



预计三季度 GDP 5.1%，两年复合底部确认



【财新网】(专栏作家 高瑞东)

## 一、9月核心数据预测

整体来看，三季度在疫情反复、极端天气、部分地区限电限产的多重冲击下，经济增速出现回落。通胀方面，PPI持续走高，CPI低位运行，也压制了下游企业盈利的恢复。在此背景下，宏观对冲政策将进一步发力，社融增速预计三季度探底，四季度有望反弹。专项债将进入密集发行期，基建增速持续反弹。

## 二、流动性：社融增速探底，信用扩张渐近

预计9月新增社会融资规模约3.1万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为10.1%，其中，新增人民币贷款约为1.8万亿元。

表内融资方面，在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿依然较为强烈，但企业信贷需求仍然处于边际放缓态势之中，叠加购房政策趋严对居民信贷的抑制仍未完全消除。综合考虑，预计9月表内融资规模在1.8万亿元左右。

表 1: 9 月核心数据预测

数据口径			2020 年	2021 年					9 月 预测
				4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	
GDP	单季度 (%)		2.3			7.9			5.1
流动性	社融	同比 (%)	11.7	11.7	11.0	11.0	10.7	10.3	10.1
	信贷	新增 (万亿)	1.5	1.5	1.5	2.3	1.1	1.2	1.8
价格	CPI	单月同比 (%)	0.9	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
	PPI		6.8	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.3
实体经济	固投	累计同比 (%)	19.9	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.8
	社零	单月同比 (%)	17.7	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	3.4
	出口		32.3	32.3	27.9	32.2	19.3	25.6	22
生产		单月同比 (%)	9.8	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	4.0
盈利			57.0	57.0	36.4	20.0	16.4	10.1	11.5

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

一则, 人民银行于 8 月 23 日召开金融机构货币信贷形势分析座谈会, 易纲行长在总结中强调, 要继续做好跨周期设计, 衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作, 加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度, 增强信贷总量增长的稳定性, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

另外，9月29日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会。会议要求，金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。同时，结合央行三季度货币政策例会来看，对房地产企业的融资严监管有望出现微调或者结构性趋松。

预期在政策引导下，商业银行的信贷投放意愿及积极性仍将维持强劲。我们可以看到，自8月下旬以来，银票转贴现利率与同期限资金利率的利差持续收窄，虽然季末再次走阔冲量，但持续时间较短，表明商业银行信贷投放力度有所增强。

二则，地方政府专项债发行持续加速，专项债配套项目的推进将会增加配套银行信贷的需求。但同时，由于受到疫情扰动以及限产限电等多方面因素的影响，中国制造业PMI与工业企业利润连续回落，生产动能恢复动能有所放缓，叠加订单也有所回落，预计企业信贷需求仍处于边际回落态势之中。

表外融资方面，考虑到监管层面仍在持续压缩房地产等行业表外融资，并计划于2021年“将行业融资类信托在去年的基础上再压缩20%”，我们认为信托贷款收缩的趋势仍将延续。但考虑到9月银票承兑量有所增加，而到期量和贴现量均有所下行，预计新增未贴现银行承兑汇票的收缩程度将会有所收窄。综合考虑，预计9月表外融资规模约在-1000亿元左右。

直接融资方面，预计9月政府债券净融资额约9600亿元左右，较去

年同期少增约 516 亿元；企业债券融资额初步估算约在 1300 亿元左右，与去年同期基本持平；非金融企业境内股票融资初步估算约在 1200 亿元左右，与去年同期基本持平，综合考虑 9 月直接融资规模约在 12100 亿元左右。

综合考虑表内融资、表外融资、直接融资及其他融资途径后，我们预计 9 月新增社会融资规模约为 3.1 万亿元，对应社会融资规模存量同比增速约为 10.1%，其中新增人民贷款约为 1.8 万亿元。

### 三、通胀：PPI 持续走高，CPI 低位运行

预计 9 月 CPI 同比回落至 0.7%，食品环比涨幅收敛，非食品环比转正。

食品方面，鲜菜价格结束季节性上涨，猪肉、鲜果价格继续走低。随着生猪供给能力的持续改善，猪肉价格进一步下跌。9 月，36 个城市猪肉平均零售价环比回落 5.0%，上月环比下降 2.8%。鲜果供应充足，7 种重点监测水果平均批发价环比回落 2.3%，上月环比下降 4.7%。随着夏季高温多雨天气结束，9 月鲜菜价格开始回落，28 种重点监测蔬菜平均批发价环比下跌 1.9%，上月环比上涨 10.3%。

非食品方面，预计核心 CPI 小幅回升，能源价格上涨也将传导至 CPI。一方面，受双节假期提振，出行类服务业活动大幅回暖，上月受疫情影响的服务业价格指数将小幅转正。9 月服务业 PMI 自上月的 45.2%大幅回升

至 52.4%；另一方面，随着油价的回升，将带动 9 月交通和通信价格环比回正。9 月国内汽油、柴油价格环比回升，分别为-0.4%、4.5%，而上月分别为-3.5%、-2.6%。

预计 9 月 PPI 同比上行至 10.3%，环比涨幅较上月进一步扩大。

9 月 PMI 原材料、出厂价格指数走高至 56.4%、63.5%，指向 PPI 环比涨幅继续扩大。供给收缩是导致 9 月 PPI 环比涨幅扩大的主要原因，受电煤紧缺和能耗双控政策影响，江苏、浙江、广东、安徽、辽宁、天津、黑龙江、吉林等省份出现限电限产，影响黑色、有色、建材等大宗商品生产。其中，9 月煤炭、原油等能源价格上涨明显，铜、钢铁等金属价格延续高位运行。具体来看，环渤海动力煤价格指数环比上涨 3.8%，上月为 1.5%；水泥价格指数环比上涨 4.8%，上月为 2.9%；布伦特原油价格环比上涨 2.4%，上月为-5.6%；上期有色金属指数上涨 0.9%，上月环比上涨 1.4%；钢材综合价格指数环比下跌 0.2%，上月环比上涨 1.6%。

#### 四、实体：内外需回落，基建有望反弹

三季度 GDP 增速预计录得 5.1%。7 月及 8 月，在疫情散发和极端天气冲击下，经济下滑压力超预期。9 月，多地疫情散发基本得到有效控制，居民出行有所恢复，但是部分地区限电限产，对生产带来了冲击。综上，三季度经济下行压力超预期，预计单季度增速录得 5.1%，对应两年复合增速约为 5.0%。

地铁客运量、PMI 指标有所反弹,预计 9 月社零同比增速反弹至 3.4%。7 月、8 月,在疫情散发冲击下,社零大幅下滑。9 月,随着疫情得到有效控制,服务业活动有所回升,9 月服务业 PMI 录得 52.4%,高于上月 7.2 个百分点,重返景气区间。居民出行有所改善,以 2019 年同期为基数,9 月 8 个大城市的地铁客运量同比增速-4%,比 8 月的-20%大幅改善。9 月前四周,主要厂商乘用车零售同比下降 13%,与 8 月的-12%基本持平。乘联会表示,经销商的订单需求还是较好的,但供给约束突发性加大,形成一定的延缓销售。综上,预计 9 月消费数据会在 8 月的基础上有所反弹,预计 9 月社零单月同比增速 3.4%。

基建大概率反弹,预计 9 月份固定资产投资累计增速 7.8%。9 月,疫情对于工业生产的约束有所减弱,但能耗双控波及工业生产,制造业供需两端均出现放缓。三季度经济压力超预期,9 月专项债发行继续提速,基建领先指标持续反弹,预计基建投资增速有望反弹。

1) 制造业投资: PMI 继续走弱、内外需订单双双回落。9 月制造业 PMI 录得 49.6%,比上月回落 0.5 个百分点,降至临界点以下,环比动能

**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\\_27550](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27550)

