

国内经济有望持续复苏——四季度宏观经济展望

摘要

一、疫情二次暴发，但影响减弱。目前全球疫情仍在持续暴发，而且欧洲、美洲、亚洲等地多国又出现二次暴发。整体而言，全球疫情复杂多变，长期持续。不过，疫情所占用的医疗资源减少，造成的死亡率明显下降，影响持续减弱。而欧美在疫情常态化防控下恢复经济运行，对中国出口影响有限，甚至出现的贸易盈余将支撑经济增长。

二、全球经济复苏，外需持续改善。疫情给全球经济带来巨大的冲击，主要经济体纷纷出台大规模的政策加以对冲。在巨额的财政和货币政策刺激下，美国、欧洲、日本等经济体经济不断修复，制造业 PMI 同步回升，失业率下降，消费回暖，带动国内出口持续超预期改善。我们从 OECD 综合领先指标持续回升可以看到全球经济有望继续同步复苏。

三、中国经济有望持续复苏。疫情得到控制后，国内经济率先复苏，二季度 GDP 大幅回升至 3.2%，三季度有望进一步回升。本轮经济复苏表现为生产端修复快于需求端，投资修复快于消费，基建地产修复快于制造业。展望四季度，在大量财政资金支撑下，基建投资将继续保持乐观；地产投资在前期销售回暖的支撑下也有望保持韧性；而随着内外需同步改善，制造投资有望加快修复。城镇调查失业率下降，居民实际可支配收入增加，居民的消费信心正在回归，8月居民短期贷款创下 5 年同期新高，表明消费有望继续回暖。总体而言，四季度中国经济将继续复苏，而随着食品通胀压力减弱，CPI 将逐月回落。

四、政策刺激力度边际减弱。四季度随着经济的持续复苏，税收收入将继续回升，并为广义财政支出提供支撑。同时，货币政策全面宽松的必要性下降，为了在实现“六保”目标的同时有效防范金融风险，国内的货币政策将保持结构性适度宽松，央行将继续通过 OMO 维护市场流动性合理充裕。

风险关注：海外风险加大，国内疫情二次暴发，政策提前收紧。

国贸期货·研发中心
宏观金融小组

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



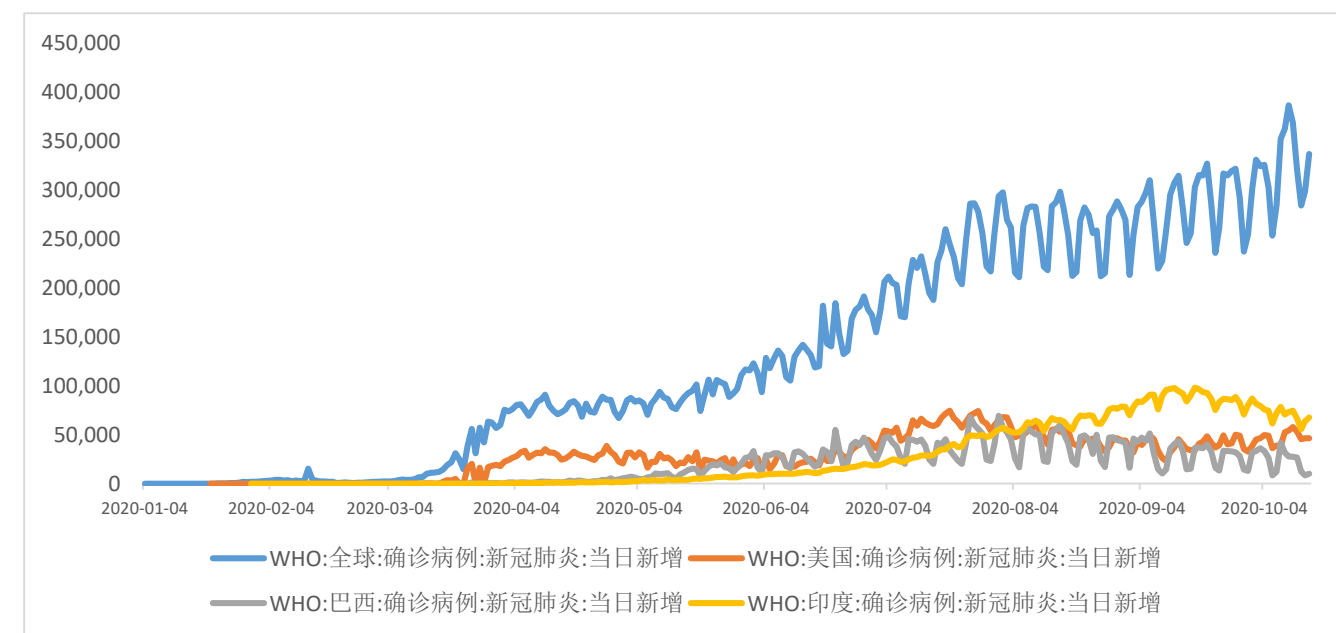
期市有风险，入市需谨慎

一、疫情二次爆发，但影响减弱

1、疫情仍在蔓延，部分地区二次爆发

截至 2020 年 10 月 15 日，全球新冠疫情累计确诊病例已超 3800 万人、现存病例超 810 万人、累计死亡超 108 万人。目前全球疫情仍在持续暴发，日新增确诊病例数依旧在 25 万-35 万例/天的高位，美国、巴西、印度等主要国家疫情未见明确控制迹象，日新增确诊病例数合计约 15 万/天，此外，欧洲、美洲、亚洲等地多国又再次出现二次暴发。整体而言全球疫情复杂多变，长期持续。

图表 1：疫情仍在全球蔓延



数据来源：wind

2、疫苗研究取得进展，但效果有待观察

疫苗研究取得积极进展，多款疫苗进入临床试验。目前进入三期临床试验的英国、中国和美国的 5 只候选疫苗均是在 7 月份中下旬开始进行三期临床试验的，且其中 3 只候选疫苗预计在 10 月份结束。尽管世卫组织警告过早批准疫苗存在风险，但美国 FDA 局长表示可能在三期临床试验结束之前，绕开联邦正常审批程序，批准紧急使用授权。辉瑞公司表示，如果能从人体试验的后期获得积极的疗效和安全性数据，该公司可能准备在 11 月底之前申请 COVID-19 疫苗的紧急使用授权。这是该公司或其他西方主要疫苗开发商首次提供具体的时间表。考虑到美国大选的竞争进入白热化阶段，特朗普为了寻求连任，疫苗被紧急授权使用的可能性是存在的。此外，目前已有数家疫苗生产商公布产能计划，预计到 2020 年底，新冠疫苗全球总产能可以达到 4-5 亿剂，而到 2021 年底可以达到 100 亿剂。

疫苗效果有待观察，防疫需要常态化。尽管疫苗研究取得积极进展，并且有望在年内被紧急使用，但其效果仍有待观察。8 月 22 日世卫组织表示，疫苗将是全球抗击新冠疫情的重要工具，但它不能自行结束新冠大流行，也不能保证科学家会找到疫苗。而我国医学家张文宏表示，即使疫苗问世，全球实现普遍接种的时间可能要长达数年，

人类在短期内难以通过疫苗达到群体免疫。在未来数年内必须保持常态化的防疫态势。

图表 2：当前新冠疫苗开始三期临床试验进程和产能计划

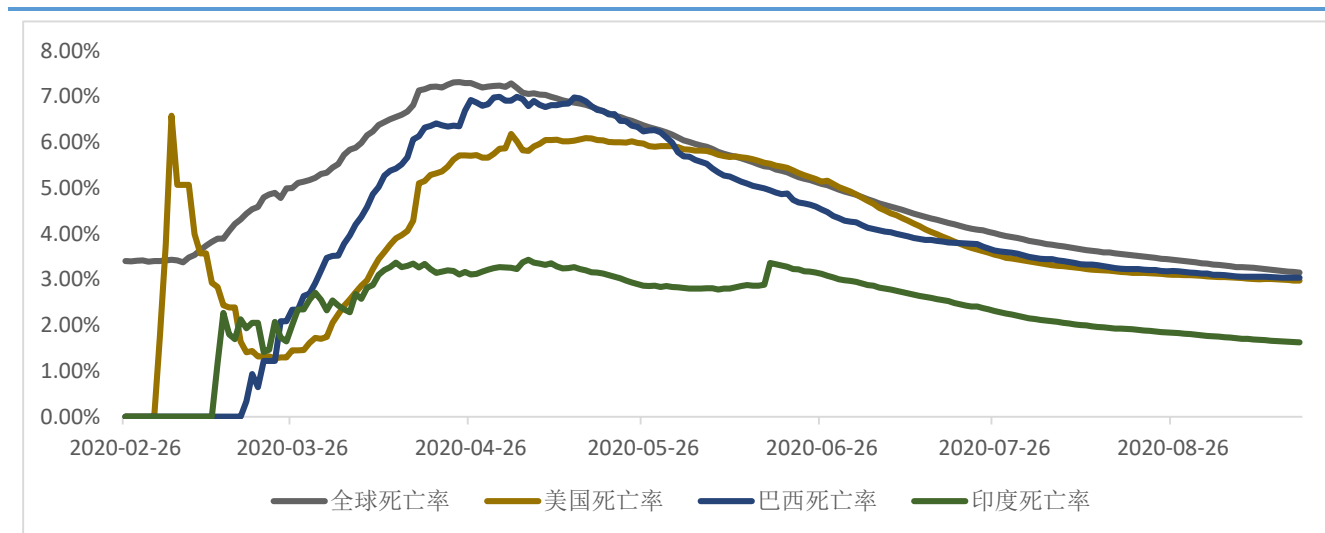
国家	研发单位	III 期临床实验		产能计划	
		开始时间	预计结束	2020 年（十亿剂）	2021 年（十亿剂）
英国	牛津大学/阿斯利康	7 月	2020 年下半年	0.3-0.4	2
中国	科兴生物	7 月	2020 年 10 月		0.27
中国	武汉生物所/国药集团	7 月			0.22
中国	北京生物所/国药集团	7 月			0.22
美国	Moderna/NIAID	7 月 27 日	2020 年 10 月		0.5-1.0
多国	BioNtech/复星医药/辉瑞	7 月 27 日	最快 10 月份	0.1	1.3
中国	康希诺/军研所				0.1-0.2
美国	Inovio/国际疫苗研究所			0.001	0.1
多国	Janssen Pharmaceutical Companies				1
俄罗斯	Camaleya Research Institute				0.5
多国	Pasteur/Themis/Univ. of Pittsburg CVR/Merck Sharp & Dohme				1
多国	Sanofi pasteur/Gsk	2020 年底			1

数据来源：Reuters，WHO，Citi Research

3、疫情影响持续减弱

新冠死亡率大降。虽然目前新冠疫情并没有结束，全球感染人数还在持续增加，而且还没有有效的疫苗出现。但有一个最重要的好消息，就是新冠病毒导致的死亡率大幅下降，目前全球和美国的新冠死亡率均从峰值的 7% 左右降至 3% 左右的水平，远低于 SARS 当年 11% 的死亡率。

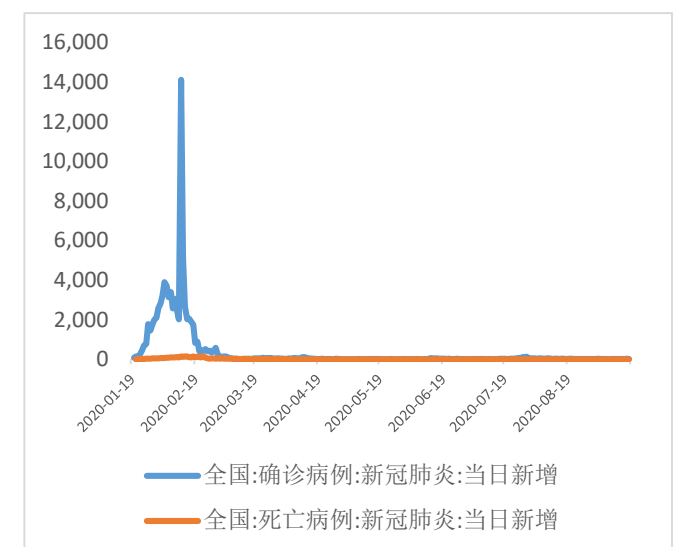
图表 3：新冠死亡率大幅下降



数据来源: wind

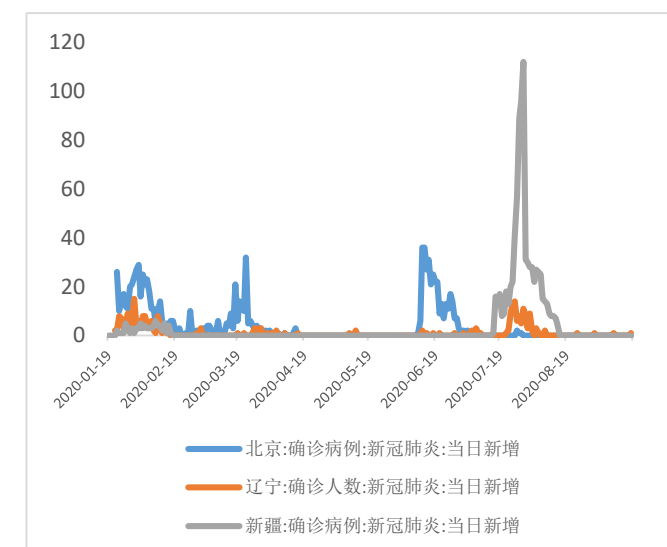
中国疫情率先可控。再来看中国的情况，我们在全球率先控制住了疫情。无论是从新增感染新冠肺炎的人数、还是新增死于新冠肺炎的人数，中国都是在2月份达到高峰、在3月中旬以后就持续位于低位水平，这意味着中国疫情的顶峰发生在2月份，在3月份以后疫情就开始持续改善。之后虽然北京、辽宁和新疆等地陆续出现过小规模在疫情爆发，但是都很快就得到了有效控制，这也意味着疫情对中国的影响也在持续大幅减弱。

图表 4: 中国新增确诊和死亡人数



数据来源: Wind

图表 5: 北京、辽宁、新疆等地新增确诊



数据来源: Wind

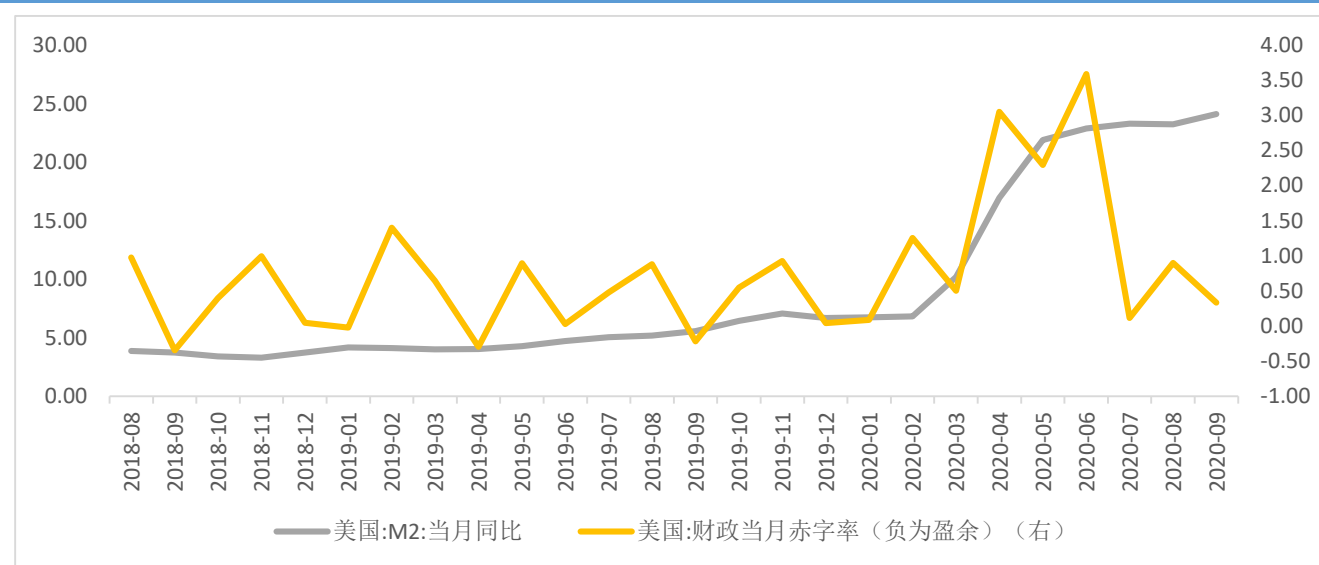
我们认为疫情的二次爆发对国内的影响是比较有限。首先，经过不断的经验积累，疫情防控的准备更加充足，救治水平也不断提高，死亡率大幅下降，疫情的影响减弱；其次，参考美国经验，如果欧洲继续采取只救治重症、社交隔离为主的防疫措施，即使采取有限的经济限制措施，疫情的二次爆发只会影响欧洲经济复苏的斜率，并不会影响复苏的方向，不会导致经济二次探底；最后，如果欧洲疫情超出预期，并触发欧洲国家大面积“经济停摆”，欧洲地区可能出现需求与供给的双重收缩并引发经济二次探底，但参考二季度的情况，虽然中国的出口可能会受到冲击，但整体对欧元区的出口仍将保持顺差，对中国经济的影响反而可能是正面的。

二、全球经济复苏，外需持续改善

(1) **财政货币巨额刺激。**疫情给全球经济带来巨大的冲击，主要经济体纷纷出台政策加以对冲，货币调控成为率先使用的重要手段，美联储和英国央行均紧急且大幅下调基准利率，与此同时，为了应对流动性危机，主要经济体央行纷纷采取扩表，加大流动性投放等措施，其中，美联储开启了无限量的 QE，并扩大购债的范围，今年以来购买了近 3 万亿美元的资产，其中主要就是购买美国国债。

从美英日等发达经济体再到印尼、巴西等新兴经济体，为应对新冠疫情对经济的冲击，均先后推出了一系列财政刺激计划。以美国为例，到目前为止，已经出台了 4 轮财政刺激计划，合计的财政刺激总规模达到 3 万亿美元，占美国 2019 年 GDP 的比例接近 15%。目前新一轮财政刺激计划正在讨论当中。

图表 6：美国广义货币 M2 和财政赤字率

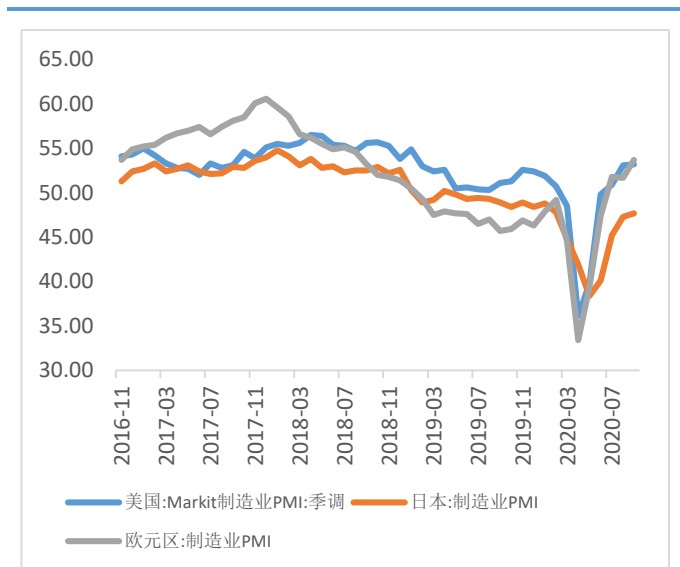


数据来源：wind

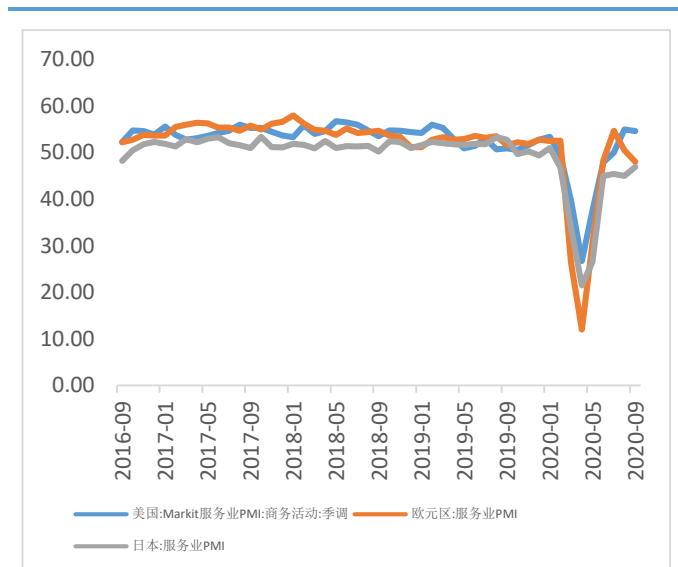
(2) **全球 PMI 同步回升。**为了防控疫情，主要国家均采取限制人员流动，关闭部分经济活动的措施，在 4、5 月限制最严格的阶段，全球以及美日欧的制造业 PMI 指数均大幅跳水。但之后随着防控措施的放松及经济的重启，全球经济已经进入了复苏模式，到三季度，除了日本以外，美欧的制造业 PMI 指数均回升到了 50 以上的扩张区间，全球制造业 PMI 指数也首度回升到 50 以上。即便是受疫情影响最严重的服务业，随着人口流动性的改善，5 月份以来，美日欧的服务业 PMI 指数也开始持续回升。

图表 7：主要经济体 PMI 同步回升

图表 8：主要经济体服务业持续回暖



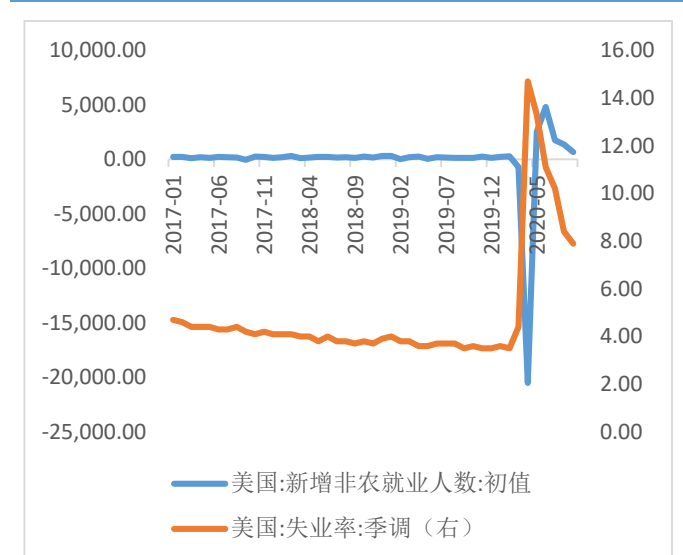
数据来源：Wind



数据来源：Wind

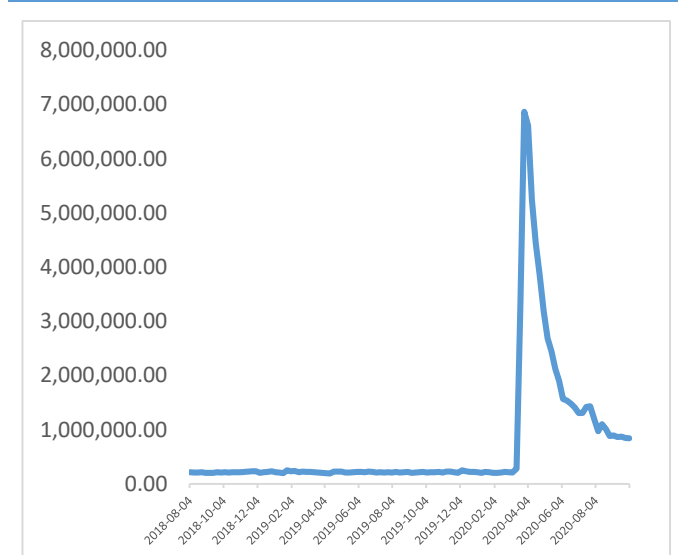
(3) 美国就业持续改善。尽管疫情没有得到控制，但美国仍然重启经济，加上人员流动的增加，美国的就业也开始改善。在疫情最严重的4月份，美国减少了约2100万个工作，但从5月份开始，美国4个月内恢复了1060万个工作机会，其失业率也从最高的13.3%降至9月的7.9%。

图表9：美国失业率持续下降



数据来源：Wind

图表10：美国：当周初次申请失业金人数大幅减少



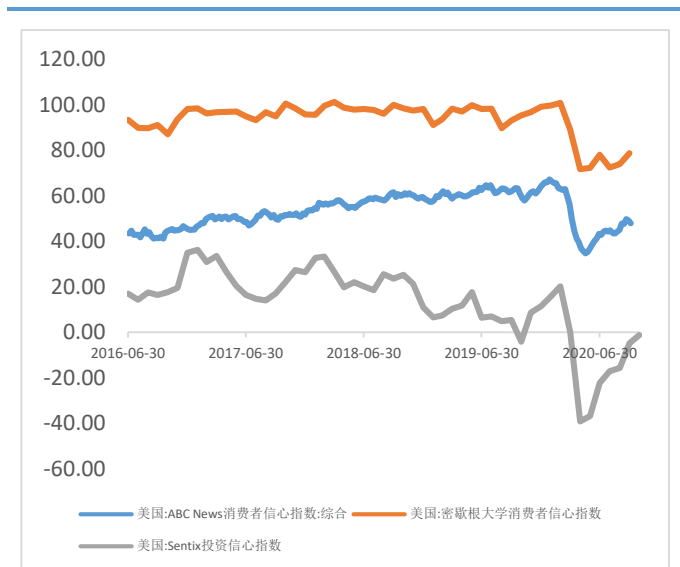
数据来源：Wind

(4) 消费信心、增速回升。得益于巨额的财政货币刺激、经济重启以及失业率下降，美国的消费者信心指数在5月份以后已经出现了持续改善的迹象。在今年4月份疫情最严重的时期，美国零售总额同比降幅高达20%，但到了6、7月份，全国零售同比增速已经由负转正。与此同时，欧洲、日本多国消费者信心也在逐步修复之中。

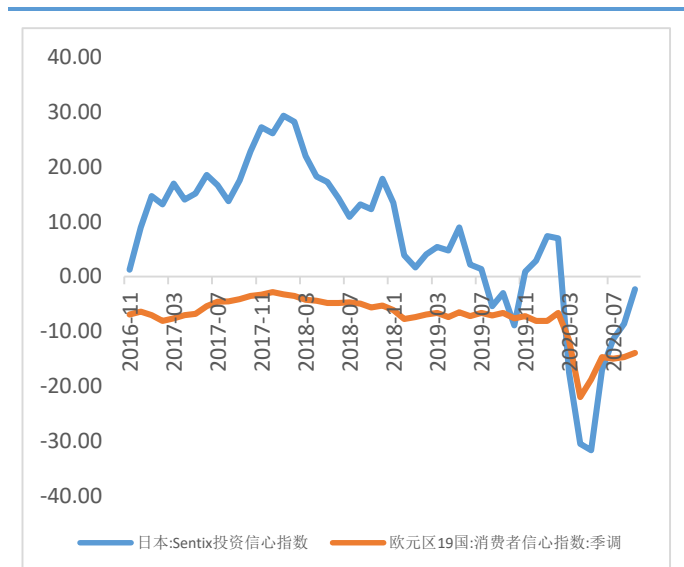
预计全球经济将继续同步复苏。消费是美国经济的主体，7月份以来美国的就业和消费持续改善，预示着3季度美国经济有望明显复苏。同时，我们看到欧洲、日本等主要发达经济体也在同步改善，全球经济有望在四季度继续同步复苏。

图表11：美国消费者信心指数大幅改善

图表12：欧日消费者信心指数恢复



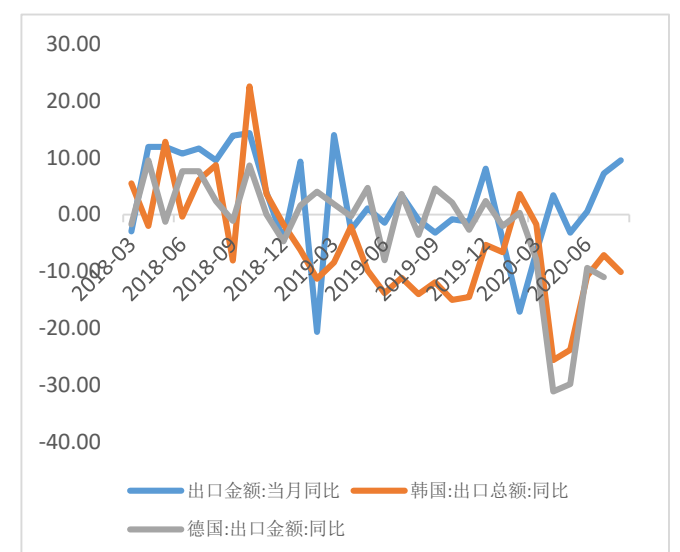
数据来源: Wind



数据来源: Wind

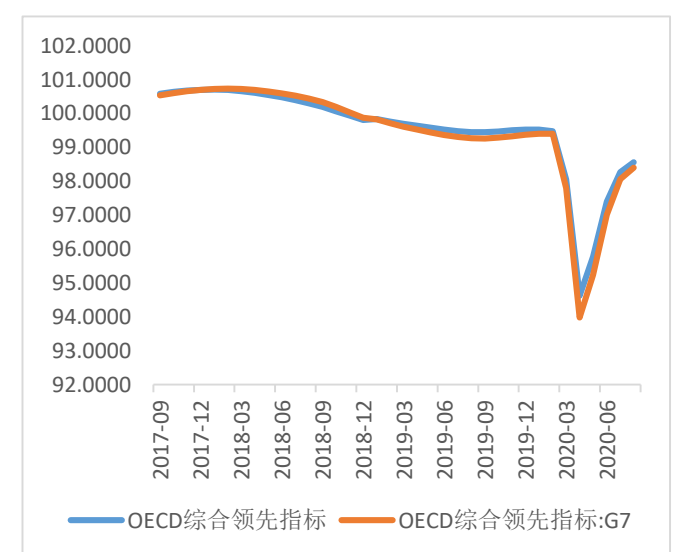
(5) 出口增速集体回升。美国是全球最大的经济体，其经济复苏有望带动全球经济走出疫情导致的衰退。从中国、德国、韩国等主要出口国家的外贸数据来看，在 5 月份以后的出口增速均出现明显改善，这也从侧面印证了 3 季度全球经济正在逐渐复苏，并且拉动了全球出口的改善。同时，我们从 OECD 综合领先指标持续回升可以看到，全球经济正在同步复苏。

图表 13: 出口持续改善



数据来源: Wind

图表 14: OECD 领先指标显示全球经济复苏



数据来源: Wind

三、中国经济有望持续复苏

1、国内经济率先复苏

疫情冲击过后，经济 V 型复苏。上半年国内生产总值累计同比下降 1.6%，分季度看，一季度同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%。在疫情得到控制后，国内加快复工复产，经济出现了 V 型复苏，三季度经济有望进一步修复。

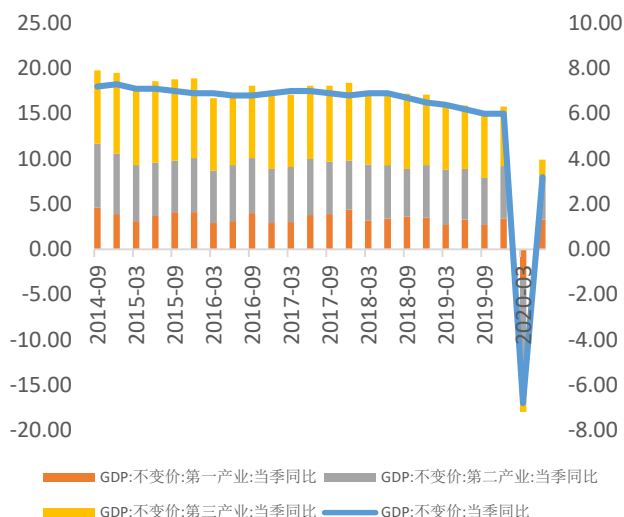
本轮经济复苏呈现三个特点：

(1) 生产端的恢复要快于需求端的恢复。8 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，较 2 月份最差的时候（-25.87%），已有明显的恢复，基本恢复到正常的增长趋势。而需求端的恢复特别是消费的修复速度偏缓慢，

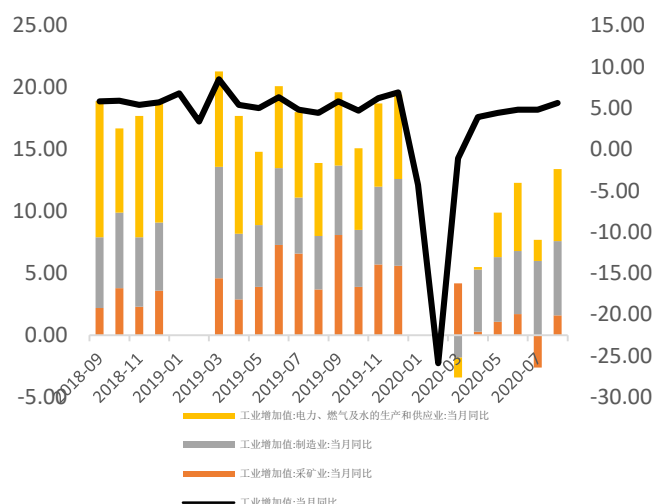
专业·诚信·进取·共赢

仍未回归正常的增长区间。

图表 15: 中国经济快速修复



图表 16: 工业生产恢复正常的增长趋势

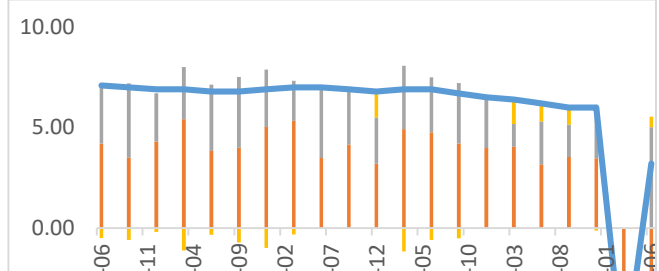


(2) 内需修复分化, 外需超预期回升

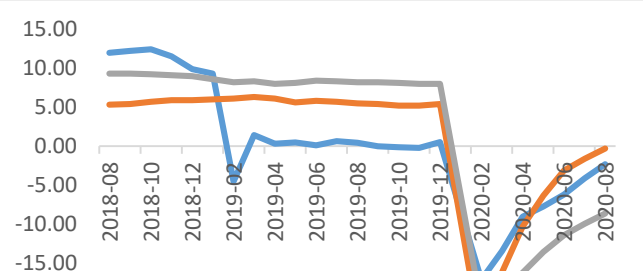
二季度经济增长复苏主要来源于投资的修复。截至 8 月, 固定资产投资累计同比下降 0.3%, 消费累计同比下降 8.6%, 出口累计同比下降 2.3%, 固定资产修复的速度明显快于消费, 而进入三季度, 投资的修复有边际放缓迹象, 消费则有所加速。

二季度以来, 出口表现持续超预期, 成为经济复苏的重要支撑, 主要原因, 一是, 全球经济同步复苏, 外需持续超预期回升; 二是, 海外疫情仍然较为严重, 对防疫物资及药物保持较高的需求; 三是, 中国的全产业链优势得到体现, 各项稳出口政策逐步落地。

图表 17: 投资修复带动经济增长复苏



图表 18: 投资、出口修复快于消费



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_1992

