2020 年 09 月 11 日

证券研究报告•宏观定期报告

宏观周报（9.7-9.11）

美国报复性消费来了？

摘要

- **一周大事记**

国内：加快发展新业态新模式，多引擎助推经济强势增长。9 月 7 日，2020 年中国国际服务贸易交易会“一带一路”服务贸易合作论坛在北京举行，服务贸易将成为推动中国经济增长的动力；9 月 7 日，国家外汇管理局公布数据显示，我国外汇储备实现五连升，创自 2016 年 10 月以来新高，年内这一稳健势头仍有望持续；9 月 9 日，中国财政部表示，8 月地方政府债券发行额突破 1 万亿元，下一步将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，努力推动完成全年经济社会发展目标任务；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措施，促进经济恢复性增长。

海外：复苏曙光若隐若现，英欧贸易谈判上演终结篇。9 月 8 日，日本内阁府最新公布显示，二季度日本经济创纪录下滑，主因内需骤降。在内外部因素重重考验下，新首相想要带领日本经济走向复苏可谓任重道远；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，英欧在两个原则性问题上都持强硬态度，互不妥协，此轮谈判很可能依旧原地打转；9 月 9 日，美国 7 月消费者信贷总额连续第二个月增长，此轮上涨更多是因为前期消费需求抑制所形成的短期释放，消费者信心依然疲软；9 月 10 日，欧洲央行公布的利率决议显示，欧洲央行三大主要利率维持不变，预计近期也不会出台新一轮货币刺激计划。

- **高频数据：**上游：原油价格持续下跌，铁矿石、阴极铜价格小幅震荡；中游：生产资料价格指数持续回升，高炉开工率小幅回落；下游：房地产销售月环比回升，乘用车销售走势平稳；物价：蔬菜价格回落，猪肉价格微降。

- **下周重点关注：**英国 7 月 GDP 月率（周一）；中国 8 月规模以上工业增加值年率，8 月社会消费品零售总额年率，1-8 月城镇固定资产投资年率，德国 9 月 ZEW 经济景气指数（周二）；日本召开临时国会，选举新首相（周三）；美联储公布利率决议，同时公布经济预期和利率预期点阵图（周四）；日本 8 月全国 CPI 年率，美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值；（周五）。

- **风险提示：**国内外经济复苏不及预期，海外疫情持续蔓延，大宗商品价格跌幅超预期。

西南证券研究发展中心

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

相关研究

1. 通胀的锅，老猪不背了 (2020-09-09)
2. 8 月出口增速接近两位数，还有哪些暗流涌动 (2020-09-07)
3. 前路迷雾遮望眼，美欧日“真愁” (2020-09-04)
4. “双循环”格局下的“扩内需”——动态平衡中的市场机会 (2020-09-02)
5. 短期大小分化加剧，长期需求向好助力复苏 (2020-08-31)
6. “十四五”规划将启程，鲍威尔重磅发言起波澜 (2020-08-28)
7. 全球复苏预期良好，美国再挥关税大棒 (2020-08-21)
8. 国内外经济现分化，乘风破浪关键看政策 (2020-08-15)
9. 经济稳步复苏，为什么还是不敢买买买？——7 月经济数据点评 (2020-08-15)
10. 不一样的社融数据透露出哪些信息？ (2020-08-12)

目 录

1 一周大事记.....1

1.1 国内：加快发展新业态新模式，多引擎助推经济强势增长.....1

1.2 海外：复苏曙光若隐若现，英欧贸易谈判上演终结篇.....2

2 国内高频数据.....3

2.1 上游：原油价格持续下跌，铁矿石、阴极铜价格小幅震荡.....3

2.2 中游：生产资料价格指数持续回升，高炉开工率小幅回落.....3

2.3 下游：房地产销售月环比回升，乘用车销售走势平稳.....4

2.4 物价：蔬菜价格回落，猪肉价格微降.....5

3 下周重点关注.....6

1 一周大事记

1.1 国内：加快发展新业态新模式，多引擎助推经济强势增长

服务贸易正在成为我国“稳外贸”的新亮点。9 月 7 日，2020 年中国国际服务贸易交易会“一带一路”服务贸易合作论坛在北京举行。今年新冠肺炎疫情暴发以来，中国政府出台了一系列政策措施大力推动服务贸易创新发展，进一步增强市场主体活力。7 月，我国服务出口增速由负转正，7 月当月增长 3.3%，我国是 3 月份以来全球主要服务贸易国中唯一增长的国家。1-7 个月，我国服务出口降幅小于进口降幅 21.4 个百分点，带动整体的逆差下降 49.4%至 4488 亿元。在结构方面，知识密集型服务进出口 1.15 万亿元人民币，逆势增长 8.9%，占服务进出口总额的比重达到 44%。总体来看，服务贸易正在成为我国外贸发展的新亮点。

外汇储备上升势头稳健，主因估值变动。9 月 7 日，国家外汇管理局公布的最新官方外汇储备数据显示，截至 8 月末，我国外汇储备规模为 31646 亿美元，较 7 月末上升 102 亿美元，升幅为 0.3%。我国外汇储备实现五连升，创自 2016 年 10 月以来新高，年内这一稳健势头仍有望持续。外储规模上升主要有三方面因素：首先，综合考虑汇率折算和资产价格变化效应，估值变动导致本月外汇储备规模增加；其次，海外经济的改善带动出口修复，对 8 月外汇储备规模的增长带来贡献；最后，外资加码投资境内人民币资产，跨境资本的净流入也对外储规模的增长带来贡献。如今，我国外汇市场运行保持平稳，外汇供求基本平衡。

地方债发行提速，推动完成全年经济社会发展目标任务。9 月 9 日，中国财政部公布数据显示，8 月地方政府债券发行 11997 亿元，比 7 月增加 9275 亿元，继 5 月后发行额再次突破 1 万亿元。受宏观经济复苏预期增强等因素影响，8 月债券市场利率有所上升，地方债平均发行利率 3.53%，比 7 月上升 13 个基点。8 月份地方债发行规模增大，主要是 6、7 月份为给特别国债“让路”，地方债发行节奏明显放缓，为尽快形成实物工作量，7 月底财政部明确要求加快新增债券发行速度。其次，在消费和制造业恢复偏慢、房地产稳字当头的大背景下，年内基建引领经济复苏的格局将进一步强化，基建项目落地启动进入快车道，对财政资金的需求有所增加。截至 8 月底，今年累计发行地方债 49584 亿元，其中一般债券发行 8530 亿元，完成全年计划的 87%；专项债券发行 28969 亿元，完成全年计划的 77.3%。财政部表示，下一步将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，努力推动完成全年经济社会发展目标任务。

加快发展新业态新模式，新型消费“马车”跑起来。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措施，促进经济恢复性增长。会议指出，消费是经济发展的重要引擎。今年消费因疫情受到较大冲击，成为经济恢复的薄弱环节。基于网络数字技术的新业态新模式，支撑了新型消费逆势快速发展，且潜力巨大。要打通制约经济增长的消费堵点，鼓励市场主体加快创新，更大释放内需，增强经济恢复性增长动力。推动新型消费的具体措施包括：一要推动新型消费扩容提质，创新无接触消费模式；二要加快新型消费基础设施建设；三要制定促进新业态新模式带动新型消费的税收政策，鼓励金融机构创新措施降低移动支付费用成本；四要深入推进“放管服”改革，简化相关证照办理；五要更好发挥传统消费主体作用，增强新型消费带动力。

1.2 海外：复苏曙光若隐若现，英欧贸易谈判上演终结篇

日本：经济再坠谷底，新任首相面临大考。9 月 8 日，日本内阁府最新公布的第二季度 GDP 终值显示，剔除物价变动因素后的实际 GDP 比上季度下滑 7.9%，按年率计算为萎缩 28.1%，超出预期，比金融危机时的萎缩 17.8%更严重。修正数据显示，内需骤降仍是二季度日本经济创纪录下滑的主要原因。日本下任首相热门人选菅义伟在采访中强调，如果胜选，其组阁目标绝不仅是组建“过渡政府”，而是在延续安倍经济学基本政策框架的基础上进一步致力于应对新冠肺炎疫情、推动数字化进程、地方分权改革、经济改革等议题，但在少子化和持续的经济低迷等内外部因素重重考验下，新首相想要带领日本经济走向复苏可谓任重道远。

美国：消费者信贷延续上涨势头，但复苏曙光仍未显现。美联储周二公布的数据显示，美国 7 月消费者信贷总额较上月增长 122 亿美元，连续第二个月增长。随着经济重新开放和消费支出增加，汽车贷款等非循环信贷显著增加，但此轮消费信贷的上涨更多是因为前期消费需求抑制所形成的短期释放，并不意味着增量消费需求的显现，消费者信心依然疲软，600 美元补充失业救济金的到期也可能会影响多数美国家庭未来几个月的消费支出和借款。在疫情仍未得到有效控制的情况下，美国经济复苏依然是前路漫漫。

英国：剪不断，理还乱，是离愁。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，英国首相鲍里斯·约翰逊在谈判前夕发表强硬言论，“如果 10 月 15 日还是无法达成协议，我不认为我们（英欧）之间还有可能签署一份自贸协定，那就应该接受这个事实。”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。虽然双方在移民、安全、争端解决机制、人权保障和其他领域的讨论也存在不同看法，但这些都是可以调和的。而在上述两个原则性问题上，英欧都持强硬态度，互不妥协，第八轮谈判也很可能原地打转。僵局之下，留给英欧双方的时间已经不多，在新冠疫情重挫全球经济的大背景下，若双方最终没有达成协议，将同时失去一大重要贸易伙伴，这对本就复苏乏力的两方来说都将是难以承受之重。

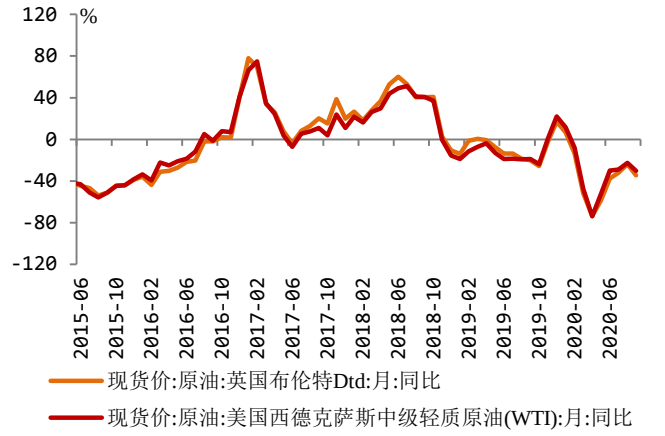
欧洲央行货币政策保持平稳。9 月 10 日，欧洲央行公布的利率决议显示，欧洲央行三大主要利率维持不变（主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率分别稳定在 0%、-0.5%、0.25%），紧急抗疫购债计划（PEPP）规模维持在 1.35 万亿欧元，PEPP 下的净资产购买期将至少持续至 2021 年 6 月底，到期证券本金再投资将至少持续至 2022 年底前，符合市场预期。欧洲央行主席拉加德在随后召开的新闻发布会中指出，尽管近期的经济数据表明欧元区经济“强劲反弹”，但经济活跃水平仍远低于疫情之前的水平，复苏进程中也依然存在极大的不确定性；关于欧元升值问题，拉加德回应称欧洲央行货币政策的实施并不以汇率稳定为目标，但需要谨慎监控欧元的上涨以及其所造成的通胀下降。总体来说，欧洲央行此次的决议并无特别意外之处，预计近期也不会出台新一轮货币刺激计划。

2 国内高频数据

2.1 上游：原油价格持续下跌，铁矿石、阴极铜价格小幅震荡

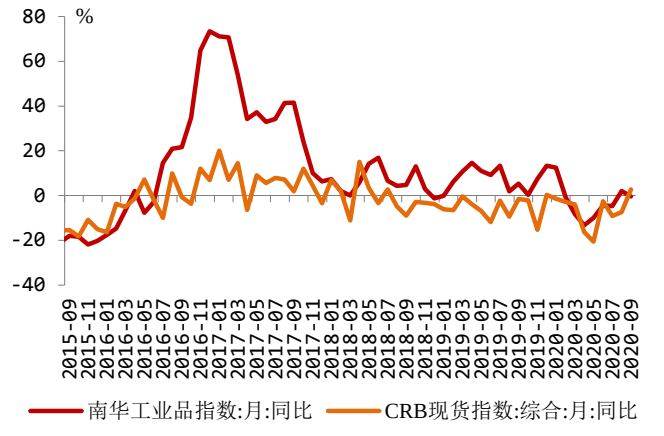
截至 9 月 10 日，本周英国布伦特原油现货均价下跌 7.10%至 39.64 美元/桶，WTI 原油现货均价为 37.80 美元/桶，下跌 9.15%。总体来说原油价格持续下跌，截至 10 日，9 月英国布伦特原油现货均价同比下跌 34.59%，WTI 原油现货均价同比下跌 30.41%，跌幅较上月均有所扩大。铁矿石和阴极铜价格小幅震荡。截至 9 月 10 日，铁矿石期货结算价周环比下跌 0.55%至 845.63 元/吨，阴极铜期货结算价为 52182.50 元/吨，周环比上涨 0.37%；截至 9 月 10 日，本周南华工业品价格指数均值为 2244.02 点，环比下降 3.38%，截至 9 月 9 日，CRB 现货综合指数均值 397.91，周环比上升 0.55%。

图 1：原油现货价格同比跌幅扩大



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：南华工业品指数同比下降，CRB 现货指数同比止跌回升

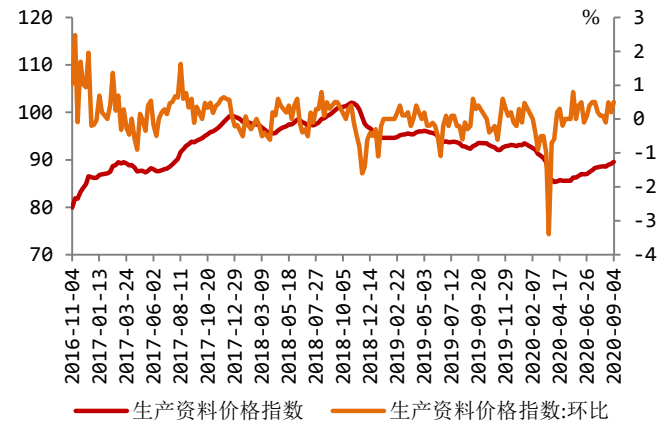


数据来源：wind、西南证券整理

2.2 中游：生产资料价格指数持续回升，高炉开工率小幅回落

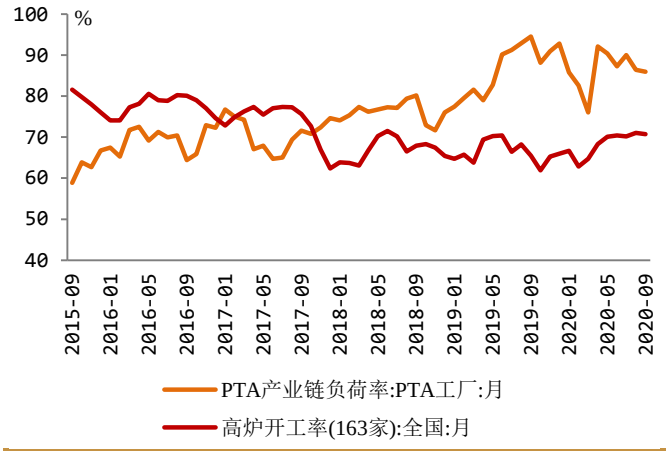
截至 9 月 4 日，生产资料价格指数持续回升至 89.60；截至 9 月 9 日，9 月 PTA 产业链负荷率达 86.00%，较上月下降 0.47 个百分点；截至 9 月 4 日，9 月全国高炉开工率为 70.72%，较 8 月下降 0.34 个百分点；截至 9 月 10 日，9 月螺纹钢价格环比上升 0.36%至 3856.38 元/吨，同比下降 0.27%；截至 9 月 10 日，9 月水泥价格指数 141.20，月环比上升 1.99%，同比下降 4.37%，动力煤价格为 554.75 元/吨，月环比上升 0.45%，同比下降 4.41%。

图 3：生产资料价格指数持续回升



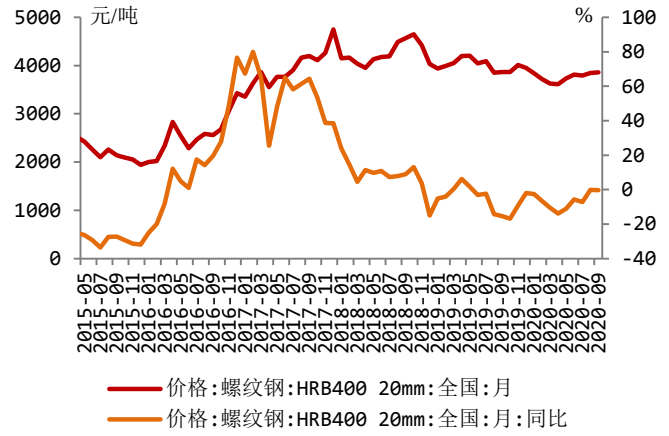
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：PTA 产业链负荷率、高炉开工率均小幅下降



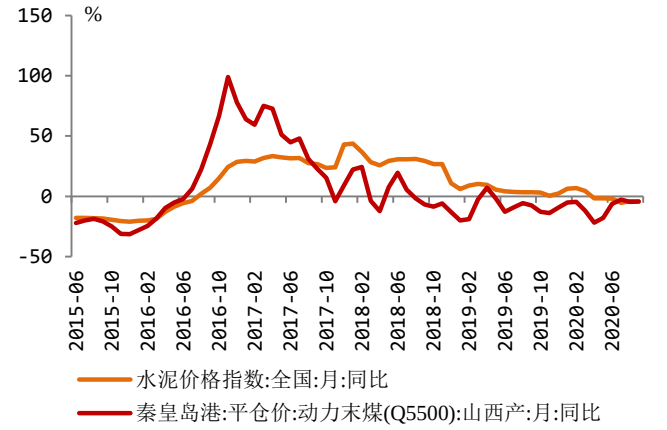
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：螺纹钢价格继续回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：水泥价格同比降幅扩大，动力煤价格同比降幅缩小

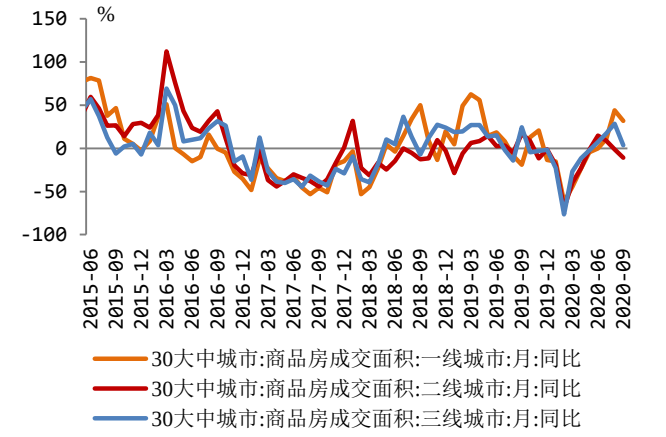


数据来源：wind、西南证券整理

2.3 下游：房地产销售月环比回升，乘用车销售走势平稳

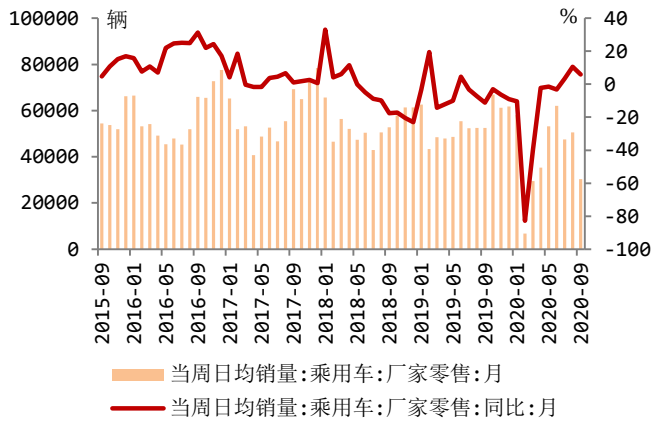
截至 9 月 9 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 8.65%，月环比上升 0.92%，月同比上升 1.10%，一、二、三线城市月同比增速分别为 31.95%、-10.80%和 3.69%；上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速-26.32%，一、二、三线城市环比增速分别为-94.05%、-32.63%和-9.74%，上周，三线城市土地溢价率最高，为 20.22%，一、二线城市土地溢价率相对较低，分别为 0.00%和 4.71%。9 月 10 日，乘联会公布的数据显示，9 月第一周的日均零售是 3.0 万辆，同比增长 6%，环比 8 月第一周增长 8%。乘联会表示，第一周的零售表现平稳，9 月初的消费环境相对平稳，本月第一周厂家休假多，零售数据走势平稳也是很好的成绩。

图 7：30 大中城市中各线城市商品房销售同比均呈下降趋势



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：乘用车零售销量与增速

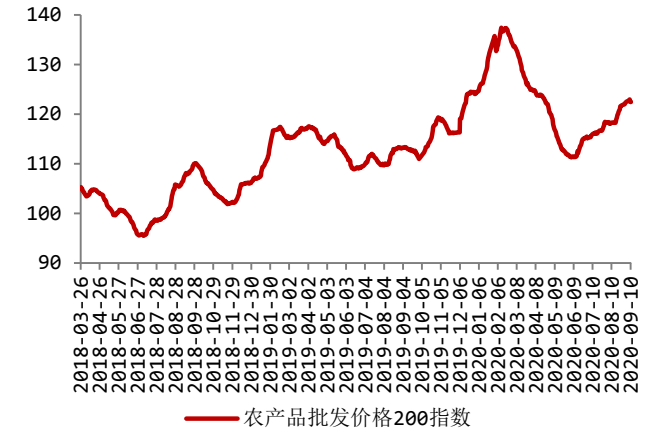


数据来源：wind、西南证券整理

2.4 物价：蔬菜价格回落，猪肉价格微降

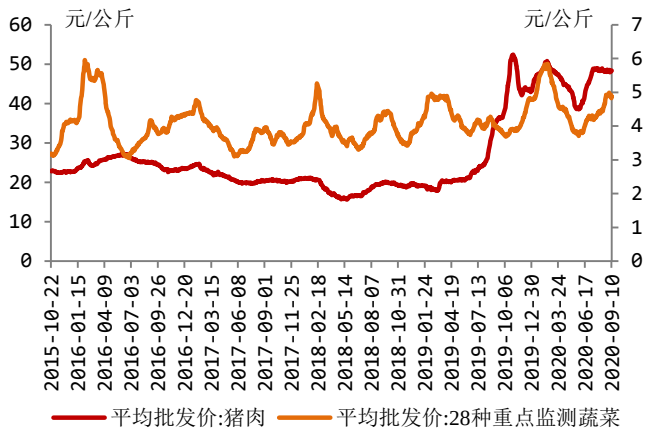
截至 9 月 10 日，本周农产品价格指数均值 122.66，环比上周上升 0.18%，蔬菜价格回落，猪肉价格总体平稳，截至 9 月 10 日，本周 28 种重点监测蔬菜批发均价为 4.87 元/公斤，较上周下跌 1.34%，猪肉平均批发价微降 0.07%至 48.23 元/公斤。

图 9：农产品价格持续回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：蔬菜价格回落，猪肉价格微降



数据来源：wind、西南证券整理

3 下周重点关注

	周一（9.14）	周二（9.15）	周三（9.16）	周四（9.17）	周五（9.18）
中国	——	8 月规模以上工业增加值年率 8 月社会消费品零售总额年率 1-8 月城镇固定资产投资年率	——	——	——
海外	英国 7 月 GDP 月率	德国 9 月 ZEW 经济景气指数 美国 8 月 CPI 年率、核心 CPI 年率 美国 8 月进口物价指数年率 美国 8 月工业产出月率 法国 8 月 CPI 年率 英国 7 月季调后贸易帐、季调后商品贸易帐	日本召开临时国会，选举新首相 日本 8 月商品贸易帐 日本 9 月央行 10 年期收益率目标 英国 8 月 CPI 年率、核心 CPI 年率 加拿大 8 月 CPI 年率 欧元区 7 月季调后贸易帐 美国 8 月零售销售年率	美联储公布利率决议，同时公布经济预期和利率预期点阵图 英国央行公布利率决议 新西兰第二季度 GDP 年率 澳大利亚 8 月失业率	日本 8 月全国 CPI 年率 美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值 美国 8 月零售销售月率 英国 8 月季调后零售销售月率

资料来源：新浪财经、西南证券整理

分析师承诺

本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。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

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
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