

宏观点评

国庆宏观 8 大看点—不确定性明显加大

事件：国庆期间大事不少：美国首场总统辩论结束，拜登表现超预期；特朗普确诊新冠肺炎，但仅住院 3 天即返回白宫；全球总疫情维持高位；9 月制造业 PMI 美国小幅回落、欧元区大幅提升、中国小幅上涨；我国假期线下消费大幅修复，五中全会将于 10 月 26-29 日在京召开；大类资产方面，全球股市普涨、债券收益率普遍上行、商品涨跌互现。

看点 1：美国大选：首场总统辩论结束，拜登表现超预期。特朗普确诊新冠肺炎，但仅住院 3 天即返回白宫，表示将继续举行竞选活动并将参加第二场总统辩论；最新民调显示，特朗普支持率的落后幅度进一步扩大，截至 10 月 7 日，特朗普支持率在全国范围内落后拜登 9.4 个百分点（辩论前落后 6.1 个百分点），在摇摆州平均落后拜登 4.7 个百分点（辩论前落后 3.5 个百分点）。

看点 2：全球疫情：总体仍维持高位，欧洲持续反弹。美国维持高位震荡，欧洲持续反弹，英、法、西单日新增均超万例；印度高位回落至 7 万例左右。

看点 3：全球经济：表现分化，美国非农就业不及预期，美国新一轮财政刺激被搁置。9 月制造业 PMI 美国小幅回落，欧元区大幅提升日本、韩国小幅提升但仍低于荣枯线，新兴国家普遍表现良好；美国 9 月非农就业不及预期，失业率小幅下降，预计后续就业改善速度将明显放缓。特朗普叫停新一轮财政刺激法案谈判，后续经济复苏将受到阻力，美股也将承压。

看点 4：全球政治：关注中美冲突和英国脱欧期限临近，地缘政治冲突加剧。美国再度制裁中芯国际，中美冲突再次升级，“双循环”突破“卡脖子”问题至关重要；英国脱欧期限临近，能否达成协议依旧难料；亚美尼亚、阿塞拜疆战火重燃，多国呼吁停火，目前对能源市场影响有限。

看点 5：国内经济：9 月中国 PMI 和央行三季度调查报告均显示经济修复提速。9 月制造业 PMI 上涨，供需分化继续收敛，新出口订单连续第 5 个月反弹，小企业景气度重回扩张区间，反映经济复苏提速，服务业修复持续加速。央行公布三季度企业家/银行家/城镇储户问卷调查报告，数据显示三季度我国宏观经济已修复至接近近年来平均水平，但居民收入和就业水平仍然偏低。

看点 6：假期高频：上中下游价格涨跌互现，地产和土地成交均回落，汽车销售回升，假期线下消费显著回暖。上游原材料价格多数回落；中游工业生产保持高位，工业品价格涨跌互现，航线运价普遍上涨；下游假期地产成交回落，土地市场持续回落，汽车产销续升，食品价格涨跌互现。假期线下消费大幅修复：1) 电影票房恢复至近年平均水平；2) 旅游人数和收入环比明显修复，约为去年同期的 7、8 成。3) 铁路发送旅客数量超去年 8 成。

看点 7：国内政策：五中全会月底召开、定调“十四五”，关注央行最新表态和国企改革再升温。1) 9.28 政治局会议确定五中全会于 10 月 26-29 日召开，研究制定“十四五”和 2035 年远景目标，我们提示关注对“双循环”、经济社会发展主要指标、扩内需、深化改革、经济转型、产业链、区域发展等方面的要求。2) 央行召开三季度货币政策委员会例会，我们预计四季度降准降息概率小了很多，但流动性仍将维持充裕并注重精准导向。3) “中国版”逆周期资本缓冲机制落地，有助于增强银行抵御风险能力。4) 国资委召开会议部署国企改革三年行动计划并明确七大任务，我们继续提示五条投资主线。

看点 8：大类资产：股市普涨，债券普跌，美元跌，人民币涨，商品分化。10/1-10/7，美元指数小幅下跌 0.22%，离岸人民币汇率升 0.72%；全球股市普涨，美股先跌后涨，三大指数均涨超 1.7%，富时中国 A50 股指期货上涨 2%；全球国债收益率普遍上行，10Y 美债收益率上行 10.3bp 至 0.79%；WTI 原油下跌 0.67%，布伦特原油上涨 2.54%，伦敦现货黄金下跌 0.13%、伦敦现货白银下跌 0.82%。

风险提示：疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策效果不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《首场总统辩论全梳理，拜登表现超预期——美国大选跟踪第 6 期》2020-10-01
- 2、《复苏提速，库存回升—9 月 PMI 的 5 大信号》2020-09-30
- 3、《高频与政策半月观—美国疫情再反弹，原材料价格回落，推动新消费》2020-09-28
- 4、《补库开始了么？—兼评 8 月工业企业利润》2020-09-28
- 5、《向上修复的结构性特征—全面解读 8 月经济》2019-09-16



内容目录

看点 1: 美国大选: 首场辩论结束, 特朗普确诊新冠肺炎, 支持率落后幅度扩大	3
看点 2: 全球疫情: 美国维持震荡, 欧洲持续反弹, 印度高位回落, 全球总疫情维持高位	4
看点 3: 全球经济: 表现分化, 美国非农就业不及预期, 新一轮财政刺激被搁置	4
看点 4: 全球政治: 美国再度制裁中芯国际, 英国脱欧期限临近	6
看点 5: 国内经济: 服务业修复加速, 居民收入和就业仍偏低	7
看点 6: 假期高频: 地产小幅回落, 线下消费大幅修复	9
看点 7: 国内政策: 五中全会月底召开, 央行将继续推动融资成本下降, 国企改革再升温	11
看点 8: 大类资产表现: 美元跌、人民币升值, 全球股市普涨	13
风险提示	13

图表目录

图表 1: 大选辩论与特朗普确诊对美股走势的影响	3
图表 2: 特朗普与拜登民调支持率走势 (全国范围平均)	4
图表 3: 特朗普与拜登民调支持率走势 (摇摆州平均)	4
图表 4: 全球新冠新增确诊病例数量: 美国疫情维持震荡, 欧洲疫情持续反弹, 印度高位回落	4
图表 5: 主要经济体制造业 PMI 表现	5
图表 6: 美国分行业新增非农就业人数	6
图表 7: 美国初请失业金人数下降速度明显减缓	6
图表 8: 美国非暂时性失业率仍在持续抬升	6
图表 9: 亚美尼亚、阿塞拜疆开战, 对能源市场影响有限	7
图表 10: 9月制造业、非制造业 PMI 普遍上涨	8
图表 11: 9月出口订单首次升至扩张区间	8
图表 12: 居民消费、储蓄和投资意愿	8
图表 13: 银行景气和盈利指数分化	8
图表 14: 原材料价格: 油价持平、铁矿石价格回落	9
图表 15: 原材料价格: 铜价回落, 煤炭价格上涨	9
图表 16: 工业生产: 保持高位	9
图表 17: 工业生产: 挖掘机、重卡销量增速维持高位	9
图表 18: 工业品价格: 螺纹钢价回落, 水泥回升	10
图表 19: 航线运价: 普遍上涨	10
图表 20: 地产销售: 商品房销售回落, 土地成交下跌	10
图表 21: 地产价格: 土地溢价率下跌	10
图表 22: 汽车产销: 继续提升	11
图表 23: 食品价格: 涨跌互现	11
图表 24: 旅游人数和收入环比明显修复, 约为去年同期的 7、8 成	11
图表 25: 中国信贷/GDP 缺口长期处于较高水平	12
图表 26: 国企改革三年行动计划的七大任务	13
图表 27: 国庆期间大类资产表现 (10/1-10/7)	13

看点 1: 美国大选: 首场辩论结束, 特朗普确诊新冠肺炎, 支持率落后幅度扩大

事件: 1) 北京时间9月30日, 美国大选首场总统辩论结束。2) 10月2日, 特朗普确诊新冠肺炎, 10月6日即返回白宫。3) 最新民调显示, 首场辩论过后特朗普支持率落后幅度持续扩大。

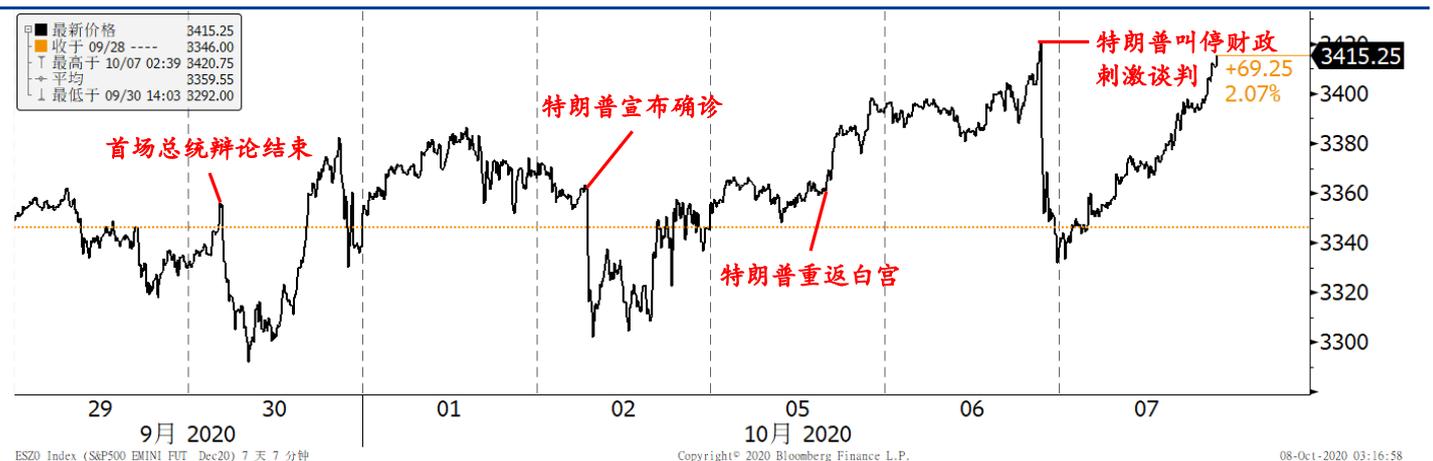
简评:

1) 北京时间9月30日早9点至10点半, 美国举行第一场总统辩论。本次辩论的主题包括大法官提名、新冠疫情、经济、种族矛盾、任期表现、选举完整性、医保、环保等, 双方用时最多的主题是新冠疫情和经济, 辩论过程仅提到中国3次。特朗普依然延续了咄咄逼人的风格, 但拜登表现超出市场预期, 没有出现明显的口吃、思维混乱等状况, 并且增加了不少攻击性。辩论过后的即时民调显示, 大部分观众认为拜登赢得了辩论。(关于首场总统辩论的详细分析, 请参阅我们此前的报告《首场总统辩论全梳理, 拜登表现超预期——美国大选跟踪第6期》)

2) 北京时间10月2日中午, 特朗普公布自己和夫人的新冠病毒检测呈阳性, 并于当日住进沃尔特·里德国家军事医疗中心接受治疗。随后不久, 副总统彭斯和民主党总统候选人拜登均公布检测结果为阴性。仅仅3天的治疗后, 特朗普于10月6日重新返回白宫继续治疗, 并表示恢复良好, 将“很快参加竞选活动”。10月7日拜登表示, 若特朗普未痊愈应取消第二场辩论(10月16日), 目前尚未确定是否会取消。

往后看, 若特朗普病情痊愈(目前看来大概率), 则证明了新冠病毒不足为惧, 同时其带病工作的表现也能获得民众好感, 支持率有望显著提升。若特朗普病情持续恶化, 以致无法履职, 则将面临两种选择:(1)推迟大选, 但需要国会批准, 在民众党控制的众议院很难通过;(2)由副总统彭斯代取总统并参加大选, 但很难击败拜登。鉴于此, 后续大选走向与特朗普恢复状况息息相关, 不确定性被进一步放大; 同时由于大量邮寄投票的存在, 大选结果很可能由于争议而延期揭晓, 市场风险偏好将持续承压。

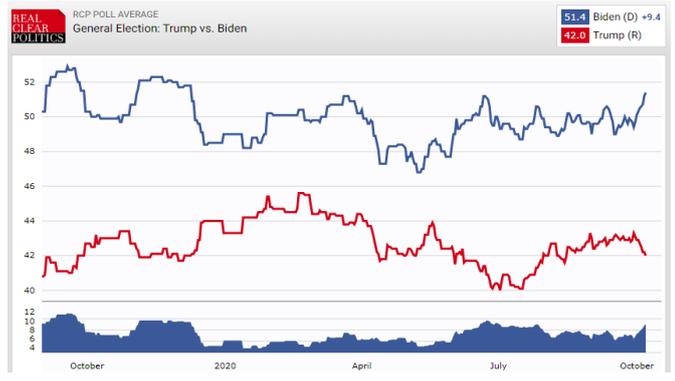
图表 1: 大选辩论与特朗普确诊对美股走势的影响



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

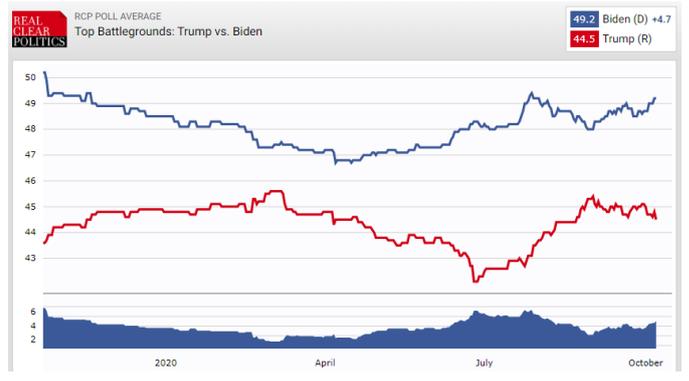
3) RCP 民调显示, 自9月30日首场总统辩论结束后, 特朗普支持率持续下降、拜登支持率持续上升, 特朗普确诊后双方差距进一步扩大。截至10月7日, 特朗普支持率在全国范围内落后拜登9.4个百分点(辩论前落后6.1个百分点), 在摇摆州平均落后拜登4.7个百分点(辩论前落后3.5个百分点)。

图表 2: 特朗普与拜登民调支持率走势 (全国范围平均)



资料来源: RCP, 国盛证券研究所

图表 3: 特朗普与拜登民调支持率走势 (摇摆州平均)

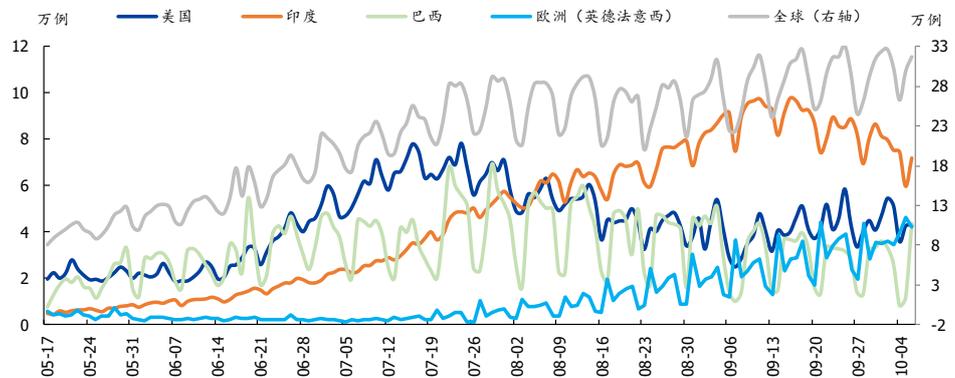


资料来源: RCP, 国盛证券研究所

看点 2: 全球疫情: 美国维持震荡, 欧洲持续反弹, 印度高位回落, 全球总疫情维持高位

全球疫情维持高位。截止 10 月 7 日, 全球累计确诊约 3641 万例, 总死亡约 106 万例, 国庆期间全球日均新增确诊病例 31.2 万例, 较国庆前略有上升。其中: 美国疫情维持震荡, 单日新增维持至 4 万例左右; 印度疫情高位有所回落, 单日新增降至近 7 万例左右; 欧洲疫情持续反弹, 英国、法国、西班牙单日新增均超万例。综合看, 美国疫情维持震荡, 欧洲疫情持续反弹, 印度高位回落, 全球总疫情维持高位。

图表 4: 全球新冠新增确诊病例数量: 美国疫情维持震荡, 欧洲疫情持续反弹, 印度高位回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

看点 3: 全球经济: 表现分化, 美国非农就业不及预期, 新一轮财政刺激被搁置

事件: 1) 全球主要国家 9 月制造业 PMI 表现分化。2) 美国 9 月新增非农就业低于预期, 失业率小幅下降。3) 特朗普叫停新一轮财政刺激谈判。

简评:

1) 美国9月制造业PMI为55.4, 低于预期值56.3和前值56.0, 连续4个月处在荣枯线以上; 欧元区9月制造业PMI为53.7, 较前值51.7提升明显, 连续3个月处在荣枯线以上。其他国家中, 英国较上月有所下滑, 但也连续4个月处在荣枯线以上; 日本、韩国虽有小幅提升, 但依然处在荣枯线以下; 印度、巴西、越南等新兴国家均有大幅提升。全球9月制造业PMI为52.3, 略高于前值51.8。整体来看, 全球经济仍延续复苏态势, 但结构上出现分化, 美国、英国复苏节奏出现一定程度的放缓, 日本、韩国经济复苏依然疲软, 欧元区和新兴国家表现较好。

图表5: 主要经济体制造业PMI表现

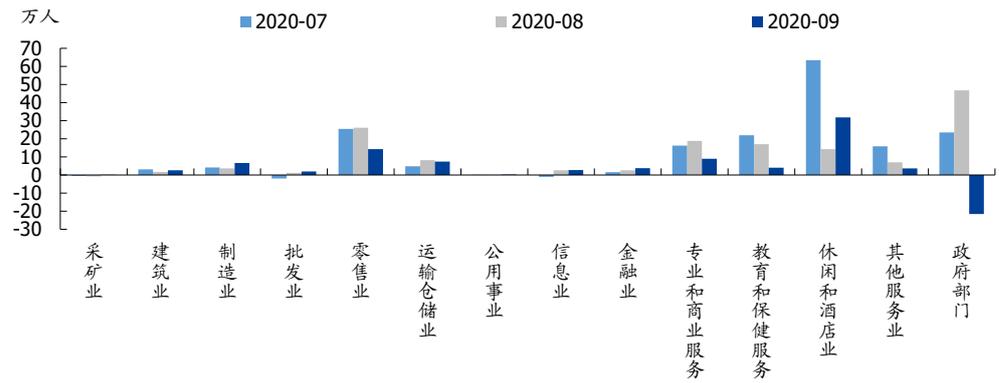
单位%	美国	欧元区	英国	日本	韩国	印度	越南	巴西	全球
走势图									
2020-09	55.4	53.7	54.1	47.7	49.8	56.8	52.2	64.9	52.3
2020-08	56.0	51.7	55.2	47.3	48.5	52.0	45.7	64.7	51.8
2020-07	54.2	51.8	53.3	45.2	46.9	46.0	47.6	58.2	50.6
2020-06	52.6	47.4	50.1	40.1	43.4	47.2	51.1	51.6	47.9
2020-05	43.1	39.4	40.7	38.4	41.3	30.8	42.7	38.3	42.4
2020-04	41.5	33.4	32.6	41.9	41.6	27.4	32.7	36.0	39.6
2020-03	49.1	44.5	47.8	44.8	44.2	51.8	41.9	48.4	47.3
2020-02	50.1	49.2	51.7	47.8	48.7	54.5	49.0	52.3	47.1
2020-01	50.9	47.9	50.0	48.8	49.8	55.3	50.6	51.0	50.4
2019-12	47.8	46.3	47.5	48.4	50.1	52.7	50.8	50.2	50.1
2019-11	48.1	46.9	48.9	48.9	49.4	51.2	51.0	52.9	50.3
2019-10	48.3	45.9	49.6	48.4	48.4	50.6	50.0	52.2	49.8
2019-09	47.8	45.7	48.3	48.9	48.0	51.4	50.5	53.4	49.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) 美国9月新增非农就业66.1万人, 低于预期值85万人和前值148.9万人; 9月失业率7.9%, 好于预期值8.2%和前值8.4%; 9月时薪增速4.7%, 低于预期值4.8%, 与前值持平。按行业来看, 除政府部门外, 其他行业就业人数均有增加, 其中休闲和酒店、零售业分别新增31.8万人、14.2万人, 是本月新增非农就业的主要贡献。按失业类型来看, 本月暂时性失业人数由上月的616万人下降至463.7万人, 相较疫情前的80万人左右仍有较大下降空间; 但非暂时性失业人数由上月的414.7万人增加至449.8万人, 已连续7个月回升, 反映出美国就业市场仍在内生性恶化。重申此前观点: 伴随经济重启, 美国失业率仍将进一步下降, 但预计后续下降速度会明显减缓, 年底大概率不会降至7%以下。

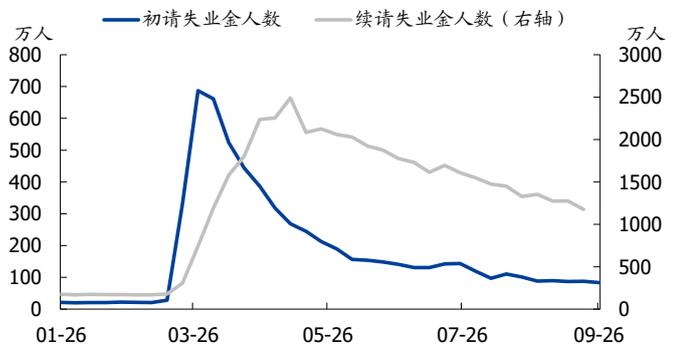
3) 10月6日特朗普宣布停止与国会民主党人围绕新一轮抗疫财政支出的谈判, 美国新一轮财政刺激计划将被搁置。特朗普此举一方面是为了推进复工, 另一方面则是全力确保最高法院大法官的提名进程。(关于大法官提名的详细分析, 请参阅我们此前的报告《美国最高法院大法官换人, 有何影响? ——美国大选跟踪第5期》) 美联储主席鲍威尔表示, 若没有新的财政刺激, 可能对美国经济造成潜在的“悲剧性后果”, 而“财政刺激过头的风险很小”。整体来看, 在就业形势依然严峻、企业债务压力高企的背景下, 新一轮财政刺激计划无法落地, 意味着美国经济复苏将受到阻力, 美股也将承压。

图表6: 美国分行业新增非农就业人数



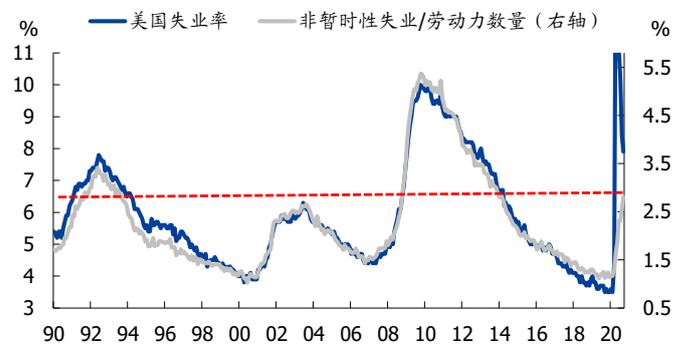
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 美国初请失业金人数下降速度明显减缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 美国非暂时性失业率仍在持续抬升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

看点4: 全球政治: 美国再度制裁中芯国际, 英国脱欧期限临近

事件: 1) 中芯国际 4 日晚在香港交易所公告, 其部分供应商受到美国出口管制规定的进一步限制。2) 英国脱欧将进入密集谈判期, 期限临近。3) 亚美尼亚、阿塞拜疆开战, 俄罗斯、法国、美国三国总统呼吁停火。

简评:

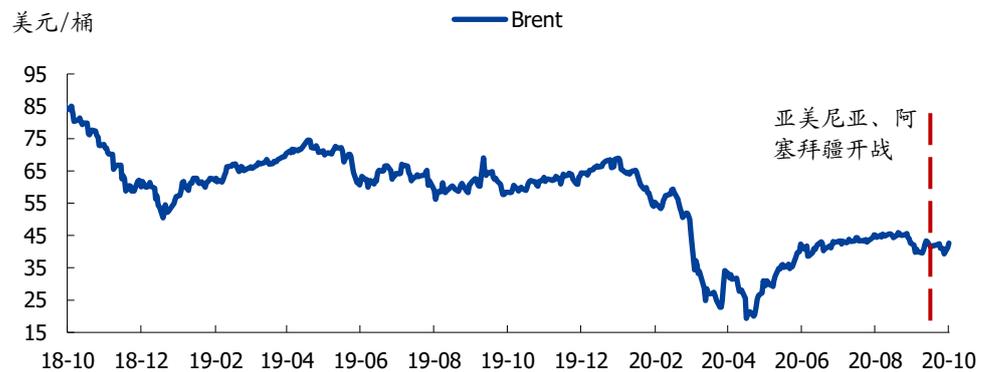
1) 美国再度制裁中芯国际, 中美摩擦升级, “双循环”解决“卡脖子”问题至关重要。中芯国际 4 日晚在香港交易所公告, 对于向中芯国际出口的部分美国设备、配件及原物料须事前申请出口许可证后, 才能向中芯国际继续供货。美国对中芯国际实施出口限制从外看, 是中美摩擦升级在技术领域的进一步体现; 从内看, 则凸显了“双循环”发展的必要性和紧迫性。在外需萎缩和贸易环境恶化的外部环境下, 我国面临技术“卡脖子”和产业链供应链竞争力弱的问题, “双循环”需要突破技术“卡脖子”问题, 进而重构国际合作新格局。

2) 英国脱欧期限临近, 协议脱欧概率更高。10 月以来英国脱欧谈判取得巨大进展, 尽管双方仍在捕鱼权、公平竞争保障和未來争端解决等议题上存在分歧, 但花旗、摩根士丹利等机构均认为英国有协议脱欧概率更高。10 月 7 日-11 月初, 将相继迎来欧盟外交

官见面、欧盟总务理事会、约翰逊设定的截止日期、欧盟峰会、最后期限等时间节点。按照既定时间线，10月底11月初可能达成协议。

3) 亚美尼亚、阿塞拜疆战火重燃，多国呼吁停火，预计对能源市场影响有限。9月27日，亚美尼亚和阿塞拜疆在有主权争议的纳卡地区激烈交火。10月1日，俄罗斯总统普京、法国总统马克龙和美国总统特朗普发表声明，呼吁纳卡地区交战方停火。截至10月5日，亚美尼亚、阿塞拜疆和土耳其均拒绝了国际社会要求停火的呼吁。由于纳卡地处南高加索地区，是输送石油和天然气的管道走廊，一旦战事扩大，可能会产生连带反应，俄罗斯、土耳其、美国等大国角力也可能出现。但鉴于疫情导致全球能源需求下降，即使两国冲突升级致使输油管道炸毁，其他国家闲置产能仍可进行弥补，目前对国际能源市场影响有限。

图表 9: 亚美尼亚、阿塞拜疆开战，对能源市场影响有限



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

看点 5: 国内经济: 服务业修复加速, 居民收入和就业仍偏低

事件: 9月官方制造业 PMI 51.5% (前值 51.0%); 非制造业 PMI 55.9% (前值 55.2%); 9月29日, 央行发布三季度企业家/银行家/城镇储户问卷调查报告。

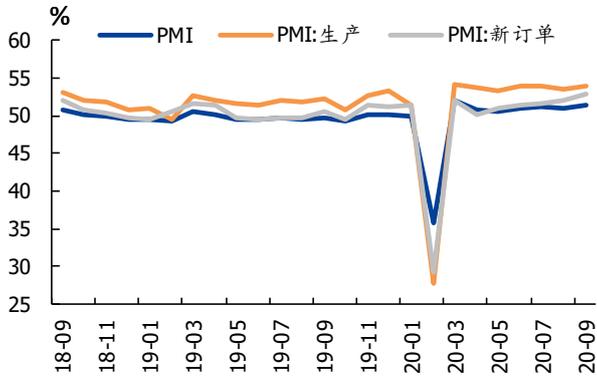
核心观点: 经济复苏提速, 服务业修复持续加速, 就业形势持续好转。

- 1、9月制造业、非制造业 PMI 普遍上涨。其中制造业 PMI 较上月上涨 0.5 个百分点至 51.5%，连续第 7 个月处于扩张区间；非制造业 PMI 为 55.9%，升幅相对制造业较大。
- 2、分项看，提示重点关注供需端、贸易端、价格端、企业端、就业端的信号：
 - **需求修复再加速，供需分化继续收敛。** 9月新订单指数连续第 5 个月回升，需求端与供给端的差距进一步收窄，需求修复继续加速，边际改善程度持续好于生产端。
 - **出口订单首次升至扩张区间，9月出口可能仍然较强。** 9月新出口订单指数继续回升至 50.8%，连续第 5 个月反弹，预示 9月出口可能也表现较好。
 - **价格分化，库存回升，全面补库可能最晚在年底年初。** 9月原材料购进价格指数续升，而出厂价格指数回落。库存方面，9月 PMI 产成品库存指数提升，预计部分行业有望率先补库，全面补库应也快了，预计最晚可能在年底年初。
 - **小企业景气度重回扩张区间，就业形势持续好转。** 9月小企业景气度回升明显，制造业、服务业、建筑业从业人员指数普遍回升，反映随着经济复苏尤其是服务业的加速修复，就业形势持续好转。
 - **服务业修复持续加速，建筑业景气度仍高。** 9月服务业 PMI 再创 2018 年 2 月以来新高，反映了国内疫情受控环境下，线下餐饮、住宿、旅游等前期受冲击较大的行

业加速恢复，这将是下半年我国经济复苏的主要动力之一。

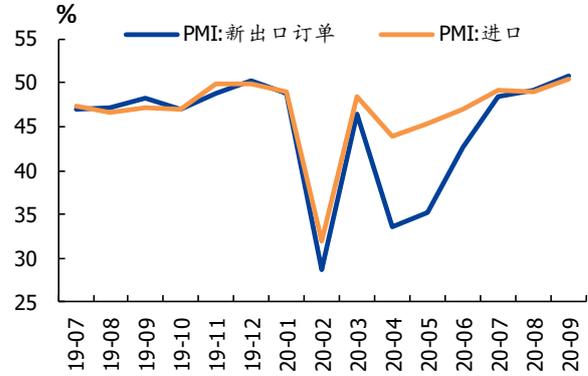
3、总体看，PMI 预示经济复苏提速，供需分化持续收敛，服务业加速修复，内生增长动能不断释放。但也应注意到，目前我国经济复苏的结构仍不均衡，线下服务消费、小微企业景气度等较正常水平仍偏低，部分行业需求仍较疲弱，海外疫情尚未得到全面有效控制，进出口依然存在不确定性，政策边际收紧但并未实质性转向。

图表 10: 9月制造业、非制造业 PMI 普遍上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 9月出口订单首次升至扩张区间



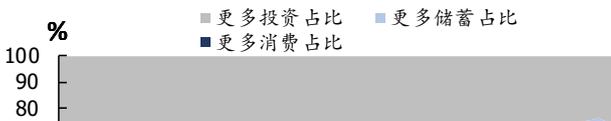
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

城镇储户问卷方面，1) 收入感受指数和就业感受指数较前值回升，仍明显低于近年平均水平；2) 物价和房价预期较前值回升，已接近近年平均水平；消费、储蓄和投资意愿方面，与上季相比更多人倾向于“更多投资”，与去年同期相比更多人倾向于“更多储蓄”。

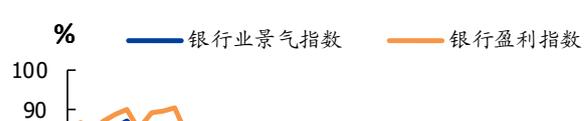
银行家问卷方面，1) 银行家宏观经济热度指数较前值回升，略低于近年平均水平；2) 银行业景气指数比上季提高，但仍低于去年同期，银行盈利指数比上季降低；3) 贷款总体需求指数比上季降低，但仍高于上年同期。4) 货币政策感受指数比上季降低，但仍高于上年同期提高，反映宽松货币政策边际收紧。

企业家问卷方面，1) 企业家宏观经济热度指数较前值回升，略低于近年平均水平；2) 产品销售价格感受指数和原材料购进价格感受指数普遍回升，均高于去年同期水平；3) 出口订单和国内订单指数普遍回升，其中出口订单略低于去年同期，进口订单高于去年同期。4) 资金周转指数和销货款回笼指数普遍回升，但均低于去年同期；5) 经营景气指数和盈利指数普遍回升，其中经营景气略低于去年同期，盈利指数已经高于去年同期。

图表 12: 居民消费、储蓄和投资意愿



图表 13: 银行景气和盈利指数分化



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_2237



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>