



宏观研究

滞胀风险上升，亟待供需两侧联动发力：9 月经济数据解读

2021 年 10 月 18 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进、原野、徐凯舟

近期报告

《【粤开宏观】掘金北交所：新三板“专精特新”企业总体特征及潜在标的分析》
2021-09-22

《【粤开宏观】拉闸限电与能耗双控：原因及影响》2021-09-27

《【粤开宏观】中国城市财力大比拼：南强北弱下的紧平衡（2021 上半年 286 城榜单）》2021-09-29

《【粤开宏观】房地产大变局：风险评估和影响分析》2021-10-10

《【粤开宏观】出口的梗阻：集装箱引发的蝴蝶效应》2021-10-14

摘要

中国三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期 5.5%，两年平均增速 4.9%。

9 月规模以上工业增加值同比增长 3.1%，预期 3.8%，两年平均增速 5.0%；

1-9 月固定资产投资同比增长 7.3%，预期 7.9%，两年平均增速 3.8%；

1-9 月房地产开发投资同比增长 8.8%，两年平均增速 7.2%；

9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%，预期 3.4%，两年平均增速 3.8%。

风险提示：国内疫情反复、房地产投资和出口共振下行



目 录

一、经济下行压力凸显，微观主体活力和预期下降，供给冲击持续推高通胀，滞胀风险上升.....	3
（一）出口和房地产投资可能共振下行，微观主体活力和预期下降.....	3
（二）中国及全球面临三大供给冲击，持续通胀或推高通胀预期	6
（三）政策建议：需求侧未雨绸缪做好稳增长和保就业，供给侧保供稳价，避免供给冲击的负面影响	7
二、三季度经济下行压力加大，供需两端持续疲软	8
（一）GDP 走弱主要体现在二产，主要受限电限产、暴雨、疫情三重冲击	8
（二）限产限电、上游涨价、订单走弱，工业生产承压	8
（三）投资下滑，房地产、基建持续低迷，制造业投资修复放缓	9
（四）消费逐步回升，修复速度依然偏慢	11

图表目录

图表 1： 三季度工业产能利用率回落	3
图表 2： 制造业 PMI 新出口订单指数连续 6 个月下滑	4
图表 3： 商品房销售面积负增长	5
图表 4： 消费、制造业投资、基建投资增速仍然偏低	6
图表 5： PPI 逐步向下游 CPI 传导	7
图表 6： 9 月经济数据总体乏力，消费有所反弹	8
图表 7： 9 月规模以上工业增加值两年平均增长 5.0%，较 8 月下降 0.4 个百分点	9
图表 8： 房地产投资增速连续 5 个月下滑	10
图表 9： 1-9 月制造业投资两年平均增长 3.3%，与 1-8 月持平	10
图表 10： 9 月商品零售、餐饮都有所修复，但增速仍不及上半年	11



一、经济下行压力凸显，微观主体活力和预期下降，供给冲击持续推高通胀，滞胀风险上升

年初时市场普遍预期今年经济将处于复苏和“再通胀”通道，但是当前经济却呈现出明显的“滞胀”特征。一方面，经济增速显著放缓，疫后修复进度不及预期，三季度GDP同比两年平均增速降至4.9%，9月规上工增两年平均增速降至5.0%，制造业PMI连续6个月下滑并跌破荣枯线；另一方面，通胀幅度和持续性远超市场预期，大宗商品价格持续上涨，PPI同比并未在翘尾因素作用下于二季度见顶，反而进一步攀升至9月的10.7%。

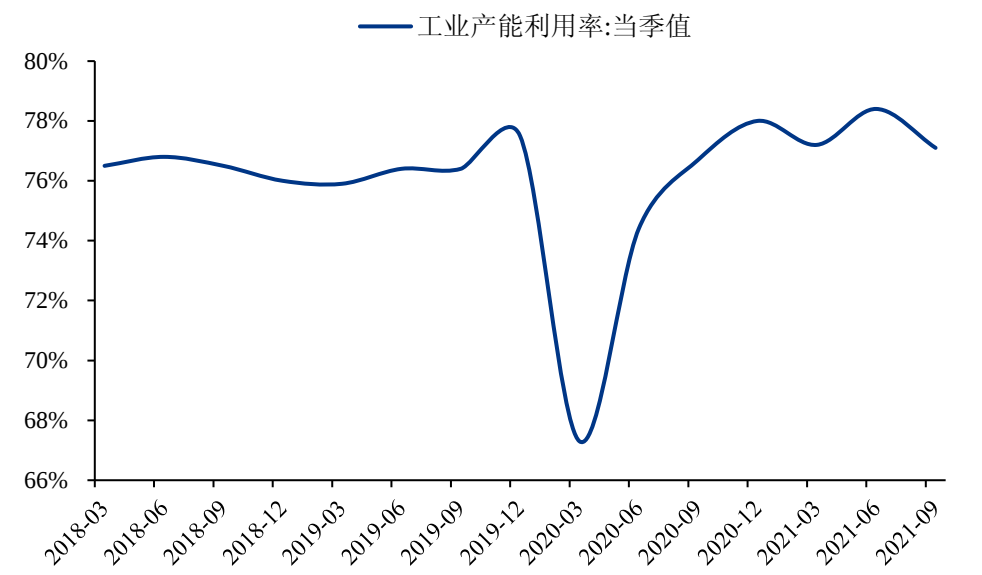
“滞胀”来自于需求疲软和供给冲击的共同作用，有客观因素，也有政策助推。

需求端来看，疫情爆发以来中国经济增长的两大主要动能，房地产投资和出口可能共振下行；经济内生增长动能的消费和制造业投资却未能接续上，不仅当前增速仍显著低于正常水平，而且短期内难以有效回升；基建投资在财政紧平衡以及支出结构向民生倾斜的背景下依然偏低。

供给端来看，疫情反复、原料短缺、航运拥堵、限电限产等因素严重影响企业正常生产经营，使得总产出低于潜在水平。三季度工业产能利用率为77.1%，较二季度下降1.3个百分点，也低于一季度的77.2%。三季度黑色、有色、化工等高耗能行业产能利用率环比分别下降7.1、2.0、2.2个百分点。

从经济周期轮动来看，“滞胀”之后是“衰退”。要加强宏观政策跨周期调节，需求侧要未雨绸缪做好稳增长和保就业，供给侧要保供稳价，防止中长期目标执行短期化，避免限电限产对经济增长和价格等的负面冲击。

图表1：三季度工业产能利用率回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

(一) 出口和房地产投资可能共振下行，微观主体活力和预期下降

第一，出口可能高位回落，从疫情期间的高速增长逐步回归常态。

出口是当前所有宏观经济指标中表现最好的，一是外需强劲，美国等发达经济体为应对疫情冲击，实施大规模财政刺激和宽松货币政策支持，居民消费尤其是耐用品消费

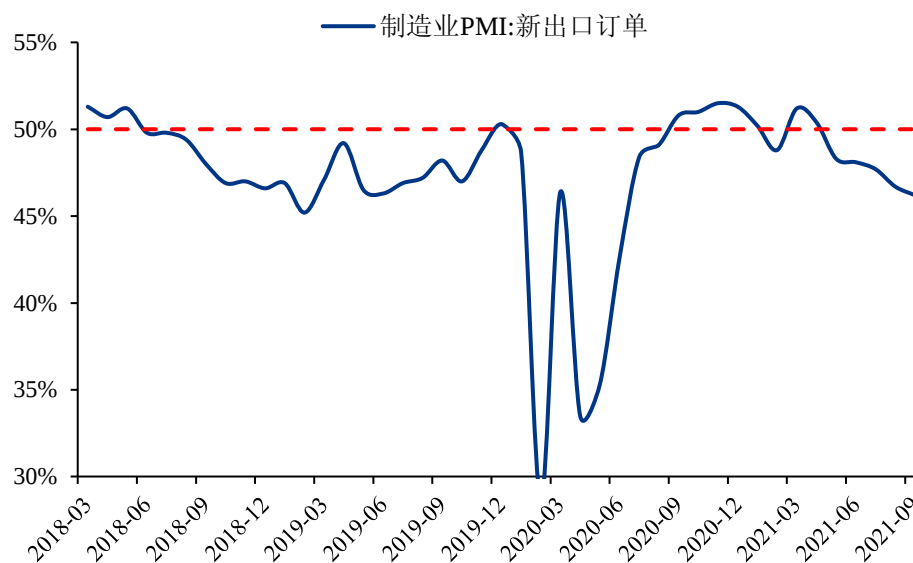


高增；二是供给替代，海外疫情防控不力，生产受限，订单转移至中国。

但是随着欧美财政货币政策逐步退出，海外疫苗接种率提高，生产生活秩序逐渐回归正常，对中国出口的需求或将高位回落。中国制造业 PMI 新出口订单指数已连续 6 个月下滑，连续 5 个月低于荣枯线。

我们 8 月调研了华南地区多家外贸外资企业，企业总体对本轮出口周期持相对谨慎态度，且反映当前面临四大问题：一是航运堵运费高、二是物料短缺、三是原材料涨价太快、四是招工困难。

图表2：制造业 PMI 新出口订单指数连续 6 个月下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

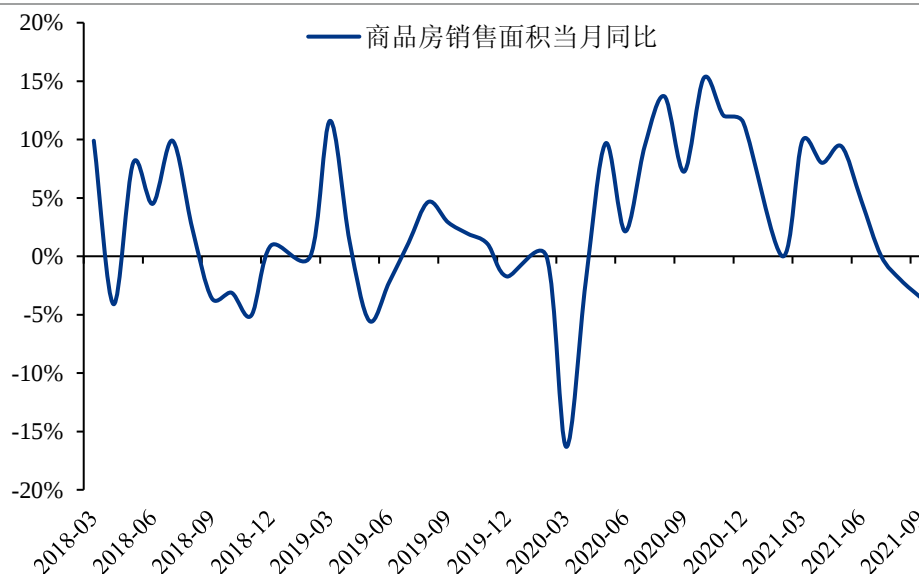
第二，房地产调控持续收紧，部分房企爆发债务风险，地产销售、投资或将继续下行。

今年房地产贷款、销售、投资增速显著下滑，8 月和 9 月房地产销售面积两年平均同比分别下降 2.0 和 3.5%，房企销售回款和银行贷款增速下降，5 月以来房地产投资增速持续回落。此前激进加杠杆房企的债务风险逐渐暴露，华夏幸福、恒大等大型房企陷入债务危机。

房企债务风险若处置不当，将对地产、银行、财政、供应商、购房人群、相关从业人员等六大群体造成负面冲击，并通过上下游产业链拖累经济增长。



图表3：商品房销售面积负增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院，注：2021 年为两年平均增速

第三，微观主体活力和预期下降，居民、企业和地方政府行为趋于避险化，稳预期难度上升。

一是居民预防性储蓄增加，消费意愿较弱。疫情加剧了居民对不确定性和风险的防御心理，平均消费倾向尚未恢复至疫情前。三季度全国居民人均消费支出/可支配收入为 65.8%，仍低于 2019 年同期的 67.6%。

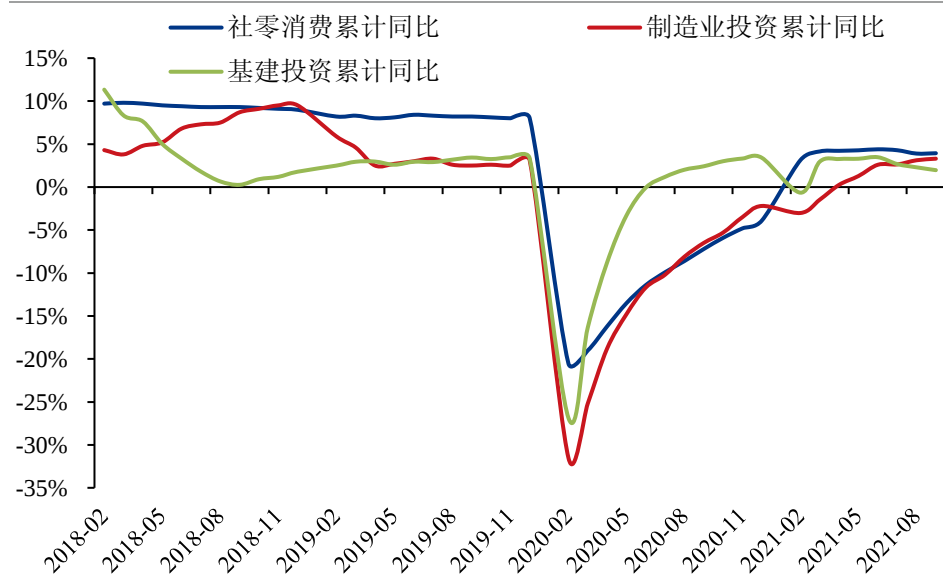
二是企业家信心不足，投资决策相对谨慎。制造业 PMI 经营活动预期已连续 7 个月下滑。市场对反垄断、教育双减、共同富裕等政策出现部分误读，担忧政府对民营经济的态度和政策发生变化，境外中概股股价出现较大幅度调整。9 月下旬的能耗双控和限电限产也对企业正常生产经营造成很大冲击，增加了不确定性。

三是地方政府财政压力较大，债务约束增强。今年以来专项债发行明显偏慢，截至 9 月底新增专项债共发行 23661 亿元，发行进度为 64.8%，远低于 2019 年和 2020 年同期的 99.1%和 93.4%。

微观主体行为变化反映为消费、制造业投资、基建投资等宏观经济指标的持续低迷，1-9 月两年平均分别仅增长 3.9%、3.3%和 2.0%。



图表4：消费、制造业投资、基建投资增速仍然偏低



资料来源：Wind、粤开证券研究院，注：2021年为两年平均增速

（二）中国及全球面临三大供给冲击，持续通胀或推高通胀预期

今年以来大宗商品价格持续上涨，中国、欧洲、美国等均面临不同程度的能源、中间品和消费品短缺，背后是极端天气、供应链瓶颈、能源结构转型等三大供给冲击。

第一，极端天气导致自然灾害和能源供需缺口。一方面，全球气候变暖使得极端天气更加频繁，2月美国德克萨斯州等地遭遇严寒天气，7月以来中国河南、山西等地发生罕见的洪涝灾害，均对当地的生产生活造成严重冲击；另一方面，夏季更热和冬季更冷导致居民电力和天然气用量增加，但是能源生产却受到负面影响，今年中国南方上游水量减少导致水电不足，欧洲风力减少导致风电不足，能源供需缺口扩大。

第二，疫情反复导致全球供应链紧张，生产受限。全球产业链供应链牵一发而动全身，供需矛盾导致大宗商品价格持续上涨，芯片短缺导致全球汽车生产不足，航运和港口拥堵导致运价大幅上涨，美国物流不畅使得部分地区出现物资短缺。

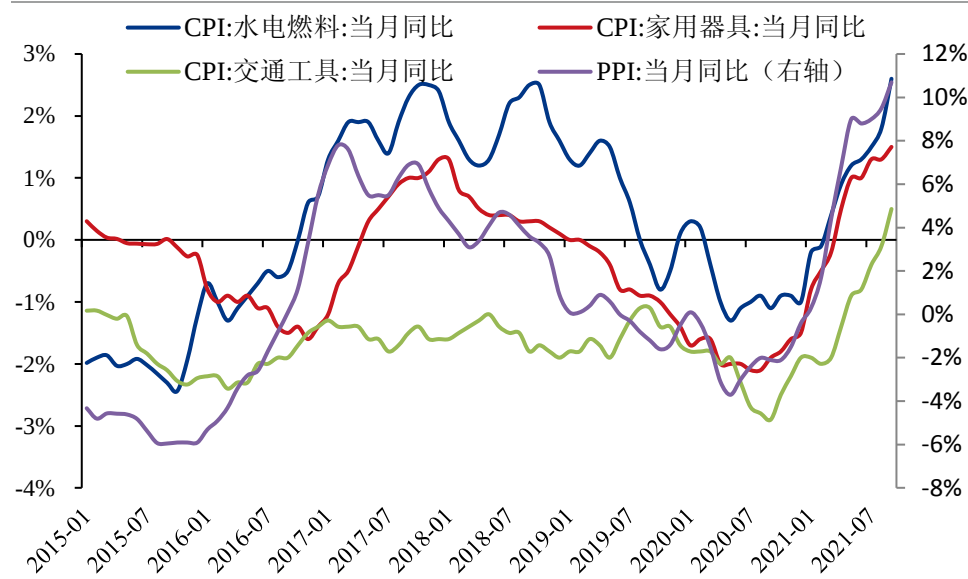
第三，能源结构转型造成短期的“能源危机”。为应对气候变化，全球都在进行清洁能源革命。但是清洁能源供应不稳定，今年极端天气影响下供需缺口扩大，火电等传统能源又受政策限制和上游价格冲击无法发力，于是出现能源短缺。9月下旬中国多地实施拉闸限电。

供给冲击造成行业间和上下游的利润再分配，对全局不利，降低经济效率。9月制造业PMI由前值50.1%降至49.6%，其中生产指数从50.9%降至49.5%。限产主要集中于上游行业，进一步推升上游大宗商品价格，中下游行业利润承压，小型企业抵抗风险能力较弱。

供给短缺导致相关商品持续上涨，并逐步向下游传导。9月PPI同比为10.7%，其中采掘工业和原材料工业分别高达49.4%和20.4%。CPI中的能源、交通工具和家用电器价格同比显著上升。若通胀持续并引发居民通胀预期上升，将进一步加剧通胀上升螺旋。



图表5：PPI 逐步向下游 CPI 传导



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（三）政策建议：需求侧未雨绸缪做好稳增长和保就业，供给侧保供稳价，避免供给冲击的负面影响

“滞胀”无法通过单纯的总需求政策进行调控，紧缩会加剧经济下行，宽松则会继续推高通胀。因此宏观政策要对症下药，供需两侧联动发力，有效解决需求疲软和供给冲击双重压力。

第一，做好宏观政策跨周期调节，未雨绸缪做好稳增长和保就业，其中稳投资是重要抓手。

稳投资不仅能对冲出口环境恶化带来的经济下行压力，还能发挥投资对优化供给结构的关键作用。扩大有效投资要聚焦补短板重点领域，避免无效和低效投资。

一是加快已下达中央预算内投资计划的执行进度，做好专项债项目准备，确保专项债发行后及时投入使用，尽早形成实物工作量。

二是部署推进实施“十四五”规划纲要确定的重大工程项目，加快推进量子信息、科技攻关等引领未来发展的重大攻关项目，川藏铁路、雅鲁藏布江下游水电开发等基础设施领域的世界性标志性工程，养老、托幼等重要民生保障项目。

三是积极支持战略性新兴产业投资，引导企业加快设备更新和技术改造投资，加大制造业中长期贷款支持力度，持续优化营商环境，为民间投资创造良好条件。

四是综合施策缓解大宗商品价格上涨压力，落实各项降成本政策，增强中下游制造业企业投资动力。加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。

五是坚持“房住不炒”定位，稳妥实施房地产长效机制，加快保障房建设和老旧小区改造。

第二，实事求是地开展双碳行动、能耗双控，避免中长期目标执行短期化；理顺电



力价格机制、增加煤炭国内供应和国际进口，避免限电对经济的冲击。

我国的产业和能源结构决定了我国实现碳达峰碳中和是个相对漫长的过程，不能毕其功于一役，不能将中长期目标执行短期化。但是地方政府在执行中央政策时存在一刀切、运动式等特征，这与当年环保过度扩大化导致猪价大涨如出一辙。国家治理体系尤其是地方治理现代化任重道远，要实现政府决策科学化、社会治理精准化、公共服务高效化。

要辩证看待发展和能耗的关系，要在发展中通过技术创新降低能耗，而不是通过降低发展来降低能耗。要实事求是，解决限电对经济增长和价格等的负面影响。

二、三季度经济下行压力加大，供需两端持续疲软

（一）GDP 走弱主要体现在二产，主要受限电限产、暴雨、疫情三重冲击

三季度 GDP 同比增 4.9%，两年平均增长 4.9%，较二季度回落 0.6 个百分点。环比来看，三季度 GDP 增长 0.2%，较 2016-2019 年同期均值 1.5% 大幅走弱。从三大产业来看，三季度第一、二、三产业增加值同比增速分别为 7.1%、3.6%、5.4%，两年平均增速分别为 5.5%、4.8%、4.8%，较二季度提高 0.1、回落 1.3、回落 0.2 个百分点。

限电限产、暴雨、疫情等因素拖累第二产业，是 GDP 走弱的主要因素。一是今年严格执行能耗双控、粗钢产量压减等政策，“两高”等上游行业生产活动率先承压，而缺电导致的错峰用电（7 月和 9 月两轮）上游产品涨价等因素进一步影响到了中下游行业生产。二是 7 月份河南、山西超常年水平的暴雨，导致了严重的灾害，煤矿生产、运输受阻加剧了全国性电煤紧缺。三是 7 月底输入性疫情波及江苏、湖南、四川、湖北等多个省份，三季度全国范围内经济活动均受影响。

图表 6：9 月经济数据总体乏力，消费有所反弹

两年平均同比增速（%）	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05
GDP（当季）	4.9	/	/	5.5	/
工业增加值（当月）	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6
固定资产投资（累计）	3.8	4.0	4.3	4.4	4.2
制造业投资（累计）	3.3	3.3	3.1	2.0	0.6

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_27890

