



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

主动压缩持续拖累经济 纠偏下四季度有望回升 —9月及三季度宏观经济数据点评

2021年10月19日

分析师:

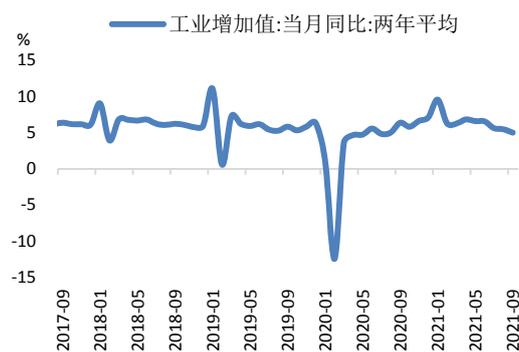
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

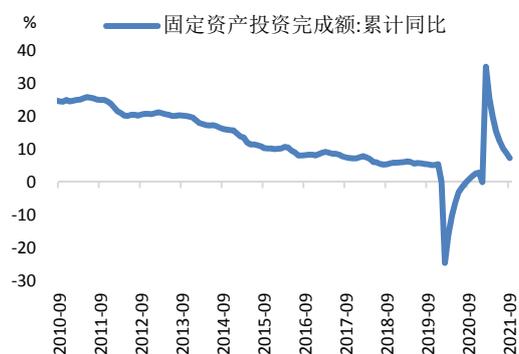
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

VAI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

FAI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《供给萎缩拖累 PMI 服务有所修复—9月 PMI 数据点评》
2. 《PPI 再创新高 CPI 持续低迷—9月物价数据点评》
3. 《需求回落叠加价格高位拖累经济进一步放缓—8月宏观经济数据点评》

内容提要:

三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期增长 5.5%，前值增长 7.9%；9 月工业增加值同比增长 3.1%，预期增长 3.8%，前值增长 5.3%；1-9 月固定资产投资累计同比增长 7.3%，预期增长 7.9%，前值增长 8.9%；9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%，预期增长 3.4%，前值增长 2.5%。

三季度 GDP 低于预期，主要受到散发疫情、双控双碳下主动压缩、自然灾害等因素共振影响。疫情与自然灾害影响主要集中于 7-8 月，双控双碳及拉闸限电负面影响则在全季度均有所显现。尤其是后者，今年 2-6 月工业增加值两年平均增速在 6.5% 左右徘徊，但在三季度出口表现尚好的情况下，持续回落至 5%。此外，虽然出口表现超出预期，但持续多维度调控地产以及恒大等事件对房地产行业预期产生负面影响，同时基建投资也并未发力，总体上两者对经济的支撑作用下降。前期市场担忧上半年支撑作用较好的工业、地产、出口可能会在下半年回落，从而减弱对经济的支撑作用，目前看仅有出口表现不错，其他二者均在政策调控下趋弱。

疫情得到有效控制下的消费端有所起色但仍然较弱。未来消费将继续回暖，但在限制因素真正解除之前还难以恢复到疫情前水平，尤其是疫情对消费尤其是线下消费影响的不确定性尚存，居民谨慎预期仍在。

展望未来，纠偏下的双控双碳强度或有所减弱，同时在国常会“尽快形成实物工作量”基调下，基建投资有望温和回升，从而为四季度以及明年经济开好局打下基础。不过，在当前国内通胀分化严重尤其是 PPI 屡创历史新高以及美联储启动货币政策回归正常化的背景下，短期政策仍将温和而且以结构性支持为主，勿要乐观估计。

风险提示: 央行超预期调控，贸易摩擦升温，通胀超预期，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 10 月 19 日公布的数据显示，三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期增长 5.5%，前值增长 7.9%；9 月工业增加值同比增长 3.1%，预期增长 3.8%，前值增长 5.3%；1-9 月固定资产投资累计同比增长 7.3%，预期增长 7.9%，前值增长 8.9%；9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%，预期增长 3.4%，前值增长 2.5%。

点评：三季度 GDP 低于预期，主要受到散发疫情、双控双碳下主动压缩、自然灾害等因素共振影响。此外，虽然出口表现超出预期，但持续多维度调控地产以及恒大等事件对房地产行业预期产生负面影响，同时基建投资也并未发力，总体上两者对经济的支撑作用下降。展望四季度，双控双碳强度或有所减弱，同时在国常会“尽快形成实物工作量”基调下，基建投资有望温和回升，从而为四季度以及明年经济开好局打下基础。不过，在当前国内通胀分化严重尤其是 PPI 屡创历史新高以及美联储启动货币政策回归正常化的背景下，短期政策仍将温和而且以结构性支持为主，勿要乐观估计降准与降息的节奏与空间。

1、多因素共振导致三季度 GDP 低于预期

三季度 GDP 同比增长 4.9%，弱于市场预期（5.5%，来源为 Wind，下同）；两年平均增长 4.9%，比二季度两年平均增速回落 0.6 个百分点；环比增长 0.2%，与今年一季度（2020 年四季度环比 3.2%基数较高）同为有数据以来最低。三季度 GDP 低于预期，主要受到散发疫情、双控双碳下主动压缩、自然灾害等因素共振影响。疫情与自然灾害影响主要集中于 7-8 月，双控双碳及拉闸限电负面影响则在全季度均有所显现。尤其是后者，今年 2-6 月工业增加值两年平均增速在 6.5%左右徘徊，但在三季度出口表现尚好的情况下，持续回落至 5%。此外，虽然出口表现超出预期，但持续多维度调控地产以及恒大等事件对房地产行业预期产生负面影响，同时基建投资也并未发力，总体上两者对经济的支撑作用下降。前期市场担忧上半年支撑作用较好的工业、地产、出口可能会在下半年回落，从而减弱对经济的支撑作用，目前看仅有出口表现不错，其他二者均在政策调控下趋弱。

2、生产端持续走弱

生产端表现低于预期。9 月规模以上工业增加值同比增长 3.1%，比 2019 年同期增长 10.2%，两年平均增长 5.0%，后者较 8 月回落 0.4 个百分点。与 5 月数据基本相当。1-9 月规模以上工业增加值同比增长 11.8%，较前

值回落 1.3 个百分点; 两年年平均增速 6.4%, 较前值回落 0.2 个百分点。9 月工业增加值表现低迷, 3.1% 的数值成为近 30 年来最低 (剔除春节与新冠疫情因素后)。虽然出口对工业生产的拉动作用尚存, 但双控双碳及拉闸限电的影响持续发酵, 基建、地产增长乏力以及居民收入恢复相对较慢导致的终端需求较弱制约工业生产。从环比看, 9 月工业增加值仅增长 0.05%, 为 2011 年有数据以来最低 (剔除新冠疫情因素后), 较淡季的 7-8 月均值 (0.28%) 回落 0.23 个百分点, 与 9 月制造业 PMI 生产指数 (49.5%) 环比回落 1.4 个百分点至萎缩区间 (2009 年以来首次, 剔除新冠疫情因素后) 相对应。

高技术制造业继续保持较快增长。分三大门类看 9 月, 采矿业与电力、热力、燃气及水生产和供应业增长加速, 制造业有所回落。其中, 采矿业增加值同比增长 3.2%, 两年平均增长 2.7%, 均较 8 月加快 0.7 个百分点; 制造业同比增长 2.4%, 两年平均增长 5.0%, 均较 8 月下行; 电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 9.7%, 两年平均增长 7.1%, 均较 8 月上行。此外, 9 月高技术制造业增加值同比增长 14.0%, 两年平均增长 10.9%, 两者近 1 年来几乎保持两位数以上增长, 与此相对应, 当月高技术制造业 PMI 为 54.0%, 环比上行 0.3 个百分点。

分行业看, 9 月 41 个大类行业中有 30 个行业增加值保持同比增长。其中, 计算机通信和其他电子设备制造业 (同比增长 9.5%, 下同)、电力、热力生产和供应业增长 (8.9%)、专用设备制造业 (8.8%)、电气机械和器材制造业 (6.8%) 等增幅居前, 黑色金属冶炼和压延加工业 (-9.7%)、汽车制造业 (-8.2%) 等增速继续回落。分产品看, 新能源汽车 (141.3%)、工业机器人 (19.5%)、集成电路产量 (21.4%) 持续较快增长。

未来, 在双控纠偏推动下, 生产端限制有望缓解, 但考虑到全球性电力紧张、能源价格上涨叠加冷冬等因素, 对生产端的约束依然存在。

3、疫情得到有效控制下的消费端有所起色但仍然较弱

9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%, 较 2019 年同期增长 7.8%, 两年平均增速为 3.8%, 较 8 月上升 2.3 个百分点, 但仍不及 4-6 月均值 (4.6%)。其中, 除汽车以外的消费品零售额增长 6.4%。扣除价格因素, 9 月社会消费品零售总额实际增长 2.5%, 两年平均增长 2.4%, 分别较 8 月上升 1.6、2.5 个百分点。

分类来看, 疫情得到有效控制, 叠加中秋国庆假日消费, 多数商品零售的两年平均增速有所加速。其中, 文化办公用品类 (两年平均增速为

17.3%，下同)、金银珠宝类(16.5%)、化妆品类(8.7%)、通讯器材类(8.2%)等商品增长较快；汽车类(-1.0%)、纺织品类(1.5%)低位运行且分别连续3个月、2个月同比萎缩。餐饮消费收入回暖，9月在疫情得到较好控制(散发且控制在局部范围内)的情况下，其两年平均增速0.1%，较8月的-5.8%大幅反弹。

居民收入复苏放缓。前三季度，全国居民人均可支配收入比上年同期名义增长10.4%，扣除价格因素，实际增长9.7%；比2019年前三季度增长14.8%，两年平均增长7.1%，扣除价格因素，两年平均实际增长5.1%。其中，前三季度居民人均可支配收入名义增速(两年平均增速)为7.1%，较前值回落0.3个百分点，终结了此前连续5个季度的上行势头；居民人均可支配收入实际增速(两年平均增速)已连续4个季度低于GDPG。

失业率下降有利于消费回暖。9月城镇调查失业率下降0.2个百分点至4.9%，其中市场关注的16-24岁失业率环比下降0.7个百分点至14.6%，较7月高点回落1.6个百分点。根据统计局的解释，一方面就业优先政策持续显效，大学生、农民工等重点群体的就业得到改善，带动城镇调查失业率稳中有降；另一方面，新业态新模式快速发展，带动新就业岗位增加。今年以来，直播带货、网络购物快速发展，也带动了相关行业从业人员的增加。

未来消费将继续回暖，但在限制因素真正解除之前还难以恢复到疫情前水平。尤其是疫情对消费尤其是线下消费影响的不确定性尚存，10月中旬多地出现散发疫情，尤其是未来还面临冷冬影响。不过，近期国内已陆续启动疫苗加强针的接种工作，叠加国内高效防控工作，有望把疫情影响控制到最低。同时，居民收入增长放缓尤其是K型复苏加大了整体复苏的难度，叠加经济下行带来的谨慎预期仍在，消费上行空间有限。根据央行《2021年第三季度城镇储户问卷调查报告》，三季度收入感受指数为49.7%，比二季度下降1.5个百分点，其中13.8%的居民认为收入“增加”，比二季度减少1.1个百分点，14.4%的居民认为收入“减少”，比二季度增加1.9个百分点；收入信心指数为49.5%，比二季度下降1.4个百分点；就业感受指数为40.8%，比二季度下降3.2个百分点，就业预期指数为49.4%，比二季度下降2.7个百分点；倾向于“更多消费”的居民占24.1%，比上季减少1.0个百分点，倾向于“更多储蓄”的居民占50.8%，比上季增加1.4个百分点。

4、制造业表现尚可，基建小幅提速，房地产投资继续回落

1-9月固定资产投资（不含农户）同比增长7.3%，比2019年同期增长7.7%，两年平均增速为4.0%，较1-8月回落0.2个百分点。从环比看，9月固定资产投资（不含农户）增长0.17%。

基建投资小幅提速。1-9月基础设施投资（不含电力）同比增长1.5%，两年平均增长0.4%，较1-8月加快0.2个百分点。9月新增地方专项债务发行规模较8月的约4900亿元小幅增加300亿元左右，四季度仍有1.3万亿元待发，在国常会“尽快形成实物工作量”基调下后续基建投资的支撑或将逐步加强。不过，考虑到缺优质匹配项目、地方政府缺资金等因素，上行空间恐有限。

房地产投资持续回落。1-9月房地产开发投资同比增长8.8%，两年平均增长7.2%，后者较前值回落0.5个百分点；9月单月同比下降3.5%，两年平均增长4.0%，较前值回落0.9个百分点。受房地产融资收紧以及资金回笼放慢等因素影响，1-9月新开工面积累计同比增速回落1.3个百分点至-4.5%；9月当月商品房销售同比下降13.2%，连续第3个月负增长，两年平均增速为-3.5%，较8月下降1.5个百分点，连续第2个月负增长。资金来源方面，定金及预收款两年平均增速从12.8%降至1.7%，购房者心理预期发生一定变化。9月末，人行与银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展，此举对中国经济的跨周期平稳至关重要。预计未来政策整体持续加码可能性较小，而部分政策存有边际调整的可能性。

制造业投资平稳增长。1-9月制造业投资同比增长14.8%，两年平均增长3.3%，与前值持平，略高于2019年同期水平（2.5%）。高技术制造业投资继续发挥引领作用，1-9月高技术制造业和高技术服务业投资同比分

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_28038

