

日期：2020年10月12日

经济回升态势延续

——2020年9月份宏观经济数据预测



分析师：胡月晓
Tel：021-53686171
E-mail：huyuexiao@shzq.com
SAC证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

9月份宏观数据预测：CPI=1.7，PPI=-2.2，出口=12.6，进口=-10.9，顺差=620（USD）亿，M2=10.2，M1=7.5，新增信贷17000亿，信贷余额12.9，工业6.0，消费1.5，投资1.0。

市场看法：经济平稳中趋改善

整体上看，经济平稳中延续改善、价格结构改善、政策维持偏松的组合格局仍是市场共识，经济运行延续改善趋势，同时机构间的预期分歧仍然较大。认为经济将趋平稳成为市场主流预期，但延续改善方向不变，经济运行结构更趋合理，表明市场对经济运行质量的缓慢提升，是主流性预期。无论是通胀、货币、进出口，还是工业、消费、投资，预期分布差距仍都较为明显，但预期方向都一致，乐观情绪明显上升，数值上也体现了市场对通胀持续回落、货币延续偏松格局的判断，表明市场虽然对经济短期运行回升状态的界定比较一致。

我们看法：经济运行回升势头仍未结束

投资是中国经济第一增长动力“赶工期”下的投资加速现象将出现；货币政策重回中性稳健基调，货币增长将边际回落，但货币结构改善效应和强调发挥资本市场功能的促进作用，将促使稳货币、宽信用的组合逐步呈现，2020年经济延续平稳回升的态势不变！从复工复产推进情况和高频数据变动看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

房地产市场：成交平稳中房价维持升势缓慢

9月的房地产行业政策主要包括调控政策、人才吸引以及资金监管。2020年3季度后，楼市成交已回升至疫情前水准基础上，呈现走稳迹象，并维持偏高态势。2020年9月份，全国30大中城市的周成交规模平均为410.5万方，上月为385.1万方，2019年同期为380.3万方，从走势上看，成交不仅脱离前期疫情期间低点，而且向上穿越了疫情前的正常区间，并超过了去年同期水平。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

经济延续回暖，资本市场双回暖趋势不变

前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势，主要是受海外市场和经济动荡局势忧虑的传染影响。受楼市泡沫一直未能打破影响，制造业投资一直未能从根本上得到激励；货币政策强调投向结构下将由偏松回归中性。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，融资成本下降带来正面效应将逐渐显现，2020年4Q中国资本市场双回暖趋势不变！

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法：经济平稳中趋改善

整体上看，经济平稳中延续改善、价格结构改善、政策维持偏松的组合格局仍是市场共识，经济运行延续改善趋势，同时机构间的预期分歧仍然较大。近期多家机构 POLL 表明，虽然市场对经济回升速率的预期有所放缓，认为经济将趋平稳成为市场主流预期，但延续改善方向不变，经济运行结构更趋合理，表明市场对经济运行质量的缓慢提升，是主流性预期。无论是通胀、货币、进出口，还是工业、消费、投资，预期分布差距仍都较为明显，但预期方向都一致，乐观情绪明显上升，数值上也体现了市场对通胀持续回落、货币延续偏松格局的判断，表明市场虽然对经济短期运行回升状态的界定比较一致。在 7 月份实经济回升呈现降缓态势后，8 月份实际经济数据再度呈现了延续回升的趋势，原先已有降温的市场偏乐观经济预期应再度上升，尽管近期海外不确定因素增加导致国内资本市场表现偏软。从预期看，进出口萎缩的市场担忧已完全消退，“衰退式”高顺差状况延续，表明疫情使得全球经济重心加速趋向中国。预期还表明，投资回升到持平状态后仍将缓慢上行，且机构间预期比较一致；工业和消费前期就已回升至正增长状态，市场整体认为回升态势将延续，增长缓慢加速态势不变。

我们看法：经济运行回升势头仍未结束

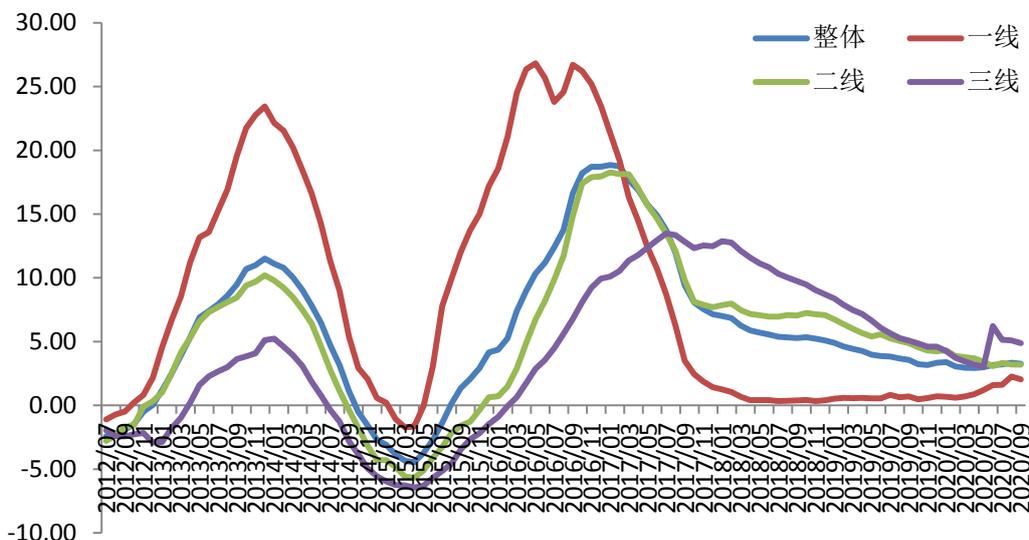
笔者依然认为，投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化，“赶工期”下的投资加速现象将出现；货币政策重回中性稳健基调，货币增长将边际回落，但货币结构改善效应和强调发挥资本市场功能的促进作用，将促使稳货币、宽信用的组合逐步呈现，2020 年经济延续平稳回升的态势不变！从复工复产推进情况和高频数据变动看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。市场预期物价将延续平稳回落；PPI 低迷走势延续是市场主流看法，经济低迷时期“防通缩”应为价格管理主要方向，笔者前期的这一预期显然正在兑现。由于外面环境没有改善，尤其是美国疫情失控，欧洲疫情第二波正在形成发展中，以及美国大选前的政治不确定性上行，中国经济发展和资本市场运行的海外环境冲击因素仍将存在。但在中国经济和宏观政策再度进入平稳期后，资本市场将再度迎来平稳运行期，核心资产价值将重新呈现，债市在实体经济降成本趋势下，随着融资利率体系水准的逐步降低，亦将逐步上行！

9月高频数据分析

房地产市场：成交平稳中房价维持升势缓慢

9月的楼市政策博弈再度升级，多地为区域利益在遵从中央严控政策的同时，又暗地偷偷出台支持政策，这类政策多被冠以其它名义，其中主要为人才吸引政策，楼市调控上中央和地方博弈的场景其实一直暗中进行。在中央一再强调宏观风险和市场严控情况下，地方利益、资本利益和市场惯性仍推动了楼市的上扬，“树可以长到天上去”的市场和社会预期仍占有较大席位。疫情后楼市成交持续活跃，疫情期间压制的成交需求在疫情解除初期得到集中释放；另外，疫情带来的货币宽松直接刺激了楼市投机热情。由于资本对房地产市场的依赖，地方政府、银行、资本等各方对楼市利益的高度一致性，楼市价格在各方努力下维持坚挺。针对楼市局面，调控加码城市断续出现，但每轮调控升级市场都理解为楼市将持续上扬的信号。9月的房地产行业政策主要包括调控政策、人才吸引以及资金监管。调控政策方面，东莞、杭州、沈阳、常州和成都等多城市发布调控政策，从限购、限贷和限售等方面规范房地产市场。人口吸引方面，一线城市也加入抢人大战中，上海再拓人才落户范围，在沪“世界一流大学建设高校”包括上海交通大学、复旦大学、同济大学、华东师范大学4校应届本科毕业生符合基本申报条件即可直接落户。资金监管方面，融资环境的收紧为房企融资带来了极大的压力，资金压力较大的房企开始加大推房力度，如恒大的全国打折活动。从各地实践情况看，各热点城市虽然调控收紧，看似热闹，但都未涉及能真正控房价的实质——增加持有期成本，因而楼市降温基本不可能。

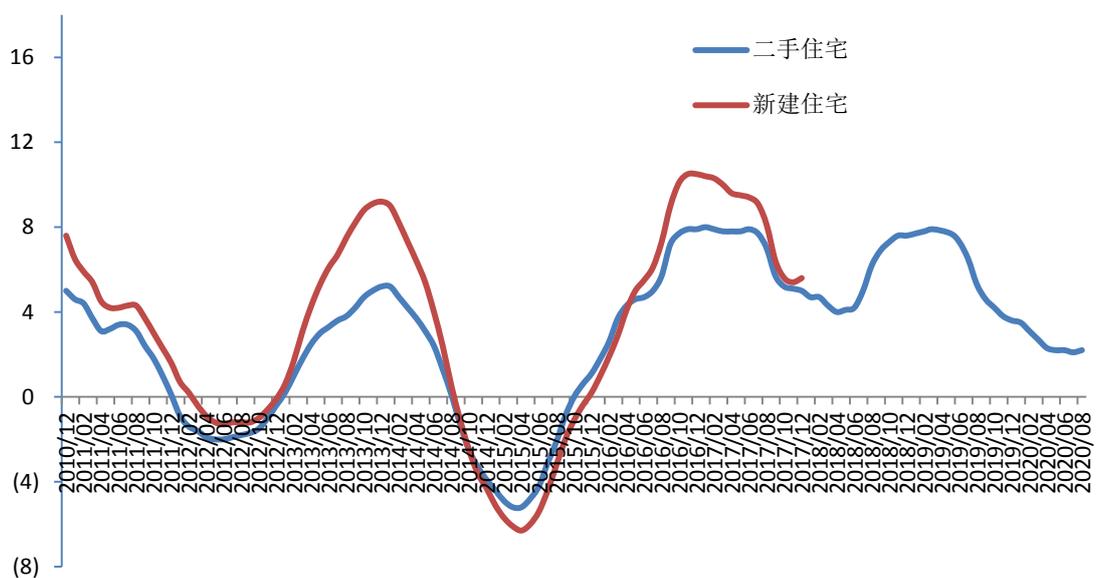
图 1：中国百城房价指数呈上升态势（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，并非周期性应对策略，不排除未来仍会有其它限制短炒资金的政策陆续出台，以构建中国楼市独有的管理框架。高房价不破，虽然给经济短期维持平稳创造了条件，但对社会整体利益和经济长远发展却带来了实在的损害。2020年8月份，全国70个大中城市房地产市场运行总体平稳，价格略涨。各线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅略微扩大，二线城市二手住宅销售价格环比涨幅回落。初步测算，4个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨0.6%、0.6%、0.9%和0.5%。二手住宅销售价格环比上涨1.0%，涨幅比上月扩大0.3个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨0.7%、0.8%、1.7%和1.1%。31个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点；二手住宅销售价格环比上涨0.4%，涨幅比上月回落0.1个百分点。35个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨1.0%和0.6%，涨幅比上月分别扩大0.2和0.1个百分点。

图2：70城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



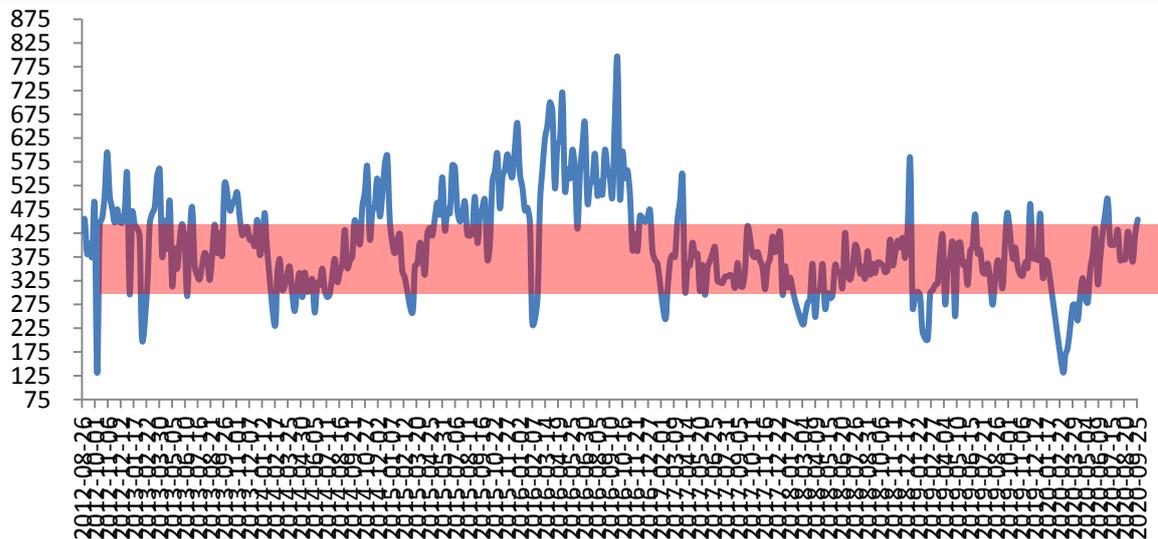
数据来源：wind，上海证券研究所

一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅有所扩大，二三线城市同比涨幅回落或与上月相同。一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨3.9%和6.9%，涨幅比上月分别扩大0.3和1.2个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨5.0%，涨幅比上月回落0.1个百分点；二手住宅销售价格同比上涨2.0%，涨幅与上月相同。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比涨幅均连续16个月相同或回落。三线城市新建商品住宅和

二手住宅销售价格同比分别上涨 4.5%和 1.8%，涨幅均与上月相同，均连续 17 个月相同或回落。

2020 年 3 季度后，楼市成交已回升至疫情前水准基础上，呈现走稳迹象——2017 年以来持续在新的区间平稳运行。疫情后的货币放松，让市场再趋活跃，泡沫再度扩大，市场成交延续上扬，年中前后恢复正常，并维持偏高态势。2020 年 9 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 410.5 万方，上月为 385.1 万方，2019 年同期为 380.3 万方，从走势上看，成交不仅脱离前期疫情期间低点，而且向上穿越了疫情前的正常区间，并超过了去年同期水平。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持高位（日均/周，万平米）



数据来源：wind，上海证券研究所

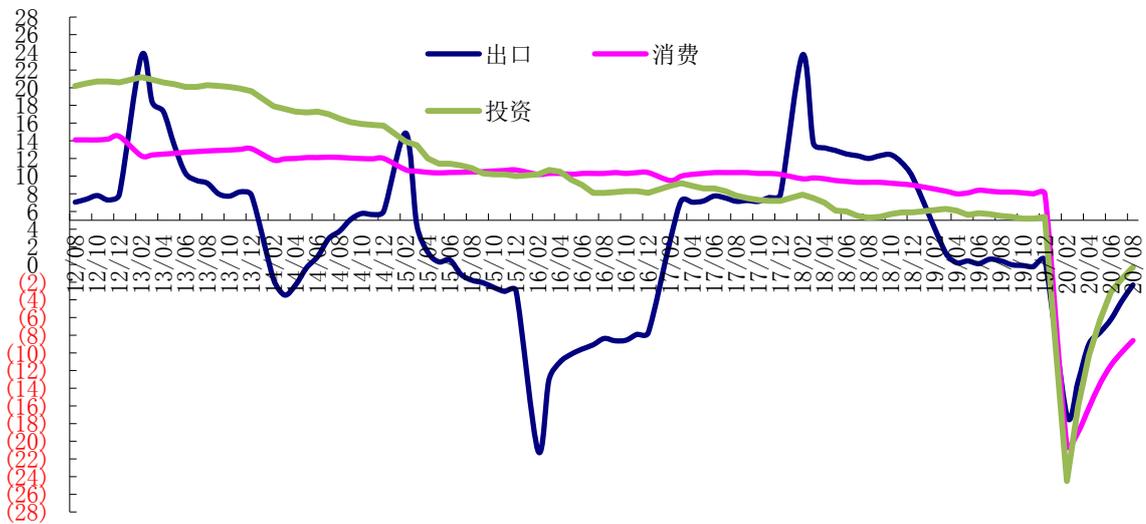
三架马车延续回升，投资领先

1-8 月份，需求侧体现为经济增长动力的出口、消费和投资延续了回升的态势，累计增速继续回升，其中以投资回升最为领先，8 月份累计城镇固定资产投资增速已接近去年持平，为-0.3，3 季末恢复正增长已为悬念。1-8 月份，全国固定资产投资（不含农户）378834 亿元，同比下降 0.3%，降幅比 1-7 月份收窄 1.3 个百分点。其中，民间固定资产投资 214506 亿元，下降 2.8%，降幅收窄 2.9 个百分点。从环比速度看，8 月份固定资产投资（不含农户）增长 4.18%。分产业看，第一产业投资 11063 亿元，同比增长 11.5%，增速比 1—7 月份提高 3.8 个百分点；第二产业投资 112122 亿元，下降 4.8%，降幅收窄 2.6 个百分点；第三产业投资 255649 亿元，增长 1.4%，增速提高 0.6 个百分点。第二产业中，工业投资同比下降 4.5%，降

请务必阅读尾页重要声明

幅比1—7月份收窄2.0个百分点。其中，采矿业投资下降9.5%，降幅收窄2.4个百分点；制造业投资下降8.1%，降幅收窄2.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长18.4%，增速提高0.4个百分点。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降0.3%，降幅比1—7月份收窄0.7个百分点。其中，道路运输业、铁路运输业投资分别增长2.9%和6.4%，增速分别提高0.5和0.7个百分点；水利管理业投资增长1.2%，增速回落1.7个百分点；公共设施管理业投资下降3.9%，降幅收窄1.3个百分点。

图4：中国“三架”马车延续回升态势（%，当月同比）



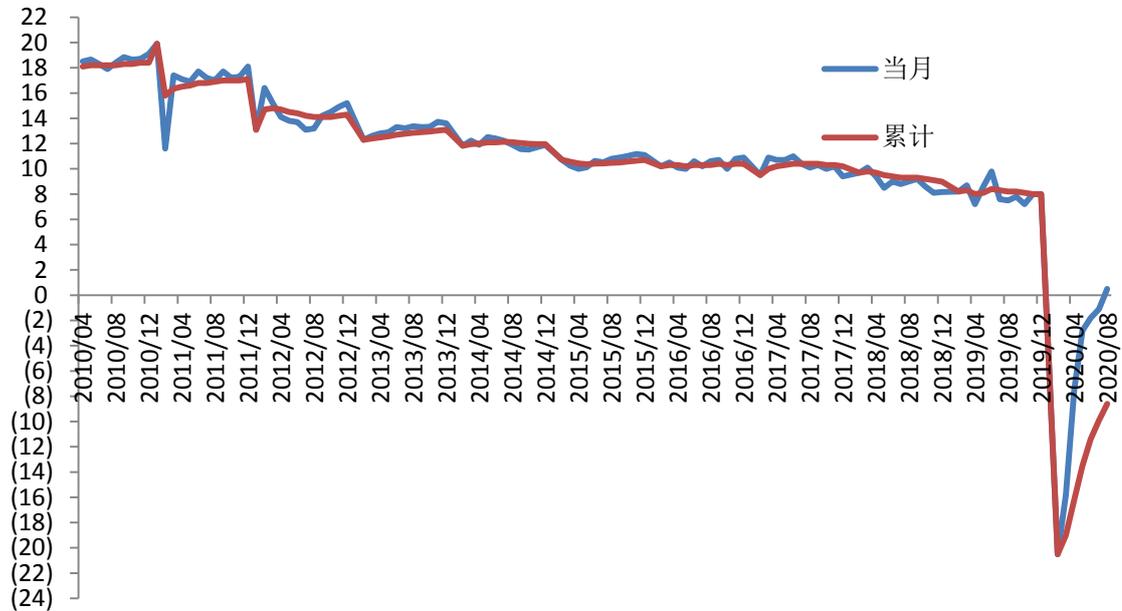
数据来源：wind，上海证券研究所

消费品市场月度好转态势进一步延续，消费转型升级加快推进，新型消费继续保持良好发展势头。8月份，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。其中，除汽车以外的消费品零售额30158亿元，下降0.6%。1—8月份，社会消费品零售总额238029亿元，除汽车以外的消费品零售额215139亿元，同比均下降8.6%。按经营单位所在地分，8月份，城镇消费品零售额29273亿元，同比增长0.5%，7月份为下降1.1%；乡村消费品零售额4298亿元，增长0.7%，7月份为下降1.3%。1—8月份，城镇消费品零售额206643亿元，同比下降8.7%；乡村消费品零售额31386亿元，下降8.3%。

按消费类型分，8月份，商品零售29951亿元，同比增长1.5%，增速比7月份提高1.3个百分点；餐饮收入3619亿元，下降7.0%，降幅比7月份收窄4个百分点。1—8月份，商品零售216519亿元，同比下降6.3%；餐饮收入21510亿元，下降26.6%。1—8月份，全

国网上零售额 70326 亿元，同比增长 9.5%，比 1—7 月份提高 0.5 个百分点。其中，实物商品网上零售额 58651 亿元，增长 15.8%，占社会消费品零售总额的比重为 24.6%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 35.4%、1.1%和 18.3%。

图 5：中国消费增速变化（%）



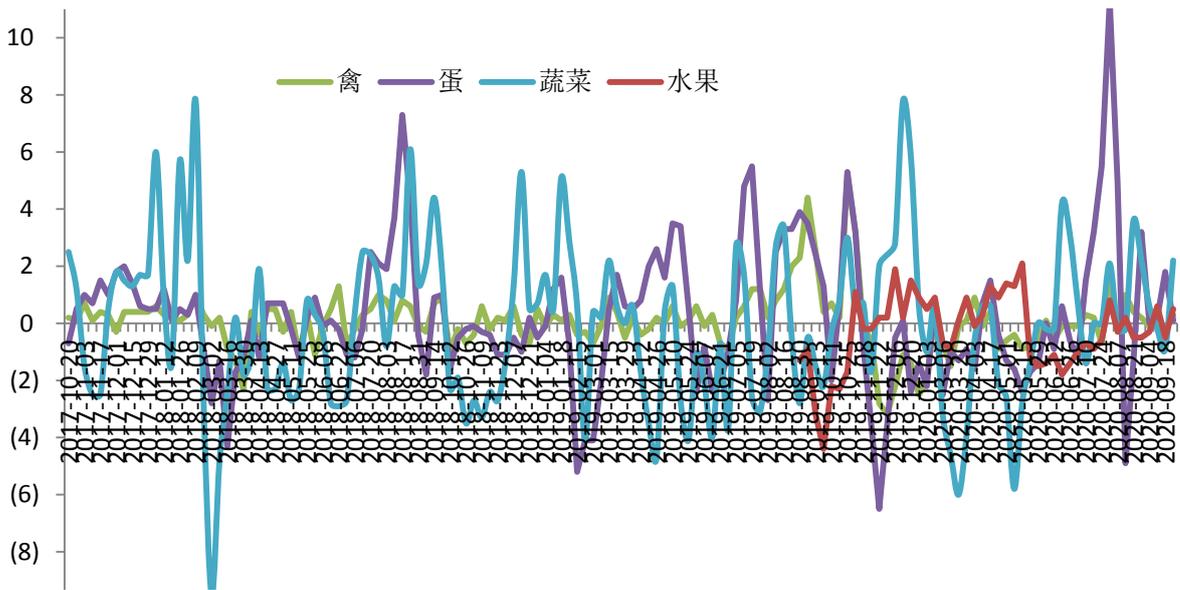
数据来源：wind，上海证券研究所

价格回落延续，通缩趋势或现

8 月份，各地积极贯彻落实党中央决策部署，统筹疫情防控和经济社会发展工作成效显著，市场供需总体平衡。从环比看，CPI 上涨 0.4%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。其中，食品价格上涨 1.4%，涨幅比上月回落 1.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点。食品中，由于蛋鸡存栏量仍处低位，夏季产蛋率不高，加之临近开学和中秋，需求增加较多，鸡蛋价格上涨 11.3%，涨幅比上月扩大 7.3 个百分点；受高温及降雨天气影响，鲜菜价格上涨 6.4%，涨幅扩大 0.1 个百分点；猪肉供给有所改善，但需求持续增加，价格仍上涨 1.2%，涨幅回落 9.1 个百分点；受饲料成本上涨、需求恢复及猪肉价格上涨带动等因素影响，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格均有不同程度上涨，涨幅在 0.5%—1.4%之间；鲜果供应充足，价格继续下降 0.4%，降幅收窄 4.0 个百分点。非食品价格由上月持平转为上涨 0.1%，为今年 2 月份以来首次上涨，影响 CPI 上涨约 0.09 个百分点。非食品中，暑期出行增多，飞机票和宾馆住宿价格分别上涨 7.3%和 2.1%；受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别上涨 0.9%和 1.0%。

笔者一直认为，经济低迷时期通胀不会持续，价格管理主要应着眼于“防通缩”，物价形势发展已经印证了此判断。疫情对当期副食品供应影响的冲击已经消除，受季节性因素影响蔬菜、蛋、水果等生鲜食品在9月份有涨有跌，猪肉等主要食品走稳，整体食品类价格的下降走势趋缓。另外复工复产基本推进到位，各类日用消费品价格叠加季节性影响，整体态势结束下行转为平稳。“新冠”疫情不改全年价格回落的总趋势，疫情对供需双方都有压制作用，决定中国通胀走势的还是使用农产品价格，其中猪肉是核心，2020年猪肉供应紧张持续缓解态势不变，肉价逐步回落；工业品在需求持续低迷下，价格将延续颓势；加上国际大宗商品价格的回落，工业品全年都将延续低迷态势。消费品和工业品价格之间的“剪刀差”将全年延续，但随着消费品价格的逐步回落，差距也将缩小。我们预计9月份CPI环比变动为0.1，在基数效应影响下，CPI同比为1.7。

图6：商务部食品价格指数波动中走稳（各类别/周环比，%）



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_2174



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn