

经济结构改善，消费贡献提升

——联合宏观信用观察季报（2020年9月）

联合资信、联合评级宏观研究部

摘要：

- 2020年前三季度，各地区各部门科学统筹疫情防控和经济社会发展，生产生活秩序逐步好转，经济运行稳步恢复，经济增长由负转正。从三大产业看，三大产业累计增速全部转正，且三季度第三产业修复快于第二产业。从三大需求看，虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度改善，内生增长动力加强。
- 四季度经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济拉动作用进一步加强，投资对经济的拉动作用延续三季度的下行，但投资内部结构优化、制造业投资贡献提升。四季度经济增长最大的风险是冬季疫情的反复，如果疫情出现大范围的爆发，会对经济恢复进程造成影响，甚至打断经济恢复的进程。
- 区域方面，三季度，各地统筹推进疫情防控和经济社会发展各项政策措施取得明显成效，生产生活有序恢复，全国各个省区经济均有明显的恢复。行业方面，三季度上下游多数行业需求上升，带动生产、价格较上半年回升，其中下游行业上涨较为明显，与三季度消费修复加速相一致。
- 2020年以来的积极的财政政策和宽松的货币政策效果显著。预计四季度货币政策将保持稳健的总基调，货币政策转为常规化，但并不会过度收紧。财政政策方面，财政政策更加积极有为，或将从提升效率出发，对实体经济进行支持。

风险提示：冬季疫情超预期爆发

一、经济结构改善，消费贡献提升

2020 年前三季度，各地区各部门科学统筹疫情防控和经济社会发展，生产生活秩序逐步好转，经济运行稳步恢复，经济增长由负转正。前三季度，GDP 同比增长 0.7%，上半年为下降 1.6%，累计增速年内首次实现由负转正；三季度当季 GDP 同比增长 4.9%，虽然低于市场预期，但结构出现改善，消费贡献上升，经济内生动力增强。

从三大产业看，三大产业累计增速全部转正，且三季度第三产业修复快于第二产业。2020 年三季度，第二产业增加值当季增速从第二季度的 4.7% 回升 1.3 个百分点至 6.0%，累计增速反弹至 0.9%；第三产业增加值当季增速从第二季度的 1.9% 回升 2.4 个百分点至 4.3%，累计增速反弹至 0.4%。三季度第三产业增速升幅最大，主因我国疫情持续受控，居民信心恢复，线下消费、服务消费加速回暖。从三大需求看，三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由第二季度的 -2.35% 回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由第二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由第二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度改善，内生增长动力加强。预计四季度，经济增长结构延续改善趋势，消费对经济的拉动作用有望进一步加强；基建和房地产投资对经济拉动作用下降，制造业投资对经济拉动作用较三季度上升，综合来看，四季度固定投资对经济拉动作用或将延续第三季度的下行。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得波动减小。持续改善的就业环境以及实现正增长的居民收入增速，疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力加强。8、9 月制造业投资单月增速超市场预期，四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工、施工面积增速转负以及销售增速从高位回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全

年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也处于逐步恢复的状态。出口替代方面，根据我们计算的全球11个主要国家贸易额度来看，自疫情上升以来截止到8月，我国出口份额并未出现明显的变化，出口替代效应短期内依然存在。因此综合来看，四季度出口有望继续保持较强的韧性。进口方面，预计四季度进口增速大概率由9月高位回落，但四季度整体进口增速有望较三季度继续回升。

综合来看，四季度经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济拉动作用进一步加强，投资对经济的拉动作用延续三季度的下行，但投资内部结构优化、制造业投资贡献提升。四季度经济增长最大的风险是冬季疫情的反复，如果疫情出现大范围的爆发，会对经济恢复进行造成影响，甚至打断经济恢复的进程。

二、前三季度宏观经济运行回顾

1. 制造业持续恢复，小企业重回扩张区间

制造业PMI指数经历了2月断崖式下降、3月“V”形反转后，后期一直处于温和回暖的状态，与二季度相比，三季度制造业景气较二季度有所提高，且供需缺口较二季度收窄，生产修复快于需求的趋势有所改善。

具体看，9月制造业PMI较上月上涨0.5个百分点至51.5%，已连续第7个月处于扩张区间，处于2018年3季度以来高位。在调查的21个行业中，有17个行业PMI位于临界点以上，制造业景气面较上月有所扩大。分项来看，9月制造业PMI呈现供需两端同步回升，且需求修复再度加速的特点，验证我们在月报“供需分化继续收敛”的结论。具体看，随着供需持续恢复和传统生产旺季的来临，企业采购意愿增强，市场活跃度有所提升，9月生产指数和新订单指数为54.0%和52.8%（6月分别为53.9%和51.4%），分别高于上月0.5和0.8个百分点，需求端改善幅度连续第二个月好于生产端。从外需看，随着一系列稳外贸政策不断落地生效，加之国际市场需求局部回暖，制造业出口进一步改善，9月新出口订单指数为50.8%，高于

上月 1.7 个百分点，今年以来首次升至荣枯线以上，与中国出口集装箱运价指数（CCFI）大幅反弹并创新高相互验证。

从价格端来看，9 月原材料购进价格指数继续小幅回升，而产成品价格有所回落。9 月主要原材料购进价格较 8 月回升 0.2 个百分点至 58.5%，连续回升，但产品端出厂价格较 8 月回落 0.7 个百分点至 52.5%，二者出现背离。一方面，部分重点行业原材料和产成品价格表现不一，如占制造业 PMI 中比重较大的黑色冶金业，原材料是煤炭，废钢等，产成品是螺纹钢等，9 月螺纹钢价格有所下跌，但其原材料中动力煤价格涨幅较大；另一方面，8 月产成品回升幅度明显大于原材料回升幅度，对 9 月变动略有透支，也导致 9 月产成品价格不及原材料价格。二者在历史上偶尔会出现背离，但趋势基本一致，因为二者的走势直接影响企业盈利，后续应该持续关注二者背离情况。

分企业类型看，9 月小型企业 PMI 重返荣枯线以上。大、中、小型企业 PMI 分别为 52.5%，50.7% 和 50.1%，其中小型企业 PMI 6 月份以来首次升至荣枯线以上，景气回升既有制造业传统生产旺季到来的利好，也得益于一系列针对小微企业的纾困帮扶政策，同时部分小型企业退出市场也提高了剩余企业的生产需求。

图 1：生产需求缺口继续收窄

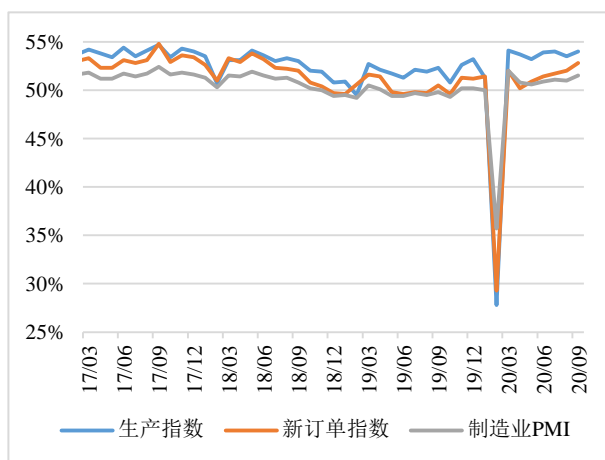
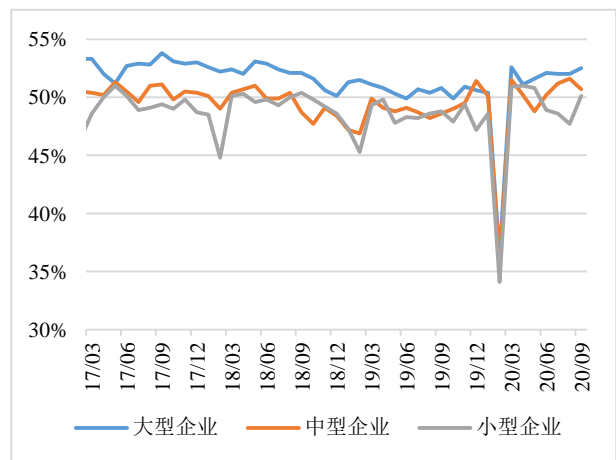


图 2：小型企业重回扩张区间



数据来源：Wind，联合资信整理

2. 复工水平不断提升，工业生产逐季回升

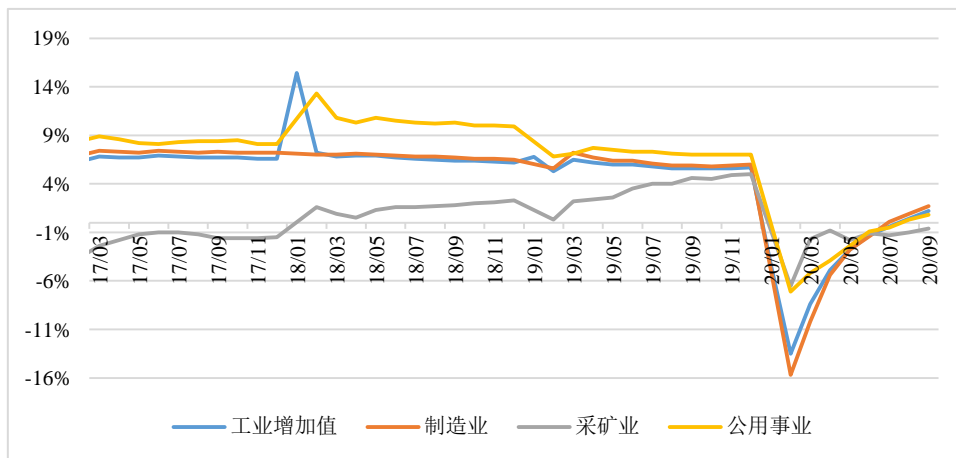
三季度工业企业复工水平不断提高，生产经营状况持续改善，增长动力不断加强，工业经济稳步恢复。截至 9 月下旬，有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。工业生产逐季回升，1-9 月，规模以上工业增加值同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%，呈逐季回升态势。

从行业和产品角度看，1-9 月份，41 个大类行业中，20 个行业增加值同比实现增长，比上半年增加 11 个；612 种工业产品中，283 种产品同比实现增长，比上半年增加 79 种。从三大行业看，制造业回升明显，增速领涨三大行业，支撑工业生产稳步恢复：1-9 月份，采矿业增加值同比下降 0.6%，降幅较上半年收窄 0.5 个百分点，制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业分别增长 1.7%、0.8%，上半年分别为下降 1.4%、0.9%。

具体看 9 月工业增加值增长 6.9%，较 8 月回升 1.3 个百分点，超出市场预期值。分行业看，与出口相关的产业链条回升较快，其中通用设备工业增加值增速较 8 月上升 1.6 个百分点至 12.5%，而受海内外需求推动医药制造业工业增加值增速较 8 月回升 3.1 个百分点至 7.4%，纺织业上升 2.3 个百分点至 5.6%。汽车制造业受国内销售火热带动，9 月工业增加值增速较 8 月回升 1.8 个百分点至 16.4%，支撑工业增加值增速的回升，与汽车行业投资回升加速相一致，反映了汽车行业在需求的带动下，生产也进一步提升。

四季度工业增加值将延续修复趋势。后期工业生产增速速度主要依赖于需求端，消费在 8、9 月显示加速迹象，疫情对消费的压制作用在逐步消退，四季度消费保持继续向好趋势；出口方面，短期韧性犹存，支撑工业生产继续恢复。

图 3：工业增加值当月同比增速

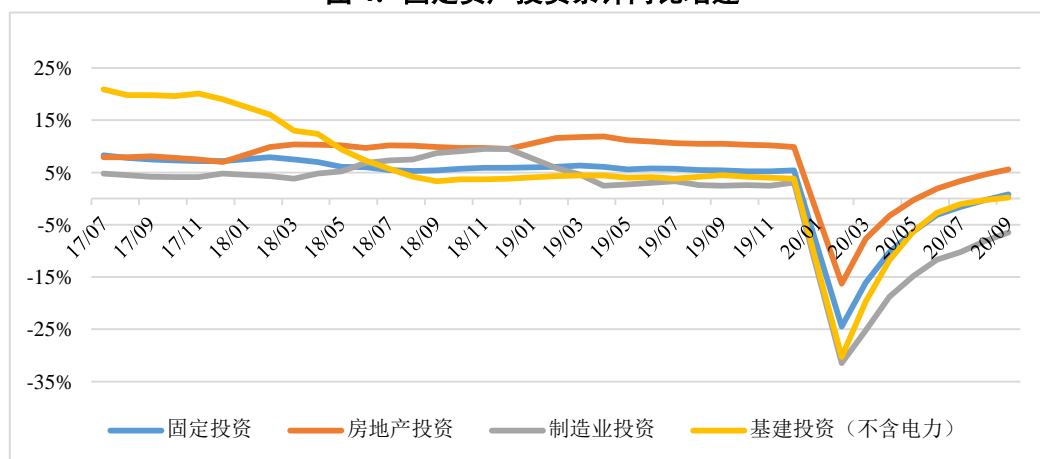


数据来源：Wind，联合资信整理

3. 固定资产投资增速转正，制造业投资增速加快

前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1-8 月份、上半年和一季度投资分别下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，上半年同比下降 11.7%；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年同比增长 1.9%。

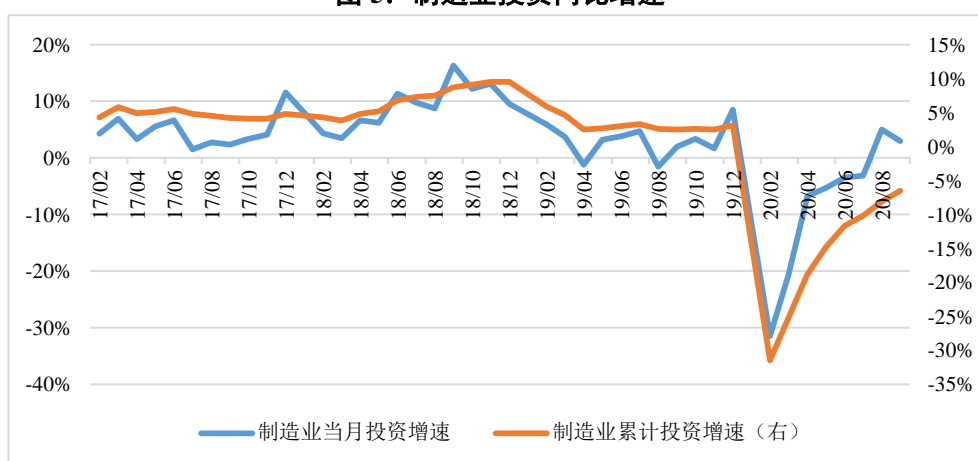
图 4：固定资产投资累计同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

制造业投资延续较高修复速度。虽然前三季度，固定投资依然呈现房地产投资领涨、制造业投资恢复滞后的特点，但从当月数据看，8、9月制造业投资显示加速迹象。9月当月制造业投资增速回落2个百分点至3%，主因上月的低基数效应消失。从行业角度看，医药制造、黑色金属冶炼以及计算机通信电子设备行业是对8、9月制造业投资贡献最大的三个行业，其中，电子和医药制造业行业的快速恢复得益于国内外需求的共振，黑色金属冶炼行业需求则来源于国内房地产和基建行业带动。另外9月汽车行业投资同比增速大幅跳升16.2个百分点至1.5%，年内首次实现正增长，是9月制造业投资的亮点之一，后期可能是带动制造业投资增速的一大支撑点。若制造业全年增速为0的话，四季度制造业投资同比增速须得达到15.7%，从历史数据以及上述支撑行业分析看该增速难以达到。因此，综合来看，四季度制造业单月投资依然有望保持正增长，但8月制造业投资单月增速或已经是2020年最高增速，全年累计增速难以转正。

图 5：制造业投资同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

房地产投资维持较高增速，但先行指标出现负增长。二季度以来，房地产投资增速呈逐月走高的趋势，

9月房地产投资同比增长12%，较8月加快0.3个百分点。9月投资维持较高增速，但先行指标转负，新开工以及施工增速首次转跌：9月当月房屋新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-2.0%（前值为2.4%）、-4.6%（前值为13.2%）、-17.7%（前值为-9.8%），其中新开工和施工的当月增速是三季度以来首次转跌。9月销售增速也从高位回落，1-9月商品房销售面积累计同比-1.7%，较上半年大幅回升6.7个百分点；9月当月商品房销售面积、销售金额当月同比分别为7.3%、16.0%，较前值分别大幅回落6.4、11.1个百分点。7月以来房地产政策持续收紧，综合考虑房地产新开工、施工面积增速转跌以及销售增速从高位回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。

基建投资增速再次低于预期，需要调低四季度对基建增速的预期。前三季度，基建投资同比增长0.2%，累计增速年内首次转正；9月当月同比增长3.2%，较8月下滑0.7个百分点，增速再次低于预期。二季度以来，基建投资增速一直低于市场预期，一方面是地方政府专项债作为资本金的比例低于预期值，1-9月共计3000亿专项债用作基建资本金，规模占比在10%左右，远低于预期，或与专项债做资本金的门槛高、而地方缺少优质项目相关；另一方面，地方政府财力“吃紧”并降低了预算内基建相关支出，这导致政府债券配套资金减少，进而导致基建投资增速不及预期：1-8月一般预算中基建相关支出增速为-12.2%，这要明显低于总体的财政支出增速-2.1%的跌幅。预计四季度基建投资难有更出色表现：从资金方面看，截止9月共计发行3.37万亿专项债和一般政府债券9393亿元，2020年尚剩余407亿元一般债和1848亿元专项债券，其中专项债剩余规模将在10月发放完毕，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，需要下调对基建投资的预期。

4. 消费持续改善，季度增速由负转正

三季度消费增速由降转升，季度增速首次转正。前三季度，社会消费品零售总额同比下降7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。分季度看，三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，二季度为下降3.9%。前三季度消费三季度消费实现正增长，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

二季度以来，消费持续好转，9月消费修复斜率进一步倾斜。9月份，社会消费品零售总额同比名义增长3.3%，增速比8月份加快2.8个百分点，连续两个月同比正增长，月度增速连续七个月提高；汽车消费小幅下降，但依然保持两位数增长，显示了消费需求的旺盛。分类别看，9月限额以上的消费同比增长5.3%，

快于整体消费增速，验证高收入人群受疫情冲击较小恢复较快的推论。从商品结构看，可选消费及必选消费同步上升，可选消费中烟酒饮料类具有社交属性类的商品消费上升明显，反应居民外出、社交活动增多；可选消费中石油制品、家具类房地产后周期消费增速上升明显，与房地产消费维持较高增速相一致。

住宿和餐饮业经营持续好转，疫情压制明显减轻。三季度，餐饮收入同比下降 6.9%，降幅比二季度收窄 14.4 个百分点。其中，9 月份餐饮收入下降 2.9%，降幅比 8 月份收窄 4.1 个百分点，餐饮市场规模逐步接近上年同期水平。显示疫情对餐饮业、聚集性消费的压制作用逐渐消减。国庆假期是疫情后最长的假期，据统计局统计，外出旅游、聚餐的人数明显上升，10 月餐饮收入增速有望进一步加速提升。

预计四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得波动减小。持续改善的就业环境以及实现正增长的居民收入增速，叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，四季度国内疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情，可能会对消费造成较大的扰动，打断消费恢复趋势。

图 6：社会零售总额及汽车销售增速

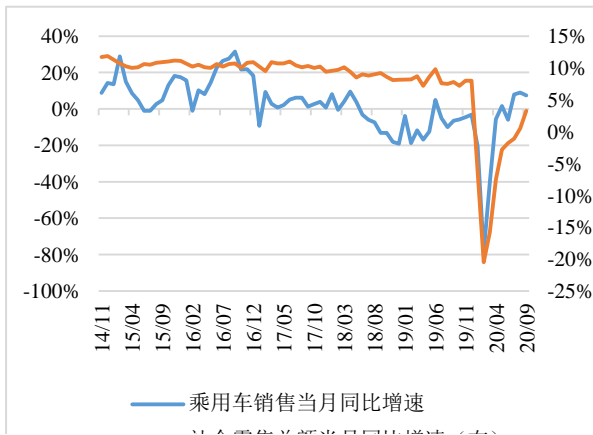
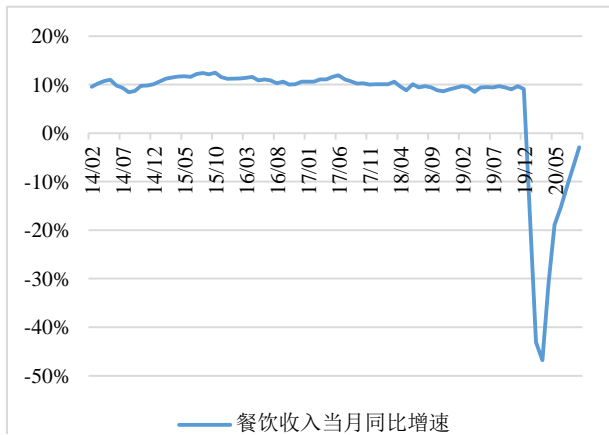


图 7：餐饮收入持续好转



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_1715



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn