

总量研究

预计三季度 GDP 5.1%，两年复合底部确认

——2021年9月经济数据预测

要点

核心观点：

整体来看，三季度在疫情反复、极端天气、部分地区限电限产的多重冲击下，经济增速出现回落。通胀方面，PPI 持续走高，CPI 低位运行，也压制了下游企业盈利的恢复。在此背景下，宏观对冲政策将进一步发力，社融增速预计三季度探底，四季度有望反弹。专项债将进入密集发行期，基建增速持续反弹。

9月核心数据预测：

实体：三季度 GDP 预计 5.1%，9 月份基建投资将反弹。

7 月及 8 月，在疫情散发和极端天气冲击下，经济下滑压力超预期。9 月，多地疫情散发基本得到有效控制，居民出行和消费有所恢复，但是部分地区限电限产，对生产带来了冲击，拖累制造业投资。基建投资方面，随着 9 月专项债发行小幅提速，基建有望继续反弹。房地产投资和出口则将进入下行区间。综上，三季度经济下行压力超预期，预计单季度增速录得 5.1%，对应两年复合增速约为 5.0%。

通胀：PPI 持续走高，CPI 低位运行。

CPI 方面，预计 9 月 CPI 同比回落至 0.7%，食品环比涨幅收敛，非食品环比转正。食品方面，鲜菜价格结束季节性上涨，猪肉、鲜果价格继续走低。非食品方面，受双节假期提振，出行类服务业活动大幅回暖，预计 9 月服务价格环比回正，同时 9 月油价回升也传导至 CPI。PPI 方面，预计 9 月 PPI 同比上行至 10.3%，供给收缩导致 PPI 环比涨幅进一步扩大。受电煤紧缺和能耗双控政策影响，江苏、浙江、广东等省份出现限电限产，波及黑色、有色、建材等大宗商品生产，同时能源紧缺也导致煤炭、原油价格上涨明显。

流动性：社融增速探底，信用扩张渐近。

预计 9 月新增社融约为 3.1 万亿元，对应社融存量同比增速约为 10.1%，其中，新增人民币贷款约为 1.8 万亿元。表内方面，在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿依然较为强烈，但企业信贷需求仍然处于边际放缓态势之中，叠加购房政策趋严对居民信贷的抑制仍未完全消除，预计表内融资规模在 1.8 万亿元左右。表外方面，预计 9 月信托贷款收缩的趋势仍将延续，但新增未贴现银票的收缩程度将会有所收窄。直接融资，9 月政府债券融资持续加速，直接融资规模约在 12100 亿元左右。综合来看，预计 9 月社融增速将探底企稳，并于四季度小幅反弹至 10.5%-10.8% 左右。

生产：明显承压，预计 9 月规上工业增加值同比增速 4.0%。

9 月生产 PMI 为 49.5%，比上月回落 1.4 个百分点，降至临界值以下，再次创下 2020 年 3 月以来新低。从高频数据来看，9 月工业生产也出现回落迹象。能耗双控措施收紧下，部分地区限电限产，高炉开工率、汽车全钢胎、半钢胎开工率均显著回落。

盈利：分化加剧，预计 9 月规上工业企业利润同比增长 11.5%。

量的方面，能耗双控收紧，工业生产受到波及，对盈利驱动减弱；价的方面，工业品价格仍在高位运行，对企业盈利支撑效应犹在；利润率方面，上游企业继续支撑整体工业企业利润率走强，下游制造业承压明显。整体来看，9 月的企业盈利增速继续边际放缓，结构分化加剧。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930121040088
021-52523880
liuxc@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebsecn.com

相关研报

能耗双控波及生产，价格持续高位运行——2021 年 9 月 PMI 数据点评（2021-09-30）

结构分化加剧，电力供应业明显承压——2021 年 9 月工业企业利润点评（2021-09-28）

中美关系峰回路转，美方诉求在哪里——光大宏观周报（2021-09-26）

拜登财政刺激闯关，美债收益率突破 1.4%——美联储观察系列三（2021-09-24）

美联储为 Taper 亮绿灯——2021 年 9 月美联储议息会议点评（2021-09-23）

财政支出提速，基建投资有望持续加码——光大宏观周报（2021-09-21）

疫情冲击落地，基建开启反弹——2021 年 8 月实体经济数据点评（2021-09-15）

8 月美国 CPI 降温，环比拐点已确认——2021 年 8 月美国 CPI 数据点评（2021-09-15）

专项债发行继续提速，基建有望持续反弹——光大宏观周报（2021-09-12）

实际融资难言改善，利率仍将维持低位——2021 年 8 月金融数据点评（2021-09-10）

通胀剪刀差再度走高——2021 年 8 月价格数据点评（2021-09-09）

目 录

一、9 月核心数据预测.....	3
二、流动性：社融增速探底，信用扩张渐近.....	3
三、通胀：PPI 持续走高，CPI 低位运行.....	4
四、实体：内外需回落，基建有望反弹.....	5
五、生产：明显承压，盈利分化加剧.....	6

一、9月核心数据预测

整体来看，三季度在疫情反复、极端天气、部分地区限电限产的多重冲击下，经济增速出现回落。通胀方面，PPI持续走高，CPI低位运行，也压制了下游企业盈利的恢复。在此背景下，宏观对冲政策将进一步发力，社融增速预计三季度探底，四季度有望反弹。专项债将进入密集发行期，基建增速持续反弹。

表 1：9月核心数据预测

数据口径			2020 年	2021 年					
			累计	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月预测
GDP	单季度同比 (%)		2.3			7.9			5.1
流动性	社融	存量同比 (%)	11.7	11.7	11.0	11.0	10.7	10.3	10.1
	信贷	新增 (万亿)	1.5	1.5	1.5	2.3	1.1	1.2	1.8
价格	CPI	单月同比 (%)	0.9	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
	PPI		6.8	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.3
实体	固投	累计同比 (%)	19.9	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.8
	社零		17.7	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	3.4
	出口	单月同比 (%)	32.3	32.3	27.9	32.2	19.3	25.6	22
生产	单月同比 (%)		9.8	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	4.0
盈利			57.0	57.0	36.4	20.0	16.4	10.1	11.5

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

二、流动性：社融增速探底，信用扩张渐近

预计 9 月新增社会融资规模约 3.1 万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为 10.1%，其中，新增人民币贷款约为 1.8 万亿元。

表内融资方面，在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿依然较为强烈，但企业信贷需求仍然处于边际放缓态势之中，叠加购房政策趋严对居民信贷的抑制仍未完全消除。综合考虑，预计 9 月表内融资规模在 1.8 万亿元左右。

一则，人民银行于 8 月 23 日召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，易纲行长在总结中强调，要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，**增强信贷总量增长的稳定性**，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

另外，9 月 29 日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会。会议要求，金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护

房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。同时，结合央行三季度货币政策例会来看，对房地产企业的融资严监管有望出现微调或者结构性趋松。

预期在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿及积极性仍将维持强劲。我们可以看到，自 8 月下旬以来，银票转贴现利率与同期限资金利率的利差持续收窄，虽然季末再次走阔冲量，但持续时间较短，表明商业银行信贷投放力度有所增强。

二则，地方政府专项债发行持续加速，专项债配套项目的推进将会增加配套银行信贷的需求。但同时，由于受到疫情扰动以及限产限电等多方面因素的影响，我国制造业 PMI 与工业企业利润连续回落，生产动能恢复动能有所放缓，叠加订单也有所回落，预计企业信贷需求仍处于边际回落态势之中。

表外融资方面，考虑到监管层面仍在持续压缩房地产等行业表外融资，并计划于 2021 年“将行业融资类信托在去年的基础上再压缩 20%”，我们认为信托贷款收缩的趋势仍将延续。但考虑到 9 月银票承兑量有所增加，而到期量和贴现量均有所下行，预计新增未贴现银行承兑汇票的收缩程度将会有所收窄。综合考虑，预计 9 月表外融资规模约在-1000 亿元左右。

直接融资方面，预计 9 月政府债券净融资额约 9600 亿元左右，较去年同期少增约 516 亿元；企业债券融资额初步估算约在 1300 亿元左右，与去年同期基本持平；非金融企业境内股票融资初步估算约在 1200 亿元左右，与去年同期基本持平，综合考虑 9 月直接融资规模约在 12100 亿元左右。

综合考虑表内融资、表外融资、直接融资及其他融资途径后，我们预计 9 月新增社会融资规模约为 3.1 万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为 10.1%，其中新增人民币贷款约为 1.8 万亿元。

三、通胀：PPI 持续走高，CPI 低位运行

预计 9 月 CPI 同比回落至 0.7%，食品环比涨幅收敛，非食品环比转正。

食品方面，鲜菜价格结束季节性上涨，猪肉、鲜果价格继续走低。随着生猪供给能力的持续改善，猪肉价格进一步下跌。9 月，36 个城市猪肉平均零售价环比回落 5.0%，上月环比下降 2.8%。鲜果供应充足，7 种重点监测水果平均批发价环比回落 2.3%，上月环比下降 4.7%。随着夏季高温多雨天气结束，9 月鲜菜价格开始回落，28 种重点监测蔬菜平均批发价环比下跌 1.9%，上月环比上涨 10.3%。

非食品方面，预计核心 CPI 小幅回升，能源价格上涨也将传导至 CPI。一方面，受双节假期提振，出行类服务业活动大幅回暖，上月受疫情影响的服务业价格指数将小幅转正。9 月服务业 PMI 自上月的 45.2%大幅回升至 52.4%；另一方面，随着油价的回升，将带动 9 月交通和通信价格环比回正。9 月国内汽油、柴油价格环比回升，分别为-0.4%、4.5%，而上月分别为-3.5%、-2.6%。

预计 9 月 PPI 同比上行至 10.3%，环比涨幅较上月进一步扩大。

9 月 PMI 原材料、出厂价格指数走高至 56.4%、63.5%，指向 PPI 环比涨幅继续扩大。供给收缩是导致 9 月 PPI 环比涨幅扩大的主要原因，受电煤紧缺和能耗

双控政策影响，江苏、浙江、广东、安徽、辽宁、天津、黑龙江、吉林等省份出现限电限产，影响黑色、有色、建材等大宗商品生产。其中，9月煤炭、原油等能源价格上涨明显，铜、钢铁等金属价格延续高位运行。具体来看，环渤海动力煤价格指数环比上涨3.8%，上月为1.5%；水泥价格指数环比上涨4.8%，上月为2.9%；布伦特原油价格环比上涨2.4%，上月为-5.6%；上期有色金属指数上涨0.9%，上月环比上涨1.4%；钢材综合价格指数环比下跌0.2%，上月环比上涨1.6%。

四、实体：内外需回落，基建有望反弹

三季度 GDP 增速预计录得 5.1%。7月及8月，在疫情散发和极端天气冲击下，经济下滑压力超预期。9月，多地疫情散发基本得到有效控制，居民出行有所恢复，但是部分地区限电限产，对生产带来了冲击。综上，三季度经济下行压力超预期，预计单季度增速录得5.1%，对应两年复合增速约为5.0%。

地铁客运量、PMI 指标有所反弹，预计 9 月社零同比增速反弹至 3.4%。7月、8月，在疫情散发冲击下，社零大幅下滑。9月，随着疫情得到有效控制，服务业活动有所回升，9月服务业 PMI 录得 52.4%，高于上月 7.2 个百分点，重返景气区间。居民出行有所改善，以 2019 年同期为基数，9月 8 个大城市的地铁客运量同比增速-4%，比 8 月的-20%大幅改善。9月前四周，主要厂商乘用车零售同比下降 13%，与 8 月的-12%基本持平。乘联会表示，经销商的订单需求还是较好的，但供给约束突发性加大，形成一定的延缓销售。综上，预计 9 月消费数据会在 8 月的基础上有所反弹，预计 9 月社零单月同比增速 3.4%。

基建大概率反弹，预计 9 月份固定资产投资累计增速 7.8%。9月，疫情对于工业生产的约束有所减弱，但能耗双控波及工业生产，制造业供需两端均出现放缓。三季度经济压力超预期，9月专项债发行继续提速，基建领先指标持续反弹，预计基建投资增速有望反弹。

1) 制造业投资：PMI 继续走弱、内外需订单双双回落。9月制造业 PMI 录得 49.6%，比上月回落 0.5 个百分点，降至临界点以下，环比动能继续放缓。第一，各地在“能耗双控”目标的约束下大幅限电限产，短期内波及工业生产；第二，内外需订单指数继续回落，9月新订单 PMI 和新出口订单 PMI 分别回落 0.3 和 0.5 个百分点，拖累产能扩张的动力。第三，盈利结构分化继续加剧，中小企业

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_27478

