

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

联系电话: +86 15502128053

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

GDP 增速“破 5”，财政发力的号角已经吹响

2021 年 10 月 18 日

摘要:

- **能耗双控导致工业增加值增速放缓。**9 月份，全国规模以上工业增加值两年平均增长 5.0%，比 8 月份回落 0.4 个百分点。9 月地方政府对于高能耗行业产能压降的力度有所加大。黑色金属冶炼、有色金属冶炼、化学原料、非金属矿物等中上游行业增加值增速均出现明显下降。结合《投入产出表》中各行业增加值占比，我们估算得出这 4 个高耗能行业的产能受阻拖累工业增加值约 1.2 个百分点。另一方面，出口产业链继续对工业生产起到重要的支撑作用，计算机通信、专用设备、电器机械等行业增加值维持高增长。
- **制造业投资维持韧性，基建投资两年增速小幅反弹，房地产延续下行。**制造业投资两年平均增速与上月持平。分行业来看，中高端制造业投资增速较快。一方面由于工业企业利润、出口等领先指标依然表现亮眼，另一方面政策对于制造业，尤其是高技术制造业支持力度较大，我们认为制造业投资将继续向上修复。基建投资小幅回暖，未来地方债发行可能会进一步提速。房地产投资继续回落，四季度房地产信贷政策或将适度纠偏。
- **疫情扰动减弱，消费有所反弹。**从结构上来看，第一，疫情扰动减弱，加上中秋节外出需求增加，餐饮消费显著好转。第二，手机等通讯设备消费大幅回升，和 iPhone 新机发布有关。另一方面，“缺芯”对汽车消费形成抑制。收入延续修复，但边际消费倾向有所回落。
- **GDP 增速“破 5”，财政发力的号角已经吹响。**今年一至三季度 GDP 当季同比增速分别为 18.3%、7.9%和 4.9%。前三季度经济增速达到 9.8%，预计完成全年 6%以上的经济增速目标问题不大。但另一方面，9 月末中国人民银行行长易纲在《中国的利率体系与利率市场化改革》一文中指出“中国经济潜在增速仍有望维持在 5%-6%区间”，而三季度 GDP 增速已经低于潜在增速水平，说明经济动能不足。央行三季度发布会中，央行对于货币政策有三点值得注意的信息，一是央行表明“从整个四季度来看，流动性供求的形势应当说是基本平衡的”，二是央行认为“十年期国债收益率在 2.95%附近，总体处于较低水平”，三是提出要“发挥好结构性货币政策工具作用”。这三点都指向四季度全面宽松（包括降准、降息）的预期有所降温。从政策角度，年内房地产、能耗双控等监管放松的可能性也不大。整体来看，只有财政发力才能托底经济。在疫情汛情冲击减弱、专项债发行速度加快、重大项目加速落地的共同作用下，基建投资有望在年末对经济形成托底。
- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目录

一、能耗双控导致工业增加值增速放缓	3
二、制造业投资维持韧性，基建投资两年增速小幅反弹，房地产延续下行	4
三、疫情扰动减弱，消费有所反弹	5
四、GDP 增速“破 5”，财政发力的号角已经吹响	6
风险因素	7

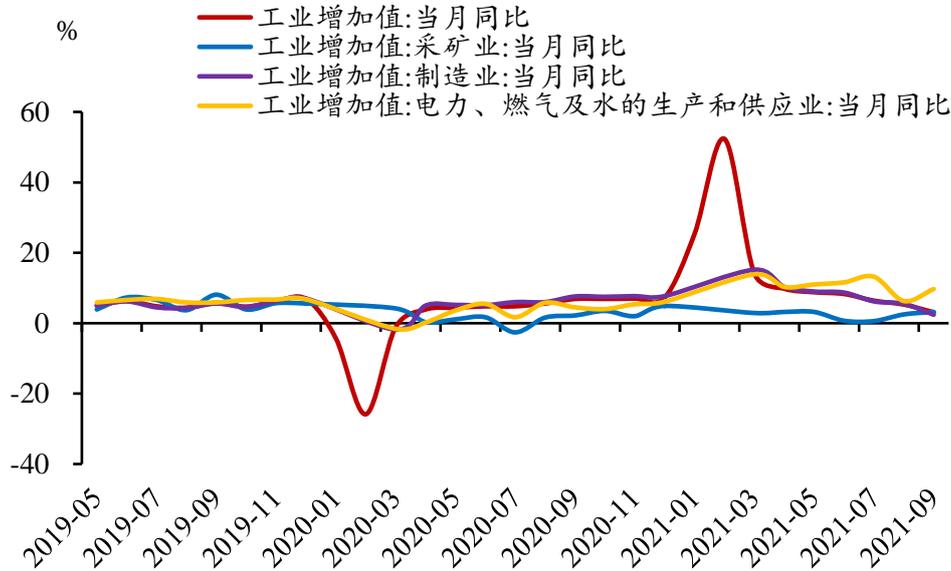
图目录

图 1：工业增加值同比增速回落	3
图 2：9 月各行业增加值同比	4
图 3：制造业各行业投资增速	4
图 4：制造业投资保持韧性	5
图 5：9 月消费增速大幅反弹	6
图 6：经营性收入增速慢于其他类型收入	6

一、能耗双控导致工业增加值增速放缓

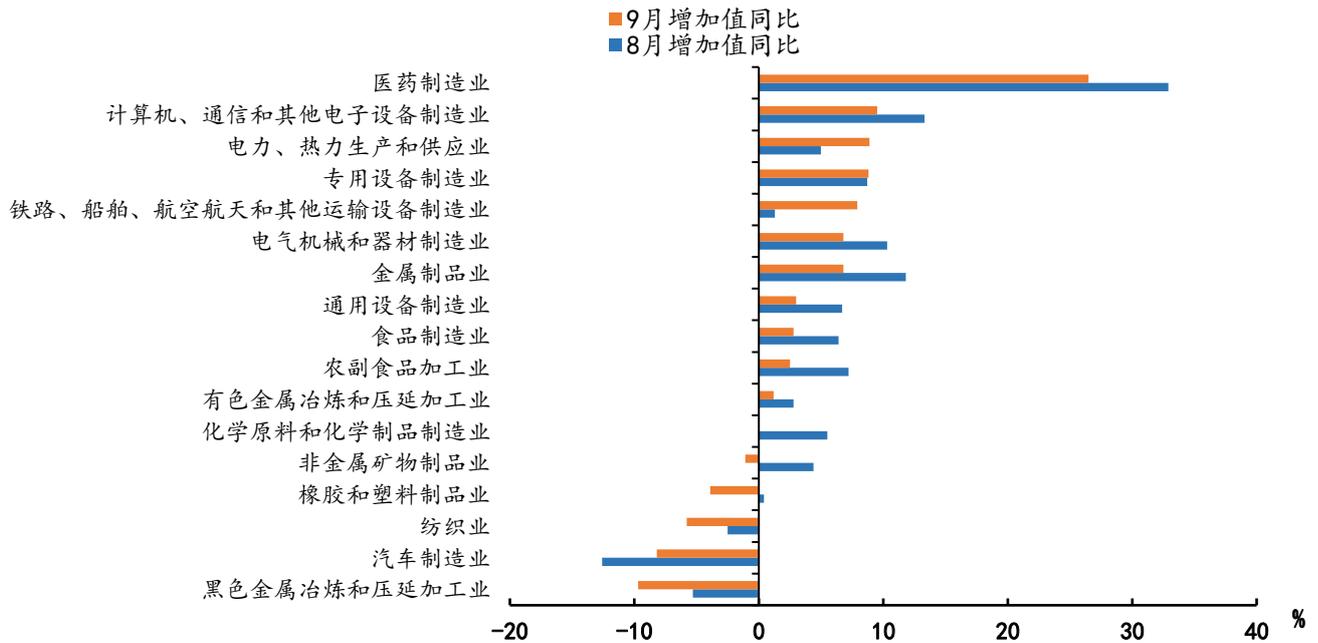
工业增加值同比增速继续走弱。9月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.1%，前值为增长5.3%。两年平均增长5.0%，比8月份回落0.4个百分点。从环比看，9月份，规模以上工业增加值比上月增长0.05%，较上月下滑0.26个百分点。分项来看，采矿业增加值同比增速延续上升趋势，增长3.2%，较上月加快0.7个百分点。燃气及水的生产和供应业增加值同比涨幅明显反弹，从上月的6.3%上升至本月的9.7%。制造业增加值本月继续走弱，且下降幅度有所扩大，增速由上月的5.5%下降至2.4%，对本月工业增加值形成拖累。

图 1：工业增加值同比增速回落



资料来源:万得, 信达证券研发中心

能耗双控导致工业增加值增速放缓。9月地方政府对于高能耗行业产能压降的力度有所加大，粗钢产量环比下降11.4%，水泥产量下降4.7%。黑色金属冶炼、有色金属冶炼、化学原料、非金属矿物等中上游行业增加值增速均出现明显下降。结合《投入产出表》中各行业增加值占比，我们估算得出这4个高耗能行业的产能受阻拖累工业增加值约1.2个百分点。在能耗双控、环保限产政策的压力下，工业生产预计会持续受到影响。另一方面，出口产业链继续对工业生产起到重要的支撑作用，计算机通信、专用设备、电器机械等行业增加值维持高增长。

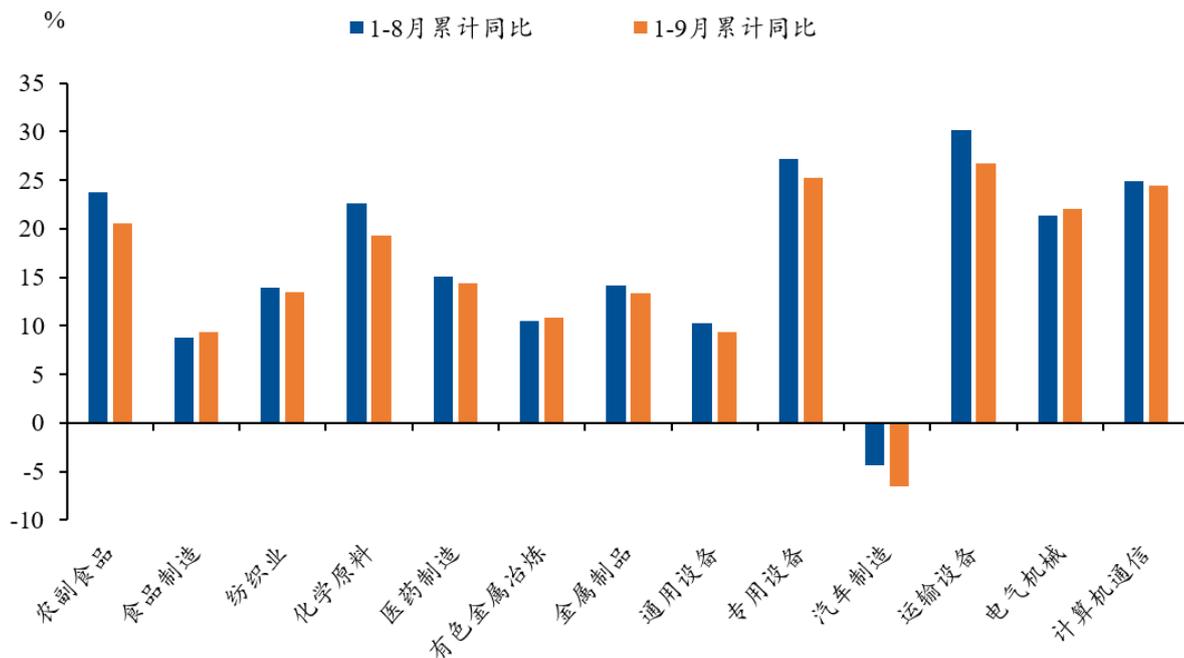
图 2：9 月各行业增加值同比


资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、制造业投资维持韧性，基建投资两年增速小幅反弹，房地产延续下行

前三季度，全国固定资产投资（不含农户）397827 亿元，同比增长 7.3%，两年平均增长 3.8%，比 1-8 月份回落 0.2 个百分点。

制造业投资维持韧性，两年平均增速与上月持平。1-9 月，同比增长 14.8%，两年平均增长 3.3%，与 1-8 月持平。分行业来看，中高端制造业投资增速较快。1-9 月，计算机通信、专用设备、电气机械等中高端制造业累计同比处于较高水平，分别为 24.4%、25.2%、22.0%。一方面由于工业企业利润、出口等领先指标依然表现亮眼，另一方面政策对于制造业，尤其是高技术制造业支持力度较大，我们认为制造业投资将继续向上修复。

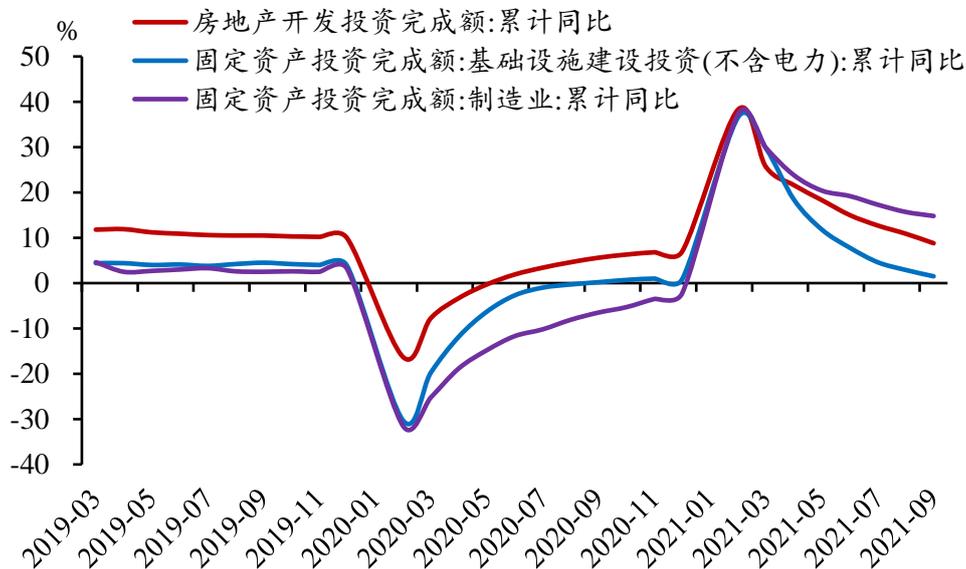
图 3：制造业各行业投资增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

基建投资小幅回暖，未来地方债发行可能会进一步提速。1-9 月份基础设施投资同比增长 1.5%，两年平均增长 0.4%，比 1-8 月回升 0.2 个百分点。9 月专项债发行继续加快，新增专项债发行 5230 亿元，高于 8 月的 4896 亿元和 7 月的 3403 亿元。尽管如此，截至 9 月末，专项债发行进度仅达到 64.8%，依然大幅低于往年。根据《21 世纪经济报道》的消息，各地剩余新增专项债额度需于 11 月底前发行完毕，不再为 12 月份预留额度。这意味着地方债发行将进一步提速，四季度基建投资有望对经济形成支撑。

房地产投资继续回落，四季度房地产信贷政策或将适度纠偏。房地产开发投资同比增长 8.8%，两年平均增长 7.2%，比 1-8 月份回落 0.5 个百分点。9 月房地产监管趋严，1—9 月份，商品房销售面积 130332 万平方米，同比增长 11.3%；两年平均增长 4.6%，较 1-8 月回落 1.3 个百分点。但需要注意的是，四季度房地产信贷政策或将适度纠偏。一是三季度央行例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”；二是 10 月 15 日中国房地产协会在京召开部分房企座谈会、摸底当前房企困难；三是央行在三季度发布会中表示，“部分金融机构对于 30 家试点房企‘三线四档’融资管理规则也存在一些误解，将要求‘红档’企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款，企业销售回款偿还贷款后，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款，也一定程度上造成了一些企业资金链紧绷”。如果资金压力能够得到一定缓解，房地产投资有望边际改善。

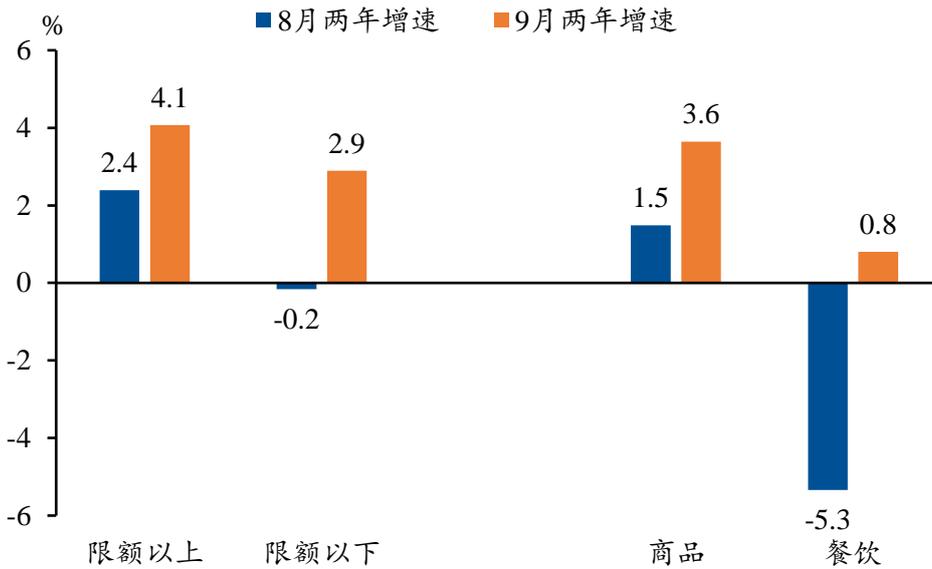
图 4：制造业投资保持韧性



资料来源:万得, 信达证券研发中心

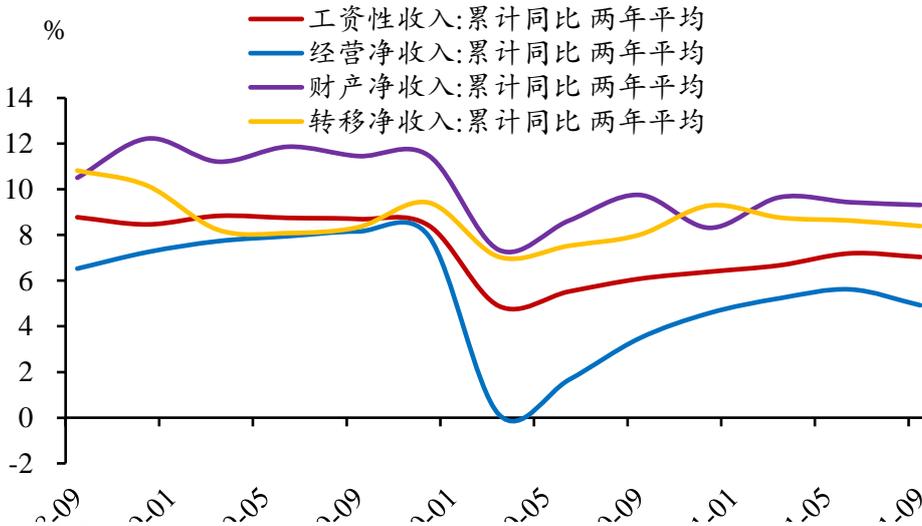
三、疫情扰动减弱，消费有所反弹

疫情扰动减弱，消费有所反弹。继 8 月疫情冲击致使消费增速大幅回落，9 月份，社会消费品零售总额 36833 亿元，同比大幅反弹，增长 4.4%，较 8 月回升 1.9 个百分点，两年平均增速为 3.8%，比 8 月份回升 2.3 个百分点。从结构上来看，第一，疫情扰动减弱，加上中秋节外出需求增加，餐饮消费显著好转。第二，手机等通讯设备消费大幅回升，和 iPhone 新机发布有关。另一方面，“缺芯”对汽车消费形成抑制。

图 5：9 月消费增速大幅反弹


资料来源:万得, 信达证券研发中心

收入延续修复, 但边际消费倾向有所回落。前三季度, 全国居民人均可支配收入 26265 元, 比上年同期名义增长 10.4%, 两年平均增速 7.1%, 较二季度降低 0.3 个百分点。对比二季度, 三季度边际消费倾向有所回落, 一是贫富差距有所加大, 全国居民人均可支配收入中位数与人均可支配收入的比值下降 0.1 个百分点; 二是经营性收入增速慢于其他类型收入, 意味着疫情和疫情防控对于个体户收入造成的负面影响较大, 持续性较强。

图 6：经营性收入增速慢于其他类型收入


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_27948



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>