西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

2020年四季度宏观经济展望：

坐看云起时

www.swsc.com.cn

西南证券研究发展中心
2020年9月

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱： yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱： wangrm@swsc.com.cn

概 述

- **四季度中国经济增速向潜在增长率的回归：**目前，我国疫情防控和经济复苏都走在世界前列，双轮驱动格局初步形成，四季度有望实现5.5%左右的增速。消费和投资的贡献率将上升，进出口贸易受疫情防控、中美关系及第一阶段贸易协议执行等影响或将面临阶段性下行。
- **四季度投资与消费双轮驱动的三大看点与可能的预期差：****看点一，消费按下快进键**：居民就业状况改善，可选消费有望加速回升，可重点关注由实物消费向服务消费的扩展；**看点二，制造业爆点满满**：高技术制造一马当先，新增融资助力小企业加速恢复，双循环新格局下制造业进入融合发展快车道，增速有望出现超预期回升；**看点三，房地产供需两端韧性仍在，**全年房地产投资6%左右的增速可期。基建投资方面，9-10月，增速或将出现加速回升，但综合考虑季节性因素及今冬防疫形势，四季度增速可能不及市场预期，加之受一季度增速大幅下挫拖累，预计全年增速3-4%左右，与去年基本持平。
- **四季度财政与货币政策跨周期调控的方向与举措：**财政积极有为、注重实效，仍有较大赤字空间，新增专项债将在10月底前发行完毕，资金将加快投向“两新一重”建设；货币政策灵活适度、精准导向，边际或将有所放松，但以灵活操作手段为主。住宿餐饮、交运和文娱体育等行业四季度有“加杠杆”机会，有望为资本市场带来利好。
- **四季度美欧日经济趋势展望与重要不确定性提示：**美国大选和疫情因素或将对其经济及资本市场形成冲击，经济复苏步伐或有所放缓；欧元区目前复苏情况良好，但各国复苏进度差异较大，加之疫情的再次爆发，复苏的不确定性依然存在；日本经济处于衰退区间，新首相上任后或将出台新的刺激政策。
- **全球五大趋势判断与大类资产配置建议：**目前，全球经济形势总体呈复苏态势，但各国节奏有所不同，美欧面临疫情二次爆发的冲击，在逆全球化、低利润率、低利率、长期通胀上升和政府债务增加的趋势下，资产配置建议采取多元组合策略，从机会关注度来看，权益类资产>债券>实物资产。

风险提示：全球疫情二次爆发，地缘政治引发动荡，经济复苏不及预期。

目 录

1 四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归

2 投资与消费双轮驱动的三大看点与可能的预期差

3 财政与货币政策跨周期调控的方向与举措

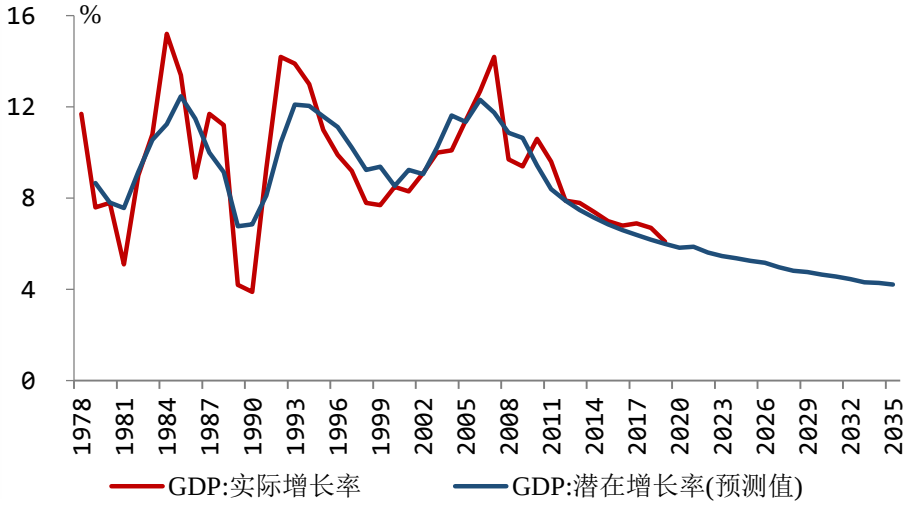
4 美欧日经济趋势展望与重要不确定性提示

5 全球经济五大趋势判断与大类资产配置建议

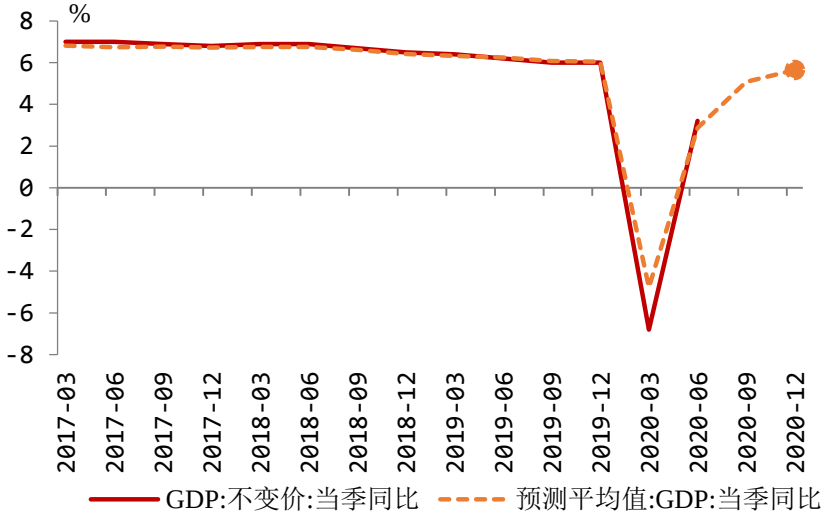
1 四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归

- **中国经济的潜在增长率：**1978-1994年间的平均增长率为9.66%，1995-2010年间的平均增长率为10.34%，2011-2015年间为7.55%，2016-2020年间为6.20%，预计“十四五”期间为5.5%。
- **四季度实现潜在经济增长率可期：** 8月6日，央行发布《2020年第二季度中国货币政策执行报告》：目前我国疫情防控和经济恢复都走在世界前列，经济已由第一季度疫情带来的“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”，市场预期总体稳定，下半年经济增速有望回到潜在增长水平。目前，我国疫情防控和经济复苏都走在世界前列，双轮驱动格局初步形成，**四季度有望实现5.5%左右的增速。**

中国经济的潜在增长率与实际增长率



四季度经济有望实现5.5%左右的正增长



注：潜在经济增长率：一国（或地区）在各种资源得到最优和充分配置条件下，所能达到的最大经济增长率。

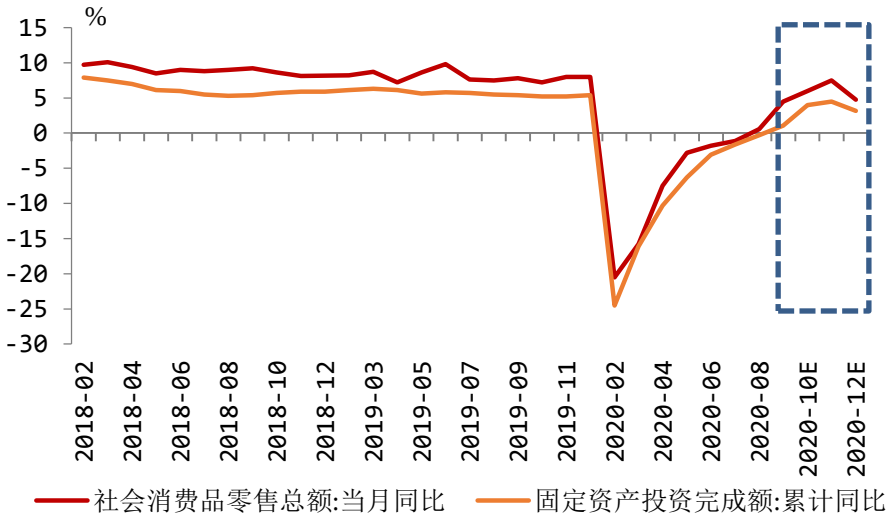
数据来源：Wind、国家统计局、中国社会科学院，西南证券整理

1 四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归

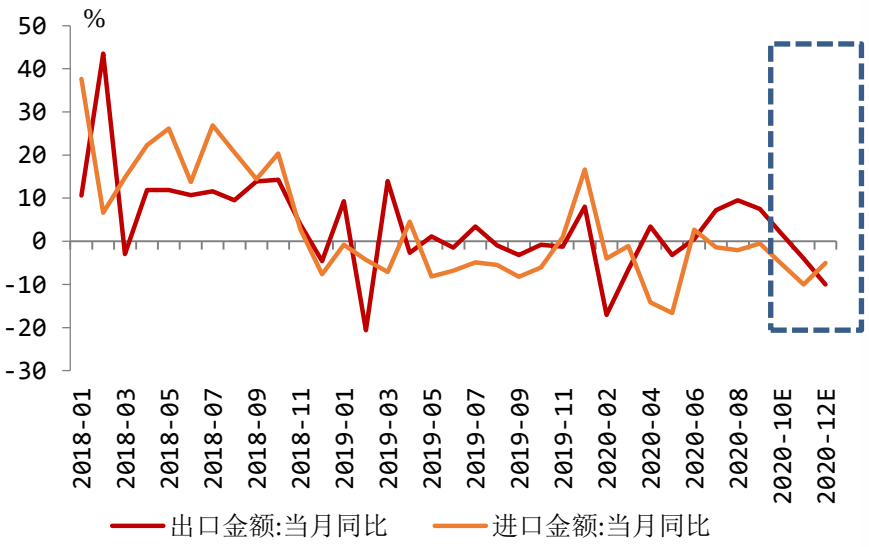
- **消费和投资对经济的拉动四季度有望出现较快提升：**可选消费持续复苏，叠加年末节日效应，前期被抑制的消费有望出现较快增长，预计四季度增速有望达到6%左右；专项债10月发行完毕后四季度将加大投入，制造业也将保持较快回升，预期全年固定资产投资累计增速可达3-4%。

- **贸易**：11月美国大选之后，中美关系或将面临新的挑战，疫苗接种推广后，防疫物资的出口将被支撑经济复苏的相关产品取代，出口增速可能面临阶段性回落；进口方面，中美第一阶段贸易协议的履行将直接关系到四季度进口增速，加之去年年末的高基数效应， 四季度进、出口都有可能出现负增长。

消费与投资四季度将延续较快回升态势



四季度进出口贸易增速或将双双回落



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

1 四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归

2 **投资与消费双轮驱动的三大看点与可能的预期差**

3 财政与货币政策跨周期调控的方向与举措

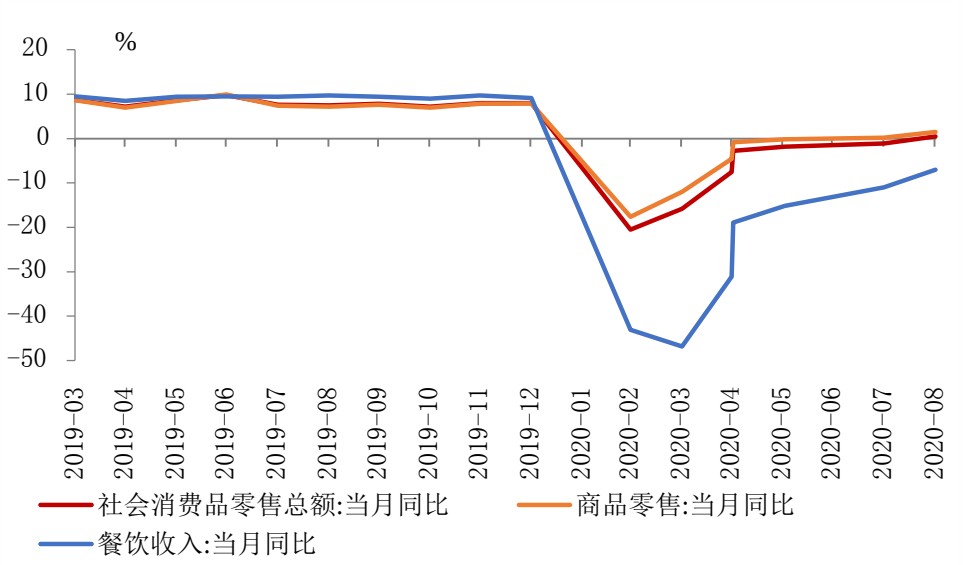
4 美欧日经济趋势展望与重要不确定性提示

5 全球经济五大趋势判断与大类资产配置建议

2 投资与消费双轮驱动的三大看点之——消费按下快进键

- **消费复苏进程加快，社零总额增速转正：** 8月，社会消费品零售总额33571亿元，同比增长0.5%，为今年以来首次正增长，除汽车以外的消费品零售额30158亿元，下降0.6%，降幅收窄1.8个百分点。
- 构建国内大循环为主体，国际国内双循环相互促进的新发展格局，要求我们牢牢把握扩内需这一重要战略基点，而扩大消费又将是扩内需战略的主要发力点之一，近期促消费政策频出，加之稳就业政策的托底保障，四季度消费加速增长将带动经济持续回升。

8月消费开启加速回升之势



促消费、稳就业政策

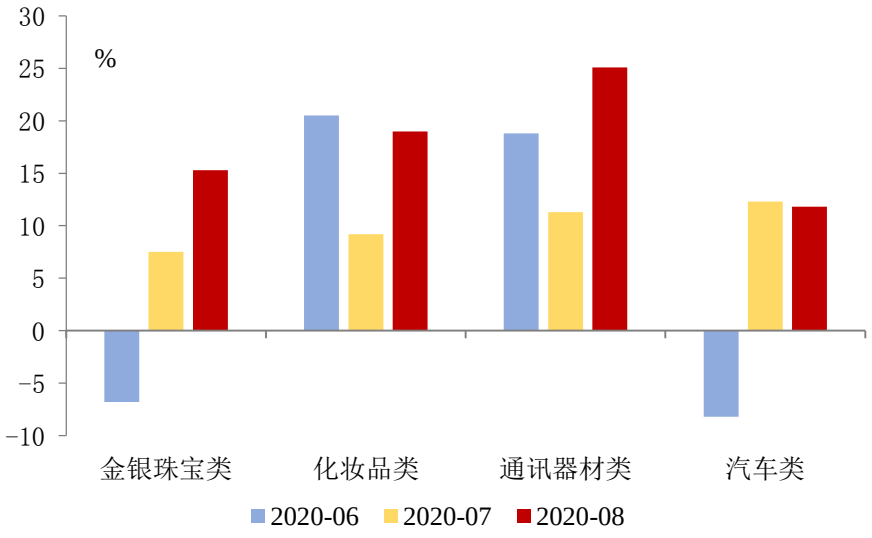
- 7月14日，国家发改委等13部门公布了《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》
- 7月28日，国务院办公厅发布《关于支持多渠道灵活就业的意见》
- 9月9日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定支持新业态新模式加快发展带动新型消费的五大措施，促进经济恢复性增长

数据来源：Wind，西南证券整理

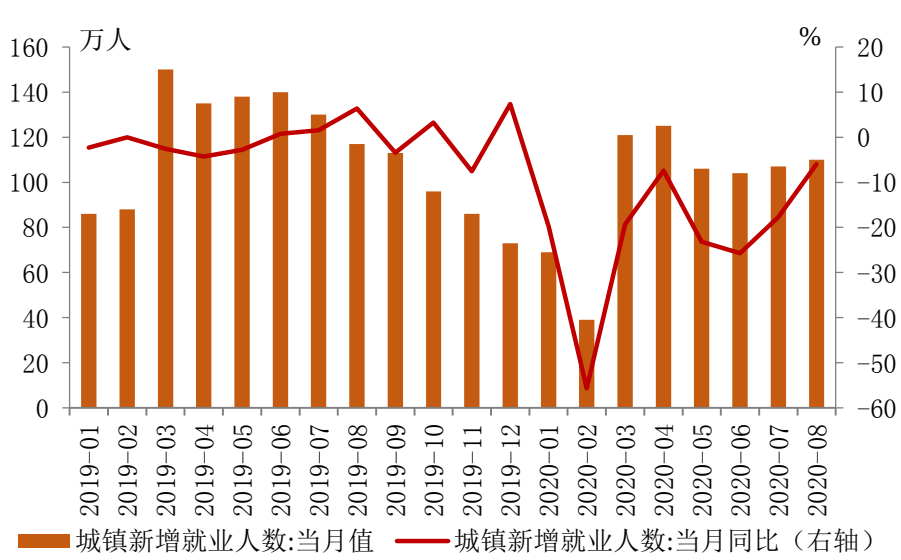
2 投资与消费双轮驱动的三大看点之——消费按下快进键

- 8月份数据显示，商品零售额同比增长1.5%，增速比7月份加快1.3个百分点。其中，限额以上单位商品零售额同比增长5.1%，加快2.1个百分点，连续4个月增长；餐饮增速降幅收窄4个百分点。
- **可选消费增长势头尤为突出**：8月份，金银珠宝类、化妆品类、通讯器材类、汽车类商品零售额均实现两位数增长。下阶段，随着“六稳”和“六保”相关政策继续显效，促进居民消费、激发市场活力政策持续发力，居民就业状况改善，可选消费有望加速回升，实现由实物消费扩展至服务消费。

6月以来可选消费同比增速加快



6月以来就业人数总量与增速双回升

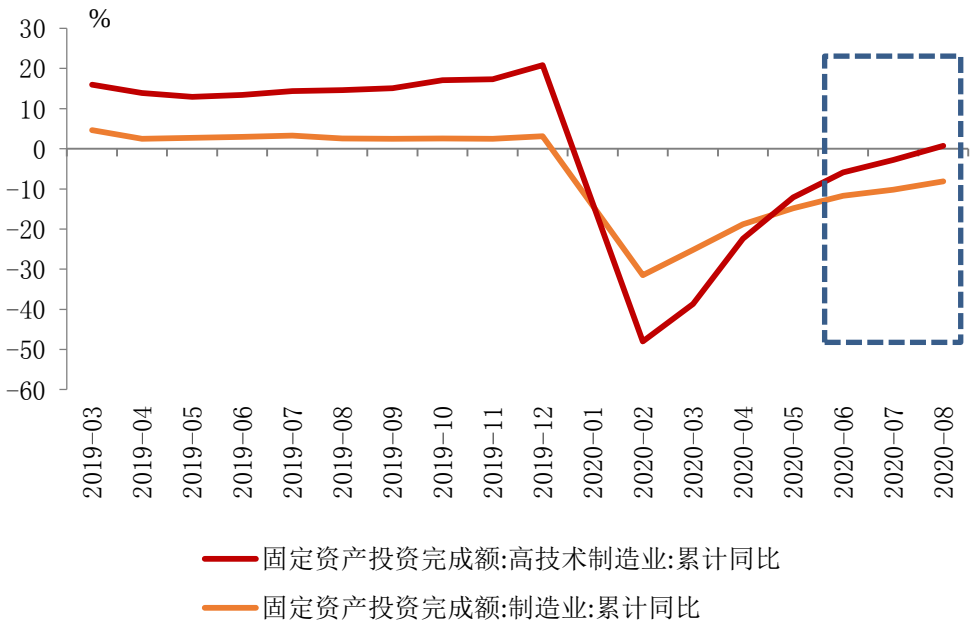


数据来源：Wind，西南证券整理

2 投资与消费双轮驱动的三大看点之——制造业爆点满满

- **高技术制造一马当先：**1-8月，制造业投资同比下降8.1%，降幅比1-7月份收窄2.1个百分点。高技术制造业投资同比增长8.8%，增速比1-7月份加快1.4个百分点。四季度，在一系列促进高新技术发展的产业和信贷政策支持下，高技术制造业有望延续较快增长势头。
- 9月，2020中国互联网制造峰会：中国制造业面临三方面的机遇：技术融合和产业变革的时代背景、内需升级所带来的市场潜力、完备的产业体系所创造的发展空间。

