

经济恢复由政策驱动向内生动能转换

——2020 年 1-11 月宏观数据点评

宏观点评

核心观点：

从经济恢复动能看，11月当月政策敏感型需求基建、房地产投资稳中有降，但经济内生动能出口、消费、制造业投资均出现明显回升，表明经济增长动能正由政策驱动向内生动能转换，预计四季度经济将加快向潜在增速回归，全年有望实现2.1%左右的正增长。

摘要：

- **工业增加值：出口带动作用显著，装备制造业是生产走强主因。**11 月份规模以上工业增加值同比增长 7.0%，增速较上月加快 0.1 个百分点，连续四个月高于去年同期值。其中，受益制造业投资与机电产品出口大幅改善，中游装备制造业增加值同比增长 11.4%，快于全部工业 4.4 个百分点，是工业生产保持强劲的最主要支撑；此外，外企增加值增速升至 8.3% 的高位，也进一步验证了出口对工业生产的带动作用明显。但政策退潮下，本月上游原材料制造业生产有所放缓；消费修复偏弱，对下游消费品制造业生产的拉动作用亦有待加强。结构上，高技术制造业生产维持较快增长，1-11 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 2.1%。**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；二是制造业接棒基建和房地产，投资向上恢复势头不变；三是海外疫情反弹下“中国生产、全球消费”的模式得以延续，全年人民币计价出口增速有望实现 5% 左右的增长。
- **消费：汽车、通讯等升级品类支撑社零继续改善，但全面恢复仍需时日。**11 月份社零同比增长 5.0%，增速较上月继续提高 0.7 百分点，但增幅连续两个月放缓，消费恢复情况仍不及市场预期。其中，受益双十一促销叠加刺激政策加码，汽车消费连续五个月双位数增长，通讯器材、化妆品等其他升级类消费增速均在 20% 以上，是本月社零改善的主要支撑；但国内多地出现散发疫情，居民外出就餐意愿下降，餐饮收入增速再度转负对消费形成重大拖累；此外，代表低收入群体消费的限额以下消费增速放缓，也不利于消费全面改善。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的共同影响下，消费继续渐进改善无悬念，但疫情未退、居民收入弱修复、房地产挤占效应犹存，但消费全面修复至疫前水平仍需时日。
- **投资：制造业支撑作用增强。**一是在国内消费需求回暖、出口订单增多、政策效果显现、新旧动能转换加速等多因素共同作用下，11 月制造业投资增长 12.5%，较上月大幅提高 8.8%。预计在企业盈利改善和政策支持加码的叠加作用下，制造业投资增速降幅将继续收窄，但年内难以转正。二是在优质项目缺乏、财政资金分流以及地方财政紧约束的叠加影响下，1-11 月基建投资增速依然低位运行，低于年初一致预期。预计随着经济修复动能切换至内生动能，基

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

建逆周期必要性降低，且地方财政“六保”、“六稳”压力依然较大，基建投资大概率继续平稳运行，难有大幅上涨。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，房地产投资增速有望边际趋缓。

- **政策展望：货币“缓退坡”，财政重民生。**随着经济增长势头进一步巩固，国内经济“爬坡”与政策“退坡”格局延续。预计流动性“紧平衡”、政策缓退坡已成货币政策主基调，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，随着经济动能由“逆周期”切换至“顺周期”，未来财政政策大概率边际退出。预计明年官方赤字率调降至3%左右，同时不再发行特别国债，专项债券额度也收缩至疫情前水平，但财政支出结构将向制造业和民生领域倾斜，整体财政对实体的支撑力度仍强。

目 录

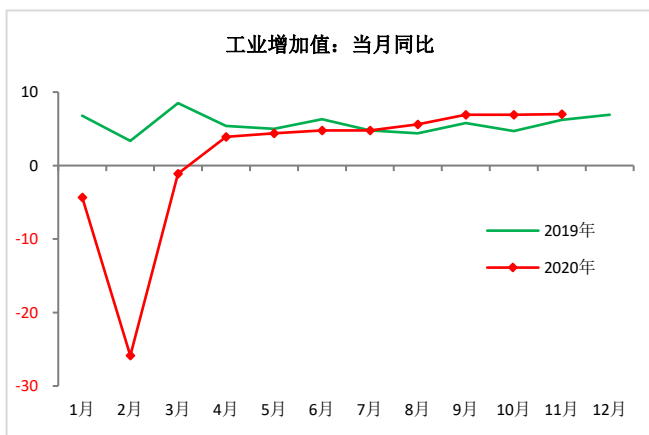
一、工业增加值：出口带动作用显著，装备制造业是生产走强主因	4
二、国内生产总值（GDP）：预计四季度增长 6.0% 左右，全年约增长 2.1%	5
三、消费：继续渐进改善，但全面修复仍需时日	7
（一）升级类消费品支撑社零继续改善，餐饮和低收入群体消费则均放缓	7
（二）消费继续渐进改善无悬念，但全面修复仍需时日	8
四、投资：制造业支撑作用增强	8
（一）消费和出口带动制造业投资增速显著提高	9
（二）逆周期必要性降低，基建难有大幅回升	10
（三）房地产投资增速处于“爬坡见顶”、稳中趋缓阶段	11

正文:

一、工业增加值：出口带动作用显著，装备制造业是生产走强主因

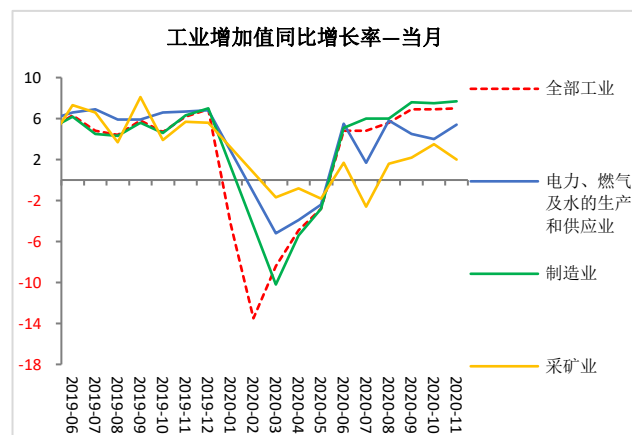
1-11 月份规模以上工业增加值同比增长 2.3%，较 1-10 月份提高 0.5 个百分点，较去年同期降低 3.3 个百分点。其中，11 月当月增长 7.0%，增速较 10 月加快 0.1 个百分点，连续四个月高于去年同期值（见图 1），显示生产供给端增长势头依旧强劲。

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

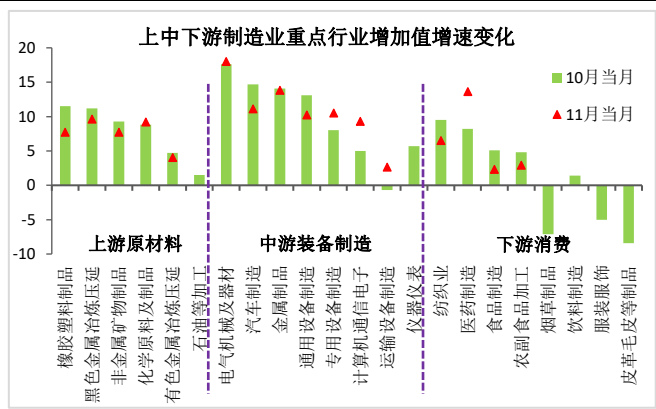
注：2 月份数据为 1-2 月累计增速

从三大门类看，制造业生产增速高位抬升是主要贡献力量。11 月制造业增加值同比增长 7.7%，增速较上月和去年同期分别提高 0.2 和 1.4 个百分点，高于同期全部工业 0.7 个百分点（见图 2），毫无疑问是支撑工业生产保持强劲的主动力（制造业营业收入占工业的比重达 90% 以上）。同期，受益年底财政资金加快投放，电力燃气及水的生产与供应业增加值增速亦回升较多，较上月提高 1.4 个百分点至 5.4%；但受去年基数大幅提高影响（去年 11 月采矿业增加值增速较上月大幅增加 1.8 个百分点），采矿业增加值增速有所放缓，较上月降低 1.5 个百分点至 2%。

