

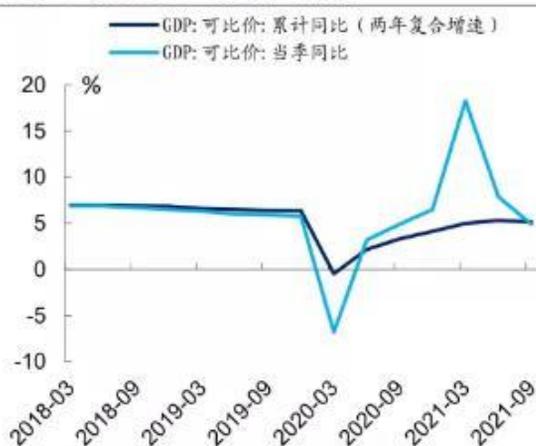


经济降速，谁将成为压舱石



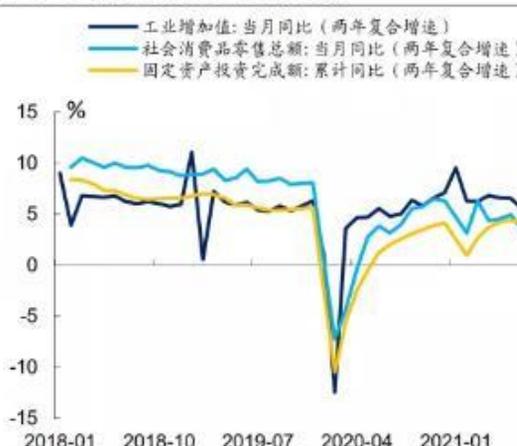
【财新网】(专栏作家 靳毅) 10月18日, 国家统计局公布了我国9月份经济数据。三季度GDP按可比价计算, 同比增长4.9%, 低于市场预期; 1-9月份固定资产投资累计同比增加7.7%, 两年复合增速为3.8%, 较8月回落0.2个百分点; 9月份, 规模以上工业增加值同比增长3.1%, 两年复合增速为5.0%, 较8月回落0.4个百分点; 9月份社消同比名义增长4.4%, 两年复合增速为3.8%, 较8月增加2.35个百分点。

图1: 三季度GDP增速不及预期



资料来源: Wind、国海证券研究所

图2: 9月经济数据三大项走势

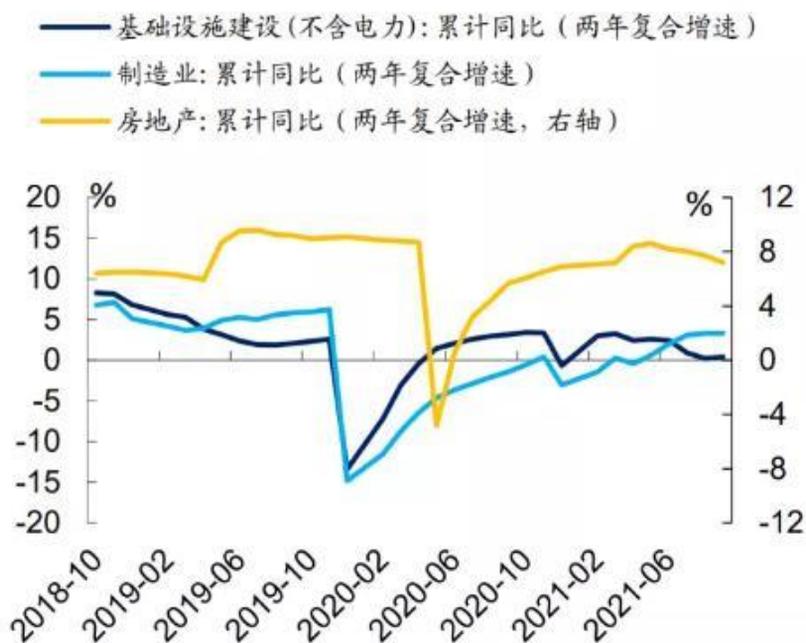


资料来源: Wind、国海证券研究所

1、基建投资或将企稳

1-9月份, 固定资产投资三大项中, 制造业投资同比增长14.8%, 两年复合增长3.3%, 与上月持平; 基建投资同比增长1.5%, 两年复合增长0.4%, 较上月增加0.2个百分点; 房地产投资同比增长8.8%, 两年复合增长7.2%, 较上月降低0.5个百分点。

图 3：制造业投资表现具有韧性，



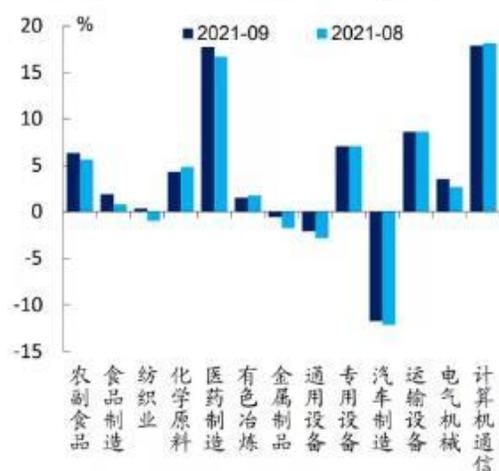
资料来源：Wind、国海证券研究所

制造业投资方面，1-9 月份制造业投资韧性犹存，其中，高新制造业投资继续保持高增速。受国际“缺芯”影响，以及全球各地疫情散发、疫苗尚未完全普及等因素依旧存在，以医药、计算机通信为代表的高新制造投资依旧保持高增速；与此同时，在全球疫情影响边际消退格局下，受海外复工复产需求影响，通用设备和专用设备制造投资近几个月来也表现出了一定的提速；除此之外，受全球供应链运力紧张影响，国际航运存在扩容需求，运输设备制造投资同样保持着较高增速。

展望四季度，我们认为，制造业投资面临一定的下行压力。短期内，海外需求依然表现出相当韧性的主要原因在于，一方面海外就业市场持续改善，边际对冲了失业补助停止发放带来的影响，另一方面，目前美国个人储蓄率仍略高于疫情前水平，储蓄率的压降和可支配收入的下降也形成

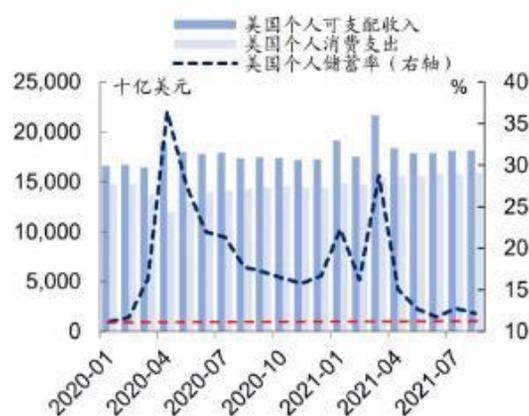
部分对冲效应。中长期来看，外需退坡的逻辑逐渐加强，海外消费向常态回归的趋势难以改变，在此格局下，制造业投资将逐渐承压。

图 4：高新制造产业投资继续保持高增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 5：美国居民储蓄率仍有压降空间



资料来源：Wind、国海证券研究所

基建投资或将企稳反弹。继 7 月底政治局会议上指出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”后，国务院副总理刘鹤在中国国际数字经济博览会开幕式上再度提出了“适当超前进行基础设施建设”。8、9 月份地方专项债融资提速，截至 10 月 18 日，今年专项债净融资完成全年计划发行额的 71.92%。

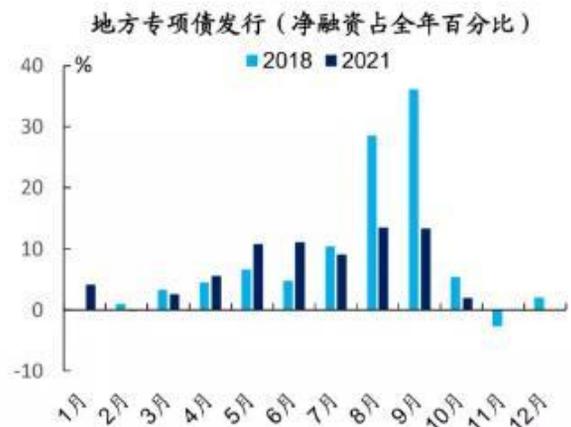
从高频数据上来看，9 月份石油沥青装置开工率中枢较 8 月份继续提高，与此同时，水泥价格也在不断增长，或预示基建项目开展提速。历史上专项债发行向基建投资传导存在 2 个月左右的时滞，展望四季度，伴随前期专项债融资项目的逐渐落地，叠加近期专项债的提速发行，基建投资或逐渐趋稳，从而对冲经济下滑压力。

图 6: 高频数据显示基建正在提速



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7: 专项债融资发力



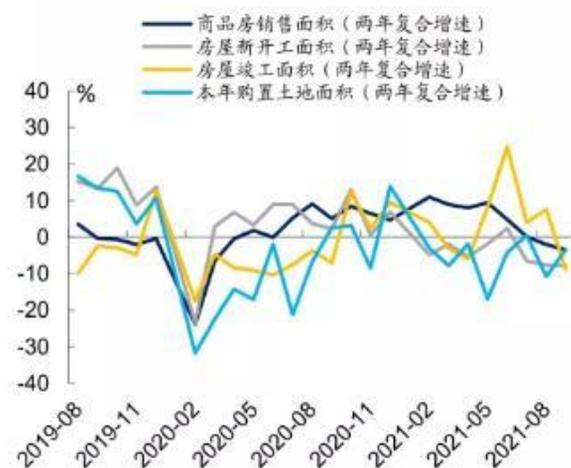
资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 截至 2021 年 10 月 18 日

房地产投资继续走弱。监管严控地产融资以来，房企受“三道红线”融资端限制，自筹资金项目受到比较明显的制约，叠加 9 月份“恒大”、“新力”负面事件连连，市场对地产债风险偏好较前期收缩，从而进一步制约房企自筹资金。

除此之外，房屋销售的持续下滑对房企销售回款产生“负反馈”，9 月份地产销售面积两年复合增速再度下滑，两年复合增速录得-3.50%，较上月下降 1.49 个百分点，近 3 个月来，销售回款对房企资金来源的拉动作用持续减弱。预计未来地产投资仍有进一步走弱空间。

图 8: 地产管控效果逐渐显现



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 9: 房企资金来源中自筹资金拉动作用减弱



资料来源: Wind、国海证券研究所

2、“剪刀差”扩张，生产压力逐渐显现

9 月份规模以上工业增加值当月同比继续下滑，按三大项来看，9 月份采矿业两年复合增速为 2.70%，较上月增加 0.65 个百分点；制造业两年复合增速为 4.97%，较上月下降 0.78 个百分点；电力及燃气供应两年复合增速为 7.06%，较上月增加 1.02 个百分点。

制造业正普遍面临原材料涨价和需求衰退的双重困境。我们在 9 月份价格数据点评《通胀高企，如何破局？》中指出，本轮煤炭涨价给 PPI 上行带来了比较大的支撑。9 月份 PPI-CPI 剪刀差再创新高，短期内煤炭供

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_28001