5月以来高技术制造业投资增速转正



制造业转型升级发展的路径与方向

基础科学和关键核心技术领域尽快取得突破

制造业新型基础设施建设进一步完善升级

完善智能制造产业链，培育新型制造业产业发展新业态

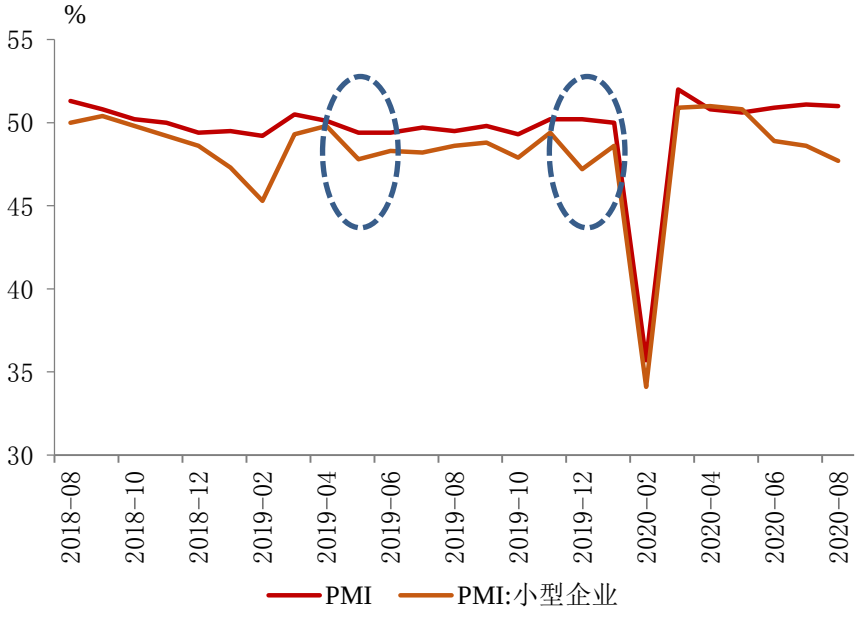
数据来源：Wind，西南证券整理

2 投资与消费双轮驱动的三大看点之——制造业爆点满满

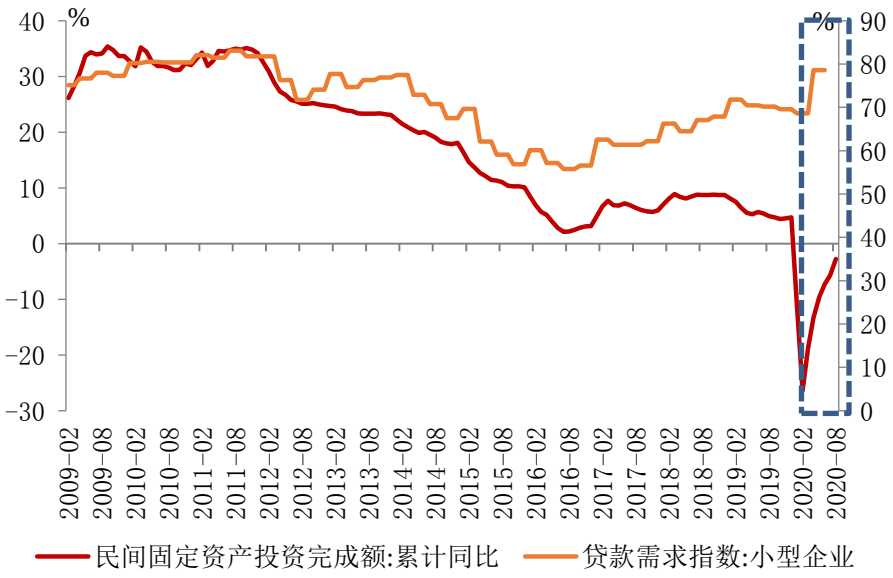
- **新增融资助力小企业加速恢复：**8月制造业PMI为51.0%，连续六个月处于景气区间，但小型企业PMI已连续四个月下降，且连续三个月处于荣枯线以下。730政治局会议和817国常会均指出进一步落实金融支持实体经济的政策措施，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业。

- 央行下半年工作安排：促进普惠型小微企业贷款、制造业中长期贷款大幅增长。重点落实好1万亿元再贷款再贴现政策和两项直达工具，应延尽延，尽可能多地将受疫情冲击的小微企业纳入支持范围。同时，坚持市场化原则，尊重商业银行自主经营权，支持政策不附加硬性要求，消除小微企业顾虑和担忧。

PMI平稳回升将带动小型企业信心上升



小企业贷款需求与民间投资增速加速恢复



数据来源：Wind，西南证券整理

2 投资与消费双轮驱动的三大看点之——制造业爆点满满

- **双循环新格局下制造业进入融合发展快速推进期：**物流业是支撑国民经济发展的基础性、战略性、先导性产业，制造业是国民经济的主体，是全社会物流总需求的主要来源。当前，我国物流业制造业融合发展趋势不断增强，物流企业与制造企业间风险共担、利益共享的联动融合发展格局正在形成。

- 8月22日，国家发展改革委、工业和信息化部等13个部门联合印发《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》，对促进物流业制造业深度融合创新发展作出全方位安排。到2025年，物流业在促进实体经济降本增效、供应链协同、制造业高质量发展等方面作用显著增强。

物流业与制造业深度融合创新发展

关键环节	主攻方向	保障措施
• 企业主体融合发展 • 设施设备融合联动 • 业务流程融合协同 • 标准规范融合衔接 • 信息资源融合共享	• 大宗商品物流 • 生产物流 • 消费物流 • 绿色物流 • 国际物流 • 应急物流	• 营造良好市场环境 • 加大政策支持力度 • 创新金融支持方式 • 发挥示范引领作用 • 强化组织协调保障

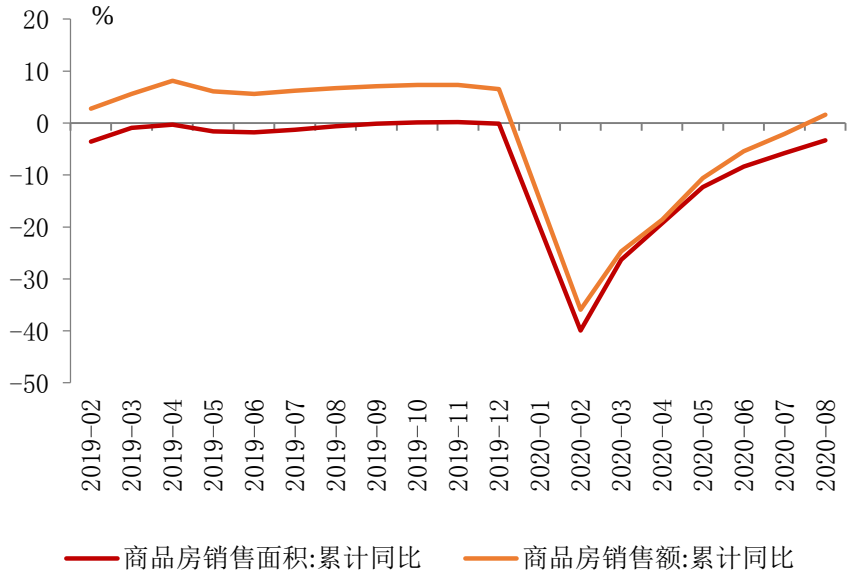
资料来源：《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》，西南证券整理

2 投资与消费双轮驱动的三大看点之——房地产供需两端韧性仍在

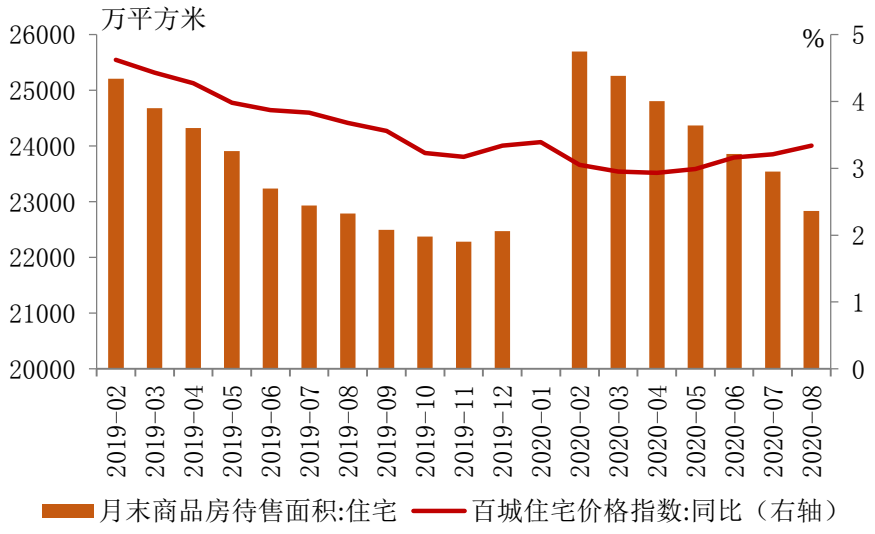
- **“金九银十”以价换量，销售延续增势：**1-8月份，商品房销售面积98486万平方米，同比下降3.3%，降幅比1-7月份收窄2.5个百分点，隐含的单月销售增速为13.7%，高于上月9.5%的增速；1-8月，商品房销售额96943亿元，累计增长1.6%，年内增速首次转正。但年初以来商品房待售面积下降，6月之后价格出现回升。

- 四季度，经济和收入预期将进一步好转，整体利率水平将继续维持在较低水平，前期宽松货币政策带来的资产价格上升或将显现，加之上半年被抑制的需求释放，地产需求端韧性仍强。

8月房地产销售延续较强回升态势



年初以来商品房待售面积减少，6月以来价格上行



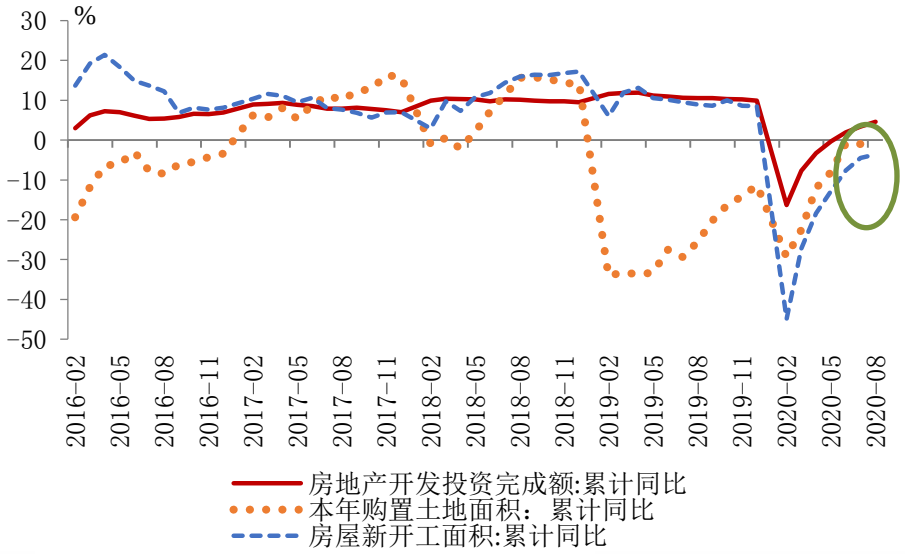
数据来源：Wind，西南证券整理

2 投资与消费双轮驱动的三大看点之——房地产供需两端韧性仍在

- **四季度房地产投资增速保持正增长，但或将边际放缓。**1-8月份，全国房地产开发投资同比增长4.6%，较1-7月份提高1.2个百分点，增幅边际有所放缓；土地成交价款同比增长11.2%，增速回落1个百分点，上期为提高6.3个百分点；房屋新开工面积同比下降3.6%，降幅收窄0.9个百分点，降幅收窄亦放缓。

- 9月份以来，成都、深圳、杭州等城市陆续出台了调控政策，打击投机性炒房行为，同时央行和住建部也对重点房企的资金和融资进行监测与管理，预计“金九银十”房企将加大促销力度，回笼资金。在“房住不炒”的总基调下，四季度房地产投资很难实现高速增长，但在市场需求的支撑下，房地产投资仍将保持一定韧性，年内实现6%左右的正增长可期。

房地产投资虽韧性仍在，但前瞻性指标已显疲态



资料来源：Wind、地方政府网，西南证券整理

9月重要城市房地产调控政策

杭州：《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》（2020.09.04）

深圳：《关于建立婚姻信息查询机制，完善住房贷款管理的通知》（2020.09.10）

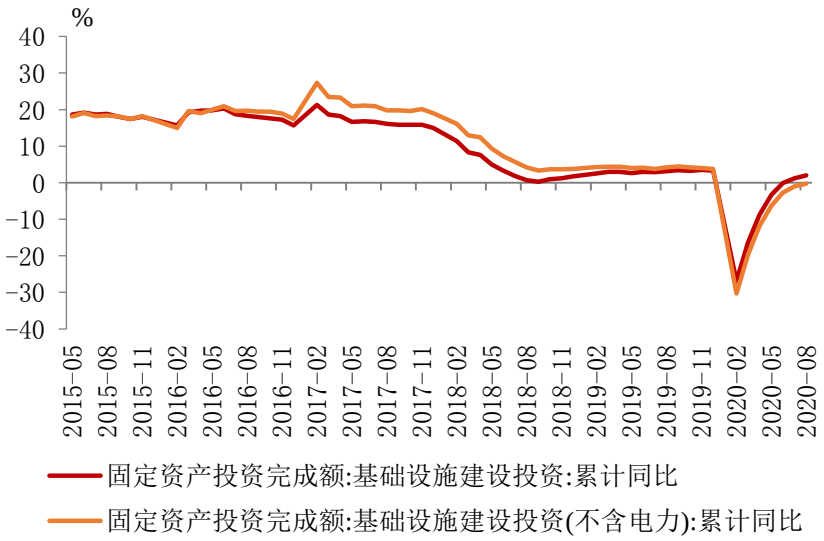
成都：《关于保持我市房地产市场平稳健康发展的通知》（2020.09.14）

2 双轮驱动可能存在的预期差提示——基建投资增速不及预期

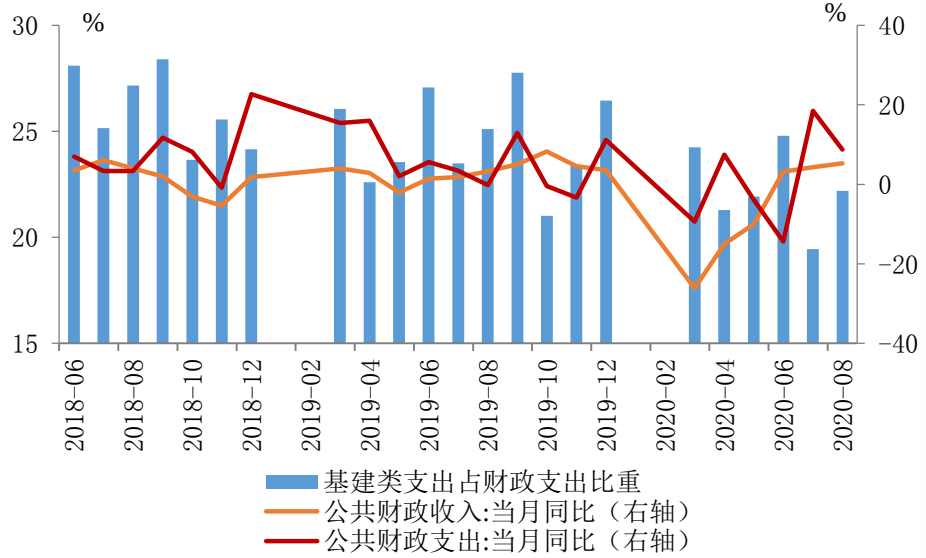
- 1-8月份，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降0.3%，较1-7月份收窄0.7个百分点，收窄幅度有所减慢。8月，基建隐含的单月增速为7.0%，同样略低于预期，可能是因为天气原因，以及专项债的发行与项目落地之间存在一定时滞。

- 10月底新增专项债将发行完毕，四季度随着资金加快投入使用，基建投资增速或将出现加速回升，但从目前的投资增速来看，综合考虑基建投资的季节性因素及今年冬季的防疫形势，四季度基建投资增速可能不及此前市场预期，加之受到一季度增速大幅下挫的拖累，全年增速3-4%左右，与去年基本持平。

四季度基建投资增速可能不及此前市场预期



8月财政支出增速回落，基建占比仍偏低



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

1 四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归

2 投资与消费双轮驱动的三大看点与可能的预期差

3 **财政与货币政策跨周期调控的方向与举措**

4 美欧日经济趋势展望与重要不确定性提示

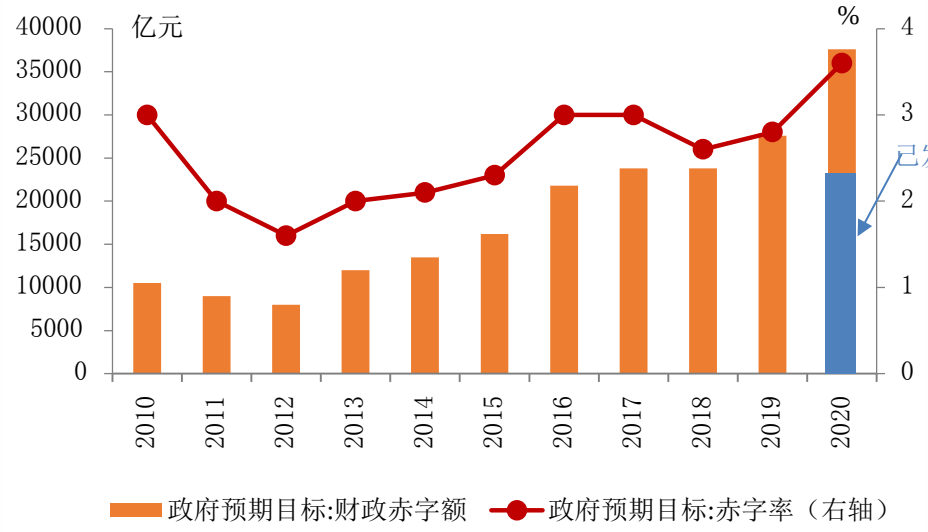
5 全球经济五大趋势判断与大类资产配置建议

3 财政与货币政策跨周期调控的方向与举措

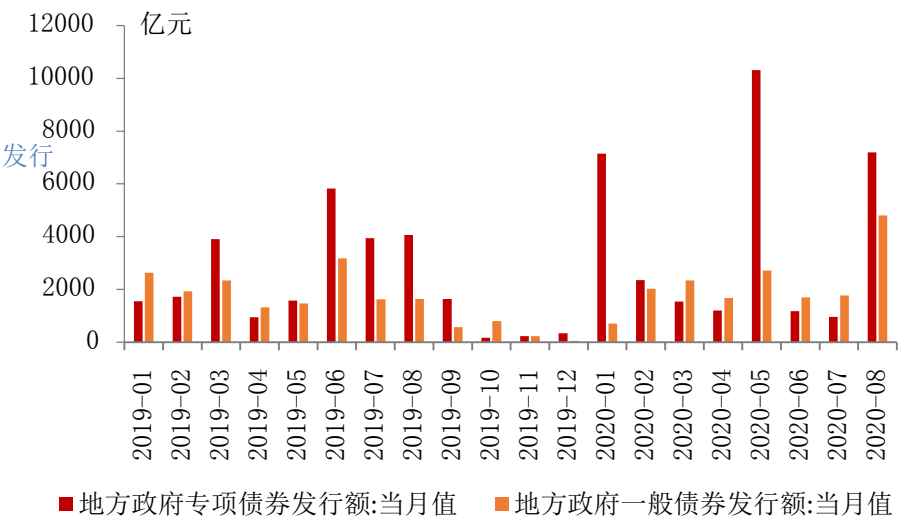
- **财政政策要更加积极有为、注重实效：**今年安排预算赤字规模为37600亿元，预计赤字率3.6%。截至8月底，全国一般公共预算收入126768亿元，全国一般公共预算支出149925亿元，收支差额为-23157亿元，四季度财政赤字仍有较大空间。

- 截至7月底，1万亿元抗疫特别国债已全部发行完毕。截至8月底，新增债券完成全年发行计划（47300亿元）的79.3%，其中，一般债券发行8530亿元，完成全年计划（9800亿元）的87%；专项债券发行28969亿元，完成全年计划（37500亿元）的77.3%。四季度，财政资金投向将聚焦国务院确定的重点领域，加快地方债发行使用，确保新增专项债券10月底前发行完毕。

四季度我国预算赤字仍有较大空间



地方债券发行在6、7月的低谷后迎来反弹



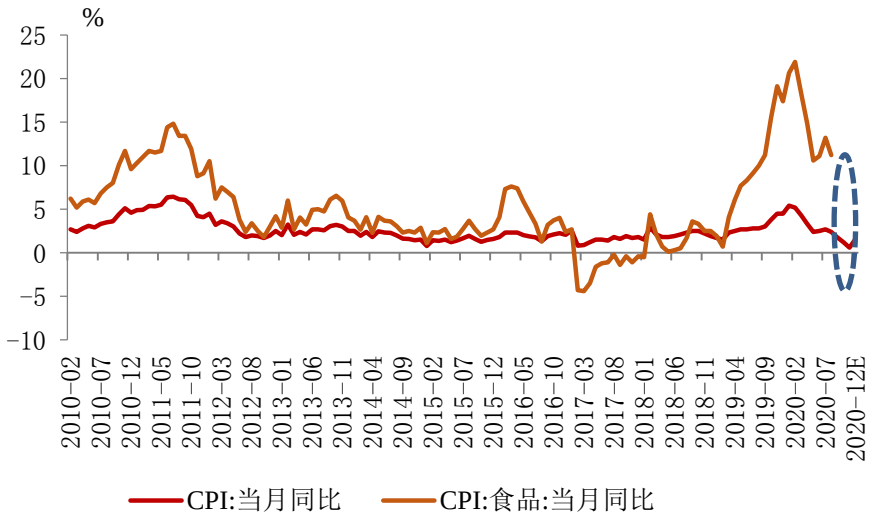
数据来源：Wind、财政部，西南证券整理

3 财政与货币政策跨周期调控的方向与举措

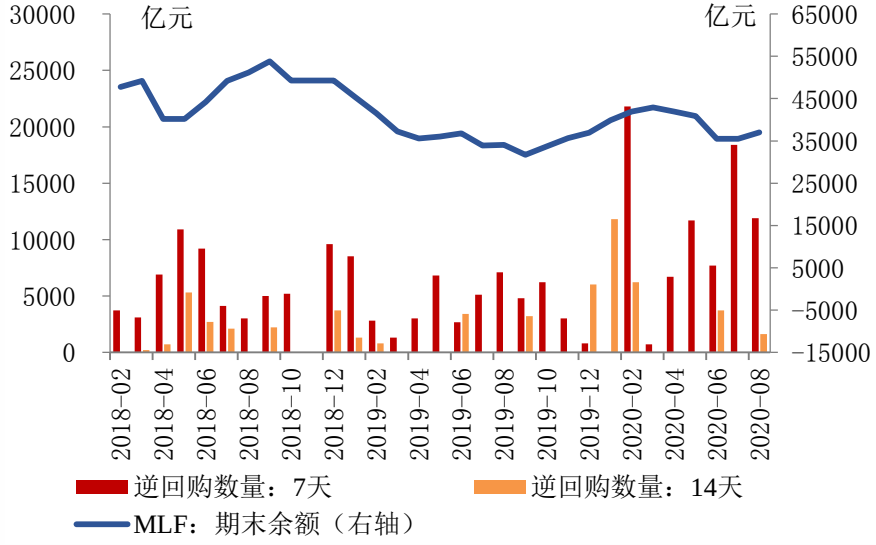
- **稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向：**保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。9月2日国常会强调，下一步要保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌，引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行。

- 8月末，社会融资规模存量与广义货币供应量M2同比增速分别为13.3% 和10.4%。1-8月，新增社会融资规模为26.1万亿元，达到全年目标（30万亿元）的87%；新增人民币贷款规模为14.4万亿元，达到全年目标（20万亿元）的72%。

受低基数和食品价格回落带动四季度通胀将走低



7月份以来逆回购操作明显增加

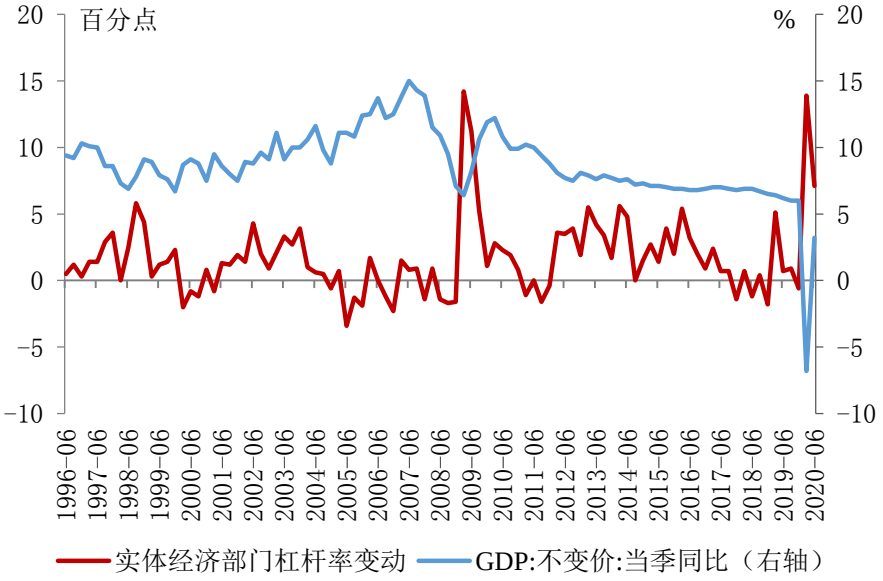


数据来源：Wind、中国人民银行，西南证券整理

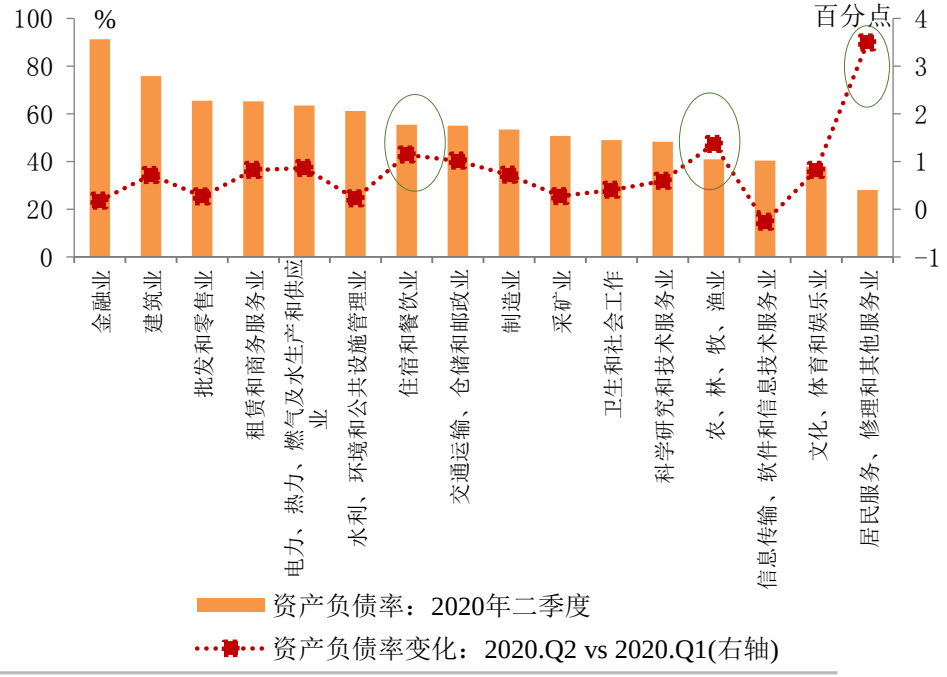
3 财政与货币政策跨周期调控的方向与举措

- 从实体经济对央行放水的承接情况来看，上半年我国实体经济杠杆率上升21个百分点至266.4%，其中，二季度杠杆率攀升7.1个百分点，相比一季度增幅回落较大。分部门来看，非金融企业部门是主要推动力量，上升13.1个百分点，居民、政府部门分别上升3.9、4.0个百分点。
- 基础民生、农林牧渔、住宿和餐饮业等行业在二季度出现了明显的加杠杆趋势，政府的抗疫扶持政策作用于企业，叠加经济复苏，效果开始显现。预计四季度，除以上行业外，交运和文娱体育行业的“加杠杆”也将为资本市场带来利好。

提升实体经济杠杆率应对经济增速快速下滑



二季度A股上市公司不同行业资产负债率及变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

1 四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归

2 投资与消费双轮驱动的三大看点与可能的预期差

3 财政与货币政策跨周期调控的方向与举措

4 **美欧日经济趋势展望与重要不确定性提示**

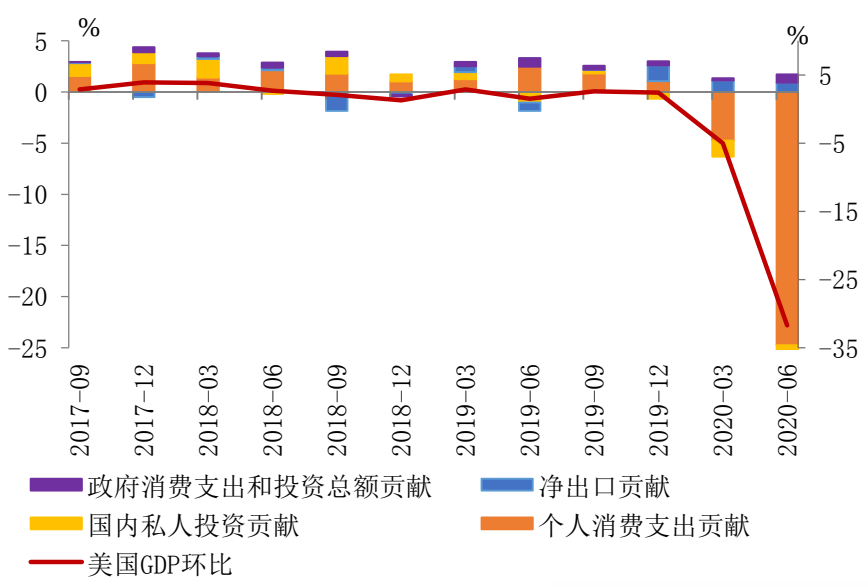
5 全球经济五大趋势判断与大类资产配置建议

4 美国四季度经济展望——经济复苏或减缓

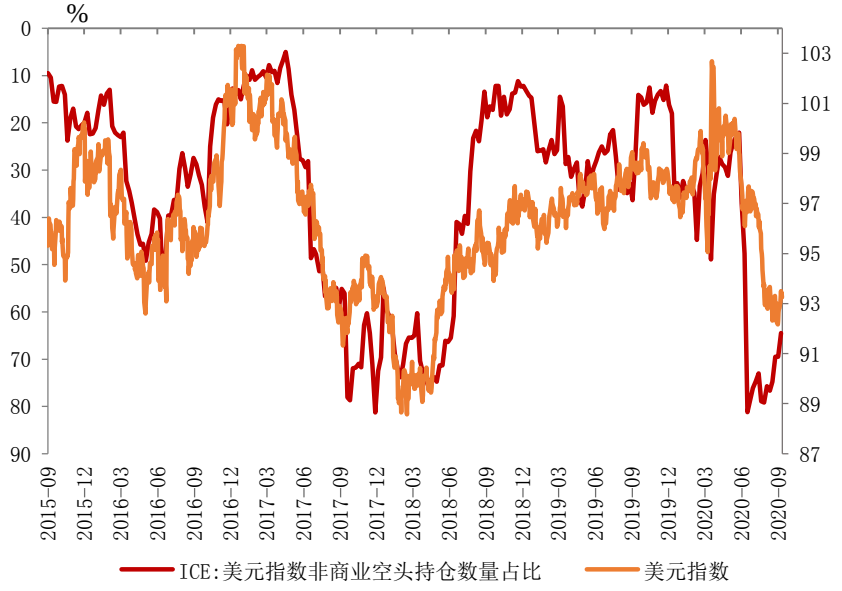
- **四季度美国经济复苏步伐或放缓：**从PMI数据看，企业信心恢复较快，8月美国ISM制造业PMI指数升至56%，创2018年11月以来新高；从就业数据看，美国就业有所改善，但想要恢复到疫情之前的水平十分艰难，美国8月永久失业人数增加 53.4 万人，达到 340 万人。永久失业上升为后续经济复苏留下隐患，且四季度美国疫情有可能再次反弹，对经济产生冲击。

- **长期因素利空美元，但短期不确定性高，美元有一定配置价值：**中长期通胀压力升高，美国双赤字扩大对美元构成利空因素，但美元有一定避险价值，如果四季度风险因素继续累积，可能促成美元反弹。

美国四季度经济复苏或减缓



短期美元有反弹可能



数据来源：Wind，西南证券整理

4 美国四季度经济展望——财政与货币政策影响

- **美联储将延续货币宽松：**3月份降息1个百分点至0-0.25%以及至少7000亿美元QE计划；4月份，美联储放出2.3万亿美元的救助措施，包括一级市场企业信贷融资便利（PMCCF）、二级市场公司信贷融资工具（SMCCF）、定期资产支持证券贷款工具（TALF）等，此后接连提出收益率曲线控制（YCC）和平均目标通胀。9月，美联储将基准利率维持在0%-0.25%区间不变，并将持续至2023年。

- **美国通过第五轮财政刺激计划的可能性较大，但仍存变数：**美国自3月以来针对新冠疫情总共出台了四轮财政刺激政策，关于第五轮刺激，美东时间9月15日上午11点，众议院温和派发布了1.52万亿美元两党抗疫刺激方案，这是在原3万亿刺激计划被否决的基础上两党妥协的结果，从目前形势来看，第五轮财政刺激通过的可能性较大，但临近大选，是否能最终落地仍有变数。

美国2020年财政政策

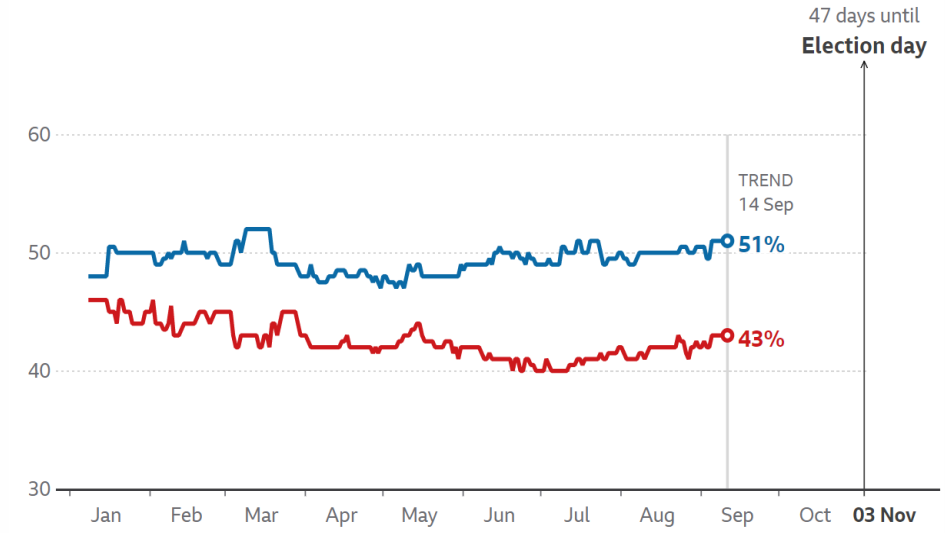
月份	规模	内容	占GDP比重
3月	83亿美元	40亿美元用于诊断测试、购买疫苗等、22亿美元提供给疾控中心CDC	1%
	420亿FEMA基金	为各州和地方提供紧急支援	
	1500亿美元	通过《家庭首次冠状病毒应对法》。1.病毒检测；2. 2周带薪病假；粮食援助；转移到各州，以资助扩大的失业保险；3. 扩大小型企业管理局的贷款补贴；4. 12.5亿美元的国际援助	
	2.3万亿美元	通过《CARES》法案。1. 2930亿美元用于向个人提供一次性退税；2. 2680亿美元用于扩大失业救济金；3. 250亿美元为最弱势群体提供食品安全网；4. 5100亿美元通过支持美联储计划来防止公司破产；5. 3490亿美元可豁免的小企业管理局贷款和担保；6. 1000亿美元用于医院；7. 1500亿美元到州和地方政府的转移；8. 499亿美元用于国际援助	11%
4月	4830亿美元	1. 3210亿美元额外的可宽恕的小企业管理局贷款和担保，以帮助留住工人的小企业；2. 620亿美元用于小型企业管理局，以提供赠款和贷款帮助小型企业；3. 750亿美元用于医院；4. 250亿美元用于扩大病毒测试。	2.2%
9月	1.52万亿？	美国总统特朗普8月8日签署了行政令作为临时性措施。美东时间9月15日上午11点，众议院温和派发布了1.52万亿美元两党抗疫刺激方案，最终是否能落地还有很多变数。	
总计			**14%**

数据来源：IMF，西南证券整理

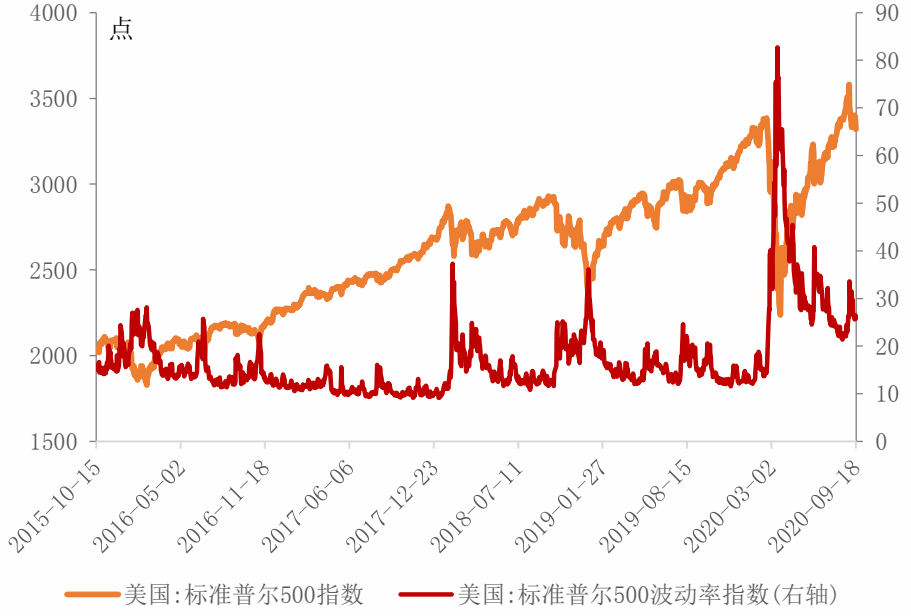
4 美国四季度重要不确定性提示——总统选举的结果与影响

- **特朗普选路艰难，大选不确定高。**自2020年初以来，拜登的民意调查支持率一直领先于特朗普，8月底以来一直徘徊在50%左右，有时甚至领先特朗普10分。从民意调查看，特朗普当选的挑战较大，如果财政刺激在大选之前出台，特朗普支持率有可能上升。
- **大选前后，中美贸易局势大概率不会放松。**两党领袖在大选之前大多会选择紧张的中美贸易主张，来增加各自支持，但不会选择更加极端的方式。大选结果对贸易的后续进展也有很深影响，如果拜登当选或将采用较为平和的方式解决当前中美之间的问题。

特朗普、拜登民意调查支持率



大选前后美股波动或将加大



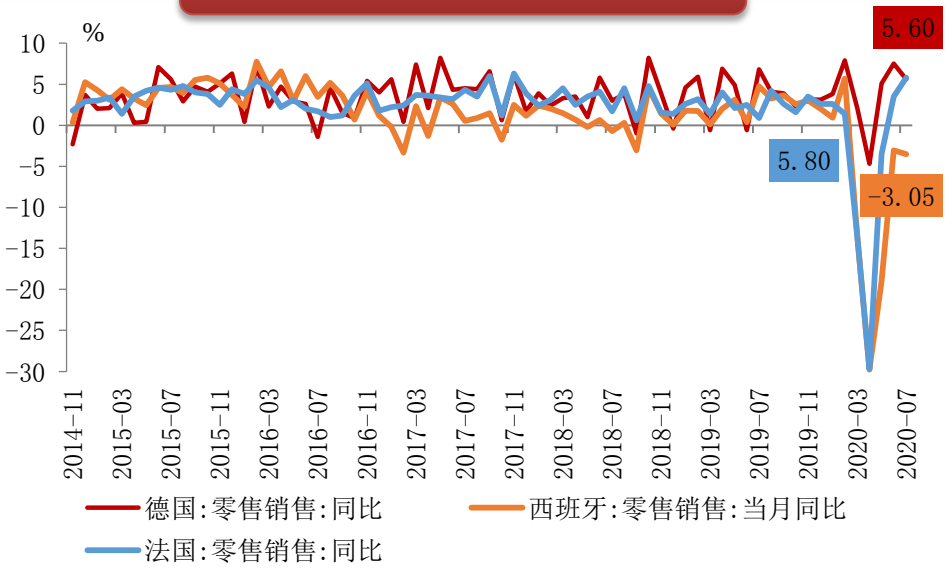
数据来源：BBC，，西南证券整理

4 欧洲四季度经济展望——复苏稳中趋缓，各国进度有所不同

- **欧洲经济复苏稳定，但国家之间复苏进度不同。**7月以来，尽管欧元区制造业继续改善，但服务业增长势头有所放缓，加之疫情因素，经济复苏动力仍存在较大不确定性。今年西班牙的经济萎缩了22%，萎缩幅度几乎是德国的两倍，两国消费复苏情况也有较大差异。

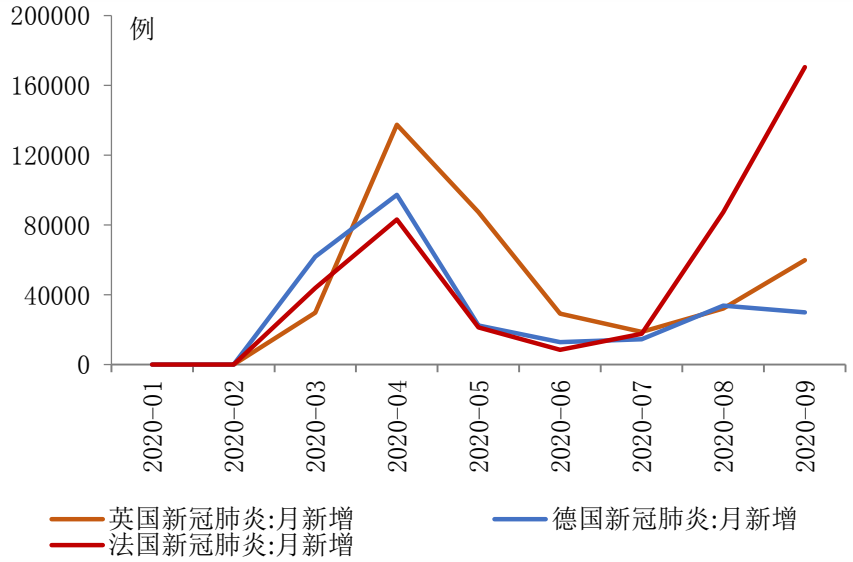
- **预计四季度欧元区复苏减慢。**由于需求疲软、欧元升值等因素，欧元区短期通胀水平持续低迷，出口面临压力；随着中期市场需求回升及宽松政策发挥作用，欧元区将面临通胀上行压力。欧洲中央银行9月10日预测，2020年欧元区实际国内生产总值（GDP）将萎缩8%，通货膨胀率为0.3%。7月中下旬开始，一些前期疫情已经得到有效控制的欧洲国家出现了疫情二次爆发的迹象，目前已愈演愈烈。以上因素都将对四季度欧元区的经济复苏产生拖累。

欧元区不同国家消费复苏有差异



数据来源：Wind，西南证券整理

7月以来欧洲部分国家新冠确诊人数再上升



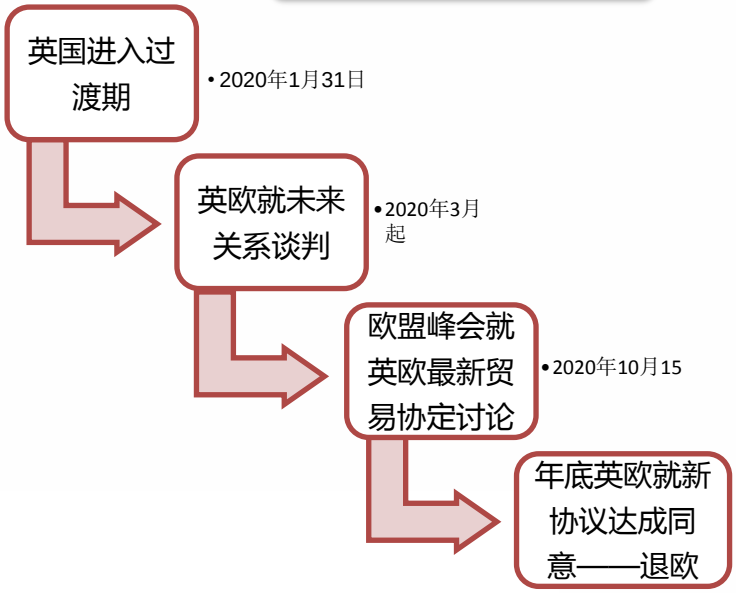
注：数据截止至2020年9月21日

4 欧洲四季度重要不确定性提示——财政刺激及风险事件

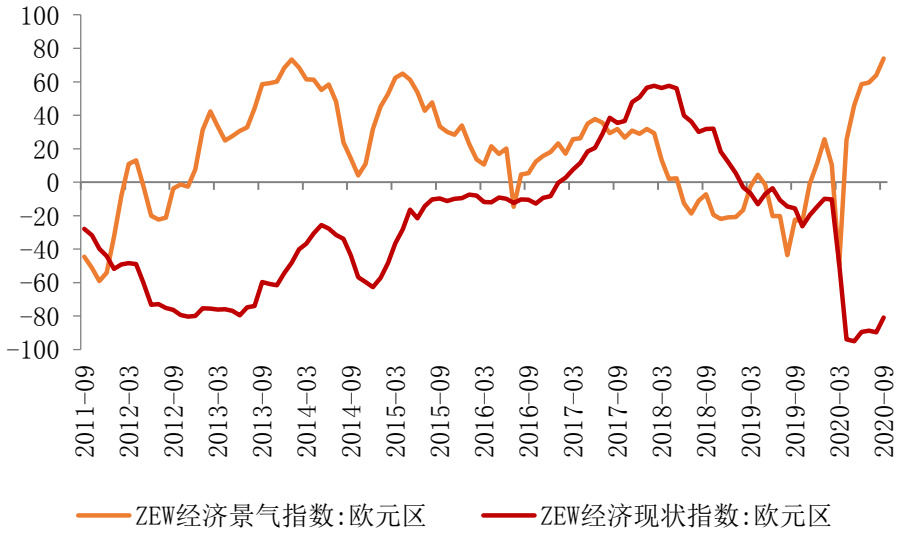
- **欧洲货币政策依然不温不火，财政刺激将放缓。**截至目前，欧元区开展超过其2019年GDP10%规模的财政刺激计划，其中包括2020年7月21日通过的7500亿欧元规模的欧洲复苏基金。欧央行行长拉加德在9月10日表示，目前尚未就增加刺激计划进行讨论。

- **英国脱欧为欧元区年底前一大风险事件。**当地时间9月8日，英国与欧盟在伦敦开始举行脱欧后的第八轮贸易谈判。9月6日，总理鲍里斯·约翰逊（Boris Johnson）表示，如果要在2021年初准备就绪，就必须在10月15日之前达成英欧贸易协定。尽管如此，谈判仍陷入问题。这场谈判仍有两个关键性问题亟待解决：国家援助制度和渔业问题。

英国脱欧进程



欧元区经济现状指数仍在低位



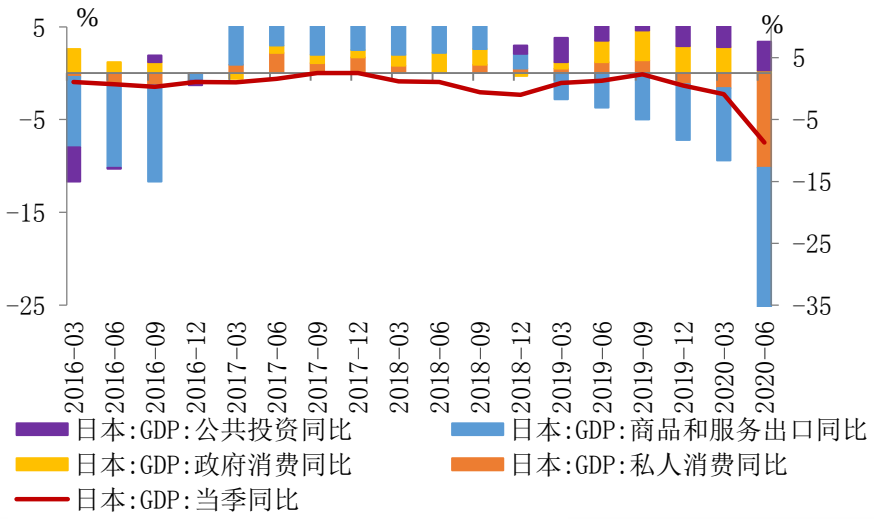
数据来源：Wind，西南证券整理

4 日本四季度经济复苏之路坎坷，或出台新的财政刺激方案

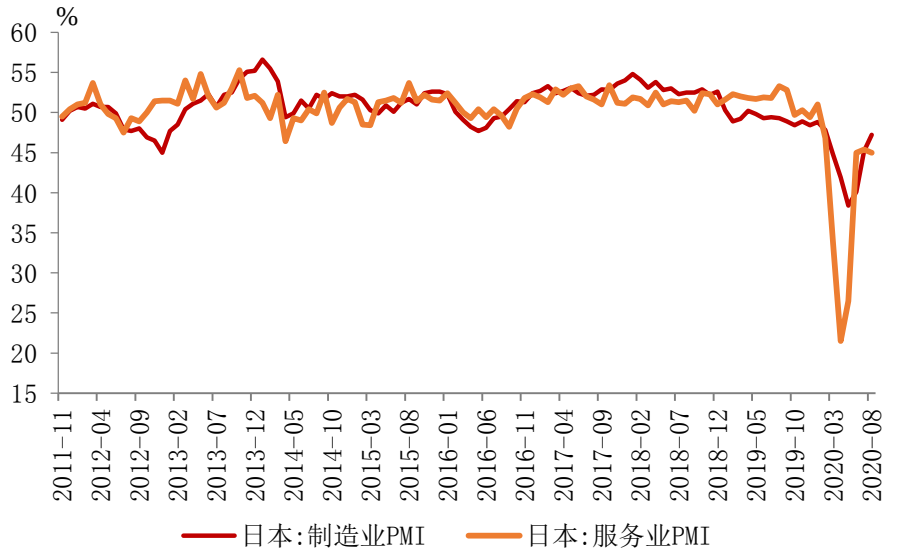
- **日本可能会出台财政刺激方案。**当地时间9月16日，日本自民党总裁菅义伟正式成为日本第99任首相。菅义伟表示将考虑增加对家庭和企业的补贴，来缓解新冠肺炎疫情对经济的冲击；如果凭借现行的补贴和贷款无法解决经济困境，就将出台下一步举措；外交方面，菅义伟凸显了要继承安倍晋三路线——继续抱好美国大腿。

- **未来日本经济复苏前路坎坷。**目前来看，日本是发达市场中复苏最缓慢的国家，8月份日本制造业PMI为47.2%，高于前值但仍处于荣枯线以下，日本PMI自2019年4月以来一直处于收缩区间，即使疫情过去，日本PMI想要达到荣枯线以上也较为艰难。

日本经济仍处于衰退中



日本PMI目前仍在荣枯线之下



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

1 四季度中国经济增速：向潜在增长率的回归

2 投资与消费双轮驱动的三大看点与可能的预期差

3 财政与货币政策跨周期调控的方向与举措

4 美欧日经济趋势展望与重要不确定性提示

5 **全球经济五大趋势判断与大类资产配置建议**

5 关于全球经济的五大趋势判断

- 全球经济五大趋势对中国经济高质量发展提出了更高要求，要坚定“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，以应对逆全球化、全球低利率等大趋势。



逆全球化程度加深。新冠疫情前，英国脱欧，中美贸易战，逆全球化趋势已显。新冠疫情则加速了这一趋势。全球供应链受到冲击，大流行使人们对粮食安全和国内生产压力产生了担忧。

利润率面临压力。全球经济增长放缓，资本配置效率降低，更高的人工成本和税收将使企业利润率面临压力。一种潜在的解决途径是：未来增加对技术的使用，节约成本并提高生产率。

低利率将持续更久。大流行给全球经济带来了沉重打击，目前除中国外的世界主要经济体利率为零或负值。在经历零利率之后，即使未来通胀上升，全球主要经济体的央行也可能将利率继续保持在较低水平。

通胀率长期将上升。衰退造成经济闲置产能，未来几年通胀风险不大，但长期看，通胀上升可能会超出预期。逆全球化导致劳动力及生产成本上升，不断上涨的关税也抬高了商品价格；各国央行面对通胀上升，可能依然会采取持续宽松的态度，各国政府也可能将通胀视为减轻债务负担的一种方式。

政府债务增加。疫情之前，全球主要经济体的政府债务就有增加之势，疫情迫使各国政府推出财政纾困计划以稳定社会经济。美、欧财政刺激规模超过其2019年GDP的10%，预计后续政府债务压力将持续增加。

5 四季度大类资产配置建议

- 四季度大类资产配置重点关注三大影响因素——后疫情时代全球经济复苏节奏、各国财政政策落地进程、地缘政治与美国大选。四季度，地缘政治、美国大选、英国脱欧、疫情反复等多项风险因素并存，股市和债市的波动幅度都将加大，我们建议资产配置采取多元组合，动态调整的策略。从机会关注度来看，权益类资产>债市>实物资产> 汇市。



附录：2020年四季度主要经济指标预测

指标	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
GDP:当季同比（%）	3.2		5.0			5.5	
工业增加值:当月同比（%）	4.8	4.8	5.6	6.50	6.2	6.0	2.5
CPI:当月同比（%）	2.5	2.7	2.4	1.9	1.2	1.0	1.8
PPI:当月同比（%）	-3.0	-2.4	-2.0	-1.7	-1.0	-0.6	0.1
固定资产投资:累计同比（%）	-3.1	-1.6	-0.3	1.1	2.8	3.4	3.7
社会消费品零售总额:当月同比（%）	-1.8	-1.1	0.5	4.5	6.3	7.5	5.0
出口金额:当月同比（%）	0.5	7.2	9.5	7.5	3.5	-2.0	-4.5
进口金额:当月同比（%）	2.7	-1.4	-2.1	-0.5	-3.5	-6.5	-4.0
M2:同比（%）	11.1	10.7	10.4	10.0		10.3	
人民币贷款:同比（%）	13.2	13.0	13.0	12.5		12.8	
1年期存款利率（%）	1.5	1.5	1.5	1.5		1.5	
汇率（人民币/美元）	7.09	7.01	6.93	6.84	6.90	7.05	6.95

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn