

2021年10月18日

证券研究报告·宏观简评报告

数据点评



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

谁拖累了三季度的经济？

——三季度经济数据点评

摘要

- **经济增速略不及预期，城乡人均收入比缩小。**前三季 GDP 同比增长 9.8%，经济总体保持恢复态势。分季度看，三季度增长 4.9%，受大宗商品价格较高挤压企业利润、天气因素及散点疫情反复影响，三季度经济增速略不及预期。分产业看，三次产业同比增速较上半年都有一定程度的放缓，其中第一产业复苏向好。整体看，四季度稳增长的压力不大，730会议上强调“统筹国内国际两个大局”、“统筹做好今明两年宏观政策衔接”，经济增长将延续稳定态势。
- **工业增加值增速不及预期，高技术制造业保持高速增长。**1-9月，全国规模以上工业增加值同比增长 11.8%。9月单月，全国规模以上工业增加值同比增长 3.1%，低于预期，受能耗双控政策、大宗商品价格仍高等因素影响，增速放缓明显。41个大类行业中有 30个行业增加值保持同比增长，较8月份减少4个行业。考虑到海外政策转向以及国内复苏情况，不确定因素较多，叠加基数效应，工业增加值增速或将保持小幅趋降。
- **政策效果持续显现，房地产投资增速单月降至负值。**1-9月固定资产投资同比增长 7.3%，房地产开发投资增速边际回落方向不改，金九银十的效果弱于往年。9月房地产开发投资同比下降 3.5%，也是自 2020年3月后首次同比增速降为负值，一方面受到去年基数较高影响，另一方面恒大信用违约事件以及房地产延续严监管的政策也产生了一定的负面影响，企业积极性不高。预计房地产市场将健康发展，再加上基数逐渐回落，房地产开发投资增速有望保持平稳。
- **基建投资仍偏弱，政策扶持待兑现。**1-9月基建投资增长势头弱于房地产和制造业投资，单月看复苏有改善趋势，但未大幅反弹。9月单月狭义基建投资同比下降 6.5%，降幅将前值收窄 0.5个百分点。9月地方专项债发行仍在高位，但从全年看，新增债发行季度仍然较慢，9月地方债发行将持续发力，近期发改委表示确保专项债券发行后及时投入使用，预计基建投资逐步稳定改善。
- **制造业投资优势明显，高技术产业持续发力。**1-9月，制造业投资同比增长 14.8%，9月单月制造业投资同比增长 10.05%，较前值升 2.9个百分点，短期疫情和天气等不利影响逐渐消退，制造业加速回暖。目前大宗价格高位及国内终端需求疲弱对制造业企业的扩展意愿都有拖累，但政策支持制造业，尤其是先进制造业方向不改，预计对制造业的投资拉动效用或将在四季度有所体现。
- **短期负面影响逐渐消退，消费增速逐渐向好。**1-9月份，社会消费品零售总额同比增长 16.4%，两年平均增长 3.9%。按消费类型看，线上购物持续发展，从商品类别看，18个商品类别同比增速均超过 10%，其中约 60%的产品增速超过 20%。单月来看，9月份社会消费品零售总额同比增长 4.4%，高于预期，短期疫情的负面扰动逐渐消退，双节来临也对消费形成一定提振，升级类产品金银珠宝类、通讯器材类，受开学季影响的文化办公用品类的增速较快。后续随着国内疫情逐渐稳定，消费意愿回升，预计四季度消费将继续维持向好态势。
- **风险提示：**外需恢复和经济复苏不及预期，货币政策执行力度超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

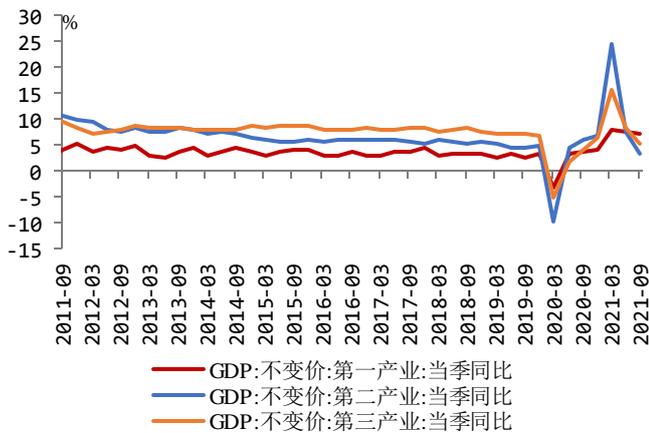
1. 多举措保障能源供给，美国 Taper 预期打满 (2021-10-15)
2. 剪刀差扩大，关键还看全球供需——9月通胀数据点评 (2021-10-14)
3. 不及预期后的触底反弹，关注什么？——9月社融数据点评 (2021-10-14)
4. 全球传导效应来袭，后续支撑与风险——9月贸易数据点评 (2021-10-14)
5. 原油价格骤起，“银十”依旧低迷——假日数据概览 (2021-10-10)
6. 十一“补偿式”出游，美国抛出贸易“橄榄枝”——假日全球大事概览 (2021-10-07)
7. 能耗双控势在必行，海外关注两大阻点 (2021-09-30)
8. 上游的供给与价格之殇——9月 PMI 数据点评 (2021-09-30)
9. “新”和“稳”的相得益彰 (2021-09-24)
10. 未来看国内专精特新，近期海外通胀仍高企 (2021-09-17)

请务必阅读正文后的重要声明部分

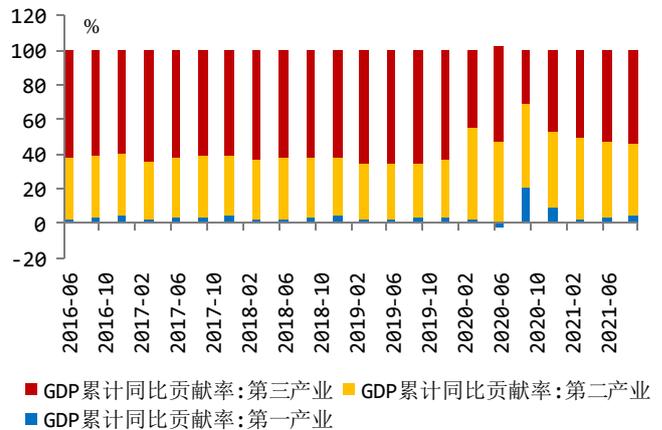
1 经济增速略不及预期，城乡人均收入比缩小

面对复杂严峻的国内外环境，我国 2021 年前三季度国内生产总值 823131 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.8%，基数效应下比上年回落 2.9 个百分点，较 2019 年同期两年平均增长 5.2%，此数值比上年回落 0.1 个百分点，经济总体保持恢复态势，结构调整稳步推进，就业物价总体稳定，新动能快速成长，质量效益稳步提升。分季度看，三季度增长 4.9%，基数效应下较二季度回落 3.0 个百分点，两年平均增长 4.9%，较二季度回落 0.6 个百分点，受大宗商品价格较高挤压企业利润、天气因素及散点疫情反复影响，三季度经济增速略不及预期。分产业看，三次产业同比增速较上半年都有一定程度的放缓，其中第一产业复苏向好，1-9 月，第一产业增加值同比增长 7.4%，两年平均增长 4.8%，分别比上年回落 0.4 个百分点和提升 0.5 个百分点；第二产业增加值同比增加 10.6%，两年平均增速 5.7%，分别比上年回落 4.2 个百分点和 0.4 个百分点；第三产业增加值同比增长 9.5%，两年平均增长 4.9%，分别比上年回落 2.3 个百分点和与上半年持平。从环比看，三季度国内生产总值增长 0.2%，分别较二季度、2019 年、2018 年同期下降 1.1、3.8、4.5 个百分点。一方面，当前海外通胀高企、大宗商品和原材料价格攀升、叠加能耗双控影响供给端，不过国内对于中小企业的扶持政策频繁发布、专项债的发行提速利好发展；另一方面，海外主要经济体货币政策正常化逐步推进，美联储或缩债在即，且疫情尚未控制得当，对国内或产生影响。整体看，四季度稳增长的压力不大，730 会议上强调“统筹国内国际两个大局”、“统筹做好明年宏观政策衔接”，经济增长将延续稳定态势。

城乡居民人均收入比缩小，教育文化娱乐消费支出增速较快。从收入来看，1-9 月，全国居民人均可支配收入 26265 元，同比名义增长 10.4%，主要是受到去年同期低基数的影响，两年平均增长 7.1%，比上年分别回落 2.2 和 0.3 个百分点；扣除价格因素同比实际增长 9.7%，两年平均增长 5.1%，略低于经济增速。按常住地分，城镇居民人均可支配收入实际增长 8.7%，乡村振兴战略持续发力，农村居民人均可支配收入实际增长 11.2%。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入同比分别名义增长 10.6%、12.4%、11.4%、7.9%。城乡居民人均收入比值 2.62，比上年同期缩小 0.05。从支出上看，前三季度，全国居民人均消费支出 17275 元，比上年同期名义增长 15.8%，较上半年回落 2.2 个百分点；扣除价格因素，实际增速较上半年回落 2.3 个百分点至 15.1%；两年平均实际增长 3.7%，较上半年回升 0.5 个百分点。前三季度，全国居民人均食品烟酒支出增长 13.2%，占人均消费支出的比重 29.8%；此外，人均衣着消费支出、生活用品及服务消费支出、交通通信消费支出、教育文化娱乐消费支出、医疗保健消费支出以及其他用品及服务消费支出同比增速都超过 10%，其中教育文化娱乐消费支出增速最快为 46.3%，占人均消费支出的比重为 10.8%。前三季度，全国城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标的 95.0%。9 月份，全国城镇调查失业率为 4.9%，比 8 月下降 0.2 个百分点，比上年同期下降 0.5 个百分点。10 月 16 日，习近平发表《扎实推动共同富裕》，提出扩大中等收入规模群体，促进公共服务均等化，防止社会阶层固化，给更多人创造致富机会；9 月，国家发改委在新闻发布会上提出，加快制定共同富裕纲领。预计后续政策对收入分配的调节会加力，中产阶级收入群体将进一步扩大，居民的可支配收入水平将保持良好的增长机制。

图 1：第一产业恢复较好


数据来源：wind、西南证券整理

图 2：三大产业对 GDP 的贡献率


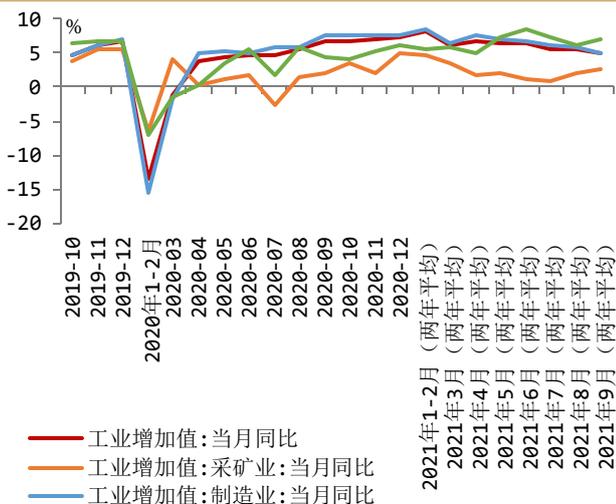
数据来源：wind、西南证券整理

2 工业增加值增速不及预期，高技术制造业保持高速增长

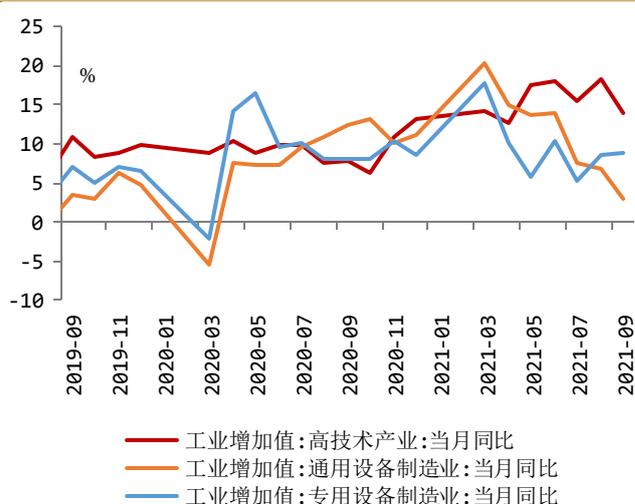
1-9 月，全国规模以上工业增加值同比增长 11.8%，受基数、能耗双控和上游原材料价格上涨的影响，较上半年增速回落 4.1 个百分点；两年平均增长 6.4%，较上半年回落 0.6 个百分点。分门类看，1-9 月制造业领跑三大工业门类增速，同比增长 12.5%，两年平均增长 7.0%；其中，高技术制造业增加值同比增长 20.1%，两年平均增长 12.8%；此外，采矿业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值两年平均增长分别为 2% 和 6.3%。分产品看，1-9 月新能源汽车、工业机器人、集成电路产量同比分别增长 172.5%、57.8%，43.1%。1-9 月，全国工业产能利用率为 77.1%，比上年同期上升 0.4 个百分点。1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 56051.4 亿元，同比增长 49.5%，两年平均增长 19.5%；规模以上工业企业营业收入利润率为 7.01%，比 2020 年同期提高 1.22 个百分点。

单月来看，9 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 3.1%，较 8 月增速回落 2.1 个百分点，低于预期值，较 2019 年同期增长 10.2%，两年平均增长 5.0%，较前值下降 3.2 个百分点，受能耗双控政策、大宗商品价格仍高等因素影响，增速放缓明显。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值较上月增加 0.05%，增速低于前值。**分行业来看**，41 个大类行业中有 30 个行业增加值保持同比增长，较 8 月份减少 4 个行业。其中，与我们上月判断一致，在电价调整的作用下，电力、热力生产和供应业增速有所回升，此外铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，专用设备制造业增速也有所回升；汽车制造业降幅收窄；偏中上游的纺织业、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、金属制品业、通用设备制造业、增速继续回落。水泥增速较上个月下降 2.8 个百分点至 -13.0%，钢材增速较上个月下降 4.7 个百分点至 -14.8%，十种有色金属增速较上个月下降 2 个百分点至 -1.6%。**分产品看**，612 种产品品种有 255 种产品产量同比增长，产品数量较 8 月减少 68 个，其中，新能源汽车、集成电路、工业机器人分别同比增长 141.3%、21.4%、19.5%，增幅较大但较 8 月有所收窄。1-8 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 56051.4 亿元，同比增长 49.5%，较前值继续放缓 7.8 个百分点，两年平均增长 19.5%；1-8 月规模以上工业企业营业收入利润率为 7.01%，较前值略回落 0.08 个百分点，同比提高 1.20 个百分点。

9月份我国制造业 PMI 为 49.6%，在连续 18 个月在荣枯线以上后跌至临界值以下，近期需求放缓、原材料价格高，再加上能耗双控等因素使得供给回落明显。海外方面，疫苗接种覆盖面积扩大，美欧等主要经济体经济持续复苏，但受到全球能源供给约束和供应链阻塞等影响，通胀持续攀升。随着冬季对能源和电力需求的进一步增加，预计国际能源价格仍将受到支撑，近期 OPEC+ 拒绝美国增产要求，维持石油供给不变，欧洲国家进入冬季能源高消费阶段，原油价格有所支撑，预计工业生产者价格短期仍将维持高位。考虑到海外政策转向以及国内复苏情况，不确定因素较多，叠加基数效应，工业增加值增速或将继续小幅趋降。

图 3：工业增加值增速放缓，制造业增速继续领跑三大门类


数据来源: wind、西南证券整理

图 4：高技术制造业增加值保持较快增长


数据来源: wind、西南证券整理

3 政策效果持续显现，房地产投资增速单月降至负值

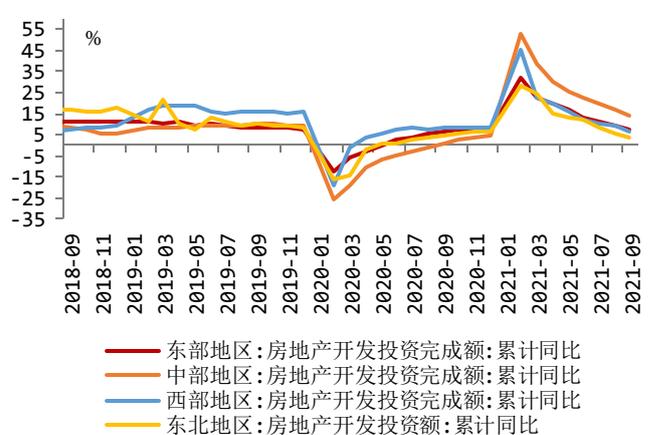
1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）397827 亿元，同比增长 7.3%，增速较 1-8 月继续回落 1.1 个百分点，两年平均增长 3.8%，此增速较前值回落 0.2 个百分点，其中民间固定资产投资同比增长 9.8%，增速较前值继续放缓 1.7 个百分点；9 月份固定资产投资环比增长 0.17%。

金九银十效果较弱，房地产开发投资单月增速将至负数。与我们上月判断一致，房地产开发投资增速边际趋于回落的方向不改，金九银十的效果弱于往年。1-9 月，全国房地产开发投资 112568 亿元，同比增长 8.8%，较固定资产投资增速增快 1.5 个百分点，差距逐渐缩窄，较 2019 年同期增长 14.9%，两年平均增速较前值回落 1.0 个百分点至 7.2%。其中，住宅投资 84906 亿元，增长 10.9%，增速较前值回落 2.1 个百分点。单月来看，9 月房地产开发投资同比下降 3.5%，较 8 月增速回落 3.7 个百分点，也是自 2020 年 3 月后首次同比增速降为负值，较 2019 年两年平均增速下降 1.9 个百分点至 4.0。一方面受到去年基数较高影响，另一方面恒大信用违约事件以及房地产延续严监管的政策也产生了一定的负面影响，单月增速数据也侧面反映出今年房地产市场“金九”效应减弱，企业积极性不高。分地区看，各地区房地产投资同比增速滑落趋势不减，其中 1-9 月增速较前值回落最多的为中部地区。从开发和销售数据看，1-9 月，房地产开发企业房屋施工面积 928065 万平方米，同比增长 7.9%，增速较前值回落 0.5 个百分点，房屋新开工面积 152944 万平方米，降幅扩大 1.3 个

百分点至-4.5%，房屋竣工面积同比增速仍维持在 20%以上的高位区间。1-9 月份，商品房销售面积 130332 万平方米，同比增长 11.3%，增速回落 4.6 个百分点；比 2019 年同期增长 9.4%，两年平均增速较前值回落 1.3 个百分点至 4.6%。9 月份全国多个城市发布了房地产行业相关的政策，包含了房产交易、公积金、金融、租赁、中介、市场价格、人才落户、三孩、城市管理、物业管理以及土地管理等 40 多条政策，其中出台房产调控政策的主要有厦门市、芜湖市、苏州市等 11 个省市，主要包括购房资金监管、法拍房、购房资格、学区房等方面。9 月份，房地产开发景气指数连续 7 个月下降至 100.74。总体来看，房地产投资延续边际放缓的趋势，政策上坚持“房住不炒”的基调不变，近期部分银行针对首套房刚需客户放款速度有所加快，央行在房地产金融工作座谈会上也表示要“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，“配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展”，预计房地产市场将健康发展，再加上基数逐渐回落，房地产开发投资增速有望保持平稳。

图 5：房地产开发投资同比增速边际延续放缓


数据来源：wind、西南证券整理

图 6：中部地区房地产开发投资恢复较好


数据来源：wind、西南证券整理

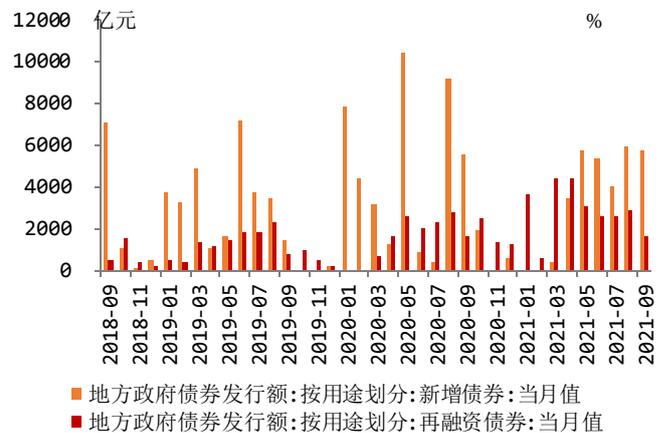
4 基建投资仍偏弱，政策扶持待兑现

整体来看，1-9 月基建投资增长势头弱于房地产和制造业投资，单月看复苏有改善趋势，但未大幅反弹。1-9 月，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%，低于整体固定资产投资增速 5.8 个百分点，增速较前值回落 1.4 个百分点，较 2019 年同期两年平均增长 0.4%，此数值较 1-8 月略回升 0.2 个百分点，基建投资边际改善；其中，1-9 月水利管理业投资增长 5.4%，较前值回落 1.9 个百分点，公共设施管理业、道路运输业投资增速不及基建投资，分别同比增长 0.0% 和 0.4%，较前值继续回落 0.7 和 1.7 个百分点；铁路运输业投资同比降幅较前值收窄 0.6 个百分点至 -4.2%。从单月数据看，9 月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 6.5%，降幅将前值收窄 0.5 个百分点，较 2019 年同期两年平均增长 -1.79%，此增速较 8 月略回落 0.14 个百分点；9 月广义基建投资同比下降 4.52%，降幅较前值继续收窄 2.08 个百分点，较 2019 年两年平均增速转负为正为 0.01%。8 月地方债发行提速，9 月地方专项债发行仍在高位，9 月份发行新增地方债 5716.25 亿元，其中新增专项债发行 5230.69 亿元，创年内月度发行新高，但从全年看，新增债发行季度仍然较慢，截止至 9 月 30 日，今年新增地方政府专项债完成全年额度的 68.2%，远低于过于两年同期完成度，如果假设今年额度全部发完，10-12 月，月均新增专项债发行 3671.7 亿元，显著快于 7 月及此前的大多数月份。近期发改委表示认真做好今年后几个月和

明年上半年专项债券项目准备，确保专项债券发行后及时投入使用，尽早形成实物工作量；随着“十四五”规划重大项目陆续开工建设，预计相关基建方面的投资也会逐步稳定改善，数据上将逐渐兑现。

图 7：基建投资两年平均增速略有下降


数据来源：wind、西南证券整理

图 8：地方新增债券发行加速


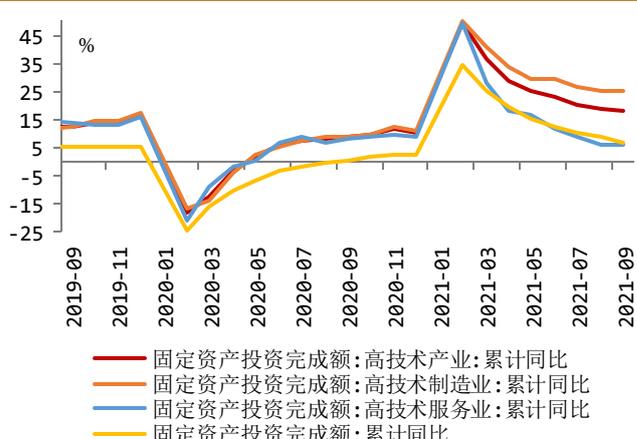
数据来源：wind、西南证券整理

5 制造业投资优势明显，高技术产业持续发力

1-9月，制造业投资同比增长 14.8%，较整体固定资产投资增速高 7.5 个百分点，较 1-8 月增速回落 0.9 个百分点，为三大投资中最优，天气转好、疫情逐渐稳定下制造业投资稳定复苏，两年平均增长 3.3%，此增速与前值持平。其中，高技术产业投资同比增长 18.7%，虽然同比增速较前值略回落 0.2 个百分点，但两年平均增速较前值加快 0.4 个百分点至 13.8%；高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长 25.4%、6.6%，增速较前值分别放缓 0.4 和加快 0.3 个百分点。高技术制造业中，计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业投资同比分别增长 40.8%、38.5%，仍维持在高位；高技术服务业中，电子商务服务业、检验检测服务业投资同比分别增长 43.8%、23.7%，增长较快。单月看，9 月制造业投资同比增长 10.05%，基数抬升下较前值回升 2.90 个百分点，短期疫情和天气等不利影响逐渐消退，制造业加速回暖，较 2019 年同期两年平均增速为 6.45%，此数值较前值加快 0.36 个百分点。目前大宗价格高位及国内终端需求疲弱对制造业企业的扩展意愿都有拖累，但政策支持制造业，尤其是先进制造业方向不改，10 月广东省出台《制造业企业研发费用加计扣除税收优惠政策系列指引》，对申报享受制造业企业研发费用加计扣除比例提升政策、在预缴环节申报享受研发费用加计扣除政策、简化研发费用辅助账样式、调整计算其他相关费用限额方法进行说明，近期国家和地方多出台扶持制造业及中小企业的政策，预计对制造业的投资拉动效用或将在四季度有所体现。

图 9：制造业投资增速回升


数据来源：wind、西南证券整理

图 10：高技术制造业的增速较快


数据来源：wind、西南证券整理

6 短期负面影响逐渐消退，消费增速逐渐向好

1-9 月份，社会消费品零售总额 318057 亿元，同比增长 16.4%，比 1-8 月份增速回落 1.7 个百分点，两年平均增长 3.9%。按消费类型看，1-9 月份，商品零售同比增长 15.0%，较 1-8 月份下降 1.5 个百分点；餐饮收入同比增长 29.8%，较 1-8 月份下降 4.6 个百分点；此外，线上购物持续发展，1-9 月份，全国网上零售额 91871 亿元，同比增长 18.5%，较 1-8 月份下降 1.2 个百分点；其中，实物商品网上零售增速 15.2%，占社会消费品零售总额的比重为 23.6%，线上零售占比保持较高的增速和占比。从商品类别看，1-9 月份限额以上单位商品零售额中，18 个商品类别同比增速均超过 10%，其中约 60% 的产品增速超过 20%。其中，金银珠宝类、通讯器材类、化妆品类、文化办公用品类等商品平均增速超过 15%，消费升级类商品快速增长。

单月来看，9 月份社会消费品零售总额 36833 亿元，同比增长 4.4%，高于预期值 1.04 个百分点，较 8 月增速回升 1.9 个百分点，两年平均增长 3.8%，此增速较 8 月份上升 2.3 个百分点，短期疫情的负面扰动逐渐消退，双节来临也对消费形成一定提振，9 月消费支出增速加快。从环比看，9 月份社会消费品零售总额增长 0.3%，较前值加快 0.13 个百分点。按消费类型来看，9 月，餐饮收入增长 3.1%，基数抬升下较 8 月份提升 7.6 个百分点，餐饮收入尚未大力反弹，复苏较平稳；商品零售增长 4.5%，较 8 月份提升 1.2 个百分点。按商

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_27972

