

作者：简笑平 陈浩川
邮箱：research@fecr.com.cn

供给端因素导致生产走弱，地产调控政策或有所“软化”

——9月中国宏观经济运行与债市政策观察

摘要

9月份，工业生产大幅走弱，房地产投资当月同比进入负增长；在“跨周期调节”思想指导下，政策面上并不会简单粗放式地大幅宽松货币，不过地产调控政策也有边际“软化”性微调的可能。

9月，制造业PMI由前值的50.1%回落至49.6%，结束了连续18个月扩张，进入收缩区间；总体来看，主要是生产指数的下降带动了整体PMI数值的下降，同时，制造业市场需求和用工景气度的下降也助力了整体PMI回落至收缩区间。局部新冠肺炎疫情、能源消费强度和总量双控（简称“能耗双控”）、碳中和等绿色环保政策对供给端的约束，以及限电限产、部分企业集中进入设备检修期、“缺芯”等原因拖累生产指数。展望未来，限电问题在政策面得到高度关注后，预计其会大幅缓解，但短期内其影响可能还难以完全消除。

前期严格的地产调控政策继续升级和房企债务风险事件多发可能显著地降低了9月的购房需求，并拖累房地产开发投资。中国人民银行货币政策委员会第三季度例会强调，维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益，政策面开始释放一定“暖意”，未来几个月单月商品房销售面积或将逐步止跌企稳。9月汽车销售依然偏弱，而“缺芯”仍会持续，但预计未来几个月会有所好转。9月，江苏、河南、湖南、湖北影响疫情和全国多地汛情消退，油价上涨，多个行业或领域的零售额同比较前值有显著改善。展望未来，社会集团消费有提升空间，社会消费品零售同比可能还会继续改善。

以美元值来看，今年9月中国出口同比增长28.1%（前值为25.6%），再次明显超过之前市场一致预期，其背后，产品涨价是重要推动力。展望未来几个月，中国对外出口增速或将继续有所放缓，但考虑到全球PMI仍处在扩张区间的较高水平，中国对外出口水平仍将具有较强韧性。

9月末，M2同比涨幅低位小幅反弹（为8.3%），预计年底前方向性反弹趋势不改。9月末，社会融资规模存量同比增长10.0%，较前值回落0.3个百分点，未来增速有望稍有所回升到10.5%至11.0%区间。9月，货币资金价格和10年国债收益率总体平稳；综合看，2.82%至2.85%左右可能是未来短期10年期国债利率的相对底部。

9月，CPI同比涨幅略低于预期（为0.7%），预计10-11月消费性物价上涨压力不大；煤炭、石油等价格上涨使得9月PPI同比增幅再创新高（为10.7%），预计10-11月份PPI同比有望继续在高位运行。

9月，百城住宅均价同比涨幅连续第四个月回落，预计房价同比涨幅将会继续逐步放缓；A股沪深300指数振荡而中证500指数冲高回落，预计未来短期这两个指数将继续呈总体振荡态势。

在债市相关政策方面，9月，政策面继续高度关注金融支持实体经济、绿色发展、债务风险防范以及债市“南向通”。政策面上强调，要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益，或意味地产行业企业债务风险压力在边际上有所缓解。

应坚持认为，在“新阶段”“新理念”“新格局”与“跨周期调节”要求下，诸多政策逻辑或已发生变化，一些经济指标短期走弱后面并不会肯定紧跟着大力度“逆周期”调节政策，这方面值得投资者高度关注。

一、9月宏观经济运行情况

1. 9月制造业 PMI 供给端显著走弱，服务业商务活动指数反弹至扩张区间

9月制造业 PMI 为 49.6%，较前值回落 0.5 个百分点，制造业结束了连续 18 个月扩张，进入收缩区间。纳入制造业 PMI 计算的 5 个分项指数（见表 1）中，4 个变差，1 个向好；总体来看，主要是生产指数的下降带动了整体 PMI 数值的下降，同时，制造业市场需求和用工景气度的下降也助力了整体 PMI 回落至收缩区间。

表1：制造业PMI分项指数变化情况（单位：%）

	PMI	新订单	生产	从业人员	供应商 配送时间	原材料 库存
权重	100%	30%	25%	20%	15%	10%
2021年8月	50.1	49.6	50.9	49.6	48.0	47.7
2021年9月	49.6	49.3	49.5	49.0	48.1	48.2
变化	-0.5	-0.3	-1.4	-0.6	-0.1	0.5
权重*变化	-0.5	-0.09	-0.35	-0.12	-0.015	0.05

注：四舍五入可能造成加总值有所偏差；供应商配送时间为逆指数。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

正常年份（不含深受疫情影响的 2020 年）2010-2019 年 9 月 PMI 读数的均值为 51.02%，而今年 9 月制造业 PMI 仅为 49.6%，且 9 月份是连续第三个低于 2010-2019 年同期 PMI 读数均值的月份（见图 1）。

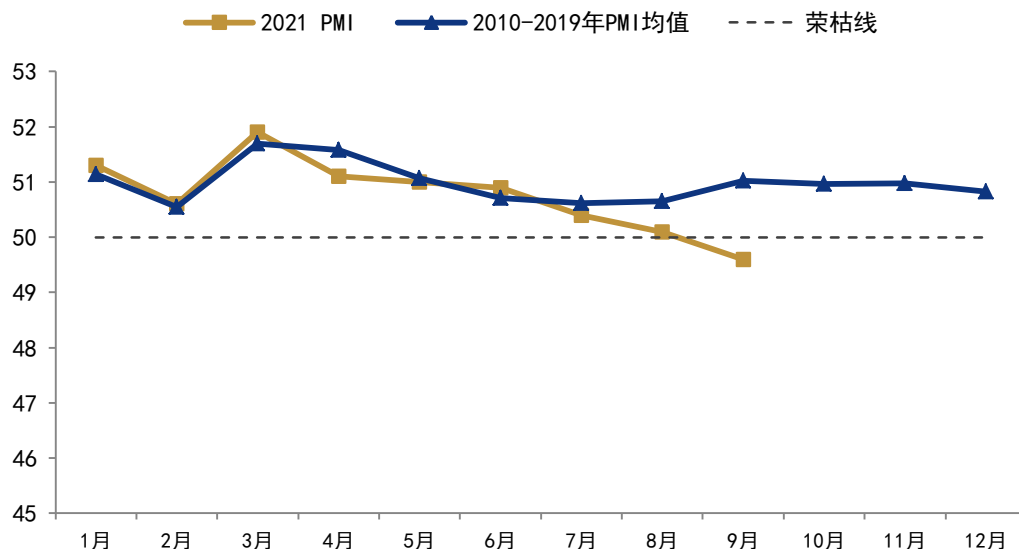


图 1：2021 年各月 PMI 读数与 2010-2019 年相应各月 PMI 读数均值对比（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

总体看，9月制造业PMI跌入收缩区间，既有局部新冠肺炎疫情、限电限产、“能耗双控”“缺芯”等因素影响，也与一些行业的整顿调整、部分生产性物价高企和其他中长期因素有关。

9月制造业生产指数显示供给显著收缩。9月，生产指数为49.5%，比上月下降1.4个百分点，在连续18个月扩张后首次跌入收缩区间，9月份生产指数低于正常年份2010-2019年同期平均水平（为53.2%）3.7个百分点；9月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.1%（前值为5.3%），比2019年同期增长10.2%，两年平均增长5.0%（前值为5.4%）。局部新冠肺炎疫情、能耗双控、碳中和等绿色环保政策对供给端的约束，与限电限产、部分企业集中进入设备检修期等原因拖累生产指数。其中，从8月下旬以来，全国多地出台了力度不等的停电、限电措施，主要集中在高耗能、高排放的工业企业，对生产活动造成显著影响。从行业来看，石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业生产指数低于临界点，多个行业生产端活动有所放缓，其中：（1）9月份钢铁行业PMI生产指数为46.0%，连续第三个月在收缩区间运行，且低于正常年份2012-2019年同期平均水平（为48.75%）约2.75个百分点。1-9月粗钢产量累计同比增长2%，距离今年全年“确保粗钢产量同比下降”这个政策目标还有一定努力空间。（2）从高频数据来看，9月，国内百家独立焦化厂焦炉生产率降至69%之下，为今年以来的最低水平。从9月份规模以上工业生产细分数据来看，焦炭产量3718万吨，同比下降9.6%；原油加工量5607万吨，同比下降2.6%；水泥产量20504万吨，同比下降13.0%；汽车产量218.6万辆，同比下降13.7%。“缺芯”等因素给汽车制造业行业发展带来很大不利影响，9月全钢胎、半钢胎开工率继续显著低于往年同期水平（见图2），世界范围内的“缺芯”显著影响了汽车生产。“缺芯”的问题，预计未来几个月可能还难以实质性解决。

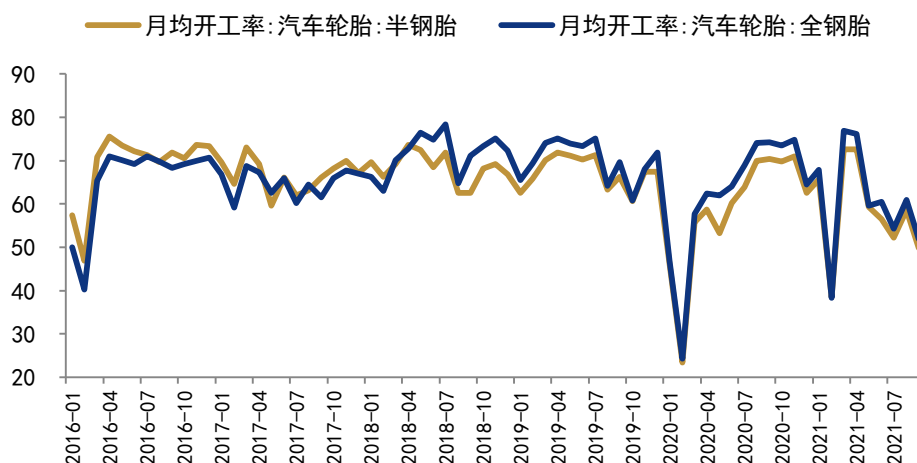


图2：全钢胎、半钢胎月均开工率（2016年1月至2021年9月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

9月，新订单指数为49.3%，连续第二个月处于荣枯线以下。9月份，新订单指数为49.3%，比上月下降0.3个百分点；因生产指数非正常性地回落，导致产需缺口被动地缩小1.1个百分点（见图3）。9月PMI新订单指数低于正常年份2016-2019年同期平均水平（为52.05%）2.75个百分点，福建、黑龙江等省的局部地区发生本土聚集性疫情，对需求产生了一定影响，同时较高的生产性物价、供给端的约束（比如汽车行业）、房地产行业调控加剧、限电因素也压抑了下游的需求。9月新出口订单指数为46.2%，比上月下降0.5个百分点（其回落的幅度大于总体新订单指数的回落幅度），已连续5个月收缩，该指数较2016-2019年同期平均水平（为49.40%）低3.2个百分点。

从海外看，摩根大通制造业 PMI 指数虽然在 5 月后触顶回落，但 9 月的读数仍在高位运行。新出口订单的边际走差或与原材料价格上涨驱动的产品涨价、海运费持续上涨、海外发达经济体生产能力有所恢复等有关。

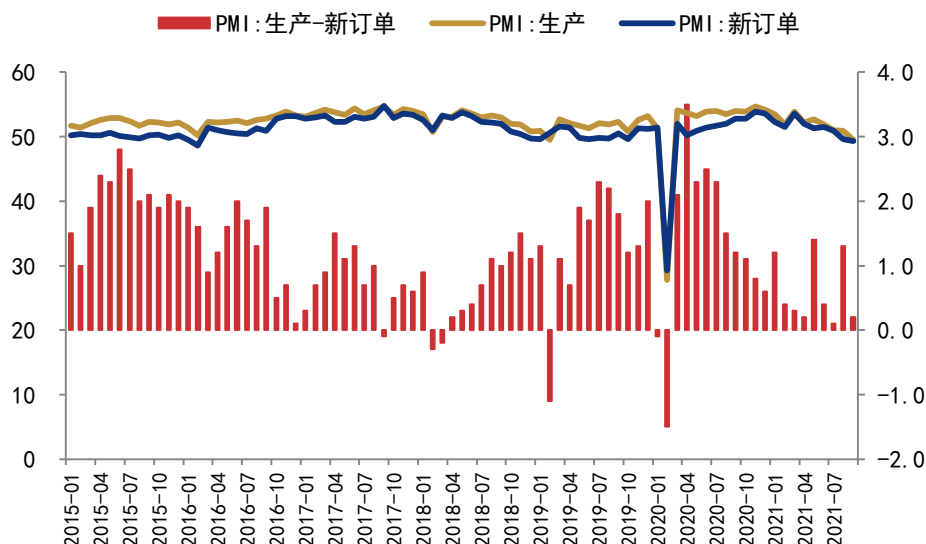


图 3: PMI 生产指数、新订单指数以及这两个指数的差值 (2015 年 1 月至 2021 年 9 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

9 月制造业原材料库存指数较上月上行，产成品库存指数有所回落，购进价格、出厂价格指数在扩张区间出现显著上涨。9 月份，原材料库存指数为 48.2%，较前值上行 0.5 个百分点，但仍在收缩区间运行；而产成品库存指数为 47.2%，较前值下降 0.5 个百分点。9 月份，主要原材料购进价格指数由前值的 61.3% 上升 2.2 个百分点至 63.5%；出厂价格指数由前值的 53.4% 上升 3.0 个百分点至 56.4%。从高频数据来看，9 月份布伦特原油期货月均结算价环比上涨 6.24%；9 月 24 日 5500 大卡 CCTD 秦皇岛动力煤较 8 月 27 日上涨 21.92%；9 月，Myspic 综合钢价指数月均值环比上涨 2.60%，长江有色市场 1# 铜、A00 铝月均价环比分别下跌 0.04% 和上涨 10.75%，水泥全国价格指数月均读数环比上涨 17.52%。9 月 PMI 原材料购进价格与出厂价格指数之间的差值虽继续有所收窄，但其绝对值仍显著高于过去五年多以来的平均水平（见图 4），因此很多制造业企业面临的成本压力仍非常大。

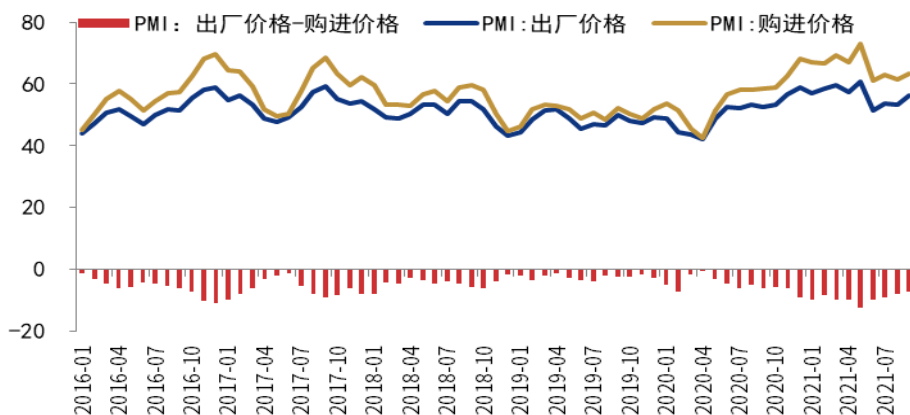


图 4: PMI 出厂价格、购进价格以及这两个指数的差值 (2016 年 1 月至 2021 年 9 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

9月，受服务业商务活动指数大幅改善影响，非制造业 PMI 显著上升，而建筑业商务活动景气度有所回落但仍在高位运行。9月份，非制造业商务活动指数为 53.2%，较前值大幅上涨 5.7 个百分点。其中，服务业商务活动指数为 52.4%，较上月上涨 7.2 个百分点；建筑业商务活动指数为 57.5%，较上月回落 3.0 个百分点。从行业情况看，上月受疫情（江苏、河南、湖南、湖北等地疫情）冲击较为严重的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及环境治理等行业商务活动指数均大幅回升至临界点以上。具体从 9 月份社会消费品零售总额中的细分领域数据来看，餐饮收入同比由前值的-4.5%上升至 3.1%。9 月份，全国地方债共计发行 7378.44 亿元，较上月减少 1418.44 亿元；实现净融资 4852.53 亿元，与上月基本持平。新发行债券中有 5716.25 亿元为今年新增额度债券，占有新增发行债券比重为 77.47%。截至 9 月底，今年各地已组织发行新增地方政府债券 30480 亿元，包括一般债券 6819 亿元和专项债券 23661 亿元。其中，一般债发行进度完成已下达限额的 85.24%，专项债发行进度仅完成已下达限额的 68.23%。今年 1-8 月累计，全国一般公共预算赤字 5283 亿元，全国政府性基金预算赤字 5520 亿元；截至今年 8 月底，“两会”上规划的 3.57 万亿美元的赤字预算额度有约 70% 尚未使用，9-12 月份财政支出的空间非常大，预计随着未来几个月地方政府专项债的放量发行及投入使用，建筑业商务活动景气度或有望高位运行。

按大、中、小型企业的分类来看，9 月大型企业继续扩张，而中、小型企业收缩（见图 5）。具体来看，9 月，大型企业 PMI 数值为 50.4%，较上月上升 0.1 个百分点，已连续 19 个月扩张；中型企业 PMI 数值为 49.7%，较上月下降 1.5 个百分点，跌至荣枯线以下；小型企业 PMI 数值为 47.5%，比上月下降 0.7 个百分点，连续第 5 个月收缩。在原材料价格高位、限电的情况下，中小型企业持续生产经营的压力较大。

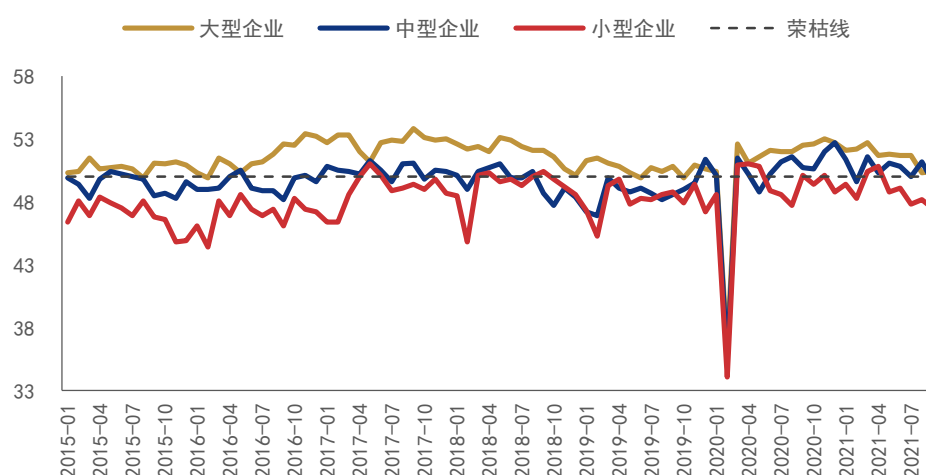


图 5：大、中、小型企业制造业 PMI (2015 年 1 月至 2021 年 9 月，单位：%)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 9 月商品房、汽车销售仍偏弱，家电和通讯器材等销售数据明显边际改善

(1) 房地产

之前不断升级的地产调控政策和房企债务风险事件多发，降低了购房需求；9 月全国商品房销售面积同比跌幅收窄，房地产开发投资完成额负增长。（1）根据 30 大中城数据，9 月样本城市商品房成交面积同比下跌 30.08%（前值修正为下跌 22.72%），与 2019 年同期相比下降 22.44%（前值修正为-10.39%）；今年 1-9 月累计销售面积与 2019 年同期比，增长了 8.51%（前值为 13.06%）。从分城市的 9 月销售面积来看，一线城市同比下跌 35.38%（前

值为-1.21%)，二线城市同比下跌 11.96% (前值为-17.71%)，三线城市同比下跌 48.20% (前值修正为-43.27%)。前期，多个房价涨幅居前的热点城市出现房贷利率连续上调、个人住房信贷业务收紧的现象，更加趋严的地产调控政策，加上多个地产企业出现债务风险事件，降低了购房需求。(2)从国家统计局口径数据来看，4至9月全国商品房销售面积单月同比增幅分别为 19.2%、9.2%、7.5%、-8.5%、-15.6%和-13.2%，其中 9 月销售同比呈现继续显著回落，为连续第三个月为负增长，不过同比跌幅收窄。其中，4至9月全国住宅销售面积单月同比增幅分别为 20.50%、11.24%、6.66%、-9.45%、-17.61%和-15.77%，9 月同比跌幅同步收窄。受销售状况、“三条红线”等因素影响，4至9月全国房地产开发投资完成额单月同比增幅分别为 13.68%、9.84%、5.93%、1.37%、0.26%和-3.47%，近几个月同比增幅持续下滑，且 9 月份首次出现负增长 (见图 6)。

9 月 24 日中国人民银行货币政策委员会第三季度例会提出，维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益，政策面开始释放一定“暖意”，9 月 29 日人民银行、银保监会联合召开的房地产金融工作座谈会又再次强调了这一点。10 月 15 日，人民银行举行的 2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会透露，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，也一定程度上造成了一些企业资金链紧绷，这些误解已在人民银行、银保监会 9 月底召开的房地产金融工作座谈会上得到了纠正。9 月下旬至今日，部分地区的房贷利率出行“松动性”下调。

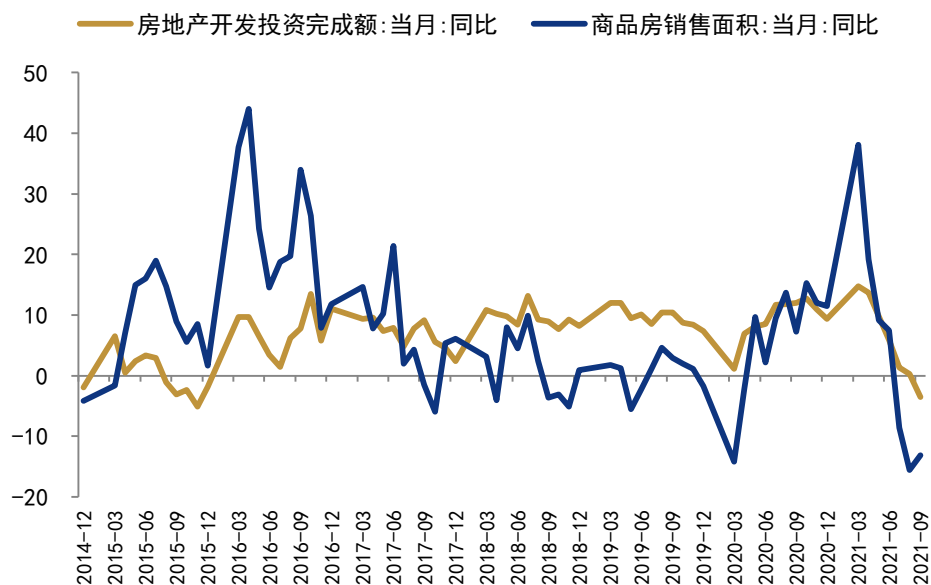


图 6：全国房地产开发投资、商品房销售数据 (2014 年 12 月至 2021 年 9 月，单位：%)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

(2) 汽车

9 月“缺芯”偏紧局面有所缓解，汽车销售继续弱势。生产端方面，从规模以上工业生产主要数据来看，9 月汽车产量 218.6 万辆 (前值为 173.4 万辆)，同比下跌 13.7% (前值为-19.1%)；9 月芯片供应略有缓解，但仍不能满足生产需要。销售端方面，中汽协数据显示，9 月汽车销量同比下降 19.6% (与 2019 年 9 月相比下跌 8.97%)，环比上涨 14.9% (正常年份 2016-2019 年同期环比平均上涨 19.39%)。其中，乘用车销量同比下降 16.5% (与 2019 年 9 月相比下跌 9.33%)；商用车销量同比下降 33.63% (与 2019 年 9 月相比下降 6.9%)，其中重卡销量同比下降

60.7%。乘联会的销售数据显示，广义乘用车销量9月同比下降17.4%（与2019年9月相比下降11.05%，其中新能源乘用车销量较2019年9月上涨439.54%）。从乘联会乘用车口径来看，今年1-9月份的累计广义乘用车销售较2019年的同期下降2.23%，跌幅较前值扩大1.2个百分点。

（3）家用电器

根据奥维云网（AVC）监测数据显示：（1）9月份空调线上零售额32.8亿元，同比下降2.4%（前值为-24.7%）；行业均价为3172元，同比增长11.7%（前值为15.1%）。9月份空调线下零售额21.8亿元，同比下降0.9%（前值为-37.1%）；均价为3951元，同比增长5.9%（前值为8.9%）。（2）9月冰箱线上市场零售额为45.0亿元，同比增长12.3%（前值为10.7%）；线上均价2295元，同比增长5.3%（前值为9.2%）。9月线下冰箱市场零售额为26.3亿元，同比下降12.4%（前值为-20.3%）；线下均价5808元，同比增长19%（前值为17%）。（3）9月线上洗衣机市场零售额36.7亿元，同比增长46.9%（前值为36.5%）；线上均价1613元，同比增长13.5个百分点（前值为15.1%）。9月线下洗衣机市场零售额17.2亿元，同比下滑12.5%（前值为-15.8%）；均价3940元，同比上涨16.1%（前值为9.1%）。总体来看，空调、冰箱和洗衣机的销售价格上涨明显，或主要受原材料成本上涨驱动。从社会消费品零售总额相关细分领域数据来看，9月份限额以上家用电器和音像器材类零售额同比由前值的-5.0%反弹至6.6%，或受疫情弱化、汛情消退等因素影响。

（4）社会消费品零售总额

9月份，社会消费品零售总额36833亿元，同比增长4.4%（较前值2.5%明显走高），比2019年9月份增长7.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额33298亿元，增长6.4%，可见汽车对社零同比的拖累非常明显。就社零中的汽车销售额来看，9月数据下降了11.80%，较前值跌幅扩大了4.4个百分点。

根据社会消费品零售总额中细分数据，通讯器材类零售额9月同比大增22.8%（前值为-14.9%）。

9月，江苏、河南、湖南、湖北疫情和全国多地汛情影响消退，油价上涨，多个行业或领域的零售额同比较前值有显著改善，其中9月餐饮类、服装鞋帽及针纺织品类、日用品类、家用电器和音像器材类、通讯器材类、汽车类、石油及制品类零售额同比分别为增长3.1%（前值为-4.5%）、-4.8%（前值为-6.0%）、0.5%（前值为-0.2%）、6.6%（前值为-5.0%）、22.80%（前值为-14.9%）、-11.8%（前值为-7.4%）、17.3%（前值为13.1%）。展望未来，国内新冠肺炎零散新增病例可能还会出现，但因汽车“缺芯”问题将逐步有所缓解、房地产政策边际上或有放松，今年财政后置使得第四季度财政支出力度大于往年，社会集团消费有提升空间，社会消费品零售同比可能还会继续改善。

3. 9月份出口增速再超预期，产品涨价是重要推动力

以美元值来看，今年9月中国出口同比增长28.1%（前值为25.6%），再次明显超过之前市场一致预期；今年1-9月份中国出口金额累计同比上升33.0%，增速较前值放缓0.7个百分点，但仍表现很强。

按美元值计算，从分国别的1-9月份累计同比来看，中国对美国出口增长32.9%（较前值33.3%略有放缓），对欧盟出口增长32%（较前值32.4%略有放缓），对东盟出口增长29.9%（较前值31.7%有所放缓），对日本出口增长17.7%（较前值18.1%略有上升），对韩国出口增长33.7%（较前值34.2%有所放缓），对印度的出口增长51.7%（较前值52.7%有所放缓）。对美欧、东盟、韩国和印度等地的出口强劲共同驱动了前9个月的中国出口大增。

从可获得的出口均价数据来看，9月出口价格同比较8月出口价格同比上升较大幅度的商品包括手机、集成电路、液晶显示板、成品油、钢材、陶瓷产品、肥料、中药材及中式成药等。

按美元值计算，从分商品类别的1-9月份累计同比来看，纺织纱线、织物及制品出口下降10.7%（前值为-11.4%）；医疗仪器及器械出口增长9.3%（前值为7.4%）。数据显示，1-9月份，集成电路、液晶显示板、家用电器、家具及其零件出口金额累计同比增长分别为33.1%、49%、30.2%和38.7%，日常消费品中的鞋靴、服装及衣着附件出口金额累计同比增长分别为35.1%和25.3%。机电大类产品继续维持相对较高的出口景气度，1-9月出口金额累计同比增长33.3%（前值为34.4%）。

鉴于官方PMI中的新出口订单指数连续五个月处于荣枯线以下所产生的滞后效应，展望未来，中国对外出口增速或将继续有所放缓，但考虑到全球PMI仍处在扩张区间的较高水平（见表2），以及西方社会传统购物季的到来，中国对外出口水平或仍将具有一定韧性。

表 2：2021 年 9 月全球、部分国家或地区制造业 PMI 指数（单位：%）

	2021 年 9 月	2021 年 8 月	环比变动
全球	54.1	54.1	0.0
美国	61.1	59.9	1.2
日本	51.5	52.7	-1.2
德国	58.4	62.6	-4.2
法国	55.0	57.5	-2.5
意大利	59.7	60.9	-1.2
荷兰	62.0	65.8	-3.8
爱尔兰	60.3	62.8	-2.5
希腊	58.4	59.3	-0.9
西班牙	58.1	59.5	-1.4
奥地利	62.8	61.8	1.0
英国	57.1	60.3	-3.2
加拿大	57.0	57.2	-0.2
俄罗斯	49.8	46.5	3.3

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_28016

