作　　者：宏观金融组　李彦森
执业编号：F3050205（从业）　Z0013871（投资咨询）
联系方式：010-85881117 /liyansen@foundesc.com
成文时间：2020年11月7日星期六

中国宏观经济：外部因素暂未影响经济 主要风险仍在海外

方正中期期货研究院　李彦森

目录

摘要：..... 1
第一部分　加库存推动复苏 房地产值得关注..... 2
一、　产出加速恢复 主动加库存继续..... 2
二、　基数扰动投资同比 制造业投资仍稳健..... 4
三、　消费修复的态势仍能够持续..... 7
四、　补库推升进口 海外疫情影响出口有限..... 8
五、　企业利润修复速度回归平稳..... 9
第二部分　CPI 仍有下行动力 PPI 难持续回落..... 11
一、　猪周期影响之下 CPI 下行趋势不变..... 11
二、　PPI 暂缓回升 持续修复方向不变..... 12
第三部分　信用扩张继续 央行政策已转向..... 13
一、　实体经济流动性继续改善..... 13
二、　货币政策短期内将维持中性..... 16
第四部分　汇率大幅上涨后 将逐步转向平稳..... 18

摘要：

9 月经济数据多继续超预期，产出仍位于主动加库存阶段中，并至少维持到年底。需求中的消费需求表现较强，尤其是服务消费，仍有进一步改善的空间。外需也存在一定韧性。投资需求出现分化。制造业投资仍能够维持增长，基建投资在资金到位之后将会缓慢改善。房地产投资走弱的可能性开始上升。从今年情况看，一季度 GDP 增速的断崖式下降主要是疫情等外生因素影响导致。二季度复工复产等政策推动下，产出端恢复为增长。而三季度 GDP 已经弱于市场预期 ，在这一新的情境之下，我们下调全年 GDP 增速预期至 2%至 2.5%左右。在最乐观情况下，四季度 GDP 增长 8%（几乎不可能达到），全年累计也仅为 2.76%。货币政策长期偏宽松的情况下，中短期仍以稳健为主。

CPI 和 PPI 缺口继续显著收窄，9 月 CPI 和 PPI 均值小幅回落。通胀水平总体仍处于修复阶段，尤其是产出端价格。预计三季度 GDP 平减指数在 0 附近的位置。结合产出和价格来看，主动加库存的经济周期阶段继续。财政宽松带动基建、服务消费持续改善、外需韧性超预期等影响下，未来经济运行方向依然向上。但需要关注房地产方面的风险。我们预计，在猪周期带动下 10 月 CPI 将继续回落，PPI 持续下降的可能性小。通胀仍位于舒适区间，预计通胀反弹的风险可能在明年二季度前后开始出现。

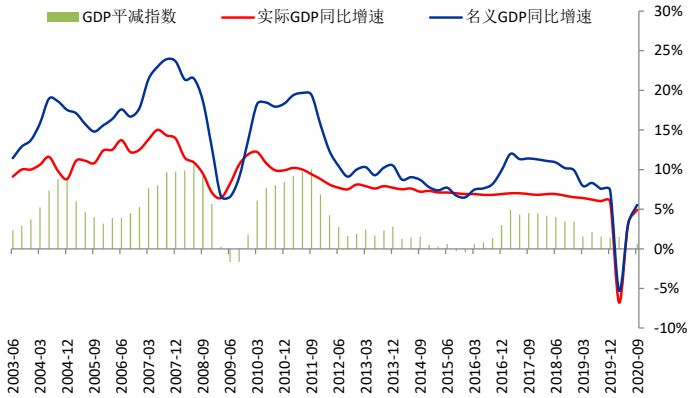
表内贷款、社会融资等情况表明，信用继续扩张。虚拟经济流动性则收紧，无风险利率再现加速上升，预计短期内无大幅回落的可能。政府债务发行高峰已过，央行政策转向中性，年内降低 MLF 利率，以及 LPR 等直接影响资金价格的手段，可能性几乎为零，并且降准的可能性也已经下降。全球货币政策宽松力度减弱也不利于央行扩张货币政策。经济步入企稳复苏正轨后，预计货币政策仍将会继续维持稳健中性。除非出现超预期的经济下行等状况，否则新的宽松窗口将不再打开。且信用持续扩张后，央行开始关注流动性流向，对房地产等行业政策开始收紧。同时，包括央行、银保监会等监管层，加大对金融风险的关注。未来房地产等部分行业受到的负面影响仍需要警惕。

综合来看，疫情对产出端的影响完全结束，虽然部分小经济指标不及预期，但宏观经济整体仍处于主动加库存的周期阶段之下，持续复苏的态势不变，这一趋势至少将延续至明年一季度。需求端来看，目前对总需求复苏贡献较大的是服务消费以及制造业投资，耐用品消费尤其是汽车以及外需韧性则超预期。此外，我们认为，基建在后期投资资金到位之后仍可保持乐观，但房地产政策收紧已经带来负面影响，并仍是国内的主要风险之一。海外风险较大，尤其是二次疫情爆发已经开始令欧洲防疫政策收紧，预计未来将会影响国内经济，但影响程度将远不及一次疫情，可保持谨慎乐观。PPI 将继续修复，并和产出一同带动利润改善。三季度 GDP 增速进一步恢复，预计四季度增速还将修复。明年由于低基数原因，GDP 同比增速将会明显抬升。货币政策依然处于中性观望状态，且年内再度转向宽松的可能性不大。

第一部分 加库存推动复苏 房地产值得关注

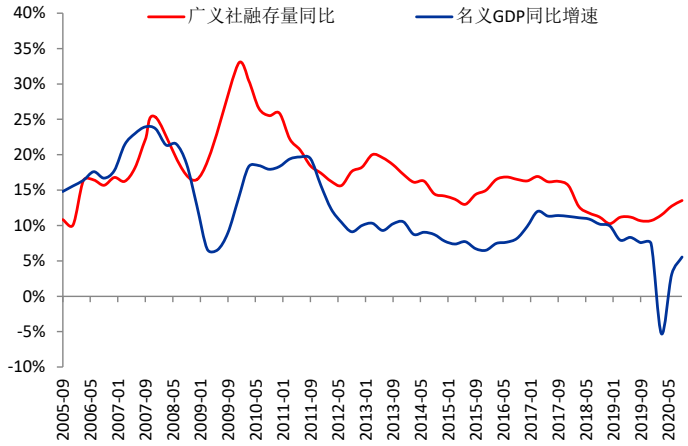
9 月经济数据多继续超预期，产出仍位于主动加库存阶段中，并至少维持到年底。需求中的消费需求表现较强，尤其是服务消费，仍有进一步改善的空间。外需也存在一定韧性。投资需求出现分化。制造业投资仍能够维持增长，基建投资在资金到位之后将会缓慢改善。房地产投资走弱的可能性开始上升。从今年情况看，一季度 GDP 增速的断崖式下降主要是疫情等外生因素影响导致。二季度复工复产等政策推动下，产出端恢复为增长。而三季度 GDP 已经弱于市场预期 ，在这一新的情境之下，我们下调全年 GDP 增速预期至 2%至 2.5%左右。在最乐观情况下，四季度 GDP 增长 8%（几乎不可能达到），全年累计也仅为 2.76%。货币政策长期偏宽松的情况下，中短期仍以稳健为主。

图 1 名义和实际 GDP 增速以及 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2 广义社融与名义 GDP 增长关系



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 3 不同情境下的全年 GDP 增速预期

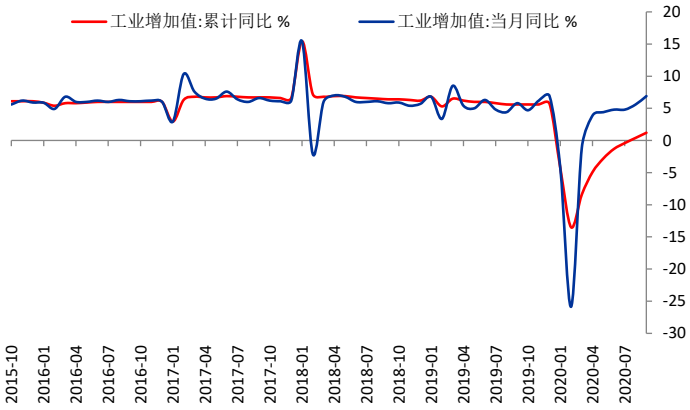
	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比增速	-6.80%	3.20%	4.90%	4.00%	1.65%
	-6.80%	3.20%	4.90%	5.00%	1.92%
	-6.80%	3.20%	4.90%	6.00%	2.20%
	-6.80%	3.20%	4.90%	7.00%	2.48%
	-6.80%	3.20%	4.90%	8.00%	2.76%

数据来源：Wind、方正中期研究院

一、 产出加速恢复 主动加库存继续

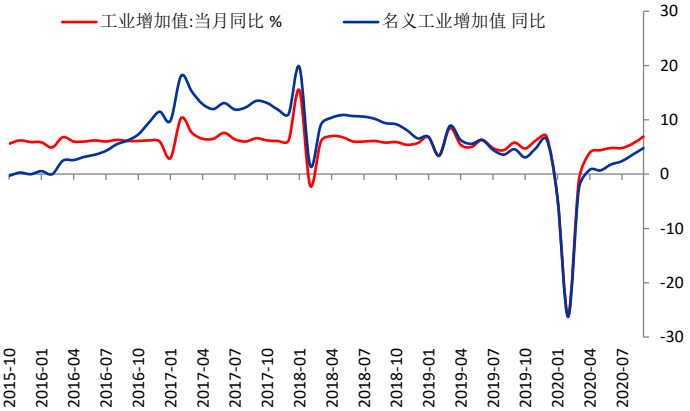
9 月产出数据非常强劲，总体以及主要行业工业增加值均显著增长，经济周期仍位于主动加库存阶段。前期地产和基建的走弱开始对部分原材料制造业如黑色、水泥等产生不利影响。同时货币宽松、复工复产等政策已经推动经济回到正轨，产出继续加速的难度上升。我们认为，经济总体向好的方向不变，但未来上行斜率放缓的风险正在加大。产出修复叠加价格回升，企业部门利润将继续好转。此外，外需韧性对产出的带动也需要持续关注。

图 4 中国工业增加值同比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 5 实际和名义工业增加值



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 6 工业增加值分项数据

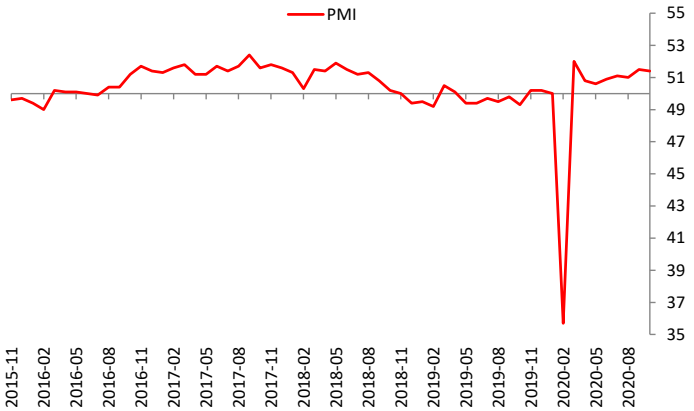
官方累计同比	下游行业					中游行业											上游行业						
						加工组装					原材料												
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采辅助活动	其他采矿业
2020/09	0.8	-3.4	-1.7	3.0	4.4	2.6	5.1	5.6	7.2	-2.1	1.0	5.3	1.9	0.8	-0.7	1.5	0.4	-0.7	-1.6	-0.4	-1.4	-12.9	-0.7
2020/08	0.0	-4.2	-2.8	2.3	2.8	1.2	4.6	4.1	7.0	-2.9	0.5	4.8	1.7	-0.4	-2.0	0.7	0.1	-1.3	-1.6	-0.6	-2.2	-13.2	-0.7
2020/07	-0.1	-4.4	-3.7	2.1	1.1	-0.3	4.1	2.5	6.7	-3.3	-0.3	4.2	1.3	-1.3	-3.0	-0.1	-0.3	-1.8	-1.9	-0.8	-3.1	-11.0	2.9
2020/06	-0.5	-4.9	-4.5	1.8	-3.1	-2.3	2.9	-0.3	5.7	-3.8	-0.7	3.4	1.0	-2.2	-4.3	-1.0	0.4	-2.1	-2.3	-1.4	-3.8	-9.2	-2.8
2020/05	-1.0	-5.5	-6.7	0.9	-7.9	-4.9	1.0	-2.8	3.7	-4.8	-2.3	2.8	0.5	-4.1	-6.2	-2.1	0.5	-4.0	-3.1	-1.7	-5.7	-8.6	-7.6
2020/04	-3.3	-7.0	-10.6	0.0	-15.0	-9.0	-4.2	-5.8	1.8	-7.3	-3.9	1.7	-0.6	-7.6	-9.4	-3.9	0.6	0.1	-5.2	-3.1	-9.3	-6.8	-7.8
2020/03	-7.9	-11.1	-16.8	-2.3	-26.0	-17.2	-13.5	-12.9	-2.8	-13.7	-5.4	0.5	-3.8	-13.7	-16.2	-6.8	-0.6	1.3	-7.6	-6.1	-16.9	-4.7	-8.9
2020/02	-18.2	-16.0	-27.2	-12.3	-31.8	-28.2	-24.4	-24.7	-13.8	-28.2	-7.3	-2.0	-8.5	-21.1	-25.2	-12.3	-8.2	2.1	-16.2	-13.1	-25.5	-3.1	-18.3
2019/12	5.3	1.9	1.3	6.6	1.8	4.3	6.9	10.7	9.3	7.4	6.5	9.9	9.2	8.9	4.8	4.7	5.5	3.7	7.1	3.0	0.2	21.7	3.8
2019/11	5.4	2.1	1.4	6.8	0.7	4.1	7.0	10.4	8.9	9.0	6.4	9.9	9.6	8.9	4.9	4.4	5.1	3.6	7.8	3.3	-0.6	25.2	2.7
2019/10	5.4	2.4	1.2	7.0	-0.2	3.9	6.9	10.1	8.8	9.8	6.4	9.7	9.9	9.0	4.8	4.0	4.8	2.6	7.2	3.2	-0.8	27.5	-8.1
2019/09	5.6	3.0	1.5	6.9	-0.8	3.9	7.1	10.0	8.9	10.5	6.3	10.1	9.9	9.6	4.9	4.1	4.7	2.9	7.0	3.3	-0.5	28.8	-8.6
2019/08	5.7	3.6	1.6	6.9	-1.0	3.9	7.1	9.8	8.5	11.1	6.4	10.2	10.2	9.9	4.7	4.3	3.7	2.7	6.9	3.0	-0.3	30.5	-8.5
2019/07	5.8	4.1	1.8	6.7	-1.8	4.5	7.7	9.7	9.1	11.4	6.6	10.2	10.5	10.2	4.8	4.6	3.6	2.7	7.0	2.9	0.1	31.9	-5.8
2019/06	5.5	4.7	1.9	6.6	-1.4	5.1	8.3	10.0	9.6	10.6	6.6	10.3	10.4	10.4	4.7	4.8	2.8	2.3	7.3	3.3	0.4	33.4	-3.9
2019/05	5.2	5.1	1.9	6.7	-1.0	5.7	9.0	9.7	9.4	9.5	6.8	9.5	9.7	10.7	4.7	4.6	0.9	2.1	7.4	3.6	0.7	37.0	-0.8
2019/04	5.5	5.4	2.2	7.2	-0.3	6.7	10.1	10.0	9.0	9.7	7.1	8.9	9.7	11.0	4.7	5.0	0.4	2.0	6.9	3.9	0.8	38.0	1.7
2019/03	5.4	6.1	3.7	6.4	0.2	8.4	12.6	11.0	7.8	10.9	6.5	7.9	10.1	11.5	6.4	5.5	0.4	1.6	5.7	5.6	0.6	33.9	6.4
2019/02	6.0	6.3	0.2	5.9	-5.3	4.4	10.0	8.0	6.0	7.9	6.1	7.5	9.3	8.8	2.2	4.3	-2.0	-0.4	5.4	8.0	2.2	28.0	9.4

数据来源：Wind、方正中期研究院

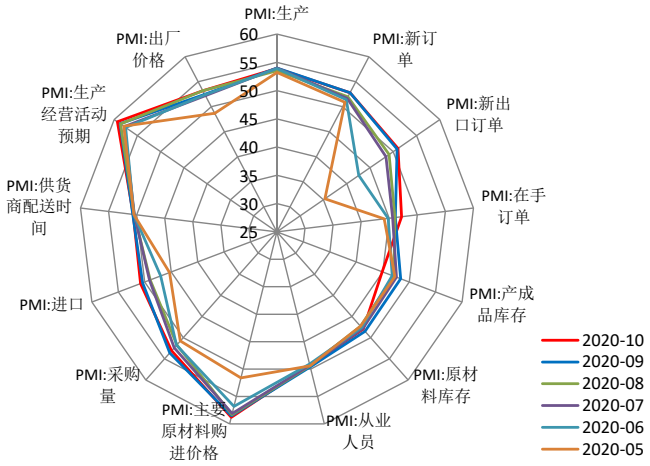
最新数据来看，虽然 9 月制造业 PMI 回落，但整体仍超预期。制造业产出小幅下挫与国庆假期有关，并非内生因素导致。需求依然非常强劲，尤其下游需求表现旺盛。我们认为，经济周期仍可视作主动加库存阶段，复苏态势能够持续至年底或明年初。制造业强势同时，服务业也在加速复苏。风险仍在房地产和建筑业，目前已露出受影响的端倪，后期仍不容乐观。海外经济尤其是欧洲受二次疫情影响的风险上升，但预计对中国出口影响有限。

图 7 PMI 总体变动趋势

图 8 PMI 分项近期扩张情况



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 9　官方 PMI 主要分项变动情况

	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2020年10月	51.4	53.9	52.8	51.0	44.9	58.8	48.0	49.3	50.6	47.2	50.8	53.1	53.2	59.3
最近5年分位数水平	72%	80%	70%	90%	7%	78%	47%	83%	87%	97%	85%	90%	90%	95%
5年均值	*50.4*	*52.3*	*51.3*	*48.1*	*46.8*	*55.8*	*47.7*	*48.2*	*49.8*	*45.0*	*48.4*	*51.0*	*#N/A*	*55.7*
5年历史波动率	*1.0*	*1.1*	*1.5*	*1.4*	*0.4*	*8.2*	*0.6*	*0.7*	*0.7*	*0.7*	*1.5*	*1.8*	*#N/A*	*2.3*
上月数值	51.5	54.0	52.8	50.8	48.4	58.5	48.5	49.6	50.7	46.1	50.4	53.6	52.5	58.7
本月与上月差值	-0.1	-0.1	0.0	0.2	-3.5	0.3	-0.5	-0.3	-0.1	1.1	0.4	-0.5	0.7	0.6
5年差值平均	*-0.2*	*-0.7*	*-0.4*	*-1.0*	*0.4*	*-1.0*	*-0.1*	*0.0*	*-0.2*	*-0.3*	*-0.6*	*-0.2*	*-0.3*	*-0.6*
5年差值历史波动率	*0.6*	*0.8*	*1.5*	*0.3*	*0.9*	*3.7*	*0.5*	*0.2*	*0.3*	*1.1*	*0.5*	*0.3*	*1.1*	*0.5*

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 基数扰动投资同比 制造业投资仍稳健

9 月投资增速符合预期，投资需求仍有一定改善。基数偏高可以解释大部分基建、制造业投资增速回落的问题，边际上看二者尤其是制造业投资仍然明显增长。我们预计，制造业投资未来仍有表现空间，对总投资带动作用将继续增强。基建投资偏弱的问题，将在四季度财政资金到位后有所缓解，然而基建改善斜率将放平。房地产投资仍需要持续注意，四季度风险将进一步增强。这也将打击部分原材料产业链如黑色和建材等。

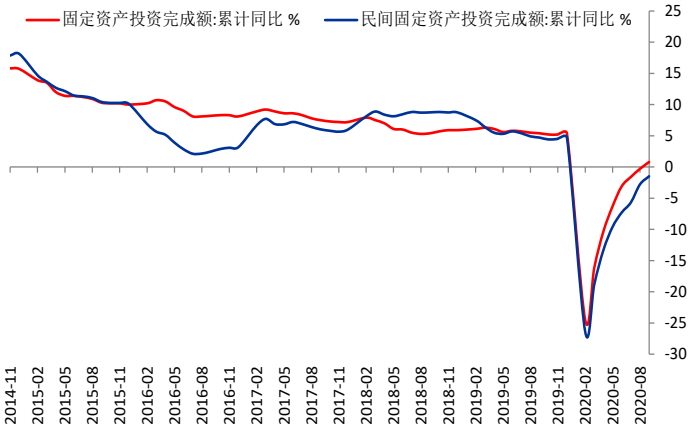
图 10　主要投资分项表现

	当期值（亿）	当期同比（%）	上期同比（%）	同比变动（%）
固定资产投资	57696	-4.8%	-4.1%	-0.7%
民间固定资产投资	29492	5.9%	13.6%	-7.6%
房地产投资	15030	12.0%	11.8%	0.2%
基建投资	19729	4.8%	7.1%	-2.3%
制造业投资	23363	3.0%	5.0%	-2.1%

数据来源：Wind、方正中期研究院

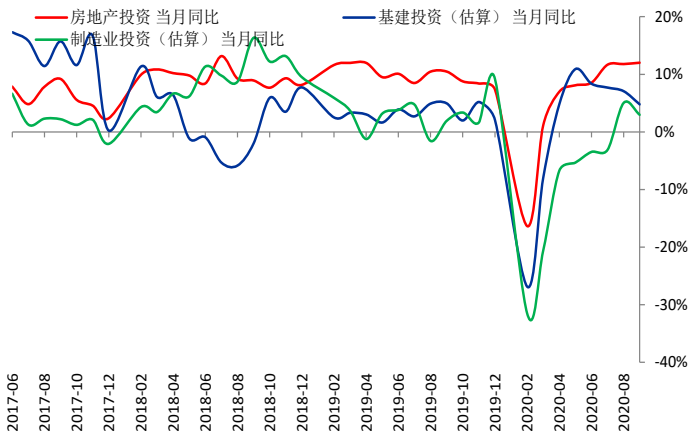
图 11　固定资产和民间固定资产投资增速

图 12　主要的三个投资分项（当月同比）



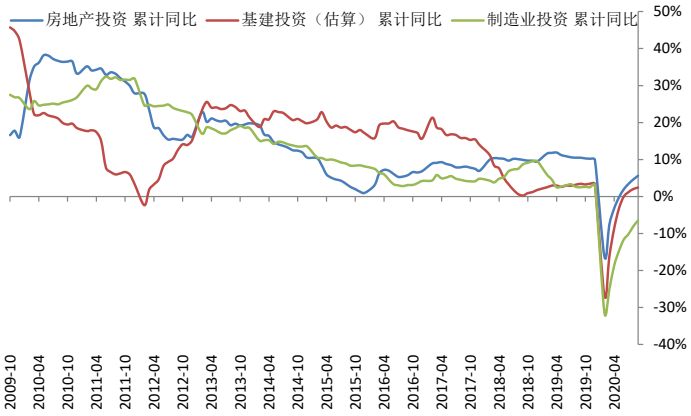
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 13 主要的三个投资分项（累计同比）



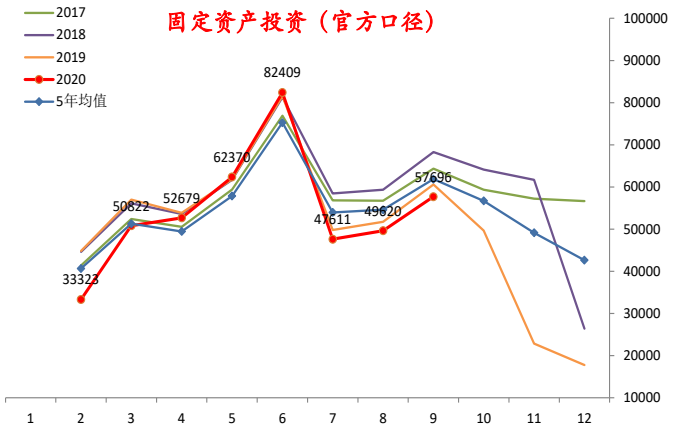
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 14 固定资产投资季节性（官方口径）



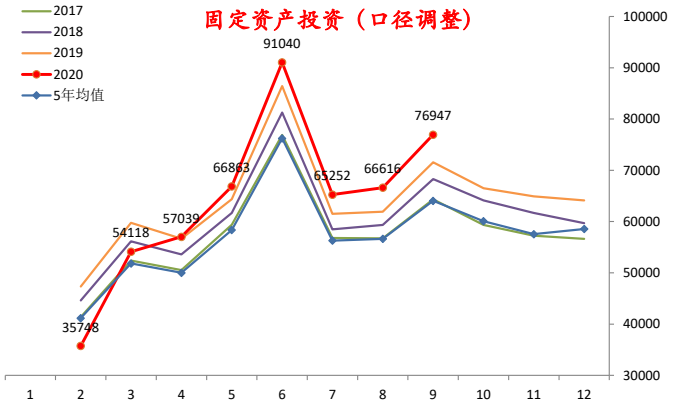
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 15 固定资产投资季节性（可比口径）



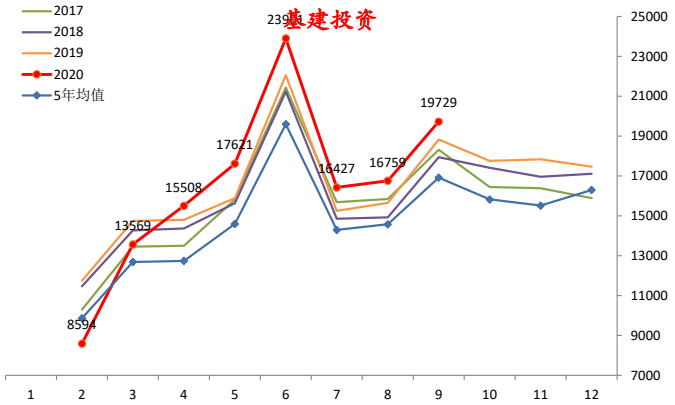
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 16 基建投资季节性



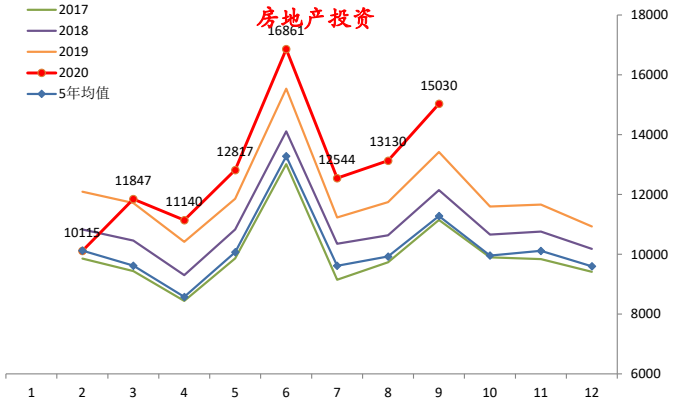
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 17 房地产投资季节性

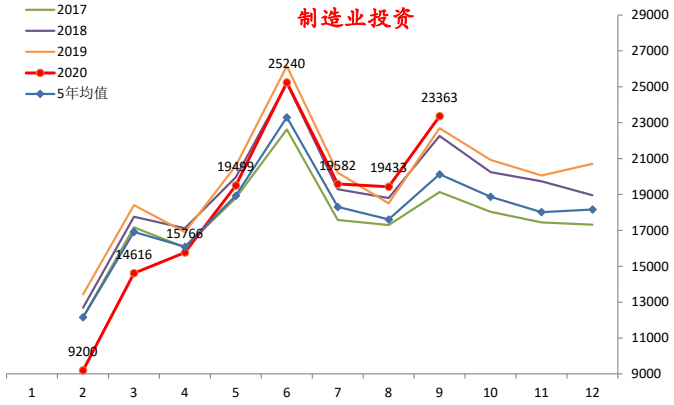


数据来源：Wind、方正中期研究院

图 18 制造业投资季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院

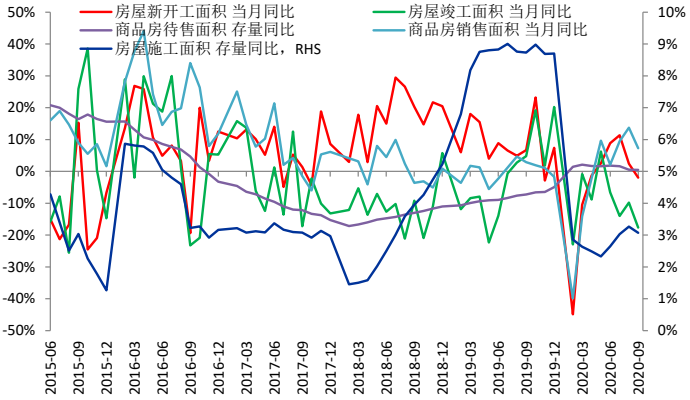


数据来源：Wind、方正中期研究院

具体在房地产方面，主要指标继续表现不佳。新开工面积出现负增长，竣工面积负增长的程度增加。施工面积存量、待售和销售面积增速均有下滑。边际上看，新开工和施工均明显弱于季节性水平，显示出前期对房地产行业政策的收紧，已经开始产生实质影响。竣工面积和销售面积均弱于季节性，同时待售面积变动超季节性。但 9 月土地购置面积明显超季节性增加。总体上看，房地产行业主要指标表现弱于预期，尤其是上游开工、施工等变动对黑色产业链影响偏负面。

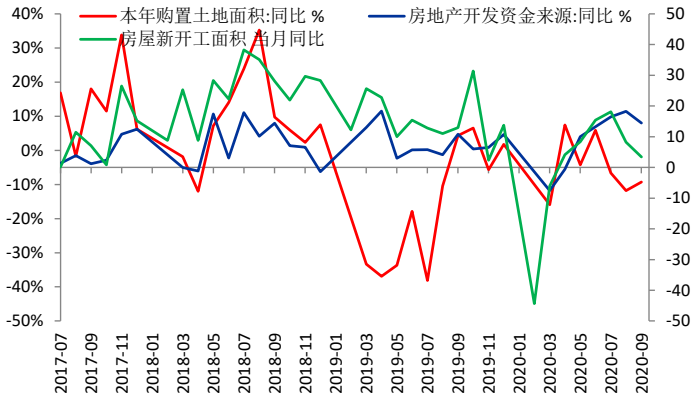
从先行指标上看，9 月土地购置超季节性之外，开发资金也略超季节性。其中自筹资金增长非常明显，也显著超季节性水平。其他包括银行贷款、定金及预收款、个人按揭贷款等均与季节性表现差异不大。这与央行公布的金融数据较为接近，侧面印证限制贷款等开始影响房地产企业资金回笼。总体上看，房地产投资承压迹象仍然非常明显。政策转向后，银行对房地产融资收紧，销售承压影响回款，未来房地产投资的风险进一步上升。

图 19　房地产行业五大指标



数据来源：Wind、方正中期研究院

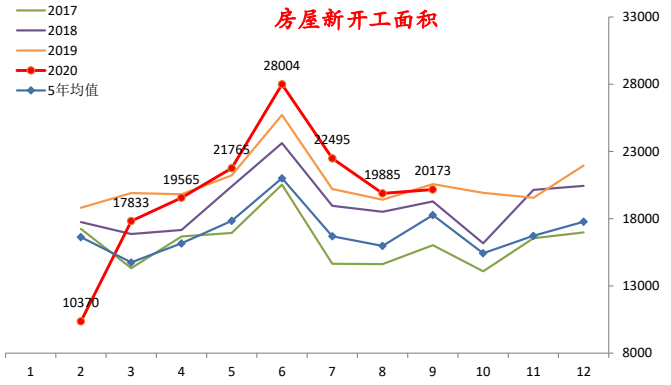
图 20　房地产投资上游领先指标



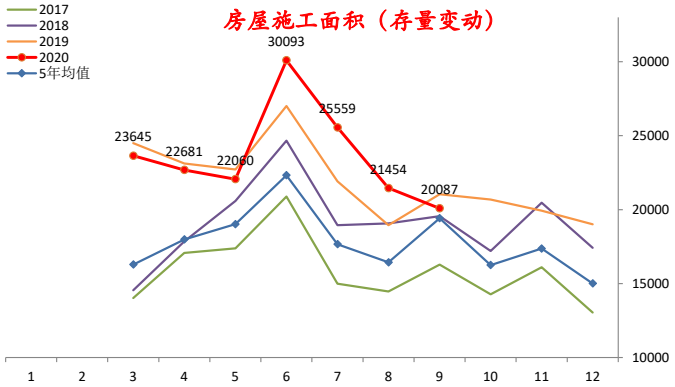
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 21　新屋开工季节性

图 22　房屋施工季节性

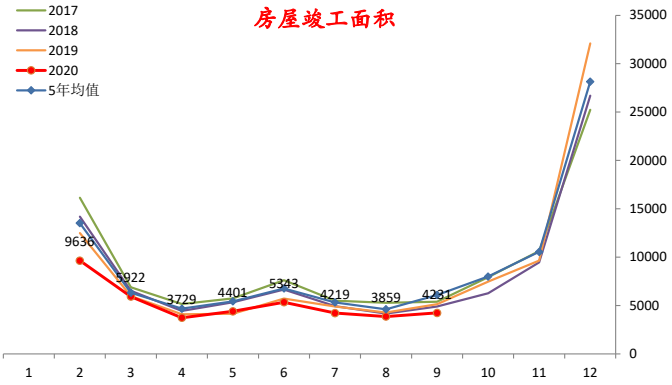


数据来源：Wind、方正中期研究院



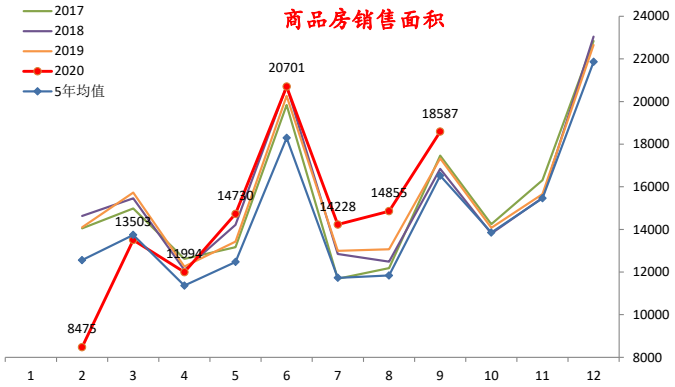
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 23　房屋竣工季节性



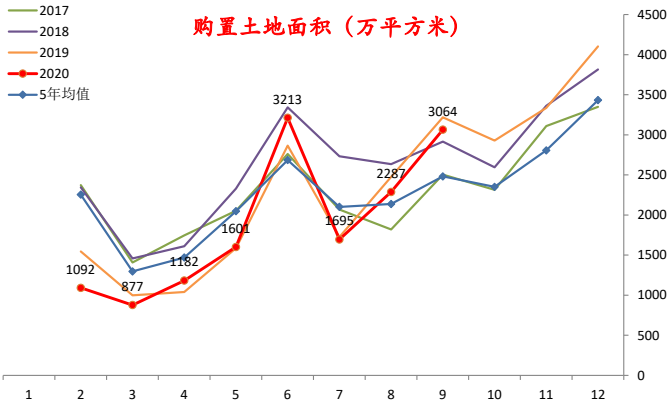
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 24　房屋销售季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 25　土地购置季节性



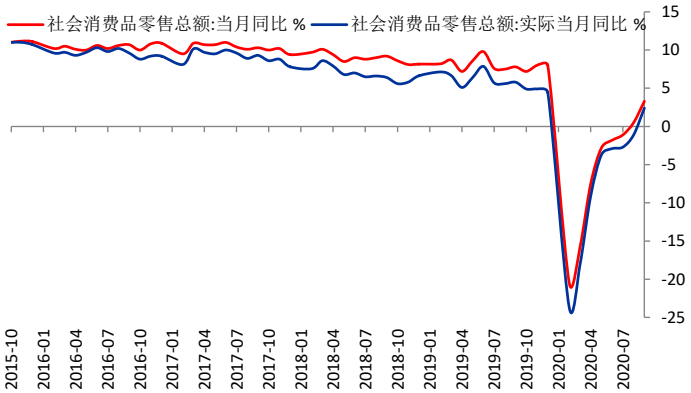
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 消费修复的态势仍能够持续

消费方面，9 月必需品和耐用品消费回归平稳，服务消费加速回升则符合预期。线上消费增速回落的情况下，总消费继续加速，表明线下消费非常活跃。疫情对消费者的心理影响消除，消费尤其是服务消费进一

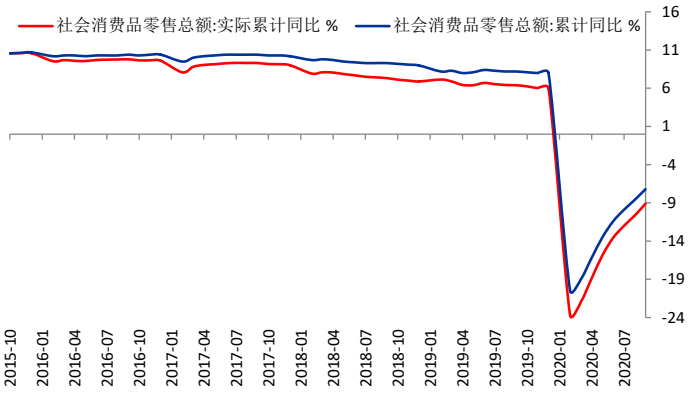
步回升可期，消费复苏的总体方向仍保持不变。从已经公布的 10 月数据看，耐用品和服务都是支持消费复苏的动力。从长期来看，人口增速放慢、居民部门高杠杆等制约下，消费增速在回升至疫情前水平后，能否长期持续上行仍不确定，消费升级和转型的进程仍是决定未来消费增长的主要因素。

图 26 社消总额同比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 27 社消总额累计同比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 28 社会零售消费分项（限额以上企业）

官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品		
2020-09	10.60	12.30	6.80	4.50	6.80	1.20	-9.90	-8.00	-7.50	-6.30	-16.70	-2.90	4.10
2020-08	11.00	10.90	6.30	3.20	6.70	0.30	-11.40	-9.00	-8.70	-8.80	-17.30	-7.00	1.50
2020-07	12.00	10.50	5.50	1.00	6.30	-1.50	-12.50	-10.80	-9.70	-11.60	-17.80	-11.00	0.20
2020-06	12.90	10.50	5.20	-0.20	6.10	-3.20	-14.10	-12.20	-11.00	-15.20	-18.40	-15.20	-0.20
2020-05	13.40	8.50	2.50	-4.90	2.40	-9.00	-17.50	-18.40	-14.30	-17.00	-19.60	-18.90	-0.80
2020-04	13.80	6.30	-1.20	-9.40	-0.90	-14.30	-23.10	-24.50	-18.90	-22.60	-21.10	-31.10	-4.60
2020-03	12.60	4.10	-4.20	-13.20	-5.10	-15.30	-29.30	-29.90	-23.90	-30.30	-23.50	-46.80	-12.00
2020-02	9.70	3.10	-6.60	-14.10	-4.00	-32.70	-33.50	-30.00	-30.50	-37.00	-26.20	-43.10	-17.60
2019-12	10.20	10.40	13.90	12.60	8.00	11.10	5.10	5.60	2.80	-0.80	1.20	9.10	7.90
2019-11	10.20	10.10	13.90	12.70	6.60	10.40	5.50	5.90	3.00	-1.10	1.00	9.70	7.80
2019-10	10.40	9.80	13.40	12.10	4.70	10.90	5.40	5.40	3.40	-1.00	1.00	9.00	7.00
2019-09	10.60	9.80	13.60	12.80	4.00	11.50	5.90	5.90	3.60	-0.70	1.70	9.40	7.60
2019-08	10.60	9.90	13.80	12.70	2.60	12.60	5.80	5.90	3.50	-0.50	2.00	9.70	7.20
2019-07	10.30	9.90	13.90	12.70	1.30	13.00	5.80	6.20	3.10	0.60	2.50	9.40	7.40
2019-06	10.40	9.90	14.10	13.20	0.10	14.40	5.70	6.70	3.60	1.20	3.10	9.50	9.90
2019-05	10.50	10.10	14.50	11.30	-1.60	19.60	5.10	6.40	4.20	-2.00	3.10	9.40	8.50
2019-04	10.30	9.40	15.30	10.00	-3.30	22.00	4.80	6.60	5.80	-3.10	3.10	8.50	7.00
2019-03	10.60	9.30	16.10	10.90	-3.20	21.10	5.00	7.80	8.10	-3.40	4.10	9.50	8.60
2019-02	10.10	8.00	15.90	8.90	-4.40	33.90	0.70	3.30	6.60	-2.80	2.50	9.70	8.00

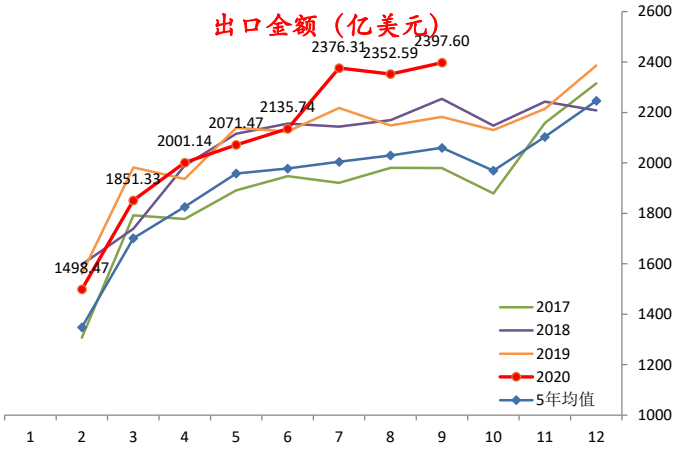
数据来源：Wind、方正中期研究院

四、 补库推升进口 海外疫情影响出口有限

9 月外贸数据表现仍超预期，主要是进口增长明显，超过预期较多，全球经济的持续复苏仍是支持外贸改善的主要因素。虽然医疗物资等出口回归平稳，但全球经济整体受疫情影响下降，海外经济增长的好转，都令外需持续修复，帮助出口维持高位。进口金额在主要工业原材料进口量维持高位的同时，也受到海外交货加速，以及企业部门主动加库存的影响，尤其是汽车和机械、电子制造业的中间产品。同时人民币汇率大幅升值对进口的刺激或正在体现，但对出口的拖累并不明显，主要是中国产品替代弹性较低。展望未来，我们认为外贸方面仍能维持良好表现。全球来看，越南、韩国等外向型经济体近一段时间也表现出较为活跃的

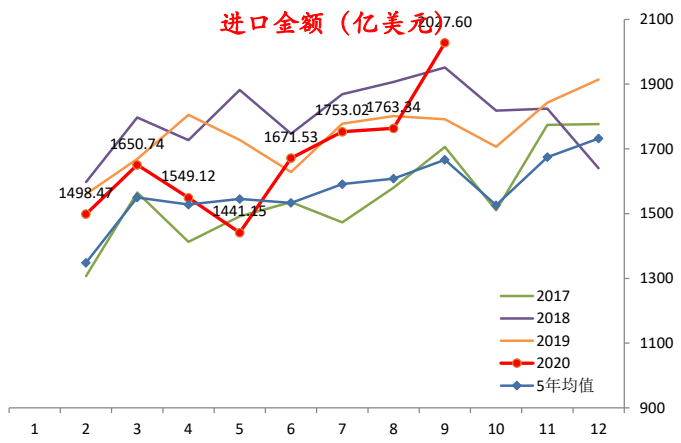
贸易水平，全球经济复苏对外需的支持仍持续。国内主动加库存的经济周期则需要企业增加进口。需要注意的是，基建持续支持经济的同时，房地产受到政策收紧影响，对上游需求拉动减小的风险上升。人民币继续大幅升值的可能性下降，对进口的拉动和出口的挤压将同时减小。此外，欧洲等二次疫情对经济和出口将会有一定影响，但预计影响可能不如此前一次疫情。

图 29 出口金额的季节性表现



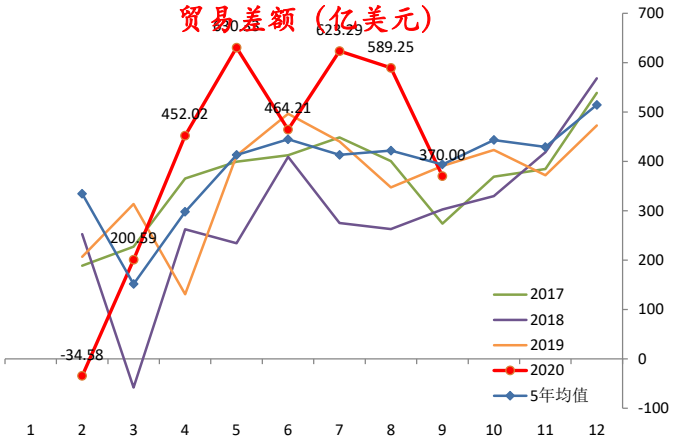
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 30 进口金额的季节性表现



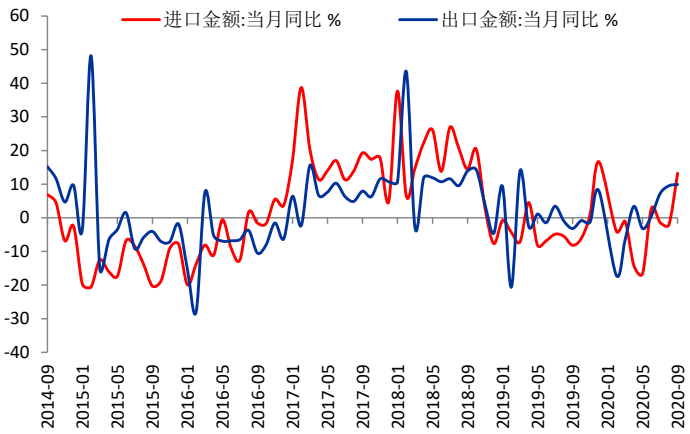
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 31 贸易差额的季节性表现



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 32 进出口增速变动趋势



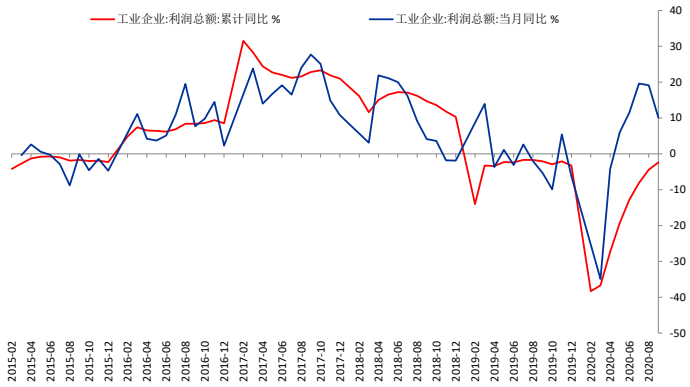
数据来源：Wind、方正中期研究院

五、 企业利润修复速度回归平稳

9 月工业企业利润继续修复。上游行业利润继续改善中，其中黑色依然表现最佳，有色持续明显改善。中游原材料行业利润受到的积压继续减小，尤其是黑色和有色金属冶炼，后者开始出现正增长。橡胶和塑料行业依然是增速最快。制造业方面，通用设备和电气设备修复较快，交运设备增速转证。专用设备和电子制造表现最好，但后者边际表现不佳。下游行业全面改善，中食品和医药制造上行，农副食品加工回落。纺织业和汽车制造业利润转正后继续加速。我们认为，工业品价格修复方向不变，库存仍将跟随价格回升，主动加库存趋势能够延续，至少能够保持到年底。疫情影响结束，内需重回稳定，外需有一定韧性，经济依赖自身内生周期不断走好，复苏的方向仍然较为确定，企业利润仍有进一步改善的空间，并通过产业链向上游传

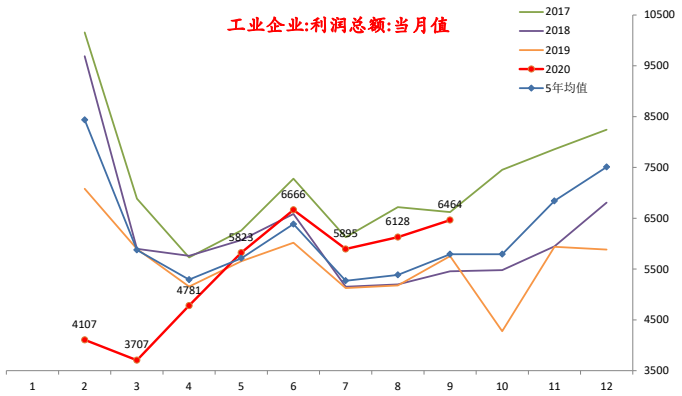
导。而海外需求的韧性超预期能否持续，还需观察海外二次疫情的影响。此外，风险也在于政治博弈方面。

图 33 企业利润同比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 34 企业利润总额季节性



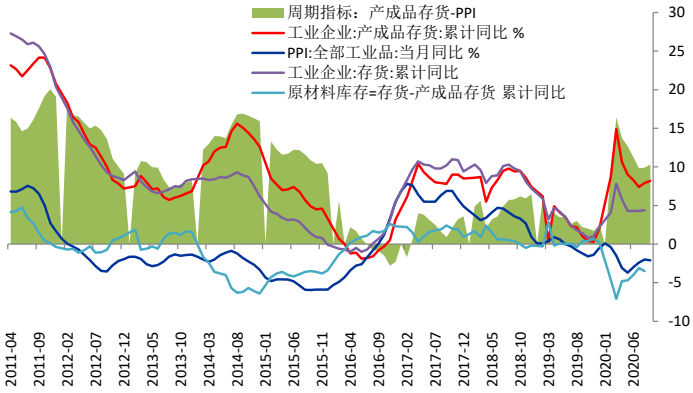
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 35 主要行业的工业企业利润累计同比

官方累计同比	下游行业					中游行业											上游行业						
						加工组装					原材料												
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采专业及辅助性活动	其他采矿业
2020/09	11.9	16.7	4.8	8.2	3.0	10.7	22.3	2.9	15.5	0.8	2.1	-18.7	2.1	-1.3	20.6	-17.7	-30.1	-70.2		5.9	-1.8	-130.1	57.1
2020/08	10.8	17.7	1.6	7.4	1.5	7.6	22.9	-1.3	26.1	-3.6	0.6	-23.1	-5.6	-3.8	19.5	-22.0	-30.0	-70.2	31.3	-1.7	-1.9	-122.4	66.7
2020/07	8.5	20.1	-3.0	5.0	-5.9	3.2	24.1	-4.0	28.7	-1.6	-3.6	-32.0	-12.7	-6.2	15.4	-27.6	-32.8	-72.1	24.3	-8.2	-3.8	-134.6	16.7
2020/06	4.0	14.8	-5.6	2.1	-20.7	-1.1	20.7	-6.4	27.2	-4.8	-9.5	-40.3	-29.4	-8.7	14.0	-32.2	-31.2	-72.6	24.2	-13.5	-5.6	-47.1	-50.0
2020/05	-2.5	19.0	-10.3	-0.5	-33.5	-6.5	16.6	-11.6	34.7	-6.5	-19.5	-57.2	-43.7	-12.0	3.6	-38.6	-31.2	-75.8	20.9	-15.3	2.0	-156.8	
2020/04	-13.0	20.0	-19.8	-7.4	-52.1	-17.6	-3.1	-22.9	15.0	-11.7	-27.0	-60.4	-40.3	-19.7	-11.9	-48.0	-27.0	-56.4	40.3	-31.8	-2.9		-50.0
2020/03	-27.4	11.2	-38.8	-15.7	-80.2	-39.9	-34.7	-47.0	-12.0	-33.2	-30.7	-55.7	-30.2	-34.0	-30.9	-56.5	-29.9	-20.1	-47.8	-33.9	-17.2		-100.0
2020/02	-33.5	2.2	-59.3	-10.9	-79.6	-62.3	-55.1	-68.2	-87.0	-75.3	-19.4	-34.4	28.3	-37.0	-52.9	-66.4	-45.6	23.7	-86.2	-33.4	-31.3		-100.0
2019/12	9.1	3.9	-10.9	5.9	-15.9	3.7	12.9	10.8	3.1	11.9	19.0	-37.6	1.2	7.5	12.0	-25.6	-2.4	1.8	396.5	-28.8	6.1		60.0
2019/11	11.1	8.3	-7.0	10.0	-13.9	4.4	13.6	13.3	4.1	8.7	20.6	-42.3	8.7	10.7	13.7	-23.3	-1.7	-0.4	170.7	-23.0	14.0	80.4	75.0
2019/10	8.7	5.1	-6.4	10.6	-14.7	2.8	12.0	15.0	6.0	13.1	16.2	-44.2	5.4	10.9	13.9	-25.3	-2.1	3.4	189.5	-23.0	19.8	154.9	75.0
2019/09	11.5	3.5	-4.3	10.0	-16.6	3.0	12.9	13.5	3.6	22.7	13.7	-41.8	8.1	11.8	12.9	-13.0	-3.2	7.9	178.0	-23.6	18.5	129.5	75.0
2019/08	12.5	2.5	-3.4	9.5	-19.0	4.3	13.3	15.8	-2.7	27.6	12.4	-31.3	9.7	11.1	11.7	-13.1	-4.3	7.3	180.8	-23.7	16.4	69.0	50.0
2019/07	14.6	0.9	0.1	9.3	-23.2	5.1	14.3	15.6	-6.3	26.5	12.2	-25.1	6.0	10.8	10.4	-11.6	-3.8	12.9	232.1	-25.3	20.7	27.8	16.7
2019/06	13.5	-2.0	-0.1	9.4	-24.9	5.5	16.6	13.0	-7.9	33.2	11.5	-21.8	3.1	11.9	9.8	-13.8	-7.1	17.8	327.3	-24.5	25.6	73.8	-28.6
2019/05	17.3	-3.7	3.2	10.9	-27.2	7.4	17.7	15.9	-13.0	42.9	13.7	-22.4	2.6	12.9	11.5	-13.6	-9.4	24.0	229.0	-26.3	16.0	221.1	-33.3

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 36 开始出现主动加库存迹象

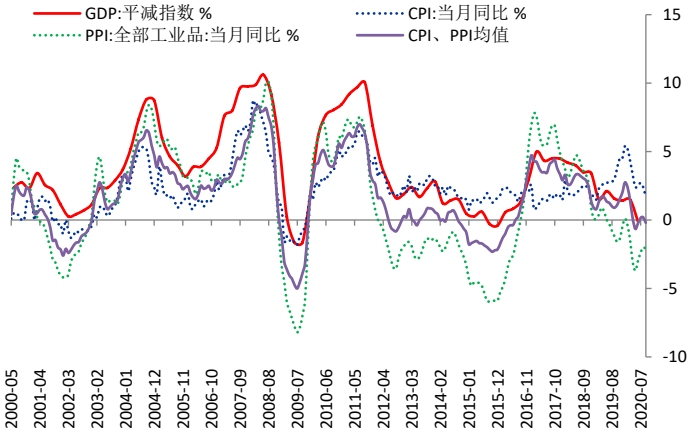


数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 CPI 仍有下行动力 PPI 难持续回落

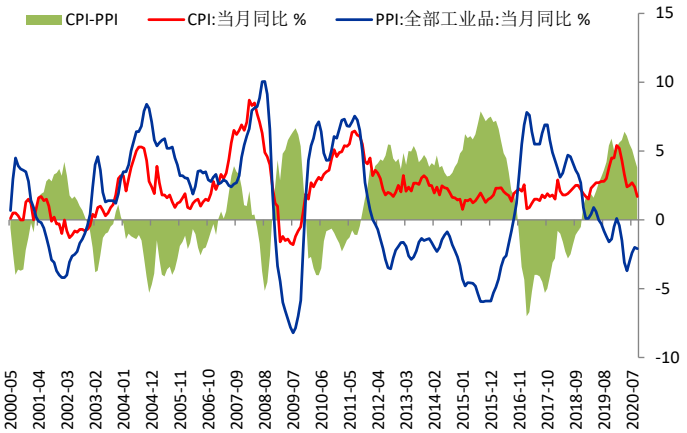
截至 9 月 CPI 和 PPI 缺口继续显著收窄，CPI 和 PPI 均值也小幅回落。通胀水平总体仍处于修复阶段，尤其是产出端价格。预计三季度 GDP 平减指数在 0 附近的位置。结合产出和价格来看，主动加库存的经济周期阶段继续。财政宽松带动基建、服务消费持续改善、外需韧性超预期等影响下，未来经济运行方向依然向上。但需要关注房地产方面的风险。我们预计，在猪周期带动下 10 月 CPI 将继续回落，PPI 持续下降的可能性小。通胀仍位于舒适区间，预计通胀反弹的风险可能在明年二季度前后开始出现。

图 37 CPI、PPI 均值与 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 38 CPI、PPI 以及二者差异的变动



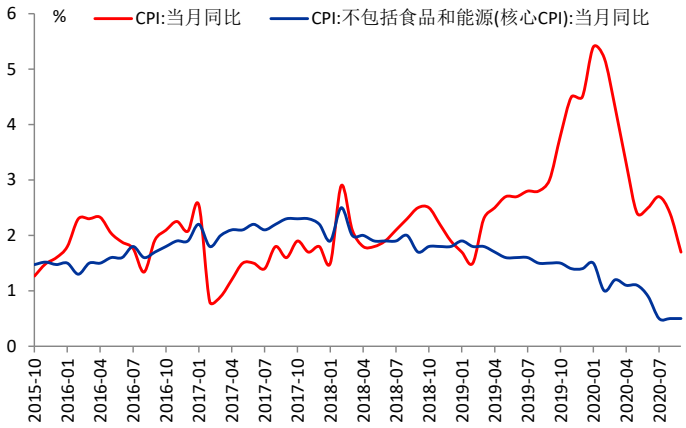
数据来源：Wind、方正中期研究院

一、 猪周期影响之下 CPI 下行趋势不变

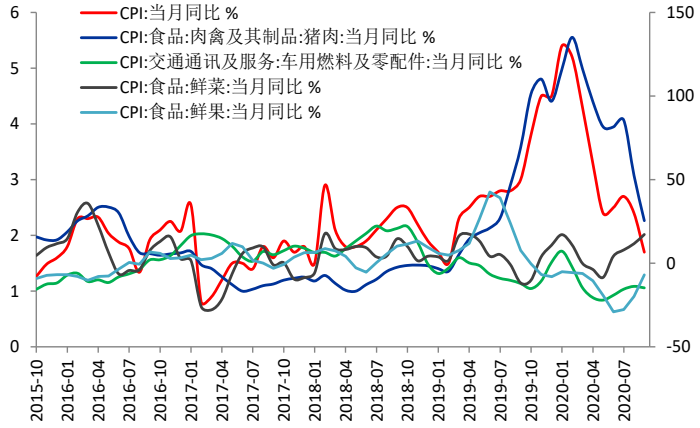
9 月 CPI 回落幅度略超预期。鲜果、鲜菜价格上涨不抵猪肉价格下跌的影响。而 8 月生猪出栏量加速之后，猪肉价格同比增速持续位于下降通道中。去年 10 月环比增速基数依然偏高，猪肉价格增速或仍将拉动 CPI 回落。服务价格上涨则反映出服务消费需求的增加，而 5G 通信服务和手机升级换代后可能抬升通信价格。旅游价格或在十一假期受到带动，逻辑上看旅游逐步恢复之后，民宿回暖可能带动房租回升，但这一过程仍将漫长。此外，国际油价对通胀仍有拖累。我们认为，除猪肉价格外暂无明显扰动 CPI 的因素，四季度 CPI 继续下行的趋势不变，明年年初进入阶段性低位后，二季度可能出现一定反弹。

图 39 CPI 与核心 CPI 变动趋势

图 40 CPI 食品中高权重、高波动分项变动趋势



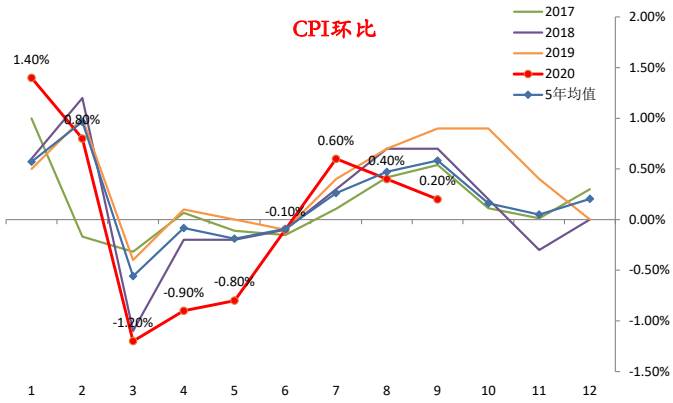
数据来源：Wind、方正中期研究院



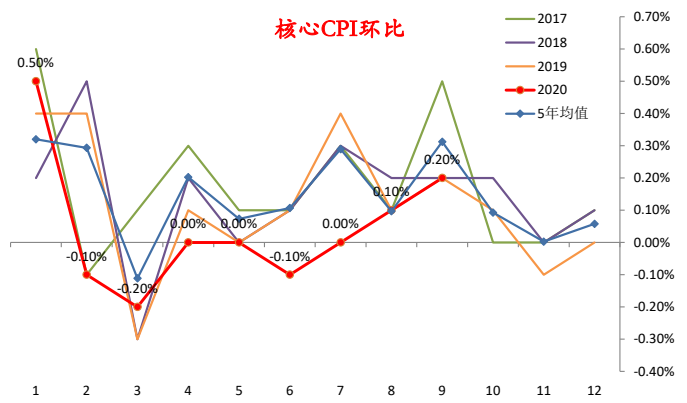
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 41　CPI 环比增速

图 42　核心 CPI 环比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院



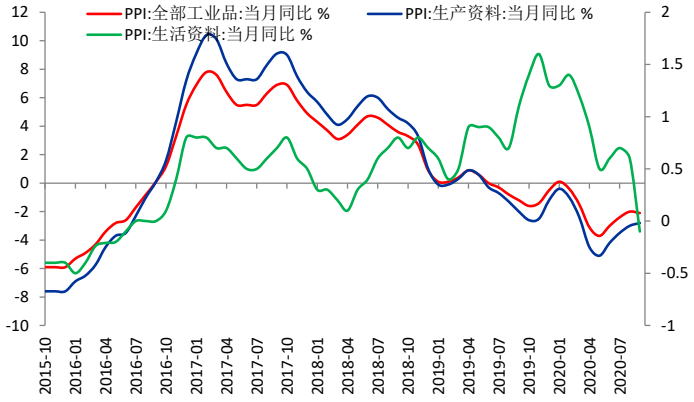
数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 PPI 暂缓回升 持续修复方向不变

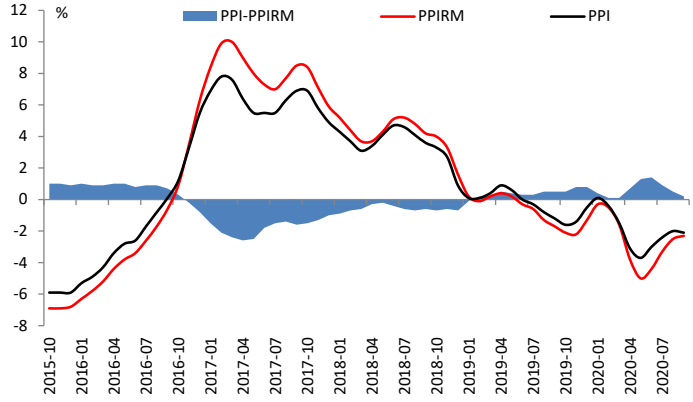
9 月 PPI 增速回落与我们的预测一致。其中生活资料是拖累 PPI 的主要因素，也受到肉类、食品等价格影响。而即使在油价走弱的情况下，生产资料 PPI 也没有回落，反映出经济内生周期影响下，国内对大宗原材料需求，依然支持价格修复，这也反应产出和库存周期将继续处于主动加库存阶段。但房地产行业政策收紧之后，建材相关的黑色金属产业链 PPI 回落风险需要关注。我们认为，价格和产出的回升均有助于企业收入和盈利水平的持续改善，以及资产负债表的修复。PPI 修复方向仍延续，但修复步伐暂时放慢。

图 43　PPI 变动趋势

图 44　PPI 与 PPIRM 变动趋势

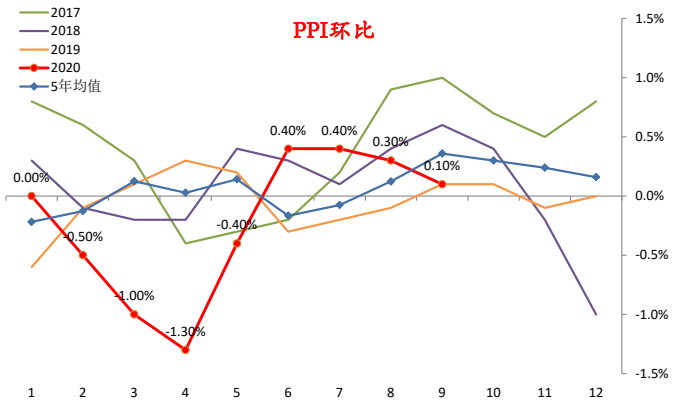


数据来源：Wind、方正中期研究院



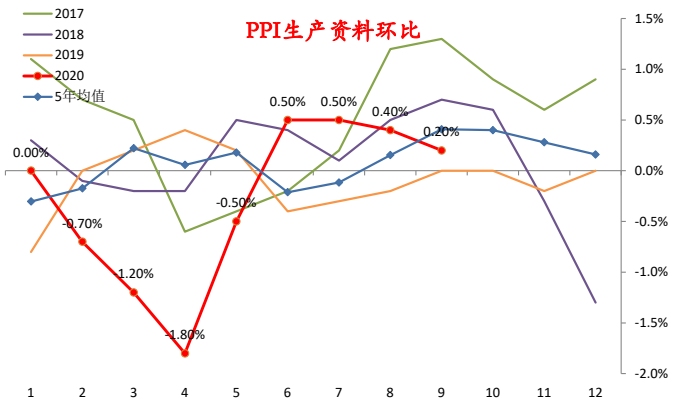
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 45 PPI 环比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 46 PPI 生产资料环比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 信用扩张继续 央行政策已转向

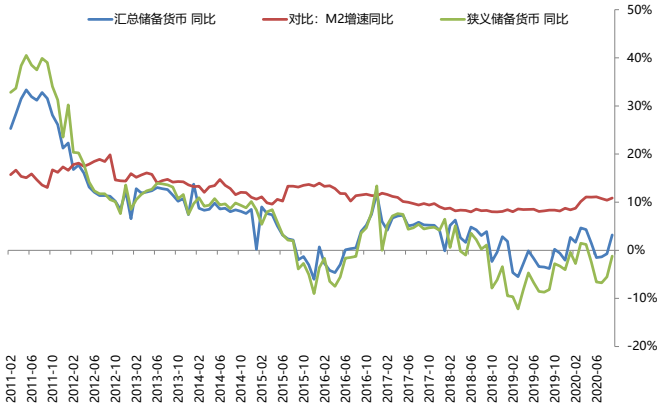
表内贷款、社会融资等情况表明，信用继续扩张。虚拟经济流动性则收紧，无风险利率再现加速上升，预计短期内无大幅回落的可能。政府债务发行高峰已过，央行政策转向中性，年内降低 MLF 利率，以及 LPR 等直接影响资金价格的手段，可能性几乎为零，并且降准的可能性也已经下降。全球货币政策宽松力度减弱也不利于央行扩张货币政策。经济步入企稳复苏正轨后，预计货币政策仍将会继续维持稳健中性。除非出现超预期的经济下行等状况，否则新的宽松窗口将不再打开。且信用持续扩张后，央行开始关注流动性流向，对房地产等行业政策开始收紧。同时，包括央行、银保监会等监管层，加大对金融风险的关注。未来房地产等部分行业受到的负面影响仍需要警惕。

一、 实体经济流动性继续改善

9 月央行继续投放大量基础货币，以应对跨节和跨季资金需求，政府资金到位之后也进行季节性投放。

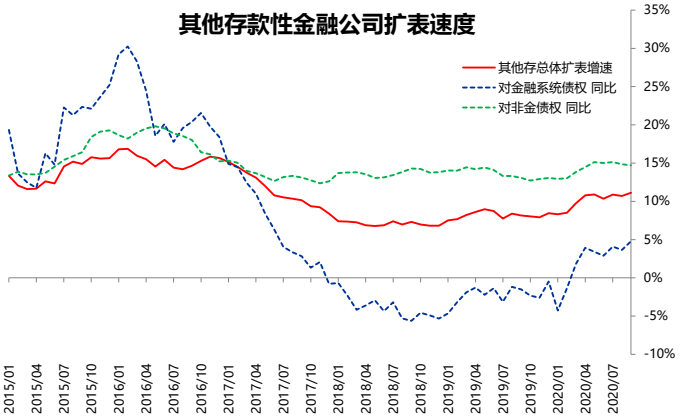
上述原因共同导致 9 月基础货币增量大幅上升。商业银行和央行扩表速度均有增加。商行主要是对其他金债权增量较强，对其他存基本稳定，但对非银金净债权变动偏弱。实体经济方面，对居民债权增量仍较高，对政府和企业增量回落。分项中，居民短期和中长期贷款均略超季节性水平，与 9 月消费的复苏和强势的房屋销售表现一致。企业短贷平稳，长贷继续超季节性，表明无论企业经营预期还是扩大生产力度都继续好转。实体经济流动性从企业流回居民，显示居民收入改善。居民存款因此回升的，企业活期存款则下降，并导致 M1 偏弱而 M2 加速。基础货币上升迅速导致货币乘数回落，但信用依然宽松，广义和狭义社融同比也都有加速，金融对实体经济的支持不减。货币政策大方向宽松而边际中性乃至收紧，但央行乐见信用扩张。虚拟经济流动性仍收紧，无风险利率再现加速上升，预计短期内无大幅回落的可能。

图 47　储备货币扩张速度



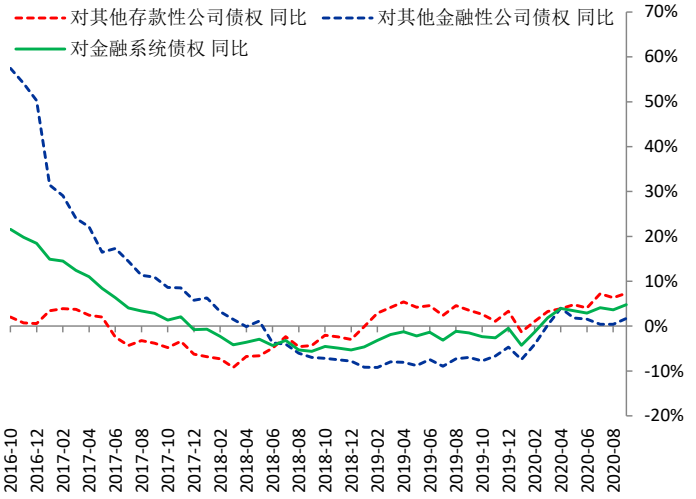
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 48　商业银行扩表增速



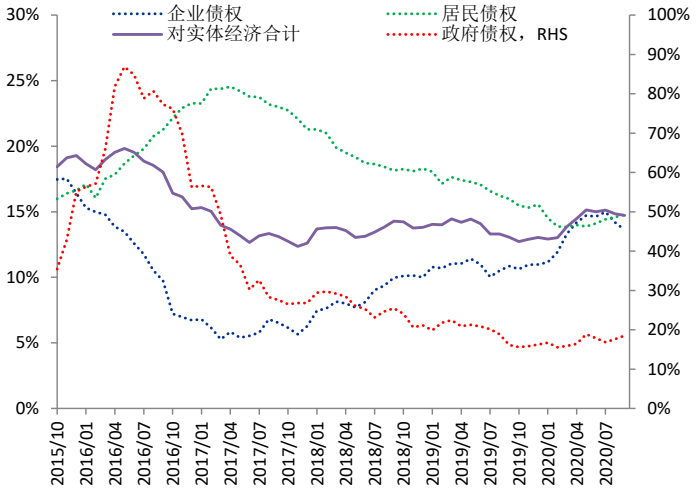
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 49　商业银行对金融系统扩表



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 50　商业银行对实体经济扩表（RHS：政府债权）



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 51　表内信贷详细

9月新增人民币贷款	当月新增(亿)	同比多增(亿)	规模占比(%)	累计新增(亿)	累计多增(亿)	上月新增(亿)	环比多增(亿)
居民户	9607	2057	51	61200	4400	8415	1192
其中：短期	3394	687	18	15300	-100	2844	550
其中：中长期	6362	1419	33	46000	4600	5571	791
非金融性公司	9458	-655	50	105600	23400	5797	3661
其中：短期	1274	-1276	7	27100	12400	47	1227
其中：中长期	10680	5043	56	72500	24100	7252	3428
其中：票据融资	-2632	-4422	-14	4368	-12932	-1676	-956
非银行业金融机构	-201	458	-1	-4720	-1879	-1474	1273
合计	**19000**	**2100**	**100**	**162584**	**26326**	**12800**	**6200**

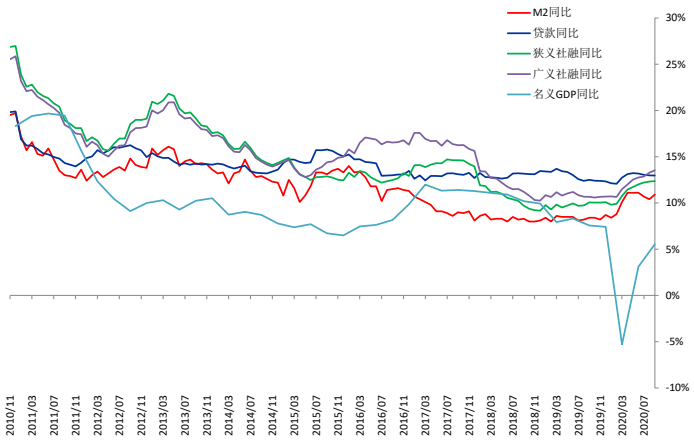
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 52 社会融资详细

9月社会融资规模	当月新增(亿)	同比多增(亿)	规模占比(%)	累计新增(亿)	累计多增(亿)	上月新增(亿)	环比多增(亿)
新增人民币贷款	19171	1559	55.1	166900	13	14201	4970
新增外币贷款	-302	138	-0.9	3052	-9	397	-699
新增委托贷款	-317	-295	-0.9	-3190	-11	-415	98
新增信托贷款	-1159	-487	-3.3	-4137	-39	-316	-843
新增未贴现银行承兑汇票	1503	1934	4.3	5676	36	1441	62
企业债券融资	1412	-1019	4.1	41000	4	3659	-2247
非金融企业境内股票融资	1121	832	3.2	6099	23	1302	-181
政府债券	10116	6339	29.1	67300	69	13788	173
存款类金融机构资产支持证券	440	156	1.3	-532	45	308	132
贷款核销	1790	98	5.1	7644	31	643	1147
合计	**34772**	**9630**	**100.0**	**296200**	**13**	**35873**	**-1101**

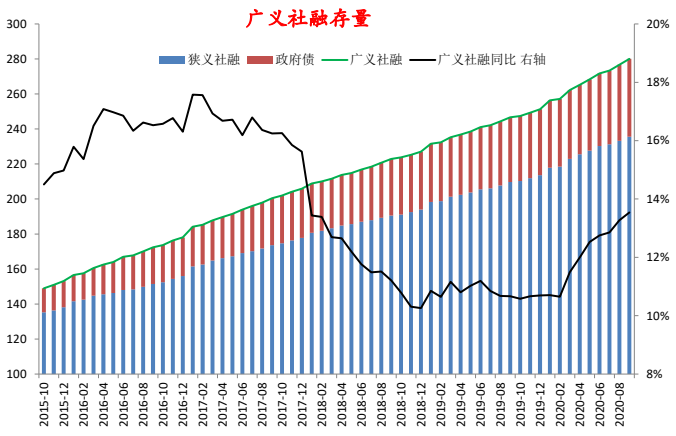
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 53 M2、贷款和社融增速



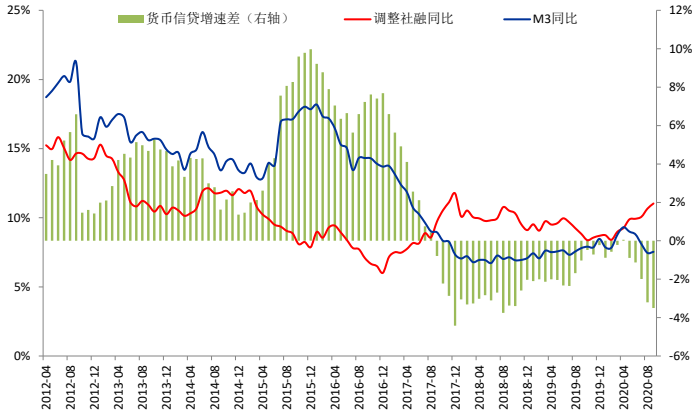
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 54 广义社融情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 55 货币信贷增速差情况

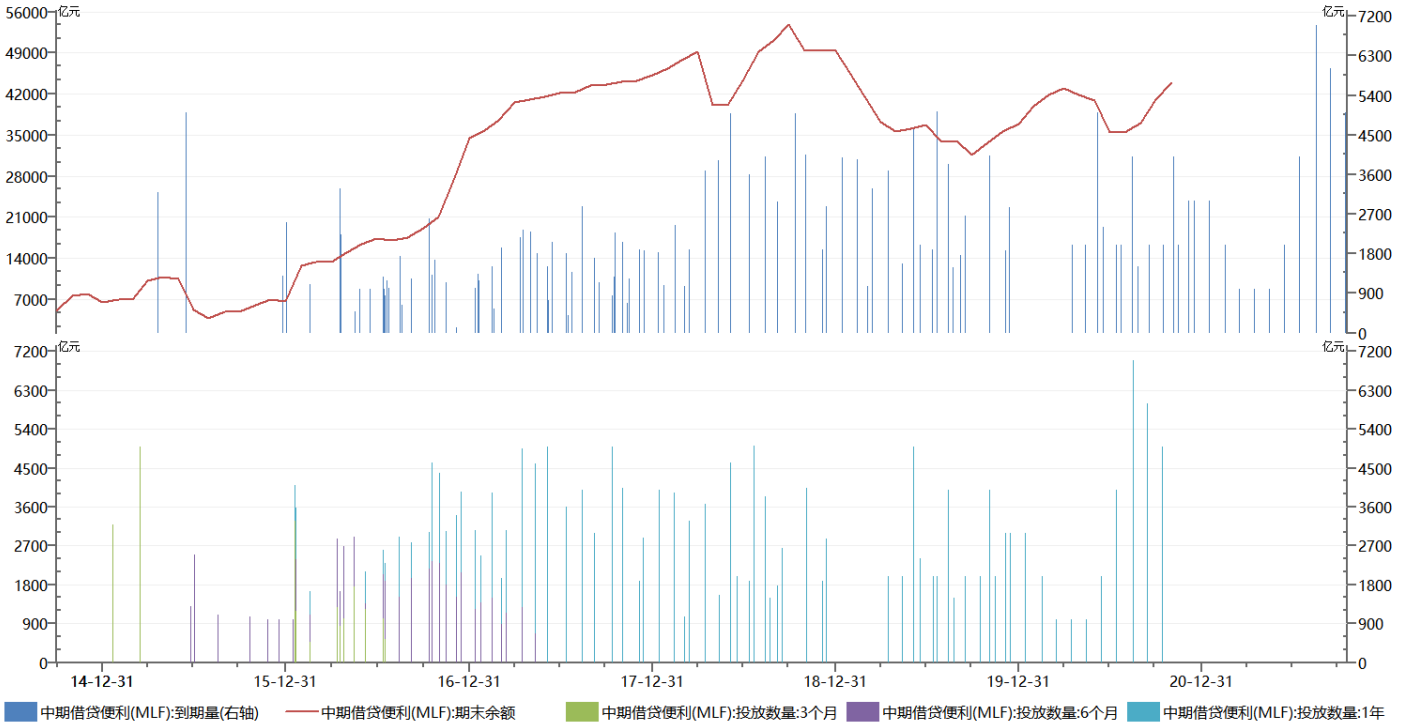


数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 货币政策短期内将维持中性

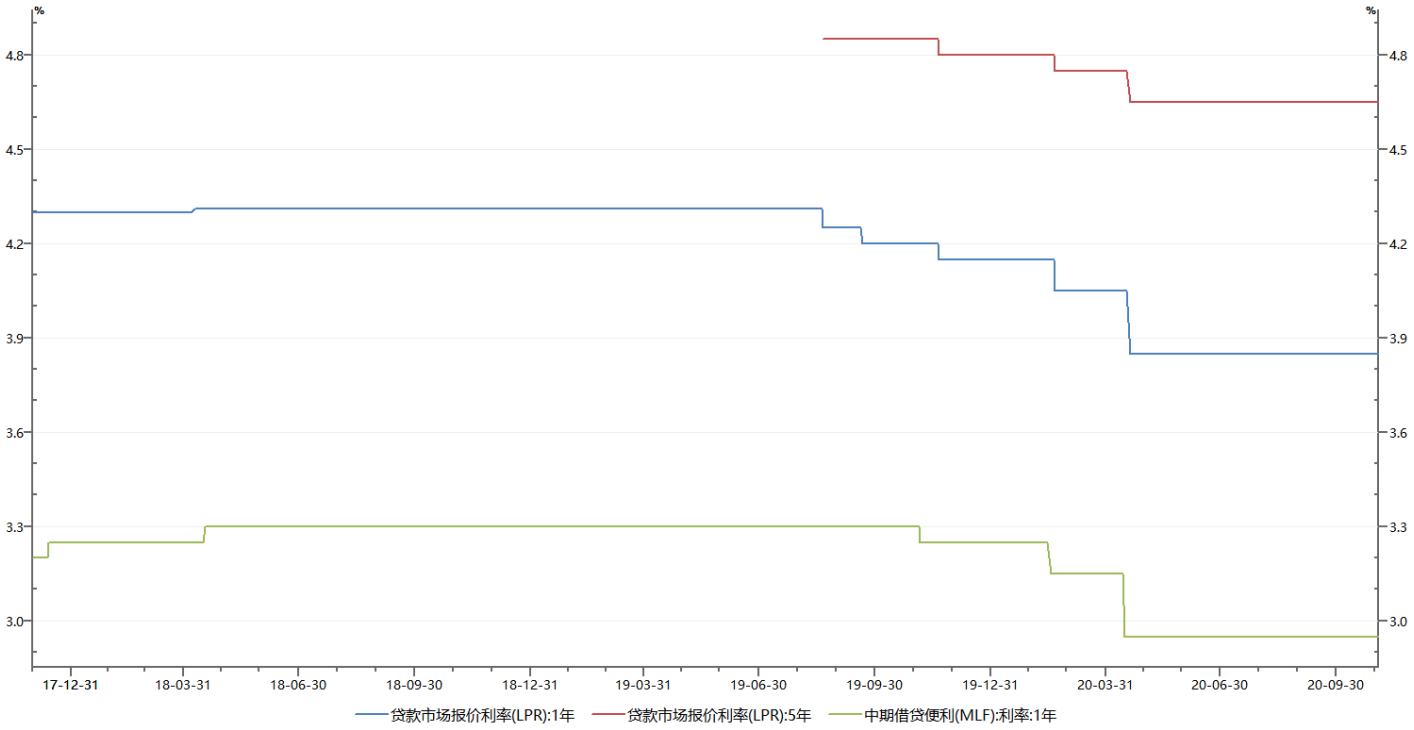
9 月开始政府债务发行量明显减小，全月净融资额约为 9319.22 亿元。但央行维持投放大量流动性，主要是稳定季末和国庆假期前市场流动性。10 月开始政府债务增量进一步下降至净融资额 6265.83 亿元，相应的央行投放流动性的步伐也减速。货币政策工具的净投放量从 9 月 3900 亿元迅速下降至 400 亿元。其中央行在 10 月 15 日以 5000 亿元 MLF 置换到期的 2000 亿元 MLF，MLF 利率以及当月 LPR 均保持不变。我们认为，政府债务发行高峰已过，央行政策已经转向中性，年内降低 MLF 利率以及 LPR 等，直接影响价格手段的可能性几乎为零，并且降准的可能性也已经下降。全球货币政策宽松力度减弱也不利于央行扩张货币政策。经济步入企稳复苏正轨后，预计货币政策仍将会继续维持稳健中性。除非出现超预期的经济下行等状况，否则新的宽松窗口将不再打开。且信用持续扩张后，央行开始关注流动性流向，对房地产等行业政策开始收紧。同时，包括央行、银保监会等监管层，加大对金融风险的关注。未来房地产等部分行业受到的负面影响仍需要警惕。

图 56　MLF 到期、存量与操作情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 57　MLF 和 LPR 利率变动情况

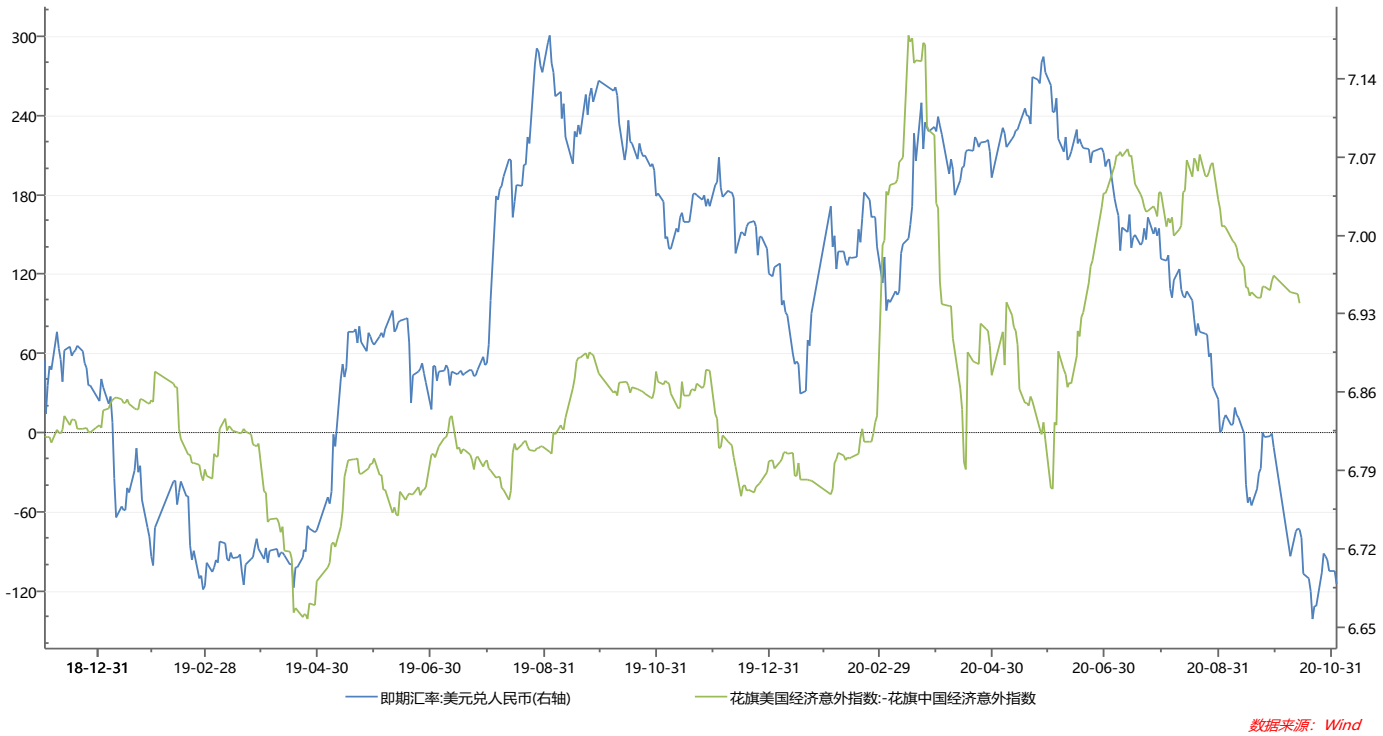


数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 汇率大幅上涨后 将逐步转向平稳

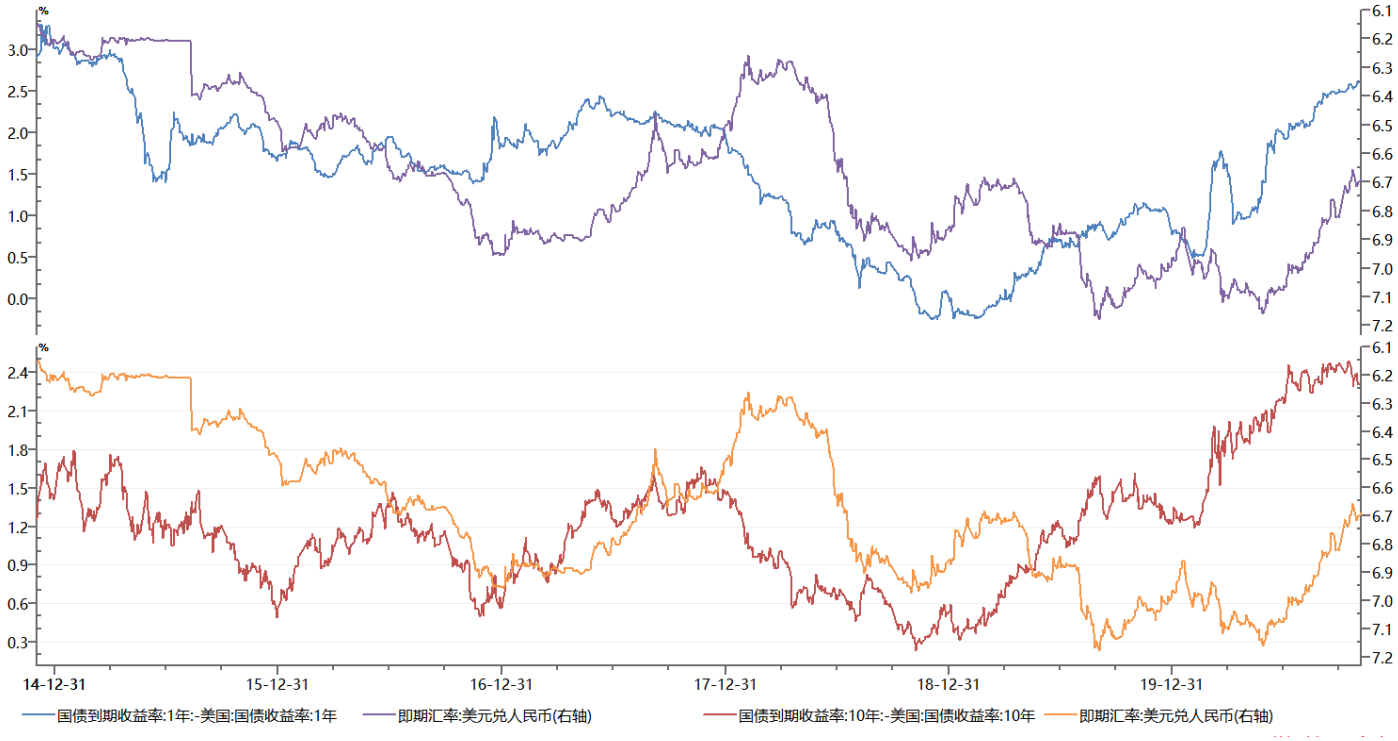
9 月人民币汇率依然维持 6 月开始的上行趋势，尤其是十一假期之后，在岸人民币一次性补涨假期期间离岸人民币的涨幅。目前人民币汇率已经处于 6.66 附近的关键技术位置。同时监管层对汇率连续升值有所警惕，央行宣布自 2020 年 10 月 12 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0，可以说政策有所转向。影响因素方面，美元指数从 8 月开始转为震荡，对人民币汇率的提振作用下降。从利差角度来看，中美之间 1 年和 10 年期国债收益率利差重心上升斜率放缓，其中长端利差已经出现高位回落态势。均有上升。从经济基本面来看，9 月下旬开始中美经济超预期程度基本一致，对汇率升值影响也有所下降。此外，在人民币汇率升值的过程中，外汇储备、外汇占款、银行代客结售汇、银行代客收付款等指标均变动不大。我们认为，此前人民币受到中美利差上升驱动是主要因素，国内流动性偏紧以及长短利率抬升导致人民币升值，目前长端利差没有继续上升，将是稳定人民币汇率的重要力量。近期需要警惕的是，11 月 3 日美国大选后，美国国内政治状况恶化，可能短期有助于人民币升值，汇率波动风险将会上升。如果特朗普再次当选总统，不排除汇率出现一轮快速调整。

图 58 中美宏观经济预期差比较



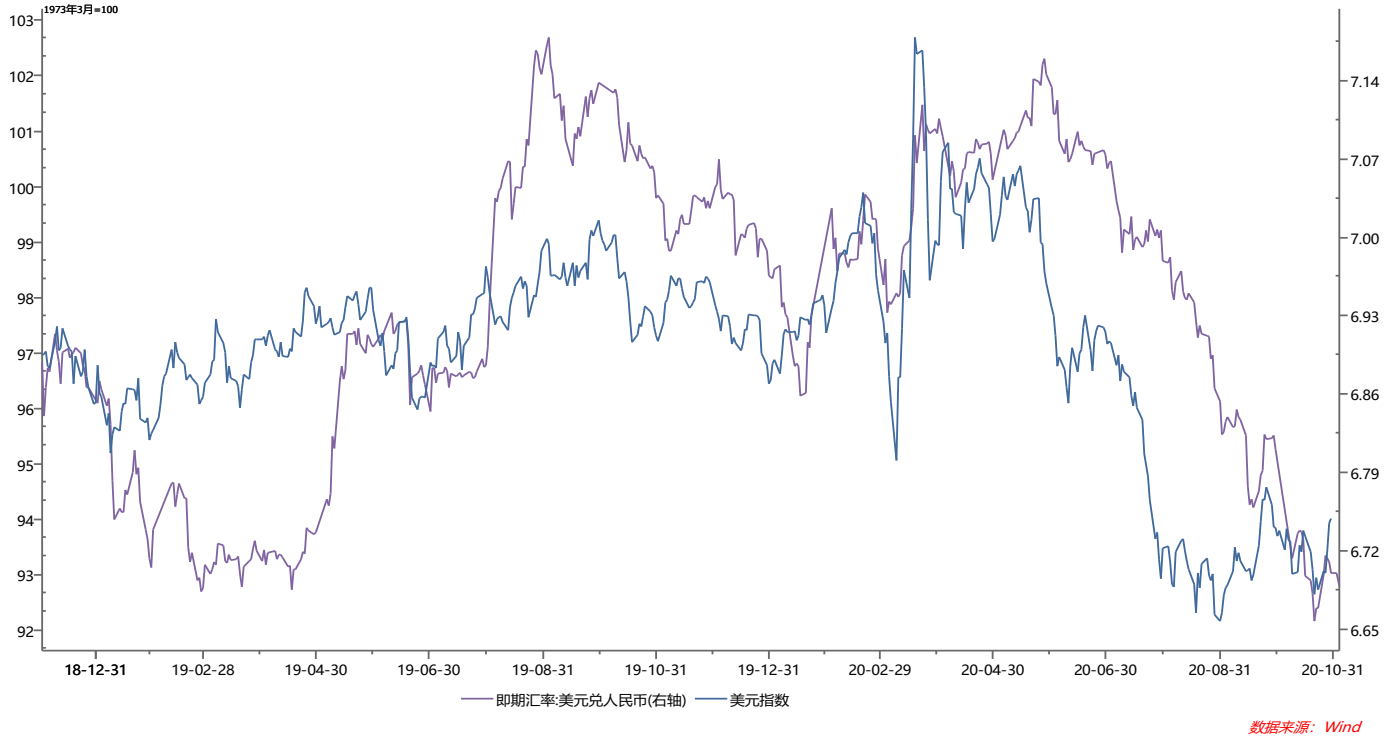
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 59 中美利差与汇率变动关系



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 60　人民币汇率与美元指数关系



数据来源：Wind、方正中期研究院

行方正 以致远

重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式：

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037