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，会对经济恢复进行造成影响，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二季度的 4.7%回升 1.3 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 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 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 PMI6 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

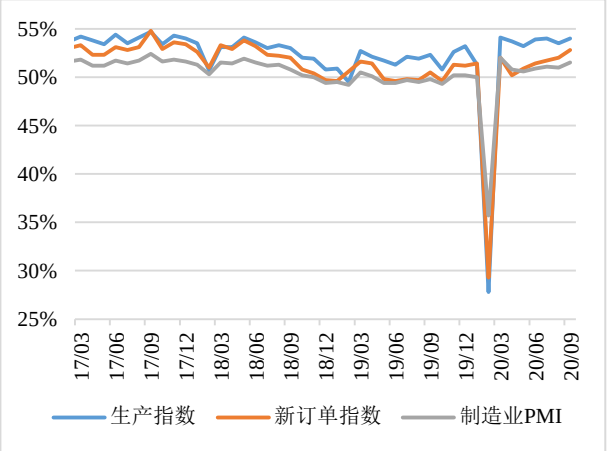
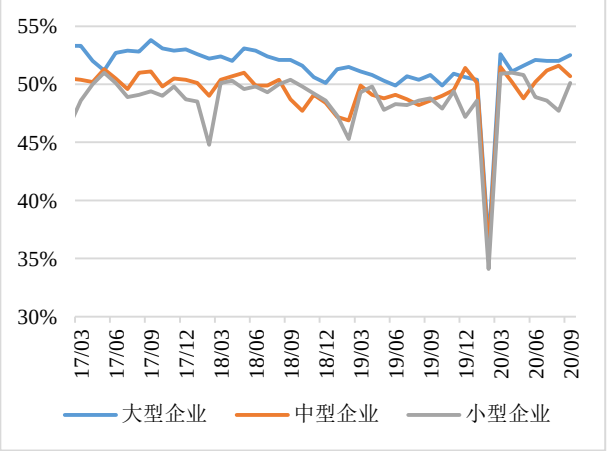


图 2：小型企业重回扩张区间



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

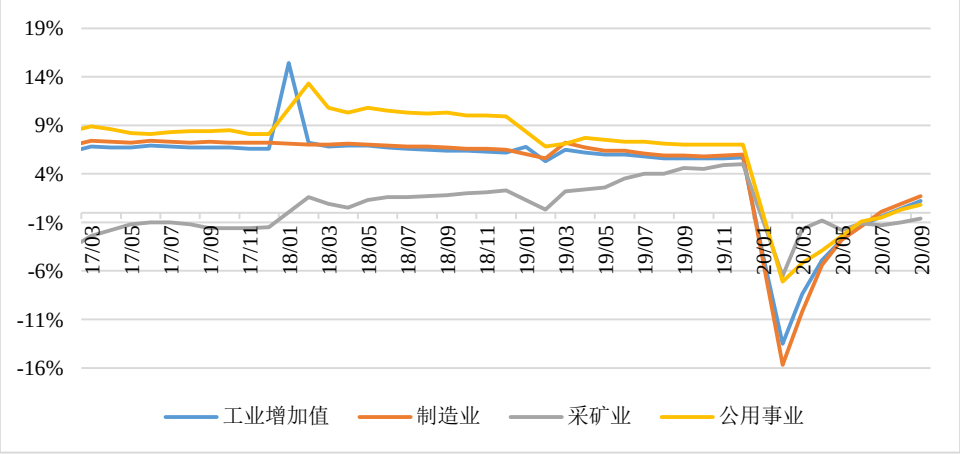
三季度工业企业复工水平不断提高，生产经营状况持续改善，增长动力不断加强，工业经济稳步恢复。截至 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。工业生产逐季回升，1-9 月，规模以上工业增加值同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%，呈逐季回升态势。

