

强弱切换，未来已来

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

dai chaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

核心观点：

1. 二季度以来，国内经济进一步加速修复。从8月的各项指标表现来看，前期修复相对落后的制造业和消费边际表现非常亮眼，而作为主要拉动力的房地产和基建则呈现边际趋缓的态势，进出口则在出口超预期以及大宗商品拖累下进出口增速差扩大。

2. 向后看，四季度经济修复动能开始边际强弱切换，经济增速进一步向潜在增长率回归，有望实现5.5%左右的经济增速。消费改善节奏是四季度经济修复的主线，重点关注可选消费尤其是服务消费的边际贡献走向，我们仍然看好基建对于经济增速的托底作用，房地产市场供需两端韧性仍存，在“房住不炒”的大背景下房地产投资预计持稳为主，制造业内生动力增强，后续有望进一步修复，重点关注边际修复斜率的演变，进出口则在内需逐渐修复、中美关系不确定性以及中美贸易第一阶段协议推进压力下或呈现出顺差逐步收窄的走势。

3. 四季度货币与财政政策：货币政策更加灵活适度，整体边际收敛，结构性流动性框架下的货币政策可能更加频繁通过投放流动性来调节市场利率，鉴于当前低超储率以及未来可能的债券供给压力，降准窗口依然存在。积极的财政政策更加注重实效，保障重大项目建设资金，注重有效投资，落实落细减税降费政策，为市场纾困，根据全年减负2.5万亿元的计划，下半年还有1万亿元左右的空间。

风险点：海外疫情发展超预期 经济修复不及预期 中美关系 美国大选

目录

第 1 章	经济修复动能强弱切换.....	5
第 2 章	工业生产：总量向上，边际趋缓.....	6
2.1.	盈利改善驱动工业生产领先修复.....	6
2.2.	四季度：总量向上，边际放缓.....	7
第 3 章	消费：是冲击效应还是内生性需求抬头？.....	9
3.1.	8 月社零首次转正，环比明显反弹.....	9
3.2.	消费改善节奏是四季度经济修复的主线.....	10
第 4 章	边际强弱切换，投资结构改善.....	12
4.1.	供需两端韧性仍存，房地产投资边际放缓.....	12
4.2.	制造业边际走强，修复斜率是关注重点.....	15
4.3.	基建投资韧性持续，继续为经济托底.....	17
第 5 章	出口强势、进口修复，贸易顺差或逐步收窄.....	22
5.1.	替代效应叠加防疫物资支撑出口走强.....	22
5.2.	经济回暖叠加人民币升值，进口增速有望拐头向上.....	24
第 6 章	经济内生性增强 政策扶持力靠后.....	26
6.1.	货币政策边际收敛，趋向中性.....	26
6.2.	积极有为的财政政策更加注重实效.....	28
免责声明	31

图目录

图 1.1.1: 中国宏观经济热力图及部分预测数据.....	5
图 2.1.1: 工业生产当月同比已超去年同期水平 (%)	6
图 2.1.2: 汽车、钢铁等对工业增加值拉动明显 (%)	6
图 2.1.3: 盈利改善驱动工业生产快速恢复 (%)	7
图 2.1.4: 工业企业利润当月同比创近两年新高 (%)	7
图 2.2.1: 工业增加值的环比季节性较强 (%)	7
图 2.2.2: 年内工业生产修复斜率或趋缓.....	7
图 3.1.1: 8 月社零的当月同比疫情后首次转正 (%)	9
图 3.1.2: 8 月社零环比出现明显反弹 (%)	9
图 3.1.3: 商品零售及餐饮服务 8 月环比均边际改善 (%)	10
图 3.1.4: 居民收入及消费意愿出现一定改善 (%)	10
图 3.2.1: 9 月份电影票房收入出现回落 (单位: 万元)	10
图 3.2.2: 四季度是消费季节性旺季 (%)	11
图 3.2.3: 股市财富效应对消费形成正向支撑.....	11
图 4.1.1: 累计同比看房地产和基建偏强, 制造业偏弱 (%)	12
图 4.1.2: 边际改善看, 制造业>房地产>基建 (%)	12
图 4.1.3: 地产销售持续向好 (%)	13
图 4.1.4: 8 月土地购置面积出现回落 (%)	13
图 4.2.1: 制造业累计同比与当月同比 (%)	15
图 4.2.2: 出口偏强带动制造业部分回暖 (%)	15
图 4.2.3: 内需回暖带动制造业好转 (%)	16
图 4.2.4: 工业利润修复缓慢制约制造业改善空间 (%)	16
图 4.3.1: 三大基建行业修复增速各异 (%)	18
图 4.3.2: 部分交运细分行业同比增速转正 (%)	18
图 4.3.3: 水利行业修复斜率趋缓 (%)	19
图 4.3.4: 各电力行业同比增速已接近往年高点 (%)	19
图 4.3.5: PPP 投资力度减弱 (亿元)	20
图 4.3.6: 8 月地方政府债券发行额再次大幅增加 (%)	20
图 5.1.1: 8 月进出口增速差明显扩大 (%)	23
图 5.1.2: 外需回暖支撑出口强势 (%)	23
图 5.1.3: 出口替代效应对出口形成正向拉动 (%)	23
图 5.1.4: 防疫物资对出口的边际贡献下降 (%)	23
图 5.2.1: 自多数国家进口偏弱 (%)	24
图 5.2.2: 皮革、动植物等部分商品进口偏强 (%)	24

图 5.2.3: 经济回暖预期及人民币升值均利好进口 (%)	25
图 5.2.4: 中美经贸第一阶段协议执行进度跟踪	25
图 6.1.1: 银行间质押式回购利率逐步回归 (%)	26
图 6.1.2: LPR 连续六个月保持稳定 (%)	26
图 6.1.3: 新增社融量有逐步下滑趋势 (亿元)	27
图 6.1.4: 七八月新增人民币信贷量与往年接近 (亿元)	27
图 6.2.1: 1-8 月财政支出以民生领域为主	29
图 6.2.2: 近三个月财政支出同样以民生领域为主	29
图 6.2.3: 未来财政政策六大方向	30

表目录

表 1.1.1: 私营机构对四季度以及明年中国经济增速的预测	5
表 4.1.1: 房地产融资收紧传导至投资下行大约需要 3-6 个月	14
表 4.3.1: 基建行业累计同比增速环比变化 (%)	18
表 4.3.2: 2020 年 1-8 月新增地方政府债券发行进度 (亿元)	20
表 5.2.1: 中美经贸第一阶段协议分类型执行进度跟踪	25
表 6.1.1: 9-12 月月均社融增量最高值预测 (万亿)	28

第1章 经济修复动能强弱切换

1. **二季度以来，国内经济进一步加速修复。**从8月的各项指标表现来看，前期修复相对落后的制造业和消费边际表现非常亮眼，而作为主要拉动力的房地产和基建则呈现边际趋缓的态势，进出口则在出口超预期以及大宗商品拖累下进出口增速差扩大。

2. **向后看，四季度的经济增速进一步向潜在增长率回归，有望实现 5.5%左右的经济增速。**四季度最重要的特征是经济修复动能的边际强弱切换，具体来说，消费改善节奏是四季度经济修复的主线，重点关注可选消费尤其是服务消费的边际贡献走向，我们仍然看好基建对于经济增速的托底作用，房地产市场供需两端韧性仍存，在“房住不炒”的大背景下房地产投资预计持稳为主，制造业内生动力增强、有望进一步修复，重点关注边际修复斜率的演变，进出口则在内需逐渐修复、中美关系不确定性以及中美贸易第一阶段协议推进压力下或呈现出顺差逐步收窄的走势。

3. **四季度货币与财政政策：**货币政策更加灵活适度，整体边际收敛，结构性流动性框架下的货币政策可能更加频繁通过投放流动性来调节市场利率，鉴于当前低超储率以及未来可能的债券供给压力，降准窗口依然存在。积极的财政政策更加注重实效，保障重大项目建设资金，注重有效投资，落实落细减税降费政策，为市场纾困，根据全年减负 2.5 万亿元的计划，下半年还有 1 万亿元左右的空间。

表 1.1.1：私营机构对四季度以及明年中国经济增速的预测¹

日期	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	2020	2021	2022
20200929	-6.8	3.2	5.2	6	2.1	8	5.45
20200630	-6.8	3.2	5	6	1.8	8	5.4

资料来源：Bloomberg 南华研究

图 1.1.1：中国宏观经济热力图及部分预测数据

指标	202012F	202011F	202010F	202009F	202008	202007	202006	202005	202004	202003	202002	202001
GDP: 累计 (%)	2.0			2.1			-1.6			-6.8		
GDP: 当季 (%)	5.7			5.2			3.2			-6.8		
CPI (%)	1.7	0.8	1.2	1.8	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4
PPI (%)	0.1	-0.6	-1	-1.9	-2	-2.4	-3	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1
社会消费品零售 (%)	5	7.5	6.3	4.5	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	
工业增加值 (%)	2.5	6	6.2	6.5	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3
出口 (%)	-4.5	-2	3.5	7.5	9.5	7.2	0.5	-3.2	3.4	-6.6	-17.1	
进口 (%)	4	-6.5	-3.5	-0.5	-2.1	-1.4	2.7	-16.6	-14.2	-1.1	-4	
固定资产投资: 累计 (%)	3.7	3.4	2.8	1.3	-0.3	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	
M2 (%)	10.7	11		10.5	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4
人民币贷款 (%)	12.8	12.8		12.5	13	13	13.2	13.2	13.1	12.7	12.1	12.1
新增人民币贷款 (亿元)				19000	12800	9927	18100	14800	17000	28500	9057	33400
社融规模					35800	16900	34300	31900	30900	51627	8554	50674
制造业 (PMI)				51.1	51	51.1	50.9	50.6	50.8	52	35.7	50

数据来源：Wind 南华研究

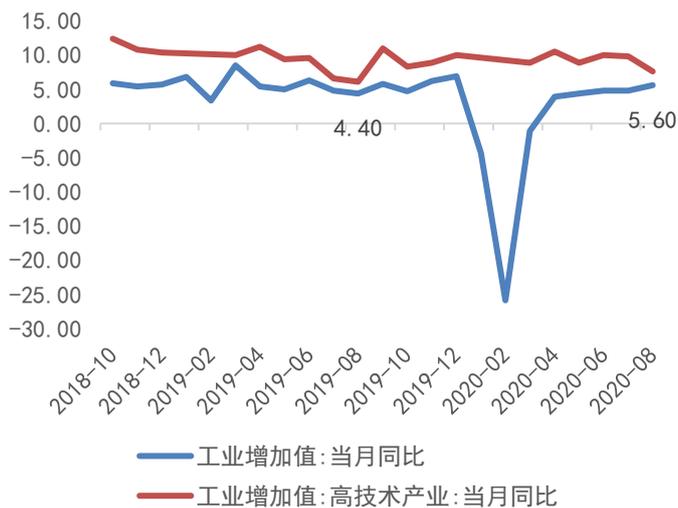
¹ 表格数字中，标灰代表实际值，标红代表上调，标绿代表下调

第2章 工业生产：总量向上，边际趋缓

2.1. 盈利改善驱动工业生产领先修复

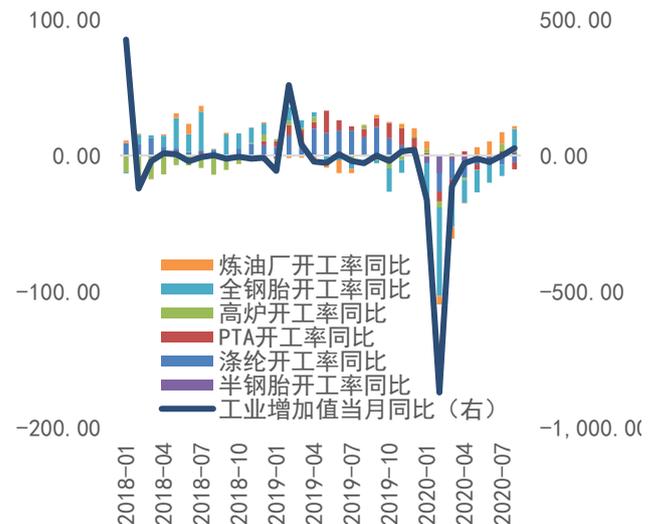
进入三季度，工业生产率先完成 V 型反转，2020 年 8 月，工业增加值的当月同比为 5.6%，已超过去年同期的 4.8%，从当月同比的绝对表现来看，高技术产业>制造业>公用事业>采矿业，从各行业当月同比的环比变化看，上游采矿业改善最为明显。工业生产的率先修复主要得益于疫情之后工业企业利润的持续修复，而这背后最根本的原因则是源于下游地产、基建在三季度对国内经济的强力拉动所致。

图 2.1.1：工业生产当月同比已超去年同期水平（%）



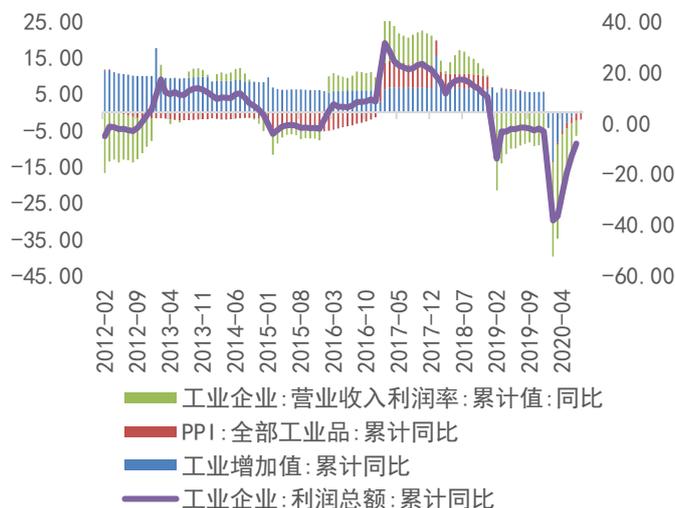
数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.2：汽车、钢铁等对工业增加值拉动明显（%）



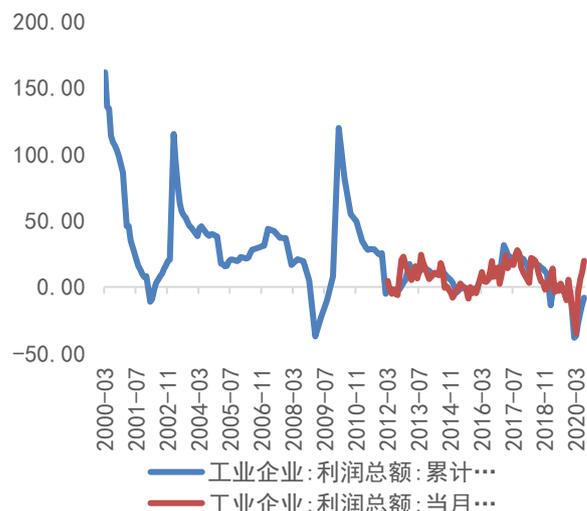
数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.3: 盈利改善驱动工业生产快速恢复 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.4: 工业企业利润当月同比创近两年新高 (%)

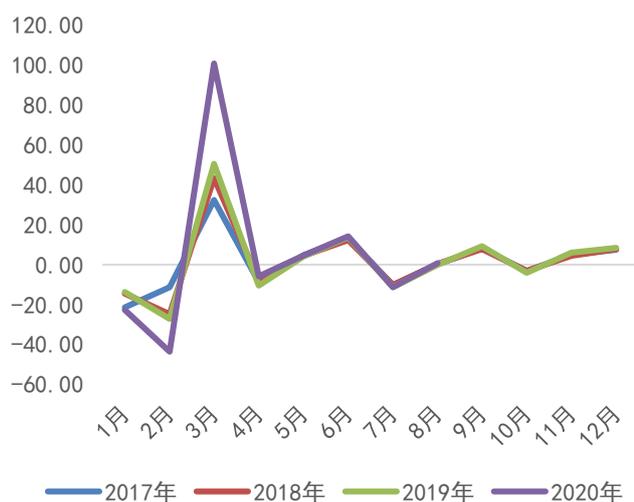


数据来源: Wind 南华研究

2.2. 四季度：总量向上，边际放缓

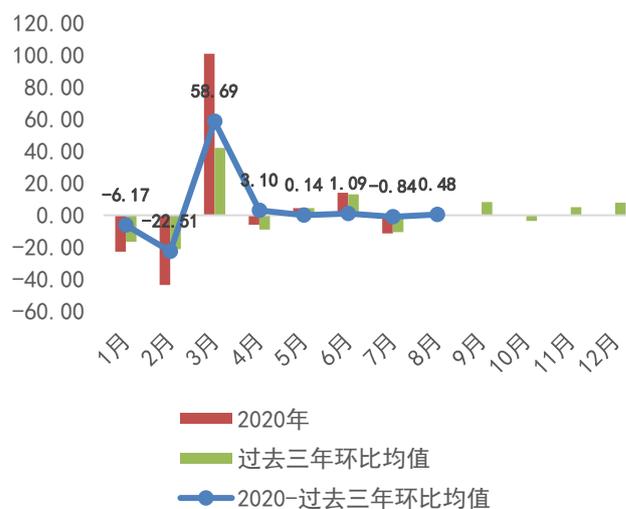
但是，尽管工业生产当月同比快速修复至超过疫情之前的水平，但当前的修复速度已经出现一定的放缓迹象。鉴于工业增加值的环比变化存在极强的季节性特征，我们从工业增加值的环比改善程度来看，7 月份工业增加值的环比表现自今年 3 月以来首次低于过去三年环比均值，虽然 8 月份又重新小幅回升，但整体而言当前快速修复的工业生产速度或不可持续。

图 2.2.1: 工业增加值的环比季节性较强 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 2.2.2: 年内工业生产修复斜率或趋缓



数据来源: Wind 南华研究

除此之外，我们认为工业生产恢复速度在四季度进一步趋缓的原因主要还有以下几点：

(1) 首先从工业企业利润改善的可持续性来看，尽管工业企业在年底持续修复的大方向是确定的，但是当前的修复速度是不可持续的，7 月工业企业利润当月同比已达 19.6%，创 2018 年 6 月以来的高位，去年同期仅为 2.6%，进一步大幅上修的空间较为有限，8 月工业企业利润当月同比小幅回落至 19.1% 即已基本印证了我们的判断。

(2) 最根本的原因还在于需求端，我们认为支撑当下工业生产快速修复的基建以及地产的高增速不可持续，8 月份的房地产以及基建投资增速已经出现边际放缓的迹象，而且进入四季度，房地产投资在楼市调控政策意图明显以及销售季节性增加的影响下预计房地产投资增速当月同比增速或趋缓，而基建作为主要的逆周期调控变量，当前的逆周期政策主要是托而不举，因此基建投资增速在四季度随着专项债发行告一段落以及经济增速恢复较好的原因增速重托不重举，增速或低于市场预期。

总而言之，进入四季度，工业生产在利润率改善、PPI 降幅进一步收窄趋势比较确定、减税降费等政策红利持续支持的情况下依然具备改善的空间，但受制于作为根本影响因素的需求端边际放缓的影响，四季度工业生产大概率呈现出总量向上，边际放缓的格局。

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_18716

