视，建议进一步关注粤港澳大湾区内的金融政策变动以及相应的机会。

关于潜在风险点，我们建议对以下四方面保持关注：1) 中美贸易摩擦再起；2) 供给冲击对 CPI 的持续上行推动；3) 房地产全面融资收紧导致的系统性风险；4) 居民收入的增长放缓，劳动力市场景气度下行。

## Summary

### The Macro Economy and Finance

Despite the single-month resurgence in economic figures during September, the marginal improvements could not offset the dreadful numbers from the two previous months. Third Quarter figures indicate a further slowdown of the economy. However, with the “counter-cyclical” policy’s support, some sector’s figures such as manufacturing, consumption and investments showed a faint but increasingly clear sign of stabilization. At this point, there are uncertainties from external political and economic situations, but supportive domestic elements and policies also abound and are acting in concert. There is still room for downward trending in the Fourth Quarter economy but the scale could be limited.

Third Quarter GDP growth marked a historical low of 6% on year-on-year basis. As a result, first three quarter GDP growth slipped 0.1 of a percentage point to 6.2%, a 0.5 percentage point drop from the same time last year. Among the “Troika” of growth drivers, consumption and capital investment maintained their pull on GDP growth, contributing 3.8% and 1.2% respectively, in line with the first half of the year. Net export’s contribution to GDP growth shrank 0.1 of a percentage point to 1.2%. Compared to the same period last year, consumption and capital investment posted significant drops of 1.4 and 1.2 percentage points respectively. Recessionary surplus pushed net export up 2.2 percentage points compared to the same period of last year.

Considering the low basis of comparison from Fourth Quarter of last year and the support of many current policies, we are optimistic, and estimate the whole year GDP growth will likely be above 6%. There is little chance the figure will break below 6.

On the industrial production side, the bounce back in mining and manufacturing provided the major support for the growth of September industrial value-added. Between the two, the acceleration of mining production did not come from the demand side. Based on our studies, we tie the growth to advance stocking up by manufacturers in anticipation of production limits in fall and winter, as well as high level of production in September in domestic crude oil sector. As a result of marginally improving trade climate and the Exclusion List from US Trade Representative, part of domestic manufacturing showed signs of recovery. In terms of specific sectors, export-oriented sectors including computer and electronic equipment, specialized equipments, general equipments, electric machinery and apparatus led the manufacturing growth. As a result, first three quarters industrial output grew 5.6% compared to the same period last year, maintaining the same rate as the one from January to August but 0.4 of a

percentage point lower than the first half of the year and 0.8 of a percentage point lower than the same period of last year.

Looking ahead, there is still downward pressure in the industrial sector, which is in a phase between de-stocking and replenishment. However, there is no need to be overly worried, considering the first phase success of the US-China trade talks, the continued counter-cyclical policy support, stabilizing effect of the investments, as well as the individual considerations under the production limit during winter, there is limited negative impact in Fourth Quarter industrial sector. Based on the above, we estimate full year industrial value-added growth to be between 5.4 and 5.5%.

On the fixed asset investment side, we saw a decrease in fixed assets investment but the scale of the decrease is shrinking. Growth in the first three quarters extended the downward trend from the first half of the year and shrank 0.1 of a percentage point to 5.4% when compared with the rate from January to August. It was also a decrease of 0.4 of a percentage point compared to the growth rate in the first half of the year, but was in line with the same period of last year.

Looking ahead, high end manufacturing will have favorable policy support. Local infrastructure spending is recovering and real estate development is expected to be resilient. As a result, Fourth Quarter fixed asset investment will maintain a steady growth pace. However, on a long term basis, the supportive effect of infrastructure and real estate investments to the economy is not sustainable. The former will be limited by the rapidly slipping income from land sales and the decrease in taxes and fees. Even when there is a growth spurt in targeted debt issuance, the tight local fiscal situation will persist. The latter will be bound by the “apartments for living, not for speculation” policy. Even when the de-stocking is complete, it is unlikely that we will see rapid growth in the new round of real estate investment. In the future, investments in manufacturing will be the key. This in turn will be determined by the pace of transition of the domestic economy, the directions of the policies, and the support of the capital markets. Among these, the support from private equity investments are especially important.

On the domestic consumption side, we saw a small recovery in the growth rate in September thanks to the deceleration in the decrease of automobile sales. However, car sales are influenced by the holidays and a low basis of comparison. Actual demand of automobiles from residents is still at a low point. As described in the previous issue, if we ignore the offsetting effect of inflation, Third Quarter consumption’s contribution to GDP growth is further weakening. With the recovery of consumption growth in September, first three quarters’ retail growth maintained the 8.2% rate we saw in the January to August period, but is still 0.2 percentage point lower than the first half of the year.

Overall, the domestic consumption level stays low. As the residents’ disposable income growth slows from quarter to quarter, the recovery in consumption is nowhere in sight. Our forecast is that the low consumption level will extend into the Fourth Quarter. Further studies indicate that the weak resident income growth put a damper on marginal consumption tendency. However, as the offsetting effect of inflation and the implementation of previous consumption policies in the Fourth Quarter, consumption’s drag on GDP growth will be muted and unlikely to show a significant decline.

On the overseas demand side, September saw the export and import trade volume shrank further and on a larger scale. First three quarter export declined 0.1% compared to the same period last year and 0.2 of a percentage point lower than the growth speed in the first half of the year. Import growth slipped 0.8 of a

percentage point, to -5%, compared to the first half of the year. Nevertheless, as the import volume declined at a faster pace than export, recessionary surplus persisted with the Third Quarter surplus growing 118.6 billion US dollars and cumulative January to August surplus totaling 298.4 billion US dollars, a 79.1 billion increase compared to the same period last year. Single month figures worsened. Our studies indicate that aside from fundamental issues such as uncertainties with major global economies, US-China trade friction, and weak domestic demand, the basis for comparison and prices also contributed to the decline in September figures. Specifically, US-China trade friction caused a decline in consumer goods exports which dragged down the September export figure.

In fact, the Phase One success of US-China trade talks merely placed the two sides back to the positions before August. As the talks move toward core demands, the end results are still uncertain. What is clear is that US-China relationship will not be what it was even after the trade war is over. There will be more competition than cooperation between the two, and trade friction has expanded to capital markets, technology, culture, and the political scene.

Boosted by seasonal overseas demands ahead of the holiday season, new export orders PMI rose 1 point to 48.2 compared to last month, but still on the contraction side. Looking ahead, domestic economy might see some recovery from the counter cyclical policy support, but uncertainties in global economy and an increase in systemic risk in Fourth Quarter will limit the recovery in export, reducing the surplus as well as the positive effect of net export on domestic GDP growth.

On the private sector financing side, on-the-book Renminbi loans, off-the-book non-standard debt, and corporate debt are main contributors to September private financing growth. When taken together, the first three quarters saw a). relatively rapid growth of Renminbi loans despite the weakness in corporate medium- and long-term loan growth; b). robust growth in corporate debt, especially in local targeted debt issuance; c). significant improvement in the previously declining off-the-book financing. These reflect the fact that effective demand for financing was suppressed in the backdrop of the US-China trade friction and the low willingness to invest among enterprises. Fourth Quarter credit and financing data could still see a rebound, ensuring a healthy whole-year economic growth figure.

On the exchange rate side, the pressure for the Renminbi to depreciate is expected to further lessen in the Fourth Quarter. First, the fundamental gap between the US and Chinese economies is shrinking. Second, the interest rate spread between US and China's ten-year national debt stays at the historical high of 150bps. Third, US-China trade talks is progressing positively and market expectation for Renminbi depreciation is muted.

In the face of downward pressure, domestic counter-cyclical policies have been strengthened to target pain points. China maintained its open door policy which is now a basic national strategy, despite the complex external economic and political climate.

For equity investors, there are in fact many challenges, but also unprecedented opportunities. Overall, with the continued progress of counter-cyclical adjustments in China, policies regarding private equity investments are being perfected and supported by the regulatory authorities. Over the long term, equity investments can shrug off the negative effect of the new Guidance of Asset Management. In the short term, equity investors are facing headwinds during its raise, investment,

management, and exit during the economic downturn. The rule of the oligarchs persists with the strong staying strong.

Our recommendation is that institutional equity investors pay close attention to local governments' need for economic transition and upgrade during raises, and maintain communication with core financial institutions such as banks and insurance companies, in anticipation of opportunities as governmental policies come around to a favorable angle. On the investment side, note the directions that policies point to, which include high tech manufacturing, consumption upgrades, import substitution, new energy, and opportunities brought by the aging population. On the exit side, pay attention to the diversifying capital markets in China. In addition, as the bilateral opening up of capital markets pushes ahead, opportunities brought by cross-border investments should not be ignored. We recommend that attention be paid to the financial policy changes in the Guangdong-Hong Kong-Macau Bay area and the opportunities that come with them.

As to potential risks, we advise that the following four issues be closely watched: a) potential flare-up of US-China trade tension; b) continued upward push to CPI by the supply end; c) systemic risk brought by the tightening real estate financing; and d) slowing resident income growth and deteriorating labor market.

# 目录

要点.....	1
Summary.....	3
宏观经济.....	8
1.1、 三季度经济增长再创历史新低，预计全年 GDP 增速不会“破 6”.....	8
1.2、 工业增长触底反弹，企业生产预期持续提升.....	9
1.3、 固定资产投资增长持续改善， 预计四季度维持平稳增长.....	10
1.3.1、 制造业投资增长显著回升，增速由负转正.....	11
1.3.2、 低基数与季末财政发力的推动下，基建投资增速持续回升.....	12
1.3.3、 房地产投资增长保持平稳，信贷紧缩的趋势不变.....	13
1.4、 汽车销售降幅收窄拉动消费略有回升，但可持续性存疑.....	14
1.5、 进出口持续负增长，衰退式顺差趋势不变.....	15
1.6、 逆周期政策调节力度加大，社融增长平稳回暖.....	17
人民币汇率与跨境资金.....	19
2.1、 中美贸易谈判取得积极进展，人民币贬值压力减轻.....	19
2.2、 实际使用外资稳步增长，高技术产业吸收外资保持较快增幅.....	20
2.3、 美国限制资本流入中国/中概股的数量分析.....	20
政策分析.....	21
3.1、 货币政策.....	21
3.2、 财政政策.....	21
3.3、 对外开放.....	22
3.4、 私募股权投资.....	22
风险提示.....	23
关于作者.....	24
关于中国光大控股有限公司.....	24
免责声明.....	25
版权说明.....	25

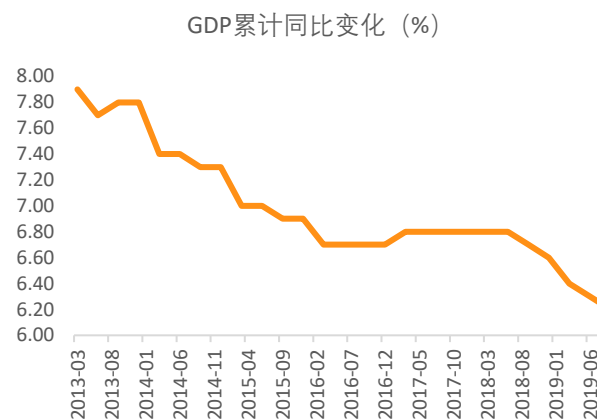
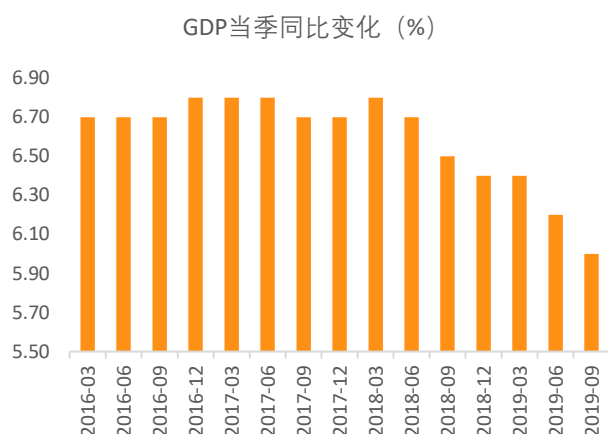
## 宏观经济

### 1.1、三季度经济增长再创历史新低，预计全年 GDP 增速不会“破 6”

三季度数据反映经济增长进一步放缓，然而在“逆周期”政策的持续对冲下，部分细节数据显示微弱企稳的趋势日渐明显。去年 12 月我们曾经预判经济复苏迹象或者三季度后出现，目前尽管外部政治、经济等多方面仍有不定，但是国内支撑经济复苏的因素与政策较多，多管齐下，四季度经济或存在下行空间，但降幅有限。<sup>1</sup>

图：三季度 GDP 增速再创历史新低

图：前三季度国内经济持续下滑

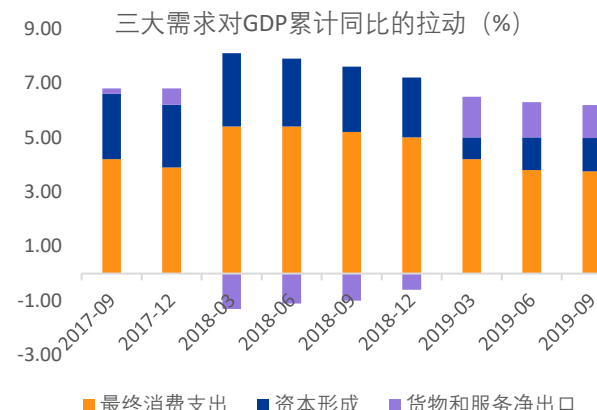
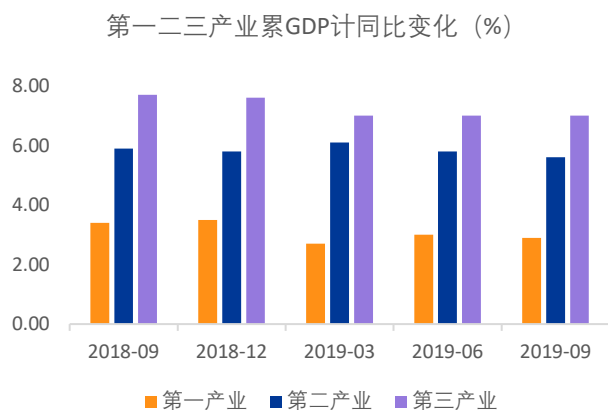


资料来源：国家统计局、光大控股

资料来源：国家统计局、光大控股

图：第一、二产业 GDP 增速有所下滑，第三产业

图：净出口对 GDP 的贡献较上半年出现微弱下行



资料来源：国家统计局、光大控股

资料来源：国家统计局、光大控股

三季度 GDP 当季同比增长 6%，较二季度增速下行 0.2 个百分点，与去年同期比下行 0.5 个百分点，再创历史新低。由此拖累下，前三季度 GDP 增速再度下滑 0.1 个百分点至 6.2%，与去年同期比下降 0.5 个百分点。

其中，第一、二产业 GDP 增速有所下滑，分别较上半年增速下行 0.1 和 0.2 个百分点至 2.9% 和 5.6%，第三产业 GDP 增速与上半年持平于 7%。从“三驾马车”看，消

<sup>1</sup> <https://www.everbright.com/sites/default/files/201812.pdf>

费支出与资本形成对 GDP 的拉动作用不变，与上半年一致分别是 3.8%与 1.2%，而净出口对 GDP 的贡献则下行 0.1 个百分点至 1.2%。不过与去年同期比，消费支出与资本形成均呈现较大幅度的下行，分别下降 1.4 与 1.2 个百分点，而衰退式顺差推动着净出口较去年同期上行 2.2 个百分点。

**考虑到去年四季度基期较低等诸多当前政策对冲因素，我们相对乐观，预计全年 GDP 增长将维持在 6%以上，“破 6”可能性不大。**具体分析见如下。

## 1.2、工业增长触底反弹，企业生产预期持续提升

**生产端看，除了受季末效应之外，采矿业与制造业生产回升是 9 月工业增加值反弹的主要动力。**同比增速较前月上行 1.4 个百分点至 5.8%，与去年同期持平。当月环比增长亦大幅提升至 0.72%，增速是前月的两倍，与去年同期比上行 0.27 个百分点。

当月采矿业生产同比增长 8.1%，较前月大幅提升 4.4 个百分点，增速是去年同期的 3.7 倍。**采矿业生产提速并非由需求端带动，根据微观调研，我们认为主要与秋冬季限产，企业提前备货，以及国内原油等能源生产在今年 9 月保持相对高位有关。**

第一、根据过往两年的经验，生态环境部通常会于 9 月初出台针对京津冀区域的秋冬季制定大气治理的行动方案，然而今年方案延迟至 10 月中旬出台。<sup>3</sup>此外，2020 年是“打赢蓝天保卫战”三年行动计划的目标年，而 2019 年则是各地政府冲刺期，且受厄尔尼诺影响，今年秋冬季气象条件整体偏差，不利于大气污染物扩散，政府会加大气污染治理等诸多顾虑，相关采矿单位，以及部分中游的冶炼加工企业主要集中在 9 月生产备货。

第二、在国家相关部委组织国内油气企业共同研究的推动下，今年年初“三桶油”均制定“七年行动计划”<sup>4</sup>，明确要提高原油储量与开采量，降低对外依赖度，上半年“三桶油”已经进一步加大石油勘探开发资本支出（体现为国内采矿业固定资产投资的持续高增长），并且在第三季度内先后提升产量。石油和天然气开采业是采矿业权重最大的行业之一，微观数据显示，9 月国内整体原油产量同比增长 2.9%，增速较前月进一步提升 1.9 个百分点，与去年同期比上行 5.3 个百分点；天然气产量同比增速较前月上行 4 个百分点至 10.6%，与上述判断相对应。

**受贸易环境边际好转，美方发布排除清单等影响，国内部分制造业生产相对回温。**当月制造业工业增加值同比增长 5.6%，较前月上行 1.3 个百分点，与去年同期比下行 0.1 个百分点。**具体看，带动制造业生产增长上行的主要出口关联度较高的行业，包括计算机电子设备、专用设备、通用设备、电气机械及器材等制造业。**<sup>5</sup>相对应地，9 月出口交货值虽然持续负增长，但是降幅收窄明显，同比增速较前月上行 3.6 个百分点至 -0.7%。此外，值得关注的是，汽车生产增速再度下行，较前月下降 3.8 个百分点至 0.5%。考虑到国内汽车消费动力不足，国六补库存或难以持续支撑当前的工业生产。

由此推动下，前三季度工业生产同比增长 5.6%，增速与 1-8 月持平，较上半年下行

<sup>2</sup>关于原油之外的其他能源，例如 原煤、天然气、电力生产情况见如下链接：

[http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201910/t20191017\\_1703304.html](http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201910/t20191017_1703304.html)

<sup>3</sup> [http://www.mee.gov.cn/xxgk/2018/xxgk/xxgk03/201910/t20191016\\_737803.html](http://www.mee.gov.cn/xxgk/2018/xxgk/xxgk03/201910/t20191016_737803.html)

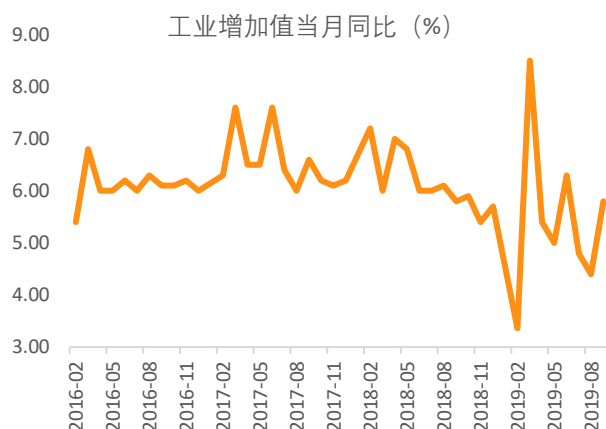
<sup>4</sup> 例如中石油《2019-2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》、中海油《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》等。

<sup>5</sup> 计算机电子设备、专用设备、通用设备、电气机械及器材制造业工业增加值分别同比增长 11.4%、7%、3.5%和 12.1%，分别较前值上行 6.7、3.7、3.5 和 2.1 个百分点。

0.4 个百分点，较去年同期下降 0.8 个百分点。

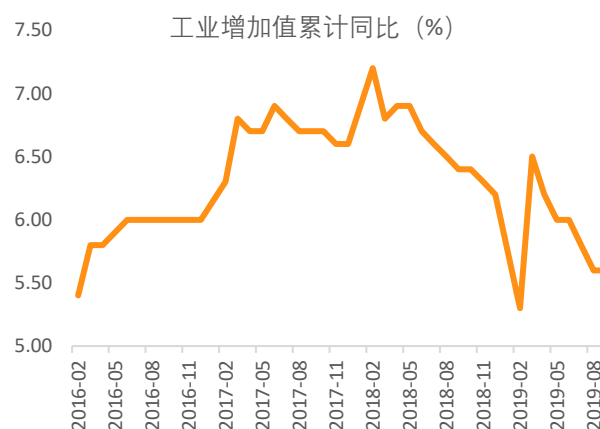
往后看，工业生产仍存在下行压力，处于补库存与去库存的交替阶段，但无需过度担忧。首先、虽然中美贸易谈判的一举一动都会影响着国内工业生产，但是目前双方已取得阶段性成果，并且临近年末，外需相对提升，若四季度无意外，基本上不会带来太多的负面冲击。其次、国内“逆周期”政策调节持续加力，面对消费端持续萎缩，投资端仍起做压舱石的作用。第三、生产景气度有所回升。9 月制造业 PMI 较前月提升 0.3 个百分点至 49.8，较 6 月高出 0.4 个百分点，接近枯荣线的突破口。最后，今年的冬季限产政策强调差异化管理、错峰运行与禁止“一刀切”，相信对工业生产的负面冲击有限。综上，预计全年工业增加值增速处于 5.4-5.5% 区间内。

图：9 月当月工业生产增长持续走弱



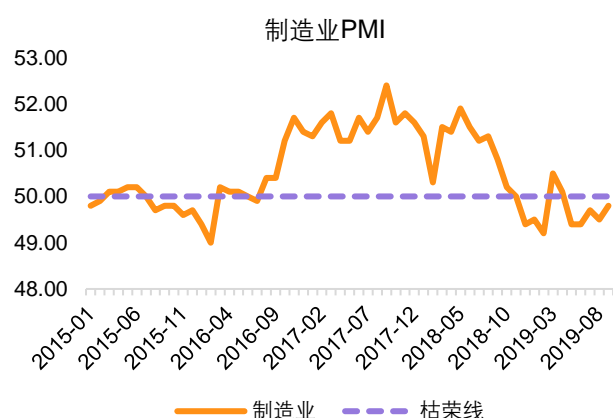
资料来源：国家统计局、光大控股

图：前三季度工业生产增速与上半年持平



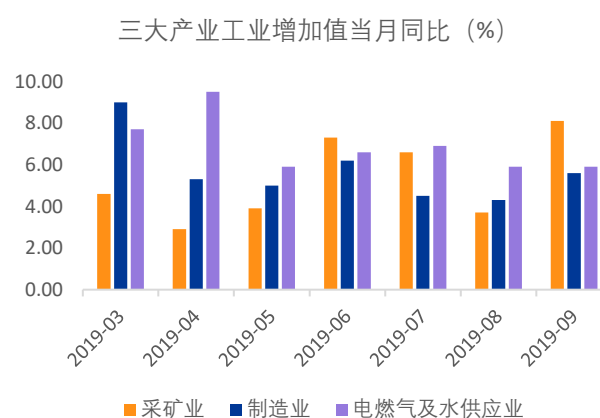
资料来源：国家统计局、光大控股

图：9 月生产景气度有所回升



资料来源：国家统计局、光大控股

图：采矿业与制造业生产回升是 9 月反弹的主要动力



资料来源：国家统计局、光大控股

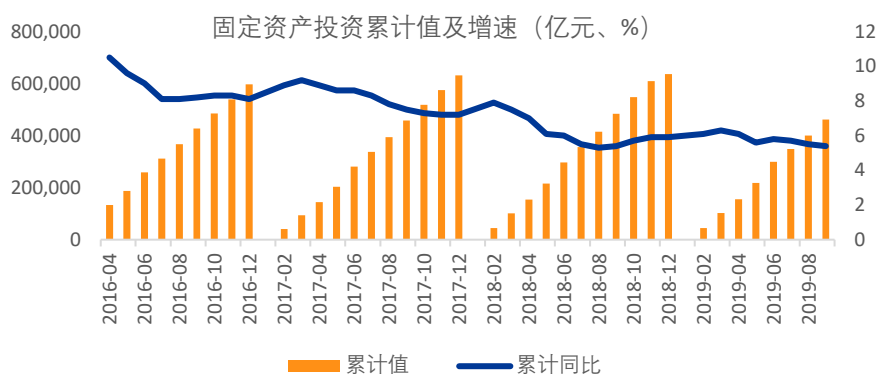
### 1.3、固定资产投资增长持续改善， 预计四季度维持平稳增长

投资端看，虽然单月固定资产投资负增长，但是降幅持续收窄。预计在高端制造业投资受政策扶植、地方基建投入回温以及房地产开发保持韧性的综合作用下，四季度的固定资产投资会维持稳定增长。

不过，长期内基建与地产的托底作用不可持续，前者在于即使专项债发力，受制于土地转让收入大幅下滑与减税降费等影响，地方财政紧张趋势不变，而后者在“房住不炒”等政策约束下，即使完成去库存的任务，新一轮房地产投资也难以出现过往的高增长情景。**制造业投资仍是关键，而这又取决于国内经济转型的步伐、政策指引的方向以及资本市场的支持力度，其中私募股权投资的支持力度尤为重要**（见后文）。

9月数据显示新增固定资产投资完成额 6.05 万亿元，环比增长 17.1%，同比持续负增长，但降幅进一步收缩，较前月上行 1.6 个百分点至 -11.3%。1-9 月累计增速仍延续上半年以来的下行趋势，较 1-8 月下行 0.1 个百分点至 5.4%，较上半年增速下降 0.4 个百分点，但与去年同期持平。具体看：

图：9月固定资产投资累计增速进一步放缓



资料来源：国家统计局、光大控股

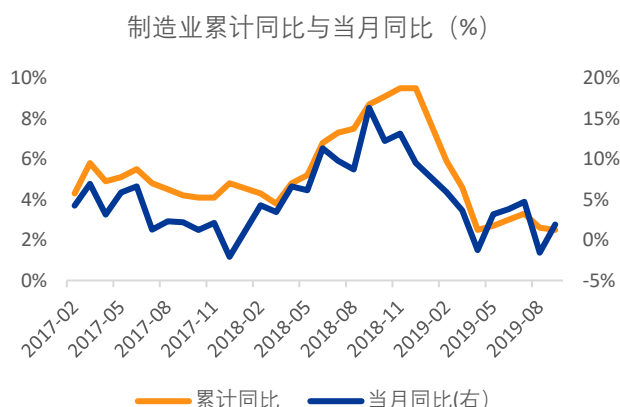
### 1.3.1、制造业投资增长显著回升，增速由负转正

如上期所述，**制造业固定资产投资增长在 8 月的高位回落不可持续，9 月同比增速迅速由负转正，显著回升**。经测算，当月新增制造业固定资产投资完成额 2.27 万亿元，环比增长 22.6%（即多增 4188 亿元），增速较前值上行 31.1 个百分点。当月同比增速由负转正，较前月上行 3.5 个百分点至 1.9%，与去年同期比下行 14.4 个百分点。尽管如此，受前期“悬崖式”下滑的拖累，前三季度累计增速较 1-8 月进一步下滑 0.1 个百分点至 2.5%，与去年同期比下降 6.2 个百分点。

根据已披露的子行业情况，**推动 9 月整体回升主要是受政策与“进口替代”驱动的行业，包括计算机电子设备、专用设备、通用设备、电气机械及器材制造业等**。同时上述部分产业又进一步支撑着中上游的扩产投资需求，例如通讯设备和和家电制造业的推动着以铜为代表的有色金属冶炼加工业在今年持续回升等。医药制造与化学制品制造业投资的 9 月增速较前值略有下行，但仍处于高位。受产业加工链外移，外需持续疲软等影响，出口相关性较高的行业，例如纺织业、农副食品加工业的投资增速持续负增长，且降幅进一步扩大。尽管 9 月中美贸易谈判释放善意，但是生产商并不会贸然开展当期资本投入，观望仍是首选。

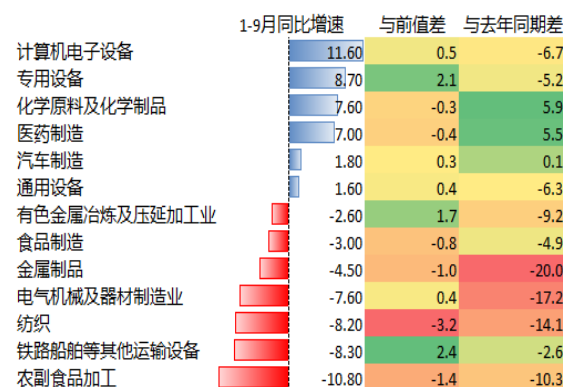
**往后看，整体制造业投资在四季度会进一步处于高基数下，增速将延续前期的低迷态势，但受益于政策指引，高端制造业的投资高增长将持续起支撑作用。**

图：9月同比增速迅速由负转正，显著回升



资料来源：国家统计局、光大控股

图：高端制造业投资持续起做支撑作用



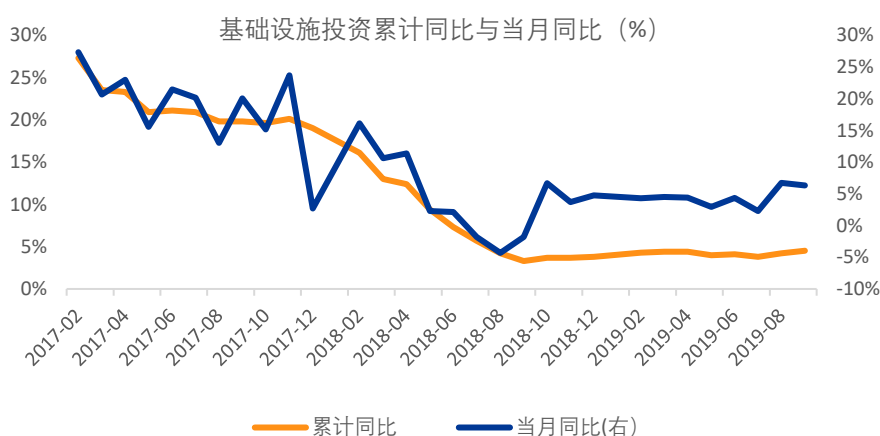
资料来源：国家统计局、光大控股

### 1.3.2、低基数与季末财政发力的推动下，基建投资增速持续回升

经测算，9月新增基建投资完成额 1.56 万亿元，环比增长 20%（即多增 2600 亿元），增速是前月的 10 倍。同比增速虽然较前月略下行 0.4 个百分点至 6.3%，但仍处于今年以来单月增速的高位水平。在连续两个月的回升作用下，1-9 月基建投资累计增速进一步上行 0.3 个百分点至 4.5%。**究其原因，除了低基数推动之外，积极的财政政策是支持基建反弹的主要原因**，9 月公共财政支出由负转正，较前月提升 13.1 个百分点至 12.9%。

**往后看，我们预计基建投资将在低位持续回升。**除了 2018 下半年增速下滑所带来的低基数会持续影响今年的三四季度之外，其他支撑因素还包括今年 6 月出台的专项债用作资本金的政策（据了解首批项目在 8 月前后陆续落地，将有助四季度投资完成额的增长），专项债额度提前下发，政策性金融债落地，以及政策性银行的信贷支持等。然而地方财政紧缩、土地流转规模下降以及隐性债务等问题是四季度基建投资扩张的主要约束。尽管 10 月初政府出台《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》（[见后文](#)），但是具体措施见效仍需一段时间。

图：9月固定资产投资累计增速进一步放缓

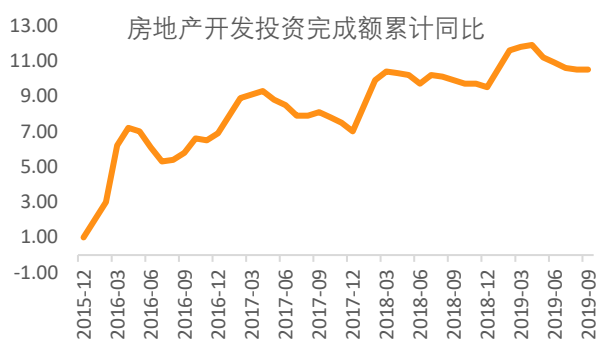


资料来源：国家统计局、光大控股

### 1.3.3、房地产投资增长保持平稳，信贷紧缩的趋势不变

**房地产开发投资韧性犹存，增速保持相对高位。**9月新增房地产开发完成额1.34万亿元，同比增速与前月保持一致，即10.5%，较去年同期上行1.5个百分点。前三季度地产投资累计增长10.5%，较上半年增速下行0.4个百分点，与去年同期比上行0.6个百分点。具体看，当前房地产业存在“两个不变”。

图：房地产投资增长保持平稳



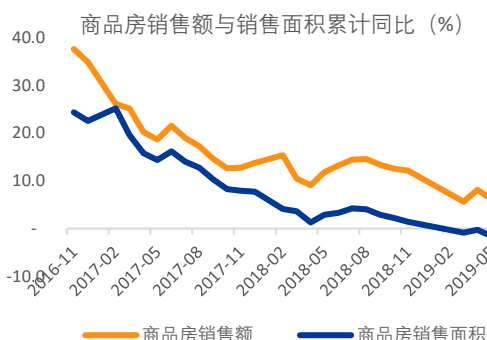
资料来源：国家统计局、光大控股

图：房地产开发资金当月增速出现明显下滑

	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09
整体	13.1%	18.4%	3.0%	5.7%	5.8%	4.1%	10.8%
国内贷款	10.3%	8.4%	15.6%	22.8%	16.8%	11.9%	4.8%
自筹资金	11.3%	13.0%	0.2%	6.4%	-7.4%	4.9%	6.2%
定金及预收款	18.8%	28.2%	0.2%	1.1%	12.8%	-0.8%	14.3%
个人按揭贷款	14.3%	20.0%	5.6%	12.3%	12.2%	15.5%	27.8%
各项应付款	-1.8%	45.1%	13.1%	23.5%	-	0.1%	-

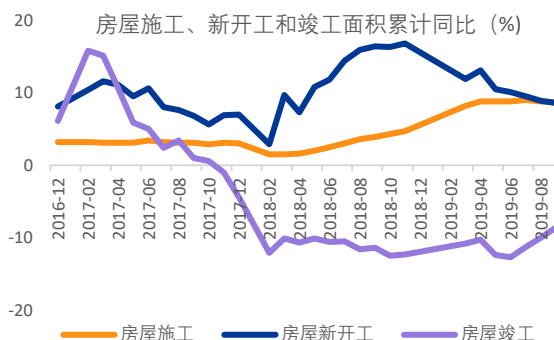
资料来源：国家统计局、光大控股

图：房地产销售略有回升



资料来源：国家统计局、光大控股

图：房地产周期下半场的逻辑不变



资料来源：国家统计局、光大控股

**第一、房地产周期下半场的逻辑不变，即在土地购置增速下行的影响下，新增开发项目增长放缓，导致新开工施工逐步放缓，存量项目处于中后期使得竣工增速上行。**受益于9月到位资金增长回升的影响，当月地产开发进度加快。新开工面积同比增长6.7%，较前月上行1.8个百分点，施工面积同比增速由负转正，较前月上行8.2个百分点至7.6%，竣工面积持续两月正增长，且较前值上行2个百分点至4.8%。从累计值变化看，今年前三季度新开工与施工面积增长较上半年与去年同期持续放缓，竣工面积增长上行，与下半场的判断一致。<sup>6</sup>

**第二、房地产融资全面收紧的监管态度不变。**尽管9月的“双降”、银行信贷投放力度加大等，理论上各行各业“雨露均沾”，开发商融资缺口也能暂时缓解，然而实际情况显示房地产境内贷款增速下滑，国内贷款增速下降，一二线城市房屋促销推动着资金回笼（居民定金及预收款）才是9月上行的主要动力。当月开发资金到位增

<sup>6</sup> 1-9月施工、新开工与竣工面积分别同比增长8.7%、8.6%和-8.6%，较上半年下降0.1、1.5和上行0.4个百分点，较去年同期上行4.8、下降7.8和上行2.8个百分点。

速较前月上行 6.7 个百分点至 10.8%，不过较去年同期比下降 3.5 个百分点。

**往后看，新开工增长持续放缓，土地购置负增长以及融资全面收紧的作用下，房地产投资回落不可避免，但不存在大幅下滑的情况。**

#### 1.4、汽车销售降幅收窄拉动消费略有回升，但可持续性存疑

**内需方面，受汽车零售额降速收窄的影响，9 月消费增速略有回升，然而汽车消费回升主要受节假日与低基数所推动，实际居民汽车需求仍处低位。如上期所述，若不考虑通胀的对冲，三季度消费对 GDP 贡献是进一步减弱的。整体看，国内消费低迷趋势不变，在居民可支配收入增长逐季放缓等因素抑制下，消费复苏仍不可预期。**

当月社零同比增长 7.8%，较前月上行 0.3 个百分点（若剔除价格因素，反弹情况不变，实际社零增速较前月上行 0.2 个百分点至 5.8%）。汽车消费虽然持续负增长，但是 9 月降幅明显收窄，较前月上行 5.9 个百分点至 -2.2%。其他消费细项看，受节假日影响，电子设备、家电等消费增幅均有提升，必需品消费略有下滑但维持高增长。<sup>7</sup>

**需要留意的是，当前汽车消费降幅回调不等于需求回升。**其原因在于：第一，本次回调主要受低基数影响，去年 8 月和 9 月的汽车消费分别同比下降 3.2% 和 7.1%，低基数一定程度上带动着当前数据的推升。第二，历年 9 月汽车零售额环比高增长，虽然今年环比增速仅 14%，是 2012 年以来的最低位，但在绝对值上仍有增量。根据乘联会反馈，<sup>8</sup>由于国六车型已推出三个月，面对压力，多数经销商借势中秋节及 70 周年国庆等消费热点，加大促销力度。因此 9 月汽车消费降幅收窄属于伪复苏，实际需求依旧不乐观。若剔除汽车消费的影响，在限额以上企业商品零售额的口径下，当月整体零售总额仅同比增长 0.6%，较前月下行 0.7 个百分点。

在 9 月消费增速回升的作用下，前三季度社零同比增速与 1-8 月持平于 8.2%，但仍较上半年增速下行 0.2 个百分点，与去年同期比下行 1.1 个百分点。

**往后看，预计第四季度消费低迷的趋势不变，究其本质在于今年居民收入增长不足，居民边际消费倾向较难提高。**以全国城镇居民人均可支配收入与支出（剔除通胀因素）数据为例，今年前三季度居民收入同比增长 5.4%，较上半年增速与去年同期均下行 0.3 个百分点，然而前三季度支出较去年同期上行 0.4 个百分点至 4.7%，较上半年上涨 0.6 个百分点。除此之外，就业困难、股市与房地产的财富效应减弱等均抑制着居民消费增长的意愿。

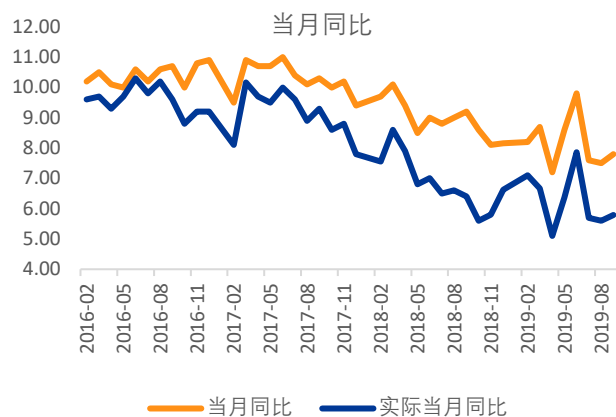
**考虑到短期内 CPI 下行的可能性不大，以及前期消费政策将陆续在四季度内落地等因素，即使实际居民消费需求进一步收缩，消费对 GDP 的拖累有限，较难出现大幅度下行情况。**

需要说明的是，最终消费支出对 GDP 的拉动作用，不仅包括着居民消费，还涉及政府部门的支出，不仅涉及实体商品，也涵盖服务消费支出。两者数据偏差是合理的。考虑到当前供给侧优化更多地作用于服务类消费，长期内社零统计口径未必能全方位地体现国内的消费水平变化。

<sup>7</sup> 9 月电子设备类、家电类、日用品类、服装类、食品类当月消费增速分别同比增长 8.4%、5.4%、12%、3.6%、10.4%，分别依次较前月上行 4.9、1.2 和下行 1、1.6、2.1 个百分点。

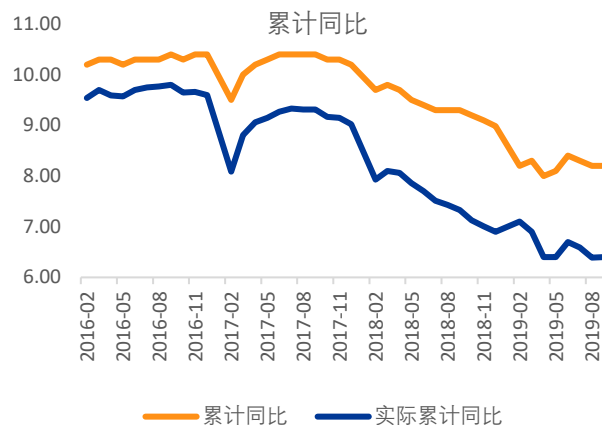
<sup>8</sup> <https://www.zhitongcaijing.com/content/detail/242954.html>

图：9月消费增长反弹



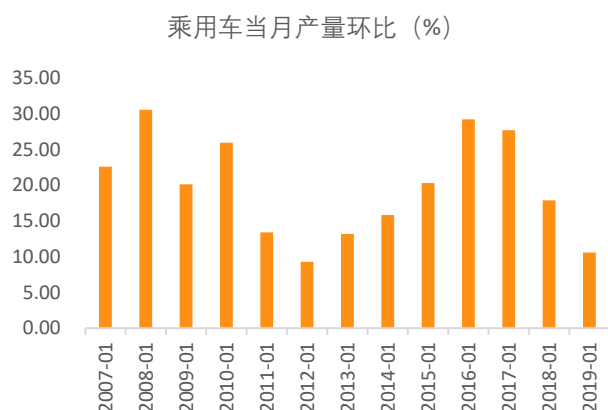
资料来源：国家统计局、光大控股

图：前三季度社零同比增速与1-8月持平



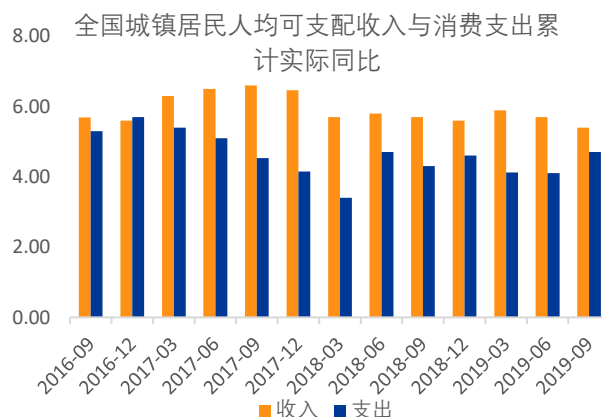
资料来源：国家统计局、光大控股

图：今年9月汽车零售额环比增速是2012年后最低位



资料来源：乘联会、光大控股

图：居民可支配收入增长逐季放缓



资料来源：国家统计局、光大控股

### 1.5、进出口持续负增长，衰退式顺差趋势不变

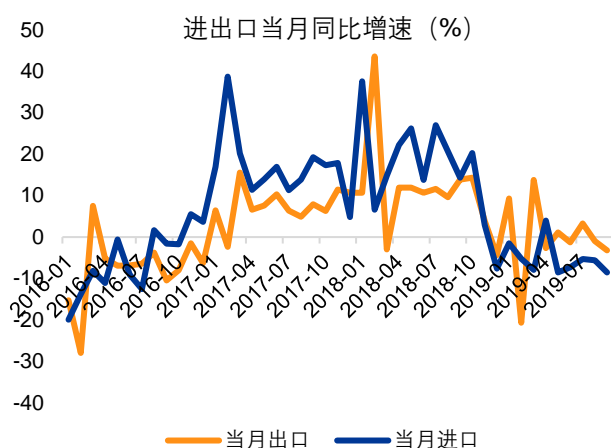
**外需方面，9月进出口贸易持续负增长，且降幅进一步扩大。**当月同比增速较前月下滑2.5个百分点至-5.7%，与去年同期比下降19.8个百分点。其中出口同比下滑3.2%，较前值下滑2.2个百分点，较去年同期下降17.1个百分点；而进口同比增速较前月进一步下滑2.9个百分点至-8.5%，与去年同期比下降22.9个百分点。

由此推动下，前三季度出口同比下降0.1%，较上半年增速下滑0.2个百分点；进口增速较上半年下滑0.8个百分点至-5%。**受进口降幅高于出口的影响，衰退式贸易顺差趋势不变，三季度新增顺差额1186亿美元，1-9月贸易顺差累计至2984亿美元，与去年同期比多增791亿美元。**

**单月数据持续恶化，究其原因，除了全球主要经济体前景不明朗、中美贸易摩擦以及国内需求疲软等导致今年进出口持续下行的基本面因素之外，基数效应与价格因素亦“助攻”9月的再度下行。**一方面，去年同期出口端“抢跑效应”为今年带来了高基数影响；另一方面，受需求所拖累，前期大宗商品价格相对低迷也制约着进出口

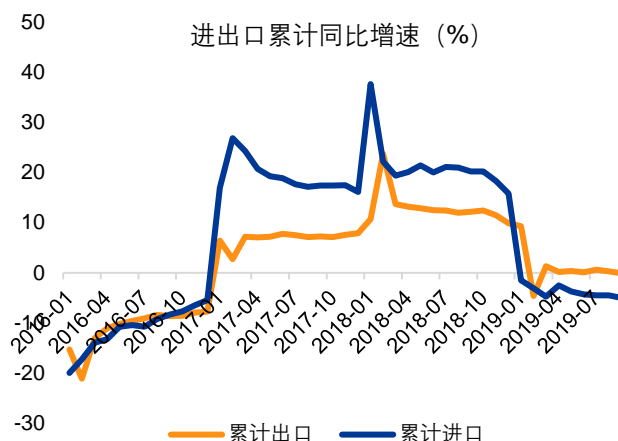
增速的回升。国内数据显示，9月钢铁、能源、有色、基础化工、橡胶塑料、造纸、纺织、农副等8个大宗商品的价格出现同步下跌，仅建材价格有所上涨。<sup>9</sup>

图：进出口贸易持续负增长，且降幅进一步扩大



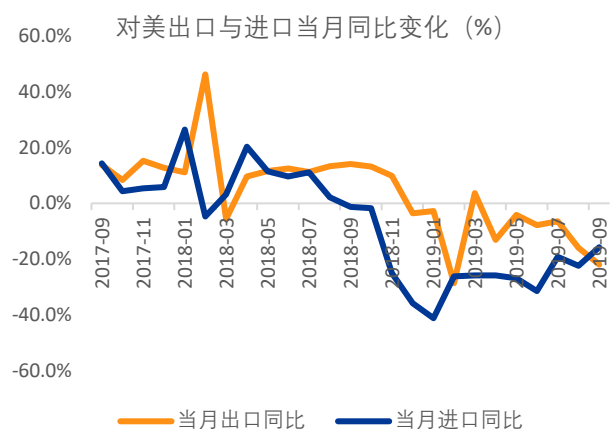
资料来源：海关总署、光大控股

图：累计出口增速由正转负



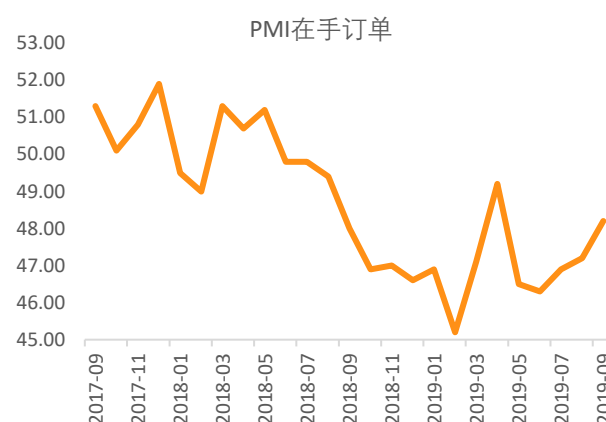
资料来源：海关总署、光大控股

图：消费类出口的拖累仍由中美贸易摩擦升级所造成



资料来源：海关总署、光大控股

图：9月PMI在手订单进一步上行



资料来源：统计局、光大控股

**从贸易类别看，消费类出口下滑是9月的主要拖累项。**代表着终端需求的一般贸易出口与进口同比分别较前月下行1.1和1.3个百分点至0.9%和-4.7%，由于占比高，<sup>10</sup>是9月再度下跌的主要原因。此外，受邻近年末与圣诞节影响，部分简单加工的商品，例如服装玩具等需求有所提升，代表着境外厂商委托需求的来料加工贸易虽然在出口与进口增速上均持续负增长，但是降幅有所收窄。而代表着国内厂商主动代工的进料加工贸易其出口与进口的降速均进一步扩大。<sup>11</sup>例如，集成电路出口增速大幅下滑23个百分点至11%，9月自动数据处理设备出口维持在-13%的同比

<sup>9</sup> <https://index.mysteel.com/xpic/desktop.html>  
<https://finance.sina.com.cn/money/future/indu/2019-10-10/doc-iicezuev1198144.shtml>

<sup>10</sup> 9月一般贸易出口金额是1229.6亿美元，占当月出口总量的56%。

<sup>11</sup> 出口端来料加工装配贸易当月同比下降15.8%，较前月收窄0.6个百分点，进料加工贸易当月同比下降9.9%，较前月扩大1.1个百分点；进口端来料加工装配贸易当月同比下降6.4%，较前月收窄9个百分点，进料加工贸易当月同比下降20.9%，较前月扩大6个百分点。

降速区间。

**从国别看，消费类出口的拖累仍由中美贸易摩擦升级所造成。**9月美国如期向价值1120亿美元的中国产品额外加征15%关税。不同于前几轮美方主要针对工业领域的加工类中间品，本次清单主要涉及美国居民的必需消费品，无疑美国居民将直面贸易战所带来的上涨成本。尽管后续中美双方释放善意，美方为了缓解国内的“燃眉之急”，宣布对中国的仪器设备、有机合成材料、日用品、化学制品、纺织品、机电设备、化工制品、钢铁制品等等约437项商品免除加征关税，<sup>12</sup>然而中国对美出口负增长的趋势不变，当月出口增速较前月进一步下滑5.9个百分点至-21.9%。**值得注意的是，相对于8月，目前美国加征关税遏制中国出口的边际冲击在逐步减弱。**此外，9月由美进口降幅明显收窄，较前月上行6.6个百分点至-15.7%，主要与中国向美方采购大豆、猪肉等农产品有关。截止至前三季度，中国对美出口累计增速较上半年下滑2.6个百分点至-10.7%，与去年同期比下降23.7个百分点，由美进口增速较上半年上行3.5个百分点至-26.4%，与去年同期比下降35.8个百分点。

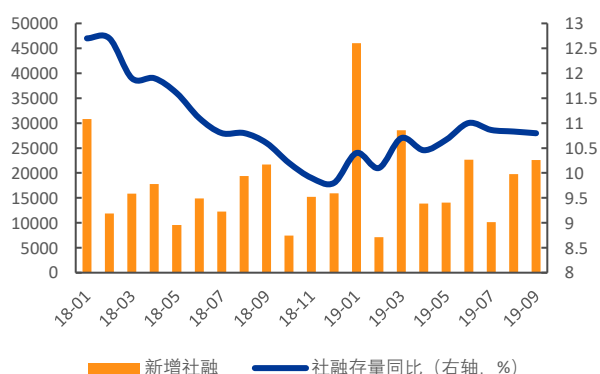
**事实上，当前中美谈判所取得的阶段性成果仅将双方拉回今年8月之前的局面，随着向解决核心诉求的推进，其结局仍是未知数。然而明确的是，即使中美贸易战结束，中美关系已回不到过去的局面，竞争大于合作，贸易摩擦已扩散至金融、科技、文化和政治等多领域。**

往后看，尽管受圣诞节备货等暂时性外需提升，新出口订单PMI较前月进一步上行1个百分点至48.2，但是仍处于枯荣线之下。接下来，国内经济能靠政策层的“逆周期”回调，但是全球经济“动荡”走势不能，若在四季度全球系统性风险加剧，会约束着国内出口增速修复，进而导致顺差收窄，拖累净出口对国内GDP的拉动。

### 1.6、逆周期政策调节力度加大，社融增长平稳回暖

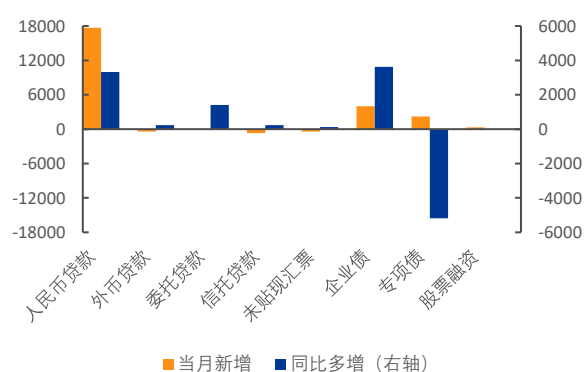
**9月，社融新增2.27万亿，同比上升6.5%；存量增速10.8%，新口径下较上月持平。社融增长平稳回暖。**表内人民币贷款，表外非标和企业债是9月社融增速的主要支撑项。其中，人民币贷款受9月降准和监管要求商业银行加大实体信贷投放力度的有力推动；表外非标受益专项债新政下委托贷款、信托贷款作为基建配套融资的大幅少减；直接融资方面，股票融资保持稳定；企业债券融资同比大幅多增；专项债则受制于2019年2.15万亿额度用尽，同比大幅下降，对当月社融构成拖累。

图：9月新增社融总量和存量同比（亿元，%）



资料来源：人民银行、光大控股

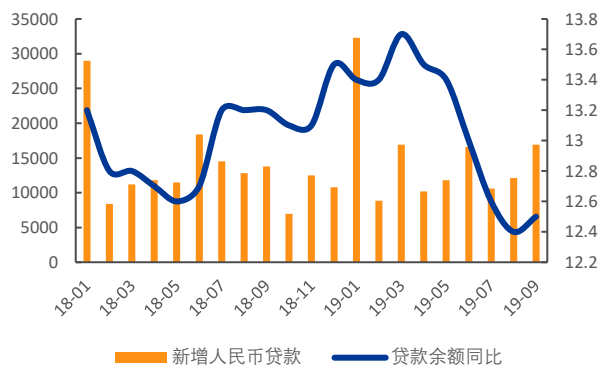
图：9月新增社融结构及同比变化（亿元）



资料来源：人民银行、光大控股

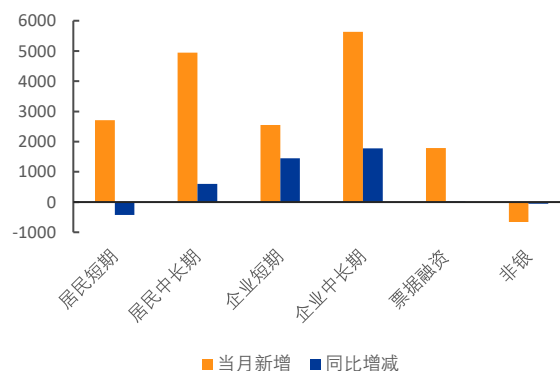
<sup>12</sup> [https://www.guancha.cn/internation/2019\\_09\\_20\\_518591.shtml](https://www.guancha.cn/internation/2019_09_20_518591.shtml)

图：9月新增人民币贷款和余额同比增速（亿元，%）



资料来源：人民银行、光大控股

图：9月新增贷款结构及同比变化（亿元）

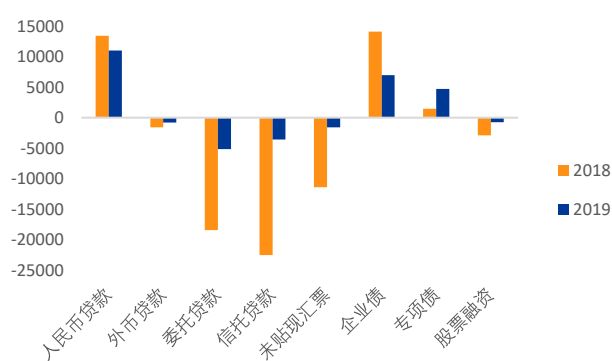


资料来源：人民银行、光大控股

**前三季度，社融累计新增 18.74 万亿，比上年同期多增 3.28 万亿，规模适度增长。**

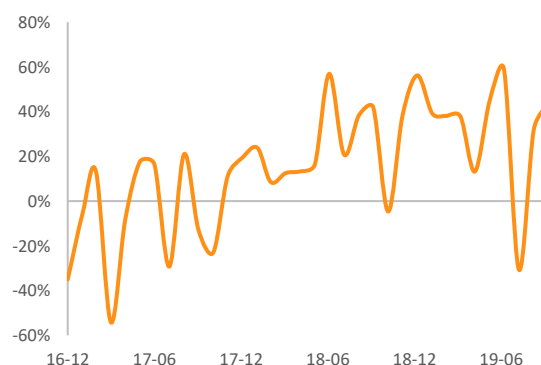
结构上：1) 人民币贷款保持较快增长，然而企业中长期贷款增长并不显著；2) 企业债，尤其是地方专项债发行力度较大；3) 表外融资下降的态势明显好转。印证了年初以来，中美贸易摩擦升级背景下，企业投资意愿低迷，有效融资需求不振；高层会议密集强调支持小微民企发展，优化信贷结构，加大制造业中长期贷款投放；政策借由逆周期调节配合财政、货币等一系列“稳投资”举措，驱动基建领域资本开支，定向支持实体经济，托底经济“稳增长”的大图景。**我们预期，四季度信贷、社融等金融数据可能仍将出现趋势性反弹，以确保全年经济增速保持运行在合理区间。**

图：2018、19年前三季度社融增量同比变化（亿元）



资料来源：人民银行、光大控股

图：新增企业短贷及票据融资占比居高难下（亿元）



资料来源：人民银行、光大控股

## 人民币汇率与跨境资金

### 2.1、中美贸易谈判取得积极进展，人民币贬值压力减轻

9月份，离岸人民币兑美元即期汇率整体保持在7.15一线。美联储9月会议纪要显示市场对降息幅度的预期超出了美联储的计划一度引发美元汇率跳涨；然而，随着川普10月11日宣布中美贸易战已在口头上达成“第一阶段”协议，人民币汇率于10月中旬已调整至7.10附近。

