

经济复苏趋势延续 步伐略有加快

摘要:

作者: 宏观策略组 李彦森

执业编号: F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式: 010-68518392/liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格: 京证监许可【2012】75号

成文时间: 2022年9月30日星期五

8 月经济数据多数超预期。其中工业增加值超预期程度较大, 名义产出则受价格拖累回落, 对上游行业营收和利润不利。产销率稳定但出口交货值略弱, 侧面反映制造业内需持稳。从行业以及主要工业品产量看, 商品价格下跌影响上游产量, 而中游狭义制造业仍表现良好, 黑色产业链压力稍缓和, 电力问题对产出影响不明显。需求方面, 投资总体回升, 仍受基建投资带动, 房地产依然偏弱, 制造业投资基本持稳。8 月底地方专项债资金投放是拉动基建投资的主因。9 月开始焦点转向 6000 亿政策性开发性债务以及 5000 亿元地方专项债节奏, 预计基建投资年底前仍持稳。房地产主要是竣工端受保交房政策支持企稳, 但资金紧张现状不变, 购地、开工仍在低位, 需继续关注降息对房屋销售利好程度。社消总体持稳, 主要分项同比增速回升多受低基数影响。分项表明疫情冲击暂时有限, 而住房相关消费受拖累, 9 月仍需关注疫情影响。此外, 居民就业状况持续好转, 对稳定收入和消费将起到积极作用。通胀总体稳定, CPI 短期回落后将维持缓慢抬升趋势, PPI 下行趋势不变, 年内可能出现同比负增长。货币政策维持宽松, 房地产和居民部门定向政策是焦点。综合来看, 政策支持作用增强, 经济增长动能加快, 但房地产对需求拖累仍需关注。结合 9 月高频和 PMI 等先行数据, 预计主动加库存已经到来。继续关注地产、基建、外需三条主要逻辑, 经济复苏态势将延续。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

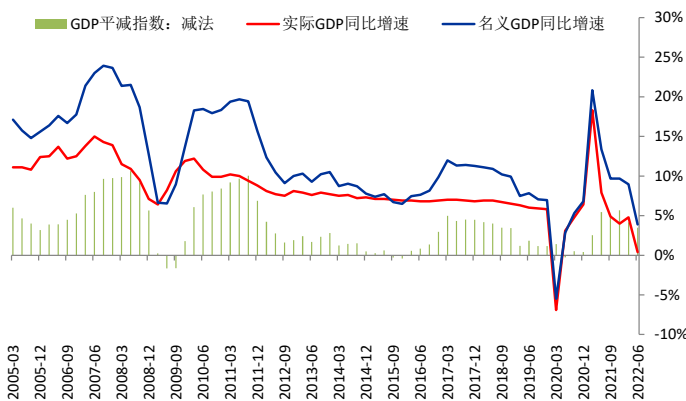
目录

第一部分	供需均超预期 经济持续好转	3
一、	产出增速超预期 加库存迹象增强	4
二、	基建再冲高 地产暂未脱离弱势	6
三、	消费趋势总体维持平稳	9
四、	贸易顺差回落 外需压力显现	10
五、	名义产出、利润率继续拖累企业利润	11
第二部分	消费通胀暂时回落 CPI、PPI 剪刀差转正	12
一、	CPI 弱于预期 但震荡上行趋势不变	13
二、	PPI 加速下跌 或将出现负增长	14
第三部分	货币宽松不变 财政收入有改善空间	15
一、	货币政策暂转向短端流动性和汇率	15
二、	税收或继续改善 关注政府融资	18
第四部分	人民币加速贬值 9 月数据或继续改善	20
一、	美联储政策超预期 人民币加速贬值	20
二、	9 月天气、疫情影响结束 经济继续好转	24

第一部分 供需均超预期 经济持续好转

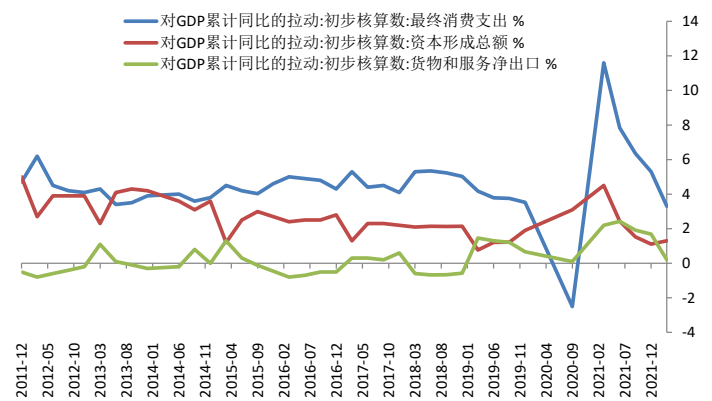
8 月经济数据多数超预期。其中工业增加值超预期程度较大，名义产出则受价格拖累回落，对上游行业营收和利润不利。产销率稳定但出口交货值略弱，侧面反映制造业内需持稳。从行业以及主要工业品产量看，商品价格下跌影响上游产量，而中游狭义制造业仍表现良好，黑色产业链压力稍缓和，电力问题对产出影响不明显。需求方面，投资总体回升，仍受基建投资带动，房地产依然偏弱，制造业投资基本持稳。8 月底地方专项债资金投放是拉动基建投资的主因。9 月开始焦点转向 6000 亿政策性开发性债务以及 5000 亿元地方专项债节奏，预计基建投资年底前仍持稳。房地产主要是竣工端受保交房政策支持企稳，但资金紧张现状不变，购地、开工仍在低位，需继续关注降息对房屋销售利好程度。社消总体持稳，主要分项同比增速回升多受低基数影响。分项表明疫情冲击暂时有限，而住房相关消费受拖累，9 月仍需关注疫情影响。此外，居民就业状况持续好转，对稳定收入和消费将起到积极作用。综合来看，产出、需求同时改善，其中政策支持作用仍是主因，经济内生动力偏弱，房地产是需求的主要拖累。结合 8 月货币、财政政策和 9 月高频和 PMI 等先行数据，经济或继续好转。预计产出仍在上行趋势中，年内库存周期转向主动加趋势不变。继续关注地产、基建、外需三条主要逻辑，经济弱复苏态势将延续。

图 1 名义和实际 GDP 增速以及 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 2 GDP 中“三驾马车”变动情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 1 不同情境下的全年 GDP 增速预期

2022	Q1 当季	Q2 当季	Q3 当季	Q4 当季	全年累计
实际 GDP 同比增速	4.80%	0.40%	7.00%	7.00%	4.90%
			6.50%	6.50%	4.63%
			6.00%	6.00%	4.36%
			5.50%	5.50%	4.10%
			5.00%	5.00%	3.83%

数据来源：Wind、方正中期研究院

表 2 近一年主要经济数据变动情况

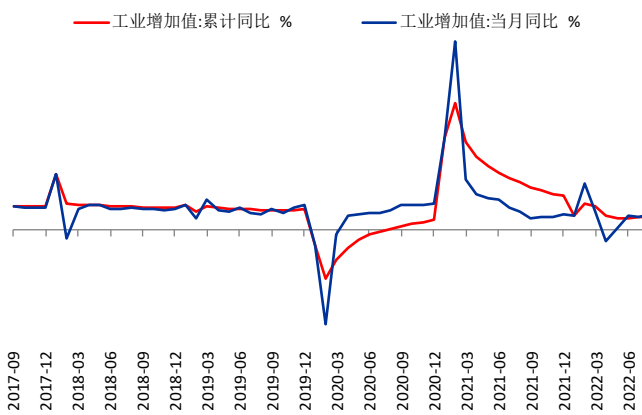
数据名称	单位	2020	2021	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08
实际GDP累计同比	%	2.20	8.10	9.80	--	--	8.10	--	--	4.80	--	--	2.50	--	--
名义GDP累计同比	%	2.74	12.84	14.14	--	--	12.84	--	--	8.95	--	--	6.26	--	--
工业增加值累计同比	%	2.80	9.60	11.80	10.90	10.10	9.60	3.86	7.50	6.50	4.00	3.30	3.40	3.50	3.60
制造业PMI	点	49.92	50.54	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40	49.60	50.20	49.00	49.40
出口金额:累计同比	%	3.62	29.85	32.87	32.17	30.96	29.85	24.00	16.10	15.60	12.30	13.20	14.00	14.60	13.50
进口金额:累计同比	%	-0.60	30.07	32.54	31.20	31.21	30.07	20.90	16.60	10.50	7.70	6.90	5.80	5.30	4.60
贸易差额:累计值	亿美元	5240	6759	4257	5105	5822	6759	827	1108	1561	2061	2836	3810	4823	5605
固定资产投资:累计同比	%	2.90	4.90	7.30	6.10	5.20	4.90	--	12.20	9.30	6.80	6.20	6.10	5.70	5.80
房地产投资:累计同比	%	7.00	4.40	8.80	7.20	6.00	4.40	--	3.70	0.70	-2.70	-4.00	-5.40	-6.40	-7.40
基建投资:累计同比	%	3.41	0.21	1.52	0.72	-0.17	0.21	--	8.61	10.48	8.26	8.16	9.25	9.58	10.37
制造业投资:累计同比	%	-2.20	13.50	14.80	14.20	13.70	13.50	--	20.90	15.60	12.20	10.60	10.40	9.90	10.00
名义社会消费:累计同比	%	-3.90	12.50	16.40	14.90	13.70	12.50	--	6.70	3.27	-0.20	-1.50	-0.70	-0.20	0.50
实际社会消费:累计同比	%	-5.23	10.70	15.02	13.31	11.91	10.70	--	4.90	1.30	-2.54	-4.00	-3.40	-3.01	-2.33
GDP平减指数:累计同比	%	0.53	4.38	3.95	--	--	4.38	--	--	3.96	--	--	3.66	--	--
CPI:累计同比	%	2.50	0.90	0.60	0.70	0.90	0.90	0.90	0.90	1.10	1.40	1.50	1.70	1.80	1.90
核心CPI:累计同比	%	0.80	0.80	0.70	0.80	0.80	0.80	1.20	1.20	1.20	1.10	1.10	1.00	1.00	1.00
PPI:累计同比	%	-1.80	8.10	6.70	7.30	7.90	8.10	9.10	8.90	8.70	8.50	8.10	7.70	7.20	6.60
PPIRM:累计同比	%	-2.30	11.00	9.30	10.10	10.70	11.00	12.10	11.60	11.30	11.20	10.80	10.40	9.80	9.10
M2:存量同比	%	10.10	9.00	8.30	8.70	8.50	9.00	9.80	9.20	9.70	10.50	11.10	11.40	12.00	12.20
贷款余额存量同比	%	12.80	11.60	11.90	11.90	11.70	11.60	11.50	11.40	11.40	10.90	11.00	11.20	11.00	10.90
社融规模存量同比	%	13.30	10.30	10.00	10.00	10.10	10.30	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.80	10.70	10.50

数据来源: Wind、方正中期研究院

一、产出增速超预期 加库存迹象增强

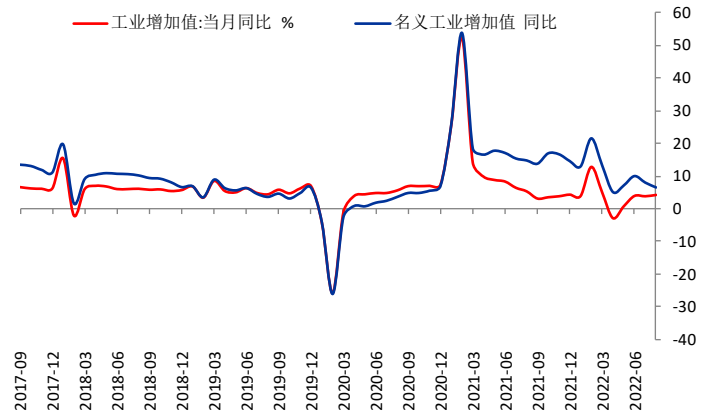
实际产出加速上升,表现超预期较多。但名义产出受价格拖累增速继续回落,尤其对上游行业营收和利润带来限制。产销率表现稳定,但出口交货值略弱于季节性,与此前公布的出口数据情况接近,侧面也反映制造业内需持稳。行业角度看,商品价格下跌对上游产量或有影响,中游狭义制造业仍表现良好。此外黑色产业链压力稍有缓和。主要产品产量多保持稳定,火电完全补足水电缺量后,电力缺口对产出端影响并不明显。从高频数据和先行数据看,9月经济继续改善。预计产出端仍处于上行趋势中,年内周期转向加库存阶段趋势不变。

图 3 中国工业增加值同比增长



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 4 实际和名义工业增加值



数据来源: Wind、方正中期研究院

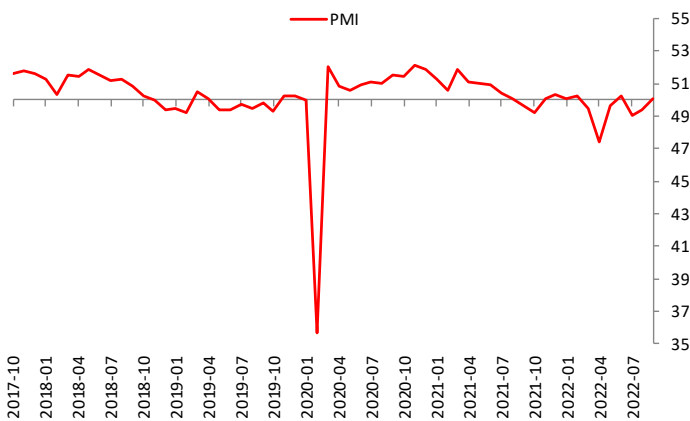
表 3 工业增加值分项数据

官方累计同比	下游行业					中游行业											上游行业						
						加工组装				原材料													
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶和航空航天及其他运输设备制造业	电力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采辅助活动	其他采矿业
2022/08	3.6	2.0	-2.0	-3.8	4.5	-1.9	4.3	10.7	9.3	2.8	5.8	-2.4	3.8	-2.9	-1.1	4.1	10.9	5.3	9.2	9.9	-0.3	7.1	18.6
2022/07	3.8	2.6	-1.7	-2.4	1.3	-2.2	4.1	10.2	9.8	2.3	4.4	-2.5	3.9	-2.6	-1.0	4.1	11.8	5.7	9.1	10.1	0.3	6.1	17.3
2022/06	4.1	3.3	-1.1	0.9	-1.9	-2.7	4.1	9.7	10.2	1.6	3.3	-2.2	4.1	-2.4	-1.0	4.0	11.9	5.9	10.2	10.8	0.5	5.1	12.6
2022/05	4.3	4.1	-0.4	3.1	-5.7	-3.6	3.6	8.8	9.9	0.3	3.3	-2.8	3.9	-2.0	-1.5	3.6	12.1	6.5	8.7	11.4	1.1	6.2	10.0
2022/04	4.5	4.7	0.5	7.6	-5.4	-2.7	4.3	9.2	10.7	0.4	4.3	-2.9	4.1	-0.9	-1.2	3.3	13.2	6.4	9.7	11.9	2.1	7.2	8.6
2022/03	6.0	6.4	3.2	11.8	4.0	2.6	8.2	12.4	12.7	2.9	5.4	-2.4	5.1	1.4	1.5	4.7	13.2	6.1	12.0	13.1	4.9	6.5	15.9
2022/02	7.4	6.5	4.9	12.9	7.2	5.0	8.8	13.6	12.7	4.2	6.0	-2.9	4.4	1.3	2.0	5.9	11.1	6.3	11.9	13.8	5.4	10.0	-11.9
2021/12	8.0	7.7	1.4	24.8	5.5	12.4	12.6	16.8	15.7	8.4	10.9	1.2	3.9	8.0	6.3	7.7	6.7	3.9	3.4	-1.7	7.5	5.6	-10.8
2021/11	7.9	7.9	1.8	26.9	5.8	13.8	13.3	18.2	16.2	10.0	11.3	1.6	4.4	8.9	7.0	8.5	6.1	4.7	3.4	-2.0	7.8	5.1	-12.1
2021/10	7.8	8.0	2.5	27.9	7.3	15.2	14.6	19.5	16.5	10.8	11.4	3.0	5.1	10.6	8.1	9.6	5.6	4.9	4.0	-2.3	8.3	3.5	-6.9
2021/09	7.9	8.6	3.7	29.2	9.4	17.1	15.5	21.4	16.8	11.3	11.4	5.0	5.7	12.6	9.9	10.8	5.1	4.8	4.9	-2.5	9.5	3.3	-5.3
2021/08	8.8	9.6	5.2	30.0	12.4	19.4	16.5	23.8	18.0	11.9	11.8	7.2	6.4	14.8	12.2	12.3	5.5	4.2	6.1	-3.0	11.6	2.9	-7.4
2021/07	9.1	10.0	6.6	29.3	16.7	21.5	17.8	26.2	18.7	13.6	13.0	9.2	6.9	16.6	14.2	13.4	6.0	3.9	7.5	-2.5	14.0	1.0	-10.6
2021/06	9.9	10.7	8.2	29.6	21.8	24.3	20.1	29.4	19.8	15.3	13.0	11.5	7.8	18.8	16.9	14.5	7.0	3.8	9.3	-1.1	16.3	0.5	-6.7

数据来源：Wind、方正中期研究院

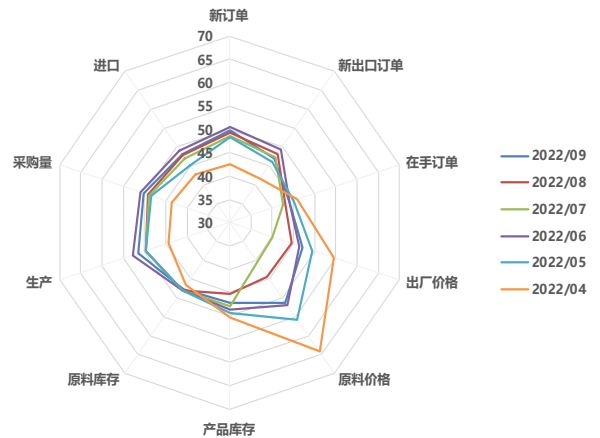
9月制造业PMI回升至荣枯线以上，表现超出市场预期。但非制造业PMI偏弱，尤其服务业PMI回落明显。制造业主要分项显示，供给和需求继续全面改善，且产出端改善更明显。需求端扩散指数暗示内需改善多于外需。产品库存显著增加，原料库存去化，主动加库存迹象进一步明确，该情况符合预期。9月内需也是帮助制造业维持强势的主要支撑。价格分项暗示后期公布的9月PPI数据环比增速将会有所回升，但同比大概率继续下降。分企业类型看，大、中、小型企业PMI均有改善，多数扩散指数显示大型企业仍然强于中、小型企业。前期纾困措施正在显效而力度仍不足，政策需要继续发力。非制造业中，建筑业相对稳定，主要是服务业明显偏弱，反映疫情影响更多集中在此。预计随着房地产行业走出低谷、缓慢回升和基建行业维持增长情况下，建筑业PMI仍有望维持增长。服务业PMI在季节性因素和疫情消退后，将出现反弹。总体上看，9月经济以不受到电力和天气问题影响，产出明显加速，内需开始好转，库存周期重回主动加库存阶段，制造业修复趋势有所加快，经济总体向好。短期内疫情对服务业仍有冲击，但不会带来系统性影响，且未来大概率将会改善。

图 5 PMI 总体变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 6 PMI 分项近期扩张情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 4 官方 PMI 主要分项变动情况

	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2022年9月	50.1	51.5	49.8	47.0	47.3	51.3	47.6	49.0	48.7	44.1	48.1	50.2	47.1	53.4
最近10年分位数水平	27%	22%	18%	17%	54%	40%	28%	63%	15%	18%	35%	24%	20%	17%
5年均值	50.8	52.7	51.9	48.9	46.9	60.5	48.2	48.6	49.7	45.8	48.8	51.8	54.5	57.1
5年历史波动率	1.2	2.0	2.1	2.1	1.6	6.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.9	1.9	3.6	2.0
上月数值	49.4	49.8	49.2	48.1	45.2	44.3	48.0	48.9	49.5	43.1	47.8	49.2	44.5	52.3
本月与上月差值	0.7	1.7	0.6	-1.1	2.1	7.0	-0.4	0.1	-0.8	1.0	0.3	1.0	2.6	1.1
5年差值平均	0.1	0.0	0.6	0.3	-0.2	2.0	0.3	-0.3	0.1	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.1
5年差值历史波动率	0.6	0.8	0.8	1.3	1.0	1.4	0.8	0.5	0.1	1.0	0.8	0.1	1.0	0.8

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、基建再冲高 地产暂未脱离弱势

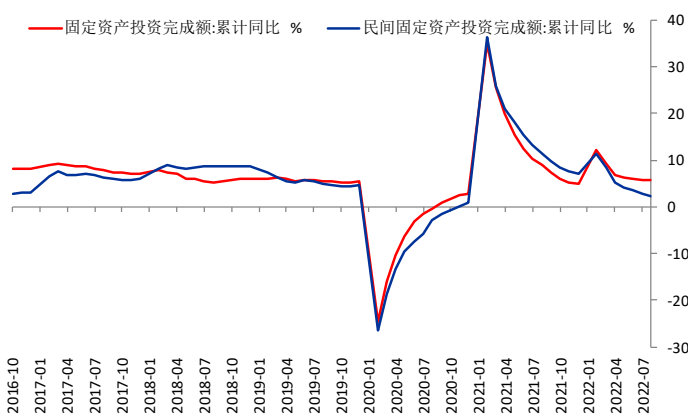
8月固定资产投资增速回升，主要仍是受到基建投资带动。房地产投资表现弱于季节性，制造业投资稳中小幅上升。此前政策要求8月底前增量地方专项债资金完全投放，是影响资金端并提振8月基建投资的主要政策因素。9月关注资金回归平稳后，6000亿政策性开发性债务资金投放节奏，以及四季度5000亿元地方专项债情况，预计基建投资年底前维持平稳增长。房地产方面，保交房政策对竣工利好显现，但未改变房企资金紧张现状，购地、开工仍在低位。金融对房企紧缩资金情况缓和，但依然有房屋销售偏弱导致的流动性紧张问题。可继续关注8月全面降息和调降LPR对9月房屋销售的利好程度。

表 5 主要投资分项表现

	累计值 (亿)	累计同比 (%)	上期累计同比 (%)	累计同比变动 (%)
固定资产投资	367106	5.80	5.70	0.10
民间固定资产投资	203148	2.30	2.70	-0.40
房地产投资	90809	-7.40	-6.40	-1.00
基建投资	127231	10.37	9.58	0.79
制造业投资	156970	10.00	9.90	0.10

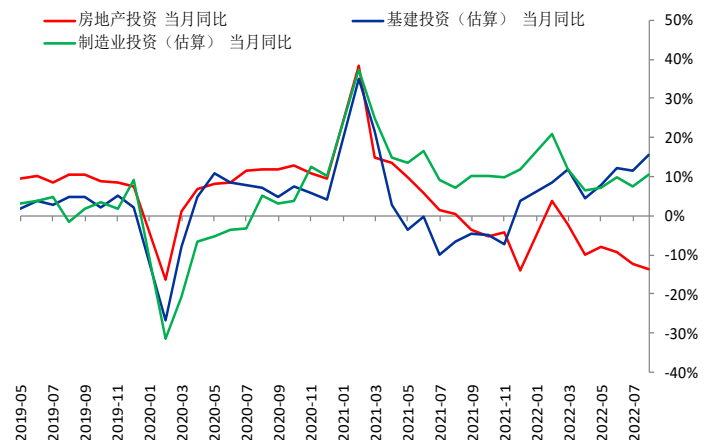
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 7 固定资产和民间固定资产投资增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

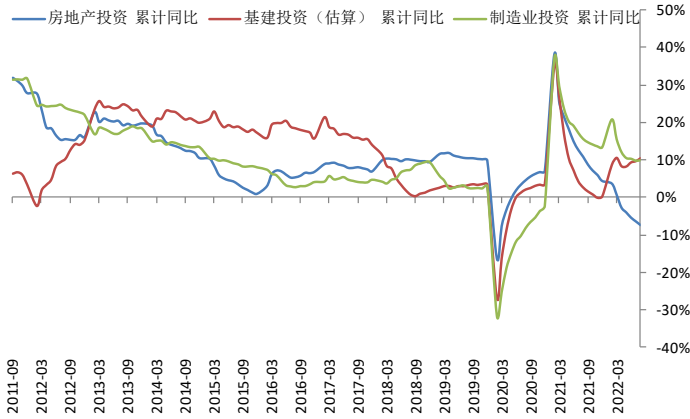
图 8 主要的三个投资分项（当月同比）



数据来源：Wind、方正中期研究院

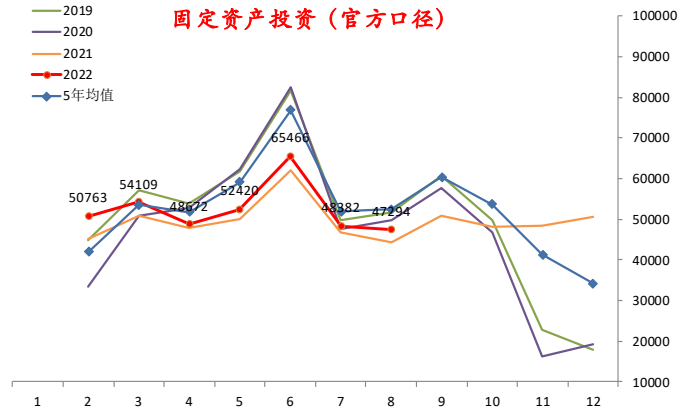
图 9 主要的三个投资分项（累计同比）

图 10 固定资产投资季节性（官方口径）



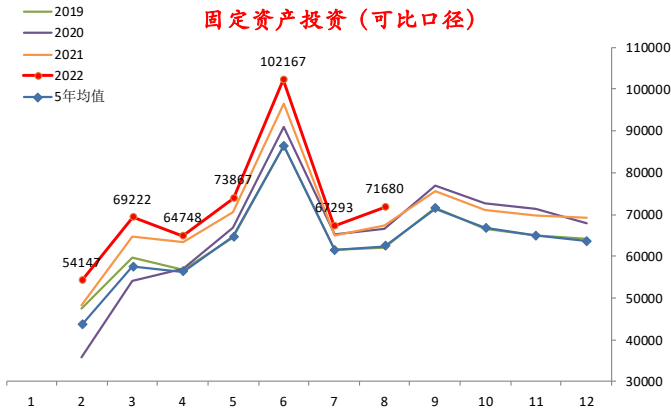
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 11 固定资产投资季节性 (可比口径)



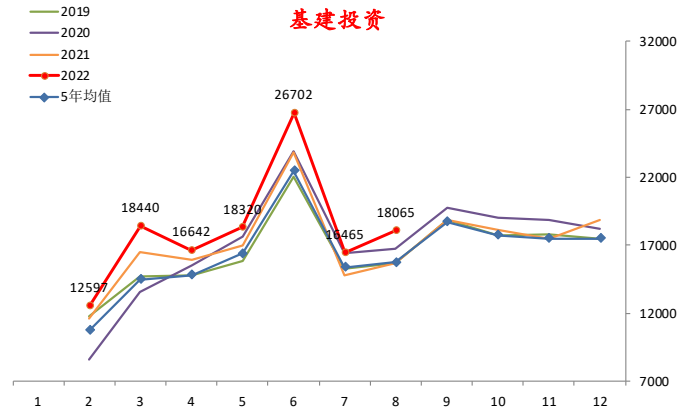
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 12 基建投资季节性



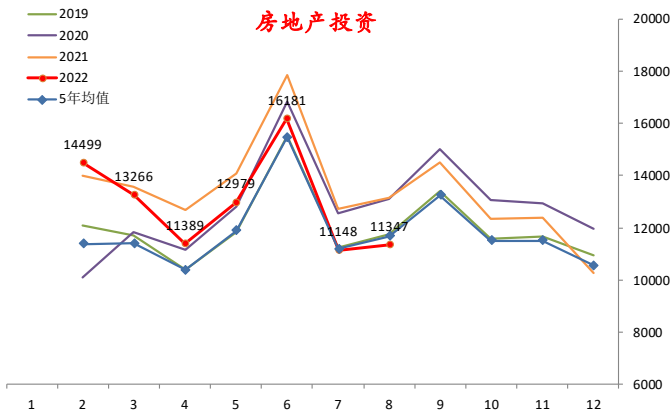
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 13 房地产投资季节性

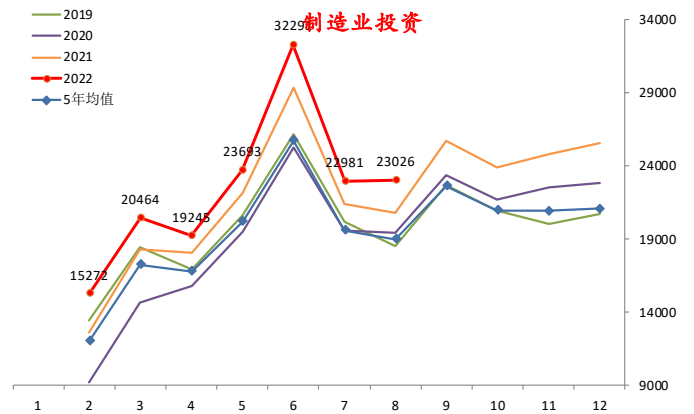


数据来源: Wind、方正中期研究院

图 14 制造业投资季节性



数据来源: Wind、方正中期研究院



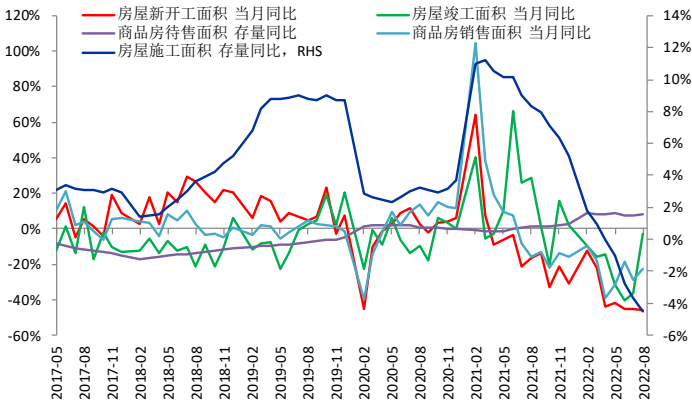
数据来源: Wind、方正中期研究院

具体来看, 房地产投资增速 8 月继续回落的同时, 新屋开工、房屋施工面积同比跌幅均有扩大, 前者仍有超过 45% 同比降幅。房屋竣工面积跌幅则明显收窄, 商品房待售面积增速上升。房屋销售面积降幅略有收窄。边际上看, 新屋开工、房屋施工面积符合季节性, 但处于历史地位可比性较差。房屋竣工明显超季节性回升, 待售面积和销售面积也略超季节性, 后者同比好转依赖基数下降。此外购置土地面积明显弱于季节

性。显然此前的保交房政策对施工后期阶段有利好影响，支持竣工回稳。但没有改变房企资金紧张的现状，前端购地、开工仍在低位。

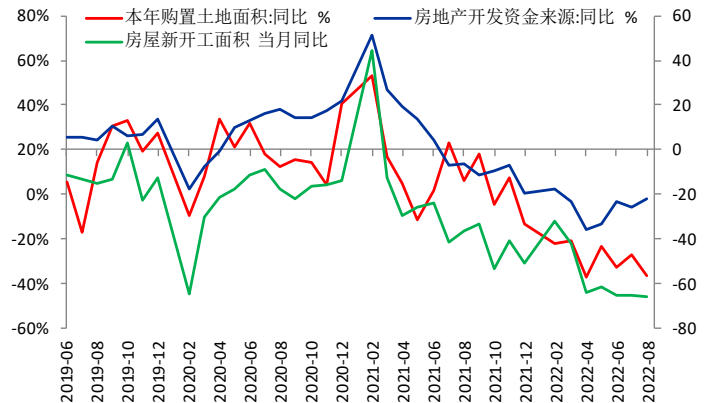
从资金角度看，房地产开发资金总体略超季节性。边际上看，国内贷款、定金及预收款、个人按揭贷款均超过季节性表现，但自筹资金表现弱于季节性。情况继续显示，此前对银行层面的窗口指导效果继续显现，金融层面对房企资金紧缩的情况缓和，但下游销售偏弱导致的回款不足问题依然存在。8月全面降息和调降LPR对增量房贷利率的影响将从9月数据开始体现，预计对房屋销售带来利好影响，继续关注销售改善程度，我们对房地产市场仍保持谨慎乐观态度。

图 15 房地产行业五大指标



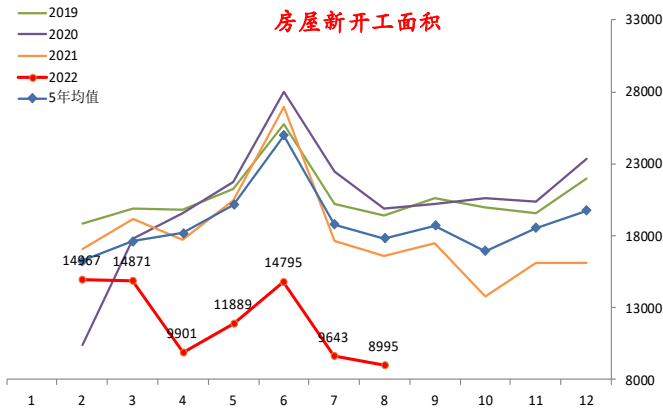
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 16 房地产投资上游领先指标



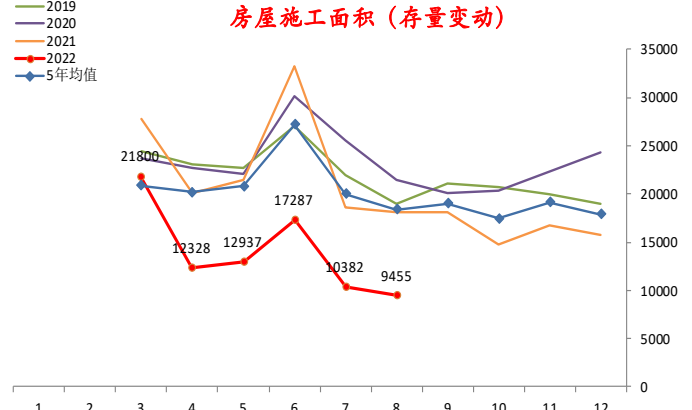
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 17 新屋开工季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院

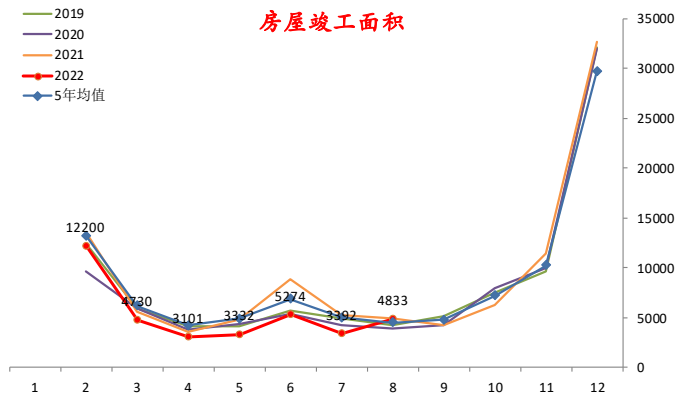
图 18 房屋施工季节性



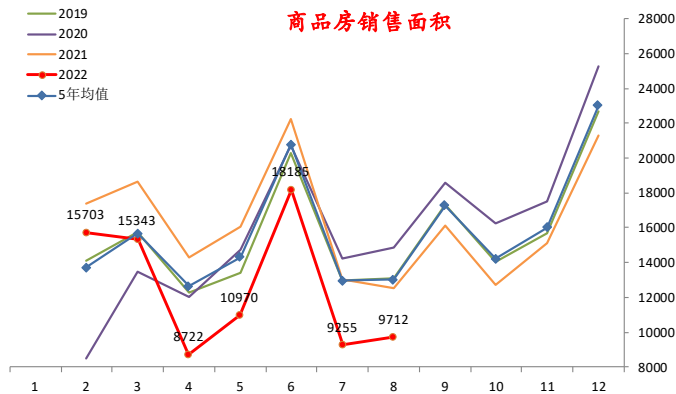
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 19 房屋竣工季节性

图 20 房屋销售季节性

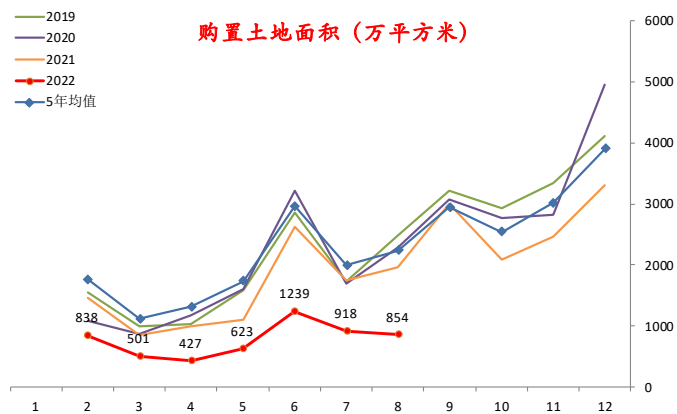


数据来源: Wind、方正中期研究院



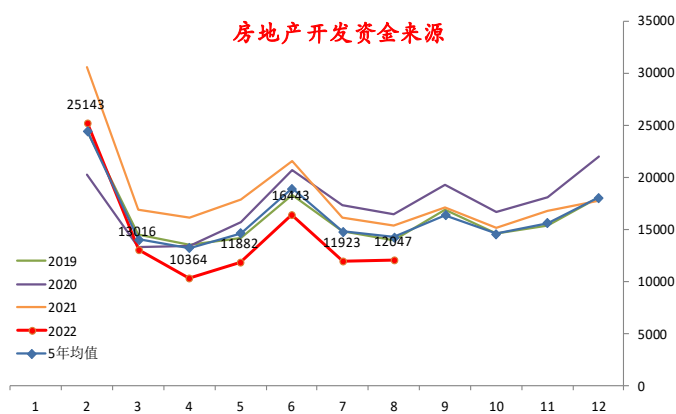
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 21 土地购置季节性



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 22 房地产开发资金来源



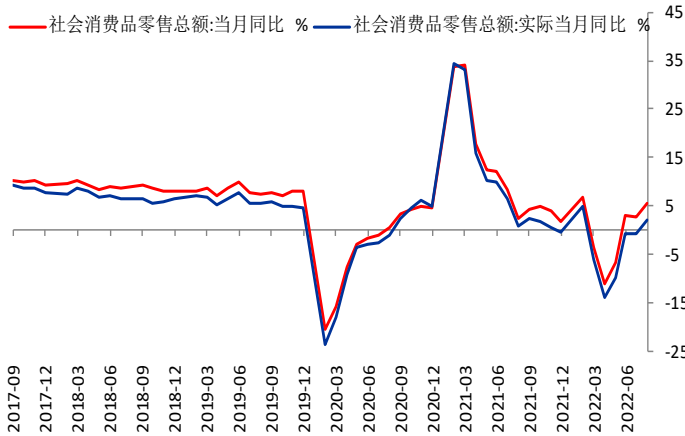
数据来源: Wind、方正中期研究院

三、消费趋势总体维持平稳

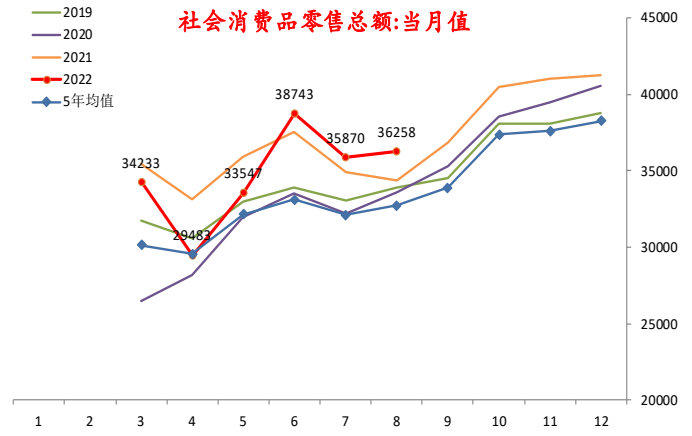
8月社消总额增速回升幅度略超预期,但边际表现符合季节性,仍处于平稳增长之中。同比增速加快更多受到去年同期基数回落影响,主要分项同比增速的回升也多受到基数偏低影响,与去年消费受疫情冲击有关。分项中商品消费以及餐饮服务等多数也表现平稳,疫情冲击暂时有限。但前期房地产销售偏弱拖累住房相关消费。9月仍需关注疫情影响,在趋势平稳和基数回升影响下,同比增速或有回落。此外,居民就业状况持续好转,对稳定收入和消费将起到积极作用。长期来看,人口增速放慢、居民高杠杆影响下,消费回升至常态后进一步加速动能并不强,消费习惯改变、消费升级进程仍是决定未来消费端结构性增长的主要因素。

图 23 社消总额同比增速

图 24 社消总额季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 6 社会零售消费分项（限额以上企业）

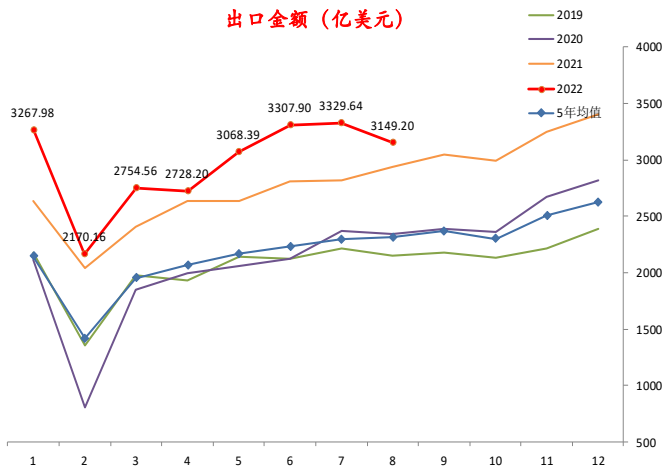
官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费			商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品	餐饮消费	
2022-08	9.20	7.20	1.50	-2.70			-8.50	1.60	-4.40	-1.30	14.50	8.40	5.10
2022-07	9.40	7.40	1.30	-2.10	0.60	6.90	-8.60	1.40	-3.60	-3.60	14.20	-1.50	3.20
2022-06	9.90	8.20	1.30	-2.50	-0.80	7.50	-9.00	0.40	-2.90	-5.70	14.20	-4.00	3.90
2022-05	10.00	9.80	0.60	-5.20	-3.80	6.90	-9.60	-0.50	-2.40	-9.90	14.10	-21.10	-5.00
2022-04	9.50	10.40	2.50	-3.60	-4.50	8.60	-8.90	2.40	-0.70	-8.40	15.70	-22.70	-9.70
2022-03	9.35	11.82	6.62	1.81	-2.02	10.93	-7.05	5.85	3.79	-0.30	19.74	-16.38	-2.11
2022-02	7.90	11.40	10.70	7.00	1.60	23.30	-6.00	12.70	6.20	3.90	25.60	8.90	6.50
2021-12	10.80	20.40	14.40	14.00	22.00	7.00	14.50	10.00	20.40	7.60	21.20	-2.20	2.30
2021-11	10.70	21.20	13.90	15.30	22.40	9.40	16.90	12.20	22.20	9.70	21.70	-2.70	4.80
2021-10	10.30	21.80	14.60	16.70	26.40	12.00	18.40	13.10	23.30	12.20	21.30	2.00	5.20
2021-09	10.30	23.40	16.00	17.90	28.60	10.10	20.70	13.50	24.90	15.50	20.30	3.10	4.50
2021-08	10.50	25.60	18.30	20.00	30.70	10.70	23.70	14.40	26.80	20.10	20.70	-4.50	3.30
2021-07	10.60	27.90	21.50	23.40	31.90	14.50	26.70	17.60	29.20	25.00	21.90	14.30	7.80

数据来源：Wind、方正中期研究院

四、贸易顺差回落 外需压力显现

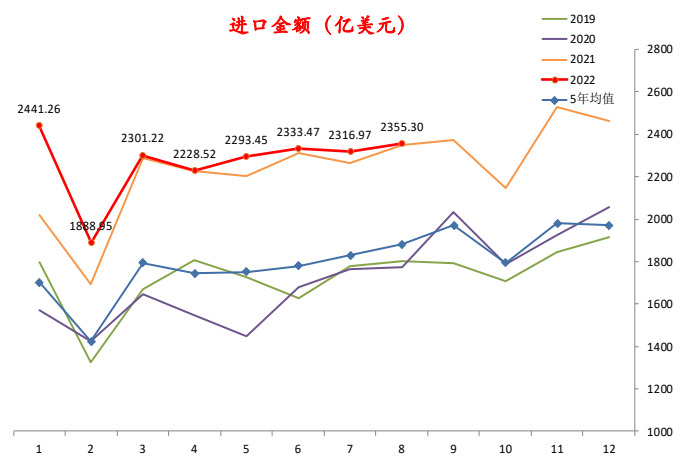
8月进出口增速继续放慢，边际增长也明显回落，尤其是出口端。此前6月和7月进出口主要是疫情后恢复逻辑，支持加速补库存并推升进出口。8月开始上述支持已开始下降，且电力供应缺口、零星疫情、产出有所减缓，因此出口受到压力。进口相对平稳，反应大宗商品价格低位暂时持稳，且在纾困政策支持下内需回落暂时放慢。进出口分项表现类似，均为加工装配和电子制造等行业相对更弱，一般贸易和来进料加工贸易净值也明显回落，同样反映疫情后加速补库存阶段已过，以及南方地区缺电限制产出的影响。短期来看，9月电力供应缺口基本消除后，产出恢复或带动出口回升，尤其是最近表现较差的中游制造业等对应的出口或迎来更明显的修复。但零星疫情对港口效率的影响仍需要持续关注。此外，人民币大幅贬值，对出口有利，但全球主要出口国货币普遍贬值，该利好一定程度上被抵消。欧洲能源危机之下，中国的替代效应对出口有一定支持。长期来看，二季度疫情对产出影响已完全消除，后期出口将回归海外经济基本面影响，进口则取决于国内需求和产出修复节奏。预计在海外经济衰退预期不减的状况下，出口仍是稳中回落趋势，尤其是同比增速下行方向不变。外需对经济影响继续转向中性。

图 25 出口金额的季节性表现



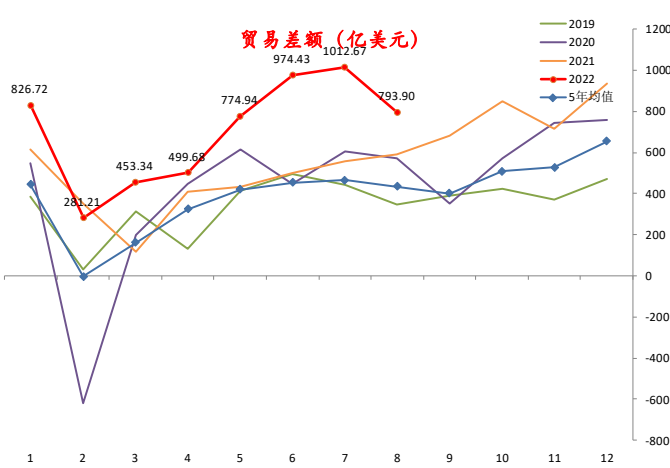
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 26 进口金额的季节性表现



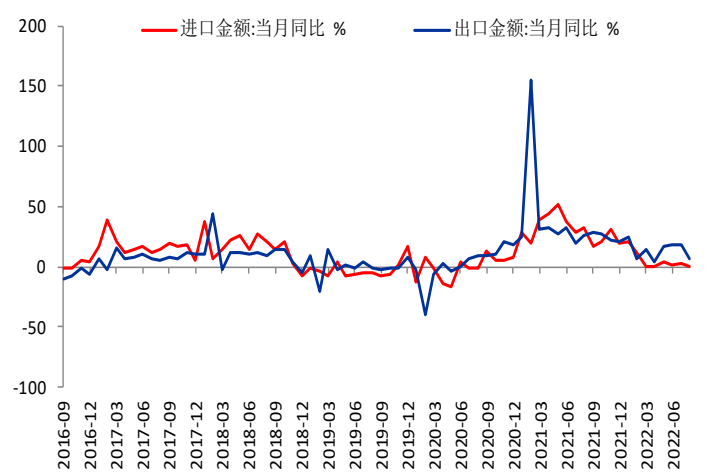
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 27 贸易差额的季节性表现



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 28 进出口增速变动趋势

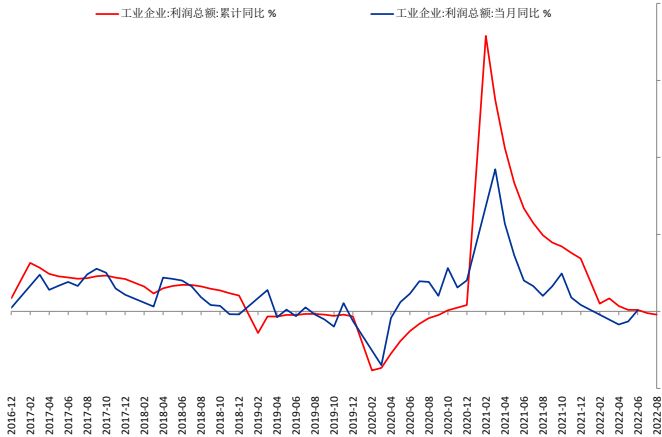


数据来源: Wind、方正中期研究院

五、名义产出、利润率继续拖累企业利润

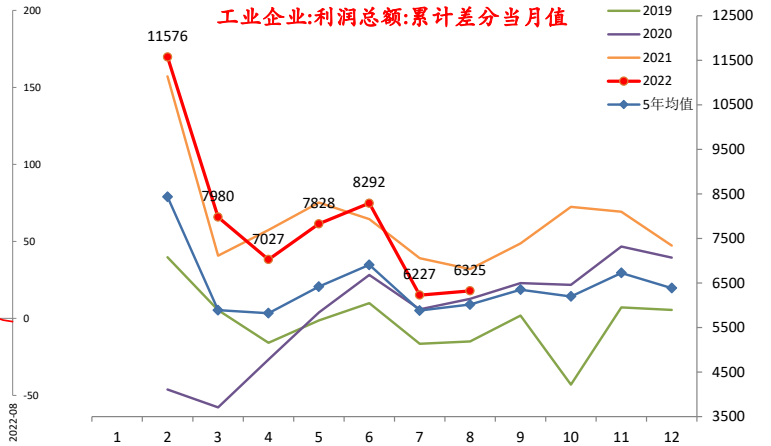
8月工业企业利润总额累计同比负增长扩大至-2.1%，但边际增量维持稳定。行业情况表明，大宗商品价格下跌仍影响上游原材料行业利润，而对中游行业则产生让利效果。黑色产业链边际改善但绝对水平依然最弱。制造业总体较好，汽车行业利润回落。影响因素方面，8月PPI同比增速加速回落，抵消工业增加值增速上升的影响，名义产出增速仍下行，并拖累企业收入和利润。而企业利润率维持低位、累计利润率下行，也不利于利润改善。因此企业利润呈现增速回落、增量改善不足的状况。大宗商品价格维持低位、局部疫情、天气异常等均影响企业利润。我们认为，天气因素导致电力不足已经结束，9月产出受此影响将下降，增速或继续回升。但商品价格低位持稳、同比增速回落，仍将拖累PPI走弱，这对企业尤其其中上游企业利润增速仍有负面影响。且海外经济衰退现状与预期强化，对中长期商品价格影响偏负面。内需仍聚焦房地产风险，关注房地产企稳节奏对黑色行业利润拖累的减轻。当前经济周期与资产轮动仍处于衰退期向复苏期转换前后，但周期被拉长、节奏相对慢，外生因素影响下库存周期仍在被动去向主动加转换中。

图 29 企业利润同比增速



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 30 企业利润总额季节性



数据来源: Wind、方正中期研究院

表 7 主要行业的工业企业利润累计同比

官方累计同比	下游行业					中游行业										上游行业							
	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采专业及辅助性活动	其他采矿业
2022/08	10.9	-7.9	-14.1	-31.4	-7.3	-10.3	-1.8	20.9	-5.6	4.7	-2.0	-87.7	-6.6	-9.4	-17.5	5.0	112.0	111.0	-27.9	44.3	10.6	132.5	50.0
2022/07	9.8	-7.5	-10.3	-30.7	-14.4	-12.8	-2.6	18.4	-9.6	1.0	-12.0	-80.8	5.1	-8.2	-19.8	9.3	140.6	118.8	-23.4	51.7	15.7	100.0	66.7
2022/06	8.3	-6.8	-5.3	-27.6	-25.5	-15.9	-3.2	17.3	-6.6	-3.7	-19.3	-68.7	16.6	-5.8	-20.4	16.4	157.1	126.0	-4.0	59.1	17.9	300.0	33.3
2022/05	10.1	-8.3	-2.5	-20.6	-37.5	-21.3	-4.6	14.6	0.2	-3.2	-26.9	-64.2	26.6	-3.3	-24.7	13.8	174.7	135.0	-0.7	54.2	14.9		50.0
2022/04	10.8	-10.2	1.0	-13.7	-33.4	-24.0	-0.8	7.7	-2.9	-13.3	-33.0	-55.7	40.3	2.9	-30.9	14.8	199.3	138.0	9.5	62.9	16.7		
2022/03	13.3	-22.9	14.0	-8.9	-11.9	-17.0	4.8	10.4	2.8	-15.3	-35.2	-49.7	52.9	11.0	-29.6	18.4	189.0	151.1	17.4	74.8	29.4		
2022/02	12.3	-29.4	13.1	-17.6	-9.9	-15.7	4.0	5.7	-7.3	-34.7	-49.1	-56.5	63.8	5.2	-31.8	27.3	155.3	156.7	15.5	49.0	30.5		900.0
2021/12	-0.1	-9.2	4.1	77.9	1.9	8.3	10.2	12.2	38.9	-15.9	-57.1	75.5	115.9	14.3	-2.9	87.8	212.7	584.7	113.5	44.5	23.3	-439.0	-20.0
2021/11	-1.7	-7.2	4.6	70.8	-3.4	11.1	10.0	13.3	29.8	11.2	-38.6	104.3	149.9	15.4	-3.9	102.0	222.6	284.3	114.3	45.5	19.1		-33.3
2021/10	-3.5	-10.0	1.9	76.7	-2.9	13.7	14.9	14.6	34.3	5.5	-29.0	132.0	162.8	15.2	-0.8	116.4	210.2	262.7	119.9	52.4	19.9		-33.3
2021/09	-0.6	-7.1	1.4	80.6	1.2	17.9	17.8	16.0	38.7	5.0	-24.6	144.8	162.0	14.7	5.0	126.8	172.2	267.2	145.8	57.0	25.9		-25.0
2021/08	1.0	-4.0	2.3	89.1	5.5	20.6	15.6	24.1	34.8	7.4	-15.3	155.6	177.5	16.8	8.6	144.7	145.3	265.1	167.8	70.4	25.6		
2021/07	4.4	0.7	4.2	91.9	19.7	25.7	17.7	30.2	43.2	10.3	-2.8	181.6	200.1	21.0	16.3	162.4	127.9	266.7	189.8	79.2	24.0		
2021/06	10.4	5.4	2.3	88.8	45.2	34.5	31.0	36.1	45.2	11.6	9.5	234.1	272.8	26.7	24.9	176.8	113.8	248.6	187.9	83.5	27.9	35.0	
2021/05	16.3	11.0	4.7	81.7	81.1	45.5	38.4	49.8	49.3	15.3	24.7	377.1	386.7	30.3	46.5	211.4	109.4	273.1	201.6	94.4	28.7		50.0
2021/04	27.6	16.6	16.6	80.2	157.5	67.7	77.7	85.8	86.2	21.1	40.5	416.1	484.0	40.8	83.3	272.0	91.5	119.4	194.4	100.6	32.0		100.0
2021/03	52.1	28.9	40.4	88.7	843.4	118.7	145.5	166.7	141.4	72.4	50.7	387.6	471.0	69.1	140.0	342.5	94.3	18.4	780.4	95.2	50.9		

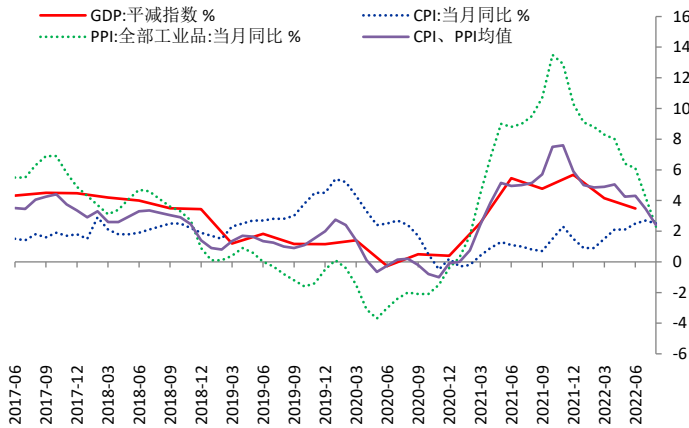
数据来源: Wind、方正中期研究院

第二部分 消费通胀暂时回落 CPI、PPI 剪刀差转正

虽然 8 月 CPI、PPI 均弱于预期，但年内 CPI 上行、PPI 下行趋势仍维持不变。总体通胀出现回落的情况下，三季度 GDP 平减指数放缓概率上升。CPI、PPI 差值则 19 个月以来首次转正。大宗商品价格、国内零星疫情、天气等因素是 8 月通胀的主要影响。CPI 在各项新涨价因素明显放慢并盖过基数回落情况下走弱。其中猪肉、鲜菜、价格涨幅减小均拖累食品价格。燃料价格跟随国际油价回落，叠加疫情下交通、房租等服务价格不振，非食品项也受到明显拖累，同时帮助核心 CPI 低位持稳。PPI 增速大幅下降主要是新跌价因素带动，基数影响相对小。PPI 和 PPIRM 差值收窄至 1.9%，自上而下的价格传导仍继续。8 月大宗商品价格变动不一，总体小幅反弹但对国内影响滞后，影响也集中在上游。行业中仍是黑色产业链受冲击最大。我们预计，9 月 CPI 变动重点仍需关注猪肉、能源价格表现。目前蔬菜、猪肉价格反弹略超汽、柴油等能源价格下降，叠加低基数影响，CPI 或小幅反弹，年内继续震荡上行趋势，高点或略超 3%。商品价格同比增

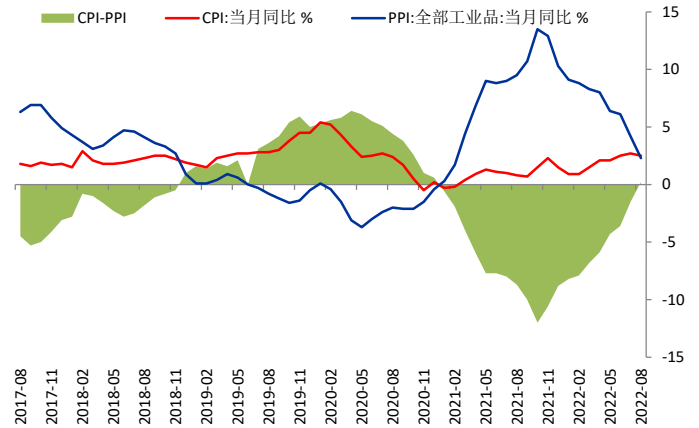
速放慢将继续拖累 PPI 尤其上游行业。此外，PPI 基数即将大幅抬升，叠加海外经济衰退风险对商品价格影响，PPI 环比大幅上行概率较低，不排除 9 月（最晚 10 月）PPI 出现负增长，四季度后期将逐步稳定。

图 31 CPI、PPI 均值与 GDP 平减指数



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 32 CPI、PPI 以及二者差异的变动

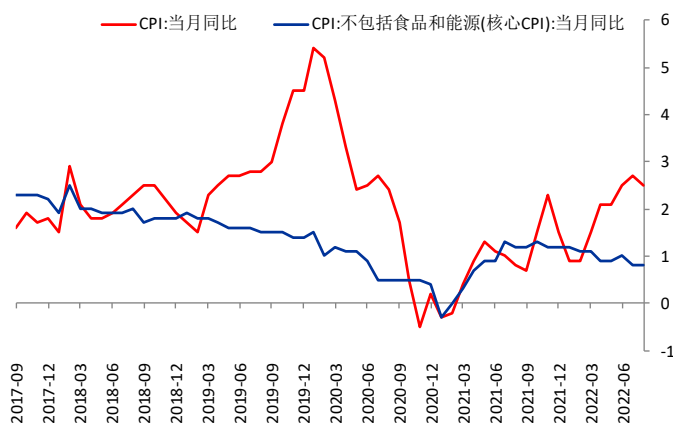


数据来源：Wind、方正中期研究院

一、CPI 弱于预期 但震荡上行趋势不变

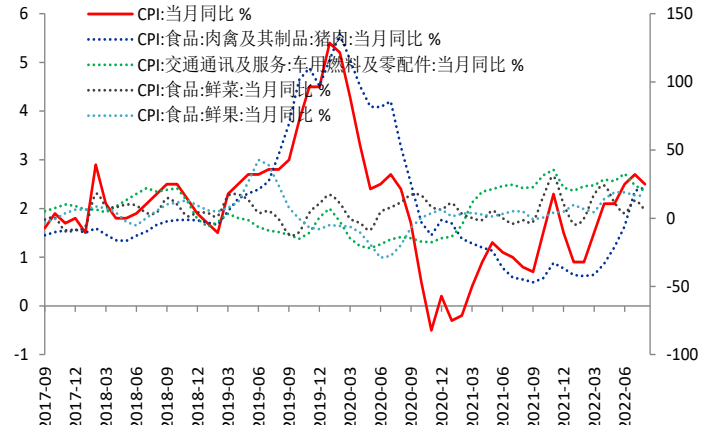
8 月 CPI 同比增速超预期下降，从年内高位小幅回落，环比明显弱于季节性，前期各项新涨价因素明显放慢盖过基数回落的影响。分项情况表明，食品对 CPI 拉动从 7 月高位回落，尤其是猪肉出栏增加、需求走弱的情况下，价格涨幅显著放慢，叠加鲜菜价格涨幅减小。非食品变动符合我们此前提出的旅游价格、国际油价下行影响将在 8 月继续显现的观点，反映出国际油价下行，疫情下交通、房租等服务价格不振，以及 PPI 持续下行对核心商品 CPI 拉动减弱三点影响，也是核心 CPI 低位持稳的重要因素。我们认为 9 月 CPI 变动重点仍需关注猪肉、能源价格表现。目前来看蔬菜、猪肉价格反弹略超汽、柴油等能源价格下降，叠加低基数 CPI 将小幅反弹。预计年内 CPI 中枢将继续上行趋势，高点将在 3% 上方。

图 33 CPI 与核心 CPI 变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

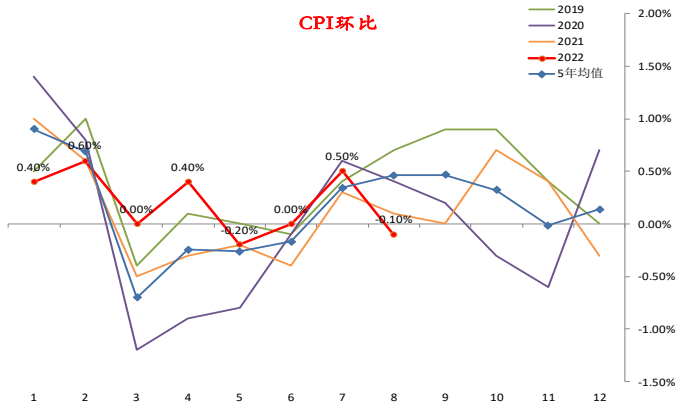
图 34 CPI 食品中高权重、高波动分项变动趋势



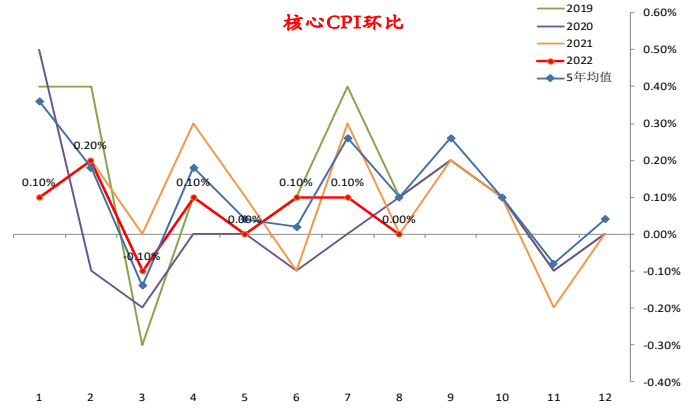
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 35 CPI 环比增速

图 36 核心 CPI 环比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

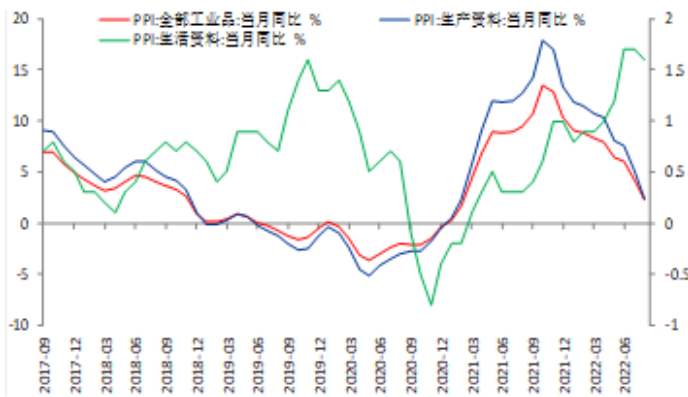


数据来源：Wind、方正中期研究院

二、PPI 加速下跌 或将出现负增长

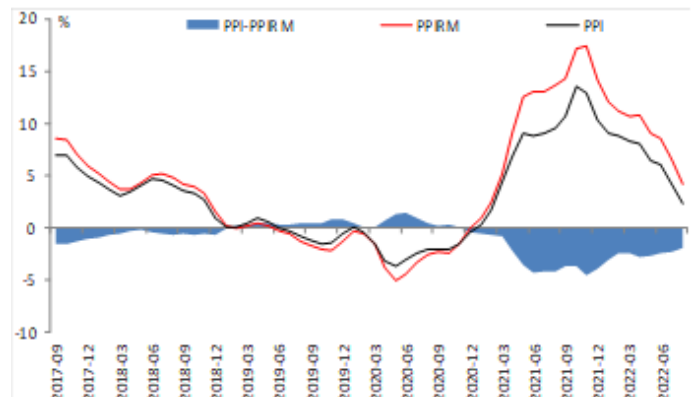
8月PPI同比增速继续大幅下降，主要仍是新跌价因素影响，同时环比基数也继续小幅提升。PIRM同比放缓更明显，PPI和PIRM差值收窄至1.9%。结构上看，生产资料中采掘工业、原材料工业、加工工业环比负增长幅度分别明显扩大、基本持平、有所缩小。8月大宗商品价格变动不一，总体小幅反弹但对国内影响滞后，影响也集中在上游。行业方面仍是黑色产业链受冲击最大。9月商品价格同比增速仍小幅回落，将继续拖累PPI尤其上游行业。此外，PPI基数即将大幅抬升，叠加海外经济衰退风险对商品价格影响，PPI下行趋势不变，不排除9月（最晚10月）出现负增长可能性。四季度后期PPI将逐步稳定。

图 37 PPI 变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 38 PPI 与 PPIRM 变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 39 PPI 环比增速

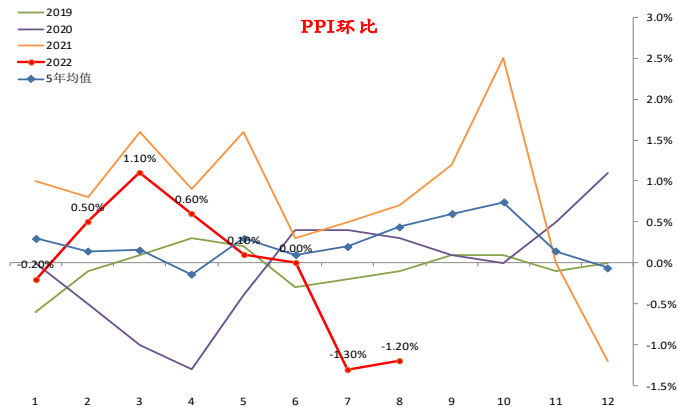


数据来源：Wind、方正中期研究院

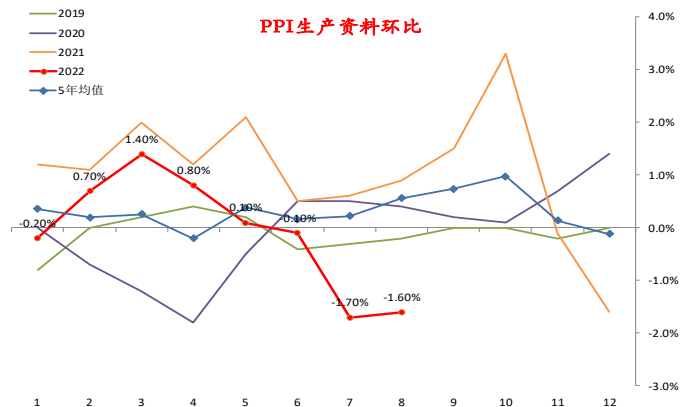
图 40 PPI 生产资料环比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院

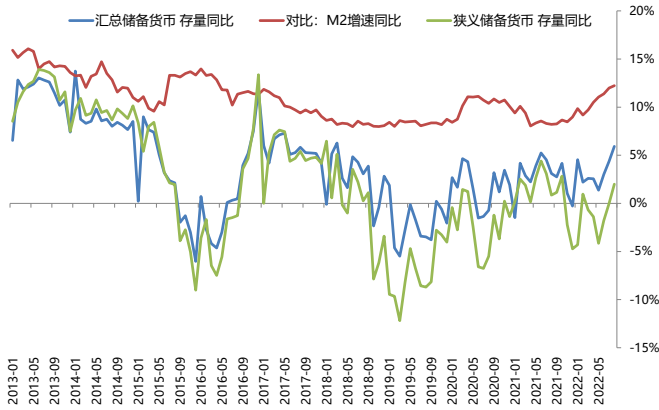
第三部分 货币宽松不变 财政收入有改善空间

8月广义社融和广义流动性增速继续回落，社融从政府债务驱动向表内贷款驱动转换并不顺利。宽、窄口径货币信贷增速差均扩大，短期市场环境对无风险利率仍有支持。随着政府资金投放完毕，以及调降MLF等宽松政策，叠加经济复苏进程，流动性转向实体经济或不利于虚拟经济扩张，长端利率下行阻力增加。货币政策方向依然偏向宽松，国内经济弱复苏、海外衰退经济风险不低、国内通胀持稳仍是有利于宽松政策的环境，海外经济体紧缩政策暂未影响国内，社会融资成本仍有下行空间。财政方面，预计经济持续修复下税收收入仍有增长空间。政府性基金则在土地出让金收入缓慢回升状况下缓慢修复，节奏上看仍需关注两个土地购置的关键带动因素，即房地产销售改善程度和向上游投资传导速度。此外，前期募集的地方专项债资金已在8月投放完毕后，9月或暂时没有新增量。后期关注8·24国常会追加5000亿元专项债限额空间利空情况。根据要求10月底前将发行完毕，后期有利于局部层面的财政发力，并对社融形成支撑。

一、货币政策暂转向短端流动性和汇率

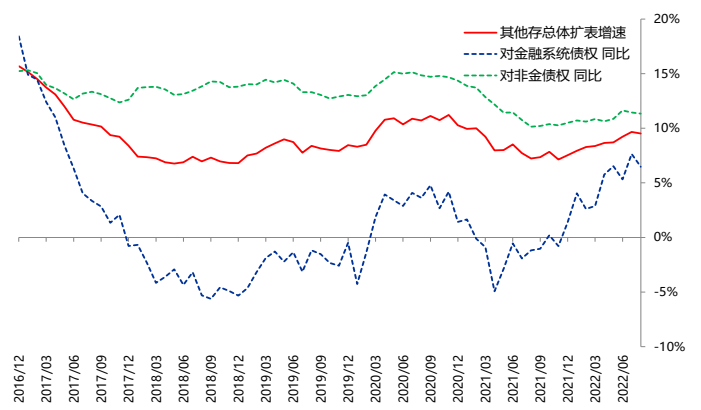
8月央行公开市场操作部分对冲政府存款带来的流动性增加，基础货币上升。商业银行对非银金扩表偏弱，对企业扩表回升，对政府、居民扩表继续下降。影子银行规模上升。实体经济角度看，表内贷款稳定，企业长贷回升，居民短贷稳定，居民长贷偏低。广义社融受表内贷款和政府融资影响绝对增量偏低。委托贷款回升或与政策支持下公积金投放加速有关。短融反应企业经营流动性从宽裕转向中性，此外期房违约问题暂时止住但信心受挫后未显著改善。存款方面，企业活期和居民存款持稳但企业定期偏高，因此M1平稳同时M2稍强。存款准备金率不变，理论货币乘数稳定，实际货币乘数升至新高。疫情结束但实体经济避险情绪缓和不明显，现金持有量仍在高位，以及资金从企业流向居民步伐继续加速，同样反映信心改善不足。广义社融和广义流动性增速继续回落，社融从政府债务驱动向表内贷款驱动转换并不顺利。宽、窄口径货币信贷增速差均扩大，短期市场环境对无风险利率仍有支持。随着政府资金投放完毕，以及调降MLF等宽松政策，叠加经济复苏进程，流动性转向实体经济或不利于虚拟经济扩张，长端利率下行阻力增加。继续关注后期6000亿政策性开发性债务和5000亿地方专项债情况，以及房屋销售对表内贷款的影响。

图 41 储备货币扩张速度



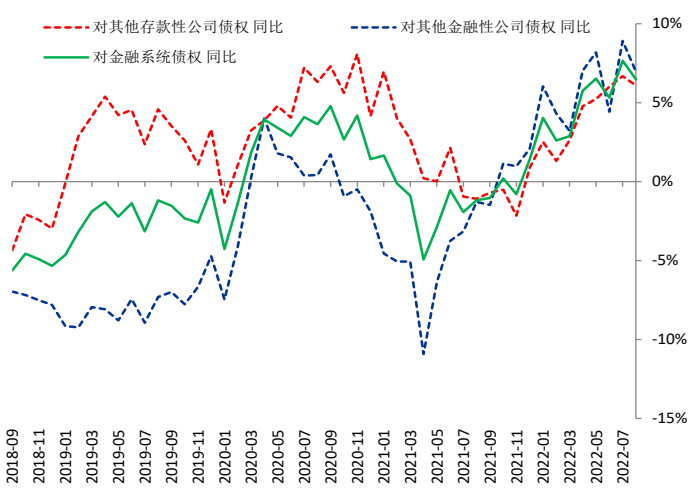
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 42 商业银行扩表增速



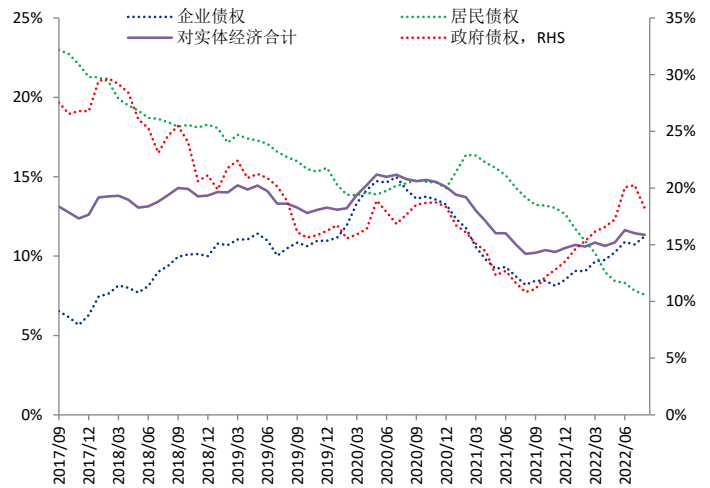
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 43 商业银行对金融系统扩表



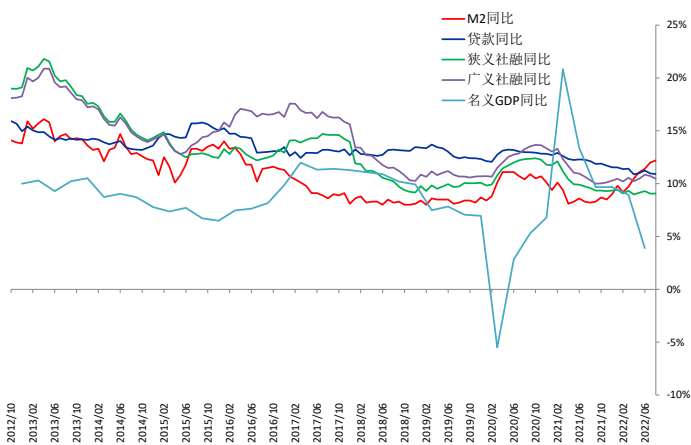
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 44 商业银行对实体经济扩表 (RHS: 政府债权)



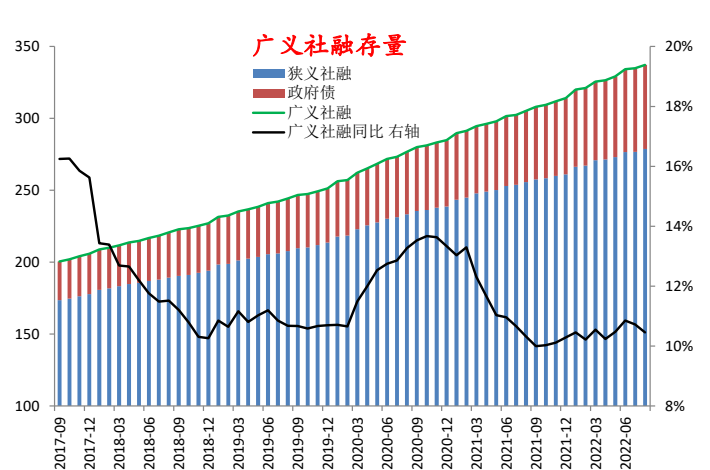
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 45 M2、贷款和社融增速



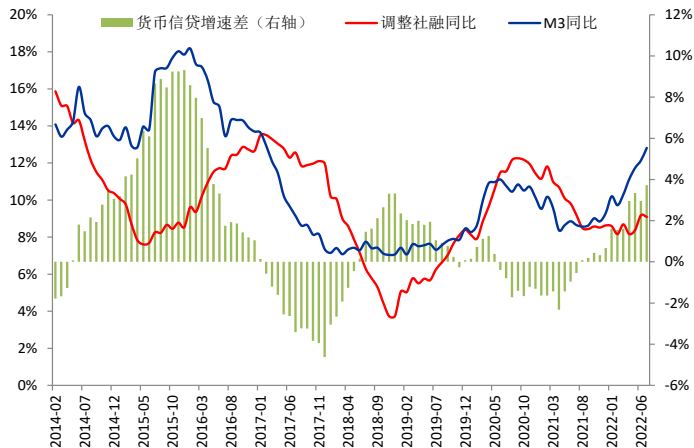
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 46 广义社融情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

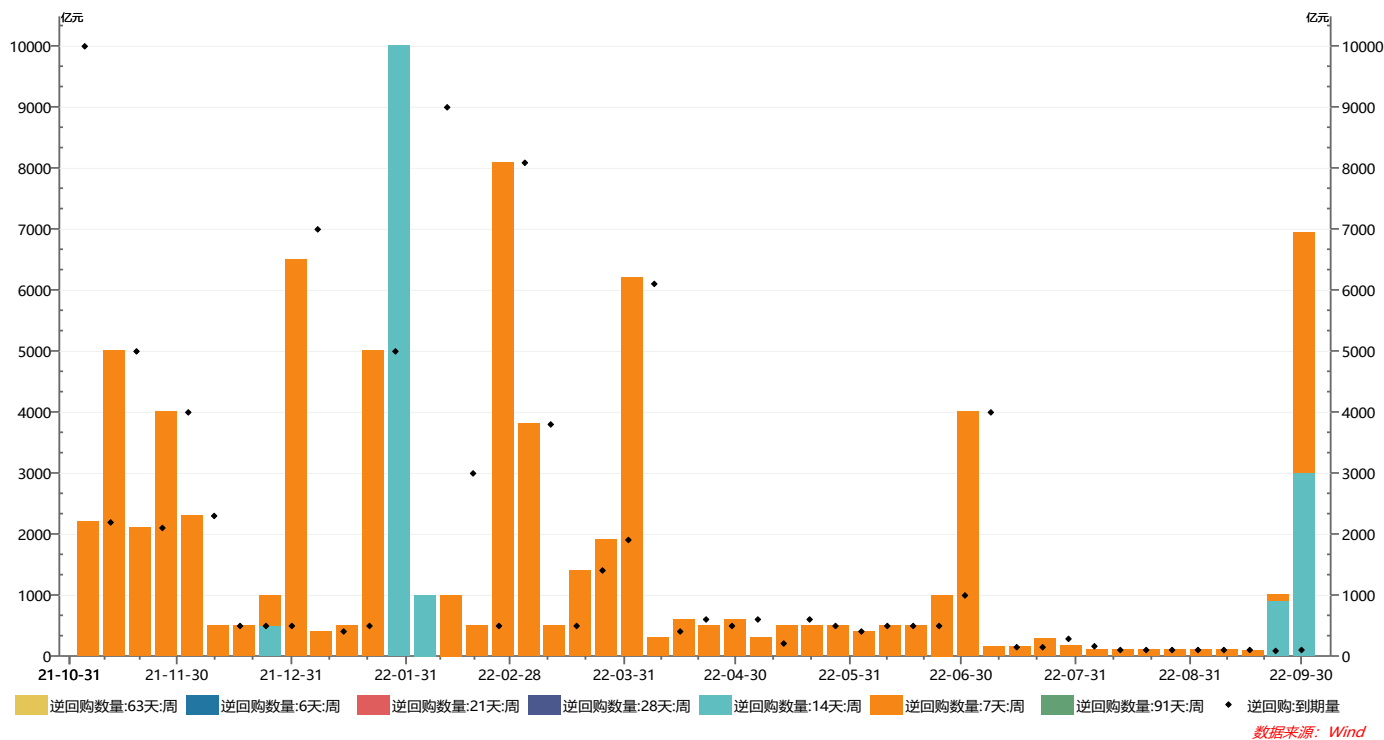
图 47 货币信贷增速差情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

此前央行在 8 月超预期降息，调降 MLF 利率 10BP 至 2.75%，逆回购利率相应下调 10BP 至 2.0%。之后的 8 月 LPR 也跟随下降，1 年期和 5 年期分别下降 5BP 和 15BP。该政策释放出稳经济的强力信号，数据也显示 8 月末企业贷款平均利率降至有统计来最低值。央行还宣布设立 2000 亿元设备更新改造专项再贷款，进一步稳定实体经济尤其是制造业。临近月末，央行则增加短端流动性投放，通过增加 14 天逆回购操作，应对季末和长假前后的资金面波动。此外，央行并召开外汇自律机制会议，称现行汇率形成机制适合国情，要切实维护人民币汇率中间价权威性，保持稳定是首要任务。总体上看，货币政策方向依然偏向宽松，国内经济弱复苏、海外衰退经济风险不低、国内通胀持稳仍是有利于宽松政策的环境，海外经济体紧缩政策暂未影响国内，社会融资成本仍有下行空间。短期政策还聚焦于汇率端，通过降低外汇存款准备金率、增加远期外汇保证金，以稳定汇率市场。

图 48 逆回购投放与到期情况



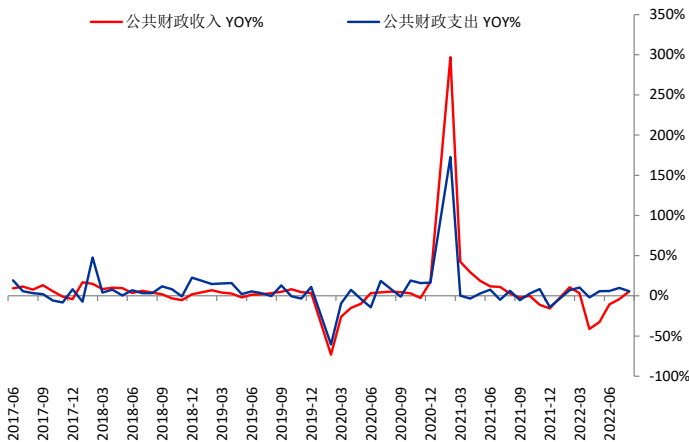
数据来源：Wind

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、 税收或继续改善 关注政府融资

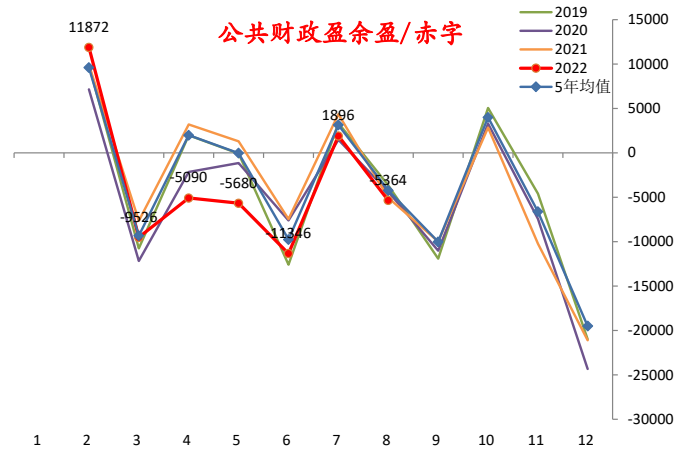
8月全国财政收入同比增速回正至5.58%，财政支出增速下降至5.64%，财政赤字规模季节性扩大。收入方面，增值税超季节性，同比出现正增长。企业所得税从7月高位回落，与部分企业缓缴有关。个人所得税弱于季节性，反应中产居民收入修复步伐放慢。出口退税走弱，与出口偏弱逻辑一致。土地相关税收或受房屋交易不振影响走弱。小税种则表现不一，总体影响有限。支出方面，主要是教育、债务付息支出加速，其他支出则全面回落。政府性基金方面，全国、地方政府基金以及土地出让金收入均超季节性上升，支出则明显下降，政府性基金收支缺口降至年内低位，其中土地出让金盈余扩大。我们预计，在退税影响基本结束，零星疫情对产出影响有限情况下，随着经济持续修复的步伐，税收收入仍有增长空间。政府性基金则在土地出让金收入缓慢回升状况下缓慢修复，节奏上看仍需关注两个土地购置的关键带动因素，即房地产销售改善程度和向上游投资传导速度。此外，前期募集的地方专项债资金已在8月投放完毕后，9月或暂时没有新增量。后期关注8·24国常会追加5000亿元专项债限额空间利空情况。根据要求10月底前将发行完毕，后期有利于局部层面的财政发力，并对社融形成支撑。

图 49 全国财政收支增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 50 公共财政赤字



数据来源：Wind、方正中期研究院

表 8 当月财政收入分项情况

2022-08	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政收入	13062	5.6%	-4.1%
中央财政收入	6175	6.3%	-2.6%
地方本级财政收入	6887	4.9%	-5.5%
税收收入	10582	0.6%	-8.3%
:国内增值税	4626	5.7%	-21.2%
:国内消费税	1306	5.2%	3.3%
:进口环节增值税和消费税	1684	6.0%	4.5%
:外贸企业出口退税	-1246	-3.8%	19.7%
:企业所得税	684	-3.0%	0.1%
:个人所得税	1146	8.8%	10.2%
:资源税	237	28.1%	35.0%
:城市维护建设税	396	3.9%	-7.5%
:房产税	63	-8.7%	0.3%
:关税	240	0.4%	-3.7%
:契税	486	-31.0%	-30.2%
:车辆购置税	199	-24.6%	-35.5%
:土地增值税	311	-18.8%	-20.4%
:城镇土地使用税	36	-18.2%	-6.8%
:耕地占用税	48	-7.7%	4.8%
:环境保护税	3	50.0%	2050.0%
:印花税	266	-37.0%	2.5%
:其他税收	2480	-13.2%	43.1%
非税收入	4194	93.6%	-768.8%

数据来源：Wind、方正中期研究院

表 9 当月财政支出分项情况

2022-08	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政支出	18426	5.6%	9.9%
中央本级财政支出	2690	4.5%	4.9%
地方财政支出	15736	5.8%	10.9%
:教育	2567	11.4%	8.7%
:科学技术	641	21.6%	48.5%
:文化体育与传媒	288	-3.0%	-1.6%
:社会保障和就业	2543	17.0%	24.2%
:医疗卫生与计划生育	1480	11.6%	16.7%
:节能环保	341	-15.4%	-2.2%
:城乡社区事务	1248	-9.6%	7.4%
:农林水事务	1794	-8.2%	-4.4%
:交通运输	835	-2.1%	24.8%
:债务付息	1099	16.2%	-10.9%

数据来源：Wind、方正中期研究院

第四部分 人民币加速贬值 9月数据或继续改善

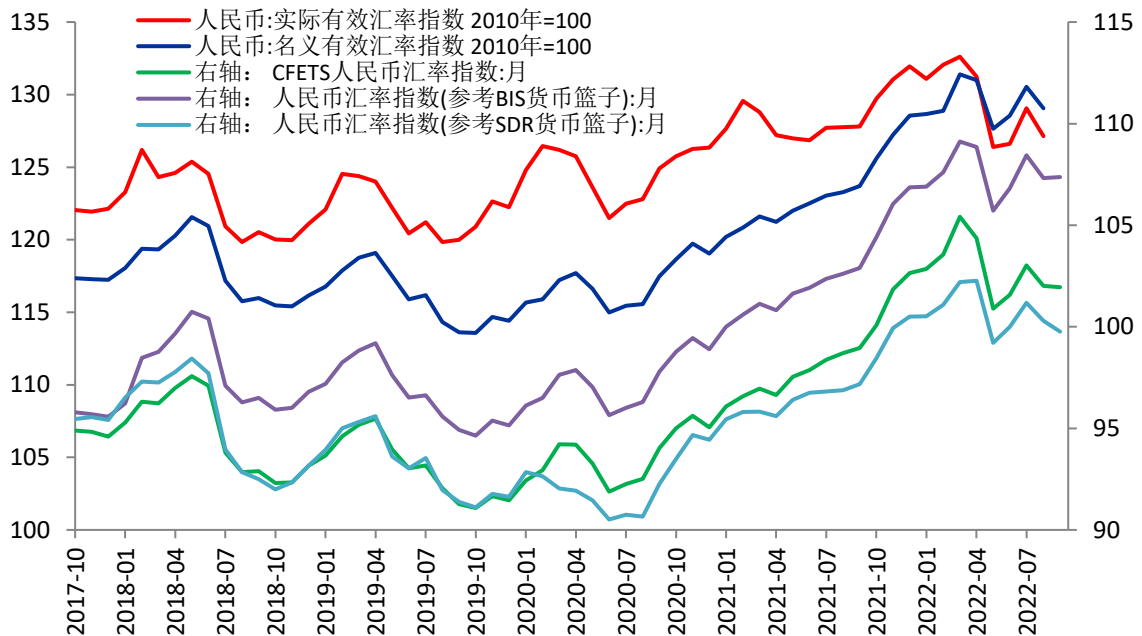
人民币汇率持续下行的趋势贯穿9月全月，尤其是下旬受到美联储加息影响程度扩大。美元指数高企、中美利差下行都是汇率走弱的直接因素。央行降低外币准备金率、提升远期外汇保证金率延缓汇率走弱步伐，但难以改变汇率走弱趋势。美联储加息步伐实质放慢之前，贬值趋势可能将会延续，并对国内风险资产带来持续利空影响。长期来看，外需走弱、贸易顺差回落的潜在利空影响也不容忽视。人民币跌穿7.2之后，关注央行是否有新的稳汇率举措，尤其是调控中间价。目前疫情继续好转，且对经济系统影响仍有限，我们的基准假设仍为，不会出现类似二季度的疫情对经济产生系统性影响的情况。天气对经济冲击减弱之后，9月经济总体仍有改善空间。且房地产销售有加速苗头，对投资的利好影响值得关注。

一、美联储政策超预期 人民币加速贬值

9月以来情况显示，主要人民币汇率指数均继续走弱，人民币相对美元汇率大幅下行。从CFETS篮子

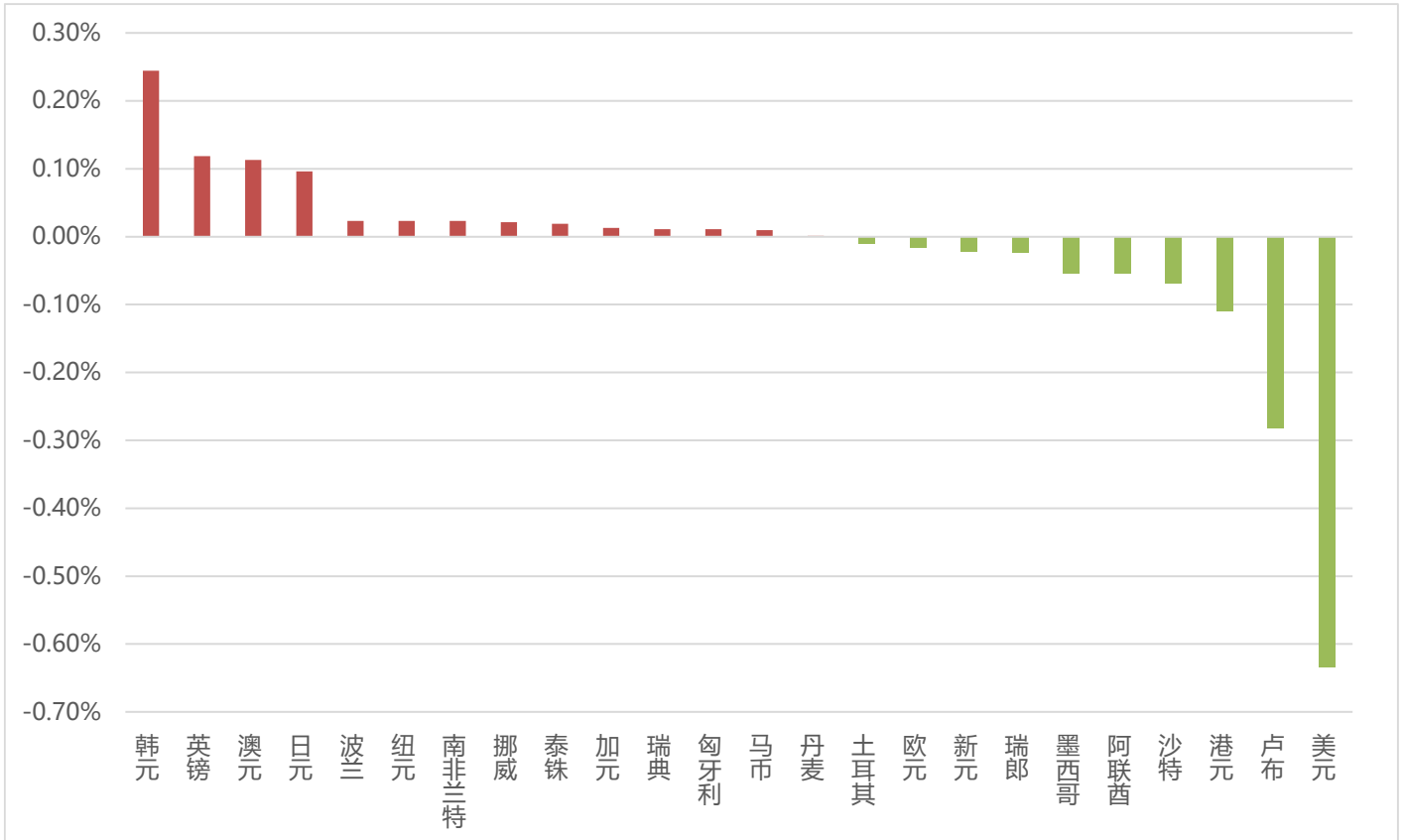
来看，人民币相对主要货币多数贬值，其中对美元、卢布、港币、沙特第纳尔、阿联酋迪拉姆贬值对汇率影响最大，尤其是兑美元贬值拖累人民币汇率指数下跌 0.63%。相对韩元、英镑、澳元、日元、波兰兹罗提则有所升值。从趋势上看，人民币相对美元全月持续走弱，尤其是 9 月 20 日之后，受到美联储议息会议鹰派程度超预期影响，跌势明显加速。从外汇流动性上看，8 月银行代客结售汇、涉外收付款流入程度明显扩大，新增外币贷款负增长略有收窄，外汇占款降幅收窄但变动较小，排除币值因素的外汇储备出现负增长。从基本面来看，在美国经济数据体现出更多韧性的情况下，中美经济预期差持续上行，成为引领人民币汇率走弱的重要因素。从利差角度看，中美短端利率和长端利率 9 月持续下行，也是导致人民币汇率贬值的重要压力。总体上看，8 月主要流动性指标在汇率走弱的情况下表现不一，部分甚至出现上升。人民币汇率持续下行的趋势贯穿 9 月全月，尤其是下旬受到美联储加息影响程度扩大。美元指数高企、中美利差下行都是汇率走弱的直接因素。央行降低外币准备金率、提升远期外汇保证金率延缓汇率走弱步伐，但难以改变汇率走弱趋势。美联储加息步伐实质放慢之前，贬值趋势可能将会延续，并对国内风险资产带来持续利空影响。长期来看，外需走弱、贸易顺差回落的潜在利空影响也不容忽视。人民币跌穿 7.2 之后，关注央行是否有新的稳汇率举措，尤其是调控中间价。

图 51 人民币汇率指数变动情况



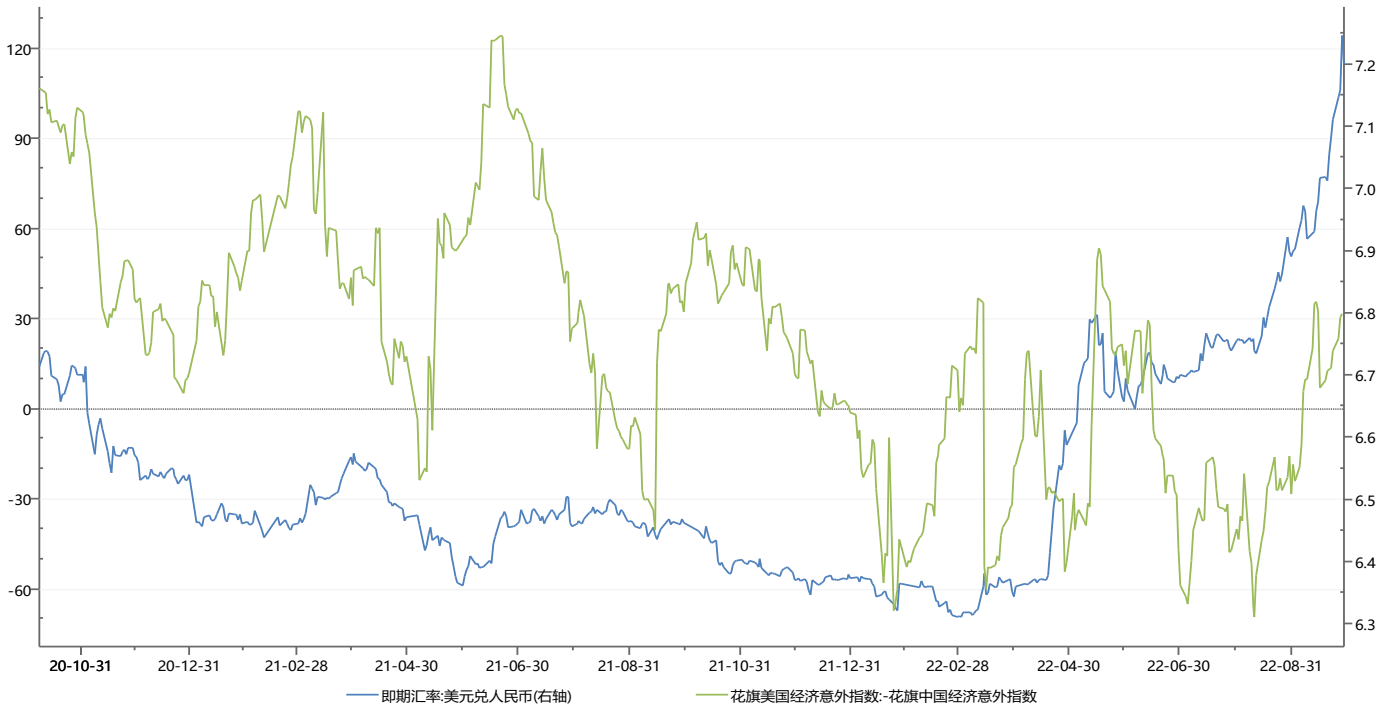
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 52 主要国家汇率对人民币指数的影响幅度



数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 53 中美宏观经济预期差比较



数据来源：Wind

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

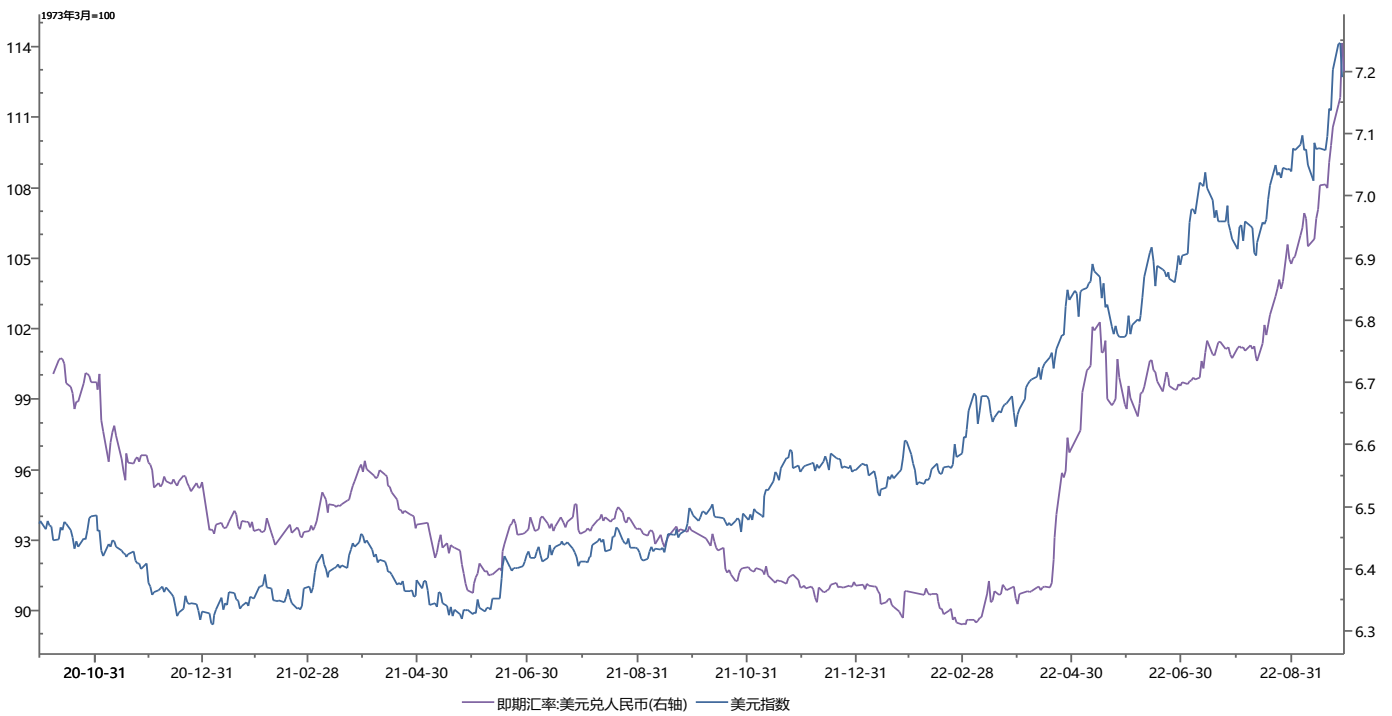
图 54 中美利差与汇率变动关系



数据来源: Wind

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

图 55 人民币汇率与美元指数关系



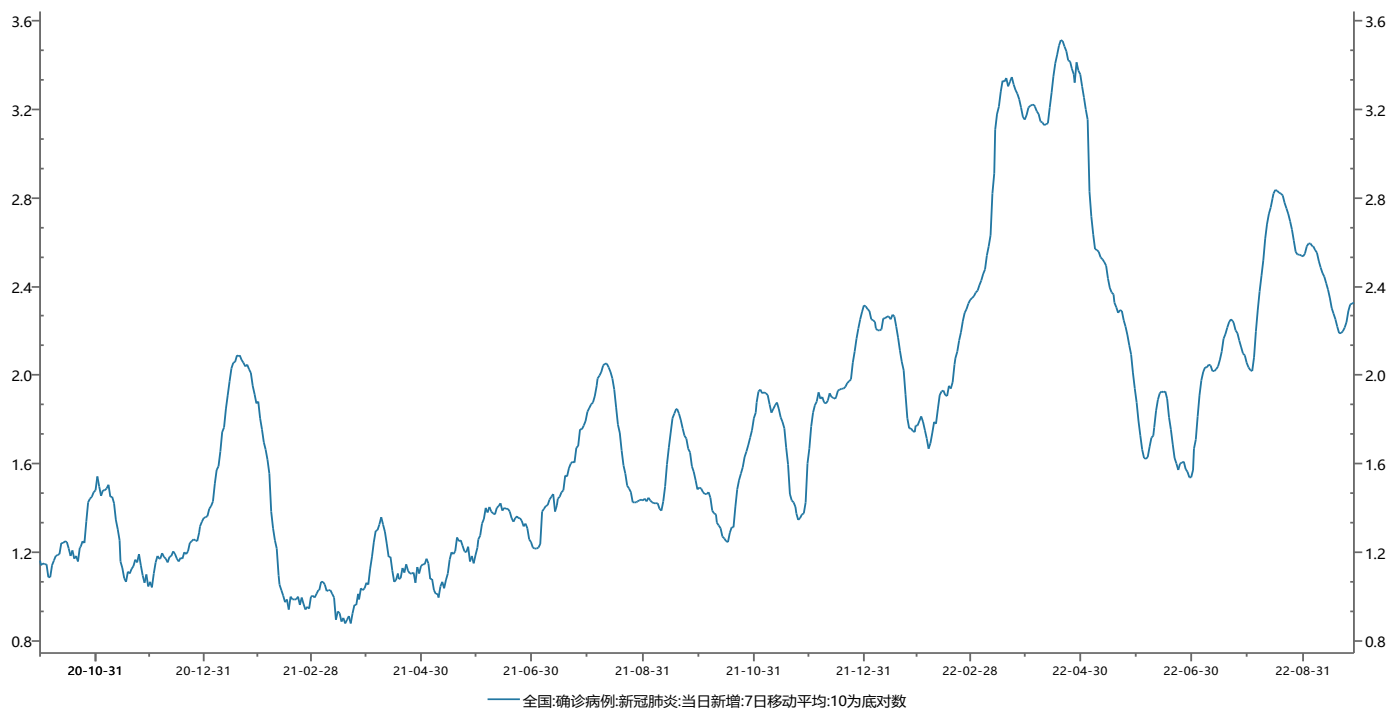
数据来源: Wind

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

二、9月天气、疫情影响结束 经济继续好转

7月开始的国内零星疫情，在8月底前达到顶峰，之后在9月持续好转，新增病例数不断下降。此前受到影响较大的服务业和交通行业影响前景减弱。但由于防疫措施尚未完全放开，因此短期仍有一定影响。尤其是在交通运输方面，9月北上广深平均拥堵延时指数等城市内部私人交通指标，和15城日均地铁客运量等公共交通指标，均明显弱于季节性。百度全国迁徙规模指数、国内航班执行数等城际交通情况指标也明显下行。人员流动受到影响，更多对第三产业就业和收入不利，但对产出和需求端影响有限。9月大宗消费数据中，汽车零售继续回落至5年均值附近，上海二手车交易量维持高位。房地产方面，销售改善仍集中在一线城市，并且有超季节性表现。10城口径下二线城市销量回升，30城口径下二线城市销量继续下降。三线城市房屋销量则略有增加。总体上看，目前疫情继续好转，且对经济系统影响仍有限，我们的基准假设仍为，不会出现类似第二季度的疫情对经济产生系统性影响的情况。天气对经济冲击减弱之后，9月经济总体仍有改善空间。且房地产销售有加速苗头，对投资的利好影响值得关注。

图 56 8月中后新增病例开始回落

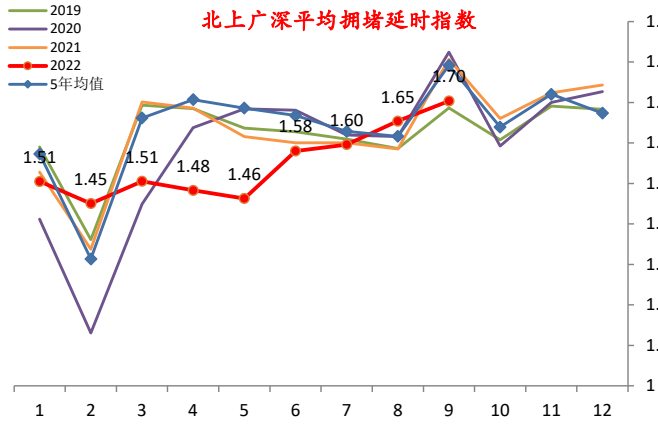


数据来源: Wind

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

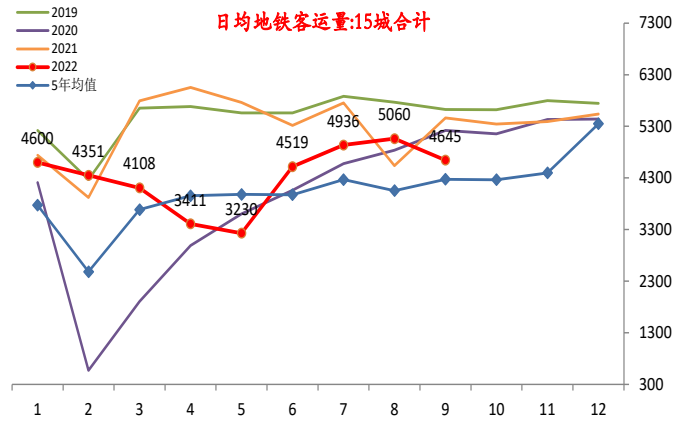
图 57 私人交通情况

图 58 公共交通情况



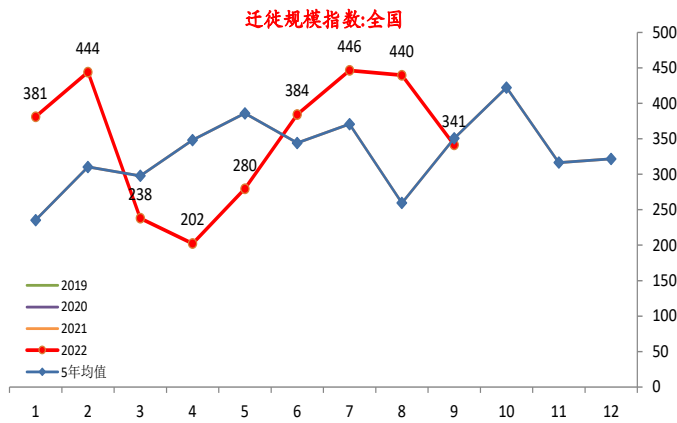
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 59 城际交通情况



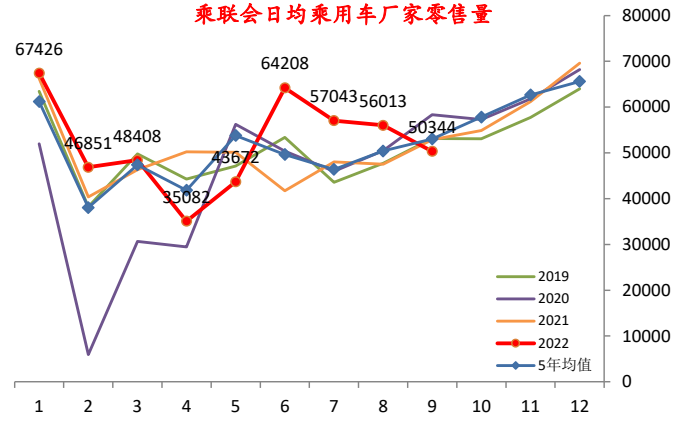
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 60 汽车零售情况



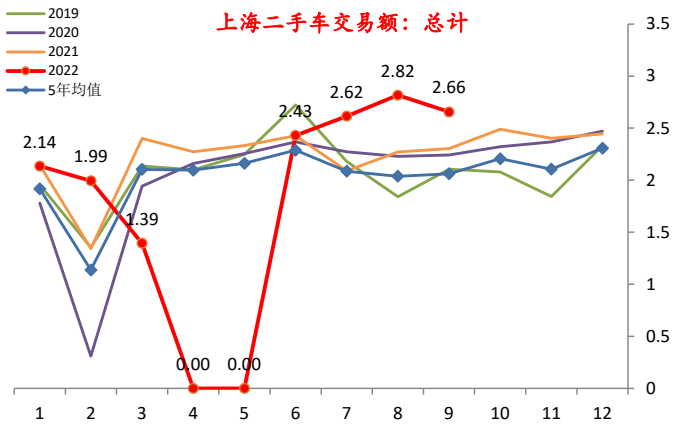
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 61 二手汽车交易情况



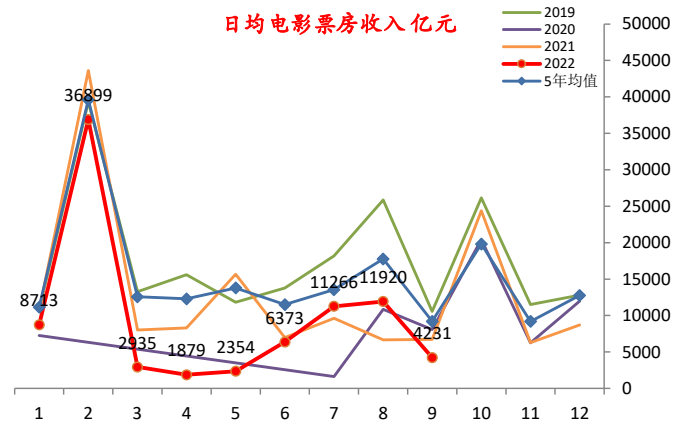
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 62 电影票房收入



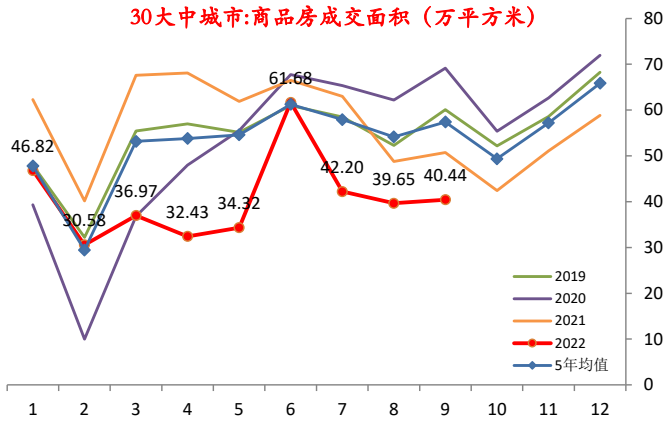
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 63 30 城房屋销售情况



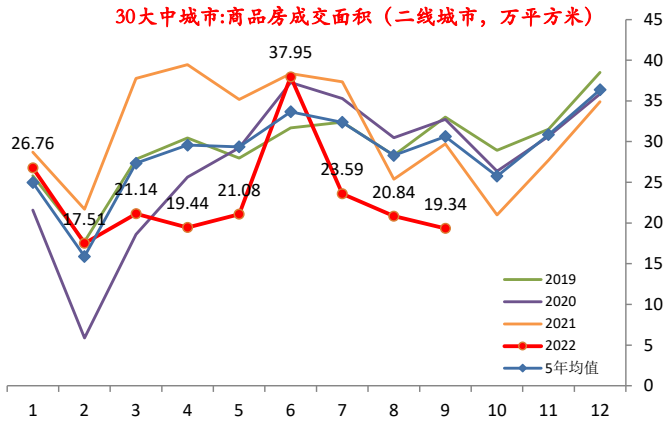
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 64 一线城市房屋销售面积

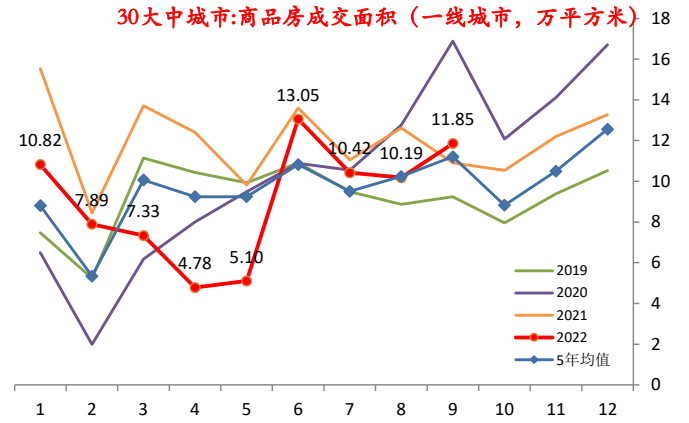


数据来源: Wind、方正中期研究院

图 65 二线城市房屋销售面积

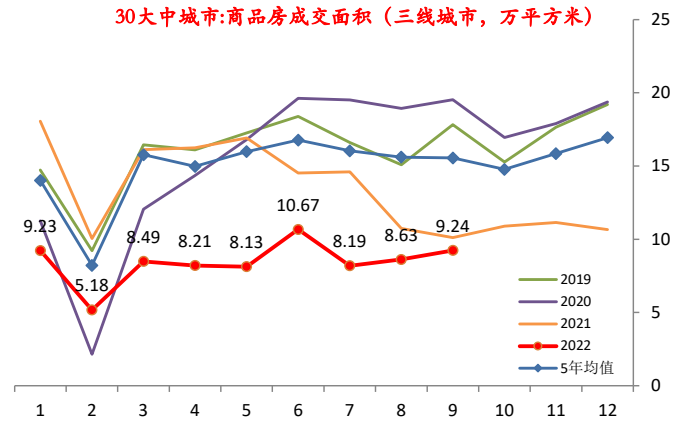


数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 66 三线城市房屋销售面积



数据来源: Wind、方正中期研究院

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510 室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路 58 号证大立方大厦 604 室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸广场 32 楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心 18 层 1807 室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、2306	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号新大新大厦 5 层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路 3-15 号耀中广场 B 座 35 层 07-09 室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路 429 号 1703	021-58991278
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦 B 座 12 层 8-9 号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号津塔写字楼 2908 室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心 T6 塔楼 13 层 1305 房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路 195 号上实中心 T6 号楼 10 层 1002 室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836

上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路 555 号 1105、1106 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 1107 室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号银亿外滩大厦 1706 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼 1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场(王府井 A 座 11 楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 21 楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限 责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。