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

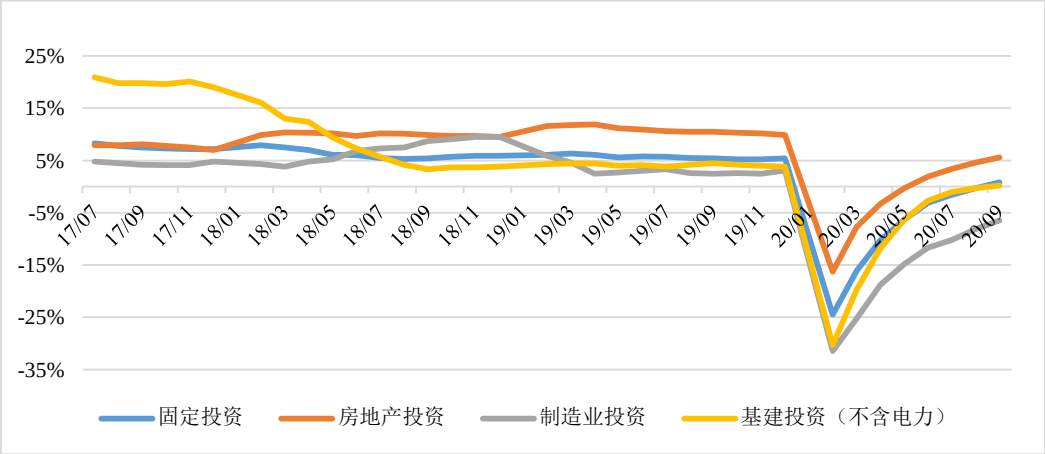


数据来源：Wind，联合资信整理

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%。

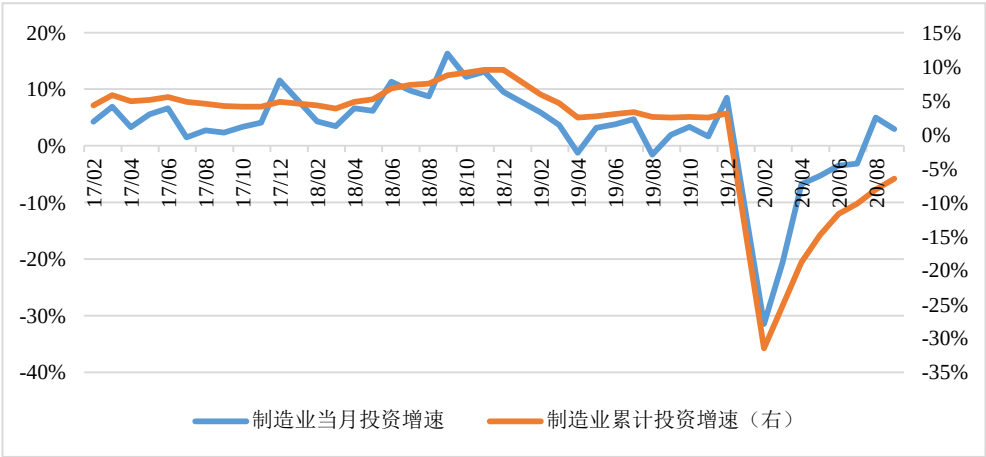
图 4：固定资产投资累计同比增速



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

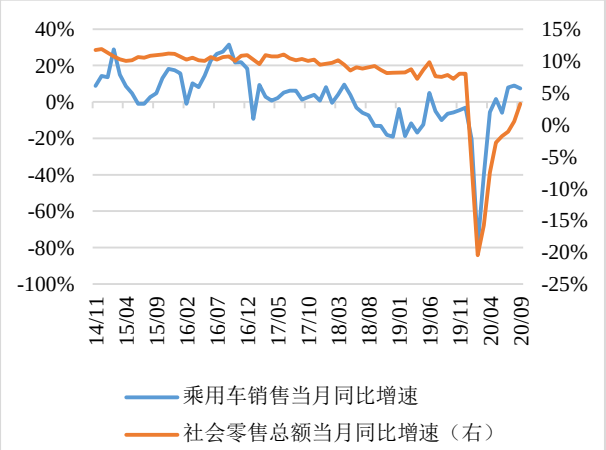
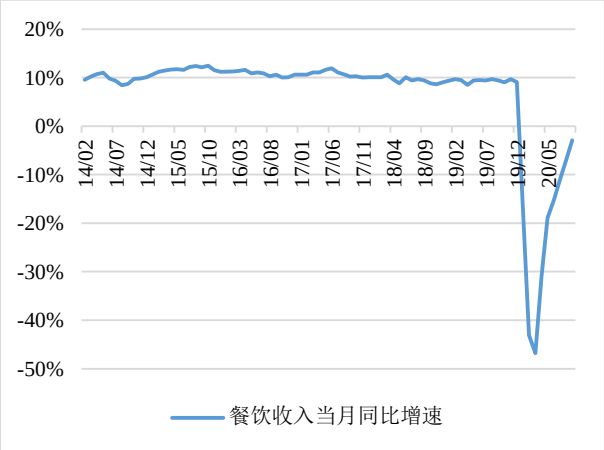


图 7：餐饮收入持续好转

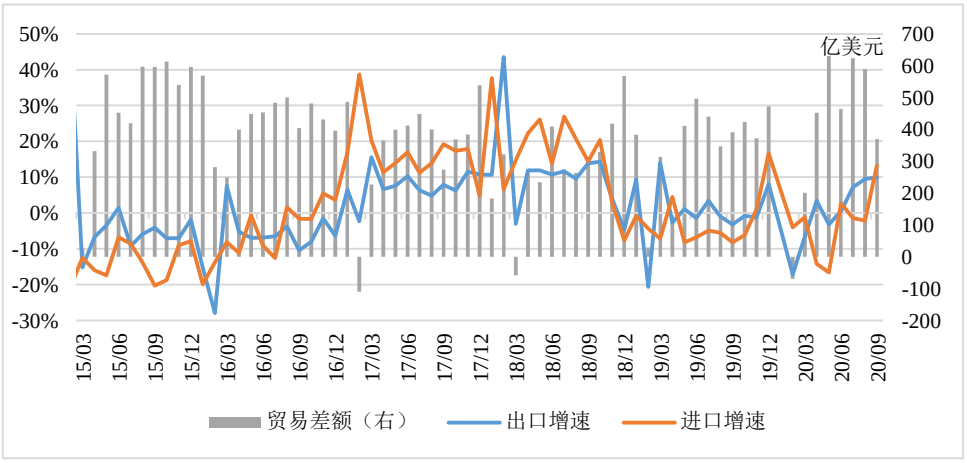


数据来源：Wind，联合资信整理

5．进出口逐季回稳，出口韧性较强

前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%；其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。一至三季度，贸易差额分别录得 131.44 亿亿美元、1546.56 亿美元、1582.54 亿美元。

图 8：以美元计我国当月进出口情况



数据来源：Wind，联合资信整理

出口方面，从 4 月份开始，连续 6 个月正增长，超出市场预期，表现出较强的韧性。支撑二、三季度出口超预期的原因主要有两个：一方面是防疫物资和笔记本电脑、平板电脑、家电等“宅经济”商品在疫情的影响下，海外需求上升，从数据看，前三季度，防疫物资拉动出口增长 2.2 个百分点，“宅经济”商品拉动出口增长 1.1 个百分点。另一方面，在全球疫情爆发阶段，我国已经开始逐步恢复，“疫情错位”导致我国在全球贸易份额占比上升，支撑我国出口增速持续增长，根据已经公布数据的 12 个主要贸易国家贸易数据，截止 8 月我国出口份额处于历史较高水平。三季度与二季度相比主要发生了两点变化：一是防疫物资对我国的出口带动作用下降，但依然位于较高水平；二是海外需求较二季度进一步增加：以服装、家具为代表的劳动密集类产品出口增速较二季度明显上升。

图 9：三季度防疫物资出口从二季度高位回落

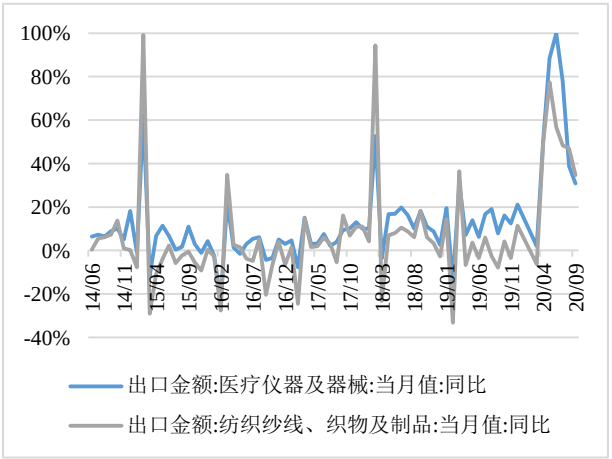
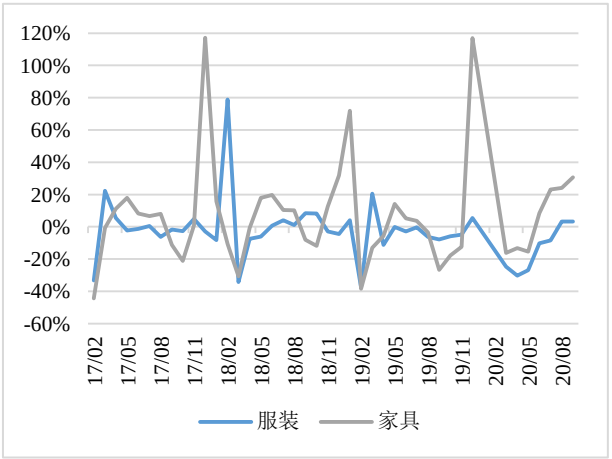


图 10：三季度海外需求较二季度明显提升

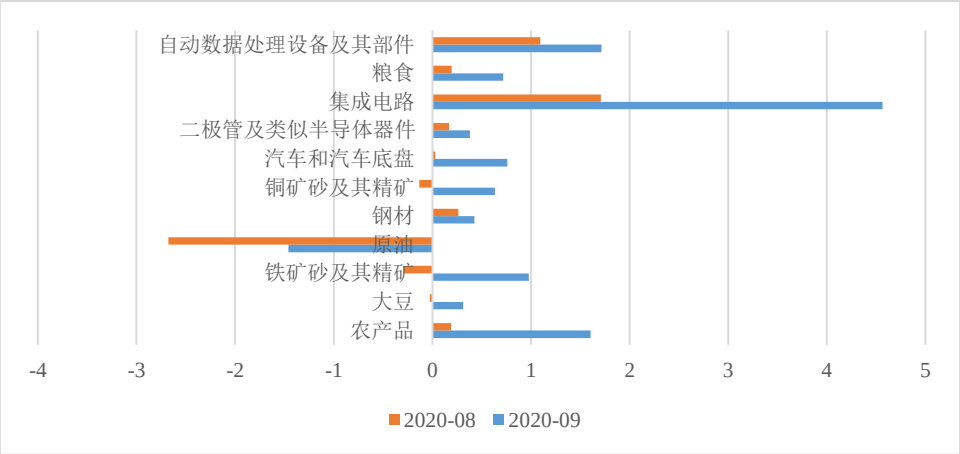


数据来源：Wind，联合资信整理

进口方面，随着经济的恢复，三季度国内需求的上升带动进口回暖，三季度以美元计，进口同比增长 3.2%，较二季度大幅上升 12.9 个百分点。自二季度以来进口增速一直低于市场预期值，一方面是由于大宗

商品价格拖累，另一方面是我国出口转内销降低了进口需求。三季度进口数据最值得一提的是 9 月进口增速远超出市场预期值，较 8 月大幅跳升 15.3 个百分点至 13.2%。推动 9 月进口增速大幅跳升的主要因素有三个。首先电子产业链产品进口激增：9 月集成电路、二极管、自动数据处理设备及其部件三者进口共同拉动进口增速 6.7 个百分点，是推动 9 月进口增速大幅跳升的主要因素，主要是与美国对中国科技企业实施制裁，限制芯片类科技产品进口，相关企业抢进口导致进口大幅上升，并不具备长期可持续性；其次是农产品进口增速快速上升，拉动进口增速 1.6 个百分点（8 月为 0.2 个百分点），对应自美国进口增速上升至 24.8%（8 月为 1.8%），主要与执行中美贸易协定相关；最后是房地产与基建相关行业的上游材料进口量价齐升，9 月铁矿砂、铜矿砂以及钢材拉动进口增速 2 个百分点。

图 11：9 月主要进口商品对进口增速的拉动作用（单位：%）



数据来源：Wind，联合资信整理

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长，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，全球需求有所恢复；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进一步回升。

图 12：主要发达经济体制造业 PMI

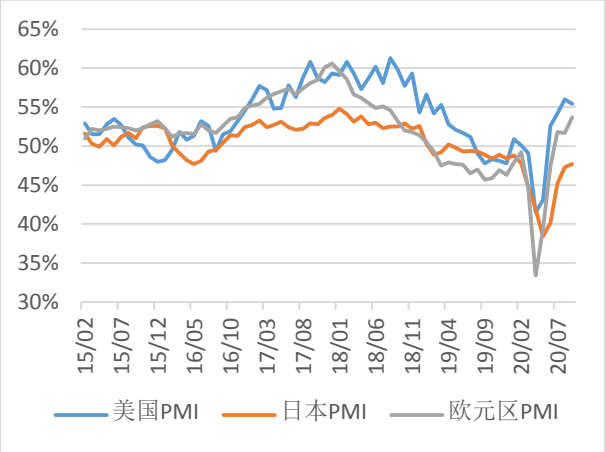
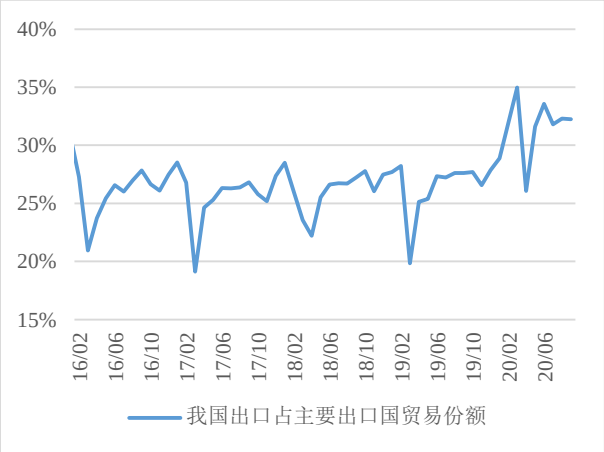


图 13：三季度我国出口份额并未明显下降



数据来源：Wind，联合资信整理

6．前三季度 CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄

今年以来，随着疫情防控的推进以及经济的逐步恢复，市场供求关系整体较为平稳，前三季度 CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。

1-9 月，CPI 当月同比增速前高后低，涨幅总体呈回落态势。前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点。分月看，受新冠肺炎疫情和春节等因素叠加影响，1、2 月份上涨较多，同比分别上涨 5.4%和 5.2%；随着疫情防控形势持续向好，市场供需状况逐步恢复，CPI 同比涨幅也从 3 月份的 4.3%逐月回落到 5 月份的 2.4%；6、7 月份，受多地高温、降雨及洪涝灾害影响，涨幅略有扩大；随着生猪产能逐步恢复，翘尾影响逐渐减弱，8 月份同比涨幅再次回落，9 月份进一步回落至 1.7%。

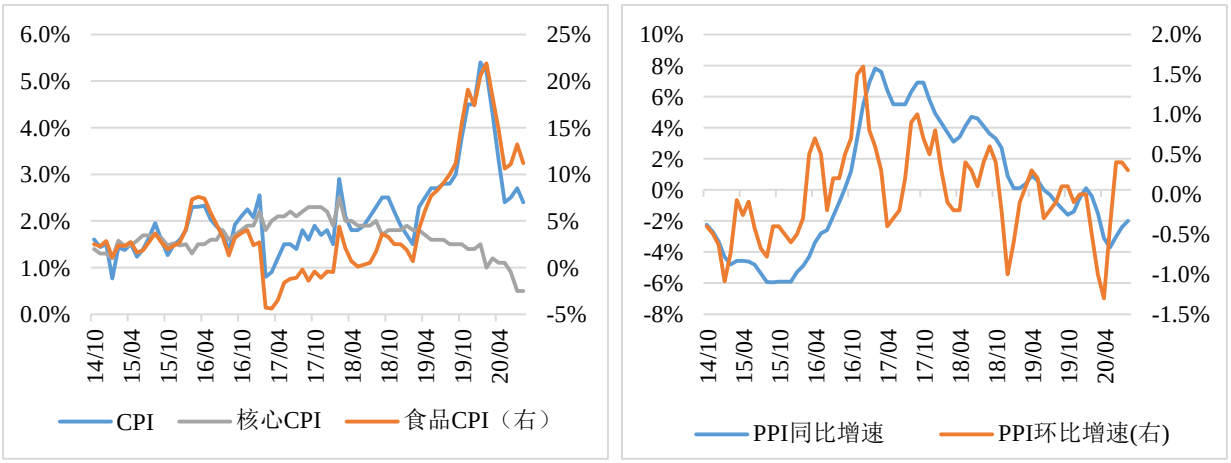
整体看，前三个季度食品价格是影响 CPI 走势的主要因素，其中猪肉价格最为影响显著。具体来看，前三季度，食品价格比去年同期上涨 14.3%，影响 CPI 上涨约 2.92 个百分点，占 CPI 总涨幅的近九成；其中，猪肉价格上涨 82.4%，影响 CPI 上涨约 2.24 个百分点，占 CPI 总涨幅的近七成。

生产价格方面，PPI 月度同比呈现降势趋缓的特点。前三季度，PPI 累计同比下降 2.0%，其中三季度比二季度收窄 1.0 个百分点。分月看，1 月份 PPI 同比微涨 0.1%；2 月份起，受新冠肺炎疫情等因素影响，国内生产和投资受到抑制，工业品需求偏弱，PPI 同比转降后降幅逐月扩大，5 月份降幅达 3.7%；随着国内疫情防控取得重大战略成果，市场需求持续恢复，6 月份后 PPI 同比降幅逐月收窄，8 月份收窄至 2.0%；9 月份，PPI 同比下降 2.1%，比 5 月份最低点收窄 1.6 个百分点。

预计年内居民价格指数同比增速或将进一步下降，生产者价格指数同比降幅收窄趋势不变。CPI 方面，

随着国内生猪产能的恢复，叠加去年 10 月开始基数开始上升，四季度 CPI 同比增速或将进一步下降，或将降至 1%以下；PPI 方面，在全球经济逐步恢复的情况下，工业需求逐步好转，大宗商品价格有望得到支撑，四季度 PPI 同比增速中枢或将高于三季度。

图 14：国内价格水平



数据来源：Wind，联合资信整理

7．社融增量逐季下降，货币政策回归常态

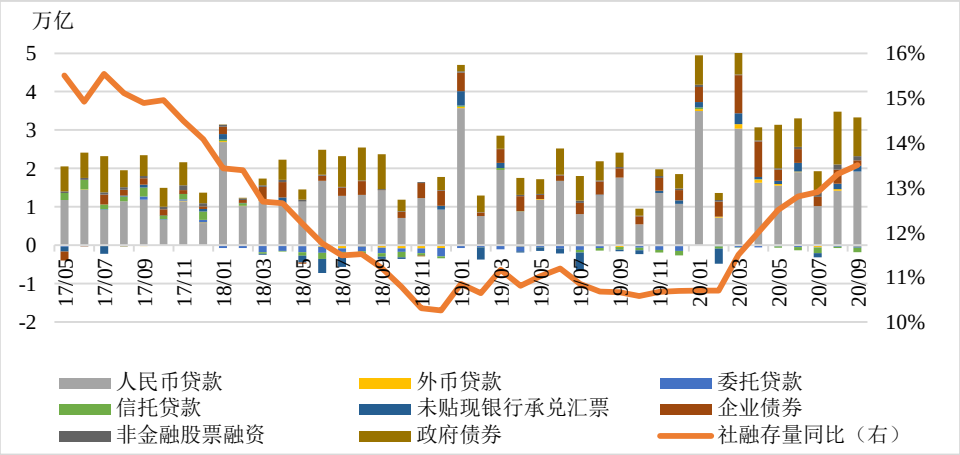
今年前三季度社会融资规模的累计增量是 29.62 万亿元，比上年同期多 9.01 万亿元，新增规模创历史最高值。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿、9.8 万亿和 8.8 万亿，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，而历年三季度银行信贷多数年份较二季度上行，2020 年三季度银行信贷反季节性下降，印证了前期我们在月报中关于货币政策回归常态观点。

整体看，前三季度社融增量有三个特点。一是对实体经济的信贷力度加大：前三季度新增人民贷款 16.69 万亿，几乎接近 2019 年全年 16.88 万亿的水平，同比多增 2.79 万亿。二是直接融资大幅增加：前三季度，为支持企业对冲疫情带来的冲击，政策加大债券市场和股票市场对实体经济融资的支持力度，前三季度企业通过债券市场和股票市场净融资规模达到 4.7 万亿，同比多增 2.1 万亿，占全部社融的比例上升至 15.9%，较去年同期上升 2.9 个百分点。三是政府债券融资力度加大：前三季度政府债券净融资 6.73 万亿元，比上年同期多 2.74 万亿元，其中国债净融资 2.48 万亿元，比上年同期多 1.57 万亿元，地方政府专项债净融资是 3.3 万亿元，比上年同期多 1.13 万亿元。

信贷方面，前三季度人民币贷款新增量是 16.26 万亿元，同比多增 2.63 万亿元。分部门看，住户部门贷款增加 6.12 万亿元，其中，短期贷款增加 1.53 万亿元，中长期贷款增加 4.6 万亿元；企（事）业单位部门贷款增加 10.56 万亿元，其中，短期贷款增加 2.71 万亿元，中长期贷款增加 7.25 万亿元。从贷款期限看，

前三季度对企业长期贷款支持力度明显加强：企业长端贷款从 3 月份开始就在持续的加快，截止 9 月末的时候企业长期贷款余额增速是 14.8%，达到 2018 年以来最高点。从中长期贷款的实际投向看，金融机构对重点领域的中长期贷款的资金支持力度在不断加大，贷款结构持续优化。首先对制造业的中长期贷款增速已经连续 11 个月上升，其中高技术制造业中长期贷款保持快速增长，前三季度制造业新增的中长期贷款是 9675 亿元，同比多增了 6362 亿元；其次是基础设施长期贷款保持较快增长，前三季度基础设施的中长期贷款累计新增 2.4 万亿元，同比多增 8408 亿元。

图 15：社融结构



数据来源：Wind，联合资信整理

8．失业率有所回落，居民收入增速回升

三季度全国城镇调查失业率有所回落，就业形势稳中趋好，但就业压力仍比较大。整体看，今年一季度，新冠肺炎疫情对就业市场造成了明显冲击，4 月份以来随着复工复产不断推进逐步好转，就业形势出现改善，进入三季度，经济持续恢复，各项经济指标明显改善，为就业稳定奠定了重要基础。1-9 月份城镇新增就业 898 万人，已接近完成全年目标任务；9 月城镇调查失业率较 8 月下降 0.2 个百分点至 5.4%。从重点群体就业情况来看，农民工就业形势逐步改善，8、9 月份城镇外来农业户籍人口（主要是进城农民工）失业率连续两个月下降；三季度末，农村外出务工劳动力达到 17952 万人，比二季度末增加 200 万人。高校毕业生就业形势趋于好转，9 月 20-24 岁大专及以上人员（主要是高校毕业生）失业率比 8 月份回落 2.4 个百分点。三季度就业形势逐步好转，但就业压力依然较大，9 月失业率高于去年同期 0.2 个百分点，毕业生失业率较去年同期高 4 个百分点。

三季度居民实际收入增速回升，由上半年负增长转为正增长，与失业率下降相呼应。具体看，前三季度，全国居民累计人均可支配收入 23781 元，比上年同期名义增长 3.9%，名义增速比上半年回升 1.5 个百

分点；扣除价格因素的实际增速年内首次转正，实际增速由上半年的下降 1.3%转为增长 0.6%，较去年同期下降 5.5 个百分点。分城乡看，城镇居民人均可支配收入 32821 元，增长（以下如无特别说明，均为同比名义增速）2.8%，扣除价格因素，实际下降 0.3%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；农村居民人均可支配收入 12297 元，增长 5.8%，扣除价格因素，实际增长 1.6%，增速比上半年回升 2.6 个百分点。工资方面，前三季度全国居民人均工资性累计收入 13486 元，增长 3.6%，比上半年加快 1.1 个百分点，拉动全国居民人均可支配收入增长 2.0 个百分点，显示稳就业政策生效。

三、区域、行业运行特征

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。从工业增加值看，各省区较二季度均有显著的改善，其中受疫情影响最严重的湖北地区前三季度工业增加值累计同比下降 11.3%，降幅较上半年收窄 9.5 个百分点，单月增速连续 5 个月实现正增长；全国 31 个省区中 18 个省区高于全国水平，西藏以同比累计增长 7.1%位列全国第一。物价方面，前三季度，除了 7、8 月受南方洪涝影响导致个别省份物价出现了较大的波动外，整体物价水平较为平稳。具体看，9 月有 23 个省区 CPI 增长幅度不及全国水平，受疫情影响，云南物价水平波动较大，以同比增长 3.7%领涨全国；从环比角度看，全国仅有 5 个省区物价水平环比出现小幅下降，其余省份价格环比均为上行。工业生产者价格指数方面，9 月全国 31 个省份仅新疆实现 0%的增长，其余 30 个省份工业增加值均为同比下降，其中 14 个省份 PPI 降幅大于全国平均水平；与 8 月相比，15 个省份 PPI 同比增速降幅有所扩大。财政收入方面，随着企业复工、盈利好转，三季度财政收入较二季度有所好转，尤其是税收收入改善明显，具体看前三季度全国财政收入同比下降 6.4%，降幅较上半年收窄 4.4 个百分点；从已经公布数据的 22 个省份数据看，前三季度有 9 个省份财政收入实现正增长。财政支出方面，前三季度，全国财政支出累计同比降幅为 1.9%，降幅较上半年收窄 3.9 个百分点。

表 1：区域宏观数据

城市	工业增加值		CPI		PPI	财政收入		财政累计支出
	当月同比(%)	累计同比(%)	当月同比(%)	环比(%)	当月同比(%)	累计同比(%)	当月同比(%)	同比(%)
全国	6.90	1.20	1.70	0.20	-2.10	-6.40	4.53	-1.90
北京	5.40	-0.10	1.03	0.19	-1.20	-	-	-
天津	10.70	0.10	1.51	0.10	-2.80	-15.30	-12.19	-6.78
河北	7.30	2.70	1.79	0.28	-0.80	-2.40	-15.45	10.12
山西	14.00	3.00	2.25	0.48	-5.10	-10.70	-2.94	7.39
内蒙古	-2.10	-1.90	1.71	0.39	-1.00	9.80	85.88	0.00
辽宁	6.20	0.30	2.20	0.43	-3.00	-2.90	27.88	4.40
吉林	19.50	6.20	2.04	0.73	-1.50	-	-	-
黑龙江	9.00	-0.70	1.68	0.58	-6.30	-	-	-
上海	6.90	-1.90	1.26	0.24	-2.00	-2.90	46.85	-7.49
江苏	11.20	3.60	1.41	0.14	-2.60	1.00	9.75	-
浙江	10.70	3.00	1.76	0.46	-3.50	1.70	8.01	0.78
安徽	9.00	3.90	2.00	0.09	-0.70	-	-	-4.84
福建	6.00	1.80	1.57	0.25	-2.30	-3.10	16.27	-6.53
江西	6.60	2.70	1.74	0.25	-0.80	0.10	9.43	-0.93
山东	10.10	2.90	2.27	0.23	-2.40	-2.10	-	-
河南	4.60	-0.20	2.22	0.79	-1.10	1.90	6.26	-1.08
湖北	6.20	-11.30	1.35	-0.05	-1.20	-27.54	-10.91	-2.66
湖南	7.20	3.50	1.45	0.02	-0.40	-	-	-
广东	8.30	-1.20	1.09	-0.06	-1.40	0.10	28.74	0.06
广西	4.50	-1.10	1.28	0.23	-0.20	1.10	7.01	3.88
海南	-3.30	-5.50	0.53	-0.12	-6.90	-15.20	11.54	6.92
重庆	10.50	4.40	1.64	0.29	-0.60	-	-	-
四川	6.90	3.20	1.89	0.11	-1.30	-	-	-
贵州	6.10	2.70	2.12	0.18	-1.70	-5.24	-36.14	-16.97
云南	6.60	0.90	3.71	0.30	-1.30	1.60	41.61	0.28
西藏	14.50	7.10	2.06	-0.03	0.00	-	-	-
陕西	4.00	1.20	2.00	0.26	-5.20	-9.40	10.30	-1.61
甘肃	6.90	6.30	2.20	0.28	-7.50	-1.60	16.91	-2.68
青海	-0.80	1.30	2.57	0.01	-2.70	5.30	13.94	3.34
宁夏	6.90	2.50	1.87	0.51	-3.80	-6.30	23.77	1.09
新疆	11.20	6.10	0.86	-0.31	-8.70	-	-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

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。上游行业，前三季度上游煤炭行业产量累计增幅较上半年下降 0.8 个百分点，库存同比降幅较上半年扩大 36.3 个百分点，价格降幅较上半年收窄 3.8 个百分点；原油库存同比增速较上半年下降 1.5 个百分点，价格降幅较上半年收窄 2.5 个百分点。中游行业，三季度钢材、水泥在基建、房地产投资增长的带动下需求上涨，产量及价格同比增速较上半年均有上升。下游行业，三季度房地产销售火爆，房地产政策调控收紧，房地产竣工面积累计同比降幅较上半年扩大 1.1 个百分点，待售面积累计同比增长 0.5%，增幅较上半年下降 1.3 个百分点，价格同比增速较上半年扩大 0.1 个百分点至 3.3%；汽车行业，受益于汽车行业消费政策的推动，三季度汽车销售连续三个月录得两位数正增长，销售市场的火

热带动汽车生产、企业主动补库存，前三季度，汽车产量累计同比下降 6.1%，降幅较上半年大幅收窄 10.4 个百分点，企业库存同比增速较上半年扩大 3.5 个百分点至 4.1%。

表 2：行业运行数据

行业	累计同比（%）		库存			价格指数		
				同比（%）	环比（%）		同比（%）	环比（%）
房地产	竣工面积	-11.6	累计待售面积	0.5	-0.94	百城住宅	3.3	0.2
原油	表观消费量	-	美国原油库存	10.0	-0.50	布伦特原油期货	-32.8	-7.0
水泥	产量	-0.9		-			-2.9	3.6
钢材		6.0		7.0	-6.25		2.2	0.0
煤炭		1.9	秦皇岛港口库存	-45.6	-12.21		-4.5	0.7
汽车		-6.1	汽车库存	4.1	-3.73		-	-

数据来源：Wind，联合资信整理

四、宏观政策聚焦

2020 年以来的积极的财政政策和宽松的货币政策效果显著。预计四季度保持稳健的总基调，针对不同类型市场主体合理搭配政策组合，更加精准地支持实体经济。财政政策方面，直达资金支出有望进一步加快，注重民生项目，同时保障重大项目建设资金，注重质量和效益。

1.推动利率下行，精准支持实体经济

今年以来稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，兼顾疫情防控和经济社会发展不同阶段的特点，取得了显著成效。今年以来，人民银行通过降准、公开市场操作和中期借贷便利操作，保持市场流动性合理充裕，引导市场利率下行，广义货币 M2 和社会融资规模增速明显高于上年，一年期的贷款市场报价利率（LPR）下行 30 个基点，推动贷款利率明显下行。实体经济融资成本显著降低。同时，人民银行通过设立专项再贷款、贷款延期偿付支持工具和小微企业信用贷款支持工具等创新工具，稳企业保就业，精准支持实体经济恢复。

预计四季度货币政策将转为常规化，但并不会过度收紧。10 月 21 日易纲行长发表讲话，提出“需把好货币供应总闸门、2021 年宏观杠杆率将会更稳一些”，释放出收紧和稳杠杆的信号，但并不是过度收紧的信号，三季度经济进一步恢复但尚未达到潜在产出水平，因此也并不支撑货币政策过度收紧。央行三季度金融数据发布会上称，目前从长期、短期、中期流动性来看，银行体系流动性都保持在合理充裕的水平，表明央行对当前市场流动性、利率水平比较满意。四季度有望保持稳健中性的总基调，通过公开市场对市场流动性进行调节，通过降息降准释放流动性的可能性较小。同时四季度以及 2021 年将进一步加强对房地产资金流动的监管，21 日金融街论坛上央行副行长潘功胜要根据防范房地产金融风险和“稳地价、稳房价和

稳预期”的需要，逐步实施房地产贷款集中度、居民债务收入比、房地产贷款风险权重等宏观审慎政策工具，房地产金融政策可能会进一步收紧。

2.财政积极有为，更加注重实效

今年以来，为应对疫情冲击，积极的财政政策更加积极有为，对经济复苏和金融稳定形成有力支撑。疫情以来财政部门安排了更大的财政力度（提高财政赤字率到 3.6%以上，安排一般预算赤字 3.76 万亿元，发行抗疫特别国债 1 万亿元，安排地方政府专项债券 3.75 万亿元）以应对疫情带来的冲击，同时出台有针对性的减税降费措施，包括减免受疫情影响较大区域、行业的企业税费，加大小微企业和个体工商户税收优惠力度，预计全年为市场主体新增减轻税负超过 2.5 万亿元。

四季度，财政政策将更加注重实效。在 7 月的政治局会议以及财政政策执行报告对财政政策的表述为“财政政策更加积极有为”，但同时提到要“注重质量和效益”；10 月 20 日发布的财政蓝皮书指出，促进双循环发展，财政政策要更加积极有为，同时要注重实效。从中长期看，体制性和结构性失衡问题单靠财政政策加力难以有效解决，需要按照健全宏观调控制度体系的要求进一步提质。四季度财政政策或将从提升效率出发，对实体经济进行支持。