

## 2021 年三季度经济数据点评 从“小低谷”到“小回温”

### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

### 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



### 事项：

2021 年三季度中国 GDP 同比增长 4.9%，两年平均增长 4.9%。9 月，规模以上工业增加值同比增长 3.1%，两年平均增长 5.0%；全国服务业生产指数同比增长 5.2%，两年平均增长 5.3%。社会消费品零售总额同比增长 4.4%，两年平均增长 3.8%。前三季度，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 7.3%，两年平均增长 3.8%。

### 平安观点：

- **2021 年三季度，GDP 环比折年率从二季度 4.9% 回落至 0.8%，与一季度“就地过年”影响下的增速水平相当，在疫情、政策影响叠加之下，中国经济下行压力显著加大。主要经济增长指标普遍下滑，唯有制造业投资“一枝独秀”。**工业和出口降幅相对较小，中国经济仍较倚重外需因素。而基建投资和房地产投资的两年平均增速三季度下滑幅度分别达到 1.5 和 1.1 个百分点，体现前期财政发力后置、地方政府债务监管、房地产调控全方位收紧，加之典型房企风险暴露，对传统的两股稳增长力量的冲击较大。商品和餐饮消费、服务业生产指数的两年平均增速也下行约 0.5 个百分点，国内疫情反复对经济的冲击再现。三季度全国居民可支配收入的两年平均增速下降、可支配收入的中位数增速偏低（收入不均衡）、居民消费支出与可支配收入增长的差距缩小，均意味着提振消费成为一项中长期挑战。
- **9 月工业增加值增速放缓，依然受到能耗双控和缺芯的硬约束。**一方面，受“能耗双控”政策影响的主要工业品产量中，只有发电量增速从上月低点有所反弹，粗钢、水泥、有色、焦炭产量增速均延续下探趋势，原煤产量增速继上月有所回升后，本月再度回落。另一方面，全球芯片短缺问题延续，对国内工业生产的拖累也愈发凸显，这体现在手机、笔记本电脑、金属切削机床、集成电路等产量增速三季度以来持续下滑，汽车产量尽管 9 月有所反弹，但依然负增。**9 月服务业生产指数和餐饮消费增速虽从上月低点有所恢复，但仍不及 7 月增速水平。**
- **9 月房地产投资增速快速下滑，成为拖累固定资产投资的主因。**基建投资增速持平于低位；制造业投资增速进一步上行。恒大事件冲击下，房地产投资资金来源一致收紧，对房地产投资的影响凸显。**9 月房地产开发资金来源的两年平均增速从上月 5.1% 下挫至 0.8%。**此前一直稳健的定金及预收款增速也出现大幅下挫。房地产销售、房屋新开工、施工、竣工面积增速均呈下行。由于第二批集中供地遇冷，今年 1-9 月 100 大中城市土地供应面积降至 2017 年以来同期最低。在房地产开发商出现“躺平”迹象之际，土地供应的收缩，将对房地产投资产生更加深远的影响。近期央行、银保监会释放稳房贷政策信号，对于中国经济的跨周期平稳至关重要。

