

旬度经济观察

——经济加速恢复的态势延续

韦志超¹ 袁方²

2020年9月30日

内容提要

随着国内部分地区的疫情在短时间内得到彻底控制，市场主体对疫情的担忧消除，进而表现为经济8月以来的加速恢复，这一趋势在未来两个季度或将延续。

在货币政策维持中性，经济持续恢复的宏观背景下，权益市场维持震荡格局，未来美国大选的落定将对权益市场和人民币汇率带来积极影响。

9月以来欧美疫情形势加速恶化，但本轮感染群体的平均年龄明显下降，重症率和死亡率大幅减少，未来疫情较难出现失控的局面，全球经济在波折中继续恢复。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

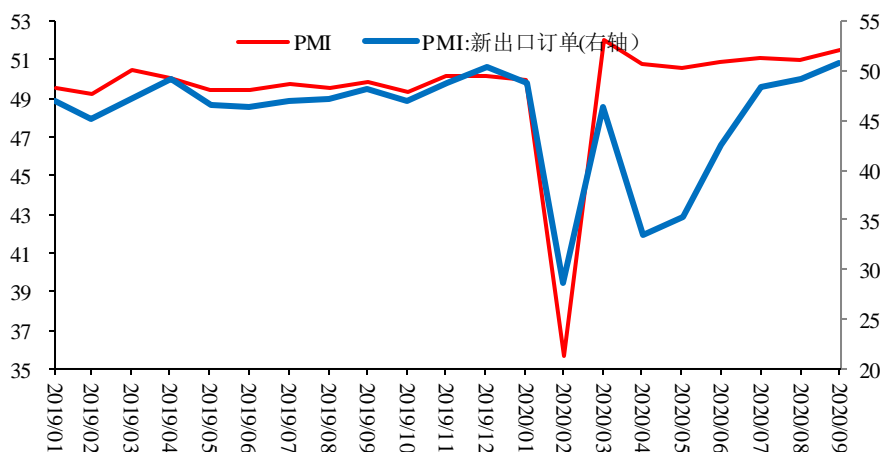
一、经济延续 8 月以来的恢复态势

9 月 PMI 为 51.5，较上月大幅回升 0.5 个百分点。分项来看，生产、新订单明显走强，而进口、新出口订单分别上行 1.4、1.7 个百分点。

从高炉开工率、粗钢产量、发电量等生产数据，以及商品房、乘用车、家电销售等消费数据来看，经济回升的趋势仍在延续。

随着国内部分地区的疫情在短时间内得到彻底控制，经济主体对疫情的担忧消除，进而从 8 月以来表现为经济的加速恢复。消费的持续恢复也将带来就业市场的改善，出口的走强以及盈利的回升对制造业投资形成支撑。考虑到当前经济各分项的累计增速较疫情前仍有相当距离，换言之经济的“补坑”过程尚未结束，未来两个季度经济回升的态势或将延续。

图 1: PMI 和 PMI 新出口订单指数, %



数据来源: Wind, 安信证券

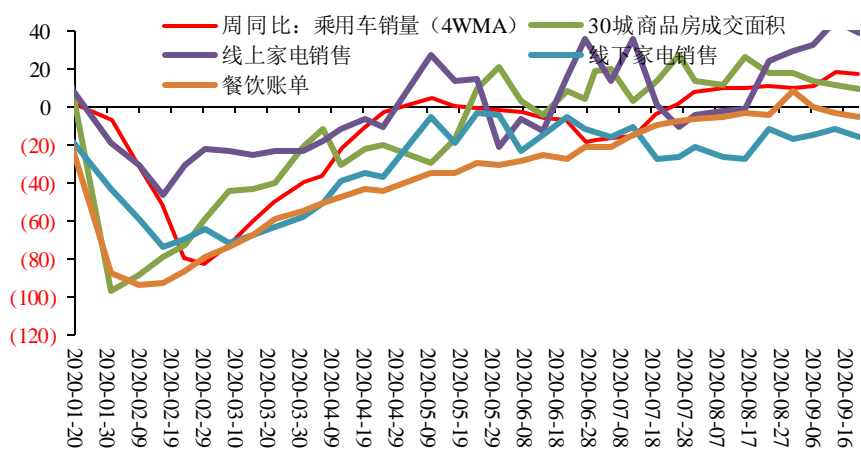
未来经济的回升中基建投资的贡献可能逐步回落。从微观的反馈来看，地方政府资金来源相对充裕，但符合要求的项目普遍缺乏，在终身追责的机制下，地方政府加杠杆实施基建的积极性偏低。这在宏观数据上表现为财政存款显著高于

季节性，与此同时基建投资持续低于预期，这一趋势未来或许仍将延续，这也意味着今年基建投资全年增速可能与去年持平。

近期地产融资政策的收紧，或许更多是政府主动化解金融风险诸多步骤中的一环，这一考虑具有长期性，其逆周期政策退出的色彩偏弱。从这个角度来看，房地产企业融资的收紧或许会持续较长时间，这将对债务负担重、现金流脆弱的企业形成重大压力，其可能带来的次生风险需要留意。

总结而言，在前期经济恢复的过程中，基建和地产发挥了决定性的力量，未来经济的恢复或许更为全面。疫情担忧解除后消费的持续复苏，私人投资的回升将成为影响经济走势的主要变量。

图2：高频数据同比，%



数据来源：Wind，安信证券

二、工业品价格走弱

9月工业品价格出现普遍回落，石油、铁矿石、螺纹钢、焦炭均表现偏弱，而水泥价格出现回升，幅度强于季节性。

这一分化背后或许存在这样的可能性，4月至8月终端需求的恢复叠加存货的回补带动工业品价格走强，而随着9月份存货回补接近尾声，工业品价格开始下跌，终端需求对水泥价格形成温和支撑。

历史上工业品价格的大幅波动往往伴随着存货的摆动，而存货的摆动短期之内也会总需求形成重大影响，比如2014年和2015年存货的去化加速了经济的下行。

从这个角度来看，未来工业品价格的走势将主要取决于存货摆动与终端需求回升孰强孰弱。考虑到经济恢复的进度仍将延续以及存货影响逐步衰减，未来工业品价格趋势下行的可能性较低。

此外，对全球定价的商品而言，供应端的扰动在年底之前难以解除，这也在边际上有助于相关品种价格的回升。未来疫苗推广使用对全球需求的刺激，以及美国大选落定后美元指数的重新回落，都对工业品价格形成支撑。

图3：南华工业品指数



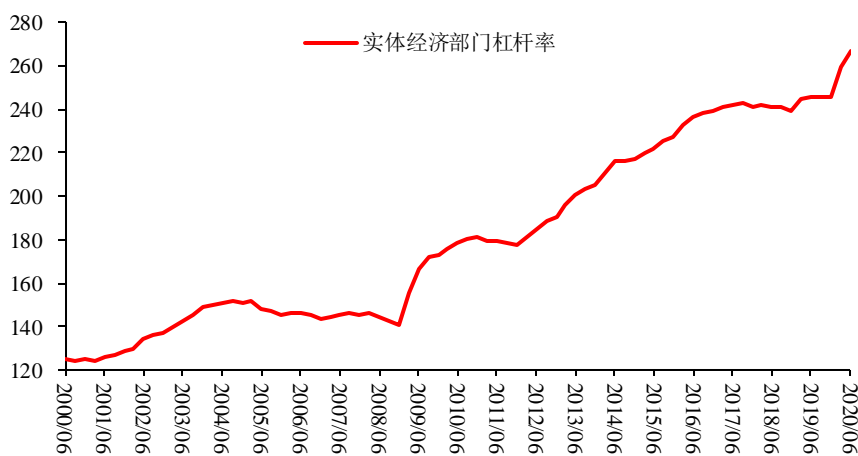
数据来源：Wind，安信证券

高频数据显示蔬菜、猪肉等食品价格出现小幅下跌，9月CPI同比增速将继续回落的态势。

未来两个季度 PPI 持续回升，但仍在负增长区间，CPI 先下行后回升，整体维持在 3% 以下，通胀难以触发货币政策的系统性收紧。

从最近三年政策变化的角度来看，杠杆率的持续抬升或许是引发货币政策调整的主要因素。疫情爆发以来，在两个季度的时间里实体部门杠杆率上行达 20 个百分点，这一幅度与 2009 年接近。当然本轮杠杆率的上行一半源于名义 GDP 的大幅收缩，另一半是央行在疫情背景下加大对实体经济信贷投放的结果。因此明年经济的显著恢复将抑制杠杆率的上行，另一方面，站在稳杠杆或者降杠杆的角度来看，货币政策的边际收紧是可以预期的，其幅度也与经济反弹的力度密切相关。

图4：实体经济部门杠杆率，%



数据来源：国家资产负债表研究中心，安信证券

三、权益市场维持震荡

9 月下旬权益市场交易清淡，指数小幅回落。消费、成长板块跌幅略低于周期、稳定类，估值分化的情形延续。

在国内流动性维持中性的背景下，市场短期关注的焦点在于美国大选结果、疫苗推广使用的时点以及经济恢复的持续性。

从最新的高频数据来看，经济仍处于回升的态势之中，生产和消费端的恢复进程远未结束。理论上讲，经济恢复完成的标志或许是，各分项填补完一季度的坑后，累积增速接近或略低于疫情前水平。

如果以此为标准来预测未来经济恢复，那么我们或许会看到工业增速未来两个季度仍会保持较高增速回升，服务业的情况类似。

合并来看，未来一年，或许我们能看到经济的加速恢复持续两个季度左右，随后经济回落到略低于疫情前的新均衡水平。

而疫情在明年初的大规模推广将会加速这一过程，在此背景下，货币政策维持中性，经济持续恢复将是影响各类资产价格的主要宏观场景。这一宏观场景对权益市场的影响在于，经济的回升带动盈利持续改善，经济回升导致的流动性边际收紧对估值形成压制，指数在这两股力量作用下维持震荡。此外，11月初美国大选落定，中美关系有望在短期内出现缓和，随着短期不确定性消除，市场风险偏好或许会出现回升，这将对市场形成额外的支撑。

图5：各板块指数表现



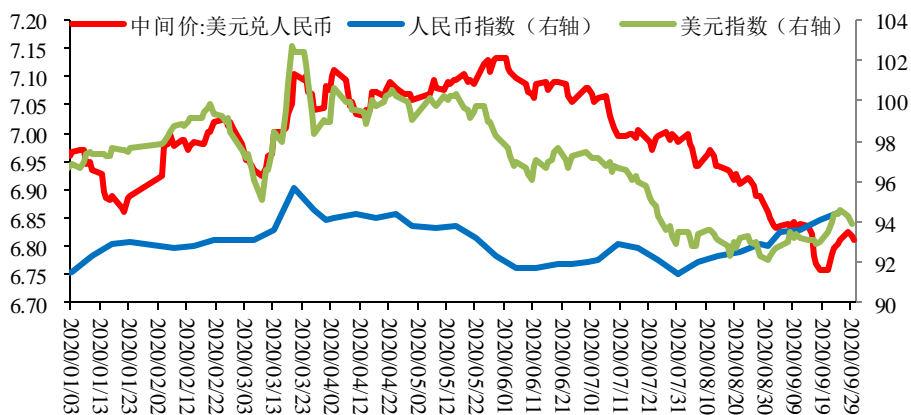
数据来源：Wind，安信证券

9月下旬受美元指数上行的影响，人民币兑美元汇率逐步贬值，与此同时人民币兑一篮子汇率持续走强。

历史上随着美国大选的临近，市场的避险情绪升温，美元指数倾向于走高。而本轮大选选情胶着，候选人争取选票的手段存在较大不确定性，这也使得美元指数在短期之内易涨难跌。

往后看，未来伴随大选的落定，美元指数或许会重新进入贬值的通道，这将有助于强化人民币升值的趋势。

图6：各板块指数表现



数据来源：Wind，安信证券

9月下旬以来，银行间利率整体维持平稳，债券市场短期和长端利率均高位

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_2264



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn