

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

宏观：全球经济复苏放缓 国内经济稳步增长

2020-9-30

瑞达期货李祺
从业资格号：F3063997
TEL：4008-878766
www.rdqh.cmo

本期导读：

疫情重燃拖累全球复苏，经济前景充满不确定性。全球经济至 5 月以来维持着强劲复苏的态势，不过 9 月欧洲疫情又再次重燃，叠加英国脱欧及美国大选等事件，四季度全球经济前景充满不确定性。美国经济延续复苏，8 月就业、消费及制造业数据均有所好转，9 月 PMI 维持强劲扩张，暗示美国三季度经济将出现强劲反弹。不过随着美国大选临近以及新一轮财政刺激谈判陷入僵局，四季度经济能否延续复苏仍有待观察。欧洲方面，英国、欧元区疫情加速恶化，虽然制造业及需求有所好转，但 9 月服务业 PMI 初值再次陷入萎缩。疫情的反弹或迫使欧洲各国再次采取封锁措施，这将对经济复苏造成巨大打击。整体来看，全球经济复苏在疫情反弹的阴影下有所放缓。另外，美国大选临近、脱欧谈判，地缘政治、贸易紧张局势等因素也令四季度经济前景充满变数。

中国 8 月经济持续稳定恢复，多项指标实现年内首次正增长。从三驾马车来看，投资增速在宏观政策的支持下修复好于预期，房地产投资维持韧性，基建投资有望继续提供支撑，而疫情蔓延仍对制造业的复苏造成压制。贸易方面，得益于外需增长，8 月出口再次超预期上升。8 月社零消费增速年内首次转正，其中非必须消费品增速显著提升，显示消费升级及需求回暖，内需有望进一步回升。整体来看，我国宏观经济环境稳步复苏，未来货币政策或边际收紧，更偏向“精准导向”。而财政政策将加速兑现，注重实效。

目 录

一、	全球疫情和经济形势.....	4
二、	海外经济与重大事件.....	5
	(一) 美国：商业活动受需求带动，复苏前景仍充满变数.....	5
	(二) 欧元区：疫情反弹限制需求，经济复苏有所放缓.....	10
	(三) 英国：无协议脱欧风险加剧，疫情反弹拖累经济复苏.....	10
	(四) 日本：经济复苏势头疲弱，四季度恐继续萎缩.....	11
三、	国内经济企稳复苏，供需两端持续回暖.....	13
	(一) 9月 PMI 延续扩张，小微企业状况改善.....	14
	(二) 工业生产显著改善，企业利润加速恢复.....	15
	(三) 固定投资延续改善趋势，基建地产仍是主要支撑.....	16
	(四) 政策显效叠加行业恢复，消费增速年内首次转正.....	17
	(五) 出口增速持续回升，外贸形势回稳向好.....	18
	(六) 通胀压力逐渐减弱，工业价格持续回暖.....	20
	(七) 社融信贷双双回升，整体结构维持改善.....	20
四、	国内宏观政策展望.....	22
	(一) 货币政策：维持结构宽松、强调定向滴灌.....	22
	(二) 财政政策：收支改善明显、更加注重实效.....	22

一、全球疫情和经济形势

欧洲地区疫情大幅反弹，秋冬季全球疫情恐再次爆发。据世界卫生组织数据显示，截止北京时间9月30日，全球新冠肺炎累计确诊病例超3329万例，累计死亡超100万例。其中，美国累计确诊逾704万例，累计死亡超20万例。仍是目前疫情最为严重的国家。美国国家过敏症和传染病研究所所长福奇称，随着天气变冷，美国的疫情“处境不佳”，许多州的确诊人数和住院人数都在增加。欧洲多国疫情反弹趋势更加严重，其中，法国单日确诊病例飙升至1.6万例，打破历史高位，英国日增病例6000多例，德国每日新增也达2000例以上。亚洲地区，印度新冠肺炎确诊病例超614万例，累计死亡9万多例，为疫情第二严重的国家。整体来看，虽然全球新冠疫苗研发取得较大进展，但全球疫情仍在持续蔓延，而秋冬季节更是流感爆发的季节，这将对疫情防控产生较大压力，全球疫情形势不容乐观。

图1 全球新增确诊病例维持高位

Globally, as of 5:08pm CEST, 29 September 2020, there have been 33,249,563 confirmed cases of COVID-19, including 1,000,040 deaths, reported to WHO.

Global Situation

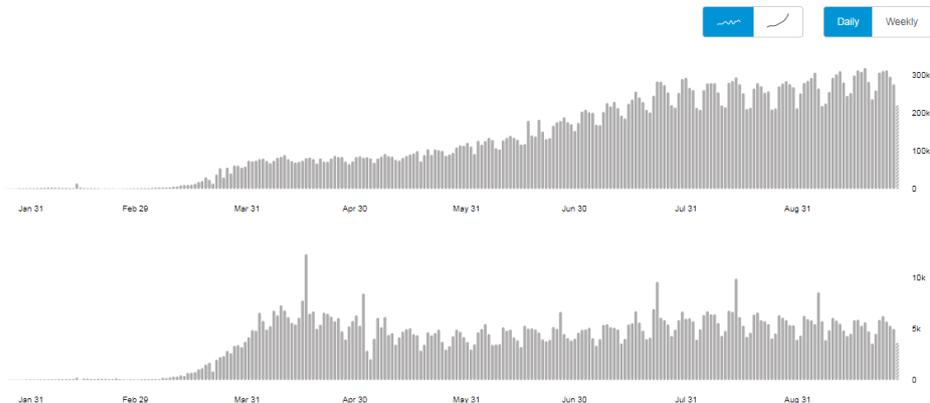
33,249,563

confirmed cases

1,000,040

deaths

Source: World Health Organization
Data may be incomplete for the current day or week.

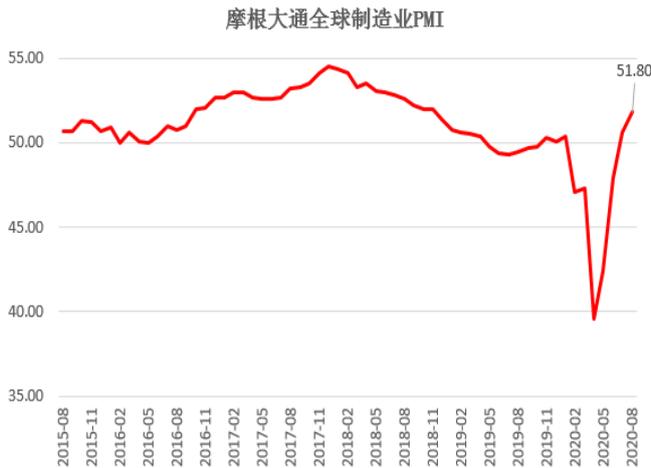


资料来源：WHO，瑞达期货研究院

受新冠疫情反弹的影响，全球经济复苏在三季度末放缓。从领先指标来看，美国9月Markit制造业PMI初值为53.5，较上月上升0.4个百分点，创20个月新高。英国、欧元区9月制造业PMI仍维持高位。日本8月制造业PMI初值继续回升，但仍处于萎缩区间。但另一方面，全球服务业景气度仍受到疫情的持续冲击，9月份各国服务业PMI均出现不同程度的下滑，欧元区服务业PMI再次陷入萎缩。整体来看，制造业在全球经济复苏的背景下回升幅度较为明显，但疫情的反弹仍给服务业带来巨大打击，就业、消费市场仍然承压。看向四季度，全球经济可

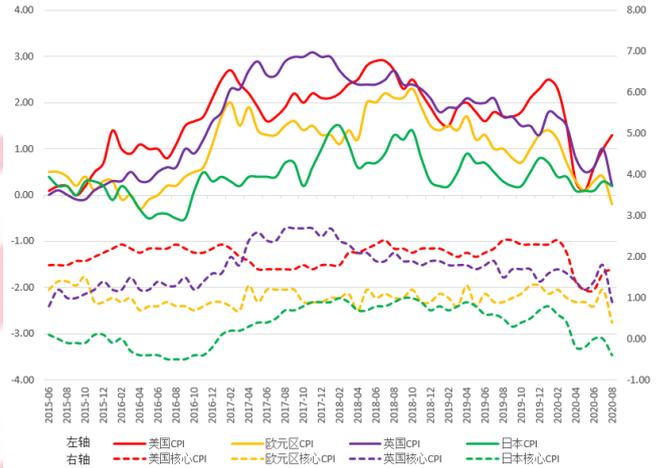
能无法向三季度那样出现明显的复苏，而进入秋冬季节后全球疫情再次恶化的可能性较大，潜在的经济再次封锁的风险正进一步提升，预计全球经济在四季度仍将维持复苏，但复苏力度较三季度或出现明显放缓。

图2 摩根大通全球制造业 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图3 全球通胀疲弱



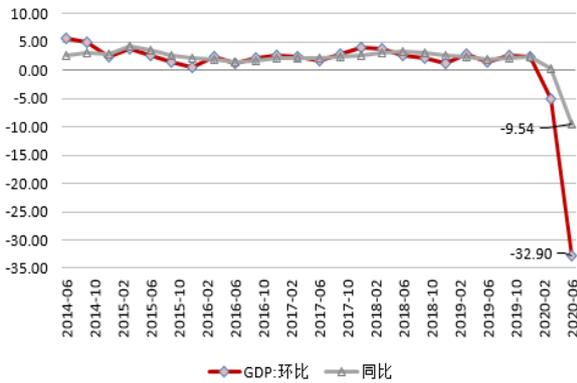
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

二、海外经济与重大事件

(一) 美国：商业活动受需求带动，复苏前景仍充满变数

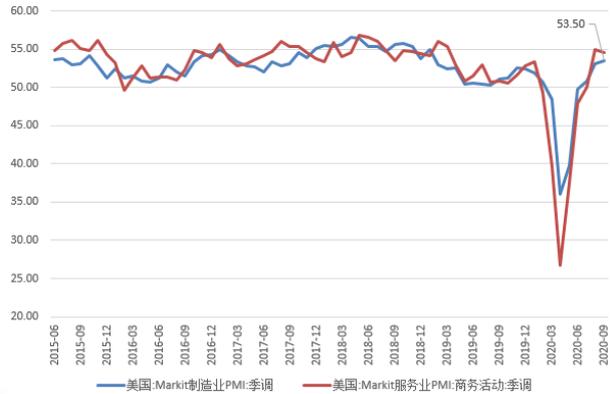
美国商业活动在需求回暖的带动下显著回升，但疫情、反种族歧视抗议及大选等不确定因素仍使复苏前景充满变数。首先从领先指标来看，美国9月Markit制造业PMI初值53.5，符合市场预期，较前值上升0.4个百分点，创20个月新高。IHS Markit的9月份PMI数据显示，制造业产出分项指数录得53.3，创10个月新高。新业务增长与8月增速基本持平，但出口订单增速放缓。服务业PMI从前上月的55下滑至54.6，基本符合市场预期。整体来看，美国9月商业活动整体维持改善，延续强劲扩张，9月的数据显示美国三季度经济有望强劲反弹。不过随着美国大选临近、财政刺激断崖风险，以及疫情和反种族主义抗议的持续蔓延，复苏势头能否延续至四季度仍有待观察。

图4 美国二季度经济大幅萎缩



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

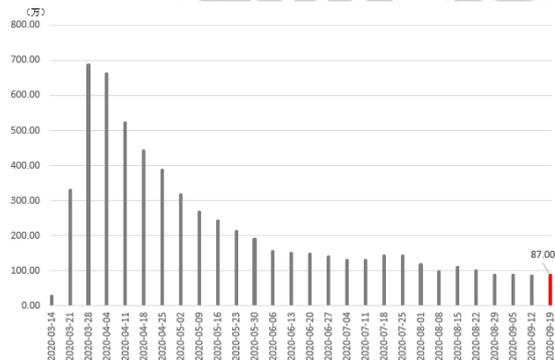
图5 美国 Markit PMI 指数



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

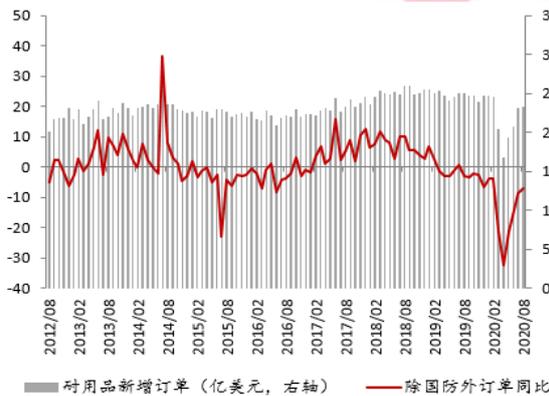
美国就业市场持续改善,但新一轮刺激陷入僵局恐影响就业恢复。美国劳工部此前公布的数据显示,8月非农就业人口新增137.1万人,不及市场预期。失业率也由7月的10.2%下降至8.4%。虽然数据显示美国就业市场趋于好转,但新增就业人数已连续两月月放缓。从高频数据来看,美国9月19日当周初请失业金人数意外增加至87万人,增强了有关新冠疫情后的经济复苏正在失去动力、政府资金不断减少的观点。而美国国会迟迟难就新一轮经济刺激措施达成一致,美国就业市场的恢复可能将陷入停滞。值得注意的是,8月永久性实失业人数增加53.4万人341.1万人,创13年11月以来新高,占总失业人数的比重也大幅提升至33%。预计美国9月失业率将进一步下降,但改善幅度将缩小。

图6 美国周初请失业金人数维持高位



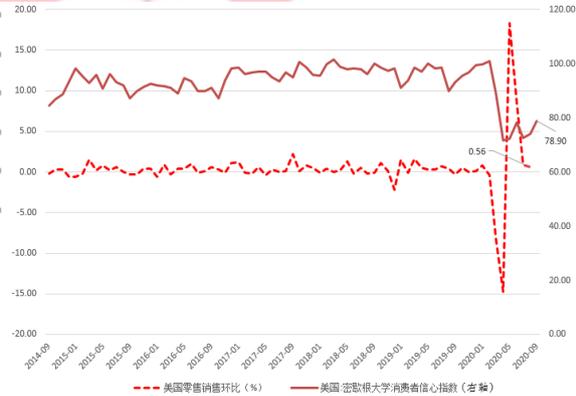
月以来的最高水平，显示企业设备支出在经历了长期低迷后正在反弹。另一方面，美国 8 月零售销售环比增长 0.6%，已连续第三个月放缓，因失业津贴到期令收入和支出承压。另外值得注意的是，美国 9 月谘商会消费者信心指数录得 84.8，较上个月的 91.7 下跌 6.9。8 月密歇根大学消费者信心指数初值也维持在低位，均远低于疫情前的水平。数据显示在高失业率、新一轮刺激政策陷入僵局和经济复苏前景充满不确定性的背景下，美国消费市场放缓的趋势可能还将延续。通胀方面，美国 8 月 CPI 环比增长 0.4%，同比增长 1.3%，回升幅度均略高于市场预期。随着美国经济重启，需求逐步好，叠加美联储及美国政府释放的大量流动性，美国通胀正稳步回升。8 月同比持续回升，但环比在前期需求释放后出现回落。不过当前美国劳动力市场仍然疲弱，叠加新一轮财政刺激迟迟无法落地，四季度通胀可能仍受到限制。

图 8 美国 7 月耐用品订单延续回升



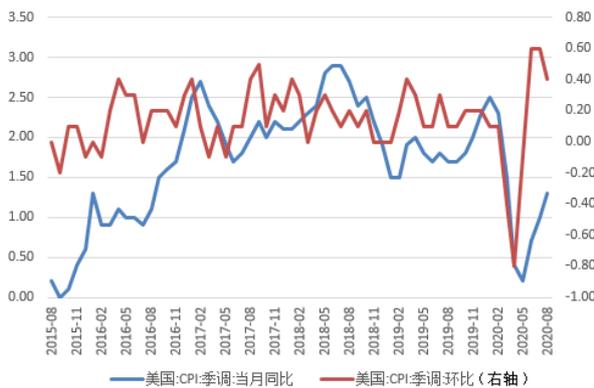
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 9 美国 8 月零售销售下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 10 美国通胀持续回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

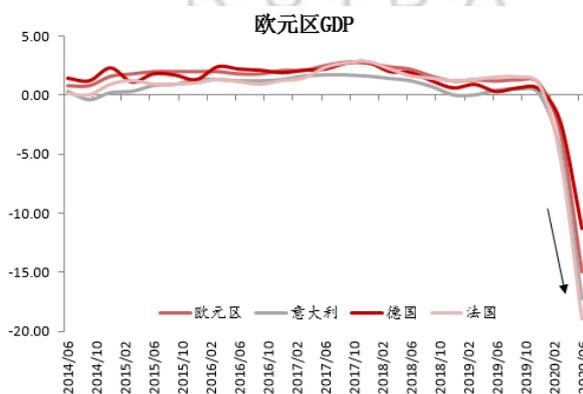
美联储 9 月政策会议上维持基准利率在近乎零水平，并暗示会至少维持到 2023 年，将维持

利率直至通胀升至 2% 及就业最大化。美联储主席鲍威尔称，美国经济的复苏速度比预想的更快，但美国劳动力市场显然远未实现充分就业，可能需要联邦政府实施更多的财政支持。而就在本月，美联储官员多次在公开场合呼吁美国政府采取更进一步的财政刺激措施。美联储目前已竭尽所能，而美国经济复苏则急需财政政策的提振。不过，美国两党目前仍未就新一轮刺激法案达成协议。除了美联储以外，华尔街投行也纷纷“施压”美国国会，高盛经济学家在一份报告中表示若刺激法案未能如期而至，将降低美国民众第四季度的可支配收入，令消费者支出承压，下调美国第四季度的经济预期，由此前的 6% 降至 3%。另外，摩根大通目前预计，2020 年美国第四季度的年化经济增长率为 2.5%，低于此前估计的 3.5%。摩根士丹利的经济学家 9 月中旬也指出，如果共和党和民主党未能就新一轮美国财政刺激方案达成一致，美国经济产出恢复到疫情前水平所需的时间将延迟 6 个月，而若出现规模较小的救助计划，恢复可能延迟一个季度。

（二）欧元区：疫情反弹限制需求，经济复苏有所放缓

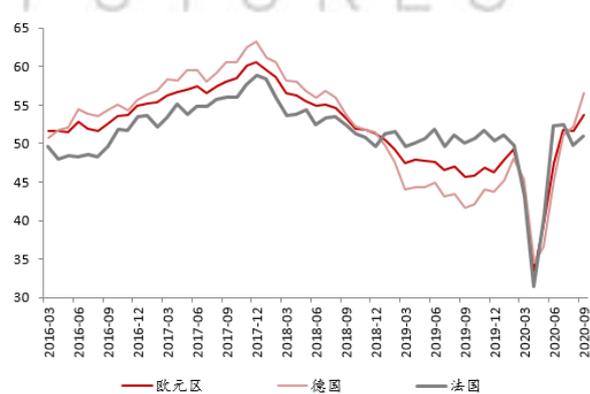
疫情导致需求疲弱，经济复苏仍有阻力。新冠病毒新增感染病例激增阻碍了经济复苏，法国及德国商业活动出人意料地放缓，其中服务业首当其冲。服务业 PMI 初值从前一个月的 50.5 跌破 50 关卡到 47.6、再度陷入衰退，凸显疫情卷土重来已对欧洲服务业造成重创。世界卫生组织欧洲区域办事处主任克卢格日前警告称，欧洲地区近期每周新增新冠肺炎确诊病例已超过今年 3 月疫情高峰时的水平，正面临非常严峻的形势。虽然欧元区制造业 PMI 加速扩张，且需求升高正带动产量出现成长。但若疫情无法得到控制，经济再次封锁的可能性将大幅提高，欧元区四季度经济不容乐观。

图 11 欧元区二季度 GDP 同比大幅下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 欧元区制造业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

消费方面，欧元区7月零售销售月率录得-1.3%，同比录得0.45%，在上个月大幅回升后，7月零售销售意外暴跌，说明前期消费需求的回暖主要源于疫情期间积压的需求得到释放，而在疫情的持续影响下，需求端可能并没有出现明显的实质性改善。与之相呼应的是，欧元区8月CPI同比继续下滑0.6个百分点至-0.2%，陷入通缩。不过，欧元区9月经济景气度进一步改善，由8月份的87.7升至91.1，超出市场预期，已连续第五个月上升。其中，除工业信心指数恢复的幅度不及预期外，服务业、建筑业、零售信心均好于预期。不过值得注意的是，受疫情的影响，欧元区失业率持续攀升，7月失业继续上升0.2个百分点至7.9%，已连续四个月走高。目前欧元区疫情反弹使得服务业再次受到冲击，企业裁员、就业岗位不断下滑等因素正威胁欧元区就业市场前景，预计欧元区四季度失业率将继续上升，零售销售环比增幅或继续回落。

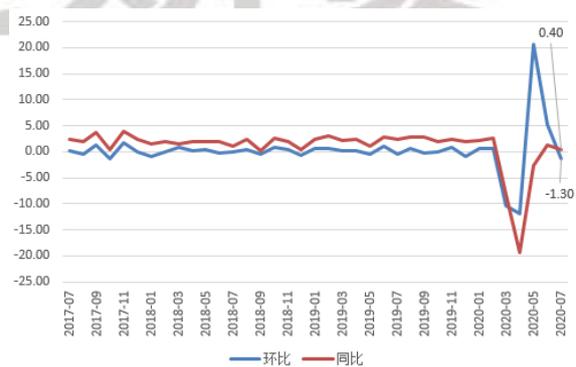
整体来看，欧元区经济受疫情反弹影响而有再一次下行的风险，当前尚不能判断经济已企稳复苏。四季度经济复苏程度料将小于三季度。而在未来的货币政策方面，欧洲央行内部在此时却出现分歧，欧央行近期一直在讨论是否要实施进一步宽松的货币政策，或继续观望等待说明经济增长在放缓的更有力数据出现。欧洲央行鹰派成员希望9月逐渐降低紧急抗疫购债计划的购买速度，节省弹药，以便在未来需要时再次提高购买速度。但鸽派人士认为欧央行应大胆地“更进一步”。欧洲央行首席经济学家连恩此前称，即使经济最困难的时候已经过去了，仍需要进一步的宽松政策以提振通胀。“全方位”的刺激措施是必要的。

图13 欧元区通胀率大幅下挫



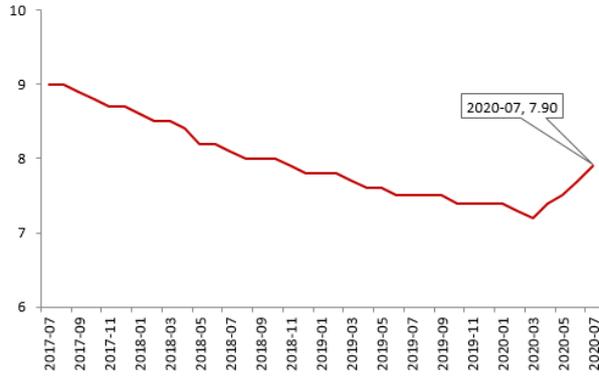
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图14 7月零售销售环比持续回落



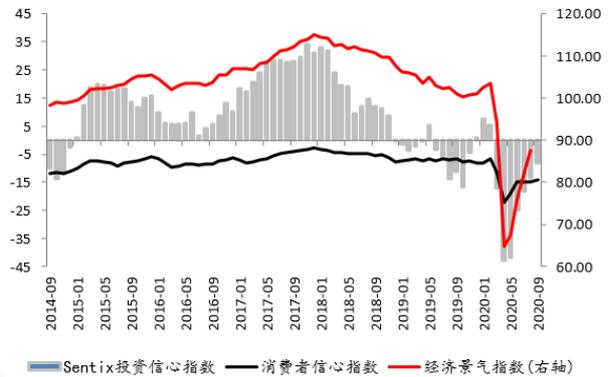
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 15 欧元区失业率持续上升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 16 欧元区经济景气指数持续回升



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

(三) 英国: 无协议脱欧风险加剧, 疫情反弹拖累经济复苏

疫情反弹拖累经济复苏, 四季度经济或放缓。从领先指标来看, 英国 9 月制造业 PMI 录得 54.3、服务业 PMI 录得 55.1, 数据显示商业活动整体维持强劲扩张, 但均较上月下滑了 0.9、3.7 个百分点。近期英国疫情快速反弹, 对服务业的恢复产生一定影响。英国首相约翰逊 9 月 22 就当前疫情发表全国讲话, 指出疫情在英国又成几何式的扩散, 并再次颁布了一系列的防疫措施。未来疫情可能导致进一步的封锁, 商业活动再次放缓的风险正在增加。

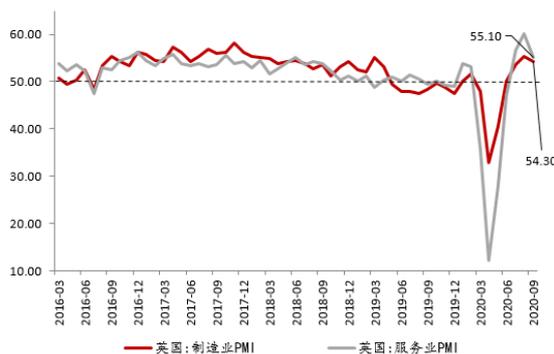
随着经济复苏及需求回暖, 英国消费市场持续回暖。英国国家统计局数据显示, 8 月零售销售环比增长 0.8%, 同比增长 2.8%, 略超过疫情爆发前的水平。8 月份的网上零售额比 7 月份下降了 2.5%, 但仍比 2 月份新冠疫情前的水平高出 46.8%。家庭用品商店的销售额与 2 月份相比增长了 9.9%。另一方面, 虽然需求有, 英国 8 月 CPI 较 7 月的 1% 大幅降至 0.2%, 创 4 年多以来新低。核心 CPI 也下降 0.9 个百分点至 0.9%。英国 8 月通胀大幅下降可能受“餐饮业临时减免增值税”以及“就餐补助”政策影响。而随着新冠疫情持续及失业人数激增, 未来几个月内通胀水平可能进一步下降。

图 17 英国二季度 GDP 大幅萎缩



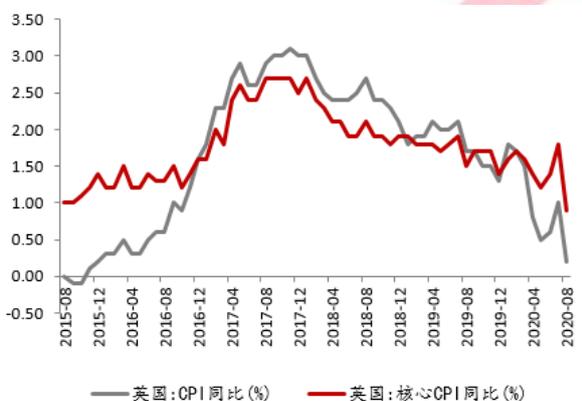
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 18 9 月 PMI 延续扩张



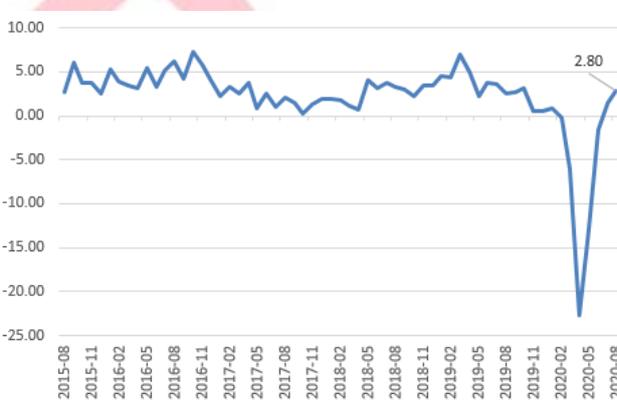
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 CPI 大幅下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 20 英国 8 月零售销售延续回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

英国三季度经济有望强势反弹，但四季度经济在疫情的反弹下料有所放缓。9 月以来，英国疫情呈现快速反弹的趋势。英国首相约翰逊宣布了一系列新的限制措施，其中包括限制酒吧营业时间等，期望在控制第二波疫情扩散的同时避免再次实施全国性封锁，防止再一次对经济造成严重破坏。而疫情的持续蔓延也令英国央行维持着极度宽松的货币政策，9 月 17 日，英国央行维持利率在 0.1% 的水平，保持量化宽松目标不变。另一方面，英国脱欧最后期限即将到期，但英欧两国仍未就脱欧后的贸易协议达成共识。整体来看，英国四季度经济面临着疫情和脱欧谈判等不确定性因素，经济前景仍不容乐观。

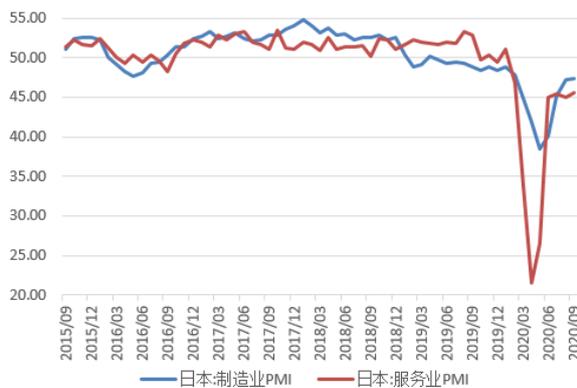
（四）日本：经济复苏势头疲弱，四季度恐继续萎缩

需求持续疲弱导致日本经济复苏步伐极为缓慢，数据显示日本三季度经济仍将深陷萎缩。从领先指标 PMI 来看，日本制造业 PMI 连续 17 个月低于荣枯线，表明疫情使日本经济复苏几乎

陷入停滞。IHS Markit 的数据显示，9 月新订单继续下滑，反映出需求疲弱。而疲弱的需求导致 9 月私营部门产出出现下滑，为第三季度经济疲软定下了基调，日本经济在未来数月仍将面临挑战。不过，新订单和供应商的交货时间等指标的降幅有所收窄，就业情况也有所好转。

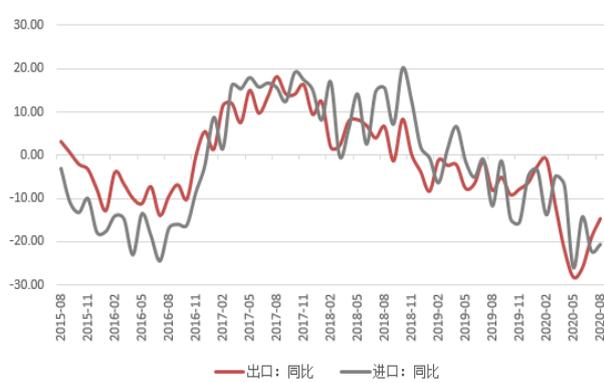
外需边际回暖，出口持续改善。据日本财务省公布的数据显示，日本 8 月出口同比下降 14.8%，已连续第 21 个月下滑，但降幅较 7 月份的 19.2%有所收窄。受疫情持续蔓延的影响，除中国以外的大部分地区需求依然疲软。日本 8 月对华出口同比增长 5.1%，得益于半导体制造机械、有色金属和汽车需求的增长。对美国出口下降 21.3%，主要由于电机和药品出口下降。整体来看，海外疫情的持续蔓延仍将对市场需求形成压制，对较为依赖出口的日本经济不利。

图 21 日本制造业 PMI 持续低迷



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 22 日本出口依然疲弱



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

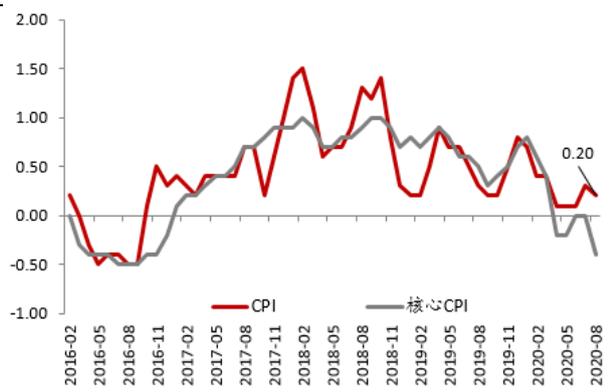
消费通胀大幅回落，失业率呈上升趋势。日本 7 月家庭支出再次回落，同比录得-7.6%，较 6 月份大幅下滑 6.4 个百分点，自 2019 年 10 月日本政府将消费税税率从 8%提高到 10%以来，日本家庭消费支出已连续 10 个月同比下降。而在疫情的影响下，消费支出仍未出现明显改善。受需求疲弱的影响，日本 8 月 CPI 同比上涨 0.2%，较 7 月下滑 0.1 个百分点。8 月核心 CPI 同比降 0.4%，创 2016 年 11 月以来新低，录得 2017 年 3 月以来首次下跌。疲弱的消费及通胀数据显示日本经济复苏的希望仍然渺茫。整体来看，日本四季度经济面临的下行压力加剧，经济前景较为严峻。日本央行 29 日公布的 9 月政策会议保持政策不变，对经济前景的看法略好于 7 月，暗示无需立即扩张刺激。但日本央行总裁黑田东彦表示，央行将与新任首相菅义伟政府密切合作，包括进一步放宽政策，以保护经济免于疫情破坏。

图 23 日本家庭支出再次下滑



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 24 日本 8 月通胀再次下滑

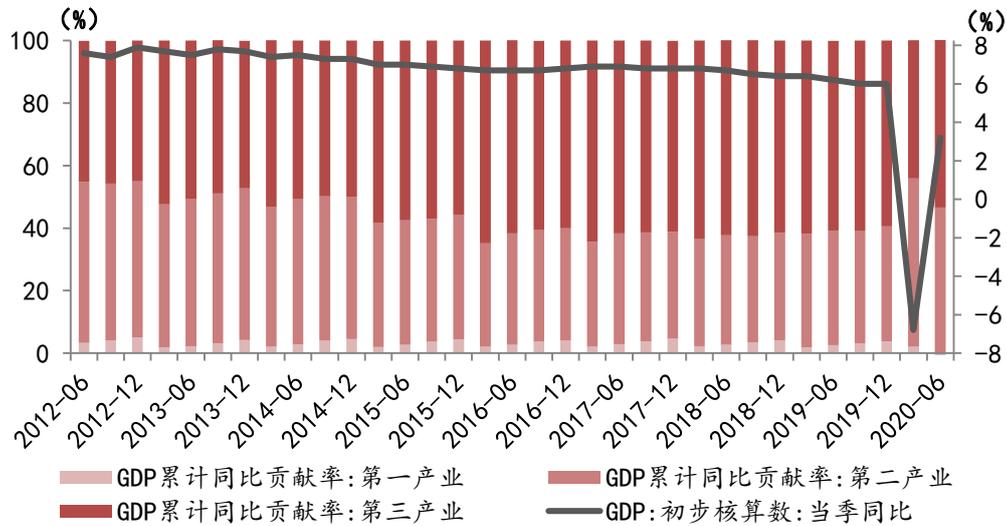


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

三、国内经济企稳复苏，供需两端持续回暖

随着政策支持及需求端的进一步回暖，我国 8 月经济整体稳定向好，考虑到全球疫情和经济形势仍存在较大不确定性，四季度经济仍面临挑战。从三驾马车来看，投资增速在宏观政策的支持下修复好于预期，房地产投资维持韧性，基建投资有望继续提供支撑，而制造业在需求端低迷的背景下仍未有太大改善。贸易方面，得益于外需增长，8 月出口再次超预期上升。8 月社零消费增速年内首次转正，其中非必须消费品增速显著提升，显示消费升级及需求回暖，内需有望进一步回升。整体来看，我国宏观经济环境稳步复苏，未来货币政策或边际收紧，更偏向“精准导向”。而财政政策将加速兑现，注重实效。我国经济稳中向好的趋势没有改变，但外部环境的不确定性因素仍然存在。

图 25 中国 GDP 及各产业贡献率



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

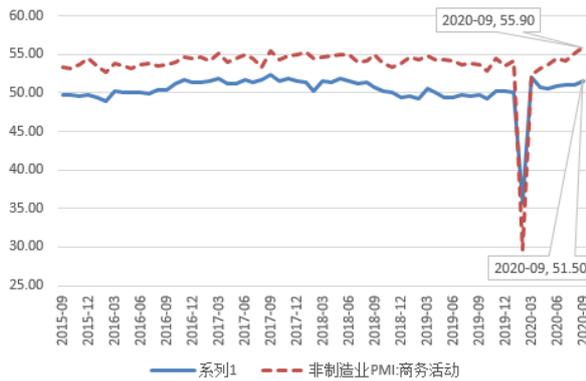
（一）9 月 PMI 延续扩张，小微企业状况改善

9 月制造业、服务业 PMI 均延续扩张，小微企业经营状况明显改善。中国 9 月官方制造业 PMI 录得 51.5，较上月上升 0.5 个百分点，显示制造业总体平稳运行。从分项上来看，随着供需持续恢复和传统生产旺季的来临，供需两端同比回升，9 月生产指数和新订单指数为 54.0 和 52.8，分别高于上月 0.5 和 0.8 个百分点。值得注意的是，随着一系列稳外贸政策不断落地生效、外需边际回暖，以及国内生产链优势进一步扩大，9 月制造业进出口进一步改善，新出口订单指数和进口指数录得 50.8 和 50.4，分别高于上月 1.7 和 1.4 个百分点，今年以来首次升至荣枯线以上。另一方面，得益宏观政策的支持以及制造业传统旺季到来，小型企业制造业 PMI 至 6 月以来首次升至荣枯线上方，录得 50.1。

非制造业景气度稳定回升，8 月份非制造业 PMI 为 55.9，比上月上升 0.7 个百分点。随着经济逐渐恢复，各地促消费政策效果显现，市场需求得到明显释放，9 月服务业 PMI 录得 55.2，高于上月 0.9 个百分点，连续两个月上升。从行业来看，交通运输、电信互联网软件、住宿餐饮等行业商务活动指数保持在 60.0% 以上，业务总量较快增长。从分项上看，新订单指数和业务活动预期指数为 53.5% 和 62.2%，分别高于上月 2.0 和 0.9 个百分点，显示出服务业市场需求回暖，企业信心进一步增强。

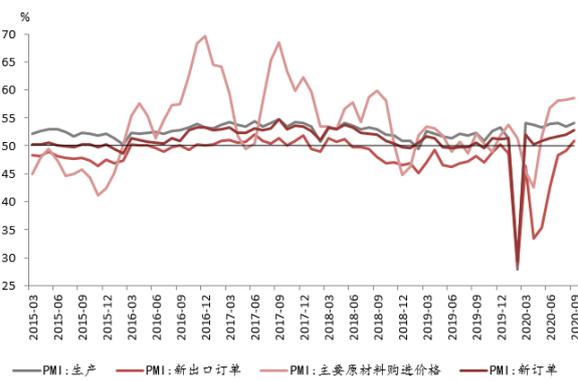
整体来看，9月国内商业活动延续改善，制造业及服务的需求均有所回暖，显示我国经济延续良好的复苏态势。不过同时也要看到，虽然制造业总体需求有所改善，但行业恢复仍不均衡。另外，全球疫情仍有恶化的趋势，因此进出口仍存在不确定因素。因此预计四季度 PMI 仍将延续扩张，但增幅或有所放缓。

图 26 中国 9 月 PMI 维持扩张



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 27 制造业新订单有所上升



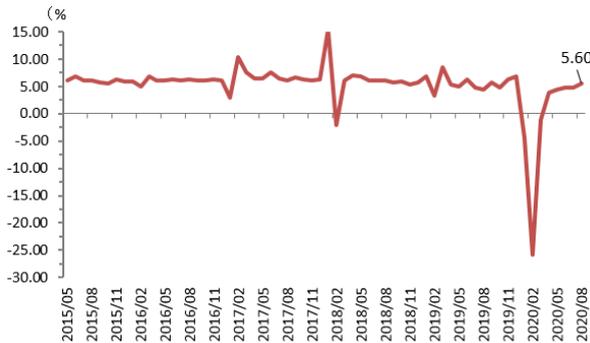
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(二) 工业生产显著改善，企业利润加速恢复

随着国内经济逐步恢复，供需两端持续回暖，8月份工业生产出现积极变化，企业利润加速回升。8月规模以上工业增加值同比增加 5.6%，比上月加快 0.8 个百分点，显示工业生产正在加快，41 个大类行业中超七成行业实现增长。另一方面，随着投资稳步回升，投资相关行业增速保持较快增长。8月装备制造业增加值同比增长 10.8%，保持两位数增长，载货汽车、挖掘铲土运输机械等相关产品增长都在 30% 以上，显示基建投资对经济的拉动作用。除此之外，8月原材料行业同比增长 6.6%，增速比上月加快 2 个百分点。其中，钢材产量增长 11.3%，保持两位数增长。8月采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增速也均出现明显回升，显示下游行业对于上游行业的带动也在增强。企业利润方面，1-8月工业企业利润同比下降 4.4%，降幅继续大幅缩窄 3.7 个百分点。环比增长 19.1%，显示工业企业利润稳定恢复态势进一步巩固。

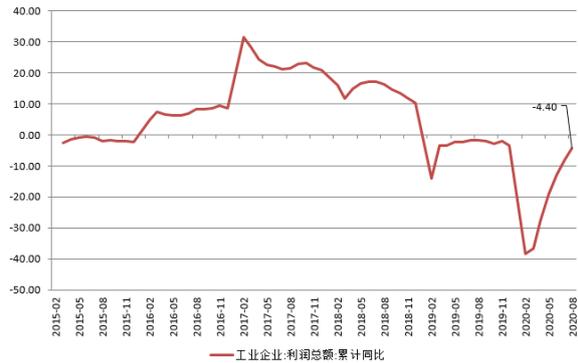
整体来看，8月工业生产出现明显改善的迹象，企业利润也在进一步修复。考虑到9月制造业 PMI 延续扩张、新订单指数持续回升，以及国内疫情防控成果显著叠加年内政策落实落细，预计工业企业利润将延续小幅回升。不过同时也要看到，当前国内外环境复杂多变，企业盈利持续稳定增长仍面临一定压力。

图 28 中国 8 月工业增加值



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 29 中国 8 月工业企业利润



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

(三) 固定资产投资延续改善趋势，基建地产仍是主要支撑

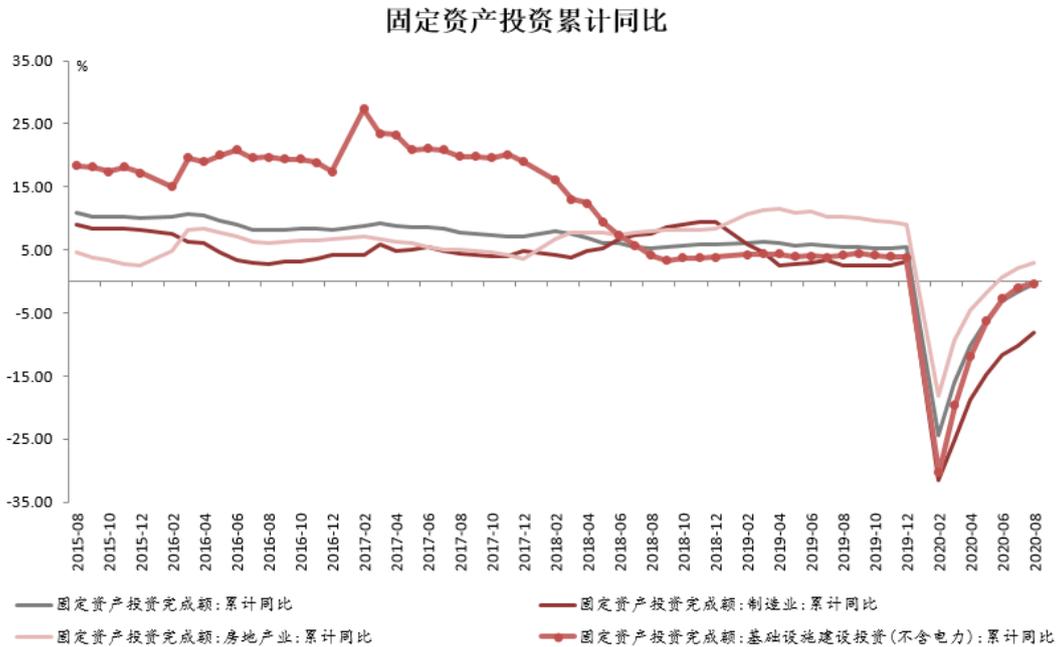
固定资产投资延续改善趋势，基建地产仍是主要支撑。中国 1-8 月固定资产投资同比下降 0.3%，降幅较 1-7 月再次缩窄 1.3 个百分点。在需求回暖、稳投资各项政策措施落实落地的背景下，8 月三大产业投资增速均有所改善。具体来看，国内基建投资表现延续改善，1-8 月同比下降 0.3%，降幅较 1-7 月收窄 0.7 个百分点，已基本恢复去年同期水平。据工程机械工业协会数据显示，8 月国内挖掘机销量同比增长 51.3%，仍维持较高增速。另一方面，新基建投资投资增速也在加速，8 月高技术产业投资增长 8.2%，环比加快 0.2 个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 8.8%、7.2%。值得注意的是，9 月 9 日国常会进一步提出加速“新型消费基础设施建设”，包括推动 5G 网络、物联网优先覆盖重点区域，未来新基建投资增速有望进一步提升。整体来看，随着国内政策资金加快发行，新老基建将对国内经济提供更多支撑。

房地产开发投资平稳增长，1-8 月同比增长 4.6%，增速较 1—7 月份加快 1.2 个百分点。其中，住宅投资增长 5.3%，增速加快 1.2 个百分点。房地产开发企业到位资金增长 3.0%，增速加快 2.2 个百分点。房地产开发企业房屋新开工面积下降 3.6%，降幅收窄 0.9 个百分点。在“房住不炒”的总基调下，房地产业仍表现出强韧性。不过在年内货币政策和房地产市场政策边际收紧的预期下，四季度房地产投资的增速或边际放缓。

8 月国内制造业投资修复加快，同比降幅为 8.1%，降幅比 1—7 月份收窄 2.1 个百分点。海外疫情持续恶化，外需疲弱仍影响传统制造业的恢复。另外，尽管 8 月工业品价格有所改善，但 PPI 同比增速仍为负。整体来看，预计在国内外需求修复和政策扶持下，制造业投资降幅将继续收窄。但目前海外疫情有所反复，外需恢复仍存不确定性，短期内制造业大幅改善的空间有限，制造业投资

增速料维持缓慢恢复。

图 30 固定投资完成额及分项累计同比 (%)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

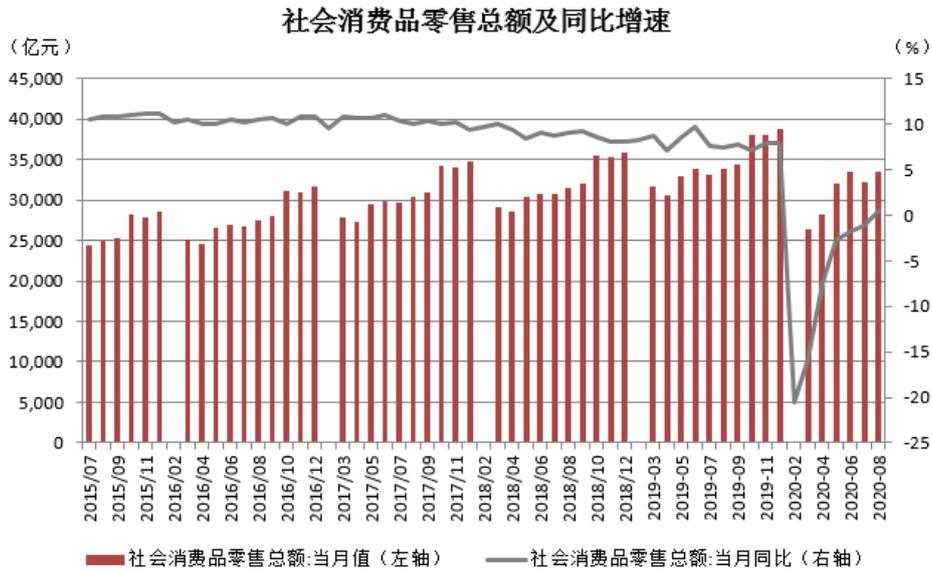
(四) 政策显效叠加行业恢复, 消费增速年内首次转正

随着各行业持续恢复经营, 叠加促销费政策效果显现, 中国 8 月社零消费增速年内首次转正, 同比增长 0.5%, 较 7 月提高 1.6 个百分点, 显示国内消费持续改善。具体来看, 随着餐饮行业经营持续恢复以及线下服务业加速回暖, 餐饮类收入降幅收窄至-7%, 对社零的拖累进一步减弱。消费升级类商品销售较快增长, 其中, 通讯器材类同比增长 25.1%, 较 7 月提升了 13.8 个百分点; 汽车类同比增速维持在 11.8%; 8 月金银珠宝类零售额同比增长 15.3%, 增速较 7 月份上升 7.8 个百分点; 化妆品类零售额同比增长 19%, 增速较 7 月上升 9.8 个百分点; 纺织服装类零售额同比由 7 月的-2.5%增至 4.2%。而必选消费的烟酒类、粮油和食品类 8 月同比增速下降最明显, 较 7 月分别下降 1.9、2.7 个百分点, 主要因疫情好转后家庭消费向餐饮消费回落。

另一方面, 1-8 月网上零售增速持续上升, 同比增长 9.5%, 较上月加快 0.5 个百分点。在实物商品网上零售额中, 吃类商品增长 35.4%, 用类商品同比增长 18.3%, 增幅均收窄; 穿类商品增长 1.1%, 转负为正。整体来看, 随着国内疫情继续得到有效控制, 餐饮活动恢复, 叠加各

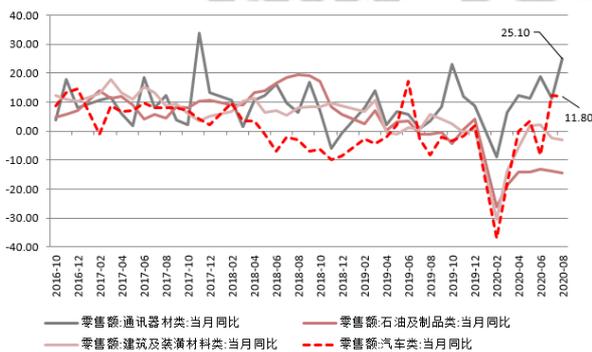
线下服务及旅游业的加速回暖，消费在政策支持下将继续得到有效刺激，预计 9 月份消费增速将进一步上升。但值得注意的是，当前海外疫情仍在持续，居民收入承压的因素仍对消费市场的回暖产生一定抑制，消费的回升幅度料有限。

图 31 社会消费品零售总额（亿元）和同比增速（%）



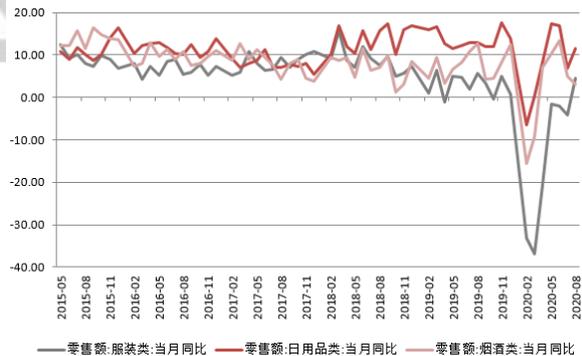
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 32 汽车零售大幅回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 33 消费者信心指数持续回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

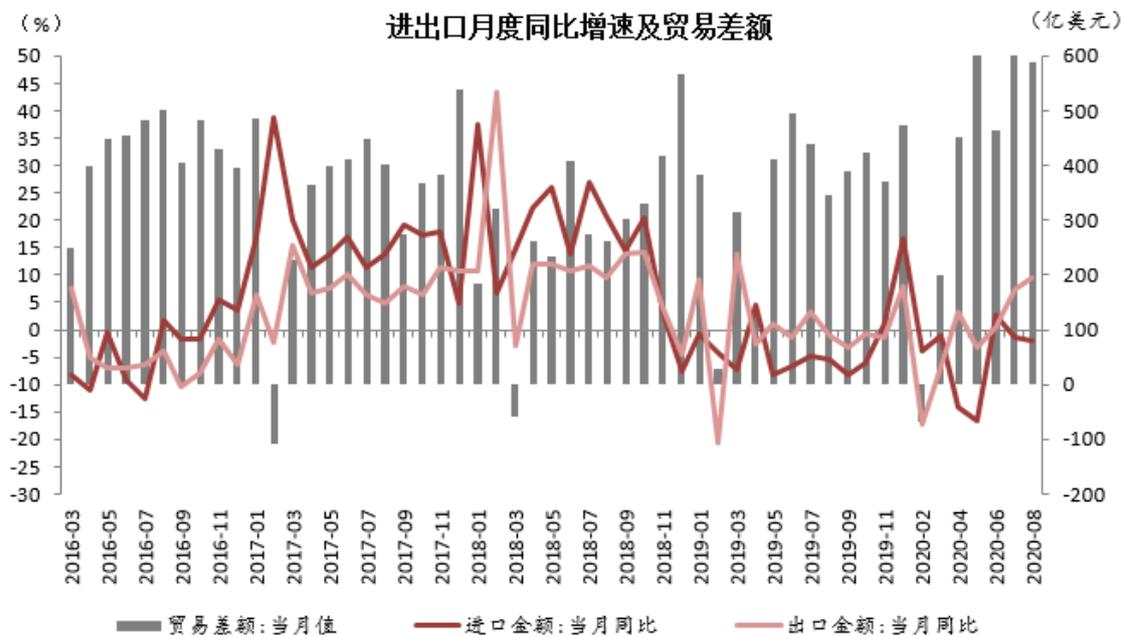
（五）出口增速持续回升，外贸形势回稳向好

外需回暖带动出口增速持续回升，大宗商品价格低迷导致进口同比下降。8 月份，随着全球

经济持续复苏，我国外贸进出口逐步回稳向好。据海关统计，按美元计，中国8月进出口总值4115.9亿美元，同比增长4.2%。具体来看，8月出口额为2352.6亿美元，同比增长9.5%，涨幅较7月份扩大2.3个百分点，好于市场预期。近几月出口增速超市场预期回升，主要有几点原因。首先，中国复工复产较海外更早更迅速，产能恢复较快，产业链优势在海外疫情持续蔓延的背景下被进一步放大。另外，海外疫情蔓延带动国内医疗物质出口继续增长，而海外经济重启也提振了基础消费及制造业需求，带动中国相关商品出口延续增长态势。进口仍然承压，8月进口额1763.3亿美元，同比下降2.1%，较上月回落了0.7个百分点。进口额增速放缓主要原因在于大宗商品价格普遍下跌。虽然前8月原油、煤、天然气和大豆和铁矿等主要商品进口量均在增加，但进口价格均有不同程度的下跌。量升价跌导致进口额增速下滑。值得注意的是，集成电路的进口增速达22.5%，显示国内高新技术发展需求旺盛。

分国家来看，前8月我国与东盟、欧盟、日本等主要贸易伙伴贸易均保持增长，对美贸易降0.4%。近年来随着东南亚经济平稳增长，以及中美贸易摩擦的催化，东盟已成为中国最大的贸易伙伴，美国的贸易额在下降。整体来看，中国产业链优势在全球疫情持续延续的背景下会将进一步扩大，仍将对出口提供有效支撑。进口方面，目前全球经济复苏前景因疫情反弹而再度承压，大宗商品价格短期内料难以大幅上涨，进口增速短期内或难以改善。

图 34 进出口月度同比增速 (%) 及贸易差额 (亿美元)



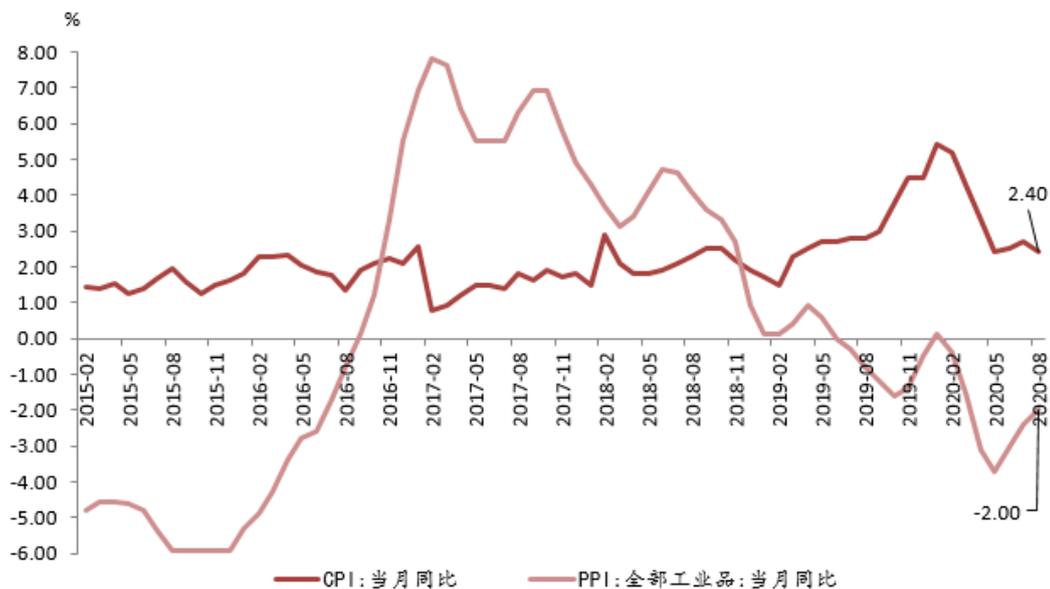
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

（六）通胀压力逐渐减弱，工业价格持续回暖

中国 8 月 CPI 同比较上月下滑 0.3 个百分点至 2.4%，食品价格涨幅收窄是 CPI 回落的主要原因，8 月食品价格同比上涨 11.2%，涨幅比上月回落 2.0 个百分点。受去年基数上升影响，8 月猪肉价格同比涨幅大幅回落 33.1 个百分点，是食品价格涨幅收窄的主因。8 月 CPI 同比涨幅结束了此前两个月的连续回升，随着近期生猪出栏量大幅提高，叠加基数影响，后续猪肉价格同比涨幅将继续回落，料带动 CPI 同比涨幅继续回落。

工业生产持续向好，市场需求继续恢复。8 月工业品出厂价格指数（PPI）同比降幅继续收窄，由上月的-2.4%回升至-2%。原油、铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格延续上涨势头，带动国内工业品价格继续回升。受国际原油价格变动影响，石油相关行业价格涨势有所趋缓，其中，8 月石油和天然气开采业价格上涨 3.6%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 1.2%，涨幅分别回落 8.4 和 2.2 个百分点。其他主要行业中，价格涨幅扩大的有黑色金属矿采选业，上涨 4.3%，扩大 1.6 个百分点。看向四季度，当前全球疫情仍持续蔓延，市场需求的恢复或受到冲击，国际大宗商品价格仍有可能拖累 PPI 的回升。

图 35 CPI、和 PPI 月度增速同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（七）社融信贷双双回升，整体结构维持改善

8月社融信贷均超预期增长，企业经营活动趋于活跃。8月社融规模新增3.58万亿元，比上年同期多1.39万亿元。社融存量达到276.74万亿元，同比增长13.3%，增速较上月增0.4%，增速创2018年3月以来新高，新增信贷、政府债券融资及股票融资是推动本月社融增长的主要原因。其中，8月政府债券融资1.38万亿元，创有该项记录以来新高，同比多增8729亿元，政府债券融资占新增社融比重达39%。值得注意的是，7月底财政部明确要求加快新增债券发行速度，加之“新基建”等项目加速落地，使地方债发行明显提速，8月全国发行地方债11997亿元，是带动社融多增的主要因素。

8月份人民币贷款增加1.28万亿元，同比多增694亿元，8月人民币贷款同比多增主要受企业中长期贷款和居民贷款拉动。具体来看，企业短期贷款仅新增47亿元，而中长期贷款新增了7252亿元，比上月和去年同期分别多增了1284亿元和2967亿元，体现企业贷款需求回暖，政策对实体经济的支持作用效果显现。居民贷款增加8415亿元，较去年同期多增近2000亿元。虽然受受房地产调控政策等影响，居民中长期贷款增量较前两月规模有所回落，但仍增加5571亿元，较去年同期多增1031亿元。居民短期贷款增加2844亿元，同比多增846亿元。

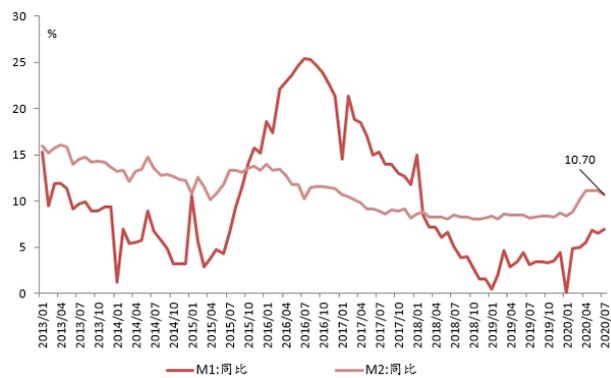
货币供应方面，8月M2同比增长10.4%，较上月下降0.3个百分点，连续第2个月回落；M1同比增长8.0%，较上月上升1.1个百分点。可以看到，M1、M2剪刀差较上月进一步缩小。一方面，M2同比有所放缓，主要因为随着国内经济企稳回升，货币政策逐渐回归常态，在“不搞大水漫灌”及“总量适度”的政策去向下，M2料逐步回归常态。另一方面，M1增速创30个月以来新高，与M2的剪刀差缩小体现了实体经济需求正持续复苏。展望四季度，货币政策已从总量宽松转向结构优化，未来货币政策将更加“精准导向”，这不仅有利于对实体经济精准纾困，也有利于防范化解金融风险。未来降准、降息的概率降低，央行将更多发挥结构性货币政策工具的作用。预计未来社融信贷，M1、M2剪刀差将继续减小。

图 36 7 月社融规模存量同比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 37 7 月 M1、M2



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

四、国内宏观政策展望

(一) 货币政策: 维持结构宽松、强调定向滴灌

随宏观政策效果逐渐显现, 供需两端持续回暖, 我国 8 月宏观经济延续温和复苏。而随着经济增速向潜在水平回归, 货币政策也将维持“紧平衡”。为了抵御疫情的冲击, 今年以来央行持续加大对小微企业、民营企业的支持力度。央行货币政策委员会在第二季度例会中提出“引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、民营企业的支持力度, 提高小微企业贷款、信用贷款、制造业贷款比重”, 而在央行三季度货币政策执行报告中, 相关的表述则为“引导金融机构加大对实体经济的支持力度, 补短板、锻长板, 确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”。显示货币政策将进一步强调定向滴灌, 流向制造业、中小微企业的信贷增速会明显提升。另外, 二季度例会中提出“坚持总量政策适度, 促进金融与实体经济良性循环”, 但三季度例会上并没有出现“总量”方面的表述。实际上, 三季度例会上强调“当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻”, 表明央行对海外疫情和经济不确定性提高, 灵活调整相比一味强调总量适度或更加有效, 但这也不意味着四季度流动性总量将提升。预计四季度货币政策的重心将继续强调“有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用”方面, 增强对中小微企业的“定向滴灌”, 在海外疫情及经济不确定性升高的背景下, 短期货币政策仍将维持适度宽松。

(二) 财政政策: 收支改善明显、更加注重实效

8 月财政收入明显改善, 四季度财政发力空间充足, 财政将继续用好抗疫特别国债、专项

债券和财政赤字等资金，做好“六保”和“六稳”，同时助力经济结构转型。财政收入方面，今年1-8月全国一般公共预算收入126768亿元，同比下降7.5%，降幅较前7个月收窄1.2个百分点。从单个月份来看，8月份是连续第三个月一般公共预算收入实现增长，且近三月收入增速稳步提高，8月环比增长5.3%，从侧面反映出国内经济的稳步恢复。另外，随着国内工业生产加速，企业利润提升，8月份国内增值税收入同比增长3.7%，实现年内首次增长。财政支出方面，1-8月全国一般公共预算支出149925亿元，同比下降2.1%，降幅继续收窄。前8个月除了社会保障和就业支出、卫生健康支出、农林水支出、债务付息支出四项保持正增长外，其他项目均为负增长。为了缓解今年地方财政收支困境，今年中央财政将新增的2万亿元收入直接下达至市县基层财政。由于其中3000亿元用于弥补减税降费缺口，实际拨付给地方直达资金为1.7万亿元。另外，据财政部最新数据显示，截至8月31日，在1.7万亿直达资金当中已形成实际支出7358亿元，其中市县基层支出7125亿元，占比96.8%，体现了资金直达基层的政策效用。直达资金主要用于疫情防控、救治体系建设、就业补助资金、职业技能提升、抗洪救灾、困难群众生活补助、企业贷款贴息、援企稳岗、地方“三保”、保障粮食和能源安全等。

整体来看，随着国内经济逐步恢复，财政收入、支出有望进一步回升，财政资金有望加速投放。四季度财政政策将继续扎实做好“六稳”和“六保”任务，落实落细，进一步助力国内经济结构转型。

瑞达期货
RUIDA FUTURES

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

【瑞达期货分支机构】

上海成都北路营业部

上海市静安区成都北路199号401室

成都营业部

成都市锦江区一环路东五段46号1栋1单元16层

南京营业部

南京市庐山路158号嘉业国际城3幢2510室

厦门营业部

厦门市思明区湖滨西路9号15C单元

贵阳营业部

贵阳市云岩区富水北路68号贵州省物资综合大楼15楼3-6号

汕头营业部

广东省汕头市金平区金砂路99号君悦华庭1栋514、519、520号

泉州营业部

泉州市丰泽区浦西万达广场商业综合体1号建筑（甲级写字楼1A塔）A1207

石狮营业部

石狮市金林路兴业大厦21层

晋江营业部

晋江市梅岭街道世纪大道东侧万达广场商业综合体3幢B座B1603、1605、1606

莆田营业部

莆田市城厢区霞林街道荔华东大道8号莆田万达广场3号楼2007-2009室

漳州营业部

福建省漳州市芗城区胜利东路3号漳州发展广场18层1803室

三明营业部

三明市梅列区崇桂新村46幢二层

龙岩营业部

龙岩市新罗区西陂街道龙岩大道383号（龙岩国际商贸中心）A幢17层1726

广州营业部

广东省广州市天河区天河北路183-187号房1001房

长沙营业部

长沙市天心区劳动西路289号嘉盛国际大厦21层21005-21007室

杭州营业部

杭州市江干区香樟路2号泛海国际中心1幢1003、1004室

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2403、2404号

深圳深南大道营业部

深圳市福田区福田街道中心区26-3中国凤凰大厦2座14B

厦门嘉禾路营业部

福建省厦门市思明区嘉禾路21号2203单元

深圳营业部

深圳市福田区联合广场A栋塔楼A1510、A1511

武汉营业部

武汉市江汉区唐家墩路菱角湖万达广场A栋A2单元7层2-9室

福州营业部

福州市鼓楼区温泉街道东大路92号华源大厦8层05、07-10室

乐山营业部

四川省乐山市市中区凤凰路南段211号1栋19楼3号

鄂尔多斯市营业部

鄂尔多斯市东胜区鄂托克西街博源大厦11层1109室

梧州营业部

梧州市新兴三路8号西侧二楼

南昌营业部

南昌市洪城路8号2幢B座1102室

昆明营业部

昆明市环城西路611-613号A幢15层3、4号

郑州营业部

郑州市金水区未来路69号未来大厦909室

柳州营业部

柳州市景行路19号方东大厦6楼

绵阳营业部

绵阳市涪城区临园路东段72号新益大厦写字楼25楼05-08号

徐州营业部

徐州市云龙区和平路帝都大厦1#-1-302室

赣州营业部

江西省赣州市长征大道6号金鹏雅典园17号写字楼

上海向城路营业部

上海市浦东新区向城路288号1203室

北京营业部

北京市海淀区大柳树路17号富海中心3号楼602室

济南营业部

山东省济南市槐荫区经七纬十二路银座中心1号楼1-1802室

南宁营业部

南宁市民族大道141号中鼎万象东方D单元D401号、D402号

宜春营业部

宜春市宜阳大道505号永益翡翠城35栋2层2-1室