



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

2020年四季度宏观经济展望：

坐看云起时

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

西南证券研究发展中心  
2020年9月

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-58251911  
邮箱：yefan@swsc.com.cn  
联系人：王润梦  
电话：010-58251904  
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

# 概述

- **四季度中国经济增速向潜在增长率的回归**：目前，我国疫情防控和复苏都走在世界前列，双轮驱动格局初步形成，四季度有望实现5.5%左右的增速。消费和投资的贡献率将上升，进出口贸易受疫情防控、中美关系及第一阶段贸易协议执行等影响或将面临阶段性下行。
- **四季度投资与消费双轮驱动的三大看点与可能的预期差**：**看点一，消费按下快进键**：居民就业状况改善，可选消费有望加速回升，可重点关注由实物消费向服务消费的扩展；**看点二，制造业爆点满满**：高技术制造一马当先，新增融资助力小企业加速恢复，双循环新格局下制造业进入融合发展快车道，增速有望出现超预期回升；**看点三，房地产供需两端韧性仍在**，全年房地产投资6%左右的增速可期。基建投资方面，9-10月，增速或将出现加速回升，但综合考虑季节性因素及今冬防疫形势，四季度增速可能不及市场预期，加之受一季度增速大幅下挫拖累，预计全年增速3-4%左右，与去年基本持平。
- **四季度财政与货币政策跨周期调控的方向与举措**：财政积极有为、注重实效，仍有较大赤字空间，新增专项债将在10月底前发行完毕，资金将加快投向“两新一重”建设；货币政策灵活适度、精准导向，边际或将有所放松，但以灵活操作手段为主。住宿餐饮、交运和文娱体育等行业四季度有“加杠杆”机会，有望为资本市场带来利好。
- **四季度美欧日经济趋势展望与重要不确定性提示**：美国大选和疫情因素或将对其经济及资本市场形成冲击，经济复苏步伐或有所放缓；欧元区目前复苏情况良好，但各国复苏进度差异较大，加之疫情的再次爆发，复苏的不确定性依然存在；日本经济处于衰退区间，新首相上任后或将出台新的刺激政策。
- **全球五大趋势判断与大类资产配置建议**：目前，全球经济形势总体呈复苏态势，但各国节奏有所不同，美欧面临疫情二次爆发的冲击，在逆全球化、低利润率、低利率、长期通胀上升和政府债务增加的趋势下，资产配置建议采取多元组合策略，从机会关注度来看，权益类资产>债券>实物资产。

**风险提示：全球疫情二次爆发，地缘政治引发动荡，经济复苏不及预期。**

# 目 录

---

1

**四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归**

2

**投资与消费双轮驱动的三大看点与可能的预期差**

3

**财政与货币政策跨周期调控的方向与举措**

4

**美欧日经济趋势展望与重要不确定性提示**

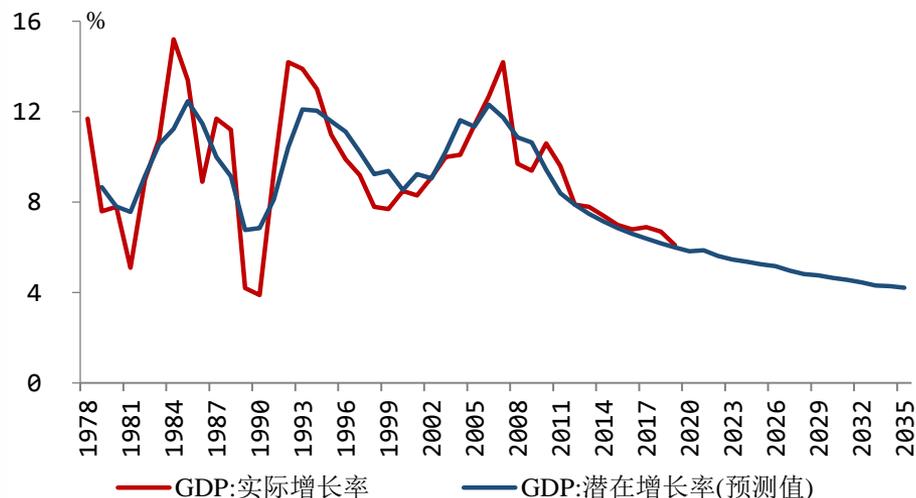
5

**全球经济五大趋势判断与大类资产配置建议**

# 1 四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归

- **中国经济的潜在增长率**：1978-1994年间的平均增长率为9.66%，1995-2010年间的平均增长率为10.34%，2011-2015年间为7.55%，2016-2020年间为6.20%，预计“十四五”期间为5.5%。
- **四季度实现潜在经济增长率可期**：8月6日，央行发布《2020年第二季度中国货币政策执行报告》：目前我国疫情防控和经济恢复都走在世界前列，经济已由第一季度疫情带来的“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”，市场预期总体稳定，下半年经济增速有望回到潜在增长水平。目前，我国疫情防控和经济复苏都走在世界前列，双轮驱动格局初步形成，**四季度有望实现5.5%左右的增速。**

中国经济的潜在增长率与实际增长率



四季度经济有望实现5.5%左右的正增长



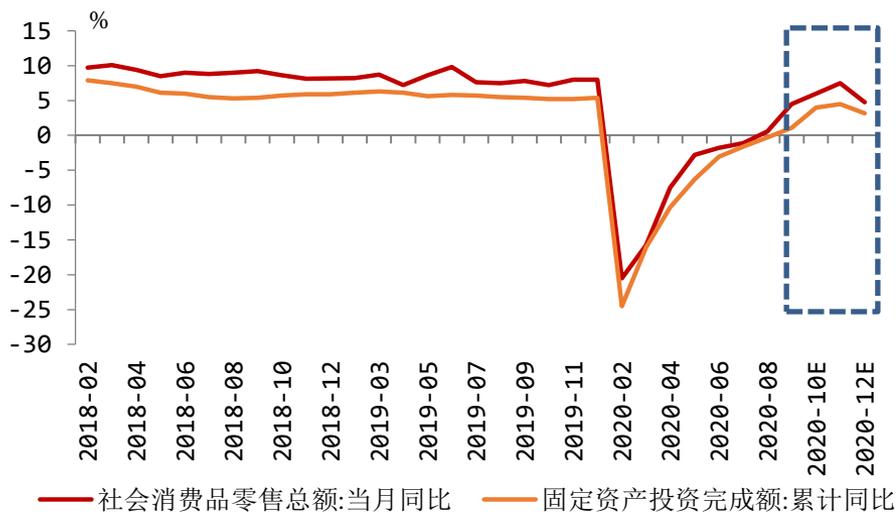
注：潜在经济增长率：一国（或地区）在各种资源得到最优和充分配置条件下，所能达到的最大经济增长率。

数据来源：Wind、国家统计局、中国社会科学院，西南证券整理

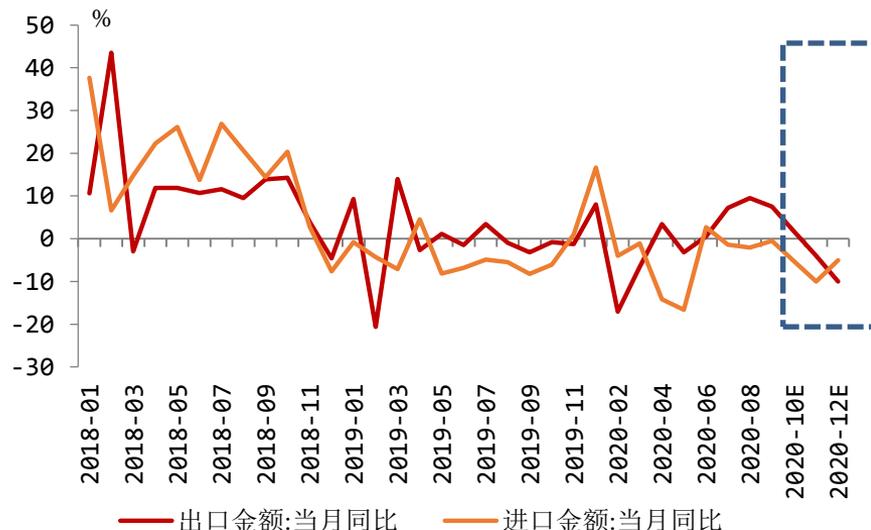
# 1 四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归

- **消费和投资对经济的拉动四季度有望出现较快提升**：可选消费持续复苏，叠加年末节日效应，前期被抑制的消费有望出现较快增长，预计四季度增速有望达到6%左右；专项债10月发行完毕后四季度将加大投入，制造业也将保持较快回升，预期全年固定资产投资累计增速可达3-4%。
- **贸易**：11月美国大选之后，中美关系或将面临新的挑战，疫苗接种推广后，防疫物资的出口将被支撑经济复苏的相关产品取代，出口增速可能面临阶段性回落；进口方面，中美第一阶段贸易协议的履行将直接关系到四季度进口增速，加之去年年末的高基数效应，四季度进、出口都有可能出现负增长。

### 消费与投资四季度将延续较快回升态势



### 四季度进出口贸易增速或将双双回落



数据来源：Wind，西南证券整理

# 目 录

---

1

四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归

2

**投资与消费双轮驱动的三大看点与可能的预期差**

3

财政与货币政策跨周期调控的方向与举措

4

美欧日经济趋势展望与重要不确定性提示

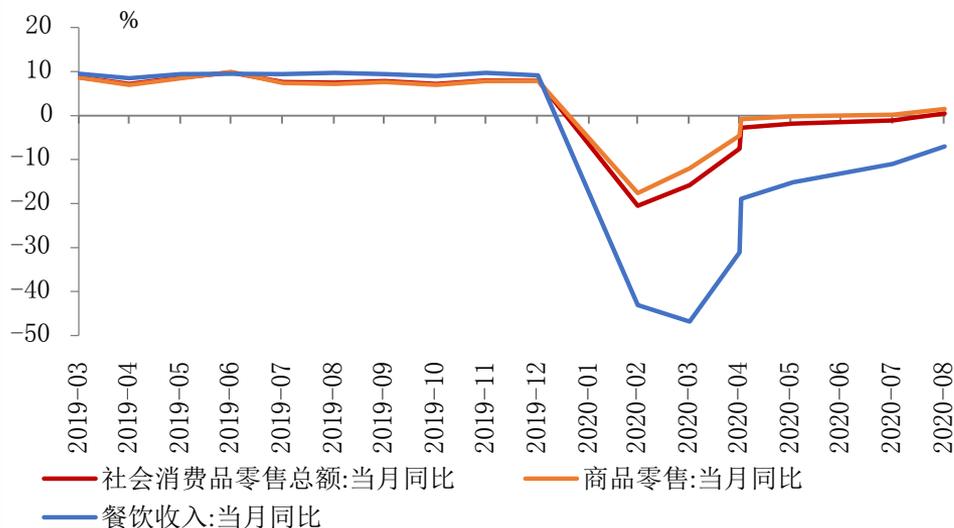
5

全球经济五大趋势判断与大类资产配置建议

## 2 投资与消费双轮驱动的三大看点之一——消费按下快进键

- **消费复苏进程加快，社零总额增速转正**：8月，社会消费品零售总额33571亿元，同比增长0.5%，为今年以来首次正增长，除汽车以外的消费品零售额30158亿元，下降0.6%，降幅收窄1.8个百分点。
- 构建国内大循环为主体，国际国内双循环相互促进的新发展格局，要求我们牢牢把握扩内需这一重要战略基点，而扩大消费又将是扩内需战略的主要发力点之一，近期促消费政策频出，加之稳就业政策的托底保障，四季度消费加速增长将带动经济持续回升。

### 8月消费开启加速回升之势



### 促消费、稳就业政策

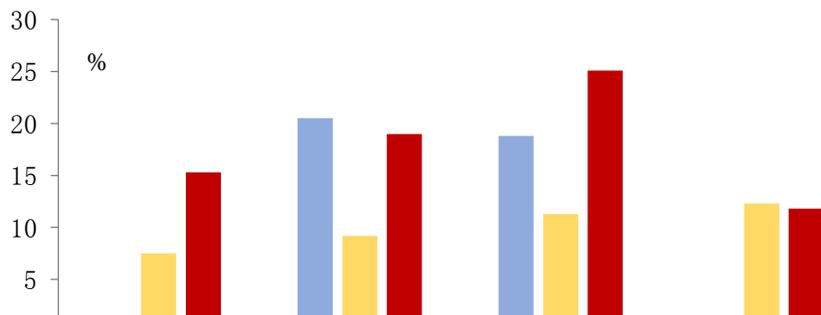
- 7月14日，国家发改委等13部门公布了《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》
- 7月28日，国务院办公厅发布《关于支持多渠道灵活就业的意见》
- 9月9日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定支持新业态新模式加快发展带动新型消费的五大措施，促进经济恢复性增长

数据来源：Wind，西南证券整理

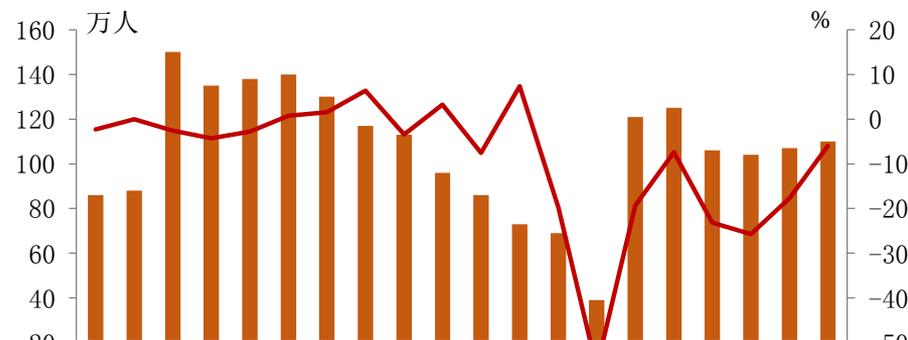
## 2 投资与消费双轮驱动的三大看点之一——消费按下快进键

- 8月份数据显示，商品零售额同比增长1.5%，增速比7月份加快1.3个百分点。其中，限额以上单位商品零售额同比增长5.1%，加快2.1个百分点，连续4个月增长；餐饮增速降幅收窄4个百分点。
- **可选消费增长势头尤为突出**：8月份，金银珠宝类、化妆品类、通讯器材类、汽车类商品零售额均实现两位数增长。下阶段，随着“六稳”和“六保”相关政策继续显效，促进居民消费、激发市场活力政策持续发力，居民就业状况改善，可选消费有望加速回升，实现由实物消费扩展至服务消费。

6月以来可选消费同比增速加快



6月以来就业人数总量与增速双回升



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\\_2391](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2391)

