

9月数据预测：GDP走弱但不至于失速

核心观点

三季度供需两端景气度均有回落，符合我们对于下半年经济下行压力加大的判断。疫情反复对社零增速冲击较大，制造业投资随着需求转弱，增速也见顶回落，地产调控延续，地产销售持续低迷，地产投资明显受限，基建投资在专项债前期发行进度偏慢、城投平台公司融资监管强化的政策环境下，数据未见大的上行，出口年内高点已过，下半年也是渐进回落。从生产端来看，三次产业中，服务业对三季度GDP支撑力度相对较大，8月多地疫情对单月服务业有所冲击，但受控后恢复较快，9月福建黑龙江局地疫情对全局影响较小，二产在疫情、洪涝、双控等多重冲击下承压，一产稳中向好。从生产法角度，我们预计GDP增速5.6%，经济下行压力较大但不至于失速，我们预计年内货币政策延续宽松，仍有降准及定向降息，进而驱动股债双牛。

□ 多重负面叠加，工业生产承压

9月工业生产下行压力加大，我们预计9月规模以上工业增加值同比增速为4.0%，三季度同比增速5.0%。多重负面因素叠加将加大工业生产下行压力，包括能耗“双控”严峻、钢铁限产持续、汽车缺芯未缓解、上游原材料价格高企挤压中下游企业等，同时在去年同期基数较高的作用下，读数回落幅度进一步扩大。

□ 预计9月固定资产投资累计同比增速回落至8%

预计1-9月全国固定资产投资（不含农户）同比增长8%，较前值回落0.9个百分点。从9月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-1.4%、-3.8%和1.6%，前值分别为0.3%、-7%和7%，基建7月受洪涝灾害冲击的影响有所修复，地产投资当月增速首次降至负值，制造业投资增速也出现较大幅度下行。

□ 社零小幅修复，未来仍有空间

预计9月社会消费品零售总额同比5.5%，前值2.5%，2019~2021两年复合增速4.4%，前值1.5%，8月南京疫情因素弱化，消费再回修复通道，地铁、航班数据快速修复，中秋旅游收入恢复程度已超过五一和端午。往前看，居民收入有所改善，消费复苏动力增强，但受制于疫情防控因素，增速中枢提升幅度有限。

□ 就业总体平稳，压力逐步升温

预计9月全国城镇调查失业率为5.1%，与8月持平，就业形势总体平稳，毕业季在国家促进大学生就业的政策支持下，调查失业率未出现明显上行，但疫情因素叠加限电停产政策的影响以及教育、医美行业的持续整改，使得就业仍面临一定的压力。

□ PPI和CPI剪刀差将继续扩大

预计9月CPI环比+0.3%，同比+0.9%。其中，猪价继续探底，拖累CPI食品项，疫情持续延缓核心CPI修复，服务业环比涨价幅度弱于季节性。预计9月PPI环比+0.8%，同比+10.3%，双控背景下，工业品价格进一步上行，PPI剪刀差继续扩大。

□ 供需缺口决定出口下行，内需走弱决定了进口回落

预计9月人民币计价的进口增速为4.4%，内需回落决定了进口渐进下行；出口高点已过，预计9月人民币计价出口增速为8%，9月贸易顺差500亿美元。

□ 预计9月信贷新增1.9万亿，社融新增3.1万亿，增速分别为12%和10.1%

预计9月人民币信贷新增量1.9万亿，与去年基本持平，对应增速12%较前值微降0.1个百分点，信贷总量稳定，但是冲票据是一项重要支撑，信贷结构相对较差。预计9月社融新增量3.1万亿，较去年3.47万亿少增约3700亿元，增速较前值回落0.2个百分点至10.1%，社融结构中，信贷同比趋稳，但政府债券、未贴现票据预计仍同比少增。9月预计信贷投放量趋稳，政府债券发行较快且叠加财政支出或较快，两者对M2的影响存在对冲效果，考虑到去年基数走强，预计M2增速较前值微降0.2个百分点至8%。

风险提示：疫情扩散超预期变化；中美摩擦超预期变化

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1《8月经济数据：消费增速回落，驱动股债双牛》2021.09.15
- 2《8月数据预测：经济趋势回落，驱动股债双牛》2021.09.01
- 3《7月经济数据：数据如期回落，驱动股债双牛》2021.08.16
- 4《7月数据预测：稳增长压力较小窗口期已过》2021.8.1

正文目录

1. 预计三季度 GDP 实际同比增速 5.6%	4
2. 多重负面叠加，工业生产承压	5
3. 预计 9 月固定资产投资累计同比增速回落至 8%.....	5
3.1. 预计 1-9 月制造业投资累计同比增速回落至 13.5%	6
3.2. 基建维持低迷.....	7
3.3. 地产投资增速逐渐下滑.....	8
4. 社零小幅修复，未来仍有空间	10
5. 就业总体平稳，压力逐步升温	11
6. PPI 和 CPI 剪刀差将继续扩大	12
6.1. 猪价持续拖累，疫情复发延缓核心 CPI 修复.....	12
6.2. 双控持续推进，PPI 有望破“10”	12
7. 供需缺口决定出口下行，内需走弱决定了进口回落	12
8. 预计 9 月信贷新增 1.9 万亿，社融新增 3.1 万亿，增速分别为 12%和 10.1%	15
风险提示	16

图表目录

图 1：预计 2021 年三季度 GDP 增速 5.6%（单位：%）	4
图 2：固定资产投资累计同比增速	6
图 3：固定资产投资当月同比增速（估算）	6
图 4：制造业部分行业投资增速	7
图 5：房地产投资平稳增长（%）	9
图 6：土地成交价格仍然居高不下（亿元，同比增速位于右轴）	9
图 7：时序进度看，2021 年供地相对较慢（截至 9 月 28 日）	10
图 8：地产销售稳定向好（套，截至 9 月 28 日）	10
图 9：民航执飞航班量环比上升	10
图 10：主要城市地铁客运量恢复	10
图 11：预计 9 月调查失业率为 5.1%，与 8 月持平	11
图 12：全球船运持续修复	13
图 13：主要发达经济体生产端积极修复	13
图 14：我国外贸吞吐量震荡变化	14
图 15：运费及 CCFI 指数持续走高	14
图 16：9 月以来平均租赁价格不断上升，反映运力需求强劲	14
图 17：9 月中旬八大枢纽港口集装箱吞吐量大幅下降	14
图 18：克强指数反映内需对进口解释力度不断提升	15

表 1：部分城市两轮土拍结果变化.....9
表 2：9 月宏观经济数据预测.....17

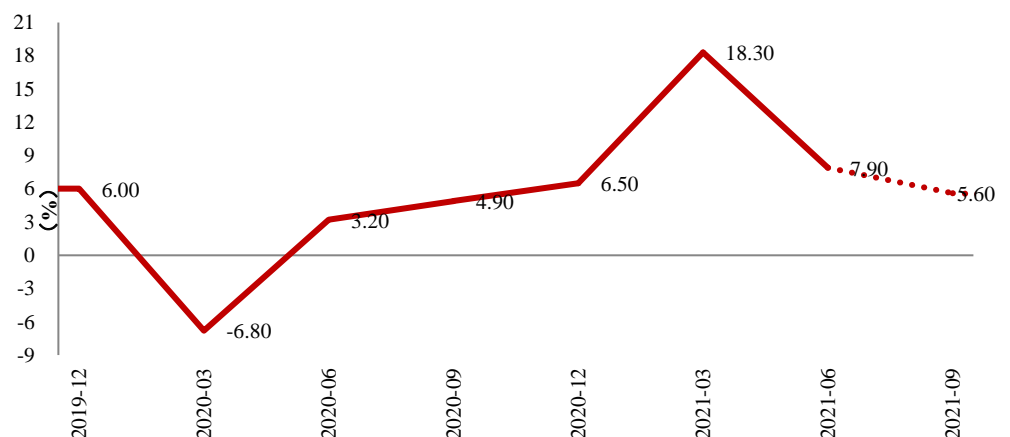
1. 预计三季度 GDP 实际同比增速 5.6%

预计三季度 GDP 实际同比增速为 5.6%。三季度供需两端景气度均有回落，符合我们对于下半年经济下行压力加大的判断。需求端，疫情反复对社零增速冲击较大，餐饮、纺织服装、石油及制品等高社交属性消费品零售额增速回落幅度较大。投资方面，制造业投资受企业利润处于高位、金融定向支持等因素影响，增速强于基建、地产，7 月当月增速仍超 10%，但 8、9 月已经呈现见顶回落趋势；地产调控延续，地产销售持续低迷，地产投资明显受限；基建投资 7 月受洪涝灾害影响，下行幅度较大，8、9 月略有修复，但在专项债前期发行进度偏慢、城投平台公司融资监管强化的政策环境下，投资数据未见大的上行，预计今年底至明年初数据改善幅度才会较大。进出口方面，我们持续强调年中出现出口年内高点，下半年将渐进回落，三季度数据验证此判断，我们认为贸易顺差对经济的支撑有明显回落。

从生产端来看，三次产业中，服务业对三季度 GDP 支撑力度相对较大，8 月多地疫情对单月服务业有所冲击，但受控后恢复较快，福建黑龙江局地疫情对全局影响较小，二产在疫情、洪涝、双控等多重冲击下承压，一产稳中向好。从生产法角度，我们预计 GDP 增速 5.6%。

当前政策重点考虑大宗商品价格上涨增加中下游企业成本压力，通过各种方式为企业减轻经营负担，其中，央行通过再贷款，降准降息等方式进行定向支持。再贷款资金有助于解决资金来源不足的问题，同时再贷款也采取低息方式降低融资成本，近期央行已新增 3000 亿元支小再贷款额度；央行通过降准为银行降低资金成本，也有助于向企业端传导，这是政策困境中的无奈选择，是触发 7 月降准的核心原因；降息我们认为核心关注碳减排货币政策工具的定向降息。因此，从大宗商品价格将持续处于高位及为企业降低融资成本的角度看，我们认为年内央行仍有降准和降息。对于降准，预计时点大概率在 10 月，并用于置换四季度部分到期 MLF。对于定向降息主要关注碳减排货币政策工具，大概率 10 月末实施。

图 1：预计 2021 年三季度 GDP 增速 5.6%（单位：%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

2. 多重负面叠加，工业生产承压

9月工业生产下行压力加大，我们预计9月规模以上工业增加值同比增速为4.0%，相比2019年近两年复合增速为5.4%，三季度工业同比增速5.0%。多重负面因素叠加将加大工业生产下行压力，包括能耗“双控”严峻、钢铁限产持续、汽车缺芯未缓解、上游原材料价格高企挤压中小游企业等，同时在去年同期基数较高的作用下，读数回落幅度进一步扩大。

从生产高频数据来看，9月工业生产景气度有所回落。能耗双控趋严叠加电煤价格高涨背景下，电厂供应紧张，南方八省电厂耗煤量大幅下降，黑色系开工率、产量维持低位，中游化工产品开工率、产量中枢均有下降，汽车全钢胎、半钢胎开工率仍处于历史低位。

能耗“双控”对生产结构影响大于总量。据我们测算，“双红灯”省份六大高耗能行业在全国六大高耗能行业中的比重约三成，限产政策对高耗能行业生产冲击较大。高耗能行业在工业中的比重接近四成，在GDP中占比约13%，“双红灯”省份限产对工业冲击系数约为12%，对GDP影响或约0.5至1个百分点左右。我们在前期报告《碳中和、双控与大国关系缓和——碳中和系列研究之九》中提出，大国博弈背景下，对高耗能行业的限产节奏是否会被纳入此次G20议题值得关注，G20是双控政策年内走向的重要观察点。

内外需求对工业生产的支撑走弱。在外需方向，海外供需缺口收敛将使得出口支撑走弱。9月上中旬我国外贸货物吞吐量同比降幅较大，中国出口集装箱指数CCFI升的斜率放缓。9月新出口订单指数回落0.5个百分点，已连续六个月下降。后续发展中经济体的供给修复加速和美国为首的发达经济体需求回落将导致供需缺口收敛，我国出口大概率逐步回落。在内需方面，消费、投资趋缓。30大中城市商品房成交面积、乘用车零售回落较大，地产调控延续下地产投资将走弱，财政后置对基建投资支撑有限。在疫情清零政策取向向下，疫情反弹仍会对线下消费场景恢复带来不确定性，9月福建黑龙江疫情未外溢影响较小。

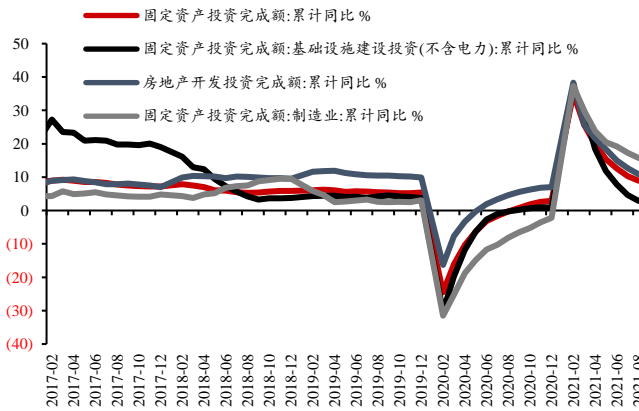
缺芯、钢铁限产、上游原材料价格居高不下等多重负面因素仍持续，短期内难以逆转。第一，汽车“缺芯”持续，短期内未能改善对汽车制造业负面影响仍然较大。第二，钢铁限产政策延续尚未见松动迹象。第三，上游原材料价格居高不下已严重侵蚀中下游利润，据我们测算8月上游行业在工业利润中的占比已达48%左右，PPI向CPI传导不畅，严重影响中下游制造企业生产积极性。

3. 预计9月固定资产投资累计同比增速回落至8%

预计1-9月全国固定资产投资（不含农户）同比增长8%，较前值回落0.9个百分点。其中，房地产开发投资同比增长9.1%，较前值回落1.8个百分点；基础设施建设投资同比增长1.9%，较前值回落1个百分点；制造业投资同比增长13.5%，较前值回落2.2个百分点。从9月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-1.4%、-3.8%和1.6%，前值分别为0.3%、-7%和7%，基建7月受洪涝灾害冲击的影响有所修复，地产投资当月增速首次降至负值，制造业投资增速也出现较大幅度下行。全年看，地产投资增速下行趋势较为确定，基建投资增速维持低位，今年底至明年初有望在政策推动下有所

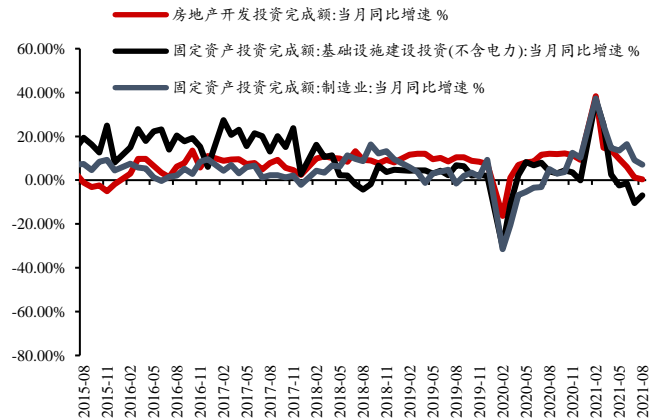
回升，制造业投资随着需求走弱和盈利逐步见顶回落，目前已经面临下行压力，符合我们此前的判断。

图 2：固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：固定资产投资当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

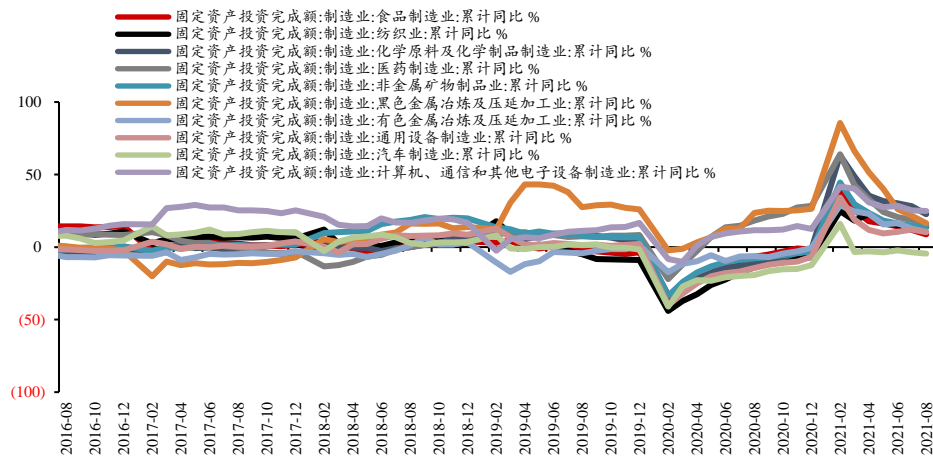
3.1. 预计 1-9 月制造业投资累计同比增速回落至 13.5%

预计 1-9 月制造业投资增速回落至 13.5%，较 1-8 月回落 2.2 个百分点，当月同比增速 1.6%，前值 7.1%，仍处于回落进程中。我们认为制造业投资数据将继续验证我们此前的判断“相关支撑逻辑正在逐步弱化，这意味着制造业投资增速后续或将出现边际回落压力”。制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本数据及信贷、社融等的金融数据影响。我们认为工业品价格保持高位、企业利润稳健使得企业当前中长期资本开支意愿仍然较强，信贷资金定向支持也对制造业投资提供较强的支撑，当前制造业投资增速强于地产、基建，但后续需求走弱、盈利下行等因素影响下，制造业投资将逐渐面临回落压力。9 月双控政策下的停产政策对部分制造业行业影响较大，也将冲击制造业投资，预计 9 月增速继续下行，尤其是当月增速已逼近零增速附近。

行业结构方面，预计高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。数据显示，1-8 月高技术制造业投资同比增长 25.8%，其中，计算机及办公设备制造业、航空、航天器及设备制造业投资同比分别增长 48.8%、45.2%，明显高于整体制造业投资。其他传统行业中，预计价格较高的黑色、有色相关行业投资较强，受益于价格和盈利的传导的部分中游行业如化工相关行业、造纸及纸制品制造业投资也表现较好，此外，需求较为稳定的设备制造业、电气机械及器材制造业及计算机通信和其他电子设备制造业也表现较强。

展望后续走势，我们预计制造业投资仍将强于基建、地产，但下行压力也正在逐渐显现，四季度走势将是继续波动下行，需持续关注后续停产政策可能对数据带来的不确定性。

图 4：制造业部分行业投资增速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3.2. 基建维持低迷

预计 2021 年 1-9 月基建（统计局口径）同比增长 1.9% 左右。基建增速的低迷是大宗商品涨价对基建主动及被动扰动、财政后置发力有限的综合作用效果，我们预计全年基建（统计局口径）同比达到 2-3% 左右，略高于 2021 年，但考虑 PPI 高增带来的影响，对经济的实际拉动弱于 2021 年。

大宗商品涨价短期扰动基建投资。再通胀逻辑持续演绎之下，PPI 同比已经连续 4 个月维持 9% 左右的高位，使得大宗商品价格持续上涨过程中，抬升成本、扰动施工，对基建投资产生一定负面影响。同时，在碳达峰碳中和的大背景下，“双去”工作持续推进和环保标准的要求下，供需紧平衡导致上游原材料价格短期难下，由此也带来了中下游原材料成本维持高位。在此背景下，5 月以来发改委、国常会等持续关注大宗商品涨价问题，“保供稳价”措施相继推出，通过适时的储备投放、不断加强进出口调节、加大市场监管力度等方式难以缓解供给压力，以缓解行业供需矛盾，引导价格合理回归。部分省份配合政策执行，出现部分重大项目的阶段性停工或者施工进度暂缓，导致基建投资有所降速。从高频数据来看，黑色、建材的价格指数的回升能反映出一定的基建修复特征。我们预计，大宗商品涨价扰动下，基建将保持一定环比修复特征，但难有同比读数上的大幅增长。

财政后置对今年基建影响有限。截至 9 月 30 日，地方政府年内发行新增专项债共计 23673 亿，达到预算安排的 68.27%，去年同期为 89.74%。9 月专项债发行节奏缓慢但初露发行节奏加快趋势，单月发行 5230 亿，较上月环比增加 334 亿元。7 月 30 日政治局会议表示“积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。我们认为，从财政纪律来看 2021 年专项债年内大概率发完，Q4 发行节奏可能是 12 月稍多，但专项债发行对基建的拉动作用短期较难看到，核心原因在于，其一是财政刺激基建发挥逆周期调节重要性下降，以及压实项目质量要求、项目用途调整时滞、终生追责影响地方政府投资意愿和监管政策扰动；其二是 Q4 基建施工受区域、天气因素扰动较大，发力难度较大。

基建发力核心关注 2022 年一季度。我们认为进入 2022 年，基建发力的掣肘有望扫除，项目、财政资金和货币政策配合有望带动基建发力，进而对信用扩张和经济增长产生积极的作用。首先，今年专项债资金后置和明年财政大概率前置发力决定了资金端的

相对充裕。其次，政治局会议、国常会等先后表态，要求保持政策连续性、稳定性和可持续性，推动专项债在年底至明年形成实物工作量，政策发力节奏上大概率在明年一季度共振。第三，2022年项目掣肘有望缓解。7月中旬，发改委通知各个地方政府开始储备2022年重大项目，并要求在10月上报首批项目，9月8日，发改委例行发布会表示下一步高质量做好明年专项债券项目准备，加快推进项目前期工作，争取明年专项债券早发行、早使用、及早形成实物工作量。我们认为，高质量项目储备在2022年出初的集中推进有望带动基建发力。

3.3. 地产投资增速逐渐下滑

预计2021年1-9月房地产开发投资增速为9.1%。1-8月房地产开发投资累计同比增10.9%，两年复合增长7.7%。三条红线约束下竣工逻辑所带动的被动再投资将成为支撑地产投资的主要力量，土地成交面积以及销售增速的下行会进一步拖累主动再投资。地产债务违约事件大面积发酵的可能性有限，一旦出现地产公司间风险传染的苗头，很可能受到国家双管齐下的控制。一方面，国家很可能禁止银行对地产公司的恐慌性抽贷行为，地产公司间的风险传染将是管控重心。另一方面，对于单体风险扩散导致整体地产行业融资困难的潜在风险，央行很可能放松短端流动性予以对冲。年内房地产投资的核心驱动因素仍是长效机制约束下投资增速的持续下滑。

房地产长效机制正在持续发挥作用。2020年Q3以来，三道红线加强对重点房企的资产规模限制，重点约束需求端；五档分类在金融领域约束信贷供给，核心仍在需求端；土地集中供应则侧重从供地节奏等供给端因素进行调控。在大国大城的新型城镇化时代，扩大供给是解决一二线核心城市过热的关键，住建部和央行7月对保障性租赁住房发表权威解读，“十四五”期间新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例力争超过30%。“四限”政策并不会导致需求灭失，只是延后，从根本上解决我国房地产市场错配问题的核心仍在供给，长效机制持续作用有助于房地产市场平稳健康发展。

房地产长效机制对地产企业的运作正产生重大影响，三道红线、五档分类等政策对房企土地前融和主动再投资产生扰动，房企加速销售尾款回收的意愿较强，预售待竣工库存有望去化，被动再投资链体有望对建安投资形成支撑。尤其是在三条红线的约束下，“剔除预收款的资产负债率大于70%”的红线对房企的约束力最强。通过加速竣工收取购房尾款并将此前的预收款结转收入，由负债端转入权益端并改善“第一条”红线成为房地产企业为数不多的选项。在“第一条”红线的约束下，竣工逻辑得以在今年兑现，我

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_27308

