

宏观动态报告

2020 年 11 月 10 日

经济上行延续 4 季度中国经济持续好于外围**宏观经济 2020 年 10 月动态报告****核心内容：****● 经济刺激计划推迟 欧美经济 4 季度可能回落**

受疫情影响，欧元区经济复苏受到打击，但欧盟退出了 7500 亿欧元经济刺激计划。而助力美国经济的刺激计划因为美国大选，预计在 2021 年 1 季度无法实现。欧美经济在 4 季度可能会重新回落。

● 国内经济上行动力延续

中国展示出了更加积极的信号，中国在生产恢复、消费、房地产和出口方面都表现良好。工业生产再创新高，订单水平保持高位，为未来的生产奠定基础。消费仍然在稳步回升，虽然回升速度偏弱，但新冠疫情下偏弱的消费回升也属正常状态。房地产仍然较为乐观，单月房地产投资增速已经达到了 12%。出口更为乐观，订单驱动下出口创历史新高，这种出口优势预计会持续至 2021 年 1 季度。

● 货币政策中性 致力于实体经济资金投放

货币投放小幅增加，主要用于支持实体经济发展，企业信贷和政府债券发行带动了货币投放。10 月份公开市场和 MLF 操作仍然谨慎，货币市场利率小幅走高，但信用利差回落。央行在银行间市场上有所谨慎，但在信用市场上仍然致力于支持实体经济。

央行行长易纲在金融街论坛上发表讲话，肯定了疫情期间我国货币政策和银行贷款政策，再次强调未来货币政策是结构性的，同时重提货币需把好货币供应总闸门。经济恢复不出问题的情况下，降息和降准需要等待。货币政策将更加谨慎，数量未来一段时间下行，价格可能平稳或小幅上行。

● “十四五”规划出台 进入经济增长动力切换时间

10 月份我国十九届五中全会召开，“十四五”规划出台，不仅规划了未来 5 年的发展目标，同时提出了 2035 年的远景规划。“十四五”更多的是以改革和产业规划来进行，更多的淡化了总体经济指标，未来 5 年我国正式进入经济增长动力切换时期。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130515030003

周世一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S013051107000403

主要风险：经济政策过于谨慎的风险、全球通缩的风险

目录

一、4 季度国内外经济分化，中国仍然保有优势	3
二、 国际经济观察	3
(一) 美国：经济持续恢复 仍然期待新一轮刺激政策	3
(二) 欧元区：通过 7500 亿财政刺激计划	6
(三) 日本：未来仍然面临较多困难	7
三、国内经济：经济继续上行	8
(一) PMI：新出口订单回升，PMI 仍然强势	8
(二) 生产：制造业生产再上行，4 季度生产保持乐观	10
(三) 需求端：回升曲线变平	12
1、消费：增速小步慢行态势不变	12
2、投资：基建不及预期 房地产仍有韧性	13
3、外贸：4 季度出口强势延续	17
(四) 无须忧虑通胀，CPI 持续回落，PPI 短期震荡	20
1、CPI：未来 CPI 以降为主	20
2、PPI：上行放缓	21
四、金融：央行操作略有收紧，仍然致力于实体经济	23
(一) 货币投放数量略有放松	23
(二) 利率水平稍有上行	24
五、国内外主要风险	25

一、4 季度国内外经济分化，中国仍然保有优势

10 月份经济情况较为复杂，可以说国内和国外继续分裂。国外方面，欧洲宣布 11 月份会重新部分封锁经济，这对于欧洲经济的复苏带来不利影响，此前欧洲生产虽然恢复较为顺利，但是服务业始终不见起色。美国方面更为乐观，经济恢复较为快速，但美国经济的快速复苏得益于美国超量的货币发放和及时的经济刺激计划，但随着美国大选的来临，至少在 2021 年 1 季度之间，美国的经济刺激计划很难达成，4 季度欧洲和美国的经济可能会再次回落。

中国展示出了更加积极的信号，中国在生产恢复、消费、房地产和出口方面都表现良好。工业生产再创新高，订单水平保持高位，为未来的生产奠定基础。消费仍然在稳步回升，虽然回升速度偏弱，但新冠疫情下偏弱的消费回升也属正常状态。房地产仍然较为乐观，单月房地产投资增速已经达到了 12%。出口更为乐观，订单驱动下出口创历史新高，这种出口优势预计会持续至 2021 年 1 季度。

10 月份我国十九届五中全会召开，“十四五”规划出台，不仅规划了未来 5 年的发展目标，同时提出了 2035 年的远景规划。“十四五”更多的是以改革和产业规划来进行，更多的淡化了总体经济指标，未来 5 年我国正式进入经济增长动力切换时期。

二、 国际经济观察

（一） 美国：经济持续恢复 仍然期待新一轮刺激政策

美国大选尘埃落定，拜登首先获得 538 张选举人票中 270 张的候选人将赢得大选。与总统选举同步举行的还有全部的参议员改选与大部分的众议院改选。目前看，民主党虽然丢失一些席位，但继续在众议院占优，而参议院方面，尽管共和党有所失，仍会控制参议院。同时，最高法院的 9 名终身制大法官中，6 名支持共和党的保守派，3 名支持民主党的自由派。

2021年1月20日，拜登新一届政府上台后，美国政坛将形成民主党总统加众议院，VS 共和党的最高法加参议院的均衡局面。这样一个制衡的政局，将使拜登在竞选中提出的大规模财政刺激、提高公司税，限制大资本影响，加大全民福利等计划难以顺利实施。当然，总统作为行政首长，可以在相当的范围内，绕过立法体系，而实施一定的行政措施，来实施民主党的政策，落实一下规模较小的刺激方案。

对于中美关系来说，拜登作为一个长期从政的专业政治家，在处理对外关系上，在内容方面会更为专业，在表达与沟通方式上会更为成熟。因而也可能更容易被东亚的含蓄文化所接受。当然，民主党的总统，可能也不会改变中美长期竞争的大趋势。

美联储周四维持当前 0%-0.25% 的利率不变，资产购买规模也维持不变。美联储宣称致力于利用其各种工具来支持美国经济，从而促进实现其就业最大化和物价稳定的目标，即实现就业最大化和 2% 的长期通胀率。由于通胀持续低于这一长期目标，委员会计划允许通胀在一段时间内略高于 2%。美联储表示继续每月购买“至少”1200 亿美元的公债，并根将根据经济发展的需要使用其他工具和计划。

美联储主席鲍威尔在随后的新闻发布会上表示，经济已经在持续复苏，但速度有所放缓，通胀仍低于 2% 的目标。他预计，货币政策仍将维持宽松，直到实现通胀和就业目标。本次会议讨论了资产购买事项，决定暂时不做改变，将继续监测和评估资产购买的计划，在购买的组成、期限和规模方面，未来可以改变一些参数。资产购买是宽松货币政策中重要的一环，美联储尚未考虑缩减资产购买的力度。鲍威尔再次呼吁政府尽快出台直接的财政刺激措施，重申美联储只拥有借贷权而非支出权。很可能需要货币政策和财政政策的进一步支持。

美联储维持宽松的货币政策不变，再次提出财政刺激是必要的。因为选举不确定性，美联储不会做出任何改变。而目前美国经济关注的焦点不是货币政策，而是财政刺激。一旦选举结果确定下来，国会何时通过新的财政刺激方案是重点。

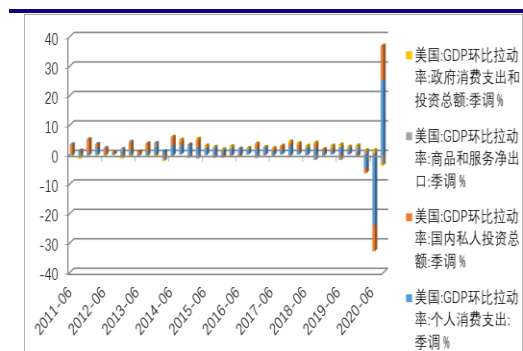
美国 10 月失业率自 9 月的 7.9% 大幅下降至 6.9%，为连续第六个月录得下滑。远低于预期的 7.7%。但美国近期新冠确诊病例激增增加了未来就业的不确定性。10 月份非农业部门新增就业人口达到 63.8 万人。其中，休闲和酒店业新增就业岗位 27.1 万个，专业和商业服务就业人口增加 20.8 万人，制造业新增 3.8 万个就业岗位。10 月份美国劳动参与率环比上涨 0.3 个百分点至 61.7%，但仍较疫情前低了 1.7 个百分点。失业超过 27 周的长期失业人口环比增长 120 万人，达到 360 万人，占失业人口比重 32.5%。

美国 10 月 ISM 制造业 PMI 为 59.3，创 2018 年 11 月以来新高。其中，新订单、产出和就业以及库存等回到 50 以上。美国制造业活动恢复较快，而库存仍然处于快速下滑阶段，后续生产端将会持续回升。服务业 PMI 指数自 57.8 下滑至 56.6，主要是疫情再起对餐饮等服务业的影响。

美国三季度实际 GDP 环比折年率初值大幅反弹 33.10%，好于预期的 32%，二季度下降了 31.4%，一季度下降了 5%。总体 GDP 仍较去年四季度有所下降，但基本上已经恢复到正常水平。美国三季度消费者支出环比折年率上升了 40.70%，是经济恢复的主要动力，好于预期的 38.9%，二季度因为疫情影响，大幅下降了 -33.2%。三季度 GDP 平减指数初值为 3.6%，预期 2.9%，前值 -1.8%；美国第三季度经济从病毒引发的暴跌中反弹，年增长率达到创纪录的 33.1%，GDP

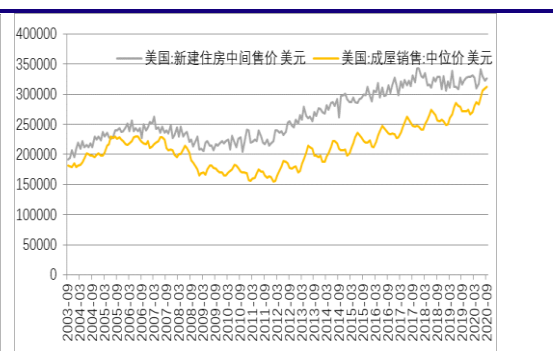
快速增长表明，美国经济已经脱离了有史以来首次严重停滞的水平。但美国经济阴云仍在，因为疫情的持续，美国经济面临的危机远未解除。

图 1：美国 GDP (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：美国房地产价格走高 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

欧洲疫情再起，德国和法国在 10 月底相继宣布重启封城措施，欧洲经济复苏将可能会遭受严重挫折。美本土疫情最近也有加速的迹象，美国经济四季度承压是比较确定的。约翰·霍普金斯大学公布，最近美国的新增确诊平均每天增加超 10 万例，达到历史最高水平。

尽管美国经济复苏面临回落的风险，但大选后两党制衡，未来新政府和国会何时才能通过新一轮财政救助计划，在拜登明年 1 月正式入主白宫之前，应该是不可能的，因而经济在四季度环比回落可能性很大。不过，零售新高，消费信心高位，房地产市场火爆，内需仍会拉动美国经济维持一定增长。

9 月零售销售增长 1.9%，增幅超预期，美国 9 月零售销售以三个月来最快的速度增长，零售同比增速为 2011 年 7 月以来最高水平。季调后同比增长 5.36%。高于预估中值的增长 0.8%。不含汽车和汽油的零售销售额增长 1.5%。9 月零售销售 13 个主要类别中有 12 个增长，其中服装、体育用品和机动车辆增长最快。唯一下降的类别是电子和家电销售。三季度末家庭需求动力强劲，是 GDP 大幅反弹的主要动力。

本财年财政赤字规模升 2 倍至 3.13 万亿美元，占 GDP 的 15.2%，二战以来最高。美国国会预算办公室表示，2020 财年美国联邦政府总收入 3.4 万亿美元，比上年下降 1%，其中大部分下降发生在 3 月疫情开始在美国蔓延之时。与此同时，随着联邦政府为小企业提供贷款、提高失业救济并向民众发放现金支票，总支出增长了 47%，达创纪录的 6.5 万亿美元。

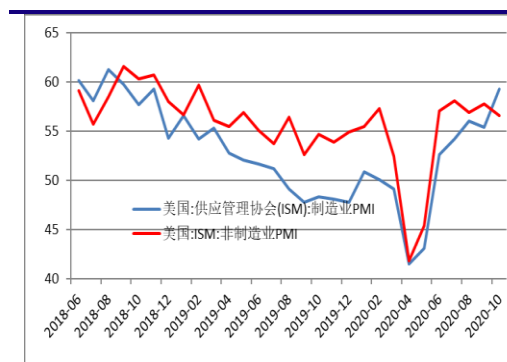
房地产方面，美国 9 月成屋销售量环比上升 9.4% 至 654 万户，创近 14 年来新高，房屋中位数售价上涨至每栋 31.18 万美元，连续四个月创下新高。主要是因为疫情之下的居家远程办公需求大增，市场供给不足，以及贷款利率屡创历史新低等影响。房地美公布的 30 年期固定抵押贷款平均利率平均约为 2.81%。

美国 9 月工业产出环比下降 0.6%，这是连续四个月增长后首次下降。大多数主要市场部门在 9 月份都出现下跌。消费品指数下跌 1.6%，汽车产品和消费能源产品领跌，跌幅超过 4%。9 月份耐用品订单环比增长 1.9%，而 8 月份修订为增长 0.4%。好于预期的增长 0.5%。生产与订单上升，表明需求趋稳，制造业继续恢复。

美国联邦储备委员会公布的今年第二季度美国家庭财富净值环比增长近达 119 万亿美元，但这些收益主要流向最富裕家庭。主要是受股市上涨和房地产市场火爆的推动。尽管美国家庭的财富大幅上升，但自 2010-2019 年间，美国家庭的汽车贷款、学生贷款、信用卡贷款都在攀升，中低收入家庭受此影响最大。这部分人群通常倾向于花费更大比重的收入，因此在债务升高的情况下，将立即削减消费，从而影响整体经济的复苏。

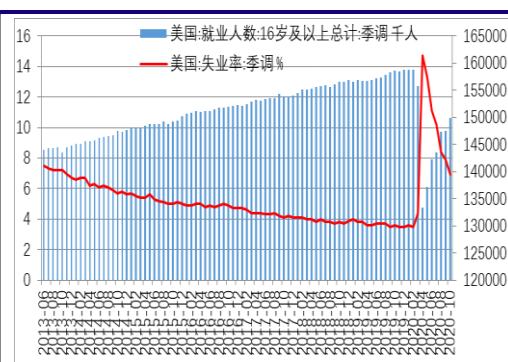
历史性的低利率和低通胀率也意味着，偿还债务的成本有所下降。美财政部数据显示，过去一个财年的偿债成本相比前一财年减少了 9%，这表明政府有能力借入更多资金来为经济复苏提供支撑。

图 3：美国制造业 PMI 持续上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：美国失业率走低（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）欧元区：通过 7500 亿财政刺激计划

欧洲议会通过欧盟总额达 7500 亿欧元的经济复苏计划，以在未来 3-4 年内缓解成员国的经济下滑趋势，罗马尼亚将可从中获得 335 亿欧元，此外还将从欧盟未来 7 年跨年度预算中获得 460 亿欧元资金。欧洲议会与欧盟部长理事会将就就此进行最后谈判，以便允许成员国于 2021 年 1 月 1 日申请使用。

欧洲央行在 10 月 29 日决定维持三大利率不变，其中主要再融资利率为 0%，存款机制利率为 -0.5%，边际贷款利率为 0.25%。欧洲央行同时表示，维持紧急抗疫购债计划（PEPP）规模于 1.35 万亿欧元，资产购买计划下的净购买额为每月 200 亿欧元，且将在年底前额外进行规模 1200 亿欧元的临时购买。

欧元区通胀低迷，在疫情再度爆发，德法两国再次采取封锁措施的情况下，央行年底前 1200 亿欧元的额外债券购买，杯水车薪，效果有限。

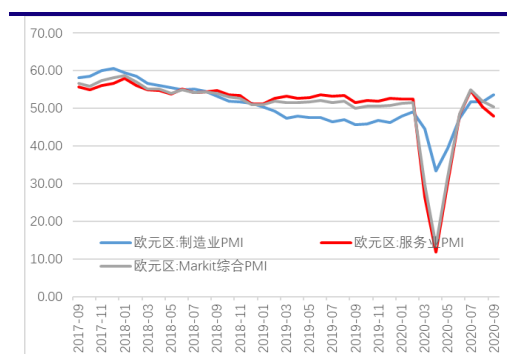
欧元区 9 月 CPI 年率初值 -0.3%，前值 -0.2%，预期 -0.2%。欧元区 9 月 CPI 月率 0.1%，前值 -0.4%，预期 0.1%。8 月 PPI 年率 -2.5%，前值 -3.3%，预期 -2.7%。8 月 PPI 月率 0.1%，前值 0.6%，预期 0.1%。欧元区通胀率降至四年多来的最低水平，9 月份的降幅幅度超过预期，加剧了对新冠疫情引发通缩螺旋式上升的担忧。由于欧元区经济在 9 月份几乎陷入停滞，第四季度再次陷入低迷的可能性明显上升。

德国 10 月综合采购经理人指数 (PMI) 从上月终值 54.7 降至 54.5。疫情反弹导致不确定性增加,德国 10 月服务业 PMI 从上月的 50.6 降至荣枯线以下的 48.9;制造业 PMI 从上月的 56.4 升至 58.0,延续上升势头。

欧元区 8 月失业率由前值 7.9% 上升至 8.1%,预期值 8.1%。10 月 Sentix 投资者信心指数 -8.3,前值-8,预期-9.5。

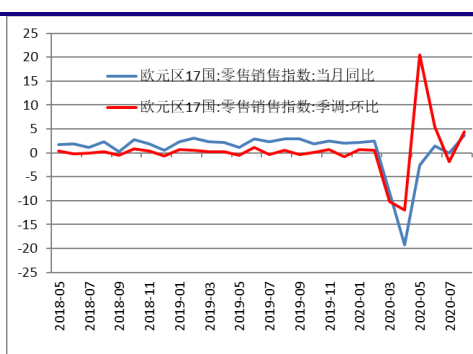
欧元区 8 月零售销售月率为 4.4%,前值-1.3%,预期 2.4%。零售活动在 7 月份略有下滑后,8 月份的反弹强于预期,原因是网上购物和服装销售大幅飙升。表明消费支出出现令人鼓舞的上升。9 月欧元区消费者信心指数-14.9,继续回升且较上月涨幅有所扩大,好于市场此前的预期,但仍低于长期平均值水平。

图 5 : 欧元 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6 : 欧洲零售指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 日本: 未来仍然面临较多困难

日本最新公布的今年新出生人口低于 85 万,人口老龄化与出口导向的经济结构难以解决,刺激政策的效果有限。日本央行将基准利率维持在-0.1%不变,维持通过长短期利率操作及购入 ETF 的大规模货币宽松政策。日本工业产值环比增长 8.8%,创出 1973 年以来最大增幅,9 月完全失业率为 3.0%,与上月持平;10 月消费者信心指数上升 0.9 点至 33.6,连续两个月上升,但零售销售同比下降 8.7%,9 月日本实际家庭消费与上年同期相比下降 10.2%。内需仍不佳;9 月进出口均下降。总体上,日本经济三季度反弹,四季度仍不佳。

日本央行 29 日召开货币政策会议,维持了通过长短期利率操作和购入交易所交易基金 (ETF) 的大规模货币宽松。日本央行将继续实施短期利率负 0.1%、通过购入国债将长期利率诱导至 0%左右的利率操作。此外维持了全年上限 12 万亿日元 (约合人民币 7733 亿元) 的 ETF 购买额度。

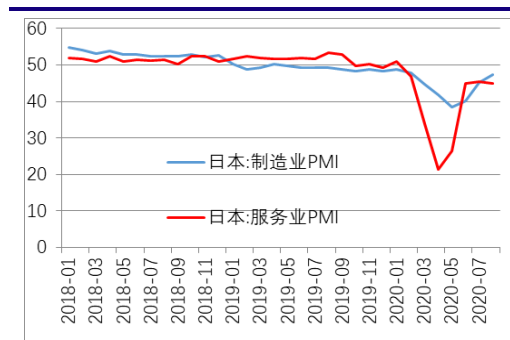
央行发布的《经济与物价形势展望报告》,将日本 2020 年度 GDP 从 7 月时预测的下降 4.7% 下调至负 5.5%。为支持企业的资金周转,日本央行向金融机构以有利条件提供资金。

日本政府预期 2020 年出生的婴儿数或将跌破 85 万人，预计约为 84.5 万人。较政府称之为“86 万冲击”的去年约 86.5 万出生人数再减约 2 万人，连续 5 年创新低。新型冠状病毒疫情影响得到较大体现的明年出生人数或将跌破 80 万大关，要求出台根本性对策。

三季度日本工业产值环比增长 8.8%，创出 1973 年以来最大增幅。主要是汽车、芯片生产设备和锂电池生产拉动。工业生产 9 月份连续第四个月增长。制造企业预计，总产值在本月和下月将再次实现增长。

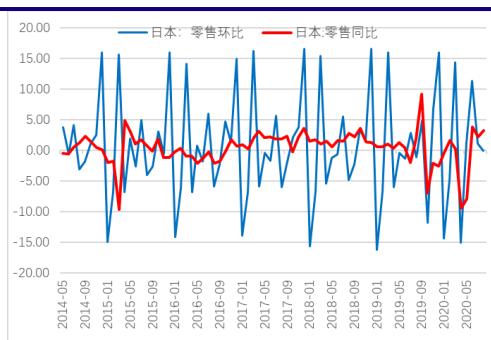
日本总务省 11 月 6 日公布的调查报告显示，9 月日本实际家庭消费与上年同期相比下降 10.2%。至此，日本家庭消费连续 12 个月同比下滑。日本 2 人以上家庭 9 月份平均消费支出为 26.9863 万日元（1 美元约合 103 日元），与上月的 6.9% 相比同比降幅明显扩大。主要原因是去年 9 月由于日本将于当年 10 月提高消费税税率，诱发大量提前消费，导致同比基数较大。环比来看，日本政府推出的旅游促销活动产生一定拉动效果，住宿费的同比降幅由上月的 47.1 缩小至 25.7%。在外就餐开支的同比降幅也明显缩小。

图 7：日本 PMI 指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：日本零售指数（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、国内经济：经济继续上行

（一）PMI：新出口订单回升，PMI 仍然强势

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1513