图：9月人民币对美元即期汇率与前月大致持平



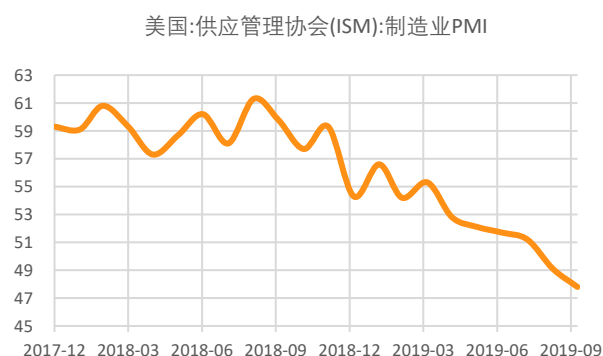
资料来源：Wind、光大控股

图：中美10年期国债利差仍高达150个基点（%）



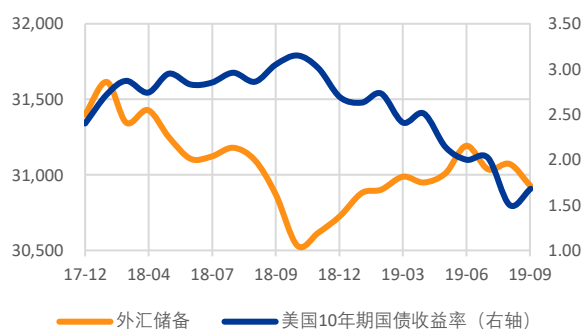
资料来源：人民银行、美联储、光大控股

图：美国制造业 PMI 继续逐月萎缩



资料来源：Wind、光大控股

图：9月美国国债收益率回升，中国外汇储备存量环比减少



资料来源：Wind、人民银行、美联储、光大控股

**展望四季度，人民币贬值压力预计进一步减轻。**1) 中美经济基本面差异正在缩小。亚特兰大联邦储备银行 GDP 模型预计美国第三季度 GDP 增速仅为 1.8%，在二季度 2% 的修正终值数据上进一步下滑；9 月 ISM 制造业指数则进一步萎缩至 47.8，为 10 年来的最低水准。2) 中美十年期国债利差仍保持 150bps 的历史高位；9 月海外资本加仓人民币债券高达 1100 亿元，为中国资本跨境流动提供了有力平衡。<sup>13</sup>3) **中美贸易谈判取得积极进展。**特朗普宣布暂缓实施威胁原定将于 10 月 15 日生效的上调对华关税举措，及表示“已就中国如何管理其汇率的指导方针达成一致”，一定程度打消了市场对人民币汇率持续下跌的负面预期。

<sup>13</sup> 尽管在我国资本账户未完全开放的情况下，这一利差并不能直接通过资本流动渠道起作用，但足以对外汇市场预期层面构成影响。

9 月份，我国外汇储备仍环比下降 147.45 亿美元。美国国债收益率回升等估值因素是导致 9 月外汇储备下降的主要原因。同时，在 9 月份中国在以官方储备形式连续第 10 个月增持黄金。

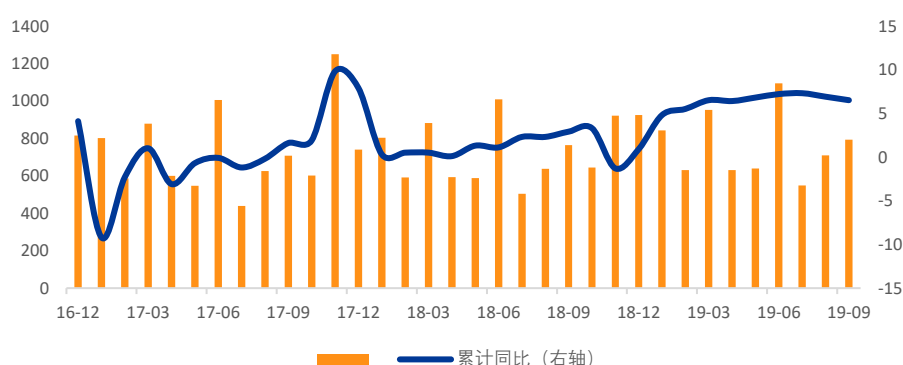
## 2.2、实际使用外资稳步增长，高技术产业吸收外资保持较快增幅

9 月，新增外商直接投资（FDI）115.2 亿美元，同比增长 0.5%。前三季度 FDI 为 1007.8 亿美元（折 6832 亿人民币），同比增长 2.9%。

**前三季度，高技术产业在吸收外资方面继续保持领先和较快增幅。**制造业实际使用外资 1882 亿人民币，同比增长 6.5%；服务业实际使用外资 4867 亿人民币，同比增长 12.9%。其中，高技术制造业和高技术服务业分别同比增长 13.7%和 61.3%。医疗制造业、信息技术服务，和科技成果转化服务业实际使用外资同比增幅居前。

**前三季度，主要投资来源地投资基本保持稳定。**主要投资来源地中，香港、澳门、新加坡、韩国、日本投资按年分别增长 8.7%、51.4%、27.8%、28.7%和 4%；“一带一路”沿线国家、东盟实际投入外资金额同比分别增长 14.9%和 17.5%。

图：9 月 FDI 流入按美元计同比增长 0.5%，按人民币计同比增长 3.8%（亿人民币，%）



资料来源：Wind、商务部、光大控股

## 2.3、美国限制资本流入中国/中概股的数量分析

9 月 27 日，彭博社援引知情人士报道，美国正考虑限制美国资本对中国的投资，<sup>14</sup>及让部分中国企业从美国交易所退市。消息引发中概股盘中深度下跌。随后，美国财政部发言人和纳斯达克交易所分别发表声明称未考虑阻止中国企业在美国证券交易所上市。月末，特朗普贸易事务顾问纳瓦罗也指出“报道中超过一半完全不实”。**虽然打消了市场对已在美国上市的中国企业遭遇强制退市的担忧，但美国政府对是否考虑限制资本流入中国企业始终未作回应。**

结合美国 10 月 7 日将 8 家人工智能企业添列实体清单，**我们认为即使中美贸易谈判取得阶段性的积极进展，关键技术领域双向投资趋严的总体态势中短期内预计不会有明显改观。**

在 BNP 的研究数据基础上，经测算，假若上述限制资本流入中国的考虑属实，并颁布执行：**1）美国政府退休储蓄基金，各州公共养老基金可能被限制投资 A 股和中**

<sup>14</sup> 尤其针对美国政府退休基金。

**国的非上市公司。**由于养老金同时占到美国公募基金（17.7 万亿美元），指数基金（3.2 万亿美元），和部分私募股权资金来源的 4-5 成，对华投资限制将导致原本随三大国际指数基金<sup>15</sup>按计划扩容，每年逾 1000 亿增量资金的进场节奏遭遇调整。**2）美元基金投资标的或面临上市周期延长，再融资前景恶化，及不确定性因素增加的重叠影响，基金募投均可能面对更大挑战。**

## 政策分析

面对着下行压力，9 月至今国内“逆周期”政策调节力度不断加码，直击痛点；同时在外部的错综复杂的经济政治环境下，中国始终坚持对外开放，视其为基本国策。

**对股权投资业而言，确实存在诸多挑战，但也存在着前所未有的机遇。总体看，随着国内逆周期调节持续推进，后续私募股权投资政策的不断完善与监管层的支持，长期内股权投资业可望逐步脱离“资管新规”所带来的负面影响，但是短期内，由于经济持续不景气，整体股权投资业在“募投管退”等较难取得突破，头部效应，强者恒强的情况不变。**

**我们建议，股权投资机构在募投端持续关注地方政府在经济转型升级的需求，同时保持与银行保险等主要金融机构的业务沟通，待政策成熟把握合作机会；在投资端持续关注政策指引的方向，包括高技术制造业、消费升级、“进口替代”、新能源、人口老龄化等领域所带来的机遇；在退出端关注国内资本市场多元化的推进。此外，金融业双向开发进一步扩大，跨境投融资需求所带来的机会亦不可忽视。**

具体政策分析如下：

### 3.1、货币政策

**央行持续加大逆周期调节力度，以确保流动性的合理充裕。增量方面，**9 月中旬已全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，同时将在 10 月与 11 月中旬再分别向城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，预计释放资金约 9000 亿元。**价格方面，**面临着持续近一年多的宽松周期，国内利率事实上未见明显下降。究其原因主要在于央行考虑到“两轨并一轨”的政策推进，并未直接下调贷款基准利率，导致最终效果一般。8 月底 LPR 报价机制改革，<sup>16</sup>银行贷款定价“换锚”，在新机制下央行可通过 MLF 影响基准利率（LPR 利率=MLF 利率+浮动调整），银行可结合自身资金成本，调整报价，即引导降息的渠道已经打通，后续企业信贷资金成本可望切实落实。9 月底，金融稳定发展委员会召开第八次会议，<sup>17</sup>额外强调要进一步深化政策性金融机构改革，鼓励其发挥逆周期调节作用。

### 3.2、财政政策

目前地方政府在推动各地经济稳步发展的过程中，面临着诸多财政压力。一方面，作为“基建托底”、企业减税降负、产业转型等的执行者，推动者，地方政府需要大量资金支持；另一方面，房地产市场的严格调控影响着土地财政收入，地方债务危机又导致财政压力与日俱增。

因此，寻找财政突破口刻不容缓，10 月初财政部发布《实施更大规模减税降费后调

<sup>15</sup> 富时罗素、MSCI 和标普道琼斯指数。

<sup>16</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3880571/index.html>

<sup>17</sup> [http://www.gov.cn/guowuyuan/2019-09/29/content\\_5434955.htm](http://www.gov.cn/guowuyuan/2019-09/29/content_5434955.htm)

整中央与地方收入划分改革推进方案》，<sup>18</sup>以支持地方政府落实减税降费政策和缓解财政运行的困难。本次改革涉及三方面：1) 增值税“五五分享”；2) 深化增值税改革、建立留抵退税制度的要求；3) 后移消费税征收环节并稳步下划地方。综合看，措施将有效拓展地方政府收入来源。以消费税为例，2018 年中央财政累计征收消费税 1.06 万亿元，若全部下放至地方政府，短期内将稳定军心，进一步推动减税降负和基建投资，长期内将推动地方政府刺激终端消费与营造更好的消费环境，这与政策层“扩大内需”的逻辑一致。

**事实上，回顾历史，中央与地方财政关系的变革往往影响着后续的经济发展模式，进而推动着投资行为的变化。**例如 1994 年的分税制改革将财政收入向中央政府集中，为“铁公基”、央/国企业在各关键产业领域的发展奠定基础，同时财权上收，事权下沉，地方财政的自给能力唯有转向土地转让，进而间接带动着国内房地产市场的蓬勃发展。**如今，中央与地方的财政关系再次处于十字路口上，何去何从一言难尽。但是可以确定的是增加地方财政自主权，缓解压力是大趋势。**

**从投资机构的视角看，结合中央与地方的利益分成机制调整方向和税类，我们认为随着国内经济结构调整逐步进入深水区，地方政府的发展重心将逐步由资本密集型的工业转型消费者导向的服务业或轻工业领域，而地方政府在面临着产业转型等诸多压力下也会主动向资本市场靠拢（例如金融高官密集转任副省长的情况），向投资机构提出产融结合要求，更愿意借助市场的力量推动地方经济的转型。**

### 3.3、对外开放

以中美贸易谈判为主线，中国始终强调对外开放是基本国策。在双方取得第一阶段的协议成果后，10 月 16 日国务院常务会议<sup>19</sup>提出进一步做好利用外资工作的要求，包括全面取消在华外资金融机构的业务范围限制、优化汽车外资政策、促进外商投资便利化、平等保护外商投资合法权益和支持地方加大招商引资力度等。

**值得注意的是，常务会议亦支持外资企业自主选择借用外债模式，鼓励其资本金依法用于境内股权投资。**在一定程度上，鼓励着外资企业境内业务做大做强。根据 2003 年发布的《外债管理暂行办法》，<sup>20</sup>外资举借的中长期外债累计发生额和短期外债余额之和应当控制在审批部门批准的项目总投资和注册资本之间的差额以内。在差额范围内，外商投资企业可自行举借外债。超出差额的，须经原审批部门重新核定项目总投资。我们认为随着模式与额度的开放，外资在境内将拥有更多的资金推动着业务发展，而国内资本市场也将迎来更多的资金回流。

### 3.4、私募股权投资

近期证监会召开私募股权和创投基金座谈会，<sup>21</sup>指出将“**大力发展股权投资基金、为经济高质量发展注入新动能**”。事实上，尽管当前“募资难”，投资规模紧缩，估值下滑的趋势依旧在，但是政策层指出国内股权投资业面临着难得的发展机遇，包括居民财富管理的需求提升，机构投资者参与度的提升，以及国内科技创新，深化供给侧改革等。此外，随着科创板平稳运行，创业板和新三板改革等陆续实施，股权投资业在国内将有更多元化的退出选择。

<sup>18</sup> [http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201910/t20191010\\_3398434.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201910/t20191010_3398434.htm)  
[http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caijingshidian/jjrb/201910/t20191010\\_3398834.html](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caijingshidian/jjrb/201910/t20191010_3398834.html)  
[http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201910/t20191010\\_3398433.htm](http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201910/t20191010_3398433.htm)

<sup>19</sup> [http://www.gov.cn/premier/2019-10/16/content\\_5440753.htm](http://www.gov.cn/premier/2019-10/16/content_5440753.htm)

<sup>20</sup> <http://m.safe.gov.cn/safe/2003/0108/5614.html>

<sup>21</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201910/t20191018\\_364685.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201910/t20191018_364685.html)  
<https://mp.weixin.qq.com/s/v-HISU3EkAReKbxf--FFbg>

值得注意的是，会议透露出以下三方面重要内容：1) 虽然私募基金姓“私”的总体要求不变，但是政策层或会实施差异化监管，将创业投资基金、一般股权基金与证券基金的三者区别，分类监管；2) 税收政策和中长期资金投资私募股权基金的政策规定将进一步完善；3) 可能在近期内，推动出台私募基金条例，并修订已有的私募基金监管办法。

## 风险提示

---

9月单月经济略有好转，但是整体前三季度并不乐观，GDP增速再次历史新低。尽管在低基期等诸多政策对冲因素下，我们对四季度保持乐观，并认为去年“破6”的可能性不大，但是对于部分潜在风险仍需保持警惕。

第一、是外部经济持续不景气，若四季度再度下行，或中美贸易摩擦再起导致出口增长大幅下滑，会直接拖累净出口对GDP的支撑。第二、受供给冲击，而非需求旺盛所致的CPI持续上行，但是核心CPI和PPI却下行，一定程度上会扰动着政策调节。第三、房地产资金紧缩若面临着“一刀切”，房企破产带动系统性风险的可能性是存在的。第四、内需不足，企业盈利受损影响着居民收入的增长，劳动力市场景气度下行，或会导致经济运行低于潜在增速。

## 关于作者

---

**林之骏**  
高级主任 战略及协同发展部  
[paul.lam@everbright.com](mailto:paul.lam@everbright.com)

**周鸿运**  
主任 战略及协同发展部  
[tyrion.zhou@everbright.com](mailto:tyrion.zhou@everbright.com)

## 关于中国光大控股有限公司

---

中国光大控股有限公司（「光大控股」，股份代号：165.HK）于 1997 年在香港成立，拥有超过 20 年私募股权投资及资产管理经验，是中国领先的跨境投资及资产管理公司，母公司为中国光大集团。光大控股通过所管理的多个私募基金、创投基金、产业基金、夹层基金、母基金、固定收益和股票基金等，与投资者共同培育了众多具高增长潜力的企业，同时还配合中国企业的发展需求，将海外的技术优势与中国市场相结合，为中国及海外投资者提供了多元化的金融服务。此外，光大控股利用强大的自有资金，培育了中国最大的独立经营性飞机租赁商「中飞租赁」、孵化了人工智能物联网的独角兽公司「光控特斯联」，以及整合国内中高端养老产业，致力于打造优质的养老品牌。

截至 2019 年 6 月 30 日，光大控股共管理 64 只基金，已完成募资规模港币 1,454 亿元。

通过所管理的基金和自有资金，光大控股已分别在中国及世界各地投资了包括银联商务、金风科技、中节能风电、华灿光电、华大基因、贝达药业、美中宜和、先健科技、分众传媒、爱奇艺、商汤科技、蔚来汽车、阿尔巴尼亚首都机场、挪威 Boreal 公交公司、美国 BPG 集团、美国 Wish 电商平台、Xjet 3D 打印、Satixfy 等在内的超过 300 家企业，投资产业覆盖房地产、飞机租赁、医疗健康、养老产业、新能源、基础设施、高端制造业、高新科技、文化消费等，其中有超过 150 家企业已通过在中国及海外市场上市或并购转让等方式退出。

光大控股是光大证券（股份代号：601788.SH、6178.HK）的第二大股东和光大银行（股份代号：601818.SH、6818.HK）的策略性股东、光大嘉宝股份有限公司（股份代号：600622.SH）的第一大股东、在香港上市的中国飞机租赁集团控股有限公司（股份代号：1848.HK）的第一大股东和光控精技有限公司（股份代号：3302.HK）的控股股东之一，以及在新加坡上市的英利国际置业股份有限公司（股份代号：5DM.SGX）的第二大股东。光大控股及下属公司目前在香港、北京、上海、深圳、天津、新加坡、都柏林等地设有办公室。

2014 年 4 月及 2016 年 12 月「沪港通」和「深港通」启动后，光大控股成为可供交易的首批港股通股票之一。

光大控股秉持「专注致远 顺势有为」的信念，立足香港这一中西交融之地，专注于跨境资产管理，通过国际化的平台、专精的投资团队，顺势有为，以多视角洞察全球市场变化带来的投资机遇，灵活应变，致力成为中国跨境投资及资产管理行业的先行者。

如欲了解更多光大控股的信息，请浏览 [www.everbright.com](http://www.everbright.com)。

## 免责声明

本报告由中国光大控股有限公司（「本公司」）撰写，本报告并非针对或意图派发给或为任何就派发、发布、可得到或使用本报告而使本公司及其附属及联营公司（合称「本集团」）违反当地注册或牌照规定的法律或规例或可致使本集团受制于当地注册或牌照规定的法律或规则的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。

本报告所载的内容及观点只提供给收件人作参考之用，不构成任何投资建议，不存在邀约或招揽购买或出售任何证券的企图，也不构成在会受到法律或法例限制或禁止的任何司法权区购买或出售证券的邀约或招揽。

本报告并未考虑到任何人士的目标、财务状况或需要。本报告的内容不应被视为法律、税务、投资或其他意见，如需要，阁下应寻求相关专业顾问的意见。本报告所载信息并不足够对任何投资计划作出全面评估，阁下不应依赖本报告所载信息。潜在投资者在做出与本报告内提及之投资计划有关的投资决策时，应完全以适当的尽职调查作为决策准则。本报告内提述的相关投资等可涉及投资风险。本报告内的例子仅供参考，概不保证任何特定投资目标将会达成或任何期望达致该等目标的投资策略将会成功。

本报告内提述的能力仅适用于有经济能力及愿意承受投资策略所带来风险的人士。未来表现无法预知。本报告可能载有的意见、预测及其他前瞻性陈述均受不同风险及不确定因素影响，实际事件或结果可能与该等前瞻性陈述所载者截然不同。本报告显示的实际或模拟过往表现不应被视作日后表现的指标。

本公司不会就本报告所载的资料、意见及结论之准确性或完整性，明示或默示作出任何陈述或保证。于撰写本报告时，本公司依赖外部资料来源的准确性及全面性，并无独立验证此等资料。本集团可发出其它与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本集团的立场。在法律容许的最大程度下，本集团、其等董事、雇员或代理不对任何因使用本报告、其内容或其他因本报告而引致或所涉及的任何损失负责。

在提供本报告内提及的金融服务时，本集团、其等董事、雇员及人员可能扮演不同及有潜在冲突的角色。本集团可能不时出任产品的受托人、管理人、过户处、保管机构、投资经理、投资顾问、代表或其他与产品有关的相关人员，而该等产品的投资目标可能会与本报告内提及的产品投资目标相同。鉴于该等角色存在冲突，本集团的利益可能不时与投资者的利益不一致，本集团可能亦会因出任该等角色而获得报酬。本集团有利益冲突政策，以有效管理利益冲突。

本报告中提述的个别公司并非本集团的投资建议。本集团现时管理的投资组合可能已包括或未包括该等公司，本报告提述该等公司只用于说明目的。

## 版权说明

中国光大控股有限公司版权所有。未经许可，不得做任何形式的转载和出版。



官网



微信

版权所有© 中国光大控股有限公司