

国内经济持续向好 调控回归“稳”“进”兼顾

——2020 年四季度宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2020 年 09 月 25 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外部而言，8 月底以来全球新冠肺炎疫情日新增病例数波动中枢再度抬升，欧美国家的疫情反复是其主要原因。面对欧美疫情的冲击，外部经济增长的不确定性无疑会有所增强，但是就疫情对经济活动冲击力度的预判，则不能以年初的经验简单外推。我们承认疫情反复会对恢复之中的欧美经济造成干扰，但同时认为其力度会弱于年初状态，且相对于消费而言，生产活动将体现出更多韧性，如果疫苗研发及生产能取得超预期成果，经济恢复及市场信心都将呈现出更好的发展态势。
- 就增长而言，天气干扰的消逝令国内采矿及公用事业工业增加值出现明显改善，促成了 8 月工业增加值整体增速水平的再度抬升；与此同时，不仅房地产投资继续保持强劲，制造业投资和消费的恢复力度也有所强化。展望四季度，制造业投资和消费所代表的内生增长动力的恢复态势，以及以基建投资为代表的补位力量将成为国内经济恢复的主导因素。
- 就通胀而言，四季度，CPI 同比增速将因翘尾的大幅回落而下行至 1% 以内，并令全年 CPI 同比增速回落至 2.6% 左右；PPI 方面，考虑到需求大力度回升的可能性较小，对生产资料价格的拉动力较弱，新涨因素对 PPI 回升的推动力有限，PPI 当月同比会仍将维持较高的负增长，全年累计同比增速仍将低于 -1.5%。
- 就政策而言，尽管国内疫情防控已取得明显效果，但是防疫诉求下的经济活动限制并未完全消失，国内经济增长尚未回归正常轨道，重点人群就业压力依旧较高，叠加国外疫情反复及国际形势日益复杂对需求的抑制，稳增长必要性仍在。另一方面，正如“730 政治局”会议所言，“我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识”，在疫情防控紧迫性逐步缓和且经济持续向好的背景下，处理解决中长期问题的重要再度显现，于是立足供需进行结构调整的政策将逐步出台。

风险提示：国际疫情发展超预期

目 录

1. 全球疫情又现波折 外需前景仍不乐观	5
1.1 印度疫情首峰初现 欧美疫情再掀波澜	5
1.2 生产态势尚好 服务前景堪忧	6
2. 需求继续恢复 生产难再提速	8
2.1 出口增速进一步改善 防疫物资拉动力趋弱	8
2.2 需求恢复有所提速 消费增长首次转正	9
2.3 生产同比改善停滞 环比增速继续回落	11
2.4 食品涨价支持 CPI 需求改善推升 PPI	12
3. 适度刺激稳增长 立足供需调结构	14
3.1 美国大选来临 外部环境波折	14
3.2 适度刺激稳增长 财政发力在补位	15
3.3 宽货币已终结 宽信用有重点	16

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	6
图 5: 美国制造业 PMI 指数	6
图 6: 美国 Markit 制造业 PMI 指数	6
图 7: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数	7
图 8: 主要经济体服务业 PMI 指数	7
图 9: 欧元区主要信心指数	7
图 10: 美国消费者信心指数	7
图 11: 韩国出口同比增速	7
图 12: 中国出口集装箱运价指数	7
图 13: 进出口当月季调同比增速	8
图 14: 高新技术产品出口情况	8
图 15: 对不同经济体出口增速	8
图 16: 当月贸易顺差情况	8
图 17: 固定资产投资同环比增速	10
图 18: 房地产投资累计同比	10
图 19: 基建投资累计同比	10
图 20: 重点行业固定资产投资累计同比	10
图 21: 消费当月及累计同比	10
图 22: 调查失业率仍维持高位	10
图 23: 工业增加值同环比数据	11
图 24: 工业增加值当月同比 (分类别)	11
图 25: 中采制造业 PMI 指数	11
图 26: 中采制造业 PMI 生产及订单指数	11
图 27: 采制造业 PMI 库存指数	11
图 28: 采制造业 PMI 从业人员指数	11
图 29: CPI 同比数据	12
图 30: 核心 CPI 数据	12
图 31: CPI 环比历史对比	12
图 32: 农产品批发价格指数	12
图 33: PPI 同环比数据	13
图 34: 生产资料当月同比	13
图 35: PPI 环比历史对比	13
图 36: 主要大宗商品 9 月均价变动幅度	13
图 37: 拜登和特朗普的民调数据	15
图 38: 摇摆州民调数据	15
图 39: 财政当月收支情况	16
图 40: 财政收入分类别同比增速	16

图 41: 主要税种收入同比增速	16
图 42: 全国政府性基金支出当月同比	16
图 43: Shibor 利率走势	17
图 44: 产业债信用利差中位数	17

表 目 录

表 1: 美国大选时间安排	14
表 2: “驴象两党”对华政策	15

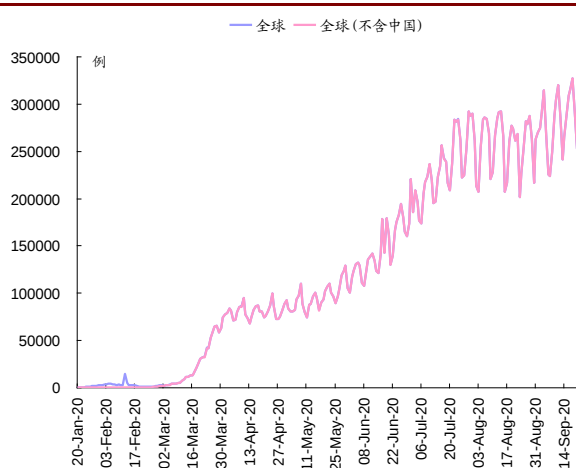
进入三季度，复工复产的持续推进以及内外部需求的缓慢改善令国内经济增长逐渐回归正常轨道，尽管生产和需求改善异步差令边际改善的力度逐步弱化，但相较于全球而言，疫情防控的良好态势成就了国内优于全球的经济复苏成果。对应于此，政策调控的重点也逐步从针对于疫情的救急式对冲，回归到兼顾“稳”、“进”的框架之中。就四季度来说，面对欧美疫情的再度反复，以及逆全球化阴魂不散，外部需求的不确定性依旧较大，相较于此，国内需求则有望因良好的疫情防控及财政刺激的适时推进而持续改善。

1. 全球疫情又现波折 外需前景仍不乐观

1.1 印度疫情首峰初现 欧美疫情再掀波澜

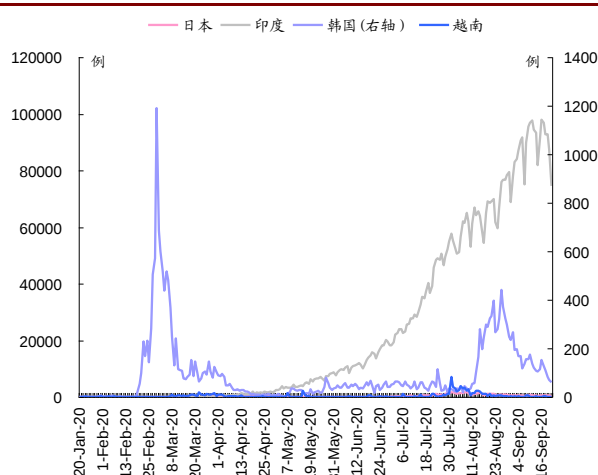
8月底以来全球新冠肺炎疫情日新增病例数波动中枢再度抬升，欧美国家的疫情反复是其主要原因所在，其中法国和西班牙日新增病例数快速抬升，而且美国日新增病例数也出现一定程度反弹；相较于此，亚洲地区疫情的二次回潮在8月下旬后基本结束，而且印度疫情的首个峰值也初步显现，考虑到发达经济体对全球经济前景更具影响力，全球风险偏好出现明显走弱，并带动主要股指出现明显回调。

图 1：全球新冠肺炎疫情每日新增数据



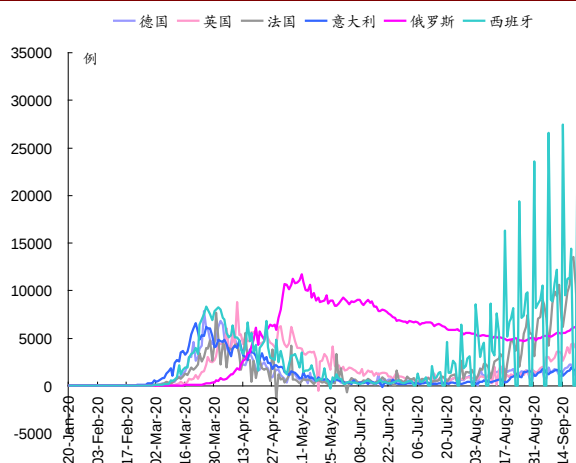
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



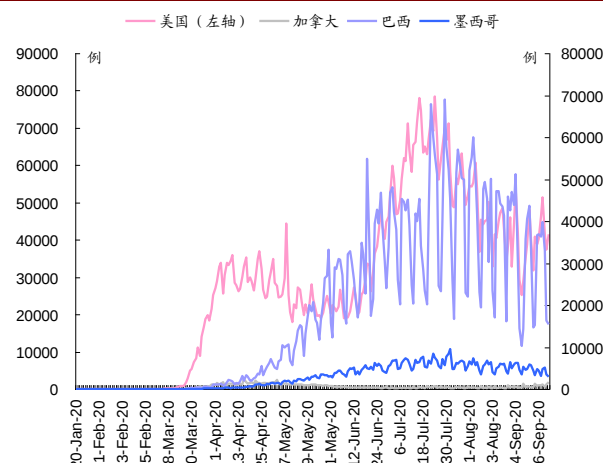
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

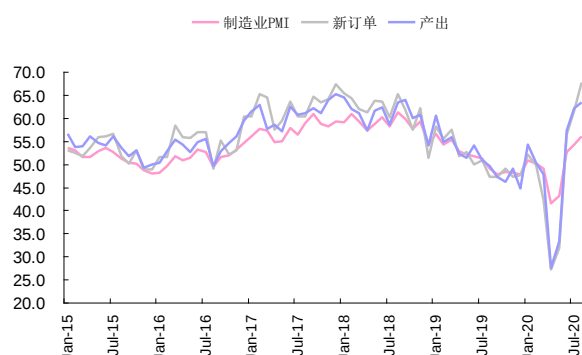
图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

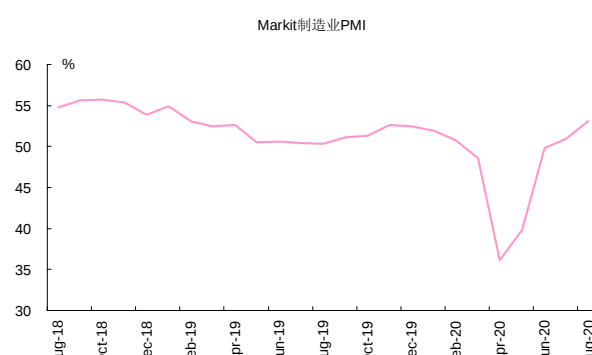
1.2 生产态势尚好 服务前景堪忧

图 5: 美国制造业 PMI 指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

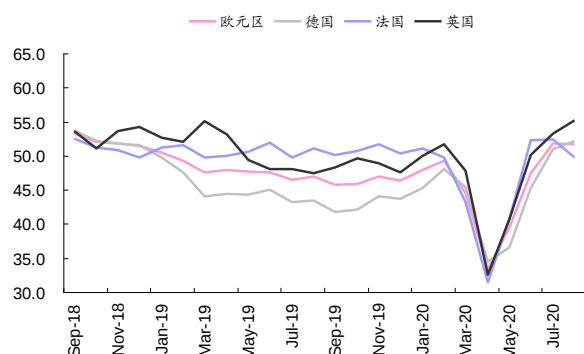
图 6: 美国 Markit 制造业 PMI 指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

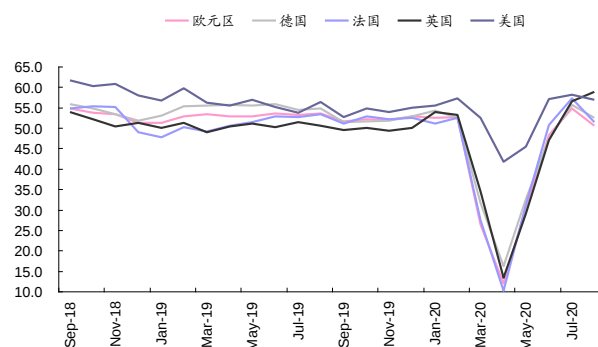
面对欧美疫情的冲击，外部经济增长的不确定性无疑会再度增强，但是就疫情对经济活动冲击力度的预判，则不能以年初的经验简单外推：一方面，以美国为例，在其二次回潮且日新增病例数迭创新高的过程中，制造业 PMI 指数不仅没有再度回落，反而延续了此前的反弹趋势，这或许表明在防护手段保障和恐惧心理缓和的双重作用下，疫情反复对生产活动的冲击力度出现了明显弱化；另一方面，尽管相较于生产活动而言，消费活动在疫情反复期间所受抑制更为明显，但是同样因为恐惧心理的弱化以及防护措施的普及，消费活动所受冲击的力度也将弱于年初水平。因此，我们承认疫情反复会对恢复之中的欧美经济造成干扰，但同时认为其力度会弱于年初状态，且相对于消费而言，生产活动将体现出更多韧性，如果疫苗研发及生产能取得超预期成果，经济恢复及市场信心都将呈现出更好的发展态势。

图 7: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数



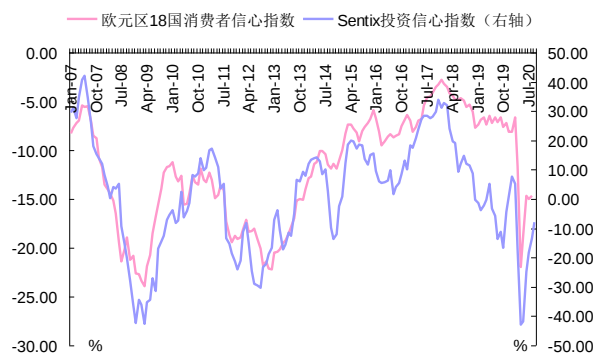
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 主要经济体服务业 PMI 指数



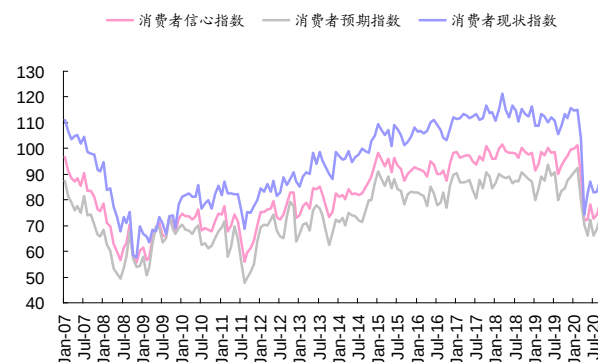
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 欧元区主要信心指数



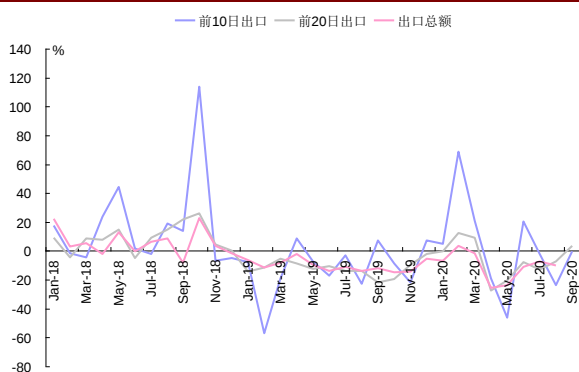
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 美国消费者信心指数



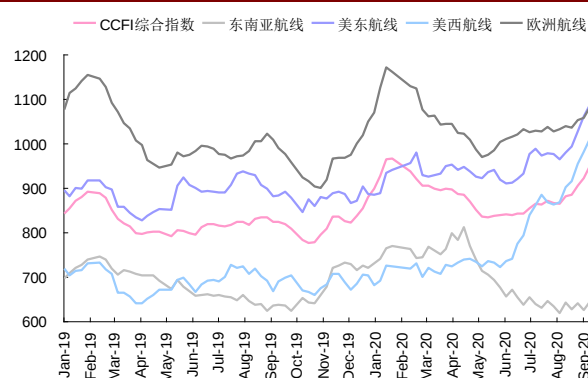
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 韩国出口同比增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 12: 中国出口集装箱运价指数



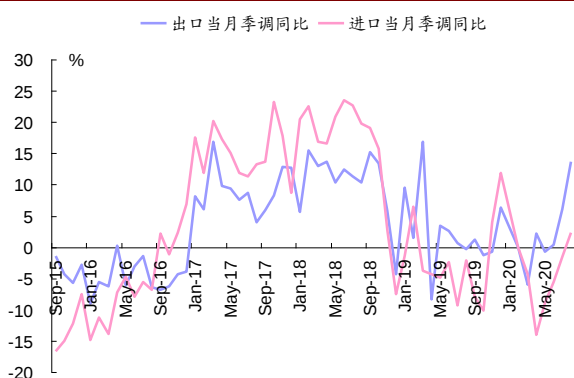
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2. 需求继续恢复 生产难再提速

天气干扰的消逝令采矿及公用事业工业增加值出现明显改善，促成了8月工业增加值整体增速水平的再度抬升，与此同时，不仅房地产投资继续保持强劲，制造业投资和消费的恢复力度也有所强化。就四季度而言，制造业投资和消费所代表的内生增长动力的恢复态势，以及以基建投资为代表的补位力量将成为国内经济恢复的主导边际变量。

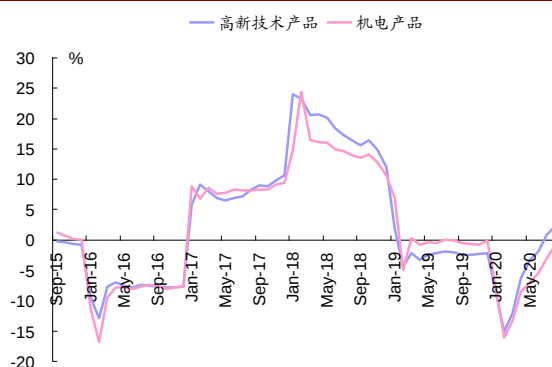
2.1 出口增速进一步改善 防疫物资拉动力趋弱

图 13: 进出口当月季调同比增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 高新技术产品出口情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 15: 对不同经济体出口增速

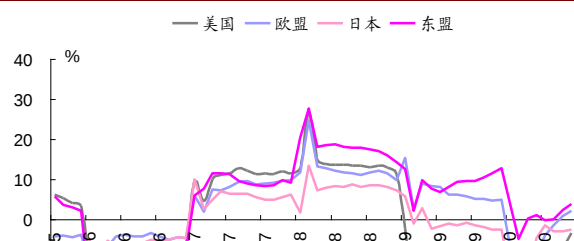
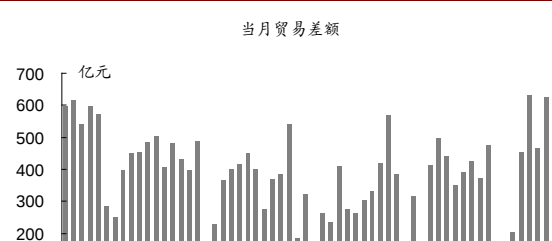


图 16: 当月贸易顺差情况



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_2360

