国内经济有望持续复苏——四季度宏观经济展望

摘要

一、疫情二次暴发，但影响减弱。目前全球疫情仍在持续暴发，而且欧洲、美洲、亚洲等地多国又出现二次暴发。整体而言，全球疫情复杂多变，长期持续。不过，疫情所占用的医疗资源减少，造成的死亡率明显下降，影响持续减弱。而欧美在疫情常态化防控下恢复经济运行，对中国出口影响有限，甚至出现的贸易盈余将支撑经济增长。

二、全球经济复苏，外需持续改善。疫情给全球经济带来巨大的冲击，主要经济体纷纷出台大规模的政策加以对冲。在巨额的财政和货币政策刺激下，美国、欧洲、日本等经济体经济不断修复，制造业 PMI 同步回升，失业率下降，消费回暖，带动国内出口持续超预期改善。我们从 OECD 综合领先指标持续回升可以看到全球经济有望继续同步复苏。

三、中国经济有望持续复苏。疫情得到控制后，国内经济率先复苏，二季度 GDP 大幅回升至 3.2%，三季度有望进一步回升。本轮经济复苏表现为生产端修复快于需求端，投资修复快于消费，基建地产修复快于制造业。展望四季度，在大量财政资金支撑下，基建投资将继续保持乐观；地产投资在前期销售回暖的支撑下也有望保持韧性；而随着内外需同步改善，制造投资有望加快修复。城镇调查失业率下降，居民实际可支配收入增加，居民的消费信心正在回归，8 月居民短期贷款创下 5 年同期新高，表明消费有望继续回暖。总体而言，四季度中国经济将继续复苏，而随着食品通胀压力减弱，CPI 将逐月回落。

四、政策刺激力度边际减弱。四季度随着经济的持续复苏，税收收入将继续回升，并为广义财政支出提供支撑。同时，货币政策全面宽松的必要性下降，为了在实现“六保”目标的同时有效防范金融风险，国内的货币政策将保持结构性适度宽松，央行将继续通过 OMO 维护市场流动性合理充裕。

风险关注：海外风险加大，国内疫情二次暴发，政策提前收紧。

国贸期货·研发中心
宏观金融小组

郑建鑫
联系方式：0592-5160416
投资咨询号：Z0013223
从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

国贸投研

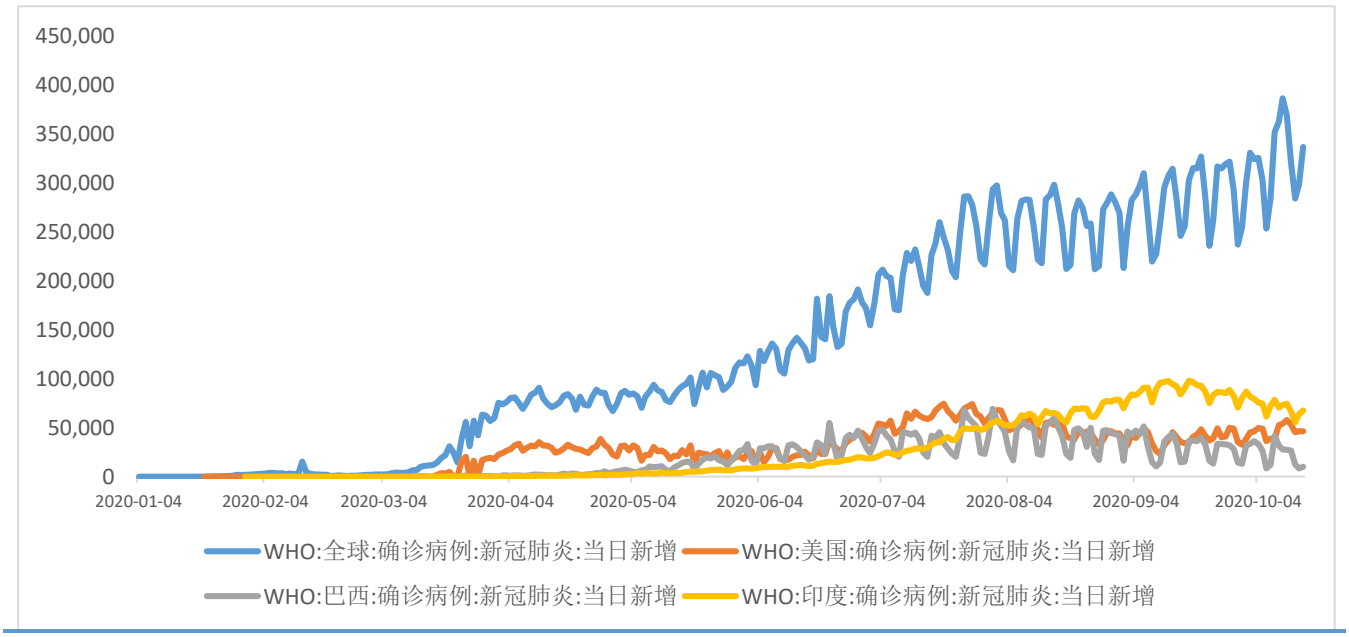
期市有风险，入市需谨慎

一、疫情二次爆发，但影响减弱

1、疫情仍在蔓延，部分地区二次暴发

截至 2020 年 10 月 15 日，全球新冠疫情累计确诊病例已超 3800 万人、现存病例超 810 万人、累计死亡超 108 万人。目前全球疫情仍在持续暴发，日新增确诊病例数依旧在 25 万-35 万例/天的高位，美国、巴西、印度等主要国家疫情未见明确控制迹象，日新增确诊病例数合计约 15 万/天，此外，欧洲、美洲、亚洲等地多国又再次出现二次暴发。整体而言全球疫情复杂多变，长期持续。

图表 1：疫情仍在全球蔓延



数据来源：wind

2、疫苗研究取得进展，但效果有待观察

疫苗研究取得积极进展，多款疫苗进入临床试验。目前进入三期临床试验的英国、中国和美国的 5 只候选疫苗均是在 7 月份中下旬开始进行三期临床试验的，且其中 3 只候选疫苗预计在 10 月份结束。尽管世卫组织警告过早批准疫苗存在风险，但美国 FDA 局长表示可能在三期临床试验结束之前，绕开联邦正常审批程序，批准紧急使用授权。辉瑞公司表示，如果能从人体试验的后期获得积极的疗效和安全性数据，该公司可能准备在 11 月底之前申请 COVID-19 疫苗的紧急使用授权。这是该公司或其他西方主要疫苗开发商首次提供具体的时间表。考虑到美国大选的竞争进入白恶化阶段，特朗普为了寻求连任，疫苗被紧急授权使用的可能性是存在的。此外，目前已有数家疫苗生产商公布产能计划，预计到 2020 年底，新冠疫苗全球总产能可以达到 4-5 亿剂，而到 2021 年底可以达到 100 亿剂。

疫苗效果有待观察，防疫需要常态化。尽管疫苗研究取得积极进展，并且有望在年内被紧急使用，但其效果仍有待观察。8 月 22 日世卫组织表示，疫苗将是全球抗击新冠疫情的重要工具，但它不能自行结束新冠大流行，也不能保证科学家会找到疫苗。而我国医学家张文宏表示，即使疫苗问世，全球实现普遍接种的时间可能要长达数年，

人类在短期内难以通过疫苗达到群体免疫。在未来数年内必须保持常态化的防疫态势。

图表 2：当前新冠疫苗开始三期临床试验进程和产能计划

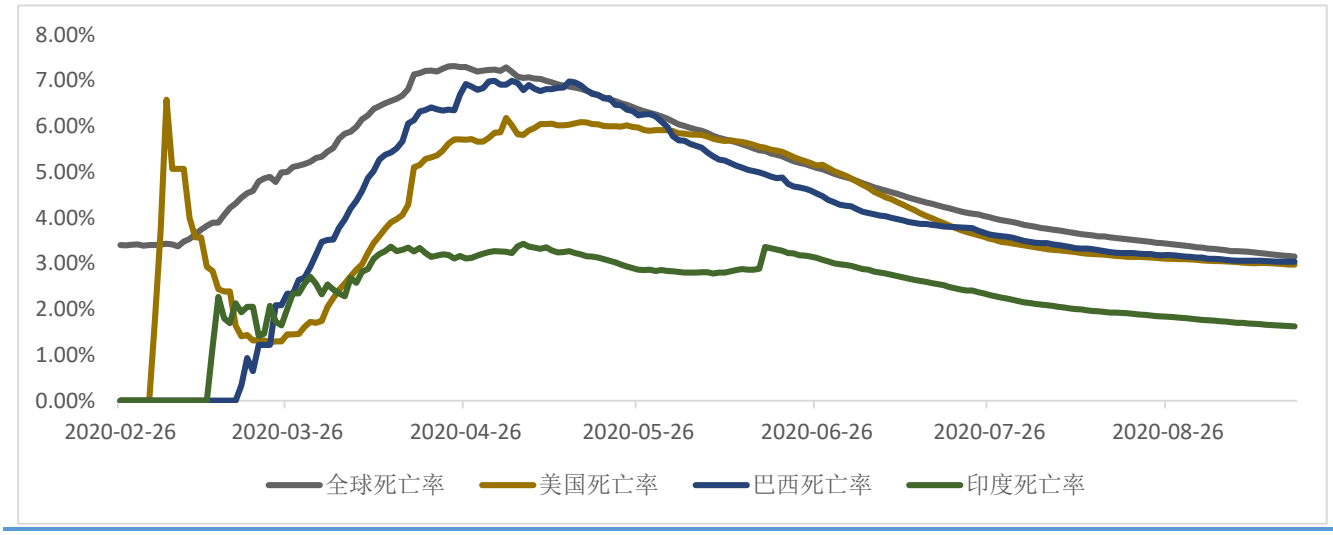
国家	研发单位	III 期临床实验		产能计划	
		开始时间	预计结束	2020 年（十亿剂）	2021 年（十亿剂）
英国	牛津大学/阿斯利康	7 月	2020 年下半年	0.3-0.4	2
中国	科兴生物	7 月	2020 年 10 月		0.27
中国	武汉生物所/国药集团	7 月			0.22
中国	北京生物所/国药集团	7 月			0.22
美国	Moderna/NIAID	7 月 27 日	2020 年 10 月		0.5-1.0
多国	BioNtech/复星医药/辉瑞	7 月 27 日	最快 10 月份	0.1	1.3
中国	康希诺/军研所				0.1-0.2
美国	Inovio/国际疫苗研究所			0.001	0.1
多国	Janssen Pharmaceutical Companies				1
俄罗斯	Camaleya Research Institute				0.5
多国	Institute Pasteur/Themis/Univ. of Pittsburg CVR/Merck Sharp & Dohme				1
多国	Sanofi pasteur/Gsk	2020 年底			1

数据来源：Reuters，WHO，Citi Research

3、疫情影响持续减弱

新冠死亡率大降。虽然目前新冠疫情并没有结束，全球感染人数还在持续增加，而且还没有有效的疫苗出现。但有一个最重要的好消息，就是新冠病毒导致的死亡率大幅下降，目前全球和美国的新冠死亡率均从峰值的 7%左右降至 3%左右的水平，远低于 SARS 当年 11%的死亡率。

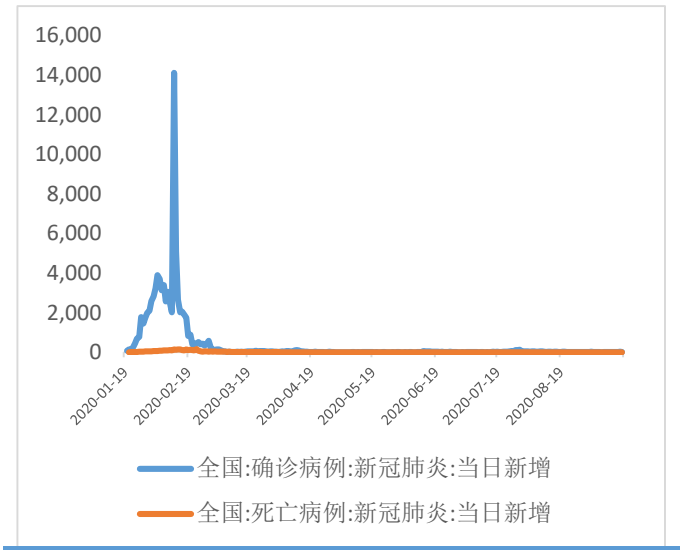
图表 3：新冠死亡率大幅下降



数据来源：wind

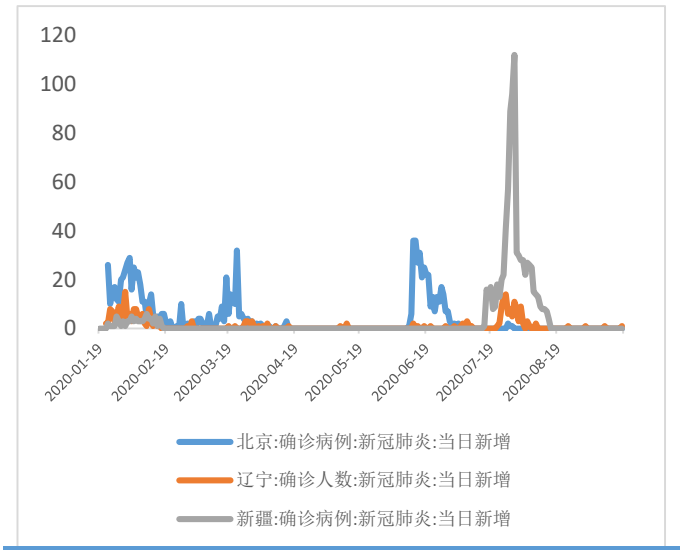
中国疫情率先可控。再来看中国的情况，我们在全球率先控制住了疫情。无论是从新增感染新冠肺炎的人数、还是新增死于新冠肺炎的人数，中国都是在 2 月份达到高峰、在 3 月中旬以后就持续位于低位水平，这意味着中国疫情的顶峰发生在 2 月份，在 3 月份以后疫情就开始持续改善。之后虽然北京、辽宁和新疆等地陆续出现过小规模的疫情爆发，但是都很快就得到了有效控制，这也意味着疫情对中国的影响也在持续大幅减弱。

图表 4：中国新增确诊和死亡人数



数据来源：Wind

图表 5：北京、辽宁、新疆等地新增确诊



数据来源：Wind

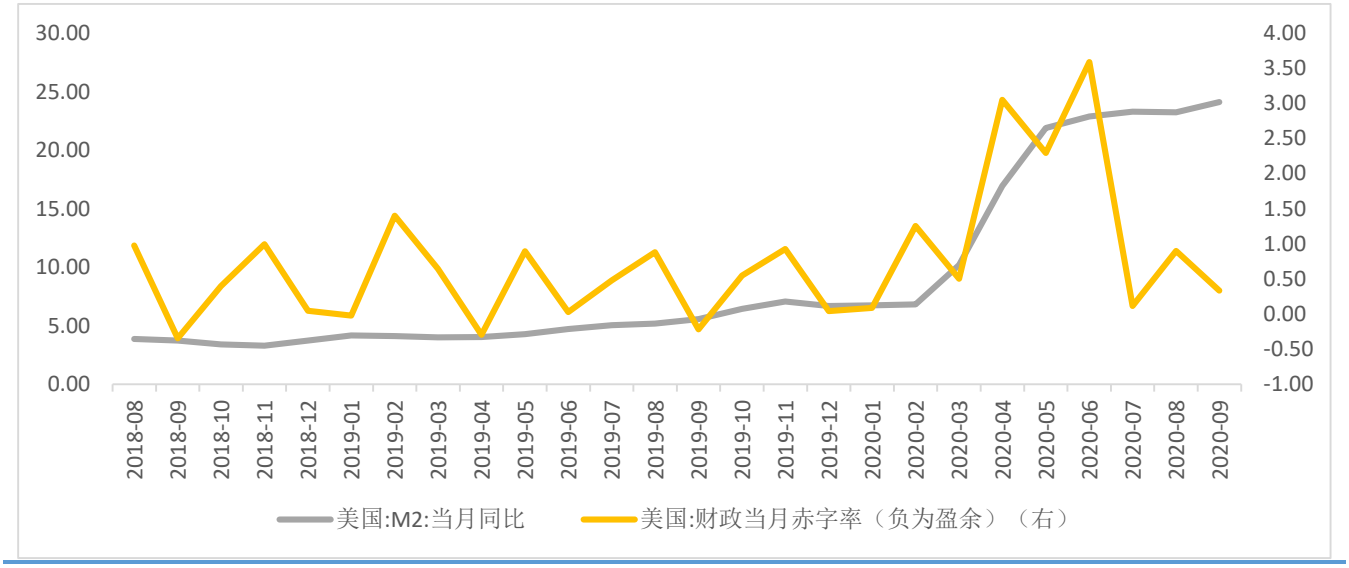
我们认为疫情的二次爆发对国内的影响是比较有限。首先，经过不断的经验积累，疫情防控的准备更加充足，救治水平也不断提高，死亡率大幅下降，疫情的影响减弱；其次，参考美国经验，如果欧洲继续采取只救治重症、社交隔离为主的防疫措施，即使采取有限的经济限制措施，疫情的二次爆发只会影响欧洲经济复苏的斜率，并不会影响复苏的方向，不会导致经济二次探底；最后，如果欧洲疫情超出预期，并触发欧洲国家大面积“经济停摆”，欧洲地区可能出现需求与供给的双重收缩并引发经济二次探底，但参考二季度的情况，虽然中国的出口可能会受到冲击，但整体对欧元区的出口仍将保持顺差，对中国经济的影响反而可能是正面的。

二、全球经济复苏，外需持续改善

（1）财政货币巨额刺激。疫情给全球经济带来巨大的冲击，主要经济体纷纷出台政策加以对冲，货币调控成为率先使用的重要手段，美联储和英国央行均紧急且大幅下调基准利率，与此同时，为了应对流动性危机，主要经济体央行纷纷采取扩表，加大流动性投放等措施，其中，美联储开启了无限量的 QE，并扩大购债的范围，今年以来购买了近 3 万亿美元的资产，其中主要就是购买美国国债。