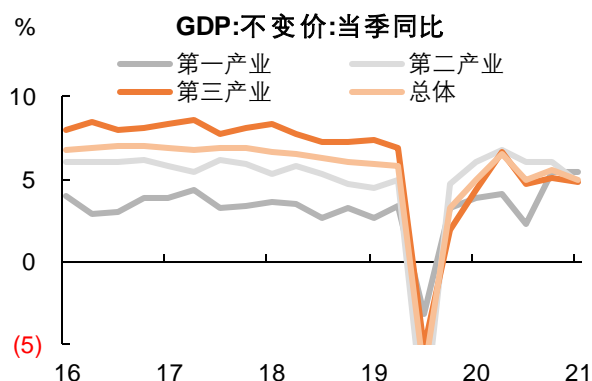
- 我们认为，今年三季度由于疫情和监管政策叠加，可能形成中国经济的一个“小低谷”，四季度 GDP 两年平均增速有望回到 5%以上。其支持力量包括：1、国内疫情得到控制（四季度依然有再反复的风险，这也是中长期压制消费场景的重要因素）。2、高耗能行业的产量收缩边际缓和。3、基建投资在重大项目加速开工和专项债错位发行的带动下有望企稳回升（敬请期待我们即将推出的报告《十四五重大项目全解析》）。4、结构性货币政策助力制造业投资保持向好态势。根据央行披露数据，今年 9 月末制造业中长期贷款余额同比增长 37.8%，比上年末进一步提高 2.6 个百分点；“专精特新”企业的获贷率达到 71.9%，贷款余额同比增长 18.2%，贷款合同平均利率低至 4.52%。目前，货币政策实现“稳信用”的关键抓手在于结构性地引导资金流向，四季度有望继续加码发力，加上制造业自身产能周期的上行驱动，有望有效缓解上游工业原材料价格上涨所造成的压力。
- 考虑到三季度中国经济下行压力主要来自于地方政府债务、房地产、能耗双控等领域监管政策的叠加，要想实现从三季度的“小低谷”转为四季度的“小回温”，仍需政策力度的边际调整，以及不同政策间的更好协调。在四季度通胀压力可能进一步加大、美联储启动货币政策正常化的情况下，短期内对于降息、降准等全局性政策的期待需要降低，政策需为明年的“开好局”留有空间。

## 一、三季度经济下行压力显著加大

2021年三季度中国不变价GDP同比增长4.9%，两年平均增速4.9%，比二季度下降0.6个百分点。其中，第一产业两年平均增长5.5%，比二季度略升0.1个百分点；第二产业两年平均增长4.8%，比二季度大幅下降1.3个百分点；第三产业两年平均增长4.8%，比二季度小幅下降0.2个百分点。显然，工业是拖累三季度中国经济增长的主要原因。

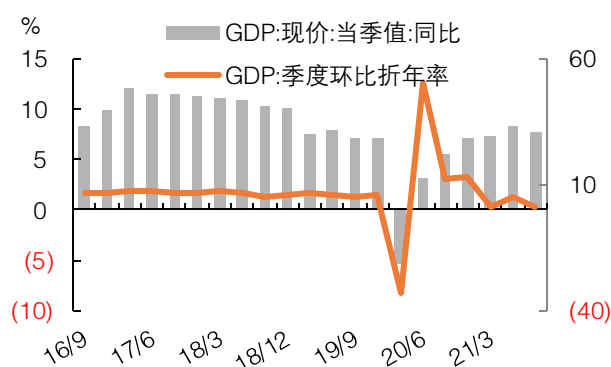
三季度GDP不变价环比折年率从二季度4.9%回落至0.8%，与一季度“就地过年”影响下的增速水平相当，反映出三季度疫情、政策影响叠加之下，中国经济下行压力显著加大。三季度中国现价GDP同比增长9.8%，两年平均增速7.7%，比二季度下降0.5个百分点。由于工业品价格涨幅扩大，名义GDP增速下行幅度相比实际GDP增速较小。

图表1 2021年三季度第二产业拖累实际GDP显著走低



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021 为两年平均增速

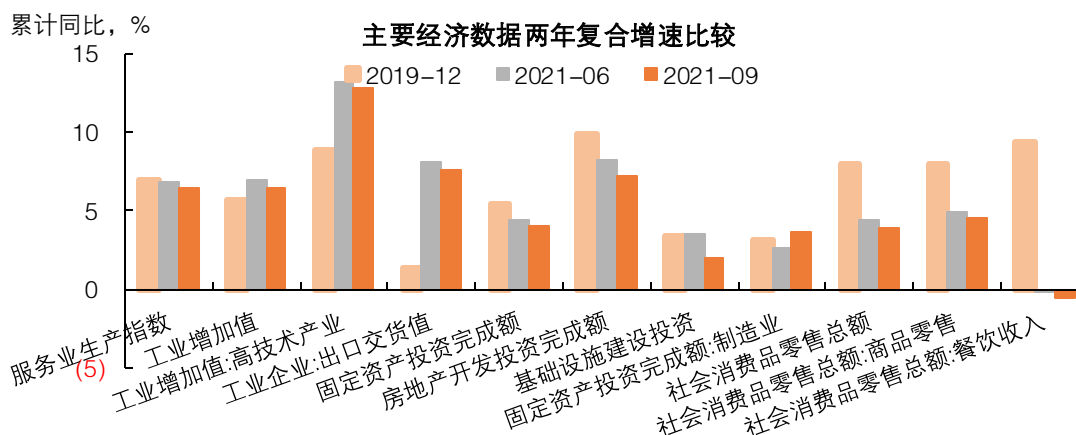
图表2 2021年三季度GDP季调环比与一季度相当



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021 为两年平均增速

三季度主要经济增长指标普遍下滑，唯制造业投资“一枝独秀”。今年1-9月相比于上半年，主要经济增长指标的两年平均增速普遍有所下滑，只有一个例外是，制造业投资增速比上半年上升1个百分点至3.6%。在三季度下滑的经济指标中：工业生产（包括工业增加值和出口交货值）降幅相对较小，且两年平均增速仍超过疫情之前的2019年，也即中国经济增长仍然受到出口高景气的加持；而基建投资和房地产投资的两年平均增速三季度下滑幅度分别达到1.5个和1.1个百分点，体现前期财政发力后置、地方政府债务监管、房地产调控全方位收紧，加之典型房企风险暴露，对传统的两股稳增长力量的冲击较大。商品和餐饮消费、服务业生产指数的两年平均增速三季度也下行0.5个和0.4个百分点，体现国内新冠疫情反复对经济的冲击再现，且在服务消费领域影响深长。

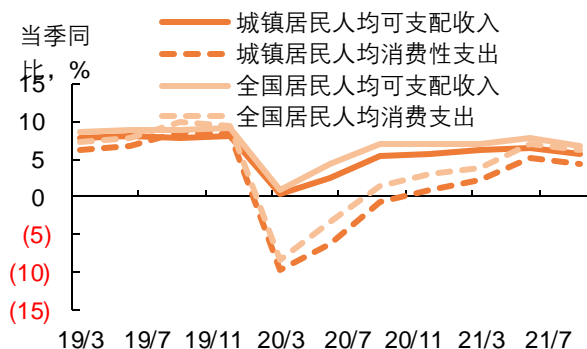
图表3 2021年三季度主要经济指标两年平均增速悉数下滑，唯制造业投资例外



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021 为两年平均增速

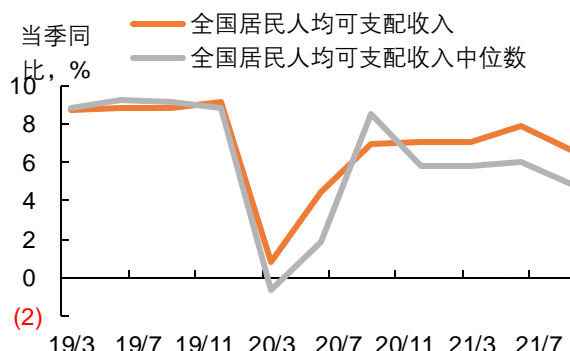
三季度全国居民人均可支配收入两年平均增长 6.6%，比二季度显著下滑 1.3 个百分点；人均可支配收入的中位数则增长 4.9%，比二季度下滑 1.2 个百分点。可支配收入的平均数比中位数增幅大，与新冠疫情前的情况相反，这体现疫情加剧收入不平等的状况仍在延续；且可支配收入的两年平均增速低于名义 GDP 增速，这些都对居民消费能力的进一步释放构成约束。三季度全国居民人均消费性支出两年平均增长 6.3%，比二季度下降 0.8 个百分点。居民消费支出与收入增长的差距缩小，同样意味着，提振消费成为一项中长期挑战。

图表4 全国居民可支配收入与消费支出增速差距缩小



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

图表5 全国居民可支配收入的中位数增速明显偏低



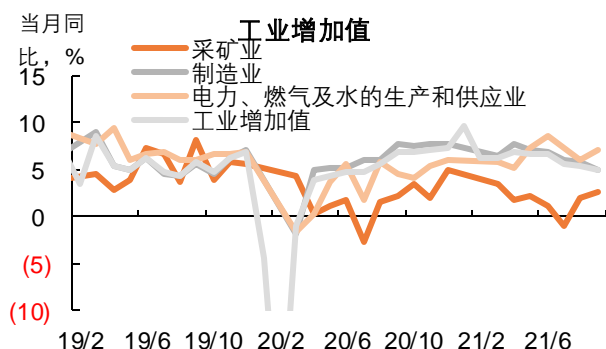
资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

## 二、高耗能领域生产仍面临强约束

9月工业增加值增速放缓,而服务业生产指数从上月低点有所恢复,但仍不及7月增速水平。9月规模以上工业增加值同比增长 3.1%，两年平均增长 5.0%，比上月回落 0.4 个百分点。9月全国服务业生产指数同比增长 5.2%，比上月加快 0.4 个百分点；两年平均增长 5.3%，加快 0.9 个百分点。而7月服务业生产指数的两年平均增速为 5.6%，8月局部疫情影响下挫后，9月仍未完全恢复。

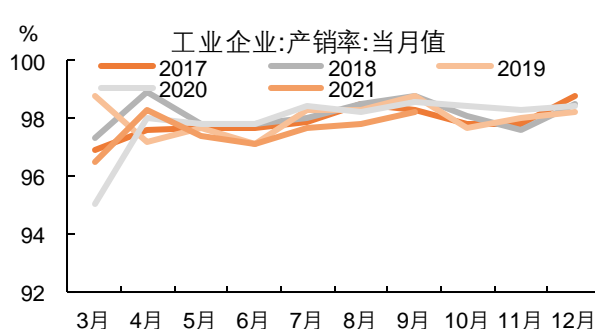
分大类行业来看，9月采矿业和电热水的工业增加值均较上月有所反弹，尤其采矿业延续了供给恢复的趋势，工业增加值的减速集中在制造业。伴随工业生产的放缓，9月产销率较上月进一步回升，但仍为近4年同期最低，这意味着工业需求端景气相对一般，工业生产的增长动能已有弱化。细分行业来看：一方面，9月受“能耗双控”政策影响的主要工业品产量中，只有发电量增速从上月低点有所反弹，粗钢、水泥、有色、焦炭产量增速均延续下探趋势，原煤产量增速继上月有所回升后，本月再度回落。这表明9月“保供稳价”力度有限，对高耗能行业的生产约束仍强，其对经济的拖累不减。另一方面，全球芯片短缺问题的延续对国内工业生产的拖累也愈发凸显，这体现在手机、笔记本电脑、金属切削机床、集成电路等产量增速三季度以来持续下滑，而汽车产量尽管9月有所反弹，但依然负增。

图表6 9月制造业拖累工业增加值减速



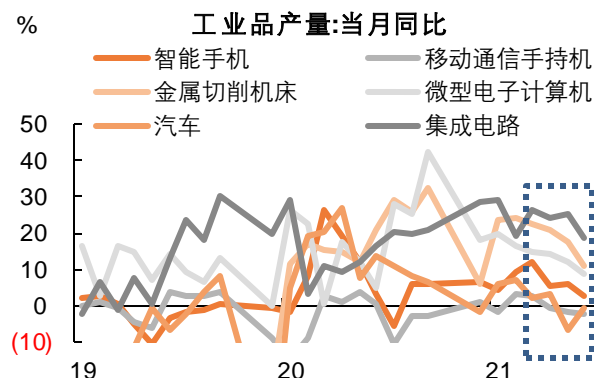
资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

图表7 9月产销率仍为近4年同期最低



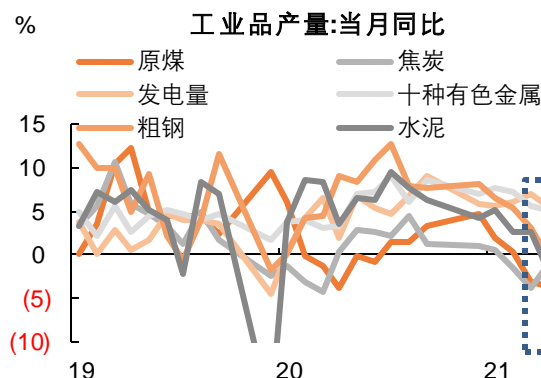
资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

图8 9月受“缺芯”影响的产品产量继续减速



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021 为两年平均增速

图9 9月高耗能产品产量增速进一步下挫



资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021 为两年平均增速

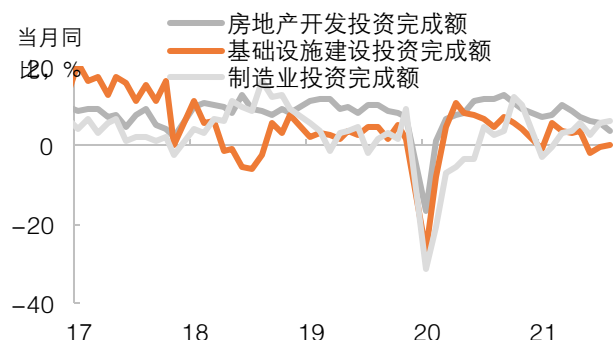
### 三、 房地产投资的拖累凸显

前三季度，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 7.3%，两年平均增长 3.8%，比上月进一步回落 0.2 个百分点。其中，主要受到房地产投资的拖累，其两年平均增速下滑 1.9 个百分点至 4%；基建投资持平于 0%；制造业投资进一步上行 0.3 个百分点至 6.4%，保持了较为稳健的增长势头。

房地产投资方面，恒大大事件冲击下，房地产投资资金来源一致性收紧，对房地产投资的影响凸显。9月房地产开发资金来源的两年平均增速从上月 5.1% 下挫至 0.8%。分项来看，开发贷持续大幅负增、个人按揭贷款进一步减速、自筹资金（债券等）增速略有回升，此前一直稳健的定金及预收款增速也出现大幅下挫，两年平均增速从 12.8% 降至 1.7%。由于恒大大事件对预期的冲击，购房者对房价下跌的预期可能增强，导致房地产销售也明显放缓，房地产开发资金来源进一步收紧。9月房地产销售面积的两年平均增速从-2% 进一步下降至-3.5%。房屋新开工面积的两年平均增速进一步下降 0.2 个百分点至-7.9%；房屋施工面积两年平均增速下降 0.3 个百分点至 5.5%；房屋竣工面积增速大幅下挫至-8.8%。

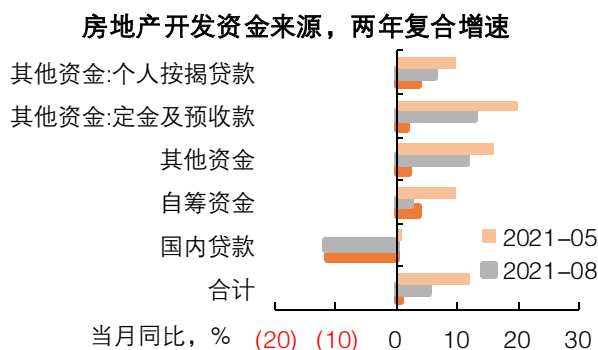
由于今年第二批集中供地的遇冷，1-9 月 100 大中城市土地供应面积仅为 4.2 亿平方米，为 2017 年以来同期最低。在房地产开发商出现“躺平”迹象之际，土地供应的收缩，将对后续房地产投资产生更加深远的影响。中国人民银行、银保监会于 9 月底召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展，可谓适逢其时，对于中国经济的跨周期平稳运行至关重要。

图10 9月房地产投资加速下滑



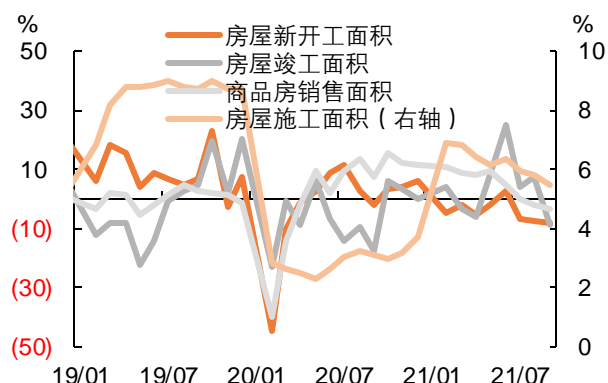
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2021 为两年平均增速

图11 9月房地产开发资金来源增速骤减



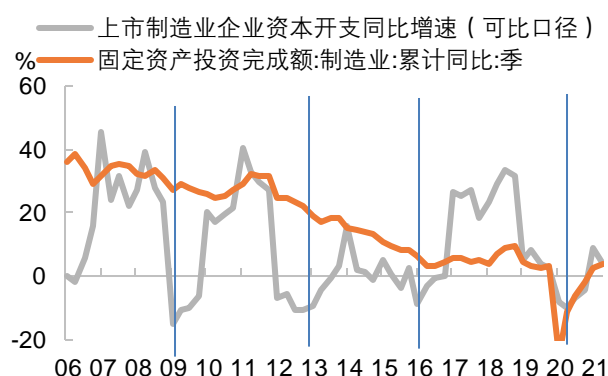
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 9月房地产投资各项面积增速均下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

图表13 制造业投资受到产能周期的有力驱动



资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 2021 为两年平均增速

制造业投资方面, 由于出口景气的超预期延续, 以及货币政策在增加制造业中长期贷款、支持“专精特新”企业发展方面的有效努力, 使得制造业投资保持向好态势。根据央行披露的数据, 9月末制造业中长期贷款余额同比增长 37.8%, 比上年末末进一步提高 2.6 个百分点; “专精特新”企业的获贷率达到 71.9%, 贷款余额同比增长 18.2%, 贷款合同平均利率低至 4.52%。在结构性货币政策的支持下, 加上制造业自身产能周期的上行驱动, 有效缓冲了上游工业原材料价格上涨所造成的压力。

基建投资方面, 第三季度的减速与上半年财政发力节奏“后置”关联较大, 我们认为四季度基建投资在重大项目加速开工和专项债错位发行的带动下有望企稳回升。一方面, 近期国家发改委、统计局相关负责人表示, 随着“十四五”规划的重大项目陆续启动建设, 基建相关的投资将会逐步改善。根据找钢网的统计, 今年 9 月, 全国共有 23 个省份开工重大项目, 项目数量总计 6646 个, 环比增加 206%; 总投资额 3.99 万亿元, 环比增加 115%。进入四季度以来, 已有河南、湖南、四川等多个省份集中开工本地重大项目, 总投资近万亿元。根据我们梳理, 2021 年 15 个省份的重大项目计划数量较去年增长 16.5%, 18 个省份的重大项目年度计划投资额较去年增长 12.7%, 增速均较此前年份大幅提升, 其加速开工将对基建投资产生可观支持。另一方面, 虽然今年财政部下达的新增专项债限额 34676 亿, 比去年实际新增 36018.7 亿有所收缩, 但今年四季度今年还有 11015 亿待发行, 比去年四季度发行量多出 8648.2 亿。从投向来看, 今年已发行的专项债约有 60% 投入基建相关领域。假设剩余专项债投向比例保持不变, 将拉动四季度基建投资比去年同期多增长 5188.9 亿, 拉动基建投资增速大约 2.76 个百分点。(敬请期待我们即将推出的报告《十四五重大项目全解析》)

图表14 “十三五”以来重大项目投资增速先降后升

18省市重大项目年度计划投资

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\\_27958](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27958)

