

短期扰动加大增速下滑幅度

10月18日国家统计局公布数据显示：我国前三季度实际GDP同比增长9.8%，两年平均增长5.2%，其中三季度实际GDP同比增长4.9%。从需求端看，受疫情扰动，消费复苏较为疲软。从固定资产投资来看，房地产投资持续回落，基建和制造业支撑有限。

1、前9月固定资产投资累计同比7.3%，前值8.9%。1-9月份，全国固定资产投资（不含农户）397827亿元，同比增长7.3%；比2019年1-9月份增长7.7%，两年平均增长3.8%，低于前值的4.0%。其中按照分项来看，基建和制造业投资当月同比均有所好转，房地产当月同比由正转负。

2、前9月工业生产增速累计同比涨幅持续放缓。9月工业增加值累计同比11.8%，前值为13.1%。从结构来看，采矿业和公用事业当月同比涨幅走阔，但是制造业当月同比涨幅收窄。

3、9月消费累计同比涨幅回落但是当月同比好转。9月社零累计同比增长16.4%，低于前值的18.1%，1-9月两年平均增速为3.8%，略低于前值3.9%。

4、能耗双控下供需短期扰动加大，三季度增速下滑幅度超预期。首先，9月消费边际好转但是整体支撑依然有限。1) 疫情的影响减退以及中秋节对消费的季节性支撑，使得本月消费当月同比上行，包括9月的服务业PMI也重新回到了扩张区间，数据显示前9个月除汽车以外的消费品零售额两年平均增速从前值的3.8%回升至3.9%，社会消费品零售总额中餐饮收入的两年平均增速有所好转，且限额以下的企业消费品零售总额持续回升。2) 汽车消费依然对整体消费形成拖累。乘联会公布数据显示9月狭义乘用车零售同比下降17.3%，虽然环比上涨9%，但是总量上还是低于同期表现。3) 三季度居民债务-居民可支配收入同比增速进一步回落，从前值的15.51%回落至11.70%，但是依然处于历史较高的位置。第二，工业生产延续放缓态势。本月出口交货值当月同比增速回升，说明外需对于工业生产仍存在一定的支撑，但是国内能耗双控限制下，虽然采矿业和公用事业的当月同比上行，但是工业增加值中的制造业当月同比涨幅明显放缓。高频数据显示9月高炉开工率和重点企业粗钢产量环比均有所下行，整体工业生产下行压力依然较大。第三，地产投资当月同比由正转负。1) 领先指标1-9月商品房销售额和面积累计两年复合增速进一步回落。2) 从本月的高频数据来看，30大中城市成交面积环比小幅回升，但是同比增速从前值的-22.72%进一步下行至-30.08%，两年复合增速也从前值的-5.34%回落至-12%。3) 9月金融数据中的居民中长期贷款同比少增仍有所持续，且资金来源受阻使得建安投资继续承压。数据显示，资金来源当月同比跌幅进一步加深。往后看央行三季度发布会虽然表示银行对房企开发贷款过于收紧的力度应该有所纠偏，但短期地产投资下行压力仍存。第四，基建投资仍然不及预期。今年1-9月新增地方债完成全年额度的65%左右，相比去年和前年的发行节奏还是明显滞后，且9月新增专项债主要投向还是分布于市政及产业园区基础设施、保障性安居工程和社会事业。另外从高频数据来看，9月沥青和水泥的开工率仍然表现疲软、真正的施工需求并未有所明显地释放。最后，需求下行压力仍存，但滞涨约束货币政策宽松空间，后续短期预计央行采用结构性货币政策来维持相对宽松，中长期降准依然可期。从9月份的数据来看，金融数据和除出口之外的经济数据并未有明显企稳的趋势，叠加PPI-CPI剪刀差和能耗双控对总需求的压力依然在不断加深，对货币政策宽松的诉求依然较强。但是三季度金融统计数据新闻发布会中暗示4季度降准的可能性在下降，预计后续除了利用MLF和公开市场操作未来维持流动性平稳之外，可能会通过再贷款的加码来“增加信贷总量增长的稳定性”，但是中长期降准概率仍存。

风险提示：1、信用收缩过快导致系统性信用风险爆发；2、通胀大幅超出预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn
杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

图表 1: 9月经济数据点评: 短期扰动加大增速下滑幅度

经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	8月	9月	1-8月	1-9月	
GDP	-	4.9	-	9.8	前三季度国内生产总值 823131 亿元, 同比增长 9.8%, 两年平均增长 5.2%, 比上半年两年平均增速回落 0.1 个百分点。从需求端看, 受疫情扰动, 消费复苏较为疲软。从固定资产投资来看, 房地产投资持续回落, 基建和制造业支撑有限。从贸易结构来看, 在全球经济外需韧性仍存和产业替代效应仍然较强的背景下, 出口略强于预期。从就业表现来看, 前三季度城镇新增就业 1045 万人, 完成全年目标 95%, 9 月份, 全国城镇调查失业率为 4.9%, 比上月下降 0.2 个百分点, 比上年同期下降 0.5 个百分点。未来看, 进出口贡献仍存, 基建保持稳中回升, 制造业表现仍需警惕滞涨环境下对中下游企业利润的溢出效应, 房地产投资短期下行压力仍存。
社零	2.5	4.4	18.1	16.4	当月同比涨幅回升。9 月份, 社会消费品零售总额 36833 亿元, 同比增长 4.4%; 比 2019 年 9 月份增长 7.8%, 两年平均增速为 3.8%, 低于前值 3.9%。按照分项来看, 除了通讯外, 地产链条、汽车和其他升级型消费分项累计同比涨幅收窄。
投资	0.2	(2.5)	8.9	7.3	当月同比由正转负。1-9 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 397827 亿元, 同比增长 7.3%; 比 2019 年 1-9 月份增长 7.7%, 两年平均增长 3.8%, 低于前值的 4.0%。其中按照分项来看, 基建和制造业投资当月同比均有所好转, 房地产当月同比由正转负。
民间投资	(0.0)	(2.5)	11.5	9.8	民间投资累计同比涨幅回落, 但增速高于整体固定资产投资。当月同比跌幅走阔。
基建投资	(6.6)	(4.5)	2.6	1.5	基建投资当月同比跌幅收窄, 累计同比涨幅继续收窄。分项来看, 电热燃水生产和供应业当月同比由负转正 (4.6%), 铁路、道路交通运输业投资当月同比跌幅走阔 (-8.6%), 水利、环境和公共设施管理业当月同比跌幅收窄 (-4.7%)。
制造业投资	7.1	10.1	15.7	14.8	当月同比涨幅上行, 累计同比涨幅收窄。从结构来看, 高新技术产业累计同比涨幅收窄, 但是依然处于较高的位置。装备制造业和通用专用设备涨幅收窄。从当月同比来看, 汽车跌幅收窄, 运输设备、专用设备涨幅走阔。
房地产投资	0.5	(3.5)	10.9	8.8	当月同比由正转负, 累计同比涨幅继续收窄, 地产下行投资趋势不改。
新开工面积	(16.8)	(13.5)	(3.2)	(4.5)	新开工面积累计同比跌幅进一步走扩, 但当月同比跌幅收窄。
资金来源	(6.5)	(11.2)	14.8	11.1	当月同比跌幅走阔, 累计同比涨幅收窄。其中国内贷款累计同比跌幅走阔至 -8.4% (前值 -6.1%)、利用外资累计同比跌幅收窄至 -36.9% (前值 -47.5%)。另外, 自筹资金、定金和个人按揭累计同比涨幅均收窄。
商品房	(15.6)	(13.2)	15.9	11.3	商品房销售面积、销售额当月同比跌幅收窄, 但是累计同比涨幅继续收窄。整体来看, 资金来源受到抑制, 房地产销售面积和面积累计同比涨幅继续收窄。
商品房销售额	(18.7)	(15.8)	22.8	16.6	
出口	25.6	28.1	33.7	33.0	9 月出口同比增速超预期。首先, “产业链效应”持续强化, 虽然“替代效应”减退、但海外疫情持续时间超预期, 使得我国出口增速回落的时间延后。其次, 外需韧性仍存, 但是趋势放缓方向不变。1) 9 月欧元区 Markit 制造业继续回落; 2) 相较之下, 美国 ISM 制造业虽然上行, 但是主要是由于价格和交货时间推动, 新订单、新出口订单以及产出的环比表现均不佳, 分别为 0.0%、-3.2%和 -0.6%。受能耗双控以及内需回落影响, 9 月进口低于预期。分产品来看, 9 月进口商品基本数量跌幅走扩, 金额涨幅收窄, 价格主要受到去年基数逐渐抬高影响。分国别来看, 我国进口当月同比对主要国家的涨幅收窄, 但是两年平均增速有所回升。
进口	33.1	17.6	34.8	32.6	
工业增加值	5.3	3.1	13.1	11.8	1-9 月工业生产累计同比涨幅收窄。从结构来看, 采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现
出口交货值	14.8	16.8	19.9	19.4	1-9 月出口交货值累计同比涨幅收窄, 但当月同比涨幅扩大。
发电量	0.2	4.9	11.3	10.7	1-9 月发电量累计同比涨幅收窄, 但当月同比涨幅回升。
粗钢产量	(13.2)	(21.2)	5.3	2.0	1-9 月粗钢产量累计同比涨幅收窄, 当月同比跌幅扩大, 钢厂开工率进一步回落
M1	-	-	4.2	3.7	信贷符合季节性表现, 但低于预期。从结构上来看, 企业中长期贷款依旧疲软, 票据融资依然较高。9 月信贷有三个特征: 1) 居民长期贷款持续回落, 但是降幅有所放缓, 也意味着地产销售的拖累不再进一步加深; 2) 虽然 9 月人民银行落实 3000 亿元支小再贷款政策, 加大对中小微企业纾困帮扶力度, 政策向宽信用倾斜, 但是去年高基数以及实际需求依然疲软, 企业中长期贷款的偏弱局面面对信贷的拖累仍存; 3) 1 个月的国股银票转贴现利率票据在 9 月继续回落, 说明票据冲量的现象依然较强。社融存量同比增速进一步下行。从结构来看, 信贷贷款和政府债券依然为主要拖累。社融变化有两点值得关注: 1) 9 月政府债券净融资额 9594 亿元, 其中地方债净融资额为 4852 亿元, 虽然相较 8 月小幅上升, 但受去年高基数影响, 仍对社融形成拖累; 2) 从贷款、表外和直接融资看, 尽管信用供给有所回升 (M2 回升), 但社融存量增速反而下降 (信用需求下降)。M2-M1 同比进一步走阔, 进一步印证实体经济融资需求下降。
M2	-	-	8.2	8.3	
信贷 (万亿)	1.22	1.66	15.06	16.70	
社融 (万亿)	2.96	2.90	21.77	27.45	
CPI	0.8	0.7	0.6	0.6	CPI 同比和环比涨幅回放缓。1) 生猪供给持续修复, 对本月食品价格形成拖累。2) 疫情减退叠开开学季影响, 本月非食品分项好转。3) 从能源来看, 交通和通信环比跌幅收窄。PPI 同比和环比涨幅均有所回升。1) 9 月生产资料依然受到上游供给偏紧的影响。2) 生活资料来看对 PPI 的环比和同比拉动依然较疲软。需求疲软背景下 PPI 仍难向 CPI 传导。首先, 本月 CPI 环比表现明显弱于季节性, 需求疲软进一步体现。其次, 供给端偏紧使得滞涨环境愈发明显。最后, PPI 和 CPI 之间剪刀差持续走阔, 但是“宽货币”的必要性上升。
PPI	9.5	10.7	6.2	6.7	
制造业 PMI	50.1	49.6	-	-	9 月制造业 PMI 跌入收缩区间。(1) 从企业规模来看, 大型企业 PMI 小幅回升, 但是中小型企业 PMI 回落。(2) 供需持续走弱, 生产和新订单指数均处于收缩区间内。(3) 新出口订单和进口均回落。
非制造业 PMI	47.5	53.2	-	-	(4) 原材料库存指数上行、产成品库存回落、采购量跌入收缩区间内。(5) 原材料价格回升, 出厂价格-原材料价格持续回升。9 月非制造业: 重回扩张区间。本月建筑业 PMI 虽然扩张放缓但景气程度依然较高。地产竣工较好和专项债发行加速均对建筑业形成一定支撑。服务业 PMI 主要分项均出现改善。新订单指数、从业人员和业务活动预期指数均有所上行, 说明上月的疫情虽然打断了服务业的修复, 但是并未改变服务业改善的方向。
综合 PMI	48.9	51.7	-	-	

来源: 国家统计局, 财政部, 中国人民银行, 中国货币网, Wind, 国金证券研究所

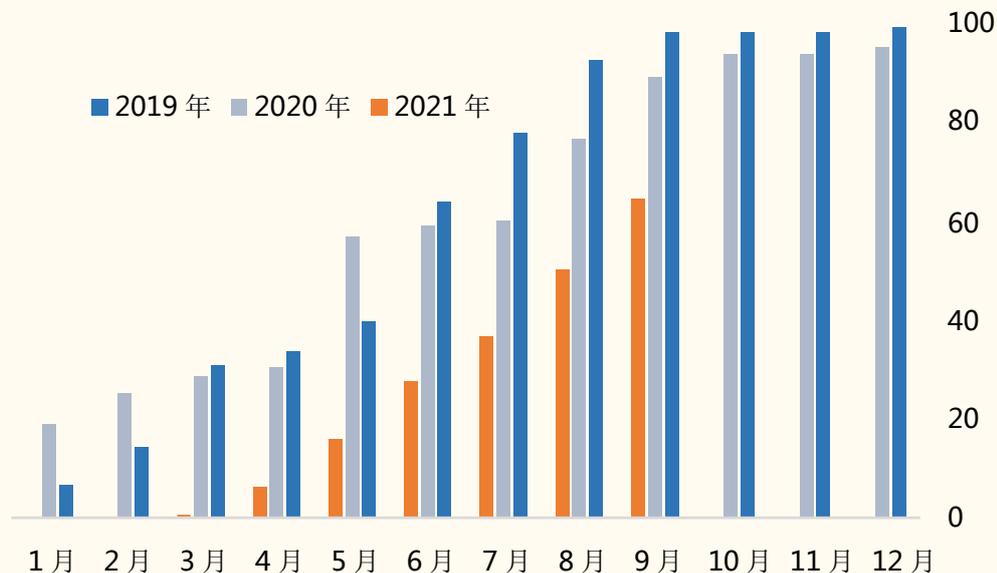
正文如下：

三季度 **GDP** 增长不及预期。数据显示前三季度国内生产总值 823131 亿元，实际同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%，比上半年两年平均增速回落 0.1 个百分点。从需求端看，受疫情扰动，消费复苏较为疲软。从固定资产投资来看，房地产投资持续回落，基建和制造业支撑有限。从贸易结构来看，在全球经济外需韧性仍存和产业替代效应仍然较强的背景下，出口略强于预期。从就业表现来看，前三季度城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标 95%，9 月份，全国城镇调查失业率为 4.9%，比上月下降 0.2 个百分点，比上年同期下降 0.5 个百分点。未来看，进出口贡献仍存，基建保持稳中回升，制造业表现仍需警惕滞涨环境下对中下游企业利润的溢出效应，房地产投资短期下行压力仍存。

9 月固定资产投资中基建和制造业投资当月同比均有所好转，房地产当月同比由正转负。数据显示，1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）397827 亿元，同比增长 7.3%；比 2019 年 1-9 月份增长 7.7%，两年平均增长 3.8%，低于前值的 4.0%。

(1) 9 月基建当月同比跌幅收窄。具体来看：1) 电力当月同比由负转正至 4.6%（前值-2.1%）；2) 交通当月同比跌幅走扩至-8.6%（前值-4.7%）；3) 水利当月同比跌幅收窄至-4.7%（前值-10.0%）。

图表 2：专项债发行加快但是依然略低于预期



来源：Wind，国金证券研究所

(2) 9 月制造业当月同比增速回升，累计同比持续回落。具体分项来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计同比涨幅收窄至 14.4%（前值 15.1%），计算机通信行业累计同比涨幅收窄至 24.4%（前值 24.9%）；2) 装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅走扩至-6.5%（前值-4.4%），运输设备行业累计同比涨幅回落至 26.7%（前值 30.2%）；3) 通用专用设备业中，通用设备累计同比涨幅收窄至 9.3%（前值 10.3%），专用设备累计同比涨幅收窄至 25.2%（前值

27.2%); 4) 轻工行业中, 农副食品加工业累计同比涨幅收窄至 20.6% (前值 23.8%), 食品制造累计同比涨幅为 9.4% (前值 8.8%), 纺织业累计同比涨幅为 13.5% (前值 13.9%); 5) 传统行业中, 有色金属冶炼及压延加工业累计同比涨幅走阔至 10.8% (前值 10.5%)。

图表 3: 固定资产投资和制造业投资两年平均增速之差回落

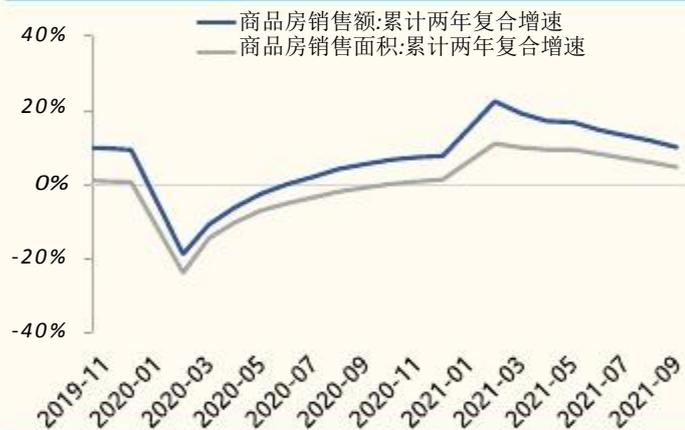


注: 2021 年为两年平均增速

来源: Wind, 国金证券研究所

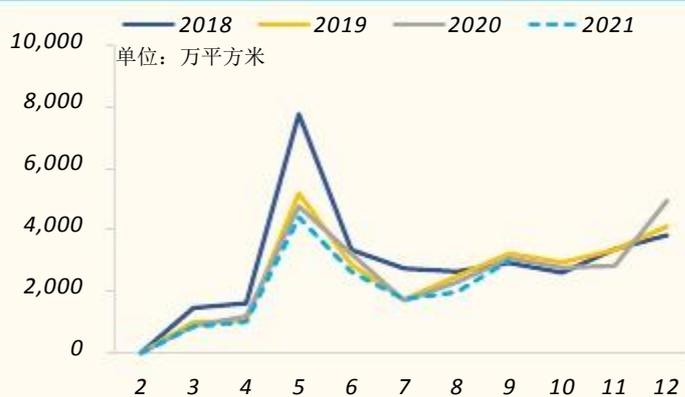
(3) 9月房地产投资当月同比由正转负, 累计同比涨幅继续收窄, 地产下行投资趋势不改。从分项来看, 新开工、商品房销售面积和销售额的同比跌幅均有所收窄, 数据显示商品房销售面积当月同比为-13.2% (前值-15.6%), 商品房销售额当月同比为-15.8% (前值-18.7%), 但资金来源当月同比为-11.2% (前值-6.5%)。

图表 4: 商品房销售面积和金额累计两年复合增速回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 本月土地购置面积复合季节性表现



来源: Wind, 国金证券研究所

2、工业生产当月同比和累计同比涨幅持续放缓。前 9 月工业增加值累计同比 11.8%, 前值为 13.1%; 从同比来看, 9 月工业增加值同比为 3.1%, 低于前值

的 5.3%。

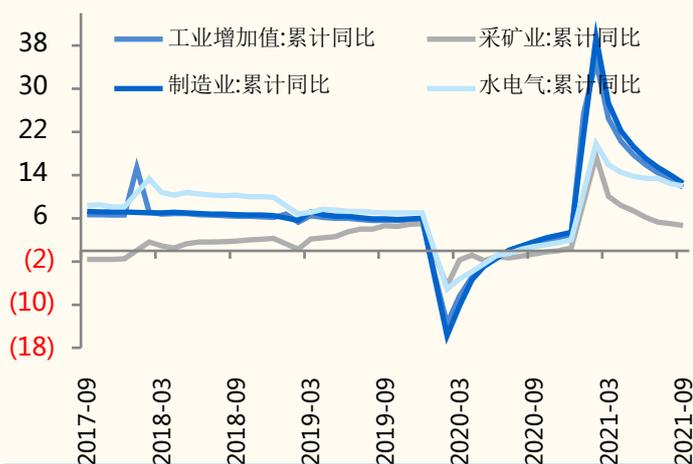
从结构来看，采矿业和公用事业当月同比涨幅回升但是制造业当月同比涨幅收窄。数据显示，采矿业当月同比 3.2%（前值 2.5%），制造业当月同比 2.4%（前值 5.5%），公用事业当月同比 9.7%（前值 6.3%）。

从制造业内部结构来看，汽车当月同比跌幅收窄，运输设备、专用设备涨幅走阔。

- 1) 新兴产业整体同比涨幅收窄。其中化学原料当月同比 0.0%（前值 5.5%），医药制造业当月同比 26.5%（前值 32.9%），计算机、通信和电子行业当月同比为 9.5%（前值 13.3%）。
- 2) 装备制造业中汽车和运输设备当月同比好转。其中汽车当月同比 -8.2%（前值 -12.6%），金属制品业当月同比 6.8%（前值 11.8%），运输设备业当月同比 7.9%（前值 1.3%），电气机械器材业当月同比 6.8%（前值 10.3%）。
- 3) 通用专用设备制造业中专用设备当月同比涨幅走阔。其中通用设备制造业当月同比 3.0%（前值 6.7%），专用设备制造业同比 8.8%（前值 8.7%）。
- 4) 轻工业当月同比表现均有所回落。其中农副食品加工业当月同比涨幅收窄至 2.5%（前值 7.2%），食品制造业当月同比涨幅收窄至 2.8%（前值 6.4%），纺织业当月同比跌幅走阔至 -5.8%（前值 -2.5%）。
- 5) 传统制造业同比表现均有所回落。黑色金属冶炼及压延加工业当月同比 -9.7%（前值 -5.3%），有色金属冶炼及压延加工业当月同比 1.2%（前值 2.8%），非金属矿物制品业当月同比 -1.1%（前值 4.4%）。

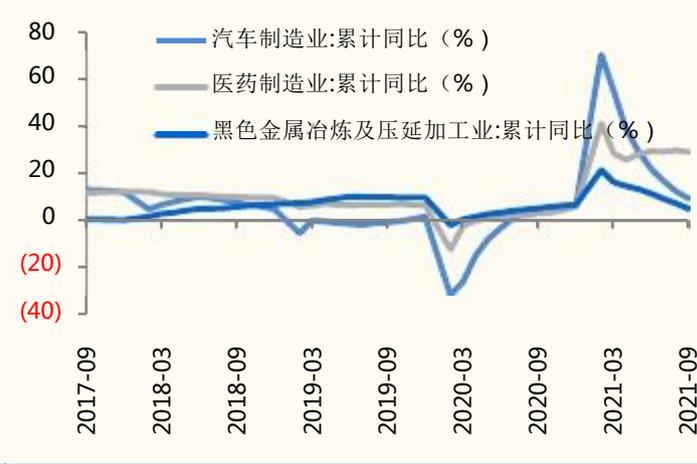
规模以上工业企业出口交货当月同比涨幅上行。规模以上出口交货值当月同比 16.8%（前值 14.8%）。

图表 6: 工业增加值累计同比涨幅收窄 (%)



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 7: 制造业投资累计同比涨幅收窄



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、消费累计同比涨幅回落但是当月同比好转。9 月份，社会消费品零售总额 36833 亿元，同比增长 4.4%；比 2019 年 9 月份增长 7.8%，两年平均增速为 3.8%，低于前值 3.9%。按照分项来看，除了通讯外，地产链条、汽车和其他升级型消费分项累计同比涨幅收窄。

地产链条细分类当月同比走势分化。建筑装潢材料当月同比 13.3%（前值 13.5%）；家具当月同比 3.4%（前值 6.7%）；家电当月同比 6.6%（前值-5.0%）。

升级型消费当月同比表现分化。通讯类消费当月同比 22.8%（前值-14.9%）；中西药当月同比 8.6%（前值 10.2%）；石油及制品类消费当月同比 17.3%（前值 13.1%）。

汽车消费继续回落。汽车消费当月同比-11.8%（前值-7.4%）。

图表 8：本月除汽车以外的消费品零售两年平均增速上行 图表 9：居民债务-居民可支配收入同比增速回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

4、能耗双控下供需短期扰动加大，三季度增速下滑幅度超预期。具体来看：首先，9月消费边际好转但是整体支撑依然有限。1) 疫情的影响减退以及中秋节对消费的季节性支撑，使得本月消费当月同比上行，包括9月的服务业PMI也重新回到了扩张区间，数据显示前9个月除汽车以外的消费品零售额两年平均增速从前值的3.8%回升至3.9%，社会消费品零售总额中餐饮收入的两年平均增速有所好转，且限额以下的企业消费品零售总额持续回升。2) 汽车消费依然对整体消费形成拖累。乘联会公布数据显示9月狭义乘用车零售同比下降17.3%，虽然环比上涨9%，但是总量上还是低于同期表现。3) 三季度居民债务-居民可支配收入同比增速进一步回落，从前值的15.51%回落至11.70%，但是依然处于历史较高的位置。

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_27966



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>