日期：2020 年 09 月 04 日

迈入平稳恢复期

——2020 年宏观秋季策略

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
Email： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号：S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

稳增长与防风险均衡

在疫情防控的大好形势下，随着复工复产的全面推进，以及全社会的努力下，二季度以来经济快速反弹，实现转正，经济形势向好。在此背景下政策也进行了边际调整。而接下来将重心由稳转移至求进，但同时也面临着新的风险与挑战，也就是国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强。因此这也要求我们要以持久战的角度，加快形成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，并且重申了要实现稳增长和防风险长期均衡，也说明了政策层也将关注前期为稳增长实施逆周期宏观调控政策所带来的后遗症，也为政策的调整做出的铺垫。对宏观政策要求落地见效，而非进一步升级力度。财政政策要更加积极有为、注重实效，政策力度基本到位，现阶段更注重政策效率，要见到实效。货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。政策进入观察期，重点在推动前期政策的落实，要求见到实效。

紧扣双循环

所谓国内大循环，关键还是在扩大内需。面对日益复杂的国际形势以及中美关系摩擦升级，我们最好的对策就是依托国内市场，释放内需潜力。扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。加大教育、医疗、就业、养老等民生保障类投入，提高居民可分配收入，推动消费升级。扩大有效投资，加强新型基础设施建设以及传统交通、水利等基建。以新型城镇化带动投资和消费需求。提高产业链供应链稳定性和竞争力，加强自主创新补短板。要更大力度推进改革开放，依靠改革激发市场主体活力，加强对制造业以及小微企业的金融支持，减税降费，降低企业综合融资成本，优化营商环境。以国内循环的坚实基础，应对国际循环的不确定性，加强与欧盟、东盟、日韩以及一带一路等国家深入合作，扩大开放，实现国内、国际的双循环。

经济进入平稳恢复期

我们一直认为，疫情对经济的影响是短期的，疫情得到控制后，经济将在新形势下快速反弹。尽管疫情防控进入常态化，但适应性的经济新活动方式如“三新”经济等将得到快速发展机会，经济活动结构的改变并不影响经济复苏步伐。二季度以来经济逐步摆脱疫情冲击的影响，在赶工、补库存的带动下，供给快速恢复，需求逐步改善，实现快速反弹。总体而言，疫情控制中经济复苏阶段过去，中国经济进入平稳恢复期，快速反弹阶段结束，经济运行从扰动模式恢复为正常平稳模式。中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，预计经济运行热度仍将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

目　　录

一、中国经济、金融形势分析 4
1. 经济快速反弹 4
2. 价格短期回升 9
3. 由灵活转向适度 10
二、2020 年秋季货币展望 11
1. 货币环境将回归中性 11
2. 货币效应转向积极 13
3. 政策进入观察期 14
三、2020 年秋季宏观经济展望 14
1. 稳增长与防风险均衡 14
2. 紧扣双循环 15
3. 经济进入平稳恢复期 16

图

图 1 二季度复苏进程加快 4
图 2 规模以上主营业务收入、产成品存货增速（同比，%） 5
图 3 原材料库存、产成品库存、采购量指数（%） 5
图 4 房地产、制造业、基建投资增速（月，%） 6
图 5 社会消费品零售总额（同比，%） 7
图 6 进口、出口增速（同比，%） 8
图 7 进口、出口价格指数（%） 8
图 8 工业企业利润同比增速% 9
图 9 当前 CPI 变动走势（当月同比，%） 10
图 10 货币市场利率明显抬升（%，日） 11
图 11 金融机构超储率（%，季度） 11
图 12 中国信贷和货币增长的月度变化（%） 12
图 13 中国信贷增长的期限变化（亿元） 13
图 14 基建、地产发力（%） 17

一、中国经济、金融形势分析

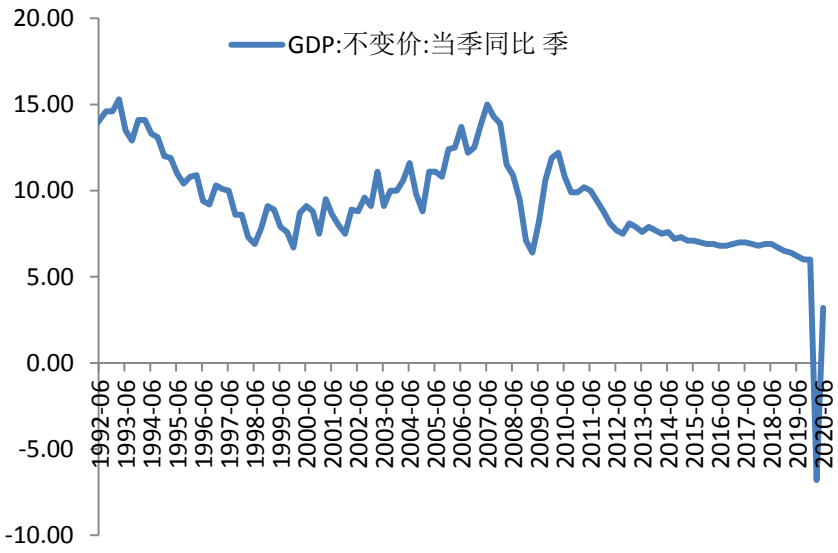
1. 经济快速反弹

1.1 二季度复苏进程加快

2019 年贸易谈判几经波折，国内需求放缓，经济一季度短时好转后下行压力再显，三季度 GDP 创下新低。但四季度以来，需求却明显好转，经济内生活力趋强。

但 2020 年初突如其来的新冠疫情对社会经济、人民生活都造成强烈了的冲击，中断了经济回暖的进程。疫情对供需两端均产生压制，生产停滞，需求萎缩。在疫情的冲击下，1 季度 GDP 同比下降 6.8%，砸下深坑，但所幸的是最坏的时光已经过去。全国人民万众一心，排除万难，严防严控，在付出了巨大的代价后，疫情防控阻击战取得重大战略成果，人民生产生活秩序恢复井然，复工复产推进至复工满产，而经济运行也将逐步走出疫情阴影，二季度以来复苏明显加快。2020 年上半年国内生产总值（GDP）同比小幅下降 1.6%，其中第二季度同比增长 3.2%，明显好于预期。

图 1 二季度复苏进程加快

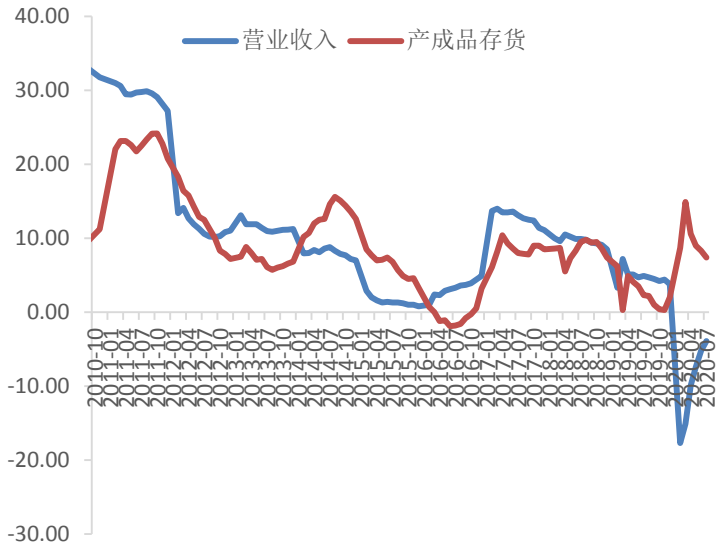


数据来源：上海证券研究所

1.2 生产恢复好于需求

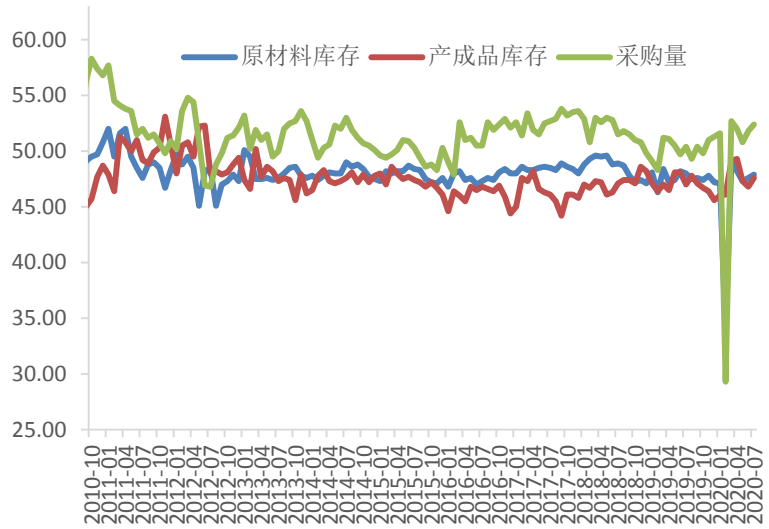
生产恢复加快，企业主动补库。2020 年开年由于疫情的冲击，供需两端皆受冲击，产销备受冲击，收入大幅下滑，与此同时库存大幅回升。但随着疫情影响的消退，生产逐步恢复，企业主动补库，采购量明显回升，库存增加，企业收入也在逐步回升。

图 2 规模以上主营业务收入、产成品存货增速（同比，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 3 原材料库存、产成品库存、采购量指数（%）



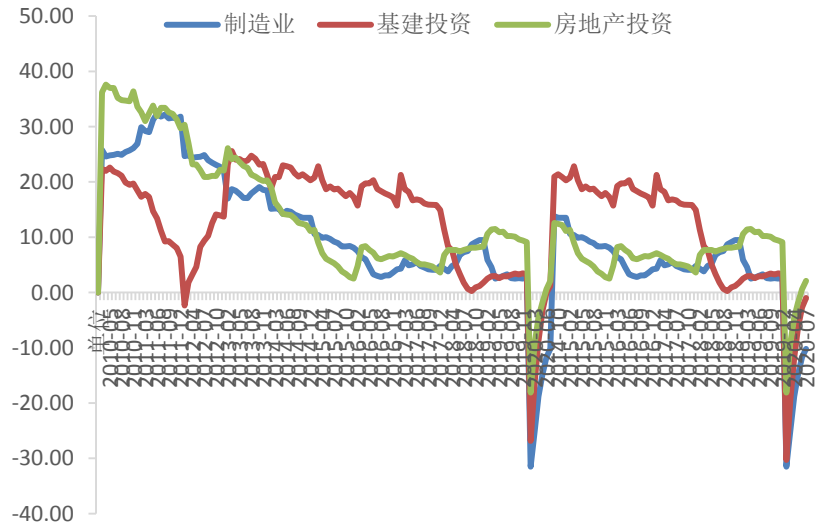
数据来源：Wind、上海证券研究所

固定资产投资回升，降幅持续收窄。1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）329214 亿元，同比下降 1.6%，降幅比 1-6 月份收窄 1.5 个百分点。本月固定投资仍在继续修复，降幅进一步收窄，符合市场预期。基建投资同比下降 1.0%，降幅比 1-6 月份收窄 1.7 个百分点。专项债发行加快，专项债资金陆续到位，且今年专项债资金集中投向了基建，叠加特别国债的发行，基建表现仍强。由于今年专项债要于 10 月底发行完毕，未来专项债发行将再临高峰，且随着雨季洪涝灾害的消退，基建有望进一步回升。制造业投资 10.2%，降幅收窄 1.5 个百分点。货币结构持续改善，尤其企业中长期贷款持续增加，而央行也在引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，制造业投资逐步修复，但慢于其余投资。从区域来看，东部地区也实现转正，中部地区降幅收窄，西部与东北部地区投资维持正增长。

1-7 月份，全国房地产开发投资同比增长 3.4%，增速比 1-6 月份提高 1.5 个百分点。房地产投资转正后加速回升。其中新开工降幅持续收窄，而施工继续加快。随着疫情影响的逐步消退，下游销售回暖，需求释放带动房企加速赶工。值得关注的是，土地购置面积降幅略有扩大，土地成交款连续正增长，说明房企拿地需求仍旺。土地购置费用的增长以及赶工需求下，也将进一步推进房地产投资继续回升。从高频数据来看，主要城市成交数据已恢复至疫情前正常水平，部分城市已出现销售火爆。疫情冲击下，不少地区出台的楼市放松政策均被紧急叫停，体现了“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，而部分城市调控再度收紧，再次印证了整体上楼市放松、

重回刺激老路的概率不大，要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

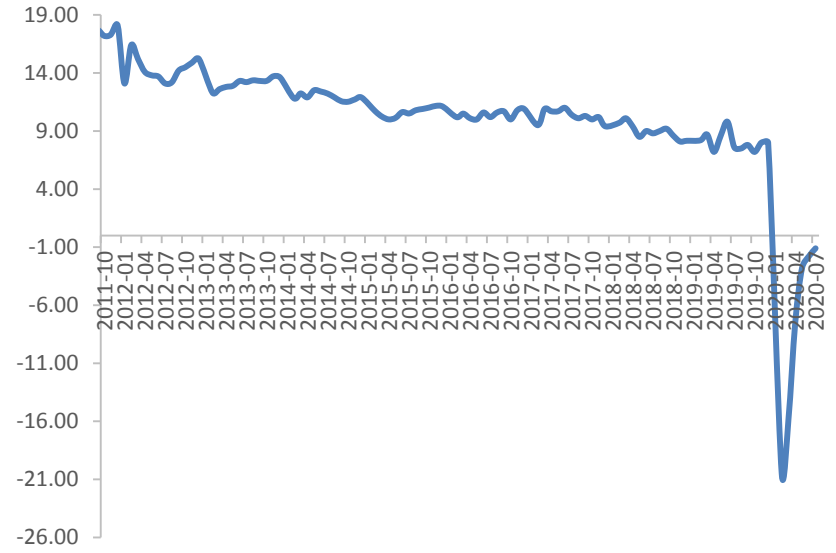
图 4 房地产、制造业、基建投资增速（月，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

消费恢复滞后。7月份，社会消费品零售总额32203亿元，同比下降1.1%（扣除价格因素实际下降2.7%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄0.7个百分点。随着疫情得到有效控制，供给恢复，原本被疫情抑制的消费需求也在逐步释放，各地密集出台政策刺激消费，消费也在持续修复中。汽车消费6月转负，7月大幅转正主要是由于去年基数影响。去年由于国标转换，厂商促销导致了6月大增，7月回落。剔除汽车消费后的消费品零售额下降2.4%，降幅扩大1.4个百分点，也说明了除汽车消费外的消费需求或仍偏弱，也是整体消费复苏进度较慢，低于预期的原因。

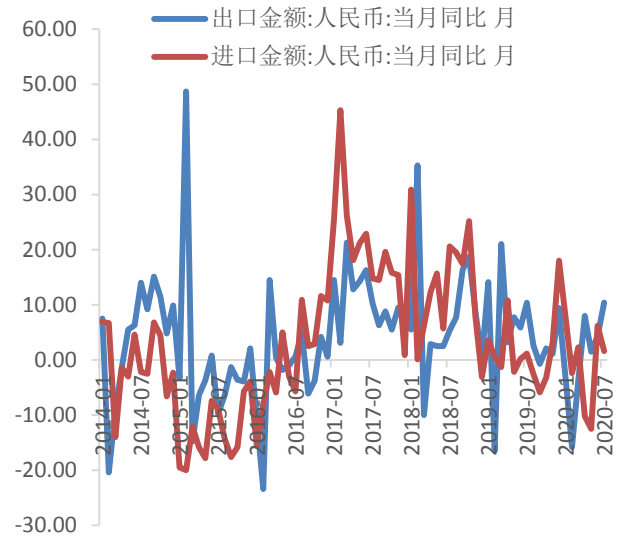
图 5 社会消费品零售总额（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

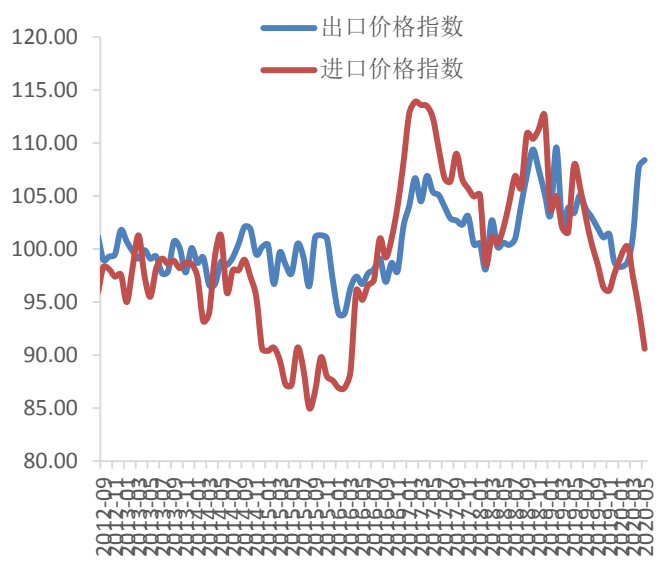
出口强于预期。2020年7月，我国进出口金额连续两个月实现正增长，且创下今年以来新高，外贸形势进一步好转。出口同比增长10.4%，涨幅扩大6.1个百分点，连续4个月正增长，且同样为今年新高，出口加快恢复。随着全球疫情防控取得进展，海外市场回暖，外需明显改善。从国别来看，对主要国家出口回升或改善，中美摩擦升级下对美出口增长仍快，或由于美国疫情仍较严重，生产恢复受阻，对进口的需求仍大。出口商品方面，防疫物资的出口增速有所回落，但仍在高位。7月包括口罩在内的纺织品本月增长48.4%，继续回落，而医疗器械则由100%下降至78%，也说明了随着全球疫情逐渐平稳，对于防疫物资的需求或缓慢回落。而其余传统出口商品表现在持续好转，这说明了疫情的影响在逐步消退。进口增速有所放缓，由上月6.2%下降至1.6%，进口表现低于预期。从进口商品数量来看，主要进口商品增速均均有所下降，仅有钢材继续快速增长。从进口金额来看，原油、汽车、钢材进口金额有所上升，其余则有所下降。机电进口也有所回落，由上月7.7%降至本月的2.2%。本月由于出口表现强劲，顺差大幅升至4422.3亿元，创年内次高。7月出口保持了2季度以来的强劲势头，当海外疫情发生之时，市场普遍担忧外需的萎缩将对出口造成较大压力，但实际上出口表现始终好于预期，我们认为中国疫情控制后生产恢复，海外疫情影响当地生产，因此对中国的需求必定增加，尤其是防疫物资的需求，因而疫情对中国的进出口反而产生了正面作用的，并且随着外需的复苏，出口也将进一步好转。

图 6 进口、出口增速（同比，%）



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 7 进口、出口价格指数（%）

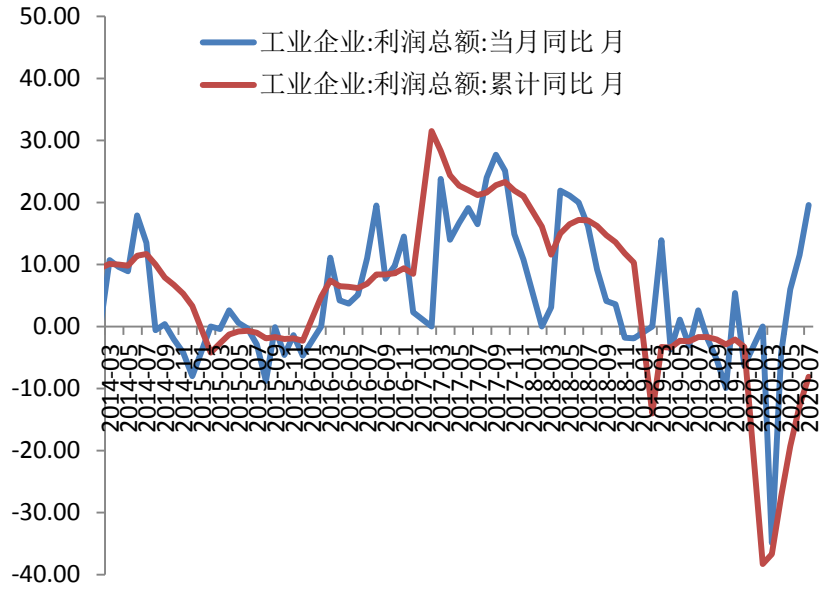


数据来源：Wind、上海证券研究所

1.3 企业盈利持续改善

随着疫情得到有效控制，二季度以来各类经济行为主体的活动开始逐步复苏，且复苏速度较快，企业盈利明显恢复。2020 年 7 月份，规模以上工业企业实现利润总额 5895.1 亿元，同比增长 19.6%，增速比 6 月份加快 8.1 个百分点，连续三个月实现正增长，且增速明显加快。1-7 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 31022.9 亿元，同比下降 8.1%，降幅比 1-6 月份收窄 4.7 个百分点。企业盈利持续改善，单月盈利转正后加快上升。企业产销加快以及价格的回升带动收入的增加。成本费用进一步下降，今年以来，由于“降成本”任务的持续推进，大规模减税降费，降低企业综合融资都发挥了重要的作用。每百元营业收入中的成本同比减少 0.67 元，已连续 2 个月同比下降，且降幅进一步加大；每百元营业收入中的费用同比下降 0.02 元，企业经营压力得到明显缓解。从行业来看，盈利改善行业增多，主要行业盈利改善显著，也助推了企业盈利的增长。装备制造业利润增长加快，汽车、电子等重点行业拉动作用尤为突出。高技术制造利润同样实现大幅增长。从经营指标来看，企业效益状况也在好转。企业盈利水平提高。营业收入利润率为 5.63%，同比降低 0.23 个百分点，比六月份上升 0.21 个百分点。库存有所去化，已连续 4 个月回落，显示市场需求状况持续改善。企业亏损面逐月缩小。总体来看，随着需求恢复，企业产销加快，成本费用有效控制，效益持续改善，经营指标也在好转。

图 8 工业企业利润同比增速%

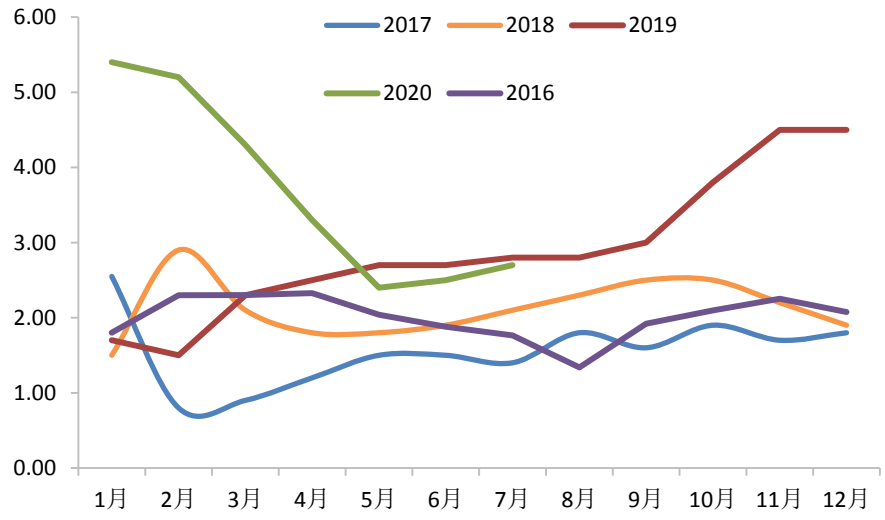


数据来源：wind，上海证券研究所

2. 价格短期回升

7 月食品季节性波动，CPI 小幅上升。从环比看，CPI 由上月下降 0.1%转为上涨 0.6%。其中，食品价格上涨 2.8%，涨幅比上月扩大 2.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.62 个百分点。食品中，由于夏季部分地区洪涝灾害对生猪的出栏调运造成了影响，猪肉环比上涨 10.3%，涨幅比上月扩大 6.7 个百分点；而鲜菜则继续受到异常天气影响，环比上涨 6.3%，涨幅扩大 3.5 个百分点。从同比来看，CPI 上涨 2.7%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。其中，食品价格上涨 13.2%，涨幅扩大 2.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.68 个百分点。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点，核心 CPI 仍偏弱。PPI 同比跌幅继续收窄，通缩改善。从环比看，PPI 上涨 0.4%，涨幅与上月相同。由于各国经济重启后工业生产加快，需求回暖，国际大宗商品价格回升。从同比看，PPI 下降 2.4%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点。主要行业价格降幅均有所收窄。整体来看，价格指数表现平稳。CPI 略超预期，主要由于食品受季节性因素影响，尤其是鲜菜、猪肉，但核心通胀仍旧低迷且进一步下降。随着需求的回暖，工业品通缩持续改善，价格回升。

图 9 当前 CPI 变动走势（当月同比，%）

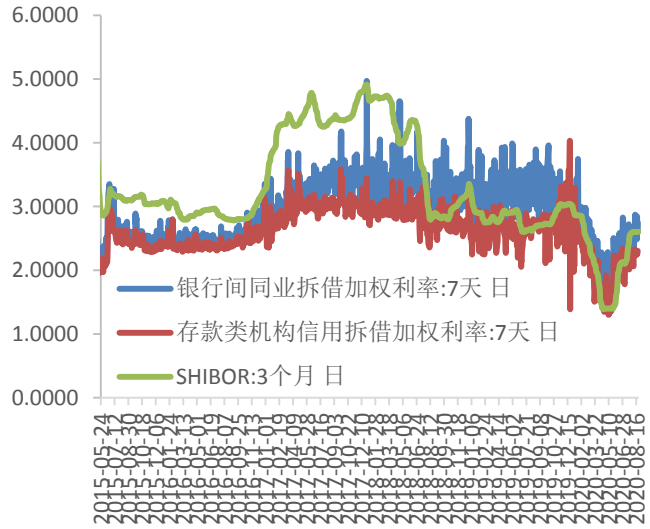


数据来源：Wind， 上海证券研究所

3. 由灵活转向适度

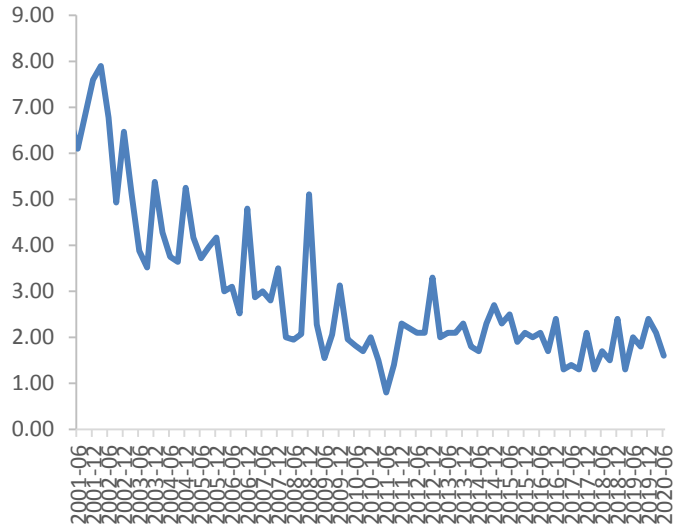
今年年初以来为对冲疫情影响，央行加大了逆周期调节力度，由合理充裕到更加灵活适度，先后降息、降准从量价两方面提供支持，流动性维持充裕。量上来看，今年以来三次降低存款准备金率释放了 1.75 万亿元长期资金，春节后投放短期流动性 1.7 万亿元。3 月末，金融机构超额存款准备金率为 2.1%，比上年同期高出 0.8 个百分点。价格上来看，央行还引导了市场利率的下行。疫情冲击下，春节假期节后首日，央行就下调了 7 天期以及 14 天期逆回购利率 10BP，随后 MLF 利率也顺势下调了 10BP。3 月底，央行再次下调逆回购利率 20BP，随后的 MLF 利率跟随下调了 20BP。央行先后两次的调整政策利率，从价格上促进了资金的宽松，而 MLF 利率的调降，也带动了 LPR 报价的下行，实现了市场利率向贷款利率的传导，疏通了货币传导机制，推进两轨并一轨。另外央行还意外下调了超额准备金利率。超额准备金利率历来被视为利率走廊的下限，下限被打开，使得货币利率有了进一步下降的空间。隔夜直接破 1，并维持在 1 以下，其余期限也明显下台阶，流动性极度宽松。

图 10 货币市场利率明显抬升（%，日）



数据来源：Wind、上海证券研究所

图 11 金融机构超储率（%，季度）



数据来源：Wind、上海证券研究所

但 5 月以来央行操作明显有所变化，虽然仍然维持灵活适度的基调，但重心已由灵活转向适度。首先是 4 月政治局会议提到的进一步降准降息落空，还连续暂停操作，MLF 也缩量续作，公开市场投放趋于谨慎，政策利率并未再进一步下调（除了 14 天逆回购补降 20BP，完善了政策利率的统一性）。央行在货币政策报告中提到了 4 月货币市场利率的偏低，一度脱离了公开市场操作利率。央行认为 4 月的宽松是由于市场的不理性预期所造成的，而央行则通过保持操作利率不变，发出平稳信号，纠正了过于宽松的市场预期。目前来看，公开市场操作利率作为短期市场利率中枢将作为央行调控的准绳，也意味着过低的资金利率难再，而过高的价格也会引来央行的调控，接近政策利率或是一个较为合意的空间。另外，由于超额准备金利率的下调，使得 6 月超储率降至 1.6%，较去年同期下降 0.4 个百分点，也带动了资金利率的回升。

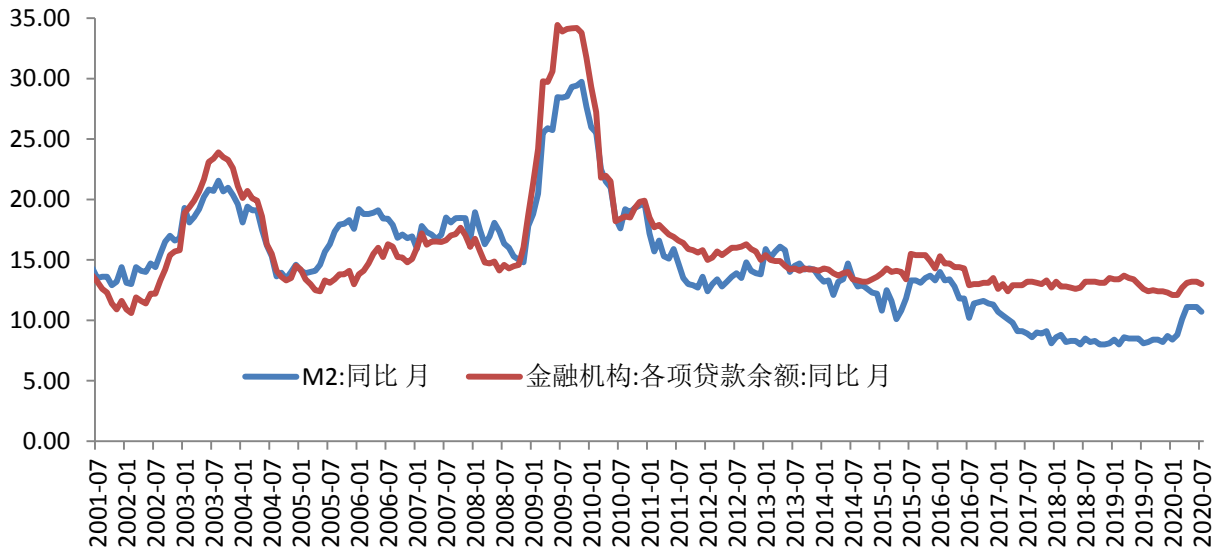
二、2020 年秋季货币展望

1. 货币环境将回归中性

为应对疫情冲击，货币当局加大了货币放松的力度，叠加季节性的信贷和货币投放，2020 年以来流动性宽松程度持续上行，货币和信贷增速不断增加！从货币增速上看，M2 增速已回升到 2016 年水平，显然已突破了货币政策中性的基调；信贷增长虽然相对平稳，但在“宽信用”格局下，非信贷渠道融资等其它非银社会融资类型的发展，对全社会流动性宽松格局的形成，其重要性不断提升，信贷增长平稳不改流动性趋松局面。

面对突发性的经济冲击，货币当局加大了信贷精准投放力度，对冲新冠肺炎疫情的影响：设立 3000 亿元专项再贷款定向支持疫情防控重点领域和重点企业，增加 5000 亿元再贷款再贴现专用额度支持企业有序复工复产，再增加再贷款再贴现额度 1 万亿元支持经济恢复发展。此外，还通过发行票据信贷互换（CBS）为银行的资本约束缓解助力，扩大银行的信贷投放能力。在资本金、流动性、利率传导等多措并举下，金融机构信贷投放积极性和能力都得以提高。

图 12 中国信贷和货币增长的月度变化（%）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

应对疫情货币政策虽然有所放松，但政策重心在于“救助”——受疫情影响的企业将定向得到信贷支持。正是对受疫情影响企业的精准、定向支持，带来了货币增长和信贷增长的提高，但政策本意不在于放松，而在于“直达实体”的消除疫情冲击影响和对企业临时性困难的救助。可见，应对疫情的金融放松，带有显著的“救助”体征，它强调直达实体，这点与强调总量宽松的反周期货币政策放松，有着显著差异！

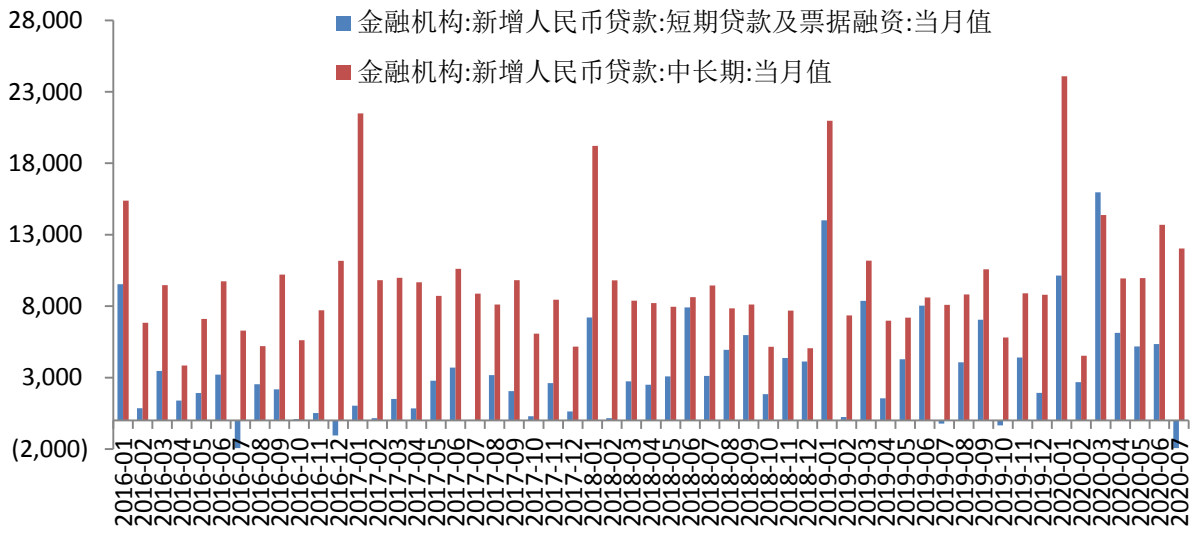
随着经济进入后疫情时代，中国货币环境将重新回归中性。7 月 M2 与信贷的增速开始回落。首先，中国货币环境“存量过多”的格局并没有改变，大量存量流动性积存在房地产、股市等身份商品市场，金融“脱实向虚”的改善空间仍然较大；其次，提高货币政策的有效性，需要发挥货币、信贷对真实投资增长等经济运行的支持和激励作用，当前就是要发挥资本市场功能，在新增货币和信贷的投放中注重结构性调整。即要通过发挥资本市场功能，提高货币积极性；通过新增流动性的定向投放，达到流动性存量的结构调整。这意味着，未来货币积极性提高，有赖于货币中性下“宽信用”的发展！

2. 货币效应转向积极

国内经济环境受到国内外疫情冲击，经营稳定压力也明显上升；尤其是海外疫情恶化带来的不可控因素增长，使得改善经营环境对宽松货币的需求上升。全球货币环境放松，疫情冲击使得各国央行竞相“放水”，国际金融环境趋于宽松中动荡加剧。为避免国际金融动荡对我国货币环境造成的压力，中国也需要在国内创造偏宽松的货币环境，为国内金融机构应对海外金融市场动荡的冲击，创造有利环境。保持国内外货币环境的相对均衡和各种“压力差”，如中外利差、流动性均衡程度等，是提高我国金融防控海外冲击的必要条件。

货币当局根据形势变化及时修正货币政策，对冲疫情对经济的冲击，及时将流动性环境由中性调整至宽松，加大信贷投放的同时，宽信用也得到进一步发展，显然有助企业渡过难关，在疫情冲击过去后可以较快组织正常经营。为防范过于宽松流动性环境在疫情过去后的负效应，货币当局未来或将及时修正，信贷、货币高增长的态势或不能持续。不过，即使信贷和社会融资规模高增长态势不能持续，资金空转现象继续减少和流向实体资金增多，也将带来货币效应更加迅速的转向积极。

图 13 中国信贷增长的期限变化（亿元）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

2020 年的信贷增长的一个显著变化是，增速上脱离了 2019 年下半年的“下台阶”运行局面，重新上移到 13.0 的上方运行。另一显著的变化是，信贷期限均等化。2019 年信贷长期化较为明显，尤其是企业短期贷款增长较弱，表明经济当期活力较弱；2020 年后，短期限信贷增长有显著提升，说明当期经济活力增强。而 7 月短贷的负增主要由于季节性因素影响。一般来说，企业部门的短期贷款需求

反映了当期经济运行的活跃程度，当期经济活力疲弱则短期需求下降。企业部门的长期贷款主要体现的是投资需求，体现的是企业部门对未来增长的预期；但由于中国基础设施建设对信贷的需求较为旺盛，因此企业部门的长期信贷基本上体现的是基建投资的增长，是政府推动基础设施建设的结果。从企业部门信贷新增的期限结构看，短期信贷增长的快速反弹，表明经济当期运行活力在快速复苏。

3. 政策进入观察期

当前偏于宽松的流动性环境，主要为了防止疫情对经济的影响。但在复工、复产有序推进，防控取得胜利的情况下，货币临时性放松的境况将改变，当前偏高的广义货币增速难以持续。我们一直强调的，未来中国货币环境的真正问题在于基础货币投放能力不足，尤其是在不提高基础货币整体成本情况下，实现基础货币投放的增长。因此，尽管经济活力复苏带来金融体系信用放大能力提升，基础货币增长的不足会抵消此种影响，广义货币增长仍将维持符合央行稳健中性界定的增速。

随着经济进入后疫情时代，宽松货币政策的负效应将逐渐显现。中国房地产领域的资产泡沫一直未能有效缓解，并已对经济内生增长构成了实质伤害，未来货币偏松局面如不能及时调整，经济转型和升级的发展目标将得到根本性伤害。近期高层重申要实现稳增长和防风险的长期均衡以及前期灵活适度操作的转向，也意味着政策将进入观察期，货币合理回归。

货币政策效应转向积极，也意味着后续货币增长适度回落，也不会对经济运行造成压力；同时物价低迷和资产泡沫持续的局面表明，货币过于宽松会使经济运行的困难态势加剧，增加经济转型的难度。实际上，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，货币政策仍将以结构调整和定向投放为重点，未来仍需要疏通货币政策传导机制，发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，注重政策直达性，以达到降低融资利率的目的。

三、2020 年秋季宏观经济展望

1.稳增长与防风险均衡

两会确定了全年的经济目标以及政策方向。全年来看，今年不再设置具体经济增长目标，也是应对疫情冲击下一季度经济负增，并且疫情全球扩散下也使得经济恢复的不确定性增加而做出的适当决定，并且也给与了政策更大的空间。主要的物价以及就业方面的目标都更宽松，CPI 目标提高应对猪肉引发的高通胀；而就业目标的

放宽也显示出了疫情下就业压力的加大。而宏观调控方面力度进一步升级。财政政策更加积极有为，主要体现在三方面财政赤字、专项债以及抗疫专项国债。货币政策方面，稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。就业政策方面全面强化。财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业，再次突出了就业政策在宏观政策中的优先性与重要性。

在疫情防控的大好形势下，随着复工复产的全面推进，以及全社会的努力下，二季度以来经济快速反弹，实现转正，经济形势向好。在此背景下 7 月底的政治局会议对政策进行了边际调整，以及下半年的工作重点进行了部署。与此前相比，当时更强调疫情冲击前所未有，所有的经济工作重心都放在“稳”上，要全力稳住经济基本盘，也要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。而接下来将重心由稳转移至求进，但同时也面临着新的风险与挑战，也就是国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强。因此这也要求我们要以持久战的角度，加快形成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，以强化内部发展应对外部挑战，并且此次重申了实现稳增长和防风险长期均衡，也说明了政策层也将关注前期为稳增长实施逆周期宏观调控政策所带来的后遗症，也为政策的调整做出的铺垫。对宏观政策要求落地见效，而非进一步升级力度。财政政策要更加积极有为、注重实效，政策力度基本到位，现阶段更注重政策效率，要见到实效。货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。政策进入观察期，重点在推动前期政策的落实，要求见到实效。

2.紧扣双循环

政治局会议首次提出加快形成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。所谓国内大循环，关键还是在扩大内需。面对日益复杂的国际形势以及中美关系摩擦升级，我们最好的对策就是安内，依托国内市场，释放内需潜力。扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。加大教育、医疗、就业、养老等民生保障类投入，提高居民可分配收入，推动消费升级。扩大有效投资，加强新型基础设施建设以及传统交通、水利等基建。以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展。提高产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板，自主创新，科技强国。要更大力度推进改革开放，依靠改革激发市场主体活力，加强对制造业以及小微企业的金融支持，减税降费，降低企业综合融资

成本，优化营商环境。以国内循环的坚实基础，应对国际循环的不确定性，加强与欧盟、东盟、日韩以及一带一路等国家深入合作，扩大开放，实现国内、国际的双循环。

3.经济进入平稳恢复期

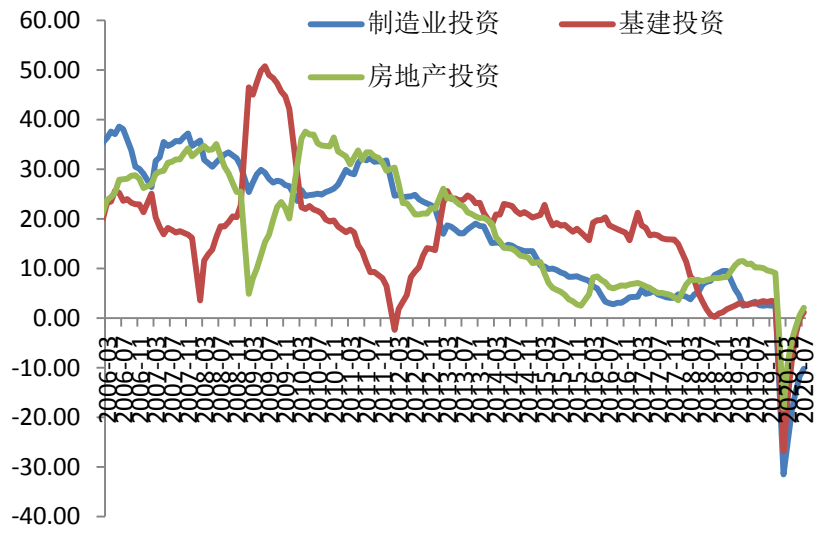
我们一直认为，疫情对经济的影响是短期的，疫情得到控制后，经济将在新形势下快速反弹。尽管疫情防控进入常态化，但适应性的经济新活动方式如“三新”经济等将得到快速发展机会，经济活动结构的改变并不影响经济复苏步伐。二季度以来经济逐步摆脱疫情冲击的影响，在赶工、补库存的带动下，供给快速恢复，需求逐步改善，实现快速反弹。

作为一个典型的投资型经济体，我国目前的第一经济增长动力是仍然是投资。城市化进程延续、基建需求、产业升级、环境治理等决定了投资的巨大空间，决定了投资在经济动力中的第一地位未变。并且投资在经济的周期性波动和长期发展中处于核心地位。在中国经济的转型周期，投资增长的源泉来自基础设施继续完善、产业转型升级和城镇化的继续提高。

从投资的运行进程来看，二季度以来基建、制造业以及房地产投资都呈现了加速回升的趋势。房地产投资率先实现转正并进一步加快。随着疫情影响的逐步消退，下游销售回暖，需求释放带动房企加速赶工。企业拿地热情不减，土地购置费用增长以及赶工需求下，也将进一步推进房地产投资继续回升。部分地区调控虽有升级，但全面收紧的可能性不大，更多是规范资金宽松下的不当流入。基建投资方面，今年专项债将于 10 月底发行完毕，发行加快后也将促进资金的迅速到位，且今年专项债资金集中投资于基建，新旧基建加持下基建转正在即。制造业投资恢复最慢，这也与疫情冲击下制造业受伤最重有关以及地产泡沫化的制约有关。货币政策将更倾向于与结构化，引导金融机构加大对制造业和小微企业的贷款支持，企业中长期贷款持续增加，制造业投资延续缓慢恢复。因此我们认为，在投资的带动下，经济回升更有保障。

总体而言，疫情控制中经济复苏阶段过去，中国经济进入平稳恢复期，快速反弹阶段结束，经济运行从扰动模式恢复为正常平稳模式。中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，预计经济运行热度仍将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

图 14 基建、地产发力（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。