

总量研究

经济探底，政策供需两端均需发力

——2021 年三季度和 9 月经济数据点评兼债市观点

要点

事件：

国家统计局公布 2021 年三季度和 9 月经济数据：1) 三季度实际 GDP 同比增长 4.9%（二季度为 7.9%），环比增长 0.2%（二季度为 1.3%）；2) 9 月份规模以上工业增加值同比增长 3.1%，前值为 5.3%；3) 1-9 月全国固定资产投资同比增长 7.3%（前值为 8.9%）；4) 9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%（前值为 2.5%）。

点评：

经济处在探底过程，通胀环境亦整体不佳。三季度我国实际 GDP 同比增长 4.9%，两年平均增长 4.9%。从数据表现来看，3 季度经济仍处在探底过程中，供需两侧均表现较弱，三季度 GDP 平减指数为 4.9%，平减指数仍然较高但较二季度稍有下降，考虑到 3 季度工业品的物价（PPI）较 2 季度是明显上升的，说明消费品端物价环境变弱的更快，整体来看通胀环境并不理想。

制造业生产受影响明显，保供稳价政策正在发挥效果但需持续发力，但供给完全恢复尚需一定时间。在诸多因素影响下，9 月制造业生产明显受到影响，而采矿业，电力、热力、燃气及水生产和供应业供给逆势而上，预示着保供稳价政策已经开始发挥作用，供给约束环境正在改善。电力供应在整个 4 季度可能仍较为紧张，供给完全恢复需要也相应需要一定时间。

投资整体有一定程度改善，地产投资维持在一定水平但持续下降，基建投资仍比较疲弱，制造业投资处于企稳回升通道中。9 月固定资产投资环比增长 0.17%，低于疫情前 0.4%左右的环比增速，资产投资整体相对乏力，但比前三个季度表现要好，说明有一定改善。9 月地产投资保持在一定水平但继续降速，基建仍然较弱；制造业投资连续两个月均有所改善。

消费表现仍显疲弱，但环比有所改善，高杠杆以及收入增速回落将制约后续居民消费水平，需要政府消费支撑，而从结构来看，服务类消费是发力的重点。9 月社消环比增速 0.3%，仍低于 2019 年平均环比增速（0.7%），消费整体仍处于疲弱态势，但与 8 月相比有一定程度改善。可选消费有所改善，服务类消费改善明显，但与疫情前水平相比差距仍然较大，是目前消费恢复不顺畅的最重要原因。居民消费短期内仍可能较为疲弱，消费修复短期内仍较为依赖政府消费发力，重点应主要放在服务类消费项上。

债市观点

后续影响债市走势的重要因素，基本面方面，目前经济处在探底阶段，但政策处于加快发力阶段。我们认为，下一阶段货币政策将是稳健的，即 MLF 利率较难出现变化，DR007 利率也仍将继续以 7D OMO 利率为中枢波动，财政政策对经济的托底作用也将逐渐显现。对于后续债券投资，建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回复的思维。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

相关研报

制造业投资可能正企稳回升，消费后续有财政支出支撑——2021 年 8 月经济数据点评兼债市观点（2021-09-15）

财政政策加快发力是应有之义 ——2021 年 7 月经济数据点评兼债市观点（2021-08-16）

经济内生动力方面的分化更值得关注——2021 年二季度和 6 月经济数据点评兼债市观点（2021-07-15）

结构性分化致经济恢复有所放缓——2021 年 3 月及一季度经济数据点评兼债市观点（2021-04-16）

1、事件

2021 年 10 月 18 日，国家统计局公布 2021 年三季度和 9 月经济数据：

- 1) 三季度实际 GDP 同比增长 4.9%（二季度为 7.9%），环比增长 0.2%（二季度为 1.3%）；
- 2) 9 月份规模以上工业增加值同比增长 3.1%，前值为 5.3%；
- 3) 1-9 月全国固定资产投资同比增长 7.3%（前值为 8.9%）；
- 4) 9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%（前值为 2.5%）。

2、点评

2.1、经济处在探底过程，通胀环境亦整体不佳

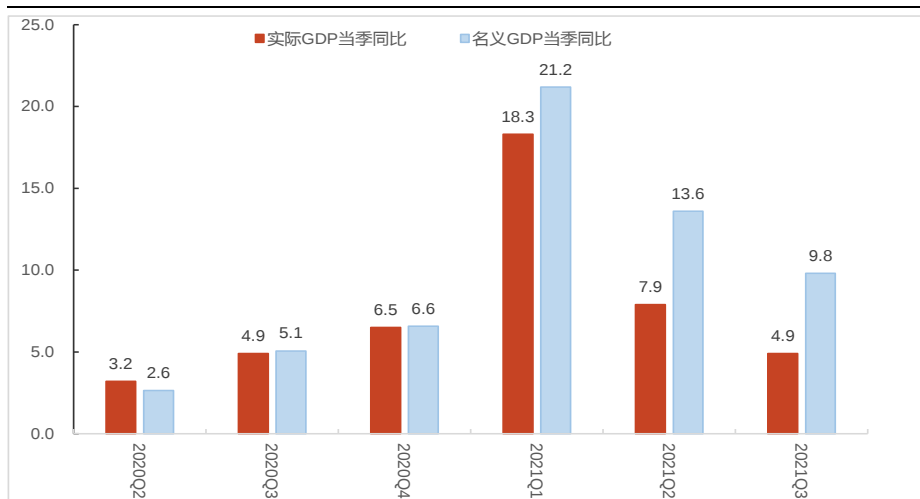
初步核算，三季度我国实际 GDP 同比增长 4.9%（一季度、二季度分别为 18.3%、7.9%），两年平均增长 4.9%（一季度、二季度两年平均增速分别为 5.0%、5.5%）。从数据表现来看，单季度 4.9% 增速也比市场预期值要低（Wind 统计的市场预期值为 5.5%）。整体来看，**3 季度经济仍处在探底过程中，供需两侧均表现较弱，通胀环境同样不佳：**

从增速数据来看，三季度实际 GDP 增速为 4.9%，两年平均增速为 4.9%（比二季度低 0.6 个百分点）。4.9% 的单季增速也是 21 世纪以来剔除 2020 年数据后的（剔除 2020 年数据是因为这一时期遭遇疫情冲击并重新恢复）历史新低。而从环比来看，三季度实际 GDP 环比增速为仅为 0.2%（一季度、二季度分别为 0.4%、1.3%），剔除 2020 年一季度数据，环比增速也是近年来最低水平。

从供需端的结构表现来看，目前基本面呈现出供需两弱的局面（二季度主要是需求端较弱），后续我们将具体展开。名义经济增速方面，3 季度名义 GDP 增速为 9.8%（二季度为 13.6%），GDP 平减指数为 4.9%，平减指数仍然较高，反映通胀水平较高，但相较二季度的 5.7% 稍有下降。考虑到 3 季度工业品的物价（PPI）较 2 季度是明显上升的，说明消费品端物价环境变弱的更快，整体来看通胀环境并不理想。

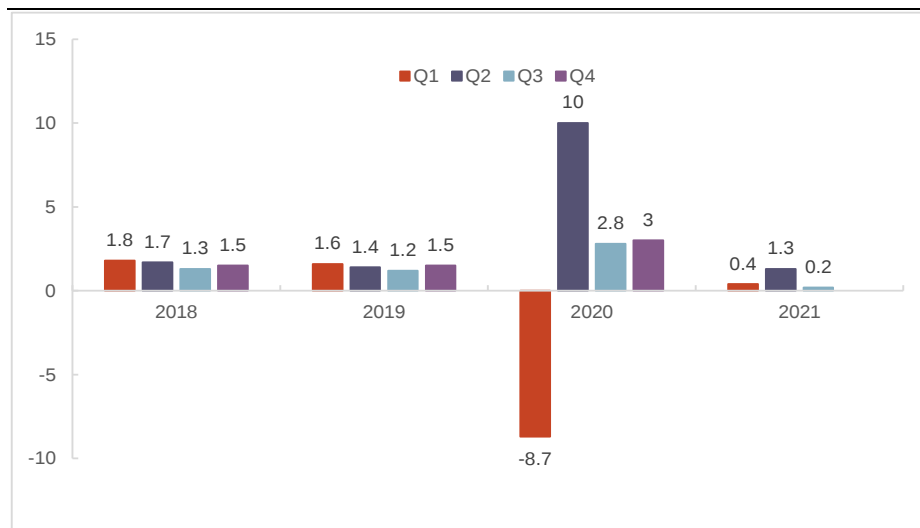
展望后续，目前在通胀环境不佳（工业品端高，但消费品端又弱），出口剔除物价因素实际也正在减弱，经济内生动力整体不足，经济仍处于探底过程，需要宏观政策予以支撑。

图表 1：2021 年 3 季度实际 GDP 当季同比 4.9%，两年平均增长 4.9%



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：2021 年 3 季度实际 GDP 当季环比增速仅为 0.2%



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、制造业生产受影响明显，保供稳价政策正在发挥效果但需持续发力，但供给完全恢复尚需一定时间

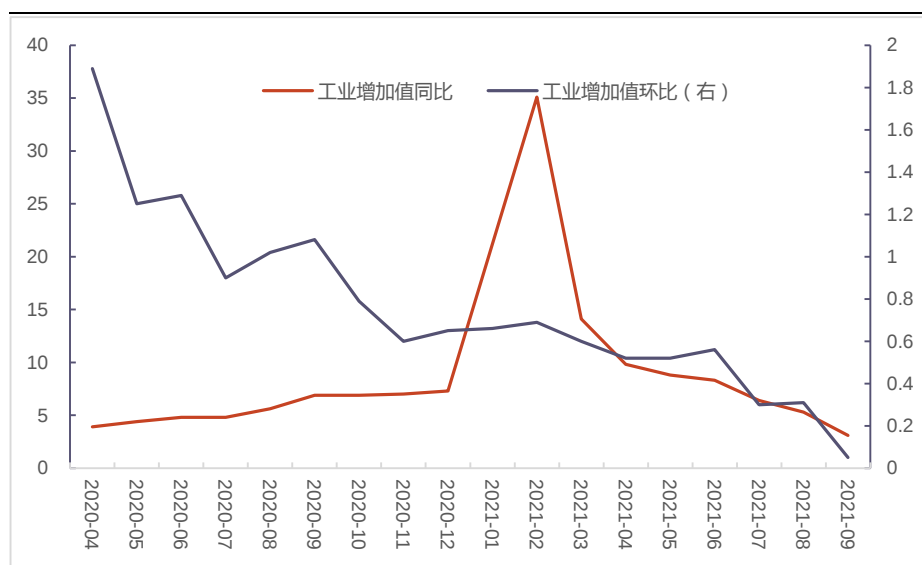
9 月规模以上工业增加值同比增长 3.1%（前值为 5.3%），比 2019 年同期增长 10.2%，两年平均增长 5%（前值为 5.4%）；环比增长 0.05%（前值为 0.31%）。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 11.8%（前值为 13.1%），两年平均增长 6.4%（前值为 6.6%）。

从数据来看，尽管供给增速大致仍处于减速通道中，但在煤炭等相关大宗商品供给不足、拉闸限电等因素影响下，9 月工业生产明显受到影响，增速下降较快。但也正如我们在《制造业需求内外有别，服务业恢复速度减慢——2021 年 6 月 PMI 数据点评及债市观点》中所提到的，供给端的冲击较强，但属于短期性的约束，在当前环境下，需求端的疲弱才是经济主要矛盾，需要结合需求方面的数据才能更好的观察 9 月工业生产情况，单纯的供给数据能够提供的指示意义并不强。

从门类来看，9月制造业生产明显受到影响，是工业生产快速下降的主要原因，而采矿业、电力、热力、燃气及水生产和供应业供给逆势而上。从当月增速来看，9月采矿业增加值同比增长3.2%（8月为2.5%），制造业增加值同比增长2.4%（前值为5.5%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长9.7%（前值为6.3%）。从结构来看，制造业生产是受拉闸限电影响最大的，而在保供稳价政策推动下，采矿业、电力、热力、燃气及水生产和供应业供给反而出现了回升，这也预示着保供稳价政策已经开始发挥作用，供给约束环境正在改善。

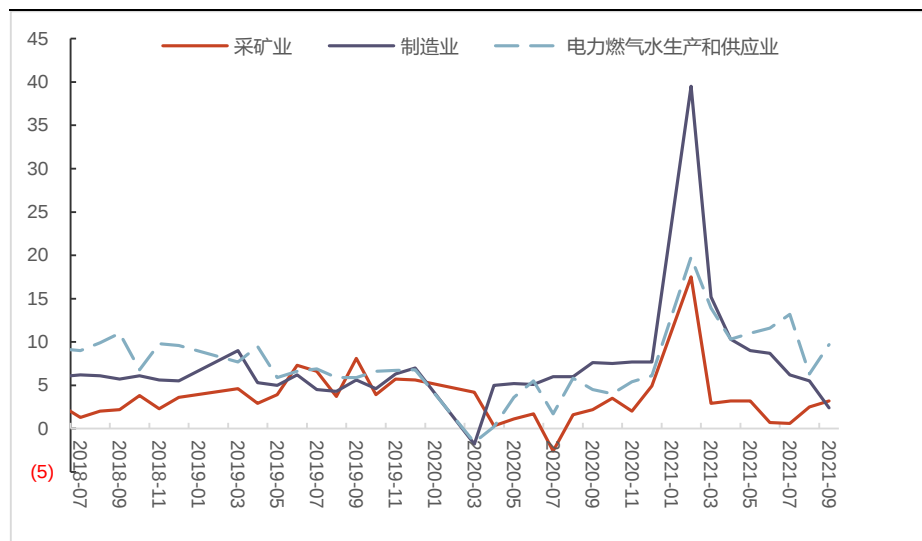
从制造业生产的结构来看，纺织业、黑色金属冶炼和压延加工业、汽车制造业等耗电耗能较高的行业受到的影响比较明显，而汽车制造业则同时还存在需求较弱态势，表现为9月汽车制造业增加值同比下降8.2%，连续6个月下降，且6月至9月当月增速均为负值。

图表3：9月规模以上工业增加值同比环比增速均现明显下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表4：9月制造业生产受影响明显



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从当前情况来看，煤炭短缺等因素还将持续一段时间，电力供应在整个 4 季度可能仍较为紧张，供给完全恢复需要也相应需要一定时间。

2.3、投资整体有一定程度改善，地产投资维持在一定水平但持续下降，基建投资仍比较疲弱，制造业投资处于企稳回升通道中

1-9 月全国固定资产投资 39.8 万亿元，同比增长 7.3%（前值为 8.9%），基数效应带来的高读数效应仍较为明显（2020 年 1-9 月固定资产投资增速累计增速为 0.8%）。从两年平均增速情况来看，2021 年 1-9 月固定资产投资比 2019 年 1-9 月份增长 7.7%（相对 1-8 月下降 0.5 个百分点），两年平均增长是 3.8%（相对 1-8 月下降 0.2 个百分点）。

疫情前的 2018、2019 年，固定资产投资增速分别为 5.9%、5.4%，目前两年平均 3.8% 的增速，低于疫情前整体水平。仍可以结合环比增速对目前投资进行研判。

一方面，9 月固定资产投资环比增长 0.17%，低于疫情前 0.4% 左右的环比增速，说明固定资产投资整体相对乏力；另一方面，6 月、7 月、8 月固定资产投资环比增速分别为 0.14%、0.08%、0.18%（均值为 0.13%），9 月环比增速为 0.17%，比前三个月均值表现要好，说明固定资产投资整体是有一定改善的。

从分项来看，9 月地产投资保持在一定水平但继续降速，基建仍然较弱；制造业投资连续两个月均有所改善。

初步测算，2021 年 9 月当月地产、制造业、基建投资比 2020 年 9 月分别增长了 -3.5%、10% 和 -4.6%（前值为 0.3%、7.2% 和 -6.5%），从数据来看，地产投资下降，广义基建投资增速持续为负值，制造业投资有所改善。为更好剔除去年基数较低带来的影响，仍以两年平均增速来观察固定资产投资三大类的增长情况。初步测算，2021 年 9 月当月地产、制造业、基建投资比 2019 年 9 月分别增长了 8.1%、13.3%、-0.1%（前值为 12.1%、12.5%、0.04%），两年平均增速分别为 4.0%、6.4% 和 -0.05%（前值为 5.9%、6.1% 和 0.02%），地产投资仍保持在一定水平但处于持续下降通道中，制造业投资增速有所提升（与 2019 年 9 月制造业投资基数偏低有关），基建投资仍然较为疲弱。

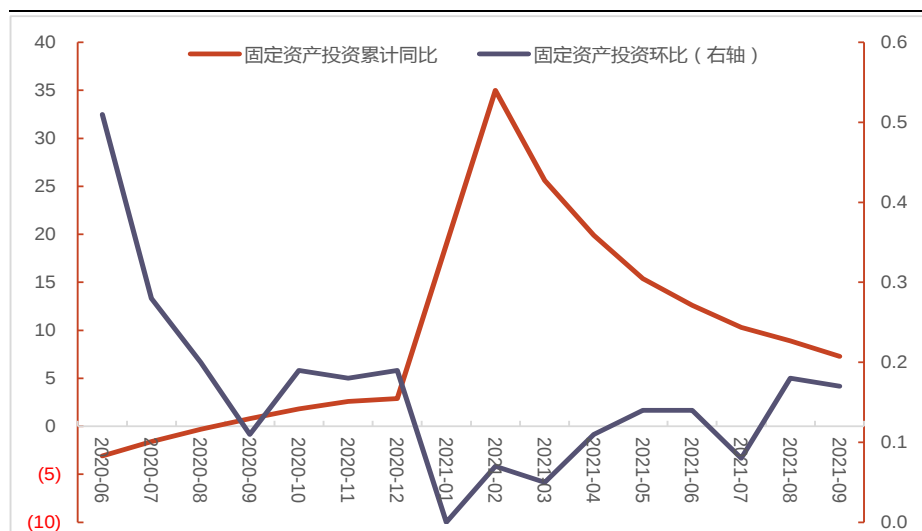
结合近几个月固定资产投资各分项年度同比、两年平均增速来看：

地产投资在严监管背景下，7 月份以来增速连续下降，后续增速预计难有太好表现；

制造业投资整体处于企稳回升通道中，说明经过连续 4 个季度去杠杆之后，工业企业资产负债表已经达到一定程度的修复，后续需要关注出口及成本处于高位带来的影响；

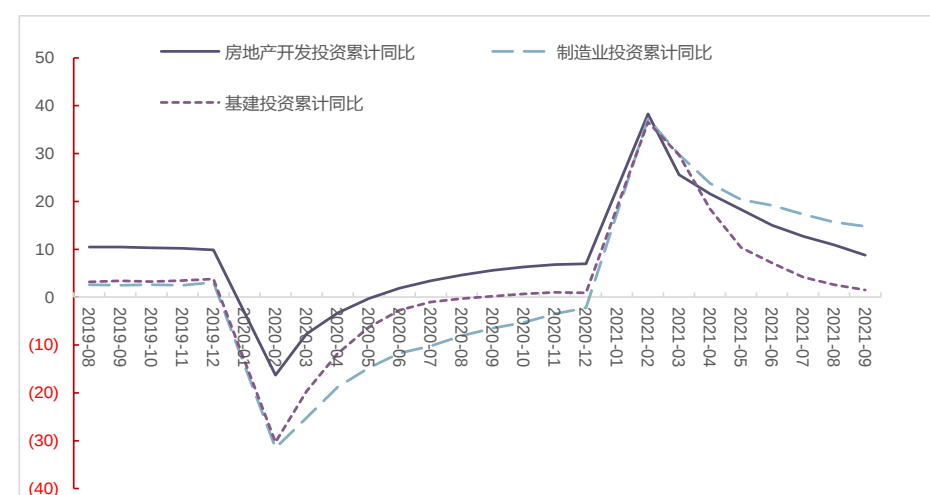
基建投资仍然较弱，与地产投资一起，是拖累固定资产投资下降的重要原因，后续需要加大政策支持。

图表 5：从环比来看，9 月固定资产投资有一定程度改善



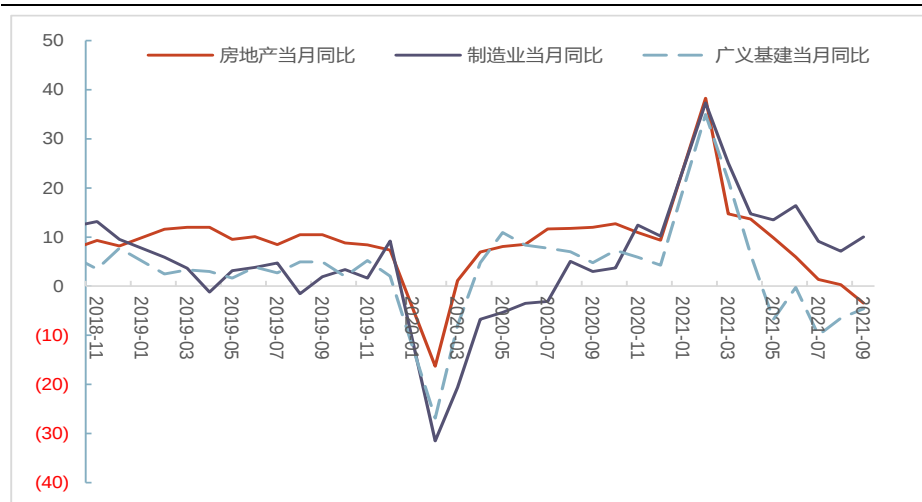
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 6：固定资产投资三大项累计增速情况



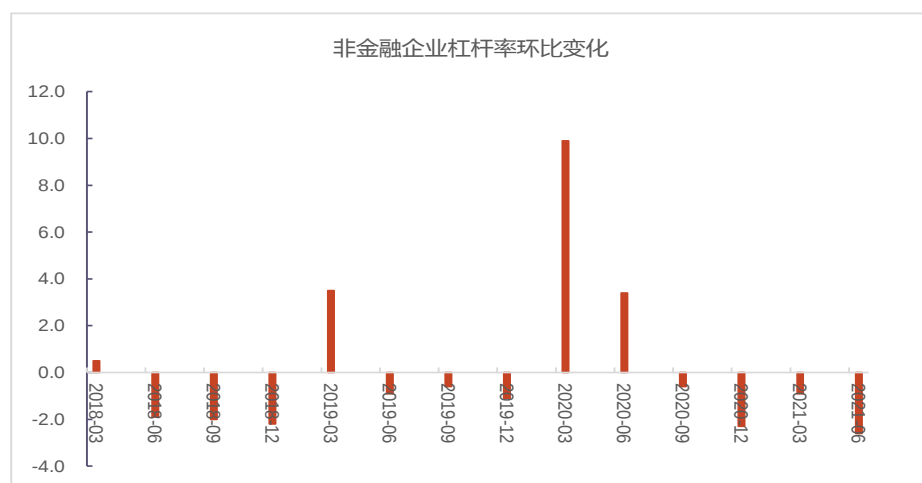
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 7：固定资产投资三大项当月增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 8：2020 年 3 季度以来，非金融企业连续 4 个季度去杠杆

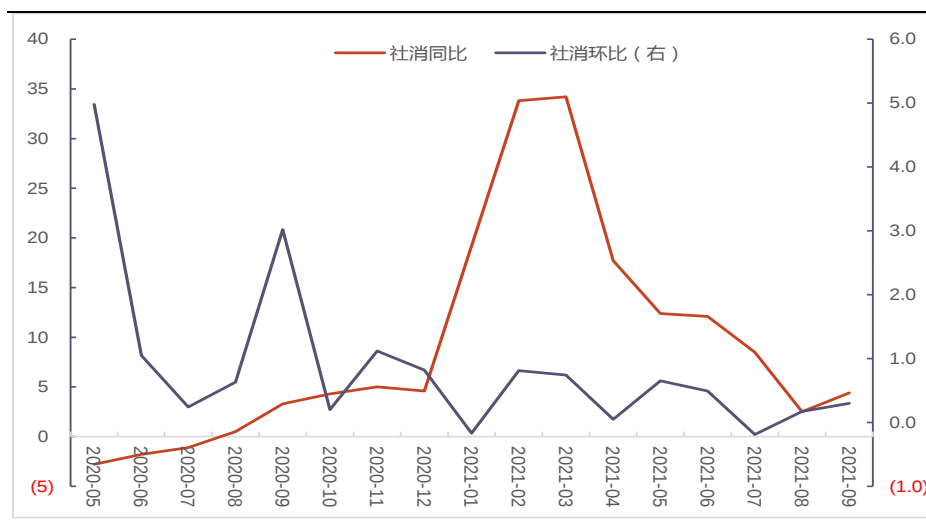


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：百分点

2.4、消费表现仍显疲弱，但环比有所改善，高杠杆以及收入增速回落将制约后续居民消费水平，需要政府消费支撑，而从结构来看，服务类消费是发力的重点

1-9 月社会消费品零售总额 31.8 万亿元，同比增长 16.4%；9 月当月社消同比增速为 4.4%（前值为 2.5%），提升 1.9 个百分点，比 2019 年 9 月份增长 7.8%（前值为 3%），两年平均增速为 3.8%（8 月为增长 1.5%）。相较于 2018、2019 年全年 9.7%、8.2%（名义）的增速，社消两年平均增速较低；9 月份社会消费品零售总额环比增速 0.3%（比 8 月有所上升），但仍明显低于 2019 年全年平均环比增速（0.71%），消费整体仍处于相对疲弱态势，也是目前市场认为经济恢复不足的重要原因，但从与 8 月比较来看，9 月消费有一定程度改善。

图表 9：9 月社会消费同比、环比均有一定程度改善

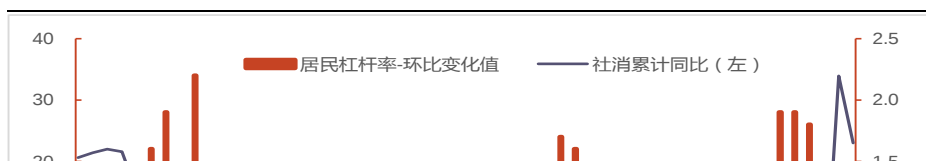


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

消费目前在整体经济结构中占比最高，又属于内生动力，因此消费的恢复情况决定了基本面的最终表现。对于后续消费的表现，我们可以从两个不同的结构维度进行观察。

从消费主体这个维度来看，社会消费由居民消费和政府消费两部分构成。政府消费方面，取决于财政支出情况，目前来看，后续财政加大支出是应有之义。居民消费方面，在前期多篇报告中，我们均指出，疫情出现使得居民杠杆率持续上升，而收入增速放缓，以及房价的上涨均制约了居民资产负债表的修复。因此消费端 CPI 尤其是核心 CPI 的疲弱，以及今年以来消费持续修复不及预期，均是居民资产负债表修复不畅的侧面表现。今年 Q1、Q2，居民部门杠杆率出现了小幅下降（与经济增速有关），但居民资产负债表的修复可能刚刚开始，我们认为，这将整体制约居民消费的修复速度，我们预计短期内，居民消费和消费端通胀的疲弱表现仍将持续。另外，从居民可支配收入来看，3 季度增速出现了一定程度的放缓，这同样将制约后续消费的恢复。

图表 10：居民杠杆率 2020 年全年持续提升，今年 Q1、Q2 稍有下降



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_27967

