

M  
A  
R  
K  
E  
T  
  
R  
E  
S  
E  
A  
R  
C  
H  
  
R  
E  
P  
O  
R  
T

# 市场研报



瑞达期货  
RUIDA FUTURES



金尝发

## 宏观：全球疫情再次重燃 国内经济持续修复

2020-10-31

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

本期导读：

疫情重燃拖累全球复苏，经济前景充满不确定性。10月以来，全球新冠疫情进一步恶化，多国单日新增确诊病例再创新高，欧洲成为疫情震中，德法再次封城。从各国的PMI来看，美国、欧元区、英国10月制造业PMI均维持扩张，但服务业PMI在疫情的影响下再次出现下滑及萎缩趋势。日本制造业、服务业PMI虽有所回升，但仍处于萎缩区间。全球通胀在疫情的冲击下仍呈疲软之势，制造业、服务业分化进一步加剧。展望四季度，新冠肺炎疫情的反弹仍是全球经济复苏的主要威胁，各国的封锁措施将对经济造成二次打击，叠加美国大选、英国脱欧等不确定性因素，四季度全球经济前景仍不容乐观。

中国9月经济稳中向好，四季度经济将维持复苏。从三驾马车来看，投资增速同比持续回升，房地产、基建投资仍是主要支撑，制造业投资持续回暖。贸易方面，得益于需求增长和供应链优势，9月进出口超预期上升。而受餐饮及汽车消费支撑，9月社零消费增速加速上升。通胀方面，9月CPI在猪肉价格下降的带动下继续下行，PPI同比小幅回落。整体来看，我国经济复苏形势整体向好，四季度料维持稳步回升态势，不过当前全球疫情持续恶化，四季度经济仍难大幅反弹。未来货币政策或边际收紧，更偏向“精准导向”，流向中小微企业。而财政政策将加速兑现，注重实效。

## 目录

一、	全球疫情和经济形势.....	4
二、	海外经济与重大事件.....	5
	(一) 美国：商业活动受需求带动，复苏前景仍充满变数.....	5
	(二) 欧元区：欧洲疫情大幅反弹，经济复苏或遭打击.....	8
	(三) 英国：疫情反弹叠加脱欧风险，经济复苏前景不容乐观.....	10
	(四) 日本：经济维持弱复苏，前景仍不容乐观.....	12
三、	国内经济企稳复苏，供需两端持续回暖.....	13
	(一) 10月 PMI 延续扩张，服务业状况明显改善.....	14
	(二) 工业生产继续提速，企业利润维持增长.....	15
	(三) 固投增速持续回暖，基建改善不及预期.....	16
	(四) 餐饮汽车消费回暖，消费修复速度加快.....	17
	(五) 进口增速大超预期，外贸形势稳中向好.....	19
	(六) CPI 同比持续下行，PPI 同比小幅回落.....	20
	(七) 社融信贷均超预期，M2 增速再度上升.....	20
四、	国内宏观政策展望.....	22
	(一) 货币政策：维持结构宽松、加强精准滴灌.....	22
	(二) 财政政策：财政收入改善、更加注重实效.....	22

RUIDA FUTURES

## 一、全球疫情和经济形势

全球疫情持续恶化，经济前景不容乐观。据世界卫生组织统计的数据，截至北京时间 10 月 30 日 14 时，全球新冠肺炎确诊病例累计超 4435 万例，累计死亡病例超 117 万例，全球单日新增确诊创新高。其中，美国累计确诊超 868 万例，累计死亡超 22 万例，单日新增确诊病例持续超过 7 万例，47 个州的新冠病毒感染病例增加。10 月 28 日，美国国家过敏症和传染病研究所所长福奇称美国正朝着“错误的方向”发展，敦促美国国内停止将戴口罩问题“政治化”。欧洲多国疫情反弹趋势则更加严重，德法单日新增确诊病例屡创新高，世界卫生组织 10 月 26 日的数据显示，过去一周欧洲通报 130 万例新病例，几乎占全球通报 290 万病例的一半。为了应对疫情反弹，德法两国在 28 日宣布再次实施封城措施。整体来看，全球疫情仍持续恶化，经济复苏前景不容乐观。

图 1 世卫组织全球新冠病例统计图

Globally, as of 5:15pm CET, 29 October 2020, there have been **44,351,506 confirmed cases** of COVID-19, including **1,171,255 deaths**, reported to WHO.

Global Situation

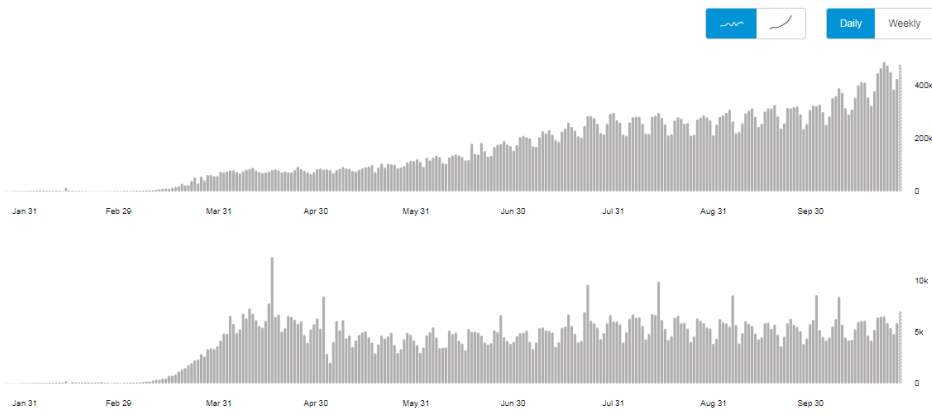
**44,351,506**

confirmed cases

**1,171,255**

deaths

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

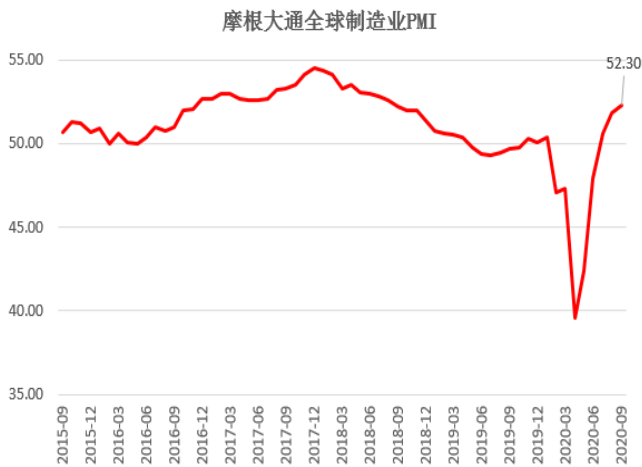


资料来源：WHO，瑞达期货研究院

受新冠疫情反弹的影响，全球经济复苏在四季度初有所放缓。从领先指标来看，摩根大通全球制造业 PMI 指数录得 52.3，显示全球经济在三季度强势复苏。美国 10 月 Markit 制造业、服务业 PMI 初值为均创新高。英国、欧元区 10 月制造业 PMI 仍维持高位，但服务业 PMI 进一步下行。日本 10 月 PMI 虽小幅回升，但制造业及服务业 PMI 仍处于萎缩区间。整体来看，制造业在全球经济复苏的背景下回升幅度较为明显，但疫情的反弹给服务业带来二次冲击，就业、消费市场仍然承压，通胀料维持疲弱，预计四季度全球经济复苏的步伐将放缓，疫情严重的国家

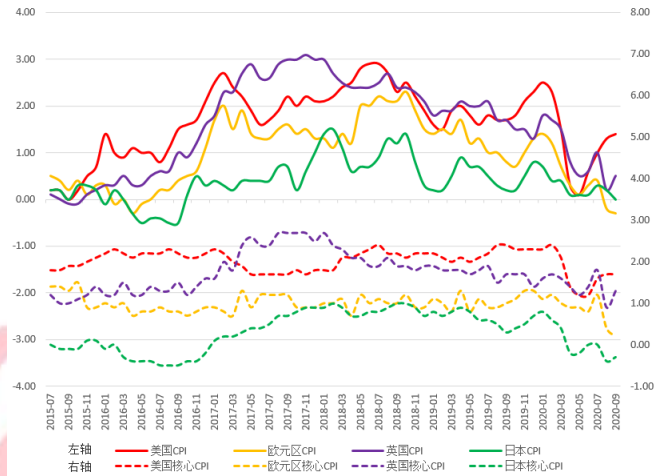
服务业 PMI 有再次陷入萎缩的风险。

图 2 摩根大通全球制造业 PMI 指数 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 3 全球通胀持续疲弱



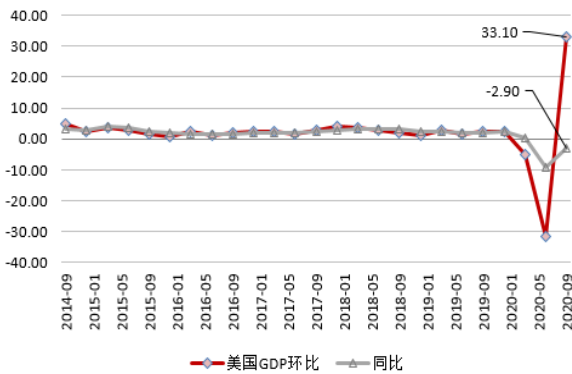
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

## 二、海外经济与重大事件

### (一) 美国: 商业活动受需求带动, 复苏前景仍充满变数

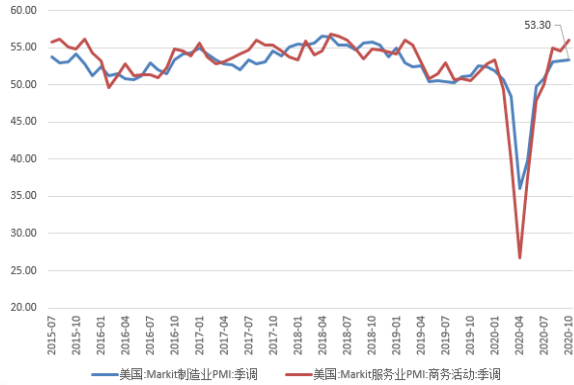
美国商业活动在需求回暖的带动下显著回升, 但疫情反弹、新一轮财政刺激谈判陷入僵局以及美国大选等不确定因素仍使复苏前景充满变数。受企业重新开工、消费者支出上升等因素提振, 美国三季度 GDP 速年化季率初值录得 33.1%, 创 1947 年统计以来新高, 但与去年同期相比仍下降 2.9%。从领先指标来看, 受需求复苏提振, 美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值攀升至 53.3, 较前值上升 0.1 个百分点, 创 21 个月新高, 连续 4 个月保持扩张。而服务业 PMI 从前上月的 54.6 攀升至 56, 超市场预期。整体来看, 随着家庭及企业的需求回升, 美国经济在四季度初强劲增长。不过受美国大选临近等因素影响, 企业招聘和新订单流入有所放缓。另一方面, 10 月初新一轮刺激谈判取得进展, 提振了美国企业的乐观情绪。但随着美国大选临近, 新一轮财政刺激谈判陷入僵局, 叠加疫情的反弹, 美国商业活动在四季度能否维持强劲仍有待观察。

图4 美国三季度经济大幅反弹



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

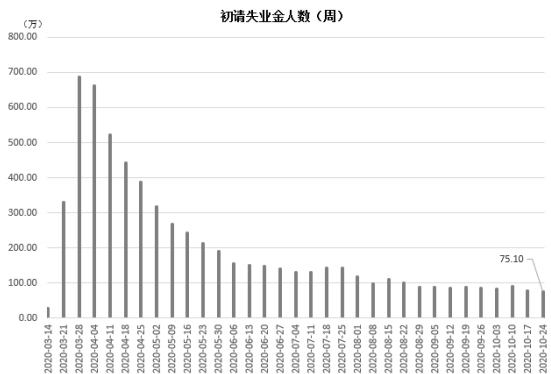
图5 美国 Markit PMI 指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

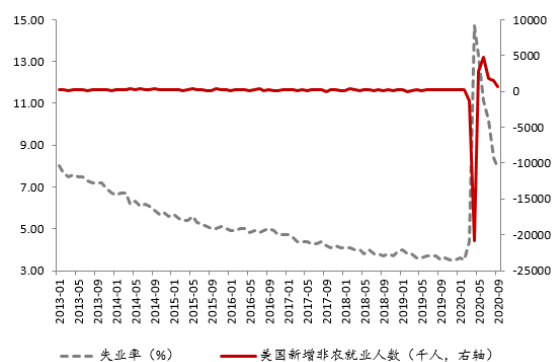
美国就业数据好坏参半，疫情或拖累就业复苏步伐。美国劳工部此前公布的数据显示，9月非农就业人口新增66.1万人，不及市场预期，是4月以来首次录得100万人以下，显示就业人口改善幅度放缓。不过失业率由8月的8.4%下降至7.9%，而高频数据也显示美国10月24日当周初请失业金人数下降至75.1万人，为疫情爆发来最低，连续6周低于100万人。随着服务业的恢复，9月休闲和酒店业就业人数增长了31.8万人。虽然数据显示美国就业市场仍延续改善，但新增就业人数已连续三个月放缓，而且劳动参与率的下降以及永久性失业人数的上升也暗示就业市场仍面临较大压力。除此之外，美国疫情持续恶化，近几周单日新增确诊已超过第一波疫情时的高峰，如果没有疫苗且有大量人感染病毒的话，服务业带来的就业及经济产出将再次受到冲击。

图6 美国周初请失业金人数下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图7 美国9月失业率继续下滑



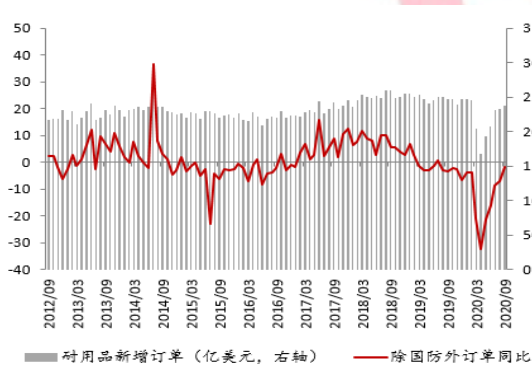
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

9月消费数据向好，但未来仍不容乐观。素有“恐怖数据”之称的美国9月零售销售录得1.9%，远超市场预期的0.7%和8月的0.6%，创三个月来最快增长。其中，除了电器商店以外，

其他领域的消费都在增加，服装、运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店销售额为主要提振。另一方面，尽管美国经济和疫情仍存在不确定性，美国9月耐用品订单环比仍增长1.9%，远超市场预期及前值，连续第五个月反弹。而美国10月密歇根大学消费者信心指数初值录得81.2，也高于预期和前值。综合来看，美国9月消费仍然向好，但数据显示美国家庭当月储蓄率环比回落超过3个百分点至14.1%，显示其开始动用储蓄来应对日常支出，而随着前期失业救济见底以及永久失业的上升，叠加美国大选及新一轮财政刺激的不确定性，消费市场前景难言乐观。

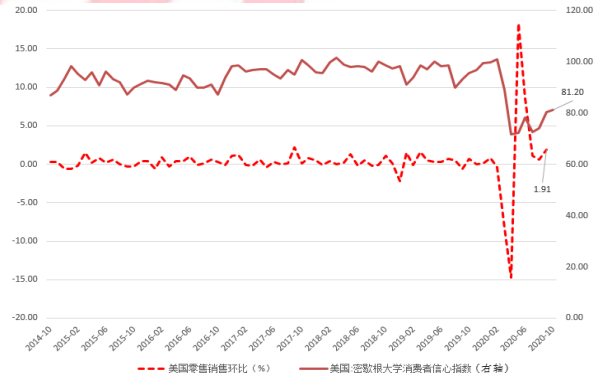
通胀方面，美国9月末季调核心CPI月率为0.2%，符合预期，较8月回落0.2个百分点，创四个月新低。核心CPI指数同比上涨1.7%，持平市场预期和前值。9月PPI同比增长0.5%，超过市场预期和前值-0.2%，为6个月来首次转正。随着美国经济重启，需求逐步好转，叠加美联储及美国政府释放的大量流动性，美国通胀正稳步回升。但新一轮财政刺激陷入困境叠加疫情的反弹使环比增速在前期需求释放后出现回落，给美国通胀带来下行压力。

图8 美国9月耐用品订单延续回升



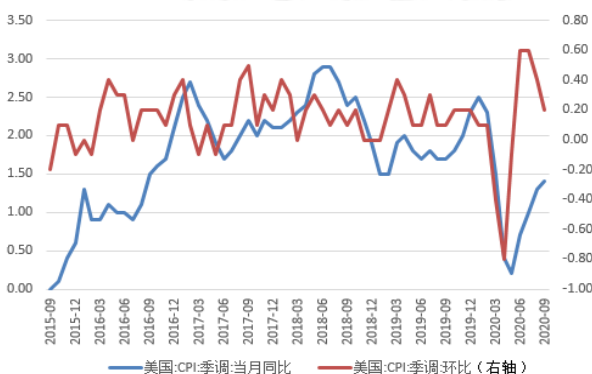
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图9 美国9月零售销售回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图10 美国通胀持续回升



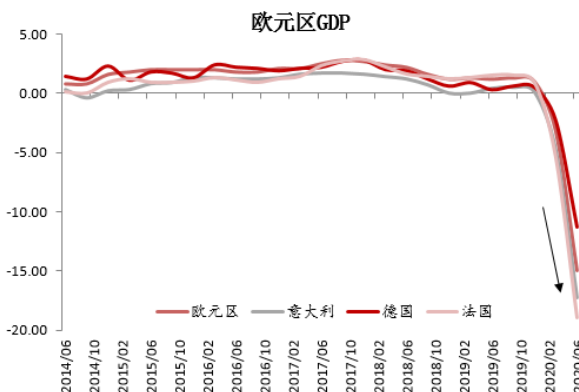
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

展望四季度，美国经济前景仍不容乐观，疫情反弹、美国大选、新一轮财政的不确定性使得经济复苏前景充满变数。近几月美国商业活动虽维持强劲扩张，但经济重启的代价却是疫情的加速反弹，若疫情进一步失控，商业活动能否在四季度维持强劲增长仍有待观察。另一方面，在此前财政政策及失业救济金的支持下，美国个人消费支出强劲反弹，但9月的消费数据显示在新一轮财政刺激迟迟没有进展的情况下，美国个人消费已动用储蓄，叠加疫情下企业倒闭、裁员给就业带来的持续性影响，支撑美国经济的消费领域在四季度或难以保持。IMF最新公布的《世界经济展望报告》中将明年美国经济增速预期从5.5%大幅下调至3.1%。高盛、摩根士丹利等机构也将四季度美国GDP增速下调至5%以下。需重点关注美国大选及新一轮财政政策。

## （二）欧元区：欧洲疫情大幅反弹，经济复苏或遭打击

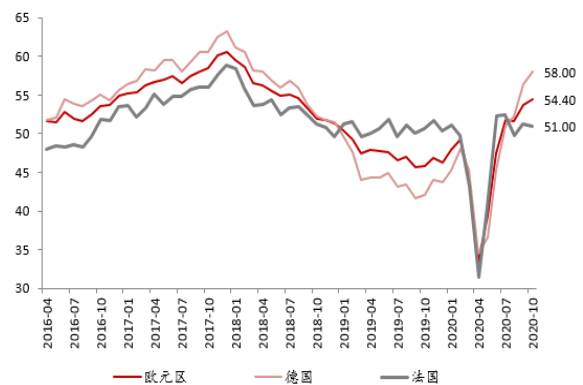
欧洲疫情大幅反弹，拖累服务业商业活动。欧元区10月综合PMI录得49.4，跌破50荣枯线。其中，10月制造业PMI录得54.4，创两年新高，主要受到需求回暖以及出口的拉动。但受疫情影响，欧元区10月服务业PMI由上月的48下跌至46.2，萎缩幅度再次加剧。整体来看，随着第二波疫情高峰的到来，欧洲各国重启了部分限制措施，使得服务业商业活动再次受限。目前欧元区服务业与制造业分化走势进一步加剧，而各国经济活动发展也更加不平衡。IHS Markit的调查显示，近90%的分析师称，目前欧洲新冠感染病例反弹扼杀欧元区经济复苏萌芽的风险较高或非常高。若欧元区经济再次重创，欧洲央行将面临增加更多刺激措施的压力，并且欧洲陷入债务危机的风险也将提高。

图 11 欧元区二季度 GDP 同比大幅下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 欧元区制造业 PMI



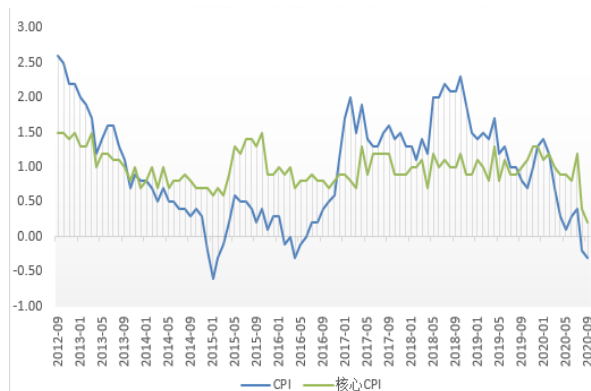
资料来源：Wind、瑞达期货研究院



欧元区8月消费超预期反弹,但需求复苏恐遭疫情冲击。欧元区8月零售销售月率录得4.4%,远超市场预期的2.4%,较7月大幅反弹5.7个百分点,主要受到网上购物和服装销售大幅飙升的带动。另一方面,欧元区失业率持续攀升,8月失业率继续上升0.2个百分点至8.1%,已连续五个月走高,失业人数增至1318.8万人,增加25.1万。目前欧元区疫情反弹使得服务业再次受到冲击,企业裁员、就业岗位不断下滑等因素正威胁欧元区就业市场前景,预计欧元区四季度失业率将继续上升,零售销售环比增幅或继续回落。通胀方面,欧元区9月CPI同比跌至-0.3%,核心CPI同比录得0.4%,刷新最低纪录,显示疫情带来的通缩压力仍存。

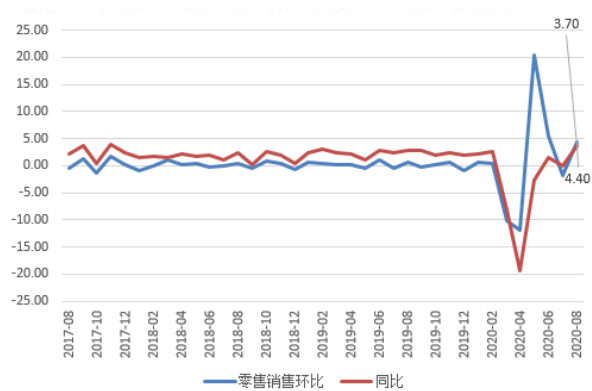
展望四季度,受疫情大幅反弹的影响,欧元区经济在四季度经济复苏料放缓。世界卫生组织(WHO)10月26日的数据显示,过去一周欧洲通报130万例新病例,几乎占全球通报290万病例的一半。为了应对疫情的强力反弹,德国总理默克尔10月27日宣布实施新冠肺炎疫情爆发以来最严苛的封锁,同日,法国总统马克龙宣布10月30日起法国全境再度封城。10月29日,欧洲央行拉加德坦言,由于最近欧洲新冠疫情再次进入暴发期,使得欧元区经济“复苏势头减弱的速度超过了我们的预期”,最新经济数据表明,第四季度经济活动明显放缓,11月份经济形势非常不利,各部门的经济发展不平衡,前景的不确定性拖累了投资。拉加德表示,低能源价格抑制了通货膨胀,欧元区总体通货膨胀将在2021年初之前保持负增长,并称欧洲央行将在12月重新评估欧洲经济复苏情况,并做出“适当的反应”。市场普遍认为,欧央行很可能在12月扩大紧急购债计划(PEPP)的规模,在2021年6月降息10个基点。

图 13 欧元区通胀率持续下挫



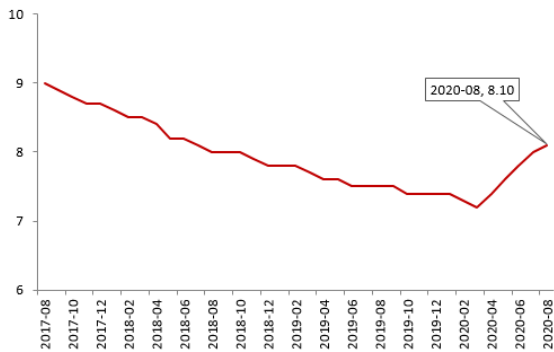
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 14 8月零售销售环比持续回落



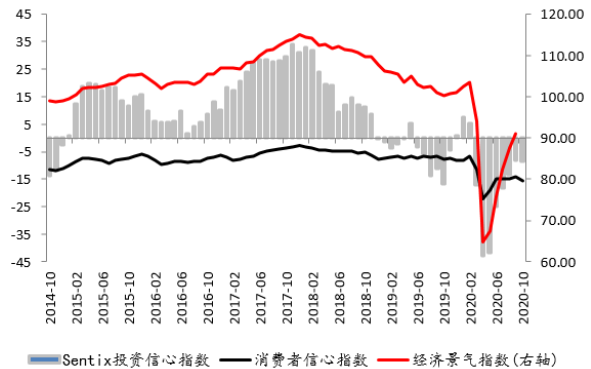
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 15 欧元区失业率持续上升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 欧元区经济景气指数持稳



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

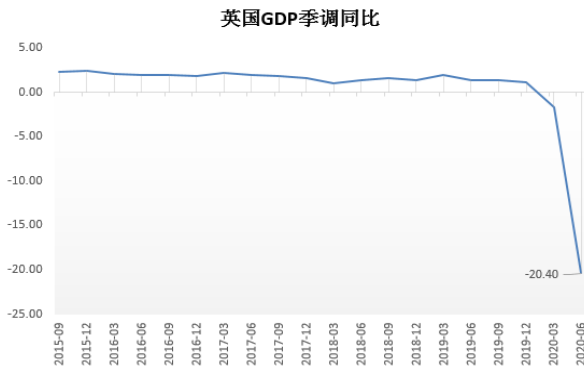
### （三）英国：疫情反弹叠加脱欧风险，经济复苏前景不容乐观

疫情反弹及脱欧谈判的不确定性将拖累英国四季度经济的复苏。从领先指标来看，英国 10 月制造业 PMI 录得 53.3，较 9 月下滑 0.8 个百分点，服务业 PMI 录得 52.3，较 9 月下滑 3.8 个百分点。数据虽然现实英国制造、服务业商业活动均维持扩张，但较 9 月均出现下滑趋势，服务业下滑的速度更为明显，10 月综合 PMI 初值录得 52.9，创四个月新低。近期英国疫情快速反弹，由于英国政府采取了新的限制措施，服务业受到明显冲击，需求也有所下降。

随着经济复苏及需求回暖，英国消费市场持续回暖。英国 9 月零售销售同比增长 5.6%，创下自 2009 年以来最大增幅。但 9 月零售同比大幅增长有一部分原因是去年同期的销售疲软，因当时人们担心英国不能达成脱欧协议，而另一方面，也可能是第二波疫情引发的囤货需求。英国 9 月 CPI 环比小幅回升至 0.4%。在“餐饮业临时减免增值税”以及“就餐补助”等政策计划的结束后，交通成本、餐馆和咖啡馆价格的上涨对物价上行作出的贡献最大。整体来看，虽然英国 9 月消费及通胀均有所回升，但其可持续性仍存疑。疫情反弹和脱欧谈判的不确定性料拖累英国四季度消费需求，通胀仍有下行的可能。

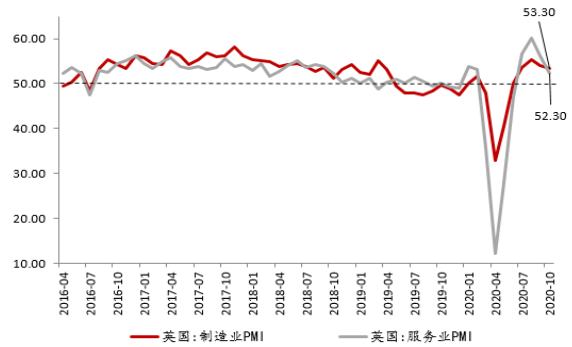
就业方面，在截至 8 月份的三个月中，英国失业率升至 4.5%，比去年同期高 0.6 个百分点，失业人数估计约为 152 万，比去年同期多 20.9 万人。数据还显示，9 月份申请就业救济补贴人数(包含低收入者和失业者)约为 273 万，环比增长 1%，比 3 月份疫情爆发时增长约 120.3%。而为了应对近期疫情的反弹，英国首相约翰逊 12 日公布了一项新的限制措施，这将使就业市场面临更为严峻的挑战。

图 17 英国二季度 GDP 大幅萎缩



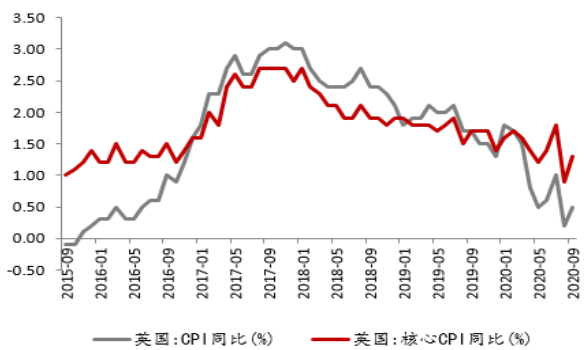
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 18 10 月 PMI 小幅回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 英国 9 月 CPI 小幅反弹



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 20 英国 9 月零售销售延续回升



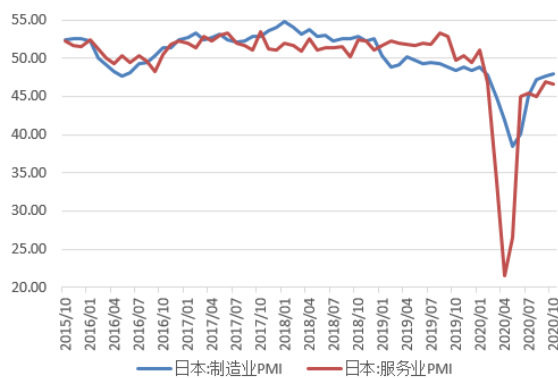
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

虽然英国三季度经济将强劲反弹，但四季度经济仍受疫情和脱欧的持续拖累。9 月以来，英国疫情呈现快速反弹的趋势。英国首相约翰逊宣布了一系列新的限制措施，其中包括限制酒吧营业时间等，10 月的 PMI 数据显示新的限制措施已对经济产生一定影响。而疫情的持续蔓延也令英国央行维持着极度宽松的货币政策，10 月 18 日，英国央行行长表示英国正处于前所未有的经济不确定性之中，风险仍然严重偏向下行。另一方面，10 月 28 日，有市场消息称欧盟和英国的谈判代表本周在解决英国脱欧谈判中的一些重大分歧方面取得了进展，增加了 11 月初达成协议的可能性。但最终双方能否达成协议仍存在较大变数。整体来看，英国四季度经济面临着疫情和脱欧谈判等不确定性因素，经济前景仍不容乐观。IMF 的研究报告分析称，受第二波疫情影响，英国持续经历低就业率和低生产率，预测英国 2020 年 GDP 将暴跌 10.4%，而此前在 10 月初的预测是 9.8%。

#### （四）日本：经济维持弱复苏，前景仍不容乐观

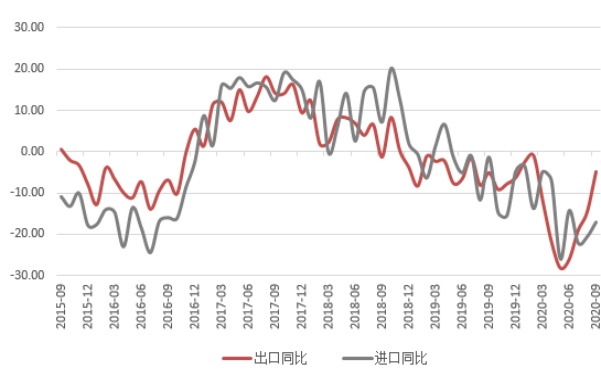
日本经济维持缓慢复苏，经济前景仍不容乐观。从领先指标 PMI 来看，日本 10 月制造业 PMI 录得 48，较前值上升 0.3 个百分点，但已连续 18 个月低于荣枯线。服务业 PMI 下滑 0.3 个百分点至 46.6。数据显示，日本经济在全球疫情持续恶化的冲击下仍未见起色，仅仅维持着微弱的复苏态势。外需边际回暖，日本对华出口大幅增长。据日本财务省公布的数据显示，日本 9 月出口同比下降 4.9%，已连续 22 个月下滑，但下滑速度较 8 月的 14.8% 大幅缩窄。而其中很大一部分原因是中国需求的复苏，9 月对华出口增长 14%，有色金属、半导体生产设备和汽车的出口强劲。对美国出口仅增长 0.7%，是 14 个月来首次同比增长，得益于汽车、电力机械和药品出口的回升。在外贸严重缩水下，日本企业破产率及失业率也屡创新高。据日本共同社报道，2020 年 1-8 月，日本停业或解散的企业数量已达 35816 家，同比增长 23.9%。9 月失业率维持在 3%，但季调后有效求人倍率 1.03 倍，较上月的 1.04 倍下降 0.01 点，已连续 9 个月恶化，显示疫情对就业的影响仍在加剧。

图 21 日本制造业 PMI 持续低迷



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 日本进出口持续回暖



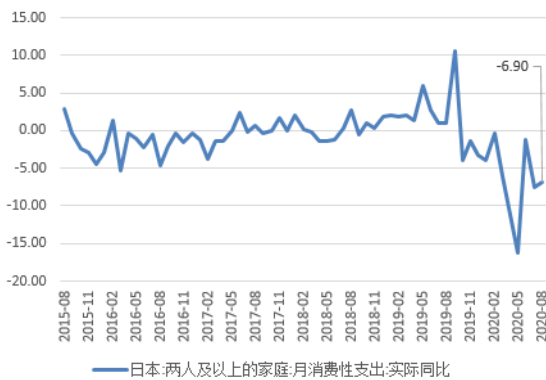
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

消费需求小幅回暖，9 月 CPI 仍然疲弱。日本 8 月实际家庭消费支出环比增长 1.7%，同比录得 -6.9%，较 7 月份降幅缩窄 0.7 个百分点，已连续 11 个月同比下降。受疫情影响，日本政府 4 月 7 日至 5 月 25 日期间实施了紧急状态，导致家庭消费支出大幅跳水。针对疫情所采取的限制措施对消费的抑制效果明显，8 月用于交通通信、文化娱乐的开支同比分别减少 12.5% 和 23.4%，依然是导致家庭消费下降的最主要原因。由于在外用餐继续低迷，食品及食物开支当月同比减少 3.9%。另一项数据显示，8 月份经通胀调整后的实际工资较上年同期下降 1.4%，迎来

了连续第六个月下降，在薪资下降及就业困难的背景下，消费需求仍将受到压制。受需求疲弱的影响，日本9月CPI同比录得0%，较8月下滑0.2个百分点。9月核心CPI同比降0.3%，已连续两个月下降，显示日本通货紧缩压力进一步加大。

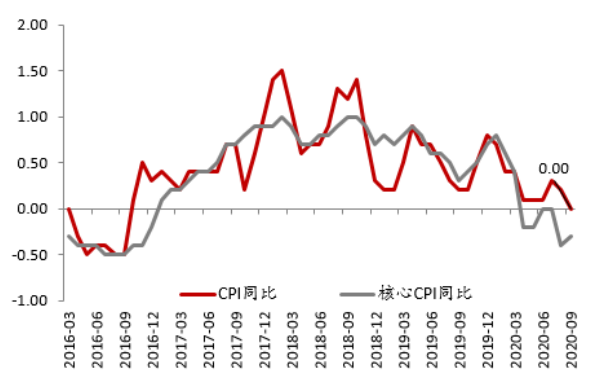
整体来看，三季度全球经济复苏、外需边际回暖等因素帮助日本经济缓慢复苏，但目前海外疫情加速恶化，可能对市场需求形成二次打击，日本出口增速能否维持改善能有待观察。日本央行在10月利率决议中表示，日本经济有改善的趋势，但经济活动及物价变动前景仍不明朗，还需要密切关注金融体系风险；预计短期和长期利率会维持在当前水平、甚至是更低水平。日本央行行长黑田东彦称，日本经济已开始复苏，整体消费也已开始复苏，经济增长将只能是温和的；将坚定地维持宽松货币政策，直到达到物价目标，如有需要将毫不犹豫加大宽松力度。

图 23 日本家庭支出小幅回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 24 日本9月通胀延续下滑



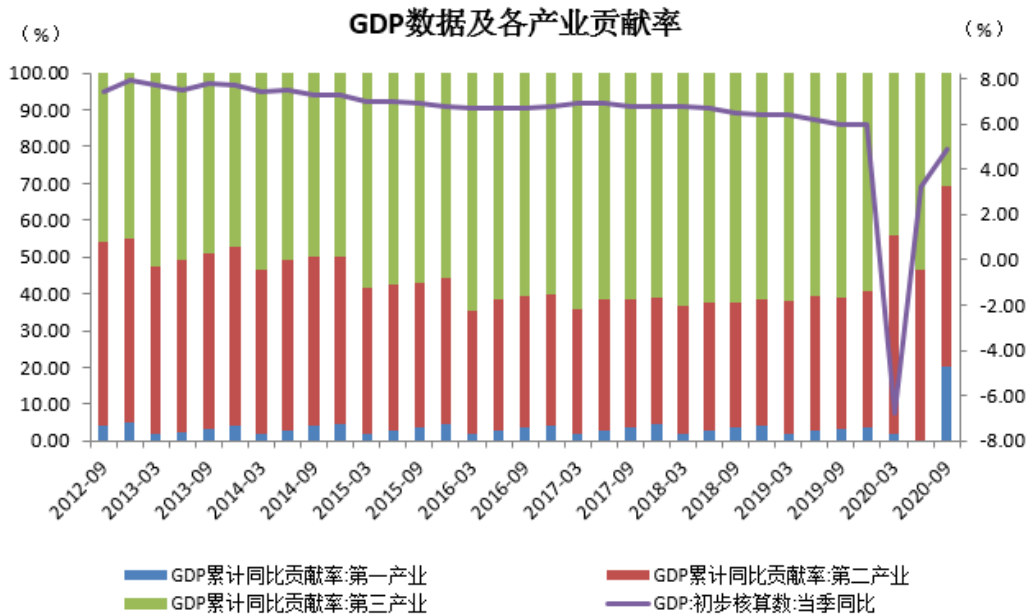
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### 三、国内经济企稳复苏，供需两端持续回暖

随着政策支持及需求端的进一步回暖，我国经济持续复苏，三季度GDP同比录得4.9%，较二季度上升1.7个百分点，但不及市场预期的5.2%。从9月的数据来看，投资增速在宏观政策的支持下持续修复，累计增速年内首次转正，基建、地产、制造业投资均出现不同程度的改善。贸易方面，9月进出口值创历史新高，进口增速大幅回升。社零消费增速进一步回暖，餐饮行业持续恢复，烟酒类消费维持高增速。整体来看，随着国内经济稳步修复，叠加宏观政策加速落地，四季度经济有望维持强劲复苏。国际货币基金组织预计中国今年将是全球唯一实现正增长的主要经济体，今年经济增幅有望达1.9%。不过也要看到的是，当前全球疫情持续蔓延，

全球经济仍面临下行压力。在外需整体疲软的背景下，下一级阶段宏观政策将着力于促进内循环，货币政策将继续维持结构性宽松，财政支出也将持续发力。

图 25 中国 GDP 及各产业贡献率



### （一）10 月 PMI 延续扩张，服务业状况明显改善

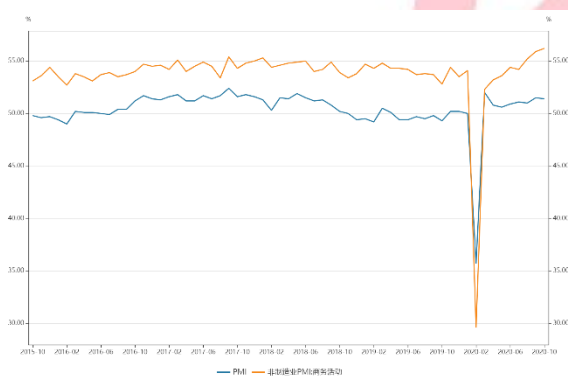
商业活动延续扩张，服务业改善明显，小微企业仍面临困难。中国 10 月官方制造业 PMI 录得 51.4，较上月小幅下滑 0.1 个百分点，已连续八个月处于扩张区间，表明制造业总体持续回暖。从分项上来看，生产指数、新订单指数均维持上月增速，分别录得 53.9%、52.8%，显示制造业生产及市场需求保持较快恢复。而随着一系列稳外贸政策不断落地生效、外需边际回暖，以及国内生产链优势扩大，10 月制造业进出口进一步改善，新出口订单指数和进口指数为 51.0% 和 50.8%，分别高于上月 0.2 和 0.4 个百分点，均连续两个月位于扩张区间。从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 52.6% 和 50.6%，均与上月基本持平，运行总体稳定。但小型企业 PMI 录得 49.4%，低于上月 0.7 个百分点，降至荣枯线以下。同时，小型企业新订单指数有所回落，显示小型企业需求仍然不足。而调查还显示，随着海外疫情反弹，企业还面临进口采购原料周期长，运输成本升高等压力。

非制造业景气度大幅回升，10 月份，非制造业商务活动指数为 56.2%，比上月上升 0.3 个百分点，为年内高点，显示非制造业正加速复苏。随着经济逐渐恢复，各地促消费政策效果显

现，市场需求得到明显释放，服务业商务活动指数继续回升，为 55.5%，高于上月 0.3 个百分点，连续三个月维持增长。在国庆、中秋双节的带动下，居民出行意愿及消费需求得到释放，住宿餐饮、文化体育娱乐、铁路运输、航空运输等行业商务活动指数位于 59.0%以上较高运行区间。从分项上看，新订单指数和业务活动预期指数为 53.5%和 62.2%，分别高于上月 2.0 和 0.9 个百分点，显示出服务业市场需求回暖，企业信心进一步增强。

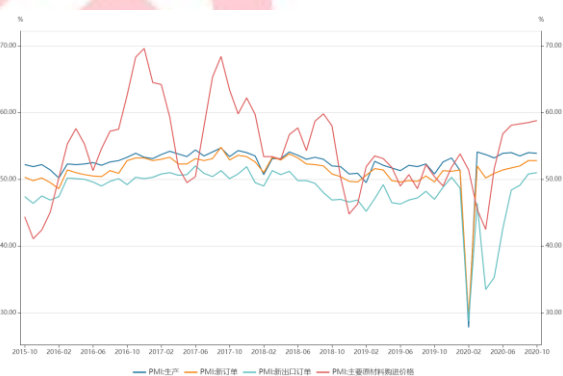
整体来看，10 月国内商业活动延续改善，服务业改善幅度较为明显。随着四季度国内宏观政策效果加速显现，居民出行及消费需求进一步释放，PMI 有望维持稳步回升的趋势。不过也要看到的是，全球疫情仍加速恶化，因此外需边际回暖能否延续到四季度仍有待观察，制造业 PMI 料难大幅改善。

图 26 中国 10 月 PMI 维持扩张



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 27 制造业新订单维持高位



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

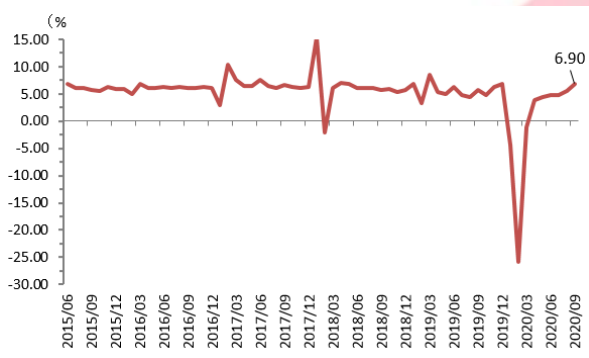
## （二）工业生产继续提速，企业利润维持增长

9 月工业生产继续提速，企业利润维持增长。9 月规模以上工业增加值同比增加 6.9%，比上月加快 1.3 个百分点，显示工业生产不断提速。分三大门类看，9 月份，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。41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长。其中，通用设备、汽车、电气机械和器材制造业同比增长 12.5%、16.4%、15.9%，维持两位数增长，显示制造业需求明显改善。企业利润方面，1-9 月工业企业利润同比下降 2.4%，降幅继续大幅缩窄 2 个百分点。9 月当月同比增长 10.1%，增速较 8 月回落 9 个百分点。从工业企业营收状况看，9 月当月工业企业营收增速为 8.0%，创下今年新高，显示企业经营状况及市

场需求持续改善。企业成本方面，1-9月当月工业企业营业成本同比降幅缩窄1.1个百分点至-1.4%。而通过9月PPI的边际回落可以看出成本上升挤压了利润空间，因此9月企业利润环比有所下滑。

整体来看，9月工业生产及企业利润继续修复，显示经济复苏带动内需增长，制造业景气度有所改善。10月制造业PMI仍维持较快扩张，且市场需求进一步修复，工业生产及利润有望进一步回升。不过当前海外疫情反弹仍对制造业投资造成一定影响，预计四季度工业企业生产及利润维持修复，但料难出现大幅改善。

图 28 中国 9 月工业增加值



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 29 中国 9 月工业企业利润



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

### （三）固投增速持续回暖，基建改善不及预期

固定资产投资延续改善趋势，基建投资增速回落。中国1-9月固定资产投资同比增长0.8%，较1-8月上升1.1个百分点，同比增速年内首次由负转正，显示在需求回暖、稳投资各项政策措施落实落地的背景下，整体投资持续修复。具体来看，1-9月基建投资（不含电力）同比增长0.2%，较前8月上升0.5个百分点。但9月单月增速较8月回落0.8个百分点，不及市场预期，一方面专项债落地存在一定时滞性，另一方面，7月以来新增专项债投向棚改的比例大幅提升对基建投资资金造成一定挤占。短期来看，9月专项债发行虽较8月有所回落，但仍远高于去年同期，随着专项债资金加速拨付，预计四季度基建投资仍将延续回升趋势。

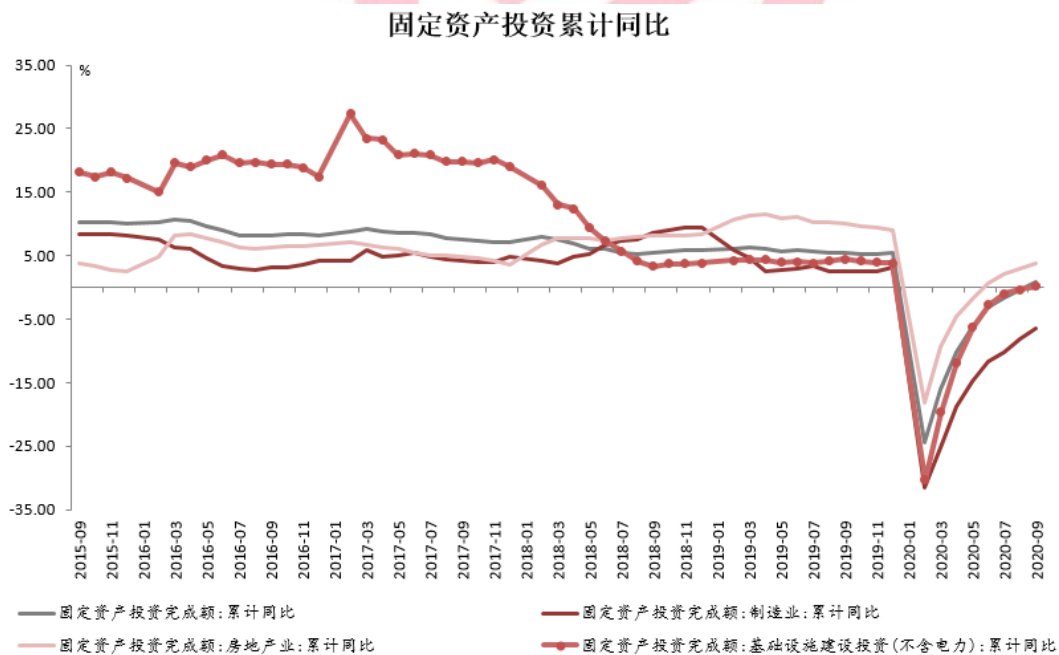
房地产开发投资持续回暖，1-9月份，全国房地产开发投资103484亿元，同比增长5.6%，增速比1-8月份提高1.0个百分点。其中，住宅投资76562亿元，增长6.1%，增速提高0.8个百分点。1-9月份，商品房销售面积117073万平方米，同比下降1.8%，降幅比1-8月份收窄1.5个百分点。1-9月住宅施工面积607031万平方米，增长4.0%。房屋新开工面积160090万



平方米，下降 3.4%，降幅收窄 0.2 个百分点。疫情以来，房地产投资在建筑业施工的支撑下恢复较快，随着国内疫情逐步消退，下游销售逐渐回暖，带动房企加快销售回款，需求的回升也使房企加速赶工。展望未来，随着国内经济回暖，宽松的货币政策环境将边际收紧，叠加“房住不炒”的政策基调，预计四季度房地产投资增速仍将继续回升，但整体增速将低于去年。

制造业投资改善幅度放缓，新旧动能转换提速。1-9 月同比降幅为 6.5%，降幅比前 8 月收窄 1.6 个百分点。海外疫情持续恶化，外需疲弱仍影响传统制造业的恢复。不过值得注意的是，1-9 月高技术制造业投资同比增长 9.3%，较前 8 月提高 0.5 个百分点，已连续五个月正增长，高于整体制造业 15.8 个百分点，显示我国新旧动能正加速转换。看向四季度，制造业投资降幅将继续收窄，但改善幅度或有限。近几个月工业企业利润持续修复，叠加货币政策的“精准滴灌”，制造业、中小微企业投资意愿和能力有望进一步修复。不过也要看到的是，全球疫情在四季度有继续恶化的趋势，经济复苏仍存在较大的不确定性，企业投资短期内大幅改善的可能性不大。

图 30 固定投资完成额及分项累计同比 (%)

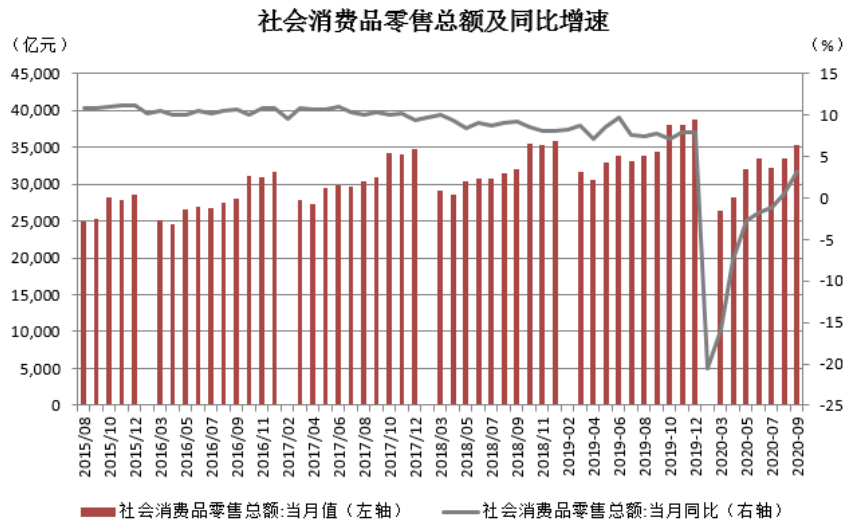


#### (四) 餐饮汽车消费回暖，消费修复速度加快

随着国内经济持续恢复、居民外出活动增多，9 月消费增速明显回暖。1-9 月份社零总额为 273324 亿元，同比下降 7.2%，降幅较 1-8 月份收窄 1.4 个百分点。9 月份社零同比增长 3.3%，

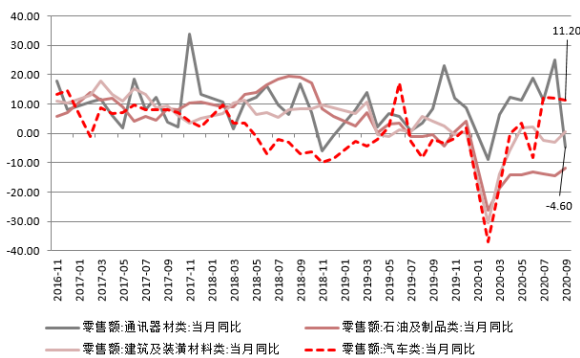
较上月加快 2.8 个百分点。具体来看，随着餐饮行业经营持续恢复以及线下服务业加速回暖，餐饮类收入降幅较 8 月份大幅收窄 4.1 个百分点至 2.9%，对社零的拖累进一步减弱。另一方面，受益于国内经济改善和刺激政策的显效，9 月汽车消费同比增速维持在 11.2% 的高位；而在中秋国庆双节的带动，以及各地政府加大力度促消费的基础上，9 月饮料类、烟酒类和食品类消费增速大幅提升。值得关注的是通讯器材消费出现大幅下滑，由正转负，或主要由于季节性波动影响。整体来看，9 月消费延续改善趋势，餐饮、汽车类消费是主要支出因素。展望四季度，国内经济尤其是服务业有望进一步恢复，叠加保就业、促消费等宏观政策的支持，预计社零增速有望维持增长态势。不过，近几月失业率有所下滑但仍高于去年同期水平，叠加疫情影响下居民收入水平下滑，对消费反弹形成一定制约，因此消费的回升幅度料有限。

图 31 社会消费品零售总额（亿元）和同比增速（%）



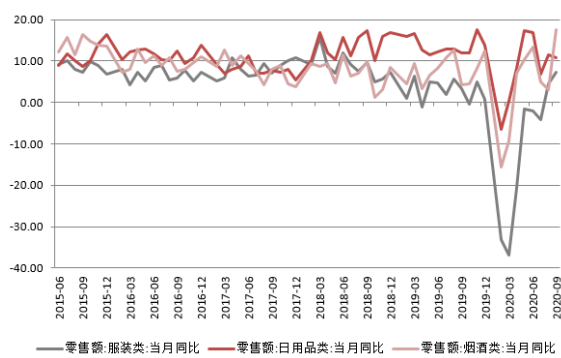
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 32 汽车零售大幅回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 33 消费者信心指数持续回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

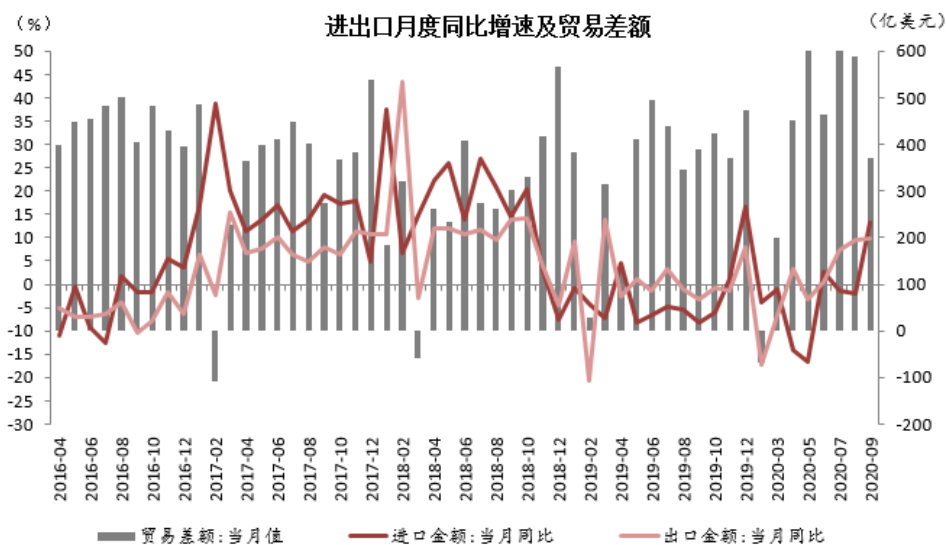
### （五）进口增速大超预期，外贸形势稳中向好

外需恢复叠加供应优势，9月进出口值创历史新高。三季度我国进出口8.8万亿元，同比增长7.5%，首次实现年内增速正增长。其中，出口5万亿元，增长10.2%，进口3.88万亿元，增长4.3%。我国出口从4月开始已连续6个月正增长。前三季度累计增长1.8%，表现超出市场普遍预期，一方面原因是防疫物资出口、外需恢复。另一方面是海外疫情蔓延下，中国企业具有供应优势，大量海外订单转向中国。具体来看，以美元计价，中国9月出口同比增长9.9%，较8月上升0.4个百分点。纺织、家用电器、集成电路、医疗器械等出口同比增速维持高位。9月进口同比增长13.2%，由负转正，较8月大幅上涨15.3个百分点，远远超出市场预期。食品、洗护用品、铜材、集成电路等进口同比增速维持高增长。

分经济体看，我国对大部分经济体出口同比提升，但对欧盟出口下滑。9月对美国、东盟、韩国和印度出口同比分别为20.5%、14.4%、14.8%和4.0%，较上月上升0.5、1.5、8.8和15.0个百分点；对欧盟出口同比-7.8%，较上月下滑1.3个百分点。

整体来看，9月进出口数据显示我国贸易维持良好发展，进口增速更是大幅回升，体现国内需求出现明显好转的态势，但延续性仍需观察。另一方面，四季度出口增速有望继续维持高增，一方面海外疫情加剧将给医疗物资出口提供支撑，中国供应优势也利于吸引海外订单。但全球疫情恶化可能对正在复苏的全球经济造成二次打击，外需能否进一步回暖值得观察。

图 34 进出口月度同比增速（%）及贸易差额（亿美元）



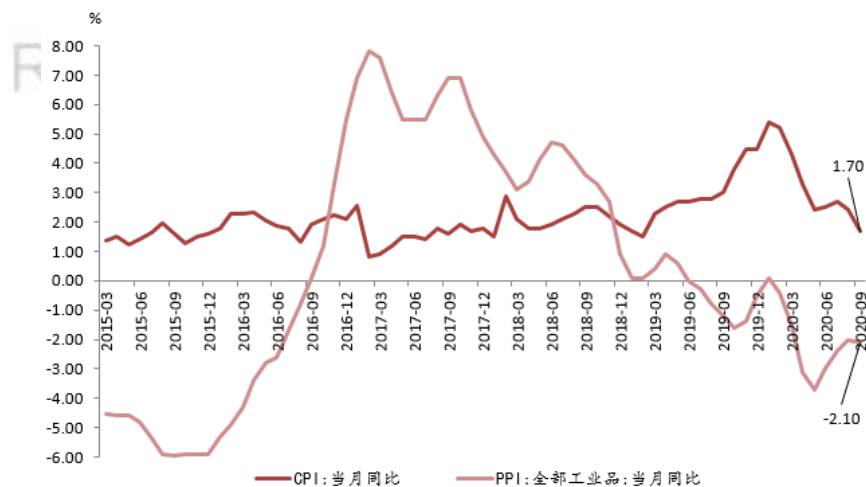
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## （六）CPI 同比持续下行，PPI 同比小幅回落

猪周期见顶带动 CPI 同比持续下行，中国 9 月 CPI 同比 1.7%，较上月下降 0.7 个百分点；环比 0.2%，较上月下降 0.2 个百分点。食品价格涨幅收窄是仍是 CPI 回落的主要原因，9 月食品价格同比上涨 11.2%，涨幅比上月回落 2.0 个百分点。食品中，猪肉供给回暖导致猪肉价格由上月上涨 1.2% 转为下降 1.6%。受季节因素及部分地区降雨影响，鲜菜价格继续上涨 2.4%，但涨幅较上月回落 4 个百分点。受季节和节日等因素影响，鲜果价格由上月下降 0.4% 转为上涨 7.3%；非食品中，随着居民外出增多，文娱消费逐步回暖，电影票价格上涨 4.1%。受换季影响，服装价格上涨 0.9%。展望四季度，随着猪肉供给回暖，10 月食品价格仍延续下降趋势。另一方面，国内居民消费需求仍处于渐进式复苏的过程，非食品价格上涨动能不强，预计四季度 CPI 同比仍将继续回落。

工业生产和需求继续恢复，工业品价格小幅回落。9 月 PPI 同比 -2.1%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点；环比 0.1%，较上月下降 0.2 个百分点。受国际原油价格变动影响，石油相关行业价格由涨转降，其中，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 0.5%，石油和天然气开采业价格下降 2.3%。其他主要行业中，价格涨幅扩大的有黑色金属矿采选业，上涨 4.3%，扩大 1.6 个百分点。展望四季度，当前全球疫情仍持续蔓延，市场需求的恢复或受到冲击，国际大宗商品价格仍有可能拖累 PPI 的回升。不过四季度国内需求尤其是基建及房地产投资需求的释放将对工业品价格形成一定支撑，预计四季度 PPI 整体维持企稳复苏趋势。

图 35 CPI、和 PPI 月度增速同比



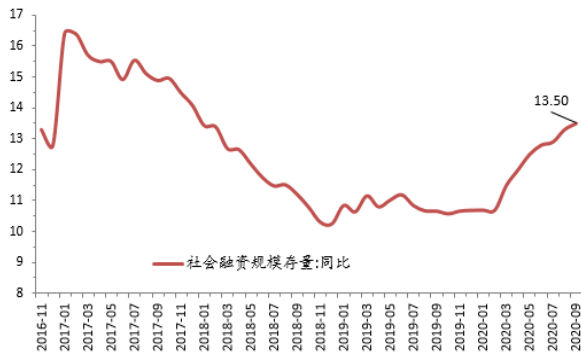
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### （七）社融信贷均超预期，M2 增速再度上升

9 月社融、信贷、M2 增速均超预期增长，显示金融对经济恢复发展的支持力度进一步加强。数据显示，9 月末，社会融资规模存量为 280.07 万亿元，同比增长 13.5%，增速分别比上月末和去年同期高 0.2 个和 2.8 个百分点，创 2018 年以来的新高，显示宽信用仍在持续。9 月社融规模新增 3.48 万亿元，比上年同期多 9630 亿元。其中，政府债券净融资约 1 万亿元，同比多增 6326 亿元，仍为主要贡献。此外，未贴现银行承兑汇票同比多增 1933 亿元，对实体发放人民币贷款同比多增 1580 亿元。9 月份人民币贷款增加 1.9 万亿元，同比多增 2047 亿元，相比上月大幅增加，主要受企业中长期贷款大幅增加所带动。具体来看，企业部门短期贷款新增 1274 亿元，同比少增 1276 亿元，同比降低了 50%。而企业中长期贷款大超预期，9 月新增超出 1 万亿。显示随着供需持续恢复和传统生产旺季的来临，叠加央行结构性货币政策工具的精准滴灌作用，实体经济投融资需求持续回暖。9 月住户部门贷款增加 9607 亿元，同比多增 2057 亿元，增加 27.25%。其中，短期贷款增加 3394 亿元，同比多增 687 亿元，增幅为 25.38%，中长期贷款增加 6362 亿元，同比多增 1419 亿元，增长了 28.71%。随着居民外出、消费需求的持续回升，短期贷款需求明显上升，中长期贷款的增长也体现出购房需求的进一步回升。

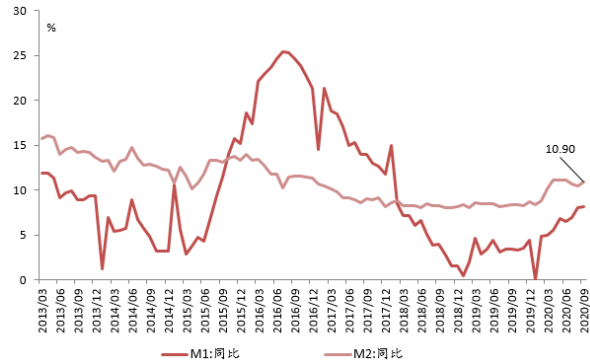
货币供应方面，9 月央行加大流动性投放，M2 增速在经历了 2 个月的短暂回落后再度上升。9 月 M2 同比增长 10.9%，较上月上升 0.5 个百分点；M1 同比增长 8.1%，较上月上升 0.1 个百分点。央行流动性投放有所加大，9 月实现净投放 2000 多亿元，在经历 7、8 月份的下滑之后，M2 再次反弹至 10.9%，显示宽信用的趋势不变。另一方面，M1 增速进一步回升，体现企业经营活动进一步改善，也和 9 月企业中长期贷款增加相互印证。展望四季度，随着国内经济不断加速复苏，货币政策已从总量宽松转向结构优化，但在海外疫情反弹，外部环境仍旧复杂的背景下，货币政策不会明显收紧。预计四季度货币政策整体上仍将维持“精准导向”，加强对实体经济的支持作用，同时降低房价快速上涨和金融风险。

图 36 社融规模存量同比持续上升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 37 10月 M1、M2



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

## 四、国内宏观政策展望

### (一) 货币政策: 维持结构宽松、加强精准滴灌

四季度料继续维持总量稳定、边际宽松的货币政策, 加强对制造业、中小微企业的支持力度。为了抵御疫情的冲击, 今年以来央行持续加大对小微企业、民营企业的支持力度。10月14日, 人民银行举行2020年第三季度金融统计数据新闻发布会上, 货币政策司司长孙国峰表示, 当前疫情对经济冲击的高峰已经过去, 但是我们面临的国际形势仍然复杂严峻。我国经济运行正处于向高质量发展转变的关键期, 货币政策坚持稳健取向不变, 更加灵活适度, 更加精准导向, 完善跨周期设计和调节, 维护正常货币政策空间, 平衡好内外部均衡, 处理好短期和长期的关系, 实现稳增长和防风险长期均衡。下一阶段人民银行将根据形势变化综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕, 支持货币供应量和社会融资规模合理增长。

展望四季度, 当前市场流动性适度宽松, 资金价格波动较小, 未来MLF和LPR调整的可能性较小, 预计货币政策的重心将继续强调“有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用”方面, 增强对中小微企业的“定向滴灌”, 在海外疫情及经济不确定性升高的背景下, 短期货币政策仍将维持总量稳定、边际宽松, 并根据海外疫情及经济发展状况做出灵活调整, 控制流动性在合适水平。

### (二) 财政政策: 财政收入改善、更加注重实效

9月经济持续修复带动财政收入增长, 四季度财政发力空间充足, 后续财政支出加力, 保证“六保”和“六稳”目标, 带动基建投资增速回升。随着我国经济持续修复, 财政收支矛盾

有所缓解。今年1-9月累计，全国一般公共预算收入141002亿元，同比下降6.4%。降幅较前8月缩窄0.9个百分点。从单个月份来看，9月财政收入增长4.5%，连续第四个月同比正增，但增速较上月小幅放缓，回落0.8个百分点，主要是因为非税收收入同比降幅有所扩大。但税收收入在经济修复的带动下增速持续正增长，较8月上升1.2个百分点，主要得益于生产和消费活动的修复带动增值税、企业所得税、消费税、车辆购置税等均实现了正增长。股票市场热度下降导致印花税增速大幅回落38.4个百分点至53.4%。财政支出方面，1-9全国一般公共预算支出175185亿元，同比下降1.9%，降幅继续收窄0.2个百分点。9月财政支出同比下降1.1%，增速较上月下滑9.9个百分点，主要因为去年同期基数偏高而出现大幅回落。实际上9月为财政支出大月，当月财政支出绝对规模较8月明显发力。从行业上看，9月支出明显加速的行业是交运和农林水事务，增速分别较上月回升了125.8和83.5个百分点至145.2%与75.3%，显示公共财政支出对基建的强力支持，预计随着后续财政支出加力，也将带动基建投资增速的回升。

整体来看，随着国内经济逐步恢复，后续财政收入增速有望进一步回升。另外，根据财政部统计，今年国债和地方债净发行规模约为8.2万亿，前三季度已发行6.7万亿，四季度净发行规模将在1.5万亿左右，大幅高于去年四季度的约7200亿。意味着后续财政支出也存在进一步发力的空间，支持基建投资增速回升。预计四季度财政政策将继续扎实做好“六稳”和“六保”任务，促进双循环发展。

瑞达期货  
RUIDA FUTURES

## 免责声明

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

## 【瑞达期货分支机构】

### 上海成都北路营业部

上海市静安区成都北路199号401室

### 成都营业部

成都市锦江区一环路东五段46号1栋1单元16层

### 南京营业部

南京市庐山路158号嘉业国际城3幢2510室

### 厦门营业部

厦门市思明区湖滨西路9号15C单元

### 贵阳营业部

贵阳市云岩区富水北路68号贵州省物资综合大楼15楼3-6号

### 汕头营业部

广东省汕头市金平区金砂路99号君悦华庭1栋514、519、520号

### 泉州营业部

泉州市丰泽区浦西万达广场商业综合体1号建筑（甲级写字楼1A塔）A1207

### 石狮营业部

石狮市金林路兴业大厦21层

### 晋江营业部

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

### 莆田营业部

莆田市城厢区霞林街道荔华东大道8号莆田万达广场3号楼2007-2009室

### 漳州营业部

福建省漳州市芗城区胜利东路3号漳州发展广场18层1803室

### 三明营业部

三明市梅列区崇桂新村46幢二层

### 龙岩营业部

龙岩市新罗区西陂街道龙岩大道383号（龙岩国际商贸中心）A幢17层1726

### 广州营业部

广东省广州市天河区天河北路183-187号房1001房

### 长沙营业部

长沙市天心区劳动西路289号嘉盛国际大厦21层21005-21007室

### 杭州营业部

杭州市江干区香樟路2号泛海国际中心1幢1003、1004室

### 大连营业部

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

### 深圳深南大道营业部

深圳市福田区福田街道中心区26-3中国凤凰大厦2座14B

### 厦门嘉禾路营业部

福建省厦门市思明区嘉禾路21号2203单元

### 深圳营业部

深圳市福田区联合广场A栋塔楼A1510、A1511

### 武汉营业部

武汉市江汉区唐家墩路菱角湖万达广场A栋A2单元7层2-9室

### 福州营业部

福州市鼓楼区温泉街道东大路92号华源大厦8层05、07-10室

### 乐山营业部

四川省乐山市市中区凤凰路南段211号1栋19楼3号

### 鄂尔多斯市营业部

鄂尔多斯市东胜区鄂托克西街博源大厦11层1109室

### 梧州营业部

梧州市新兴三路8号西侧二楼

### 南昌营业部

南昌市洪城路8号2幢B座1102室

### 昆明营业部

昆明市环城西路611-613号A幢15层3、4号

### 郑州营业部

郑州市金水区未来路69号未来大厦909室

### 柳州营业部

柳州市景行路19号方东大厦6楼

### 绵阳营业部

绵阳市涪城区临园路东段72号新益大厦写字楼25楼05-08号

### 徐州营业部

徐州市云龙区和平路帝都大厦1#-1-302室

### 赣州营业部

江西省赣州市长征大道6号金鹏雅典园17号写字楼

### 上海向城路营业部

上海市浦东新区向城路288号1203室

### 北京营业部

北京市海淀区大柳树路17号富海中心3号楼602室

### 济南营业部

山东省济南市槐荫区经七纬十二路银座中心1号楼1-1802室

### 南宁营业部

南宁市民族大道141号中鼎万象东方D单元D401号、D402号

### 宜春营业部

宜春市宜阳大道505号永益翡翠城35栋2层2-1室