

2019年10月25日

经济边际修复，下行压力仍存

——2019年三季度宏观经济形势分析与展望

摘要

◇ 经济运行：经济增长逐季回落，稳增长下边际修复迹象显现

2019年前三季度，虽然我国经济面临内部结构调整和矛盾释放、外部世界经济和贸易下行、国际贸易环境不确定性提升以及中美经贸摩擦等不利因素，但在稳增长政策显现的背景下，我国经济依然保持了政府预期目标之内的增长，前三季度GDP增长6.2%，三季度GDP增长6.0%。三季度数据虽然整体走弱，不过随着稳增长力度的加大，从9月份单月经济数据来看，宏观经济运行中显示出边际修复迹象，9月份基建投资有所回稳，工业与制造业生产出现初步的企稳迹象，社会融资规模回暖且信贷结构有所改善，经济先行指标也有所回升，四季度经济或略好于预期。但值得一提的是，虽然当前经济出现边际修复迹象，但综合来看，供需两弱的格局并未出现根本改观，经济下行的压力依然存在。

◇ 内外环境：外部不确定性持续存在，国内稳增长政策有望持续发力

- 全球经济与贸易持续走弱，中美贸易缓和但乐观程度有限，中国经济运行外部不确定性持续存在。世界银行与IMF均再次调低今年世界增长的预期，双边贸易冲突频发，全球降息潮持续，中美贸易达成阶段性共识但大国博弈背景下中美仍有可能在多个领域爆发冲突。
- 经济下行压力下，稳增长政策仍将持续发力。今年以来宏观政策基调延续稳增长，随着下行压力加大，中央会议多次强调稳增长，未来各类政策有望更加积极协调以完成全年增长目标。财政政策将保持积极基调，货币政策降准降息仍有空间，金融监管仍以稳监管为主。

◇ 四季度经济或短期改善，但经济下行压力未消失

- 经济运行中出现经济短时弱回稳信号，四季度经济边际修复。9月份单月数据来看，经济运行中仍出现了一些积极信号，或对四季度经济形成一定支撑，从而使四季度经济略好于预期，呈现边际修复迹象。专项债发力对四季度基建投资形成支撑；房地产短期内无大幅下滑趋势；汽车库存处于底部且生产出现边际改善；信贷社融回升且贷款结构有所优化；进出口随中美贸易冲突改善将有所回暖。
- 内外多重压力持续，但我国经济的下行压力并没有消失。全球经济继续走弱，外需对经济增长的带动作用减弱；调控之下2020年房地产投资存在走弱压力；需求偏弱背景下，企业补库存对经济的带动作用有限；工业与服务业内部结构恶化，衰退性的结构变化加剧，升级性结构变化弱化。

◇ 小结：

今年前三季度，虽然整体经济数据走弱，但9月单月宏观经济数据出现了一些积极变化，稳增长政策效果显现下出现边际弱修复状态，同时考虑到低基数的影响，预计四季度经济增长或略好于预期，出现短时弱企稳态势，我们仍维持全年经济增长6.1%的判断。但与此同时，经济下行的压力并没有消失，全球经济走弱对中国经济的拖累作用或进一步加大，房地产严调控下地产投资虽有一定韧性但2020年对投资乃至经济的支撑作用仍有减弱压力，企业补库存对经济的带动作用仍有限，同时经济运行中升级性的结构变化趋缓，衰退性的结构变化加剧，对2020年尤其是2020年下半年经济运行仍不宜过分乐观。

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

庞鸿泽 010-66428877-136

hzpang@ccxi.com.cn

李路易 010-66428877-511

lyli01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

经济持续走弱，政策齐发力增长能稳否？

2019年9月20日；

宏观数据走弱经济下行持续，LPR改革落地币策延续结构调整，2019年8月22日；

经济下行压力持续，政策发力稳增长，2019年6月21日；

月度宏观数据走弱，经济持续底部波动，2019年5月24日；

稳增长效果显现，宏观经济缓中回稳，2019年4月26日；

经济下行隐忧持续，积极因素有所显现；2019年3月27日；

如何看待房地产投资的高位增长？2019年3月26日；

一、经济运行：经济增长逐季回落，稳增长下边际修复迹象显现

2019年前三季度，虽然我国经济面临内部结构调整和矛盾释放、外部世界经济和贸易下行、国际贸易环境不确定性提升以及中美经贸摩擦等不利因素，但在稳增长政策显现的背景下，我国经济依然保持了政府预期目标之内的增长，前三季度GDP增长6.2%，三季度GDP增长6.0%。三季度数据虽然整体走弱，不过随着稳增长力度的加大，从9月份单月经济数据来看，宏观经济运行中显示出边际修复迹象，9月份基建投资有所回稳，工业与制造业生产出现初步的企稳迹象，社会融资规模回暖且信贷结构有所改善，经济先行指标也有所回升，四季度经济或略好于预期。但值得一提的是，虽然当前经济出现边际修复迹象，但综合来看，供需两弱的格局并未出现根本改观，经济下行的压力依然存在。

表1 2019年上半年中国宏观经济核心指标一览表

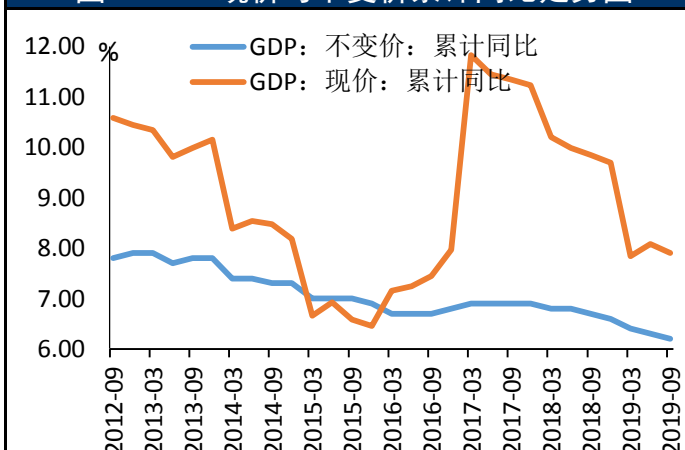
核心指标	2018年（累计）				2019年（累计）			变化
	1季度	上半年	前3季度	全年	1季度	上半年	前3季度	
GDP累计同比（%）	6.8	6.8	6.7	6.6	6.4	6.3	6.2	↓
工业增加值同比（%）	6.8	6.7	6.4	6.2	6.2	6.0	5.6	↓
固定资产投资（%）	7.5	6.0	5.4	5.9	6.3	5.8	5.4	↔
全社会消费品零售额（%）	9.8	9.4	9.3	9.0	8.3	8.4	8.2	↓
出口同比（%）	13.73	12.52	12.22	9.88	1.40	0.10	-0.1	↓
进口同比（%）	19.44	20.06	20.17	15.84	-4.80	-0.30	-5.0	↓
贸易顺差（亿美元）	448.5	1354.07	2194.01	3511.41	763.10	1811.6	2984.3	↑
M2同比（%）	8.2	8	8.3	8.1	8.6	8.5	8.4	↑
社会融资规模（亿元）	58535	100691	154027	192584	81800	132300	184900	↑
CPI（%）	2.1	2.0	2.1	2.1	1.8	2.2	3.0	↑
PPI（%）	3.7	3.9	4.0	3.5	0.2	0.3	-1.2	↓

（注：↓、↑、↔分别表示与2018年同期相比，2019年3季度指标出现下降、上升或持平）

（一）经济继续承压下行，对外需依赖加深

前三季度，实际GDP同比增长6.2%，较去年同期回落0.5个百分点，较去年底回落0.4个百分点。分季度来看，一季度同比增长6.4%，二季度同比增长6.2%，三季度同比增长6%，供需两弱的态势不改，GDP承压持续下行。随着GDP平减指数的回落，名义GDP从上半年的8.08%回落至7.90%，较上年同期回落2.01个百分点。从三大产业来看，第一第二产业增速均有所下降，第三产业增速保持稳定，产业结构优化态势持续。分三大需求来看，净出口虽同比回落，对经济的累计贡献率较上半年下降1.1个百分点，但仍为近年同期最高，今年以来，在内需较为低迷的情况下，经济对外需的依赖加深这一态势值得高度关注；消费和投资对经济增长的贡献率较上半年分别回升0.4和0.6个百分点，较去年同期分别回落17.5和12个百分点。

图 1：GDP 现价与不变价累计同比走势图



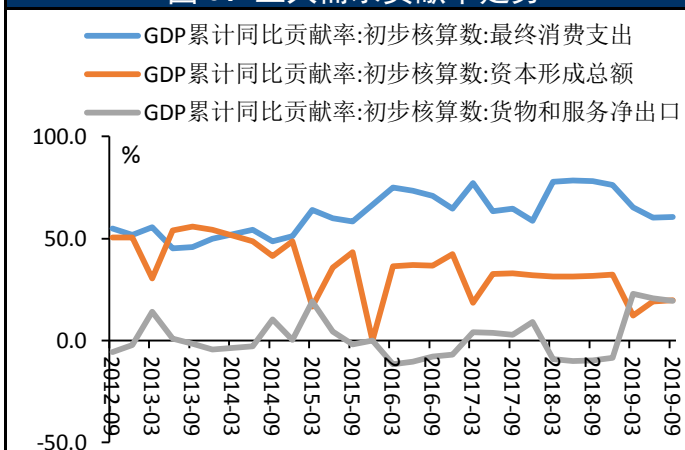
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2：GDP 平减指数走势



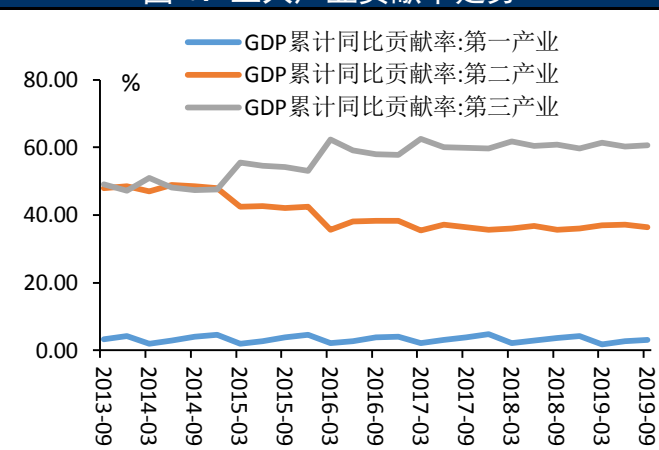
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 3：三大需求贡献率走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：三大产业贡献率走势

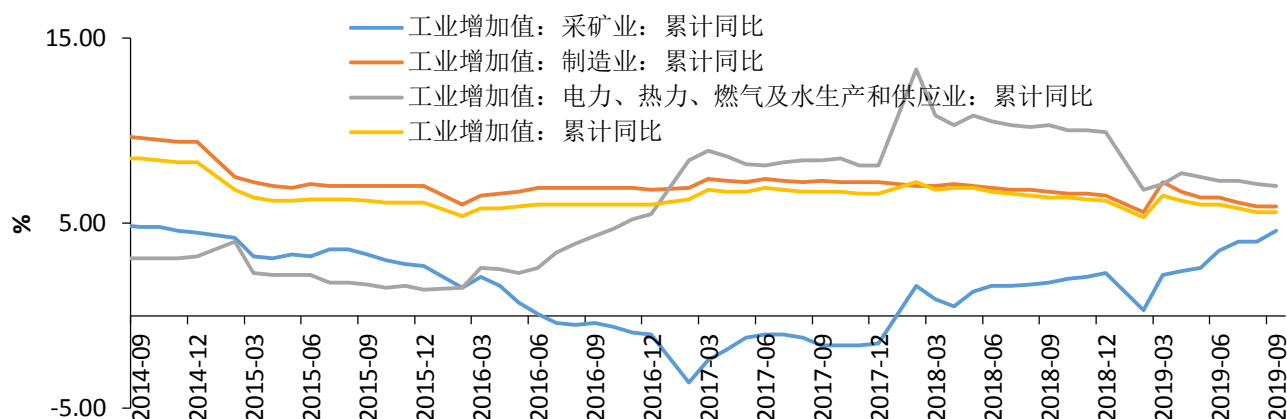


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）工业增加值同比下行但 9 月单月数据改善，四季度或略有企稳

工业增加值边际改善，终端需求较弱后续不确定性仍存。前三季度，规模以上工业增加值累计同比增长 5.6%，较去年同期下降 0.8 个百分点，较上半年累计同比回落 0.4 个百分点。三大门类中采矿业较上半年与去年同期均有所回升，制造业与电力、热力、燃气及水生产和供应业较上半年与去年同期均有所放缓。不过从 9 月单月数据来看，在国庆前部分企业限产的背景下，9 月工业与制造业增加值同比增速仍回升，呈现出短时企稳的迹象，考虑到当前工业产成品库存处于较低水平，企业补库存需求或带动工业企业在四季度略有企稳，但仍需关注采暖季环保限产可能给工业和制造业生产带来的压力。

图 5：工业增加值走势



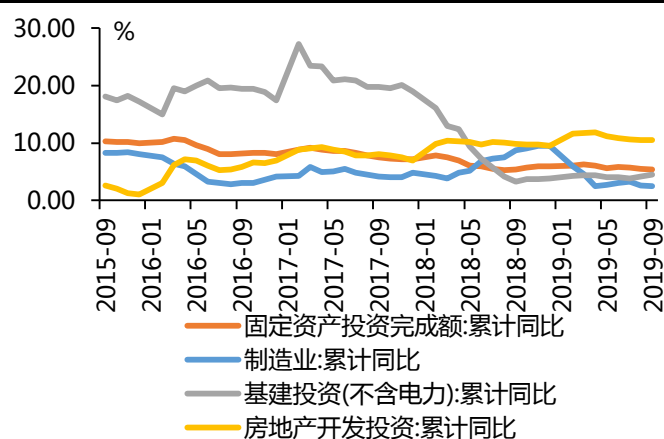
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）基建与房地产持续对投资形成支撑，多重因素影响下投资低位运行难改

稳增长下基建回升，房地产投资保持韧性，投资与上年同期持平。前三季度，投资同比增长 5.4%，较上半年回落 0.4 个百分点，但与去年同期持平。“稳增长”政策效果显现背景下基建投资持续回暖，同时房地产投资高速增长仍有惯性，对上半年固定资产投资有所支撑；制造业投资的低迷趋势仍未有改观，制造业投资累计同比增长 2.5%，与今年 4 月份并列为统计以来最低值，对固定资产投资有所拖累。

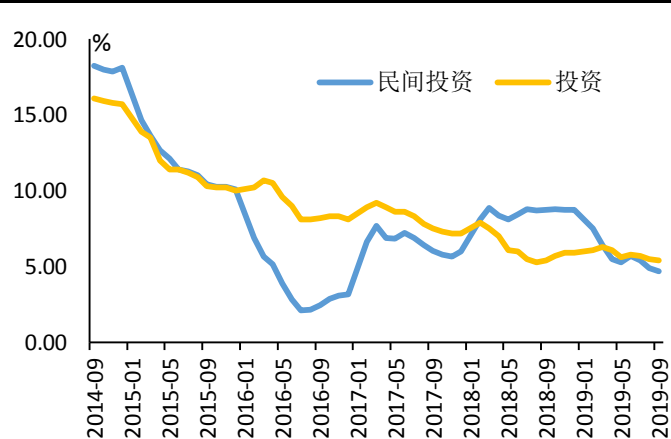
基建四季度或小幅回暖，地产投资继续小幅回落，投资整体或将保持低位运行态势。后续来看，9 月初国常会指出今年限额内地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发行完毕，10 月底前全部拨付到项目上；此外国常会还提前下达专项债部分新增额度，四季度基建投资对固定资产投资的支撑作用或将进一步显现，基建投资或有望保持小幅回暖态势；虽然前三季度房地产投资保持了韧性，当前销售、新开工、施工今年保持了一定韧性，但严调控之下房地产投资仍面临持续下行压力；此外，在需求较为低迷的背景下，民间投资与制造业投资等内生性投资能否改观仍存在不确定性。综合来看，后续固定资产投资或将保持低位运行态势。

图 6：投资增速回落，房地产投资维持高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 7：民间固定资产投资走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

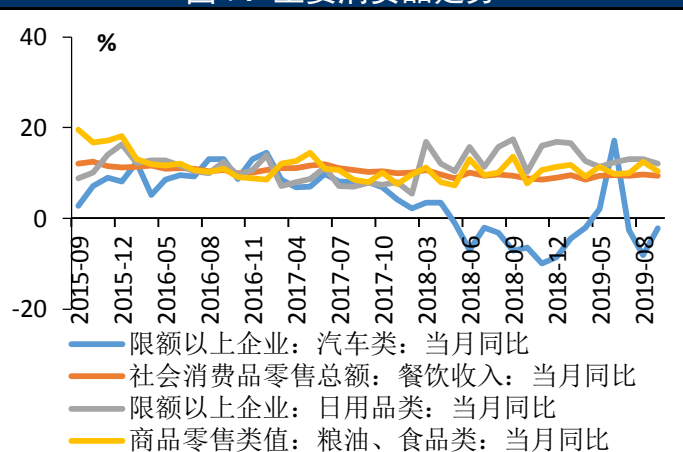
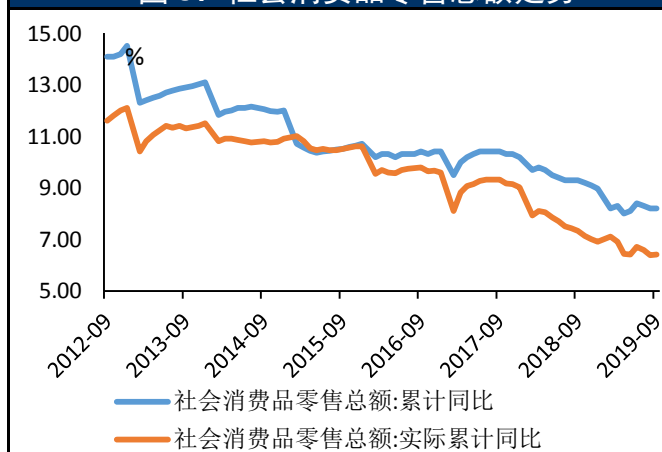
（四）社零额仍低位运行，或许随着汽车消费拖累减轻或短时小幅回稳

汽车类消费低迷拖累社零额走弱，农村消费升级趋势放缓。前三季度，社会消费品零售总额同比增

长 8.2%，较去年同期下降 1.1 个百分点，较上半年下降 0.2 个百分点，消费整体依然呈现疲弱态势。分区域来看，虽然在低基数、扶贫攻坚等因素的支撑下农村消费增长依然高于城市消费，但农村消费品零售增速和网上零售增速较去年的下滑幅度均大于全社会整体，农村消费升级趋势有所放缓。虽然在当前居民部门债务负担较高制约了扩大消费政策措施的效果，但考虑到对汽车库存处于低位，当前汽车产销再度出现小幅回暖态势，四季度汽车消费对社零额的拖累程度略有减轻，或有助于社零额短时低位企稳。

图 8：社会消费品零售总额走势

图 9：主要消费品走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

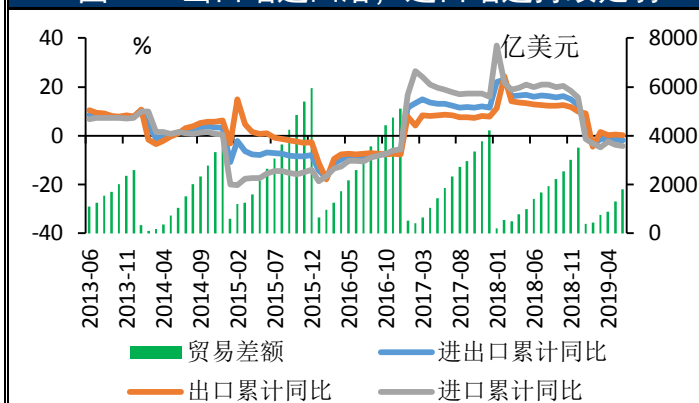
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（五）进出口均回落但“衰退型顺差”扩大，贸易冲突缓和进口或短期改善

需求低迷进出口回落，“衰退型顺差”持续扩大。前三季度，进出口总额同比下降 2.4%。其中，出口同比下降 0.1%，较上年同期回落 12.1 个百分点，在当前全球需求低迷的背景下，出口难以乐观；进口同比增速下降 5.0%，内需不足对进口的拖累作用持续显现，同时 8 月份以来的人民币贬值更是进一步拖累了进口。顺差 2984 亿美元，贸易顺差大幅扩大，较上年同期扩大 34.8%，衰退型顺差表现明显。

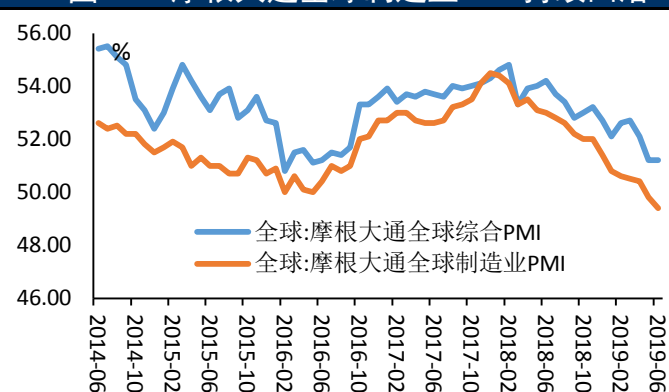
中美贸易缓和出口或将短期改善，全球经济低迷进出口持续承压。从后续来看，世界银行进一步下调世界经济增速预期，同时预测世界经济将于 2021 年趋稳，不过前提是世界经济不出现重大经济冲突；此外美日欧 PMI 均有所下降，国外需求的低迷形势短期内难以得到改观，出口仍面临较大压力。不过最新的中美贸易谈判传来乐观的消息，双方达成了阶段性协议，中美贸易的缓和在一定程度上能够缓解出口的压力。综合来看，虽然中美贸易关系缓和对外出口持续下行有所缓解，但世界需求仍较低迷，在世行对中国主要与贸易伙伴的经济预期均有所下调的背景下，出口很难从根本上改善。从进口方面来看，由于人民币汇率趋稳，同时中美谈判在中方采购农产品以及对外开放等方面达成实质性共识，短期进口或将略有改善。

图 10: 出口增速回落, 进口增速持续走弱



数据来源: 中诚信国际整理

图 11: 摩根大通全球制造业 PMI 持续回落



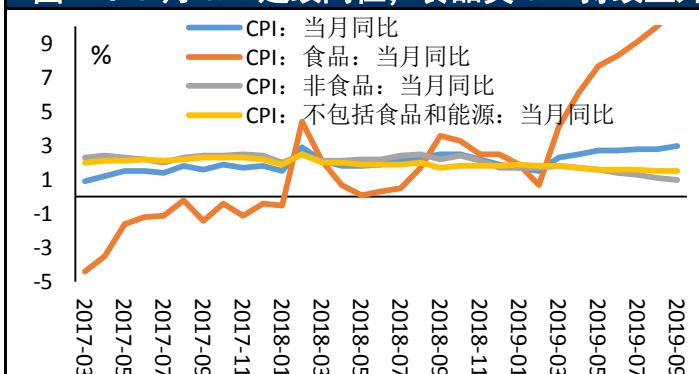
数据来源: 中诚信国际整理

(六) CPI 与 PPI 持续分化, 但通胀、通缩压力均可控

猪价上涨推动 CPI 创 6 年新高但核心 CPI 较为平稳, PPI 跌幅继续走扩。9 月 CPI 同比上涨 3.0%, 较上月走阔 0.2 个百分点。猪瘟疫情影响下猪肉供应缺口过大, 恢复周期较长, 短期加大进口和投放储备猪肉效果有限, 猪肉价格大幅上涨, 仅猪肉对 CPI 贡献达到 1.65 个百分点, 贡献率达到 55%, 剔除猪肉后 CPI 处于低位; 非食品项各类价格六涨一跌。需求低迷叠加翘尾因素走低, PPI 同比跌幅持续走阔。9 月, PPI 同比下降 1.2%, 较上月跌幅走阔 0.4 个百分点。国际油价上涨后迅速回落, 石油天然气、黑色金属行业价格同比回落加快。PPIRM 同比跌幅扩大, 与 PPI 剪刀差持平。

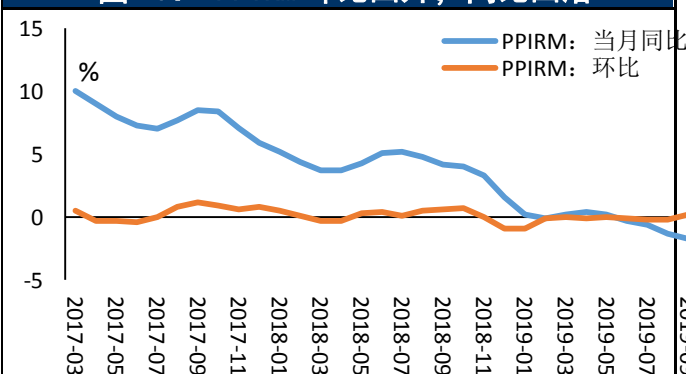
CPI 或重回“2”区间, PPI 持续下行空间不大。从 CPI 来看, 近期高频数据显示猪肉价格仍在持续上涨, 但在前期国家积极增加冻猪肉供给以及高价位下猪肉需求减少的背景下, 其他蛋肉类供给替代增加, 猪肉价格涨幅或有所收窄; 此外, 10 月 CPI 翘尾较 9 月进一步走低, 加上非食品项和服务业价格走弱趋势或不会大幅好转, CPI 或重回“2”区间, 持续通胀可能性不大。从 PPI 来看, PPI 如预期持续下行。9 月建筑业新订单大幅回升, 10 月 11 日伊朗油轮爆炸事件影响部分原油供给或对后续国际油价有所扰动, 10 月 PPI 或有一定支撑, 持续下行概率不大, 通缩风险仍可控, 需关注地产融资政策变化、取暖季环保限产是否超预期、以及年内新增专项债是否提前发行对 PPI 的影响。

图 12: 9 月 CPI 延续高位, 食品类 CPI 持续上升



数据来源: 中诚信国际整理

图 13: PPIRM 环比回升, 同比回落

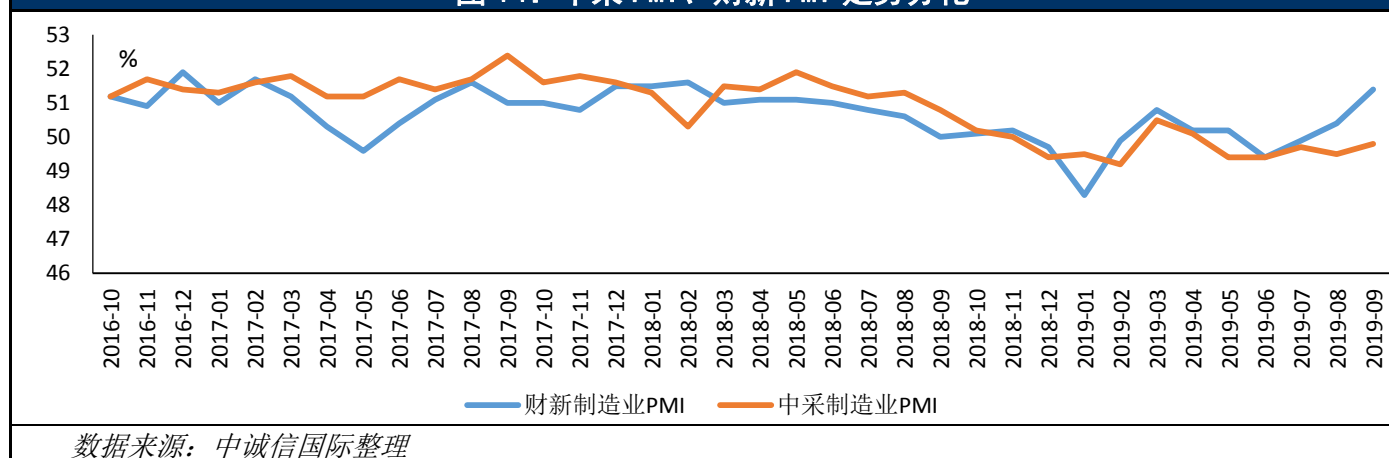


数据来源: 中诚信国际整理

(七) 供需小幅改善, 制造业景气有所修复

供需有所改善，制造业 PMI 小幅回升。9月，制造业 PMI 为 49.8%，较上月上升 0.3 个百分点，虽然仍处于荣枯线以下，但整体景气较上月有所改善。需求端小幅改善。随着对美出口依赖程度不断降低，以及受 9 月美方宣布关税加征延后的影响，新出口订单指数回升，内需小幅回暖。从供给端看，生产扩张加快，需求小幅回暖背景下企业产品销售情况有所好转，库存持续去化。另外，企业生产经营活动预期指数回升 1.1 个百分点至 53.3%，企业的乐观程度有所提高。此外，财新 PMI 录得 51.4%，较 8 月上升 1 个百分点，连续三个月回升，为 2018 年 3 月以来最高，与中采 PMI 走势分化，分化原因主要源于财新 PMI 中新订单指数和产出指数的回升幅度更大。服务业与建筑业景气持续分化，非制造业 PMI 小幅回落。9 月非制造业 PMI 较上月微幅回落 0.1 个百分点至 53.7%，总体仍保持扩张势头，其中服务业商务活动指数回升 0.5 个百分点至 53.0%，建筑业景气有所回落，但位于较高景气区间。

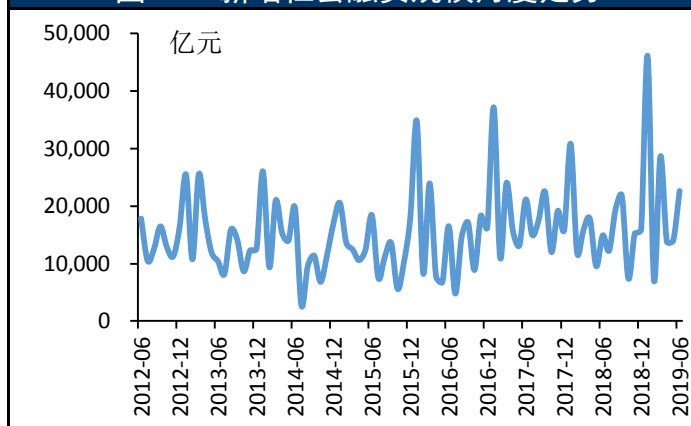
图 14：中采 PMI、财新 PMI 走势分化



（八）M2、社融总体平稳，信贷结构有所改善

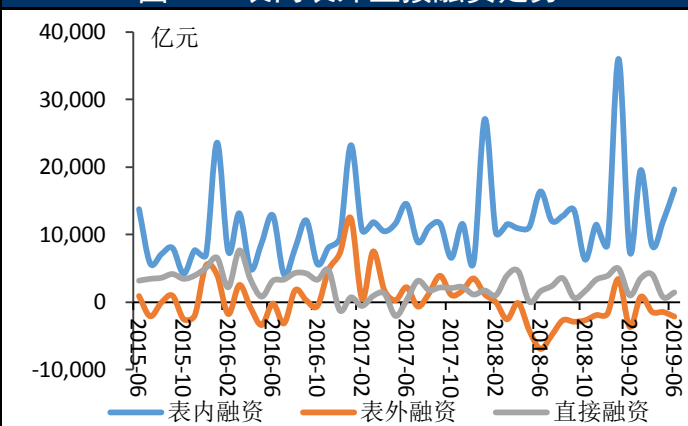
宽信用背景下社融回暖，内部结构改善。前三季度，M2 同比增长 8.4%，与上年同期相比上升 0.1 个百分点，比去年底上升 0.3 个百分点。新增社会融资规模为 18.49 万亿元，同比多增 3.09 万亿元，表内融资新增 13.82 万亿元，同比多增 1.21 万亿元，表内融资持续保持高位增长；在监管的边际调整下，表外融资降幅有所收窄，表外融资减少 12756 亿元，同比少减 10279 亿元，表外融资减少收缩趋势明显。在利率保持较低位平稳运行的背景下，新增直接融资 26243 亿元，同比多增 6747 亿元，实体经济融资有所改善。地方政府专项债券净融资 2.17 万亿元，同比多增 4704 亿元。在货币政策保持稳健、金融监管调整持续结构性宽信用的背景下，三季度社融内部结构有所改善，企业中长期贷款同比环比均回升显著，或表明企业对未来预期并不过分悲观，也在一定程度上说明了中国经济增长的韧性。

图 15：新增社会融资规模月度走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 16：表内表外直接融资走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

年内货币政策或保持现有基调，未来一年内随着经济下行压力加大不排除降准降息可能。美联储在 7 月与 9 月分别降息 25 个基点，9 月份同时宣布延长回购和扩表，同时全球范围内多经济体纷纷跟随降息。从短期来看，9 月央行确定的结构性降准分别于 10 月和 11 月实施到位，随着经济短期边际改善，同时虽然猪价上涨推动 CPI 上行但通胀整体压力不大，价格走势尚未构成对货币政策的制约因素，年内我国货币政策进一步宽松的可能性较小；但是，经济下行压力并未消失，未来一年内随着经济下行压力的加大，不排除央行进一步降准降息的可能。

（九）三季度人民币破七，人民币汇率保持相对平稳仍有支撑

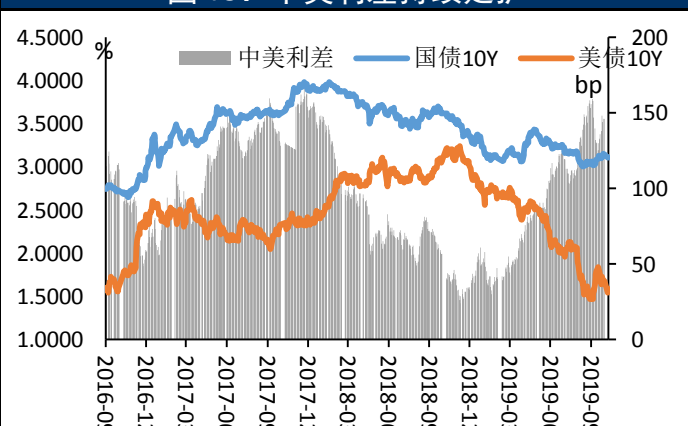
人民币兑美元汇率大幅贬值，美联储两度降息人民币汇率或将保持稳定。三季度人民币汇率波动较大，8 月初，离岸人民币对美元汇率破“7”，自 2015 年“811”汇改以来，人民币对美元汇率首次破“7”，不过在充足的预期下，后续市场对人民币贬值消化较为充分，此后人民币汇率再度进入稳定区间。三季度美联储两度降息，同时于 10 月中旬再度扩表，此外欧元区隔夜存款利率至-0.5%，还宣布将重启量化宽松政策，全球范围内多经济体纷纷降息，当前我国货币政策面临着较为宽松的外部环境，中美利差不断走扩，中国的资产对海外的吸引力将不断提高，这有利于提高人民币汇率的稳定性。

图 17：人民币汇率走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 18：中美利差持续走扩



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

二、内外环境：外部不确定性持续存在，国内稳增长政策有望持续发力

全球经济与贸易持续走弱，中美贸易缓和但乐观程度有限，中国经济运行外部不确定性持续存在。从当前情况来看，10月初世界银行再次下调明年两年的世界经济增速，IMF也再次调低今年世界增长的预期，同时大幅调低全球贸易的预期值。双边贸易冲突频发：美欧、美日、日韩等双边贸易均有一定程度的摩擦。在全球经济整体走低的背景下，各经济体降息进一步深入：9月份美联储不到两个月内再度降息，同时于10月中旬再度扩表；欧元区隔夜存款利率至-0.5%，还宣布将重启量化宽松政策；多经济体在美联储降息前后纷纷降息。当前我国经济下行，净出口对经济增长拉动作用愈发重要，各大经济体经济下行，全球需求低迷，后续对我国经济难以有效支撑。虽然10月中旬中美贸易谈判传出乐观的消息——中美贸易达成阶段性共识，不过由于美国在贸易上的反复态度以及对中国的战略压制，中美贸易摩擦仍是长期性的问题。后续来看，中美关系的改善虽然能给我国的外部环境短期带来一定的改善，但在全球经济的低迷以及美国强硬的贸易政策的情况下，我国外部不确定性长期存在。

经济下行压力下，稳增长政策仍将持续发力。今年以来外部经济形势趋弱，内部经济下行压力增大，宏观政策基调延续稳增长为主。政策总体以深化改革开放为主线，财政政策以减税降费和专项债为主发力提速，货币政策保持稳健强调结构性宽松，金融监管保持稳定，监管政策以完善前期规定为主。三季度经济增速下滑，近期国务院常务会议和经济形势座谈会多次强调做好“六稳”工作以及稳增长的关键位置，未来各类政策有望更加积极协调以完成全年增长目标。

财政政策仍将保持积极基调，专项债继续发力稳增长。今年以来，积极财政政策加力提效，具体表现在：财政支出前置，截止9月份全国财政支出同比增长9.4%，赤字已超出年初预算；专项债持续发力，9月已完成全年新增地方债发行；前8月全国减税降费1.5万多亿元，全年将超过2万亿元。未来来看，随着三季度经济走弱，财政政策将更加积极。近期国务院常务会议要求进一步落实减税降费政策，《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》提出增值税保持央地“五五分享”比例，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，据测算，若将18年消费税全部下划至地方，则地方财政收入比重从54.4%提升至59.2%。三项措施通过央地财权事权改革在一定程度上缓释地方政府收支压力，有助于平衡地区间财政公平性，以保障基建投资和更大规模减税降费。专项债提前发行，对四季度社融、基建投资带来提振，以发挥专项债在稳增长中的重要作用。我们预计，随着下行压力加大，明年专项债规模有望扩大。

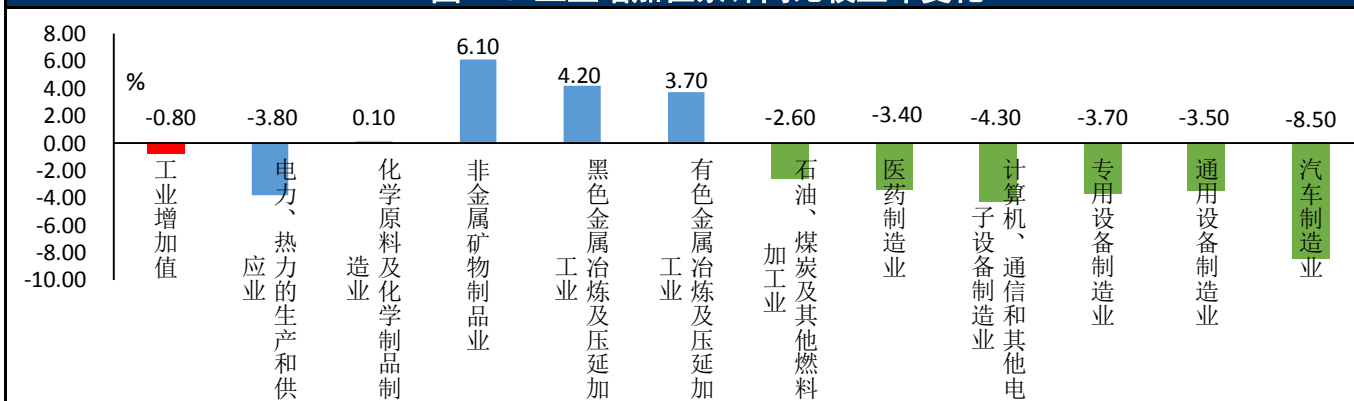
货币政策维持稳健，仍有进一步降准降息空间。从外部环境来看，下半年以来，美联储两次降息，世界主要国家央行纷纷宣布降息，全球步入降息周期，我国货币政策基于国内环境保持“以我为主”。以LPR为代表的贷款利率下降幅度较小，多次全面降准和结构性降准后，大型金融机构存款准备金率为13.0%，中小金融机构存款准备金率为11.0%，仍处世界较高水平，较为良好的外部环境为货币政策提供了一定空间。从国内情况来看，虽然CPI短时突破3%，但核心CPI仍较为平稳，且PPI下半年以来持续负区间运行，有一定通缩压力，因此通胀水平尚不足以成为制约货币政策的影响因素。另一方面，财政政策的发力需货币环境的相对宽松，在经济下行压力下降准、调低政策利率有需求且有一定空间，明年尤其是明年下半年货币政策仍有降准、降息空间。但考虑到满足实体经济融资需求、缓释民营企业融资难问题及“房住不炒”基调下地产调控的需要，货币政策仍将以结构性调整为主。

三、经济展望：四季度经济或边际修复，但经济下行压力未消失

经济运行中出现经济短时弱回稳信号，四季度经济边际修复。虽然前三季度 GDP 走势仍然继续下行，但从 9 月份单月数据来看，经济运行中仍出现了一些积极信号，或对四季度经济形成一定支撑，从而使四季度经济略好于预期，呈现边际修复迹象。首先，专项债作资本金政策出台推动基建投资累计同比增速达到一年内高位，明年专项债额度提前下达将对四季度基建投资形成支撑；其次，房地产新开工增速虽有回落但回落幅度较为平缓，施工增速基本平稳，四季度房地产投资或保持平缓回落态势，并无大幅下行趋势；第三，当前汽车库存处于 2012 年的底部，且近期以来汽车生产出现边际改善迹象，四季度汽车消费对社零额的拖累或减轻，与此同时，汽车生产的改善也将在一定程度上带动相关产业链的改善；第四，信贷社融回升，贷款结构有所优化，社融的回暖与贷款结构的改善或在一定程度上表明企业外部融资压力的短期缓解，有利于企业增加投资；第五，进出口虽同步收缩，不过随着中美贸易冲突改善和低基数效应短期内或将有所回暖。综合来看，四季度经济或将出现边际修复势头。

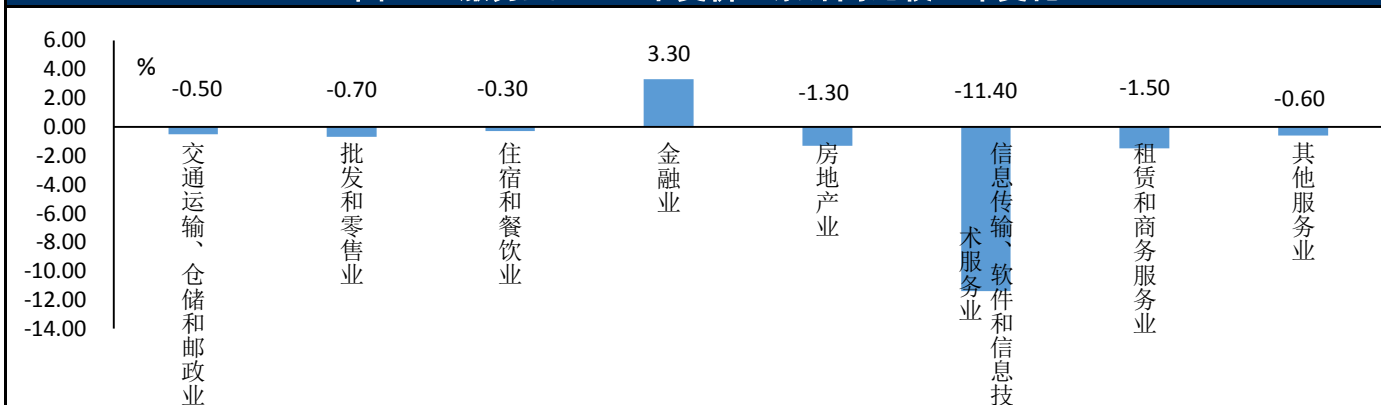
内外多重压力持续，但我国经济的下行压力并没有消失。第一，全球经济继续走弱，主要国家经济实际增速和国际组织预期全球增速均出现下调，中美贸易冲突波折化解中呈现长期化趋势，地缘政治冲突频繁，加大中国经济运行的外部不确定性，减弱外需对经济增长的带动作用。第二，调控之下 2020 年房地产对经济的支持作用存在一定走弱压力；第三，虽然当前工业库存处于低位，工业企业的补库存需求或将对经济增长带来一定带动，但在需求偏弱背景下，企业补库存对经济的带动作用有限；第四，工业与服务业内部结构恶化，升级性结构变化弱化，衰退性的结构变化加剧，六大高能耗行业工业增加值累计同比增速四升二降，高新技术产业工业增加值累计同比增速较去年出现全面下滑，服务业在整体增速下滑的同时，金融业的增速有较大幅度提高，经济“脱实相虚”问题或再度加剧。综合来看，随着经济短时修复动力的逐渐走弱，明年下半年经济下行压力或将进一步显现。

图 19：工业增加值累计同比较上年变化



数据来源：中诚信国际整理

图 20：服务业 GDP（不变价）累计同比较上年变化



数据来源：中诚信国际整理

小结：

今年前三季度，虽然整体经济数据走弱，但 9 月单月宏观经济数据出现了一些积极变化，稳增长政策效果显现下出现边际弱修复状态，同时考虑到低基数的影响，预计四季度经济增长或略好于预期，出现短时弱企稳态势，我们仍维持全年经济增长 6.1% 的判断。但与此同时，经济下行的压力并没有消失，全球经济走弱对中国经济的拖累作用或进一步加大，房地产严控下地产投资虽有一定韧性但 2020 年对投资乃至经济的支撑作用仍有减弱压力，企业补库存对经济的带动作用仍有限，同时经济运行中升级性的结构变化趋缓，衰退型的结构变化加剧，对 2020 年尤其是 2020 年下半年经济运行仍不宜过分乐观。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。