

GDP 潜在增速或面临挑战，宽货币可能性仍存 ——9 月经济数据点评

2021 年 10 月 18 日

➤ 事件：

2021 年三季度，GDP 实际增速+4.9%，两年复合增速+4.9%；9 月，社会消费品零售总额同比+4.4%，两年复合增速+3.8%；今年前 9 个月，固投同比+7.3%，两年复合增速+3.8%，其中，制造业、房地产和基建前 9 个月两年复合增速分别+3.3%、+7.2%和+0.4%；9 月，规模以上工业增加值同比+3.1%，两年复合增速+5.0%。

➤ 总体观点：

GDP 增速破 5：2021Q3 GDP 增速今年以来首次跌破 5%，第二产业（工业和建筑业）以及第三产业（服务业）增速的放缓是主要原因。疫情反复冲击下，居民聚集受到抑制，批发零售、文化、体育和娱乐等行业景气度始终未恢复至疫情前同期。需求放缓、疫情反复、能耗双控政策以及工业原料成本高涨利润压缩等因素影响，三季度工业生产逐步放缓，同时建筑业方面，则可能是受到房地产调控政策和地方债发行速度慢下基建强度低等因素影响。

社零反弹，持续性有待观察：9 月社零两年复合增速较 8 月提升较多，主要系 8 月消费受到南京爆发的疫情较大影响，两年复合增速较低。拉长时间看，自 6 月开始社零两年复合增速并未出现较大反弹，整体处在下降通道。在居民收入增速仍然有待恢复、以居民人均消费支出/人均可支配收入表征的居民消费倾向仍然低于疫情前以及居民杠杆率依然较高的情况下，消费回暖的持续性有待观察。

房地产投资增速下降，带动固投增速下滑，后续基建投资大概率温和反弹，制造业和房地产投资增速存在不确定性：今年前 9 个月，两年复合增速来看，固投+3.8%，较前 8 个月的 4.0%微降，制造业投资增速保持了韧性（前 8 月+3.3%，前 9 月+3.3%），基建投资小幅反弹（前 8 月+0.2%，前 9 月+0.4%），房地产投资两年复合增速放缓（前 8 月+7.7%，前 9 月+7.2%），带动固定资产投资两年复合增速较前 8 个月降低。目前制造业企业面临着需求减弱、生产端成本压力不断抬升的局面，制造业企业对未来的预期可能会逐渐变差，后续制造业投资的强度能否维持存在不确定性。据媒体报道，年底前专项债会放量发行赶进度，但另一方面也应注意，目前对于地方隐性债务的监管并未放松，地方政府可能仍然面临着缺乏合规项目的问题，同时，从专项债发行到项目投资仍需要一定时间，因此对于专项债加速发行对四季度基建的支撑力度也不宜抱有太高期望，基建投资反弹程度大概率较温和。在“三条红线”、房地产贷款两集中政策仍然未出现大的调整的情况下，对于房地产政策走向的判断仍需要保留一定的谨慎。房企产投资增速在四季度大幅度反弹的可能性并不大。

9 月工业增加值增速下降，后续工业增加值或逐步温和下行：9 月，规模以上工业增加值两年复合+5.0%，较 8 月的+5.4%下降。9 月规模以上工业增加值环比+0.05%，较上月的+0.31%下滑，明显低于 2011-2019 年间 9 月的数据，表明工业生产在能耗双控、疫情、需求减弱的共同作用下出现超季节性趋缓。目前制约工业生产的需求减弱、疫情反复的风险以及导致限电和原材料价格高涨的能耗双控政策，短期内均难言消退。预计 4 季度工业增加值增速仍有下行空间。

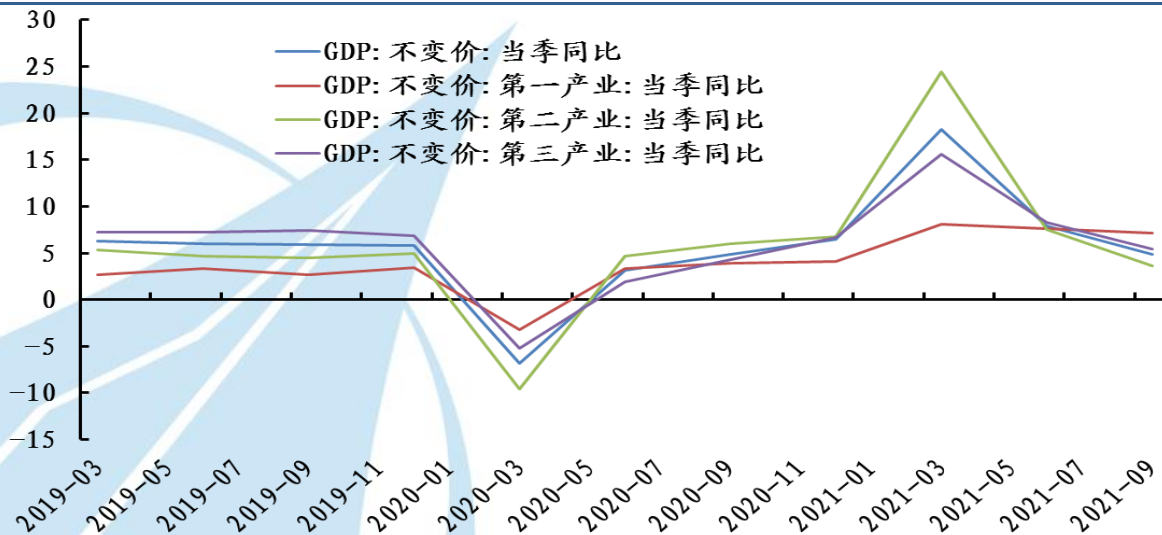
GDP 潜在增速面临挑战，宽货币预期具有合理性，但时点仍需等待。三季度经济增速较差，四季度经济增速或继续下行，如果疫情再度反复或供需矛盾难以缓解导致限电限产持续等负面因素继续存在，同比增速甚至可能破 4，同时三季度偏低的 GDP 环比也会压低明年上半年的 GDP 同比增速，进而令明年整体 GDP 增速低于潜在增速的概率提升（央行给出的潜在增速预测值为 5.5%）。在这种情况下，市场的宽货币预期具有合理性，近期虽边际减弱但很难完全消除。目前，政策面信号更加偏向宽信用，但我们认为近期地产政策边际转松信号是对前期过紧约束的修正，属于修复性质，对宽信用向上拉动的力量预计不会很强。要形成持续的宽信用周期依然需要货币宽松的配合，但短期 PPI 持续高企又对宽松货币政策构成一定制约，预计待四季度 PPI 见顶后，仍有可能见到宽货币的兑现。

股市有风险入市须谨慎

● 三季度 GDP 增速破 5，第二产业、第三产业两年复合增速均下滑

2021Q3GDP 同比增速 4.9%，两年复合增速 4.9%，今年以来首次跌破 5%。分三大产业看，2021Q3，第一产业两年复合增速 5.5%，较 2021Q2 提高 0.1PCTS，第二产业两年复合增速 4.8%，较 2021Q2 下滑 1.3PCTS，第三产业两年复合增速 4.8%，较 2021Q2 下滑 0.3PCTS。从三季度三大产业两年复合增速变化可知，第二产业（工业和建筑业）以及第三产业（服务业）增速的放缓是三季度 GDP 两年复合增速破 5 的主要原因。其中，第三产业两年复合增速降低主要是疫情反复冲击下，居民聚集受到抑制，批发零售、文化、体育和娱乐业等行业景气度始终未恢复至疫情前同期。第二产业方面：受需求放缓、疫情反复、能耗双控政策以及工业原料成本高涨利润压缩等因素影响，三季度工业生产逐步放缓，6 月到 9 月工业增加值两年复合增速持续下降，分别为 6.5%、5.6%、5.4%和 5.0%，营收和利润均占工业 80%以上的制造业 6 月到 9 月增加值两年复合增速分别为 6.9%、6.1%、5.7%和 5.0%。而建筑业方面，则可能是受到房地产调控政策和地方债发行速度慢下基建强度低等因素影响，三季度增速降低。

图表 1: GDP 当季同比走势 (%)

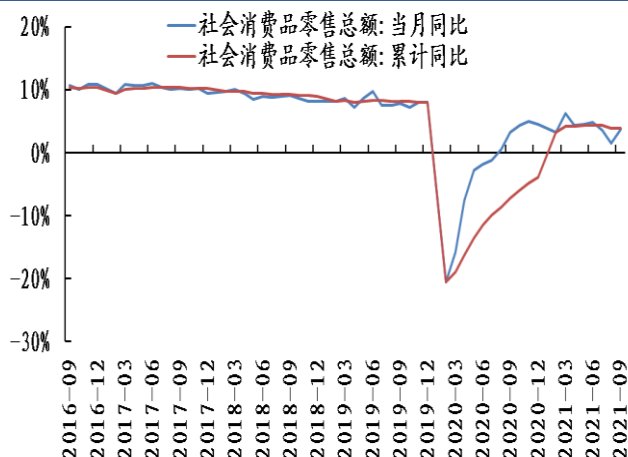


资料来源: wind, 中航证券研究所

● 9 月社零两年复合增速回升，但后续仍有待观察

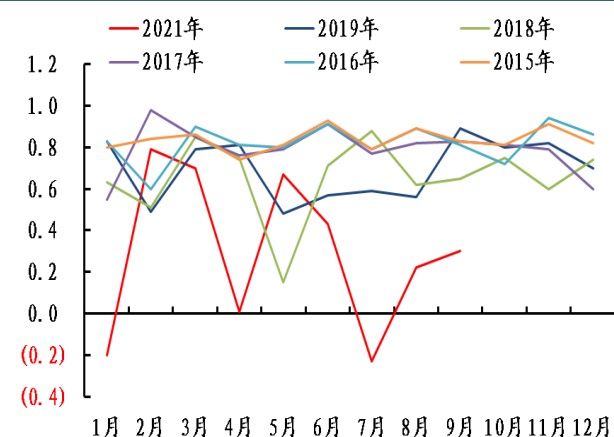
9 月，社会消费品零售总额同比+4.4%，两年复合增速+3.8%，较上月+2.3PCTS。9 月社零两年复合增速较 8 月提升较多，主要系 8 月消费受到南京爆发的疫情较大影响，两年复合增速较低。拉长时间看，6-9 月，社零两年复合增速分别为 4.9%、3.6%、1.5%和 3.8%，社零累计两年复合增速分别为 4.4%、4.3%、3.9%和 3.9%，可见自 6 月开始社零两年复合增速并未出现较大反弹，整体处在下降通道。结合 9 月社零环比增速与历史同期相比仍然较低，表明消费仍然有待恢复。往后看，在居民收入增速仍然有待恢复、以居民人均消费支出/人均可支配收入表征的居民消费倾向仍然低于疫情前以及居民杠杆率依然较高的情况下，消费回暖的持续性仍然有待观察。

图表 2: 社零同比增速走势



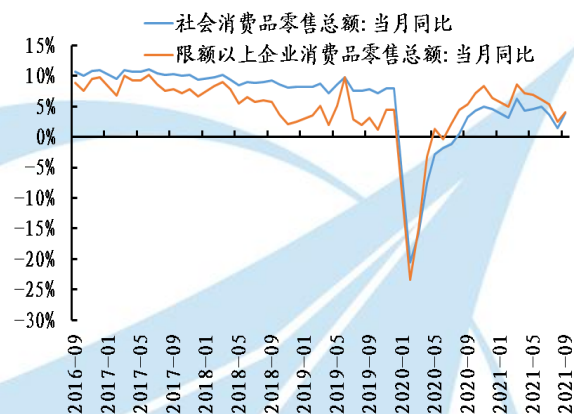
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 21 年为两年复合增速)

图表 3: 社零环比走势 (%)



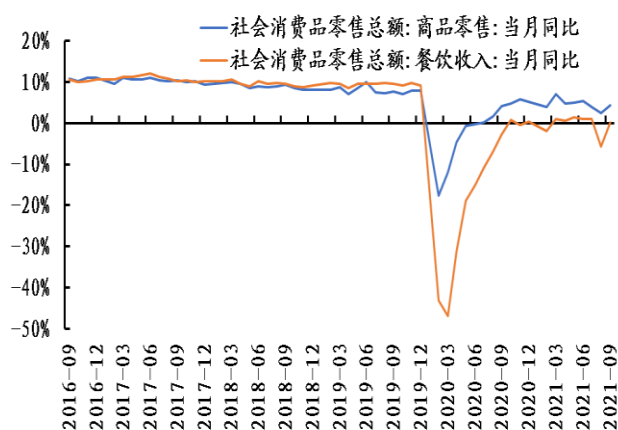
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 4: 限额以上企业恢复速度较快



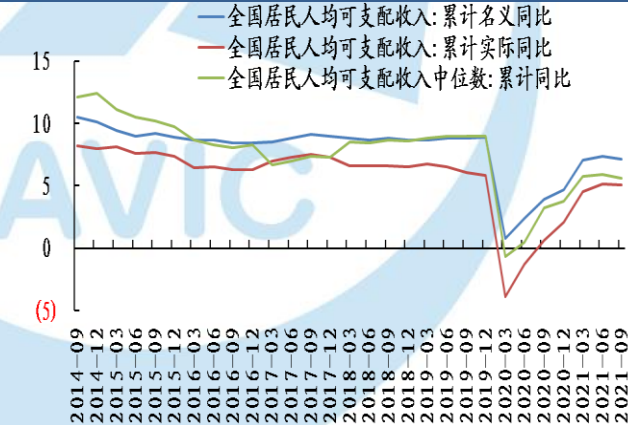
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 21 年为两年复合增速)

图表 5: 餐饮恢复慢于商品零售



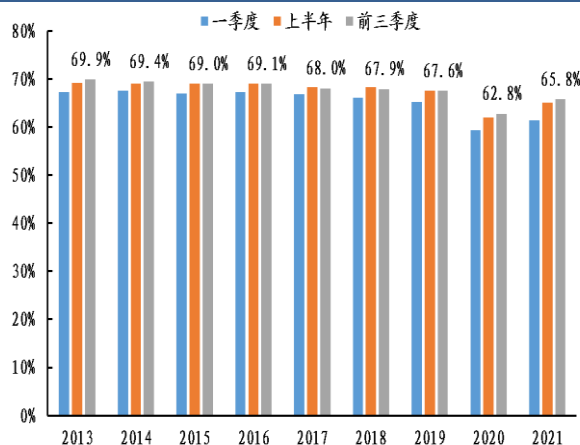
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 21 年为两年复合增速)

图表 6: 居民可支配收入增速低于疫情前 (%)



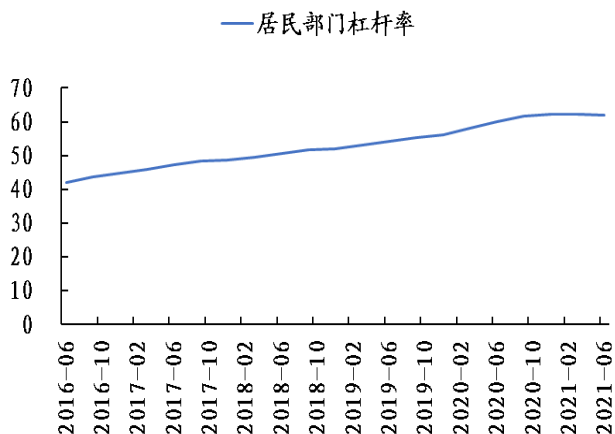
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 21 年为两年复合增速)

图表 7: 居民消费倾向较疫情前低



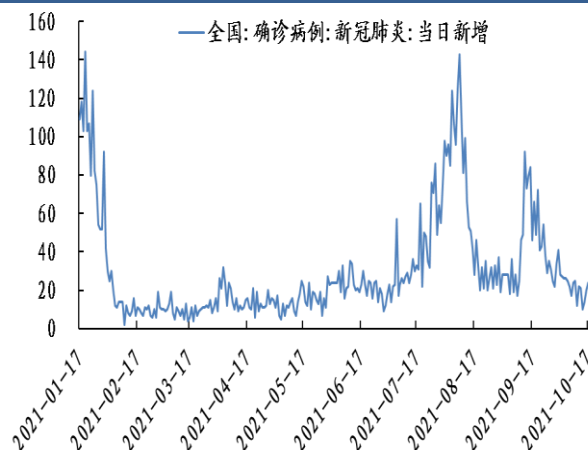
资料来源: wind, 中航证券研究所 (消费倾向=消费支出/可支配收入)

图表 8: 居民部门杠杆率处在高位 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9: 8 月和 9 月我国迎来两轮疫情反弹 (人数)



资料来源: wind, 中航证券研究所

9 月, 除汽车类商品外, 其余各类主要商品销售额两年复合增速均为正, 其中, 增速靠前的是文化办公用品、烟酒、金银珠宝、饮料、中西药品。9 月, 汽车类商品两年复合增速-0.97%, 可能是受到了缺芯等生产端问题的影响。从对限额以上商品零售总额的拉动作用来说, 本月石油及制品, 粮油、食品类和通讯器材类商品分别拉动限额以上商品零售总额增长 2.14%、1.00%和 0.75%, 而汽车类销售额对限额以上商品零售总额增长的拉动为-3.74%, 对限额以上商品零售额的拖累程度从 7 月到 9 月有逐渐扩大趋势, 去年汽车销售额基数抬升、汽车缺芯问题持续、居民消费倾向降低等因素共同导致了这一情况。截止 10 月 18 日, 10 月油价继续同比上行, 或拉动 10 月石油及制品消费向上, 但在汽车销售较疲软, 以及截止到 10 月 18 日的义务中国小商品指数等高频数据走势分化的情况下, 限额以上社零两年复合增速继续向上仍存在不确定性。

图表 10: 各月主要零售商品类别零售额当月两年复合增速

商品类别	2021年9月	2021年8月	2021年7月	2021年6月	2021年5月	2021年4月	2021年3月	2021年1-2月
文化办公用品类	17.28%	14.77%	7.41%	16.66%	7.35%	6.60%	13.87%	12.25%
烟酒类	16.80%	8.60%	9.93%	15.72%	12.97%	16.26%	15.56%	10.14%
金银珠宝类	16.55%	11.28%	10.85%	8.37%	12.42%	14.17%	13.16%	8.18%
饮料类	15.90%	12.35%	15.64%	24.05%	17.84%	17.51%	19.04%	18.80%
中西药品类	9.10%	8.18%	6.94%	9.10%	7.30%	8.30%	9.74%	8.23%
化妆品类	8.69%	9.09%	5.95%	16.95%	13.75%	10.42%	12.24%	9.94%
粮油、食品类	8.50%	6.82%	9.08%	13.02%	11.00%	12.20%	13.62%	10.30%
通讯器材类	8.24%	3.18%	5.55%	17.34%	10.09%	13.20%	14.69%	18.16%
建筑及装潢材料类	6.71%	4.98%	4.31%	10.33%	10.72%	11.00%	11.31%	3.05%
日用品类	5.48%	5.44%	9.96%	15.44%	15.13%	12.66%	14.50%	12.12%
家用电器和音像器材类	2.99%	-0.46%	2.87%	9.35%	3.70%	-1.47%	-1.18%	0.12%
石油及制品类	1.71%	-1.66%	2.78%	2.98%	1.71%	0.81%	1.31%	-5.15%
服装鞋帽针纺织品类	1.54%	-1.03%	2.38%	6.15%	5.65%	3.41%	5.00%	0.99%
家具类	1.38%	1.10%	3.28%	5.74%	7.69%	7.30%	5.06%	2.73%
汽车类	-0.97%	1.75%	5.01%	-2.06%	4.89%	7.75%	10.36%	5.78%
限额以上企业商品零售总额	4.14%	2.93%	5.32%	6.18%	6.71%	7.08%	8.68%	5.44%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 各月主要零售商品类别对限额以上商品零售额当月增速的拉动

商品类别	2021年9月	2021年8月	2021年7月	2021年6月	2021年5月	2021年4月	2021年3月	2021年1-2月
石油及制品类	2.14%	1.70%	3.03%	2.63%	2.66%	2.51%	3.83%	3.07%
粮油、食品类	1.00%	0.97%	1.18%	1.54%	1.10%	0.73%	1.05%	1.73%
通讯器材类	0.75%	-0.63%	0.00%	0.73%	0.30%	0.53%	0.91%	2.17%
文化办公用品类	0.58%	0.51%	0.37%	0.72%	0.29%	0.17%	0.59%	0.89%
烟酒类	0.53%	0.38%	0.40%	0.48%	0.40%	0.67%	1.18%	1.64%
家用电器和音像器材类	0.36%	-0.31%	0.52%	0.73%	0.20%	0.36%	2.29%	2.17%
金银珠宝类	0.35%	0.15%	0.24%	0.40%	0.57%	0.72%	1.24%	1.69%
中西药品类	0.32%	0.37%	0.34%	0.32%	0.28%	0.34%	0.54%	0.79%
饮料类	0.19%	0.21%	0.38%	0.51%	0.32%	0.37%	0.56%	0.74%
建筑及装潢材料类	0.16%	0.17%	0.15%	0.24%	0.25%	0.36%	0.52%	0.48%
化妆品类	0.09%	0.00%	0.06%	0.36%	0.37%	0.41%	1.15%	1.01%
家具类	0.04%	0.07%	0.13%	0.15%	0.13%	0.22%	0.43%	0.51%
日用品类	0.02%	-0.01%	0.60%	0.68%	0.61%	0.79%	1.51%	1.75%
服装鞋帽、针、纺织品类	-0.42%	-0.50%	0.62%	1.07%	1.12%	2.42%	4.86%	4.55%
汽车类	-3.74%	-2.29%	-0.57%	1.34%	1.98%	5.05%	13.55%	18.15%
限额以上企业商品零售总额	2.70%	0.80%	7.70%	12.30%	11.10%	16.40%	35.60%	42.90%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12: 各月主要零售商品类别对限额以上商品零售额累计增速的拉动

商品类别	2021年9月	2021年8月	2021年7月	2021年6月	2021年5月	2021年4月	2021年3月	2021年2月	商品类别	2020年
汽车类	4.58%	5.86%	7.21%	8.61%	10.56%	13.21%	16.43%	18.15%	粮油、食品类	1.01%
石油及制品类	2.67%	2.76%	2.93%	2.91%	2.99%	3.09%	3.35%	3.07%	通讯器材类	0.47%
服装鞋帽、针、纺织品类	1.75%	2.09%	2.52%	2.86%	3.34%	4.04%	4.67%	4.55%	日用品类	0.33%
粮油、食品类	1.20%	1.23%	1.27%	1.29%	1.23%	1.26%	1.47%	1.73%	中西药品类	0.28%
家用电器和音像器材类	0.83%	0.90%	1.11%	1.21%	1.33%	1.69%	2.21%	2.17%	化妆品类	0.22%
日用品类	0.77%	0.89%	1.04%	1.11%	1.22%	1.41%	1.67%	1.75%	饮料类	0.21%
烟酒类	0.75%	0.78%	0.85%	0.93%	1.05%	1.25%	1.47%	1.64%	烟酒类	0.15%
金银珠宝类	0.70%	0.76%	0.86%	0.96%	1.11%	1.29%	1.51%	1.69%	文化办公用品类	0.14%
通讯器材类	0.68%	0.67%	0.88%	1.05%	1.13%	1.39%	1.72%	2.17%	建筑及装潢材料类	-0.04%
文化办公用品类	0.55%	0.54%	0.54%	0.57%	0.53%	0.61%	0.78%	0.89%	金银珠宝类	-0.09%
化妆品类	0.45%	0.50%	0.59%	0.68%	0.76%	0.89%	1.07%	1.01%	家具类	-0.09%
中西药品类	0.42%	0.44%	0.46%	0.47%	0.52%	0.60%	0.70%	0.79%	家用电器和音像器材类	-0.28%
饮料类	0.42%	0.46%	0.50%	0.52%	0.52%	0.58%	0.66%	0.74%	汽车类	-0.38%
建筑及装潢材料类	0.29%	0.31%	0.34%	0.37%	0.41%	0.45%	0.49%	0.48%	服装鞋帽、针、纺织品类	-0.64%
家具类	0.22%	0.25%	0.28%	0.30%	0.34%	0.41%	0.48%	0.51%	石油及制品类	-2.12%
限额以上企业商品零售总额	17.00%	19.20%	22.20%	24.80%	28.10%	33.40%	40.20%	42.90%	限额以上企业商品零售总额	-1.00%

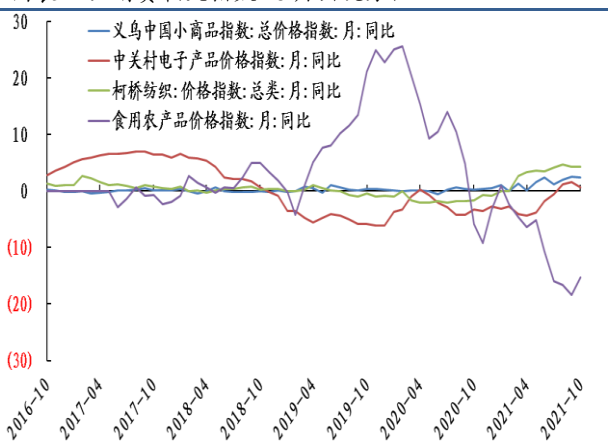
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 13: 10 月油价或同比上行(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 10 月石油价格为截止 10 月 18 日均价)

图表 14: 消费相关指数 10 月出现分化

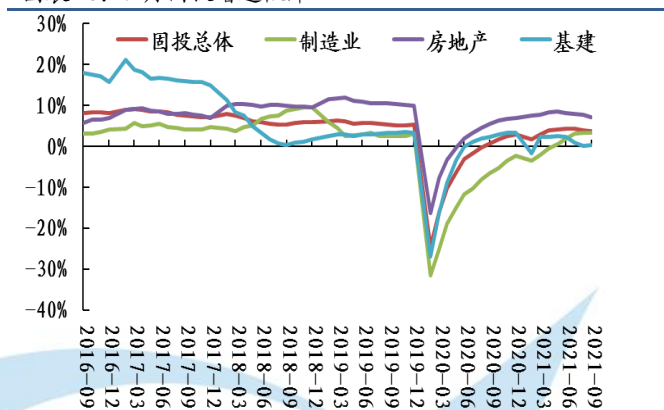


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 10 月各相关指数值为截止 10 月 18 日数据)

● 固投低于市场预期，制造业投资保持韧性，基建投资微幅反弹，房地产投资增速放缓

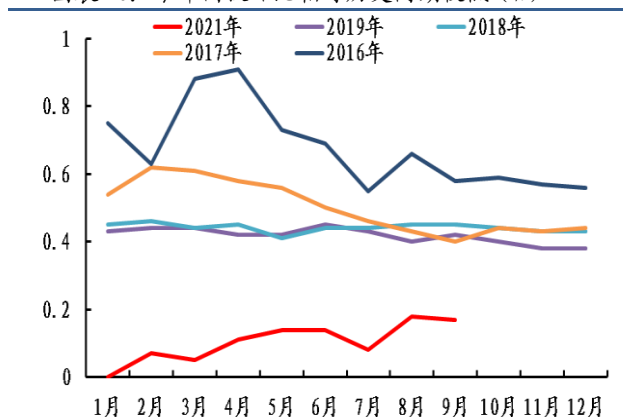
今年前 9 个月，固投同比+7.3%，低于市场预期的+7.9%。9 月固投环比+0.17%，较 8 月下滑 0.01PCTS，延续了今年以来固投环比历史同期明显偏弱的趋势。两年复合增速来看，今年前 9 个月固投+3.8%，较前 8 个月的 4.0%微降，其中，制造业、房地产和基建前 9 个月分别+3.3%（前 8 个月+3.3%）、+7.2%（前 8 个月+7.7%）和+0.4%（前 8 个月+0.2%）。制造业投资增速保持了韧性，基建投资略微回升，房地产投资两年复合增速放缓，带动固定资产投资两年复合增速较前 8 个月降低。

图表 15：9 月固投增速微降



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021 年为两年复合增速）

图表 16：今年固投环比相对历史同期较低（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

● 制造业投资增速保持韧性，在制造业景气度下降的情况下后续能否维持存在不确定性

2021 年前 9 个月，制造业投资两年复合增速 3.3%，与前 8 个月相同。前 9 个月两年复合增速已经超过 19 年前 9 个月同比 2.5% 的增速。主要制造业子行业投资增速分布来看，前 9 个月金属制品业、通用设备制造业和汽车制造业等中下游制造业两年复合投资增速为负，而计算机、医药等高新制造业两年复合投资增速较高，排在前两位，反映了制造业各子行业对未来预期的差异。

9 月 PPI 同比继续上行至近 5 年高位。分上中下游来看，无论是同比或环比，PPI 上行幅度由高到低均呈现采掘工业>原材料加工业>加工工业的排列顺序，表明工业端通胀的压力主要由产业链下游承担，处在产业链下游的制造业企业成本压力持续增大，或促使制造业企业降低投资强度。

从制造业 PMI 来看，9 月制造业景气度继续下滑。9 月制造业 PMI 录得 49.6%，较 8 月下降 0.5PCTS，自 4 月以来连续 6 个月下降，去年 3 月以来首次低于荣枯线，显示制造业结束了去年 3 月以来的扩张趋势，转向收缩。需求方面，新订单指数较 8 月下滑，连续 2 个月低于荣枯线，显示需求继续走弱。单独外需来看，本月新出口订单指数 46.2%（较上月-0.5PCTS），连续 6 个月下滑，显示外需继续减弱。9 月 PMI 生产指数 49.5%（较上月-1.4PCTS），连续 4 个月下滑，去年 3 月以来首次低于荣枯线，结合连续 3 个月下滑的新订单指数（其中 8、9 月连续 2 个月低于荣枯线）和在手订单指数，表明制造业的生产随着需求的减弱，由扩张转向收缩。

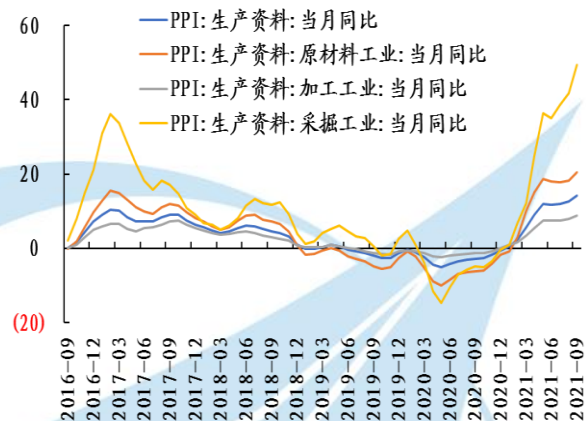
总体上，目前制造业企业面临着需求减弱、生产端成本压力不断抬升的局面，制造业企业对未来的预期可能会逐渐变差，后续制造业投资的强度能否维持存在不确定性。

图表 17: 制造业及其子行业年初以来各月两年复合累计投资增速

行业	2021年9月	2021年8月	2021年7月	2021年6月	2021年5月	2021年4月	2021年3月	2021年2月
计算机、通信和其他电子设备制造业	17.88%	18.12%	17.82%	18.47%	16.79%	15.00%	12.28%	13.05%
医药制造业	17.75%	16.69%	16.68%	17.10%	15.23%	13.80%	12.12%	13.03%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	8.61%	8.61%	6.22%	4.87%	2.24%	3.27%	-1.52%	-2.09%
专用设备制造业	7.03%	7.05%	6.34%	5.92%	4.55%	2.31%	0.84%	1.10%
农副食品加工业	6.80%	5.61%	4.81%	3.92%	1.81%	-0.72%	-2.04%	-2.87%
化学原料及化学制品制造业	4.81%	4.81%	5.24%	5.65%	4.09%	2.34%	1.44%	4.87%
电气机械及器材制造业	3.66%	2.67%	2.08%	1.17%	-0.30%	-1.19%	-1.13%	-4.17%
食品制造业	1.89%	0.81%	0.89%	-0.05%	-2.28%	-3.84%	-5.63%	-6.50%
有色金属冶炼及压延加工业	1.81%	1.85%	2.65%	2.62%	4.42%	5.35%	4.95%	3.20%
纺织业	0.84%	-0.97%	-1.69%	-2.45%	-2.04%	-3.92%	-5.77%	-6.40%
金属制品业	-0.56%	-1.75%	-1.59%	-1.33%	-3.35%	-5.02%	-7.85%	-8.69%
通用设备制造业	-2.09%	-2.83%	-2.53%	-2.77%	-6.56%	-8.49%	-10.11%	-10.34%
汽车制造业	-11.75%	-12.17%	-12.08%	-12.09%	-14.00%	-13.52%	-16.10%	-17.24%
制造业	3.60%	3.12%	2.68%	2.59%	1.28%	0.26%	-1.47%	-3.02%

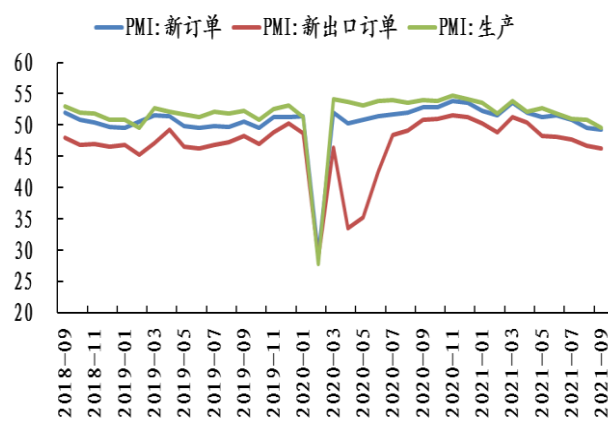
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 18: 上游工业出厂价格同比涨幅高于下游



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 19: 制造业景气度下降



资料来源: wind, 中航证券研究所

● 专项债发行速度慢依然制约基建投资增速, 四季度专项债加速发行下, 基建投资增速有望温和反弹

21 年前 9 个月基建投资两年复合增速+0.4%, 8 月、9 月小松挖掘机开工小时数分别为 106 和 102.2, 与 2017 年-2020 年间 8 月、9 月开工小时数相比明显偏低, 显示基建投资和基建开工强度仍然偏弱。专项债发行速度慢依然制约基建投资: 前 9 个月新增专项债发行规模 2.36 万亿元, 占全年计划发行额的 65%,

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_27943