从美英日等发达经济体再到印尼、巴西等新兴经济体，为应对新冠疫情对经济的冲击，均先后推出了一系列财政刺激计划。以美国为例，到目前为止，已经出台了 4 轮财政刺激计划，合计的财政刺激总规模达到 3 万亿美元，占美国 2019 年 GDP 的比例接近 15%。目前新一轮财政刺激计划正在讨论当中。

图表 6：美国广义货币 M2 和财政赤字率

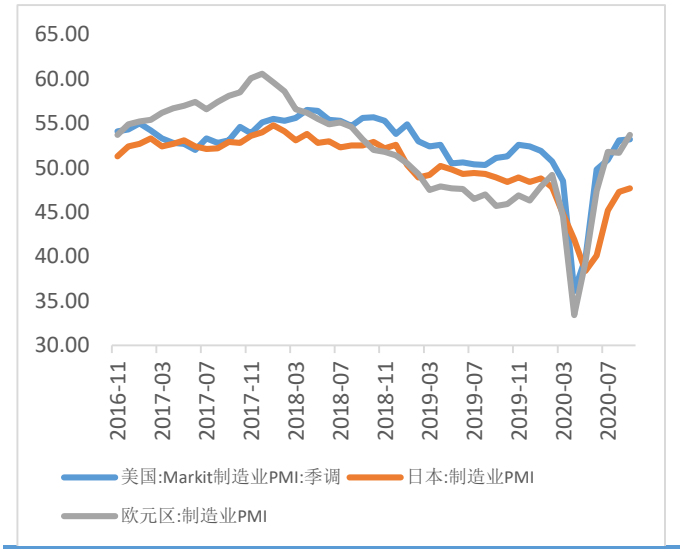


数据来源：wind

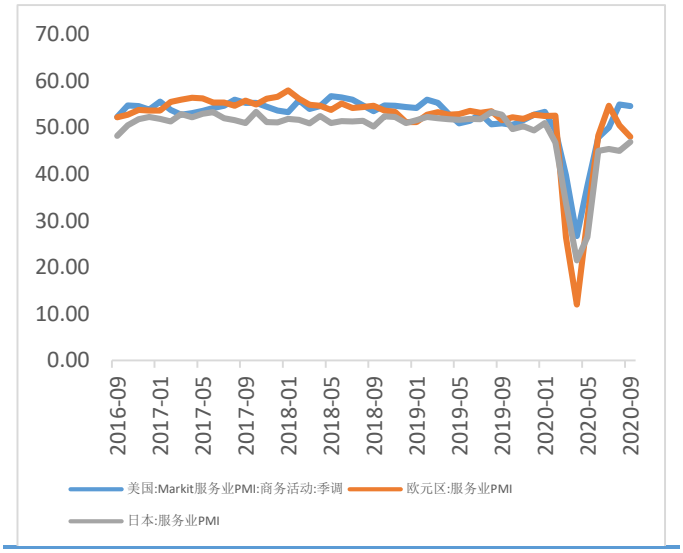
（2）全球 PMI 同步回升。为了防控疫情，主要国家均采取限制人员流动，关闭部分经济活动的措施，在 4、5 月限制最严格的阶段，全球以及美日欧的制造业 PMI 指数均大幅跳水。但之后随着防控措施的放松及经济的重启，全球经济已经进入了复苏模式，到三季度，除了日本以外，美欧的制造业 PMI 指数均回升到了 50 以上的扩张区间，全球制造业 PMI 指数也首度回升到 50 以上。即便是受疫情影响最严重的服务业，随着人口流动性的改善，5 月份以来，美日欧的服务业 PMI 指数也开始持续回升。

图表 7：主要经济体 PMI 同步回升

图表 8：主要经济体服务业持续回暖



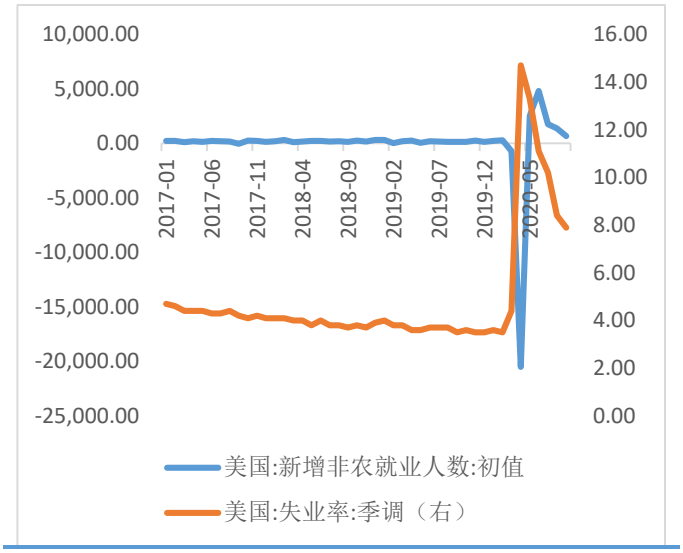
数据来源：Wind



数据来源：Wind

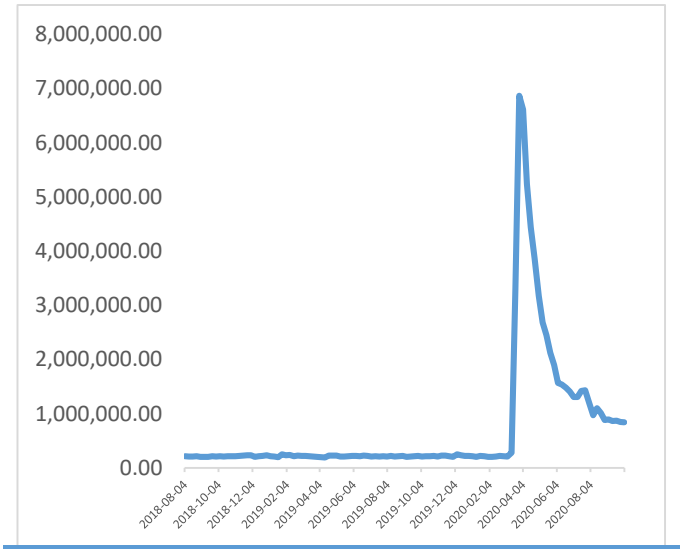
（3）美国就业持续改善。尽管疫情没有得到控制，但美国仍然重启经济，加上人员流动的增加，美国的就业也开始改善。在疫情最严重的 4 月份，美国减少了约 2100 万个工作，但从 5 月份开始，美国 4 个月内恢复了 1060 万个工作机会，其失业率也从最高的 13. 3%降至 9 月的 7. 9%。

图表 9：美国失业率持续下降



数据来源：Wind

图表 10：美国:当周初次申请失业金人数大幅减少



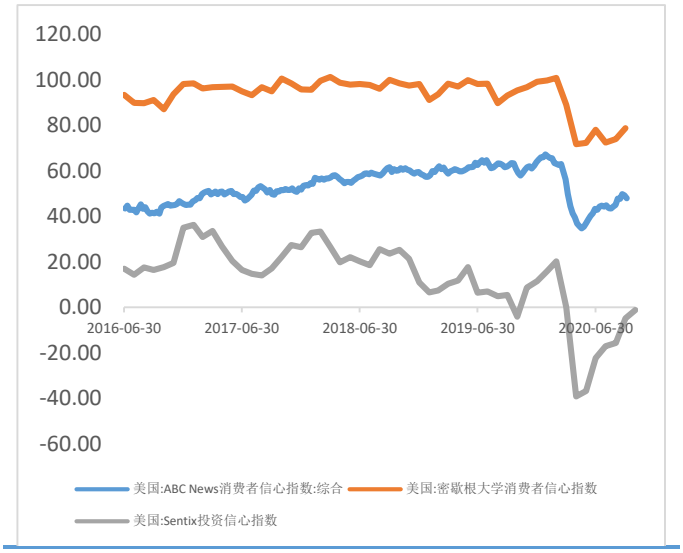
数据来源：Wind

（4）消费信心、增速回升。得益于巨额的财政货币刺激、经济重启以及失业率下降，美国的消费者信心指数在 5 月份以后已经出现了持续改善的迹象。在今年 4 月份疫情最严重的时期，美国零售总额同比降幅高达 20%，但到了 6、7 月份，全国零售同比增速已经由负转正。与此同时，欧洲、日本多国消费者信心也在逐步修复之中。

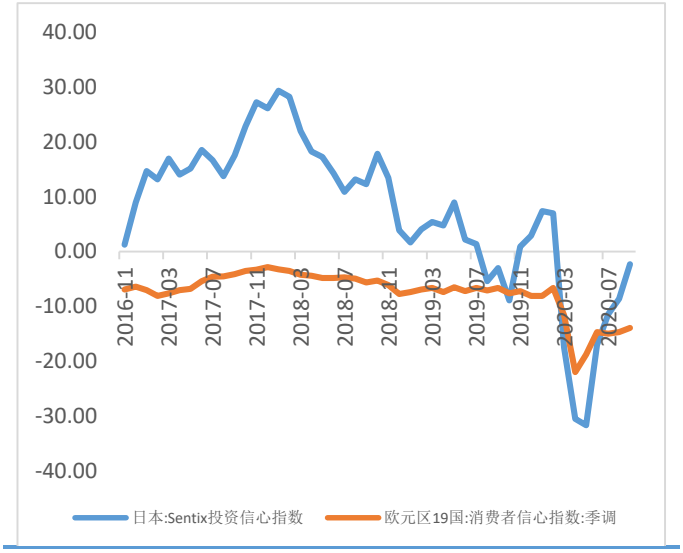
预计全球经济将继续同步复苏。消费是美国经济的主体，7 月份以来美国的就业和消费持续改善，预示着 3 季度美国经济有望明显复苏。同时，我们看到欧洲、日本等主要发达经济体也在同步改善，全球经济有望在四季度继续同步复苏。

图表 11：美国消费者信心指数大幅改善

图表 12：欧日消费者信心指数恢复



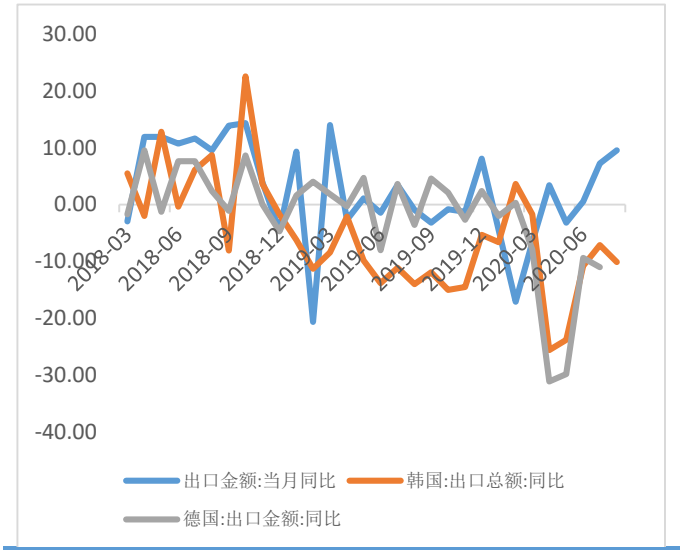
数据来源：Wind



数据来源：Wind

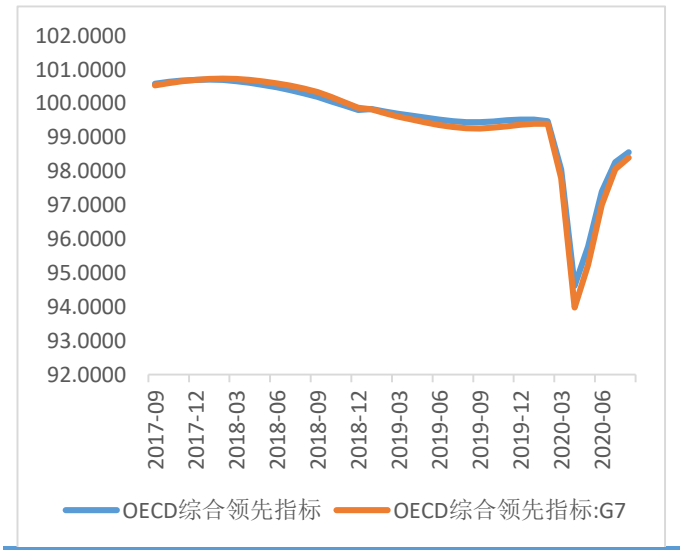
（5）出口增速集体回升。美国是全球最大的经济体，其经济复苏有望带动全球经济走出疫情导致的衰退。从中国、德国、韩国等主要出口国家的外贸数据来看，在 5 月份以后的出口增速均出现明显改善，这也从侧面印证了 3 季度全球经济正在逐渐复苏，并且拉动了全球出口的改善。同时，我们从 OECD 综合领先指标持续回升可以看到，全球经济正在同步复苏。

图表 13：出口持续改善



数据来源：Wind

图表 14：OECD 领先指标显示全球经济复苏



数据来源：Wind

三、中国经济有望持续复苏

1、国内经济率先复苏

疫情冲击过后，经济 V 型复苏。上半年国内生产总值累计同比下降 1.6%，分季度看，一季度同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%。在疫情得到控制后，国内加快复工复产，经济出现了 V 型复苏，三季度经济有望进一步修复。

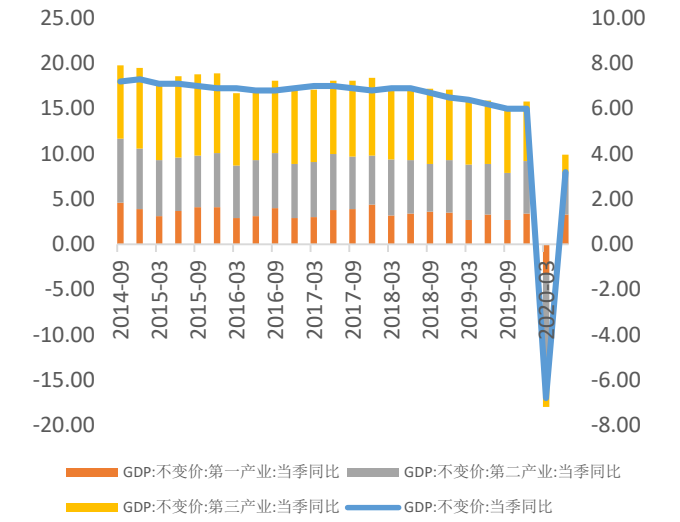
本轮经济复苏呈现三个特点：

（1）生产端的恢复要快于需求端的恢复。8 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%，较 2 月份最差的时候（-25.87%），已有明显的恢复，基本恢复到正常的增长趋势。而需求端的恢复特别是消费的修复速度偏缓慢，

专业·诚信·进取·共赢

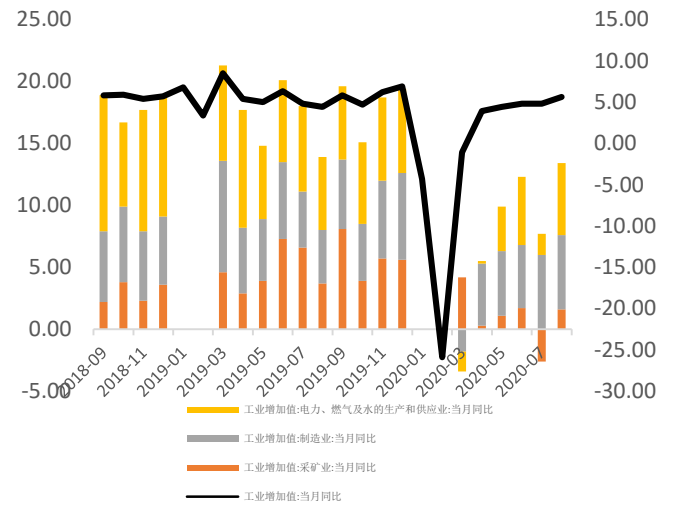
仍未回归正常的增长区间。

图表 15：中国经济快速修复



数据来源：Wind

图表 16：工业生产恢复正常的增长趋势



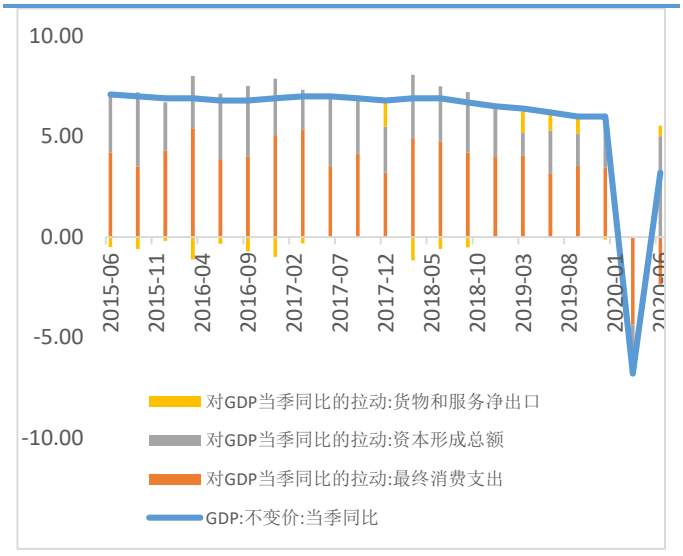
数据来源：Wind

（2）内需修复分化，外需超预期回升

二季度经济增长复苏主要来源于投资的修复。截至 8 月，固定资产投资累计同比下降 0.3%，消费累计同比下降 8.6%，出口累计同比下降 2.3%，固定资产修复的速度明显快于消费，而进入三季度，投资的修复有边际放缓迹象，消费则有所加速。

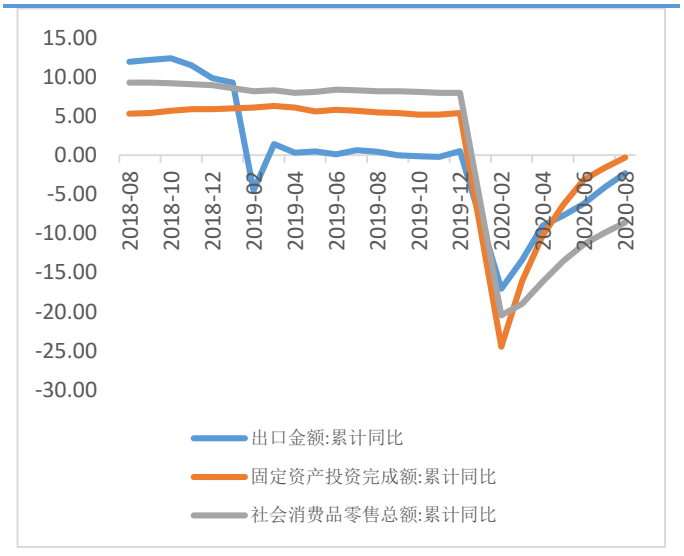
二季度以来，出口表现持续超预期，成为经济复苏的重要支撑，主要原因，一是，全球经济同步复苏，外需持续超预期回升；二是，海外疫情仍然较为严重，对防疫物资及药物保持较高的需求；三是，中国的全产业链优势得到体现，各项稳出口政策逐步落地。

图表 17：投资修复带动经济增长复苏



数据来源：Wind

图表 18：投资、出口修复快于消费



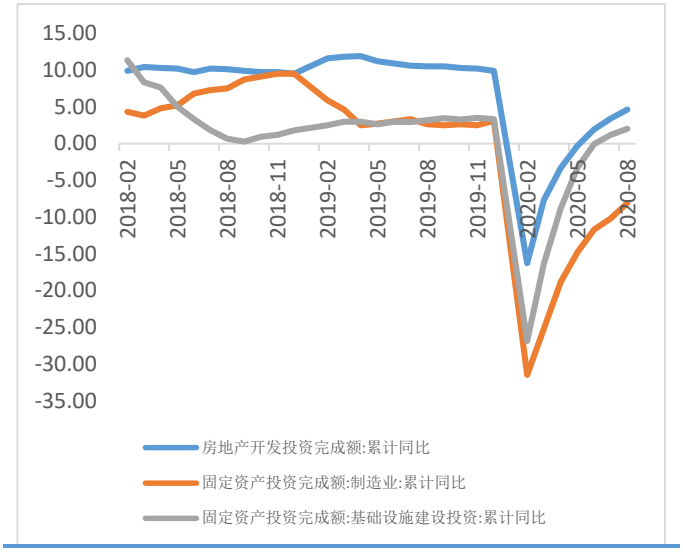
数据来源：Wind

（3）基建投资复苏好于制造业投资。前 8 月，制造业投资累计同比下降 8.1%（2 月份-31.5%），地产投资累计同比增长 4.6%（2 月份是-16.3%），基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 0.3%（2 月份-26.86%）。制造业是三大门类投资中修复速度最为缓慢的，制造业需求一般会滞后于基建、地产、出口等需

专业·诚信·进取·共赢

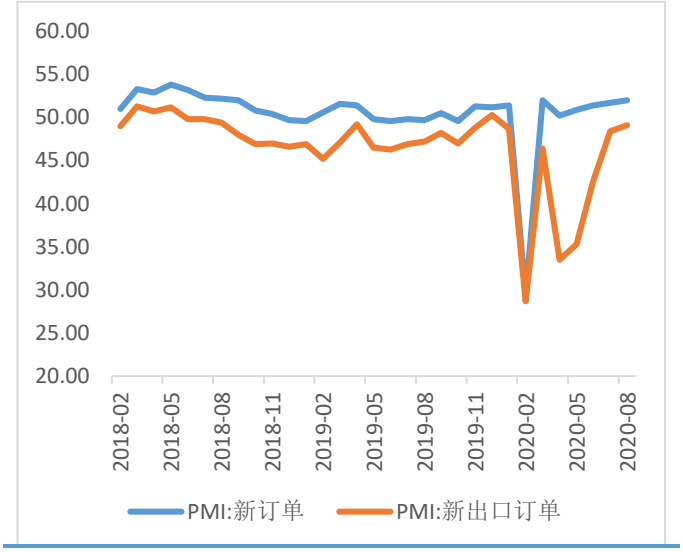
求，因此修复速度也更为缓慢。

图表 19：基建投资复苏好于制造业



数据来源：Wind

图表 20：内外需同步复苏



数据来源：Wind

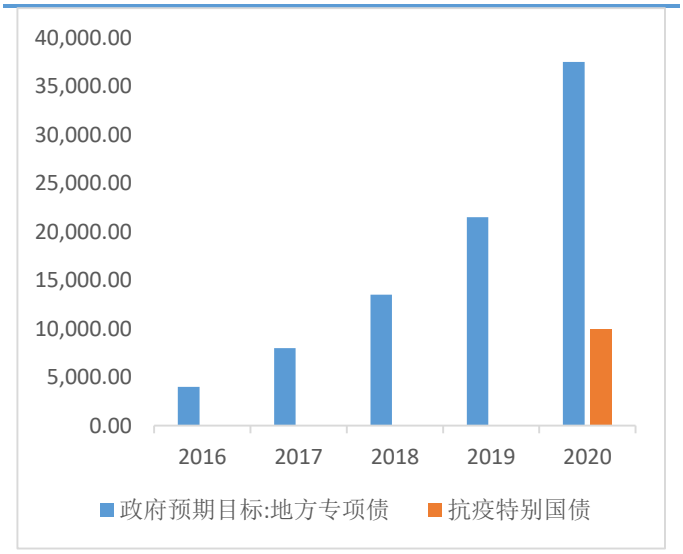
2、四季度经济有望持续复苏

（1）基建增速较为乐观

我们认为四季度的基建投资增速依旧较为乐观，下半年有望实现 10%以上增长。今年财政政策更加积极，财政资金支持力度明显加大，其中，新增地方专项债额度 3.75 万亿元，较去年多增 1.6 万亿元，同时还有 1 万亿元特别国债额度。新增专项债大多投向广义基建，特别国债重点投向民生和基建领域。

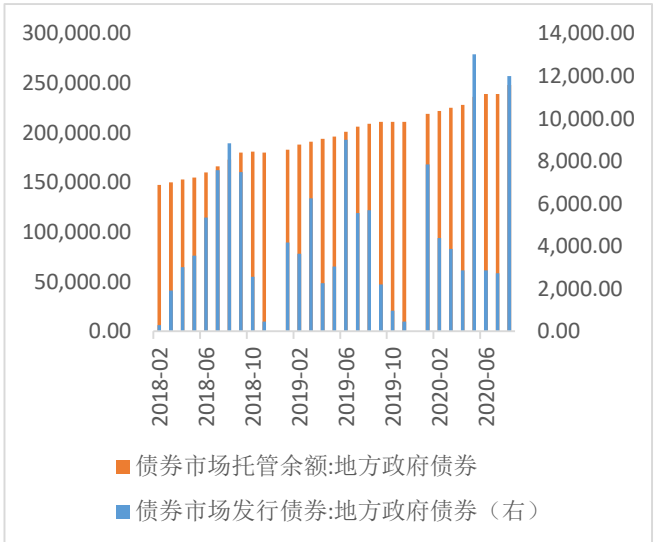
近三个月基建投资整体的修复速度持续放缓，主要原因可能是一方面，地方债发行速度放缓，另一方面，极端天气持续影响项目的开工。往后看，8 月新增地方债发行规模接近 1.2 万亿，而且年内剩余的地方债也要求在 10 月底前全部发行完毕，预计后续地方债对基建的支撑将再度得到强化，此外，发改委的基建项目申报数量也在不断增长。实际上，作为领先指标，挖掘机、重卡等销量持续大幅增长，预示着年内基建投资将有望持续走高。

图表 21：新增大规模地方专项债



数据来源：Wind

图表 22：地方债大规模发行



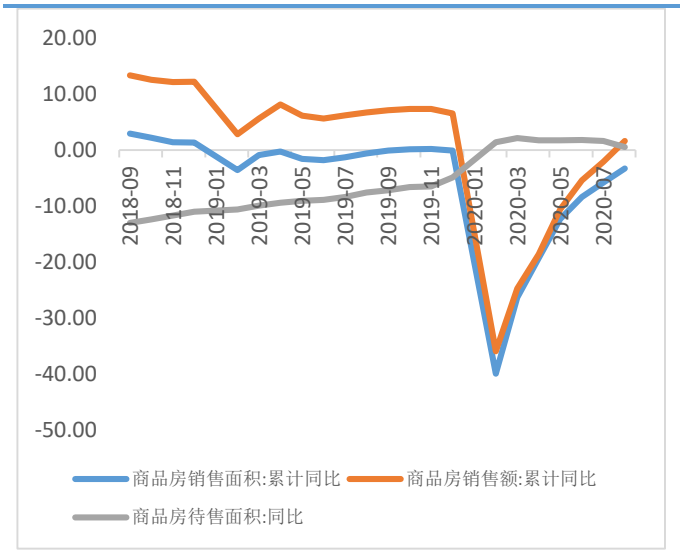
数据来源：Wind

（2）地产保持较强韧性

房地产投资保持较强的韧性成为固定资产投资最重要的支撑，3 月份，疫情得到控制后，在宽松的货币环境下，地产销售持续改善，进而带动地产投资回归高增。当前，地产销售和新开工均继续回升，意味着年内地产仍有望保持韧性。

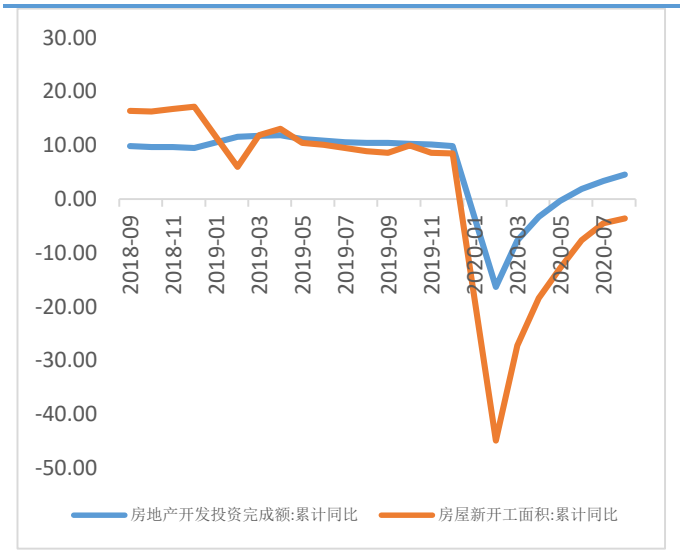
政策导向延续“房住不炒”、“因城施策”，地产融资收紧或影响长期投资。7 月 24 日，中央召开房地产工作座谈会，强调要实施好房地产金融审慎管理制度，稳住存量、严控增量，防止资金违规流入房地产市场。8 月 20 日，银行限制开发商融资的“三条红线”正式出街，将于 2021 年 1 月 1 日起全行业全面推行。此外，近期央行和银保监会相继对房地产融资进行表态，地产融资有进一步收紧的趋势，未来地产投资增速或受影响，从近期地产企业拿地积极性下降即可见端倪。

图表 23：地产销售持续回暖



数据来源：Wind

图表 24：地方投资保持较强的韧性



数据来源：Wind

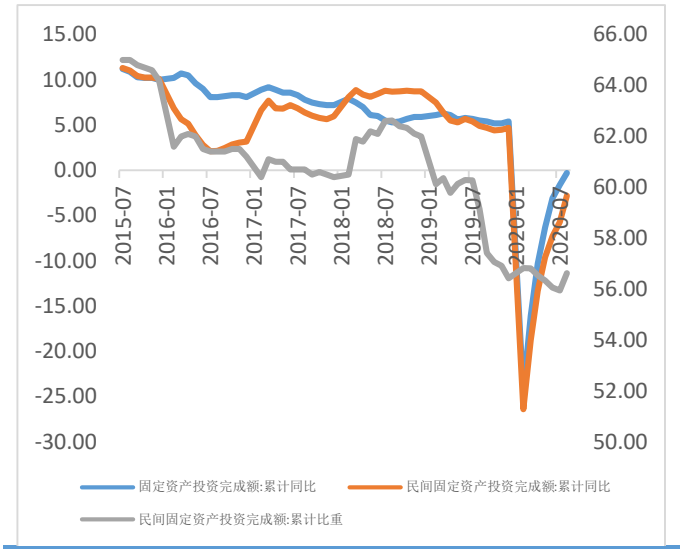
（3）民间投资增速有望继续改善

疫情以来，民间投资增速持续低于总体投资增速，主要原因一方面是，民企融资环境有所改善但力度有限，虽然疫情以来公布了支持民企融资的政策，但是整体民企的信用利差仍然快速上升，回到了疫情前的水平；另一方面，疫情冲击下，内外需走势的不确定性也打击了企业扩张产能的积极性。

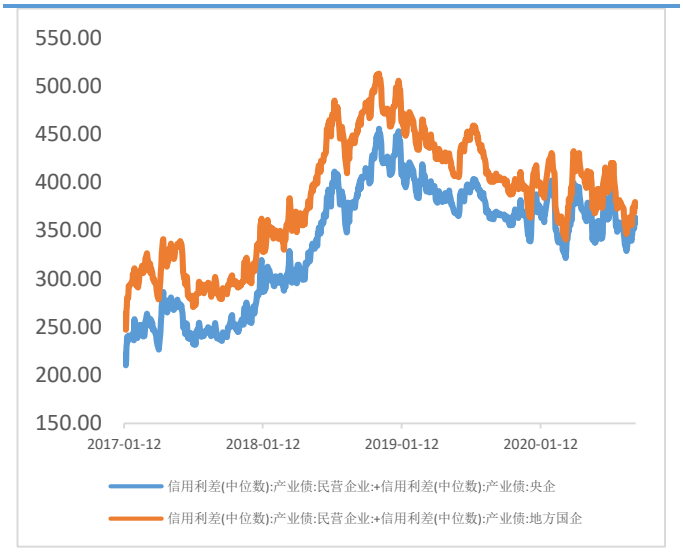
作为民间投资的主力，制造业修复速度略有加快但依旧较为疲软，不过，随着地产、基建、出口等需求相继回暖，制造业需求出现改善，企业利润回升，投资修复速度将有所加快，从而带动民间投资继续改善。

图表 25：民间投资增速低于总体投资增速

图表 26：民企信用利差快速上升



数据来源：Wind



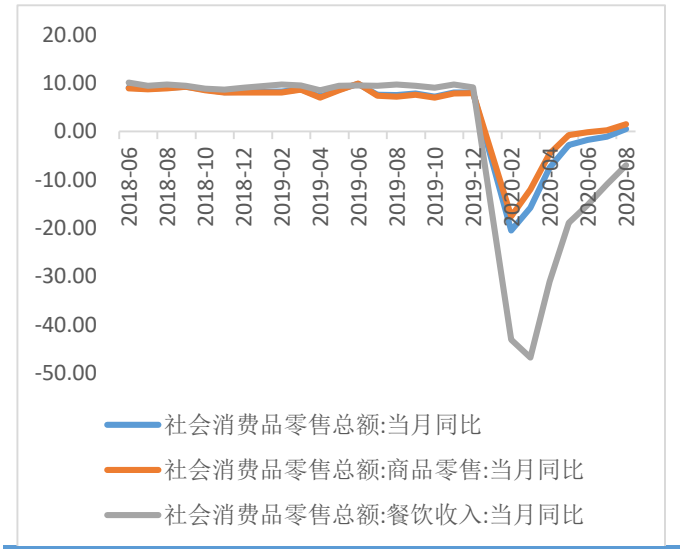
数据来源：Wind

（4）消费有望继续回暖

全球疫情并没有完全得到控制，国内也时不时爆发小规模疫情，导致消费恢复较为滞后。实际上，非典时期消费用了两个季度才回到原先的增速中枢。而本次疫情后，社会消费品网络零售恢复较快，餐饮消费恢复较慢，出现了较为明显的分化。

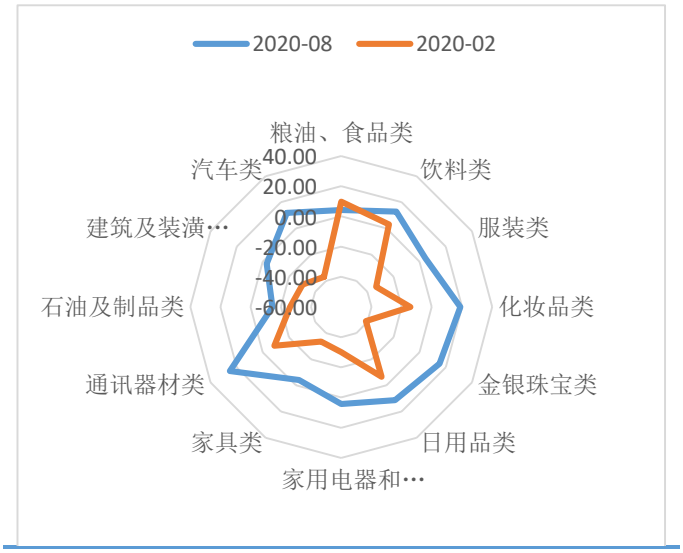
今年，直到 8 月社会消费增速年内首度转正，主要原因是随着疫情防控取得重要成果，餐饮业持续复苏，8 月餐饮收入同比降幅进一步收窄至-7%，而服装、化妆品、金银首饰等消费均持续回暖。

图表 27：消费修复较为滞后



数据来源：Wind

图表 28：消费修复呈现结构分化

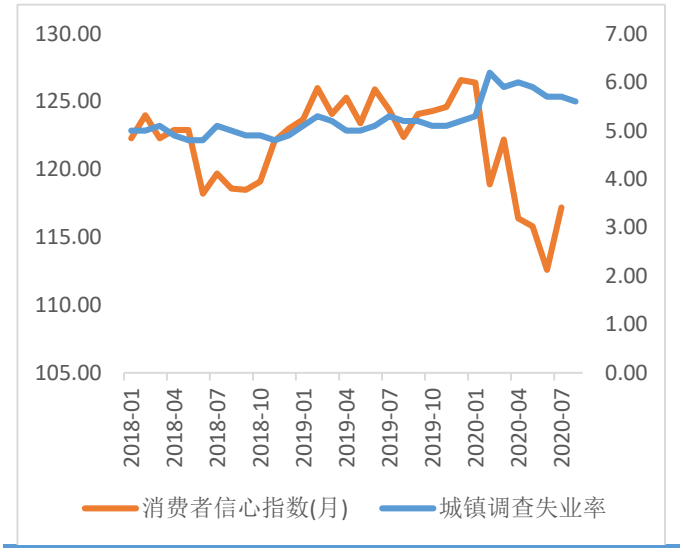


数据来源：Wind

本次疫情对居民消费的冲击有两个链条，一个是企业裁员或降薪 ->居民收入减少 ->居民消费支出减少；另外一个是，疫情时不时局部暴发，导致聚集性消费减少且恢复缓慢，餐饮、电影、旅游等消费首当其中。

不过，当前国内疫情基本得到控制，疫苗研发进展顺利，餐饮、电影、旅游等聚集性消费明显增加。而今年“保就业、稳民生”是首要的政策目标，在一系列政策支持下，城镇调查失业率下降，居民实际可支配收入增加，居民的消费信心正在回归，8 月居民短期贷款创下 5 年同期新高，表明消费有望继续回暖。

图表 29：消费信心逐步恢复



数据来源：Wind

图表 30：居民消费意愿提升



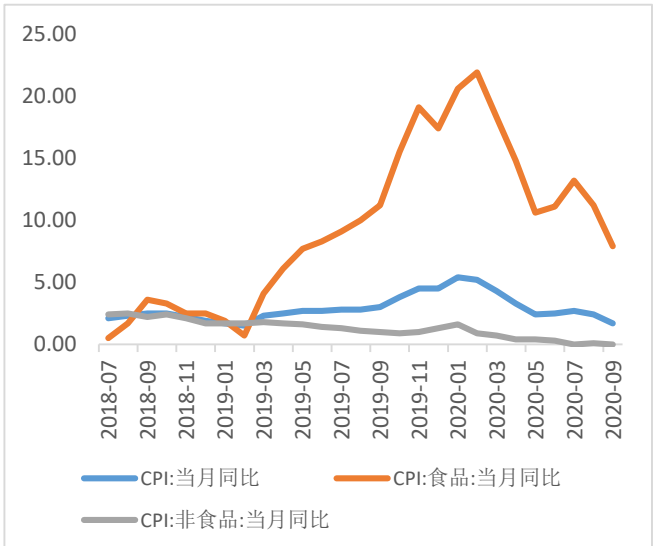
数据来源：Wind

3、通胀压力逐月减弱，PPI有望企稳回升。

食品通胀压力减弱，CPI 或逐月回落。随着猪肉供应不断增加，猪肉价格持续回调，其带来的结构性通胀压力明显减弱，在天气和季节性因素影响下，蔬菜、水果价格短期出现上涨，但随着天气转凉，供给增加，其进一步上涨的空间有限。同时，考虑到去年同期较高的基数，预计食品价格同比将继续回落。非食品方面，尽管国内消费稳步复苏有望带动部分非食品价格的上涨，但国际油价受疫情影响而大幅回落，将继续拖累非食品价格。综合来看，结构性通胀或已消失，CPI 或继续逐月回落。

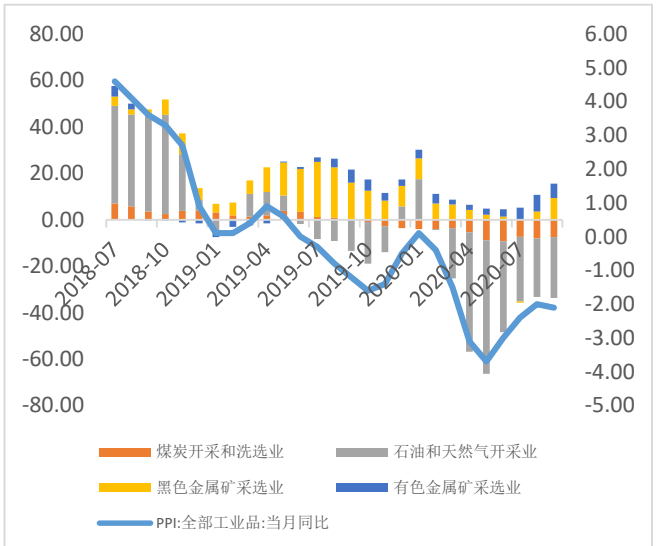
商品价格回落，PPI 修复速度放缓。9 月以来，受疫情影响，国际油价明显回落，国内煤价上涨、钢价回落，预计短期 PPI 修复速度将放缓，但全球经济仍处于同步复苏的趋势之中，工业品需求仍有改善的空间，价格或重新反弹，后期 PPI 降幅有望再度收窄。

图表 31：CPI 当月同比



数据来源：Wind

图表 32：PPI 当月同比



数据来源：Wind

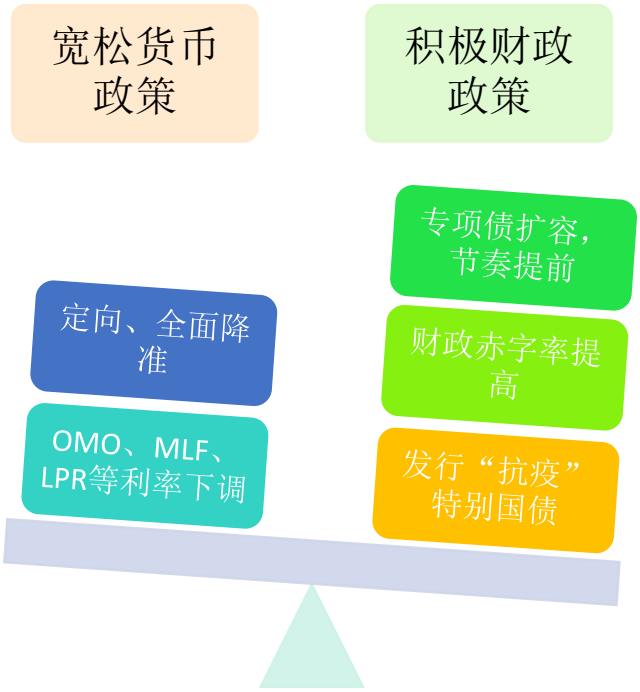
四、政策刺激力度边际减弱

1、财政刺激相对谨慎

今年以来为应对疫情的影响，各项宏观政策不断出台，从财政政策和货币政策两端持续发力。其中，积极财政政策主要体现在三个方面：发行特别国债、专项债额度提升、财政赤字率提高。

不过，相比于其他国家，我国的财政刺激相对谨慎。我国应对疫情的财政刺激规模小于大部分发达国家与疫情严重的发展中国家，为应对疫情长期化留有空间。

图表 33：积极的财政政策和宽松货币政策

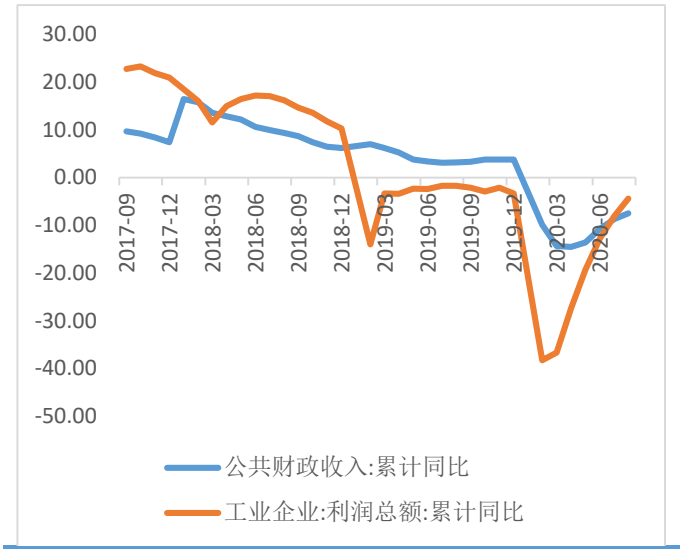


数据来源：wind

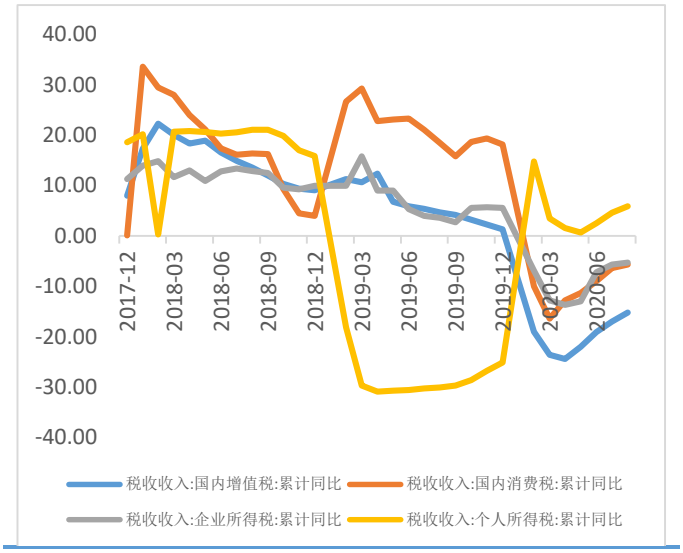
经济延续修复，四季度税收或继续对一般财政形成支撑。2 季度以来，税收快速修复，8 月增速较 3 月提高 39. 2 个百分点，增值税、所得税等主体税种均明显改善。在经济持续修复的背景下，企业利润延续改善，4 季度相关税收或对一般财政继续形成支撑。

图表 34：公共财政收入持续修复

图表 35：税收收入明显改善



数据来源：Wind

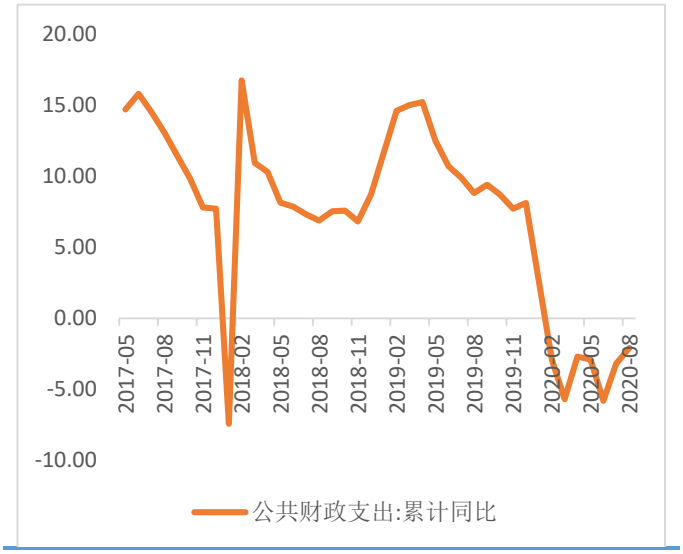


数据来源：Wind

7 月以来，受一般财政提振，广义财政支出大幅抬升，“支出后移”特征凸显。2020 年上半年，广义财政支出总体偏慢，累计支出同比仅为 0.6%。7 月以来，财政支出明显加快，7-8 月广义支出增速大幅升至 15%以上，8 月单月同比增速达到 16.8%，全年“支出后移”特征凸显。其中，政府性基金支出稳定在 20%左右，主要是一般财政支出修复带动广义财政上行。从投向来看，一般财政支出的重点在社保就业、卫生健康等民生以及道路交通等基础设施建设领域。

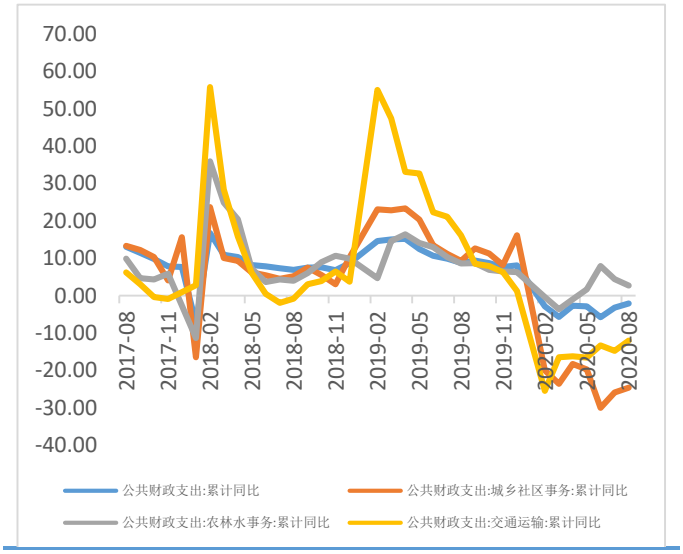
四季度尚余 1.7 万亿额度的政府债未发行，是往年同期的 2 倍多，前期政府债融资的“沉淀”以及剩余额度的新发型，都将为财政支出形成支撑。此外，受疫情影响，今年的财政支出节奏有所滞后叠加去年同期低基数，均有利于提振四季度的财政支出增速。因此，税收收入的增长、大规模政府债融资、疫情带来的支出后移等，都将为四季度的广义财政支出形成支撑。

图表 36：财政支出有所加快



数据来源：Wind

图表 37：财政支出重点在基建和民生



数据来源：Wind

2、货币政策转向结构性适度宽松

央行今年来多次调降 LPR 利率，其中，1 年期 LPR 调降了 30BP，5 年期 LPR 调降了 15BP。此外，通过创设普惠

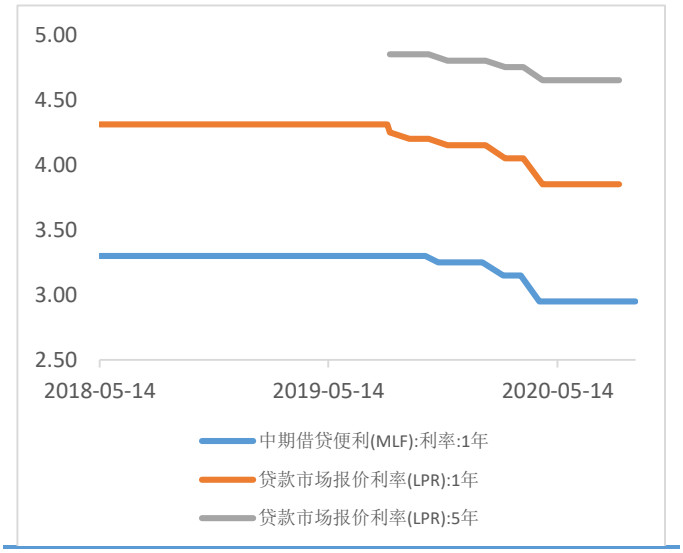
专业·诚信·进取·共赢

小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划等政策定向性工具支持企业融资发展。

9 月 M2 增速、信贷、社融均超预期回升，表明当前货币政策依旧维持稳货币+宽信用的组合。9 月社融增速从 8 月的 13.3%反弹到 13.5%，12 个月滚动累计增速从 8 月的 35%反弹至 37.7%，反映全社会融资的持续改善，适度宽松的货币环境依旧对实体经济具有较强的支撑。央行调查统计司司长阮健弘在发布会上表示“应当允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济的信用支持。”这表明当前去杠杆压力较小，而 9 月通胀再度回落，物价也不会成为货币政策的制约，货币政策短期内不会收紧。

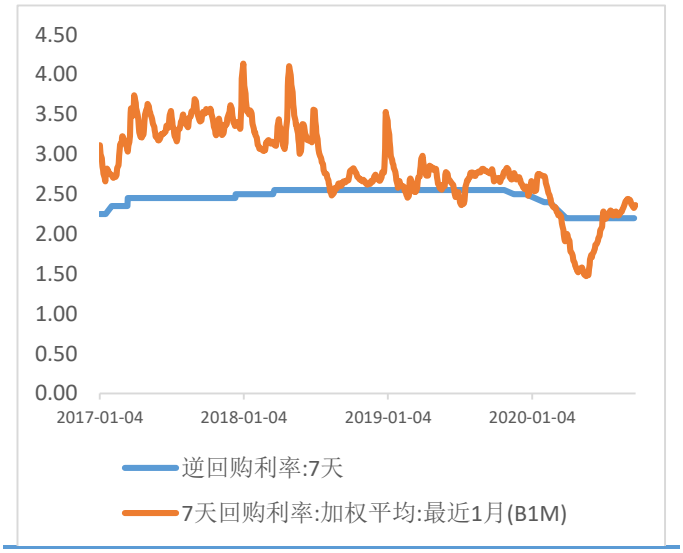
同时，随着国内经济的持续复苏，货币政策全面宽松的必要性下降，为了在实现“六保”目标的同时有效防范金融风险，国内的货币政策由疫情前期的总量超宽松转向下半年的结构性适度宽松。央行引导市场利率回归政策利率，将通过 OMO 操作保持市场流动性合理充裕。

图表 38：贷款利率多次下调



数据来源：Wind

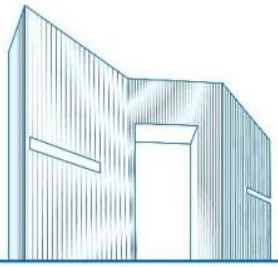
图表 39：市场流动性边际收紧



数据来源：Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货研发中心力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险　入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

国贸投研

长按二维码进入小程序