

民银智库研究

2020年第34期

总第153期

中国民生银行研究院

2020年10月21日

需求端修复速度加快 GDP有望继续反弹

——2020年三季度宏观经济分析及四季度展望

宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmbc.com.cn

孔雯

kongwen1@cmbc.com.cn

程斌琪

chengbinqi@cmbc.com.cn

- **全球经济缓慢复苏。**尽管疫情仍在全球蔓延并在欧洲出现二次反弹，但主要国家经济持续修复，制造业改善总体快于服务业。摩根大通 PMI 和 OECD 领先指数均持续回升。分国别看，美国经济缓慢复苏，总统大选选情胶着，联储承诺维持利率近零至 2023 年；欧洲经济复苏势头有所降温，欧央行和英央行均按兵不动；日本经济逐渐恢复，现行货币政策宽松力度保持不变；新兴经济体开始缓慢复苏，宽松节奏暂缓。展望四季度，由于疫情仍在蔓延，美国大选尚未揭晓，全球经济仍面临诸多不确定风险。
- **三季度我国经济复苏态势持续向好。**在疫情基本得到控制后，三季度服务业和需求端修复速度加快，推动 GDP 同比增长 4.9%，前三季度累计同比增长 0.7%，终现正增长。供给方面，工业生产已恢复至正常水平，服务业加速反弹。需求方面，消费呈现加速特征，固定资产投资累计增速转正，进出口均表现出强韧性。物价方面，三季度 CPI 先升后降，PPI 通缩幅度有所减小，但 9 月出现反复。就业方面，全国城镇调查失业率稳中有降。金融环境，信贷社融总量增长，融资结构持续优化。人民币汇率整体升值，债券市场收益率走势分化。
- **全年有望实现 2.2% 左右的正增长。**四季度预计我国传统服务业将继续回暖，促使经济增速回归正常水平。考虑到我国经济持续复苏向好基础仍需巩固，秋冬季节常态化防控可能加强，经济完全正常化仍有难度。从供给端看，四季度传统服务业有望继续回暖；从需求端看，企业投资信心有望进一步恢复，推动制造业投资降幅继续收窄，基建投资保持稳健，房地产投资高位小幅回落；消费有望进一步回暖；进出口速度均有望加快。整体来看，四季度 GDP 增速有望回升至 5.5% 左右水平，全年有望实现 2.2% 左右的正增长。
- **政策展望及建议。**四季度货币政策将更加注重灵活适度、精准导向；财政政策将更加注重质量和效率，真正发挥稳定经济的关键作用。展望“十四五”，如果要实现高质量发展，就要在更高起点上推进改革开放。建议可从以下四个方面发力：一是全面深化改革；二是全面扩大开放；三是全面推动创新，尤其是加快数字化转型升级；四是做好风险防范。

目 录

一、全球宏观经济形势分析	1
(一) 2020 年三季度回顾	1
1. 美国：经济缓慢复苏，联储承诺维持零利率至 2023 年	1
2. 欧洲：经济复苏受挫，通胀持续负增长，欧央行和英央行按兵不动	3
3. 日本：经济逐渐恢复，现行货币政策宽松力度保持不变	6
4. 新兴市场：经济缓慢复苏，宽松节奏暂缓	8
(二) 2020 年四季度展望	11
1. 美国：经济复苏面临不确定性，联储考虑适时加快资产购买步伐	11
2. 欧洲：经济复苏仍将波折缓慢，货币政策延续宽松	12
3. 日本：经济缓慢复苏，维持现行货币政策宽松力度	14
4. 新兴市场：面临诸多风险，经济前景脆弱	14
二、我国宏观经济形势分析	16
(一) 2020 年三季度回顾	16
1. GDP：克服疫情与洪涝灾害等不利因素影响，三季度经济稳定恢复	16
2. 供给端：工业已恢复至正常水平，服务业加快修复	18
3. 需求端：投资年内转正，消费逐步回暖，进出口下滑幅度好于预期	19
4. 通胀形势：猪肉推动物价短暂反弹后回落，PPI 持续保持通缩	23
5. 金融环境：信贷社融总量增长，融资结构持续优化	24
6. 金融市场：人民币汇率整体升值 债券市场收益率走势分化	27
(二) 2020 年四季度展望	29
1. 供给端：工业有望保持高位，服务业继续加快改善	29
2. 需求端：投资、消费继续回暖，进出口速度有望加快	30
3. 通胀形势：CPI 大概率跌入 1% 以内，PPI 通缩幅度减弱	32
4. 金融环境：四季度社融平稳运行，增速斜率将逐步放缓	33
5. 金融市场：人民币汇率升势减缓，债券市场收益率有下行可能	34

三、政策回顾与展望	35
（一）2020 年三季度政策回顾	35
1. 货币政策：稳健取向不变，注重精准导向	35
2. 财政政策：更加积极有为，对冲疫情影响	36
3. 其他政策：构建“双循环”新格局	37
（二）2020 年四季度政策展望	39
1. 货币政策展望：延续稳健基调，强化精准直达	39
2. 财政政策：注重质量效率，支持“六稳”“六保”	40
3. 政策建议	41
 主要宏观经济及金融数据一览表	 43

一、全球宏观经济形势分析

（一）2020 年三季度回顾

全球经济缓慢复苏，制造业改善快于服务业。尽管疫情仍在全球蔓延并在欧洲出现二次反弹，但主要国家经济持续修复，制造业改善总体快于服务业，全球经济在艰难曲折中缓慢复苏。2020 年 9 月，摩根大通全球制造业 PMI 报 52.3%，创 2018 年 8 月以来新高，三季度以来逐月抬升并持续保持扩张；服务业 PMI 报 51.6%，较上月微降 0.4 个百分点，三季度持续高于 50% 的荣枯线；综合 PMI 从上月的 52.4% 微降至 52.1%。OECD 综合领先指数报 99，自 4 月以来持续回升。

分国别来看，美国经济缓慢复苏，总统大选选情胶着，联储承诺维持利率近零至 2023 年；欧洲疫情出现二次反弹，经济复苏势头有所降温，欧央行和英央行均按兵不动；日本经济逐渐恢复，现行货币政策宽松力度保持不变；新兴经济体开始缓慢复苏，宽松节奏暂缓。

1. 美国：经济缓慢复苏，联储承诺维持零利率至 2023 年

美国经济缓慢复苏。美国 2020 年二季度实际 GDP 年化季环比终值 -31.4%，较一季度大幅回落 26.4 个百分点，创 1947 年统计以来最大降幅。从三季度情况看，前期财政刺激提振消费需求，制造业前景出现好转，但就业市场结构性问题仍较严重，永久性失业人数达近 7 年高峰，经济修复依然困难重重，疫情防控常态下或进入弱复苏阶段。

经济景气保持高位。7、8、9 月 ISM 制造业 PMI 分别为 54.2%、56.0% 和 55.4%，Markit 制造业 PMI 终值分别为 50.9%、53.1% 和 53.2%。7、8、9 月 ISM 非制造业 PMI 分别为 58.1%、56.9% 和 57.8%，Markit 服务业 PMI 终值分别为 50.0%、55.0% 和 54.6%。景气数据在荣枯线上徘徊，服务业恢复快于制造业。工业投资不及预期。8 月份耐用品订单环比增长 0.4%，扣除飞机非国防资本耐用品订单环比增长 1.8%，增速均较前值回落且不及预期。数据连续第四个月反弹，但复苏之势明显减缓，表明下一阶段潜在动能或逐步转弱。个人消费强劲反弹。9 月份美国零售销售额环比增长 1.9%，较上月回升 1.3 个百分点，超出预期 1.1 个百分点。10 月份密歇根大学消费者信心指数初值 81.2，相对前值和预期有所好转。

同期谘商会消费者信心指数升至 125.9，略高于前值，但明显不如预期。消费者逐渐恢复乐观情绪，但对未来经济发展信心仍然有所保留。

劳动力复苏步伐趋缓，物价走势持续向好。9月新增非农就业人数 66.1 万人，不及上月一半，低于市场预期。同期失业率录得 7.9%，连续第五个月下滑，但仍超出正常水平两倍，降幅也较前几月明显收窄。此外，初请失业金人数近一个月维持在百万水平之下。劳动力市场持续好转，但复苏步伐趋缓，联储官员预测或到 2023 年才能恢复至疫前水平。9月 CPI 同比上涨 1.4%，连续 4 个月抬升，但受能源价格压制影响，自 5 月以来增速有所放缓。核心 CPI 同比增长 1.7%，与前值和预期持平。9 月 CPI、核心 CPI 环比均上涨 0.2%，持续低于前值，主要由粮食和住房价格升幅所致回落。总需求恢复推动物价指数上涨，指标表现逐渐向疫前增速靠拢，通缩担忧已基本消失。

美联储承诺维持利率近零至 2023 年以支持经济。美联储 9 月议息会议决定维持联邦基金利率在 0-0.25% 区间，同时承诺将在较长时间内维持利率近零。随后，主席鲍威尔在国会就新冠疫情应对措施作证，主要概括 13 项紧急贷款措施逾 1 万亿美元的资金流向。据联储官员预测，2020 年经济实际 GDP 增速中值为 -3.7%（明年转正至 4%），年底失业率将达 7.6%（明后年为 5.5%、4.6%），通胀水平为 1.2%（2023 年升至 2%）。会议纪要显示，一是三季度经济恢复得益于前期财政刺激，与会者普遍担忧未来财政政策支持规模、时间，以及经济复苏预期；二是当前已引入灵活平均通胀目标制，有助于加强前瞻性指引；三是将对资产购买计划（国债和不动产抵押贷款证券）作出进一步评估和交流，以支持双重政策目标得以顺利实现。此外，鲍威尔还在公开演讲时多次表示，只有在财政政策和货币政策共同支持下，经济复苏才会更为强劲，否则中小企业和低收入家庭或再度陷入困境。

美国总统大选首场辩论结束。9月30日，总统特朗普和民主党总统候选人拜登结束第一场电视辩论，美国媒体称该场辩论混乱不堪。随后，特朗普确诊感染肺炎，但经过紧急治疗之后已结束隔离并恢复公开活动。期间美国总统辩论委员正式宣布取消第二场辩论，声明将集中筹备 10 月 22 日最后一场总统候选人辩论。目前拜登支持率继续领先特朗普，不过仍不能排除出现“十月惊奇”。

图 1：美国 GDP 环比折年率及各分项贡献

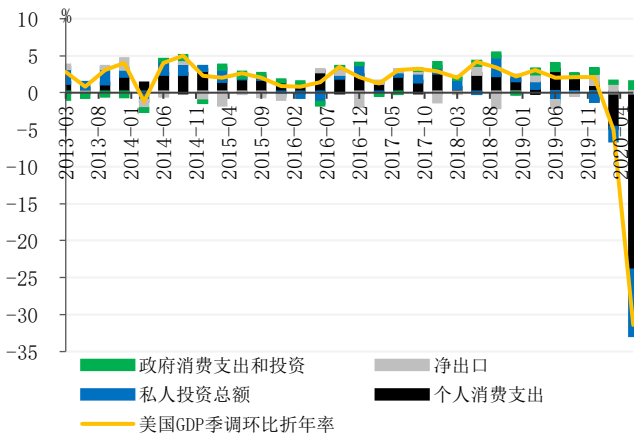
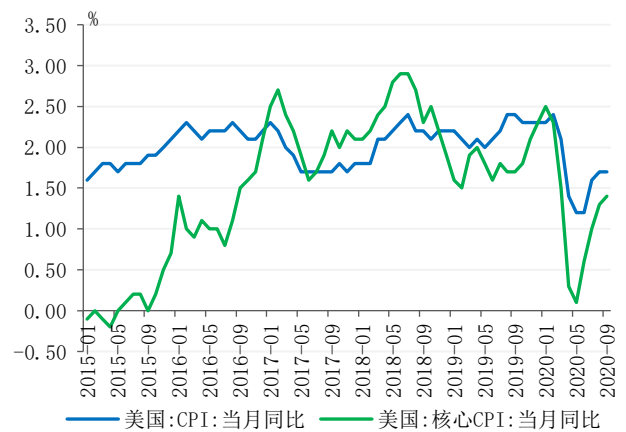


图 2：美国 CPI 与核心 CPI 同比增速



数据来源：WIND

图 3：美国工业产出与零售销售指数同比增速

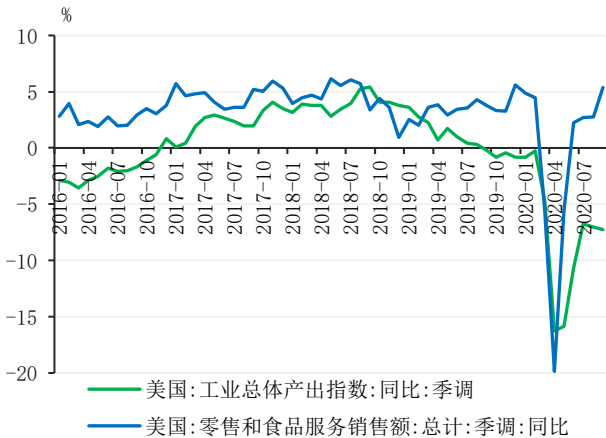
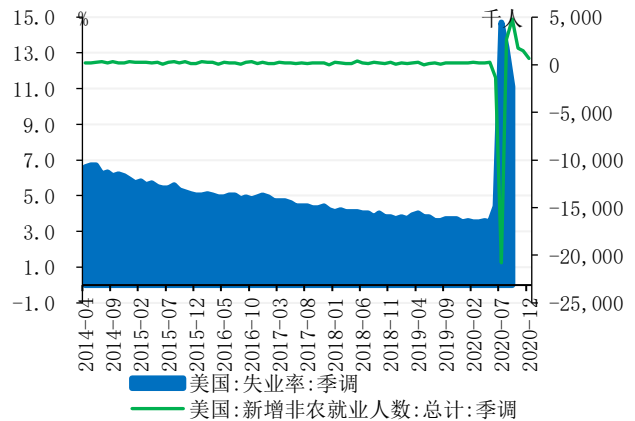


图 4：美国月度失业率与新增非农就业人数



数据来源：WIND

2. 欧洲：经济复苏受挫，通胀持续负增长，欧央行和英

央行按兵不动

欧元区经济复苏受挫。作为新冠肺炎疫情“震中”，2020 年欧元区在发达经济体中受冲击最大，二季度 GDP 同比增长-14.7%，环比增长-11.8%，经济收缩程度远超 2008 年金融危机时期，创历史新低。随着疫情在政府严格封锁措施下得到有效控制，欧元区经济在二季度初探底后稳步复苏。进入三季度，受假期家庭聚会和年轻人外出旅行影响，欧元区疫情出现反弹，政府不得不重新加强管控和延长封锁。受此影响，欧元区经济出现降温势头，总体呈现“生产弱、需求强”格局。

制造业和服务业景气度分化。三季度欧元区制造业总体保持上行。随着出口和零售在许多欧元区国家重启，生产端动能得以增强，9月欧元区制造业 PMI 从 7、8 月份的 51.8%、51.7% 显著升至 53.7%，远超预期。然而，制造业和服务业景气度加速背离。由于欧元区各国政府再度收紧防疫措施以减缓疫情蔓延，刚刚有所复苏的欧元区服务业再次受到压制。9 月服务业 PMI 降至 47.6%，不及预期且低于 7、8 月份的 54.7% 和 50.5%，连续两个月大幅下滑并再度陷入收缩。

内需尚有支撑。受夏季促销推动，欧元区 8 月零售销售同比超预期增长 3.7%，显著好于 7 月的 -0.1%，主要源于网上购物和服装销售大幅飙升。欧元区消费者信心指数在连续三个月基本停滞不前，9 月回升至 -13.9，创 3 月以来新高且较上月升幅有所扩大，但仍低于长期平均水平。**生产动能减弱。**欧元区 8 月工业产出环比增速连续第三个月大幅下滑，较 7 月下降 4.3 个百分点至 0.7%，与德国 8 月工业产出环比意外负增长的疲软趋势相印证。**进出口增速仍处低位。**受疫情二次反弹下政府再度加强封锁措施影响，三季度欧元区外贸仍未见显著起色，8 月进出口双双继续保持大幅负增长，进口同比增速降幅仅较 7 月微升 0.9 个百分点至 -13.5%；出口降幅较上月扩大 1.8 个百分点至 -12.3%，仍显著低于疫情前水平，贸易顺差大幅收窄至 1.5 亿欧元。

劳动力市场持续趋弱。三季度欧元区失业率延续二季度逐月攀升的趋势，7、8 月失业率分别为 8% 和 8.1%，较上月上升 0.2 和 0.1 个百分点，创 2018 年下半年以来新高。**通胀连创新低。**受能源价格下滑和二次疫情对需求产生的抑制影响，三季度欧元区通胀持续下滑，7、8、9 月分别同比增长 0.4%、-0.2%、-0.3%，连续两个月负增长并创 2015 年以来新低，加剧了对疫情反弹引发通缩螺旋式上升的担忧。

欧盟设立复苏基金。7 月 21 日，欧盟峰会设立总额 7500 亿欧元的复苏基金。基金中 3900 亿欧元可用作无偿拨款和项目拨款，3600 亿欧元作为低息贷款。欧盟将在 2021 年和 2022 年发放“恢复基金”中 70% 的拨款资金，剩余 30% 将在 2023 年年底前发放。本次基金协议是欧盟历史上最大规模经济刺激计划，在一定程度上展现出欧盟各国合作推动财政支持的团结信号，有望打破财政保守的北欧国家与多数想要帮助南欧国家的成员国之间的僵局，且符合此前欧央行反复敦促欧盟成员国政府和央行加大财政刺激力度的倡议，对推动欧盟经济复苏具有积极意义。

欧央行按兵不动。在7月和9月的两次货币政策会议上，欧央行均按兵不动，将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别维持在0.00%、0.25%和-0.50%不变。欧央行称主要利率将继续维持在当前或更低水平，直到通胀稳固地接近政策目标。同时，欧央行宣布将紧急抗疫购债计划（PEPP）维持在1.35万亿欧元的规模不变，同时维持资产购买计划下的每月200亿欧元净购买额，且将在年底前额外进行规模1200亿欧元的临时资产购买。PEPP下的净资产购买期将至少持续至2021年6月底；PEPP下到期证券本金再投资将至少持续至2022年底。行长拉加德指出，管委会将决心使用所有可用的政策工具，但目前还没有讨论扩大PEPP。

图 5：欧元区 GDP 与三大需求对 GDP 的拉动

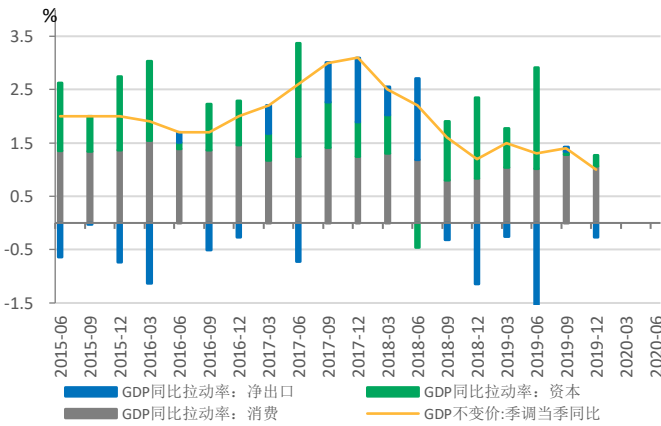
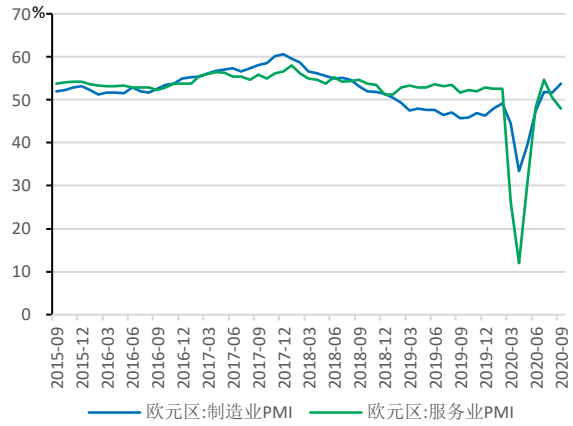


图 6：欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI



数据来源：WIND

图 7：欧元区工业产出与零售销售指数同比增速

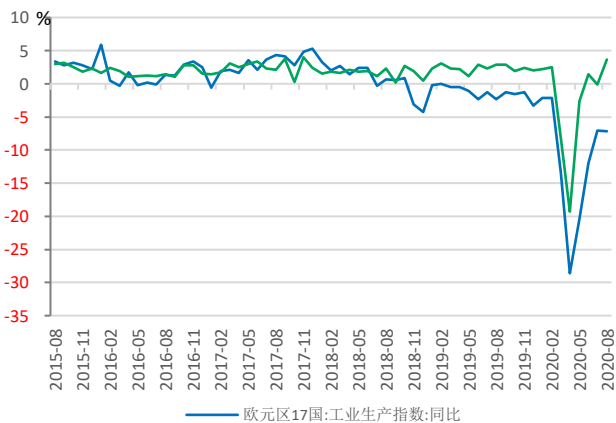
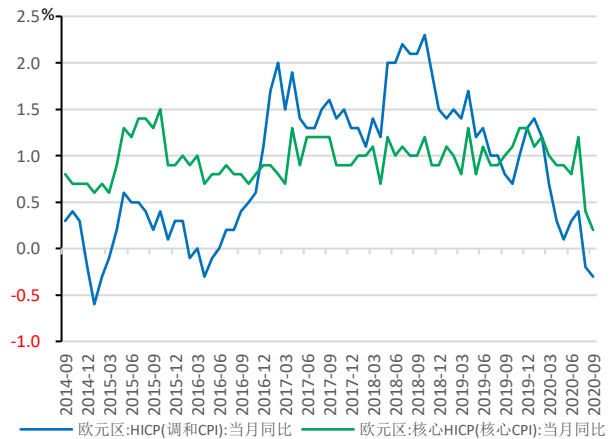


图 8：欧元区 CPI 及核心 CPI 同比增速



数据来源：WIND

英央行持续观望。在 8 月和 9 月的两次货币政策会议上，英央行继续保持观望，将基准利率和总购债目标分别维持在 0.1% 的历史低位和 7450 亿英镑的规模不变，称经济增长前景仍具有不确定性，在取得重大进展前不会收紧刺激政策。委员会讨论了负利率的有效性，认为目前的政策立场是适当的，如果市场状况恶化，英央行可以提高量化宽松规模。

英国脱欧贸易谈判仍未达成一致。10 月 16 日，欧盟领导人发表声明，要求英国必须采取措施，以达成脱欧相关协议。随后英国首相约翰逊发表强硬回应，称英国必须准备好在没有新的贸易协定的情况下离开欧盟，除非欧盟谈判代表作出“根本性的态度改变”。由于双方仍在政府补贴和渔业配额问题等问题上存在严重分歧，本轮谈判中仍然未能就新的贸易协议达成一致。

3. 日本：经济逐渐恢复，现行货币政策宽松力度保持不变

随着国内外经济活动重启，三季度日本经济恶化的程度较二季度有所减弱，环比有所改善。但与新冠疫情爆发前相比，各项经济数据依然在较低水平徘徊，且个别数据仍在恶化，复苏势头仍不稳固。

制造业、服务业萎缩速度放缓。7-9 月，制造业 PMI 分别为 45.2%、47.3%、47.7%，已连续 4 个月反弹；服务业 PMI 分别为 45.4%、45.0%、46.9%，整体高于二季度水平。**生产正在恢复。**7、8 月，季调后工业生产指数分别环比增长 8.7%、1.0%，已连续 3 个月环比增长。**消费降幅逐步收窄。**7、8 月两人及以上家庭月消费性支出分别实际同比下降 7.6%、6.9%，与二季度相比降幅有所缩小，但已连续 11 个月下滑。7-9 月季调后消费者信心指数分别为 29.5%、29.3%、32.7%，出现好转迹象。**贸易收支连续 3 个月顺差。**7-9 月，出口分别同比下降 19.2%、14.8%、4.9%，进口分别同比下降 22.3%、20.8%、17.2%，由于进口降幅更大，贸易收支连续 3 个月实现顺差，顺差额分别为 71 亿日元、2486 亿日元、6750 亿日元。

通货紧缩风险上升。7、8 月核心 CPI 同比分别增长 0.0%、-0.4%，时隔两个月连续同比持平后再度出现下降。日本央行行长黑田东彦表示，由于新冠疫情严重抑制了消费者需求，通胀率可能在一段时间内保持在负值。今年二季度经济中，供给大于需求的幅度达到 4.83%，是日本经

济时隔3年零9个月，再次出现类似情况，供需失衡的程度与金融危机发生后的2009年二季度相当，显示物价正在下降。

就业环境不断恶化。7、8月，季调后失业率分别为2.9%、3.0%，完全失业人数分别同比增加41万、49万，已连续7个月同比增加；求才求职比分别为1.08、1.04，降至2014年1月以来最低水平，反映每名求职者对应的招聘岗位数量减少。与失业人数剧增的美国等国家相比，日本失业率变动并不显著，这一方面是由于日本劳动力市场长期供不应求，另一方面与日本企业大量使用非正式员工等因素相关。疫情期间，日本企业大多采取停聘非正式员工或让员工“休业”的方式规避裁员。

鉴于经济复苏势头尚不稳固，日本央行决定维持现行货币政策宽松力度。9月17日，日本央行公布利率决议，宣布维持利率水平不变，维持为应对新冠疫情而采取的各种宽松政策不变，以支持企业融资，通过购买资产维护金融市场稳定。日本央行行长黑田东彦在记者会上表示，将密切关注疫情对经济的冲击，如果有必要，将毫不犹豫地继续推出进一步宽松措施。

图9：日本GDP与三大需求对GDP的拉动

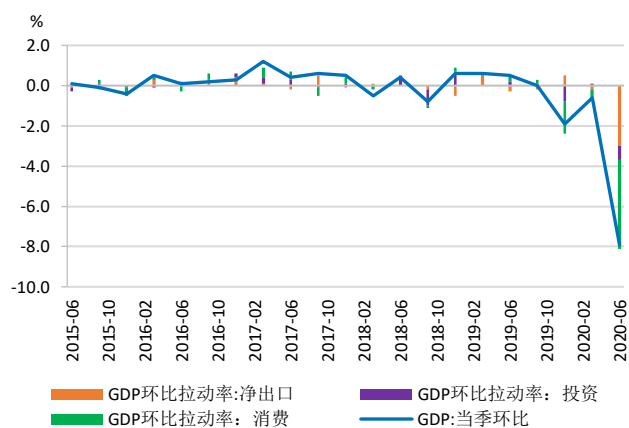


图10：日本制造业PMI和服务业PMI

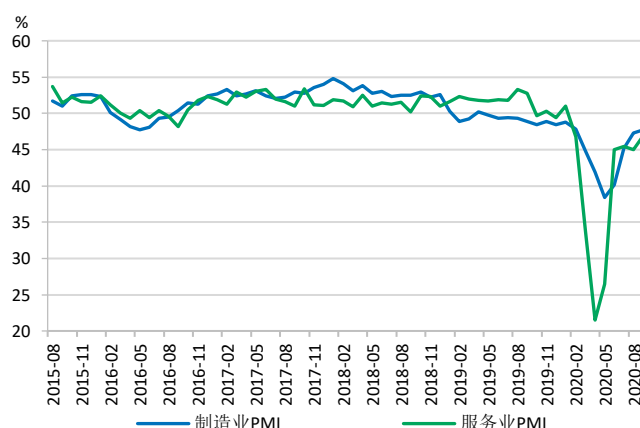
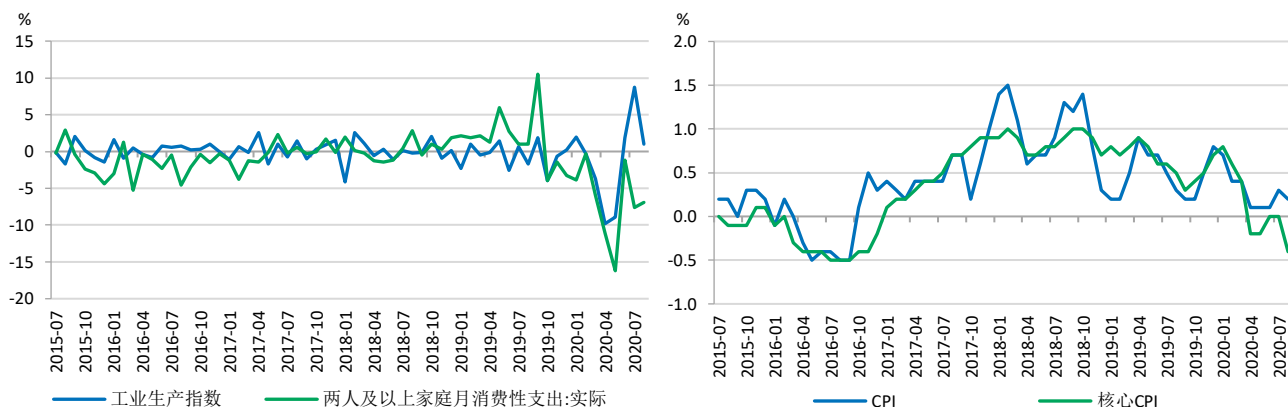


图11：日本工业生产指数与家庭消费支出同比增速

图12：日本CPI和核心CPI同比增速



数据来源：WIND

4. 新兴市场：经济缓慢复苏，宽松节奏暂缓

三季度以来，随着疫情防控措施的逐步放开，以金砖国家为代表的新兴市场经济体在三季度有所恢复。增长方面，尽管部分指标仍在负向区间，但经济衰退幅度已有所降低；通胀方面，各国通胀有所上升，个别国家通胀水平高于目标区间上限。货币政策方面，9月以来，受通胀和汇率等因素限制，金砖国家宽松节奏暂缓。

印度经济不均衡复苏。受新冠疫情冲击，2020年二季度，印度GDP同比下滑23.9%，较一季度大幅回落27个百分点。进入三季度，经济景气有所分化。7、8、9月制造业PMI分别为46%、52%、56.8%，回到荣枯线以上；服务业PMI分别为34.2%、41.8%、49.8%，仍在荣枯线以下。**生产端收缩放缓。**7、8月工业生产指数分别为117.6和116.1，同比减幅分别为10.8%和8%。**失业率波动下行。**7、8、9月失业率分别为7.4%、8.4%、6.7%。**通胀持续上行。**7、8、9月CPI分别同比上升6.7%、6.7%、7.3%，高于4%的目标中值和6%的上限。

印度央行维持利率不变。10月7-9日货币政策会议上，印度央行决定基准回购利率维持在4%不变，为本财年第二次暂停降息，主要原因是通胀高企，CPI已连续多月突破通胀目标上限。印度银行表示，促进经济增长仍是货币政策重心，将更多依靠信用政策而非利率政策支持经济。

巴西经济较快复苏。2020年二季度，巴西GDP同比下滑11.4%，较一季度回落11.1个百分点。进入三季度，经济景气逐渐回升。7、8、9月制造业PMI分别为58.2%、64.7%、64.9%，服务业PMI分别为42.5%、49.5%、50.4%。**生产端逐渐修复。**7、8月工业生产指数分别同比下跌

2.8%和 2.7%，降幅较二季度明显收窄。**需求端继续回暖。**7、8 月零售业物量指数同比增速分别为 5.5%和 6.1%，连续三个月正增长。**失业率持续攀升。**7 月失业率 13.8%，为有数据以来最高失业率水平。**通胀温和上涨。**7、8、9 月广义消费者物价指数分别同比增长 2.3%、2.4%、3.1%，低于目标中值 4%。

巴西央行维持利率不变。9 月 16 日，巴西央行宣布维持现行基准利率 2%不变，为 1999 年采用通胀目标制以来最低水平，此举意味着去年 7 月以来的降息周期暂停。巴西国央行表示，近期经济活动指数显示经济逐渐出现复苏迹象，但经济增长不确定性仍然较高。

俄罗斯经济复苏仍然脆弱。2020 年二季度，俄罗斯 GDP 同比下滑 8%，较一季度回落 9.6 个百分点。进入三季度，**经济景气有所分化。**7、8、9 月制造业 PMI 分别为 48.4%、51.1%、48.9%，服务业 PMI 分别为 58.5%、58.2%、53.7%。**生产端逐渐修复。**7、8、9 月工业生产指数降幅分别为 8%、7.2%、5%，降幅较二季度有所收窄。**需求端修复稍快。**7、8 月零售业营业额同比降幅分别为 1.9%和 2.7%，降幅较二季度明显收窄。**失业率继续上升。**7、8 月失业率分别为 6.3%和 6.4%，为 2012 年 3 月以来最高水平。**通胀有所上升。**7、8、9 月 CPI 分别同比上升 3.4%、3.6%、3.7%，延续年初以来上升态势。

俄罗斯央行维持利率不变。9 月 18 日，俄罗斯央行决定维持目前 4.25% 的基准利率不变，通胀和汇率可能是主要考虑因素。俄罗斯央行表示，由于经济复苏和卢布走弱，近几个月整体物价增长率略高于预期。该国央行还表示，随着经济复苏步伐放缓，可能在下次会议上降息。

南非经济逐渐恢复。2020 年二季度，南非 GDP 同比下滑 17.1%，较一季度回落 17.2 个百分点。进入三季度，**经济景气逐渐回升。**7、8、9 月 PMI 分别为 49.9%、54.9%、57.5%。**供给端和需求端逐渐修复。**7、8 月制造业生产指数同比下滑 11.4%和 9.2%，零售销售同比下滑 8.6%、4.2%，降幅较二季度均有所收窄。**失业率大幅下降。**官方失业率从一季度末的 30.1%降至二季度末的 23.3%，为 2009 年二季度以来最低值；同时，广义失业率（包括停止寻找工作的人）从前期的 39.7%上升至 42%。**通胀有所回升。**7、8 月 CPI 同比增速分别为 3.2%和 3%，较二季度有所回升。

南非央行维持利率不变。9 月 17 日，南非央行决定，维持当前 3.5% 基准利率不变。季度预测模型隐含的政策利率路径表明，短期内基准利

率不会进一步下调。该国央行表示，货币政策不能提高经济潜在增长率或降低财政风险，这些问题应通过宏观经济政策和结构性改革加以解决。

图 13：“金砖国家” GDP 增速

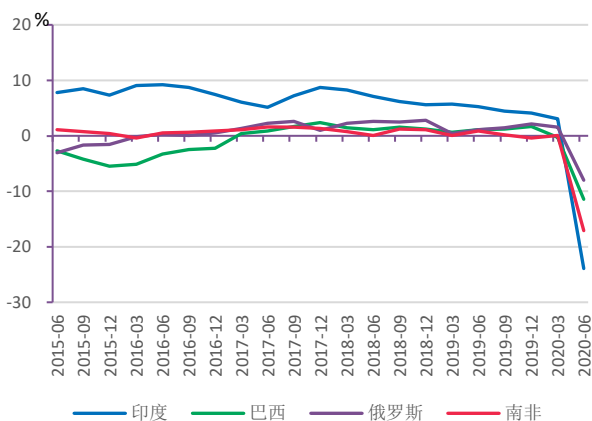
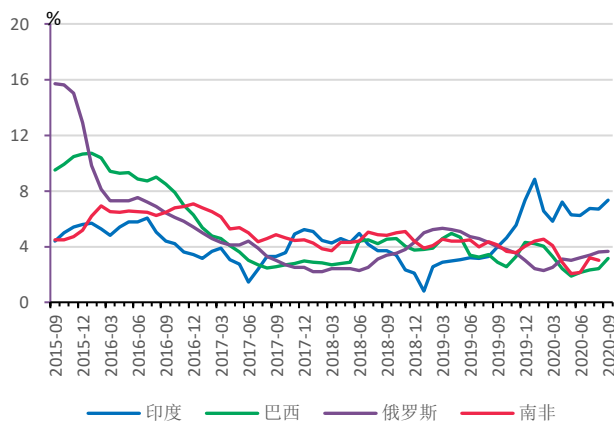


图 14：“金砖国家” 通货膨胀率



数据来源：WIND

(二) 2020 年四季度展望

对本就疲弱的全球经济而言，新冠肺炎疫情的突然冲击和持续蔓延无异于雪上加霜。但随着中国和美国两大主要经济体的前景改善，全球经济从新冠病毒疫情中的复苏速度有所加快。经济合作与发展组织（OECD）9月预测，2020年全球经济预计增长-4.5%，显著好于6月份预测的-6%。IMF在10月份的《世界经济展望》中将2020年经济增速预期上调至-4.4%，降幅小于6月份预测的-4.9%。

展望四季度，全球经济前景较为脆弱，仍面临诸多风险。美国经济复苏前景不确定性较高，联储考虑适时加快资产购买步伐；欧洲经济复苏仍将波折缓慢，货币政策延续宽松；日本经济仍将呈现缓慢复苏态势，维持现行货币政策宽松力度；新兴经济体经济总体将延续复苏态势，刺激措施将继续发挥作用，但经济复苏前景仍受多重因素制约。

1. 美国：经济复苏面临不确定性，联储考虑适时加快资产购买步伐

展望四季度，社会疏离措施仍在持续，疫情将在短期内继续影响经济活动、就业和通胀，鉴于美国经济具有较强的恢复力（消费者支出大幅反弹，已恢复至疫前四分之三水平），预计疫情影响将逐渐被经济复苏势头削弱。据IMF最新预测，2020年美国经济增长率为-4.3%，较6月预期上调3.7个百分点，主要基于二季度经济衰退好于预期、三季度出现部分复苏迹象的判断，总体更为乐观。同时，IMF还预计2021年美国

GDP 增速为 3.1%（较此前预期下调 0.8 个百分点），直至 2022 年才能够恢复到疫情前水平。总体来看，疫情对经济的影响依然存在高度不确定性，主要面临三方面挑战：

一是财政刺激政策陷入僵局。前期财政政策和货币政策合力支持下，美国经济明显摆脱困境。《关怀法案》条款奏效，同时信贷流向美国家庭、企业、各州及当地政府，使得经济活动和就业有所回弹。但在总统大选临近、两党博弈接近白热化、预算赤字突破 3 万亿美元的情形下，新财政刺激法案或仍“难产”，进而影响 11 和 12 月节假日的消费需求提振，危及美国经济复苏的步伐。二是劳动力市场难言实质性改善。当前美国主要宏观经济指标仍远低于年初水平，尤其近几个月，随新冠病毒感染人数回升、疫情进入“第三波”，就业增长急剧放缓，临时性裁员到永久性裁员转化率翻番，就业市场结构不断遭受严重破坏。三是行业复苏存在分化。由于疫情防控表现较差，美国工业生产复苏一直较缓慢，随天气转冷，建筑活动及工业生产或有所减弱。

货币政策继续保持宽松。在疫情影响持续、未来经济发展状况仍充满不确定的情况下，联储仍将保持宽松货币政策以支持经济尽可能强劲复苏。一方面，在 9 月 FOMC 会议上，与会官员指出实际 GDP 增速、失业率等主要经济指标的不确定性比过去 20 年平均水平更高，且有可能加剧金融失衡和中小型银行违约风险。因此，在未来几个月中，联储承诺至少以当前速度增持国债和机构抵押贷款支持证券，以维持市场平稳运行并营造宽松的金融环境。另一方面，针对货币政策适当性评估，联储将继续监测公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和预期等新信息对经济前景的影响，并准备适当地调整货币政策立场。此外，联储还对当前财政援助僵局表示担忧，呼吁政府和国会加强财政支持，并指出低利率环境为更大规模的赤字提供了可能性和空间。

2. 欧洲：经济复苏仍将波折缓慢，货币政策延续宽松

展望四季度，虽然三季度欧洲疫情出现二次反弹，但随着各国政府及时收紧管控、防疫经验日趋丰富成熟，预计欧元区因疫情再次全面封禁的可能性不大。考虑到天气进一步变冷，欧元区或将有更多成员国为控制疫情采取严格的管控措施和延长封锁。随着商业活动放缓，经济数据恐将进一步走弱，但欧元区经济整体复苏的势头不会发生扭转，二次探底可能性较小。根据 IMF 最新预测，预计 2020 年欧元区 GDP 增速为

-8.3%，较此前预期的-10.2%上调 1.9 个百分点。经合组织（OECD）最新报告则预测，欧元区 2020 年 GDP 增幅为-7.9%。欧央行最新公布的经济公报则表示，经济前景的不确定性上升继续打压消费者支出和企业投资。总体来看，欧元区经济仍将以脆弱曲折且不均衡的复苏为主旋律，主要面临四方面挑战：

一是劳动力市场隐忧较大。后续随着疫情持续，部分国家受制于财政资金限制，不得不逐步到期退出职位保留计划和贷款项目等就业支持政策，很多暂时性休假的企业员工恐难有机会重返岗位，失业率仍可能大幅攀升，2020 年四季度至 2021 年初或出现第二波失业潮，进而对欧元区需求侧和整体经济造成冲击。**二是需求修复仍需时日。**疫情二次反弹打断了欧元区因前期封锁解除而释放的被压抑需求，部分成员国重启和延长的封锁措施使餐饮、旅游、住宿等接触和体验型服务行业再次受到抑制，叠加失业形势愈加严峻导致居民部门整体购买力低下，需求恢复缓慢。**三是通胀下行风险显著。**考虑到疫情反弹和劳动力市场疲软仍将对消费形成制约，预计 2021 年欧元区通胀水平仍将与欧央行“低于但接近 2%”的通胀目标相差甚远。**四是英国脱欧贸易谈判变数仍存。**2020 年 12 月 31 日脱欧过渡期结束之前，双方举行进一步脱欧谈判的大门仍然敞开。但如果过渡期内英欧无法达成贸易协议，则双方将回到世界贸易组织框架下，重新实施边检和关税，不仅增加贸易成本，还会带来混乱的经贸关系，进而对双方尚不牢固的经济复苏造成巨大冲击。

货币政策延续宽松。欧央行四季度货币政策大概率将延续宽松立场，主要基于三方面因素影响。一是通胀短期内难以达到政策目标，仍需通过宽松的货币刺激来抵消疫情和需求疲软对通胀造成的下行影响；二是在疫情尚未结束、经济复苏势头尚不稳固的情况下，过早退出货币宽松刺激措施可能导致经济陷入二次衰退；三是尽管早已实施负利率因此降息必要性和空间较为有限，但欧央行 1.35 万亿的紧急抗疫购债计划（PEPP）仍远未足额使用，四季度欧央行仍可通过 PEPP 向市场提供充足流动性。考虑到近期欧元区通胀持续负增长、欧央行鸽声频传，或为其可能在 12 月货币政策会议上宣布的新刺激计划做铺垫，有可能进一步扩大 PEPP 规模。

3. 日本：经济缓慢复苏，维持现行货币政策宽松力度

展望四季度，在新冠疫情未有超预期反复的情况下，随着国内外经济活动重启，生产、消费和出口将呈现复苏态势，GDP降幅按年率计算可能收窄至5%左右。国际货币基金组织10月13日发布的最新一期《世界经济展望报告》预计，2020年日本经济将萎缩5.3%。但目前拉动日本经济增长的动能不足，不确定性仍然存在。

一是民间设备投资依然在较低水平徘徊。8月核心机械订单额经季节调整后环比微升0.2%，与7月6.3%的环比升幅相比，增长势头明显减弱。从同比看，8月核心机械订单额下降15.2%，与新冠疫情爆发前水平相比尚有一段距离。日本内阁府对机械订单基本情况的判断由“呈减少趋势”上调为“正在停止下降”。二是消费低迷现象仍将持续，快速复苏的可能性不大。疫情导致破产企业快速增多，就业形势严重恶化，家庭收入大幅下降，会削弱居民消费能力和意愿。由于对经济前景存有危机感，消费者将进入“节约模式”，难以走出“低欲望社会”的消费心态。三是作为出口导向型经济体，日本经济深受国际形势影响。保护主义、单边主义上升，以及全球经济恢复的不确定性可能继续影响日本的贸易和生产活动。四是少子化、老龄化趋势愈发严峻。这会导致劳动力不足、创新能力下降、社保费用膨胀、内需疲弱、债务延续困难等问题。五是低利率政策下投资成本降低，金融市场波动频率大，政府运用货币政策和财政政策施行宏观调控的余地有限。

日本央行将维持现行货币政策宽松力度。其一，经济增长内外部挑战犹存，复苏前景并不乐观。其二，物价指数出现负增长，通缩压力加大，距离2%的政策目标渐行渐远。其三，贸易保护主义和内外部需求低迷打击企业和消费者信心，物价上涨动能仍显不足。日本央行行长黑田东彦10月18日在G30线上国际银行研讨会上表示，随着经济复苏，明年物价可能会反弹，不需要改变央行的通胀目标或前瞻性指引，即使美国和欧洲都在重新评估政策框架，以寻求更好的方式来刺激经济增长。

4. 新兴市场：面临诸多风险，经济前景脆弱

展望四季度，新兴市场经济体将延续复苏态势，但是经济复苏前面临诸多风险，包括疫情防控措施的负面效应、政府财政刺激空间有限、内外部需求不振等，经济复苏前景脆弱，全年经济仍将出现较大幅度萎

缩。在2020年10月的《世界经济展望》中，IMF预计新兴市场和发展中经济体2020年经济增速为-3.3%，较6月预测下调0.2个百分点，其中四季度单季经济增速为-0.5%。其中，印度经济将萎缩10.3%，俄罗斯经济将萎缩4.1%，巴西经济将萎缩5.8%，南非经济将萎缩8.0%。

新兴市场经济体面临的主要风险：一是新冠疫情形势不容乐观。目前印度、巴西等新兴市场国家在新冠确诊病例数量方面居于世界前列，阿根廷、俄罗斯、南非等国新冠确诊病例居高不下。新冠疫情的持续蔓延和相关防控措施将对经济复苏造成拖累。二是全球价值链受创受阻。新冠疫情对全球价值链造成明显冲击，一方面，价值链稳定性下降、价值链形成受阻，新兴市场经济体贸易规模或继续萎缩、贸易逆差明显扩大；另一方面，随着主要国家投资能力下降，作为外资主要投资领域的制造业、服务业和金融业将受到较大冲击。三是债务问题进一步凸显。为应对新冠疫情采取的经济刺激政策，使得新兴经济体财政赤字和债务问题进一步扩大。卫生和社会支出增加、本币疲软、外汇储备减少和全球增长放缓，都将导致其债务负担进一步加剧。四是地缘政治风险冲击。阿塞拜疆和亚美尼亚之间的冲突再次升级，俄罗斯与亚美尼亚签有防卫协议，并在亚美尼亚设有军事基地，呼吁双方停战；土耳其则支持其盟友阿塞拜疆，地区大国可能因此被拖入区域冲突，增加政治上或经济上的负担。

货币政策保持宽松，利率下调空间有限。面对前路诸多风险和脆弱经济前景，预计新兴市场经济体央行仍将维持宽松的货币政策姿态，但是进一步宽松空间有限。一方面，为了应对新冠疫情冲击，新兴市场央行进行了力度空前的降息，政策利率基本已经持平于或创下历史最低水平；另一方面，在经济缓慢复苏的同时，各国普遍出现了通胀水平升高和通胀预期高企，也限制了央行的降息空间。在此背景下，加强前瞻性指引和与市场沟通，继续实行资产购买等非常规货币政策，或将是各国央行货币政策进一步发力的方向。

二、我国宏观经济形势分析

（一）2020 年三季度回顾

三季度以来，在疫情基本得到控制后，我国经济复苏态势持续向好，总需求继续平稳回升，主要指标逐步上行，前三季度我国 GDP 同比增长 0.7%，终现正增长。虽然三季度 4.9% 的同比增速略低于市场预期，但在主要经济体中仍然一枝独秀。

从供给端看，工业生产已恢复至正常水平，服务业修复速度加快。从需求端看，三驾马车动力均有所增强。其中，前三季度固定资产投资同比增长 0.8%，增速年内首次由负转正，上半年为下降 3.1%。三大支柱均出现好转，其中房地产投资保持强劲，制造业投资反弹显著，基建投资略显疲软；消费呈现逐步回暖态势，最终消费支出对经济增长的贡献率由二季度的 -2.3% 提升至 1.7%；进出口均表现出强韧性。从物价看，三季度 CPI 先升后降，PPI 通缩幅度有所减小，但 9 月出现反复。从就业看，全国城镇调查失业率稳中有落，9 月份为 5.4%，比 8 月份下降 0.2 个百分点。从金融环境看，信贷社融总量增长，融资结构持续优化。从金融市场看，人民币汇率整体升值，债券市场收益率走势分化。

1. GDP：克服疫情与洪涝灾害等不利因素影响，三季度经济稳定恢复

前三季度我国 GDP 同比增长 0.7%，年内首次实现正增长。前三季度实现国内生产总值 722786 亿元，按可比价格计算，同比增长 0.7%。分季度看，一季度同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%，三季度增长 4.9%。从环比看，三季度 GDP 增长 2.7%，相当于年化增长 11% 以上。面对新冠肺炎疫情冲击、部分地区洪涝灾害影响以及复杂严峻的外部环境，整体经济交出满意答卷。

三季度以来，在常态化疫情防控效果不断显现的基础上，我国国民经济保持持续恢复，尽管北京、新疆、辽宁等部分地区疫情一度有所反复，但均在常态化防控措施下得到有效化解，对经济的冲击有限。二季度以来，主要生产性部门复工复产接近恢复正常水平，三季度开始传统服务业复商复市进度也明显加快，9 月以来餐饮、住宿、文化、娱乐等行业持续复苏，整体经济继续向正常化迈进，互联网等新经济不断焕发

活力，“双循环”发展新格局逐步形成。

第一产业稳健托底，第二产业回归正常，第三产业加速恢复。分产业看，三季度我国第一产业同比增长 3.9%，农林渔牧业生产保持平稳，受疫情影响较小；粮食生产表现稳健，秋粮有望再获丰收；猪肉供给逐步恢复，生猪存栏同比实现高增长。第二产业同比增长 6.0%，已恢复到往年水平。工业生产基本恢复，9 月规模以上工业增加值实现超预期增长，制造业复苏好于采矿和能源供应业，基建投资推动建筑业快速增长。第三产业同比增长 4.3%，修复速度加快，但尚未恢复到正常年份水平，服务业特别是传统服务业快速恢复，批发零售、交运仓邮、文教娱乐实现恢复性增长，餐饮住宿同比跌幅进一步收窄，金融与房地产保持稳健，信息软件服务继续保持高增长。

从需求端看，在“双循环”发展新格局进一步推进的大背景下，内需实现稳健复苏。投资对经济增长起到托底作用，前三季度资本形成总额拉动 GDP 增长 3.1 个百分点，三季度当季拉动 2.6 个百分点，1-9 月固定资产投资累计增速年内首次转正。最终消费一度拖累经济增长，前三季度向下拉动 GDP 达 2.5 个百分点，但三季度当季实现快速复苏，拉动 GDP 增长 1.7 个百分点。外需表现好于预期，前三季度拉动 0.1 个百分点，三季度当季拉动 0.6 个百分点。

整体来看，三季度整体经济克服了输入型疫情压力、局部地区疫情反复、洪涝灾害等多重不利因素的影响，实现了常态化防控下的稳健增长，成为全球主要经济体中唯一实现增长的国家，为全年经济稳健增长打下了坚实基础。

图 15：我国 GDP 当季同比增速

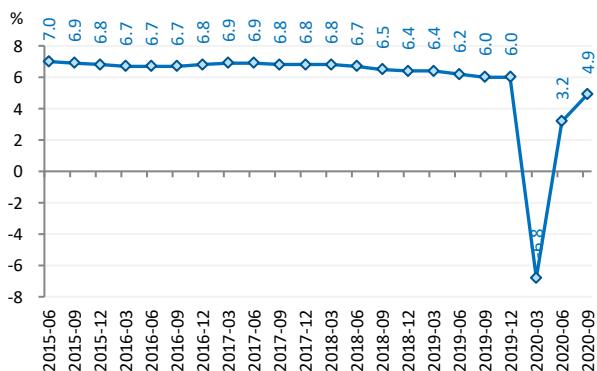
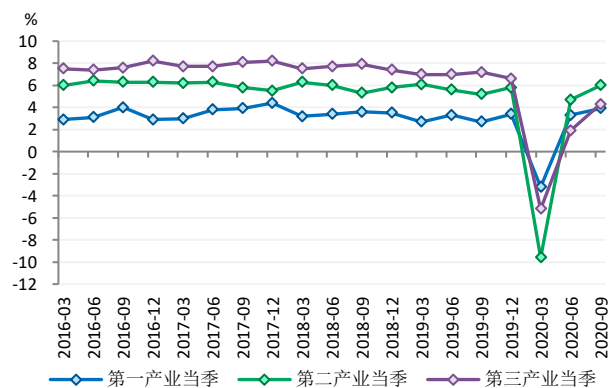


图 16：三大产业增加值同比增速



数据来源：WIND

2. 供给端：工业已恢复至正常水平，服务业加快修复

三季度以来，供给端总体依然延续二季度以来“工业快于服务业”的格局，其中工业生产已恢复至疫情前正常水平，服务业修复步伐明显加快。

工业生产已恢复至正常水平。三季度以来，工业生产持续加快改善，7、8、9月工业增加值分别同比增长4.8%、5.6%、6.9%，逐月回升且速度加快。7月工业增加值同比增速持平去年同期，8月超过去年同期的4.4%，9月超过去年同期的5.8%并持平于去年12月，均为2019年4月以来的最高水平，超出市场预期。1-9月份规模以上工业增加值同比增长1.2%，累计增速在8月首次转正后再度加快0.8个百分点。此外，三季度全国工业产能利用率为76.7%，比二季度上升2.3个百分点，也高于去年二、三季度的76.4%，进一步显示出工业生产修复已近完成。

需求向好助推制造业加快修复。工业生产之所以持续好转，主要跟内外部需求同步回暖相关。无论是出口还是投资、消费目前都保持持续回升势头，从而带动制造业生产加速。9月制造业增加值同比增长7.6%，较7、8月加快1.6个百分点，已超过疫情前水平，成为工业生产的主要拉动力量。其中，汽车制造业持续高增。7、8、9月汽车行业增加值和产量分别同比增长21.6%、14.8%、16.4%和26.8%、7.6%、13.8%，均显著高于疫情前水平，在制造业中回升力度最为快速和显著。

服务业加快修复。服务业生产指数逐步回升。进入三季度，随着疫情得到控制、服务业场所陆续解封以及前期部分被压制的消费需求逐步释放，7、8、9月服务业生产指数分别同比增长3.5%、4.0%、5.4%，回升斜率逐月抬升，改善步伐显著加快，但较去年同期均在6.3%以上的水平仍存在一定差距，显示出服务业复苏仍慢于工业。1-9月全国服务业生产指数累计同比增长-2.6%，降幅比上半年显著收窄3.5个百分点，但距离去年同期的7%仍有较大差距，服务业恢复至疫情前水平仍需时日。

服务业PMI加快扩张。自3月份以来，服务业PMI总体持续保持上行并高于50%荣枯线，显示出服务业不断加快扩张。7、8、9月服务业PMI分别录得53.1%、54.3%、55.2%，回升斜率逐月减小，仍均高于去年同期水平。一方面，制造业生产加速，带动交通运输、房地产、电信互联网软件、租赁及商务服务业等相关服务业业务增长；另一方面，随着国内疫情防控形势趋于稳定，电影院等人员聚集性和接触性较强的

生活和消费性服务业有序恢复经营。叠加各项促消费政策持续发力，居民消费需求加快释放，带动住宿、餐饮、文体娱乐等服务业加快复苏。

图 17: 工业增加值同比与环比增速

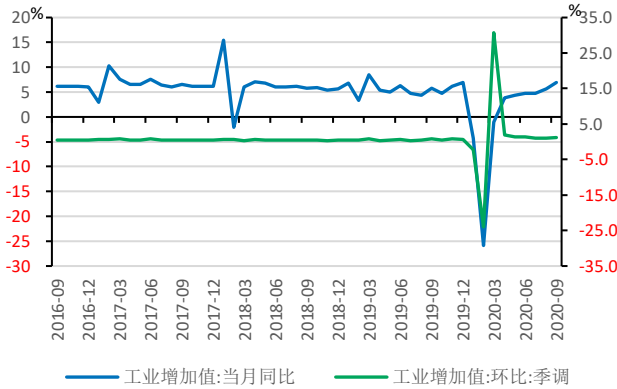
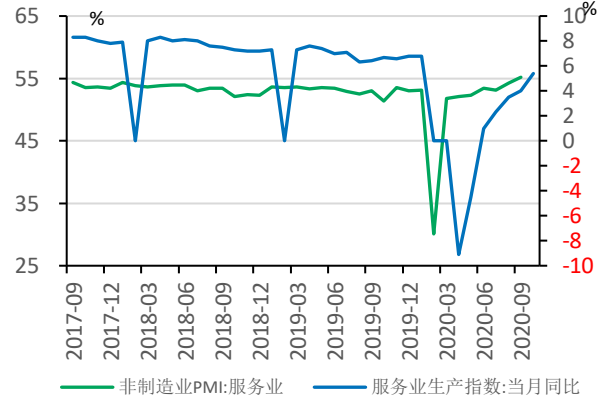


图 18: 服务业 PMI 与生产指数同比增速



数据来源: WIND

3. 需求端: 投资年内转正, 消费逐步回暖, 进出口下滑

幅度好于预期

(1) 固定资产投资增速: 年内首次转正

前三季度固定资产投资增速由负转正。前三季度固定资产投资同比增长 0.8%，增速年内首次由负转正，上半年为下降 3.1%。三大支柱均出现好转，其中房地产投资保持强劲，制造业投资反弹显著，基建投资略显疲软。

制造业投资连续两个月同比正增长。前三季度制造业投资同比下降 6.5%，降幅较 1-8 月收窄 1.6 个百分点，据测算当月投资增速约为 3.7%，较 8 月当月小幅回落，但仍是连续第二个月实现正增长。制造业投资连续两个月反弹，其原因包括：一是终端需求好转推动价格回升，有助于企业扩大资本开支。8 月工业企业利润总额同比增长 19.1%，连续两个月维持在 19% 以上增速，利润增速改善有利于稳定企业家信心；二是产能利用率持续回升。三季度全国工业产能利用率为 76.7%，已高于去年同期水平；三是政策支持。央行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，有利于制造业投资增速回升。

房地产投资保持强势。前三季度房地产开发投资同比增长 5.6%，较 1-8 月回升 1.0 个百分点，明显高于市场预期。据测算 9 月当月房地产开发投资增速约为 11.5%，连续 3 个月保持两位数增长。房地产开发资金来源同比增长 4.4%，高于 1-8 月的 3.0%，销售额增速扩大 2.1 个百分点至 3.7%，“金九银十”效应显现。但“345”融资规则正在发挥作用，主要表现为拿地和新开工开始降温。1-9 月土地购置面积累计降幅收窄 0.6 个百分点至 1.8%，9 月当月同比下降 4.78%；1-9 月新开工面积累计降幅缩小 0.2 个百分点至 3.4%，9 月当月同比下降 1.95%。

基建投资略显疲软。前三季度基建投资累计同比增长 0.2%，前 8 个月为 -0.3%，同样年内首次由负转正，不过基建投资回升速度不够理想，据测算 9 月当月基建投资增速约为 3%，较 8 月回落 0.7 个百分点，这可能是三季度 GDP 增速略低于市场预期的主要原因。决定基建投资的主要因素是资金和项目。截至 9 月底，今年已发行新增专项债券 33655 亿元，仅余 3845 亿元未发行，债券发行已接近尾声，可以说资金来源基本能够保障，但并未大幅拉动基建投资增速，原因一方面是形成实物工作量尚需时间，另一方面可能源于缺乏好的项目对接。

图 19：投资累计同比与民间投资累计同比

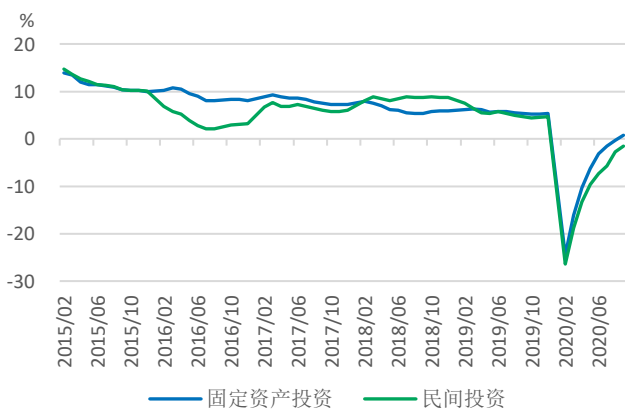
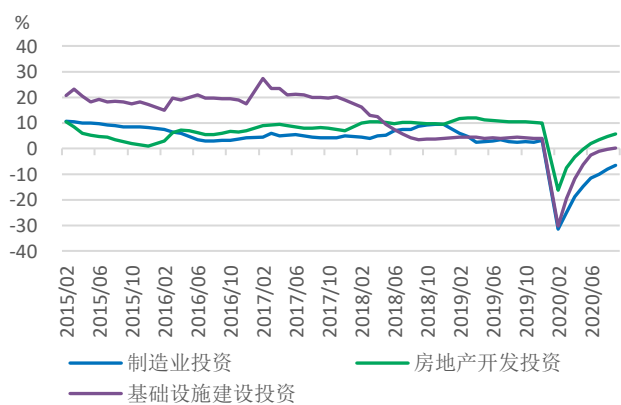


图 20：固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

(2) 社会消费品零售：市场销售全面好转

三季度，随着我国疫情防控形势持续向好，社会生产和生活秩序总体恢复正常，促进消费政策措施持续发力，消费呈现逐步回暖态势，最终消费支出对经济增长的贡献率由第二季度的 -2.3% 提升至 1.7%，但与疫情前水平相比尚有差距。

9月消费持续回升。9月社会消费品零售总额同比增长3.3%，增速较上月加快2.8个百分点，连续2个月增长；扣除价格因素实际增长2.4%，增速年内首次转正，较上月加快3个百分点。

汽车消费继续保持在较高水平。9月限额以上汽车类商品零售额同比增长11.2%，略低于上月的11.8%，但连续第三个月保持在11%以上的高增速。今年汽车消费增长较快，主要跟疫情改变了人们的出行需求有关。具体到汽车消费档次，则呈现出“豪华车表现强劲、合资品牌相对较稳、自主品牌份额逐渐被挤压”的特征，显示高收入群体收入受疫情影响比较小。若扣除汽车类商品，9月社会消费品零售总额同比增长2.4%，增速较上月加快3个百分点，今年以来首次转为正增长，反映出其他方面的消费也在加速反弹。

网上零售较快增长，餐饮消费持续恢复。1-9月份，全国网上零售额同比增长9.7%，较1-8月提高0.2个百分点；实物商品网上零售额同比增长15.3%，较1-8月回落0.5个百分点。疫情得到控制后，人们外出就餐、购物的次数明显增加，部分穿类、用类商品消费从线上转移到线下。9月份，餐饮收入同比下降2.9%，降幅较上月收窄4.1个百分点。

居民收入实际增速由负转正，消费支出降幅进一步收窄。1-9月份，全国居民人均可支配收入23781元，同比名义增长3.9%，较上半年加快1.5个百分点；扣除价格因素实际增长0.6%，较上半年加快1.9个百分点。1-9月份，全国居民人均消费支出14923元，同比名义下降3.5%，降幅较上半年收窄2.4个百分点；扣除价格因素实际下降6.6%，降幅较上半年收窄2.7个百分点。

图 21：名义消费与实际消费同比增速

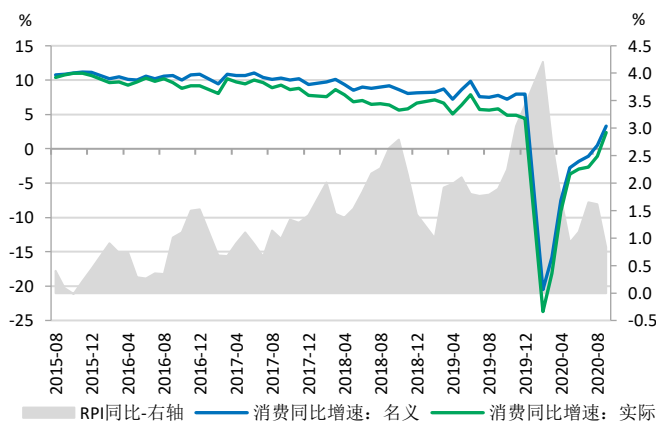
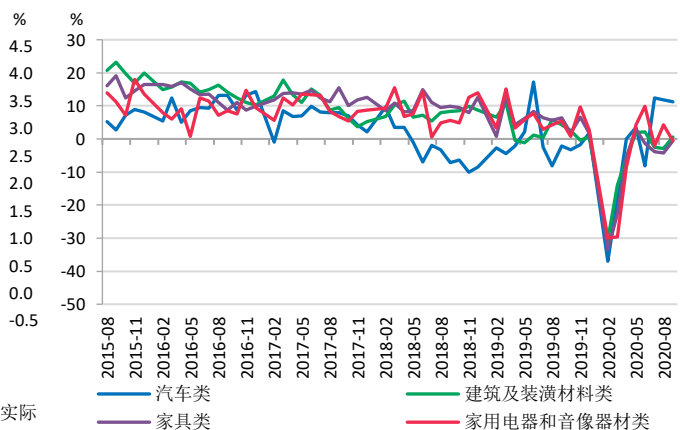


图 22：汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

(3) 外贸：进出口继续下滑，但幅度小于预期

三季度，我国外贸进出口总值 12670.47 亿美元，同比增长 6.3%。其中，出口 7126.44 亿美元，同比增长 8.8%；进口 5543.94 亿美元，同比增长 3.2%；贸易顺差 1582.50 亿美元，前值顺差 1546.56 亿美元。

9 月出口 2397.6 亿美元，同比增长 9.9%，好于前值 4.2%。出口增速回升仍然主要靠两个因素驱动：一是海外疫情仍在蔓延，与防疫有关的纺织品、医疗器械以及远程办公等出口继续保持较快增长。如医疗仪器及器械出口额同比增长 30.9%，较上月的 38.9% 继续回落但仍高于整体增速；二是外需逐步恢复。发达经济体复工复产加快，9 月摩根大通全球制造业 PMI 为 52.3%，较上月回升 0.5 个百分点，连续第三个月位于荣枯线之上，带动外需继续回暖。

9 月进口 2027.6 亿美元，同比增长 13.2%，前值-2.1%。9 月进口表现远超市场预期。一是国内需求加速回暖，国内经济持续恢复，钢材、铁矿砂等原材料进口大幅增加，汽车行业复苏拉动汽车和零部件进口；二是部分大宗商品价格上升，大豆、铁矿石、铜矿砂等价格已经持平或超过去年同期价格；三是中美科技领域摩擦，推动出于控制风险而抢进口，机电产品和高新技术产品进口大幅增加；四是中美经贸协定履行，水果、坚果、大豆和食用油等农产品进口大幅增加。五是基数效应，受中美相互加征关税影响，我国进口增速去年 9 月触及去年全年最低，形成较低基数。此外，人民币兑美元汇率和实际有效汇率持续升值，有利于促进进口。

图 23：中国月度出口总额和同比增速

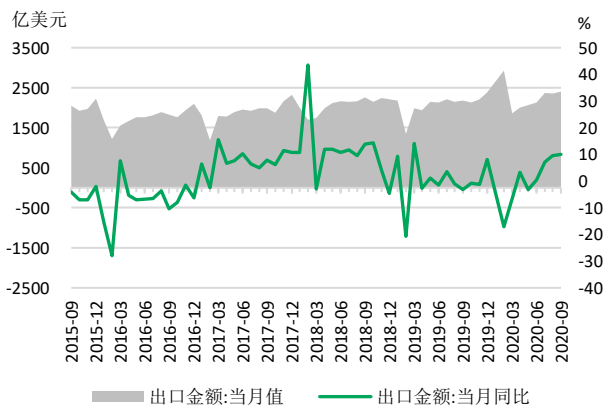
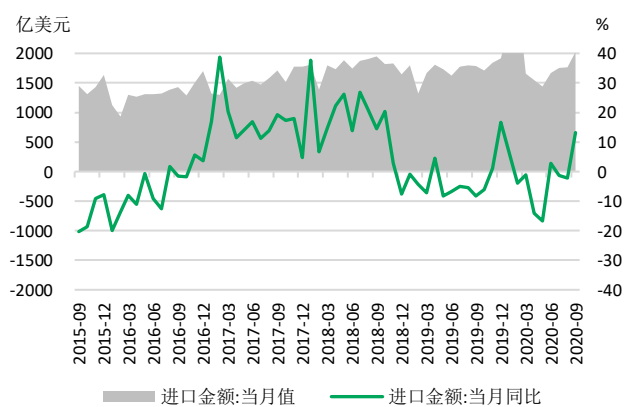


图 24：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

4. 通胀形势：猪肉推动物价短暂反弹后回落，PPI持续保持通缩

三季度 CPI 呈现先升后降格局。前三季度 CPI 同比上涨 3.3%，并呈现逐季回落态势。三季度 CPI 同比上涨 2.3%，较二季度整体回落 0.4 个百分点。分月看，7、8、9 月 CPI 分别同比上涨 2.7%、2.4% 和 1.7%。

食品价格受供给面扰动较大，非食品价格逐步企稳。食品价格一度受到猪肉及洪涝灾害影响出现较大波动。其中，受猪肉价格反弹和洪涝灾害影响，7 月 CPI 同比涨幅较 6 月扩大 0.2 个百分点，夏季鲜菜、鸡蛋价格受节日及天气扰动，也推升了 7、8 月份的食品价格。随着疫情在常态化防控下的持续好转，社会总体需求逐步回暖，非食品价格逐步企稳。生活用品与服务价格连续 3 个月环比持平；能源价格回升推动交通通信价格在 7、8 月环比回升，结束了 5 个月的连跌局面；教育文化娱乐在 9 月实现 9 个月来的首次环比上升；居住价格则在 7 月结束了连续 5 个月的环比下跌。

9 月 CPI 同比增速 18 个月以来首次跌回 2% 以下。9 月份 CPI 同比上涨 1.7%，同比涨幅较上月回落 0.7 个百分点。在食品价格明显回落的拖累下，CPI 同比降幅自 2019 年 3 月以来首次回到 2% 以下。食品价格环比上涨 0.4%，涨幅比上月回落 1.0 个百分点。受猪肉生产持续恢复，存栏不断改善以及储备猪肉投放增多因素影响，猪肉价格由上月的环比上涨 1.2% 转为环比下降 1.6%，结束了此前连续三个月的环比上升势头，成为拖累食品价格的主要因素。非食品价格环比上涨 0.2%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，反映出需求因素仍在继续好转。具体来看，随着夏秋换季上新，服装价格环比上涨 0.9%，结束了连续 3 个月的负增长；文娱消费逐步恢复以及新学期开学带动教育文化和娱乐环比增长 0.8%，同样结束了连续 3 个月的负增长。这两项成为推动非食品价格环比上涨的主要动力。扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.2%，较上月扩大 0.1 个百分点，回升至 2 月以来的最高水平。同比上涨 0.5%，涨幅与上月相同。总体来看，社会需求仍处于弱复苏过程中。

三季度工业领域通缩幅度有所减小，但 9 月出现回落。随着疫情逐步恢复，工业企业下游需求有所恢复，体现在价格上是 PPI 的跌幅较二季度有所收窄。7、8、9 月 PPI 分别同比下降 2.4%、2% 和 2.1%，并实现了连续 3 个月的环比增长。9 月 PPI 同比回落，略弱于市场预期。9

月随着外需在疫情中继续恢复，国际大宗商品价格整体上涨，国内大循环政策不断推出，国内工业领域需求继续复苏。不过9月PPI仅环比上涨0.1%。分项看，生产资料表现较为强劲，但生活资料环比下降，其中猪肉价格回落导致食品工业价格涨幅回落至0，而耐用消费品及衣着等仍处在环比下降区间。

通胀对货币政策暂不构成制约。由于当前经济仍处于回升通道，物价仍处于合意区间，既没有通胀压力也没有通缩压力，因此货币政策将继续维持稳健基调，并通过引导资金投向实现结构优化目标。

图 25：居民消费价格指数月度同比与环比

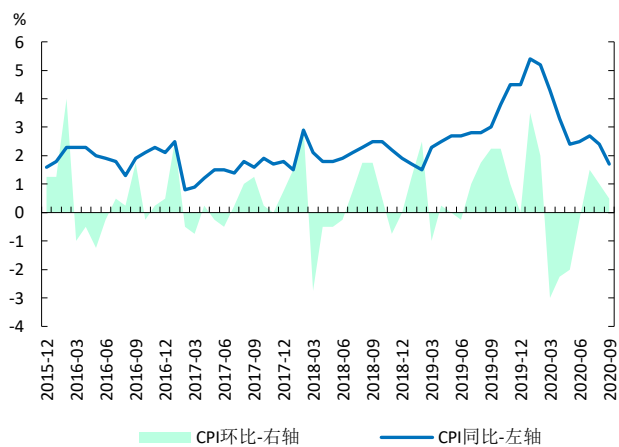
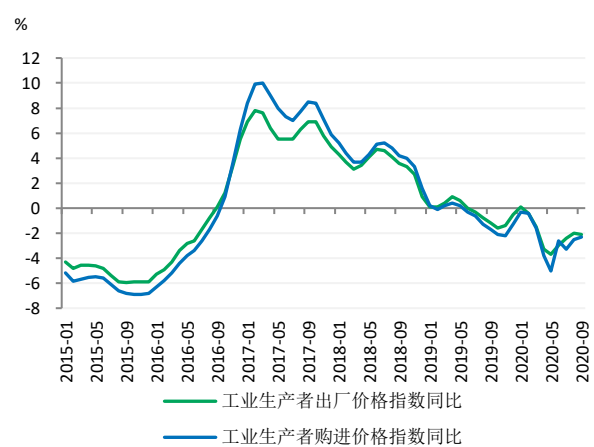


图 26：生产者购进和出厂价格指数



数据来源：CEIC

5. 金融环境：信贷社融总量增长，融资结构持续优化

三季度新增人民币贷款合计4.17万亿元，同比多增0.21万亿元。分月来看，7月较去年同期少增673亿元，8月基本持平历史同期高点，9月新增人民币贷款创历史同期新高。具体来看，7月新增信贷低于预期，主要源于季节性因素影响下的企业短期贷款及票据融资显著下滑，以及非银贷款同比大幅少增。8月在中长期贷款创历史同期新高和票据融资、非银金融机构贷款显著收缩一正一负的双重作用下，新增信贷表现平稳，信贷余额增速持平，基本符合预期。9月票据融资、短期贷款继续承压，但在企业中长期贷款强拉动下，信贷新增表现超出市场预期，对实体经济支持力度增强，定向滴灌特征进一步显现。

从结构看，三季度贷款增长受到了企业部门和居民部门的双重有力支撑。三季度企业贷款累计新增1.79万亿元，其中，短期贷款减少1100亿元，但中长期贷款新增2.39万亿元，同比多增1.03万亿元，弥补了短

期贷款缺口，对季度贷款稳增长贡献较大。7、8、9月企业中长期新增贷款占新增贷款总额比重分别高达60.12%、56.66%、56.21%，连续三月超过55%以上，较为罕见。居民贷款累计新增2.56万亿元，同比多增0.64万亿元，其中短期贷款和中长期贷款分别多增2348亿元和4100亿元。

三季度新增社融8.76万亿元，同比多增2.76万亿元，主要增量贡献来自于人民币贷款、未贴现银行承兑汇票、非金融企业境内股票融资和政府债券净融资。其中，人民币贷款同比多增4870亿元，未贴现银行承兑汇票同比多增6649亿元，非金融企业境内股票融资同比多增2499亿元，政府债券净融资同比多增1.41万亿元。

具体到9月来看，受企业、居民中长期贷款大幅多增拉动，9月人民币贷款新增1.9万亿元，好于市场预期，创历史同期新高，同比多增2047亿元，显示我国实体经济复苏态势向好，资金需求旺盛。

9月新增企业贷款9458亿元，同比少增655亿元，但拖累主要来自票据融资和短期贷款两方面。其中，受监管层打击票据套利影响，票据融资连续四月萎缩，9月新增减少2632亿元，同比少增4422亿元，为2017年2月以来最大降幅；9月新增短期贷款1274亿元，同比少增1276亿元；但是，受制造业和基建需求支撑，企业中长期贷款新增10680亿元，创年内新高，同比多增5043亿元，为2017年5月以来峰值，表明企业投资活动回暖提速。此外，银行为满足MPA考核要求加大对实体经济中长期贷款投放力度也是企业中长期贷款创新高的因素之一。

9月新增居民贷款9607亿元，同比多增2059亿元，基本保持了4月以来的平稳增长态势。其中，近期国内消费修复加速，叠加两节消费刺激，以消费贷为主的居民短期贷款投放较为稳定。居民短期贷款新增3394亿元，同比多增687亿元，较8月份略有收缩。而居民中长期贷款新增6362亿元，创疫情以来单月最高值，同比多增1419亿元，连续四月保持千亿级别。前期因房地产调控升级，银行压降按揭投放的担忧并未发生，市场供需两旺，投放稳定，以按揭贷款为主的居民中长期贷款仍对居民贷款新增提供明显支撑。

新增社融创历史同期新高。9月新增社融3.48万亿元，创历史同期新高，同比多增9630亿元，也超市场预期；社融存量同比增速为13.5%，逐月提升，创年内新高。从结构来看，除前述表内信贷融资大幅拉动外，地方政府债券融资和未贴现银行承兑汇票发力也有一定贡献。9月新增政府债券融资1.01万亿元，环比少增3685亿元，同比多增6326亿元，

保持对社融增长较强贡献。受剩余额度制约，9月政府债券净融资环比减少，但为前期特别国债发行“让道”，今年地方政府债和一般国债发行有所延后，导致9月净融资规模高于去年同期。9月新增未贴现银行承兑汇票融资为1503亿元，同比多增1934亿元，增量多于8月。源于实体企业供应链体系顺利恢复，监管支持实体小微企业票据融资，企业开票愿意增强，且票据贴现利率高位运行导致未贴现的表外票据融资保持高位。

其他表外融资渠道则明显承压，持续收缩。受房企融资政策收紧影响，9月信托贷款负增1159亿元，同比多减487亿元。9月委托贷款面临延续压降，负增318亿元，同比多减295亿元。此外，股市直接融资能力有所增强，9月非金融企业股票融资新增1121亿元，连续三月超千亿规模，表明注册制等改革成效明显，资本市场融资活力不断提升。

9月末M2同比增长10.9%，增速较8月提升0.5个百分点，比去年同期提升2.5个百分点。季末财政支出加大、企业贷款大幅增多、股市下行居民储蓄资金回流等因素均为M2同比增速出现反弹的原因。整体上看，尽管9月末M2增速反弹幅度略高于市场预期，但并未改变下半年以来稳中有降的整体态势，体现了监管强调的“总量适度，坚决不搞大水漫灌”政策意图。9月末M1同比增长8.1%，创近30个月以来新高，较8月提升0.1个百分点，比去年同期提升4.7个百分点，显示经济增长修复顺利，各类市场主体活力不断增强。此外，9月非金融企业存款增加1.01万亿元，同比多增5201亿元，这主要受企业中长期贷款投强劲，拉动相应定期存款派生多余活期，M2和M1剪刀差较上月有所扩大。

图 27：人民币信贷与社融增长情况

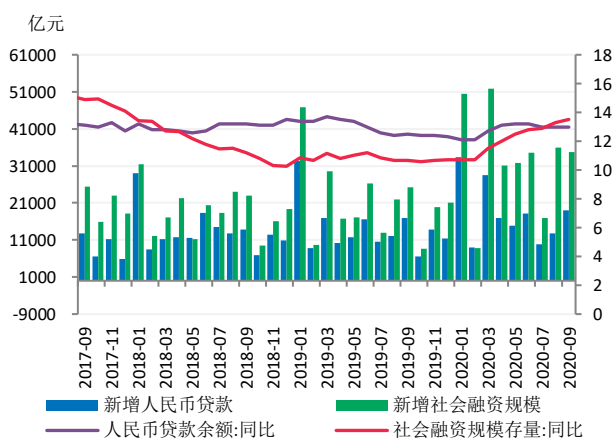
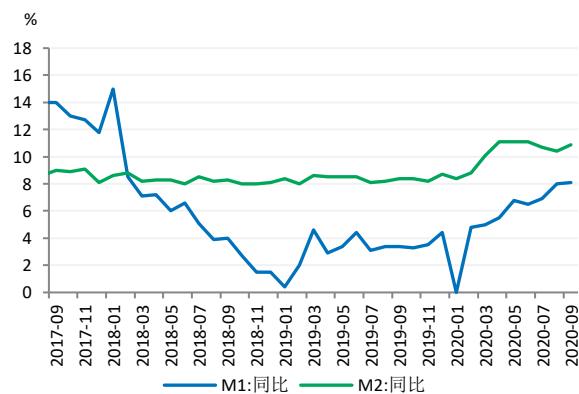


图 28：M1 与 M2 余额同比增速



数据来源：WIND

6. 金融市场：人民币汇率整体升值 债券市场收益率走势分化

(1) 人民币汇率整体升值

7月15日至10月16日,人民币汇率前期快速升值,中期走势平稳,后期双向波动,整体升值明显。第一阶段7月15日至9月2日:受美元指数下行影响,人民币汇率快速升值,期间人民币兑美元汇率中间价和即期汇率升值2.29%、2.33%。第二阶段为9月2日至9月16日:美元指数上行后又小幅回调,基本面支撑下人民币兑美元汇率中间价和即期汇率保持稳定并小幅升值,期间分别升值0.81%、0.95%。第三阶段为9月16日至10月16日:国外疫情持续发酵叠加临近美国总统大选,美元指数波动性加剧并小幅升值,受此影响人民币汇率双向波动特征明显,但仍小幅升值,期间人民币兑美元汇率中间价和即期汇率分别升值0.73%、0.93%。

人民币之所以持续升值,一是国内基本面向好。受益于有效的疫情防控,我国经济复苏走在全球前列,已率先实现正增长,成为人民币汇率升值的主要支撑。二是美元指数下行至年内低位,打开人民币汇率升值空间。下半年开始海外新冠肺炎疫情有好转趋势,全球经济回暖预期增强,市场避险需求减弱,加上美联储货币政策保持宽松态势,导致三季度美元指数整体弱势运行。三是中美无风险利差处于高位,境外机构持续增持人民币资产,驱动人民币走强。疫情发生后,美国利率走低使得中美利差持续扩大。中美利差吸引外资持续增持人民币资产。截至2020年9月末,境外机构(包括各渠道)累计持有中国债券2.94万亿元人民币,是境外投资者连续第22个月增持中国债券。

但是,市场不宜形成人民币汇率单边升值的预期。一是美元指数阶段性低位盘整,仍有上行可能。随着美国经济逐渐复苏,叠加新冠病毒肺炎疫情在北半球快速反弹,美元仍将是全球重要避险资产。一旦市场避险需求升温,美元指数将重拾上升动能,令人民币汇率承压。二是美国总统大选临近,消息面有利空可能。随着美国大选投票日越来越接近,世界各国也越来越紧张地关注着美国总统特朗普和民主党总统候选人拜登之间的选战激斗。美国总统选举与选后中美关系走向是影响人民币汇率的因素,需警惕消息面利空对人民币汇率的打压。

(2) 债券市场收益率走势分化

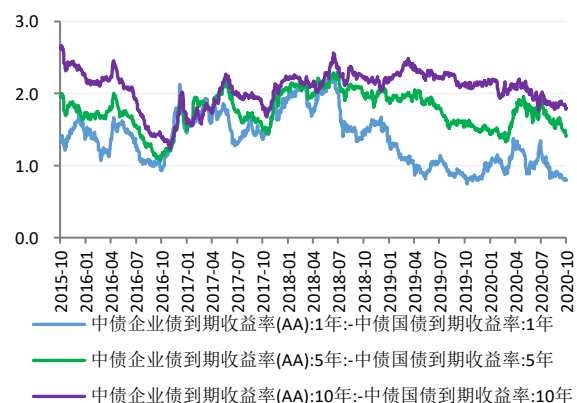
债市收益率上行。7月15日至7月31日，7月经济持续修复，基本面向好背景下，央行货币政策回归正常化，流动性略偏紧，债市收益率震荡调整。期间1、5、10年期中债国债上行4.28bp、-3.8bp、1.05bp；1、5、10年期AA级中债企业债下行24.61bp、24.21bp、6.68bp。7月31日至9月8日，央行维持公开市场操作利率和LPR利率不变，货币市场利率有所上行。结构性存款的持续压降使银行负债端扩张压力增加，存款荒带来银行资金偏紧，加之利率债供给放量，流动性总体处于适中水平，短期资金价格和长期资金价格大多有所上行。期间1、5、10年期中债国债上行35.41bp、38.24bp、15.66bp；1、5、10年期AA级中债企业债上行22.02bp、20.66bp、12.44bp。9月8日至10月16日，基本面持续向好释放积极信号，但债券供给压力相对较大，叠加央行货币政策维持稳健，中长期资金面持续收敛，持续压制债市，债市弱势维持震荡格局。期间1、5、10年期中债国债分别上行9.92bp、7.11bp、9.72bp；1、5、10年期AA级中债企业债分别下行1.14bp、6.96bp、-6.16bp。

信用利差先收窄后平稳。7月15日至8月19日，由于经济恢复好于预期，疫情期间阶段性宽松的货币政策已经逐步退出，货币政策转向边际收紧，信用债收益率跟随利率债波动上行，信用利差被动收窄。期间1、5、10年期AA级企业债信用利差分别收窄50.77bp、32.79bp、8.34bp。8月下旬起，为对冲政府债券发行缴款、缓解跨季跨节流动性压力，央行加大公开市场资金投放力度，银行间市场短期流动性充裕。但受跨季和十一长假的影响，较长期限的资金供给仍然偏紧。信用债走势好于利率债，信用利差继续收窄，但幅度减弱。期间1、5、10年期AA级企业债信用利差分别收窄2.57bp、19.27bp、6.17bp。

图 29：人民币对美元汇率走势



图 30：AA 企业债与同期国债利差走势



数据来源：WIND

（二）2020年四季度展望

展望四季度，进入秋冬季节后，随着疫情传播条件的变化，国内疫情外防输入、内防反弹的压力有所上升，部分省市可能出现零星小规模疫情，对局部地区经济造成一定影响，但总体依然可控。

从三大需求来看，随着国内疫情防控形势将继续保持稳定，企业投资信心进一步恢复，制造业投资继续复苏，基建投资保持稳健，房地产投资高位小幅回落；随着社会生产和生活秩序总体恢复正常，聚集性服务消费的限制将逐渐弱化，公众的消费信心逐渐恢复，消费有望进一步回暖；考虑到防疫物资对出口的支撑以及中国对其他国家出口的替代效应，未来几个月出口仍有望保持正增长，进口增速有望加快。

整体看，预计四季度传统服务业将继续回暖，促使整体经济向基本正常化迈进。考虑到我国经济仍处在恢复进程中，持续复苏向好基础仍需巩固，常态化防控不会放松，甚至可能加强，经济完全正常化仍有难度。综合来看，预计四季度GDP将沿着原有路径继续反弹至5.5%左右，全年预计能够实现2.2%左右的正增长。

1. 供给端：工业有望保持高位，服务业继续加快改善

四季度工业增加值有望继续保持高位。展望四季度，考虑到9月工业增加值同比增速已恢复至疫情前水平，供给端修复已近尾声，继续大幅加快增长的空间已经不大，工业增加值能否持续保持高位主要取决于需求端能否持续修复。

从需求端来看，6月以来出口交货值同比增速逐月下滑，9月继续大幅回落并由正转负，外需对工业生产特别是制造业的拉动有所减弱，但考虑到海外在疫情持续影响下产能缺口尚待修复，叠加圣诞节需求上升，外需仍将助推工业生产。此外，消费在8月首现正增长后持续超预期改善，在工业生产端修复已较为充分的情况下，预计需求端对下游消费行业的拉动将逐步加大，有望与房地产和基建投资一道继续助推工业生产动能保持稳健。

从库存来看，企业逐步向补库存过渡。9月原材料库存和产成品库存指数分别为48.5%和48.4%，较上月显著回升1.2和1.3个百分点。此前1-8月工业企业产成品存货累计同比增速较上月回升0.5个百分点至

7.9%，结束了连续 4 个月的回落势头，企业正逐渐向补库存过渡。总体来看，预计四季度工业增加值有望继续保持高位，但仍取决于需求端能否持续修复。

疫情常态化防控仍将对服务业形成制约，但随着服务业复工率提升、前期积压需求释放、政策支持和行业变革助推下，服务业有望加快修复。从制约因素来看，由于全球疫情二次反弹，我国输入型病例压力仍存，进入秋冬季节后各主要入境口岸常态化疫情防控措施将有所加强，交通运输、住宿餐饮、批发零售和文体娱乐等行业风险仍存，加之上半年停工停产导致居民实际和预期收入减少、叠加就业压力较大，或将一定程度削弱居民在服务领域的消费意愿和能力，进而继续拖累服务业增长。

从支撑因素来看，一方面，服务业营业场所均已解封，促消费和支持服务行业企业政策密集出台，有望进一步激发前期被压抑的服务消费需求和潜力，带动服务业整体加快回升；另一方面，疫情催生服务业数字化加速，微商电商等新经济模式和网络直播等新技术手段继续助推线上零售、在线教育、远程办公等新业态蓬勃发展，有望支撑服务业保持韧性。总体来看，预计四季度服务业有望继续加快修复。

2. 需求端：投资、消费继续回暖，进出口速度有望加快

(1) 四季度投资将继续稳健复苏

四季度投资将继续保持稳健。预计四季度国内疫情防控形势将继续保持稳定，企业投资信心进一步恢复，制造业投资继续复苏，基建投资保持稳健，房地产投资高位小幅回落。整体看，当前投资已基本回归正常年份水平，四季度将得以保持，2020 年全年投资预计增长 2.7% 左右。

基建投资保持稳健，蓄势待发。作为稳投资政策的压舱石，四季度各项政策仍将聚焦“大基建”领域，并为 2021 年的“十四五”规划开局做好各项准备，基建投资将蓄势待发。财政政策保持蓄力，2020 年地方政府专项债发行接近尾声，各地 2021 年专项债储备工作启动，相关额度有望提前下达。此外，货币政策维持宽信用支持，基建 Reits 稳步推进，对基建投资资金面形成支撑。预计四季度基建投资增速将继续回升，全年基建投资增速回升至 1.1% 左右。

制造业投资恢复加快，但全年难以转正。随着复工复产逐步推进与企业利润的回升，月度制造业投资已回复到历史正常水平。四季度随着

海外二次疫情爆发以及我国相对稳健的疫情防控形势，制造业企业面临的内外部需求有望继续向好。预计四季度制造业投资将加快复苏，当月增速回升至4%-6%，全年制造业投资跌幅将缩小至-3.2%左右。

房地产投资或将在高位小幅回落。新冠疫情中，房地产投资表现虽然相对强劲，但在“房住不炒”及构建“双循环”大格局的背景下，未来房地产行业将逐步回归民生产业。预计四季度各地楼市调控政策与人口新政等利好政策仍将相互伴随，在地区层面进一步分化。资金面来看，货币政策边际趋紧，“345”融资规则作用有望继续显现，房地产拿地和新开工将开始降温。预计四季度房地产投资难以复制高增长态势，增幅将高位回落，当月增速可能回落至10%以内。全年房地产开发投资同比增速将小幅攀升至6.3%左右。

(2) 四季度消费将加快复苏

四季度，随着疫情控制之后消费环境的好转，以及宏观经济稳定回升带来的就业稳定与收入增长，消费有望进一步回暖。

第一，随着社会生产和生活秩序总体恢复正常，聚集性服务消费的限制将逐渐弱化，公众消费信心也在显著恢复。今年国庆中秋假期，我国实物消费市场交易持续活跃，餐饮住宿和旅游电影等服务消费快速反弹。由于出境游面临持续停摆，国内游、国内买成为新选择，国人大量免税需求回流。

第二，各部门各地区把促消费作为稳增长的重要着力点，在持续推进已出台的促消费政策措施落地见效的基础上，通过培育壮大新的消费增长点、开展促消费行动、发放消费券等，引导网上消费、带动实体消费、挖掘潜在消费，持续激发市场活力。

第三，居民消费能力逐步恢复。1-9月份，居民收入实际增速由负转正，同比增长0.6%，较上半年加快1.9个百分点。9月城镇调查失业率继续向下，比8月份下降0.2个百分点至5.4%。

不过也要看到，居民部门杠杆率的持续抬升会继续对消费产生一定的抑制效果。2020年二季度，居民部门杠杆率已升至59.7%，较一季度高2个百分点，再度刷新历史高点。综合考虑，预计四季度社会消费品零售总额同比增长5%左右。

(3) 进出口速度均有望加快

出口增速有望加快。从需求方面看，由于部分发达国家爆发二次疫情，将会启用新的隔离措施，复工复产进程将会受到抑制，但这同时会使我国的防疫物资、远程办公等需求保持旺盛。此外，由于其他新兴经济体仍受疫情所困，订单已经转移至中国，这也会对出口形成支撑。不过，由于下半年以来人民币名义有效汇率持续升值，可能会对出口产生一定的抑制作用。总体来看，出口仍有望保持快速增长。

进口增速有望加快。首先，四季度我国经济仍处于持续复苏轨道上，GDP增速有望进一步加快，进口需求将会相应扩大；其次，美元仍处于贬值通道，全球经济探底回升，将会带动大宗商品价格走高；最后，人民币持续升值，将会对进口产生促进作用。此外，中美贸易协议下中国将会加大对美国农产品的进口。总体来看，四季度进口增速有望保持在较高水平。

3. 通胀形势：CPI 大概率跌入 1% 以内，PPI 通缩幅度减弱

展望四季度，在去年基数大幅上升的情况下，CPI 同比增速逐步回落仍是大概率事件。考虑到猪肉价格进入下降周期的叠加作用，10、11、12 月 CPI 有较大概率跌落至 1% 以内。同时受海外二次疫情输入形势变化、拉尼娜现象下的冬季多变天气因素也可能会对 CPI 形成一定扰动。

从食品价格看，一是粮食价格在前期恢复性上涨后有望趋稳，尽管国际粮价受疫情及蝗灾影响有所上涨，但我国粮食自给率高，生产形势良好，基本未受疫情影响，且库存充足，预计四季度上涨空间有限；二是猪肉价格在四季度迎来消费旺季，但目前产能逐步恢复，生猪与能繁母猪存栏量同比显著回升，进口及储备冻猪肉则有效补充市场供应，四季度整体有望下行；三是鲜菜价格受冬季天气影响，有可能对 CPI 食品造成扰动，但持续期不会太长。

从非食品价格看，一是能源价格受二次疫情影响可能再次走低，或拖累交通类与居住类相关价格；二是主要生活用品、衣着等价格随着需求的逐步复苏将继续保持止跌企稳态势；三是制造业大件耐用商品，包括交通及通信工具（汽车、手机）在前期价格下降换取销量回升的基础上，有望保持低位企稳；四是文化、娱乐、教育价格随着复商复市不断推进，价格将继续回暖；五是房屋租金价格在三季度止跌后，未来受楼

市调控压力难有大涨空间；六是医疗用品随着疫情后的供给增加，价格将保持平稳。

四季度工业品领域将继续保持通缩。随着秋冬季的来临，目前新冠疫情在北半球迎来二次爆发，并可能延续到明年春季，这一方面对全球需求形成拖累，大宗商品价格或受承压；但另一方面，全球对我国制造业产品的需求将继续保持旺盛。我国四季度输入型疫情压力也将有所加大，但在前期防控经验基础上，预计不会有大面积爆发，国内需求有望保持平稳。综上，预计未来 PPI 虽仍保持通缩，但降幅有望继续收窄。

4. 金融环境：四季度社融平稳运行，增速斜率将逐步放缓

四季度社融将平稳运行，但增速斜率将逐步放缓。由于我国疫情防控得力，投资、消费、进出口稳步复苏带动经济增速反弹，需求侧恢复正逐步追赶供给侧速率，宏观经济具备持续向上动能。若不发生重大外部冲击严重干扰经济复苏进程，信用总量扩张已基本结束，未来以直达工具为代表的结构性货币政策将成为主要发力点。

进入 10 月，地方政府债发行将进入收官阶段，发行规模与 9 月基本相当，但国债融资会略有下降，两者规模约在 8000 亿左右，对四季度社融增速的支撑作用有所减弱。叠加非标融资逐步面临年底大量到期影响，社融将出现不可避免的季节性下行，但仍应高于去年同期，表现为同比少增。四季度整体社融同比增速斜率将较前期逐步放缓，年底或将出现小幅回落。

从政策来看，央行坚持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。但央行第三季度金融统计数据新闻发布会中，央行表示“应当允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济的信用支持”的同时，指出“这个政策现在已经取得了显著的成效”，可见货币政策由应对疫情冲击的偏宽松状态向疫后的稳健中性回归，由加杠杆逐渐向稳杠杆、防风险过渡。鉴于三季度 GDP 增速低于市场预期，以及考虑 11 月份美国大选不确定性加大资本市场波动性，预计四季度稳货币、稳信用将成为政策主基调，融资结构仍将进一步优化，市场流动性仍将维持合理充裕，企业中长期贷款

增长势头仍将有所保持，实际贷款利率也有望进一步降低，特别是支持制造业、中小微企业融资。

5. 金融市场：人民币汇率升势减缓，债券市场收益率有下行可能

预计四季度人民币汇率升势减缓。全球新冠肺炎疫情再度反弹，且美国总统大选最终结果目前来看依然存在巨大不确定性，全球金融市场波动性加大，避险需求支撑下，美元指数有上行动能，人民币汇率有下行压力。但在中国经济基本面向好和中美无风险利差处于历史高位的支撑下，人民币汇率仍将面临一定的升值动力。预计四季度人民币汇率波动区间扩大到 6.60-6.75，年底位于 6.7 左右。

预计四季度债市收益率将窄幅震荡。三季度 GDP 增速好于预期，各类经济指标均有明显改善，预计货币政策将保持稳健，后续主要以 OMO、MLF 和再贷款再贴现等政策工具对冲资金面波动，降准概率有所降低，债市下行空间有限。但是，年内地方债将在 10 月发行完毕，利率债供给高峰即将过去，债市供给端有望边际缓和，预计四季度债市收益率将以窄幅震荡为主。

三、政策回顾与展望

（一）2020年三季度政策回顾

三季度以来，我国疫情防控继续向好，内生动力逐步恢复，前期阶段性救助政策也逐渐退出。在此背景下，宏观政策以稳为主，强化资源配置效率，强调提质增效和直达实体经济，以扩大内需促进国内大循环为主线，扩内需、稳投资、保就业、防风险并重。

1. 货币政策：稳健取向不变，注重精准导向

为对冲疫情影响，上半年货币政策保持稳健的同时更注重前瞻性、精准性和时效性，大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展。下半年开始，国内疫情发展已基本得到控制，经济稳步复苏，阶段性的货币政策开始逐渐退出，三季度货币政策保持总量适度，强化定向支持，在维持流动性合理充裕的同时更注重“促发展”和“防风险”并举。总体看，当前全社会流动性合理充裕，货币信贷和社会融资规模合理增长。

一是保持市场流动性合理充裕，呵护资金面平稳跨月跨季。7月受MLF资金大量到期、企业集中缴税等因素影响，银行间流动性继续收紧，7月央行净回笼6677亿元的同时相应增加短期资金的投放频率以维持资金面的平稳运行。8月以来，央行连续三个月超额续作MLF，并连续开始逆回购操作，“长短结合”释放流动性，以平抑资金面波动。从央行操作来看，当前货币政策处于一个相对均衡的水平，既无需通过下调政策利率为经济复苏额外助力，也无需下调存款准备金率为银行体系提供多余流动性，“从长期、短期、中期流动性来看，银行体系流动性都保持在合理充裕的水平”。

二是引导资金更多流向实体经济，货币政策强调直达实体。下半年以来，逐步回归常态的货币政策更加强调引导资金更多地流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，强化对稳企业、保就业的金融支持。从总量看，今年前三季度社会融资规模增量累计为29.62万亿元，比上年同期多9.01万亿元；前三季度人民币贷款增加16.26万亿元，同比多增2.63万亿元；9月末，广义货币（M2）余额216.41万亿元，同比增长10.9%。从结构看，前三季度金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加16.69万亿元，接近上年全年16.88万亿元的水平，比上

年同期多增 2.79 万亿元。货币政策继续对实体经济形成有力支撑，实体经济融资环境持续改善。

三是深化 LPR 改革，推动实体经济融资成本下降。二季度以来，随着经济逐渐企稳回升，市场利率经历了较明显的上升过程。为维护市场预期稳定，继续对实体经济复苏过程形成支撑，同时防范资金空转套利或过量流动性进入房地产市场等领域。三季度以来，央行一方面保持政策利率和 LPR 利率稳定，确保利率水平与当前经济基本面相适合；另一方面增量投放 MLF，保持市场长期利率水平总体稳定，满足金融机构加大对实体经济支持和降低融资成本的需求。前 8 个月金融系统为实体经济减负已超过 1 万亿元，其中通过降低企业贷款利率已减负约 5260 亿元，企业融资成本明显下降。同时，中小微企业延期还本付息和普惠小微信用贷款两项直达工具抓紧推进，约为实体经济减负 2000 亿元。

2. 财政政策：更加积极有为，对冲疫情影响

今年以来，面对突如其来的新冠肺炎疫情和复杂严峻的国内外形势，积极的财政政策更加积极有为，围绕做好“六稳”工作、落实“六保”任务，以更大政策力度对冲经济下行压力、对冲企业经营困难、对冲基层“三保”压力、对冲疫情减收影响，取得了明显成效。

一是积极出台有针对性的减税降费措施，支持疫情防控保供和缓解企业资金压力。国家税务总局统计数据显示，1-8 月份，全国新增减税降费累计达 18773 亿元。增值税发票数据显示，8 月份全国企业购进货物服务总金额同比增长 9.6%，快于销售收入增速 0.2 个百分点，反映出企业对经营前景充满信心。

二是加快发行使用地方政府债券，着力扩大有效投资。财政部加快地方债发行使用进度，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。截至 9 月底，今年累计发行新增一般债券 9393 亿元，尚有 407 亿元未发行；发行新增专项债券 33655 亿元，尚有 3845 亿元未发行。二者合计，尚有 4252 亿元新增地方债券待发行。

三是用好、管好直达资金，缓解基层财政困难。在国务院常务会议审议通过特殊转移支付机制实施方案后，财政部立即用较短时间完成了直达资金分配和审核确认工作。7 月底，直达资金已经基本下达到基层。在此基础上，财政部会同有关部门和地方盯紧直达资金使用，大力优化支出结构，加大财力下沉力度，增强基层统筹做好疫情防控和经济社会

发展工作的能力；加强直达资金监管，与审计等部门加强沟通协作，进一步完善直达资金监控系统功能。

四是加强预算平衡，优化财政支出结构。坚持政府过紧日子，大力压减非急需非刚性支出，但脱贫攻坚、基本民生等重点领域支出继续得到有力保障。1-8月累计，全国一般公共预算支出同比下降2.1%，降幅远小于收入。从具体支出项目来看，社会保障和就业支出增长10.9%，卫生健康支出增长5.4%，农林水支出增长2.7%。

五是从“借、用、管、还”等各个环节全方位加强专项债券管理，确保不发生系统性风险。严格举债信息公开，发挥市场自律约束作用，以公开促规范、以公开防风险；严格专项债券用途，坚持专项债券必须用于有一定收益的公益性项目，坚持项目收益和融资自求平衡；严格规范资金管理，依托地方政府债务管理信息系统，对专项债券使用实行穿透式、全过程监控；严格落实偿债责任，落实地方属地管理责任，省级政府负总责，省以下地方各级政府各负其责；严格监督问责，形成有效威慑。

3. 其他政策：构建“双循环”新格局

推动科技创新。10月16日，习近平总书记在主持中共中央政治局就量子科技研究和应用前景第二十四次集体学习时强调，当今世界正经历百年未有之大变局，科技创新是其中一个关键变量。我们要于危机中育先机、于变局中开新局，必须向科技创新要答案。要充分认识推动量子科技发展的重要性和紧迫性，加强量子科技发展战略谋划和系统布局，健全政策支持体系，加快基础研究突破和关键核心技术攻关，培养造就高水平人才队伍，促进产学研协同创新。

推动创新创业。李克强出席2020年全国大众创业万众创新活动周于10月15日启动会时强调，下一步巩固经济稳定恢复增长态势，实现全年正增长，还是要在保住上亿市场主体的基础上，这方面双创可以发挥独特而重要的作用。要落实好规模性纾困政策，加大对广大中小微企业、个体工商户和双创主体的帮扶。大企业要发挥优势搭建更多双创平台，与中小微企业和创客融通创新。要深化“放管服”改革，打造市场化法治化国际化营商环境。10月9日国常会部署进一步做好稳就业工作，提出要继续保市场主体、稳就业岗位，突出抓好重点群体就业，更大释放就业潜力，确保完成全年就业目标。

推动改革开放。中办、国办印发《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020—2025年）》，赋予深圳在重点领域和关键环节改革上更多自主权，支持深圳在更高起点、更高层次、更高目标上推进改革开放，加快形成全面深化改革、全面扩大开放新格局，推动更高水平深港合作，增强在粤港澳大湾区建设中的核心引擎功能，努力创建社会主义现代化强国的城市范例。10月9日国常会决定在粤港澳大湾区部分地方推广实行国际航运相关税收优惠政策，加大对粤港澳大湾区建设的支持、推动更高水平对外开放。9月21日，国务院关于印发北京、湖南、安徽自由贸易试验区总体方案及浙江自由贸易试验区扩展区域方案的通知，赋予自贸试验区更大改革自主权，深入开展差别化探索，加大开放力度。

推动“放管服”。9月17日的国常会确定政务服务“跨省通办”和提升“获得电力”服务水平的措施，持续优化企业和群众办事创业环境。9月18日，国办发布通知，决定对国务院推进政府职能转变和“放管服”改革协调小组（以下简称协调小组）组成人员进行调整。9月21日，国务院发布关于取消和下放一批行政许可事项的决定，取消29项行政许可事项，下放4项行政许可事项的审批层级。9月29日，国办发布关于加快推进政务服务“跨省通办”的指导意见，深化“放管服”改革，进一步优化政务服务。

推动新型消费发展。9月21日，国办印发关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见，以新业态新模式为引领，加快推动新型消费扩容提质，努力实现新型消费加快发展，推动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。文件提出经过3-5年努力，促进新型消费发展的体制机制和政策体系更加完善，到2025年，培育形成一批新型消费示范城市和领先企业，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重显著提高，“互联网+服务”等消费新业态新模式得到普及并趋于成熟。

推动新型城镇化。9月25日，国办转发发改委《关于促进特色小镇规范健康发展的意见》，要求各地坚持新发展理念，以准确把握特色小镇发展定位为前提，以培育发展主导产业为重点，健全激励约束机制和规范管理机制，有力有序有效推进特色小镇高质量发展。9月15日，国办印发关于坚决制止耕地“非农化”行为的通知，要求各地采取有力措施，强化监督管理，落实好最严格的耕地保护制度，坚决制止各类耕地“非

农化”行为，坚决守住耕地红线。其后，中办、国办印发《关于调整完善土地出让收入使用范围优先支持乡村振兴的意见》，提出调整土地出让收益城乡分配格局，稳步提高土地出让收入用于农业农村比例，集中支持乡村振兴重点任务，加快补上“三农”发展短板，为实施乡村振兴战略提供有力支撑。

（二）2020年四季度政策展望

1. 货币政策展望：延续稳健基调，强化精准直达

四季度央行将保持货币政策定力，延续稳健基调的同时，更加注重灵活适度、精准导向。保持流动性合理充裕，确保货币供应量和社会融资规模合理增长。深化LPR改革，推动综合融资成本明显下降。更加灵活适度，平衡稳增长与防风险。

一是发挥结构性政策作用，加大对实体经济的支持。三季度以来，我国统筹疫情防控和经济发展工作已取得重大阶段性成果，各类经济指标出现边际改善，经济基本面表现出强大韧性。随着更多政策红利进一步释放，四季度经济增速料超三季度。但境外疫情对世界经济的巨大冲击继续发展演变，外部风险挑战明显增多，经济恢复面临着更大的压力和考验。四季度货币政策预计将继续发挥结构性政策作用，降准、降息概率降低，但将通过多种政策组合保持流动性合理充裕，加大对制造业、中小微企业的支持力度，促进实体经济发展。

二是着力打通货币政策传导堵点，推动实体经济融资成本下降。当前经济尚未复苏至疫情前水平，需要结构性货币政策继续发力，缩短货币政策的传导链条，畅通货币政策传导链条，让资金能尽快“直达”实体经济，尽早落地见效。此外，9月25日召开的央行货币政策委员会第三季度例会上新增“综合施策推动综合融资成本明显下降”和“引导贷款利率继续下行”内容。预计下一阶段货币政策将着力打通货币政策堵点，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，推动实体经济综合融资成本下降。

三是把握调控的力度和节奏，重视防风险和稳增长的平衡。疫情发生以来，央行根据经济金融形势变化，科学把握货币政策力度，既保持流动性合理充裕，促进货币供应量和社会融资规模合理增长，又坚决不搞“大水漫灌”，有效的发挥了发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，

提高了政策的“直达性”。当前中国经济已呈现加速回暖态势，下一步货币政策将把握调控的力度和节奏，在支持疫情防控和恢复发展的同时，更加重视把握稳增长、防风险等多种目标的动态平衡。

2. 财政政策：注重质量效率，支持“六稳”“六保”

四季度，积极的财政政策将更加注重质量和效率，真正发挥稳定经济的关键作用。

一是落实落细各项税费优惠政策，支持市场主体纾困发展。继续不折不扣落实减税降费政策，确保各项税费优惠直达基层、直达市场主体、直接惠企利民；继续依法依规组织税费收入，坚决守住不收“过头税费”的底线，确保国家税收安全；继续深入推进税务系统“放管服”改革和办税缴费便利化改革，持续优化税收营商环境，不断提高纳税人、缴费人满意度，帮助市场主体实现更好发展。

二是更好发挥财政政策对稳就业的拉动作用。统筹用好就业补助资金、职业技能提升行动专账资金和失业保险基金，加快使用工业企业结构调整专项奖补资金，用好用足抗疫特别国债和地方政府专项债券，重点支持带动就业能力强的补短板项目，开发更多就业岗位；落实落细各项就业创业政策，加快双创支撑平台项目建设，鼓励创业带动就业，支持养老、托育、医疗、家政等社区家庭服务业发展壮大，吸纳更多就业；推进新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，开发更多就业岗位。

三是聚焦打赢脱贫攻坚战，持续改善民生。持续强化财政投入保障，针对补短板、补漏洞工作细化财力需求并做好资金保障，切实做到不因财力保障不到位而影响脱贫攻坚工作；资金进一步向“三区三州”等深度贫困地区、挂牌督战地区和受疫情影响较重的地区倾斜；积极配合行业主管部门查漏补缺，进一步巩固“两不愁三保障”成果，强化对特殊贫困人群的兜底保障，抓好脱贫攻坚挂牌督战、督查巡查、绩效考核等工作。

四是积极推动落实全面预算绩效管理，提高财政资金使用绩效。强化日常监控，以监督检查业务为主向日常管理和服务为主转变、以事后检查为主向事前事中管理为主转变，不断优化监管手段、创新监管方式，增强预算绩效管理的能力和效果；强化预决算审核，以预算刚性约束把严资金关口，督促全面过好紧日子；将绩效评价作为财政监管和提升财

政管理水平的重要抓手，纳入年度监管工作要点并及时组织实施，边查找问题，边督促整改。

3. 政策建议

日前习总书记在深圳经济特区建立 40 周年庆祝大会上的讲话中指出，当今世界正经历百年未有之大变局，新冠肺炎疫情全球大流行使这个大变局加速演进，国际经济、科技、文化、安全、政治等格局都在发生深刻调整，世界进入动荡变革期。而我国正处于实现中华民族伟大复兴的关键时期，经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。要实现高质量发展，就需要在更高起点上推进改革开放。着眼于当前及“十四五”期间的经济工作，我们建议可从以下四个方面发力：

一是全面深化改革。必须通过全面深化改革来补齐制度短板，解决高质量发展中遇到的实际问题，包括但不限于完善要素市场化配置体制机制、创新链产业链融合发展体制机制、市场化法治化国际化营商环境、高水平开放型经济体制、民生服务供给体制、生态环境和城市空间治理体制等领域。继续优化政府管理和服务，进一步激发和弘扬企业家精神，依法保护企业家合法权益，依法保护产权和知识产权，激励企业家干事创业。

二是全面扩大开放。与传统侧重于出口和吸引外资的对外开放不同，下一阶段应该加快推进规则标准等制度型开放，建设更高水平开放型经济新体制。要在内外贸、投融资、财政税务、金融创新、出入境等方面，推出更加灵活的政策体系、更加科学的管理体制，加强同“一带一路”沿线国家和地区开展多层次、多领域的务实合作。

三是全面推动创新，尤其是加快数字化转型升级。世界正经历百年未有之大变局，一些国家兴起的民族主义正在逆转全球化并围堵中国。只有进一步推动创新，破解关键核心技术“卡脖子”难题，才能在激烈竞争中把握主动权。因此，我国要专注于实现从中国制造向中国创造的转变，进而增强国际竞争力，实现可持续增长。特别是要加快数字化转型升级，使数字经济切实成为经济增长的重要源泉、提高全要素生产率的重要途径、促进制造业服务业融合发展的重要载体、维护和提升全球产业分工体系稳定性安全性的重要依托。

四是做好风险防范。近年来我国周期性、结构性、体制性矛盾相叠加，加上外部经济金融形势更趋复杂，前期积累的金融风险处于水落石

出的阶段。因此，必须要在发展实体经济的同时做好风险防范工作，坚持市场化法治化的原则，积极稳妥化解和处置金融风险，保护好广大人民群众合法权益。

主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份		19-12	20-1	20-2	20-3	20-4	20-5	20-6	20-7	20-8	20-9
国内生产总值当季											
GDP	同比增长, %	6.0			-6.8			3.2			4.9
工业生产 当月											
增加值	同比增长, %	6.9	-4.3	-25.9	-1.1	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6	6.9
消费 当月											
社会消费品	同比增长, %	8.0		-20.5	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3
固定资产投资自年初累计											
总额	同比增长, %	5.4		-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8
房地产开发	同比增长, %	9.9		-16.3	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	3.4	4.6	5.6
外贸 按美元, 当月											
进出口	同比增长, %	11.7		-11.0	-4.1	-5.1	-9.2	1.5	3.4	4.2	11.4
出口	同比增长, %	8.1		-17.1	-6.6	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5	9.9
进口	同比增长, %	16.7		-4.0	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	13.2
贸易差额	美元, 亿	472.5		-69.2	200.6	452.0	630.3	464.2	623.3	589.3	370
通货膨胀 当月											
CPI	同比增长, %	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7%
PPI	同比增长, %	-0.5	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1%
社融及货币信贷											
社融规模	人民币, 万亿	2.1	5.1	0.9	5.2	3.1	3.2	3.5	1.7	3.6	3.5
新增信贷	人民币, 万亿	1.1	3.3	0.9	2.9	1.7	1.5	1.8	1.0	1.3	1.9
社融存量	同比增长, %	10.7	10.7	10.7	11.5	12.0	12.5	12.8	12.9	13.3	13.5
M1	同比增长, %	4.4	0.0	4.8	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9	8.0	8.1
M2	同比增长, %	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: wangjingwen2@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

