

南华期货 NANHUA FUTURES

南华期货研究 NFR

2020 年 Q3 宏观报告

强弱切换，未来已来

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

核心观点：

1. **二季度以来，国内经济进一步加速修复**。从 8 月的各项指标表现来看，前期修复相对落后的制造业和消费边际表现非常亮眼，而作为主要拉动力的房地产和基建则呈现边际趋缓的态势，进出口则在出口超预期以及大宗商品拖累下进出口增速差扩大。

2. **向后看，四季度经济修复动能开始边际强弱切换，经济增速进一步向潜在增长率回归，有望实现 5.5%左右的经济增速。**消费改善节奏是四季度经济修复的主线，重点关注可选消费尤其是服务消费的边际贡献走向，我们仍然看好基建对于经济增速的托底作用，房地产市场供需两端韧性仍存，在“房住不炒”的大背景下房地产投资预计持稳为主，制造业内生动力增强，后续有望进一步修复，重点关注边际修复斜率的演变，进出口则在内需逐渐修复、中美关系不确定性以及中美贸易第一阶段协议推进压力下或呈现出顺差逐步收窄的走势。

3. **四季度货币与财政政策：**货币政策更加灵活适度，整体边际收敛，结构性流动性框架下的货币政策可能更加频繁通过投放流动性来调节市场利率，鉴于当前低超储率以及未来可能的债券供给压力，降准窗口依然存在。积极的财政政策更加注重实效，保障重大项目建设资金，注重有效投资，落实落细减税降费政策，为市场纾困，根据全年减负 2.5 万亿元的计划，下半年还有 1 万亿元左右的空间。

风险点：海外疫情发展超预期　经济修复不及预期　中美关系　美国大选

目录

第 1 章 经济修复动能强弱切换 5
第 2 章 工业生产：总量向上，边际趋缓 6
2.1. 盈利改善驱动工业生产领先修复 6
2.2. 四季度：总量向上，边际放缓 7
第 3 章 消费：是冲击效应还是内生性需求抬头？ 9
3.1. 8 月社零首次转正，环比明显反弹 9
3.2. 消费改善节奏是四季度经济修复的主线 10
第 4 章 边际强弱切换，投资结构改善 12
4.1. 供需两端韧性仍存，房地产投资边际放缓 12
4.2. 制造业边际走强，修复斜率是关注重点 15
4.3. 基建投资韧性持续，继续为经济托底 17
第 5 章 出口强势、进口修复，贸易顺差或逐步收窄 22
5.1. 替代效应叠加防疫物资支撑出口走强 22
5.2. 经济回暖叠加人民币升值，进口增速有望拐头向上 24
第 6 章 经济内生性增强 政策扶持力靠后 26
6.1. 货币政策边际收敛，趋向中性 26
6.2. 积极有为的财政政策更加注重实效 28
免责申明 31

图目录

图 1.1.1：中国宏观经济热力图及部分预测数据 5
图 2.1.1：工业生产当月同比已超去年同期水平（%） 6
图 2.1.2：汽车、钢铁等对工业增加值拉动明显（%） 6
图 2.1.3：盈利改善驱动工业生产快速恢复（%） 7
图 2.1.4：工业企业利润当月同比创近两年新高（%） 7
图 2.2.1：工业增加值的环比季节性较强（%） 7
图 2.2.2：年内工业生产修复斜率或趋缓 7
图 3.1.1：8 月社零的当月同比疫情后首次转正（%） 9
图 3.1.2：8 月社零环比出现明显反弹（%） 9
图 3.1.3：商品零售及餐饮服务 8 月环比均边际改善（%） 10
图 3.1.4：居民收入及消费意愿出现一定改善（%） 10
图 3.2.1：9 月份电影票房收入出现回落（单位：万元） 10
图 3.2.2：四季度是消费季节性旺季（%） 11
图 3.2.3：股市财富效应对消费形成正向支撑 11
图 4.1.1：累计同比看房地产和基建偏强，制造业偏弱（%） 12
图 4.1.2：边际改善看，制造业>房地产>基建（%） 12
图 4.1.3：地产销售持续向好（%） 13
图 4.1.4：8 月土地购置面积出现回落（%） 13
图 4.2.1：制造业累计同比与当月同比（%） 15
图 4.2.2：出口偏强带动制造业部分回暖（%） 15
图 4.2.3：内需回暖带动制造业好转（%） 16
图 4.2.4：工业利润修复缓慢制约制造业改善空间（%） 16
图 4.3.1：三大基建行业修复增速各异（%） 18
图 4.3.2：部分交运细分行业同比增速转正（%） 18
图 4.3.3：水利行业修复斜率趋缓（%） 19
图 4.3.4：各电力行业同比增速已接近往年高点（%） 19
图 4.3.5：PPP 投资力度减弱（亿元） 20
图 4.3.6：8 月地方政府债券发行额再次大幅增加（%） 20
图 5.1.1：8 月进出口增速差明显扩大（%） 23
图 5.1.2：外需回暖支撑出口强势（%） 23
图 5.1.3：出口替代效应对出口形成正向拉动（%） 23
图 5.1.4：防疫物资对出口的边际贡献下降（%） 23
图 5.2.1：自多数国家进口偏弱（%） 24
图 5.2.2：皮革、动植物等部分商品进口偏强（%） 24

图 5.2.3：经济回暖预期及人民币升值均利好进口（%） 25
图 5.2.4：中美经贸第一阶段协议执行进度跟踪 25
图 6.1.1：银行间质押式回购利率逐步回归（%） 26
图 6.1.2：LPR 连续六个月保持稳定（%） 26
图 6.1.3：新增社融量有逐步下滑趋势（亿元） 27
图 6.1.4：七八月新增人民币信贷量与往年接近（亿元） 27
图 6.2.1：1-8 月财政支出以民生领域为主 29
图 6.2.2：近三个月财政支出同样以民生领域为主 29
图 6.2.3：未来财政政策六大方向 30

表目录

表 1.1.1：私营机构对四季度以及明年中国经济增速的预测 5
表 4.1.1：房地产融资收紧传导至投资下行大约需要 3-6 个月 14
表 4.3.1：基建行业累计同比增速环比变化（%） 18
表 4.3.2：2020 年 1-8 月新增地方政府债券发行进度（亿元） 20
表 5.2.1：中美经贸第一阶段协议分类型执行进度跟踪 25
表 6.1.1：9-12 月月均社融增量最高值预测（万亿） 28

第1章　经济修复动能强弱切换

1. 二季度以来，国内经济进一步加速修复。从 8 月的各项指标表现来看，前期修复相对落后的制造业和消费边际表现非常亮眼，而作为主要拉动力的房地产和基建则呈现边际趋缓的态势，进出口则在出口超预期以及大宗商品拖累下进出口增速差扩大。

2. 向后看，四季度的经济增速进一步向潜在增长率回归，有望实现 5.5%左右的经济增速。四季度最重要的特征是经济修复动能的边际强弱切换，具体来说，消费改善节奏是四季度经济修复的主线，重点关注可选消费尤其是服务消费的边际贡献走向，我们仍然看好基建对于经济增速的托底作用，房地产市场供需两端韧性仍存，在“房住不炒”的大背景下房地产投资预计持稳为主，制造业内生动力增强、有望进一步修复，重点关注边际修复斜率的演变，进出口则在内需逐渐修复、中美关系不确定性以及中美贸易第一阶段协议推进压力下或呈现出顺差逐步收窄的走势。

3. 四季度货币与财政政策：货币政策更加灵活适度，整体边际收敛，结构性流动性框架下的货币政策可能更加频繁通过投放流动性来调节市场利率，鉴于当前低超储率以及未来可能的债券供给压力，降准窗口依然存在。积极的财政政策更加注重实效，保障重大项目建设资金，注重有效投资，落实落细减税降费政策，为市场纾困，根据全年减负 2.5 万亿元的计划，下半年还有 1 万亿元左右的空间。

表 1.1.1：私营机构对四季度以及明年中国经济增速的预测[1]

日期	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	2020	2021	2022
20200929	-6.8	3.2	5.2	6	2.1	8	5.45
20200630	-6.8	3.2	5	6	1.8	8	5.4

资料来源：Bloomberg 南华研究

图 1.1.1：中国宏观经济热力图及部分预测数据

指标	202012F	202011F	202010F	202009F	202008	202007	202006	202005	202004	202003	202002	202001
GDP:累计(%)	2.0			2.1			-1.6			-6.8		
GDP:当季(%)	5.7			5.2			3.2			-6.8		
CPI(%)	1.7	0.8	1.2	1.8	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4
PPI(%)	0.1	-0.6	-1	-1.9	-2	-2.4	-3	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1
社会消费品零售(%)	5	7.5	6.3	4.5	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	
工业增加值(%)	2.5	6	6.2	6.5	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3
出口(%)	-4.5	-2	3.5	7.5	9.5	7.2	0.5	-3.2	3.4	-6.6	-17.1	
进口(%)	4	-6.5	-3.5	-0.5	-2.1	-1.4	2.7	-16.6	-14.2	-1.1	-4	
固定资产投资:累计(%)	3.7	3.4	2.8	1.3	-0.3	-1.6	-3.1	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	
M2(%)	10.7	11		10.5	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4
人民币贷款(%)	12.8	12.8		12.5	13	13	13.2	13.2	13.1	12.7	12.1	12.1
新增人民币贷款(亿元)				19000	12800	9927	18100	14800	17000	28500	9057	33400
社融规模					35800	16900	34300	31900	30900	51627	8554	50674
制造业(PMI)				51.1	51	51.1	50.9	50.6	50.8	52	35.7	50

数据来源：Wind 南华研究

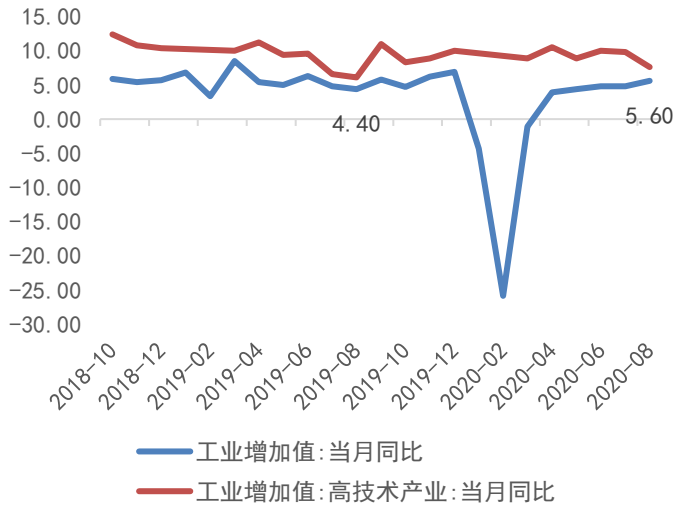
[1] 表格数字中，标灰代表实际值，标红代表上调，标绿代表下调

第2章　工业生产：总量向上，边际趋缓

2.1. 盈利改善驱动工业生产领先修复

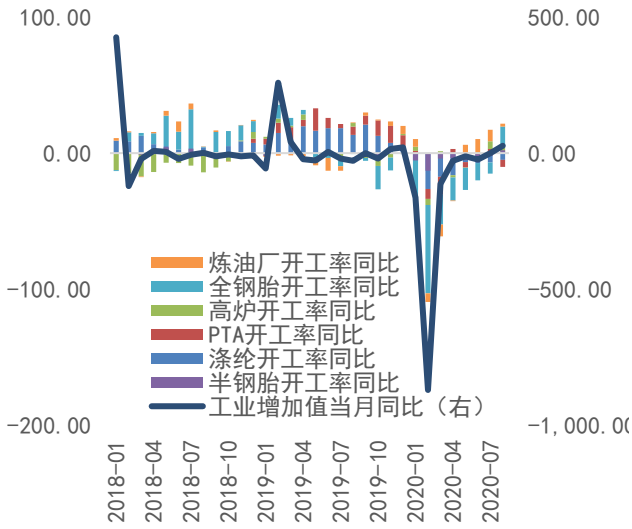
进入三季度，工业生产率先完成 V 型反转，2020 年 8 月，工业增加值的当月同比为 5.6%，已超过去年同期的 4.8%，从当月同比的绝对表现来看，高技术产业>制造业>公用事业>采矿业，从各行业当月同比的环比变化看，上游采矿业改善最为明显。工业生产的率先修复主要得益于疫情之后工业企业利润的持续修复，而这背后最根本的原因则是源于下游地产、基建在三季度对国内经济的强力拉动所致。

图 2.1.1：工业生产当月同比已超去年同期水平（%）



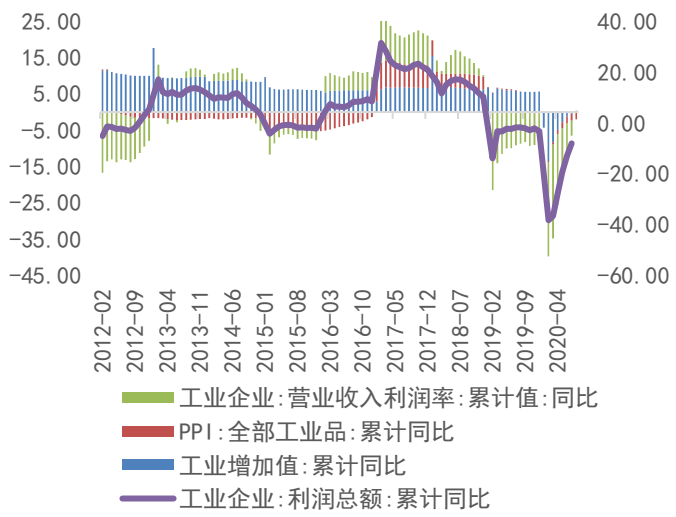
数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.2：汽车、钢铁等对工业增加值拉动明显（%）



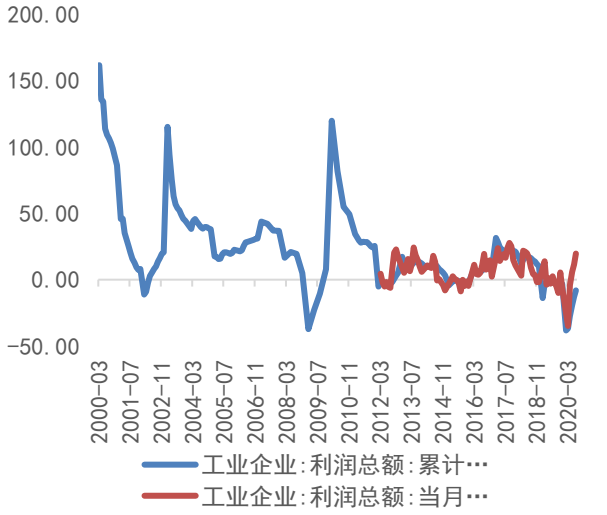
数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.3：盈利改善驱动工业生产快速恢复（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 2.1.4：工业企业利润当月同比创近两年新高（%）

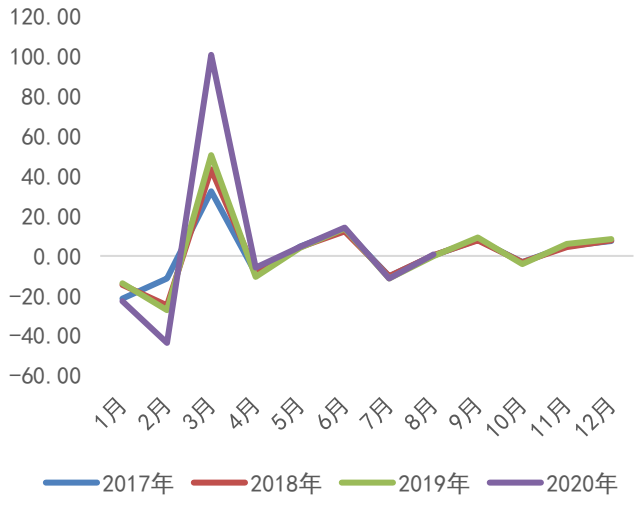


数据来源：Wind 南华研究

2.2. 四季度：总量向上，边际放缓

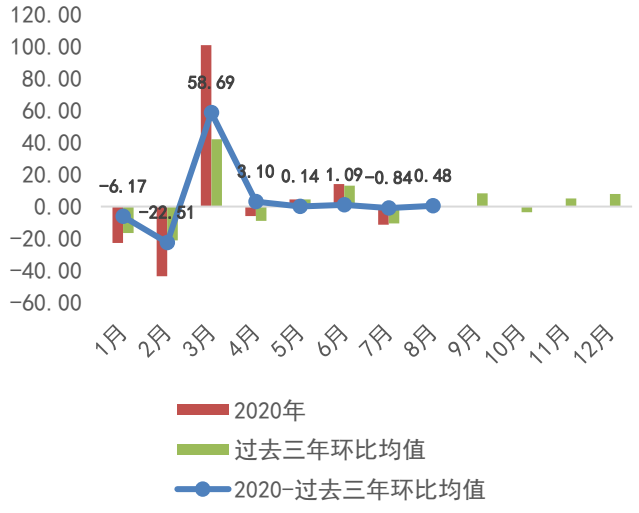
但是，尽管工业生产当月同比快速修复至超过疫情之前的水平，但当前的修复速度已经出现一定的放缓迹象。鉴于工业增加值的环比变化存在极强的季节性特征，我们从工业增加值的环比改善程度来看，7 月份工业增加值的环比表现自今年 3 月以来首次低于过去三年环比均值，虽然 8 月份又重新小幅回升，但整体而言当前快速修复的工业生产速度或不可持续。

图 2.2.1：工业增加值的环比季节性较强（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.2：年内工业生产修复斜率或趋缓



数据来源：Wind 南华研究

除此之外，我们认为工业生产恢复速度在四季度进一步趋缓的原因主要还有以下几点：

（1）首先从工业企业利润改善的可持续性来看，尽管工业企业在年底持续修复的大方向是确定的，但是当前的修复速度是不可持续的，7 月工业企业利润当月同比已达 19.6%，创 2018 年 6 月以来的高位，去年同期仅为 2.6%，进一步大幅上修的空间较为有限，8 月工业企业利润当月同比小幅回落至 19.1%即已基本印证了我们的判断。

（2）最根本的原因还在于需求端，我们认为支撑当下工业生产快速修复的基建以及地产的高增速不可持续,8 月份的房地产以及基建投资增速已经出现边际放缓的迹象，而且进入四季度，房地产投资在楼市调控政策意图明显以及销售季节性增加的影响下预计房地产投资增速当月同比增速或趋缓，而基建作为主要的逆周期调控变量，当前的逆周期政策主要是托而不举，因此基建投资增速在四季度随着专项债发行告一段落以及经济增速恢复较好的原因增速重托不重举，增速或低于市场预期。

总而言之，进入四季度，工业生产在利润率改善、PPI 降幅进一步收窄趋势比较确定、减税降费等政策红利持续支持的情况下依然具备改善的空间，但受制于作为根本影响因素的需求端边际放缓的影响，四季度工业生产大概率呈现出总量向上，边际放缓的格局。

第3章　消费：是冲击效应还是内生性需求抬头？

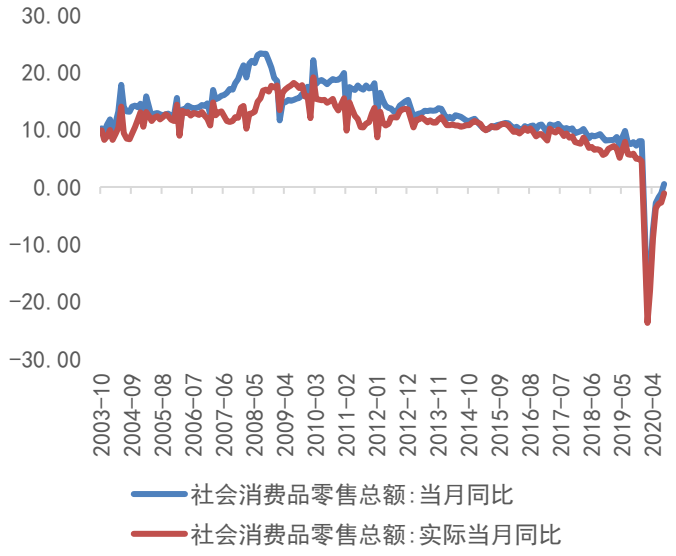
疫情之后，在二季度以及整个三季度前期，消费都是恢复相对偏慢的。放眼当下，当前消费恢复呈现的主要特征为：1）总量偏慢，8 月边际修复速度明显加快；2）从当月同比这一绝对表现来看，商品零售>餐饮收入，限额以上>限额以下，乡村>城镇，从环比的边际变化来看，餐饮收入显著优于商品零售，限额以上显著优于限额以下。

3.1.8 月社零首次转正，环比明显反弹

进入二季度后,8 月的消费增速出现明显的反弹,8 月社会消费品零售同比增涨 0.5%，较上月回升 1.6pcts，年内首次实现正增长，去年同期 7.5%，消费距离完全修复仍存在较大空间，消费恢复正常需要一个过程。

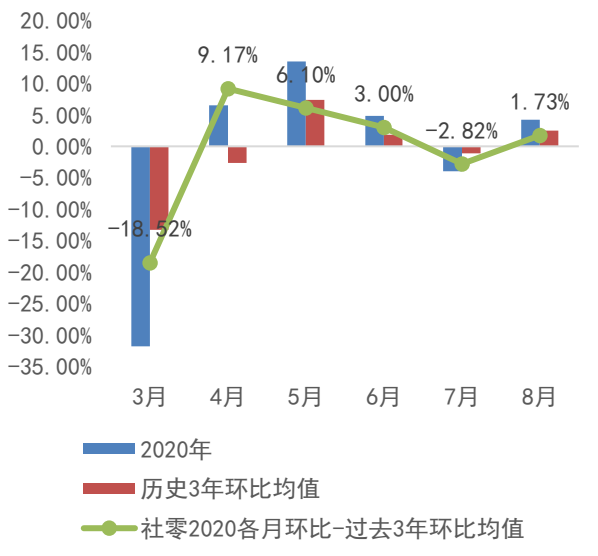
我们认为消费增速在 8 月明显反弹的原因主要在于：（1）随着经济以及内需的逐渐恢复，居民收入水平和消费倾向或意愿都出现了明显的改善；（2）从消费类型看，商品零售和餐饮收入均呈现出明显的环比改善，尤其是餐饮收入环比改善程度明显，餐饮收入的边际改善也是此次社零增速出现明显反弹的原因之一；（3）除此之外，7 月 20 后以后国家电影局对于低风险地区影院消费的政策限制有边际放松也对 8 月的消费反弹有显著贡献。从广电总局的数据来看，自 7 月 20 日低风险地区影院有序开放以来，全国电影票房收入出现非常明显的上涨，据统计，2020 年 8 月的电影票房收入为 33.98 亿元，去年同期的电影票房收入为 77.80 亿元，影院票房收入恢复到去年同期水平的 43.68%，而且从电影票房收入的周度走势看，从放开限制到 8 月底，电影票房收入逐周走高，尤其是进入 8 月下旬，电影票房收入呈现倍数式的上涨，单是 8 月下旬的票房收入就是上旬的 5.53 倍之多，可见增长之快。毫无疑问，电影消费以及由其所带动的与之相关的娱乐及餐饮消费的反弹预计是造成 8 月社零环比显著反弹的主要影响因素。

图 3.1.1：8 月社零的当月同比疫情后首次转正（%）



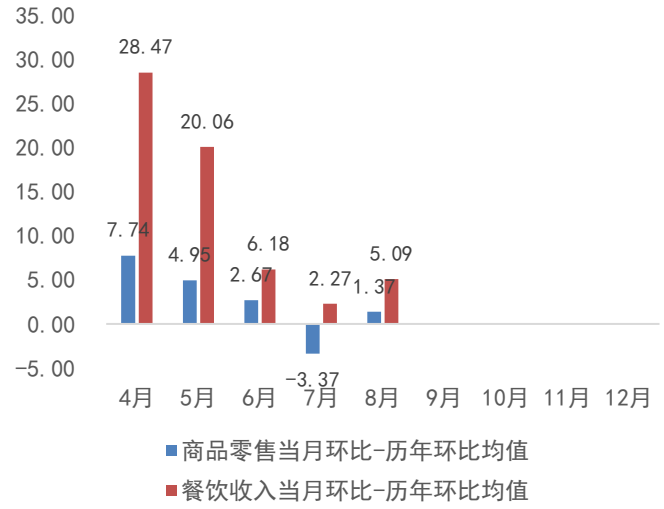
数据来源：Wind 南华研究

图 3.1.2：8 月社零环比出现明显反弹（%）



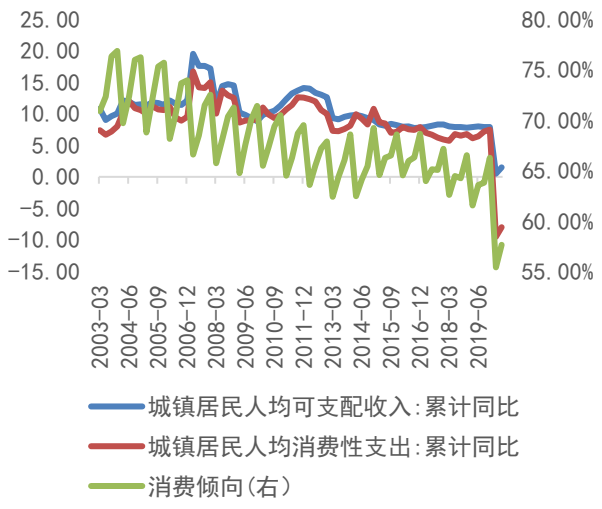
数据来源：Wind 南华研究

图 3.1.3：商品零售及餐饮服务 8 月环比均边际改善（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.1.4：居民收入及消费意愿出现一定改善（%）



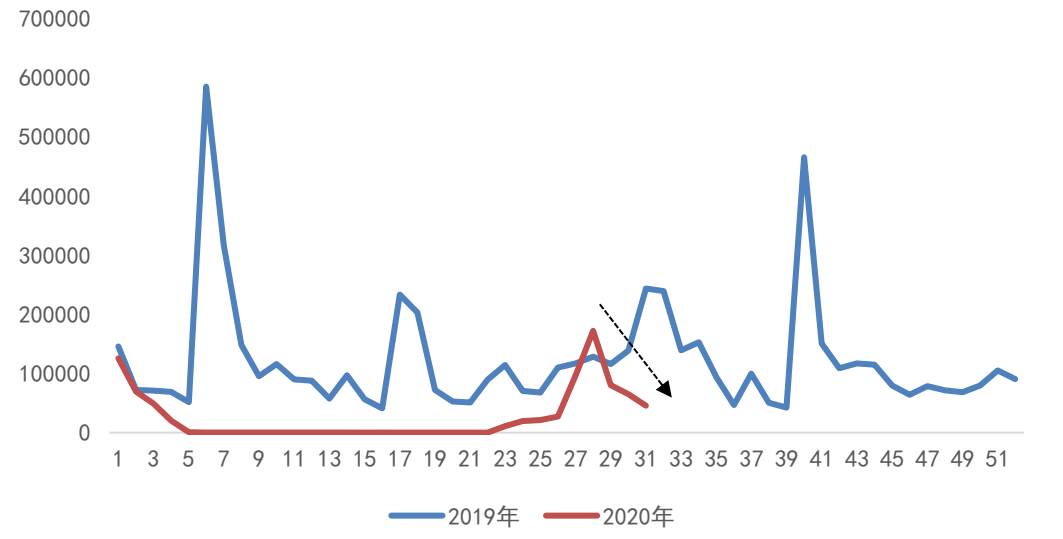
数据来源：Wind 南华研究

3.2. 消费改善节奏是四季度经济修复的主线

（1）到底是短期冲击效应还是内生性需求抬头？

对于此次 8 月的社零增速反弹，我们认为属于冲击效应的概率要大于实际的内生性需求大幅抬头。从广电总局的数据来看，进入 9 月份，全国电影票房收入呈现明显高位回落的态势，或说明 8 月份电影消费的火热只是前期被抑制需求的集中释放，实际的恢复程度和持续性还有待进一步观察。

图 3.2.1：9 月份电影票房收入出现回落（单位：万元）

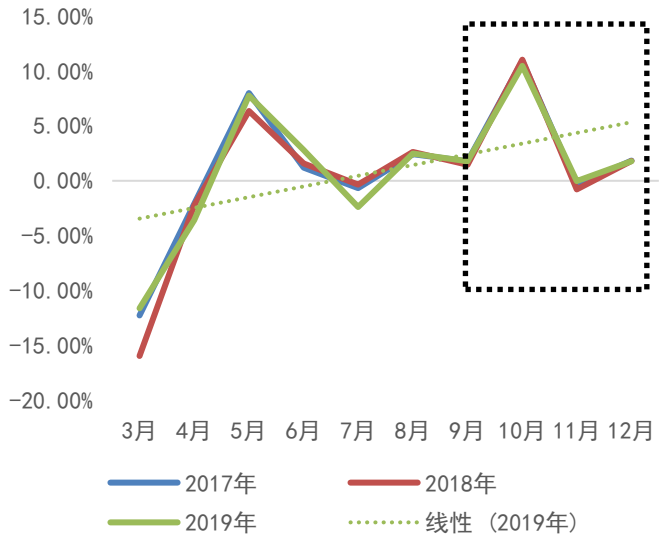


资料来源：Wind 南华研究

（2）四季度消费，是超预期还是谨慎乐观？

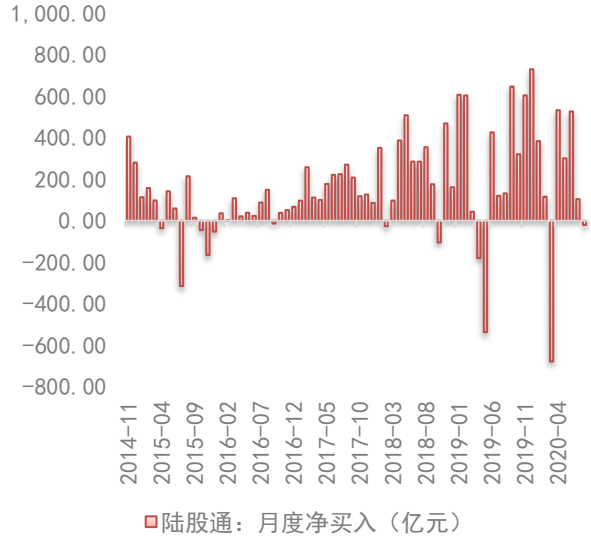
进入四季度，对于消费来说比较利好的点在于：1）金九银十叠加节假日促销，消费仍有看点。四季度向来是消费旺季，“金九银十”、国庆中秋小长假以及“双 11”、“双 12”等一系列节假日促销对消费的带动效应不可小觑；2）据 2020 年 9 月 21 日教育厅最新通知，取消高校学生的封闭式管理，这一举措对于当前修复相对落后的餐饮以及影院等服务消费也是比较利好的消息。相对来说，当前相对拖后腿的服务消费的斜率又会直接影响整体消费的修复节奏，而这也很大程度上决定了今年整体的 GDP 是否会达到潜在经济增速；3）股市的财富效应也在一定程度上刺激居民消费。今年，人民币资产吸引力抬升，资金流入股市，据统计，今年 4 月以来陆股通呈现持续净买入的状态，仅 8 月小幅卖出，4-8 月期间的平均月度净买入为 288.82 亿元。股市的财富效应也会对消费形成正向支撑。

图 3.2.2：四季度是消费季节性旺季（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.3：股市财富效应对消费形成正向支撑



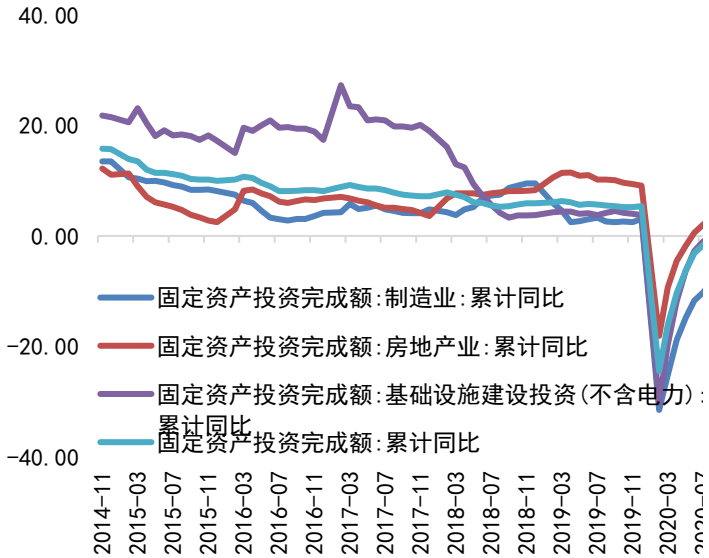
数据来源：Wind 南华研究

但是，我们对于四季度的消费依旧持谨慎乐观的判断，主要原因在于，决定消费的根本因素是居民收入，除此之外股市和楼市的财富效应也会对消费产生影响。首先来看居民收入，尽管说居民收入和消费倾向在疫情后出现了明显的改善，但总体水平仍远差于疫情之前，居民收入的改善不是一蹴而就的，而且在疫情防控常态化的环境下，居民的消费意愿的恢复过程也是一个逐渐修复的过程，居民收入和消费意愿的缓慢修复是制约消费修复偏慢的根本因素；对于消费恢复持谨慎乐观的第二点原因在于进入四季度，基于我们对房地产在供需格局趋于宽松下房价或有回落的判断，楼市带来的财富效应对于消费的带动也将呈现回落态势。

第4章　边际强弱切换，投资结构改善

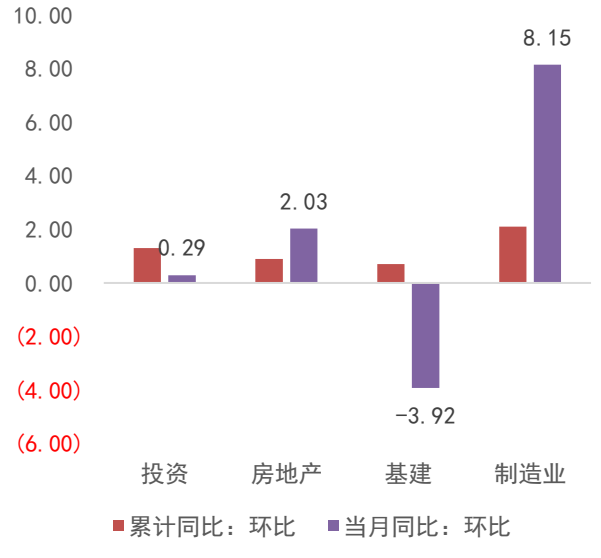
2020 年 1-8 月，全国固定资产投资累计同比增长为-0.3%，其中全国房地产开发投资累计同比增长 3.0%，基础设施投资（不含电力）累计同比为-0.3%，制造业累计同比增速为-8.1%，从绝对表现看依旧呈现出房地产>基建>制造业。从累计同比的边际变化来看，8 月份呈现的投资结构有所改善，具体来看，改善程度从高到低依次是制造业>房地产>基建；从当月同比的环比变化来看，制造业当月同比大幅上涨 8.15pcts，房地产当月同比进一步回升 2.03pcts，相对而言作为二季度逆周期调控主力军的基建投资当月同比则回落 3.92pcts，基建回落、房地产趋缓、制造业反弹，是当前投资增速的结构性特征。

图 3.2.1：累计同比看房地产和基建偏强，制造业偏弱（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.2：边际改善看，制造业>房地产>基建（%）



数据来源：Wind 南华研究

展望四季度，**我们认为投资整体仍将呈现出总量持续修复，结构上或呈现出边际强弱切换的格局。**具体来说，基建投资在 10 月份专项债发行结束、季节性特征以及经济增速逐渐恢复下四季度增速或低于市场预期，而房地产则在楼市调控政策不断出台以及地产商融资收紧等一系列影响下或导致房地产投资边际趋缓，需要关注融资收紧到房地产投资的传导，制造业投资则在内生动力增强、内需持续回暖、PPI 累计同比跌幅进一步收窄甚至有望转正等因素下预计持续向好，但受制于外需的演绎存在一定不确定性，制造业修复斜率或前高后低。总体而言，四季度投资结构将有别于之前，呈现出明显的强弱切换格局，之前表现强势的基建和房地产边际修复速度将有所放缓，而相对孱弱的制造业投资则有望边际走强。

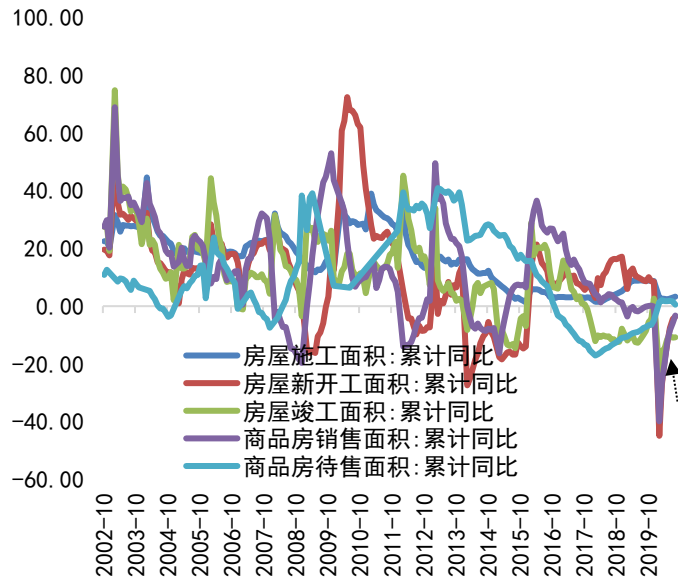
4.1. 供需两端韧性仍存，房地产投资边际放缓

4.1.1.销售延续向好，拿地有所回落

从统计局公布的数据来看，8 月房地产市场呈现出销售持续改善、拿地却有所回落

的分化格局。具体来看，1-8 月房地产开发投资累计同比为 3.00%，环比提升 0.9pcts，分项来看，销售方面，1-8 月房地产销售累计同比-3.3%，环比改善 2.5pcts，待售面积延续回落，显示当前地产销售依旧向好。然而，与之相对的是开发商拿地热情显著下降，8 月土地购置面积出现明显回落，1-8 月土地购置面积、土地成交价款、土地购置费的累计同比分别为-2.4%、11.20%、8.20%，环比分别回落 1.4pcts、1.0pcts、0.3pcts，当月同比环比回落幅度更大，说明尽管当前销售依旧向好，但开发商当前的策略已经从之前的积极拿地转为加速资金回笼的心态了，或显示其对于当前房地产市场前景的信心略显不足。

图 4.1.1：地产销售持续向好（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.2：8 月土地购置面积出现回落（%）



数据来源：Wind 南华研究

4.1.2.供需两端韧性仍在，房地产投资边际趋缓

进入四季度，我们认为房地产投资在融资政策收紧、楼市调控升级以及销售季节性增加等因素的综合影响下预计供给小幅宽松，需求端刚性需求向上、投资需求向下，整体房地产投资预计在“房住不炒”的主基调下持稳为主，房地产最快修复期或已接近尾声，边际修复速度或逐步趋缓。

首先来看，政策层面紧融资格局已定。今年以来针对房地产市场调控的政策主要集中在三个层面：

（1）土地供应明显高于往年水平。如果说年初的土地供应还符合以往的季节性特征的话，3 月份开始，土地供应则明显走高于往年同期，土地供应这种超季节性的走高，既有疫情后房地产需求释放、预期向好的影响，更大程度上或许是出于补充地方政府财政收入的考虑，因为国有土地使用权出让收入占到地方政府性基金收入的九成以上。除此之外，9 月 23 日，中办、国办印发的《关于调整土地完善土地出让收入使用范围优先支持乡村振兴的意见》，核心内容是提高土地出让收入用于农业农村比例，这就使得原来主要用于城市建设的土地收入必须剥离出去一部分用于农村建设，这也会在一定程度上制约房价的上涨速度；

（2）抑制房地产投资需求，楼市强化“房住不炒”政策信号。今年下半年对楼市的

利空消息较多，楼市调控意味渐浓，7 月份以后，对于房地产调控收紧的信号越来越明显，以杭州、南京、深圳为代表的部分城市楼市调控措施不断出台，主要集中在限购限贷升级、加大土地供应、整治楼市乱象这三个方面，9 月 17 日深圳司法局更是将打击炒房、新房销售耍手段以及捂盘的提高了立法的高度，而上述调控政策对房地产市场的影响则主要是抑制地产的投资需求、平抑房价以及强化“房住不炒”的政策宗旨；

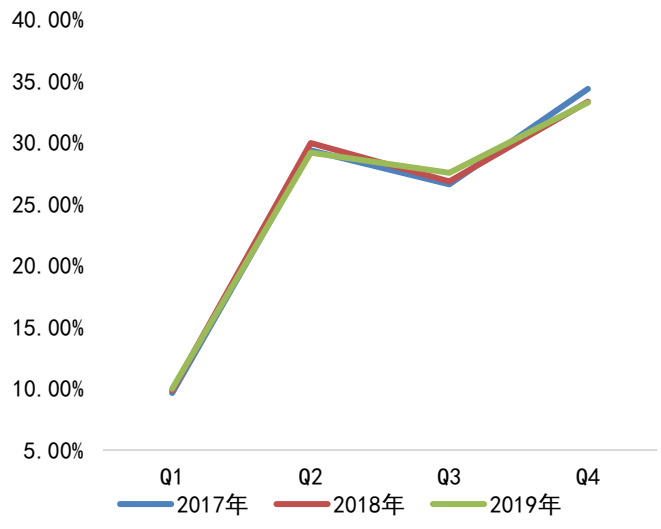
（3）房企融资收紧，为抑制房地产企业有息债务增长，住建部 8 月 20 日设置“三条红线”，旨在降低房企杠杆率。具体一点，红线 1：剔除预收款的资产负债率不得大于 70%；红线 2：净负债率不得大于 100%；红线 3：现金短债比不得大于 1 倍。如果碰到三条红线，则不得新增有息负债；如果碰到两条线，负债年增速不得超过 5%；碰到一条线，负债年增速不得超过 10%；三条红线都未触碰，负债年增速也不得超过 15%。总而言之，上述政策的目的都在于限制房企举债，有效降低房企杠杆率。而上述措施的最终作用都将传导至资金来源进而最终体现在房地产投资的下行上，从 8 月房地产资金来源中的国内贷款的当月同比增速由正转负，环比下降 17.23pcts，可以看出融资收紧已然见效。根据相关性分析，从房地产融资政策收紧到房地产投资下行之间大约需要 3-6 个月，即房地产投资在四季度预计出现一波下行。之前市场普遍预计三道红线将在今年底或者明年初执行，这将势必倒逼房企去杠杆、降负债，短期更是会通过加速销售回款等方式来改善资产负债表。**但是这一政策在 9 月 26 日遭遇反转，三道红线的严格执行将被推迟到 2023 年，这一政策的推迟执行是为了避免房地产硬着陆，短期对房地产投资影响不大，但中长期仍会抑制房地产投资。**

表 4.1-1：房地产融资收紧传导至投资下行大约需要 3-6 个月

n 期	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	t+6
相关性	26.47%	28.27%	27.43%	32.84%	26.85%	30.32%	38.14%

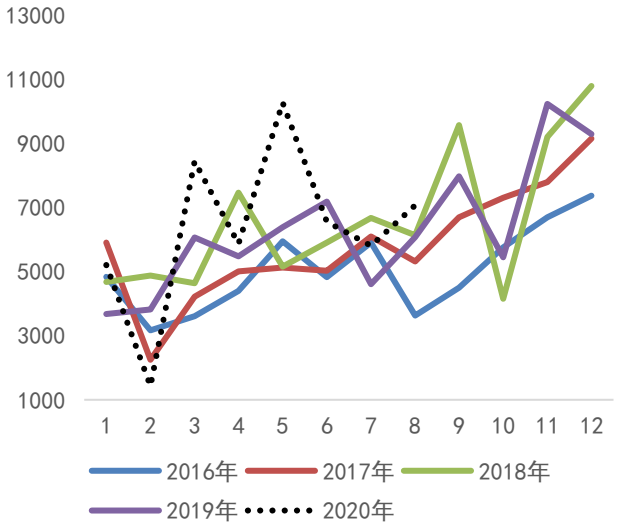
资料来源：Wind 南华研究

图 4.1.5：房地产销售的季节性规律（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.6：土地供应明显高于往年同期（万平方米）



数据来源：Wind 南华研究

因此，从上述政策表述及其所产生的影响来看，房贷政策边际收紧意在打压投机性炒房需求，房贷利率的稳中下行对于刚性需求仍有支撑，需求端总体韧性仍在；供给端

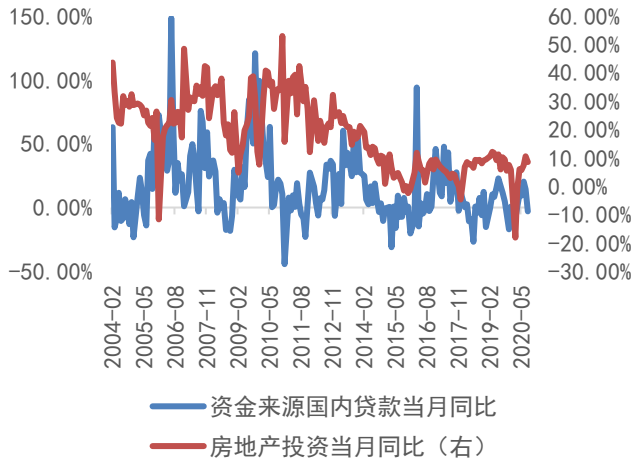
受到销售季节性走高以及融资收紧趋势下或加大促销力度，房地产总体而言供需两端韧性依旧。政府“房住不炒”仍然是大方向，随着行业融资政策的逐渐趋严，预计四季度房地产投资仍会进一步改善，但当月同比增速预计将进一步放缓。

图 4.1.7：资金来源中，国内贷款由正转负（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.8：融资收紧约领先于房地产投资 3-6 个月左右



数据来源：Wind 南华研究

4.2. 制造业边际走强，修复斜率是关注重点

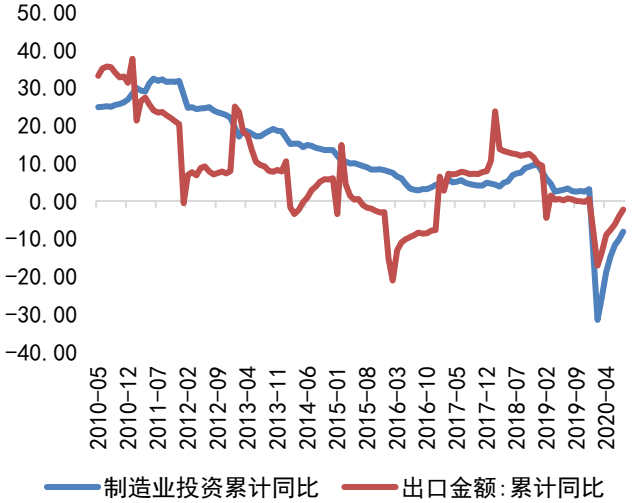
据国家统计局公布，8 月制造业投资累计同比为-8.1%，较上月改善+2.1pcts，去年同期水平为 2.60%，当月同比为 5.03%（+8.15pcts），去年同期为-1.57%，是所有投资分项中表现最强的。**从绝对表现来看，当前制造业依旧是投资乃至整个内需结构中整体进程恢复偏慢的，但从当月同比以及其边际变化来看，制造业投资存在显著的边际走强。**

图 4.2.1：制造业累计同比与当月同比（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.2：出口偏强带动制造业部分回暖（%）



数据来源：Wind 南华研究

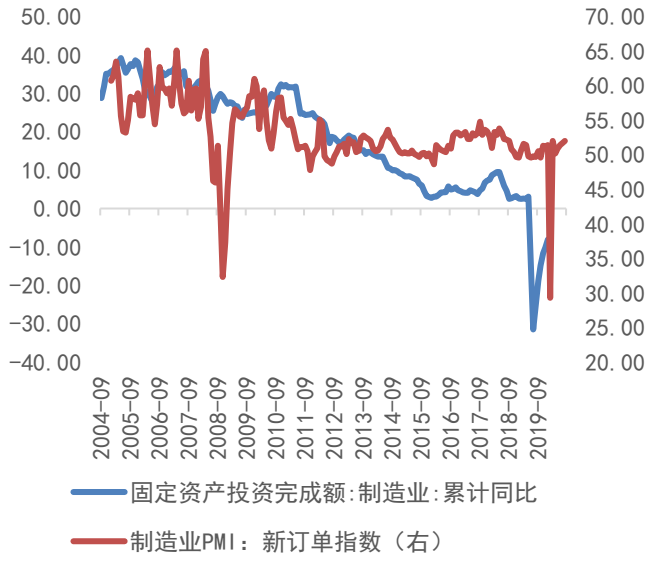
我们知道，决定制造业投资的核心因素是利润以及内外需情况，对于此次 8 月制造业投资修复斜率的明显加快，我们认为主要是基于以下几点：

（1）随着二季度基建以及房地产投资的快速修复，以及工业生产盈利的明显改善，有效带动了黑色、有色等下游行业的需求回暖以及利润改善，进而使其增加其扩产投资意愿，尤其是黑色金属冶炼及压延加工业无论是当月同比还是环比变化都是所有制造业行业中表现最好的，当月同比高达 23.50%，环比抬升 10.8pcts；

（2）出口的持续超预期改善，受海外疫情影响，在助力海外疫情防控以及主要制造业国家出口增速明显下行等因素的综合作用下，防疫物资的对冲效应和出口替代效应助力我国出口持续走强，与之对应的就是医药制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业等行业的出色表现，8 月医药制造业当月同比 18.30%，环比上升 3.6pcts，计算机等电子设备制造业当月同比 11.70%（+1.0pcts），这两大行业在 8 月的表现仅次于黑色；

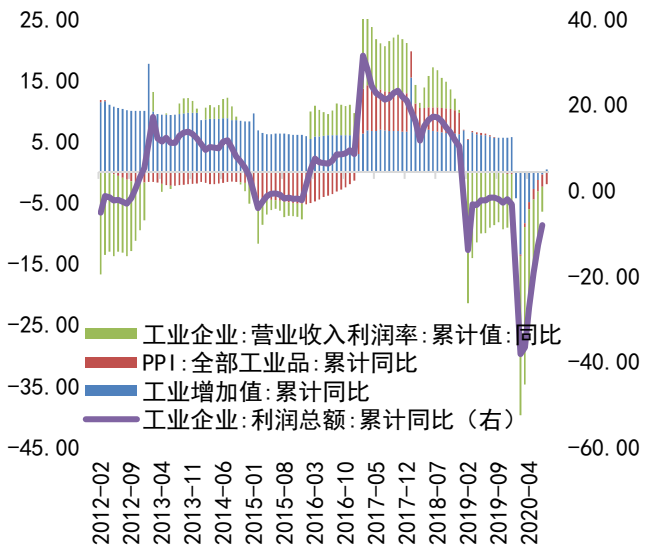
（3）除此之外，制造业投资也有 PPI 的逐步回升关系十分密切，制造业投资累计同比与 PPI 累计同比基本同步。2020 年 5 月 PPI 当月同比开始触底反弹，截至 8 月，PPI 同比较 5 月底的底部位置已经回升了 1.7pcts。这背后的逻辑主要在于，上游板块的修复带动工业品价格的回暖，进而直接促进了工业企业利润回暖，7 月工业企业利润当月同比 19.6%的高位，创近两年多高位，就在一定程度上解释了制造业投资的超预期表现。

图 4.2.3：内需回暖带动制造业好转（%）



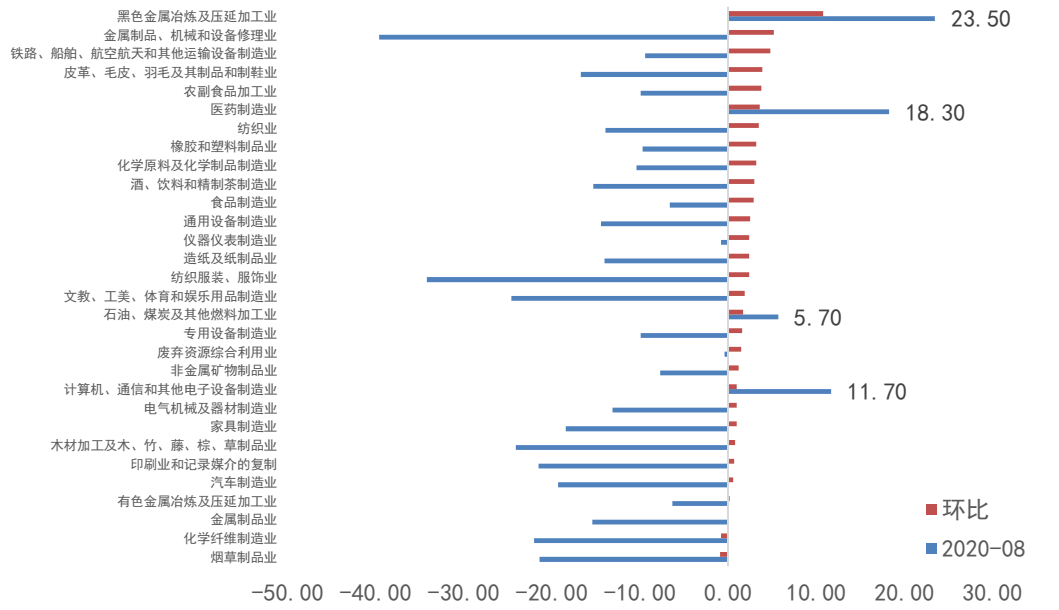
数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.4：工业利润修复缓慢制约制造业改善空间（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.5：黑色、机电、医药制造业以及石油煤炭是制造业中环比修复最快的行业（%）



资料来源：Wind 南华研究

向后看，进入四季度，我们认为制造业当前的修复斜率是不可持续的，制造业投资或经历边际修复斜率或经历一个从高到低的放缓过程，对于四季度制造业投资的表现不宜过分乐观。之所以做出这样的判断，主要原因在于：

（1）对 8 月制造业投资边际贡献较大的三大行业中，医药制造业和电子计算机等防疫物资对于出口的边际贡献在下降，即意味着其对出口的拉动力度在下降，而此次拉动作用最大的黑色金属行业受到其上游基建以及房地产投资在四季度预计收敛或回落的走势影响，进入四季度对于黑色金属行业的拉动作用也会有所减弱，因此，从行业角度看，当前支撑制造业投资边际走强的因素进入四季度预计拉动动能会逐步减弱；

（2）制约制造业投资修复速度的最根本因素还在于我们对于工业企业利润的后期判断。因为利润是决定制造业投资最核心最关键的因素，尽管说工业企业利润当前依旧处在持续改善的通道之中，但是当月同比进一步大幅改善的空间很小，而且工业企业利润累计同比依旧处在负值区间。根据历史经验，工业企业利润累计同比领先于制造业投资增速一年左右的时间，鉴于去年同期工业企业利润累计同比增速呈现出微幅改善的走势，因此，制造业投资预计也将呈现小幅的回升，对于制造业投资年内的回升幅度不可过分乐观，重点关注制造业投资边际修复斜率的演变情况。

4.3. 基建投资韧性持续，继续为经济托底

（1）基建投资修复斜率逐步趋缓，部分细分行业增速已接近历史平均水平

三季度，基建继续为后疫情时期的经济回升贡献力量，但从数据来看，修复斜率逐步趋缓。8 月基建（不含电力）同比累计增速相对于 7 月仅增长 0.7pcts，相比于前两个月再度放缓。这种现象也出现在三大基建行业中，交通运输、仓储和邮政业 8 月累计同比增速仅较 7 月加快 0.8pcts，电力、热力、燃气及水的生产和供应业以及水利、环境和公共设施管理业分别为 0.4pcts 和 0.9pcts，而 6 月相对于 5 月则分别加快 4.9pcts、

4.4pcts 和 1.6pcts。

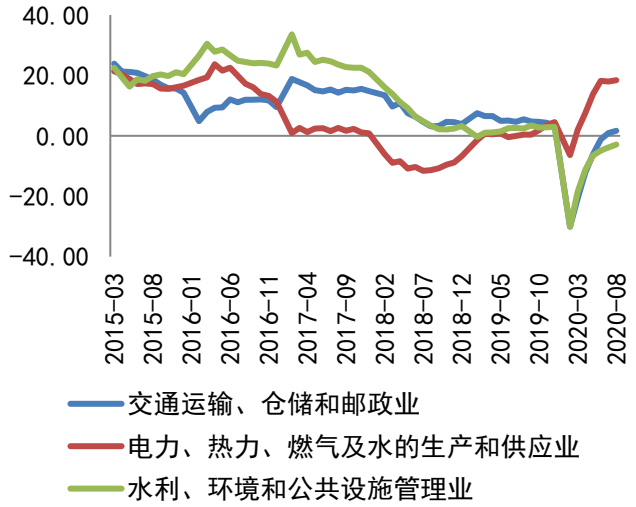
表 4.3-1：基建行业累计同比增速环比变化（%）

行业类别	6 月-5 月	7 月-6 月	8 月-7 月
基建（不含电力）	3.6	1.7	0.7
交通运输、仓储和邮政业	4.9	2.1	0.8
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	4.4	-0.2	0.4
水利、环境和公共设施管理业	1.6	1.1	0.9

数据来源：Wind 南华研究

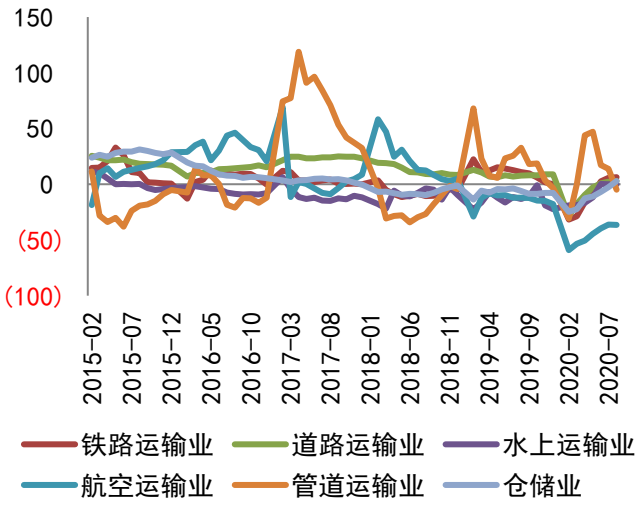
从三大基建行业的细分行业来看，交运方面，水上运输业和仓储业 8 月累计同比增速再次转正，受限于国外疫情控制情况，航空运输业修复较慢，仍有大量增长空间；水利方面，水利管理业累计同比增速已接近 2019 年水平，但生态保护和环境管理业以及公共设施管理业仍有修复空间；电力行业整体已接近往年水平，预计修复空间不大。

图 4.3.1：三大基建行业修复增速各异（%）



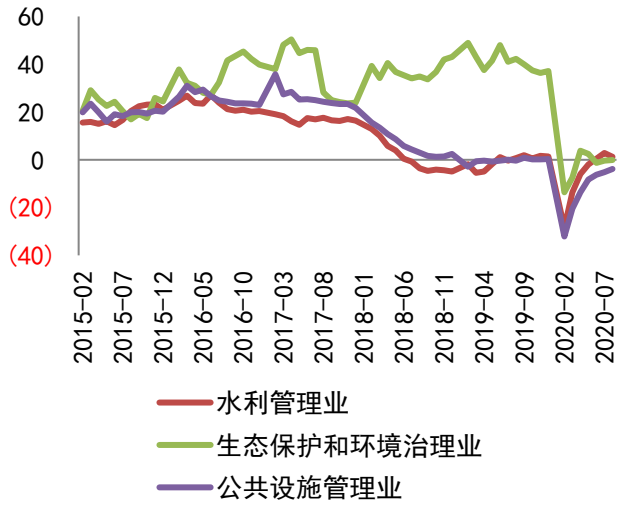
数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.2：部分交运细分行业同比增速转正（%）



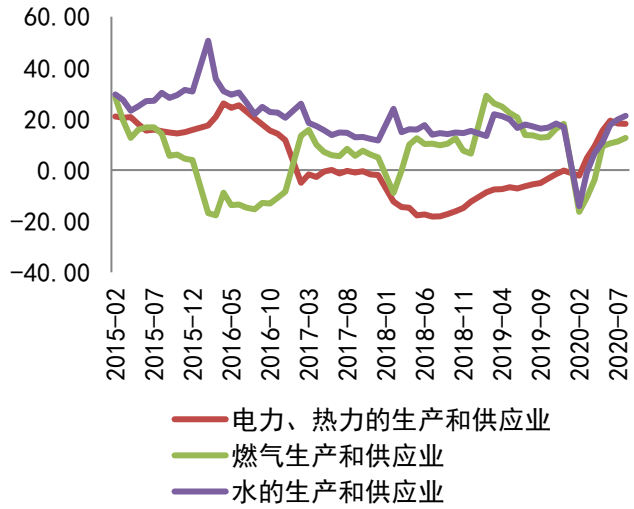
数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.3：水利行业修复斜率趋缓（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.4：各电力行业同比增速已接近往年高点（%）



数据来源：Wind 南华研究

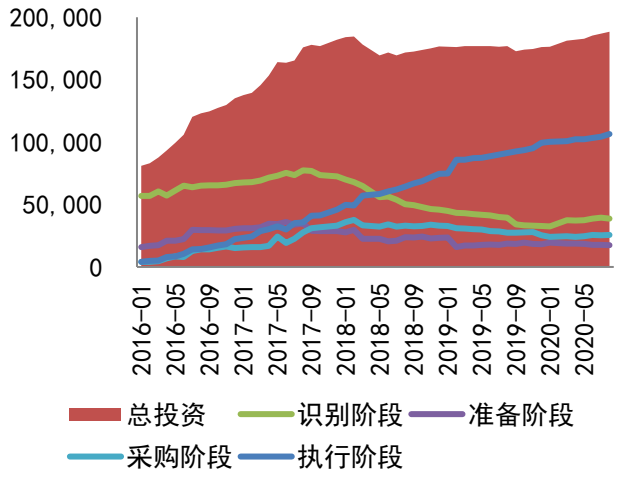
（2）PPP 退后，地方政府债特别是专项债成基建投资新引擎

从资金来源看，PPP 是我国基建投资的重要资金来源，但 PPP 总投资在 2018 年年初到达阶段性顶峰后，此后投资力度并未出现很明显的上升现象。虽然今年以来，PPP 总投资额有所上升，但从增速来看也明显不及 2016 年和 2017 年的水平。分阶段来看，准备以及采购阶段的投资额保持稳定，识别阶段略微增加，受益于前几年的投资，执行阶段的 PPP 项目投资额持续走高。

为应对疫情冲击，拉动经济增长，今年中央安排专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。截至 8 月末，专项债已发行 28969 亿元，超出上年同期 8911 亿元。根据财政部数据，今年地方政府债券（一般债券+专项债）限额为 4.73 万亿，截至 8 月已累计发行 3.75 万亿，剩余 0.98 万亿资金也将于年内发完。另外，2018 年 12 月、2019 年 11 月国务院均提前下达了次年的专项债额度，按照惯例，2021 年提前批专项债额度可能在今年 11 月前后下达。

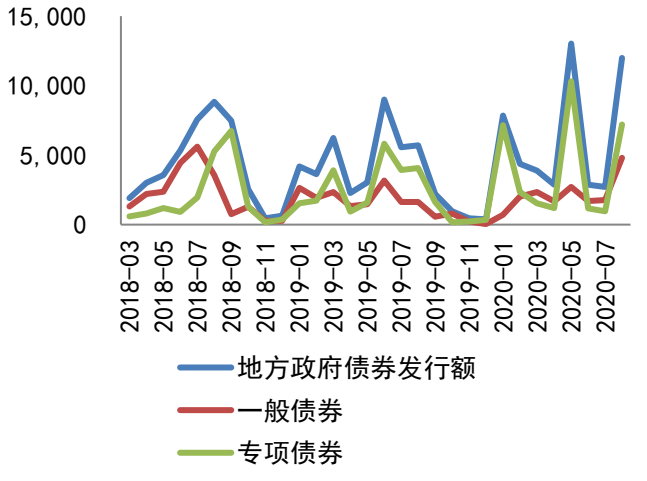
基建依然是地方政府债券的主要投资方向。今年 1-8 月，用于交通基础设施、市政建设和产业园区基础设施、生态建设、环境保护、粮油储备、物流及能源基础设施等基建项目的资金占比 61.2%。若以此为标准，年内将有接近 6000 亿再次投向基建，还不包括中央可能提前下发的 2021 年专项债额度。

图 4.3.5：PPP 投资力度减弱（亿元）



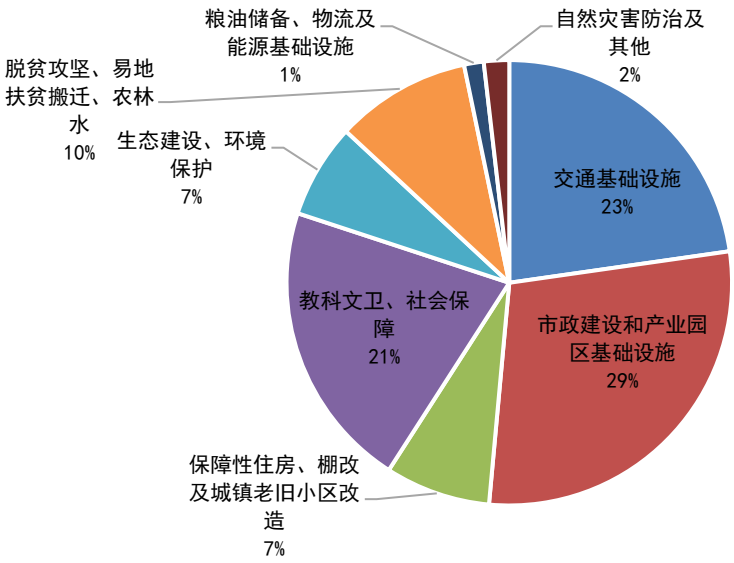
数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.6：8 月地方政府债券发行额再次大幅增加（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.7：2020 年 1-8 月新增地方政府债券投向（%）



资料来源：财政部 南华研究

表 4.3-2：2020 年 1-8 月新增地方政府债券发行进度（亿元）

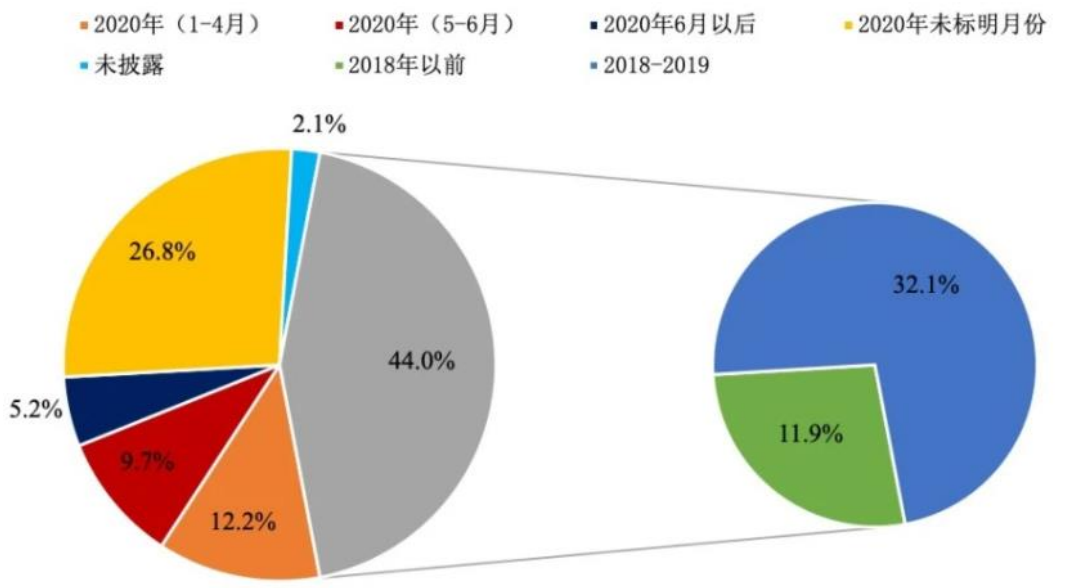
项目	新增限额	本年累计发行	发行进度
新增债券合计	47300	37499.07	79.28%
一般债券	9800	8530.41	87.05%
专项债券	37500	28968.66	77.25%

资料来源：财政部 南华研究

（3）继续看好基建的托底作用

在今年专项债大规模快速发行背景下，地方优质项目储备相对不足问题可能变得更加突出。5-6 月发行的专项债对应项目中，仅 65.9%%（对应开工时间为 2018 年以前，2018-2019 年以及 2020 年 1-6 月）为已经开工项目，其余均为“资金等项目”。另外，公共财政收入减收压力下，政府消费性支出也有可能挤占投资性支出。虽然如此，但我们依然看好基建的托底经济作用，理由如下：

图 4.3.8：2020 年 5-6 月发行专项债对应项目开工时间分布（%）



资料来源：界面商学院 南华研究

第一，政府依然有意愿、有必要通过基建来促进经济整体回升。在三架马车中，由于居民收入以及消费意愿的修复速度较慢，消费依然无法像往年那样对 GDP 形成强力支撑。根据统计局公布的 2015 年至今的同比拉动数据，出口的拉动作用一直较为有限。因此若想要完成全年新增城镇就业目标 900 万人的目标，甚至是实现经济总量较 2010 年翻一番的目标，必然需要投资端持续发力。然而制造业的表现仍不宜过分乐观，房地产业又面临融资政策收紧、楼市调控升级以及销售季节性增加等因素综合影响，因此，基建依然是政府用来托底经济的一大利器。

第二，资金来源依然充足。如上所述，专项债已成为基建投资新引擎。剩余 0.98 万亿地方政府债券将在四季度发行完毕,2021 年提前批专项债额度可能在今年 11 月前后下达,按照经验,这些资金中将有 60%投向基建。

第5章　出口强势、进口修复，贸易顺差或逐步收窄

以美元计，2020 年 8 月我国出口金额 2，353 亿美元，同比增长 9.5%（市场预期 8.3%），较前值上升 2.3 个百分点；进口金额 1，763 亿美元，同比下降 2.1%（市场预期 0.4%），较前值回落 0.7 个百分点。

对于四季度，我们认为随着海外经济体的逐渐恢复，防疫物资的对冲效应和正向的出口替代效应或呈现边际向下的态势，相对而言，进口则在中美第一阶段贸易协议执行情况不断推进以及年内人民币有望延续升值的预期下，进口增速有望进一步修复，预计全年贸易顺差或将逐步收窄，全年贸易顺差有望延续，对 GDP 形成正向拉动。

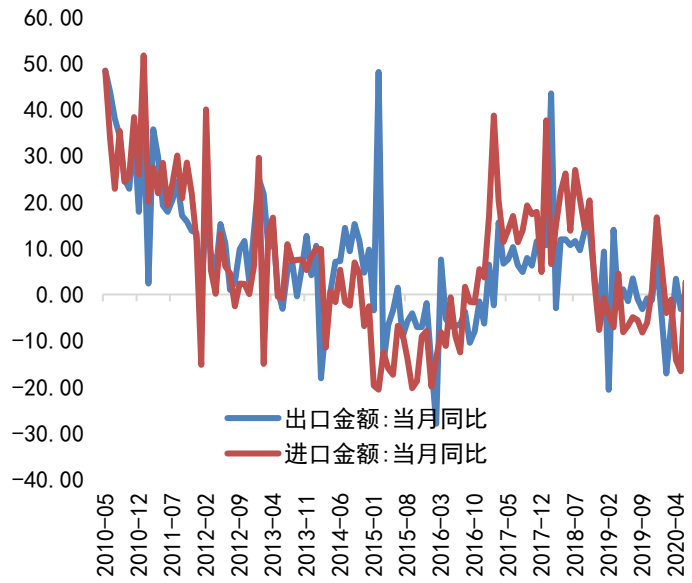
5.1. 替代效应叠加防疫物资支撑出口走强

今年二季度以来，我国对外贸易中表现最令人惊喜的就是出口增速，从 5 月以来出口增速连续三个月回升，创 2019 年 3 月以后增速新高。出口增速之所以超预期，主要原因在于：

（1）外需决定出口，海外经济体恢复带动传统外需向上。从海外经济体 8 月的 PMI 数据来看，主要经济体 PMI 均已从 4 月的 PMI 低点向上修复，而美国和欧元区更是连续 3 个月处于荣枯线以上的扩张区间。

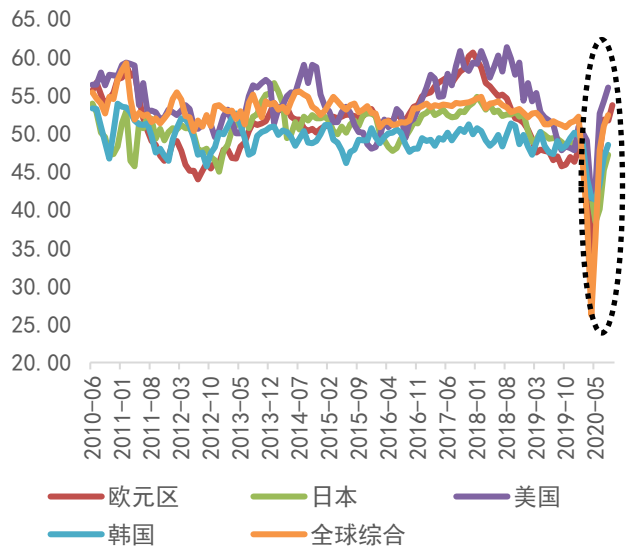
（2）出口替代效应对出口产生正向拉动。出口替代效应即在我国率先控制住疫情并开始经济的修复，因此我国出口的增长一部分来源于海外经济体出口订单的转移，这种出口替代效应对我国的出口增速具有正向拉动作用。分国别看，我国对美、日出口有所提升，分别为 20%和-0.8%，较前值分别提升 7.5pcts 和 1.2pcts；对东盟、欧盟出口小幅回落，分别为 12.9%和-6.5%，较前值分别回落 1pcts 和 3pcts。从 8 月出口增速的国别来看，除欧盟外，我国对其他主要经济体的出口增速均较上月明显增加，另外主要制造业国家出口增速回落也能侧面解释出口替代效应对出口增速的拉动。

图 5.1.1：8 月进出口增速差明显扩大（%）



数据来源：Wind 南华研究

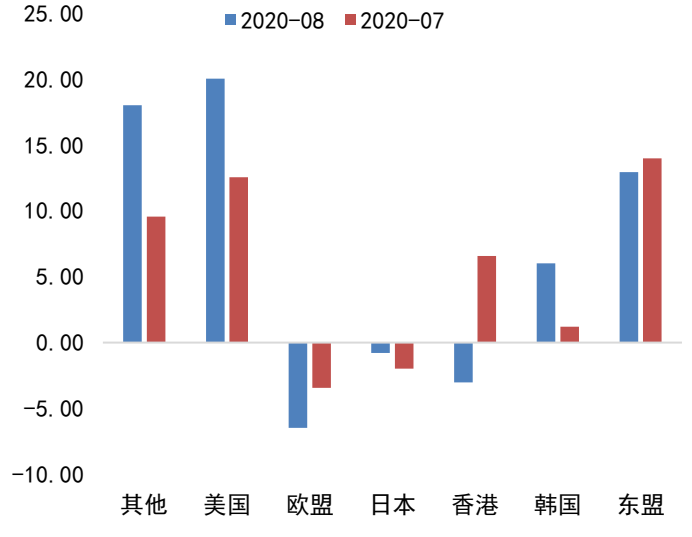
图 5.1.2：外需回暖支撑出口强势（%）



数据来源：Wind 南华研究

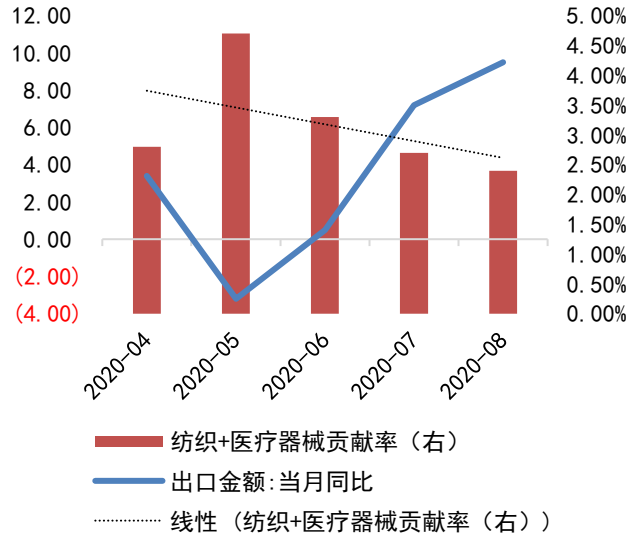
（3）防疫物资对出口增速的拉动持续存在，但边际贡献在放缓。分产品看，以纺织品和医疗器械为代表的防疫物资的出口依然领先，但环比增速明显放缓，根据我们的分析，自 5 月开始，防疫物资对出口增速的边际贡献逐月下降，截至 8 月，其对出口增速的拉动率已经从 5 月的 4.7%降至 2.4%了，下降了 2.3pcts，说明带动 8 月出口增速超预期的原因更多是处于传统外需的回暖和出口的替代效应。

图 5.1.3：出口替代效应对出口形成正向拉动（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 5.1.4：防疫物资对出口的边际贡献下降（%）



数据来源：Wind 南华研究

向后看，我们认为进入四季度，支撑当前出口增速的因素中，防疫物资对出口的边际贡献或继续放缓，相对而言，随着全球经济的重启和复苏，传统外需对出口的支撑作

用有望边际向上，总体而言，四季度的出口增速或有望继续得到支撑。

5.2. 经济回暖叠加人民币升值，进口增速有望拐头向上

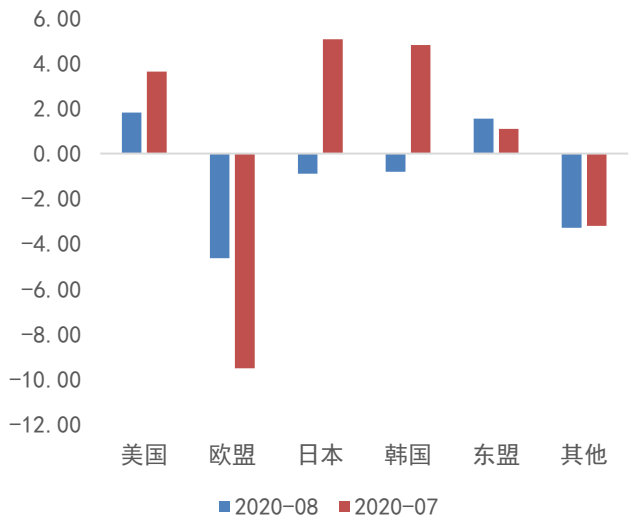
8 月进口增速当月同比进一步回落至-2.1%，差于市场预期。**对于 8 月进口增速的预期外回落，我们认为主要是受到大宗商品价格的拖累，除此之外主要进口国自身生产偏弱也是进口偏弱的原因之一。**从大宗商品进口价格指数来看，主要受到矿产品以及以大豆为代表的植物产品指数均呈现一定的下行趋势，对进口增速带来一定拖累。

对于中国而言，在发达国家当中，欧盟各国和日本是我国的主要进口国，尤其从进出口差额的口径来看，日本是我国的主要进口国。从国别看，主要进口国家中，8 月份我国自多数国家的进口表现都偏弱，尤其是日本、美国以及韩国等国家的进口增速较上月出现明显回落，其对应的进口增速分别为-0.9%、1.8%、-0.8%，较 7 月份分别回落 6pcts、1.8pcts、5.6pcts，回落幅度相当显著。

从产品看，8 月份大多数商品进口偏弱，从当月同比看，贱金属及动植物等增速较为靠前，从环比看，皮革制品、珠宝首饰及纺织品等边际表现亮眼，可选消费品进口边际增速的抬升与 8 月份社零增速中的可选消费增速的边际抬头相对应，其根本原因在于国内经济的逐步修复和内需的不断释放所致。

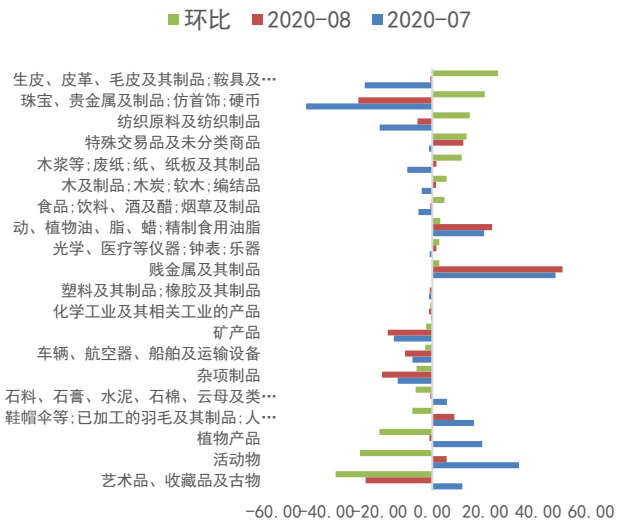
进口主要由内需和汇率决定，向后看，我们认为四季度进口增速有望拐头向上，主要判断依据如下：

图 5.2.1：自多数国家进口偏弱（%）



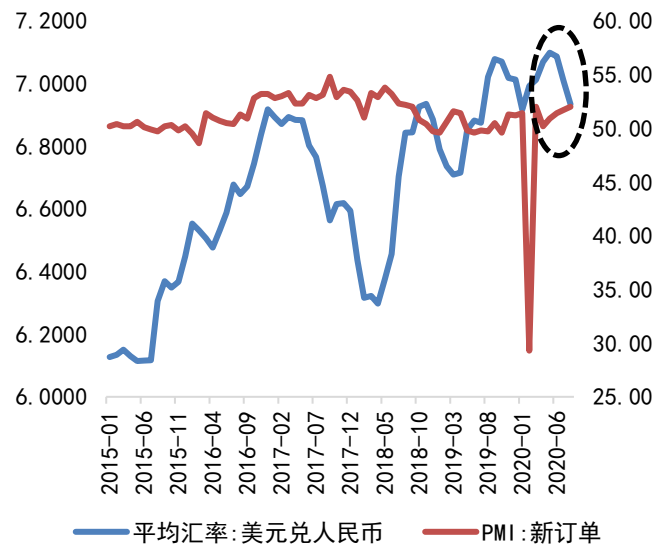
数据来源：Wind 南华研究

图 5.2.2：皮革、动植物等部分商品进口偏强（%）



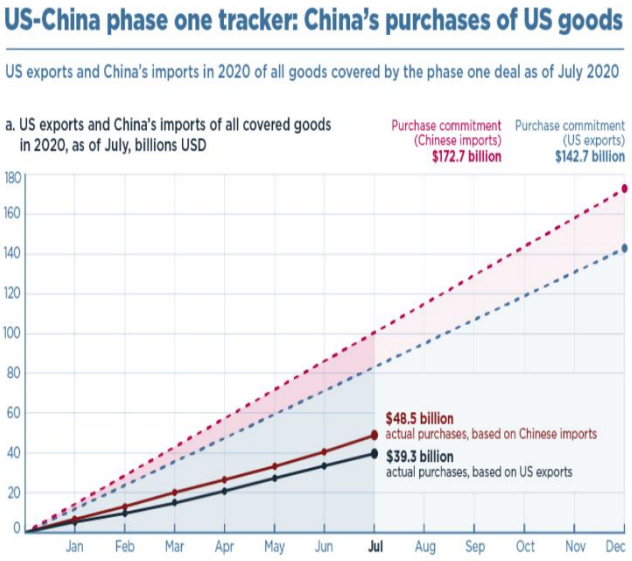
数据来源：Wind 南华研究

图 5.2.3：经济回暖预期及人民币升值均利好进口（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 5.2.4：中美经贸第一阶段协议执行进度跟踪



数据来源：Wind 南华研究

（1）首先看内需，国内经济增速的复苏进程在四季度将会进一步持续，四季度 GDP 有望达到潜在经济增速，内需的持续好转基本是确定的。从反映经济形势的高频数据制造业 PMI 来看，8 月新订单指数为 52%，连续 4 个月居于扩张区间。

（2）中期人民币升值趋势较为确定，从而抬升进口商品的价格竞争力，对进口增速形成支撑。中期来看，我国经济增长形势向好、中美利差居于高位、人民币资产吸引力增强等基本面因素均支撑人民币升值，对进口增速形成利好。

（3）另外，中美经贸第一阶段协议执行压力也会促进进口增速的回升。根据海关总署的统计来看，截至 7 月，中国口径下的经贸第一阶段协议总执行进度为 48%，美国口径下的总进度为 47%。随着美国大选临近，预计推进经贸协议兑现力度的压力也会有所上升，四季度进口增速在兑现压力下也会有所回升。

表 5.2-1：中美经贸第一阶段协议分类型执行进度跟踪

	基于 2017 年基准的进口增量安排(亿美元)				进度 1	进度 2
类别	2017 年基准	2020 年	2021 年	合计	（中国口径）	（美国口径）
制成品	871	329	448	777	56%	58%
农产品	240	125	195	320	46%	39%
能源产品	116	185	339	524	17%	24%
服务	871	128	251	379	-28%	-28%
合计	2098	767	1233	2000	48%	47%

资料来源：海关总署 南华研究

第6章　经济内生性增强 政策扶持力靠后

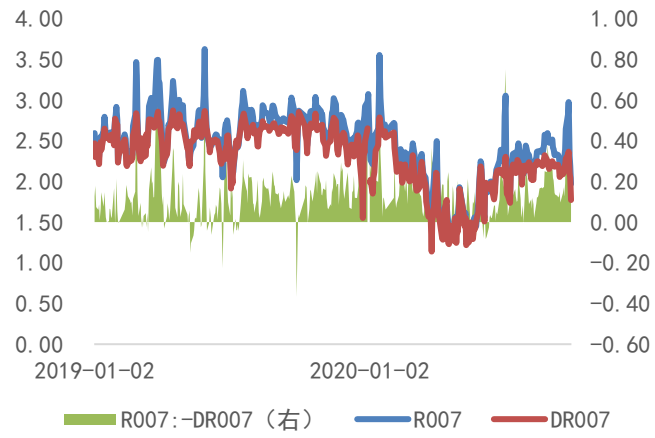
6.1. 货币政策边际收敛，趋向中性

（1）货币政策向常态化回归

目前货币政策已逐渐转向常态化。自 5 月份以来，以 R007 和 DR007 为代表的银行间回购利率震荡式回升，当前运行中枢分别在 2.36%和 2.17%附近，与 2019 年的日均值 2.66%和 2.53%仅相差 0.3pcts 和 0.36pcts。而 LPR 已连续六个月未做调整。

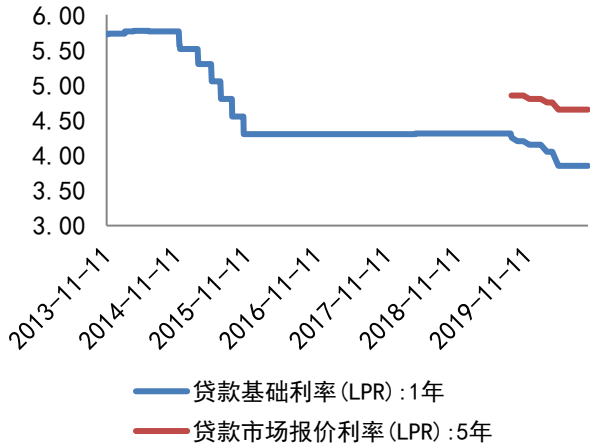
从新增社融和人民币信贷来看，7 月份新增社融量已接近往年水平，而新增人民币信贷已连续两月与 2019 年相近。

图 6.1.1：银行间质押式回购利率逐步回归（%）



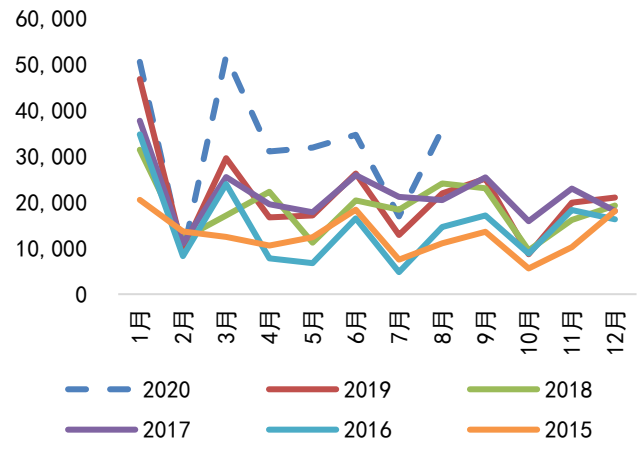
数据来源：Wind 南华研究

图 6.1.2：LPR 连续六个月保持稳定（%）



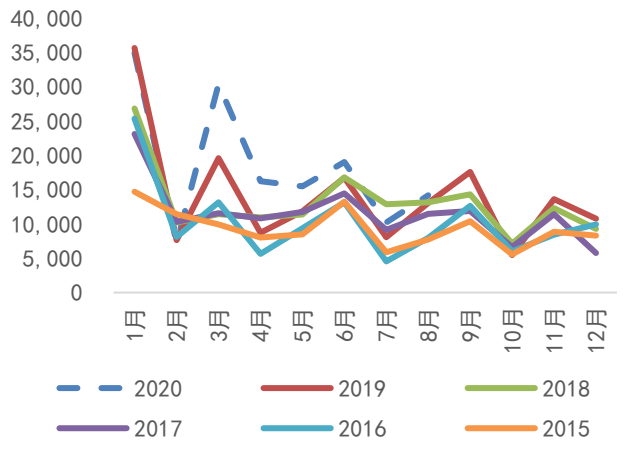
数据来源：Wind 南华研究

图 6.1.3：新增社融量有逐步下滑趋势（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

图 6.1.4：七八月新增人民币信贷量与往年接近（亿元）



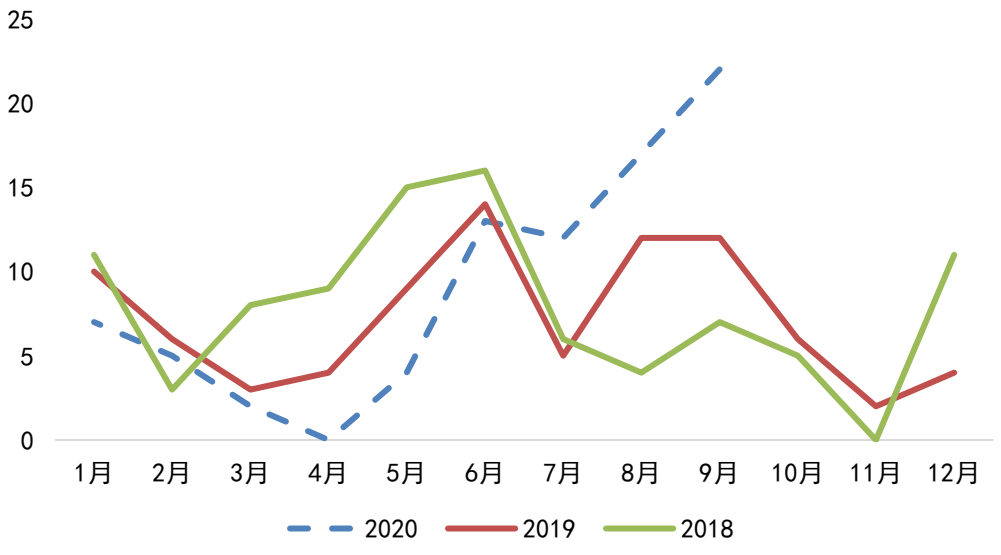
数据来源：Wind 南华研究

（2）货币政策更加注重精准导向

8、9 月份以来，央行密集公开市场操作，8 月操作 17 次，9 月操作 22 次，即 9 月的每个工作日央行进行了操作，月度操作频率创近年来新高。究其原因，一方面可能是央行在平抑跨节和跨季的流动性紧张，另一方面也反映了央行操作思路的转变。

根据央行《有序推进贷款市场报价利率改革》，即 9 月 15 日刊发的《中国货币政策执行报告增刊》，在结构性流动性短缺框架下，面对货币市场压力，央行将通过投放流动性来有效调控市场利率，其中可以通过每日在公开市场开展逆回购操作提供短期流动性持续培训短期政策利率。这意味着公开市场操作将成为流动性投放的主要渠道，央行的操作将更加精细化，注重精准滴灌。

图 6.1.5：历年央行每月公开市场操作次数（截至 2020 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind 南华研究

（3）边际收紧，但降准窗口犹在

截至 8 月，年内新增社融和人民币贷款已分别达到 26.14 万亿和 14.36 万亿，根据陆家嘴论坛上央行行长易纲曾提到的年度指标——全年新增人民币贷款近 20 万亿，社融增量超 30 万亿，我们以全年 35 万亿新增社融和 20 万亿新增人民币贷款当作最大值来预测，则 9-10 月社融和人民币贷款的月均增量最高不超过 2.215 万亿和 1.41 万亿，已明显小于 1-8 月水平。货币政策边际收敛在所难免。

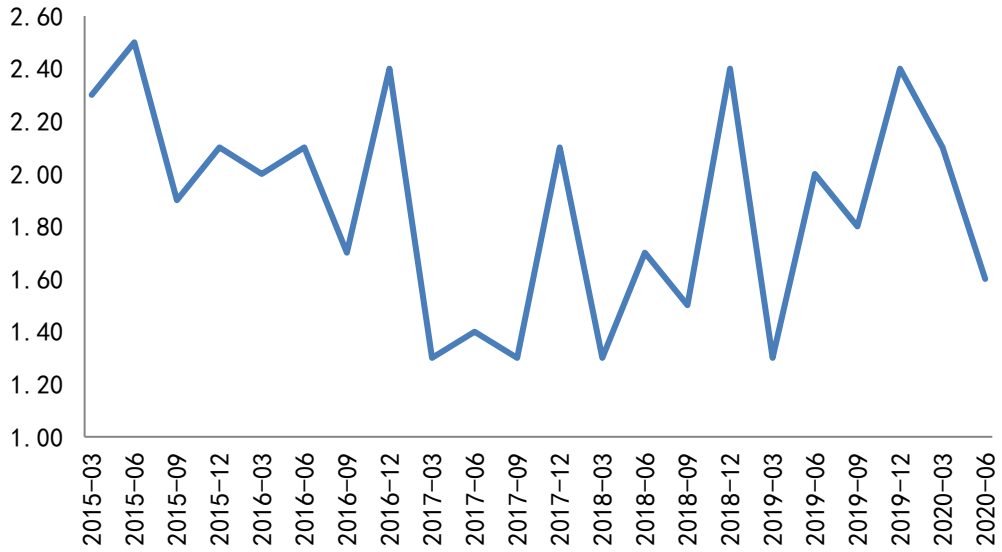
表 6.1-1：9-12 月月均社融增量最高值预测（万亿）

	社融增量	社融月均增量	人民币贷款增量	人民币贷款月均增量
1-8 月	26.14	3.27	14.36	1.80
9-12 月	8.86	2.215	5.64	1.41

资料来源：Wind 南华研究

此外，伴随着政策的引导和经济的持续修复，商业银行加大信贷投放力度，金融机构超储率进一步降低。根据央行《二季度货币政策执行报告》，6 月末金融机构超储率为 1.6%，比上年同期下降 0.4pcts，比降低超额存款准备金利率政策前的 3 月末下降 0.5pcts。从七八月的信贷投放力度来看，超储率很可能已进一步下降，靠近 1.3%的多年最低水平。加之未来可能的债券供给压力，降准的窗口应该说并未完全关闭。

图 6.1.6：金融机构超额存款准备金率(超储率，%)



资料来源：Wind 南华研究

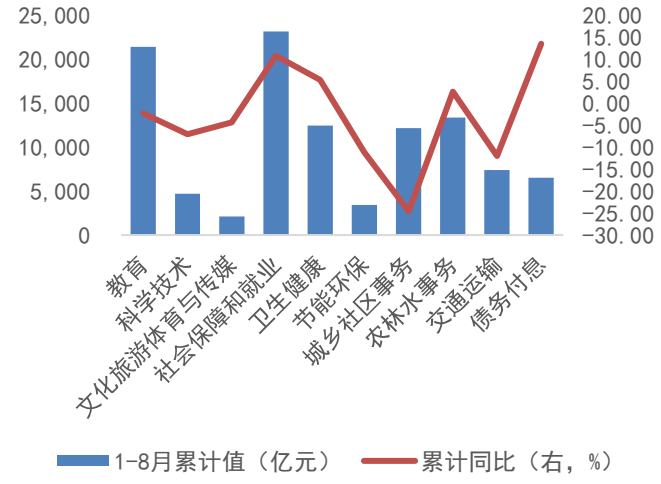
6.2. 积极有为的财政政策更加注重实效

（1）公共财政支出投向以民生领域为主，政府性基金支出大幅回升

今年以来，受疫情影响，基层“三保”（保基本民生、保工资、保基层政府运转）压力重大。从财政部最新公布的公共财政支出数据来看，主要支出项确实向“三保”倾斜。1-8 月，教育、社会保障和就业、农林水事务以及卫生健康等支出项均为支出大项，且累计同比也处于高位。从 6-8 月的合计值来看，该特征依然较为明显，表明公共财政支

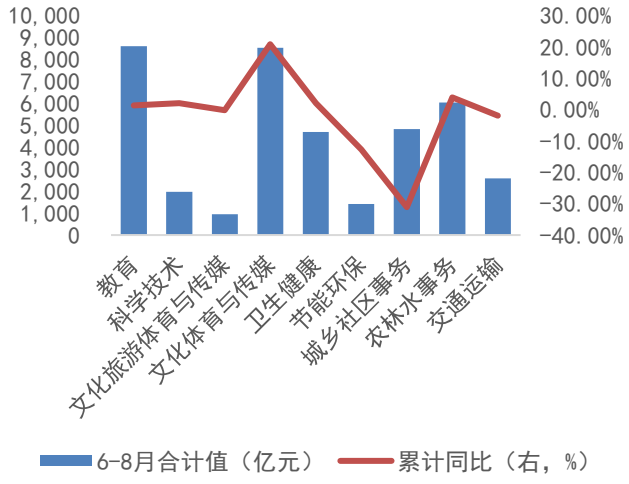
出依然以民生等基本领域为主。

图 6.2.1：1-8 月财政支出以民生领域为主



数据来源：Wind 南华研究

图 6.2.2：近三个月财政支出同样以民生领域为主



数据来源：Wind 南华研究

今年地方政府专项债券额度为 3.75 万亿元，比 2019 年增加 1.6 万亿元。在专项债大规模发行下，政府性基金支出也大幅回升。截至 8 月，全国政府性基金支出 6.39 万亿元，相较 2019 年累计同比增加 21.1%，其中，地方政府性基金支出 6.24 万亿元，累计同比增加 22%。基建是地方政府债券的主要投资方向，政府性基金支出大幅增长与基建投资的有利回升相呼应。

（2）财政政策要更加积极有为、注重实效

今年财政部发布了首份财政政策执行报告。根据报告的基调，财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益，下半年将在稳就业、改善民生、落实减税降费政策、保障粮食能源安全、保产业链供应链、保基层运转六大方面着力出击。特别是减税降费方面，上半年累计新增减税降费 15045 亿元，其中，今年新出台的支持疫情防控和经济社会发展的政策措施新增减税降费 8941 亿元，2019 年已出台政策在 2020 年翘尾新增减税降费 6104 亿元。根据全年减负 2.5 万亿元的计划，下半年还有 1 万亿元左右的空间。

图 6.2.3：未来财政政策六大方向



资料来源：财政部 南华研究

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点