

## 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 宏观

报告原因：事件点评

## 若无冲击，难有“滞涨”

——2021年9月经济数据点评

2021年10月18日

宏观研究/点评报告

## 事件

- 10月18日，国家统计局公布三季度和9月经济数据。

## 主要观点

- 三季度实际GDP增速出现较大幅度下降。**三季度，外部冲击对第二和第三产业产生了较大的负面影响，但冲击减弱后，四季度经济或有修复弹性。从平减指数同比下降的事实来看，一方面说明工业品通胀仍是结构性通胀，另一方面也说明当前经济并非处在“滞涨”期。
- 9月工业生产转弱，需求端中，消费有所恢复，投资出现分化。**9月工业增加值同比受到了限电控能冲击的逻辑是清晰的。消费在疫情后修复，投资中基建投资和制造业投资同比升高，房地产投资同比下降。需求端中的这些边际上变化基本上是符合大部分预期的。
- 四季度经济或有企稳，严格意义上的“滞涨”仍难出现。**9月份经济数据为四季度经济走向提供了线索，在没有新的外生冲击下，我们预计投资下行趋势或放缓，消费或有所恢复，而出口大概率保持韧性。经济增速与通胀的组合或从第三季度的“经济落，通胀下”看到“经济稳，通胀升”。短期总量性货币放松的必要性减弱，但结构性、直达性货币政策稳定经济预期，加速信用传导仍有必要。

## 山证宏观固收团队

## 分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

## 研究助理：

邵彦棋

电话：010-83496311

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座

28层

北京市西城区平安里西大街28号

中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 目录

1. 事件回顾.....	3
2. 9月经济数据分析.....	3
2.1 三季度经济数据：实际增速下行较快.....	3
2.2 生产端：限电控能对工业冲击较大.....	4
2.3 需求端：消费回升，投资分化.....	4
3. 9月经济数据的启示.....	7
4. 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1：实际 GDP 与名义 GDP 同比走势.....	4
图 2：平减指数同比走势.....	4
图 3：工业增加值同比走势.....	5
图 4：社零同比走势.....	5
图 5：房地产投资同比走势.....	6
图 6：房地产销售同比走势.....	6
图 7：基建投资同比走势.....	7
图 8：制造业投资完成额同比走势.....	7

## 1. 事件回顾

10月18日，统计局发布三季度和9月份经济数据。三季度实际GDP仅录得4.9%，弱于二季度，与去年三季度实际GDP同比相同。

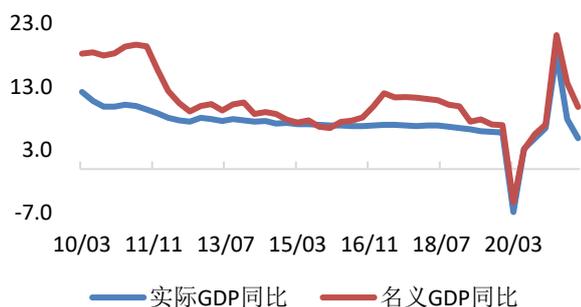
## 2. 9月经济数据分析

### 2.1 三季度经济数据：实际增速下行较快

三季度实际GDP同比4.9%，前值7.9%，两年复合同比恢复至4.9%，前值5.5%。前三个季度累计同比9.8%，只要四季度单季增速不为负，完成6%年内目标较为容易。但如果考虑到今明两年目标衔接，今年三季度单季增速显然偏低，经济仍存在较大压力。分产业情况来看，三季度第二产业和第三产业实际同比均有较大程度下降，其中第二产业实际增速同比录得3.6%，仅高于去年疫情爆发的一季度，为历史次低值。三季度，国内经济经历了较多外部冲击，像自然灾害，疫情等对第二产业和第三产业都有负面影响，限电则对第二产业影响较大。

名义GDP增速9.8%，前值13.6%，两年复合同比7.7%，前值8.2%。其中平减指数同比小幅下降，由4.8%下降至4.2%。这说明名义增速的下降主要拖累来自实际增速，但是平减指数对名义增速下降也有拖累。如果我们用平减指数看作通胀指标，结合实际增速来看，三季度还不是严格的“类滞胀”时期。但如果考虑到平减指数同比确实处于高位，并且实际增速下降幅度较大，把三季度看成近似“类滞胀”的时期也不为过。但同时，平减指数分项确实出现了分化，第二产业同比上升，但第一和第三产业同比下降，这说明三季度通胀仍然是结构性的，工业品的通胀并没有传导至其他行业，尤其是服务业的迹象。

图 1：实际 GDP 与名义 GDP 同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：平减指数同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

## 2.2 生产端：限电控能对工业冲击较大

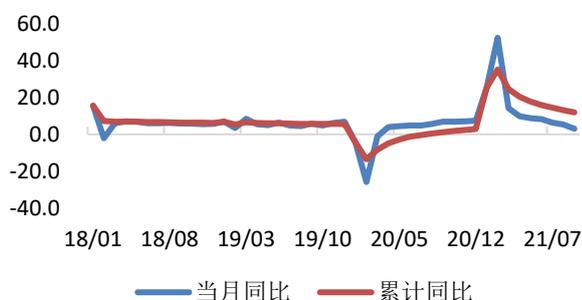
**工业增加值同比受挫。**9月工业增加值当月同比3.1%，前值5.3%，在疫情后的各月份数据中，该读数仅高于去年2月和3月。工业产能利用率有所下降，从二季度78.4%下降至77.1%。分行业看，采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比均上升，并且像煤炭开采和电力、热力、燃气及水生产和供应业的产能利用率均有上升。而拖累单月工业增速的主要为制造业，且增速下降的行业主要集中在中下游高耗能行业，如非金属矿物、金属冶炼等。从行业结构看，单月工业增加值同比受到了限电控能冲击的逻辑是清晰的。在限电下，电力生产以及电力上游的煤炭产能利用率和增加值同比都在提高，而在控能下，高耗能行业增加值同比则出现了下降。在这种情况下，我们也认为，工业增加值同比后续修复的弹性不低。如果电力紧缺的情况得到缓解，年内控能目标完成，后续工业增加值同比修复的空间仍较大。

## 2.3 需求端：消费回升，投资分化

**社零同比重新转正。**社零9月当月同比4.4%，前值2.5%。消费的修复也验证了前期消费走弱很大程度上是受到了疫情的冲击。分商品看，多数可选类商品零售同比上升。在零售额占比较高的商品中，石油及其制品类零售同比的上升可能仅与油价上调有关。家电零售同比连续两个月走弱后开始修复。我们也在四季度宏观展望中提到，三季度家电消费走弱应该对应的是去年疫情期间，地产竣工的断档期。而今年四季度，家电消费应该对应的是去年上半年竣工的缓慢恢复期。汽车零售同比继续走弱，在高基数、缺芯和房地产销售及M1同比下行的影响下，短期内汽车零售同比也难有起色。餐饮收入同比升至3.1%，两年复合同比近似为0%，餐饮收入同比数值仍不算理想。在防控常态化下，以餐饮为代表的场景型服务类消费很难

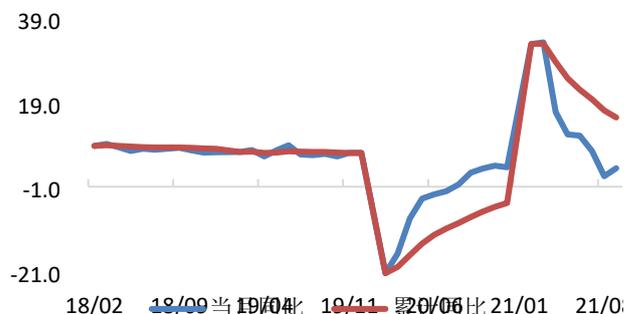
恢复至接近疫情前水平。短期看，由于 11 月有“双十一”购物活动，或影响部分可选类商品在 10 月的消费，但消费在四季度修复的趋势概率仍较大。但在汽车的拖累下，我们对消费修复的斜率保持谨慎。

图 3：工业增加值同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：社零同比走势

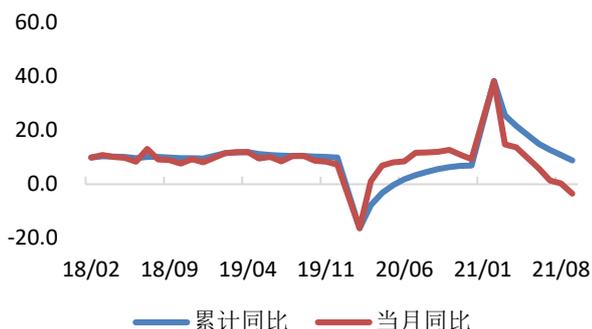


数据来源：Wind，山西证券研究所

**房地产投资拖累投资同比。**固定资产投资 9 月累计同比 7.3%，前值 8.9%，隐含当月同比-2.46%，前值 0.23%。从三大投资同比变化来看，方向与 8 月相同，但是房地产投资对整体投资的拖累强于 8 月。

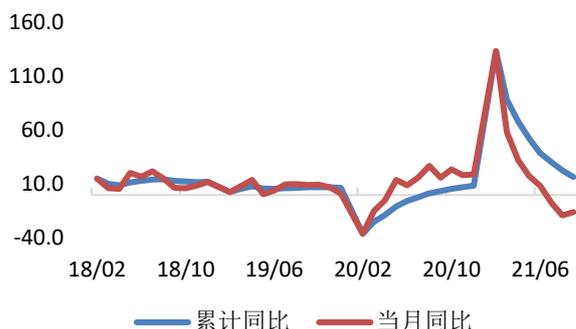
**房地产投资当月同比转负。**房地产投资 9 月隐含当月同比-3.47%，前值 0.26%，两年复合当月同比 5.87%，前值 6.39%。不考虑过往春节错位和疫情时段，这是房地产投资当月同比在 2015 年下半年之后首次转负。9 月竣工的隐含当月同比出现大幅下降，在前期竣工面积同比持续处于高位，且新开工表现低迷的情况下，9 月竣工同比的下降可能意味着本轮竣工周期接近尾声。一个间接证据是 9 月份玻璃的现货和期货价格均有较大幅度的下降。考虑到新开工在 9 月仍旧表现低迷，那么后续房地产投资中的建筑投资仍面临较大压力。房地产其他数据中，房地产销售隐含当月同比小幅修复，但也仅录得-15.8%。恒大信用事件对房地产销售的影响在未来预计仍将持续。资金来源隐含当月同比负增扩大。总体来看，房地产从资金端、销售端和投资端仍面临较大压力。不过，近期房地产企业融资出现一定松动迹象，上周的央行发布会相关领导也对于“三线四档”误解进行纠偏，并且提到“保持房地产信贷平稳有序投放”，后续房地产资金来源同比或开始修复。

图 5：房地产投资同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：房地产销售同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

**基建投资修复进行中。**基建投资 9 月隐含当月同比-4.5%，前值-6.6%。从分项来看，与 8 月不同，9 月基建投资同比上升主要集中在电力、热力、燃气及水的生产和供应业和水利、环境和公共设施管理业两个行业。这与缺电后电力行业扩大产能以及水灾之后水利行业重建及修复投资有关。后续看，在财政后置下，基建投资同比还会延续修复的趋势。但从节奏看，考虑到今年专项债集中发行在 9-11 月，以及基数效应的变化，今年 11-12 月基建投资修复力度或更大。

**制造业投资同比仍是单月需求端亮点。**制造业投资 9 月隐含当月同比 10.1%，前值 7.2%，两年复合当月继续升至 6.4%，前值 6.1%。制造业投资连续两个月成为需求端中的亮点，并且同比水平大致回到去年四季度水平，当然其中有去年三季度低基数的支撑。分行业看，电气机械及器材制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业仍然是制造业主要行业中对投资同比贡献最大的行业，这与出口保持强势相关。同时，非金属矿物业、金属制品业也保持了一定韧性。我们认为，房地产投资虽然下降幅度较快，但前期房地产企业加速施工抢竣工对行业的拉动效应可能还在，并且近期基建投资的发力也在拉动这些行业的投资。但是，目前制造业投资的前导性指标，如 M1 同比，房地产投资同比，甚至出口同比都已过高点。制造业投资在年底前后进入拐点的可能性仍然不低。不过在出口保持韧性下，制造业投资同比或能维持在一定水平。

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\\_27973](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27973)

