

2021年10月18日

固定收益研究

研究所
证券分析师：靳毅 S0350517100001
021-68930187 jiny01@ghzq.com.cn
联系人：周子凡 S0350121010075
zhouzf@ghzq.com.cn

经济降速，谁将成为压舱石？

——2021年9月经济数据点评

投资要点：

相关报告

- 《——9月价格数据点评：通胀高企，如何破局？*靳毅》——2021-10-14
- 《9月金融数据点评：“宽信用”能否如期而至？*靳毅，张赢》——2021-10-14
- 《经济下行压力加大，下阶段关注什么？*靳毅》——2021-09-15
- 《社融回落的变与不变*靳毅，张赢》——2021-09-10
- 《疫情扰动下的供需困局*靳毅》——2021-09-09

■ 事件

10月18日，国家统计局公布了我国9月份经济数据。三季度GDP按可比价计算，同比增长4.9%，低于市场预期；1-9月份固定资产投资累计同比增加7.7%，两年复合增速为3.8%，较8月回落0.2个百分点；9月份，规模以上工业增加值同比增长3.1%，两年复合增速为5.0%，较8月回落0.4个百分点；9月份社消同比名义增长4.4%，两年复合增速为3.8%，较8月增加2.35个百分点。

■ 点评

制造业投资韧性犹存，其中，高新制造业投资继续保持高增速。短期内，海外需求依然表现出相当韧性，然而，中长期来看，随着外需退坡的逻辑逐渐加强，海外消费向常态回归的趋势难以改变，在此格局下，未来制造业投资将逐渐承压。

基建投资或将企稳。8、9月份地方专项债融资提速，截至10月18日，今年专项债净融资完成全年计划发行额的71.92%。展望四季度，伴随前期专项债融资项目的逐渐落地，叠加近期专项债的提速发行，基建投资或逐渐趋稳，从而对冲经济下滑压力。

房地产投资继续走弱。监管严控地产融资以来，自筹资金项目受到比较明显的制约，叠加9月份地产负面事件连连，市场对地产债风险偏好较前期收缩，从而进一步制约房企自筹资金。除此之外，房屋销售的持续下滑正对房企销售回款产生“负反馈”，近3个月来，销售回款对房企资金来源的拉动作用持续减弱，预计未来地产投资仍有进一步走弱空间。

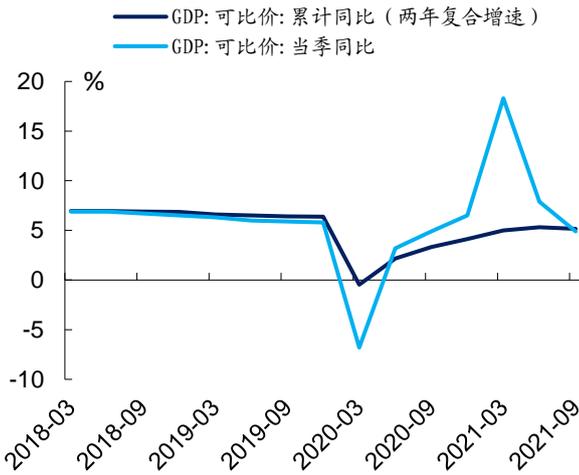
随着疫情影响因素边际消退，社会消费品零售总额同比增速有所反弹。目前居民可支配收入较疫情前仍有较大差距，随着居民收入结构的改善，消费仍存在较大改善空间。然而，近期疫情仍偶有散发，对消费扰动因素犹存，未来消费修复进程仍有待进一步观望。

- **风险提示** 疫情散发，政策支持力度不及预期。

1、 点评

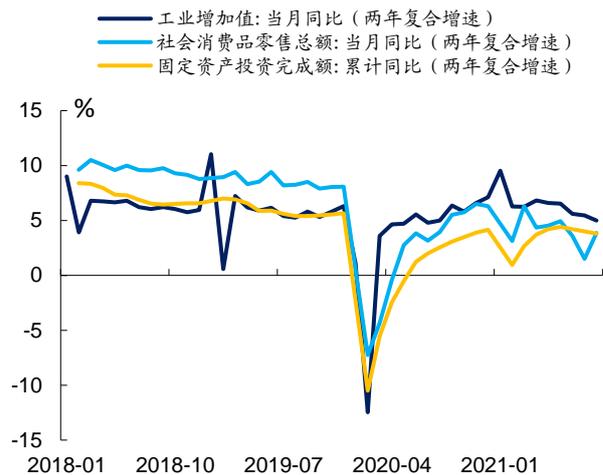
10月18日，国家统计局公布了我国9月份经济数据。三季度GDP按可比价计算，同比增长4.9%，低于市场预期；1-9月份固定资产投资累计同比增加7.7%，两年复合增速为3.8%，较8月回落0.2个百分点；9月份，规模以上工业增加值同比增长3.1%，两年复合增速为5.0%，较8月回落0.4个百分点；9月份社消同比名义增长4.4%，两年复合增速为3.8%，较8月增加2.35个百分点。

图 1：三季度 GDP 增速不及预期



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：9 月经济数据三大项走势

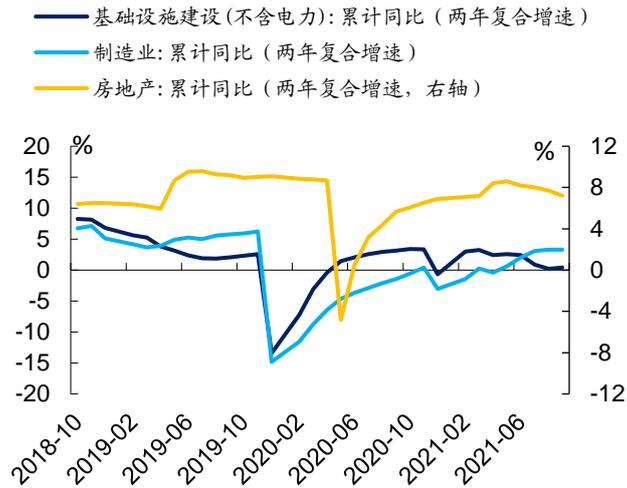


资料来源：Wind、国海证券研究所

1.1、 基建投资或将企稳

1-9 月份，固定资产投资三大项中，制造业投资同比增长 14.8%，两年复合增长 3.3%，与上月持平；基建投资同比增长 1.5%，两年复合增长 0.4%，较上月增加 0.2 个百分点；房地产投资同比增长 8.8%，两年复合增长 7.2%，较上月降低 0.5 个百分点。

图 3：制造业投资表现具有韧性，

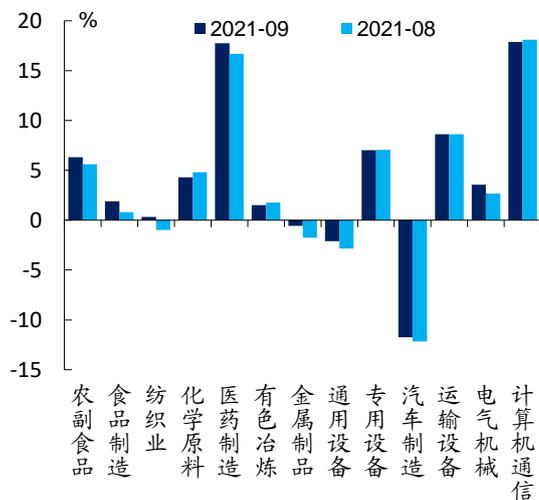


资料来源: Wind、国海证券研究所

制造业投资方面, 1-9 月份制造业投资韧性犹存, 其中, 高新制造业投资继续保持高增速。受国际“缺芯”影响, 以及全球各地疫情散发、疫苗尚未完全普及等因素依旧存在, 以医药、计算机通信为代表的高新制造投资依旧保持高增速; 与此同时, 在全球疫情影响边际消退格局下, 受海外复工复产需求影响, 通用设备和专用设备制造投资近几个月来也表现出了一定的提速; 除此之外, 受全球供应链运力紧张影响, 国际航运存在扩容需求, 运输设备制造投资同样保持着较高增速。

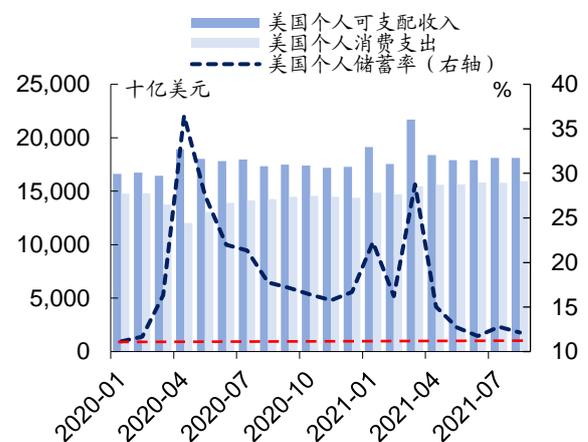
展望四季度, 我们认为, 制造业投资面临一定的下行压力。短期内, 海外需求依然表现出相当韧性的主要原因在于, 一方面海外就业市场持续改善, 边际对冲了失业补助停止发放带来的影响, 另一方面, 目前美国个人储蓄率仍略高于疫情前水平, 储蓄率的压降和可支配收入的下降也形成部分对冲效应。中长期来看, 外需退坡的逻辑逐渐加强, 海外消费向常态回归的趋势难以改变, 在此格局下, 制造业投资将逐渐承压。

图 4: 高新制造产业投资继续保持高增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 5: 美国居民储蓄率仍有压降空间



资料来源: Wind、国海证券研究所

基建投资或企稳反弹。继 7 月底政治局会议上指出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”后，国务院副总理刘鹤在中国国际数字经济博览会开幕式上再度提出了“适当超前进行基础设施建设”。8、9 月份地方专项债融资提速，截至 10 月 18 日，今年专项债净融资完成全年计划发行额的 71.92%。

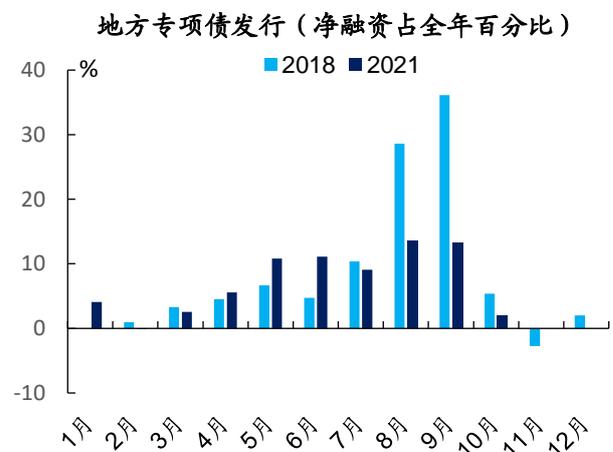
从高频数据上来看，9 月份石油沥青装置开工率中枢较 8 月份继续提高，与此同时，水泥价格也在不断增长，或预示基建项目开展提速。历史上专项债发行向基建投资传导存在 2 个月左右的时滞，**展望四季度，伴随前期专项债融资项目的逐渐落地，叠加近期专项债的提速发行，基建投资或逐渐趋稳，从而对冲经济下滑压力。**

图 6: 高频数据显示基建正在提速



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 7: 专项债融资发力



资料来源: Wind、国海证券研究所

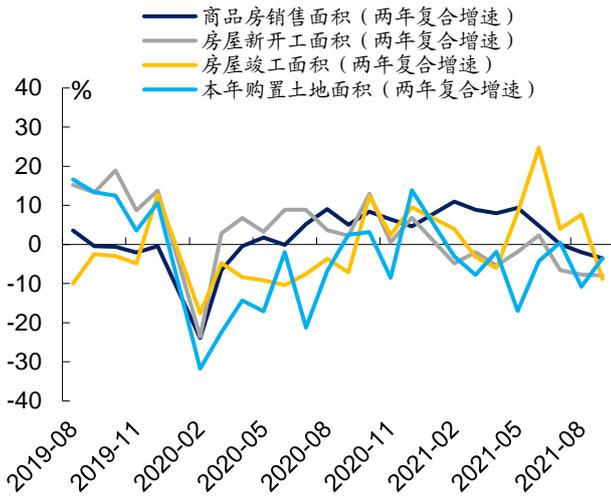
注: 截至 2021 年 10 月 18 日

房地产投资继续走弱。监管严控地产融资以来，房企受“三道红线”融资端限制，自筹资金项目受到比较明显的制约，叠加 9 月份“恒大”、“新力”负面事件连连，市场对地产债风险偏好较前期收缩，从而进一步制约房企自筹资金。

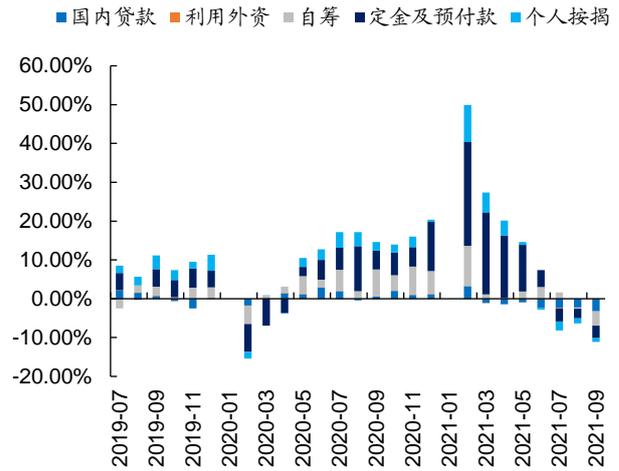
除此之外，房屋销售的持续下滑对房企销售回款产生“负反馈”，9 月份地产销售面积两年复合增速再度下滑，两年复合增速录得-3.50%，较上月下降 1.49 个百分点，近 3 个月来，销售回款对房企资金来源的拉动作用持续减弱。**预计未来地产投资仍有进一步走弱空间。**

图 8: 地产管控效果逐渐显现

图 9: 房企资金来源中自筹资金拉动作用减弱



资料来源: Wind、国海证券研究所



资料来源: Wind、国海证券研究所

1.2、“剪刀差”扩张，生产压力逐渐显现

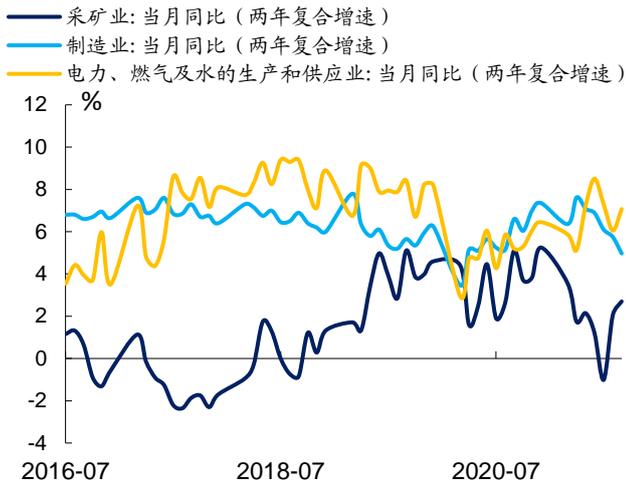
9月份规模以上工业增加值当月同比继续下滑，按三大项来看，9月份采矿业两年复合增速为2.70%，较上月增加0.65个百分点；制造业两年复合增速为4.97%，较上月下降0.78个百分点；电力及燃气供应两年复合增速为7.06%，较上月增加1.02个百分点。

制造业正普遍面临原材料涨价和需求衰退的双重困境。我们在9月份价格数据点评《通胀高企，如何破局？》中指出，本轮煤炭涨价给PPI上行带来了比较大的支撑。9月份PPI-CPI剪刀差再创新高，短期内煤炭供给偏紧格局难以有较大改善，PPI或将继续维持高位磨顶的态势。

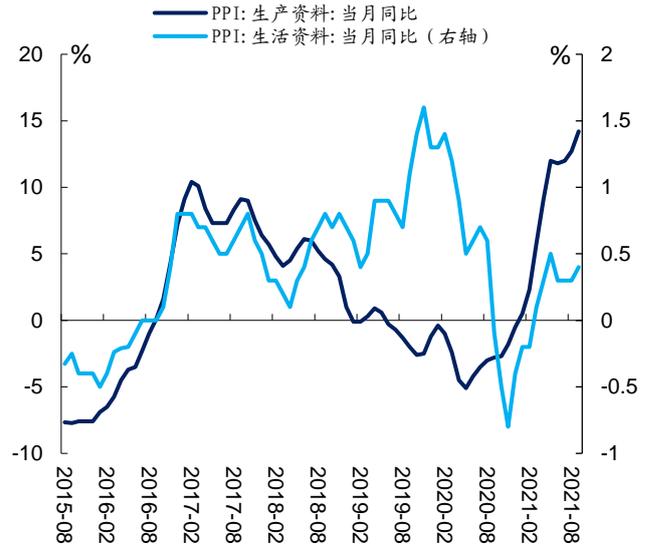
工业企业经营环境持续恶化，生产端的压力正逐步显现。9月份，各项品类工业增加值同比增速均有所下滑，四季度，工业生产将在“外需衰减”和“成本侵蚀”的双重作用下，出现进一步下滑压力。短期内，政策导向的重点，依旧将聚焦在纾困中小企业上，政策对冲下，年内工业生产下滑或将相对温和。

图 10: 制造业工增同比增速持续放缓

图 11: 上下游涨价持续分化



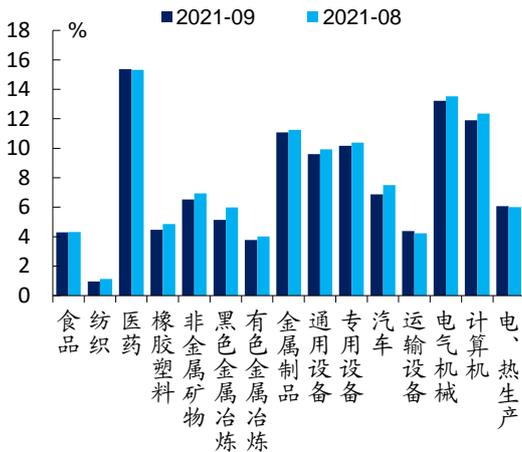
资料来源: Wind、国海证券研究所



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 12: 9 月份各品类工增同比略有下滑

图 13: 9 月份“剪刀差”再度扩张



资料来源: Wind、国海证券研究所



资料来源: Wind、国海证券研究所

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_27970

