



太和智库  
Taihe Institute

# 太和财经

## 消费持续低迷，投资稳步回升

太和智库 2020年9月刊



关注时代  
On Times We Focus

地址：北京市朝阳区东三环南路甲52号顺迈金钻大厦23层

电话：010-84351977 网址：[www.taiheinstitute.org](http://www.taiheinstitute.org)

# 目 录

报告主要观点.....	1
一、 热点评析.....	3
(一) 金融市场热点评析.....	3
1. 对于美国财政决策的分析.....	3
2. 全球金融市场的资金流向分析.....	4
(二) 宏观经济热点评析.....	6
1. 出口数据再超预期.....	6
2. 贸易回弹可持续性存疑.....	7
二、 中国宏观经济数据走势预判.....	8
1. 价格走势分析.....	8
2. 消费走势分析.....	12
3. 固定资产与房地产投资走势分析.....	15
三、 金融市场走势预判.....	17
1. 股票市场震荡下行.....	17
2. 黑色商品震荡，等待第三季度数据.....	18

## 报告主要观点

《太和财经（2020年9月刊）》对2020年8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. 美国货币决策评述。**美联储公布的9月份货币政策声明符合市场一般预期，但并未给美国金融市场带来利好，未来美国金融市场的行情取决于经济的确定性复苏或超预期货币政策。然而，在美国经济复苏不确定性较大的情况下，如果过于宽松，美元贬值速度过快，美元资产的信用风险将被进一步拉大，势必导致资本外流。货币政策符合市场预期本质上就是边际趋紧的信号。

**2. 全球金融市场的资金流向评述。**分析表明欧美各国金融市场的正向联动较强。当前情况下，能够支撑市场的因素不是实体经济，而是宽松的货币政策，资金流入金融市场的动力颇为有限。另一方面，亚洲各国新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）控制相对较好。其中中国实体经济恢复最快，尽管财政政策有收紧的预期，但市场对于实体经济预期普遍向好，国际资金相对更加青睐。

**3. 中国出口数据再超预期。**8月中国出口继续保持强劲的增长态势，主要原因是海外市场复工复产增加了一定需求，而医疗物资所占出口比例尽管持续小幅度下降，但仍是保证出口数据维持在高基数的主要因素。需要注意的是，受到中国国际进口博览会（以下简称“进博会”）的影响，本月贸易数据中非经济因素影响较高。

**4. 中国价格走势评述：**2020年8月CPI增幅出现微幅回落，而PPI指数继续保持回升态势，二者表现出一定的趋同。其中，CPI的指数变化主要与终端需求难以提振、猪肉价格增幅出现大幅回落有关；PPI降幅继续收窄则与生产资料价格的收窄有关，太和财经认为这仍与大宗商品价格以及油价的波动有很大关系。

**5. 中国投资走势评述：**2020年1-8月固定资产投资增速持续回暖，其主要原因仍是房地产投资的强势回暖。尽管有“房住不炒”的大环境，但当前消费的整体疲弱以及外贸的不确定性持续走高，凸显了固定资产投资对经济的拉动作用。过于依靠房地产投资来拉动经济存在诸多隐患，但在当前整体需求难以回暖的背景下，投资增速在第三、第四季度仍有着稳步回升甚至超预期运行的基本面。

**6. 消费走势评述：**社零数据的转正符合预期，但我国消费存在的问题较为严峻，终端需求出现的矛盾将会成为长期制约我国经济进一步回弹的最大阻碍。近期消费市场持续低迷不仅仅是疫情严重打击的结果，基本面的缺失是制约消费的根本原因。居民部门杠杆扩大，举债过高，进一步制约了终端需求的回暖。虽然消费升级类商品在2020年8月加速回升，但被高端消费品平均后的消费数据无法成为需求回暖的证据。在国内大循环提出后，结构差异分化的消费市场如果无法出现回暖，终端需求侧将成为循环中的较大阻力。

## 一、热点评析

### (一) 金融市场热点评析

1. 对于美国财政决策的分析：在《太和财经（2020年8月刊）》中，太和财经曾以美国大选结果、疫情结果为轴对美国政策进行了四象限分析，讨论了特朗普或拜登如果上任，二者执行政策的对立关系。除了对立关系外，两者可能存在的相似处也值得探讨，即在某些问题上，二位候选人的观点并非完全对立。

首先是关于美国货币政策的态度。不论是特朗普还是拜登，都能清楚地认识到美国当前经济严重衰退，复苏迹象并不明显。因此，尽管当前在特朗普执政下，美联储的货币政策已经足够宽松，甚至在特朗普的施压下仍将继续保持较长时间宽松，但即便是拜登上台，也大概率不会改变宽货币的政策。此外，美国在较长时间内一直保持宽松的货币政策，美联储自2008年金融危机后大幅度扩表，在去年只经历了象征性的短暂缩表后，于今年再次大幅度扩表。在这种情况下，美国金融市场尾大不掉，资产价格已达臃肿态势。美联储没有办法轻易退出宽松，否则极易引发美国金融市场的剧烈动荡，甚至是新一轮的、更严重的金融危机。因此，在货币政策方面，不论是特朗普还是拜登执政，二者态度不会有太大不同。

在对华问题上，特朗普和拜登也有相似的态度。虽然行事风格迥异，但是无论是特朗普还是拜登，他们都会把美国的发展和国际地位视为首要目标。因此即便拜登执政，中美贸易战或有所

缓和，但核心领域的竞争和对中国的打压不会有太大改变。

政策方面，美联储于美国东部时间9月16日下午2点公布了9月份货币政策声明，在大选前最后的美联储会议上，美国联邦公开市场委员会决定将基准利率维持在0-0.25%的目标区间不变，直至通胀率在一段时间内平均达到2%，这符合市场的广泛预期。然而该会议决定发布后，市场反应一般，道琼斯指数仅仅勉强收涨，这表明单是符合市场预期的宽松政策已不能给美国金融市场带来行情，需配合经济复苏的希望或是新的超出预期的宽松政策，才能激起市场行情。然而，美国经济复苏因疫情影响飘忽不定，将大概率放缓，而超过预期的宽松政策则如同黄粱一梦。美联储国债庞大，如果过于宽松，美元贬值速度过快，美元资产的信用风险将被无限拉大，势必导致资本外流，同时符合预期的宽松政策已经预示了边际收紧的趋势。由此而言，美国财政决策在疫情结束前就将如此次会议中所提及的一样，维持货币宽松，尽力缓解疫情带来的影响，待疫情结束后，再继续有利于经济复苏的政策。

**2. 全球金融市场的资金流向分析。**鉴于在疫情下各国态势有所差异，太和财经将主要的金融市场按地域划分为欧美市场和亚洲市场两部分，进行资金流向的分析。欧美各国同为受疫情影响较严重的经济体，市场的联动性较强，在当今欧美的金融市场中，能够支撑市场的因素不是实体经济，而是宽松的货币政策，资金流入这些经济体金融市场的动力颇为有限。而另一方面，亚

洲各国疫情控制相对有力。其中中国实体经济恢复最快，尽管财政有收紧预期，但市场对于实体经济预期普遍向好，国际资金相对更加青睐。

以国际资本流入中国为例。首先对于股市，观察沪港通、深港通以及国际收支平衡表多种参数可以发现，截至9月24日，中国北向资金累计净流入为1.78万亿元，南向资金累计净流入为2.14万亿元，同时两向资金累计净流入的增长速度在疫情前后保持一致。与此同时，国家外汇管理局公布的2020年二季度及上半年我国国际收支平衡表初步数据显示，我国经常账户国际收支统计的净误差与遗漏在2020年二季度重新回归负值，且绝对值达到5362亿元，出现“贷方偏好”的现象，表明热钱再次流入中国，这更加证明了全球金融资本有流入中国股票市场的倾向。



观察资金流向的另一角度是债市。对于债市，外资进入中国债券市场的渠道分为传统渠道的银行间债券市场计划（CIBM）、合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）

和新兴渠道的债券通。其中，债券通虽是新兴渠道，但是从增量的角度来看，债券通已经成为增量债券资金的重要使用渠道，同时外资在债券通渠道中均呈现“净增持”，如此看来，债券通的市场数据趋势可以在一定程度上代表中国债券市场的数据走向。据债券通披露的数据显示，2020年8月，上海清算所和中央结算公司统计结果显示债券通的债券境外持有总量已增长至28,029亿元，月增速维持在5%左右。由此看来，除股市外，外部资金流向中国市场的趋势在债市同样能够得到体现。

## **(二) 宏观经济热点评析**

**1. 出口数据再超预期。**2020年8月，我国贸易进出口指标持续向好，据海关总署公布的数据显示，8月我国外贸进出口总额达到2.88万亿元，相较于去年同期增长6%。其中，出口方面首次实现了两位数增长，相较于去年同期增长11.6%，创2019年以来最高增速；进口额则为1.23万亿元，同比下降0.5%。

8月出口继续保持强劲的增长态势，其主要原因是海外市场复工复产带动了国内的出口需求。尽管医疗物资所占出口比例持续小幅度缩小，但仍是支撑出口数据的重要因素。8月，中国出口集装箱运价综合指数上涨2.1%，其中美西部航线上涨5.0%，意味着海外市场，尤其是美国市场已经开始逐步复苏，对于传统出口商品的需求逐渐恢复。

但需要注意的是，受到即将召开的进博会的影响，非经济因素对中国进口数据的影响明显扩大，导致我国的进口数据偏高于



行业分析预期的增长数字。

**2. 贸易回弹可持续性存疑。**8月份防疫用品出口增速进一步下降，包括口罩在内的纺织品增速尽管低于上月的48.4%，但仍较去年同期增长46.9%；医疗器械方面8月同比增速38.9%。防疫用品出口的大幅度增长对于整体出口数据起到了极大的抬升作用，但同时也抬高了医疗用品和纺织品两项数据的基数，一旦明年疫情好转，海外市场需求滑落，今年的高基数将会成为明年出口数据增长的主要限制，甚至拖累整体出口数据。

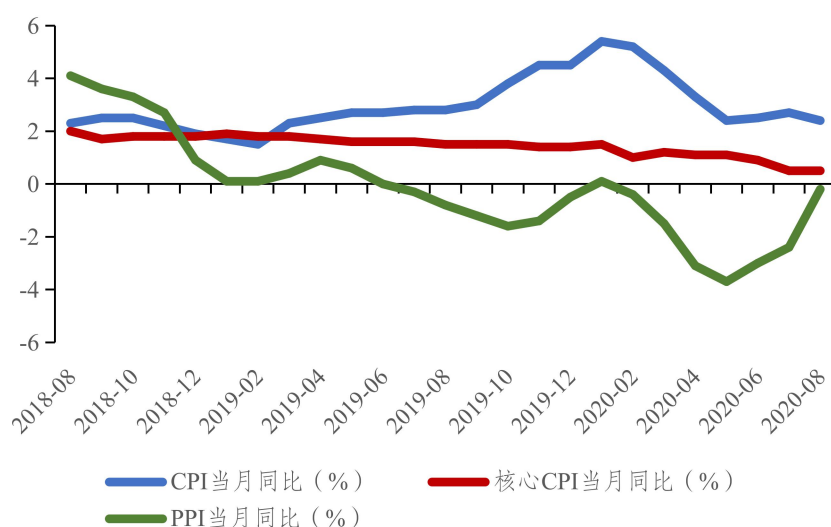
同时，防疫用品给中国今年下半年贸易出口额带来的巨大加成效应。随着疫情局面的缓步改善，如何找到新的增长极，保持稳定的增长态势，是未来一年我国进出口贸易面临的一大压力。

在大宗商品方面，我国黑色金属进出口贸易维持了此前进口增长、出口下滑的局面。自今年1月份以来，我国累计进口钢材224万吨，同比增长130%。钢材进口的快速增长主要源自全球制造业受疫情影响明显，需求大幅下降，因而钢材价格也显著下降。我国曾是黑色金属净出口国，由于海外低廉的钢材价格，现国内诸多企业选择从国外进口原材料。

有色金属方面，随着“洋垃圾”禁止入境政策的进一步完善，我国有色金属行业进出口，尤其是进口方面，保持大幅下降趋势。石油方面，中国在今年5-8月进口原油创下历史记录，随着最后一批在港口等候的原油于9月份靠岸，我国原油涨势预计会在十月份告一段落。

## 二、中国宏观经济数据走势预判

1. 价格走势分析。2020年8月，CPI同比上涨2.4%，涨幅较上月收窄0.3个百分点；环比上涨0.4%，涨幅较上月收窄0.2个百分点；PPI同比下降2.0%，降幅较上月收窄0.4%；环比上涨0.3%，涨幅较上月收窄0.1%。



2020年8月，无论是同比还是环比，我国CPI结束小幅上行走势，增幅有所收窄。太和财经认为两大因素导致了CPI出现回落：一是食品类价格趋于平稳，猪肉价格的同比增幅大幅收窄，同时受季节性因素影响，鲜果类价格出现大幅走低；二是核心CPI的持续低迷，继续位于金融危机后的历史低点，这使得物价水平没有继续回弹的基本面，表明居民终端需求的低迷仍然没有得到改善。

从同比角度来看，食品烟酒类价格同比上涨8.8%，影响CPI上涨约2.71个百分点。食品中，畜肉类价格上涨42.0%，影响CPI上涨约2.28个百分点。非常值得注意的是，受生猪补栏进程

顺利以及去年同期的高基数影响，猪肉价格上涨 52.6%，虽然仍影响 CPI 上涨约 1.74 个百分点，但同比增幅大幅收窄，其对价格指数的影响持续走弱；鲜菜价格上涨 11.7%，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点；水产品价格上涨 3.4%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；受季节性因素影响，鲜果开始大量上市，价格下降 19.8%，影响 CPI 下降约 0.38 个百分点；蛋类价格下降 11.0%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点。其他七大类价格两涨一平四降。其中，考虑到国内疫情基本得到控制，具有可选消费属性的商品需求有一定的回暖，以其他用品和服务价格为例，2020 年 8 月出现了 6.1% 的上涨。同时，医疗保健价格上涨 1.5%；教育文化和娱乐价格持平；交通和通信、居住价格分别下降 3.9% 和 0.7%，衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.5% 和 0.1%。

从环比角度来看，食品烟酒类价格环比上涨 1.0%，影响 CPI 上涨约 0.32 个百分点。食品中，蛋类价格上涨 9.4%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；鲜菜价格上涨 6.4%，影响 CPI 上涨约 0.16 个百分点；畜肉类价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.10 个百分点，其中猪肉价格上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；水产品 and 鲜果价格均下降 0.4%，合计影响 CPI 下降约 0.02 个百分点。其他七大类价格环比四涨一平两降。其中，其他用品和服务、交通和通信价格分别上涨 2.4% 和 0.3%，居住、医疗保健价格均上涨 0.1%；生活用品及服务价格持平；教育文化和娱乐、衣着价格分别下降 0.3% 和 0.2%。

2020年8月，PPI延续了7月份的变化趋势，在生产端持续发力，市场需求有所恢复，国际大宗商品价格继续上行的环境下，8月份PPI继续回升。其中，生产资料价格同比下降3.0%，降幅收窄0.5%；生活资料价格上涨0.6%，涨幅回落0.1%。

从环比角度来看，8月PPI上涨0.3%，涨幅较上月回落0.1%，生产资料价格上涨0.4%，涨幅较上月回落0.1%，生活资料价格上涨0.1%，涨幅与上月相同。具体而言，生产资料价格受工业需求恢复影响而上涨，采掘工业、原材料工业和加工工业价格分别上涨1.6%、0.5%和0.2%；生活资料中，食品和一般消费品价格环比分别上涨0.2%和0.5%，非刚需的衣服和耐用消费品价格则分别下跌0.2%和0.4%，说明当前的价格仍处于恢复阶段。从行业分类来看，位于上游的工业品仍是带领PPI上涨的重要因素，主要分为石油和天然气、黑色金属和有色金属三个行业，归因于国际大宗商品价格上涨和5月原油价格回升的滞后反应。其中，石油和天然气开采业价格上涨3.6%；黑色金属矿采选业价格上涨4.3%；有色金属矿采选业价格上涨3.1%；黑色金属冶炼和压延加工业上涨1.5%；有色金属冶炼和压延加工业上涨3.0%。

总体来看，2020年8月CPI增幅出现微幅回落，而PPI指数继续保持回升态势，二者表现出一定的收敛趋势。其中，CPI的指数变化主要与终端需求难以提振、猪肉价格增幅出现大幅回落有关；PPI降幅继续收窄则与生产资料价格的收窄有关，太和财经认为这仍与大宗商品价格以及油价的波动有很大关系。

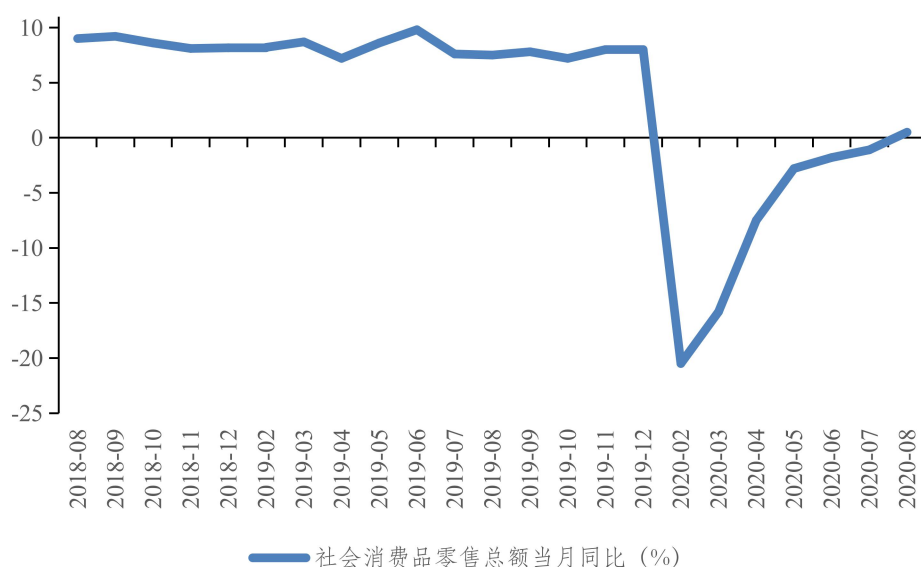
对于居民消费价格指数，太和财经认为在 2020 年第三季度甚至第四季度，CPI 指数仍然具有一定的下行空间。首先，长期推升 CPI 高位运行的猪肉价格开始出现明显回落，无论是较高价格和需求缺口带来的生猪补栏，还是去年同期的超高基数，都使得猪肉价格失去了进一步上行的空间。其次，结合近期的社融数据来看，“金融通胀，实体通缩”的基本趋势难以改变，资金在金融体系空转而难以流入实体使得央行不得不收紧货币政策；同时考虑到居民存款因地产销售的火热而向企业部门贷款转移，物价水平不存在继续走高的基本面。最后值得注意的是，虽然核心 CPI 维持低位运行，但考虑到地产相关融资在复苏的情况，居民端融资在短期内会出现一定的走高，太和财经预计未来核心 CPI 走势或将小幅抬头，但并不会对整体物价水平的走势造成影响。如果从更长远的角度来看，在内需长期低迷的大环境下，预计未来货币政策会出现适度的宽松，但宽货币政策能否刺激疲软的内需仍然存疑，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”的风险仍然存在，但在短期内出现的可能性不大。

对于 PPI 指数，考虑到大宗商品的价格走势有极大的不确定性，未来 PPI 出现震荡并小幅回升的趋势愈发明显。尤其是从环比来看，上游工业品价格的走高较为明显。首先，石油、天然气、黑色金属和有色金属行业工业品价格的走高表明我国生产端仍然较为强势。同时，固定资产投资，尤其是地产投资的火热维持了相关工业品价格，以基建、地产部门为代表的需求端成为了消

化产能的最大窗口。然而，与之形成鲜明对比的是弱势的生活资料价格。从细分数据看，具有一定可选消费属性的耐用消费品价格环比继续走低，印证了太和财经前期关于“非必需品消费将处于困境”的预判。

综上所述，CPI 出现下行趋势、PPI 的结构分化十分明显，再次证实了“断层”现象仍在延续，我国的需求复苏任重道远，且需求端低迷带来的不利因素正在逐渐向生产端传导，这将为工业品价格复苏的可持续性甚至国内经济的“内循环”带来不小阻力。

**2. 消费走势分析。**2020 年 8 月份，社会消费品零售总额 33,571 亿元，同比增长 0.5%，为今年以来首次正增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 30,158 亿元，下降 0.6%。2020 年 1-8 月份，社会消费品零售总额 238,029 亿元，除汽车以外的消费品零售额 215,139 亿元，同比均下降 8.6%。



伴随国内疫情防控逐步取得成效，我国消费市场需求继续恢

复，但需求的全面回暖仍然有较大阻力。具体而言，2020年8月份，城镇消费品零售额29,273亿元，同比增长0.5%，7月份为下降1.1%；乡村消费品零售额4298亿元，增长0.7%，7月份为下降1.3%。1-8月份，城镇消费品零售额206,643亿元，同比下降8.7%；乡村消费品零售额31,386亿元，下降8.3%。

从消费类型上看，8月份，商品零售29,951亿元，同比增长1.5%，增速比7月份提高1.3个百分点；餐饮收入3619亿元，下降7.0%，降幅比7月份收窄4个百分点。1-8月份，商品零售216,519亿元，同比下降6.3%；餐饮收入21,510亿元，下降26.6%。

2020年1-8月份，全国网上零售额70,326亿元，同比增长9.5%，比1-7月份提高0.5个百分点。其中，实物商品网上零售额58,651亿元，增长15.8%，占社会消费品零售总额的比重为24.6%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长35.4%、1.1%和18.3%。

同时值得注意的是，2020年8月份，消费升级类商品零售加快增长。8月份，限额以上金银珠宝类、化妆品类和通讯器材类商品零售额均实现两位数增长，同比分别增长15.3%、19.0%和25.1%，增速分别比7月份提高7.8、9.8和13.8个百分点；体育娱乐用品类和文化办公用品类商品零售额分别增长8.9%和9.4%，分别比7月份提高1.3和8.9个百分点。

考虑到国内疫情防控的稳中向好，2020年8月社零数据的转正符合太和财经预期，但同时需要强调的是，通过对细分数据

进一步分析可以发现，我国消费中存在的问题仍较为严峻，终端需求出现的矛盾将会成为长期制约我国经济进一步回弹的最大阻碍。

首先，与非典结束后出现“报复性消费”的现象不同，近期消费市场持续低迷不仅仅是疫情严重打击的结果，基本面的缺失是制约消费的根本原因。太和财经通过观察人均可支配收入与消费支出这两个细分数据后发现，二者的同比增速双双下行，同时差值不断增大。这表明疫情过后，无论是处于避险心理，还是可支配收入增长出现困难，人均消费支出正在加速下行。

其次，结合本月社融数据可以发现，居民部门杠杆扩大、举债过高，进一步制约了终端需求的回暖。进一步观察居民部门贷款结构可以发现，2020年8月居民部门的中长期贷款同比多增金额远高于以消费为目的的短期贷款。居民部门金融数据出现的结构性问题显示了地产投资火热、消费无法提振的现象，较宽信用下的货币仍在涌入地产部门，终端需求的复苏仍在于投资。

最后，虽然消费升级类商品在2020年8月加速回升，但这也从侧面体现出了贫富差距出现扩大的趋势，我国基尼系数连续回升便是最好证明。因此，被高端消费品平均后的消费数据无法成为需求回暖的证据。

综上所述，消费数据虽然出现回正，但太和财经对消费进一步回升的可持续性高度关注。在国内大循环提出后，结构差异分化的消费市场如果无法出现回暖，终端需求侧将成为循环中的较



大阻力。

**3. 固定资产与房地产投资走势分析。**2020年1-8月，全国固定资产投资（不含农户）378,834亿元，同比下降0.3%，降幅比1-7月收窄1.3个百分点。其中，民间固定资产投资214,506亿元，下降2.8%，降幅收窄2.9个百分点。从环比速度看，8月固定资产投资（不含农户）增长4.18%。

分产业看，第一产业投资11,063亿元，同比增长11.5%，增速比1-7月提高3.8个百分点；第二产业投资112,122亿元，下降4.8%，降幅收窄2.6个百分点；第三产业投资255,649亿元，增长1.4%，增速提高0.6个百分点。

第二产业中，工业投资同比下降4.5%，降幅比1-7月收窄2.0个百分点。其中，采矿业投资下降9.5%，降幅收窄2.4个百分点；制造业投资下降8.1%，降幅收窄2.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长18.4%，增速提高0.4个百分点。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降0.3%，降幅比1-7月收窄0.7个百分点。其中，道路运输业、铁路运输业投资分别增长2.9%和6.4%，增速分别提高0.5和0.7个百分点；水利管理业投资增长1.2%，增速回落1.7个百分点；公共设施管理业投资下降3.9%，降幅收窄1.3个百分点。

2020年1-7月，全国房地产开发投资88,454亿元，同比增

长 4.6%，增速比 1-7 月提高 1.2 个百分点。其中，住宅投资 65,454 亿元，增长 5.3%，增速提高 1.2 个百分点。具体而言，房屋新开工面积 139,917 万平方米，下降 3.6%，降幅收窄 0.9 个百分点。房地产开发企业土地购置面积 11,947 万平方米，同比下降 2.4%，降幅比 1-7 月扩大 1.4 个百分点；土地成交价款 7088 亿元，增长 11.2%，增速回落 1.0 个百分点。商品房销售面积 98,486 万平方米，同比下降 3.3%，降幅比 1-7 月收窄 2.5 个百分点。房地产开发企业到位资金 117,092 亿元，同比增长 3.0%，增速比 1-7 月份提高 2.2 个百分点。

总体来看，2020 年 1-8 月固定资产投资增速持续回暖，其主要原因是房地产投资的强势回暖。尽管有“房住不炒”的大环境，但当前消费的整体疲弱以及外贸的不确定性持续走高，凸显了固定资产投资对经济的拉动作用。

太和财经认为，诚然过于依靠房地产投资来拉动经济存在诸多隐患，但在当前整体需求难以回暖的背景下，投资增速在第三、第四季度仍有着稳步回升甚至超预期运行的基本面。一方面，从房地产投资资金来源的角度来看，2020 年 1-8 月，15.4%的资金来自国内贷款，较 1-7 月下降 0.6 个百分点，32.6%的资金来自定金和预收款，较 1-7 月上升 0.6 个百分点。同时值得注意的是，2020 年 1-8 月房地产开发资金来源累计同比增长 3%，为 2020 年第 2 次正增长；其中国内贷款资金来源增速 4%，定金和预收款增速 1.2%，按揭贷款资金来源增速为 8.6%。从房地产投资的

资金来源及增速可以看出，无论是居民部门持续回暖的购房需求，还是金融机构资金的持续流入，都与消费，甚至其他类固定资产投资持续困难形成强烈反差。2020年1-8月基建投资与制造业投资增速仍位于收缩区间便是最好证明。这表明，尽管自2020年7月以来房地产行业相关政策收紧，但考虑到当前的市场状况，中国经济仍然缺乏“脱虚入实”的主观能动性，房地产行业吸收大量流动性将是长期持续的局面。

综上所述，中国固定资产投资结构持续分化，在基础设施投资与制造业投资的边际效益已十分有限的情况下，房地产投资将继续保持超预期的“韧性”。

### **三、金融市场走势预判**

#### **1. 股票市场震荡下行**

8月下旬至9月中旬，国内股票市场在9月上旬出现短期下行的行情。究其原因，其中一个主要因素是美国对华态度愈加强硬，美方考虑将中芯国际等企业列入实体名单，同时白宫全面调查其对中国GDP有贡献的支出和项目，中美关系的僵化造成了市场上的短期消极情绪，使市场短期下行。与此同时，近日相关部门对于股票市场的严厉监管同样造成了下行趋势。9月8日，创业板股票天山生物、豫金刚石和长方集团因前一日涨幅过大被要求停牌核查，这影响了市场对于低价股的炒作情绪，导致国内股票市场在9月9日大跌。然而如前文所述，中国实体经济的恢复与全球其他经济体相比较为出色，国内的股票市场依然有大量资本做底，

这次的下跌更主要是短期震荡。就长期趋势而言，中国股市存在一定基本面支撑，尽管这种基本面支撑是相对全球其他经济体而言的支撑。所以当前可以暂避锋芒，或是承担风险投资少量资金，等待第三季度的官方数据公布后再进行投机盈利。不过需要注意的是，虽然国内货币政策相对于全球其他经济体而言更为稳健和保守，国内经济复苏速度快于海外在一定程度上吸引了资金的流入，但中国实体经济本身的复苏仍然存在一定的阻力，不宜过高期待中国股市受到很强的支撑。

**2. 黑色商品震荡，等待第三季度数据。**2020年9月，黑色金属震荡下行，9月是传统的钢材需求旺季，然而终端需求并未恢复，建筑钢材去库存缓慢，前期的旺季预期落空，但钢厂仍保持高位产量以维持利润，市场的消极情绪由此而生。这一下行趋势是短期还是长期需要依据10月发布的第三季度相关数据进行判断，若第三季度数据显示需求向好，则9月的下行只是短期的市场波动，反之，若数据显示需求偏弱，则黑色金属市场的中期以至于长期下行在所难免。另一方面，贵金属延续了之前的态势，因疫苗研发进展和美元指数影响同样有下行趋势，中国疫苗预计将在2个月后广泛投入市场，同时美联储在宣布宽松货币政策的同时也声明了对未来经济复苏的担忧，这些因素共同导致了贵金属价格的震荡。之后的一段时间里，疫苗投入市场和美国结束大选会接连发生，市场上的不确定性会逐渐下降，贵金属价格大概率会随之下降，投资贵金属的风险会相继加强。

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，仅供派发给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。