分制造业行业看，中游装备制造业仍为主要支撑。如受益制造业投资与机电产品出口大幅改善，11 月规模以上中游装备制造业增加值同比增长 11.4%，增速较上月继续提高 0.6 个百分点，快于规模以上工业 4.4 个百分点，支撑作用尤为突出；同期下游消费品制造业增加值增速，也较上月有所加快达到 3%，但主要依靠医药制造业生产提速的贡献（医药制造业增加值较上月提高 5.4 个百分点，见图 3），服务业加快恢复、居民消费稳步回暖对消费品制造业的拉动作用仍有待加强；此外，本月上游原材料制造行业生产增速亦多数放缓，如上游橡胶塑料制品、有色金属冶炼压延、非金属矿物制品业增加值增速均较上月回落 1 个百分点以上（见图 3）。在国内 PPI 降幅持续收窄、企业利润明显改善的背景下，本月上游原材料制造业生产反而有所放缓，一方面源于上月相关行业修复较快、增速偏高，另一方面也反映出房地产与基建投资需求回落的拖累或已有所显现。

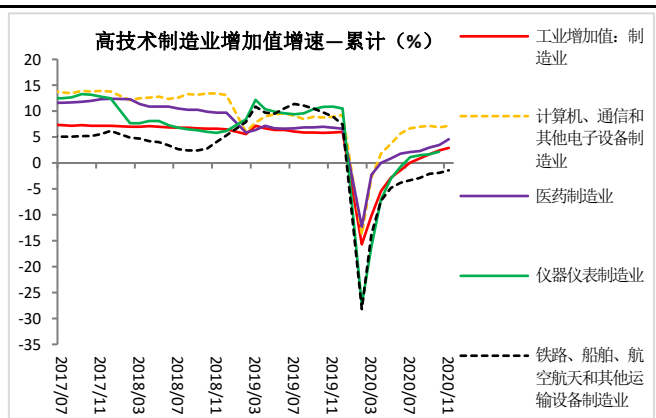
高技术制造业生产继续领跑，发展新动能持续增强。1-11 月份高技术制造业增加值增长 6.4%（见图 4），增速较 1-10 月份提高 0.5 个百分点，快于同期制造业 3.5 个百分点，国内新旧动能转换继续加快。从边际变化看，11 月当月高技术制造业增加值增速再度回升，较上月大幅提高 4.5 个百分点至 10.8%，其中计算机、通信及其他电子设备制造业和医药制造业生产增速均较上月大幅提高 4 个百分点以上（见图 5），为主要贡献力量。

图 3：中游装备制造业行仍为主要支撑



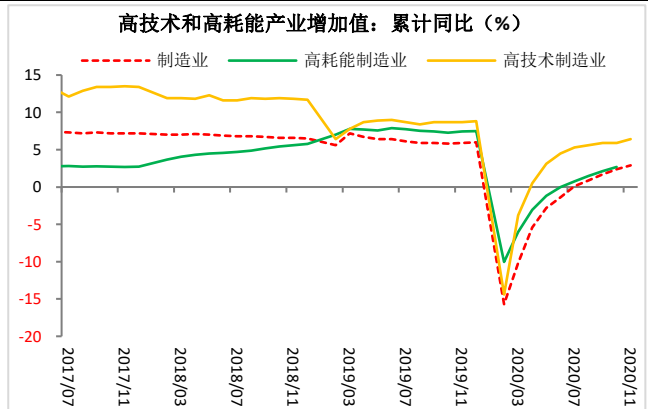
资料来源：WIND，财信研究院

图 5：高技术制造业行业增加值增速



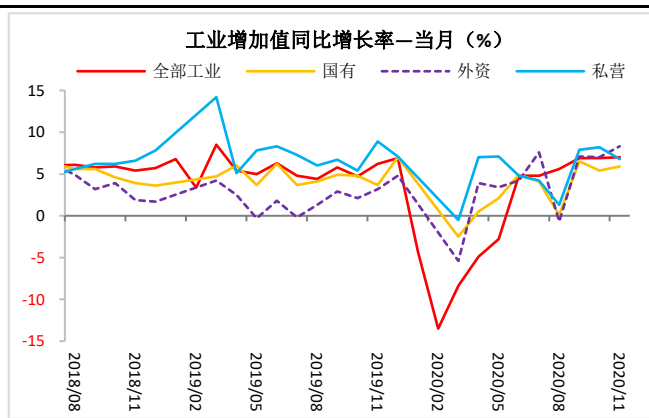
资料来源：WIND，财信研究院

图 4：高技术制造业生产继续领跑



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

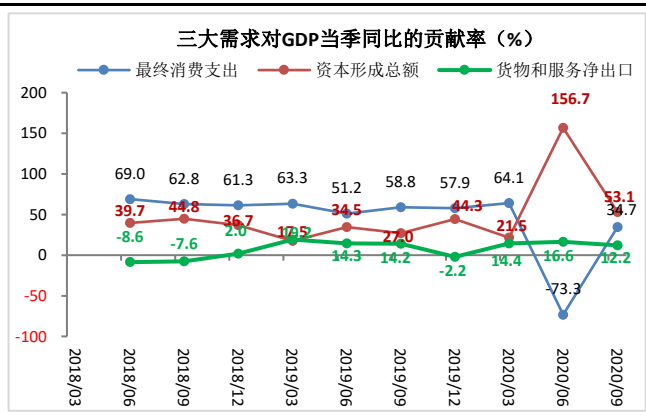
从企业登记注册类型看，出口强劲支撑外企生产继续提速，去年高基数致私企生产意外放缓。11 月份，外企、私企和国企增加值分别增长 8.3%、6.8%和 5.9%，增速较上月分别提高 1.3、降低 1.4 和提高 0.5 个百分点。其中，外企增加值增速大幅攀升至 8%以上，仍主要源于国内出口延续高景气度，带动相关企业生产加快，如 11 月份国内出口同比增长 21.1%，增速较上月大幅提高 10.3 个百分点。私企生产增速放缓，则主要受去年同期基数大幅提升的扰动影响，如去年 11 月份私企增加值增速较上期大幅调增 3.5 个百分点，导致今年 11 月份增速较上月意外回落，整体上私企生产依旧较为强劲，绝对增速也仍在 6.8%的高位；国企生产回升，大概率受益于财政资金投放提速，本月电力、燃气及水的生产和供应增加值增速明显改善，但上游原材料制造业生产增速回落对其的拖累值得关注。

二、国内生产总值（GDP）：预计四季度增长 6.0%左右，全年约增

长 2.1%

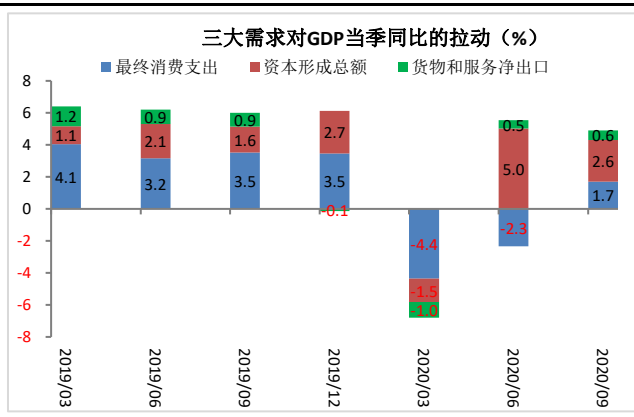
三季度 GDP 同比增长 4.9%，高于二季度 1.7 个百分点，经济呈现稳定恢复增长态势。从边际变化看，三驾马车中，经济复苏动能逐步由投资拉动切换至消费驱动，出口对经济的支撑也偏强。根据统计局数据，三季度当季，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口分别拉动 GDP 增长 1.7、2.6 和 0.6 个百分点，分别较二季度提高 4 个百分点、降低 2.4 个百分点和提高 0.1 个百分点（见图 8），消费支出的贡献明显提升。受新冠肺炎疫情冲击，需求端尤其是消费受到的影响较大，一二季度对 GDP 的拉动点数持续为负，但随着居民生活加快恢复，最终消费支出的贡献逐季改善、明显提升，同期资本形成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



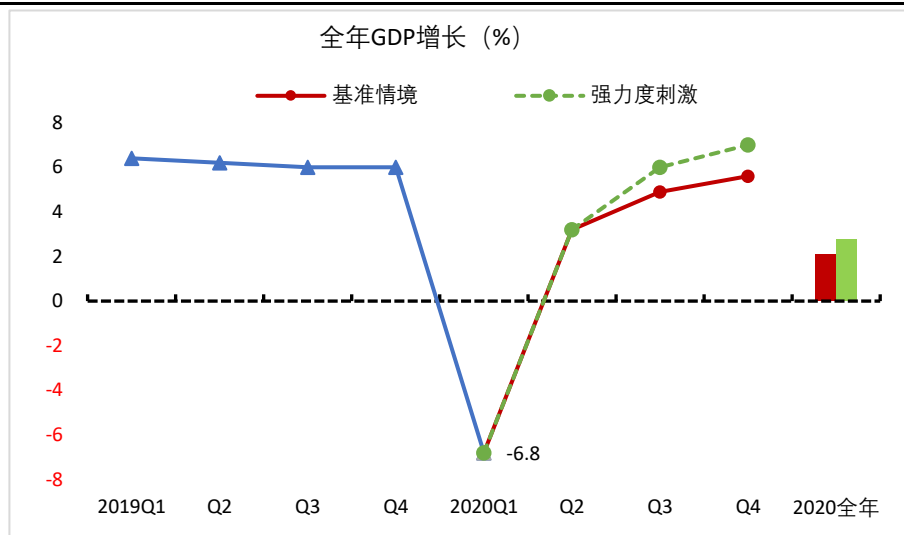
资料来源：WIND，财信研究院

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 2.1%。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。

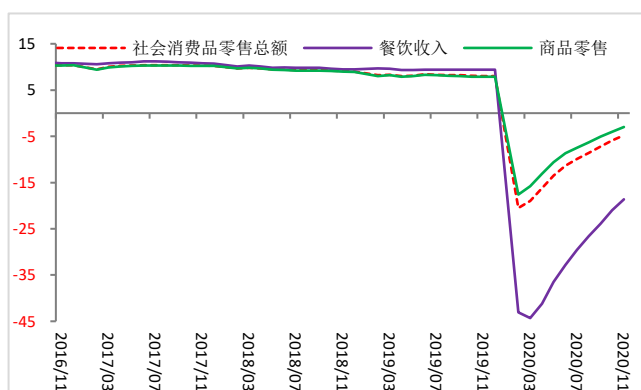
综上，在当前已出台政策的基准情境下，2020 年 GDP 增长 2.1% 左右（见图 9）。

三、消费：继续渐进改善，但全面修复仍需时日

（一）升级类消费品支撑社零继续改善，餐饮和低收入群体消费则均放缓

1-11 月份社会消费品零售总额（简称社零，下同）为 35.1 万亿元，同比下降 4.8%，降幅较 1-10 月收窄 1.1 个百分点，较去年同期低 12.8 个百分点（见图 10）。其中，11 月社零同比增长 5.0%，增速较上月提高 0.7 个百分点，国内消费继续稳步恢复，但增幅连续两个月放缓，消费恢复情况仍不及市场预期。具体看：

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 11：11 月份限额以上商品零售细项增速及变化

	2020年11月增速	较上月变化
日用品类	8.1	-3.6
饮料类	21.6	4.7
中西药品类	12.8	2.0
粮油、食品类	7.7	-1.1
烟酒类	11.4	-3.7
化妆品	32.3	14.0
服装纺织品类	4.6	-7.6
通讯器材类	43.6	35.5
办公用品类	11.2	-0.5
金银珠宝类	24.8	8.1
石油及制品类	-11	0.0
汽车类	11.8	-0.2
家用电器类	5.1	2.4
家具类	-2.2	-3.5
建筑材料类	7.1	2.9

资料来源：WIND，财信研究院

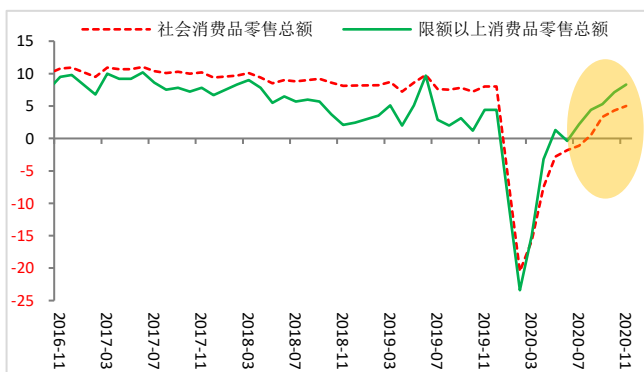
双十一促销叠加刺激政策加码，汽车、通讯等升级类消费支撑商品零售继续改善。11 月份国内商品零售同比增长 5.8%，增速较上月提高 1 个百分点，是本月社零改善的主要支撑。从限额以上商品零售结构看（见图 11），受益新一轮汽车下乡等政策扶持加码，11 月汽车零售额同比增长 11.8%，连续五个月双位数增长，为最大贡献因素之一（汽车消费在商品零售中的比重约 30%）；此外，受益今年双十一促销力度更大、持续时间更长，叠加居民收入改善、地方政府消费刺激政策力度加大，除汽车外的其他升级类消费本月亦大幅改善，如通讯器材类商品销售增速高达 43.6%，化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品类消费增速也均在 20% 以上；但本月家具、石油及制品类消费仍为负增长，且食品饮料、日用品等必需消费品增速亦有所回落，均对消费继续抬升形成一定制约。

餐饮收入增速再度转负对消费形成重大拖累。受冬季气温大幅下降影响，近日国内多地出现散发疫情，导致居民外出就餐意愿下降，11 月份国内餐饮收入增速再度由正转

负，较上月降低 1.4 个百分点至 -0.6%，对本月社零形成重大拖累。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。

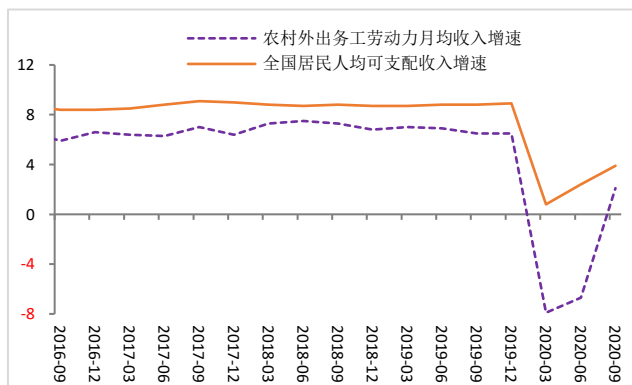
低收入群体消费恢复放缓也不利于消费全面改善。11 月份限额以上消费品零售总额增速为 8.3%，高于同期社零增速 3.3 个百分点，两者增速差较上月再度扩大 0.5 个百分点（见图 12），表明代表低收入群体消费的限额以下消费恢复速度继续有所放缓。限额以下商品零售占社零的比重高达 55%（2019 年值），其持续放缓明显不利于国内消费全面改善，也是消费修复持续低于市场预期的主因。但三季度低收入群体收入回升提速，十四五规划建议稿强调扩大中等收入群体，预计未来政府将大幅增加转移支付力度，低收入群体消费潜能有望得到释放。

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

（二）消费继续渐进改善无悬念，但全面修复仍需时日

展望未来，消费增速继续渐进改善无悬念，但全面修复至疫前水平仍需时日，预计 12 月份增速仍在 5%-6% 左右。一是国内经济特别是服务业加快恢复，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均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）。二是为形成强大国内市场，构建国内国际双循环新发展格局，安

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_825

