



太和智库
Taihe Institute

太和财经

中国经济温和扩张，美国大选影响深远

太和智库 2020年10月 刊



关注时代
On Times We Focus

地址：北京市朝阳区东三环南路顺迈金钻大厦23层
电话：010-84351977 网址：www.taiheinstitute.org

目 录

报告主要观点.....	1
一、 热点评析.....	6
1. 三季度 GDP 不及预期，消费与投资表现欠佳.....	6
2. 美国大选对我国宏观经济影响深远.....	10
二、 中国宏观经济数据走势预判.....	14
1. 价格走势分析.....	14
2. 制造业 PMI 走势分析.....	18
3. 外贸走势分析.....	21
4. 工业增加值走势分析.....	24
三、 金融市场走势预判.....	27
1. 社融走势分析.....	27
2. 固定收益市场主要数据向暖.....	30
3. 股票市场风险较大.....	31
4. 原油短期上行，黑色金属短期震荡.....	32

报告主要观点

《太和财经（2020年10月刊）》对2020年9月全球金融经济热点事件、中国宏观经济走势和全球金融市场走势分析如下：

1. 三季度 GDP 稍逊预期，消费与投资表现欠佳。结合消费来看，三季度 GDP 数据回暖。虽然幅度略低于预期，但是经济发展长期向好趋势不变。其中，**消费支出**向上拉动 GDP1.7 个百分点，年内首次转正，较二季度上升 4.0 个百分点；**货物和服务净出口**拉动 GDP 增长 0.6 个百分点；**投资资本形成总额**拉动 GDP 增长 2.6 个百分点，成为推动三季度经济发展的主要动力。中期来看，投资对 GDP 的拉动作用将会大概率稳定保持。

2. 美国大选对我国宏观经济影响深远。从宏观经济的角度来看，无论是特朗普还是拜登当选总统，美国都将出台对中国宏观经济影响十分复杂的经济政策。如果特朗普成功连任，预计我国外贸将受到更加严重的打击，新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）以来我国外贸连续超预期运行的趋势在未来一至两个季度内或将终止。虽然中美达成了多项协议，但疫情的暴发很有可能使得特朗普做出更为夸张的决定，不排除其撕毁贸易协定、进一步征收关税等的可能性。如果拜登成功当选，我国经济面临的长期风险也不容乐观。总体而言，美国形势的变化对我国经济的影响是无法忽视的。在这种大环境下，我国首先需要考虑外贸面临的多重困难，避免“外循环”出现的风险传导至“内循环”。其次，因美元超发导致的输入性通胀、外币资产缩水、汇率和资本市场

震荡等多重压力同样值得关注，警惕美国发起“金融战”的潜在危险。

3. 价格走势评析。总体来看，CPI 指数变化主要与居民终端需求持续低迷和交通通信价格大幅走低有关。对于居民消费价格指数，太和财经认为在 2020 年 10 月乃至第四季度，CPI 指数涨幅预计平稳，回归到“1 时代”，并大概率保持至年底；PPI 环比涨幅回落、同比降幅扩大则与生产价格涨幅收窄相关，考虑到整体工业生产仍处于恢复之中，未来 PPI 有望逐渐回升。

4. 制造业 PMI 走势评析。总体来看，我国制造业 PMI 连续位于荣枯线上，在疫情得到有效防控后，我国三季度经济以温和扩张的态势收官。但国庆、中秋双节假日带来的季节性因素对本月 PMI 数据的加持十分明显，通过分析近五年同期的制造业 PMI 相关数据可以发现，PMI 数据的整体增长无法排除是由于双节临近造成的短期现象。供需断层、复苏困难等主要矛盾依然左右经济健康、稳定的长期发展。

5. 外贸走势评析。继第一季度大幅回落、第二季度止跌企稳之后，第三季度进出口出现全面反弹的态势；但 2020 年 9 月单月进出口的增长数据可能具有波动性，是否会持续有待进一步观察。出口方面，2020 年 9 月出口基本延续先前扩张的态势，呈现出第 6 个月的强韧性和正增长。进口方面，2020 年 9 月大幅超预期增长，主要是因为电子与汽车产业链的改善，以及大宗商品进口的上升。

6. 工业增加值走势评析。在“六稳”“六保”政策的落地过程中，现阶段疫情防控和经济社会发展稳步推进，工业生产保持平稳增长；但当前国内外经济形势仍具有复杂性和不确定性，使得工业生产运行仍面临较大压力。值得注意的是，尽管中国工业增加值的增速有一定的恢复，但从企业利润角度看，中国规模以上工业企业利润总额的同比增长已长期趋于收缩区间，以国有控股企业为代表的上游企业低效问题迟迟无法得到解决，供需断层导致的产成品与订单的不匹配是工业企业经济效益走弱的主要原因。

7. 2020年9月社融数据出现正向变化。人民币贷款方面，中长期贷款占比逐渐提高。整体来看，居民部门贷款的增长受益于消费和房地产销售边际改善，中长期贷款的明显走高表明房企试图推动销售从而加快资金回流的信号。与此同时，企业部门的中长期贷款开始发力则释放了积极信号。短期货币政策工具的淡出与实体融资需求的复苏保持基本同步，虽然融资结构依然存在较大的问题，但资金空转等问题在宏观层面得到初步缓解。M1增速在经历了前期的走弱后持续回弹，大部分企业面临的现金流危机正在逐渐消退，企业的流动性问题初步缓解。M2重返上行轨道，回弹符合预期。

8. 固定收益市场主要数据向暖。从具体的市场角度来看，央行连续三个月的超额续作显示稳货币、遏制市场利率上行势头、缓解中长期资金紧张的政策意图。尽管海外疫情出现反弹，但海

外经济复苏的趋势仍较为稳定，预计不会对国内市场造成太大冲击。不过随着即将到来的美国大选所造成的诸多不确定性，包括美国中长期经济外交政策的变动，以及其短期内邮寄选票政策可能会造成的法律冲突，都将会在一定程度上对海内外市场产生影响。

9. 股票市场风险较大。国庆长假期间，重大风险事件并未发生，境内旅游的全面复苏带动了消费的上涨，引导了积极情绪，进而推动市场上行。然而到了10月中旬，疫情再次往复，同时10月17日发布的三季度GDP和消费数据并未达到预期，双重因素使市场的上升动力不足，造成下行压力。另一方面，美国股市的上涨动力主要来自特朗普在确诊新冠肺炎后身体状况的积极好转，但美国大选在即，市场上的审慎情绪有所上升，全球股市短期内可能会有较高的波动，投资时应保持谨慎。

10. 大宗商品价格方面，原油短期上行，黑色金属短期震荡。原油因疫情复发影响未来需求，在9月末价格下行，然而近期美国的刺激计划减缓了美元的压力，同时俄罗斯总统普京放出支持减产的信号，国际油价出现上涨，短期内价格应会延续上涨趋势，但考虑到终端需求的影响以及可能的价格压制，上升的阻力依然存在。黑色金属方面，螺纹钢前期高产量高库存的压力在10月得到了缓解，库存降速较去年有所上升，促进螺纹钢价格上升，然而螺纹钢的总库存与去年相比仍然偏高，去年冬季的高库存压力今年也有重演的可能，同时终端需求能否恢复也依然是未知数，

螺纹钢价格短期内预计震荡，长期上升动力有限。

一、热点评析

1. 三季度 GDP 不及预期，消费与投资表现欠佳。前三季度国内生产总值 722,786 亿元。分产业看，第一产业增加值 48,123 亿元，同比增长 2.3%；第二产业增加值 274,267 亿元，增长 0.9%；第三产业增加值 400,397 亿元，增长 0.4%。从环比看，三季度国内生产总值增长 2.7%。

2020 年 9 月，社会消费品零售总额 35,295 亿元，同比名义增长 3.3%，增速比 8 月份加快 2.8 个百分点。前三季度社会消费品零售总额 273,324 亿元，同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度增速出现年内首次转正，比二季度增长 0.9%。

具体而言，按经营单位所在地分，9 月份城镇消费品零售额 30,200 亿元，同比增长 3.2%；乡村消费品零售额 5,095 亿元，增长 4.0%。前三季度，城镇消费品零售额 236,843 亿元，下降 7.3%；乡村消费品零售额 36,481 亿元，下降 6.7%。

从消费类型看，9 月份，商品零售 31,579 亿元，同比增长 4.1%；餐饮收入 3715 亿元，同比下降 2.9%。1-9 月份，餐饮收入 25,226 亿元，下降 23.9%；商品零售 248,098 亿元，下降 5.1%。在前三季度，消费升级类商品中，通讯器材类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额分别增长 7.2%、6.8%、4.5%。

前三季度全国网上零售额 80,065 亿元，同比增长 9.7%，比 1-8 月提高 0.2 个百分点，增速比上半年加快 2.4 个百分点。其中，

实物商品网上零售额 66,477 亿元，增长 15.3%，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 35.7%、3.3%和 16.8%。居民生活秩序稳定恢复，社会消费潜力逐步释放，消费市场呈现复苏态势，但长期消费趋势低迷，未来仍有隐患。

首先，居民消费增速降幅收窄，消费市场持续好转。9 月社会消费品零售总额环比增速大幅加快，从 8 月涨幅 0.5%，跳增至 3.3%，增加 2.8 个百分点。考虑到月度季节性因素，同比来看，2019 年和 2018 年的 8 月至 9 月，社会消费品零售总额增速小幅提升，分别为 0.3%和 0.2%。

然而，后疫情时代，为了进一步促进消费，推动经济复苏，8 月至 9 月，我国多地重启或延续发放消费券，一定程度上解释了短期消费增速小幅提升的现象。同时，除了刺激消费的政策外，通过观察社会金融数据，今年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，分部门看，住户部门贷款增加 6.12 万亿元，其中，短期贷款增加 1.53 万亿元，中长期贷款增加 4.6 万亿元；2020 年 9 月，社融增量、新增人民币贷款皆超预期。另外，从消费模式来看，虽然 9 月乃至前三季度，网络新型消费快速增长，但其强势发展更大程度上为消费条件限制下的被动增长。由于上半年疫情压力，居民不具备线下消费条件，因而出现的网络商品销售额增加，无法直接推断为居民消费能力提升。因此，太和财经认为，2020 年 9 月社会消费品零售总额的增长有

赖于季节性增长因素、消费刺激政策和贷款消费等因素。尽管10月乃至第四季度消费数据仍有希望进一步增长，但无法直接证明居民消费需求和消费能力已经出现真正的复苏。

从长期来看，消费低迷是趋势性问题。第一，上文中提到的消费模式从线上到线下的变化，无法在长期形成消费趋势。特别是线上消费由于规模起点相比于传统型消费低，相对增速快是合理常规现象。因此，新型消费增速迅猛并不能直接判断为总体消费水平上升。同时，考虑到网络商品消费绝对额在居民消费市场中占比偏低，太和财经认为其当前的增长暂时无法构成主要消费动力。

第二，居民可支配收入增幅较小，消费潜力不足。前三季度，全国居民人均可支配收入23,781元，比上年同期名义增长3.9%，扣除价格因素实际增长0.6%；缺乏收入增长的支撑，消费增长不具备基本面。同时，居民人均收入与人均消费支出持续扩大也间接体现了收入差距分化。尤其是从消费结构上看，虽然消费升级类商品数据增幅均超过4%，但消费更集中于高端消费，中端消费升级类商品占比不大。结合我国持续扩大的基尼指数，贫富差距扩大，消费升级类商品增幅较大是依靠少量、高收入的群体支撑。因此，平均后的消费增加数据并不具有代表性，无法作为群体消费需求回暖的证据。

第三，居民中长期债务增加，居民部门杠杆不断扩大，进一步制约了终端消费需求的回暖。观察中长期信贷，2020年9月

中长期贷款增加 17,042 亿元，同比多增 6,462 亿元；住户部门中长贷增加 6,362 亿元，同比多增 1,419 亿元。9 月房地产销售继续温和转好。1-9 月份，商品房销售面积 117,073 万平方米，同比下降 1.8%，降幅比 1-8 月份收窄 1.5 个百分点。其中，住宅销售面积下降 1.0%；商品房销售额 115,647 亿元，增长 3.7%，增速提高 2.1 个百分点，其中，住宅销售额增长 6.2%。因此，可合理推断，居民增加的中长期债务是用于房屋购置和地产投资，而非进行商品消费。大和财经认为，由于（1）全国房地产开发投资增速数据从一月以来持续温和上涨；（2）工资收入增速数据相对小幅回升；和（3）借贷消费模式虽然持续迅速增长，但还处于早期发展阶段，居民部门加大杠杆后，从长期趋势看会大概率制约未来的居民消费需求。

GDP 方面，三季度 GDP 数据有所回暖。虽然幅度略低于预期，但仍体现了一定的复苏势头。其中，消费支出向上拉动 GDP 1.7 个百分点，年内首次转正，较二季度上升 4.0 个百分点；货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.6 个百分点；更重要的是投资，资本形成总额拉动 GDP 增长 2.6 个百分点，成为推动三季度经济发展的主要动力。

分产业从投资的具体数据看，第一产业投资 11,653 亿元，同比增长 14.5%，增速比 1-8 月份提高 3.0 个百分点；第二产业投资 125,084 亿元，下降 3.4%，降幅收窄 1.4 个百分点；第三产业投资 299,793 亿元，增长 2.3%，增速提高 0.9 个百分点。三大

领域中，基础设施投资持续恢复，同比增长 0.2%，1-8 月份为下降 0.3%。其中，信息传输业投资增长 19.2%，增速比 1-8 月份加快 0.8 个百分点；铁路运输业投资增长 4.5%，增速比 1-8 月份回落 1.9 个百分点；道路运输业投资增长 3.0%，增速提高 0.1 个百分点；公共设施管理业投资下降 3.3%，降幅收窄 0.6 个百分点。

短期来看，投资对 GDP 的拉动作用将会大概率保持一段时间，主要原因是短期内的政策支持。2020 年 9 月，中央预算内投资、专项债券、抗疫特别国债等资金陆续下达，项目开工和资金到位情况持续好转。央企的投资活动持续加快，前三季度，中央企业完成固定资产投资（不含房地产）1.8 万亿元，同比增长了 11.3%，增速创年内新高。第二、第三季度固定资产投资的增速分别达到 14.8%和 17.6%，在未来有持续保持的迹象。

然而从长远来看，投资对 GDP 增长的拉动作用难以持续。首先，全国规模以上工业企业实现利润连续负增长，总额 37,166.5 亿元，同比下降 4.4%。虽然降幅比 1-7 月份收窄 3.7 个百分点，但主要是因为疫情得到控制后的“去除负面冲击”效应。就根本趋势而言，工业企业利润还没有找到新的、有效的、可持续的增长点。另外，投资效率的低下将成为未来投资拉动 GDP 增长的桎梏。短期内虽然通过政策扶持上线了很多投资项目，但如果不能产生收益，或者投资收益率太低，未来将形成债务约束，限制今后的投资动力。

2. 美国大选对我国宏观经济影响深远。伴随美国最后一场

总统大选辩论结束，2020年美国大选结果即将揭晓。在前期报告中，太和财经通过“四象限”分析模型，在疫情好转与疫情加剧两种可能背景下，对拜登或特朗普胜选后全球金融市场与美元信用的潜在趋势做出了分析。但随着时间的推移，太和财经通过长期跟踪2020年美国选举后发现，如果从宏观经济的角度来看，无论是特朗普成功连任，或是拜登成功当选，美国出台的政策对中国宏观经济的影响都将会是十分复杂且深远的。

尽管最新民调显示拜登支持率明显高于特朗普，但从政治经济学的思路进行判断，大选结束前的民调数据不仅不会对拜登起到有效的助推作用，反而会以信号（signalling）的形式刺激到特朗普的潜在支持者，反而使得特朗普在大选结束前获得更多选票。因此，太和财经认为当前民调结果并不足以作为“拜登更有望当选”的依据，特朗普仍然存在较大的连任可能。考虑到当前大选局势仍不明朗，分析未来白宫对中国经济的影响仍需对两种潜在情景进行探究。

第一，如果特朗普成功连任，预计我国外贸将最先受到更加严重的打击，疫情以来我国外贸连续超预期运行的趋势在未来一至两个季度内或将终止。考虑到当前美国的疫情仍未得到任何好转，特朗普连任后预计美国国内更大的内部矛盾与冲突将会爆发。在经济层面，特朗普政府的对华政策在形式上不会出现过多变化，“非理性”的强硬与封锁仍将会是主要方式。尽管按照合理逻辑判断特朗普政策走向的难度非常大，但太和财经对特朗普顺应前

期对华政策的惯性，加快转嫁美国国内矛盾的政策趋势的预判基本不变。虽然中美达成了多项协议，但疫情的暴发使得中美贸易总额远远低于市场预期。由于美国的终端需求在短期内恢复的可能性微乎其微，而前期特朗普对华强硬的政策使得中美关系加速恶化并开始脱钩，我国不存在对美加速出口的空间；同时，不乐观的内需大环境与我国贸易结构的变化也使得我国不存在扩大对美进口的需求。因此，特朗普很有可能针对上述不利因素而做出更为夸张的决定，不排除其撕毁贸易协定、进一步征收关税等的可能性。

虽然中美贸易下滑趋势难以扭转，但需要注意美国仍然是我国第四大贸易伙伴。未来中美贸易一旦出现更加难以调和的摩擦，我国在短期内将经受更加严峻的考验，尤其在“双循环”发展策略刚刚提出的时间节点上。内循环通道不畅一直是我国经济的最大痛点，如果叠加外循环受挫，中国经济将会在未来 1-2 年内失去部分增长动力。

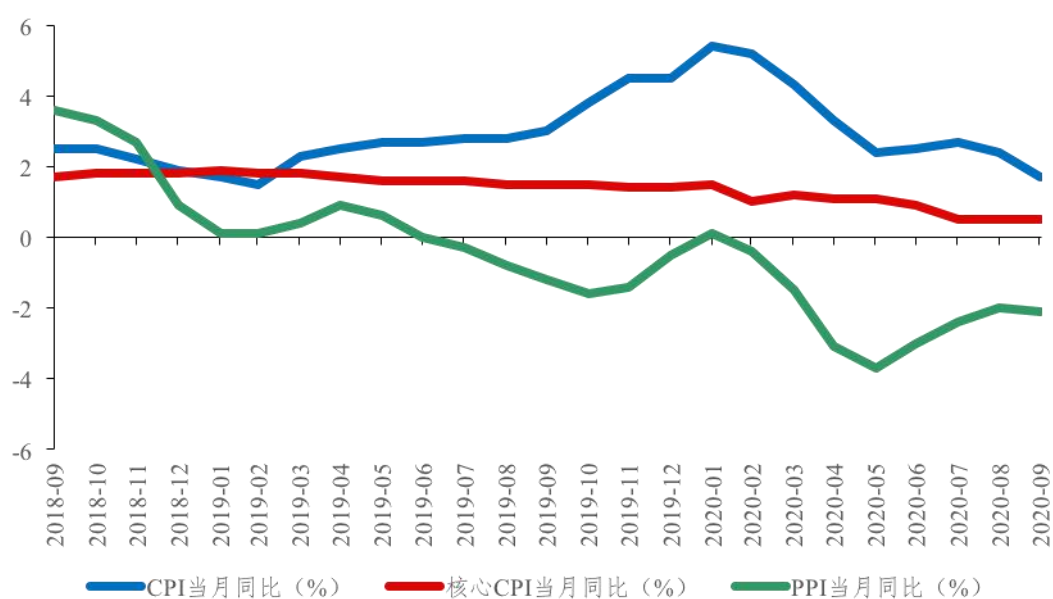
第二，如果拜登成功当选，我国在短期内或许会获得一定的喘息机会，但从长期来看，拜登当选会为我国经济带来更大的隐性风险。在外贸方面，虽然拜登长期坚持以“公平贸易主义者”自居，并曾公开表示“我们应该以他国对待我们的方式对他们。至于中国，他们如果想跟我们做生意，那就得遵照同一套规则”。但拜登的竞选团队释放出了更加深层的信号。拜登的发言人特别提出，拜登如果当选总统，将会“投资美国的核心实力”，并确

保“美国与盟友共同制定应对中国的策略”。可以看出，作为前美国副总统，拜登并未偏离奥巴马政府的对华政策方向——在国际机制和多边框架内与中国展开竞争。美国对华政策的惯性会让拜登无法在很短的时间内彻底使白宫对华打压走向反方向，尽管中美贸易在此之后出现进一步缓和，太和财经也高度怀疑其可持续性。需要强调的是，疫情以来我国外贸出现了非常明显的结构性变化，我国与东盟、欧盟贸易伙伴的经济活动正在“替代”曾经部分与美国的经贸活动，如果拜登政府成功“挽救”了美国和传统盟友之间的利益，并逐步建立起了更加稳固的多边框架，那么刚刚出现结构性变化并超预期运行的我国外贸不排除将在一定程度上失去东盟、欧盟、英国、日本等贸易伙伴对美国的“替代”效应的可能。因此，从长期来看，拜登当选后我国外贸面临的问题则是更加清晰的。

总体而言，美国形势的变化对我国经济的影响是无法忽视的。需要指出的是，无论是特朗普胜选还是拜登胜选，美国对中国的基本政策是不会发生巨大改变的，转嫁矛盾、零和博弈等思维是根深蒂固的。在这种大环境下，我国首先需要考虑外贸面临的多重困难，避免“外循环”出现的风险逐渐传导至“内循环”。其次，考虑到美元在全球金融的霸主地位，我国经济体因美元信用导致的输入性通胀、外币资产缩水、汇率和资本市场震荡等多重压力同样值得关注，警惕美国发起“金融战”的潜在危险。

二、中国宏观经济数据走势预判

1. 价格走势分析。2020年9月，CPI同比上涨1.7%，涨幅较上月收窄0.7个百分点；环比上涨0.2%，涨幅较上月收窄0.2个百分点；PPI同比下降2.1%，降幅较上月收窄0.1%；环比上涨0.1%，涨幅较上月收窄0.2%。



2020年9月，无论是同比还是环比，我国CPI增幅延续了上月走势，仍在缩减。太和财经认为三大因素导致了CPI涨幅持续小幅回落：猪肉价格涨幅大幅回落；交通通信价格，因汽油、柴油价格下降影响，出现大幅走低；同时扣除食品和能源的核心CPI当月同比涨幅与上月相同，稳定保持在0.5%，但仍处于金融危机后的历史低点。这说明居民终端需求仍较为低迷。

从同比角度来看，食品烟酒类价格同比上涨6.4%，影响CPI上涨约2个百分点。食品中，畜肉类价格上涨22.6%，影响CPI上涨约1.39个百分点。其中，本月猪肉价格较8月上涨25.5%，

与 8 月的同比数据 52.6%相比，涨幅大幅回落 27.1 个百分点。太和财经认为，由于猪肉存栏不断改善，储备猪肉增加，猪肉供给增长，因此价格涨幅回落；鲜菜价格上涨 17.2%，涨幅扩大 5.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.41 个百分点；水产品价格上涨 2.6%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；受季节和节假日因素重叠影响，鲜果继续大量上市，价格下降 6.9%，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点；蛋类价格下降 15.8%，影响 CPI 下降约 0.11 个百分点。其他七大类价格三涨四降。考虑到学校开学和双节因素，医疗消费、文娱消费和教育消费等具有可选消费属性的商品需求持续回暖：其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分别同比上涨 4.3%、1.5%和 0.7%。但值得注意的是，交通通信价格同比大幅下降，降幅较上月继续扩大 3.6%。其中交通工具用燃料降幅扩大 14.7%，太和财经认为该下降是受汽油、柴油的国际价格下降波动影响，所以无法直接判断为居民消费水平降低。

从环比角度来看，食品烟酒类价格环比上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点。其中，鲜菜价格上涨 2.4%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；畜肉类价格下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点，其中猪肉价格下降 1.6%，影响 CPI 下降约 0.08 个百分点；水产品 and 鲜果价格均下降 0.9%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。其他七大类价格环比两涨三平两降。其中，其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 0.9%和 0.1%，居住、医疗保健价格、生活用品及服务价格持平；教育文化和娱乐、衣着价格分

别上涨 0.8%和 0.9%。

2020 年 9 月 PPI 同比下降 2.1%，较 7、8 月持续回升后，国内工业生产和需求回暖有轻幅减弱。其中，生产资料价格同比下降 2.8%，降幅收窄 0.2%；生活资料出厂价格由涨转降，同比下降 0.1%。

从环比角度来看，9 月 PPI 上涨 0.1%，涨幅较上月回落 0.2%；生产资料价格上涨 0.2%，涨幅回落 0.2%；生活资料价格由涨转降，下降 0.1%。具体而言，虽然生产资料价格受工业需求恢复影响而上涨，但上涨有限。采掘工业、原材料工业和加工工业价格分别上涨 0.6%，0.3%和 0.1%，均低于上月；而生活资料中，食品持平，一般消费品价格环比下降 0.1%，非刚需的衣服和耐用消费品价格则分别下跌 0.2%和 0.3%，说明当前的价格仍处于恢复阶段。从行业分类来看，受国际原油价格变动影响，石油相关行业工业品价格由涨转降，其中，石油和天然气开采业价格下降 2.3%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 0.5%。黑色金属和有色金属价格涨幅有所回落，黑色金属冶炼和压延加工业上涨 1.3%，回落 0.2 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业上涨 0.7%，回落 2.3 个百分点。值得注意的是，非金属矿物制品业、煤炭开采和洗选业价格均由降转涨，分别上涨 0.4%和 0.3%。

总体来看，2020 年 9 月 CPI 同比和环比增幅继续回落，PPI 环比涨幅回落，同比降幅小幅扩大。其中，CPI 指数变化主要与居民终端需求持续低迷和交通通信价格大幅走低有关；PPI 环比

涨幅回落、同比降幅扩大则与生产价格涨幅收窄相关。太和财经认为 **CPI** 和 **PPI** 的走势变化均受国际原油价格变动影响。

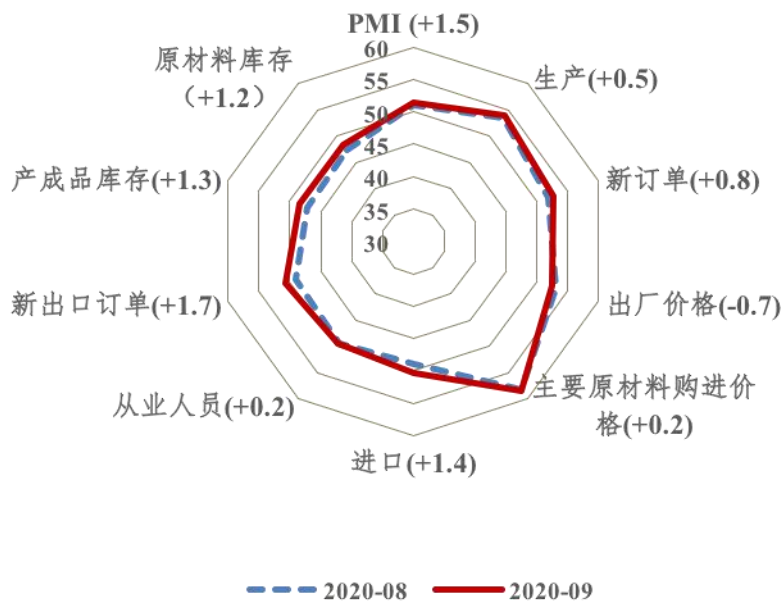
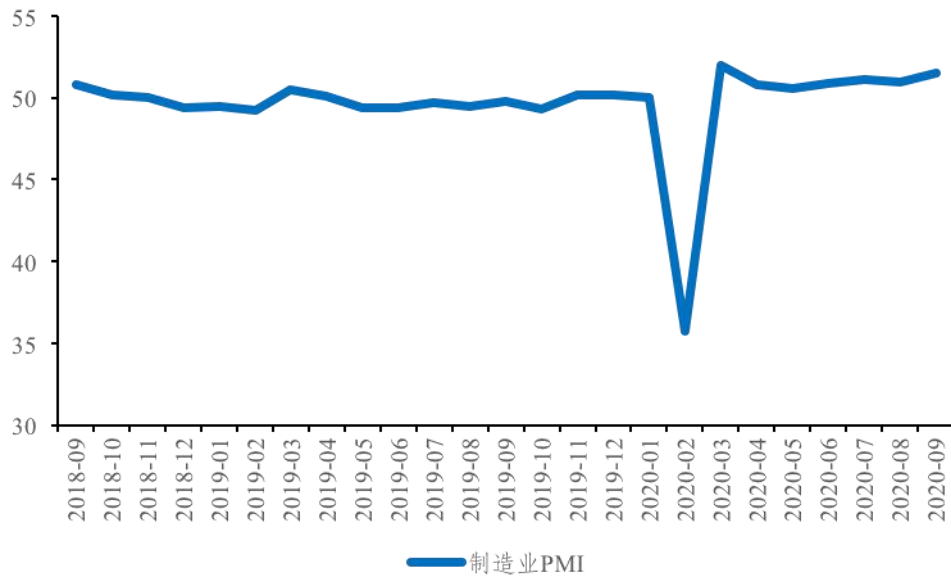
对于居民消费价格指数，太和财经认为在 2020 年 10 月乃至第四季度，**CPI** 指数涨幅预计平稳，回归到“1 时代”，并大概率持续至年底。首先，作为主要推升国内 **CPI** 高位运行的猪肉价格，在 9 月涨幅明显下降。其背后原因是存栏量增加，储备猪肉投放提高，不排除为进入双节及年底备货因素。因此，猪肉价格 10 月环比仍有小幅上涨空间。但考虑到居民终端需求低迷，价格涨幅有限，更大概率保持在“1 的空间”上。其次，根据中国央行数据，9 月社融增量 3.84 万亿元高于预期，但较八月的 3.58 万亿元数据微降。贷款方面，九月增加 1.9 万亿元，增量主要来源为中长期贷款，显示经济复苏向好趋势。而基于高于预期的金融增量，宽信用、紧货币的搭配仍会继续。由于中性偏紧的货币政策，暂无基于流动性增加而导致通胀的风险。因此，太和财经前期强调的“结构性通缩无缝衔接货币型通胀”风险短期内并不明显。最后，随着国内疫情好转及年底节日因素，内需有望短期内小幅回升；同时旅游、住宿等可选消费属性的商品需求有机会恢复，因此未来非食品价格有望回升，但持续时长有限。

对于 **PPI** 指数，考虑到整体长期工业生产仍处于恢复过程，未来 **PPI** 有望逐渐回升。虽然 9 月国际油价下行，生产端的大宗商品价格由涨转降，同时消费端 **PPI** 生活资料价格也由涨转降。然而，生产资料价格环比上涨、同比降幅收窄，单月 **PPI** 指数波

动仍为短期现象，主要是由于原材料攻击端的冲击。考虑到疫情好转的因素，叠加全球经济逐渐转好，未来 PPI 回升呈现向好趋势。

综上所述，在原材料价格上行空间受限的背景下，9 月 CPI 增幅出现下行趋势，但供需稳定；PPI 波动明显，但仍有望回升。10 月或许迎来短期消费微升，但总体平稳，预计 CPI 会仍旧保持在“1 时代”，长期经济复苏依然面临需求低迷的阻力。

2. 制造业 PMI 走势分析。2020 年 9 月公布的制造业 PMI 为 51.5%，较上月上升了 0.5 个百分点，连续 6 个月保持在荣枯线以上，三季度经济保持温和扩张已成定局。从分项数据看，生产指数为 54.0%，比上月上升 0.5 个百分点；新订单指数为 52.8%，比上月上升 0.8 个百分点；原材料库存指数为 48.5%，比上月回升 1.2 个百分点；从业人员指数为 49.6%，比上月回升 0.2 个百分点。从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.5%，比上月上升 0.5 个百分点；中型企业 PMI 为 50.7%，比上月回落 0.9 个百分点；小型企业 PMI 为 50.1%，比上月上升 2.4 个百分点。非制造业商务活动指数为 55.9%，比上月上升 0.7 个百分点；**综合 PMI 产出指数为 55.1%，比上月上升 0.6 个百分点。**



从供给端来看，2020年9月的生产指数为54.0%，位于荣枯线之上，且比上月上升0.5个百分点，制造业活动继续保持积极趋势。同时，原材料库存指数为48.50%，降幅相比于8月47.30%有所缩减。这表明，工厂生产意愿没有出现疲弱态势，而降幅收窄表明企业存在一定的补库存意愿。

从需求端来看，内需和外需都出现一定程度的回暖，并且有

走高的趋势性。其中，2020年9月的新订单指数为52.8%，较上月提高0.8%；新出口订单指数增长至50.8%，相比于8月的49.1%，幅度更为明显。但需要注意的是，产成品库存指数为48.4%，位于荣枯线以下。该指数降幅的收窄表明需求端复苏仍然慢于供给端。因此，四季度仍有一定库存被动累积的风险。与此同时，出厂价格指数为52.5%，而原材料进购价格指数为58.5%。出厂价格没有出现与原材料价格同步走高的趋势，这也表明了需求端复苏仍存在不小的困难。

非制造业方面，建筑业活动仍然非常积极，但增速持平表明相关行业的边际出现了收窄的现象，符合前期地产发力但边际递减的预判。服务业同样有所回升，但考虑到PMI指数为环比数据，而服务业在2020年早期受疫情影响极为严重，相对较低的基数与本月的季节性因素是服务业指数走高的主因。

从企业规模的角度看，大中小企业的景气度出现了一定的弥合趋势，PMI指数均高于50%。小型企业复苏尤其明显，由上月的47.7%增长至本月的50.1%，今年首次恢复至荣枯线上。但考虑到节假日效应与“圣诞月”的临近，小型企业复苏的可持续性有待观察。如果结合货币政策风向进行判断，从2020年6月起，小微企业持续的不景气对货币政策的边际收紧产生了制约作用。未来稳货币、宽财政的货币政策或许会由于结构的严重分化而转变为宽货币、宽财政，但宽货币的影响会首先传导至上游，原材料购进价格的持续走高可以作为证明。

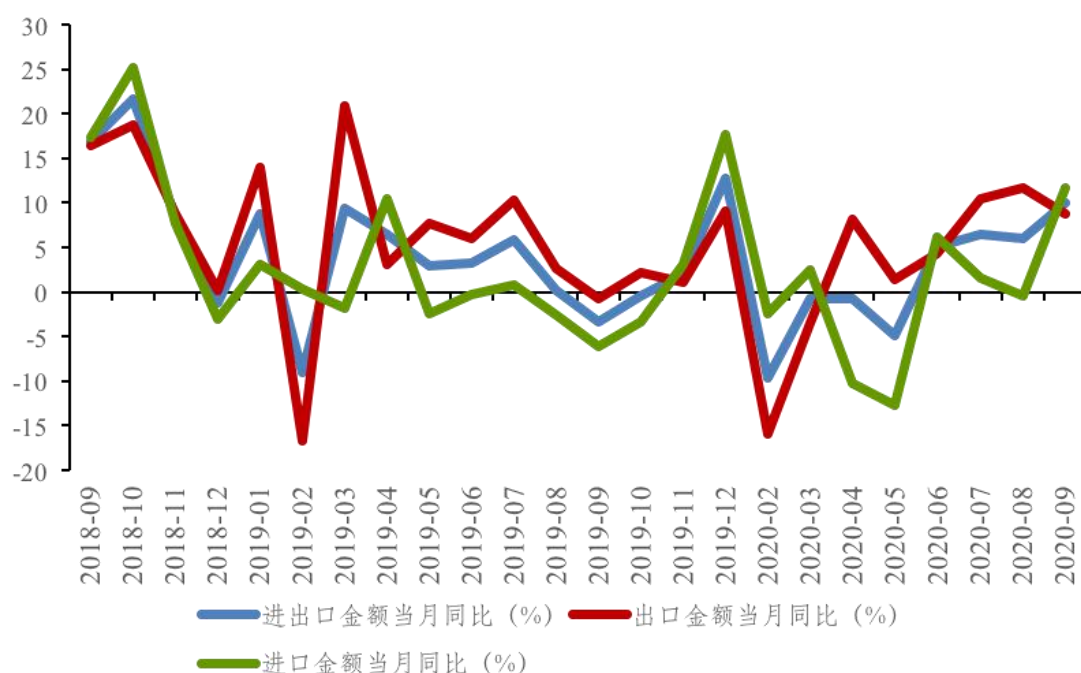
总体来看，我国制造业 PMI 连续位于荣枯线上，在疫情得到有效防控后，我国三季度经济以温和扩张的态势收官。从各项数据看，国庆、中秋双节节假日带来的季节性因素对本月 PMI 数据的加持十分明显，前期担忧的不同规模企业复苏的结构分化和供需断层问题也出现了一定程度的好转。

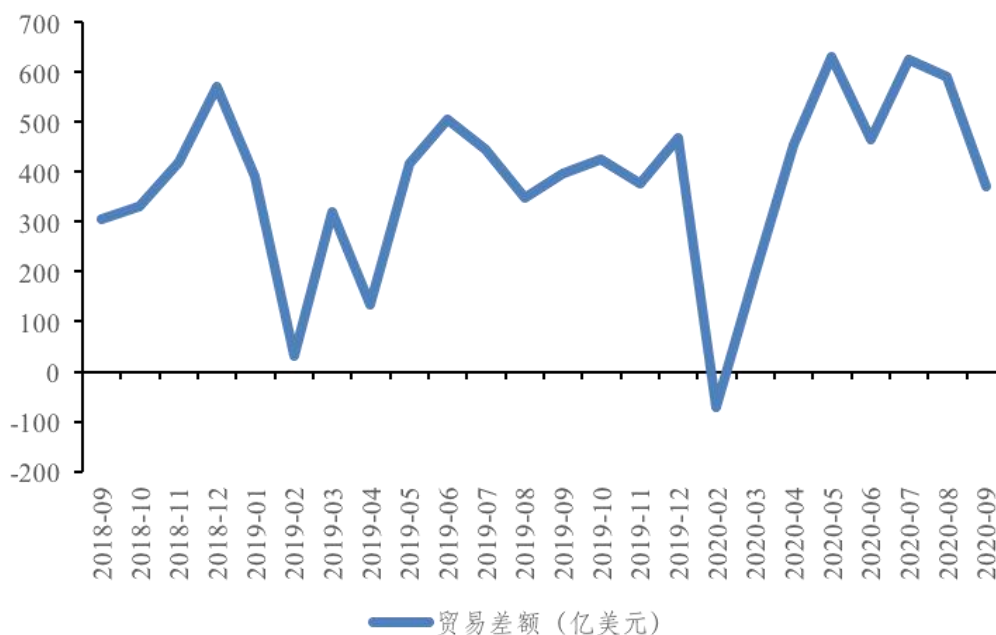
但太和财经通过分析近五年同期的制造业 PMI 相关数据可以发现，PMI 数据的整体增长无法排除是双节临近造成的即时性短期现象。对比近五年的同期 PMI 的增幅：除 2018 年外，PMI 短期走高但增长趋势难以保持的现象十分明显，而 2020 年大部分分项数据超预期向好则需要考虑前期受困于疫情而产生的较低基数。生产强于需求是我国经济的基本趋势，在高杠杆的压力下，需求难以提振的现象不会突然消失。因此，经济短期内有望延续向好发展态势，但供需断层、复苏困难等主要矛盾依然左右经济健康、稳定的长期发展。2020 年疫情的出现则严重限制了供需两侧，复产复工后生产端的恢复明显快于需求端，供需断层的出现使得二者的弥合更为困难。

随着各项经济活动逐渐摆脱疫情以及节假日因素的影响，供需两端的结构性问题很有可能在四季度再次浮出水面。经济复苏，尤其是需求侧回暖的可持续性非常值得关注。

3. 外贸走势分析。外贸走势分析。2020 年 1-9 月全国进出口总额为 23.12 万亿元，同比增长 0.7%。其中，出口 12.71 万亿元，同比增长 1.8%；进口 10.40 万亿元，同比下降 0.6%；按美

元计，2020年1-9月，中国进出口总额3.30万亿美元，同比下降1.8%。其中，出口1.81万亿美元，同比下降0.8%；进口1.49万亿美元，同比下降3.1%。2020年9月单月，中国进出口总额3.07万亿元，同比增长10.0%；其中，出口1.66万亿元，同比增长8.7%；进口1.40万亿元，同比增长11.6%，贸易顺差2,576.8亿元；按美元计，2020年9月单月，中国外贸进出口总额4,425.2亿美元，同比增长11.4%；其中，出口2,397.6亿美元，同比增长9.9%；进口2,027.6亿美元，同比增长13.2%；贸易顺差370.0亿美元。





继第一季度大幅回落、第二季度止跌企稳之后，第三季度出现进出口全面反弹的态势；但2020年9月单月进出口的增长数据可能具有波动性，是否持续有待进一步观察。

出口方面，2020年9月出口基本延续先前扩张的态势，呈现出第6个月的强韧性和正增长。首先，防疫物资出口趋于平坦，纺织类同比从48.5%下降到36.0%，医疗仪器及器械同比从39.0%下降到30.9%；其次，海外楼市回暖，家用物品出口增长，家用电器同比从39.3%增长至42.9%，家具同比从28.9%增长至36.0%，灯具同比从18.2%增长至41.8%；第三，除防疫物资、房地产等个别题材外，海外全面需求回暖而供给暂时无法完全恢复，进而拉动中国其他物资的出口增长，如汽车零件、船舶、农产品等。

进口方面，2020年9月大幅超预期增长，主要是因为电子与汽车产业链的改善，以及大宗商品进口的上升。具体来看，一方面，集成电路同比进口上升27.7%，反映美国打压中国科技企

业时期加紧囤积芯片的现象；另一方面，以原油、天然气、煤炭为主的能源进口数普遍下降，但农产品进口同比上升 27%，汽车进口同比上升 32.8%，计算机进口同比上升 40.2%，可见以农产品为首的其他大宗商品，以及汽车、计算机为首的民用消费品均明显增长。

分国别来看，2020 年 1-9 月，东盟（东南亚同盟）反超传统贸易伙伴美国、欧盟，继续成为我国第一大贸易伙伴，美国跌落成为中国第三大贸易伙伴。具体来看，2020 年 1-9 月，中国对东盟进出口额 3.38 万亿元，增长 7.7%，占中国外贸总值的 14.6%。其中，中国对东盟出口 1.87 万亿元，增长 7.7%；自东盟进口 1.5 万亿元，增长 7.7%。欧盟为中国第二大贸易伙伴，中国对欧盟进出口 3.23 万亿元，增长 2.9%，占中国外贸总值的 13.98%。其中，中国对欧盟出口 1.96 万亿元，增长 5.8%；自欧盟进口 1.27 万亿元，下降 1.3%。美国为中国第三大贸易伙伴，中国对美国进出口 2.82 万亿元，增长 2%，占中国外贸总值的 12.19%。其中，中国对美国出口 2.18 万亿元，增长 1.8%；自美国进口 0.64 万亿元，增长 2.8%。日本为中国第四大贸易伙伴，中国对日本进出口 1.61 万亿元，增长 1.4%，占中国外贸总值的 6.97%。其中，中国对日本出口 0.73 万亿元，减少 0.2%；自日本进口 0.89 万亿元，增长 2.8%。

4. 工业增加值走势分析。2020 年 9 月，规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速较 8 月份加快 1.3 个百分点。分地区

看,9月份,东部地区增加值同比增长8.0%,中部地区增长6.5%,西部地区增长4.7%,东北地区增长8.5%。从环比看,9月份,规模以上工业增加值比上月增长1.18%。1-9月份,规模以上工业增加值同比增长1.2%。

在“六稳”“六保”政策的落地过程中,现阶段疫情防控和经济社会发展稳步推进,工业生产保持平稳增长;但当前国内外经济形势仍具有复杂性和不确定性,使得工业生产运行仍面临较大压力。

分三大门类看,2020年9月,采矿业增加值同比增长2.2%,增速较8月份加快0.6个百分点;制造业增长7.6%,加快1.6个百分点;电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.5%,回落1.3个百分点。

分经济类型看,2020年9月,国有控股企业增加值同比增长6.5%,股份制企业增长6.8%,外商及港澳台商投资企业增长7.1%,私营企业增长7.9%。整体来看,各经济类型均在疫情防控和经济社会发展稳步推进的趋势中逐渐恢复增长;其中,私营以及股份制企业增长活力较强,体现了民营部门决定中国经济发展质量的重要地位;而国有控股企业增加值的恢复仍不及前者,效率低下的问题并没有得到根本解决。但值得注意的是,一方面,疫情期间长时间的生产停工对企业的现金流已产生毁灭性打击,而当今恢复的各项产能若无法及时被下游企业消化,就不能及时解决上游工业企业的流动性问题;另一方面,国外疫情得到控制

仍将是一个漫长的过程，金融市场走势正在和实体经济运行情况逐渐脱钩，外需不振已成定局。在这种情况下，未来工业增加值有望继续反弹，但反弹的力度和速度仍将存疑。

多数行业持续恢复，累计增长面逐步继续扩大。分行业看，2020年9月份，41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长2.7%，纺织业增长5.6%，化学原料和化学制品制造业增长7.5%，非金属矿物制品业增长9.0%，黑色金属冶炼和压延加工业增长9.0%，有色金属冶炼和压延加工业增长3.5%，通用设备制造业增长12.5%，专用设备制造业增长8.0%，汽车制造业增长16.4%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长3.9%，电气机械和器材制造业增长15.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长8.0%，电力、热力生产和供应业增长4.2%。

其中，值得注意的是，尽管中国工业增加值的增速有一定的恢复，但从工业企业经济效益的角度看，以工业为代表的供给侧已受到十分严重的供需断层影响。从企业利润角度看，中国规模以上工业企业利润总额的同比增长已长期趋于收缩区间，以国有控股企业为代表的上游企业低效问题迟迟无法得到解决。以2020年1-9月为例，国有控股企业利润总额仅为46,380.6亿元，同比仅增长8.4%，增速与1-8月份持平。

太和财经认为，供需断层导致的产成品与订单的不匹配是工业企业经济效益走弱的主要原因。从细分数据中看，2020年9

月末，中国规模以上工业企业的产成品存货 42,383.3 亿元，同比增长 1.0%；产成品存货周转天数为 17.0 天，同比减少 0.2 天；应收票据及应收账款平均回收期为 54.6 天，同比增加 1.7 天。恢复的产能无法及时转化为有效的订单，工业企业便失去了提高企业效率的基本面。太和财经认为，上游企业的复苏将长期受到下游需求的拖累，因此工业回弹的可持续性值得长期关注。

三、金融市场走势预判

1. 社融走势分析。2020 年 9 月新增社会融资规模 3.48 万亿元，比上年同期多 9,630 亿元；9 月人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2,047 亿元。9 月 M2 货币供应同比增长 10.9%，增速较上月末提高 0.5 个百分点；M1 同比续升至 8.1%，较上月末提升 0.1 个百分点；9 月末外汇贷款余额为 8994 亿美元，同比增长 12.5%，外汇存款余额为 8,487 亿美元，同比增长 15.9%。

2020 年 9 月社融数据出现积极变化。人民币贷款方面，短期贷款开始向中长期贷款转移。分部门看，住户部门贷款增加 9,607 亿元，其中，短期贷款增加 3,394 亿元，中长期贷款增加 6,362 亿元；企（事）业单位贷款增加约 1.2 万亿元，其中短期贷款增加 1,274 亿元，中长期贷款增加 1.07 万亿元，为 2017 年 5 月以来的新高。整体来看，居民部门贷款的增长受益于消费和房地产销售边际改善，中长期贷款的明显走高反映了房企试图推动销售从而加快资金回流的信号。与此同时，企业部门的中长期贷款开始发力则释放了积极信号。短期货币政策工具的回收与实

体融资需求的复苏保持基本同步，虽然融资结构依然存在较大的问题，但资金空转等问题在宏观层面得到初步缓解。

M1 增速在经历了短期的走弱后持续回弹，M2 重返上行轨道。9月 M1 同比回升至 8.1%，大部分企业面临的现金流危机正在逐渐消退，企业的流动性问题得到初步缓解。同时，太和财经认为 M2 的回升符合预期。首先，前期 M2 增速的回落与社融增速出现的偏离是由于政府债券融资具有一定的时滞性；其次，长期存在于市场中的“金融—实体断层问题”也加大了流动性进入实体部门的难度，大量资金未能及时流入实体部门，早期带来的财政存款走高也从侧面提供了证明。随着本月财政资金加快使用，财政存款出现大幅回落并快速反映在 M2 的增速上。

与此同时，外币余额同样值得关注。2020 年前三季度，外币贷款增加 1,125 亿美元，同比多增 1,076 亿美元，9 月份贷款减少 34 亿美元，同比少减 18 亿美元，9 月末贷款余额为 8,994 亿美元，同比增长 12.5%；外币存款增加 909 亿美元，同比多增 862 亿美元，9 月份存款增加 292 亿美元，同比多增 279 亿美元，9 月末外汇存款余额为 8,487 亿美元，同比增长 15.9%。整体而言，外币贷款和存款余额规模上升较大，但是逐渐呈现“存增贷减”的局面。一方面，今年外币贷款变化受疫情影响较大，一季度对外贸易几乎停滞，外币贷款需求大幅走弱，二、三季度虽然全球产业链受疫情等外部因素冲击仍然不完整，但贸易链逐渐恢复，外贸的复苏带动外币贷款需求反弹。9 月份虽然因季节影响

数据有所回落，但整体趋势大概率不会改变，外币贷款余量也会随之保持在高位。

另一方面，外币存款在9月末创数据记录新高，结合经济形势来看，中国短期至中期经济走向相对较好，外币存款上升的原因更有可能是境外投资者对中国预期较为积极，大量境外资金进入境内资本市场，特别是权益类市场。中国金融市场资金充裕，底线较为稳固，金融市场在未来一段时间内的主要趋势大概率向好。

2020年9月社融存量增速持续回升至13.5%，较上月回升0.2个百分点，为2018年以来的新高，人民币贷款出现的结构性变化也为市场释放出了较为积极的信号。一方面，对冲疫情的短期货币工具正在逐步退出市场，太和财经反复强调过度依赖货币政策的危险性，减少内生性波动的影响将为宏观经济健康发展提供空间。另一方面，企业部门中长期贷款的走高则表明未来1-2个季度内GDP存在持续上行的基本面，年内GDP维持合意增速的可能性极高，基于三季度中国GDP增长已经实现了正增长，为“更好的保持合理的宏观杠杆率水平”的货币政策目标创造条件。

另一方面，三大部门杠杆率同时攀升的现象非常值得警惕。我国在疫情之前有一段十分痛苦的去杠杆过程，但本次疫情的出现使得去杠杆进程被动终止。展望未来，根据全年政府债券发行计划，政府债将继续保持多增，而贷款利率和库存周期的低位也

会刺激居民和企业继续加杠杆，但正如太和财经反复强调的一样，举债过高为经济复苏带来的阻力是无法忽视的。对于居民部门而言，“高杠杆+低收入”的矛盾现象将长期制约终端需求的回暖，从而成为“内循环”的阻力。对于企业部门而言，如果需求持续无法同生产配套，过高的杠杆将使得企业在未来面临更为严峻的现金流问题。一旦举债过高的问题难以控制，未来去杠杆的进程将更加艰难。

货币政策方面，虽然近两个月社融数据持续超预期，但太和财经认为货币政策依然保持中性的可能性较大。从央行释放出的信号来看，三季度央行货币政策委员会例会继续强调“稳健的货币政策要更加灵活适度”，删去“坚持总量政策适度”，新增“精准导向”相关文字，预计年内货币与社融增速有望继续保持一定的增速，货币政策转松的可能性继续下降。与此同时，央行表示2020年8-12月金融部门还将继续为市场主体减负约6,000多亿元，货币政策收紧的可能性更低。

2. 固定收益市场主要数据向暖。中国资本市场仍有较大吸引力。日前，世界三大权威债券指数公营机构之一的富时罗素宣布将中国国债纳入其富时世界国债指数。而另外两大债券指数公营机构——摩根大通和彭博巴克莱都已经在去年4月和今年年初将中国国债纳入其指数体系评估范围。这将使得中国债券市场对境外投资者的吸引力进一步增加，截止到今年十月份，境外机构已经连续22个月增持中国债券，持有规模逐步增长。

从具体的市场角度来看，央行在10月15日宣布，其将对在十月份到期的2,000亿元中期借贷便利（MLF）开展5,000亿元的续作。这是8月以来央行连续第三个月对当月到期的一年期MLF进行超量续作，银行间长期负债的缺乏仍是本次MLF超量续作的主要原因。央行连续三个月的超额续作显示稳货币，遏制市场利率上行势头，缓解中长期资金的紧张需求已经是目前其主要的工作要点。央行于同期开展的500亿元7天期逆回购操作，也将在一定程度上缓解相关的资金压力。

9月信贷高于预期，主要增量集中于企业中长期贷款和居民中长期贷款。企业中长期贷款的增长除了基建因素，制造业融资也出现明显回升，受益于出口行业、汽车行业的复苏。央行同时表示“应当允许宏观杠杆率阶段性上升”，这或许意味着央行不会快速收紧信用，而是倾向于夯实本轮经济回升的基础。政策逻辑没有变化，策略建议不变。

尽管海外疫情出现反复，但海外经济复苏的趋势仍较为稳定，预计不会对国内市场造成太大冲击。不过随着即将到来的美国选举所造成的诸多不确定性，包括中长期的经济外交政策的变动，以及短期内邮寄选票政策可能会造成的法律冲突，都将会在一定程度上对海内外市场产生影响。

3. 股票市场风险较大。9月下旬至10月中旬，全球股票市场波动较大。国内股票市场在9月下旬经历短期下行后，于国庆后迎来一波涨势，上证综合指数由9月30日的收盘价3218.05

点涨至 10 月 13 日的收盘价 3359.75 点，然而这轮涨势在 10 月中旬出现转折，截至 10 月 23 日，上证综合指数收盘价已下调至 3278.00 点。国庆长假期间，重大风险事件并未发生，境内旅游的全面复苏带动了消费的上涨，引导了积极情绪，进而推动市场上行。然而到了 10 月中旬，疫情再次往复，同时 10 月 17 日发布的三季度 GDP 和消费数据并未达到预期，双重因素使市场的上升动力不足，造成下行趋势。另一方面，美国股市在这段时间内先涨后跌，纳斯达克综合指数由 9 月 24 日的收盘价 10672.3 点涨至 10 月 12 日的收盘价 11876.3 点，继而连续下跌，截至 10 月 23 日，降至 11548.28 点。美国股市的上涨动力主要来自特朗普在确诊新冠肺炎后身体状况的积极好转。然而 10 月中旬的国际形势减缓了这一动力，10 月 10 日，朝鲜在阅兵式上展示新型洲际弹道导弹，塔利班领导人公开支持特朗普，同时欧美新一波疫情确认开始，全球疫情影响继续加重，多重因素组成了下行动力，然而近期美国刺激计划开始协商，同时美国大选在即，市场上的审慎情绪有所上涨，美国股市波动进而有所缓和。在可预见的短期内，不确定因素仍然较多，包括美国大选的结果、疫苗研发的进程以及全球经济的发展等。因此，全球股市短期内可能会有较高的波动，投资时应保持谨慎。

4. 原油短期上行，黑色金属短期震荡。9 月下旬至 10 月中旬，原油因疫情复发影响未来需求，在 9 月末价格下行，然而近期美国的刺激计划减缓了美元的压力，同时 10 月 22 日，俄罗斯

总统普京公开表示，主要产油国没有必要改变原定的减产协议，放出明显的支持继续减产的信号，国际油价出现上涨，短期内价格应会延续上涨趋势，但考虑到终端需求的影响以及可能的价格压制，上升的阻力依然存在。黑色金属方面，螺纹钢前期高产量、高库存的压力在 10 月得到了缓解，库存降速较去年有所上升，促进螺纹钢价格上升，然而螺纹钢的总库存与去年相比仍然偏高，去年冬季的高库存压力今年也有重演的可能，同时终端需求能否恢复也依然是未知数，螺纹钢价格短期内预计震荡，长期上升动力有限。

作者：太和智库研究员、新声代经济学者 张 超
太和智库研究员 张家瑞
太和智库研究员 欧阳睿

免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。