内外需共同发力 宏观经济加快修复

——2020 年三季度中国宏观经济回顾与展望

主要经济数据

同比增速	2020 年前三季度	2020 年上半年	2020 年一季度
GDP（亿元）	722,786	456,614	206,504
GDP（%）	0.7	-1.6	-6.8
规模以上工业增加值（%）	1.2	-1.3	-8.4
第三产业增加值（%）	0.4	-1.6	-5.2
全社会累计用电量（%）	1.3	-1.3	-6.5
固定资产投资（%）	0.8	-3.1	-16.1
社会消费品零售总额（%）	-7.2	-11.4	-19
人民币计价进出口金额（%）	0.7	-3.2	-6.5
项目	**9 月**	**8 月**	**7 月**
社会融资规模增量（万亿元）	3.5	3.6	1.7
M2（%）	10.9	10.4	10.7
CPI（%）	1.7	2.4	2.7
PPI（%）	-2.1	-2	-2.4

资料来源：国家统计局，wind

分析师：

王青　冯琳　邹李永昊

时间：2020 年 9 月 23 日

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层　100600

主要观点：

- 三季度消费和出口全面发力，经济延续“V 型反转”势头，前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%，增速较上半年加快 2.3 个百分点，宏观经济经历疫情冲击后的快速修复过程。
- 三季度固定资产投资增速继续回升，投资结构有所改善。前三季度固定资产投资累计同比增长 0.8%，增速比上半年加快 3.9 个百分点。
- 三季度当季社零同比降幅收窄至 0.4%，已接近回正。随着居民线下消费活动基本恢复，线上消费增速有所放缓。
- 进出口同步改善，三季度我国对外货物贸易加速回升。
- 猪肉价格涨幅下滑带动食品 CPI 回落，需求疲弱抑制非食品 CPI 上涨，三季度 CPI 同比增速整体下行。三季度 PPI 继续处于通缩状态，前三季度 PPI 累计同比下跌 2.0%。
- 企业中长贷和政府债券拉动社融超预期增长，信贷继续扩张配合财政加速投放，M2 同比升至 10.9%。
- 受非税收入高增拉动，三季度财政收入增速整体高于二季度；前三季度财政支出增速前高后低，三季末基建类支出增速明显回升。

展望：

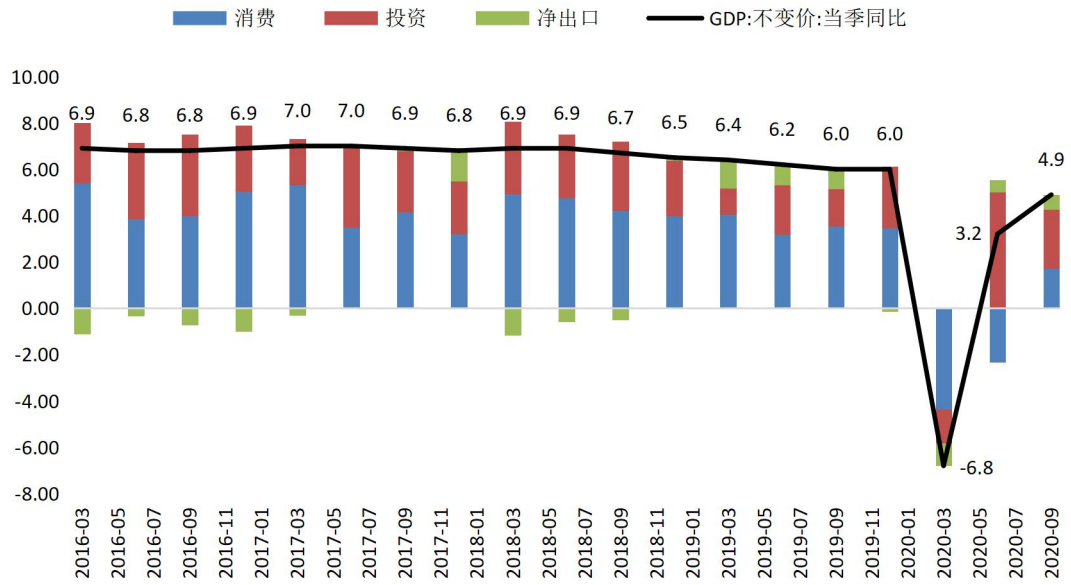
四季度基建投资增速还有较大提升空间，固定资产投资增速有望加快至 10%左右，同时消费修复还将稳步推进，出口转弱的可能性不大。预计四季度 GDP 同比有望向 6.0%左右的潜在增长水平靠拢，全年 GDP 增速将达到 2.2%左右。

一、宏观经济总体运行情况

（一）国内生产总值

前三季度宏观经济经历疫情冲击后的快速修复过程。其中一季度国内疫情集中爆发，宏观经济遭受剧烈冲击，GDP 同比下降 6.8%。二季度国内疫情得到稳定控制，复工复产稳步推进，工业生产、投资率先修复，当季 GDP 同比增长 3.2%。三季度消费和出口全面发力，经济延续“V 型反转”势头，当季 GDP 同比增速加快至 4.9%，累计增速实现转正——前三季度 GDP 累计同比增长 0.7%，增速较上半年加快 2.3 个百分点。

图 1　GDP 当季同比实际增速及“三驾马车”拉动率　%



资料来源：WIND

从“三驾马车”来看，拉动经济增长的主要力量正在由投资向消费切换。三季度投资对当季 GDP 增速的拉动作用为 2.6 个百分点，与二季度相比下降了 2.5 个百分点。与此相对应，三季度商品和服务消费加速修复，当季消费对 GDP 增长的拉动作用转正至 1.7 个百分点，较二季度提高 4.1 个百分点，成为三季度 GDP 同比增速延续回升的核心动力。

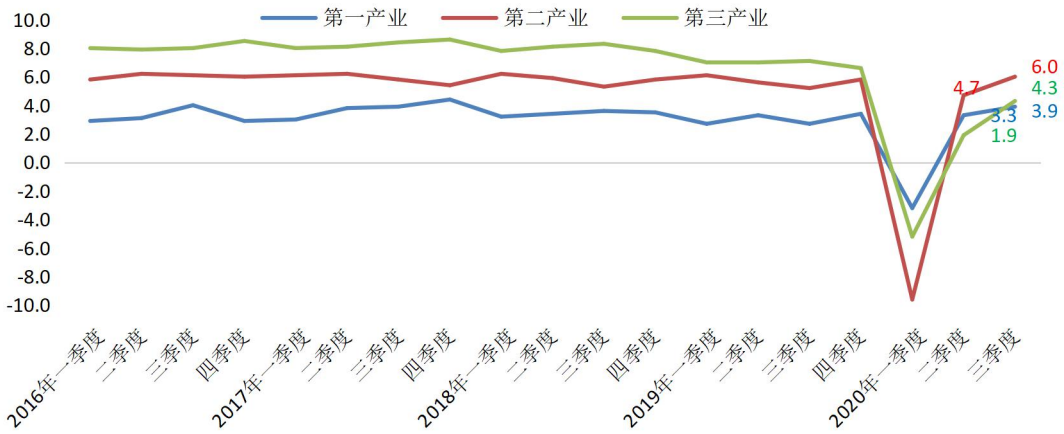
此外，受防疫物资出口高增、我国出口商品“替代效应”等因素推动，今年以来我国出口贸易表现好于进口，贸易顺差同比扩大。同时，居民境外出游、留学等受到疫情阻碍，服务贸易逆差大幅收窄——1-8 月服务贸易逆差同比收缩 44.2%。由此，二季度以来，净出口对经济增长也起到了正向拉动作用。其中，三季度净出口拉动 GDP 增长 0.6 个百分点，较二季度提高 0.1 个百分点。

（二）三次产业及行业运行状况

三季度三次产业延续同步复苏。二季度以来，复工复产复商复市稳步推进，三次产业

GDP增速均现反弹，这一势头在三季度得以延续——当季三次产业GDP同比分别增长3.9%、6.0%和4.3%，增速较二季度加快0.6、1.3和2.4个百分点。其中，第二产业GDP增速已经恢复至疫情前水平。

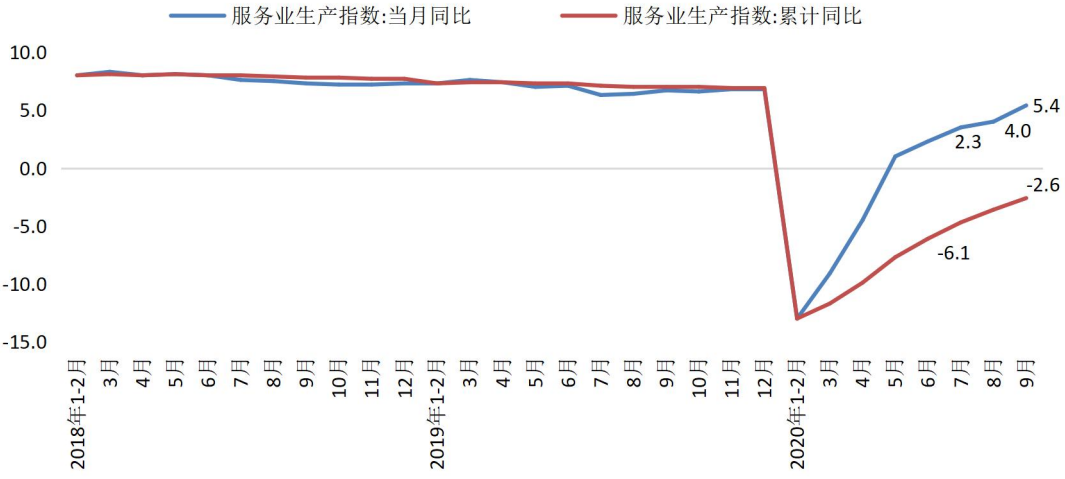
图2 “三次产业”GDP当季同比实际增速 %



资料来源：WIND

二季度以来，第二产业修复速度要快于第三产业。主要原因是全球疫情仍处高位，国内疫情时有零星反复，防疫措施无法完全撤回，餐饮、旅游、娱乐等线下密接型服务活动仍受到一定限制。从服务业生产指数来看，前三季度累计同比增速仍未实现转正，但降幅较上半年收窄3.5个百分点至-2.6%；且从单月数据看，随着限制措施逐步放宽，三季度服务业生产稳步复苏，9月当月同比增速已加快至5.4%。

图3 服务业生产指数同比增速 %

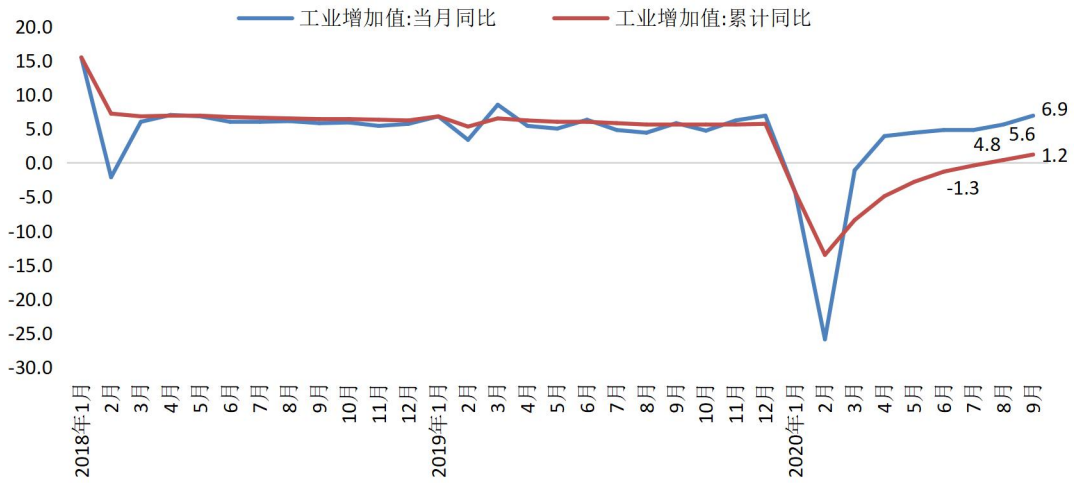


资料来源：WIND

三季度工业生产增速进一步回升。在前期供给端复工复产基本完成后，三季度宏观经济需求端加速追赶，供需缺口有所收窄，企业经营预期趋于乐观，部分行业率先进入主动补库存阶段，提振工业生产增速连超预期。1-9月累计，全国规模以上工业增加值同比增长1.2%，增速较上半年回升2.5个百分点。三季度各月中，除7月因受强降水和洪灾扰动，工业生产

未现加速外，8 月和 9 月工业生产增速连续上扬。其中，9 月当月工业增加值同比增长 6.9%，创下今年以来单月最快增速。

图 4　规模以上工业增加值同比增速 %

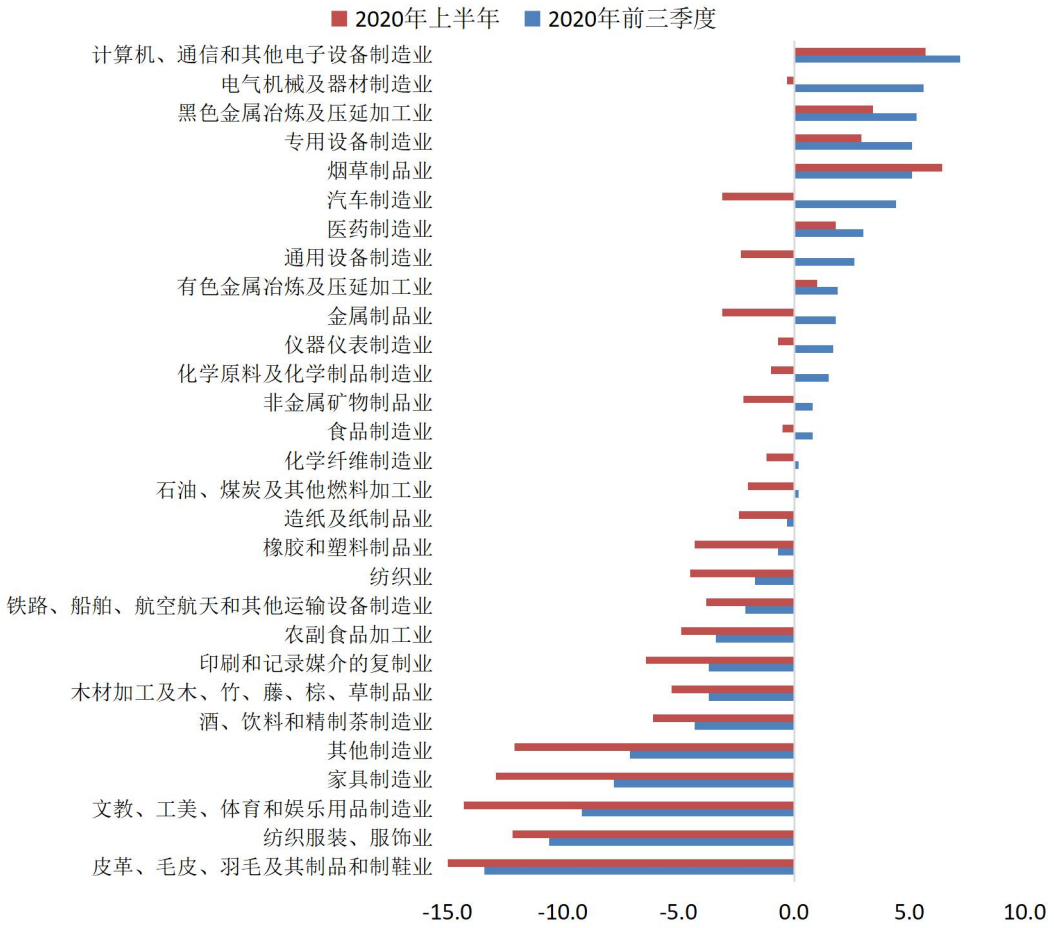


资料来源：WIND

受气候因素扰动，三季度采矿业、电力燃气及水的生产和供应业生产增速波动较大，而在工业中占比最高的制造业生产则在内外需共振驱动下总体加速。1-9 月累计，制造业增加值同比增长 1.7%，增速较上半年加快 3.1 个百分点。其中，9 月当月同比增速升至 7.6%，为 2019 年 4 月以来单月最高增速，也是当月工业生产超预期扩张的主要拉动。

从制造业各细分行业看，三季度建筑链条景气度较高带动建材和机械设备生产表现亮眼。当季通用设备、黑色金属、金属制品等行业生产较二季度明显提速，且快于制造业整体。同时，在汽车销量高增带动下，三季度汽车制造业增加值增速在各行业中居前，其中 9 月当月同比增速达到 16.4%。汽车制造业作为产业链上的关键环节，其生产高增对黑色金属、橡胶和塑料制品等行业生产也有明显拉动。此外，食品、纺织等传统制造业生产景气相对较弱，但随着终端需求好转，以及海外生产能力受到疫情限制导致订单转移至我国，9 月这些行业生产也有明显加速。

图 5　制造业各主要行业增加值累计同比增速 %



资料来源：WIND

此外，2020 年全国夏粮早稻产量合计 3402 亿斤，较上年增产 44.8 亿斤。其中，夏粮产量 2856 亿斤，增加 24.2 亿斤；早稻单产受洪涝灾害影响下降 2.7%，但得益于播种面积增长 6.8%，产量达到 546 亿斤，增加 20.6 亿斤。

三季度生猪产能继续回升，家禽生产持续向好。前三季度全国猪牛羊禽肉产量同比下降 4.7%，降幅比上半年收窄 6.1 个百分点。其中，生猪出栏同比降幅明显收窄，存栏呈恢复增长态势——前三季度生猪出栏同比下降 11.7%，降幅比上半年收窄 8.2 个百分点。此外，前三季度全国家禽出栏同比增长 5.8%，禽肉产量同比增长 6.5%，禽蛋产量同比增长 5.1%。

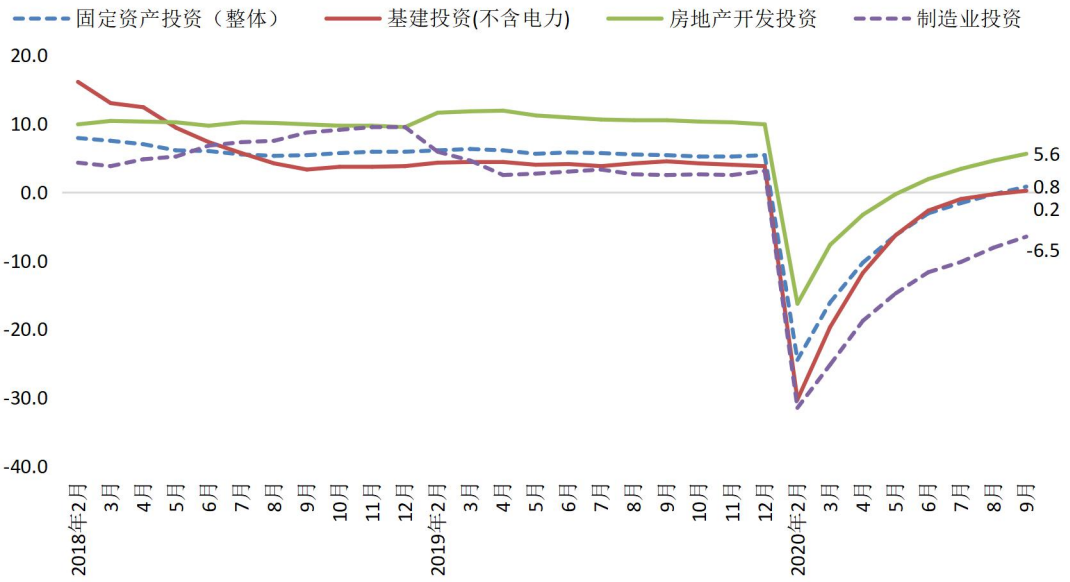
（三）固定资产投资

三季度固定资产投资增速继续回升，投资结构有所改善。前三季度固定资产投资累计同比增长 0.8%，增速比上半年加快 3.9 个百分点。其中，三季度当季固定资产投资同比增速达到 8.8%，较二季度加快 5.0 个百分点，在各类宏观经济指标中保持了相对较快的修复势头。

三大类投资中，三季度各月房地产开发投资同比呈现两位数高增，与前期房地产市场迅速升温态势相一致；三季度基建投资表现弱于预期，前三季度基建投资（不含电力）累计同

比仅现小幅正增；三季度企业利润好转、出口表现强劲，带动制造业投资回暖，当季制造业投资同比增速实现转正，但前三季度累计同比仍处负增长状态。

图 6　固定资产投资及三类主要投资（累计同比名义增速，%）

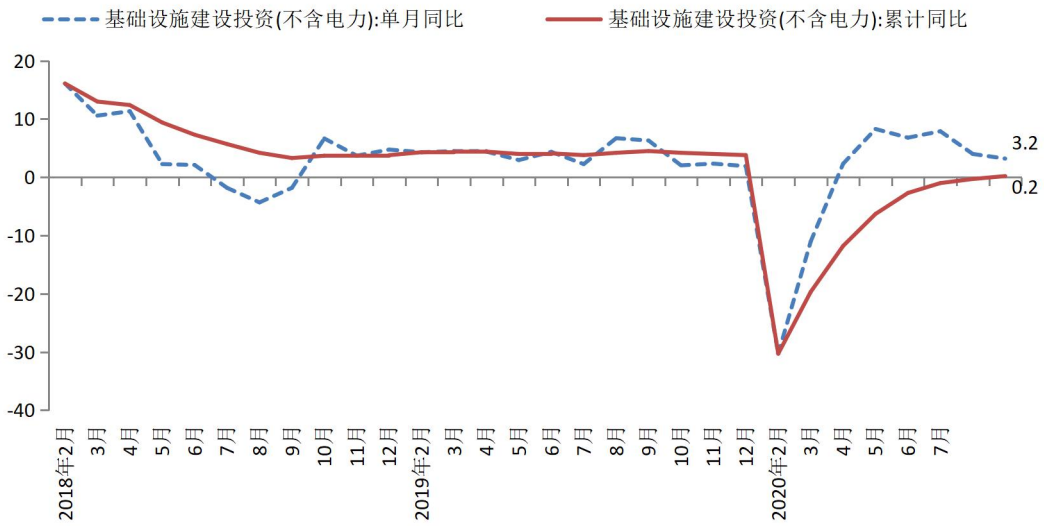


资料来源：WIND

三季度基建投资增速弱于预期。前三季度基建投资（不含电力）累计同比增长 0.2%，增速较上半年加快 2.9 个百分点。5 月以来，伴随地方政府专项债发行提速，基建投资的资金瓶颈问题得到缓解，市场预期下半年基建投资增速将向两位数靠拢。但时至 9 月，基建投资增速仍然温和。

据测算，三季度基建投资同比增长 4.9%，增速较二季度放缓 1.1 个百分点。其中，9 月当月同比增速为 3.0%，较上月意外回落 0.8 百分点，已为连续第二个月下行。主要原因或为优质项目不足导致地方基建项目筹备较为滞后，以及监管层对经济修复动力的灵活把控所致——近期消费加速回补、出口走势强劲，客观上减轻了基建稳增长的需求。

图 7　基础设施建设投资（不含电力）同比名义增速，　%

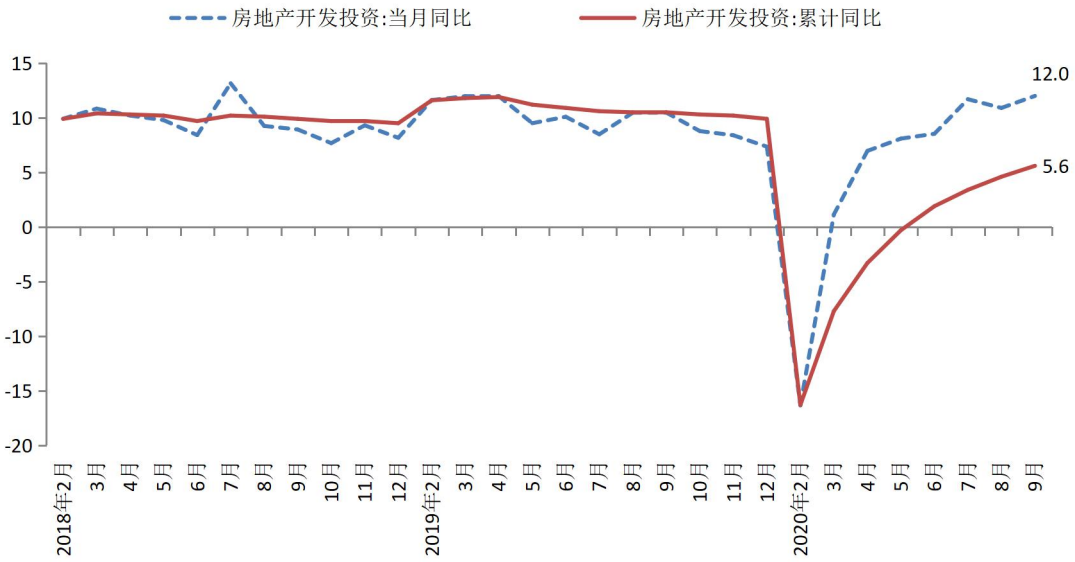


资料来源：WIND

注：2 月当月同比为 1-2 月累计同比

三季度房地产开发投资呈现两位数高增。前三季度房地产开发投资累计同比增长 5.6%，增速较上半年加快 3.7 个百分点，继续领跑三大类投资。据测算，三季度房地产开发投资同比增速达到 11.8%，较二季度加快 3.8 个百分点。其中，9 月当月同比增速升至 12.0%，达到近两年以来的最高增长水平。

图 8　房地产开发投资同比名义增速，%



资料来源：WIND

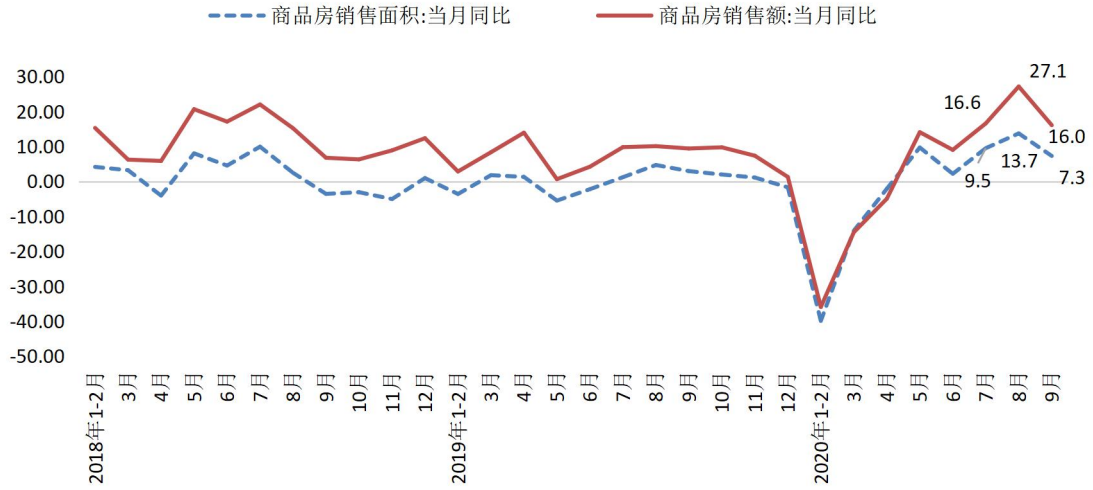
注：2 月当月同比为 1-2 月累计同比

支撑三季度房地产投资高增的因素中，积压需求释放、房贷利率下调推动商品房销售迅速回暖是主要原因——当季商品房销售额同比增长 19.5%，销售面积同比增长 9.9%，增速较二季度分别加快 12.9 和 6.7 个百分点。其次，通过信贷、债券及销售回款等渠道，三季度

房企资金来源持续好转，当季房地产开发资金来源同比增长 16.3%。最后，三季度进入全面复工阶段后，房地产施工进度随之提速，当季房地产施工面积同比增长 8.4%，新开工面积同比增长 3.9%，均较二季度明显加快。

不过，就 9 月单月而言，商品房销售额、销售面积、房屋施工面积、新开工面积等关键指标已出现拐头向下态势，当月同比增速分别较上月放缓 11.1、6.4、17.8 和 4.4 个百分点，其中后两项指标已出现月度同比负增长。这意味着在经济修复较快，监管层更加重视防范以高房价为代表的潜在系统性金融风险的背景下，房地产开发投资增速触顶迹象已经显露。

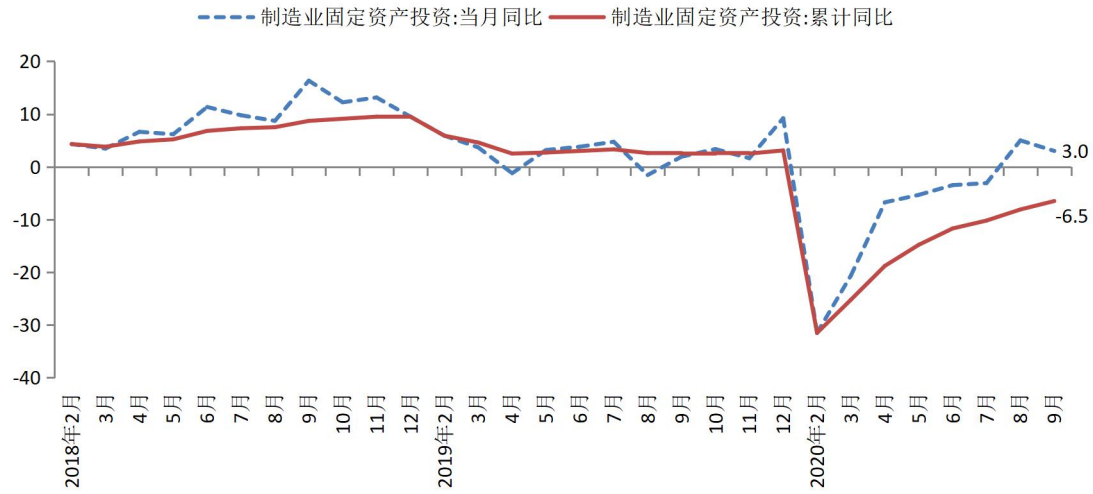
图 9　商品房销售面积和销售额同比增速，%



资料来源：WIND
注：2 月当月同比为 1-2 月累计同比

前三季度制造业投资累计同比下降 6.5%，降幅较上半年收窄 5.2 个百分点，仍处负增状态。但三季度制造业投资同比增速已实现回正，当季同比增长 1.6%，其中 8 月、9 月连续两个月保持同比正增。主要原因在于近期工业企业利润连续高增，出口保持强势，企业投资信心得到改善。同时，今年以来政策面鼓励银行加大对企业中长期贷款投放，也为制造业企业投资提供了更为充足的资金来源。

图 10　制造业投资同比名义增速，%



资料来源：WIND

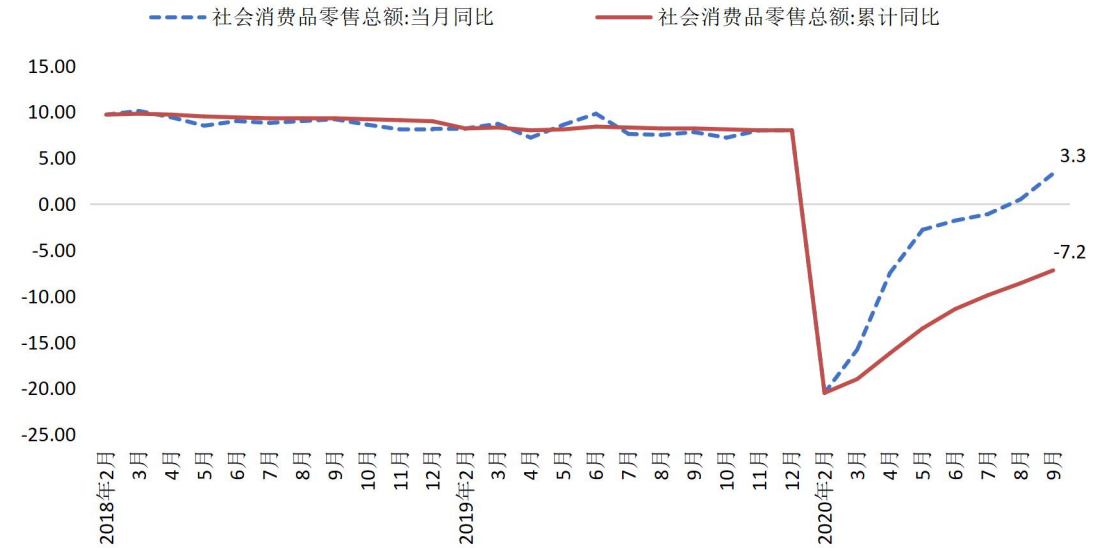
注：2 月当月同比为 1-2 月累计同比

此外，从内部结构看，今年以来制造业转型升级趋势持续。前三季度高技术制造业投资累计同比增速为 9.3%，较上半年加快 3.5 个百分点，明显高于制造业整体。其中，符合转型升级方向且出口增长强劲的计算机、通讯和其他电子设备制造业投资累计同比增速达到 11.7%。

（四）消费

三季度社零增速加速回升。三季度以来，居民收入增速触底反弹，消费信心边际修复，加之疫情影响持续减退，餐饮业需求回暖，推动社零增速加速回升。前三季度社零累计同比下降 7.2%，降幅较上半年收窄 4.2 个百分点。三季度当季社零同比降幅收窄至 0.4%，已接近回正。其中，9 月社零同比增速在 8 月小幅转正基础上进一步加快至 3.3%，当月粮油食品、饮料、烟酒等类别商品零售额增速明显加快，显示两节临近对 9 月消费产生较大提振。

图 11　社会消费品零售总额同比增速，%

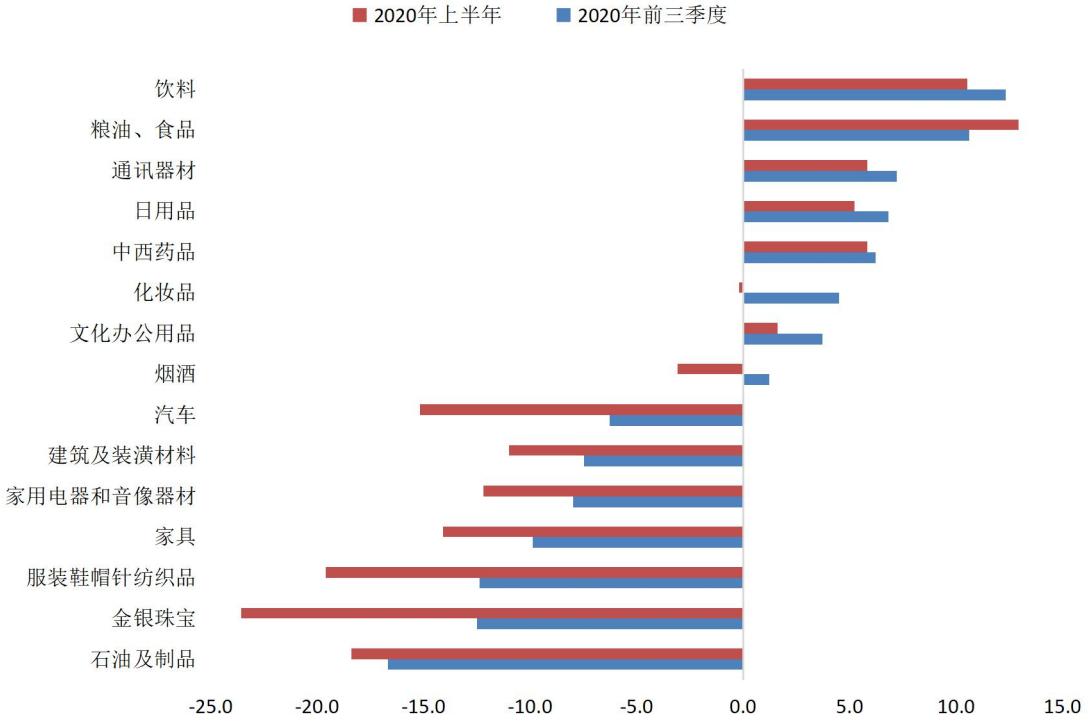


资料来源：WIND
注：2 月当月同比为 1-2 月累计同比

三季度当季商品零售额同比增长 0.3%，增速较上季度加快 2.2 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额同比下降 1.6%，但 9 月当月同比增速已回升至 2.4%，为疫情以来首度转正。三季度餐饮业活动持续恢复，当季餐饮收入同比下降 5.9%，降幅较二季度大幅收窄 13.4 个百分点，成为拉动当季社零增速回升的重要力量。

从具体商品类别来看，疫情对以汽车为代表的可选消费品造成的冲击明显大于必需品。因此，今年以来必需品消费表现相对稳定，可选消费品零售额增速则在一季度剧烈下滑后，自二季度起，在需求回补带动下实现较快反弹，这一势头在三季度得以延续。其中，在汽车促消费政策和积压需求释放共同拉动下，三季度各月汽车零售额均实现两位数高增——当月同比增速均值达到 11.8%，对整体商品零售产生重要支撑。

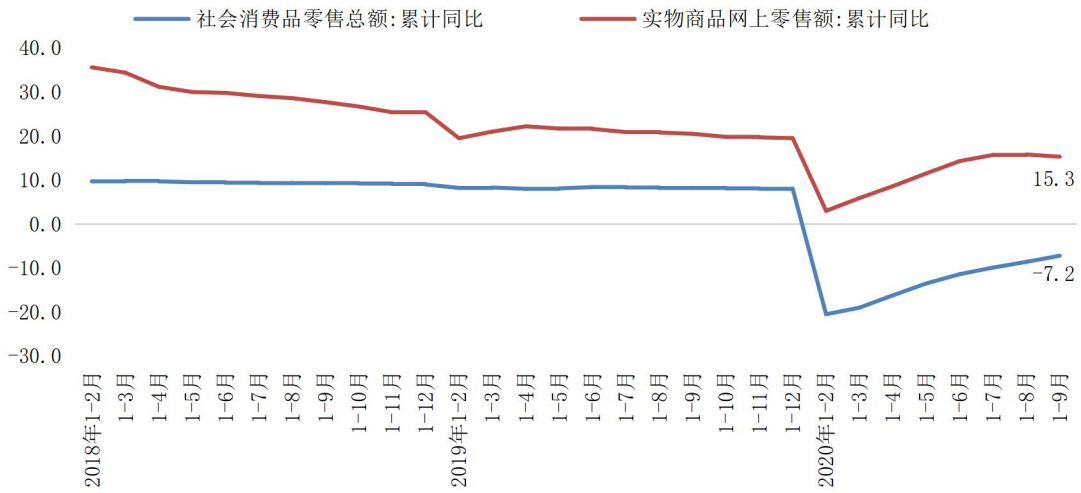
图 12　限额以上批发和零售业零售额累计同比增速 %



资料来源：WIND

随着居民线下消费活动恢复，近期线上消费增速有所放缓。由于疫情期间居民线下消费活动受到限制，不少线下商家转战线上，微商电商、网络直播等新模式、新业态迅速发展，今年以来，线上消费对稳定整体消费大局发挥了重要作用。不过，随着居民线下消费活动基本恢复，近期线上消费增速有所放缓。前三季度实物网上商品零售额累计同比增长 15.3%，增速较上半年加快 1.0 个百分点，但较 1-8 月下滑了 0.5 个百分点，仍比同期社零累计增速高出 22.5 个百分点。

图 13　社会消费品零售总额及实物商品网上零售额同比增速，%



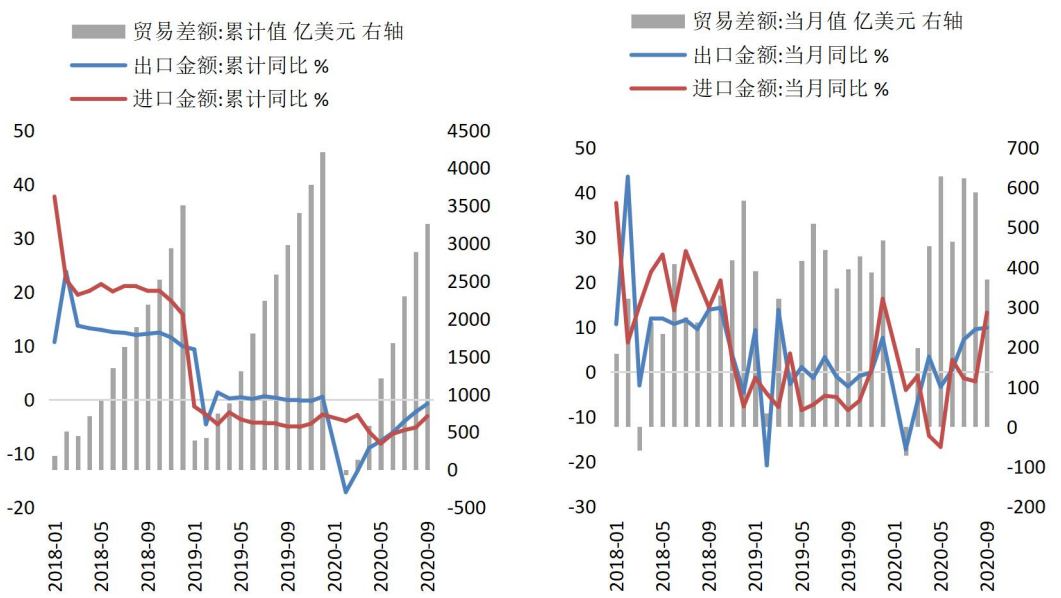
资料来源：WIND

（五）进出口

进出口同步改善，三季度我国对外货物贸易加速回升。以美元计价，前三季度我国出口贸易额累计同比下降 0.8%，进口额下降 3.1%，降幅较上半年分别收窄 5.4 和 3.3 个百分点。进出口同步改善带动下，前三季度我国货物贸易进出口总值同比下降 1.8%，降幅较上半年收窄 4.5 百分点。其中，三季度进出口总值同比增长 6.3%，增速较二季度加快 10.6 个百分点。

贸易差额方面，二季度以来，由于出口表现强于进口，我国货物贸易顺差同比高增，加之服务贸易逆差收窄，净出口对经济增长形成正向拉动。具体来看，前三季度我国货物贸易顺差累计 3260.5 亿美元，同比增长 10.8%。其中，三季度货物贸易顺差累计 1582.5 亿美元，环比扩大 2.3%，同比扩大 34.3%。

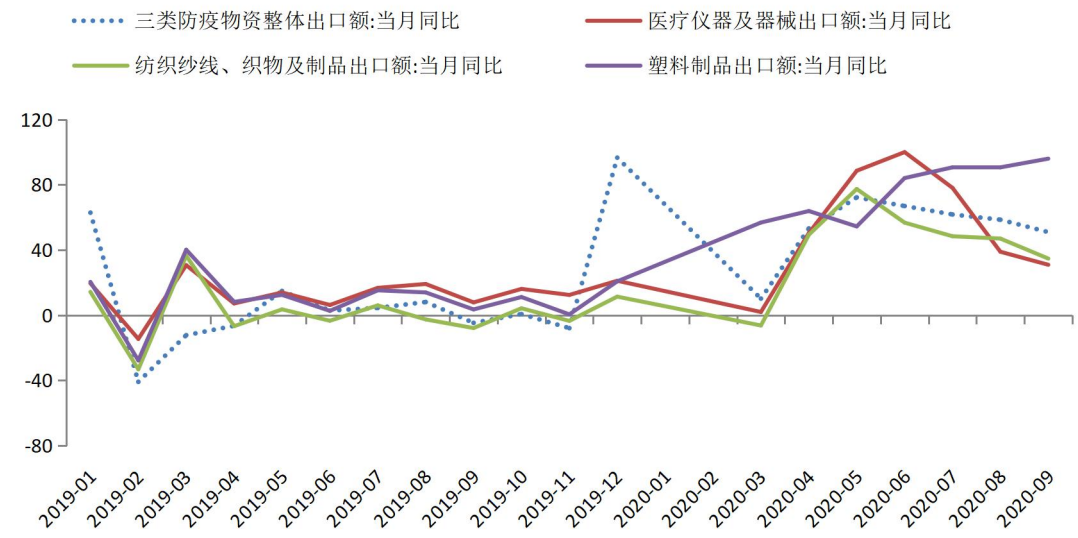
图 14　以美元计价进出口增速及贸易顺差



资料来源：WIND

三季度我国出口贸易进一步走强。据测算，三季度我国出口贸易额同比增速在二季度微幅转正基础上进一步加速。以美元计价，当季出口额同比增长 8.8%，增速较二季度加快 8.7 个百分点。主要原因是海外疫情仍处在高位平台期，而我国疫情已得到稳定控制，国内产能修复进度优势明显。在欧美各国普遍实施大规模经济刺激计划，需求端逐步恢复的背景下，我国出口正在成为弥补海外供需缺口的重要因素。同时，三季度以口罩及医疗仪器为代表的防疫物资出口保持高增，对整体出口增速仍具有较强的正向拉动作用。

图 15　防疫物资出口成为 4 月以来拉动出口增长的重要因素，%



资料来源：WIND

三季度我国对主要市场出口表现有所分化，对美国和东盟出口表现亮眼。发达经济体方面，三季度各月我国对美国出口额保持两位数高增，当季对美出口额同比增长 17.7%，增速较上季度大幅加快 16.7 个百分点。主要原因有三：一是上年同期经贸摩擦影响加剧，出口

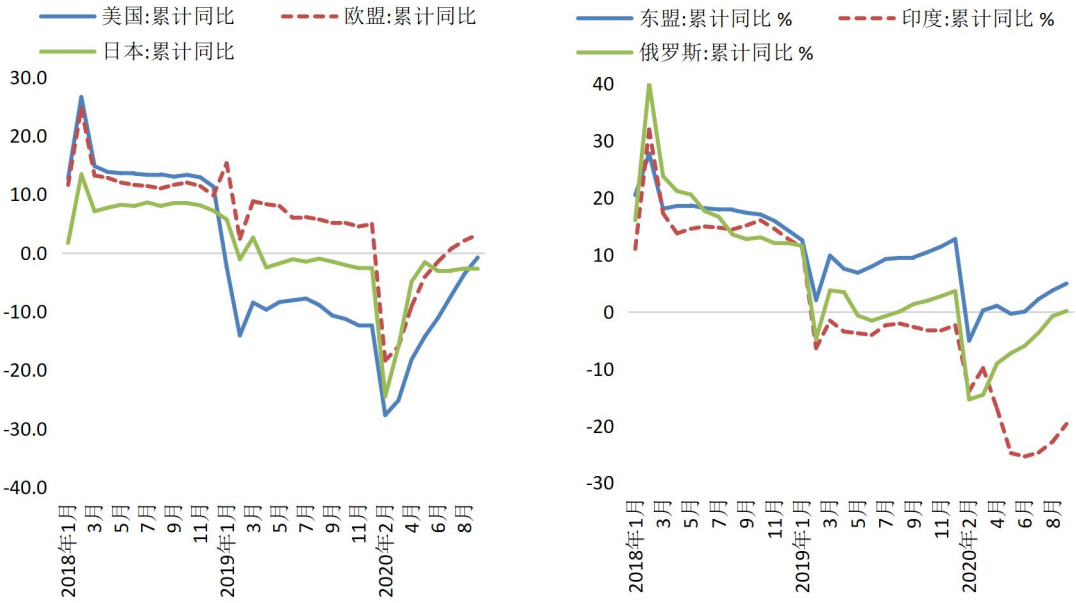
基数大幅走低；二是前期美国国内实施大规模财政救助计划，其中包括对每个成年人提供1200 美元补贴等举措，这带动美国国内消费需求反弹速度明显快于产能修复；三是作为我国对美出口的主要竞争对手，当前墨西哥、土耳其、印度等国疫情仍处高发状态，产能修复较为缓慢，这使得我国商品在美市场份额显著扩大。

不过，近期欧盟地区疫情明显反弹，三季度我国对欧盟出口额同比下降 5.8%，降幅较上季度扩大 2.7 个百分点。三季度我国对日本出口也转为负增，当季出口额同比下降 1.8%，增速较上季度恶化 12.2 个百分点，也与当地疫情未得到彻底控制，经济复苏疲弱有关。

新兴市场方面，三季度当季我国对东盟出口额同比增长 13.8%，增速较上季度加快 13.8 个百分点。今年以来，东盟已反超欧盟，成为我国第一大出口市场，与这一区域疫情形势较为稳定、经济所受冲击相对较小直接相关。另外，近期我国对东盟地区的越南、印尼等国机械设备出口增速较快，也不排除存在一定产能外迁因素。

三季度我国对印度出口额同比下降 9.9%，降幅较上季度收窄 29.8 个百分点，其中，9 月我国对印度出口年内首次恢复同比正增长，增速为 4.0%，上年同期基数大幅下行是一个主要推动因素。另外，当前印度每日新发病例处于全球首位，国内生产重启阻力很大，短期内或将支撑我国对印出口。三季度我国对俄罗斯出口额同比增长 10.7%，增速较上季度加快 8.3 个百分点。近期俄罗斯国内疫情再现反复，预计年内对我国商品进口需求不会明显减弱。

图 16　我国对主要经济体出口额（美元）增速 %

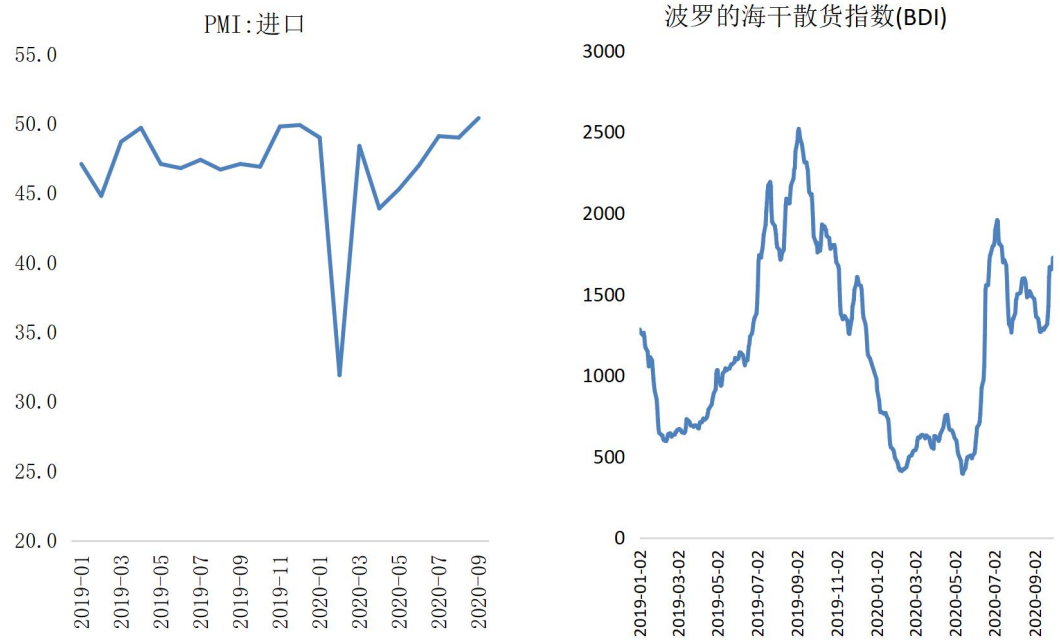


资料来源：WIND

内外需共振下，三季度进口增速大幅回升。据测算，三季度我国进口贸易额同比增长 3.2%，扭转上半年同比负增状态，增速较二季度大幅回升 12.9 个百分点。这与当季制造业 PMI 进口指数的改善及 BDI 指数的抬升相印证。其中，9 月进口额同比增速录得超预期的

13.2%，创下年内单月最高增速。

图 17　制造业 PMI 进口指数和 BDI 指数走势

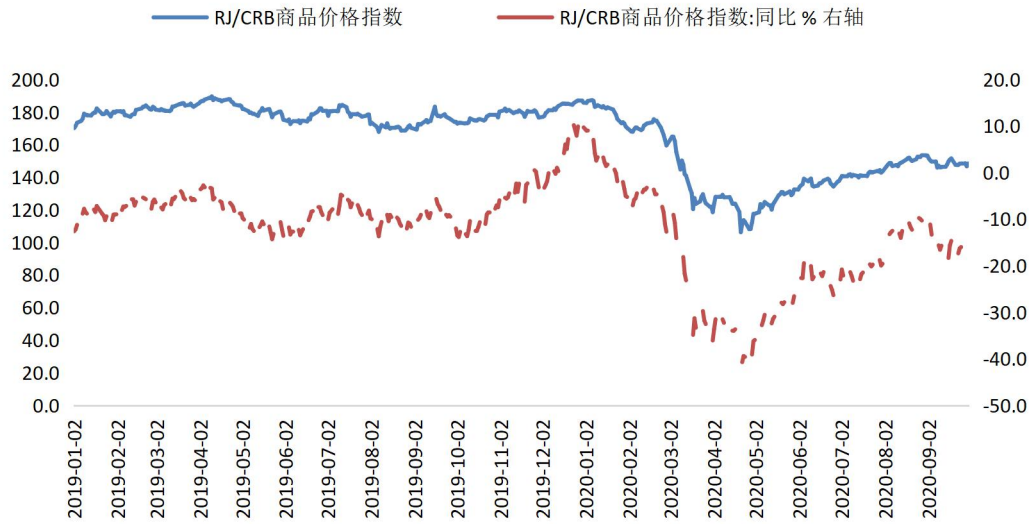


资料来源：WIND

三季度进口增速回升的核心原因在于，国内投资、消费延续回暖，内需持续改善；同时，出口增速进一步加快，这对相关原材料和中间品进口也有较强拉动。另一个重要原因在于，6 月以来，人民币持续升值，9 月美元兑人民币中间价均值为 6.81，与 5 月相比，平均升值幅度达到 4.2%。人民币升值利好国内进口企业成本下降，也会在一定程度上提振企业进口需求。

此外，5 月以来，各国重启经济使得需求前景改善、OPEC+严格执行限产等因素推动油价回升，并带动大宗商品价格整体反弹。三季度 RJ-CRB 商品价格指数均值环比上行 15.0%，同比降幅较二季度收窄 13.3 个百分点至-16.4%。这意味着，与二季度相比，三季度价格因素对进口金额增速的拖累也有明显减弱。

图 18　大宗商品价格指数及同比增速



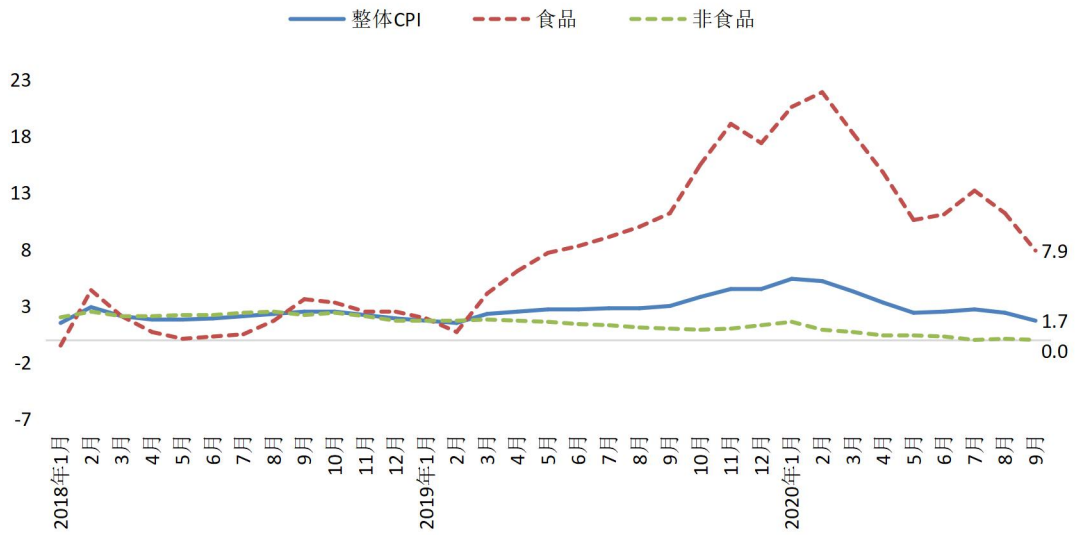
资料来源：WIND

（六）物价

主因猪肉价格涨幅下滑带动食品 CPI 回落，以及需求疲弱抑制非食品 CPI 上涨，三季度 CPI 同比增速整体下行。前三季度 CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年下滑 0.5 个百分点，显示三季度 CPI 涨势趋缓。主要原因是在 CPI 中权重较大的猪肉价格涨幅显著收窄，带动食品 CPI 同比涨幅收敛——前三季度食品 CPI 累计同比上涨 14.3%，涨幅较上半年下滑 1.9 个百分点。同时，非食品价格涨势也有所放缓。前三季度非食品 CPI 累计同比上涨 0.5%，涨幅较上半年回落 0.2 个百分点。整体上看，三季度食品和非食品价格“剪刀差”进一步收窄。

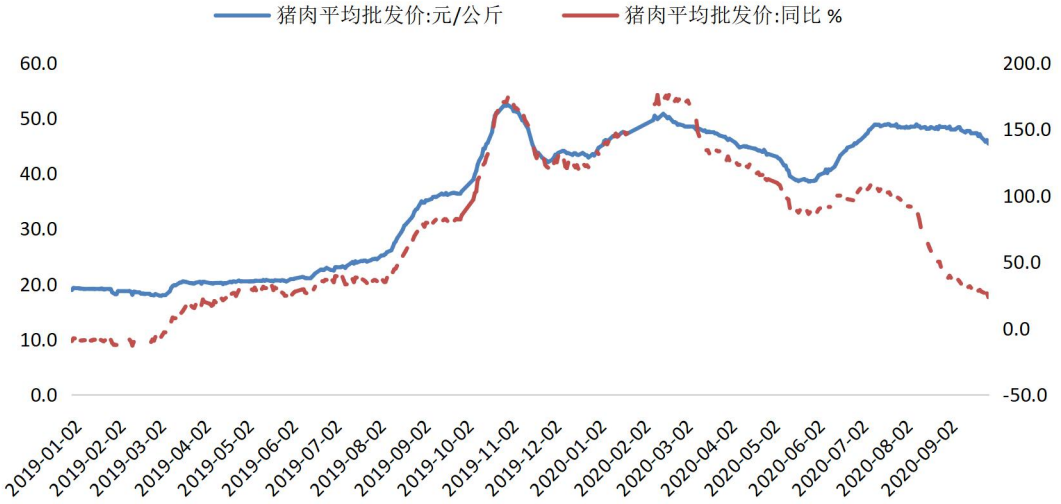
具体来看，在经历了 3-5 月涨幅的快速下行后，6 月餐饮业复工加大猪肉需求，加之洪灾影响供给，猪肉价格阶段性止跌反弹，带动 6-7 月 CPI 同比连续两个月小幅回升。8 月之后，伴随上年猪肉价格基数开始跳涨，国内生猪产能持续改善，猪肉价格同比涨幅大幅下行。同时，在疫情影响周期拉长背景下，居民消费心理仍比较谨慎，其他各类商品价格缺乏上涨动力，核心 CPI 徘徊在 2013 年有历史记录以来的最低水平附近。由此，8 月 CPI 同比重回下行通道，9 月 CPI 同比涨幅回落至 1.7%，时隔 19 个月重回“1 时代”。

图 19　CPI：当月同比　%



资料来源：WIND

图 20　猪肉价格及同比增速

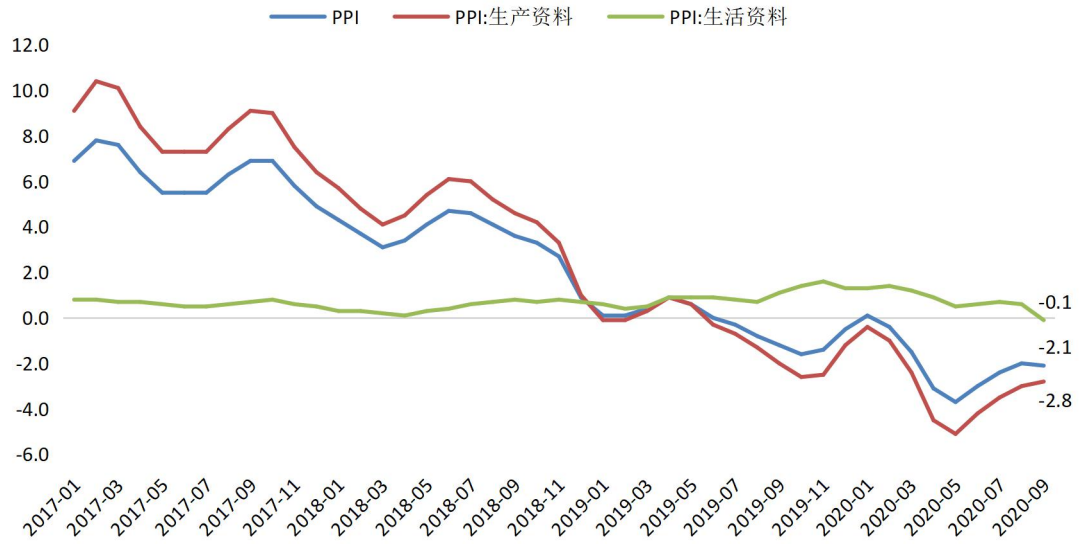


资料来源：WIND

三季度 PPI 继续处于通缩状态。前三季度 PPI 累计同比下跌 2.0%，跌幅较一季度扩大 0.1 个百分点，显示三季度 PPI 仍处通缩状态。分大类看，前三季度生产资料 PPI 累计同比下跌 3.0%，跌幅与上半年持平；生活资料 PPI 累计同比上涨 0.8%，涨幅较上半年下滑 0.2 个百分点。

与二季度大宗商品价格暴跌拖累生产资料 PPI 跌幅扩大，进而导致 PPI 通缩加剧有所不同，三季度生活资料 PPI 涨势走弱对 PPI 的拖累更加明显。具体看，三季度国际油价波动回升，国内基建、地产等相关建筑链条景气度较高支撑工业品价格回暖，带动生产资料 PPI 环比上涨，当季各月同比跌幅也较上季度有所收窄；但在供给基本恢复、终端需求依然偏弱，以及前期上游价格下跌向下游传导等因素影响下，三季度生活资料 PPI 环比上涨动力不足，同比涨幅也较二季度有所放缓。

图 21　PPI：当月同比 %



资料来源：WIND

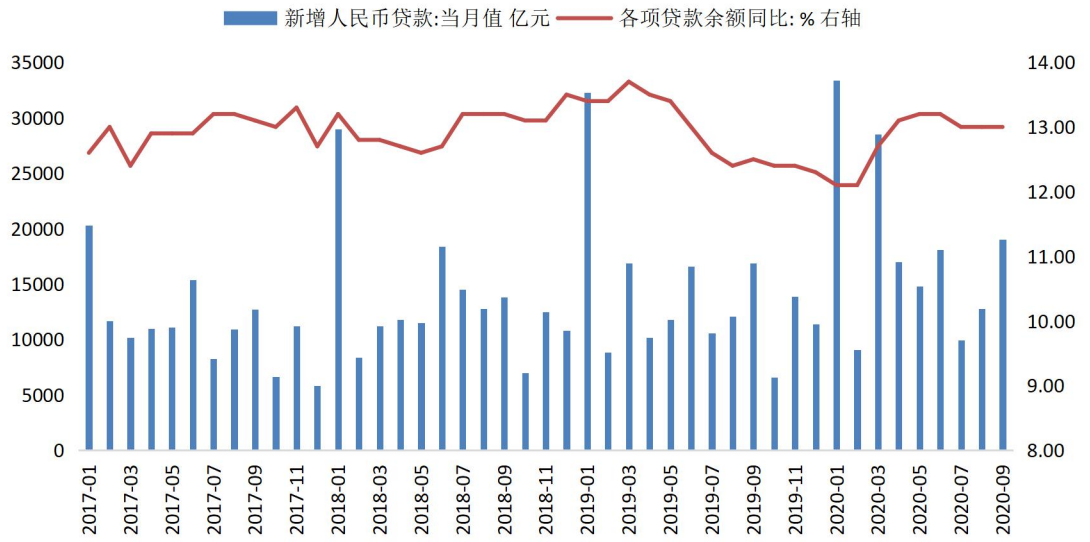
从月度走势看，7-8 月 PPI 通缩边际好转，月度同比跌幅连续小幅收窄。但 9 月 PPI 同比跌幅再度走阔，表现逊于预期。一方面，受大宗商品价格波动、供需状况、市场预期变化等内外部因素影响，9 月工业品价格整体冲高回落。在此背景下，当月生产资料 PPI 环比上涨动能趋弱，但因基数走低，同比跌幅继续收窄。另一方面，9 月生活资料 PPI 环比、同比同步转跌，是拖累当月 PPI 整体修复进程被打断的主要原因。这一方面与农畜产品等原材料价格下跌有关，但更为关键的是，生活资料价格走势低迷折射出当前终端消费依然偏弱

二、宏观经济政策环境

（一）信贷、社融及货币政策

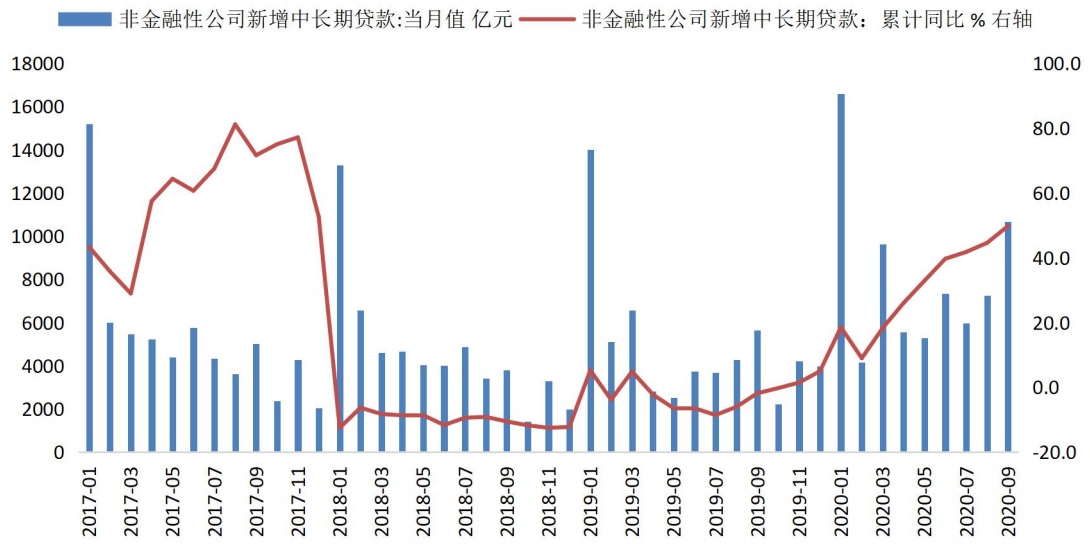
信贷方面，三季度累计新增人民币贷款 4.4 万亿元，同比增长 12.6%。其中，7 月实体经济融资需求不足叠加房企融资环境收紧，当月信贷大幅少增，表外融资显著多减，拖累新增社融规模远低预期；8 月新增表外票据融资及新增人民币贷款大幅反弹，房地产调控收紧对信托贷款冲击有限，新增社融规模大幅回升；9 月新增人民币贷款环比季节性多增，同比多增则主要受企业和居民中长期贷款拉动。其中，支持实体经济的企业中长期贷款超预期高增，显示出宽信用精准化调整的特征；而在商品房销售放缓背景下，新增居民中长期贷款仍创下疫情以来单月最高，则与前期部分商品房销售的按揭贷款滞后发放有关。

图 22　新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

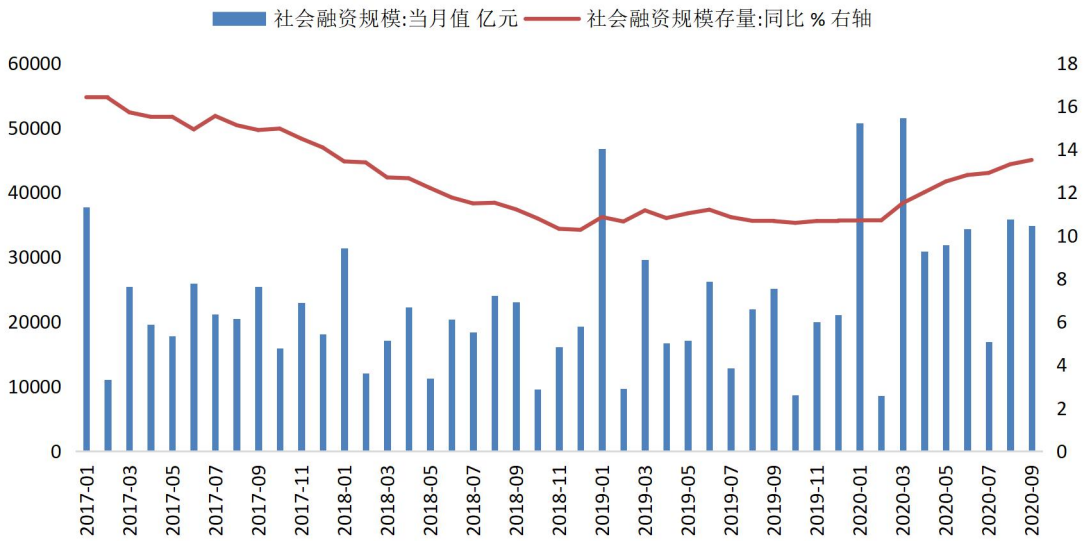
图 23 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND

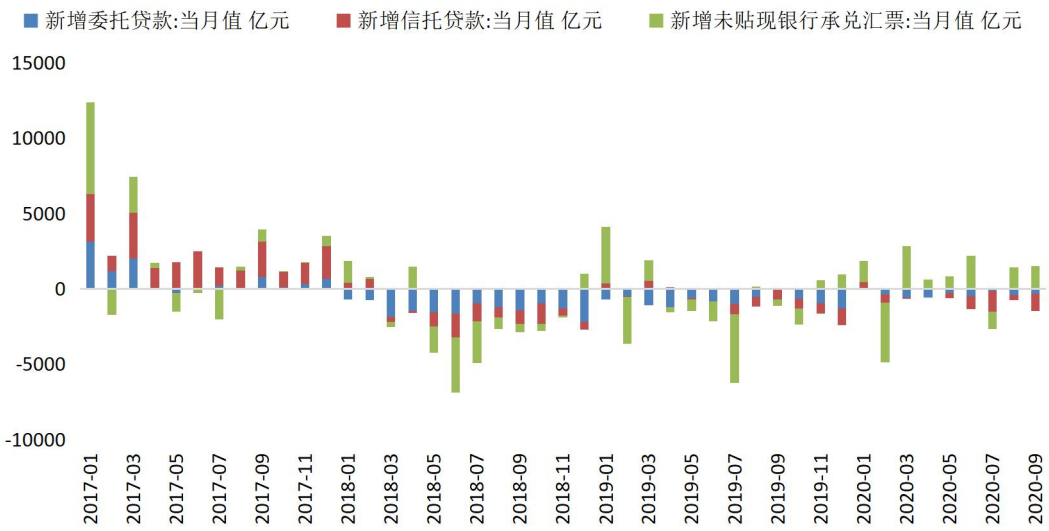
社融方面，前三季度社融规模为 29.62 万亿元，同比增长 43.7%，其中三季度当季社融规模为 8.8 万亿，同比增长 46.8%。分月来看，7 月新增人民币贷款季节性回落，短贷大幅走低拖累贷款增量不及预期，企业中长期贷款同比依然负增，实体经济融资需求持续低迷；8 月短期扰动消退，企业短期贷款及表内票据融资恢复正增，政策引导带动企业中长期贷款增速加快，当月新增人民币贷款扭转了上月大幅少增的局面；9 月社融环比少增，主要受新增政府和企业债券融资规模环比萎缩，以及房地产融资政策收紧导致信托贷款大幅多减影响；同比多增近万亿，大幅超过市场预期，则主要源于人民币贷款、政府债券融资和表外票据融资三项新增规模同比扩大。

图 24　社会融资规模增长状况



数据来源：WIND

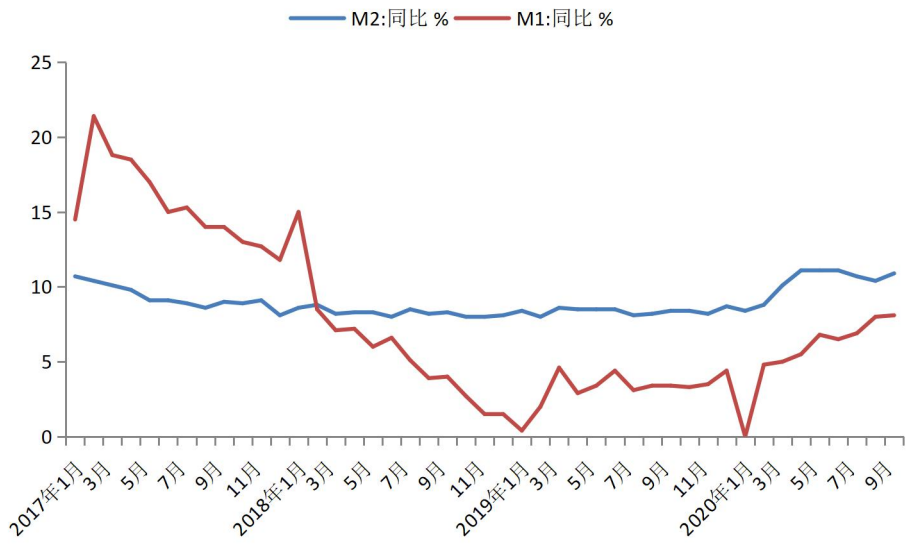
图 25　表外融资增量变化



数据来源：WIND

货币供应量方面，9 月末 M2 同比增长 10.9%，增速比上月末加快 0.5 个百分点，比上年同期加快 2.5 个百分点，直接原因在于前期政府债券大规模发行，季末财政支出力度显著加大，导致 9 月财政存款下降约 8300 亿，对 M2 增速起到明显拉动作用。另外，9 月企业贷款大幅多增，带动当月企业存款大幅增加，也是推动 M2 走高的一个原因。整体上看，尽管 9 月末 M2 增速反弹幅度略高于市场预期，但并未改变下半年以来稳中有降态势。这体现了疫情冲击高峰过后，监管层强调“总量适度，坚决不搞大水漫灌”的政策目标。

图 26　M2 与 M1 增速



数据来源：WIND

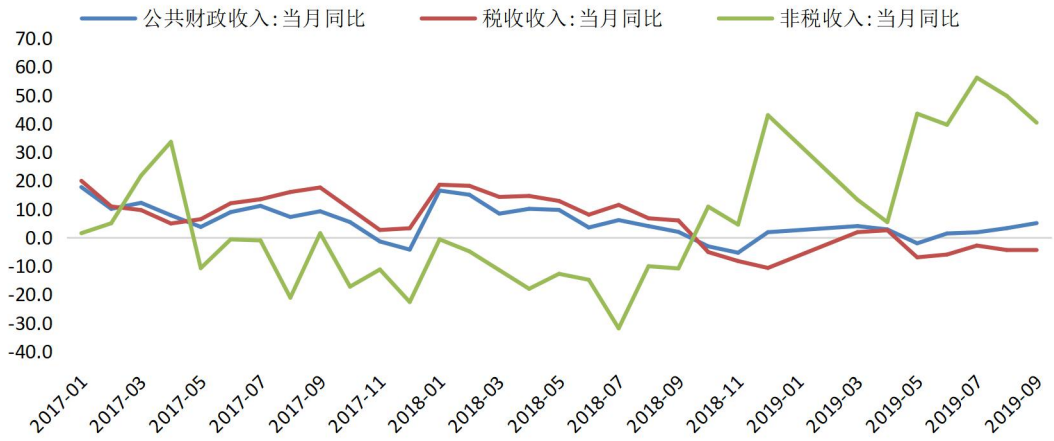
9 月末，M1 同比增速较上月末加快 0.1 个百分点至 8.1%，创近 30 个月以来新高，比上年同期大幅加快 4.7 个百分点。我们认为，9 月末 M1 增速持续上扬主要源于以下几点：首先，疫情高峰后经济修复推进，各类市场主体业务活动增强。其次，前期信贷大规模流向企业后，企业手中的活期存款也在增加。最后，高频数据显示，9 月全国 30 个大中城市商品房销量同比增速下滑，但仍保持正增长。这意味着当月房企活期存款继续处于较高水平，近期房地产调控收紧尚未对 M1 增速起到明显拖累作用。

（二）财政收支与财政政策

1-9 月累计财政收入同比增长 3.3%，增速较上年同期下滑 5.4 个百分点。其中，税收收入同比下降 0.4%，增速较上年同期大幅下滑 13.1 个百分点，主要原因是减税政策效果持续显现，相关经济活动增速放缓，以及 PPI 同比涨幅收敛；非税收入同比增长 29.2%，增速较上年同期提高 42.0 个百分点，除低基数影响外，也受到央企利润上缴，以及中央和地方财政多渠道盘活国有资金和资产筹集收入等因素拉动。

值得一提的是，三季度财政收入增速整体回升。当季财政收入同比增长 3.2%，增速较上季度提高 2.5 个百分点，主要体现非税收入高增的拉动作用——当季非税收入同比增长 46.8%，增速大幅高于上季度的 30.6%；同期税收收入同比下降 3.7%，降幅较上季度扩大 0.3 个百分点，除个人所得税收入降幅较上季度有所收敛外，增值税、企业所得税、消费税等其他关键税种收入增速均有所下滑。

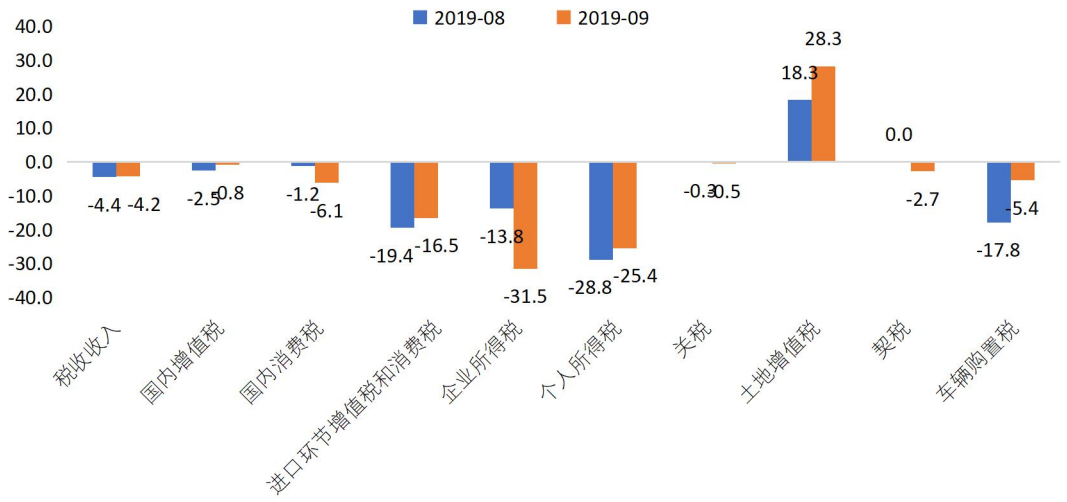
图 27　财政收入增速变化情况（当月同比，%）



数据来源：WIND

注：2020 年 2 月数据为 1-2 月累计值。

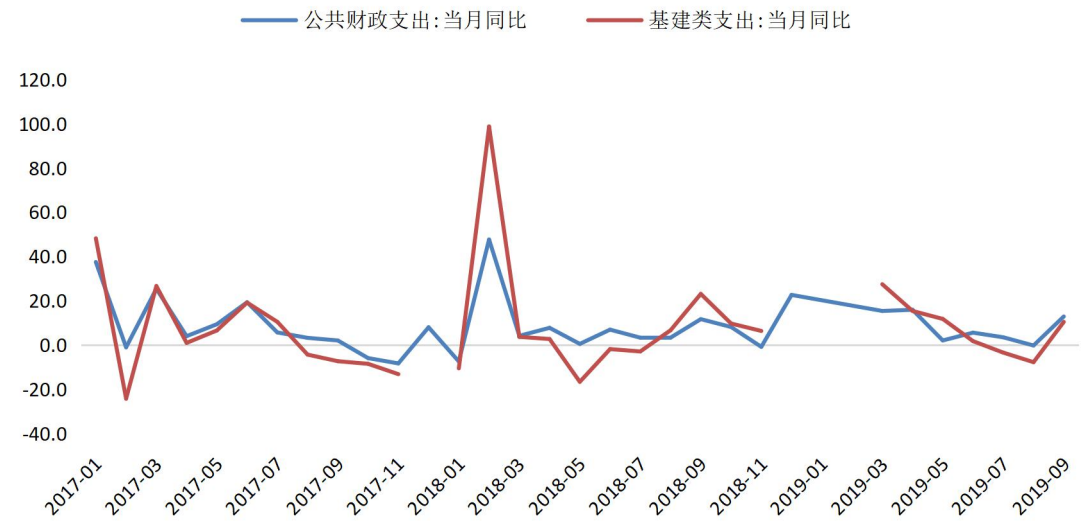
图 28　主要税种收入增速变化 %



数据来源：WIND

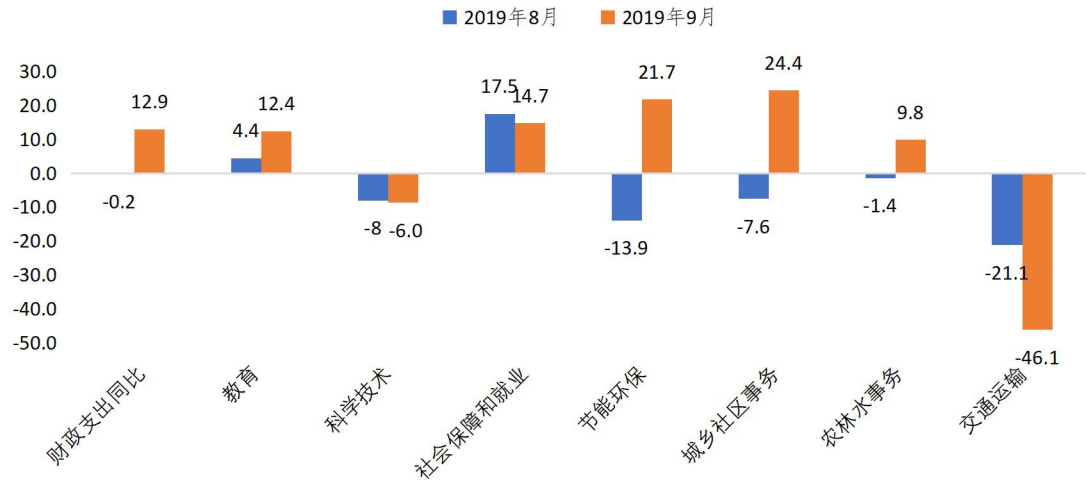
支出方面，1-9 月累计，财政支出同比增长 9.4%，增速较去年同期加快 1.9 个百分点。其中，民生类支出增速涨跌互现，而在稳增长需求上升背景下，基建类支出增速全面反弹——1-9 月城乡社区支出累计同比增长 12.6%，增速较去年同期加快 5.1 个百分点，农林水事务支出增长 8.7%，增速较去年同期加快 2.6 个百分点，交通运输支出增长 8.5%，增速较去年同期加快 5.4 个百分点。从三季度来看，当季财政支出同比增长 6.5%，增速较上季度下滑 0.6 个百分点，较一季度下滑 8.5 个百分点。今年前三季度财政支出增速前高后低特征明显，这一方面反映支出节奏前移的影响，另一方面也因支出发力的后劲受到收入端增速下滑的制约，尤其是地方政府面临较大的财政收支压力。

图 29　财政支出增速变化情况（当月同比，%）



数据来源：WIND

图 30　主要财政支出项目增速变化 %



数据来源：WIND

三、展望

四季度 GDP 增速将向 6.0%左右的潜在增长水平回归，全年 GDP 增速将达到 2.2%左右。展望四季度，固定资产投资增速将加快至 10%左右，其中基建投资增速还有较大提升空间，制造业投资将保持同比正增长，房地产投资增速则将回落至个位数，投资结构趋于改善。同时，四季度消费修复还将稳步推进，出口转弱的可能性不大。由此，预计四季度 GDP 同比有望向 6.0%左右的潜在增长水平靠拢，全年 GDP 增速将达到 2.2%左右。

投资方面，综合考虑三大类投资在四季度的演化趋势，我们预计四季度固定资产投资增速将加快至 10%左右，继续在稳定宏观经济运行中发挥中流砥柱作用。

具体来看，伴随地方专项债等资金到位，加之上年基数明显走低，四季度基建投资增速会有进一步上升空间，并将成为拉动当季整体投资增速升至 10%左右的关键因素。同时，四

季度PPI通缩态势将随大宗商品价格回暖而有所好转，出口有望保持强势，制造业利润也将延续同比正增长，政策面还会继续加大对制造业的扶持力度，由此，预计年底前月度制造业投资增速会继续保持正增长。

不过，四季度房地产投资增速有可能拐头向下，同比增长水平将回落至个位数。主要原因在于近期以“三条红线”为代表的房企融资限制收紧，以及新增房贷占整体新增贷款比重不得超过30%的规定也将对居民房贷有所限制。在房地产调控趋紧的背景下，四季度居民房贷可能出现同比少增局面，房地产市场降温将向投资端迅速传导。

消费方面，在经济延续修复和各项促消费政策发力共同作用下，四季度社零增速还有回升空间。但考虑到前三季度居民实际收入仅现微幅增长、消费信心虽边际回升但仍处较低水平，以及疫情期间积压需求已集中释放和基数的走高，可能导致前期对社零回暖起到重要拉动作用的汽车销售增速放缓，四季度社零增速持续大幅跳升的可能性不大。预计年底仅能回升至4%-5%的单月同比增长水平，这也意味着全年累计增速难以转正，仅将在-4.5%左右。

出口方面，近期国内制造业PMI中的“新出口订单指数”持续回升，并已在8月重返扩张区间，意味着短期内我国出口增速仍有支撑，四季度出口同比有望继续保持较快正增长。另外，当前全球疫情第二波正在从西欧等地扩散，意味着主要经济体产能修复过程也将随之放缓；目前来看，疫情第二波对各国消费的影响或将有限。综合判断，年内海外供需缺口将继续对我国出口形成带动效应。

不过，当前世界经济正处于严重衰退过程，全球贸易也在同步衰退。作为全球头号贸易大国，我国出口在这样一种不利环境下能够保持正增长，主要得益于全球疫情高发期间的临时性因素。未来伴随疫苗的开发和部署，其他国家产能修复步伐会明显加快，加之预计后期全球经济复苏过程将较为缓慢，届时我国出口韧性或将面临较大挑战。我们认为，这也是商务部等政府相关部门持续出台稳外贸、推动出口转内销等措施的原因。

进口方面，四季度国内经济增速还将向着潜在增长水平回升，投资和消费增速有望进一步加快，这将对进口起到重要支撑作用。但另一方面，近期宏观政策逆周期调节力度不再加码，房地产调控升级等措施陆续出台，后续经济回升幅度将进一步放缓。从价格来看，目前全球经济复苏势头正在减弱，欧美疫情反弹，将压制以原油为代表的大宗商品价格上升空间。在前期价格上涨的滞后影响减退后，价格因素对进口增速的支撑也将减弱。同时考虑到去年同期基数走高，我们判断四季度进口额将呈现5%左右的小幅正增长状态，9月两位数高增势头难以持续，预计10月进口增速即将有明显回落。

物价方面，预计四季度CPI将向“零值”附近回落，PPI将难以摆脱通缩状态。四季度猪肉价格同比涨幅还会显著下行，并将带动食品价格涨幅继续回落，加之非食品价格短期内仍难以出现明显上行走势，预计CPI同比涨幅将延续下行，年底有可能向“零值”收敛。这意味着今年实现将CPI涨幅控制在3.5%以内的目标已没有悬念。

此外我们预计，四季度PPI走势将呈现经济修复、工业品通缩好转的趋势。但目前全球经济复苏势头正在减弱，欧美疫情反弹，将压制油价上升空间，加之国内政策回归常态、房企融资政策收紧，预示后续PPI新涨价动能趋弱。同时考虑到四季度PPI翘尾因素稳定在零附近，预计年底PPI同比实现转正的难度较大。

金融方面，9月25日央行三季度例会继续强调“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向”，最新LPR已连续6个月维持不变。10月21日央行行长易纲在金融街论坛上指出“货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观宏观研究报告杠杆率波动，未来我国将尽可能长时间实施正常的货币政策”，反映出货币边际继续转松的可能性较低。不过，1-9月新增人民币贷款已累计16.3万亿，距离易纲行长提到的全年新增近20万亿的目标尚余3.7万亿，暗示四季度月新增人民币贷款月均值需在1.2万亿左右。同时我们判断，四季度新增社融规模将为5.4万亿，全年新增规模有望达到35万亿，比上年多增9.5万亿左右。这表明，在经济尚未回到合理区间且通胀下行的背景下，短期内货币政策大概率将继续保持中性，紧货币过程不会对宽信用产生明显影响。结构方面，四季度制造业及中小微企业融资将继续受到政策倾斜，但房地产融资将明显收紧。

财政方面，预计四季度还可能有针对企业的减税措施出台，全年减税规模有望超过2万亿元。但四季度经济增速有望企稳，且去年同期基数偏低，财政收入增速将会有所回升。同时，当前稳增长的重要性正在提升，各地项目上马速度加快，年末冲量背景下预计支出增速将高于三季度。值得一提的是，10月9日，国务院印发《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，明确保持增值税央地“五五分享”比例稳定、调整完善增值税留抵退税分担机制、后移消费税征收环节并稳步下划地方等改革措施，这将有利于缓解地方财政收入端的压力，进而带动地方财政支出的增长。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。