孙彬彬：9 月经济数据怎么看？ 9 月经济数据预测

意见领袖丨孙彬彬 许锐翔 廖翊杰

摘要：

实体经济预测：

预计 3 季度实际 GDP 增速为 5.0%；9 月工业增加值增速下行至 1.9%；固定资产投资增速下行至 8.5%左右；CPI 同比为 0.8%，PPI 同比为 10.3%；社零增速下行至-1.3%。

进出口数据：

预计 9 月出口同比 23.6%左右，进口同比 13.2%左右。

货币信贷数据：

预计 9 月新增信贷 1.8 万亿；社融 3.2 万亿；M2 同比持平于上月水平，约 8.2%。

双控、地产、通胀、疫情，2021 年进入四季度收官阶段，但是宏观面上呈现出愈加复杂的状况，政策的重心只能是一个，那么是哪一个？毫无疑问还是就业和增长。

9 月数据所呈现的压力是否会倒逼政策进一步的行动？

还是要看政策目标。按照易纲行长的近期表述，我们现在的潜在经济增速还是处在 5-6%区间内，从数据预测看，经济确实面临诸多下行压力，

https://www.yunbaogao.cn

三季度经济增速在 5%左右，两年同比增速 4.97%，与今年一季度持平，贴近潜在增速的下沿。

四季度大概率继续低于 5%，但是两年同比可能仍然贴在 5%以上，关键是明年。如果 2022 年经济增速按照目前简单外推确定低于 5% ，我们不能排除未来政策会有进一步宽松。

但是当下，四季度内政策会如何取舍？毕竟目前经济问题带有极强的结构性特征，政策是继续以产业和结构政策为主，用好财政预算内资金？还是说即刻就需要加码，突出总量政策，包括降息？

从政策面目前的动向观察，似乎还是在突出产业和结构，所以我们还是维持四季度内量宽价平的总体判断。

总量方向之外，继续强调三个维度的影响：结构性信用政策叠加财政预算内资金使用带来的社融和信用的边际变化，这个变化方向是结构性宽信用；外围因素发酵带来的美债阶段性上行所引致的预期变化，这个变化中隐含一部分通胀交易；监管政策持续推进带来市场结构的边际变化。

只要总量上，特别是价格工具上央行不做积极行动，那么市场利率而言，在上述三个方面因素影响下，基本还是以当下政策利率为中枢。

我们判断 10 年国债还是会往 2.95%作中枢靠拢。

当然总体利率仍然是窄区间波动为主，目前没有特别的利率风险，货币政策反向收紧的可能性更低，市场总体处于“向上赔率不大、向下胜率

https://www.yunbaogao.cn

也有限”的状态。建议机构结合自身情况结合票息，考虑跨年度配置。

风险提示：经济走势超预期，外部环境变化。

实体经济数据

表 1：2020 年 9 月经济数据预测

	2020/09	2020/10	2020/11	2021/05	2021/06	2021/07	2020/08	202109E	202110E	202111E
实际 GDP 增速（%）	4.9				7.9			5.0		
CPI（%）	1.7	0.5	-0.5	1.3	1.1	1	0.8	0.8	1.4	2.1
PPI（%）	-2.1	-2.1	-1.5	9	8.8	9	9.5	10.3	10.4	9.9
工业增加值（当月，%）	6.9	6.9	7	8.8	8.3	6.4	5.3	1.9	4.1	3.5
固定资产投资（%）	0.8	1.8	2.6	15.4	12.6	10.3	8.9	8.5	7.8	6.9
消费（%）	3.3	4.3	5	12.4	12.1	8.5	2.5	-1.3	0.3	-0.7
进口（%，美元计价）	13.47	4.83	4.56	51.2	36.8	28.1	33.1	13.2	25.8	16.8
出口（%，美元计价）	9.35	10.92	20.53	27.8	32.2	19.3	25.6	23.6	22.8	8.7
新增贷款（亿元）	19000	6869	14300	15000	21200	10800	12200	18000	7000	14000
社会融资总量（亿元）	34693	13929	21355	19519	37009	10737	29558	32000	16000	28000
M2（%）	10.9	10.5	10.7	8.3	8.6	8.3	8.2	8.2	8.3	8.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1．预计三季度 GDP 同比约 5%，9 月工业增加值同比 1.9%

9 月 PMI 生产指数回落 1.4 个百分点至 49.5，自去年 3 月以来首次位于临界点以下；采购量和进口指数也有不同程度下滑，显示工业生产动能较弱。从高频数据来看，除 PTA 产业链负荷率以外，其他各行业开工率/产能利用率均处于下行趋势。9 月经济扰动因素较多，其中主要是“双控双限”政策，叠加疫情反复等影响，供需两端明显回落[1]。

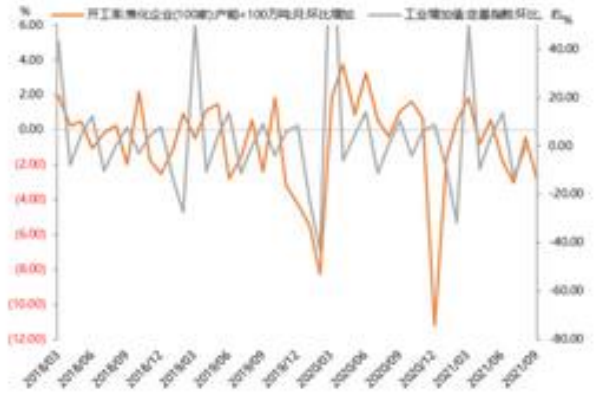
预计 9 月工业增加值环比低于往年平均水平，叠加前两年 9 月基数较高，工业增加值同比约 1.9%，两年平均增速 4.4%。在发改委增产增供煤炭、坚持限电不拉闸之下[2]，未来工业生产逐步回升。

https://www.yunbaogao.cn

图 1：9 月 PMI 生产指数位于临界点以下

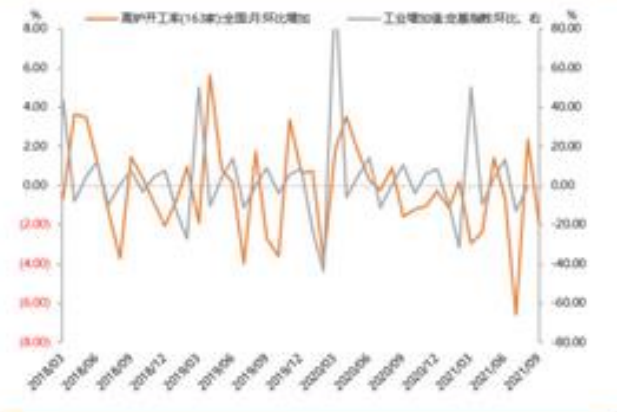
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：焦化企业开工率与工业增加值环比走势



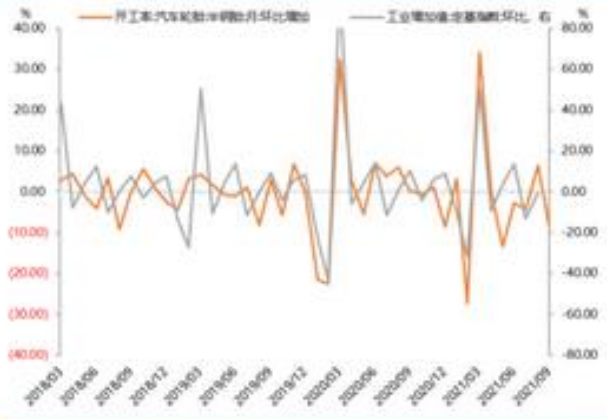
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：高炉开工率与工业增加值环比走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：汽车轮胎开工率与工业增加值环比走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

三季度工业生产回落幅度较大，季度工业增加值增速仅约 4.4%；第三产业中，受疫情反复影响，批发零售、住宿餐饮等行业将弱于季节性。预计三季度 GDP 同比在 5.0%左右，两年平均增速约 4.97%。

https://www.yunbaogao.cn

图 5：GDP 增速走势

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2．预计固定资产投资累计同比 8.5%

9 月建筑业 PMI 有所回落，持平于 7 月水平，显示建筑业景气度下行。从高频数据来看，各项指标有所分化。其中建筑钢材成交量下行，挖掘机指数上行；价格方面，受供给端影响，水泥和螺纹钢价格维持高位。

9 月逐渐进入项目施工旺季，部分重点工程赶工期，对水泥、钢材等原材料需求应边际回升。但新开工项目表现不佳，市场资金压力大，叠加原材料成本问题，部分新开工项目选择延后开工[3]，施工项目也明显放缓，水泥需求整体偏弱[4]，不同地区水泥价格结构性差异也比较明显。整体来看，当前供给因素对原材料价格的支撑作用相对较大。

受地产政策维持高压、以及恒大事件影响，地产投资增速明显放缓，新开工项目增速持续下滑。9 月商品房成交数据延续下行，预计地产投资

表现不佳。展望未来，央行对房地产市场健康发展予以关注[5]后需要观察具体行动，如果按揭和开发贷有所改善，预计地产投资可能阶段性企稳。

从基建投资来看，地方债发行节奏加快，根据 21 世纪经济报道，专项债需在 11 月底前发行完毕，不再为 12 月预留额度[6]，政策推进尽快形成实物工作量之下，预计基建投资逐渐发力。

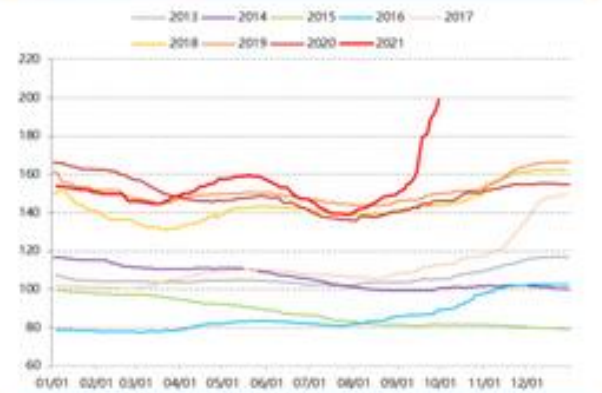
图 6：建筑钢材成交量

资料来源：钢铁俱乐部，天风证券研究所

图 7：挖掘机指数

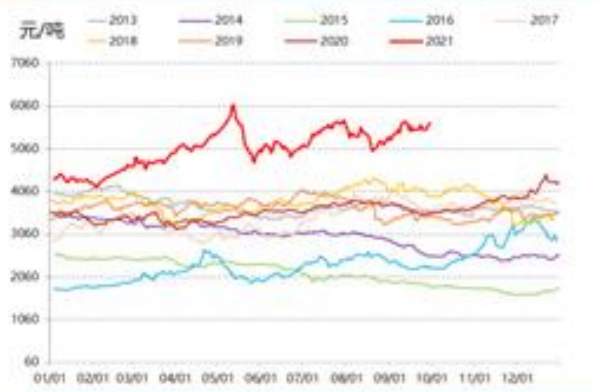
资料来源：京东数科，天风证券研究所

图 8：水泥价格指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：螺纹钢期货结算价



资料来源：Wind，天风证券研究所

制造业 PMI 生产经营活动预期延续回落，回落斜率更加陡峭；但 BCI 指数与 PMI 出现背离，各分项有不同程度上升，其中利润分项尤其明显，

https://www.yunbaogao.cn

显示制造业景气度不高。从工业企业利润观察，中上游工业企业利润增速仍保持高位，但下游制造业和消费品企业利润受到持续压制，尤其是中小企业压力持续上升，制造业面临结构性问题较大。政策端对中小企业经营压力保持持续关注，9 月发放 3000 亿元再贷款[7]，并督促加快贷款投放进度。预计 9 月制造业投资上升，未来需持续关注原材料价格对制造业企业影响。

总体来看，预计 9 月固定资产投资累计同比 8.5%，两年平均增速约 4.6%。

图 10：制造业投资与 PMI 生产经营活动预期分项

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：BCI 指数

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3．预计社会消费品零售总额同比-1.3%

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_27391