

9月和三季度经济数据点评

促改革和稳增长全都要

三季度实际 GDP 增速低于预期，预计四季度继续回落；9月社零小幅超预期；受限电限产影响工业增加值低于预期；房地产当月固投增速同比下降。

- 三季度 GDP 当季实际同比增速 4.9%，前三季度实际 GDP 累计同比增长 9.8%。增速低于市场预期，扰动因素包括多次多地散发疫情、洪涝灾害、限电限产等。二产实际增速明显回落，两年平均增速依然领跑。
- 9月工业增加值同比增速 3.1%，环比增长 0.05%，下行幅度超预期。采矿业累计同比 4.7%，制造业 12.5%，公用事业 12%，高技术产业 20.1%。
- 9月社零同比 4.4%，其中除汽车以外的消费同比 6.4%。与8月相比，增速上行的包括通讯器材、金银珠宝、家电等，9月手机新品发布对通讯器材消费带动比较明显，但房地产后周期消费出现分化，家电走强，家具走弱。
- 1-9月固定资产投资增速 7.3%，民间固定资产投资 9.8%。制造业投资累计同比 14.8%，基建投资 1.5%，地产投资 8.8%。
- 房地产投资两年平均增长 7.2%。房地产投资资金来源的收紧，从结构上看是定金预付，从增速上看是定金预付和自筹资金，考虑到国内贷款收紧后房地产资金来源比较依赖销售回款和自筹，因此短期内如果政策不放松，预计房地产投资的资金约束将持续存在。
- 前三季度全国居民人均可支配收入累计同比增长 10.4%，人均消费支出累计同比 15.1%。前三季度受到食品价格持续下行的影响食品烟酒消费占比较上半年下降 1 个百分点，教育文化娱乐占比上升 1.1 个百分点。
- 9月经济数据好坏参半。虽然 7、8、9月经济数据持续走低且持续低于市场预期，三季度实际 GDP 同比增速依旧是超预期的低迷，一定程度上说明大中小企业的分化在三季度当中仍在持续，三季度的 GDP 结构也与此前一致，二产支撑经济但价格影响较大，三产持续复苏但还没回到疫情前。9月经济数据受疫情、洪涝灾害、拉闸限电、双节消费多重影响，好坏参半，低于市场预期的是工业增加值和固定资产投资，略超市场预期的是社零，固定资产投资当中，基建和制造业当月投资增速较 8 月有所上升，但房地产当月投资增速转负。考虑到四季度受季节条件影响，服务性消费需求和固定资产投资都偏弱，且在基数上升的影响下，不排除四季度实际 GDP 增速较三季度进一步下行。
- 关注四季度政策导向。虽然四季度国内经济增速下行的压力仍在，但随着经济逐步接近新的均衡水平，国内转型升级的需求有所上升。考虑到目前经济增速下行的趋势，稳增长需要宏观政策解决房地产部分企业的潜在风险和行业整体对宏观经济的外溢性影响、基建投资增速下滑、居民消费持续低迷、原材料价格处于高位给企业经营造成的压力等问题，但改革和转型需要稳定宏观杠杆率、保持经济体内各层次流动性适度、引导信贷资源合理流向等。我们认为，短期对国内来说，宏观政策的重点是保持经济持续复苏趋势，稳住相较全球的经济增长优势，这可能意味着宏观政策的调整将更有针对性和目的性。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

- 《复苏继续，道路曲折：4月经济数据点评》
2021.5.17
- 《关注国内供给端和经济增长再均衡：5月经济数据点评》 2021.6.17
- 《月度数据超预期和季度数据低于预期之间：6月和二季度经济数据点评》 2021.7.15
- 《内需的恢复不及预期：7月经济数据点评》
2021.8.16
- 《疫情疫情影响大：8月经济数据点评》 2021.9.15

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

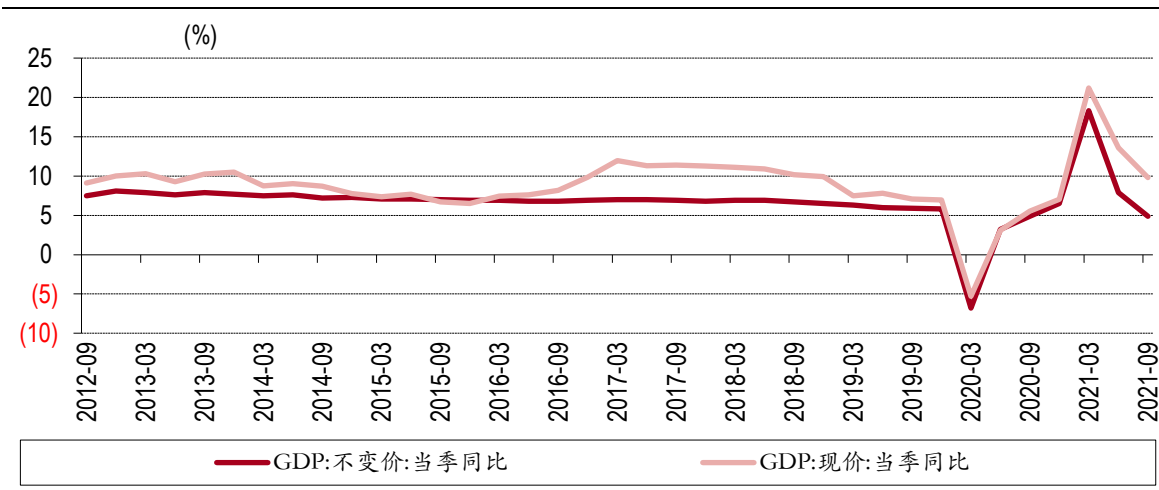
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

三季度 GDP 增速继续低于预期

前三季度实际 GDP 累计同比增长 9.8%，名义 GDP 累计同比增长 14.4%。三季度 GDP 当季实际同比增长 4.9%，较三季度下降了 3 个百分点；三季度名义同比增长 9.8%，较二季度下降了 3.8 个百分点。三季度平减指数累计同比 4.2%，较二季度上升了 0.3 个百分点，工业品依然是推动平减指数上行的重要因素，受食品价格拖累和去年四季度基数偏高影响，四季度平减指数有望走稳。三季度实际 GDP 增速低于市场预期，扰动因素包括多次多地散发疫情、洪涝灾害、部分省份拉闸限电等。

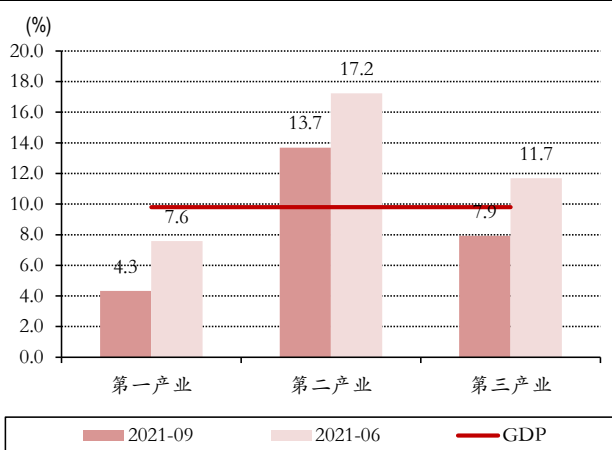
图表 1. GDP 当季同比增速



资料来源：万得，中银证券

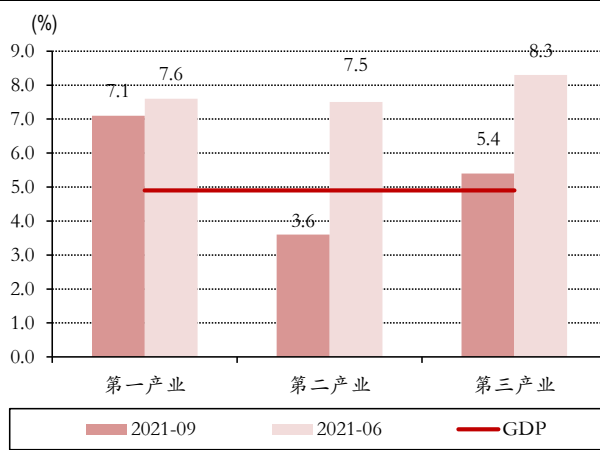
二产实际增速明显回落，两年平均增速依然领跑。三季度三大产业增速均较二季度继续回落，二产两年平均增长 5.7%，依然高于一产的两年平均增速 4.8% 和三产的 4.9%，是支撑经济增长的重要因素。从名义增速的角度看，三季度二产同比增长 13.7%，远超一产的 4.3% 和三产的 7.9%；从实际增速的角度看，二产同比增长 3.6%，大幅低于一产的 7.1% 和三产的 5.4%，三季度价格因素对第二产业的 GDP 影响较大。从名义 GDP 贡献率来看，前三季度一产贡献率 5.06%，二产贡献率 40.74%，三产贡献率 54.2%，与 2016-2019 年相比，二产的贡献率依然相对偏高 6.69 个百分点，但幅度明显回落，三产的贡献率明显上升，但较历史同期水平依然偏低 8.2 个百分点；与 2020 年整体相比，二产贡献率下降了 2.56 个百分点，三产贡献率上升了 6.9 个百分点。整体来看，三产依然在疫情之后的恢复趋势当中。

图表 2. 三季度 GDP 现价分产业同比



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 三季度 GDP 不变价分产业同比

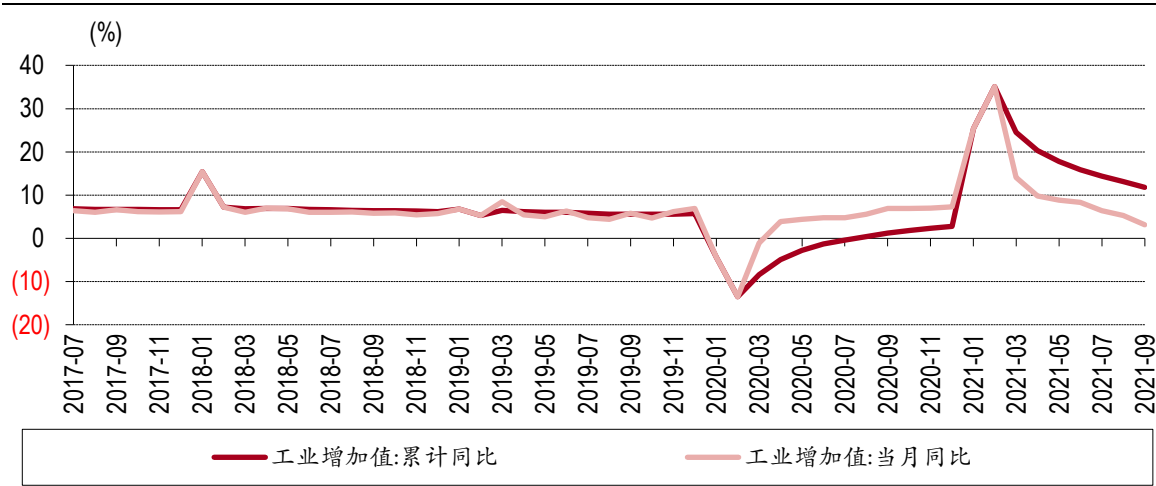


资料来源：万得，中银证券

工业增加值受拉闸限电影响明显下行

9月工业增加值增速低于市场预期。9月工业增加值同比增速3.1%，低于市场预期的3.8%，两年平均增长5%，较7月下降0.4个百分点。9月工业增加值同比增速回落在市场预期当中，但拉闸限电的影响对工业增加值数据的扰动比较明显，工业增加值下行幅度超预期。

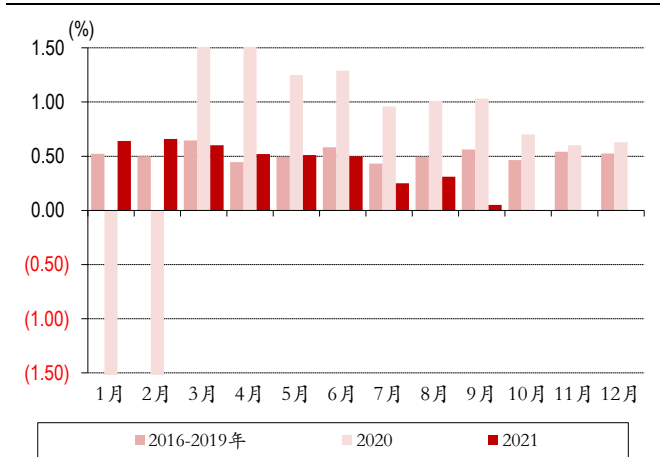
图表 4. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

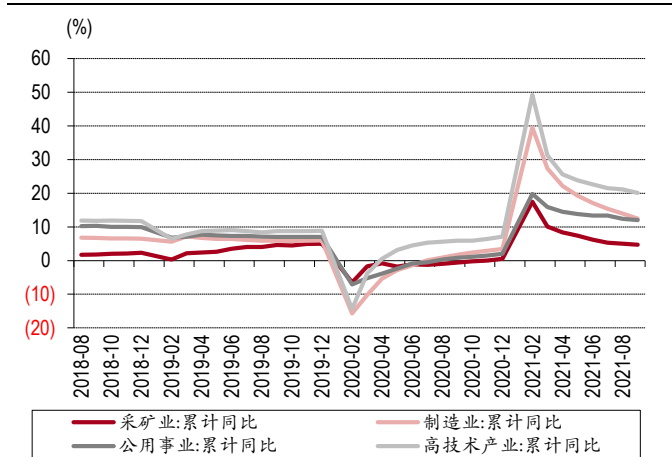
9月环比增速历史同期最弱。从环比增速来看，9月工业增加值环比增长0.05%，增速较8月大幅下降0.26个百分点，且明显低于历史平均增速，从季节性上9月是生产旺季，因此拉闸限电对工业增加值影响较大。从行业分类来看，1-9月采矿业工业增加值累计同比增长4.7%，制造业累计同比增长12.5%，公用事业累计同比增长12%，高技术产业累计同比增长20.1%。1-9月制造业和高技术产业工业增加值累计同比增长下行的幅度较大；从当月同比增速看，高技术产业和制造业分别较8月增速下行了4.3个百分点和3.1个百分点，但公共事业工增增速较8月大幅上升3.4个百分点。从企业类型来看，1-9月私企工业增加值同比增长13.1%，国企工业增加值同比增长9.6%，股份制企业同比增长12%，外企增长11.6%，累计同比增长下滑幅度都比较显著，其中国企下滑幅度相对较小。9月工业增加值环比增速明显偏弱，主要是受到部分省份拉闸限电的影响，但拉闸限电的主要原因有所不同，一类是能源结构依赖火电，但煤价上涨影响火电企业生产，另一种是在能耗双控政策指导下，限制省内高耗能企业生产。考虑到政策已经在着力解决缺煤等问题，预计拉闸限电的影响在10月会明显下降。

图表 5. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

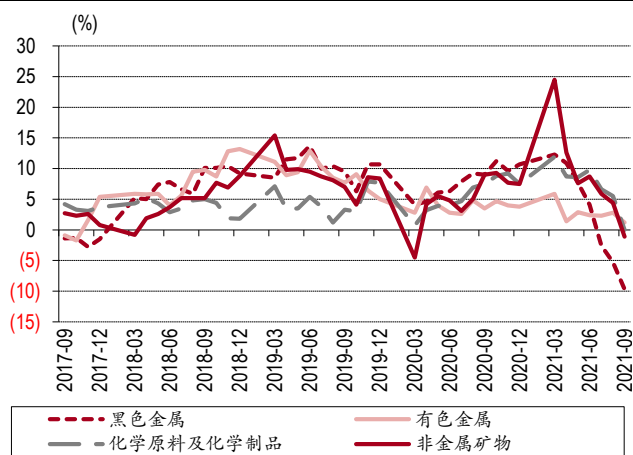
图表 6. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

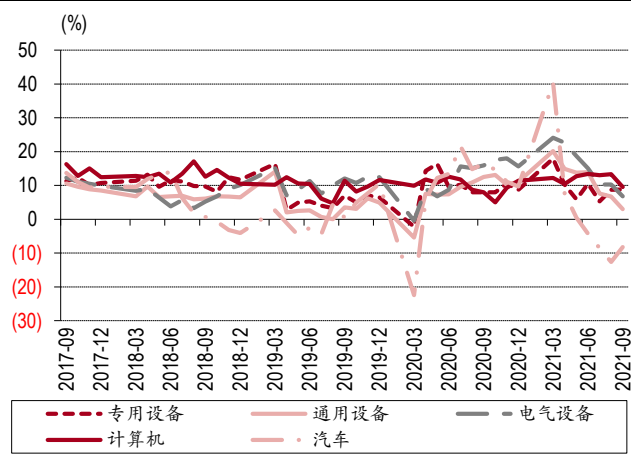
各行业工业增加值普遍回落。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长10.8%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长12.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.7%，从当月增速看，工业增加值同比增速下行更加明显，其中黑色金属和非金属矿物行业当月增速已经落入负增长区间。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长17.1%，专用设备制造业增加值累计同比增长15.5%，汽车制造业增加值累计同比增长9.4%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长21.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长16.8%，9月中游行业的当月工业增加值同比增速中，只有汽车和专用设备增速较8月有所上行，当月工业增加值同比增速下行是普遍现象。下游行业工业增加值累计同比增速也是普降，食品制造业增加值累计同比增长7.9%，纺织业增加值累计同比增长3.7%，医药制造业增加值累计同比增长29.2%，从当月同比增速看，纺织行业也落入负增长区间。9月工业增加值同比增速大幅下行，并且部分行业出现开工率明显下降，将对企业营收产生负面影响。

图表 7. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 中游制造业工业增加值当月同比增速

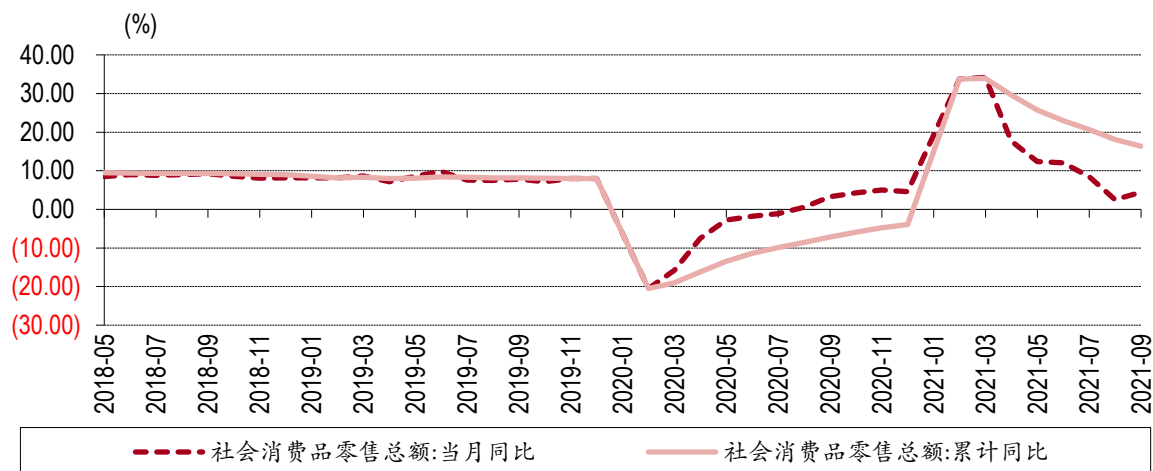


资料来源：万得，中银证券

9月双节期间消费超预期

9月社零小幅超预期。9月社零同比增速4.4%，比2019年9月份增长7.8%，两年平均增长3.8%，其中除汽车以外的消费同比增长6.4%。扣除价格因素，2021年9月份社会消费品零售总额实际增长2.5%。1-9月社零累计同比增长16.4%，比2019年1-9月增长8%，其中，除汽车以外的消费品零售额累计同比增长16.3%。9月社零表现相对较好，是主要经济数据当中唯一超出市场预期的，说明居民消费复苏过程依然持续。

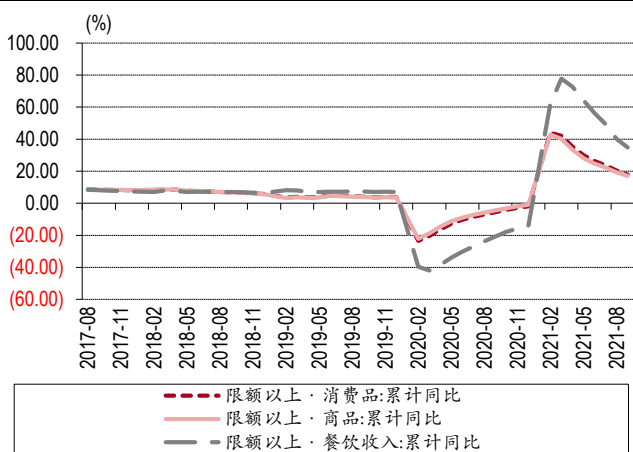
图表 9. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

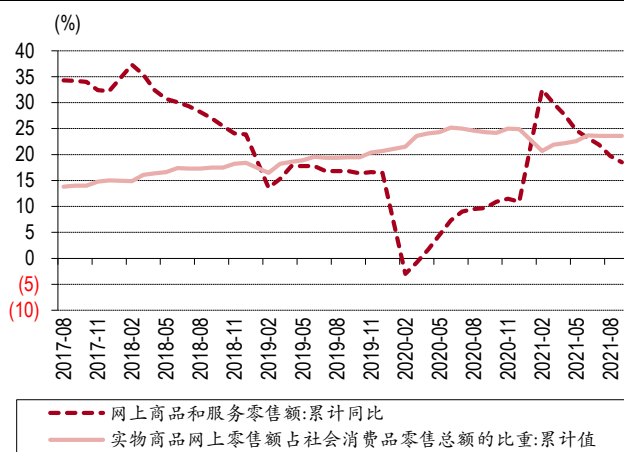
各分类消费增速均较8月明显上升。1-9月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速17.9%，其中商品零售总额同比增速为17%，餐饮收入总额同比增速34.8%，9月限额以上当月同比增速2.8%，增速低于社零整体。1-9月网上零售额占比为28.9%，较1-8月持平，网上商品和服务零售额累计同比增速为18.5%，增速较1-8月下行1.2个百分点，考虑到双节前后的时点和2019年以来消费的价格弹性明显加大，因此9月网上消费下行可能受到节假日出行消费和未来的电商促销预期双重影响。从城乡消费增速来看，9月乡村的消费增速5.4%，较8月上升2个百分点，城镇消费同比增速4.2%，较8月上升1.9个百分点。9月全国范围内仍有局部地区疫情影响，但整体消费环境环比8月明显改善，因此带动当月消费增速较8月明显反弹。

图表 10. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

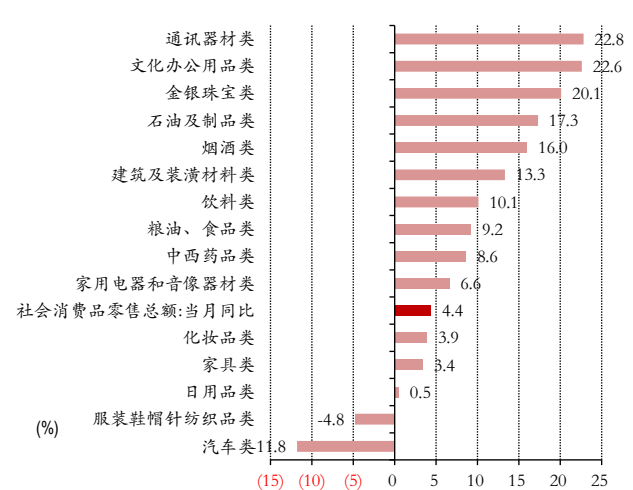
图表 11. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

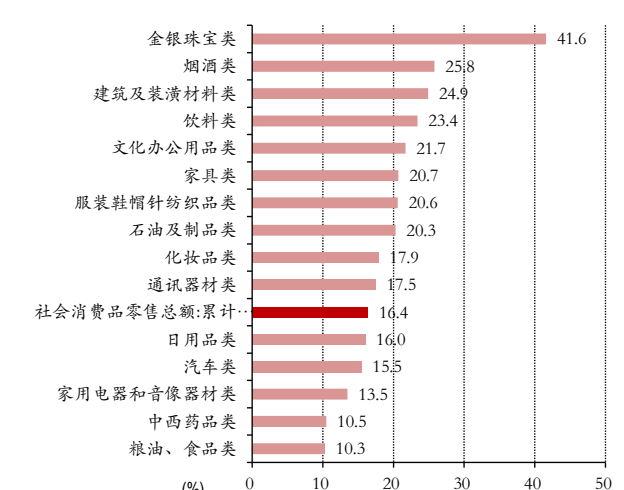
弹性消费品增速大幅上升。从同比增速来看，9月限额以上企业商品零售总额同比增速2.7%，同比增速较高的细分行业包括通讯器材、文化办公用品、金银珠宝等，增速较低的包括汽车、服装鞋帽、日用品等。与8月相比，增速下行较多的消费品包括汽车、加刷、饮料、中西药品等，较8月增速上行的包括通讯器材、金银珠宝、家电等，9月手机新品发布对通讯器材消费带动比较明显，但房地产后周期消费出现分化，家电走强，家具走弱。1-9月各品类消费品中累计同比增速最高的仍是金银珠宝、烟酒、建筑装潢等，增速较低的依然是粮油食品、中西药品和家用电器等。1-9月绝大部分品类消费增速较1-8月有所下滑，下行幅度比较大的是汽车、服装鞋帽、金银珠宝，但通讯器材和文化办公用品增速有所上升。

图表 12. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 各品类社零累计同比

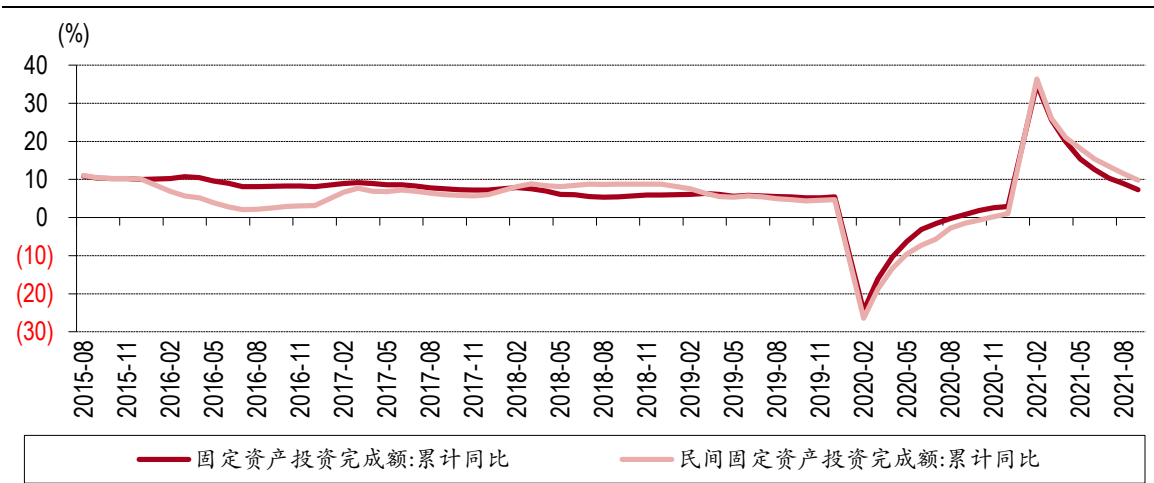


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资分类趋势分化

基建和制造业当月投资增速有所上行。1-9月固定资产投资增速为7.3%，比2019年1-9月份增长7.7%，两年平均增速为3.8%，其中1-9月民间固定资产投资增速9.8%。9月固投同比增速继续下行趋势，民间固定资产投资增速虽然强于固投整体，但增速下行幅度较固投整体略高，主要受到房地产投资影响。

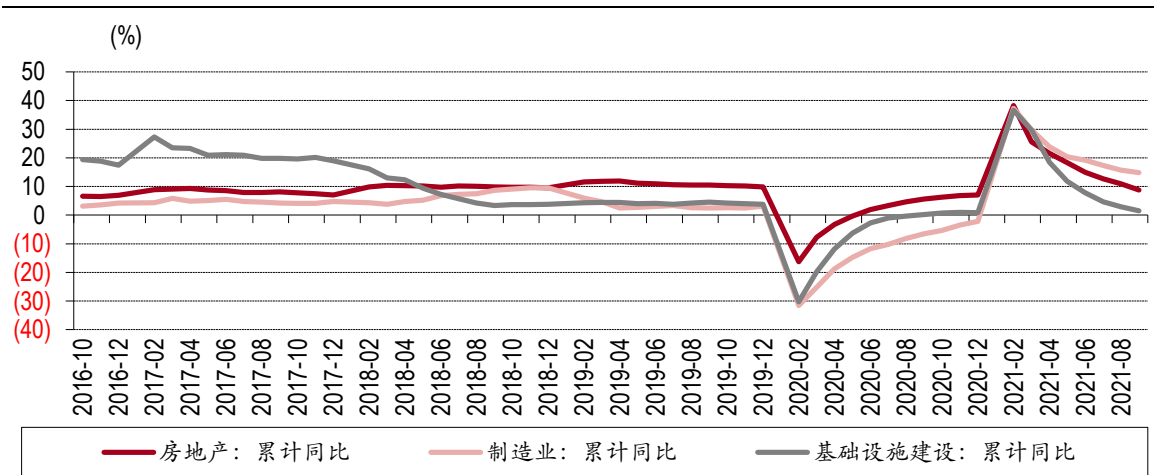
图表 14. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

基建和制造业投资增速出现反弹。分类别看，制造业投资1-9月累计同比增长14.8%，基建投资累计同比增长1.5%，地产投资累计同比增长8.8%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长14%，第二产业累计同比增长12.2%，第三产业累计同比增长5%；从地区来看，东部累计同比增长7.8%，中部增长13.3%，西部增长5.5%，东北增长8.2%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长7.1%，国企同比增长5%，外资企业增长6.6%。9月基建固投增速当月同比下降6.3%，房地产投资同比增速下降3.5%，制造业当月同比增速10%，基建投资虽然仍负增长，但增速较8月进一步上行，制造业投资增速较9月上行，超出预期，需要关注的是房地产投资增速在9月落入负增长区间。从行业看，1-9月电气设备、食品、有色三个行业的固投增速较1-8月逆势上升，累计固投增速好于制造业整体的行业包括交运设备、专用设备、计算机通信、电气设备、农副食品加工、化学原料等。

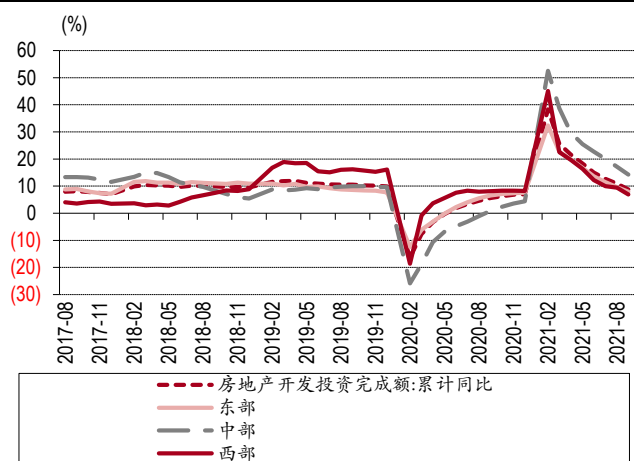
图表 15. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

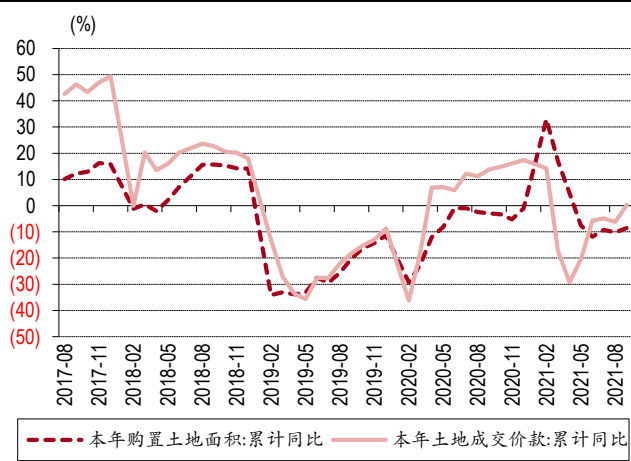
新开工增速大幅下降。1-9月房地产投资增速8.8%，比2019年1-9月份增长14.9%，两年平均增长7.2%。其中东部地区累计同比增长7.9%、中部地区累计同比增长14.3%、西部地区累计同比增长6.9%。从房地产分类来看，住宅投资增速10.9%，办公楼投资增速下降0.5%，商业地产投资增速下降1.3%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-9月累计同比分别下降8.5%和增长0.3%。1-9月房地产新开工面积累计同比下降4.5%，施工面积同比增长7.9%，竣工面积同比增长23.4%。此前支撑房地产投资的主要是施工面积，但新开工面积持续回落，当前已经开始逐步反应在施工面积当中，加之9月部分城市土地市场成交遇冷，部分大型房地产开发企业存在风险暴露的潜在隐患，在多重压力之下，房地产投资增速下行速度略快，目前出现政策调整迹象的是居民中长期贷款额度，需要关注房地产投资增速下行对经济的多方面外溢性影响。

图表 16. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

自筹资金增速明显下行。1-9月商品房销售面积同比增长11.3%，商品房销售额累计同比增长16.6%。1-9月商品房待售面积同比增长1.4%，其中住宅面积同比持平，办公楼累计同比下降2.8%，商业地产累计同比下降1.7%。从房地产投资资金来源看，1-9月国内贷款占比12.4%，较1-8月下降0.2个百分点，定金和预付款的占比37.4%，较1-8月下降0.5个百分点，个人按揭贷款占比小幅下降0.1个百分点，自筹资金占比上升0.8个百分点。从增速看，1-9月房地产开发资金来源累计同比增速11.1%，其中国内贷款资金来源下滑8.4%，定金和预付款增速25.6%，按揭贷款资金来源增速10.7%。房地产投资资金来源的收紧，从结构上看是定金预付，从增速上看是定金预付和自筹资金，考虑到国内贷款收紧后房地产资金来源比较依赖销售回款和自筹，因此短期内如果政策不放松，预计房地产投资的资金约束将持续存在。

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_27955



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn