

经济恢复的供需平衡性增强

——2020年1-10月宏观数据点评

宏观点评

核心观点：

10月五大经济供需指标（工业、服务业、出口、消费、投资）均持平或改善，且经济恢复过程中“生产快于需求、投资快于消费、地产快于其他投资、高技术产业快于其他产业”的不平衡状况明显改善，经济增长动能进一步增强。预计四季度经济将继续向潜在增速回归，全年GDP增长2.0%左右。

摘要：

- **工业增加值：上游原材料与装备制造业是供给端维持强劲主因。**10月份规模以上工业增加值同比增长6.9%，增速与9月份持平，但连续三个月高于去年同期值。其中，在扶持政策显效、下游需求回暖和大宗商品价格回升共振影响下，中游装备制造业增加值同比增长10.8%，快于工业3.9个百分点，上游采矿业和原材料制造业生产增速较上月也明显加快，两者是工业生产维持强劲的主因；同时出口延续高景气度，也对工业生产产生较强带动作用，如10月外企、私企增加值增速均维持在7%及以上高位。结构上，高技术制造业生产维持较快增长，1-10月增速高于同期制造业3.5个百分点，新旧动能转换仍在加快。
- **国内生产总值（GDP）：预计四季度增长6.0%左右，全年GDP约增长2.0%。**一是服务业恢复和居民收入回升支撑消费继续回升无悬念；二是投资稳定回升势头不变，将继续支撑经济向上恢复；三是受益全球经济继续复苏和国内生产端率先恢复，出口全年有望实现正增长。
- **消费：餐饮和汽车支撑消费继续改善，但未来回升力度仍不宜过度高估。**10月份国内社零总额同比增长4.3%，增速较上月提高1.0个百分点。其中，受益消费环境改善居民外出活动增多，餐饮收入增速由负转正，较上月提高3.7个百分点，仍是主要贡献之一；同时促消费政策显效叠加中秋国庆双节效应影响，汽车和多数日常消费品实现双位数增长，推动商品零售连续4个月正增长，也为消费回升提供重要支撑。但房地产相关消费维持低位，石油及制品类消费降幅还在10%，拖累不容小觑；且低收入群体消费（占社零比重或超过50%）恢复速度放缓，或是本月社零修增速仍低于市场预期的主因。预计在服务业回暖、低收入群体收入回升和促消费政策加码影响下，消费继续改善无悬念，但居民收入弱修复、房地产挤占效应犹存，消费回升力度仍不宜过度高估。
- **投资：稳定回升势头不变。**一是国内外需求恢复带动、新旧动能加速转换叠加政策显效，10月制造业投资增长3.7%，连续三个月正增长。预计在企业利润持续改善和政策扶持下，制造业投资增速降幅将继续收窄，但海外疫情二次爆发，制造业大幅改善空间受限。二是在低基数效应和到位资金改善的叠加影响下，10月基建投资重回上行通道。预计随着财政资金加快拨付使用，年内基建投资将延续回升态势，但财政资金分流和地方财政支出紧约束，其回升幅度

财信研究院

宏观团队

胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员

邮箱：huwenyan21@126.com

李沐

宏观经济研究中心 高级研究员

邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

不宜高估。三是年内房地产投资增速处于“爬坡见顶”、稳中趋缓阶段，全年增速低于去年水平。二季度以来房地产市场量价齐升，预计未来在房地产政策边际收紧、房企融资“三道红线”、市场流动性边际趋紧的背景下，房地产投资增速将继续边际趋缓。

- **政策展望：“降准降息”难现，财政重在提质增效。**随着经济增长势头进一步巩固，国内经济“爬坡”与政策“退坡”已步入交接期。预计货币政策将维持“紧平衡”，边际收紧的概率大于放松，降息降准均难现，结构性政策担重任，更强调资金精准直达实体经济。财政方面，财政发力空间充足，重点在于提高资金使用效率、加快形成实物工作量。预计随着中央预算内投资、专项债券等资金陆续投入使用，项目开工和资金到位情况将持续好转，四季度财政支出有望保持双位数增长。

目 录

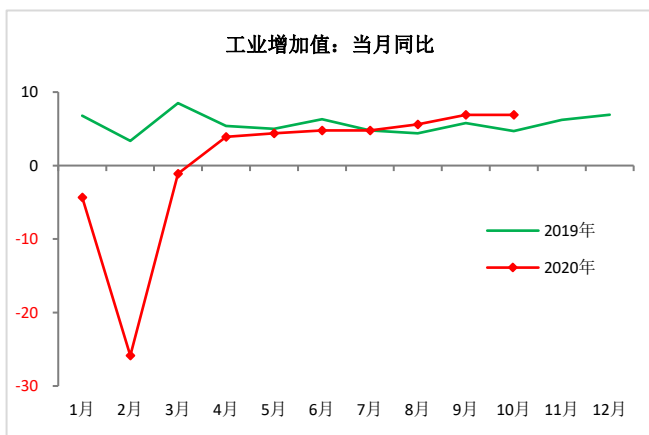
一、工业增加值：上游原材料与装备制造业是供给端维持强劲主因	4
二、国内生产总值（GDP）：预计四季度增长 6.0%左右，全年约增长 2.0%.....	5
三、消费：修复速度继续加快，但回升力度不宜过度高估	7
（一）餐饮和汽车等支撑消费继续改善，低收入群体消费则有所放缓	7
（二）消费继续修复无悬念，但回升力度仍不宜过度高估	8
四、投资：稳定回升势头不变	8
（一）需求恢复带动叠加政策显效，制造业投资稳步修复	9
（二）低基数叠加财政支出加快，基建重回上行通道	10
（三）房地产投资增速处于“爬坡见顶”、稳中趋缓阶段.....	11

正文:

一、工业增加值：上游原材料与装备制造业是供给端维持强劲主因

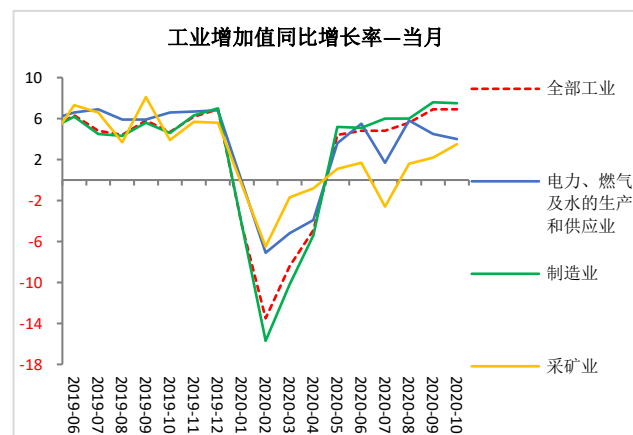
1-10月份规模以上工业增加值同比增长1.8%，较1-9月份提高0.6个百分点，较去年同期降低3.8个百分点。其中，10月当月增长6.9%，增速与9月份持平，但连续三个月高于去年同期值（见图1），显示生产供给端增长势头强劲。

图1：工业生产增速连续三个月超过去年同期水平



资料来源：WIND，财信研究院

图2：制造业生产维持高位是支撑工业生产强劲主因



资料来源：WIND，财信研究院

注：2月份数据为1-2月累计增速

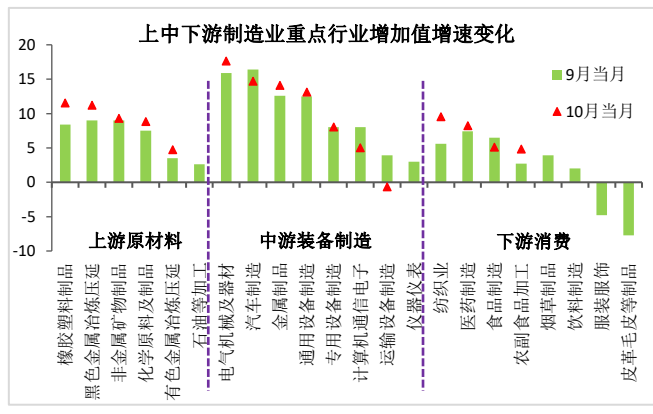
从三大门类看，制造业生产维持高位是主要贡献力量，上游采矿业生产也明显提速。如10月制造业增加值同比增长7.5%，增速虽较上月小幅回落0.1个百分点，但高于同期全部工业0.6个百分点（见图2），依旧是支撑工业生产保持强劲的主动力量；同时，受益大宗商品价格回升、利润回暖，上游采矿业增加值同比增长3.5%，较上月大幅提高1.3个百分点，向上修复速度也明显加快。但受地方政府优质项目储备不足，基建投资整体偏弱影响，电力燃气及水的生产与供应业增加值增速，较上月继续下降0.5个百分点至4%，连续两个月回落。

分制造业行业看，受益下游需求回暖与价格回升，中游装备制造和上游原材料生产数据均较为亮眼。根据统计局数据，10月规模以上中游装备制造业增加值同比增长10.8%，快于规模以上工业3.9个百分点；同期受益大宗商品价格回升，上游原材料制造行业生产增速也全面加快，如上游橡胶塑料制品、黑色/有色金属冶炼压延、化学原料及制品增加值增速均较上月提高1个百分点以上（见图3）。相比之下，下游消费品行业增加值增速涨跌不一，呈现出前期增长较快行业增速回落，前期修复偏慢行业生产则明显提速特征，如医药和食品制造业增速均较上月回落，纺织业、农副食品加工业增速则低位明显回升（见图3）。

高技术制造业生产维持较快增长，发展新动能持续增强。如1-10月份高技术制造业增加值增长5.9%（见图4），增速与1-9月份持平，快于同期制造业3.5个百分点，国内新旧动能转换继续加快。但从边际变化看，10月当月高技术制造业增速有所放缓，较

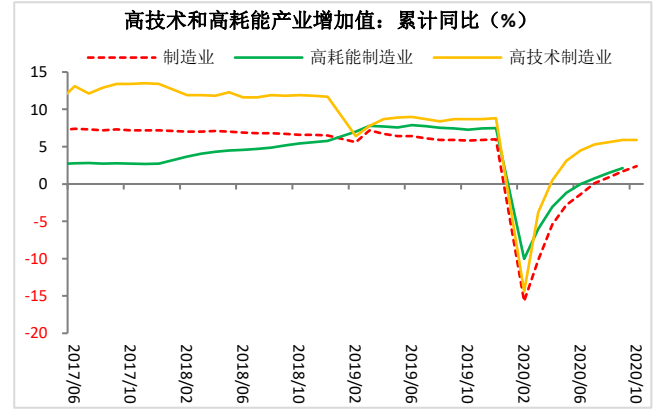
上月回落 1.5 个百分点至 6.3%，主因在于计算机、通信及其他电子设备制造业增加值增速较上月回落 3 个百分点。当前国内高技术制造业利润占制造业总利润的比重仍不足两成，为对冲疫情影响，预计在政策支持下“新老基建”将继续协同发力，高技术与传统制造业生产均有望保持较高增速。

图 3：上游制造业行业生产多数明显加快



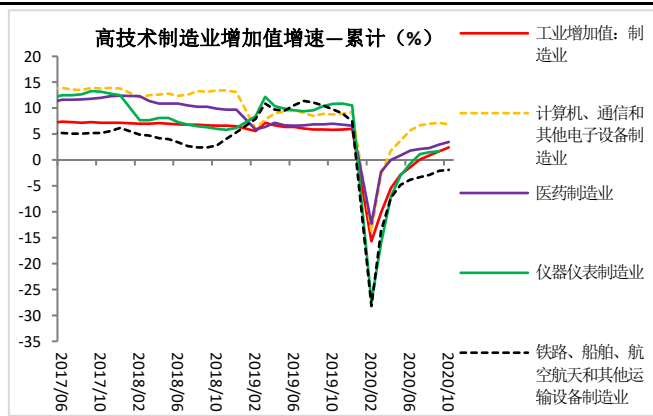
资料来源：WIND，财信研究院

图 4：高技术制造业生产继续领跑



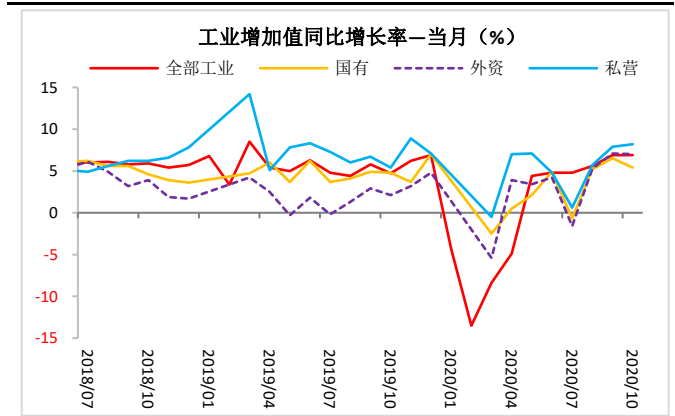
资料来源：WIND，财信研究院

图 5：高技术制造业行业增加值增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：国企、外资和民营企业增加值增速



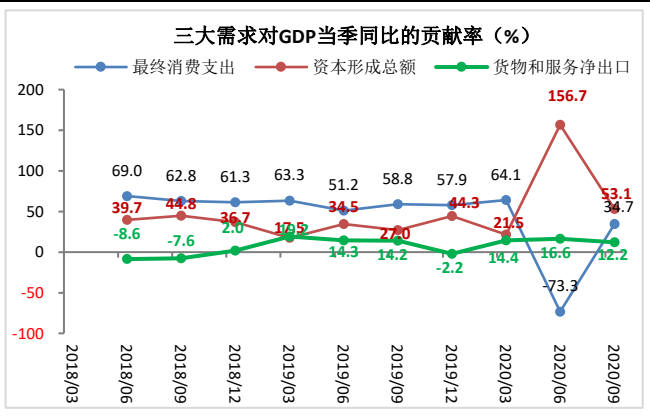
资料来源：WIND，财信研究院

从企业登记注册类型看，出口延续高景气支撑外企、私企生产维持高位。10 月份，私企、外企和国企增加值分别增长 8.2%、7.0%和 5.4%，增速较上月分别提高 0.3、降低 0.1 和降低 1.1 个百分点。其中，外企和私企增加值增速依旧维持在 7%及以上高位，或源于海外经济体在疫情冲击下生产供应恢复偏慢，对我国出口需求尤其是防疫物资需求增加，推动出口延续高景气度。如 10 月份出口同比增长 11.4%，增速较上月提高 1.5 个百分点，民营企业占出口的比重，较上月提高 0.2 个百分点至 55.4%。国企生产回落，大概率源于电力、燃气及水的生产和供应等基建生产放缓的拖累，但大宗商品价格回升、财政资金投放提速，未来国企生产增速有望回升。

二、国内生产总值（GDP）：预计四季度增长 6.0%左右，全年约增长 2.0%

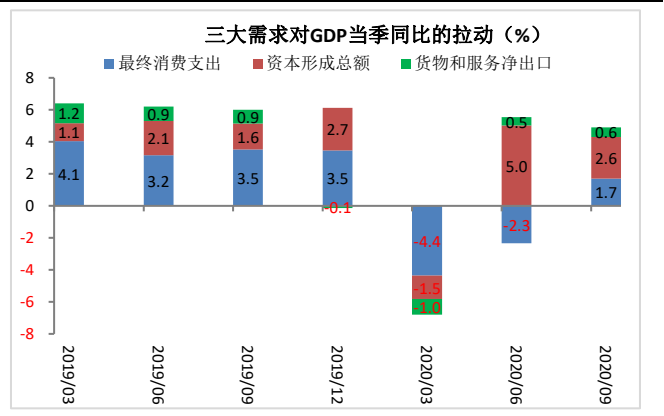
三季度 GDP 同比增长 4.9%，高于二季度 1.7 个百分点，经济呈现稳定恢复增长态势。从边际变化看，三驾马车中，经济复苏动能逐步由投资拉动切换至消费驱动，出口对经济的支撑也偏强。根据统计局数据，三季度当季，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别拉动 GDP 增长 1.7、2.6 和 0.6 个百分点，分别较二季度提高 4 个百分点、降低 2.4 个百分点和提高 0.1 个百分点(见图 8)，消费支出的贡献明显提升。受新冠肺炎疫情冲击，需求端尤其是消费受到的影响较大，一二季度对 GDP 的拉动点数持续为负，但随着居民生活加快恢复，最终消费支出的贡献逐季改善、明显提升，同期资本形成总额的贡献则随之回落。

图 7: 三大需求对 GDP 当季同比的贡献率 (%)



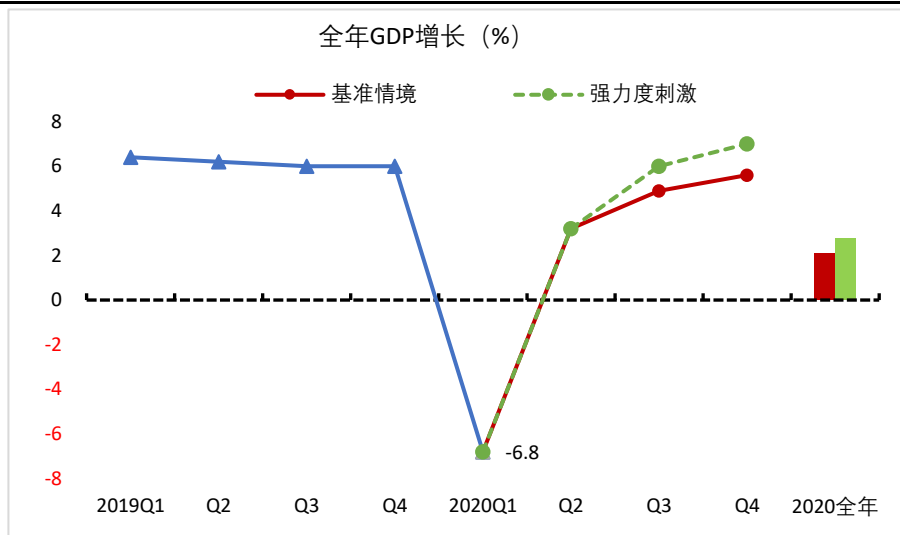
资料来源: WIND, 财信研究院

图 8: 三大需求对 GDP 当季同比的拉动 (%)



资料来源: WIND, 财信研究院

图 9: 2020 年 GDP 增速将呈“前低后高”走势



资料来源: WIND, 财信研究院

随着政策更加注重精准导向和向需求端倾斜，预计四季度经济继续向潜在增速回归，全年 GDP 约增长 2.0%。一是投资将继续支撑经济向上恢复。其中，基建投资受益于财政资金加快使用和专项债项目用途调整完毕，四季度将继续延续回升态势；房地产投资在政策调控趋严、房企融资“三道红线”、市场流动性边际趋紧的背景下，增速将稳中趋缓，全年增速低于去年水平；制造业投资增速在国内外需求恢复、政策扶持、企业盈利改善等多因素共同支撑下，降幅将继续收窄，但海外疫情不确定性和企业利润持续负

增长将制约其回升幅度。二是促消费政策显效，叠加国内经济特别是服务业加快恢复，消费继续回升无悬念，但疫情未退、居民收入增长偏慢、房地产对消费的挤占犹存，对消费回升力度仍不宜过度高估。三是出口受益于全球经济继续复苏和国内生产端率先恢复，四季度有望继续维持高增长，全年有望实现正增长，但全球疫情会增加其不确定性。

综上，在当前已出台政策的基准情境下，2020年GDP增长2.0%左右（见图9）。

三、消费：修复速度继续加快，但回升力度不宜过度高估

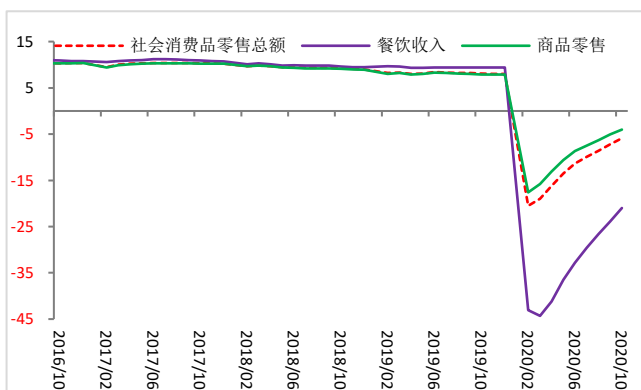
（一）餐饮和汽车等支撑消费继续改善，低收入群体消费则有所放缓

1-10月社会消费品零售总额（简称社零，下同）为31.2万亿元，同比下降5.9%，降幅较1-9月收窄1.3个百分点，较去年同期低14个百分点（见图10）。其中，10月社零同比增长4.3%，增速较上月提高1.0个百分点，消费修复速度继续稳步加快。具体看：

受益消费环境改善居民外出活动增多，餐饮收入增速由负转正仍是主要贡献之一。如10月份国内餐饮收入增速由负转正，增长0.8%，较9月提高3.7个百分点，改善幅度高于全部社零2.7个百分点。在社零总额中，餐饮收入的比重约10%左右，年内受疫情因素影响，其波动幅度加大，成为影响社零变动的主要因素之一。

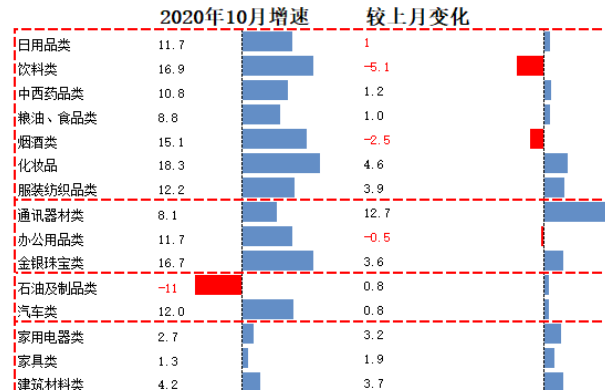
促消费政策显效叠加中秋国庆双节效应影响，汽车和多数日常消费品实现双位数增长，推动商品零售连续4个月正增长，也为消费回升提供重要支撑。如从限额以上商品零售分项看（见图11），受益促消费政策加码，10月汽车零售额同比增长12.0%，连续四个月双位数增长，是商品零售持续改善的最大支撑力量（汽车消费在商品零售中的比重约30%）；同时居民收入改善、各地政府加大消费政策刺激力度，叠加中秋国庆双节效应的带动，化妆品、金银珠宝、纺织服装、日用品、中西药品等8项日常消费品也均实现双位数增长，对消费的提振作用亦较为突出。其他分项中，家具、建筑材料等房地产相关消费延续低迷，维持低位增长；受价格因素拖累，石油及制品类消费降幅还在10%以上，两者仍为消费最大拖累项。

图 10：社会消费品零售总额及其两大分项累计增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 11：10月份限额以上商品零售细项增速及变化



资料来源：WIND，财信研究院

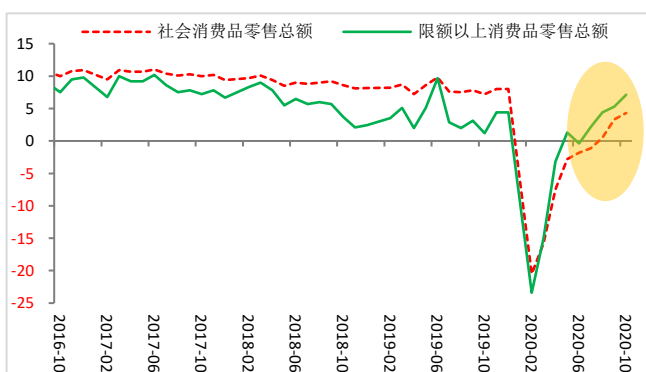
但低收入群体消费恢复速度放缓，或是本月消费修复速度低于市场预期的主因。10

月份限额以上消费品零售总额增速为 7.1%，高于同期社零增速 2.8 个百分点，两者增速差较上月扩大 0.8 个百分点（见图 12），表明代表低收入群体消费的限额以下消费恢复速度或有所放缓。这大概率也是本月消费修复速度低于市场预期（5% 以上）的主因，因为限额以下商品零售占社零的比重高达 55%（2019 年值）。但三季度低收入群体收入回升提速，十四五规划建议稿强调扩大中等收入群体，预计未来政府将大幅增加转移支付力度，低收入群体消费潜能有望得到释放。

（二）消费继续修复无悬念，但回升力度仍不宜过度高估

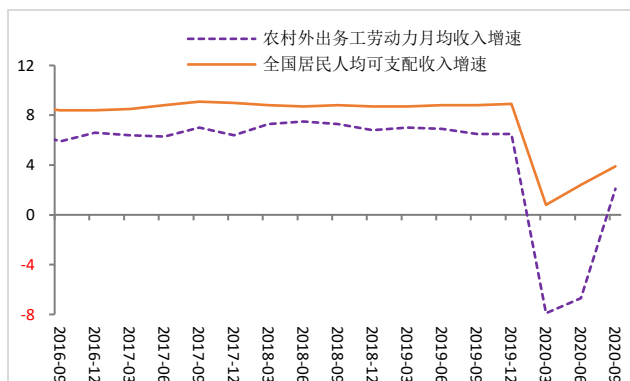
展望未来，消费继续加快恢复无悬念，预计四季度增速有望回升至 5% 左右，但全年增速仍难以转正，预计增长 -4% 左右。一是国内经济特别是服务业有望加快恢复，将带动服务类消费回暖，对社零消费形成有力支撑；二是受益就业市场好转和政府加大转移支付力度，低收入群体收入回升提速，对消费的提振作用突出，如三季度农村外出务工劳动力月收入增速较二季度大幅提高 8.8 个百分点，增幅高于同期全国居民人均可支配收入 7.3 个百分点（见图 13）；三是为形成强大国内市场，构建国内国际双循环新发展格局，宏观政策已逐渐向需求端倾斜，随着全面促消费政策落地显效，消费持续改善可期；四是疫情冲击严重且国内宏观对冲政策较为克制，居民收入整体改善力度有限，叠加房地产销售维持高位对消费的挤占效应犹存，消费回升高度仍不宜过度高估。

图 12：限额以上消费增速与全部社零增速差扩大



资料来源：WIND，财信研究院

图 13：农村外出务工劳动力收入回升明显提速



资料来源：WIND，财信研究院

四、投资·稳定回升势头不变

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1370



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn