

## 经济增长动能趋弱，“类滞胀”风险加大

## 9月及三季度经济数据点评

证券研究报告

2021年10月18日

## ● 核心结论

**经济景气回落，二产是主要拖累。**三季度GDP同比增长4.9%，不及市场预期，两年平均增速同为4.9%，较二季度下降0.6个百分点，也弱于2019年同期。从两年平均增速来看，前三季度三产增速与上半年持平，二产边际回落。其中，二产增速下滑较快应与三季度限电限产政策执行强化有关，三产恢复仍不及2019年前三季度，主要受疫情反复影响服务业消费所致。

**双限政策影响显著，工业生产持续走弱。**9月工业增加值两年平均增速为5.0%，前值5.4%。回落原因有三：一是基数效应；二是能耗双控目标下，限电限产政策对工业生产带来较大负面影响；三是“缺芯”对汽车产业链的影响延续。

**疫情影响弱化，消费超预期反弹。**9月社会消费品零售总额同比增速为4.4%，超出市场预期，两年平均增速为3.8%，前值1.5%。9月疫情边际弱化，且正值中秋及国庆备货期，对商品零售和餐饮收入形成提振。扣除价格因素，前三季度居民人均可支配收入两年实际平均增长5.1%，较上半年回落0.1个百分点，显示居民消费能力边际转弱。

**投资结构分化，地产趋弱、基建修复、制造业持平。**前三季度，固定资产投资两年平均增速为3.8%，前值为4.0%。1-9月房地产销售面积和销售金额同比分别增长11.3%和16.6%，较8月继续回落。近期部分城市“稳楼市”政策及限跌令的出台，有助于稳定市场预期，短期地产投资仍具有一定韧性。制造业投资两年平均增速与8月持平，均为3.3%，结束了年内连续6个月复苏的态势。在需求走弱、工业企业利润下行、产能利用率回落等因素影响下，制造业投资边际上存在一定的调整压力。在供需双缩，经济下行压力加大背景下，四季度依靠基建发力托底经济的必要性有所提升，随着8月专项债发行的提速，预计四季度末开始形成实物工作量，“财政后置”下四季度基建投资有望继续回升。

**四季度经济“类滞胀”风险有可能加大。**从外需来看，疫情好转，海外供需缺口收敛趋势下，出口动能在四季度可能明显减弱。从内需来看，主要下行压力来自于双限政策对工业品供给的压缩以及地产销售降温下对需求的拖累，并且消费复苏是一个缓慢的过程，三季度居民人均可支配收入增速已经开始转弱，加之制造业修复动能边际趋弱，四季度基建投资可能是为数不多的亮点，但对经济支撑的幅度有限。从价格水平来看，放开电价上浮及煤炭供应紧张情况下，PPI将继续维持高位，我们认为四季度经济步入“类滞胀”格局的风险在加大。

风险提示：海外疫情超预期恶化风险；国内经济超预期下行风险；国内政策变化风险

## 分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

## 分析师



宋进朝 S0800521090001



15701005636



songjinchao@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

## 内容目录

一、事件：国家统计局发布9月及三季度宏观经济数据.....	3
二、经济景气回落，二产是主要拖累.....	3
三、多重因素影响，工业生产持续走弱.....	3
四、疫情影响弱化，消费超预期反弹.....	5
五、投资结构分化，地产趋弱、基建修复、制造业持平.....	6
六、失业率边际改善，结构性问题仍存.....	8
七、经济“类滞胀”风险加大.....	8
八、风险提示.....	9

## 图表目录

图 1：2021 年三季度 GDP 增长情况 (%).....	3
图 2：分产业 GDP 累计同比增速.....	3
图 3：规模以上工业增加值同比增速 (%).....	4
图 4：分行业工业增加值两年平均增速.....	4
图 5：全国高炉开工率 (%).....	4
图 6：焦化企业开工率 (%).....	4
图 7：螺纹钢开工率 (%).....	4
图 8：PVC 开工率 (%).....	4
图 9：工业增加值环比季调 (%).....	5
图 10：工业产能利用率 (%).....	5
图 11：社会消费品零售总额增速 (%).....	5
图 12：汽车零售额和销量当月同比增速 (%).....	5
图 13：除汽车外社消零售总额增速快于社零总体增速 (%).....	6
图 14：限额以上商品零售额两年平均同比增速变化 (%).....	6
图 15：固定资产投资完成额增速 (%).....	7
图 16：商品房销售面积和销售两年平均增速.....	7
图 17：高技术制造业与制造业 PMI 走势背离 (%).....	7
图 18：地方政府专项债发行节奏体现出明显的财政后置特征 (亿元).....	8
图 19：农村外出务工劳动力人数 (万人).....	8
图 20：就业人员调查情况 (%).....	8

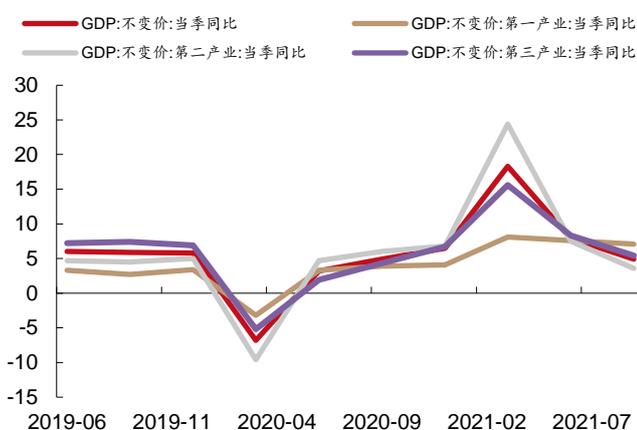
## 一、事件：国家统计局发布9月及三季度宏观经济数据

2021年三季度实际GDP同比增长4.9%（预期5.5%，前值7.9%），两年平均增长4.9%（前值5.5%）；9月规模以上工业增加值同比增长3.1%（预期3.8%，前值5.3%），两年平均增长5.0%（前值5.4%）；9月社会消费品零售总额同比增长4.4%（预期3.4%，前值2.5%），两年平均增长3.8%（前值1.5%）；1-9月固定资产投资累计同比增长7.3%（预期7.9%，前值8.9%）；9月全国城镇调查失业率为4.9%，前值5.1%。

## 二、经济景气回落，二产是主要拖累

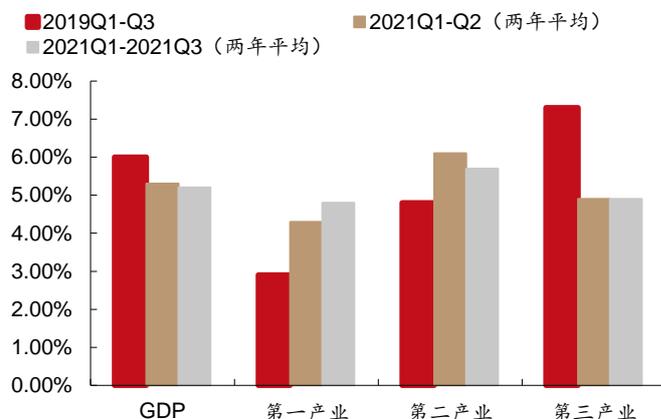
三季度GDP同比增长4.9%，不及市场预期，两年平均增速同为4.9%，较二季度下降0.6个百分点，也弱于2019年同期。从生产法角度拆解来看，2021Q3一、二、三产同比增速分别为7.1%、3.6%、5.4%，较前值分别回落0.5、3.9、2.9个百分点。从两年平均增速来看，前三季度三产增速与上半年持平，二产边际回落。其中，二产增速下滑较快应与三季度限电限产政策执行强化有关，三产恢复仍不及2019年前三季度，主要受疫情反复影响服务业消费所致。

图1：2021年三季度GDP增长情况（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：分产业GDP累计同比增速



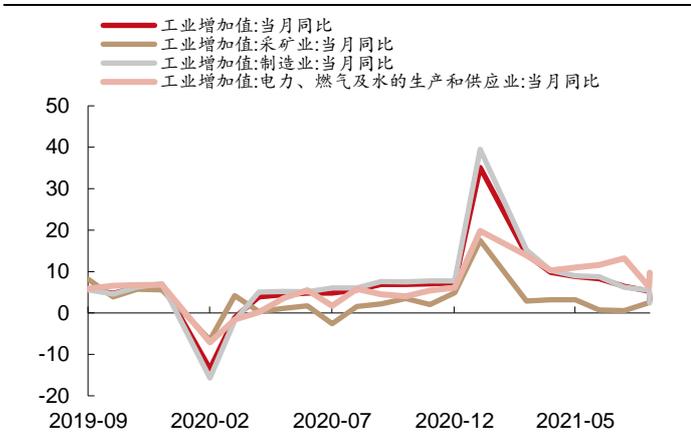
资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 三、多重因素影响，工业生产持续走弱

9月工业增加值两年平均增速为5.0%，前值5.4%。分行业看，采矿业、制造业、电热气水两年同比分别为2.7%（前值2.0%）、5.0%（前值5.7%）、7.1%（前值6.0%），采矿和电热气水走强，制造业回落。工业增加值较前值回落且不及预期主要有三个方面原因：一是基数效应，2019年9月工业增加值同比增速跳升1.4个百分点至5.8%。二是能耗双控目标下，限电限产政策对工业生产带来较大负面影响，9月全国高炉、焦化企业、螺纹钢、PVC等开工率均较8月明显下行。三是“缺芯”对汽车产业链的影响延续，9月汽车产量和汽车制造业工业增加值同比分别下降13.7%和8.2%，两者降幅较8月收窄，但供给约束下汽车对工业增加值的拖累仍较为明显。从环比数据来看，工业增加值回落特征更为明显，9月工业增加值环比季调值为0.05%，较8月的0.31%大幅回落，显著弱于季节性，

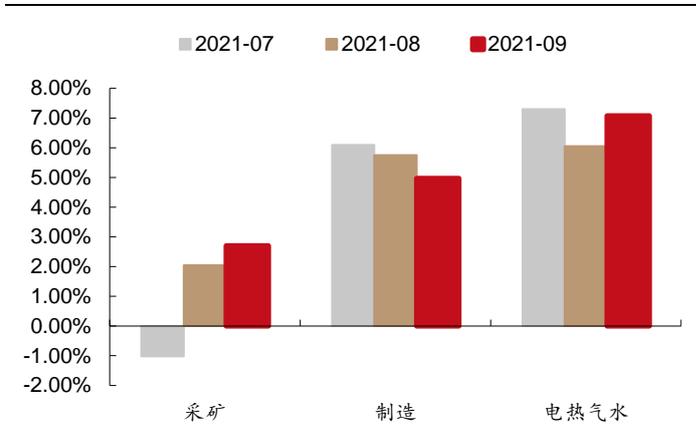
且7、8、9月表现均弱于2019年同期，三季度工业产能利用率为77.1%，读数为近四个季度新低。

图3：规模以上工业增加值同比增长（%）



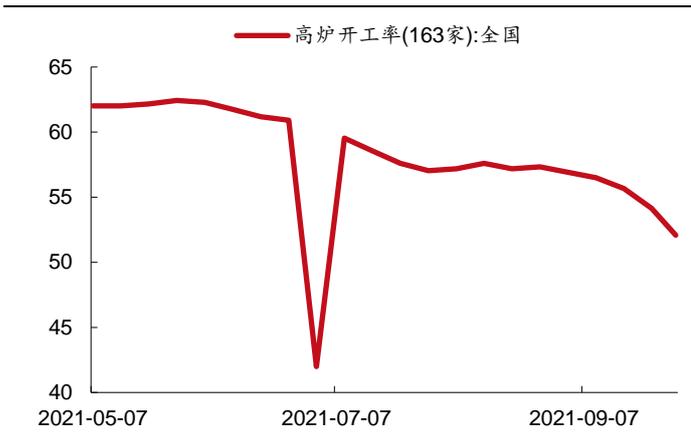
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：分行业工业增加值两年平均增速



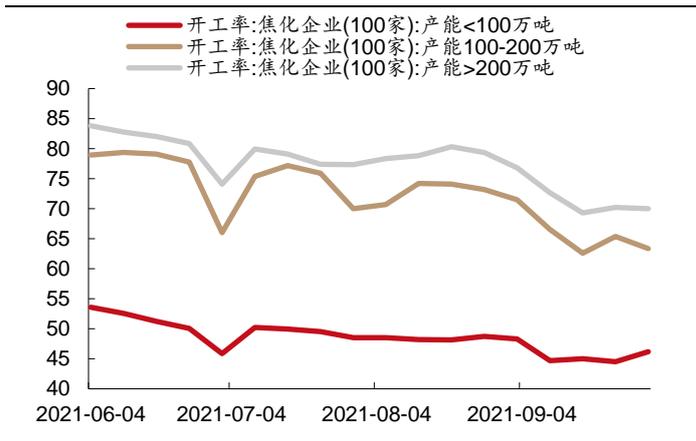
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图5：全国高炉开工率（%）



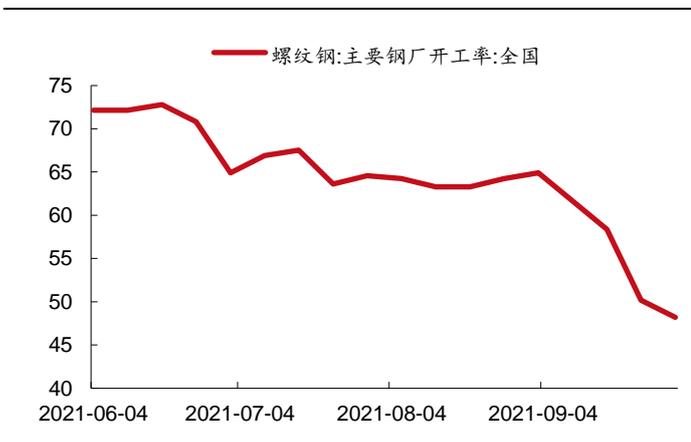
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图6：焦化企业开工率（%）



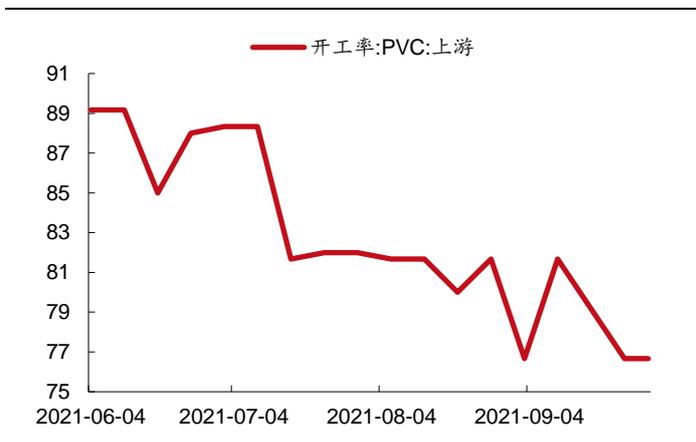
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：螺纹钢开工率（%）



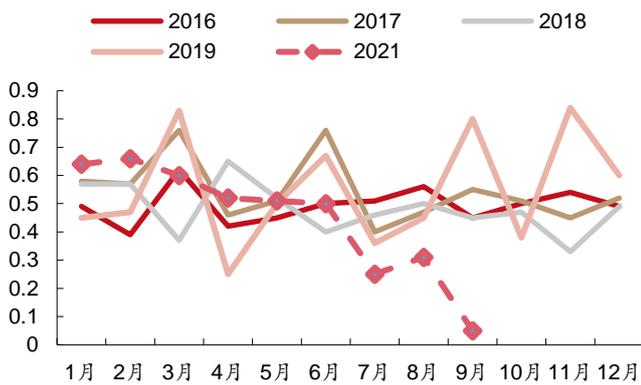
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图8：PVC开工率（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 9: 工业增加值环比季调 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 10: 工业产能利用率 (%)

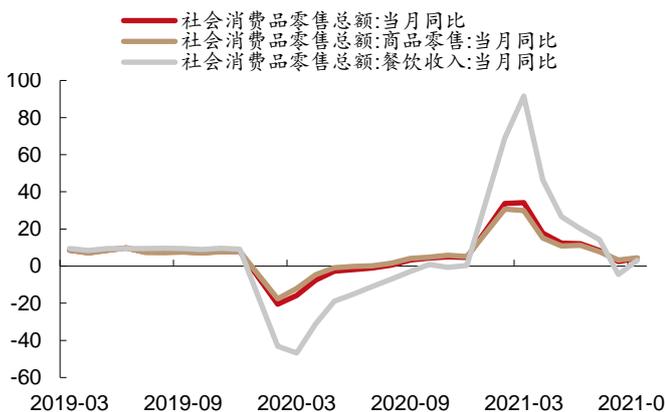


资料来源: Wind, 西部证券研发中心

#### 四、疫情影响弱化，消费超预期反弹

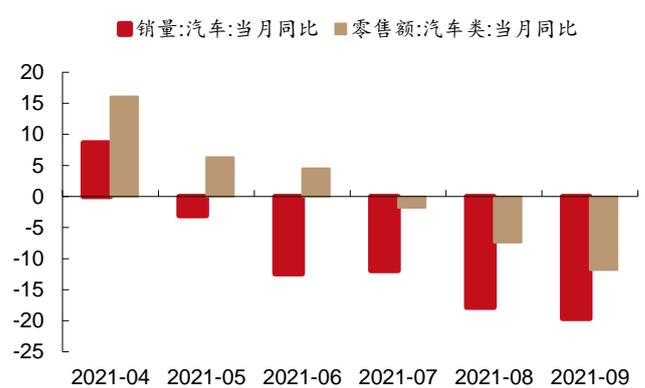
9月社会消费品零售总额同比增速为4.4%，高于市场预期，两年平均增速为3.8%，前值1.5%。其中，商品零售和餐饮收入两年平均增速分别为4.3%和0.1%，较8月分别回升1.9和5.8个百分点。9月疫情边际弱化，且正值中秋及国庆备货期，对商品零售和餐饮收入形成提振。受芯片短缺因素影响，汽车消费依然低迷，9月汽车零售额同比下降11.8%，中汽协公布的9月汽车销量同比下降19.6%，两项数据较8月降幅继续扩大，除汽车外，其余消费品零售额增速明显快于社零总体增速。扣除价格因素，前三季度居民人均可支配收入两年实际平均增长5.1%，较上半年回落0.1个百分点，显示居民消费能力边际转弱。除汽车消费外，家具(+1.4%)、家电(+3.0%)、建筑装潢(+6.7%)等地产后周期产品两年平均增速较8月分别回升0.3、3.4、1.7个百分点。

图 11: 社会消费品零售总额增速 (%)



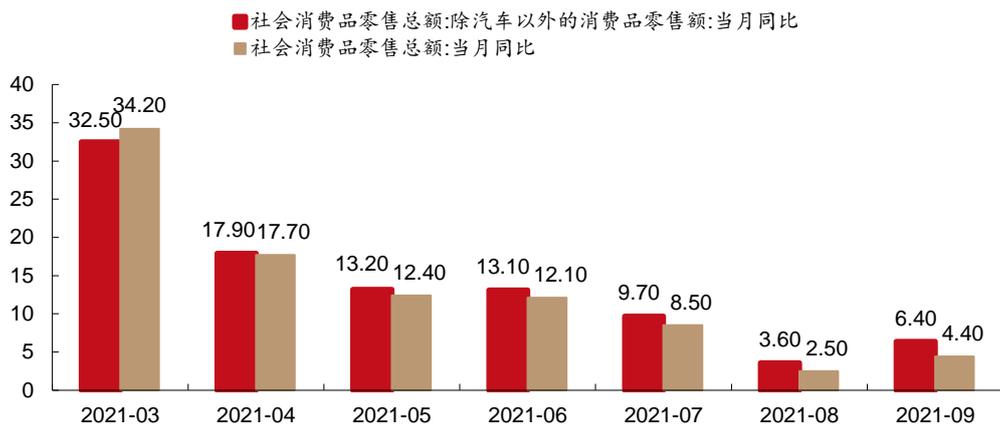
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 12: 汽车零售额和销量当月同比增速 (%)



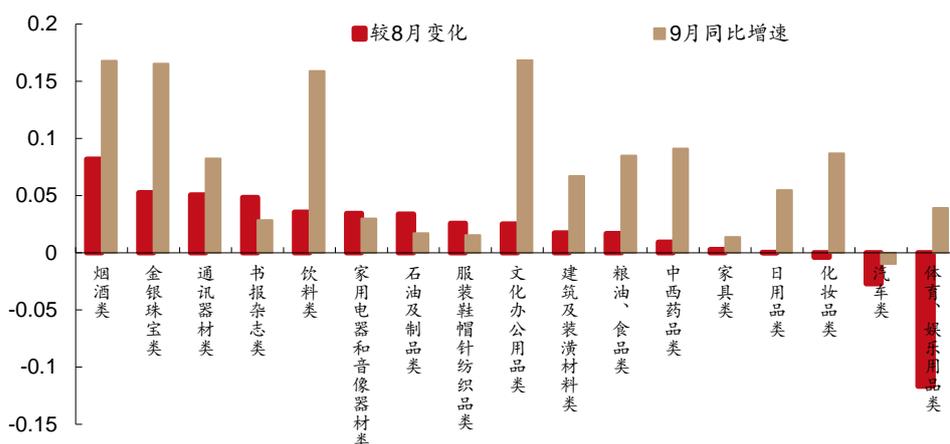
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 13：除汽车外社消零售总额增速快于社零总体增速（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 14：限额以上商品零售额两年平均同比增速变化（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

## 五、投资结构分化，地产趋弱、基建修复、制造业持平

前三季度，固定资产投资累计同比增长 7.3%，较前值 8.9% 回落 1.6 个百分点，两年平均增速为 3.8%，1-8 月和 1-7 月则分别为 4.0% 和 4.3%，自 7 月以来同比增速持续回落。基建投资同比增长 1.5%，两年平均增速为 0.4%，较前值小幅回升 0.2 个百分点。制造业投资同比增长 14.8%，两年平均增速为 3.3%，与 8 月持平。房地产开发投资同比增长 8.8%，两年平均增速为 7.2%，与 8 月相比下降 0.5 个百分点。从两年平均增速来看，呈现出地产投资趋弱、基建投资修复、制造业平稳的特征。

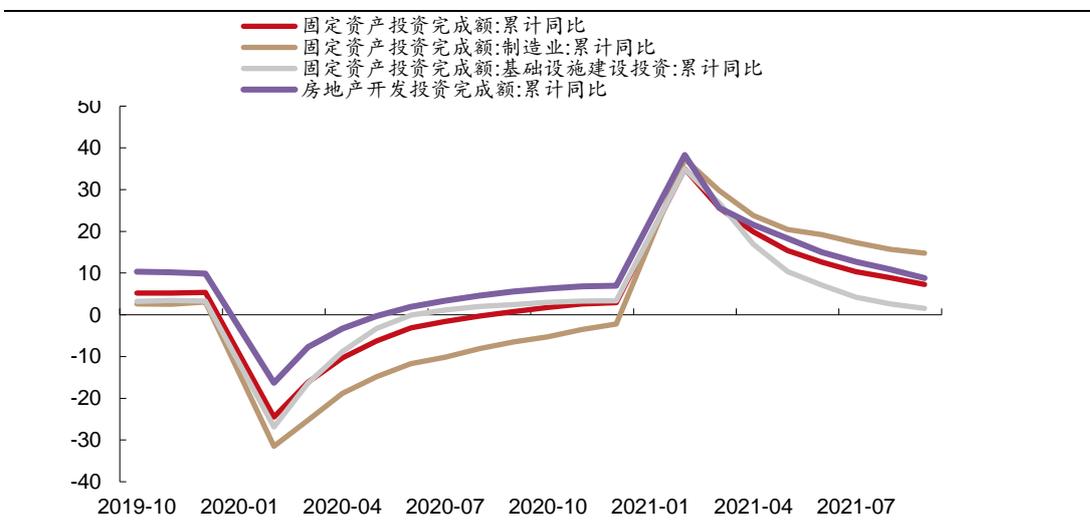
分项来看，1-9 月房地产销售面积和销售额同比分别增长 11.3% 和 16.6%，较 8 月继续回落。9 月单月商品房销售额和销售面积两年平均增速分别为 -3.5%（前值 -2.0%）和 -1.2%（1.6%）。9 月新开工、施工、竣工面积单月增速均较 8 月走弱，土地购置费对开发投资的支撑作用也在减弱。在地产融资政策收紧、销售回款不理想情况下，房企资金压力较大，明显缺乏拿地热情。近期部分城市“稳楼市”政策及限跌令的出台，有助于稳定市场预期，

短期地产投资仍具有一定韧性。

制造业投资两年平均增速与8月持平，均为3.3%，结束了年内连续6个月复苏的态势。行业结构方面，高技术制造业增长动能强劲，1-9月同比增长25.4%，远高于同期制造业投资增速，是支撑制造业投资的主要因素。从景气数据来看，在本轮制造业PMI下行周期中，高技术制造业并未像前几轮那样与其同向变动，而是保持了扩张动能，景气度处于高位。但在需求走弱、工业企业利润下行、产能利用率回落等因素影响下，制造业投资边际上存在一定的回落压力。

基建投资方面，在供需双缩，经济下行压力加大背景下，四季度依靠基建发力托底经济的必要性有所提升，7.30 中央政治局会议提出“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”，随着8月专项债发行的提速，预计四季度末开始形成实物工作量，“财政后置”下四季度基建投资有望继续回升。

图 15：固定资产投资完成额增速（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 16：商品房销售面积和销售两年平均增速

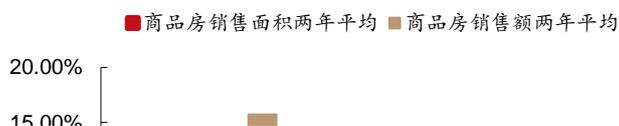


图 17：高技术制造业与制造业 PMI 走势背离（%）



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\\_27887](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27887)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn