

# 民银智库研究

2020年第32期

总第151期

中国民生银行研究院

2020年9月16日

## 供需两端全面向好 政策注重“落地见效”

——2020年9月宏观经济形势分析报告

### 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

袁雅程

yuanyacheng@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

- **多国疫情持续蔓延，全球经济缓慢复苏。**8月摩根大通全球制造业 PMI 回升 1.2 个百分点至 51.8%，服务业 PMI 回升 1.3 个百分点至 51.9%，综合 PMI 回升 1.4 个百分点至 52.4%。OECD 综合领先指标为 98.6，连续四个月回升。分国别来看，美国 8 月经济景气度有所回升，美联储调整长期目标和货币政策战略以应对持续低利率环境所构成的挑战；欧元区景气再度下滑，欧央行按兵不动，英国硬脱欧风险显著上升；日本经济复苏时间可能进一步推迟，货币政策导向不变；主要新兴经济体不均衡复苏，货币政策短期或按兵不动。
- **我国经济 8 月份延续复苏势头，主要经济指标全面改善。**从供给端看，生产动能持续修复，工业增加值累计同比增速年内首度转正。从需求端看，投资增速转正在望，基建、制造业、房地产开发投资增速全面回升；消费增速年内首次由负转正至 0.5%，市场活力持续回升；出口增速回升至今年最高水平。从金融环境看，信贷结构继续优化，结构继续向中长期倾斜，社融增速临近拐点，M1-M2 剪刀差收窄。从物价来看，8 月整体通胀水平保持相对温和，PPI-CPI 剪刀差收窄。金融市场方面，人民币汇率升幅较大，债券收益率普遍上行。
- **经济稳定复苏态势有望在 9 月延续。**供给端，工业生产修复已接近尾声，但考虑到需求逐渐走强，工业增加值或继续小幅回升。需求端，中央部署加快水毁工程建设等灾后重建，重大项目施工进度逐步恢复，各类资金加快转化到位均有助于扩大有效投资；居民消费将会进一步正常化，促消费政策不断落地，消费有望继续回升；随着全球经济缓慢重启，同时国内需求持续复苏，大宗商品价格逐步回升，进出口仍有较好支撑。
- **政策展望与政策建议。**由于经济指标继续向好，预计政策仍将注重“落地见效”，无需继续加码。为加快形成“双循环”新发展格局，我们建议应做好四个方面工作：**一是**以深化改革激发新发展活力；**二是**以高水平对外开放打造国际合作和竞争新优势；**三是**以加大科技创新力度催生数字化引领的新发展动能；**四是**以强监管防范化解重点风险。

## 目 录

<b>一、全球宏观经济形势分析</b> .....	<b>1</b>
美国：疫情边际好转带动经济景气反弹，美联储调整货币政策框架.....	1
欧洲：经济景气下滑，欧央行按兵不动，英国硬脱欧风险上升.....	3
日本：经济复苏势头尚不稳固，首相更换不改政策导向.....	4
新兴经济体：经济出现不均衡复苏，近期货币政策或按兵不动.....	6
<b>二、我国宏观经济形势分析</b> .....	<b>7</b>
工业：生产动能持续修复，累计同比增速年内首度转正.....	8
投资：投资增速转正在望，三大支柱继续全面回升.....	9
房地产：市场热度不减，监管继续趋严.....	11
消费：增速年内首次转正，市场活力持续回升.....	13
外贸：出口好于预期，进口弱于预期.....	14
通胀：CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄.....	16
金融：信贷结构继续优化，社融增速临近拐点.....	18
市场：人民币汇率升幅较大，债券收益率普遍上行.....	20
<b>三、政策回顾与展望</b> .....	<b>22</b>
宏观政策回顾.....	22
宏观政策展望.....	25
宏观政策建议.....	26
<b>主要宏观经济及金融数据一览表</b> .....	<b>28</b>

## 一、全球宏观经济形势分析

多国疫情持续蔓延，全球经济缓慢复苏。8月以来，全球疫情持续蔓延，部分国家疫情反弹。印度飙升为全球受疫情影响最严重的第二大国家，欧洲面临二次反弹，但美国疫情防控已经出现边际好转。世界经济继续从低谷中缓慢复苏。8月摩根大通全球PMI在荣枯线以上继续回暖，制造业PMI回升1.2个百分点至51.8%，服务业PMI回升1.3个百分点至51.9%，综合PMI回升1.4个百分点至52.4%。8月OECD综合领先指标为98.6，连续四个月回升。但随着疫情在部分国家的反复，全球经济复苏前景仍面临波折。

分国别来看，各国经济复苏步伐不一。美国8月制造业景气度明显反弹，劳动力市场持续好转，美联储调整长期目标和货币政策战略以应对持续低利率环境所构成的挑战；疫情冲击下欧元区景气再度下滑，欧央行按兵不动，英国硬脱欧风险显著上升；受疫情反弹和暴雨影响，日本经济复苏时间可能进一步推迟，货币政策导向不变；主要新兴经济体不均衡复苏，货币政策或按兵不动。

### 美国：疫情边际好转带动经济景气反弹，美联储调整货币政策框架

美国经济二季度创纪录下滑。2020年二季度美国实际GDP年化季率上修至-31.7%，较一季度大幅下滑26.7个百分点，创1947年统计以来最大降幅。同期PCE、核心PCE物价指数年化季率分别下滑1.8%、1.0%。二季度经济受消费锐减影响，GDP严重萎缩，通胀持续低迷，数据上调主要反映私人投资向上修正。

美国三季度开局良好。二季度在经历了有统计以来的最大环比下滑后，随着疫情防控边际好转以及政策效应持续发挥，美国经济正逐渐从低谷中反弹。制造业景气度明显反弹。2020年8月美国ISM制造业PMI为56.0%，较上月回升1.8个百分点，达到近一年来峰值。8月Markit制造业PMI为53.1%，超出今年1月疫前水平，创下近一年来新高。消费者信心有所回落。8月谘商会消费者信心指数继续降至84.8，显著弱于预期，处近六年低位。同期密歇根消费者信心指数为74.1，持续底部徘徊。经济景气总体仍未改善，消费者恢复乐观情绪尚需时日。贸易逆差创12年新高。7月美国出口、进口季调同比分别下降20.12%、11.41%，

较上月回升 5.6、8.6 个百分点。贸易逆差达到 636 亿美元，创下 12 年间峰值，较上月扩大 90 亿美元。对中国贸易逆差为 342 亿美元，较上月增加 17 亿美元。

**劳动力市场持续好转。**8 月季调后非农就业人口增加 137.1 万人，主要受临时性失业减少影响，但增幅已连续两个月放缓。失业率为 8.4%，连续第四个月下滑，仍达疫前水平的两倍多。平均时薪同比、环比分别增长 4.7%、0.4%，折射低薪劳动人群面临就业困境。初请失业金人数连续两周维持在百万以内，指标降幅趋缓。数据表明劳动力持续好转，但复苏力度有所降温。**物价指数快速回升。**8 月 CPI 同比增长 1.3%，连续三个月抬升，较上月值增加 0.3 个百分点。同期核心 CPI 同比增长 1.7%，较上月值回升 0.1 个百分点，逐渐向疫前水平靠拢。

**美联储调整长期目标和货币政策战略。**在杰克逊霍尔全球央行年会上，联储主席鲍威尔宣布一致通过有关“长期目标和货币政策战略声明”的更新，主要涉及充分就业评估及通胀目标两方面内容：一是将“偏离最大就业水平”修订为“相较最大水平就业不足情况的评估”。二是将“寻求实现平均 2% 的通胀率”改为“在通胀率持续低于 2% 的时期之后，适当的货币政策可能会在一段时间内实现通胀率适度高于 2%”。联储此次货币政策框架调整，旨在应对持续低利率环境所构成的挑战，对金融稳定具有重大意义。此前，联储对最大就业的经济计量模型可能出现偏误，因此在新框架中，政策决定将基于联邦公开市场委员会对“充分就业不足”的估计，而非“偏差”。与此同时，金融危机以来中性政策利率下降已成为全球现象，美国近十年通胀对劳动力市场的敏感程度降低，为抵消这种下行偏差，联储将力求在“一段时期内”实现平均 2% 通胀率。预计联储将在 2023 年内保持利率近零（此前为 2022 年底），通过维持宽松以支持全面经济复苏。此外，美联储宣布下调市政流动性便利（Municipal Liquidity Facility）工具定价，此举将确保该工具继续为受疫情冲击的美国各州和地方政府提供有效支持。

**大选临近百日，两党博弈加剧。**自 8 月中旬起，美国正式开启大选政治动员，目前民主党、共和党已分别提名拜登、特朗普为总统候选人。9 月 29 日，总统辩论委员会将主办竞选首场辩论。据 FOX 及 CNN 等民调显示，拜登支持率均领先于特朗普。但随总统大选临近百日，特朗普对中国态度趋于强硬，其与拜登间得票差距持续缩小。同样，受选举政治影响，两党未就新一轮救助计划（规模约 5000 亿美元，联邦失业救济

金为 300 美元/周) 达成协议, 参议院最终以 52 票赞同、47 票反对否决 (提案通过须获得 60 票赞同) 共和党提案。

## 欧洲：经济景气下滑，欧央行按兵不动，英国硬脱欧风险上升

**疫情冲击下欧元区景气再度下滑。**欧元区 8 月制造业和服务业 PMI 分别录得 51.7% 和 50.5%，分别较上月下滑 0.1 和 4.2 个百分点，特别是服务业扩张速度已大幅放缓至逼近 50% 的荣枯线。这主要源于近期随着休假高峰的到来，欧元区新冠肺炎感染率再次上升，抑制经济活动增长。西班牙、德国、法国相继出现了自政府放松封锁措施以来的最高单日确诊病例增幅，意大利、希腊等国家也出现了日新增确诊病例激增的情况，迫使一些政府为加紧预防第二波疫情全面爆发而恢复旅行警告，并加强有关服务业限制措施、佩戴口罩和保持社交距离的规定。若欧元区疫情持续发酵，其经济复苏可能进一步放缓。**疫情反弹下的欧元区需求愈加疲软。**欧元区 7 月零售销售环比增速由升转降至 -1.3%，结束了连续两个月的正增长态势。**生产动能持续修复。**欧元区 7 月工业生产指数同比增速延续改善势头，较上月回升 4.3 个百分点至 -7.7%，连续三个月回升，但仍远低于疫情前水平。**进出口仍徘徊在历史低位。**欧元区外贸延续了自 3 月以来的大幅下滑趋势，6 月进出口仍双双保持两位数的同比降幅，但下滑速度有所放缓，进口同比增速降幅较上月收窄 14.5 个百分点至 -12.3%，出口降幅较上月收窄 19.9 个百分点至 -10%，贸易顺差显著回升至 211.7 亿欧元。

**失业率继续攀升。**7 月欧元区失业率从 6 月的 7.7% 继续升至 7.9%。得益于欧元区政府广泛而慷慨的无薪休假计划和贷款项目帮助，欧元区企业得以成功保住员工岗位，欧元区 7 月失业率仅较 2 月的 7.2% 微升至 7.9%。然而，后续随着这些支持政策的逐步退出，失业率可能大幅攀升，2020 年底和 2021 年年初或出现第二波失业潮，进而对需求侧和整体经济造成冲击。**通胀首现负增长。**8 月欧元区 CPI 同比增长 -0.2%，逾 4 年来首现负增长；环比增长 -0.4%，持平上月，连续两个月负增长，突显出前期经济活动的反弹未能抵消疫情对需求产生的持续抑制。其中服装鞋类产品环比降幅较大，部分源于欧洲夏季促销影响。

**欧央行按兵不动。**9 月 10 日，欧央行在货币政策会议上宣布将主要再融资利率、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。欧洲央行称主要利率将继续维持在当前或更低水平，直到通胀稳固地转向接近政策。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 年底前。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。

总体来看，自上次货币政策会议以来，欧元区经济复苏的步伐放缓，特别是通缩压力加剧，但本次欧央行并没有急于采取新的行动，依然决定维持此前的货币政策指引不变，主要源于疫情和欧元区经济前景仍然具有高度不确定性，叠加欧央行内部已出现分歧迹象，因此欧央行仍需要更多时间来观望和讨论下一步行动。

**英国硬脱欧风险显著上升。**9 月 9 日，英国公布了《内部市场法案》，规定只有英国商务大臣才有权决定是否向欧盟通报英国政府对英国企业进行的补贴，并且北爱尔兰企业在向英国本岛运送货物时，不必进行出口申报。这一法案虽然增强了英国的自主权，并巩固了英国首相鲍里斯·约翰逊在脱欧问题上的强硬立场，但违背且削弱了英欧双方在 2019 年 10 月已签署的《北爱尔兰协定书》，使得本已陷入僵局的英欧谈判雪上加霜。9 月 14 日，英国与欧盟第八轮脱欧贸易谈判结束，双方就涉及北爱尔兰的条款仍然难以达成一致，英国硬脱欧风险显著上升。英国首相鲍里斯·约翰逊再度向欧盟施压称，若 10 月 15 日举行欧盟峰会前仍未能达成协议，则英国将准备接受“无协议脱欧”。在此背景下，未来一个月双方谈判进展尤为关键，若双方在政府补贴和北爱尔兰边境申报等关键问题上均不肯让步，则未来英国和欧盟之间将出现新的重大贸易壁垒，进而给在疫情影响下脆弱曲折复苏的欧洲经济再次带来巨大冲击。

### 日本：经济复苏势头尚不稳固，首相更换不改政策导向

受新冠肺炎疫情疫情影响，二季度日本 GDP 环比下降 7.9%，按年率计算下降 28.1%，均为有可比数据以来的最大降幅，且已连续三个季度下滑。尽管 6 月以来随着紧急状态的全面解除，经济显现出一些回暖迹象，但受疫情反弹和暴雨影响，7 月、8 月部分数据又转为下行，经济复苏时间可能进一步推迟。

**制造业降速放缓，服务业降速时隔三个月再度加快。**8月制造业 PMI 录得 47.2%，较上月高 2 个百分点，为今年 2 月以来最佳；服务业 PMI 录得 45.0%，较上月低 0.4 个百分点。**生产持续增长。**7 月季调后工矿业生产指数环比增长 8.0%，与上月 2.7% 的增幅相比，恢复迹象更加明显。日本经济产业省据此将其对工矿业生产基本情况的判断由此前的“停止下降、有恢复迹象”调整为“继续保持恢复迹象”。**消费再度回落。**7 月日本家庭月消费性支出实际同比降幅由上月的 1.2% 扩大至 7.6%，是自 2019 年 10 月上调消费税以来连续第 10 个月同比下降。8 月季调后消费者信心指数为 29.3%，较上月回落 0.2 个百分点，结束连续 3 个月反弹。**出口降幅收窄，进口降幅扩大。**7 月出口额同比下降 19.2%，降幅较上月收窄 7 个百分点，已连续第 5 个月以两位数的增速下滑；进口额同比下降 22.3%，降幅较上月扩大 7.9 个百分点；贸易收支扭转连续 3 个月逆差局面，实现顺差 116 亿日元。

**核心 CPI 维持零增长。**7 月份，由于产地气候反常，生鲜蔬菜产量大降，新鲜蔬菜价格显著上涨，包括生鲜食品在内的 CPI 同比上涨 0.3%，较上月高 0.2 个百分点；核心 CPI 同比上涨 0.0%，与上月持平；若在核心 CPI 的基础上进一步扣除能源价格影响，CPI 同比上涨 0.4%，与上月持平。**失业率上升，就业机会下降。**7 月份，季调后失业率为 2.9%，较上月上升 0.1 个百分点。其中，完全失业人数同比增加 40 万至 196 万，连续 6 个月同比增加。7 月求才求职比为 1.08，较上月下降 0.03，为 2014 年 4 月以来最低水平，反映每名求职者对应的招聘岗位数量持续减少。

**菅义伟出任新首相不会改变政策导向。**日本首相安倍晋三 8 月 28 日宣布因健康原因辞职。菅义伟将完成安倍晋三剩余的自民党总裁任期至 2021 年 9 月。9 月 16 日，日本召开临时国会进行首相指名选举，菅义伟作为最大执政党自民党的总裁，顺理成章成为继安倍之后日本第 99 任首相。在未来政策走向上，菅义伟已明确表示，将继承安倍内阁时期的内政外交政策，深化日美同盟关系，寻求在防控疫情和重启经济之间找到两全之策。这意味着安倍经济学框架和日本央行的超宽松货币政策会继续保持。

## 新兴经济体：经济出现不均衡复苏，近期货币政策或按兵不动

主要新兴经济体不均衡复苏，货币政策或按兵不动。印度、巴西、俄罗斯和南非等主要新兴市场均出现复苏迹象，制造业景气重回扩张区间，生产端和需求端逐渐修复，但各国同时也面临通胀走高、失业高企等问题，经济复苏不均衡特征明显。受限于通货膨胀风险或地缘政治压力，各国货币政策或按兵不动。

**印度经济景气回升。经济景气回升。**8月制造业 PMI 由 46% 回升至 52%，3 月以来首次回升到荣枯线以上；服务业 PMI 由 34.2% 大幅回升至 41.8%，继续逐渐接近荣枯线。**生产端逐步修复。**7 月工业生产指数同比下降 10.4%，4 月以来降幅持续收窄。**失业率回升。**CMIE 数据显示 8 月失业情况有所恶化，失业率由 7 月的 7.43% 上升至 8.35%。**通胀走高。**7 月 CPI 涨幅扩大至 6.9%，继续超出央行通胀目标上限。**衰退型贸易顺差。**6 月出口同比下降 12.4%，进口同比下降 47.6%，贸易顺差 7.9 亿美元，为上世纪 90 年代以来最大单月顺差。

**央行或维持政策回购利率不变。**疫情发生以来，印度央行已将关键回购利率累计降低 115 基点，由于通胀压力在 8 月议息会议维持政策利率 4% 不变，下一次议息会议时间为 9 月 29 日-10 月 1 日。通胀已连续第五个月高于印度央行目标范围，这是 2014 年 8 月以来从未出现过的，货币政策进一步宽松空间收窄。

**巴西经济持续恢复。经济景气回升。**8 月制造业 PMI 由 58.2% 大幅回升至 64.7%，为 2006 年有数据以来最高值，连续 3 个月位于荣枯线以上；服务业 PMI 由 42.5% 回升至 49.5%，逐渐逼近荣枯线。**生产端持续复苏。**7 月工业生产指数同比下降 3%，降幅自 4 月以来持续收窄。**需求端继续回暖。**7 月零售业物量指数同比增加 5.5%，连续两个月正增长。**失业率上升。**6 月巴西失业率上升至 13.3%，为 2017 年 3 月以来最高值。**通胀低位回升。**8 月广义 CPI 同比增幅提高 0.1 个百分点至 2.4%，仍大幅低于央行通胀目标中值 4%。

**央行或维持基准利率 2% 不变。**巴西央行 9 月 15-17 日召开议息会议，此前曾在 8 月将基准利率下调 25 个基点至 2%。市场预计该国央行本次会议将维持 2% 的基准利率不变，货币政策将转为中性。随着巴西经

济从疫情导致的衰退中逐渐恢复，通胀风险开始新显现，巴西央行可能会寻求一条中间路线。

**俄罗斯经济缓慢修复。经济景气回升。**8月制造业 PMI 录得 51.1%，较上月回升 1.7 个百分点，2019 年 4 月以来首次回到荣枯线以上；服务业 PMI 录得 58.2%，较上月回落 0.3 个百分点，连续 2 个月处于荣枯线以上。**生产端持续修复。**7 月工业生产指数同比下滑 8%，降幅自 5 月以来持续收窄。**需求端逐渐回暖。**7 月零售营业额指数同比下降 2.6%，降幅自 4 月以来持续收窄。**失业上升。**7 月失业率为 6.3%，较上月提高 0.1 个百分点，为 2012 年 3 月以来最高值。**通胀回升。**8 月 CPI 同比上升 3.6%，比上月提高 0.2 个百分点，年初以来总体呈现上升态势。

**央行或保持基准利率不变。**今年以来，俄罗斯央行已四次降息，目前基准利率为 4.25%，下一次议息会议将于 9 月 18 日召开。市场预计俄罗斯央行本次或将保持利率不变，主要原因是地缘政治风险及其对卢布汇率贬值的压力。鉴于通胀仍低于目标值，也不排除审慎降息的可能。

**南非经济有所好转。经济景气回升。**8 月制造业 PMI 为 54.9%，较上月提高 5 个百分点，重回荣枯线以上。**生产端和需求端逐步修复。**7 月制造业生产指数同比下滑 11.9%，6 月零售销售(不变价)同比下降 7.5%，降幅均自 4 月以来持续收窄。**失业率上升。**一季度失业率 30.1%，较前一季度上升 1 个百分点，为 2008 年有数据以来最高值。**通胀上行。**7 月 CPI 同比涨幅 3.2%，较上月提高 1.1 个百分点，低于目标中值 4.5%。

**央行或暂缓下调利率。**今年以来，南非央行已累计降息 300 基点，目前回购利率为 3.5%，下一次议息会议将于 9 月 17 日召开。市场预计南非央行本次将暂停降息，并在 11 月议息会议上降息 25 基点，以缓解疫情对经济的冲击，且将是本轮宽松周期的最后一次降息。

## 二、我国宏观经济形势分析

我国经济 8 月份延续复苏势头，主要经济指标全面改善。从供给端看，需求向好叠加季节性因素和基数效应助推生产动能持续修复，工业增加值累计同比增速年内首度转正至 0.4%。从需求端看，投资增速转正有望，三大支柱增速继续全面回升；随着居民生活秩序恢复，在扩大内需、促进消费等多项政策促进下，社会消费品零售总额增速年内首次由负转正至 0.5%，市场活力持续回升；外需好转、防疫物资和出口替代支

撑出口增速回升至今年最高水平。从金融环境看，信贷结构继续优化，结构继续向中长期倾斜，社融增速临近拐点，M1-M2 负剪刀差继续收窄。从物价来看，天气、夏季自然灾害及局部地区疫情小幅反弹等因素推动食品价格现反弹，国内需求回暖推动部分非食品商品、服务价格、房屋租金等价格企稳止跌，8 月整体通胀水平保持相对温和。金融市场方面，人民币汇率升幅较大，债券收益率普遍上行。

**稳定复苏态势有望在 9 月延续。**供给端，工业生产修复已接近完成，但考虑到需求逐渐走强，企业有望转向补库存，工业增加值或继续小幅回升。需求端，中央部署加快水毁工程建设等灾后重建，重大项目施工进度逐步恢复，各类资金加快转化到位均有助于扩大有效投资；居民消费进一步正常化，促消费政策不断落地，消费有望继续回升；随着全球经济缓慢重启，外需有望逐渐走出低迷，国内需求持续复苏，大宗商品价格逐步回升，进出口仍有较好支撑。

### 工业：生产动能持续修复，累计同比增速年内首度转正

8 月工业增加值同比增长 5.6%，较上月加快 0.8 个百分点，好于预期值 5.3%，创年内新高，并高于去年同期。1-8 月份规模以上工业增加值同比增长 0.4%，比 1-7 月加快 0.8 个百分点，年内首度由负转正，但仍远低于疫情前水平。

**三大门类两升一平。**采矿业和公共事业增加值分别同比增长 1.6% 和 5.8%，增速较上月大幅回升 4.2 和 4.1 个百分点。7 月这两大门类受到洪涝灾害影响，增速明显走弱，8 月灾害冲击部分消退之后，增速有所加快。制造业增长 6%，持平于上月的年内高点。

**制造业增速普遍下滑。**8 月份专用设备、电气机械和电子设备制造业分别较上月回落 2.2、0.5 和 3.1 个百分点至 8%、15.1% 和 8.7%，或与 8 月出口交货值同比增速较上月回落 0.4 个百分点至 1.2% 有关。汽车制造业高位回落。8 月汽车行业增加值和产量同比增速回落至 14.8% 和 7.6%，分别较 7 月显著下滑 6.8 和 19.2 个百分点，主要受基数抬高所致。

**需求向好叠加季节性因素和基数效应助推生产动能增强。**8 月工业生产动能增强，主要源于一是季节性暴雨洪涝灾害对工业企业生产端的冲击逐步消退。二是需求端修复加快。内需方面，房地产开发投资累计同比增速持续加快，制造业投资和消费当月同比增速均现年内首次正增长；外需方面，8 月出口增速继续超预期回升至 9.5%，再创年内新高，

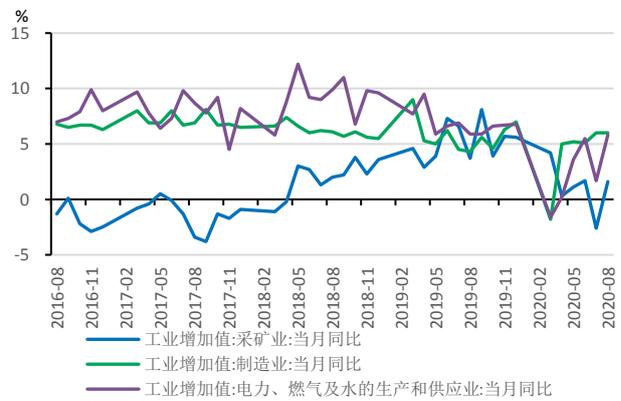
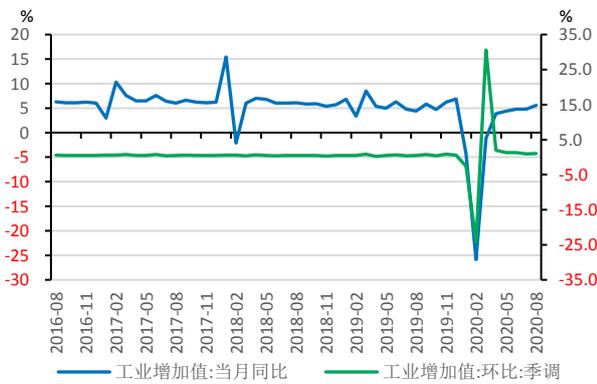
出口交货值同比增速连续三个月保持正增长，但增速有所放缓。三是基数较低所致，2019 年 8 工业增加值 4.4% 的同比增速为年内低点。

**企业仍处于被动去库存阶段。**1-7 月工业企业产成品存货同比 7.4%，较上月回落 0.9 个百分点，连续第 4 个月回落，同时 PPI 降幅持续收窄，企业仍处于被动去库存阶段。由于 PPI 与 CPI 之间的剪刀差持续收窄，工业企业利润增速持续改善，企业将逐渐过渡到主动补库存阶段。

**展望后几个月，工业增加值有望继续小幅回升。**从供给端来看，9 月上旬汽车全钢胎、半钢胎开工率均较上月有所加快，高炉开工率也保持在近三年高位，显示出生产动能并未减弱。但仍需警惕汽车前期积压需求释放后或将后劲不足，制约汽车制造业生产。考虑到 8 月工业增加值同比增速已基本恢复至 2019 年二季度水平，供给端修复已渐近尾声。从需求端来看，6 月以来出口交货值同比增速逐月下滑，后续外需对工业生产特别是制造业的拉动或将有所减弱，但消费在 8 月首现正增长后若能持续修复，仍有望和基建与房地产项目一道继续助推工业生产小幅改善，企业有望转向补库存。

图 1：工业增加值同比与环比增速

图 2：工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

### 投资：投资增速转正在望，三大支柱继续全面回升

**投资增速转正在望。**1-8 月投资累计同比下降 0.3%，降幅较 1-7 月收窄 1.3 个百分点。8 月份，各地区、各部门在中央部署下加强项目谋划储备，强化投资服务和资金保障，积极开展稳投资各项工作，投资增速转正在即，三大支柱增速继续全面回升，基建投资临近转正，制造业投资降幅仍深但回升步伐有所加快，房地产投资韧性犹存。

**基建投资降幅小幅收窄。**1-8 月第三产业中的基础设施投资增速同比下降 0.3%，降幅较 1-7 月收窄 0.7 个百分点；8 月当月同比增长 4.0%，较 7 月回落 3.9 个百分点。基建投资降幅收窄步伐略有放缓，仍未转正，或与地方政府专项债筹集资金尚未完全转化为实物工作量有关，同时 8 月洪涝灾害对项目施工影响依然存在。随着 8-10 月大规模发行的专项债资金到位和洪涝灾害影响消退，基建增速将加快修复。

**制造业投资降幅大幅收窄。**1-8 月制造业投资同比下降 8.1%，降幅较 1-7 月收窄 2.1 个百分点；8 月当月同比增长 5.0%，今年来当月增速首次转正。制造业内外部需求连续回暖，且 1-7 月规模以上工业企业利润降幅连续 5 个月显著收窄，当月增速已连续两个月维持在 10% 以上，因而制造业投资降幅明显收窄，但由于海外需求有待进一步改善，整体增速回正仍需时日。

**民间投资信心加快修复。**民间投资 1-8 月同比下降 2.8%，增速比 1-7 月收窄 2.9 个百分点，比 2019 年同期回落 7.7 个百分点，降幅继续稳步收窄，仍低于全部投资增速 2.5 个百分点。1-8 月民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 56.62%，较 1-7 月小幅回升 0.7 个百分点。随着中央要求引导信贷资源更多支持中小微企业和民营企业，加大对重点民间投资项目的金融支持，各地密集出台促民资政策，民间投资信心正在加快修复。

图 3：全部投资累计同比与民间投资累计同比

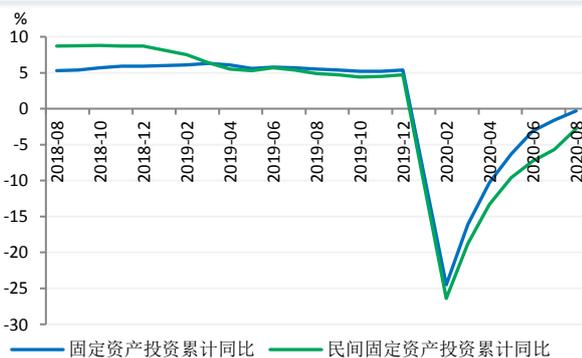
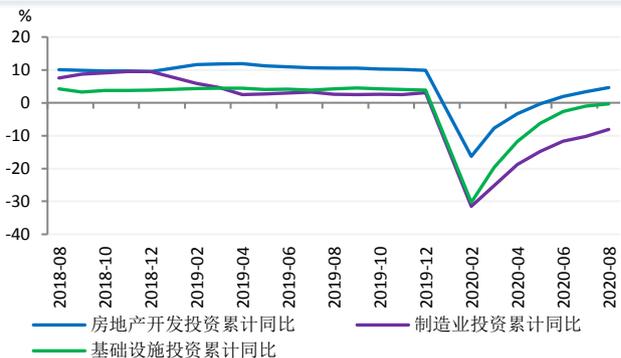


图 4：固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

展望后几个月，各地加强重大项目储备和建设推进，尤其是度过“七下八上”的防汛关键期之后，中央部署加快水毁工程建设等灾后重建，重大项目施工进度逐步恢复，均有助于扩大有效投资。中央部署新增财政资金直达市县基层、直接惠企利民，8 月地方政府专项债券放量发行，同时货币政策继续以服务实体经济为导向实施结构性“宽信用”，金融机

构加强对“两新一重”、制造业、小微企业的中长期贷款支持，均将为投资提供资金保障。预计投资将延续修复回升步伐，9月转正可期。

### 房地产：市场热度不减，监管继续趋严

**房地产开发投资持续回升，增幅收窄，动力减弱。**1-8月房地产开发投资同比增长4.6%，增速比1-7月回升1.2个百分点，但增幅较上月收窄0.3个百分点。8月当月同比增长11.8%。建设指标累计改善、当月回落。1-8月新开工面积累计降幅收窄0.9个百分点至3.6%，8月当月增长2.4%；施工面积累计增速提升0.3个百分点至3.3%，8月当月回落3.4个百分点至13.2%，增速仍在高位，回落主要受新开工影响。竣工面积累计增速下降10.8%，降幅收窄0.1个百分点。新开工当月增速回落幅度较大，表明一是房企资金约束变大，新项目投资能力减弱；二是市场预期转弱，房企欲持现过冬，开工意愿下降。

**楼市成交延续前期热度，淡季不淡，区域冷热不均。**1-8月商品房销售面积累计降幅收窄2.5个百分点至3.3%，销售额累计降幅由负转正至1.6%，8月当月则分别增长13.7%和27.1%。资金到位形势良好。分区域来看，依然是东部地区销售情况最好，1-8月东部地区商品房销售面积同比增长0.8%，较1-7月提高3.0个百分点，中部、西部、东北地区销售面积增幅虽有收窄，但仍负增长，市场回暖滞后。

**房价总体平稳，大部分城市处于微涨区间。**8月70个大中城市中59个城市新建商品住宅价格环比上涨，与上月持平；47个城市二手住宅价格环比上涨，较上月增加2个。从价格走势来看，大部分城市依然处于微涨区间，上涨幅度较上月略有提升。分城市类别看，一线城市新建、二手商品住宅价格同环比涨幅均有扩大；二线城市二手住宅销售价格环比涨幅出现回落，但二三线城市新建及三线二手住宅价格涨幅均环比小幅扩大，同比涨幅持平或回落。

**土地政策收紧，供应萎缩，价量双降。**1-8月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降2.4%，降幅比1-7月份扩大1.4个百分点，8月当月下降7.6%；土地成交价款同比增长11.2%，增速回落1.0个百分点。由于政策收紧，各地供地节奏较前期均有调整。根据克而瑞数据，一线和三四线城市供应环比增速均有增加，二线则明显减少。从市场热度来看，在上海、西安、宁波等城市大量优质地块高溢价成交的支撑下，全

国整体溢价率依旧处于高位，为 16.2%，环比微增 0.1 个百分点。但不同能级城市表现不同，呈现一线下降、二三线上升趋势。

**融资稳步增长，“三条红线”将全面约束房企境内融资。**1-8 月份，房地产开发企业到位资金 117092 亿元，同比增长 3.0%，增速比 1-7 月份提高 2.2 个百分点，各项资金来源同比增速均已回正。单看 8 月，当月到位资金同比增加 18.3%，较上月提升 1.8 个百分点，但边际增长已显乏力。8 月 20 日，住建部、央行召开重点房地产企业座谈会，明确对实施好房地产金融审慎管理制度提出要增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，形成重点房地产企业资金检测和融资管理规则的新方向，严控增量意图明显。市场传言的控制房企有息债务增长的“三道红线”业已落地，前期集中在土地、供应、价格等方面房地产调控政策开始向房企融资延伸。据相关机构测算，绝大部分房企均在红线内，对下半年房企融资形成硬约束。

总体来看，8 月全国房地产市场以调控为主基调，市场总体平稳。可预见，在“房住不炒、因城施策”的总基调下，房企国内融资环境将明显收紧，龙头房企将更多依赖境外融资渠道，中小房企因流动性紧张生存压力骤增。近一两个月，房企打折促销、加速回款意愿将明显增强，“金九银十”销售旺季可期。房企降价策略将引导新房价格出现小幅回调，新房房价上涨压力将有所减弱。上半年火热的土地市场将趋冷，土地交易、土地溢价率等指标增速回落。但房企或将加快施工、竣工、销售进度，建安投资增速可期。

图 5：商品房销售额与销售面积累计同比

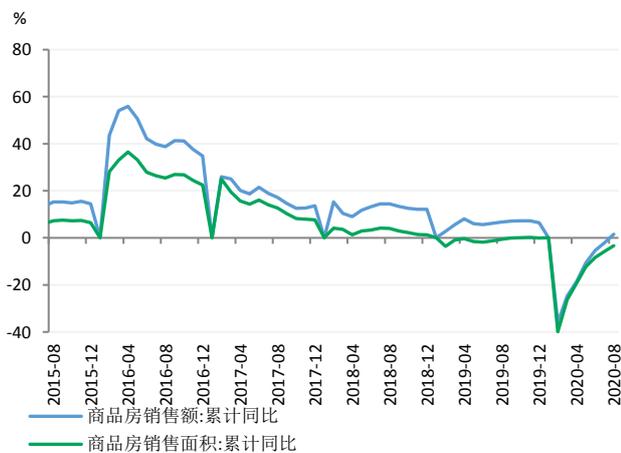
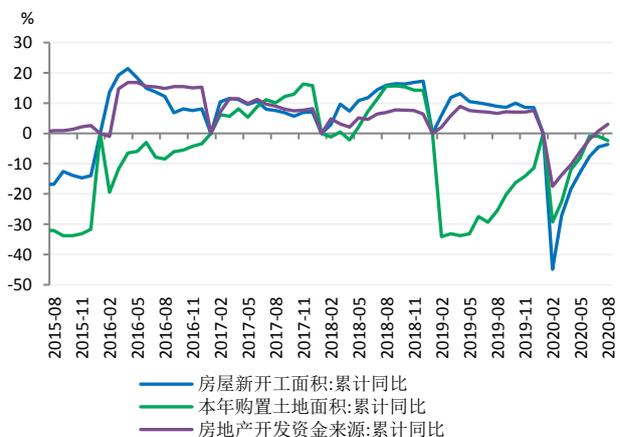


图 6：新开工、土地购置面积与资金来源累计同比



数据来源：WIND

## 消费：增速年内首次转正，市场活力持续回升

随着居民生活秩序恢复，在扩大内需、促进消费等多项政策促进下，消费持续改善，8月社会消费品零售总额同比增长0.5%，增速较上月回升1.6个百分点，为今年以来首次正增长；扣除价格因素实际下降0.6%，降幅较上月收窄2.1个百分点。

**汽车销售增长强劲。**随着东部、中部、南部等汽车大市场疫情进入常态化管控阶段，各地密集开启营销活动，终端车展人气较旺，加之受恶劣天气和疫情影响，汽车出行需求增加，开学季引发家长购车需求，8月限额以上汽车类商品零售额同比增长11.8%，增速高于社零11.3个百分点。若扣除汽车类商品，8月社会消费品零售总额同比下降0.6%，仍未转正。

**新型消费加快增长，餐饮消费持续恢复。**1-8月份，全国网上零售额同比增长9.5%，较1-7月提高0.5个百分点；实物商品网上零售额同比增长15.8%，较1-7月提高0.1个百分点，占社会消费品零售总额的比重为24.6%，较1-7月回落0.4个百分点，但较上年同期提高5.2个百分点。8月份，餐饮收入同比下降7.0%，降幅较上月收窄4.0个百分点。

**居住类商品消费部分好转。**随着房地产销售持续回暖，促进家电更新消费政策发力，居住类商品零售额由降转升。8月居住类商品零售额为1007亿元，高于上月34亿元。其中，家用电器和音像器材类商品同比增长4.3%，增速较上月提高6.5个百分点；但家具类、建筑及装潢材料类商品分别同比下降4.2%、2.9%，降幅分别较上月扩大0.3和0.4个百分点。

**未来几个月，消费有望继续回升，但幅度仍然有限。**一是国内疫情已经基本控制住，居民消费将会进一步正常化，特别是线下服务型消费将会继续展开；二是各部门各地区把促消费作为稳增长的重要着力点，利用“金九银十”传统消费旺季，通过举办购物节、发放消费券等系列活动，引导网上消费、带动实体消费、挖掘潜在消费。不过，考虑到去年后几个月基数逐步抬升，今年汽车销售增速预计会继续回落，而居民部门杠杆率的持续抬升以及失业率仍在较高水平，也将会对消费形成抑制。

图 7：名义消费与实际消费同比增速

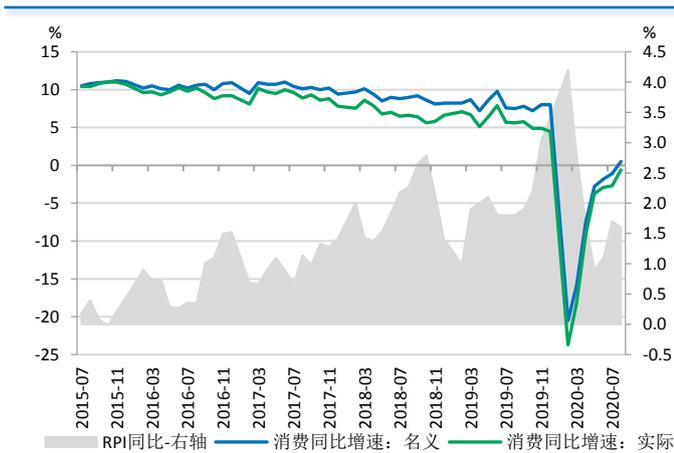
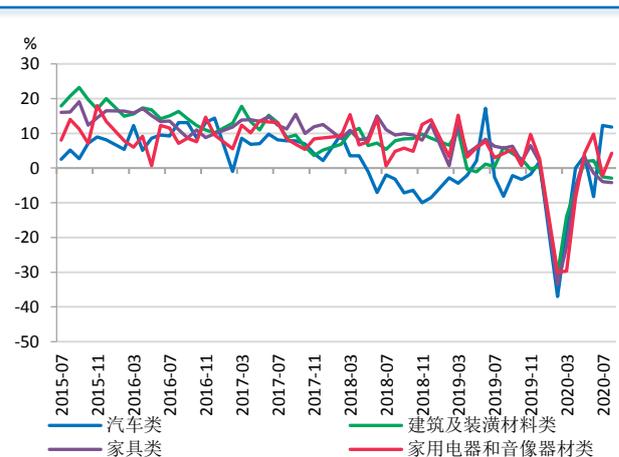


图 8：汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

### 外贸：出口好于预期，进口弱于预期

按美元计，8 月份我国进出口 4115.9 亿美元，同比增长 4.2%；其中，出口 2352.6 亿美元，同比增长 9.5%，前值为增长 7.2%；进口 1763.3 亿美元，同比下降 2.1%，前值为下降 1.4%；贸易顺差 589.3 亿美元，去年同期 347.16 亿美元，前值 623.29 亿美元。经季节调整后，8 月份进出口总值同比增长 8.5%，其中，出口增长 13.7%，进口增长 2.3%。

**8 月出口同比增长 9.5%，已回升至今年最高水平，略好于市场预期。**从先行指标来看，8 月官方制造业 PMI 新出口订单指数回升至 49.1%，连续四个月回升，逐渐逼近荣枯线；出口集装箱运价指数（CCFI）保持上升态势，由 7 月末的 865.53 升至 8 月末的 905.23。但是，韩国 8 月出口同比下降 7.9%，较前值略有恶化。

**8 月出口之所以超市场预期，主要原因包括：一是外需继续好转。**欧美经济体经济持续复苏，8 月美国和欧元区制造业 PMI 分别连续第三和第二个月位于荣枯线以上，常规产品出口逐渐向好。**二是防疫物资和出口替代仍有支撑。**海外疫情仍在蔓延，防疫相关物资以及远程办公等出口持续，疫情防控形势差异导致对其他主要出口国替代效应继续显现，但增速略有回落。

**从贸易伙伴看，对美国 and 东盟出口同比增长，对欧盟和日本出口下降。**其中，对美国出口 447.73 亿美元，同比增长 20%，连续三个月加快，并创 2018 年 3 月以来新高。在中美冲突加剧的背景下，贸易协议反而成为压舱石。对东盟出口 338.72 亿美元，同比增长 12.9%，连续三个月正

增长,但略低于上月的 13.0%。对欧盟出口 357.19 亿美元,同比下降 6.5%,连续 6 个月下滑,降幅较上月略有扩大;对日本出口 116.47 亿美元,同比下降-0.8%,降幅较上月略有收窄。

**从重点商品看**,劳动密集型商品、远程办公、防疫物资成为主要贡献力量。劳动密集型产品出口额同比增长 19.4%,前值增长 16.1%,随着各国复工复产活动陆续展开,常规产品出口逐渐回暖。自动数据处理、集成电路额分别同比增长 41.7%、10.9%,前值分别增长 35.7%、15.9%,仍对主要出口有正向拉动作用。医疗仪器及器械出口额同比增长 38.9%,增速较上月的 78%明显回落,防疫物资出口的拉动作用逐渐减弱。

**8 月进口同比下降 2.1%,降幅较前值略有扩大,弱于市场预期。**从先行指标看,8 月制造业 PMI 和 PMI 进口指数均微降 0.1 个百分点,分别录得 51%和 49%;进口集装箱运价指数(CICFI)指数同样下行,由 958.42 下降至 888.97,结束二季度以来的高位波动态势。

**8 月进口之所以下行且弱于预期:**一是主要大宗商品价格仍大幅低于去年同期。尽管 8 月 CRB 指数已恢复至危机前水平、同比微涨 1%,但是大豆、原油、铁矿石等主要大宗商品价格仍低于去年同期,导致相关进口量增价降;二是国内生产端斜率修复有所放缓,生产放缓削弱了进口需求,特别是加工贸易进口下降 12.5%,降幅较上月扩大。

**从贸易对象看**,自美国和东盟进口增长,自欧盟和日本进口下降。自东盟进口 258.83 亿美元,同比增长 1.6%,连续三个月增长,略高于上月的 1.1%;自美国进口 105.33 亿美元,同比增长 1.8%,连续三个月增长,但低于上月的 3.6%。自欧盟进口 224.75 亿美元,同比下降 4.6%,连续 6 个月负增长,但降幅略有收窄;自日本进口 142.36 亿美元,同比下降 0.9%,增速由正转负。

**从重点商品看**,大豆、原油、铁矿砂等进口额均出现下降。大豆进口数量增长 1.3%、金额下降 1.3%,铁矿砂进口数量增加 5.8%、金额下降 4.9%,原油进口数量增长 12.6%、金额下降 24.6%。其他重点商品方面,粮食进口数量和金额分别同比增长 17.1%和 8.7%,集成电路进口数量和金额分别同比增长 9.9%和 11.1%,自动数据处理设备进口金额同比增长 70.6%。

**下一阶段,进出口仍有较好支撑。**随着全球经济缓慢重启,外需有望逐渐走出低迷,有利于出口继续企稳走好。从进口来看,国内需求持

续复苏，大宗商品价格逐步回升，中美经贸协议继续执行，进口有望逐渐接近正常水平。

图 9：中国月度出口总额和同比增速

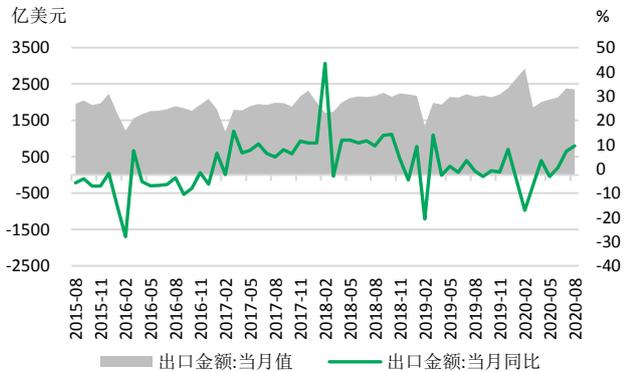
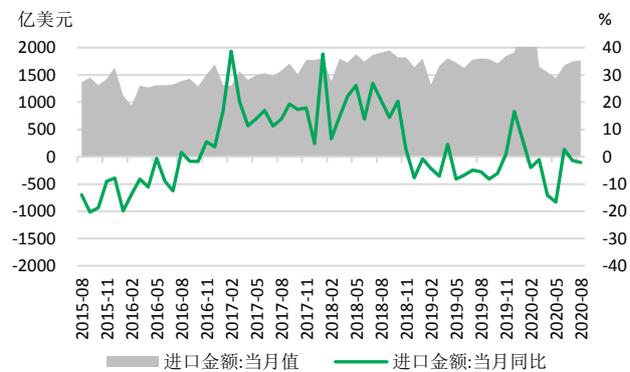


图 10：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

## 通胀：CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄

8 月份 CPI 环比上涨 0.4%，同比上涨 2.4%，同比涨幅较上月回落 0.3 个百分点，基本符合市场预期。在 CPI 同比连续两个月上升后，本月再次出现回落，整体通胀水平保持相对温和，主要体现两方面特点：一是受天气、夏季自然灾害及局部地区疫情小幅反弹等因素，以肉类、鲜菜和鸡蛋为代表的食品价格出现反弹；二是新冠疫情在国内的有序防控下，整体经济复工复产复商复市好于预期，国内需求有所回暖，推动部分非食品商品、服务价格、房屋租金等价格开始企稳止跌。

食品价格依旧是推升 CPI 环比上涨的主动力。8 月份猪肉价格在前两个月急速反弹后，随着进口猪肉和国家冷冻猪肉投放增加，价格逐步趋稳，但整体仍小幅上涨，牛肉、羊肉等替代品水涨船高，仅鸡肉供给增加，价格趋于稳定；鲜菜价格受夏季台风及部分地区洪涝灾害影响继续快速上涨；鸡蛋价格则受夏季产蛋量下降，以及中秋需求上升出现季节性上涨。

非食品环比上涨 0.1%，是半年以来的首次环比上涨。一方面能源价格上涨形成了支撑，另一方面则是由于疫情逐步恢复下的需求回暖。具体来看，交通和通信环比上涨 0.3%，汽柴油价格上涨推动交通工具燃料价格环比上涨 0.8%，但交通工具价格仍有所回落，促进了汽车销量反弹，通信工具价格环比上涨 0.3%，显示手机市场有所回暖。暑期出行需求恢复，推动机票和宾馆住宿价格上涨，分别助推交通和其他用品和服务价

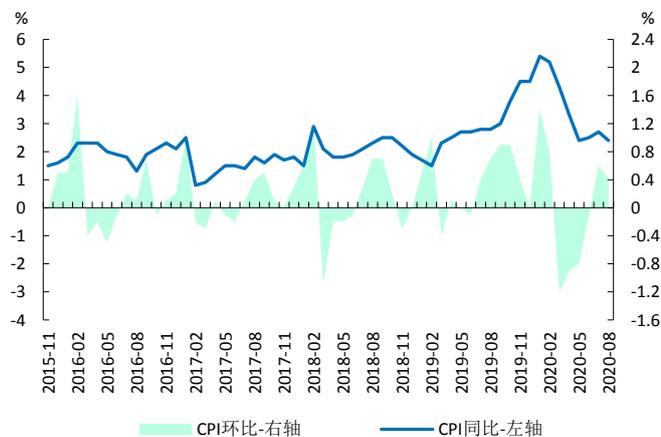
格环比上涨。服务类价格回暖，家庭服务、教育服务和医疗服务均环比上涨 0.1%。居住方面，水电燃料环比持平，但房租价格环比上涨 0.1%，显示租房市场有所回暖。尽管文化娱乐行业逐步复商复市，但受团体旅游价格低迷拖累，教育文化和娱乐价格环比仍下降 0.3%。衣着价格则受换季出货影响价格继续回落。

整体看，随着疫情的恢复以及“内循环”相关支持政策的逐步推出，社会总需求开始回暖。本月去除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.1%，也是半年以来的首次环比上涨，此外，服务价格、房租价格的环比回升也印证了需求复苏。

8 月 PPI 同比降幅收窄至 2.0%，环比上涨 0.3%，反映工业领域市场需求复苏良好。8 月国际大宗商品价格延续了前两月的回升态势，石油价格小幅上行，有色金融价格全面上涨，带动国内基础工业产品价格回升。从具体行业看，上游的石油、有色及黑色金属采掘与加工行业均环比上涨，带动生产资料环比上涨 0.4%，农副食品加工业的环比上涨则推动生活资料小幅上涨 0.1%，不过汽车与通信设备等耐用消费品出厂价格仍显低迷。

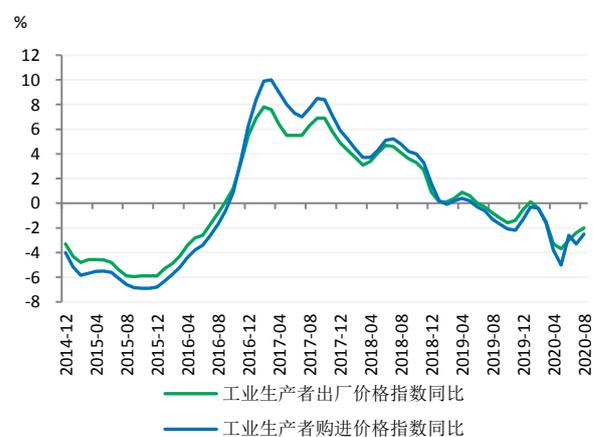
展望 9-12 月，在去年基数大幅上升的情况下，CPI 同比增速大概率将继续回落，特别是四季度回落幅度可能加大；PPI 通缩程度有望小幅减小，但回归正增长仍需时日。当前通胀逐步回归温和，食品涨幅有所收敛，非食品需求逐步回暖，应对的货币政策较为适度，应继续保障流动性合理充裕，为四季度可能到来的疫情防控新情况、中美博弈新局面等留出一定政策空间。

图 11: 居民消费价格指数同比与环比



数据来源：CEIC

图 12: 生产者购进和出厂价格指数



数据来源：CEIC

## 金融：信贷结构继续优化，社融增速临近拐点

人民币信贷同比小幅多增，结构继续向中长期倾斜。8 月人民币贷款新增 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元，贷款余额同比增速持平于 13%。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，8 月新增信贷表现平稳，信贷余额增速持平，基本符合预期。

企业部门中长期贷款是主要支撑，票据融资则拖累显著。8 月企业部门新增贷款 5797 亿元，同比少增 716 亿元。其中短期贷款新增 47 亿元，同比多增 402 亿元；中长期贷款新增 7252 亿元，仍然是历史同期最高水平，同比多增 2967 亿元；票据融资则减少 1676 亿元，同比多减 4102 亿元。监管层要求促进普惠型小微企业贷款、制造业中长期贷款大幅增长，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业，叠加经济复苏态势向好，企业中长期贷款供需旺盛。在加大中长期贷款支持实体经济力度、同时打击资金空转套利的监管导向下，票据融资规模受到一定影响，其显著萎缩成为 8 月新增信贷的最大拖累。

短期和中长期贷款双重支撑下，居民部门贷款表现依然不俗。8 月居民部门贷款增加 8415 亿元，为历史同期最高水平，同比多增 1877 亿元，短期贷款和中长期贷款均双双创历史同期新高。其中短期贷款增加 2844 亿元，同比多增 846 亿元。8 月以来多项政策加码力促国内大循环，各地继续密集出台推动电商直播、促进网络消费、发展夜间经济、支持汽车消费等各类促消费政策和活动，汽车销量显著增长，线上线下消费齐发力，居民贷款保持良好增长态势。中长期贷款增加 5571 亿元，同比多增 1031 亿元。8 月楼市成交仍然保持热度，支撑居民中长期贷款继续多增。

信贷投放倾向实体经济，非银贷款萎缩明显。8 月非银行业金融机构贷款减少 1474 亿元，为历史同期最低水平，同比多减 529 亿元，成为信贷又一拖累因素。这同样反映了在当前总量适度的货币政策背景下，信贷投放更强调直达性和结构优化，信贷投放结构向实体经济领域倾斜的导向十分明显。

新增社融再创同期历史新高，存量增速继续反弹。8 月新增社融 3.58 万亿元，为历史同期首次超 3 万亿，同比多增 1.39 万亿元，带动社融存

量同比增速较 7 月末提升 0.4 个百分点至 13.3%，为 2018 年 3 月以来新高。

政府债券放量供给为社融同比增加提供了主要贡献。政府债券净融资新增 1.38 万亿元，成为该指标纳入社融统计后的最高水平，同比多增 8729 亿元。随着 7 月抗疫特别国债发行完毕，8 月地方政府专项债券和国债启动放量发行，成为 8 月新增社融的最大支撑。

未贴现银行承兑汇票支撑表外融资正增构成正向贡献。委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三项融资合计新增 710 亿元，同比多增 1725 亿元，其中未贴现银行承兑汇票新增 1441 亿元，同比多增 1284 亿元，与票据融资下滑呈相反走势，表明经济活跃度提升，企业申请银行承兑汇票需求增加。

股票融资同比改善显著也贡献了重要力量。受益于资本市场制度的继续完善与 8 月股市表现较好，股票融资新增 1282 亿元，同比多增 1026 亿元。企业债券净融资表现平稳。企业债券净融资 3633 亿元，同比多增 249 亿元，对社融贡献较上月略有回暖，但不及上半年。

**M2 增速回落 M1 增速回升，两者剪刀差继续收窄。**8 月末 M2 同比增长 10.4%，增速较 7 月末下降 0.3 个百分点，近期政府债券大量发行，8 月财政存款大幅增加 5339 亿元，创历史同期最高，对 M2 增速形成一定牵制。M1 同比增长 8.0%，增速较 7 月末回升 1.1 个百分点，已是 2018 年 3 月以来的最高水平，与 M2 之间的负剪刀差进一步收窄，表明企业生产经营在继续恢复，活力持续提升，当然，房企回款加快应该也有推动作用。

展望 9 月份，在灵活适度、精准导向的货币政策思路下，实体经济融资将继续改善，制造业、中小微企业以及“两新一重”领域信贷投放将继续加强，预计贷款结构继续优化，信贷投放节奏虽总体较上半年放缓，但中长期贷款保持良好增长；9 月政府债券发行量预计仍将超万亿，仍是社融一大支撑；此外，实体经济直接融资仍将贡献积极力量，但表外融资监管压力仍大。预计后续社融存量增速继续回升空间有限，拐点或已出现。

图 13: 社会融资总量与新增人民币贷款

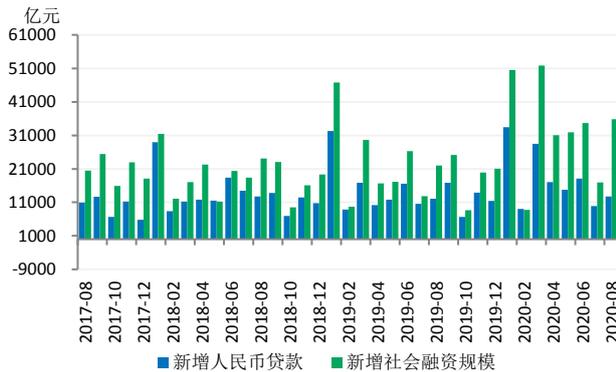
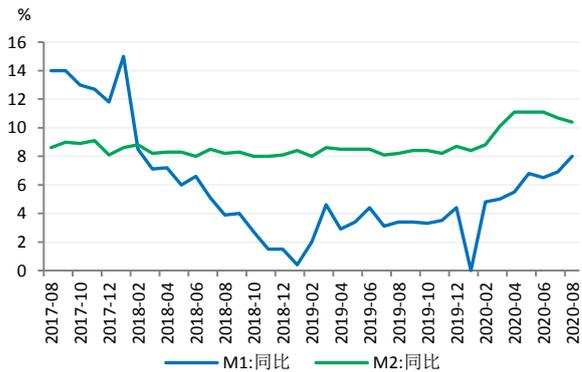


图 14: M1 与 M2 余额同比增速



数据来源: WIND

### 市场：人民币汇率升幅较大，债券收益率普遍上行

8 月 15 日至 9 月 14 日期间，人民币兑美元汇率先快速升值后窄幅波动；美元指数连续下行，一度触及两年低位后小幅反弹至 93 左右盘整。8 月 15 日至 9 月 3 日，人民币汇率保持快速升值态势，中间价和在岸即期汇率分别由 6.9405、6.9498 升至 6.8319、6.8355；9 月 3 日至 9 月 14 日，人民币汇率升势趋缓，中间价和在岸即期汇率围绕 6.83 波动。值得注意的是，9 月 15 日，在岸人民币对美元汇率开盘跳涨近 300bp，连续收复了 6.8 和 6.79 两大关口。总体看，8 月 15 日至 9 月 14 日期间，人民币兑美元汇率中间价和在岸即期分别升值 1044bp、1263bp。

5 月 28 日至 9 月 14 日，人民币汇率出现了较大幅度的升值，期间人民币兑美元汇率中间价和在岸即期分别升值 2916bp、3365bp。从原因看，一是中国经济持续回升。受益于国内新冠肺炎疫情迅速得到控制，经济恢复好于预期、发展韧性十足，基本面支撑下，人民币汇率有升值动力。二是美元指数高位下行，打开人民币汇率升值空间。由于疫情一直未得到有效控制，美国经济前景低迷，且美联储货币政策宽松，美元指数从今年 5 月 28 日开始下跌，9 月虽有小幅反弹，整体仍保持低位盘整。三是中美利差保持高位，有利于外资流入。5 月以来，国内债券收益率快速上行，美国债券收益率受量化宽松影响则快速震荡回落，利差急剧走扩，已经突破 2011 年 9 月形成的高点，人民币债券、A 股等新兴市场股债以及金银正成为全球大类资产配置的重点。

值得注意的是，进入 9 月，人民币汇率延续升势，但升幅渐缓。从原因看，5 月后，全球疫情发展进入缓和阶段，市场避险情绪有所缓和，且美联储货币政策宽松和无限量 QE 的负面影响开始显现，美元指数从

今年 5 月 27 日开始下跌，截至到 9 月 14 日，整体跌幅 5.1%。但是，随着美国经济逐渐恢复，美联储货币政策进一步宽松可能性较小，美元指数阶段性反弹的动能已增强，市场对美元中长期的悲观看法已有修正。9 月初开始，美元指数开始震荡，人民币汇率虽整体保持小幅回升态势，但升势开始减缓。

下一步，预计人民币汇率以区间波动为主。从 9 月看，中国经济持续回升、中美利差持续拉大和外资持续流入仍是支撑人民币汇率走强的主要驱动力。消息面看，中美第一阶段贸易协议评估平稳落地后，预计美国总统大选前中美两国关系将保持结构性平稳，人民币汇率外部压力减弱。但是，近期美股多次异动引发避险情绪升温，且经济逐渐恢复后，美元指数开始有走强迹象，人民币汇率难以大幅走强。综合来看，预计 9 月末人民币兑美元即期汇率将保持 6.80 左右震荡。

**债市收益率普遍上行。**8 月 15 日至 9 月 3 日，7 月经济数据显示经济延续修复势头但增速低于预期，流动性偏紧，且国债发行放量带来供给压力，债市收益率快速上行。期间 1、5、10 年期中债国债上行 34.07bp、28.65bp、20.85bp；1、5、10 年期 AA 级中债企业债上行 24.02bp、12.52bp、11.21bp。9 月 3 日至 9 月 14 日，央行加大流动性投放后，资金紧张局面有所缓解。1、5、10 年期中债国债分别上行 3.39bp、-2.34bp、4.81bp；1、5、10 年期 AA 级中债企业债分别上行 5.04bp、2.02bp、4.46bp。

**信用利差先收窄后走阔。**8 月 15 日至 8 月 28 日，受短期偏紧的流动性因素影响，债市情绪偏弱，债券收益率曲线普遍上移，利率债升幅较大，信用利差被动收窄，1、5、10 年期 AA 级企业债与同期国债利差分别收窄 10.42bp、7.77bp 和 6.40bp。8 月 29 日至 9 月 14 日，资金面整体宽松，央行持续投放流动性，5 年期国债到期收益率呈下降趋势，信用利差走阔，1、5、10 年期 AA 级企业债与同期国债利差分别走阔 1.65bp、4.36bp 和 -0.35bp。

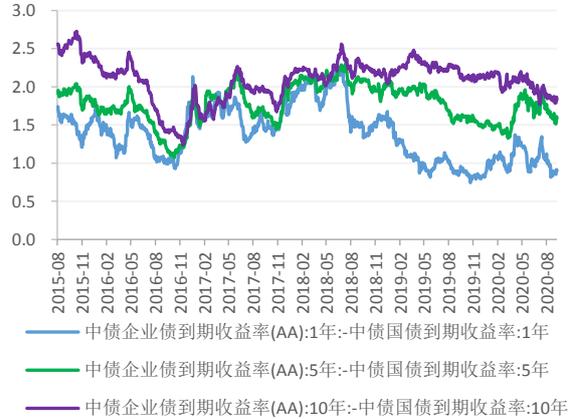
**预计 9 月债市收益率延续区间震荡。**8 月份 CPI 环比上涨 0.4%，同比出现回落，整体通胀水平保持相对温和，货币政策具有空间。9 月是传统财政支出大月，季末财政支出比较可观，随着季末临近，支出力度将逐渐加大，有利于缓解流动性。但统计局最新公布的工业、投资和消费数据均超预期并创下年内高点，其中工业已接近去年均值水平，消费增速则为年内首度转正，显示经济修复斜率上升。考虑到季末时点，影响

流动性供求的不利因素依然较多，且 9 月政府债券发行量预计仍将超万亿，供给压力不减，债市收益率或延续震荡调整。

图 15：人民币对美元汇率走势



图 16：AA 企业债与同期国债利差走势



数据来源：WIND

### 三、政策回顾与展望

#### 宏观政策回顾

**加快形成“双循环”新发展格局。**8月24日，习近平主持召开经济社会领域专家座谈会时强调，要以畅通国民经济循环为主构建新发展格局，以科技创新催生新发展动能，以深化改革激发新发展活力，以高水平对外开放打造国际合作和竞争新优势，以共建共治共享拓展社会发展新局面。9月1日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十五次会议时强调，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，是根据我国发展阶段、环境、条件变化作出的战略决策，是事关全局的系统性深层次变革。要继续用足用好改革这个关键一招，推动更深层次改革，实行更高水平开放，为构建新发展格局提供强大动力。9月9日，习近平主持召开中央财经委员会第八次会议强调，建设现代流通体系对构建新发展格局具有重要意义，国内循环和国际循环都离不开高效的现代流通体系。会议强调要加快完善国内统一大市场，建设现代综合运输体系，完善现代商贸流通体系，完善社会信用体系，强化支付结算等金融基础设施建设，认真研究应对新冠肺炎疫情的经验。

**深化“放管服”改革优化营商环境。**8月26日的国常会强调，要推出新举措进一步做到门槛降下来、监管跟上去、服务更优化。具体来说：要确保年底前做到企业开办全程网上办理，取消重复许可事项、下放部

分审批权力至省级部门，坚持放管结合、并重推进。9月11日，国务院召开全国深化“放管服”改革优化营商环境电视电话会议。李克强指出，当前我国发展面临前所未有的挑战，要并重实施好宏观政策和深化“放管服”改革，既助企纾困又激发市场主体活力，稳住经济基本盘，努力完成全年发展目标任务，推动高质量发展，构建新发展格局。持续深化“放管服”改革，要放出活力、放出创造力：要进一步降低准入门槛，加快取消重复审批、不必要审批；要管出公平、管出质量；要服出便利、服出实惠。营商环境竞争力就是国际竞争力。要落实外商投资法及配套法规、外资准入负面清单，回应关切，打造更优开放环境，使中国开放的决心让外商放心、开放的政策让外商受惠。

**支持县域新型城镇化建设。**为贯彻落实2020年《政府工作报告》提出的“大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求”，国家发改委成立**县域新型城镇化建设工作专班**，规划司牵头，投资司、财金司、环资司、社会司、经贸司、振兴司、基础司、高技术司、就业司、评督司等11个司局协同协作，印发实施“1+N+X”系列文件，统筹利用各类资金支持县城建设发展。国家发展和改革委员会联合国家开发银行等6大银行发布《**关于信贷支持县城城镇化补短板强弱项的通知**》，通知明确信贷支持的领域是：聚焦县城及县级市城区，特别是120个县域新型城镇化建设示范地区，兼顾镇区常住人口10万以上的非县级政府驻地特大镇、2015年以来“县改区”“市改区”形成的地级及以上城市市辖区，重点对县城产业平台公共配套设施、县城新型基础设施、县城其他基础设施领域建设项目提供信贷支持。

**研究部署抗御自然灾害。**在安徽考察调研期间，习近平强调，同自然灾害的斗争要尊重自然，顺应自然规律，与自然和谐相处；全面建设社会主义现代化国家，我们要提高抗御灾害能力，在抗御自然灾害方面要达到现代化水平。在重庆考察期间，李克强强调，要做好防汛救灾和恢复重建工作，在改革开放中持续努力巩固经济恢复性增长势头。**全国农业灾后恢复生产夺取秋粮丰收视频调度会**召开，胡春华强调，要切实加强农业灾后生产恢复，毫不放松抓好秋粮生产和生猪产能恢复，确保完成全年农业丰收目标任务。**8月26日的国常会**部署防汛救灾和灾后恢复重建，支持受灾地区恢复生产保障民生。当前仍要毫不松懈抓好防洪救灾，统筹做好南北方安全度汛、防台风和受灾群众安置救助等工作。抓紧推进道路、中小水利等水毁工程和城市防洪排涝设施建设，扩大有

效投资。国务院扶贫办、财政部联合印发《关于用好财政扶贫资金项目支持克服洪涝地质灾害影响的通知》，强调各级扶贫、财政部门要高度重视灾情对如期全面脱贫的不利影响，用好财政扶贫资金项目支持克服洪涝地质灾害影响，认真做好受灾困难群众帮扶救助，防止因灾致贫返贫，确保如期全面脱贫。

**稳外资稳外贸。**2020 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会举行，习近平在峰会上致辞，针对全球服务业开放合作提出三点倡议，强调共同营造开放包容的合作环境、共同激活创新引领的合作动能、共同开创互利共赢的合作局面；宣布中国将打造国家服务业扩大开放综合示范区，设立以科技创新、服务业开放、数字经济为主要特征的自贸试验区等重要开放举措。胡春华主持召开北方部分重点省市外贸外资工作座谈会强调：要进一步加大开放力度，着力打造对外开放新高地，带动周边地区外向型经济发展。要立足实际设定发展目标，并努力完成得更好。要把稳外贸稳外资各项工作做实做细，全面加强对企业服务，积极培育新业态、新模式。为进一步推进服务贸易改革、开放、创新，促进对外贸易结构优化和高质量发展，商务部出台了《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》。《方案》涉及八大类全面深化服务贸易创新发展试点任务，共计 122 项具体措施。试点城市囊括北京、天津、上海、重庆等 28 个省市（区域）。

**统筹推进区域经济发展。**黄河流域生态保护和高质量发展，8 月 31 日的政治局会议审议《黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要》，会议强调要把黄河流域生态保护和高质量发展作为事关中华民族伟大复兴的千秋大计，持续改善黄河流域生态环境，推动黄河流域高质量发展，大力保护和弘扬黄河文化，推动各项工作落实。**长三角一体化发展**，习近平主持召开扎实推进长三角一体化发展座谈会并发表重要讲话，指出实施长三角一体化发展战略要紧扣一体化和高质量两个关键词，以一体化的思路和举措打破行政壁垒、提高政策协同，让要素在更大范围畅通流动，有利于发挥各地区比较优势，实现更合理分工，凝聚更强大的合力，促进高质量发展。**海南自由贸易港建设**，国家发改委起草《海南自由贸易港鼓励类产业目录（2020 年本，征求意见稿）》，目录共包括两部分：国家现有产业目录中的鼓励类产业和海南自由贸易港新增鼓励类产业。新增鼓励类产业包括新能源汽车制造、5G 和 6G 技术开发及商业化应用、跨境投融资双向开放服务体系等十四大类、128 项。**成渝地区双城经**

济圈建设，四川、重庆联合印发《关于推动成渝地区双城经济圈建设的若干重大改革举措》，全面对接深化四川重庆合作推动成渝地区双城经济圈建设工作方案等部署的重要改革任务，聚焦制约成渝地区双城经济圈高质量建设发展的深层次矛盾和体制性障碍，提出探索经济区和行政区适度分离综合改革等 11 项需两省市协同推进的重大改革举措。

### 宏观政策展望

从 8 月数据来看，主要经济指标仍在继续回升，供需两端同时向好，特别是社会消费品零售增速已经转正，固定资产投资累计增速转正在即，M1 与 M2 剪刀差、PPI 与 CPI 剪刀差均继续收窄，显示出经济活力仍然比较旺盛。因此，政策并未继续加码，而是继续在落地见效方面着力，这也将成为未来几个月的政策主线。

积极的财政政策将更加注重质量和效益，聚焦做好“六稳”工作、落实“六保”任务。一是用好、管好直达资金。当前直达资金已经基本下达到基层，正在按照补贴发放周期、项目建设进度、实际工作需要等逐步拨付到位。下一步，财政部将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。二是落实落细各项税费优惠政策。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。三是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。截至 8 月底，今年累计发行地方债 49584 亿元，其中，新增债券 37499 亿元，再融资债券 12085 亿元。新增债券完成全年发行计划的 79.3%，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%。下一步，财政部将加快地方债发行使用，坚持专项债券用于有一定收益的公益性项目，重点支持国务院确定的交通基础设施等七大重点领域和“两新一重”等项目，努力推动完成全年经济社会发展目标任务。四是支持受灾地区恢复重建工作。通过各种渠道，增加中央和地方财政用于灾后恢复重建资金规模约 1000 亿元，并建立资

金直达灾区和项目机制；允许地方将抗疫特别国债、地方政府债、特殊转移支付资金用于恢复重建。

货币政策将坚持稳健基调，流动性和信贷投放总量边际收紧，更加注重从结构上发力，一方面通过灵活的公开市场操作维护流动性合理充裕，另一方面引导资金显著向实体经济领域倾斜。一是货币政策将以更大的确定性应对不确定性。央行将保持稳健货币政策的取向不变、保持灵活适度的操作要求不变、坚持正常货币政策的决心不变。预计货币政策将在总量适度的同时优化投向，延续精准滴灌的操作思路，坚持“以我为主”，以从容不迫的政策定力应对国内外疫情变化和金融市场波动带来的不确定性，预留政策空间，稳定市场信心。二是以结构性货币政策工具精准滴灌实体经济。下一阶段货币政策将更注重落地见效和投向优化。央行将更多通过逆回购、MLF 等公开市场操作平滑短期流动性，同时更强调对小微企业金融需求的定向加码支持，直达实体经济的结构性的货币政策工具将担当主力，把握好资金投放的节奏和力度，确保新增融资重点流向实体经济特别是制造业、小微企业等，合理匹配企业实际信贷需求。同时，还将防范信贷资金空转套利和违规流入股市、楼市，促进金融与实体经济之间实现良性循环。三是不断健全基准利率体系，推进利率市场化改革。央行将以培育债券回购利率（DR）为重点、健全中国基准利率和市场化利率体系，推动 DR、国债收益率和 LPR 等各类基准利率的广泛运用，这也将促进完善货币政策调控和传导机制，疏通货币政策传导链条。四是配合扩张性的财政政策协同发力。地方政府专项债券仍在加快发行，供给压力犹存，需要货币政策工具释放流动性，抑制政府债券大规模发行造成的挤出效应。

### 宏观政策建议

近段时间以来，中央在多个会议、不同层面提出要加快形成双循环新发展格局。这既是我国着眼解决中长期问题、做好打持久战准备作出的重大决策，也是实现稳增长和防风险长期均衡的重要途径。为进一步促进双循环格局，我们提出以下四个方面的建议：

一是以深化改革激发新发展活力。改革是解放和发展社会生产力的关键，是推动国家发展的根本动力。畅通国民经济循环为主，就是要发挥好改革的突破和先导作用，依靠改革破除发展瓶颈、汇聚发展优势、增强发展动力。因此，必须加快推进有利于提高资源配置效率的改革，

有利于提高发展质量和效益的改革，有利于调动各方面积极性的改革，聚焦重点问题，加强改革举措的系统集成、协同高效，打通淤点堵点，激发整体效应。

**二是以高水平对外开放打造国际合作和竞争新优势。**双循环是一个相互联系、不可偏废的整体。尽管当前国际形势错综复杂、世界面临的不稳定性不确定性明显增强，但国际经济联通和交往仍是世界经济发展的客观要求，开放合作、互利共赢的时代大势不可阻挡。因此，新发展格局决不是封闭的国内循环，而是开放的国内国际双循环。我国一方面要全面提高对外开放水平，建设更高水平开放型经济新体制，形成国际合作和竞争新优势以及全方位、多层次、多元化的开放合作格局；另一方面要积极参与全球经济治理体系改革，推动完善更加公平合理的国际经济治理体系。

**三是以加大科技创新力度催生数字化引领的新发展动能。**习总书记多次强调，“要大力提升自主创新能力，尽快突破关键核心技术。这是关系我国发展全局的重大问题，也是形成以国内大循环为主体的关键”。只有尽快攻克“卡脖子”技术，才能确保我国产业链供应链的稳定与安全，才能促进我国企业在产业链价值链上不断向上攀升。疫情期间，数字经济不仅帮助降低了经济金融成本，也帮助保护了生命和公共安全，已经成为未来的发展潮流。因此，必须要加速科技成果向现实生产力转化，发挥企业在技术创新中的主体作用，加大基础研究投入，并大力培养和引进国际一流人才和科研团队，加强国际科技交流合作。

**四是以强监管防范化解重点风险。**在双循环的新发展格局下，中国经济的容错率可能会出现下降，因此必须要加强监管，做好防范化解重点风险。除了房地产市场调控继续加码，加强对重点房企资金监测和融资管理约束之外，还应保持政策的稳定适度，防止杠杆率的过快攀升和资金的脱实向虚；继续加强金融乱象治理，防止风险隐患向金融危机演变；督促金融机构完善公司治理模式，促进其高质量发展。

## 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
<b>国内生产总值当季</b>										
GDP	同比增长, %	6.0			-6.8			3.2		
<b>工业生产 当月</b>										
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
<b>消费 当月</b>										
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
<b>固定资产投资自年初累计</b>										
总额	同比增长, %	5.4		-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3
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
<b>外贸 按美元, 当月</b>										
进出口	同比增长, %	11.7		-11.0	-4.1	-5.1	-9.2	1.5	3.4	4.2
出口	同比增长, %	8.1		-17.1	-6.6	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5
进口	同比增长, %	16.7		-4.0	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1
贸易差额	美元, 亿	472.5		-69.2	200.6	452.0	630.3	464.2	623.3	589.3
<b>通货膨胀 当月</b>										
CPI	同比增长, %	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4
PPI	同比增长, %	-0.5	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0
<b>社融及货币信贷</b>										
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
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
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
M1	同比增长, %	4.4	0.0	4.8	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9	8.0
M2	同比增长, %	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4

## 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

欢迎扫描二维码关注民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

