

## 宏观动态报告

2020年10月16日

# 经济继续修复 央行保持中性

## 宏观经济 2020年9月动态报告

### 核心内容：

#### ● 海外经济可能放缓 美联储继续宽松

新冠疫情再次触动神经，虽然会影响经济回升，但经济再次关闭的可能性很小。美国经济在疫情和大选的干扰下，4季度经济回升可能放缓，欧洲生产再次小幅回落。美联储仍然表示继续宽松。

#### ● 国内经济上行动力延续

3季度经济处于持续修复的状态，经济增长动力较为平均。经济上行速度可能有所减缓，源于投资增速速度放缓，但消费和出口仍然向上。

生产8月份较为积极，进入了连续3个月的生产旺季，订单是主要的驱动力。消费加速上行，4季度娱乐、餐饮、交通等受创严重的行业恢复可以预期，同时非必需品消费上行。

出口依然保持强势，医疗用品以及劳动密集型产品出口额上行，这是疫情下我国率先恢复生产使得部分出口品具有优势。这种优势会在4季度持续显现，尤其是4季度进入了出口旺季。

投资方面，房地产投资表现出了其韧性的一面，房地产投资增速保持高位，预计年内房地产投资稳定。基建投资意外下滑，资金仍然是制约基建投资的主要原因，而由于经济可能持续恢复，基建加码的紧迫性不在，基建投资可能在4季度有所放缓。制造业投资继续修复，但修复速度仍然不可过于高估，企业资产负债表修复仍然需要时间。

#### ● 货币政策保持中性

为应对新冠疫情，我国政策利率下行，带动了市场利率的走低，融资环境变得较为宽松。5月份我国经济已经出现好转，并且疫情控制较为得力，央行暂停了公开市场操作，短期利率快速上行，至此央行对货币政策的态重新回归了疫情前的“合理充裕”，即通过‘MLF+逆回购’的组合方式将市场流动性维持在合理充裕水平。货币政策随着经济增长变动，我国货币政策重新回到了“相机抉择”阶段。

货币数量出现拐点，货币价格从5月份开始上行，7月份后基本保持稳定，8月份开始为应对银行长期资金的缺失，央行尝试增加MLF的投放。货币政策有所调整，但是这种边际收紧并不能很快影响到经济，货币政策的边际收紧可能只是改变经济上行的斜率。

### 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：全球疫情是否会二次爆发的风险、经济政策过于谨慎的风险、中美关系紧张的风险

## 目录

一、经济处于恢复过程，国内外经济指标逐步改善 .....	3
二、国际经济观察 .....	4
（一）美国：经济已经修复 房地产创出新高 .....	4
（二）欧元区：仍然需要时间恢复 .....	5
（三）日本：未来仍然面临较多困难 .....	6
三、国内经济：经济继续上行 .....	7
（一）PMI：新出口订单回升，PMI 仍然强势 .....	7
（二）生产：制造业生产平稳，3 季度生产谨慎乐观 .....	9
（三）需求端：回升曲线变平 .....	11
1、消费：增速缓慢回升，年内难以期待快速修复 .....	11
2、投资：基建不及预期 房地产仍有韧性 .....	12
3、外贸：未来出口谨慎乐观 .....	16
（四）需求仍然疲软，CPI 逐步回落，PPI 上行可能受阻 .....	19
1、CPI：未来 CPI 以降为主 .....	19
2、PPI：未来上行过程可能有所减缓 .....	21
四、金融：信用扩张稍有回升，央行保持中性操作 .....	22
五、国内外主要风险 .....	24

## 一、经济处于恢复过程，国内外经济指标逐步改善

3 季度经济处于持续修复的状态，经济增长动力较为平均，居民、政府和海外消费均有上行，生产在 8 月份仍然较为积极，生产很可能进入连续 3 个月的恢复期。从最新的经济数据来看，经济的修复路线稍有变化，消费上行速度 8 月份加快，制造业表现超过预期，但基建行业可能低于预期。

经济增长仍然继续向好，继 2 季度 GDP 增长修复至 3.2% 以后，3 季度 GDP 增长可能达到 4.2%，而 4 季度经济会持续上行。第二产业在 3 季度基本恢复往年水平，制造业生产低于往年水平，但建筑业的景气度高涨，这种动能会在 4 季度持续。第三产业仍然较为低迷，虽然年内新冠疫情仍然影响经济，但 4 季度娱乐、餐饮、交通等受创严重行业的恢复也是可以预期的。

图 1：第三产业修复速度最慢（%）

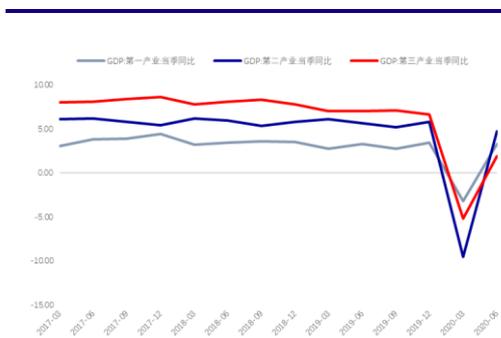


图 2：GDP 增速斜率下降（%）



上游的生产回落。生产恢复是下游带动的，现在产业链可能流转至中游行业，而需求的减弱直接影响了上游行业，带来了上游行业需求的减弱。工业增加值增速仍然低于往年，需要订单继续稳定才能保证生产持续恢复。现阶段，订单仍然较为稳定，4季度受到出口旺季以及生产旺季的到来，预计4季度生产要好于3季度。

需求方面有积极变化，3季度非必需品消费上行，主要体现在汽车消费的上行。汽车消费的快速回升暂时是需求压抑下的小幅反弹以及汽车厂家的促销努力，电动车的爆发也可以作为一个理由，汽车的消费可能在4季度持续好转。出口依然保持强势，医疗用品以及劳动密集型产品出口额上行，这是疫情下我国率先恢复生产使得部分出口品具有优势。这种优势会在4季度持续显现，尤其是4季度进入了出口旺季，美国经济的持续恢复和欧洲经济的复苏是可以预见的，我国出口在4季度仍然较为旺盛。

投资方面，房地产投资表现出了其韧性的一面，房地产投资增速保持高位，预计年内房地产投资稳定。基建投资意外下滑，资金仍然是制约基建投资的主要原因，而由于经济可能持续恢复，基建加码的紧迫性不在，基建投资可能在4季度有所放缓。制造业投资继续修复，但修复速度仍然不可过于高估，企业资产负债表修复仍然需要时间，制造业投资恢复正增长也较为困难。

## 二、 国际经济观察

### (一) 美国：经济已经修复 房地产创出新高

海外经济二季度见底后，目前开始快速反弹。美国经济正显现出好转的迹象，8月新增就业继续上升，失业率快速下降1.8个百分点至8.4%，8月制造业PMI再创去年以来新高，本财年前11个月的联邦预算赤字升至3.007万亿美元，内需旺盛，核心PPI环比上升0.4%，同比增长0.6%，CPI环比回升至0.4%，年率为1.3%，均超预期；进口新高，贸易逆差新高。月消费者信贷年率3.6%，消费支出与零售增速创历史新高，内需已经基本恢复到常态。房地产量价齐升，新屋开工与营建许可、成屋新屋销量与中间价、标普/CS房价指数等均远超预期，最新公布的房地产销量已经创出14年来最高，房价在历史高位继续上涨。表明尽管疫情严重，资本市场的金融资产外，不动产市场启动。美联储9月的货币政策会议决定将基准利率维持在接近零的水平，吹风将至少维持到2023年。总体上，美国经济已经恢复到正常水平。但随着疫情持续，以及大选不确定性的影响，预计美国经济会在三季度反弹的基础上有所放缓。

房地产方面，美国房地产继续量价齐升。美国7月FHFA房价指数同比升6.5%，较前值的5.7%有所加速。环比上升1%，前值自升0.9%修正至升1%。因美国人在疫情封锁解除之后开始购房，5月至7月之间，美国房价上涨逾2%，创下有记录以来的最大两个月涨幅。

全美地产经纪商协会(NAR)公布的今年8月美国成屋销售季调后年化总数为600万户，刷新2006年12月以来新高。美国当月的成屋售价中位数打破了6月和7月所创的纪录新高至31.06万美元，同比增长11.4%，同比连涨102个月。成屋销售中位数售价已经高于2007年金融危机前楼市泡沫顶峰时的23万美元。

美国 8 月新屋销售按月升幅显著放缓至 4.8%，7 月增速则由 13.9% 向上修订至 14.7%。8 月新屋销售年化为 101.1 万，同比上升了 43%，高于预期的 89.5 万，亦高于 7 月的 96.5 万间。美国新屋销售持续上升，升至 14 年来最高。

8 月份新屋开工数环比下降 5.1%，至折合年率 142 万套。7 月份的增幅被向下修正为 17.9%。预测中值是 8 月份新屋开工数 149 万套。反映未来建筑活动的指标建筑许可下降了 0.9%，主要原因是多户型住宅许可减少。7 月建筑许可激增 17.9%，为 12 年来最大增幅。147 万套的建筑许可数字低于 151 套的经济学家预测中值，但仍高于大流行病爆发前 2 月份的水平。

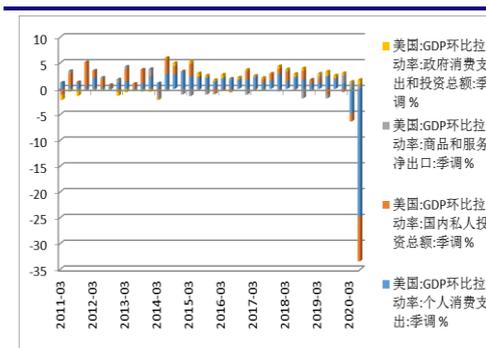
美国楼市一直是新冠疫情后经济反弹中最强劲的领域之一，今年夏天房价大涨，可以归因于处于历史低位的利率环境，在过去的两个月中，美国房贷利率一直保持在 3% 以下。上周，美国 30 年固定抵押贷款平均利率为 2.87%，为历史第二低水平，前一周的 2.86% 为历史低点。第二个原因是待售房屋供应有限；最后是远程办公令郊区和更大的独栋住宅需求旺盛，住房需求仍旧出现反弹。

最近几个月木材价格急剧上涨，这已经导致多家庭住宅的建筑成本增加，单户独栋住房的价格甚至增加更多。鉴于利率接近历史最低水平，住房市场将保持强劲。预计今年余下时间里销售额会进一步增长，供过于求持续存在。

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。

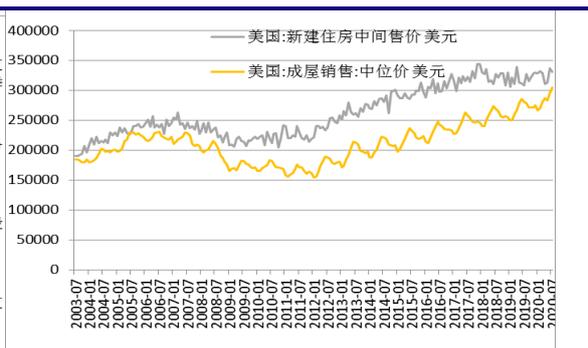
继 7 月份增长 11.7% (从 11.2% 修正) 之后，美国 8 月份耐用品订单环比增长 10 亿美元，至 2328 亿美元，增长 0.4%。低于市场预期的 1.5%。不包括国防，新订单增加了 0.7%。机械行业也连续 4 个月增长，带动了增长，从 5 亿美元到 312 亿美元，涨幅 1.5%。

图 3：美国 GDP (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：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

## (二) 欧元区：仍然需要时间恢复

欧元区二季度 GDP 同比下降 12.1%，是自 1995 年欧盟开始有相关统计以来遇到的最大经济降幅。欧元区 9 月服务业 PMI 不及预期，服务业 PMI 为 47.6，大幅低于预期，前值为 50.5，创四个月新低；制造业 PMI 为 53.7，大幅好于预期，前值为 51.7，创逾两年新高。显示出制

制造业复苏持续，但服务业 PMI 再度回落到 50 荣枯线以下，显示出服务业再度陷入低迷。在疫情二次爆发的背景下，欧元区经济复苏之路充满不确定性。

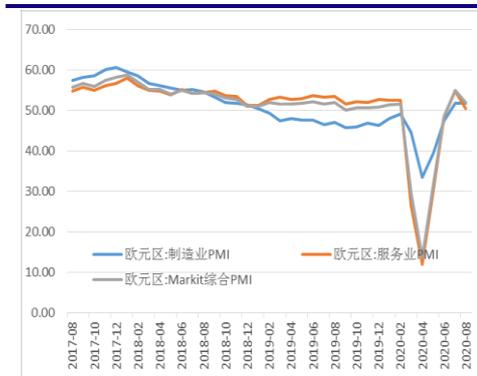
欧元区工厂产出再次强劲增长，整个欧元区的服务业企业的活动增长在 8 月几乎停滞，主要原因是整个欧元区的需求仍然低迷。欧元区新增新冠病毒感染病例上升，且近期经济数据疲弱，企业和家庭信心下降，加上欧元区各国可能会进一步实行部分限制措施，欧元区经济前景构成下行风险；通胀下滑将迫使欧洲央行增加更多货币刺激措施。

欧元区 8 月通胀同比、环比终值均与初步估值一致，分别为-0.2%和-0.4%，仅去除食品和能源价格后的核心通胀环比降幅比此前略有扩大。欧元区 8 月货币供应 M3 同比增 9.5%，预期增 10.2%，前值增 10.2%。欧元区至 8 月三个月货币供应 M3 同比增 9.6%，前值增 9.5%。

欧洲央行此前的会议纪要明确表示，未来几个月通货膨胀率可能仍为负值，主要原因是受到德国下调增值税率等短期因素以及低油价的影响，但 2021 年初将转为正增长。欧洲央行经济公报任务，欧元区国内需求已从低位大幅复苏，尽管经济前景的不确定性上升继续打压消费者支出和企业投资。

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。该指数在五、六月份显著回升后，七、八两月基本停滞不前。

图 5：欧元 PMI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：欧洲消费者信心指数 (%)



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

日本二季度 GDP 折年率环比萎缩 27.8%，连续三个季度萎缩，GDP 总量降至十年低位。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。8 月出口额同比下降 14.8%，连续 21 个月下降。综合 PMI 为 45.5，生产继续萎缩。预计四季度日本经济在发达经济体中仍不佳。

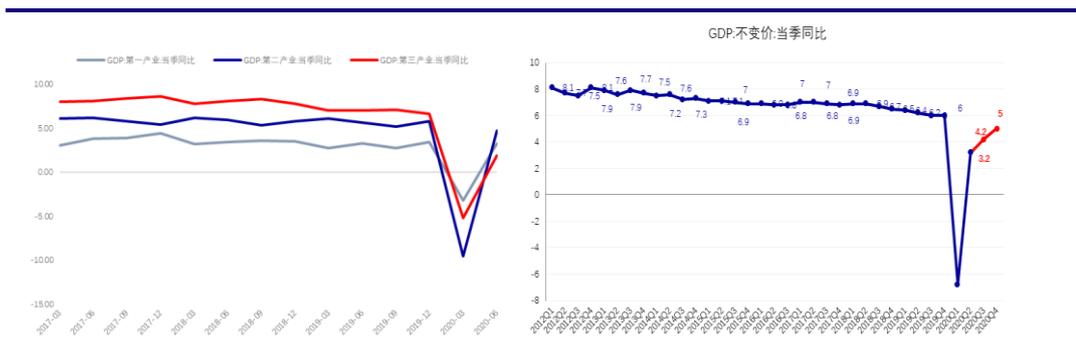
日本央行会议纪要显示，政府希望日本央行与政府保持密切联系，通过适当的货币政策，尽早实现经济复苏。而央行货币委员则表示，与政府合作进行结构性改革至关重要。必须对海

外经济复苏的步伐保持谨慎态度。多数委员们认为，防疫措施起到了预期效果；成员们一致认为，如有需要，必须毫不犹豫地放松货币政策，关注疫情对经济的影响，如果金融机构的利润长期承受压力，金融中介存在停滞的风险，金融体系的脆弱性可能会加剧，有委员认为，日本央行必须更深入地研究如何在新冠疫情持续的情况下制定货币政策。

日本 9 月 Markit 服务业 PMI 45.6，前值 45；综合 PMI 45.5，前值 45.2；制造业 PMI 初值 47.3，前值 47.2。PMI 指数显示，生产继续萎缩。

图 7：日本 PMI 指数

图 8：GDP 增速斜率下降（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

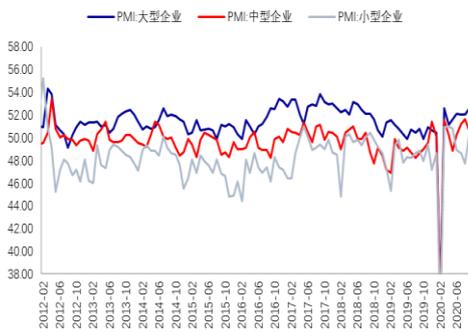
#### （一）PMI：新出口订单回升，PMI 仍然强势

制造业 PMI 小幅回升，生产继续上行，订单走高，尤其是海外新订单速度仍然超预期。

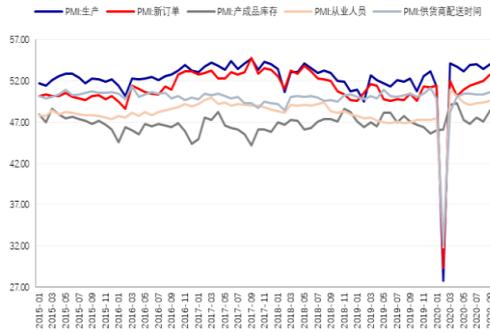
小企业的生产稍有好转，这是大中企业生产上行的外溢，加上订单状况回暖，我国经济处于恢复过程。9 月随着国际疫情仍然在发展，国外经济恢复的步调并不一致，美国继续修复和欧洲暂时停滞，因此经济增长曲线更平，我国 PMI 上行的势头可能要告一段落。

图 9：9 月小企业 PMI 回升（%）

图 10：9 月生产继续上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

9月制造业 PMI 小幅回升，录得 51.5，比 8 月份回落 0.5，PMI 始终处于 50% 以上，仍然处于扩张区间。服务业 PMI 上行 0.9 至 55.2，建筑业 PMI 小幅保持平稳，建筑业生产热度不减。

9 月份制造业 PMI 仍然处于扩张区域，生产上行，订单回升。生产上行 0.5 至 54，新订单上行 0.8 至 52.8，主要是海外订单回升，新出口订单回升 1.7 至 50.8。产成品库存小幅走高，库存处于中等水平。

本月 PMI 小幅上行：(1) 在手订单充裕情况下，生产继续活跃；(2) 大中企业生产恢复较好，景气度蔓延至小企业；(3) 海外疫情好转，海外订单增加。前三个因素导致权重指标中，生产量、订单回升，生产季节表现较为顺畅。现阶段企业在手订单仍然较为充足，预计未来 1-2 个月生产仍然表现较好。但库存同时上行，短时间企业生产由订单驱动，企业没有补库存

云报告

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\\_2033](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2033)

