

宏观点评报告

2021 年 10 月 19 日

疫情、限产、基数压制经济 “稳增长” 预期上行

2021 年 9 月经济数据点评

核心内容:

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

- **三季度经济快速走低，四季度边际改善** 3 季度 GDP 快速下滑，跌破了潜在增长率水平，8 月份变种病毒冲击、7-8 低迷的生产以及 9 月份限产限电的影响使得经济增速下降。3 季度 GDP 环比增速仅有 0.2%，大幅低于往年。整体来说，3 季度出口强势、消费底部回弹、投资加速下滑。4 季度需要关注房地产放松的力度、限产执行力度以及货币信贷的放松幅度。4 季度 GDP 增速可能继续回落，但 4 季度环比增速回升，边际有所好转。

3 季度，房地产投资增长了-0.61% (2Q: 9.8%)，基建投资增长-7.9% (-0.45%)，制造业投资增长了 8.8 (14.88%)，全社会消费总额上行 5.1% (14.07%)，出口总额增长了 24.3% (30.8%)。4 季度来看，房地产投资回落速度减缓，基建投资回升，制造业投资小幅回落，全社会消费小幅回落。全球疫苗没有普及的情况下出口仍然较为强势，但增速下滑。4 季度的经济增速比 3 季度继续回落。

- **4 季度政策重回“稳增长”** 政策层面保持灵活多变，9 月末对于房地产领域已经有所放开，4 季度政策层面对生产会有更多的支持，金融层面紧信用缓解。4 季度需要关注房地产放松的力度、限产执行力度以及货币信贷的放松幅度。

鉴于 10 月 15 日央行金融市场运行发布会上谈到 4 季度央行会议 MLF 以及拉长公开市场操作，结构化货币政策来保持货币市场总体平稳。虽然对降准的预期有所下滑，但是政策层面的转变已经可以预见。4 季度的政治局会议以及中央经济工作会议会强调大宗能源供应安全、商品价格预期平稳、保证生产环境平稳、加强绿色能源建设等方面进行。4 季度政策重新转向“稳增长”。

- **工业大幅下滑，限产限电冲击制造业** 工业增加值增速快速回落，工业生产环比零增长，生产受到限产限电影响快速下滑。成本冲击和限产限电使得秋季生产节奏被打乱，预计 4 季度生产会有小幅恢复。成本上行（电力价格上涨）会压制未来的工业生产，我国工业生产即使回升也需要等到上游价格预期稳定。
- **消费小幅反弹，整体处于弱势** 社会零售品消费总额 9 月份消费增速高于市场预期，但我国消费恢复仍然较为缓慢。居民消费仍然处于逐步修复阶段，新冠疫情仍然没有结束，对居民消费影响仍然存在。
- **房地产投资快速下滑拖累整体投资** 2021 年 1-9 月份投资下滑，投资额小幅不及预期。基建投资持续低迷，房地产投资快速走低，制造业投资回升幅度超预期。基建投资是 4 季度稳增长的重点，投资增速会逐步回升；房地产相关政策在 9 月末放松，房地产投资下滑速度未来减缓；制造业投资受到利润影响恢复，但未来有压力。4 季度投资下滑幅度减弱，基建投资反弹，房地产投资下行减缓，制造业投资平稳。

一、三季度经济快速走低，四季度边际改善

3 季度 GDP 快速下滑，跌破了潜在增长率水平，8 月份变种病毒冲击、7-8 低迷的生产以及 9 月份限产限电的影响使得经济增速下降。3 季度 GDP 环比增速仅有 0.2%，大幅低于往年。整体来说，3 季度出口强势、消费底部回弹、投资加速下滑。9 月份政策层面已经开始有所转变以承托经济，预计 4 季度的政策转向加快，稳增长回归，关注政治局会议以及中央经济工作会议。从指标上来看，3 季度经济跌破潜在增长率，4 季度这种下跌有所减缓，消费平稳，生产下滑趋势缓解，但能源价格上行以及成本上行仍然压制经济。

政策层面保持灵活多变，9 月末对于房地产领域已经有所放开，4 季度政策层面对生产会有更多的支持，金融层面紧信用缓解。4 季度需要关注房地产放松的力度、限产执行力度以及货币信贷的放松幅度。4 季度 GDP 增速可能继续回落，但 4 季度环比增速回升，边际有所好转。

3 季度 GDP 增长 290,964 亿元，同比增长 4.9%，名义增长 9.8%；比 2021 年 2 季度环比增长 0.2%，环比增速大幅下滑，与 1 季度基本持平；3 季度 GDP 增速比 2019 年 3 季度增长 9.8%，两年平均增长 4.9%。

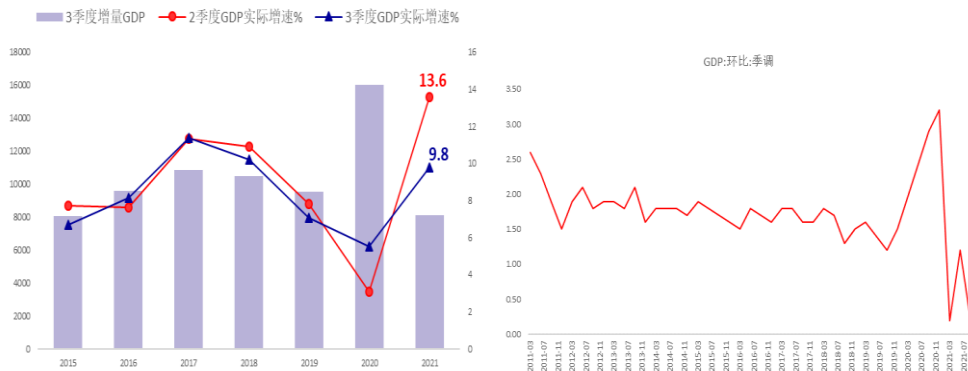
我国经济增长在 3 季度陷入低谷，3 季度 GDP 增量仅有 8106 亿元，低于 2020 年的 1.59 万亿，GDP 增速快速下行，基数也是重要的原因。2020 年 4 季度 GDP 增量达到 3.1 万亿，预计 2021 年 4 季度 GDP 增量水平下滑，预计在 2.7 万亿-2.8 万亿左右，4 季度 GDP 增速预计在 4.5% 左右。4 季度 GDP 社会消费水平稍有上行，新冠疫情冲击结束；限产限电有所缓解，生产得到恢复，但成本和能源价格依然压制生产，生产的上行幅度有限；外需保持平稳，出口额处于高位，增速下行。4 季度金融环境会有所放开，信用出现上行，贷款除了向中小微企业、高精特新企业流入外，对房地产、煤炭、煤电、钢铁、有色企业的贷款也会上行。

鉴于 10 月 15 日央行金融市场运行发布会上谈到 4 季度央行会议 MLF 以及拉长公开市场操作，结构化货币政策来保持货币市场总体平稳。虽然对降准的预期有所下滑，但是政策层面的转变已经可以预见。4 季度的政治局会议以及中央经济工作会议会强调大宗能源供应安全、商品价格预期平稳、保证生产环境平稳、加强绿色能源建设等方面进行。4 季度政策重新转向“稳增长”

3 季度，房地产投资增长了-0.61% (2Q: 9.8%)，基建投资增长-7.9% (-0.45%)，制造业投资增长了 8.8 (14.88%)，全社会消费总额上行了 5.1% (14.07%)，出口总额增长了 24.3% (30.8%)。从数据中可以看到，投资和消费大幅走低，房地产投资下滑速度加快，基建投资低迷，制造业投资相对平稳，出口仍然保持高速增长。4 季度来看，房地产投资回落速度减缓，基建投资回升，制造业投资小幅回落，全社会消费小幅回落。全球疫苗没有普及的情况下出口仍然较为强势，但增速下滑。4 季度的经济增速比 3 季度继续回落。

图 1：3 季度 GDP 实际同比增速 (%)

图 2：GDP 季调环比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

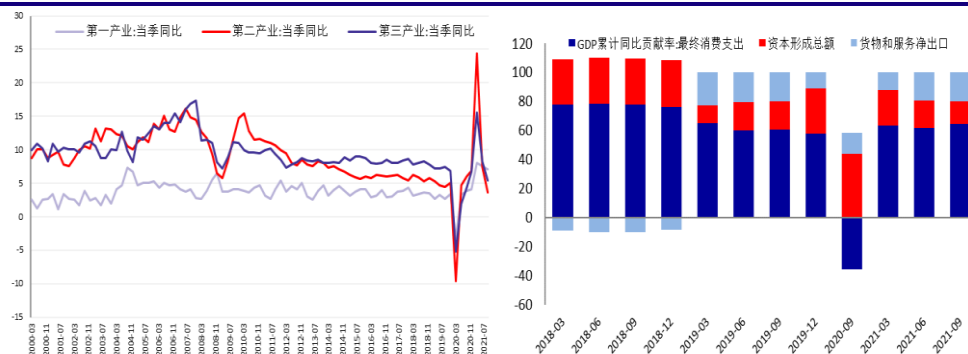
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从三大产业中，三产的贡献率小幅上行，二产的贡献率回落。疫情后拉动中国经济快速走高的制造业生产回落，3季度二产的贡献率40.74%，比2季度下行2.86个百分点。三产正在稳步回升，贡献率为54.2%，上行1.2个百分点。第二产业同比增长3.6%，增速快速回落，第三产业同比增长5.4%，接近疫情前的水平。

从支出来看，1-3季度货物净出口对经济增长贡献在19.5%，对经济的贡献度仍然较高。资本形成贡献度下滑，截止3季度贡献度为15.6%，比2季度下滑了3.6个百分点。最终消费的贡献度稍有上行。

图3：三产同比增速（%）

图4：三大需求对经济的贡献（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、工业大幅下滑，限产限电冲击制造业

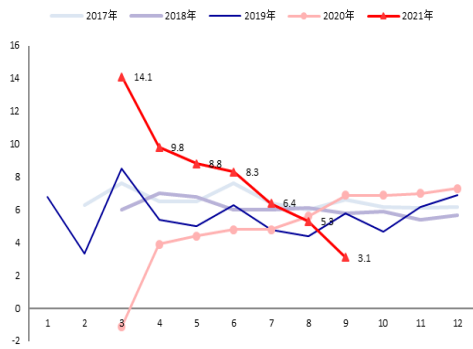
工业增加值增速快速回落，工业生产环比零增长，生产受到限产限电影响快速下滑。制造业PMI显示9月份制造业生产和订单均继续回落，制造业生产动力不足。成本冲击和限产限电使得秋季生产节奏被打乱，预计4季度生产会有小幅恢复。成本上行（电力价格上涨）会压制未来的工业生产，我国工业生产即使回升也需要等到上游价格预期稳定。

9月份规模以上工业增加值同比增长3.1%，比上个月下滑2.2个百分点，环比增长仅有0.05%。1-9月份，规模以上工业增加值同比增长11.8%。工业增加值环比几乎零增长，同比增速快速回落，9月份全国范围的限产限电严重影响了工业生产。

我国工业生产同比、环比均出现大幅回落。工业生产受挫主要是有两个方面的原因：（1）“双控”政策下限产限电对制造业带来巨大的冲击；（2）能源以及原材料成本上行逐步压制着

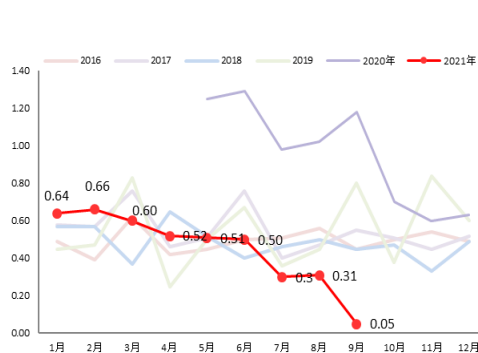
工业生产。下半年工业生产4季度会有小幅反弹：(1)生产订单回落但不是消失，圣诞元旦需求会拉动生产回升；(2)9月份的生产停滞属于过激行为，这种行为被纠正后，生产会有所反弹；(3)对房地产行业的压制减弱，对基建的投入上行，这会带动工业生产上升。但是注意到原材料与能源价格上行对成本的压制没有缓和，制造业面临的困难仍然较大，生产恢复至正常水平(5%-6%)仍然需要时间。预计信贷会在4季度有所上升，房地产投资下滑可能有所停滞，工业生产的持续下滑可能会在4季度缓解，明年1-2季度工业生产才会恢复。

图5：工业增加值同比增长快速下滑(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图6：工业增加值环比零增长(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

制造业增速下滑速度最快，制造业受到短期扰动最大。采矿业和水电燃气生产加快，高价格以及需求走高支撑了两个行业的生产。9月份制造业生产增速2.4%，比上个月下滑3.1个百分点。采矿业和水电燃气生产增速分别为3.2%和9.7%，比上个月分别增长0.7%和3.4%。我国对外出口仍然较为旺盛，9月份工业出口交货值同比增长16.8%，出口交货值达到13,391亿元，仍然处于较高水平。

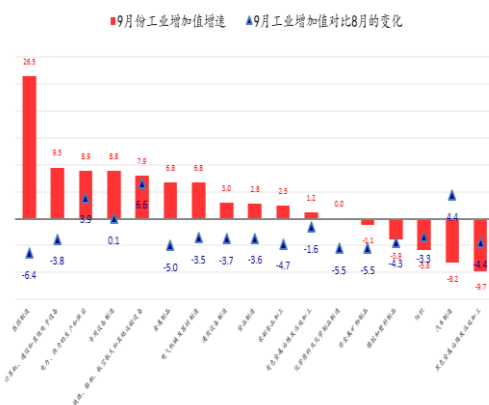
9月份生产来看，外资企业生产下滑速度最快，国有企业生产仍然保持平稳。上游行业价格上涨以及水电燃气生产上行更有利于国有企业生产，外资企业和私营企业生产下滑速度最快。9月份国有企业生产增速4.5%，比上个月回落0.1个百分点，而外资企业生产增速0.4%，比上个月下滑3.0个百分点。

图7：制造业快速下滑(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图8：生产增速当月同比(%)

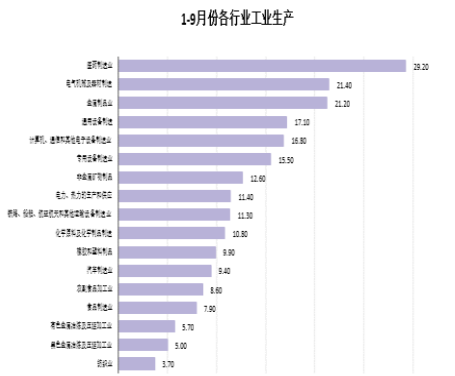
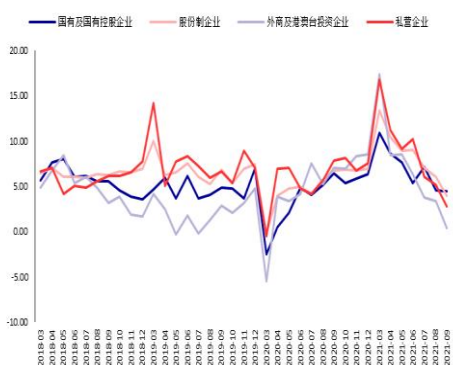


低位。医药行业虽然生产处于高位，但其增速下滑速度较快，医药行业生产可能高位回落。黑色金属压延和金属制造业下滑速度紧随其后，这是受到环保限产的影响。9月份生产上行的行业仅有电力热力生产、铁路船舶航空制造、汽车和专用设备制造业。9月份各行业生产受到限产限电影响。

1-9月份，表现最好的是医药制造业。电气机械、通用设备、专用设备和计算机通信电子制造业生产增速相对较高，这是出口相关行业。金属制品业也受到产品价格上行拉动扩大生产。

图 9：外资企业生产快速下滑（%）

图 10：生产增速累计同比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

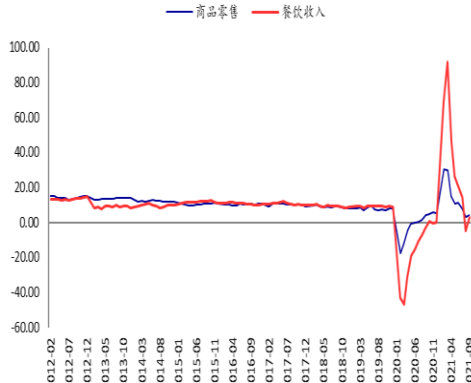
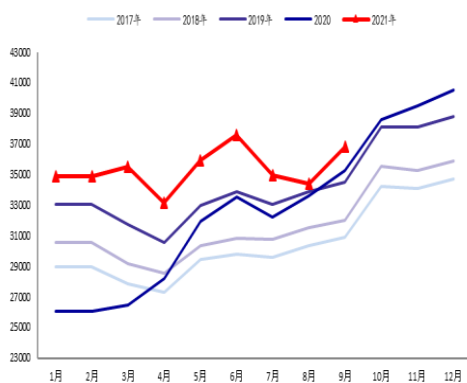
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、消费小幅反弹，整体处于弱勢

社会零售品消费总额继续上行，9月份消费增速高于市场预期，但我国消费恢复仍然较为缓慢。9月份社会零售总额 36,833 亿元，增长速度为 4.4%；与 2019 年相比增长 7.8%，两年平均增速为 3.8%。居民消费仍然处于逐步修复阶段，新冠疫情仍然没有结束，对居民消费影响仍然存在。同时居民收入受损也影响了消费的回升。9月消费小幅超预期，餐饮消费有所反弹。

图 11：2021 年 9 月消费额上行（%）

图 12：餐饮销售增速回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从居民收入和支出来看，2021 年 3 季度城镇居民收入速度减缓，支出同步下滑。与去年同期相比，城镇居民收入增速增长 9.5%，城镇居民支出增长 14.2%。城镇居民收入增长下滑，

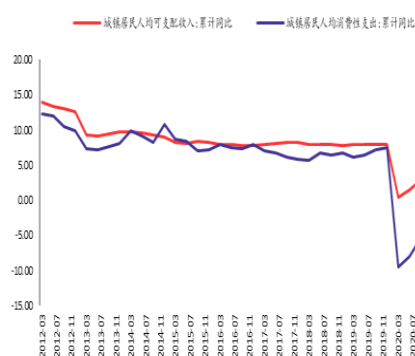
对必需品和可选消费品的消费同步下滑。同时财政数据显示，9月份我国个人所得税收入1053亿元，增速15.08%，个人所得税下滑，跌破了2季度平均月税收收入1123亿元，服务业等行业工作者收入减少。

9月份可选消费和必选消费品增速均有所回落，可选消费品回落速度仍然快于必选消费品。现阶段，居民消费仍然偏保守，疫情结束后居民消费才会缓慢恢复正常。

从行业来看，9月份汽车消费仍然下滑，9月份汽车消费额3,535亿元，汽车消费额保持平稳，对比去年的消费增速逐步下滑。原油消费9月份上行，原油价格上行带动了消费额的回升，居民出行仍然保持平稳。从人口增长的角度来看，年内汽车消费额平稳，2022年才是汽车消费增长的开始。食品、药品消费增长增速保持平稳，日用品消费仅有小幅回升。1-9月份来看，消费受到基数影响均有所反弹，金银珠宝、建筑装潢材料回升较快，文化办公用品消费较为强势，食品和药品年内消费平稳。

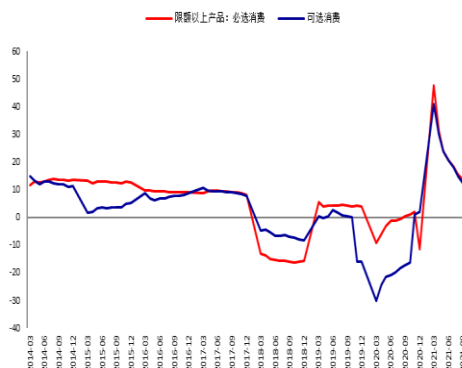
2021年，我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态，但由于居民收入水平和新冠疫情的影响，消费的恢复速度偏缓。3季度消费增速为5.1%，预计4季度消费增速在3.7%左右，全年在12.4%左右。

图 13: 人均可支配收入和支出 (%)



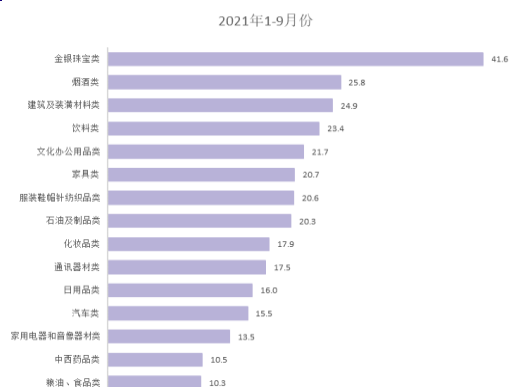
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 必选消费和可选消费 (%)



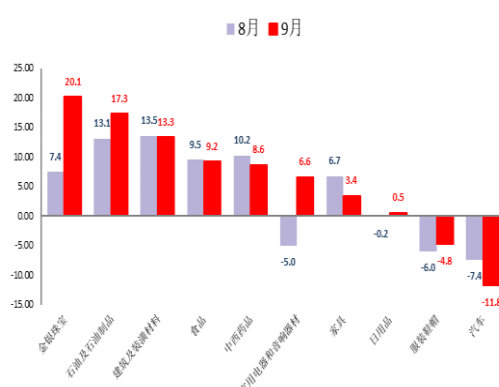
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 1-9 月份消费累计同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 9 月份商品消费情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、房地产投资快速下滑拖累整体投资

2021年1-9月份投资下滑，投资额小幅不及预期。基建投资持续低迷，房地产投资快速走低，制造业投资回升幅度超预期。基建投资是4季度稳增长的重点，投资增速会逐步回升；房地产相关政策在9月末放松，房地产投资下滑速度未来减缓；制造业投资受到利润影响恢复，但未来有压力。4季度投资下滑幅度减弱，基建投资反弹，房地产投资下行减缓，制造业投资平稳。

2021年1-9月份，固定资产投资额397,827亿元，同比增长7.3%；比2019年同期增长7.7%，两年平均增长3.8%。9月份，房地产投资继续回落，而基建投资增速低位反弹，制造业投资小幅超预期。

9月份固定资产投资额小幅回升，这种回升是季节性上行。1-9月份民间投资227,473亿元，同比增长9.8%，而以实际投资额来看，1-9月份民间投资增速为-6.7%，其中6月份民间投资下行2.0%。

9月份单月制造业投资额2.57万亿，增速10.05%，高于2019和2020年水平，制造业投资下滑停滞。9月份基建投资增加额1.50万亿，投资额比去年同期下滑，9月份基建投资增速仍然负增长，当月投资增速-6.5%，比8月份的-7.0%有所回升，基建投资有小幅上行。房地产投资下滑，单月投资额1.45万亿，比去年1.50万亿下行，当月投资增速仍然录得-3.47%，比上月的0.27%下滑了3.74个百分点，房地产单月投资额进入负增长。9月份其他产业投资大幅下滑，社会固定资产投资额本月依靠制造业推动。

固定资产投资增速逐步回落，9月份主要是有房地产投资下滑带动，基建投资疲软，但制造业投资有惊喜。3季度对于专精特新行业的贷款支持上行，同时上游行业持续高利润带来了投资增速的上行。整个3季度基建投资仍然疲软，但经济的快速回落使得财政投入更加紧迫，加之730政治局会议显示4季度到明年1季度基建投资会形成实物资本，那么4季度基建投资反弹较为确定。3季度房地产投资下滑加快，房地产投资受到政策影响逐步走低，4季度房地产投资增速继续回落，但回落速度减缓。9月末对房地产的金融管制已经有所放松，预计明年1季度-2季度房地产投资止跌。

9月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的42.3%。房地产占比平稳，占总投资额的28.3%。基建投资占总投资额的27.5%，基建仍然没有投资高峰，全年可能平稳运行。其他产业行业投资额只占1.87%，民间投资低迷，疫情给各行业带来了负面影响，使得其他行业固定资产投资增速快速下滑。

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_28014

