



作者：宏观金融组 李彦森

执业编号：F3050205（从业） Z0013871（投资咨询）

联系方式：010-85881117 /liyansen@foundesc.com

成文时间：2020年11月7日星期六

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

# 中国宏观经济：外部因素暂未影响经济 主要风险仍在海外

方正中期期货研究院 李彦森

## 目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 摘要：                       | 1  |
| 第一部分 加库存推动复苏 房地产值得关注      | 2  |
| 一、 产出加速恢复 主动加库存继续         | 2  |
| 二、 基数扰动投资同比 制造业投资仍稳健      | 4  |
| 三、 消费修复的态势仍能够持续           | 7  |
| 四、 补库推升进口 海外疫情影响出口有限      | 8  |
| 五、 企业利润修复速度回归平稳           | 9  |
| 第二部分 CPI 仍有下行动力 PPI 难持续回落 | 11 |
| 一、 猪周期影响之下 CPI 下行趋势不变     | 11 |
| 二、 PPI 暂缓回升 持续修复方向不变      | 12 |
| 第三部分 信用扩张继续 央行政策已转向       | 13 |
| 一、 实体经济流动性继续改善            | 13 |
| 二、 货币政策短期内将维持中性           | 16 |
| 第四部分 汇率大幅上涨后 将逐步转向平稳      | 18 |

## 摘要:

9 月经济数据多继续超预期，产出仍位于主动加库存阶段中，并至少维持到年底。需求中的消费需求表现较强，尤其是服务消费，仍有进一步改善的空间。外需也存在一定韧性。投资需求出现分化。制造业投资仍能维持增长，基建投资在资金到位之后将会缓慢改善。房地产投资走弱的可能性开始上升。从今年情况看，一季度 GDP 增速的断崖式下降主要是疫情等外生因素影响导致。二季度复工复产等政策推动下，产出端恢复为增长。而三季度 GDP 已经弱于市场预期，在这一新的情境之下，我们下调全年 GDP 增速预期至 2%至 2.5%左右。在最乐观情况下，四季度 GDP 增长 8%（几乎不可能达到），全年累计也仅为 2.76%。货币政策长期偏宽松的情况下，中短期仍以稳健为主。

CPI 和 PPI 缺口继续显著收窄，9 月 CPI 和 PPI 均值小幅回落。通胀水平总体仍处于修复阶段，尤其是产出端价格。预计三季度 GDP 平减指数在 0 附近的位置。结合产出和价格来看，主动加库存的经济周期阶段继续。财政宽松带动基建、服务消费持续改善、外需韧性超预期等影响下，未来经济运行方向依然向上。但需要关注房地产方面的风险。我们预计，在猪周期带动下 10 月 CPI 将继续回落，PPI 持续下降的可能性小。通胀仍位于舒适区间，预计通胀反弹的风险可能在明年二季度前后开始出现。

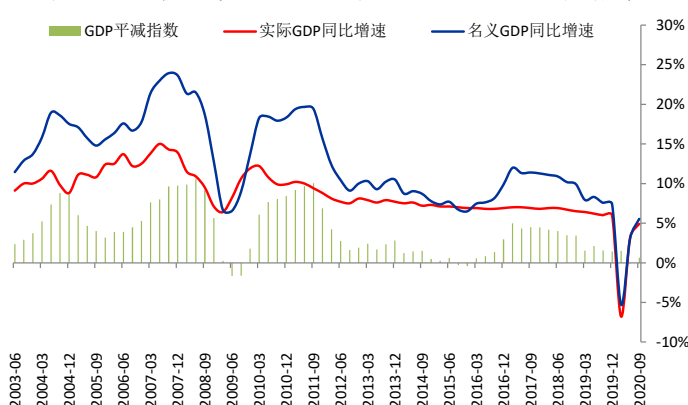
表内贷款、社会融资等情况表明，信用继续扩张。虚拟经济流动性则收紧，无风险利率再现加速上升，预计短期内无大幅回落的可能。政府债务发行高峰已过，央行政策转向中性，年内降低 MLF 利率，以及 LPR 等直接影响资金价格的手段，可能性几乎为零，并且降准的可能性也已经下降。全球货币政策宽松力度减弱也不利于央行扩张货币政策。经济步入企稳复苏正轨后，预计货币政策仍将会继续维持稳健中性。除非出现超预期的经济下行等状况，否则新的宽松窗口将不再打开。且信用持续扩张后，央行开始关注流动性流向，对房地产等行业政策开始收紧。同时，包括央行、银保监会等监管层，加大对金融风险的关注。未来房地产等部分行业受到的负面影响仍需要警惕。

综合来看，疫情对产出端的影响完全结束，虽然部分小经济指标不及预期，但宏观经济整体仍处于主动加库存的周期阶段之下，持续复苏的态势不变，这一趋势至少将延续至明年一季度。需求端来看，目前对总需求复苏贡献较大的是服务消费以及制造业投资，耐用品消费尤其是汽车以及外需韧性则超预期。此外，我们认为，基建在后期投资资金到位之后仍可保持乐观，但房地产政策收紧已经带来负面影响，并仍是国内的主要风险之一。海外风险较大，尤其是二次疫情爆发已经开始令欧洲防疫政策收紧，预计未来将会影响国内经济，但影响程度将远不及一次疫情，可保持谨慎乐观。PPI 将继续修复，并和产出一同带动利润改善。三季度 GDP 增速进一步恢复，预计四季度增速还将修复。明年由于低基数原因，GDP 同比增速将会明显抬升。货币政策依然处于中性观望状态，且年内再度转向宽松的可能性不大。

## 第一部分 加库存推动复苏 房地产值得关注

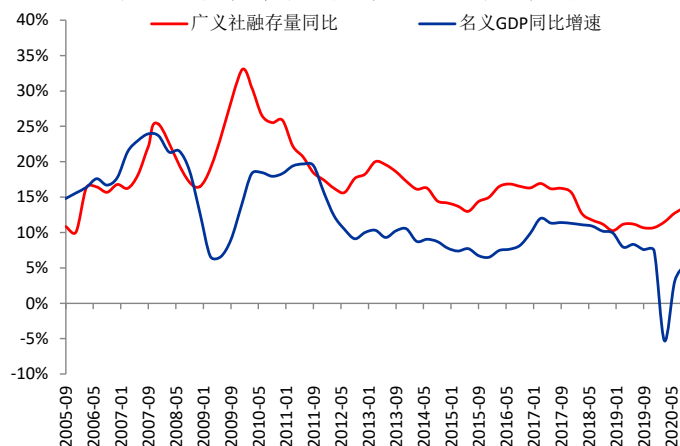
9 月经济数据多继续超预期，产出仍位于主动加库存阶段中，并至少维持到年底。需求中的消费需求表现较强，尤其是服务消费，仍有进一步改善的空间。外需也存在一定韧性。投资需求出现分化。制造业投资仍能够维持增长，基建投资在资金到位之后将会缓慢改善。房地产投资走弱的可能性开始上升。从今年情况看，一季度 GDP 增速的断崖式下降主要是疫情等外生因素影响导致。二季度复工复产等政策推动下，产出端恢复为增长。而三季度 GDP 已经弱于市场预期，在这一新的情境之下，我们下调全年 GDP 增速预期至 2%至 2.5%左右。在最乐观情况下，四季度 GDP 增长 8%（几乎不可能达到），全年累计也仅为 2.76%。货币政策长期偏宽松的情况下，中短期仍以稳健为主。

图 1 名义和实际 GDP 增速以及 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2 广义社融与名义 GDP 增长关系



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 3 不同情境下的全年 GDP 增速预期

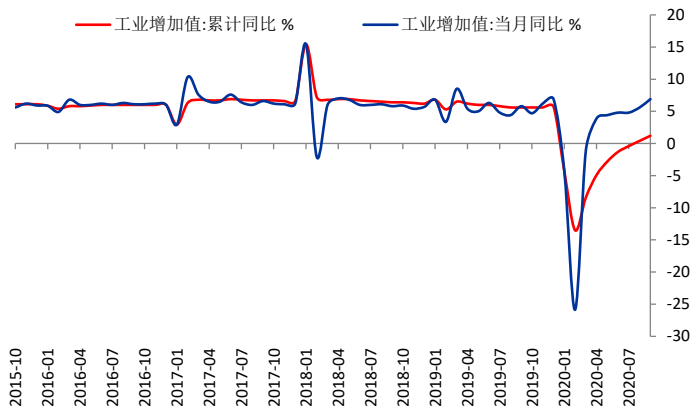
|             | Q1 当季  | Q2 当季 | Q3 当季 | Q4 当季 | 全年累计  |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 实际 GDP 同比增速 | -6.80% | 3.20% | 4.90% | 4.00% | 1.65% |
|             | -6.80% | 3.20% | 4.90% | 5.00% | 1.92% |
|             | -6.80% | 3.20% | 4.90% | 6.00% | 2.20% |
|             | -6.80% | 3.20% | 4.90% | 7.00% | 2.48% |
|             | -6.80% | 3.20% | 4.90% | 8.00% | 2.76% |

数据来源：Wind、方正中期研究院

### 一、产出加速恢复 主动加库存继续

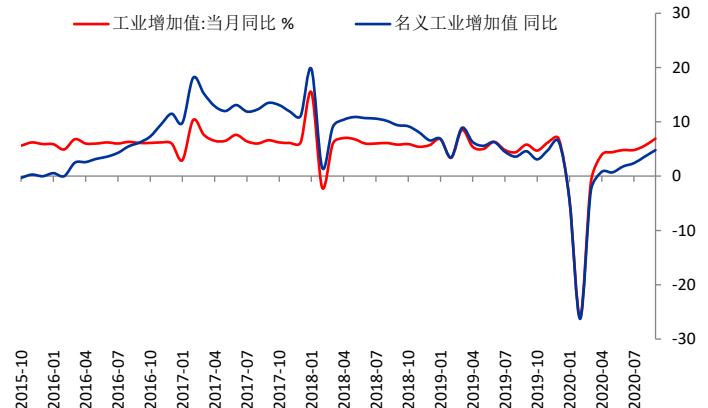
9 月产出数据非常强劲，总体以及主要行业工业增加值均显著增长，经济周期仍位于主动加库存阶段。前期地产和基建的走弱开始对部分原材料制造业如黑色、水泥等产生不利影响。同时货币宽松、复工复产等政策已经推动经济回到正轨，产出继续加速的难度上升。我们认为，经济总体向好的方向不变，但未来上行斜率放缓的风险正在加大。产出修复叠加价格回升，企业部门利润将继续好转。此外，外需韧性对产出的带动也需要持续关注。

图 4 中国工业增加值同比增速



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 5 实际和名义工业增加值



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 6 工业增加值分项数据

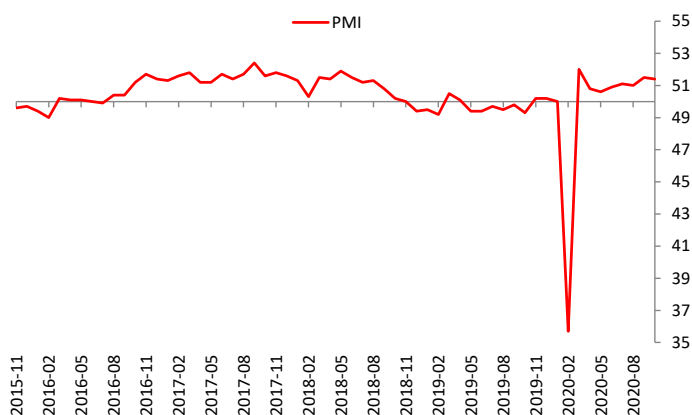
| 官方累计同比  | 下游行业  |         |       |       |       | 中游行业    |         |            |                  |                      |              |              |              |          |          | 上游行业         |          |           |          |          |         |        |       |
|---------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|---------|------------|------------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|----------|----------|--------------|----------|-----------|----------|----------|---------|--------|-------|
|         | 食品制造业 | 农副食品加工业 | 纺织业   | 医药制造业 | 汽车制造业 | 通用设备制造业 | 专用设备制造业 | 电气机械及器材制造业 | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 电力、热力的生产和供应业 | 黑色金属冶炼及压延加工业 | 有色金属冶炼及压延加工业 | 非金属矿物制品业 | 橡胶和塑料制品业 | 化学原料及化学制品制造业 | 煤炭开采和洗选业 | 石油和天然气开采业 | 黑色金属矿采选业 | 有色金属矿采选业 | 非金属矿采选业 | 开采辅助活动 | 其他采矿业 |
| 2020/09 | 0.8   | -3.4    | -1.7  | 3.0   | 4.4   | 2.6     | 5.1     | 5.6        | 7.2              | -2.1                 | 1.0          | 5.3          | 1.9          | 0.8      | -0.7     | 1.5          | 0.4      | -0.7      | -1.6     | -0.4     | -1.4    | -12.9  | -0.7  |
| 2020/08 | 0.0   | -4.2    | -2.8  | 2.3   | 2.8   | 1.2     | 4.6     | 4.1        | 7.0              | -2.9                 | 0.5          | 4.8          | 1.7          | -0.4     | -2.0     | 0.7          | 0.1      | -1.3      | -1.6     | -0.6     | -2.2    | -13.2  | -0.7  |
| 2020/07 | -0.1  | -4.4    | -3.7  | 2.1   | 1.1   | -0.3    | 4.1     | 2.5        | 6.7              | -3.3                 | -0.3         | 4.2          | 1.3          | -1.3     | -3.0     | -0.1         | -0.3     | -1.8      | -1.9     | -0.8     | -3.1    | -11.0  | 2.9   |
| 2020/06 | -0.5  | -4.9    | -4.5  | 1.8   | -3.1  | -2.3    | 2.9     | -0.3       | 5.7              | -3.8                 | -0.7         | 3.4          | 1.0          | -2.2     | -4.3     | -1.0         | 0.4      | -2.1      | -2.3     | -1.4     | -3.8    | -9.2   | -2.8  |
| 2020/05 | -1.0  | -5.5    | -6.7  | 0.9   | -7.9  | -4.9    | 1.0     | -2.8       | 3.7              | -4.8                 | -2.3         | 2.8          | 0.5          | -4.1     | -6.2     | -2.1         | 0.5      | -4.0      | -3.1     | -1.7     | -5.7    | -8.6   | -7.6  |
| 2020/04 | -3.3  | -7.0    | -10.6 | 0.0   | -15.0 | -9.0    | -4.2    | -5.8       | 1.8              | -7.3                 | -3.9         | 1.7          | -0.6         | -7.6     | -9.4     | -3.9         | 0.6      | 0.1       | -5.2     | -3.1     | -9.3    | -6.8   | -7.8  |
| 2020/03 | -7.9  | -11.1   | -16.8 | -2.3  | -26.0 | -17.2   | -13.5   | -12.9      | -2.8             | -13.7                | -5.4         | 0.5          | -3.8         | -13.7    | -16.2    | -6.8         | -0.6     | 1.3       | -7.6     | -6.1     | -16.9   | -4.7   | -8.9  |
| 2020/02 | -18.2 | -16.0   | -27.2 | -12.3 | -31.8 | -28.2   | -24.4   | -24.7      | -13.8            | -28.2                | -7.3         | -2.0         | -8.5         | -21.1    | -25.2    | -12.3        | -8.2     | 2.1       | -16.2    | -13.1    | -25.5   | -3.1   | -18.3 |
| 2019/12 | 5.3   | 1.9     | 1.3   | 6.6   | 1.8   | 4.3     | 6.9     | 10.7       | 9.3              | 7.4                  | 6.5          | 9.9          | 9.2          | 8.9      | 4.8      | 4.7          | 5.5      | 3.7       | 7.1      | 3.0      | 0.2     | 21.7   | 3.8   |
| 2019/11 | 5.4   | 2.1     | 1.4   | 6.8   | 0.7   | 4.1     | 7.0     | 10.4       | 8.9              | 9.0                  | 6.4          | 9.9          | 9.6          | 8.9      | 4.9      | 4.4          | 5.1      | 3.6       | 7.8      | 3.3      | -0.6    | 25.2   | 2.7   |
| 2019/10 | 5.4   | 2.4     | 1.2   | 7.0   | -0.2  | 3.9     | 6.9     | 10.1       | 8.8              | 9.8                  | 6.4          | 9.7          | 9.9          | 9.0      | 4.8      | 4.0          | 4.8      | 2.6       | 7.2      | 3.2      | -0.8    | 27.5   | -8.1  |
| 2019/09 | 5.6   | 3.0     | 1.5   | 6.9   | -0.8  | 3.9     | 7.1     | 10.0       | 8.9              | 10.5                 | 6.3          | 10.1         | 9.9          | 9.6      | 4.9      | 4.1          | 4.7      | 2.9       | 7.0      | 3.3      | -0.5    | 28.8   | -8.6  |
| 2019/08 | 5.7   | 3.6     | 1.6   | 6.9   | -1.0  | 3.9     | 7.1     | 9.8        | 8.5              | 11.1                 | 6.4          | 10.2         | 10.2         | 9.9      | 4.7      | 4.3          | 3.7      | 2.7       | 6.9      | 3.0      | -0.3    | 30.5   | -8.5  |
| 2019/07 | 5.8   | 4.1     | 1.8   | 6.7   | -1.8  | 4.5     | 7.7     | 9.7        | 9.1              | 11.4                 | 6.6          | 10.2         | 10.5         | 10.2     | 4.8      | 4.6          | 3.6      | 2.7       | 7.0      | 2.9      | 0.1     | 31.9   | -5.8  |
| 2019/06 | 5.5   | 4.7     | 1.9   | 6.6   | -1.4  | 5.1     | 8.3     | 10.0       | 9.6              | 10.6                 | 6.6          | 10.3         | 10.4         | 10.4     | 4.7      | 4.8          | 2.8      | 2.3       | 7.3      | 3.3      | 0.4     | 33.4   | -3.9  |
| 2019/05 | 5.2   | 5.1     | 1.9   | 6.7   | -1.0  | 5.7     | 9.0     | 9.7        | 9.4              | 9.5                  | 6.8          | 9.5          | 9.7          | 10.7     | 4.7      | 4.6          | 0.9      | 2.1       | 7.4      | 3.6      | 0.7     | 37.0   | -0.8  |
| 2019/04 | 5.5   | 5.4     | 2.2   | 7.2   | -0.3  | 6.7     | 10.1    | 10.0       | 9.0              | 9.7                  | 7.1          | 8.9          | 9.7          | 11.0     | 4.7      | 5.0          | 0.4      | 2.0       | 6.9      | 3.9      | 0.8     | 38.0   | 1.7   |
| 2019/03 | 5.4   | 6.1     | 3.7   | 6.4   | 0.2   | 8.4     | 12.6    | 11.0       | 7.8              | 10.9                 | 6.5          | 7.9          | 10.1         | 11.5     | 6.4      | 5.5          | 0.4      | 1.6       | 5.7      | 5.6      | 0.6     | 33.9   | 6.4   |
| 2019/02 | 6.0   | 6.3     | 0.2   | 5.9   | -5.3  | 4.4     | 10.0    | 8.0        | 6.0              | 7.9                  | 6.1          | 7.5          | 9.3          | 8.8      | 2.2      | 4.3          | -2.0     | -0.4      | 5.4      | 8.0      | 2.2     | 28.0   | 9.4   |

数据来源: Wind、方正中期研究院

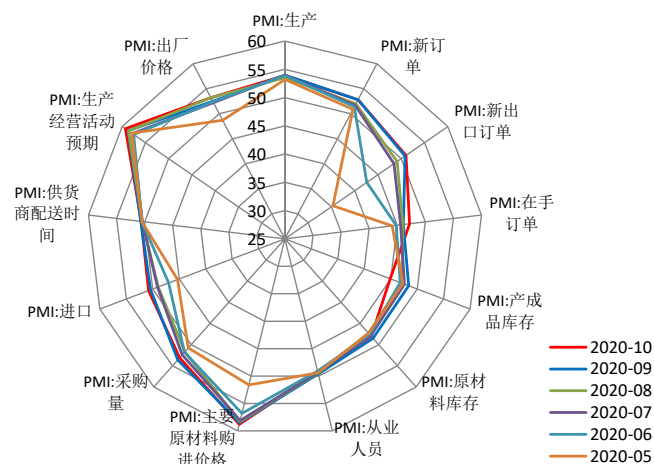
最新数据来看,虽然9月制造业PMI回落,但整体仍超预期。制造业产出小幅下挫与国庆假期有关,并非内生因素导致。需求依然非常强劲,尤其下游需求表现旺盛。我们认为,经济周期仍可视为主动加库存阶段,复苏态势能够持续至年底或明年初。制造业强势同时,服务业也在加速复苏。风险仍在房地产和建筑业,目前已露出受影响的端倪,后期仍不容乐观。海外经济尤其是欧洲受二次疫情影响的风险上升,但预计对中国出口影响有限。

图 7 PMI 总体变动趋势

图 8 PMI 分项近期扩张情况



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 9 官方 PMI 主要分项变动情况

|           | PMI  | 生产   | 新订单  | 新出口订单 | 产成品库存 | 原材料价格 | 原材料库存 | 就业   | 供应商配送 | 在手订单 | 进口   | 采购量  | 出厂价格 | 经营预期 |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|
| 2020年10月  | 51.4 | 53.9 | 52.8 | 51.0  | 44.9  | 58.8  | 48.0  | 49.3 | 50.6  | 47.2 | 50.8 | 53.1 | 53.2 | 59.3 |
| 最近5年分位数水平 | 72%  | 80%  | 70%  | 90%   | 7%    | 78%   | 47%   | 83%  | 87%   | 97%  | 85%  | 90%  | 90%  | 95%  |
| 5年均值      | 50.4 | 52.3 | 51.3 | 48.1  | 46.8  | 55.8  | 47.7  | 48.2 | 49.8  | 45.0 | 48.4 | 51.0 | #N/A | 55.7 |
| 5年历史波动率   | 1.0  | 1.1  | 1.5  | 1.4   | 0.4   | 8.2   | 0.6   | 0.7  | 0.7   | 0.7  | 1.5  | 1.8  | #N/A | 2.3  |
| 上月数值      | 51.5 | 54.0 | 52.8 | 50.8  | 48.4  | 58.5  | 48.5  | 49.6 | 50.7  | 46.1 | 50.4 | 53.6 | 52.5 | 58.7 |
| 本月与上月差值   | -0.1 | -0.1 | 0.0  | 0.2   | -3.5  | 0.3   | -0.5  | -0.3 | -0.1  | 1.1  | 0.4  | -0.5 | 0.7  | 0.6  |
| 5年差值平均    | -0.2 | -0.7 | -0.4 | -1.0  | 0.4   | -1.0  | -0.1  | 0.0  | -0.2  | -0.3 | -0.6 | -0.2 | -0.3 | -0.6 |
| 5年差值历史波动率 | 0.6  | 0.8  | 1.5  | 0.3   | 0.9   | 3.7   | 0.5   | 0.2  | 0.3   | 1.1  | 0.5  | 0.3  | 1.1  | 0.5  |

数据来源：Wind、方正中期研究院

## 二、基数扰动投资同比 制造业投资仍稳健

9月投资增速符合预期，投资需求仍有一定改善。基数偏高可以解释大部分基建、制造业投资增速回落的问题，边际上看二者尤其是制造业投资仍然明显增长。我们预计，制造业投资未来仍有表现空间，对总投资带动作用将继续增强。基建投资偏弱的问题，将在四季度财政资金到位后有所缓解，然而基建改善斜率将放平。房地产投资仍需要持续注意，四季度风险将进一步增强。这也将打击部分原材料产业链如黑色和建材等。

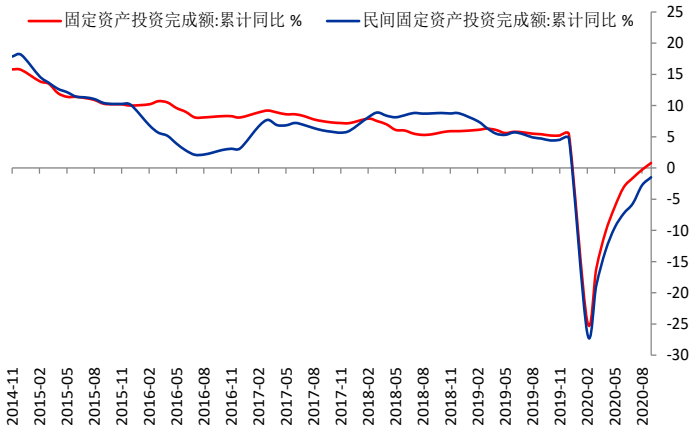
图 10 主要投资分项表现

|          | 当期值 (亿) | 当期同比 (%) | 上期同比 (%) | 同比变动 (%) |
|----------|---------|----------|----------|----------|
| 固定资产投资   | 57696   | -4.8%    | -4.1%    | -0.7%    |
| 民间固定资产投资 | 29492   | 5.9%     | 13.6%    | -7.6%    |
| 房地产投资    | 15030   | 12.0%    | 11.8%    | 0.2%     |
| 基建投资     | 19729   | 4.8%     | 7.1%     | -2.3%    |
| 制造业投资    | 23363   | 3.0%     | 5.0%     | -2.1%    |

数据来源：Wind、方正中期研究院

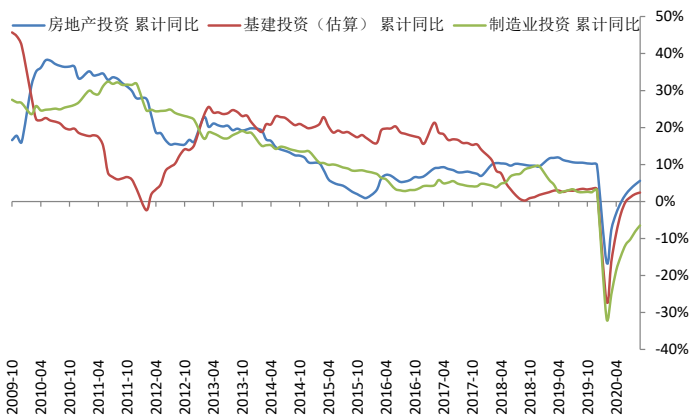
图 11 固定资产和民间固定资产投资增速

图 12 主要的三个投资分项（当月同比）



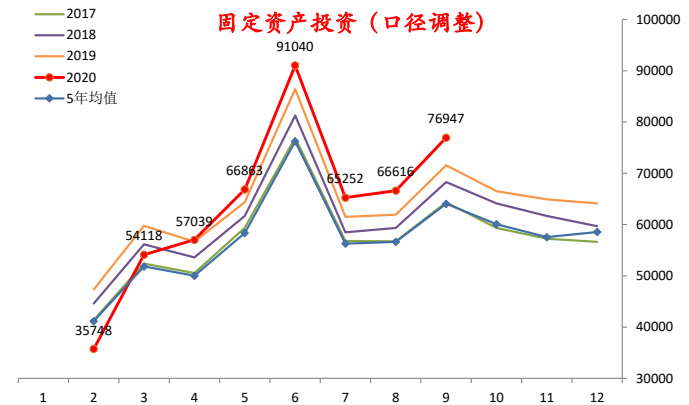
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 13 主要的三个投资分项（累计同比）



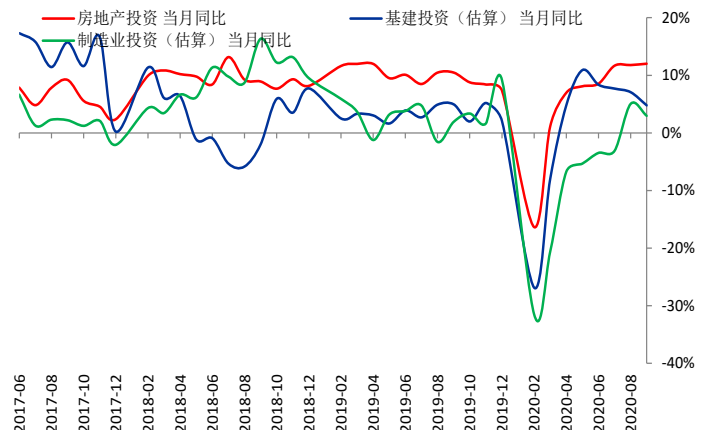
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 15 固定资产投资季节性（可比口径）



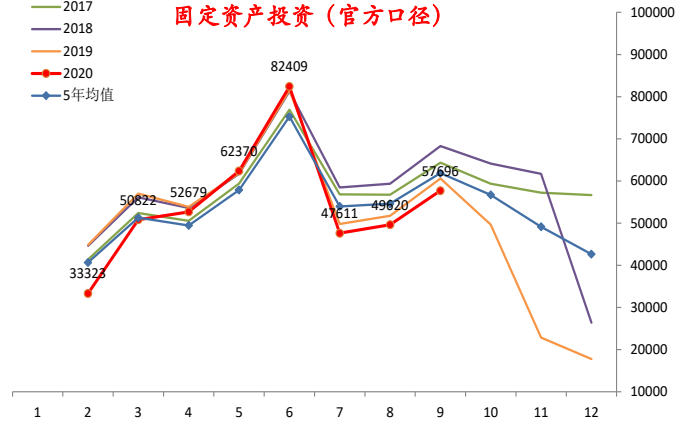
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 17 房地产投资季节性



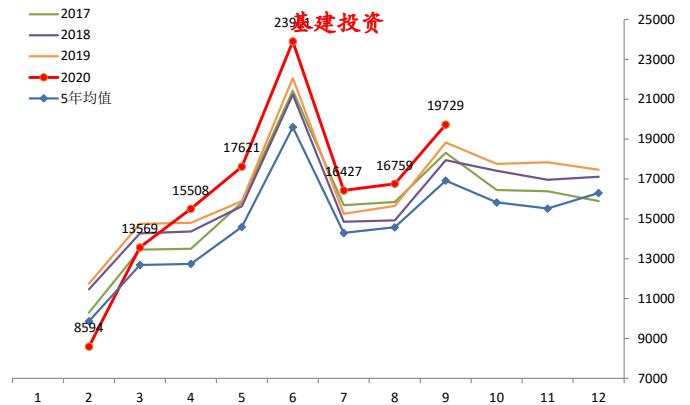
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 14 固定资产投资季节性（官方口径）



数据来源：Wind、方正中期研究院

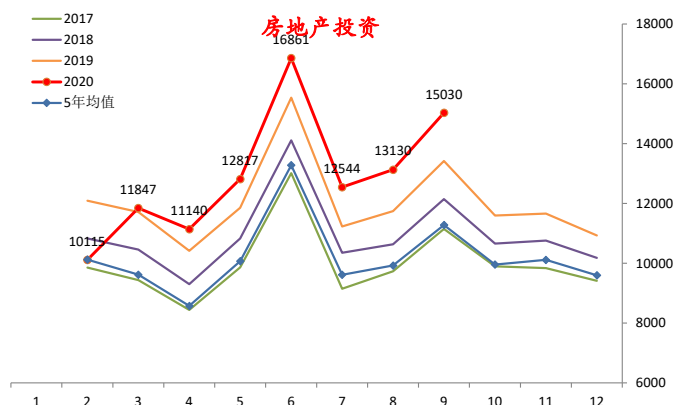
图 16 基建投资季节性



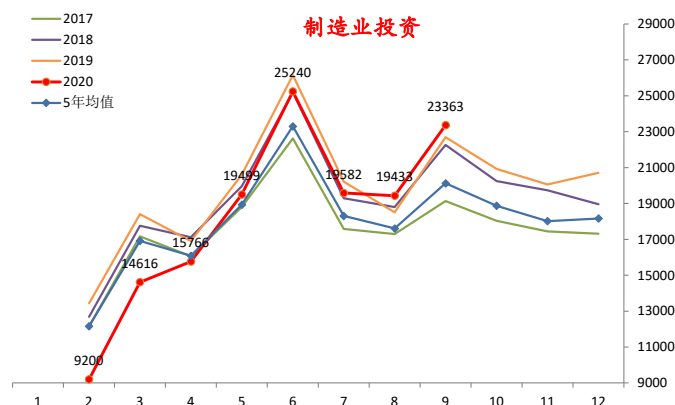
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 18 制造业投资季节性





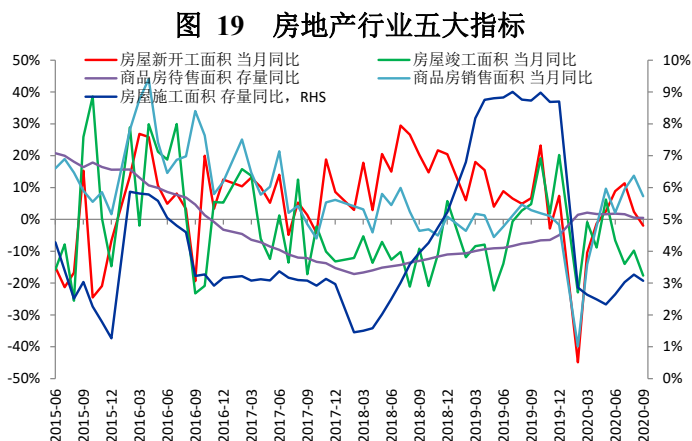
数据来源：Wind、方正中期研究院



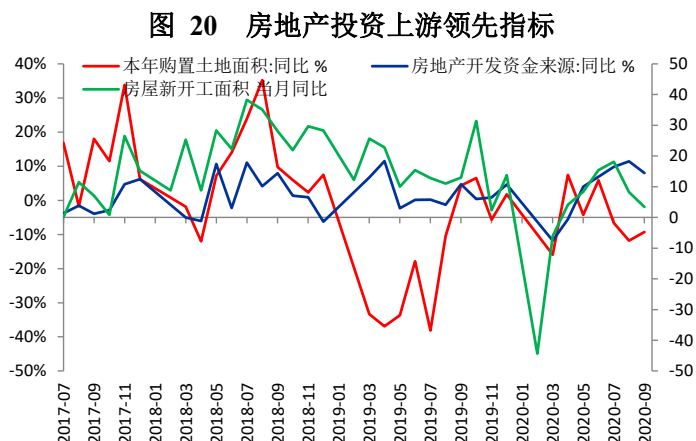
数据来源：Wind、方正中期研究院

具体在房地产方面，主要指标继续表现不佳。新开工面积出现负增长，竣工面积负增长的程度增加。施工面积存量、待售和销售面积增速均有下滑。边际上看，新开工和施工均明显弱于季节性水平，显示出前期对房地产行业政策的收紧，已经开始产生实质影响。竣工面积和销售面积均弱于季节性，同时待售面积变动超季节性。但9月土地购置面积明显超季节性增加。总体上看，房地产行业主要指标表现弱于预期，尤其是上游开工、施工等变动对黑色产业链影响偏负面。

从先行指标上看，9月土地购置超季节性之外，开发资金也略超季节性。其中自筹资金增长非常明显，也显著超季节性水平。其他包括银行贷款、定金及预收款、个人按揭贷款等均与季节性表现差异不大。这与央行公布的金融数据较为接近，侧面印证限制贷款等开始影响房地产企业资金回笼。总体上看，房地产投资承压迹象仍然非常明显。政策转向后，银行对房地产融资收紧，销售承压影响回款，未来房地产投资的风险进一步上升。



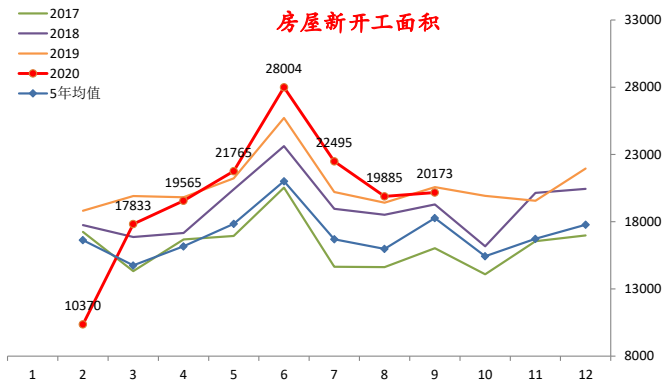
数据来源：Wind、方正中期研究院



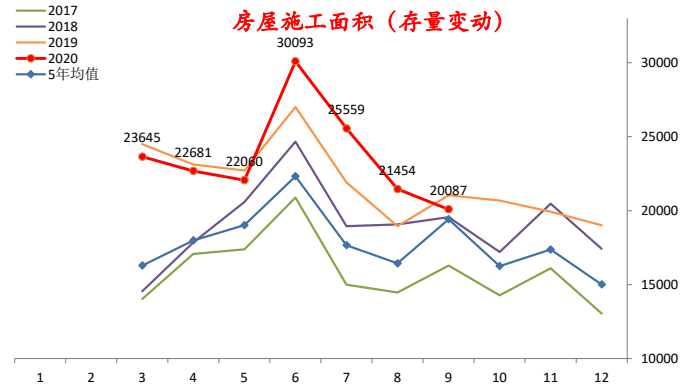
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 21 新屋开工季节性

图 22 房屋施工季节性



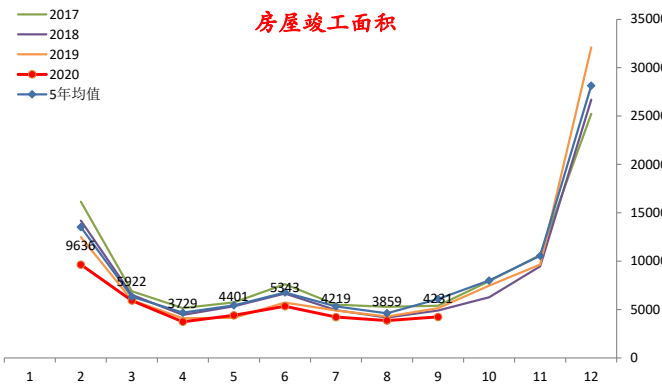
数据来源：Wind、方正中期研究院



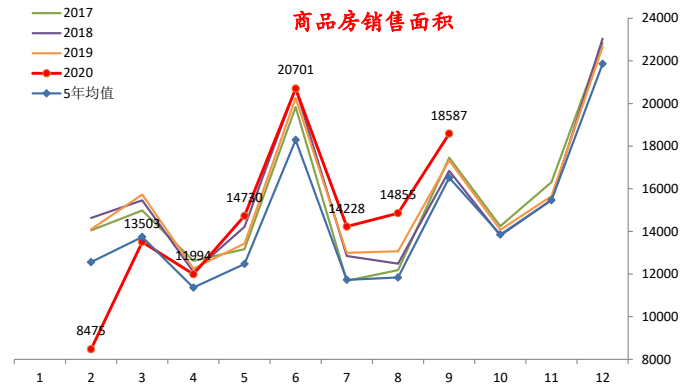
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 23 房屋竣工季节性

图 24 房屋销售季节性

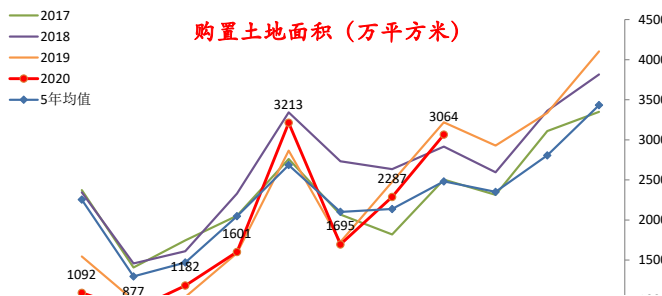


数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 25 土地购置季节性



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\\_1576](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1576)

