



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

日期： 2021 年 10 月 19 日

分析师： 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

生产受限 内需偏弱

——2021 年 1-9 月宏观数据点评

■ 主要观点

限电拖累工业生产

9 月工业生产持续放缓。分三大门类看，仅有制造业生产有所回落。从日均产量来看，主要工业产品，尤其是高能耗产品产量明显下降，反映出限电限产对于工业生产的影响，而汽车产量以及发电量明显回升，电力供给也在增加，或有望缓解当前用电紧张。从行业来看，除专用设备、运输设备、汽车、食品以外，其余行业均有所下跌。工业生产受限电限产影响广泛，主要行业均有下滑。

基建提振，地产或边际松压

固定资产投资有所下滑。8-9 月以来地方债发行大幅提速，尤其是专项债，本月基建投资终有所提振。在剩余额度的发行下，以及“今年底明年初形成实物工作量”的要求下，未来增长仍有保障。制造业投资保持平稳。在出口景气度延长的支撑下，制造业投资稳步增长，但未来海外需求随着后疫情时代的到来出口动能减弱，以及工业品价格的高企对下游制造业利润的侵蚀也对制造业投资未来的增长形成阻碍。地产投资持续承压。分项两年平均增速来看，销售进一步回落。施工、新开工也有所放缓。而土地购置面积降幅有所收窄。近期地产政策面出现改善信号。极限施压后房地产信贷政策或有边际微调的可能，房地产投资未来或有望企稳。

消费增而不强

8 月消费受疫情多地反弹冲击大幅下滑。疫情控制后，中秋国庆假期来临，提振消费需求，9 月消费明显反弹。从两年平均增速来看，除汽车外，主要商品消费均有所提升，尤其是金银珠宝、通讯器材等可选消费品消费显著改善。除商品销售改善外，9 月餐饮消费也由负转正，显示出疫情影响的消退。

经济延续稳中偏弱

三季度 GDP 明显放缓，结合 9 月的经济运行数据表明——经济延续了整体平稳中偏弱的态势，消除基数效应的投资和工业的 2 年平均增速均有所回落，消费则有所反弹，但增而不强，符合基本面变化。当前宏观经济的基本面是，世界经济因疫情造成的国际产业链不畅而增长放缓，国内则是多年楼市泡沫对实体经济伤害慢慢体现。疫情对国际经济正常循环造成的影响仍将延续，预计“缺芯少料”等供给冲击的影响将逐渐呈现，未来世界经济趋缓态势不变，中国在全球经济中的优等生表现将延续！

■ 风险提示

通胀过快上行；货币政策超预期改变；疫情反复。

目 录

事件：9 月份经济数据公布	3
事件解析：数据特征和变动原因	3
1. 制造业生产回落.....	3
2. 限电限产影响广泛.....	4
3. 基建下滑，制造业投资继续回暖.....	5
4. 房地产投资持续承压.....	6
5. 消费大幅回落.....	7
事件影响：对经济和市场	9
6. 经济延续稳中偏弱.....	9
7. 滞涨忧虑加深，市场波动上升.....	9
事件预测：趋势判断	10
8. 政策维持平稳，降息将延后.....	10

图

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）.....	4
图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）.....	5
图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）.....	6
图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）.....	7
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）.....	8
图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）.....	8

表

表 1 2021 年 9 月的中国经济数据情况（%）.....	3
---------------------------------	---

事件：9 月份经济数据公布

工业生产增速持续放缓。9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.1%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比 2019 年同期增长 10.2%，两年平均增长 5.0%。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.05%。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 11.8%，两年平均增长 6.4%。

固定资产投资回落。1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）397827 亿元，同比增长 7.3%；比 2019 年 1-9 月份增长 7.7%，两年平均增长 3.8%。其中，民间固定资产投资 227473 亿元，同比增长 9.8%。从环比看，9 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.17%。

消费明显反弹。9 月份，社会消费品零售总额 36833 亿元，同比增长 4.4%；比 2019 年 9 月份增长 7.8%，两年平均增速为 3.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33298 亿元，增长 6.4%。扣除价格因素，9 月份社会消费品零售总额同比实际增长 2.5%。从环比看，9 月份社会消费品零售总额增长 0.3%。

表 1 2021 年 9 月的中国经济数据情况（%）

	本月 (两年平均)	上月 (两年平均)	本月	上月
工业增加值（当月）	5.0	5.4	3.1	5.3
固定资产投资（不含农户）	3.8	4.0	7.3	8.9
社会消费品零售（当月）	3.8	1.5	4.4	2.5

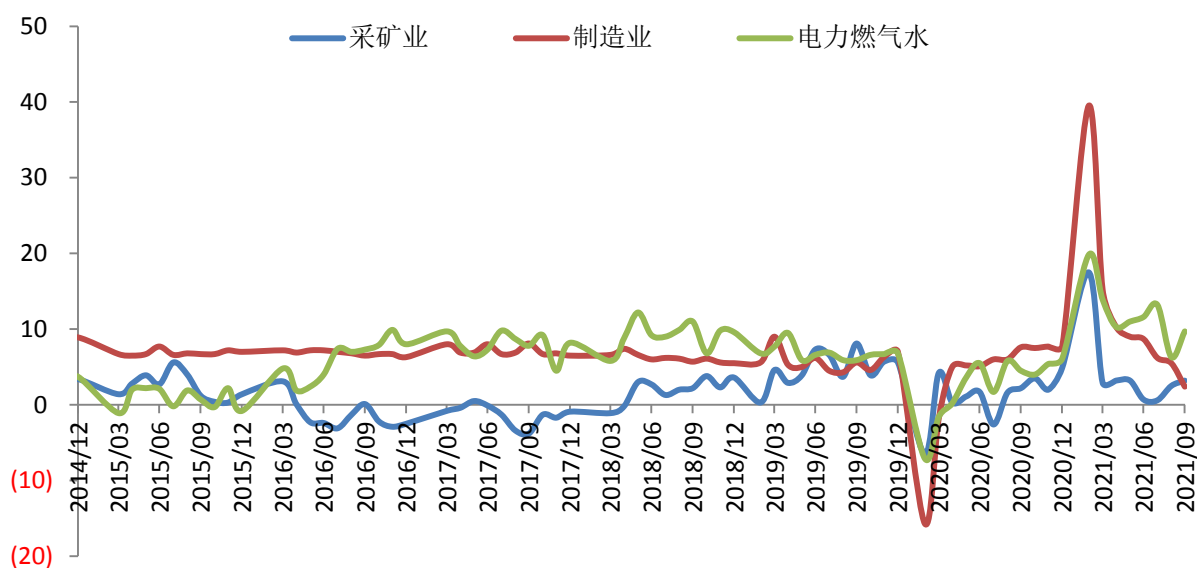
数据来源：Wind，上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1. 制造业生产回落

9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.1%，比 8 月份回落 2.2 个百分点；两年平均增长 5.0%，较上月回落 0.4 个百分点；环比增长 0.05%，工业生产持续放缓。分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 3.2%；制造业增长 2.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 9.7%，仅有制造业生产有所回落。从日均产量来看，主要工业产品，尤其是高能耗产品产量明显下降，反映出限电限产对于工业生产的影响，而汽车产量以及发电量明显回升，电力供给也在增加，或有望缓解当前用电紧张。

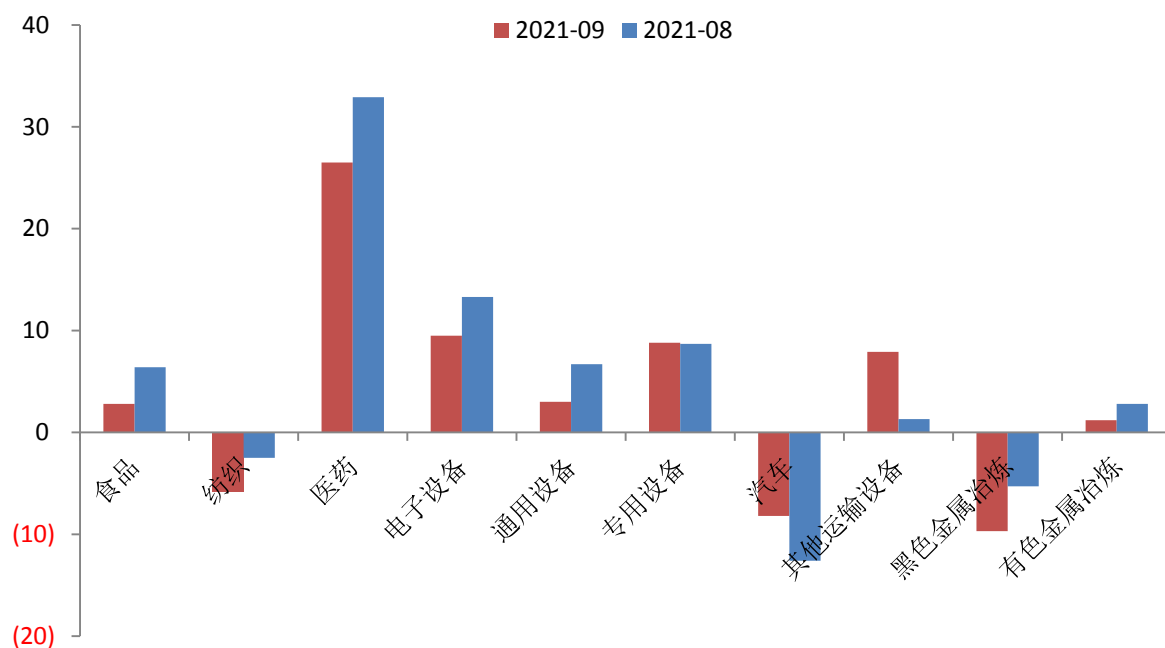
图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2. 限电限产影响广泛

分行业看，分行业看，9 月份，41 个大类行业中有 30 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 2.5%，纺织业下降 5.8%，化学原料和化学制品制造业同比持平，非金属矿物制品业下降 1.1%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 9.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长 1.2%，通用设备制造业增长 3.0%，专用设备制造业增长 8.8%，汽车制造业下降 8.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 7.9%，电气机械和器材制造业增长 6.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 9.5%，电力、热力生产和供应业增长 8.9%。从两年平均增速来看，除专用设备、运输设备、汽车、食品以外，其余行业均有所下跌。整体来看，工业生产受限电限产影响广泛，主要行业均有下滑。

图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）


数据来源：Wind，上海证券研究所

3. 基建下滑，制造业投资继续回暖

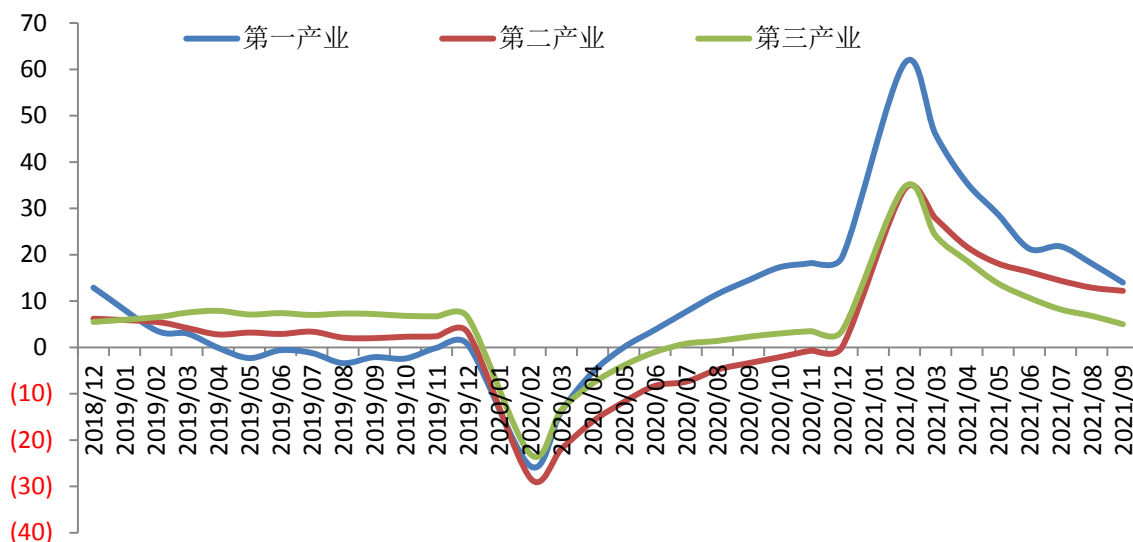
1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）397827 亿元，同比增长 7.3%；比 2019 年 1-9 月份增长 7.7%，两年平均增长 3.8%。其中，民间固定资产投资 227473 亿元，同比增长 9.8%。从环比看，9 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.17%。

分产业看，第一产业投资 10395 亿元，同比增长 14.0%；第二产业投资 119071 亿元，增长 12.2%；第三产业投资 268360 亿元，增长 5.0%。第二产业中，工业投资同比增长 12.2%。其中，采矿业投资增长 6.2%，制造业投资增长 14.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 1.6%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 1.5%。其中，水利管理业投资增长 5.4%，公共设施管理业投资与上年持平，道路运输业投资增长 0.4%，铁路运输业投资下降 4.2%。

1-9 份，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%，较上月下滑 0.2 个百分点。首先，1-8 月份基础设施投资同比增长 1.5%，两年平均增长 0.4%，比 1-8 月份加快 0.2 个百分点。8-9 月以来地方债发行大幅提速，尤其是专项债，截止 9 月新增专项债已完成全年额度的 68%。在专项债的带动本月基建投资终有所提振。在剩余额度的发行下，以及“今年底明年年初形成实物工作量”的要求下，未来增长仍有保障。制造业投资同比增长 14.8%，两年平均增长 3.3%，持平上月。在出口景气度延长的支撑下，制造

业投资稳步增长，但未来海外需求随着后疫情时代的到来出口动能减弱，以及工业品价格的高企对下游制造业利润的侵蚀也对制造业投资未来的增长形成阻碍。

图 3 固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

4. 房地产投资持续承压

1-9 月份，全国房地产开发投资 112568 亿元，同比增长 8.8%；比 2019 年 1-9 月份增长 14.9%，两年平均增长 7.2%。其中，住宅投资 84906 亿元，增长 10.9%。

1-9 月份，房地产开发企业房屋施工面积 928065 万平方米，同比增长 7.9%。其中，住宅施工面积 656884 万平方米，增长 8.2%。房屋新开工面积 152944 万平方米，下降 4.5%。其中，住宅新开工面积 113374 万平方米，下降 3.3%。房屋竣工面积 51013 万平方米，增长 23.4%。其中，住宅竣工面积 36816 万平方米，增长 24.4%。

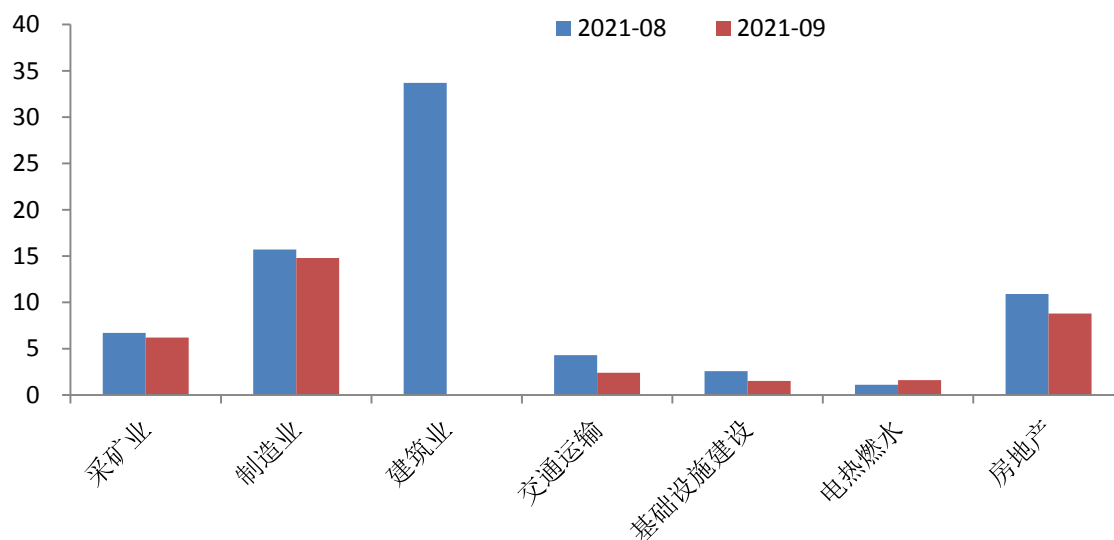
1-9 月份，房地产开发企业土地购置面积 13730 万平方米，同比下降 8.5%；土地成交价款 9347 亿元，增长 0.3%。

1-9 月份，商品房销售面积 130332 万平方米，同比增长 11.3%；比 2019 年 1-9 月份增长 9.4%，两年平均增长 4.6%。

1-9 月房地产投资同比增长 8.8%，两年平均增长 7.2%，比 1-7 月份回落 0.5 个百分点。分项两年平均增速来看，销售进一步回落。施工、新开工也有所放缓。而土地购置面积降幅有所收窄。近期地产政策面出现边际改善信号。央行在三季度金融统计数据新闻发布会称“少数城市房价上涨过快，个人住房贷款投放受到一些约束，房价上涨速度得到抑制。房价回稳后，这些城市房贷供需关系也将回

归正常”，“部分金融机构对于房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款，也一定程度上造成了一些企业资金链紧绷”，“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”。极限施压后房地产信贷政策或有边际微调的可能，房地产投资未来或有望企稳。

图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

5. 消费大幅回落

9 月份，社会消费品零售总额 36833 亿元，同比增长 4.4%；比 2019 年 9 月份增长 7.8%，两年平均增速为 3.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33298 亿元，增长 6.4%。扣除价格因素，9 月份社会消费品零售总额同比实际增长 2.5%。从环比看，9 月份社会消费品零售总额增长 0.3%。

按经营单位所在地分，9 月份，城镇消费品零售额 31462 亿元，

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_27962

