世界经济扑朔迷离，三驾马车扬鞭奋蹄

——三季度宏观经济报告

主要观点：

- 美国大选成为四季度最大的不确定性，美元指数先扬后抑
- 中国经济继续V型反弹态势，投资消费双双回暖，出口大幅好于预期，进口不确定性较大
- 房地产市场销售投资“两旺”，土地市场逐步降温
- CPI持续回落，PPI低位回升
- 就业压力依然存在，经济增长持续回升
- 人民币汇率区间波动，外汇储备小幅增长
- 财政收支持续改善，货币政策基调稳健

研究团队：

连平	植信投资首席经济学家兼研究院院长
刘涛	植信投资研究院副院长
邓志超	秘书长
罗奂劼	高级研究员
马泓	高级研究员
王好	高级研究员
许珂	研究员、学术秘书
董澄溪	研究助理

植信投资研究院
微信公众号

主要经济数据预测

	5月	6月	7月	8月	9月F	Q3 F	Q4 F	全年F
GDP:当季同比（%）	-	3.2	-	-	6.0	6.0	7.0	2.7
工业增加值IAV同比（%）	4.4	4.8	4.8	5.6	5.7	5.3	5.8	3.0*
固定资产投资:累计同比（%）	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	1.5	1.5	6.6	7.0
基建投资:累计同比（%）	-6.3	-2.7	-1	-0.3	1.5	1.6	4.7	7.5
房地产投资：累计同比（%）	-0.3	1.9	3.4	4.6	5.5	5.5	8.9	8.9
制造业：累计同比（%）	-14.8	-11.7	-10.2	-8.1	-6.0	-6.0	1.8	0.5
消费零售:当月同比（%）	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	2.0	5.5	11.5	1.0*
制造业PMI（%）	50.6	50.9	51.1	51.0	51.2	51	50.8	50.9
CPI:当月同比（%）	2.4	2.5	2.7	2.4	2.2	2.4	1.6	2.9
PPI:当月同比（%）	-3.7	-3	-2.4	-2.0	-1.9	-1.9	-1.8	-1.9
出口金额:当月同比（%）	-3.3	0.5	7.2	9.5	8.0	8.3	10.5	1.5
进口金额:当月同比（%）	-16.7	2.7	-1.4	-2.1	-0.5	-1.3	-2.5	-6.0
外汇储备（亿美元）	31017	31123	31550	31646	31800	31800	32000	32000
人民币兑美元汇率	7.0527	7.0616	6.98	6.82	6.85	6.85	6.9	6.9
社会融资规模存量同比（%）	12.5	12.8	12.9	13.3	13.1	13.1	12.8	12.7
人民币贷款存量同比（%）	13.3	13.2	13	13	13	13	13	13
M2:余额同比（%）	11.1	11.1	10.7	10.4	10.5	10.6	10.3	10.3

*工业增加值、消费零售全年预测为累计同比增长。
红色底纹表示数据环比有所改善，蓝色表示恶化，白色为已公布实际数据。

正 文

进入三季度，中国经济进一步复苏态势明确，而外部经济形势则出现转好的迹象。四季度世界经济运行依然存在很大的不确定性，而国内需求将加快回升步伐，宏观政策总体上将保持平稳。

1. 美国大选成为最大的不确定性，美元指数先扬后抑

世界经济衰退之势不变，欧美疫情出现反转。短期来看，疫情的发展仍然是影响世界经济最主要的因素。受疫情影响，三季度世界经济恢复乏力。8月以来美国疫情出现了平稳迹象，经济运行数据好于预期，8月ISM制造业PMI升至56，为近期最高水平。欧洲则进入了“疫情反复”阶段，法国创出一天新增感染病例1.3万例的纪录，德国也连续多日单日新增2000多病例，英国近期单日新增确诊病例达到6000多例。虽然8月欧洲各国PMI指数较好预示着经济恢复走上正常轨道，但如果疫情进一步恶化，欧洲刚刚有所复苏的经济可能面临政策再次收紧带来的冲击。印度、巴西等发展中国家的疫情发展也同样令人担忧，特别是其严重程度可能远远超过数据表现出来的病例数，大部分发展中国家陷入了“疫情冲击经济，经济资源应对不足疫情恶化，经济资源随之恶

化”的循环。所以整体看，世界经济仍面临较大不确定性，复苏前景仍不够明朗。

虽然近期美国疫情出现平缓迹象，但三季度末至四季度中段，世界经济运行最大的不确定性可能来自于美国大选。在此阶段，中美关系可能进入阶段性谷底；待到美国大选尘埃落定后，中美之间可能出现一定程度的缓和。美国大选的不确定性不来自于特朗普或者拜登谁能当选，而在于大选是否顺利地进行。如果大选推进不顺利，局面陷入内乱状态，将会为四季度世界经济运行带来风险。

多因素推动美元指数可能在近期回稳。5月以来，美元出现一波较快的贬值走势，市场普遍预期美元已经进入了弱势周期。但近期，美元指数出现了一定幅度的反弹，三季度美元可能就此稳住并小幅回升。美元指数中欧元占比最大，进入8月后，欧洲疫情反复、美国经济增长好于预期，统一财政刺激方案面临难细化等问题，使得美欧经济形势出现了反转，推动美元指数回升。历次大选前三个月通常美国利好信息集中释放，美元指数都有一定幅度的上升，2008年最高上升12.09、2012年上升2.36、2016年上升8.44，当前美元指数可能已经进入了“大选行情”阶段。综合判断，大选结束前美元指数可能小幅反弹至96左右，大选结束后美元将趋势性走弱。

2. 投资、工业、房地产、消费、出口稳步向好

当前有效投资正在恢复之中，四季度的步伐将会加快。由于前2个月财政投放放缓，抗疫特别国债与专项债募集的大量资金沉淀国库，造成了市场流动性短期偏紧，基建投资表现较弱；受外需回暖以及制造业转型的影响，制造业投资恢复明显；近期房市流动性较为充裕，加之融资成本显著下移，使得房地产投资和销售持续改善。三季度固定资产投资和基建投资转正应无悬念，房地产投资继续平稳较快增长，制造业投资继续保持2个百分点以上的收窄速度概率较大。展望四季度，基建不仅是财政逆周期发力的重要着力点，而且承担托底经济的重任。地方债发行将进一步加快，确保主要用于基建投资的新增专项债券10月底前发行完毕。挖掘机和重卡等工程机械的销量已连续多月大幅回暖，基建投资加速恢复可期。在稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产调控政策的连续性、稳定性和房地产市场平稳健康发展的基调下，房地产投资将继续平稳较快增长。美国大选带来的不确定性、全球疫情反复和中美关系可能进一步恶化，导致外需可能出现波动，制造业投资保持大幅回升会有一定阻力。预计1-9月，固定资产投资增长1.5%，基建投资增长1.6%，房地产投资增长5.5%，制造业投资降幅收窄至-6.0%；全年固定资产投资增长7.0%，基建投资增长7.5%，房地产投资增

长8.9%，制造业投资增长0.5%。

8月，全国规模以上工业增加值实现了连续5个月的增长。1—8月份，工业生产累计同比实现了年内的首次转正。在全国复工复产稳步推进之下，需求的不断提升和改善带动了工业生产持续显著回升。前8个月全社会用电量增速年内首次转正，当月制造业PMI中的生产指数处于扩张区间，高炉开工率也大幅高于去年同期水平。这些数据表明下游旺盛的需求推动着工业稳健生产。虽然海外疫情尚未得到控制，国内需求尚未完全恢复等因素都会对四季度工业生产造成一定程度的影响，但从工业生产复工率、饱和度和机械销量来看，工业生产稳步复苏的态势已经明确。预计9月工业增加值增长5.7%，全年工业增加值累计增长3.0%。

房地产市场销售投资“两旺”，土地市场逐步降温。三季度房地产销售保持强劲复苏势头，**需求逐步释放，一线房价涨势加快。**8月房地产销售面积及销售额累计同比快速扩张，增速是自2018年11月以来最高水平，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比增长4.7%,二手房价同比增长2.2%。**房企融资基调趋紧。**鉴于房企上半年财报营收下滑显著，监管部门对房企部分重点财务指标提出要求，房企在经营决策上需审视自身扩张能力，年内拿地节奏可能逐步放缓。**居民房贷需求持续扩张。**8月，首套房贷平均利率较6月下降3bp至5.25%，个人按揭贷款和住户部门中长期信贷累计同比均

增长8.7%，为年内最高水平。**土地市场逐步降温，土地供应也继续释放。**预计到年底，销售保持正增长，投资稳步走高，局部调控持续加码，房价涨幅总体可控。综合考虑，三季度末房地产投资累计同比5.5%，到四季度末进一步扩张，投资增速可能增至8.9%左右。

在疫情被有效控制的条件下，此前被压抑的日常生活消费需求得到井喷式释放，推动消费大幅回暖。8月社会消费品零售总额同比增速年内首次转正。商品零售继续成为主要支撑，餐饮连续五个月改善，线上消费逆势增长。前8个月，全国实物商品网上零售额同比增长15.8%，高出社零总额24.4个百分点，占社零总额比重的四分之一，比去年同期提高5.2个百分点；全国快递服务企业业务量累计增长25.4%，业务收入累计增长14.1%。全国179个重点城市、10万余家企业将积极参与2020年全国消费促进月活动，涉及实体门店和线上商户200多万家，营造“百城万企促消费”的良好氛围。第三方支付平台监测分析结果显示，“百城万企促消费”活动实现了开门红，首周全国商品消费和服务消费总额9800多亿元，环比增长8.1%。中国汽车流通协会监测数据显示，活动首周全国乘用车零售量同比增长38.6%，环比增长40.1%，有望推动9月份社零总额增速进一步加快。四季度，随着全国消费促进月活动的深入，房地产销售的“金九银十”、“十一”长假叠加接触性消费的进一步放开，“双

十一”和“双十二”等在线消费活动的加码，以及相关促消费政策的共同推动之下，消费会加速恢复。预计9月消费增长2%，全年消费累计增长1%。

在海外疫情持续发酵和中国经济得到较好恢复的共同影响下，三季度的出口表现大幅好于预期。自4月以来，制造业PMI中的新订单指数已连续反弹5个月，并在8月走高至49.1%，超过去年同期水平。近期中国出口集装箱运价也明显攀升，一定程度上表明出口向好。四季度出口将继续延续稳步增长态势。一是海外主要经济体的经济仍处于恢复之中，外需改善趋势不会发生太大变化；二是全球疫情的持续使得防疫类物资依旧得到较好保障；三是中国仍是目前全球唯一可以持续稳定提供各类所需物资的生产国；四是近期国内出台多项稳外贸政策；五是受中美贸易战的拖累导致去年同期基数较低。预计9月我国以美元计价的出口增长8.0%，四季度增速为10.5%，全年1.5%。

受到疫情和中美关系恶化等因素的冲击，前三季度进口波动较大。从制造业PMI的原材料库存指数长期处于萎缩区间可以发现，在中国进口货物中，原材料大宗商品占比较高。三季度，石油、天然气价格大幅回落，铁矿石等也出现了价格下降，大宗商品的价格下跌明显压低了进口增速。但进口量始终保持增长，且制造业PMI中采购量指数已保持6个月扩张态势，反映出中国需求持续修复和扩张。四季度，进口

仍然存在不确定性。随着我国经济继续稳步反弹，内需将延续修复趋势；而中美关系的恶化，将导致中国的许多进口需求会被故意打压。预计，9 月我国以美元计价的出口减少 0.5%，四季度我国以美元计价的进口减少-2.5%；全年减少 6.0%。

由于出口表现好于进口，全年贸易顺差相比于去年将进一步扩大，预计超过 4500 亿美元。

3. CPI 持续回落，PPI 低位回升

三季度 CPI 持续回落，供给恢复好于需求，四季度这一趋势还将延续。从需求角度分析，受就业压力等因素影响可选消费需求总体较弱；四季度旅游、娱乐业复苏有望带动相关行业业绩进一步回升，但仍不足以推动 CPI 同比上涨。从供给角度分析，四季度猪肉出栏量回升至去年同期水平，猪肉供给大幅增加，猪肉价格已迈入下降区间。叠加去年年末的高基数效应，9 月猪肉同比 CPI 有望回落 30%上下，对 CPI 的拉动将小于 1%。蔬果价格四季度将迎来季节性上涨，玉米、大豆等进口依存度相对较高的粮食受国际疫情影响供给偏紧，短期存在价格上涨压力。进口价格方面，人民币汇率攀升短期内会缓解输入性通胀，但仍需关注未来中美贸易政策，尤其是关税政策的变动带来的影响。综合来看 9 月 CPI 同比预测值为 2.2%，四季度 CPI 同比约为 1.6%，全年 CPI 累计同比约在 3%以内，达成全年目标问题不大。

从中长期来看，PPI已进入回升区间，但短期仍难走出负区间。从PPI构成来看，对其波动影响较大的原油、黑色金属、有色金属等大宗商品价格有望呈现供求温和回升的格局，但年内加速上涨的可能性较小。国际市场原油供给端复苏大于需求端，美国石油库存重新回升、波罗的海原油及成品油运输指数维持低位，石油价格上涨节奏受到拖累。结合美元指数走弱对石油价格的抬升作用，年内油价仍将维持在低位均衡，同比跌幅可达30%以上，粗略估计可对国内PPI形成2个百分点以上的负向拉动。铁矿石进口量价齐升，LME铜同比涨势明显，一定程度上缓解输入性通缩风险。国内市场基建、房地产投资增长及施工规模的提升正逐步释放对于原材料的需求，下半年各类大宗商品预计将形成低库存基础上供需温和回升的局面，冶炼、加工制造业购销价差缩减的局面将有所改善。综合考量，2021年PPI回正已可预期。但2020年内，PPI回正的动力仍显不足。预计9月PPI同比约为-1.9%，四季度同比约为-1.8%，全年累计同比约为-1.9%。

4. 就业压力依然存在，经济增长持续回升

三季度就业市场继续复苏，完成全年就业指标难度不大。随着二、三季度经济复苏，用工需求也在逐步恢复。2-8月，工业增加值回升超过31个百分点，服务业生产指数也增加了13个百分点，相应的就业需求不断释放，特别是进入三

季度，吸收劳动力较多的服务业复苏，推动了就业增长。前期国家出台多项稳就业政策缓解就业压力：重点扶助中小微企业和餐饮店铺业，推进第三产业较好复工复产或扩产；开拓新的就业领域与就业方式，鼓励互联网经济、地摊经济、零工经济等新业态的发展；针对重点人群精准施策，对高校毕业生推出研究生扩招、国有企事业单位扩招、应征入伍扩招、扩大就业见习规模、提供社区岗位、鼓励基层就业等政策，对农民工推出“点对点”返岗复工，提供免费线上职业技能培训；采用逆周期手段稳就业，例如以稳岗返还失业保险费的做法助力复工复产；通过发放消费券刺激居民消费，带动服务业就业。

8月城镇新增就业人数781万人，环比增加16%，已经完成了今年新增就业人数目标的87%；城镇调查失业率5.6%，环比下降0.1%；民营企业就业市场景气指数（CIER）从一季度的0.81回升至二季度的0.88；8月外来农业户籍人口调查失业率比上个月下降了0.3%，说明农民工就业形势正在持续好转；但8月20-24岁专科及以上受教育程度人员调查失业率比上年同期高了5.4%，高校毕业生就业压力仍然较大。四季度，在政策效应持续释放和经济复苏带动二三产业用工需求的支撑下，就业形势可能进一步走向好转，预计年底失业率不会超过6%的目标水平，三季度末至四季度初，有望提前实现900万的新增就业人数目标。

综上研判，三季度中国经济正在加速修复。从需求端来看，出口持续好于预期，逆周期调节逐渐见效，投资和消费也在较快恢复之中。分行业来看，工业和建筑业PMI显示第二产业持续景气，第三产业中批发零售、交通运输、旅游与住宿餐饮、文化体育娱乐等也正在加速修复，这些行业增加值约占GDP的25%至30%。四季度出口将继续保持良好态势，投资和消费将有所加快，各项经济指标将会进一步好转。预计三季度GDP增长6.0%，四季度GDP增长7.0%，全年GDP增长可能位于2.7-3.3%之间，取中值为3%左右。

5. 人民币汇率区间波动，外汇储备小幅增长

美元指数回稳削弱人民币升值动力。三季度前中段，人民币兑美元汇率升值态势明显，后段有所回落。自7月破“7”后，人民币兑美元汇率一路走升最高至6.76，但近期又小幅回落至6.82左右。人民币汇率升值的主要因素：一是美元指数走弱，人民币相对于欧元等主要货币对美元进行一轮“补涨”；二是近期中国贸易顺差扩大，外汇市场上人民币需求增长；三是货币政策分化，利差吸引资本流入。这些因素中美元指数走弱是最主要的因素。而三季度末至四季度，美元指数走弱这一主推动因素大概率不再存在，人民币兑美元升值的动力相应减弱，这一点在人民币汇率近期的走势上已有体现。当前至2020年末，人民币兑美元汇率可能在6.6-6.9

区间内小幅双向波动。而中美关系恶化这一最大不确定性可能会带来人民币贬值的压力。预计9月底，在岸人民币兑美元汇率在6.85左右。

外汇储备增减因素并存，四季度可能小幅增长。8月，官方外汇储备为3.16万亿美元，较7月出现100亿美元左右小幅增长。外汇储备变化主要取决于增量规模和存量资产价值波动两方面因素变化。三季度末至四季度，我国经常项和资本项下可能出现“双顺差”，给外汇储备带来增量；而非美元资产可能因美元指数回升而出现汇率贬值，带动这部分外汇储备存量缩水。同时，美股、美国国债等资产价格变动也会影响相对应的美元外汇储备存量价值变动。综合考虑，外汇储备可能在四季度维持小幅增长态势，预计9月（三季度）外汇储备达到3.18万亿美元，年末可能超过3.2万亿美元。

6. 财政收支持续改善，货币政策基调稳健

三季度财政收支持续改善，四季度积极财政政策继续加码的可能性明显下降。8月，政府收入情况继续好转。经济复苏带动财政收入改善的趋势预计大概率将贯穿今年四季度。财政收入状况好转将为积极财政政策的持续性提供保障。随着今年地方政府专项债券发行进入尾声，全国财政支出规模较此前或将出现短暂收缩。但应该看到，积极财政政策进

一步加码的空间并不大。今年新增政府债券数量较大，这在量价两个方面对政府债券后续发行形成了一定的压力。还应该警惕今年政府支出增加可能带来宏观杠杆水平的大幅提升。四季度积极财政是否继续加码在很大程度上将取决于经济基本面的变化。如果经济增长相关指标表现良好，则无进一步实施扩张的必要；如前所述，这是大概率事件。

金融市场保持平稳，货币政策基调不变。从8月情况看，国内信贷需求保持平稳增长，居民部门短期消费信心有所增强；企业部门短期现金流充足，中长期投资意愿增强。社会融资需求依然维持上升态势，信用扩张对经济增长的支持力度有增无减。今年1-8月，新增人民币贷款总额约为14.36万亿，新增社会融资规模约为26.14万亿，二者距离货币当局设定的年内目标已然不远。今年年内货币政策有望保持平稳，稳健基调不会改变。人民币贷款余额增速预计将稳定在13%左右，完成全年20万亿的目标。居民部门短期信贷数量有望随着消费信心的恢复有所上升，而中长期信贷增速可能会有所下降；企业部门总体现金流较为充裕，经济基本面持续好转有助于增强其未来生产和经营的积极性，从而带动中长期信贷数量增加。社会融资需求总体旺盛，新增社融年底大概率将显著超过30万亿元的预定目标。随着政府债券发行数量趋降，社融存量同比增速可能在四季度放缓至12.5%附近。

四季度，M1 和 M2 同比增速一升一稳，导致“M1-M2”剪刀差进一步收窄。存款活化程度持续上升与企业经营和权益市场活跃度较高，以及 8 月政府债券发行数量较大密切相关。当前经济复苏势态良好，货币政策进一步放松的概率不断下降，尤其是货币当局对总量工具的使用将会更加审慎。目前，市场流动性维持适度宽松，资金价格窄幅波动，四季度货币当局调整 MLF 和 LPR 利率的可能性较小，大量释放或回笼流动性的条件也不具备。由于企业部门现金流充裕，资本市场较为活跃，同时三季度末至四季度财政资金加快释放，M1 增速仍将在未来一段时间维持较高水平，而 M2 增速预计将在 10.4%附近保持相对平稳。

今年年底或明年年初可能出现货币政策调整窗口。一是受经济复苏力度较大和基数效应影响，2021 年一季度经济增速大概率将明显跳升，为货币政策回归常态提供较好的宏观经济环境。二是宏观杠杆水平已经显著上升并创出历史新高。为抑制金融风险，货币政策需要从逆周期调节加快步伐转变至跨周期调节，更加突出稳健基调。

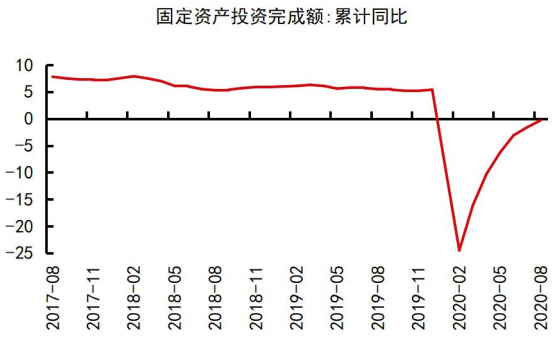
相关图表：

图 1：近期美元指数与人民币兑美元汇率走势



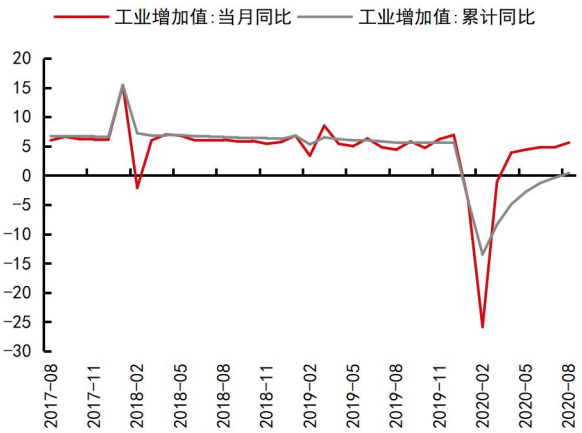
资料来源：Wind，植信投资研究院

图 2：固定资产投资



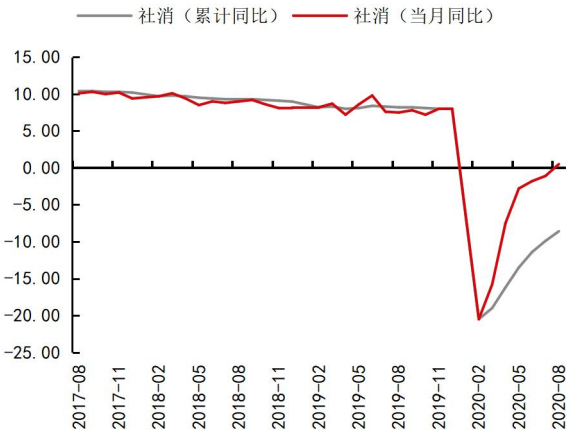
资料来源：Wind，植信投资研究院

图 3：工业增加值



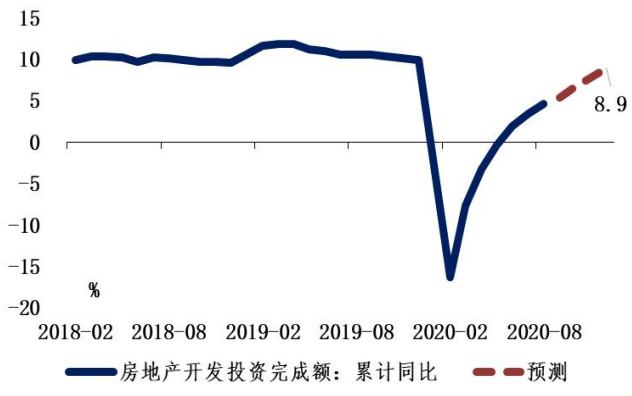
资料来源：Wind，植信投资研究院

图 4：社会消费品零售



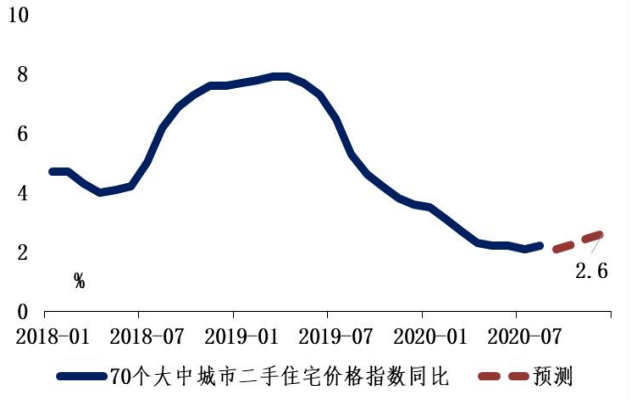
资料来源：Wind，植信投资研究院

图 5：房地产开发投资完成额



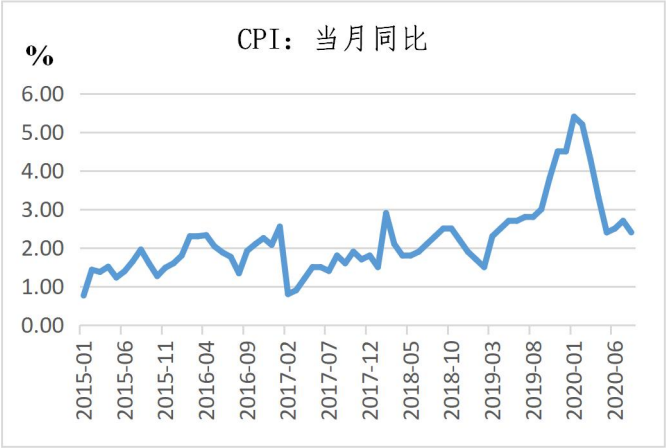
资料来源：国家统计局，植信投资研究院

图 6：70 个大中城市二手住宅价格指数同比



资料来源：Wind，植信投资研究院

图 7: CPI 当月同比



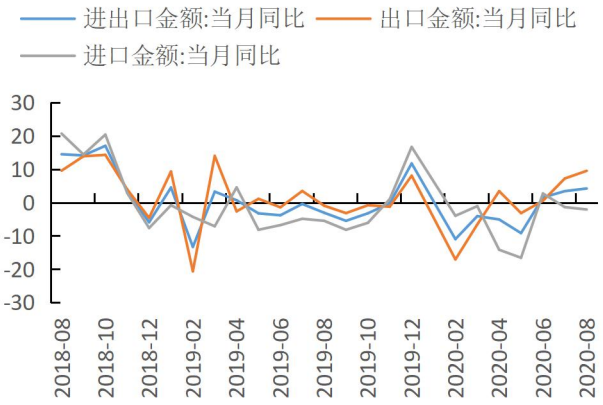
资料来源：国家统计局，植信投资研究院

图 8：PPI 全部工业品当月同比



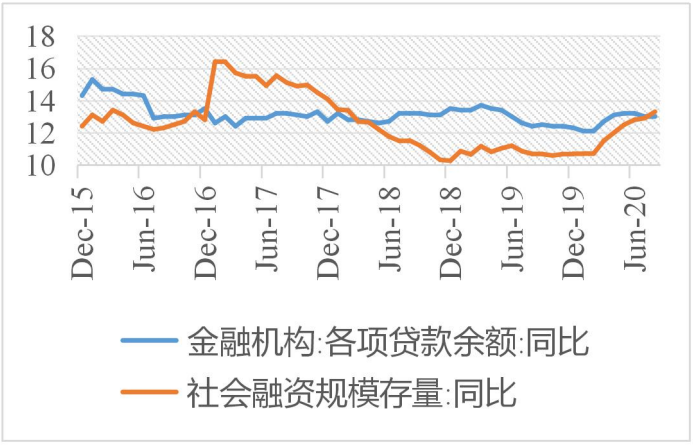
资料来源：Wind，植信投资研究院

图 9：进出口金额当月同比



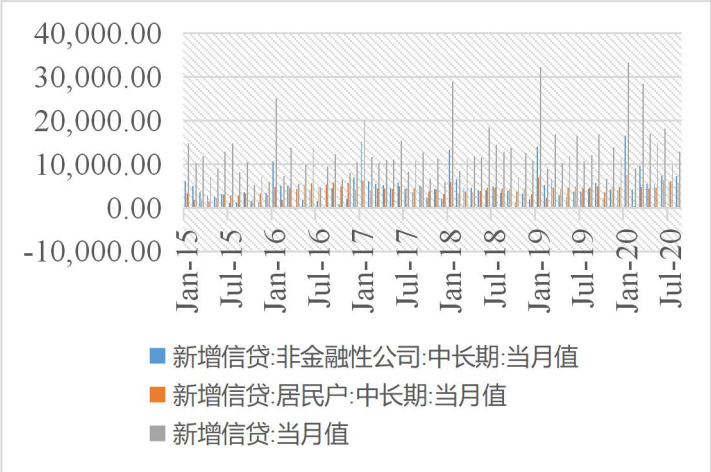
资料来源：Wind，植信投资研究院

图 10：各项贷款余额



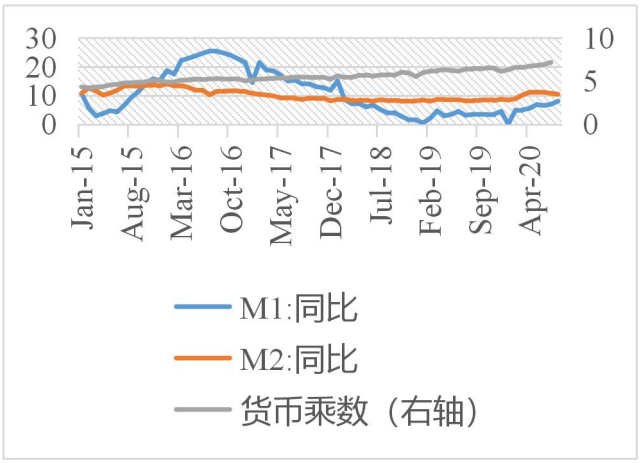
资料来源：Wind，植信投资研究院

图 11:新增信贷



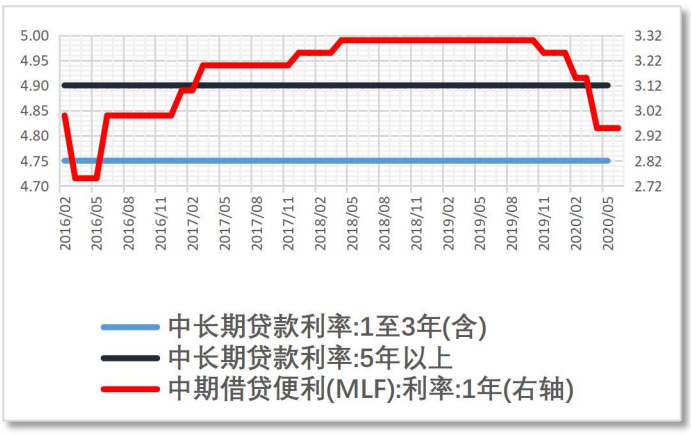
资料来源：Wind，植信投资研究院

图 12：货币供应量



资料来源：Wind，植信投资研究院

图 13：中长期贷款利率



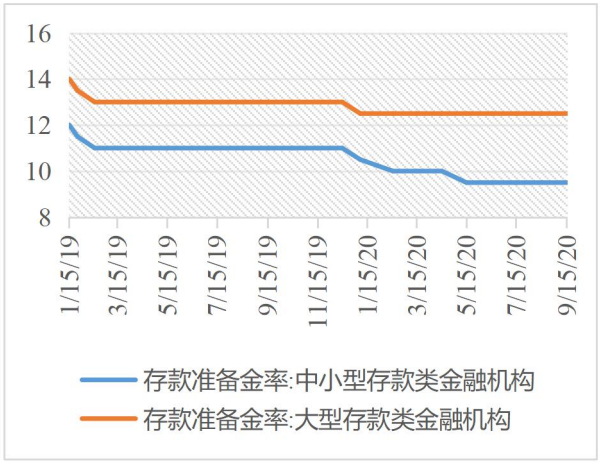
资料来源：Wind，植信投资研究院

图 14：贷款市场报价利率



资料来源：Wind，植信投资研究院

图 15：存款准备金率



资料来源：Wind，植信投资研究院

免责申明：

本报告由植信投资研究院撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但植信投资研究院对这些信息的准确性及完整性不作何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，植信投资研究院可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。