

总量研究

两年复合增速见底，制造业和消费启动反弹

——2021年9月实体经济数据点评

要点

事件：

10月18日，国家统计局公布实体经济数据。GDP单季度增速4.9%，前值7.9%，市场预期5.5%；生产单月增速3.1%，前值5.3%，市场预期3.8%；固投累计增速7.3%，前值8.9%，市场预期7.9%；社零单月增速4.4%，前值2.5%，市场预期3.4%。

核心观点：

在疫情、汛情、限产限电多重冲击下，三季度经济复苏边际放缓。但是，经济的结构也正在好转，一方面，消费随着疫情回落，出现反弹；另一方面，制造业投资已经连续两月大幅反弹，除医药、电子设备等高技术链条维持强势，低技术链条（食品、农副产品、纺织）这两个月也表现较强，制造业内部分化有所收敛。

向前看，预计四季度经济两年复合增速有望企稳回升。一方面，宏观对冲政策将继续发力，随着专项债发行节奏加快，基建增速有望继续回升。另一方面，我国逐步接近群体免疫状态，疫情对于居民消费和工业生产的影响也将有所减弱，制造业中枢有望继续回升。

GDP：环比回落至一季度水平，预计两年复合增速见底。

环比来看，三季度GDP环比0.2%，持平一季度，低于二季度（1.2%）。从两年复合增速来看，三季度基本达到2021年年内低点（4.9%）。向前看，预计四季度经济两年复合增速有望企稳回升。但是考虑到去年四季度基数较高，今年四季度同比增速预计还会进一步下滑。

制造业：大幅反弹，内部分化收敛。

制造业投资连续两个月表现强劲。从环比来看，9月制造业投资增速环比（23%）大幅高于季节性（2016年至2019年同期均值15%）。近期，低技术链条（食品、农副产品、纺织）表现较好，主要受益于疫苗接种逐步提高，内需释放回暖的倾向，及下游价格温和回升。

房地产：回落趋势不改，销售持续转负。

房地产行业回落的趋势没有发生变化，投资继续下行。二季度多个热点城市地产调控政策升级，新房销售增速进一步回落。

基建：小幅回落，维持低位，四季度有望继续反弹。

虽然9月专项债发行提速，但多地限产限电对建筑业活动造成受到了一定干扰。向前看，随着专项债进入加速发行期，预计基建增速还有进一步上行的动能。但是，15号文导致城投非标融资进一步受阻，限制基建项目配套资金来源，削弱专项债的杠杆作用，限制基建反弹的高度。

消费：如期反弹，可选消费品表现最好。

疫情得到有效控制后，社零如期反弹。从环比来看，社零环比（7.1%）大幅高于季节性（2016年至2019年同期均值1.9%）。分类来看，可选消费（饮料、烟酒、服装、化妆品、通讯等）表现较好，反弹幅度较大。向前看，随着全国疫苗接种持续推进，接近群体免疫状态，预计居民消费将出现温和复苏。但疫情反复、居民收入不均衡等问题会拖累消费复苏的步伐。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001

0755-23946159

zhaogege@ebsecn.com

相关研报

票据融资如何充当经济晴雨表？——光大宏观周报（2021-10-17）

PPI持续走高，国内滞胀风险加大——2021年9月价格数据点评（2021-10-15）

美国通胀压力不减，供应链和劳动力问题是关键——2021年9月美国非农数据点（2021-10-15）

社融增速或将企稳，国债收益率3.0%震荡——2021年9月金融数据点评（2021-10-14）

“疫情防控红利”延续，推动出口持续超预期——2021年9月进出口数据点评（2021-10-13）

美方最新549项关税排除清单：缘由、内容、意图——《大国博弈》系列第十一篇（2021-10-11）

预计三季度GDP5.1%，两年复合底部确认——2021年9月经济数据预测（2021-10-10）

9月美国失业率超预期下行，11月Taper官宣大局已定（2021-10-09）

中美新一轮谈判将起，美方要价兵棋推演——光大宏观周报（2021-10-07）

能耗双控波及生产，价格持续高位运行——2021年9月PMI数据点评（2021-09-30）

结构分化加剧，电力供应业明显承压——2021年9月工业企业利润点评（2021-09-28）

中美关系峰回路转，美方诉求在哪里——光大宏观周报（2021-09-26）

拜登财政刺激闯关，美债收益率突破1.4%——美联储观察系列三（2021-09-24）

美联储为Taper亮绿灯——2021年9月美联储议息会议点评（2021-09-23）

目 录

一、核心观点：经济增速放缓，但经济结构改善	3
二、GDP：多重因素冲击下，复苏边际放缓	3
三、制造业：大幅反弹，内部分化收敛	4
四、房地产：回落趋势不改，销售持续转负	6
五、基建：小幅回落，维持低位	6
六、消费：如期反弹，可选消费品表现最好	7

图目录

图 1：多重因素冲击下，GDP 环比回落至一季度水平	4
图 2：三季度制造业、出口增速加速，房地产、基建、消费回落	4
图 3：经济新旧动能交替，房地产投资回落，制造业投资反弹	5
图 4：医药、金属制品、食品是 9 月制造业投资上行的主要拉动	5
图 5：低技术链条投资复苏，制造业内部分化有所收敛	5
图 6：新房销售增速持续回落，连续两个月转负	6
图 7：开发商资金来源增速维持低位	6
图 8：9 月广义基建增速维持低位	6
图 9：9 月建筑业 PMI 相对 8 月有所下滑	6
图 10：9 月社零有所回升，可选商品表现较好	7
图 11：办公用品、饮料、烟酒、珠宝、化妆品表现均较好	7
图 12：三季度央行问卷显示，居民储蓄倾向进一步上升	8
图 13：9 月随着疫情得到控制，服务业 PMI 有所反弹	8

表目录

表 1：2021 年 9 月， 投资、生产不及预期，消费略超预期	3
--	---

一、核心观点：经济增速放缓，但经济结构改善

事件：10月18日，国家统计局公布9月实体经济数据。

- 【1】GDP 单季度增速 4.9%，前值 7.9%，市场预期 5.5%；
- 【2】生产单月增速 3.1%，前值 5.3%，市场预期 3.8%；
- 【3】固投累计增速 7.3%，前值 8.9%，市场预期 7.9%；
- 【4】社零单月增速 4.4%，前值 2.5%，市场预期 3.4%。

核心观点：

在疫情、汛情、限产限电多重冲击下，三季度经济复苏边际放缓。但是，经济结构也正在好转，一方面，消费随着疫情回落，出现反弹；另一方面，制造业投资已经连续两月大幅反弹，除医药、电子设备等高技术链条维持强势，低技术链条（食品、农副产品、纺织）这两个月也表现较强，制造业内部分化有所收敛。

向前看，预计四季度经济两年复合增速有望企稳回升。一方面，宏观对冲政策将继续发力，随着专项债发行节奏加快，基建增速有望继续回升。另一方面，我国逐步接近群体免疫状态，疫情对于居民消费和工业生产的影响也将有所减弱，制造业中枢有望继续回升。

表 1：2021 年 9 月， 投资、生产不及预期，消费略超预期

月份	固定资产投资 (累计同比)	社零 (单月同比)	工业增加值 (单月同比)	GDP
2020 年 11 月	2.6%	5.0%	7.0%	
2020 年 12 月	2.9%	4.6%	7.3%	6.5%
2021 年 1-2 月	35%	33.8%	35.1%	
2021 年 3 月	25.6%	34.2%	14.1%	18.3%
2021 年 4 月	19.9%	17.7%	9.8%	
2021 年 5 月	15.4%	12.4%	8.8%	
2021 年 6 月	12.6%	12.1%	8.3%	7.9%
2021 年 7 月	10.3%	8.5%	6.4%	
2021 年 8 月	8.9%	2.5%	5.3%	
2021 年 9 月 实际值	7.3%	4.4%	3.1%	4.9%
2021 年 9 月 市场预期	7.9%	3.4%	3.8%	5.5%
2021 年 9 月 光大预期	7.8%	3.4%	4.0%	5.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期）

二、GDP：多重因素冲击下，复苏边际放缓

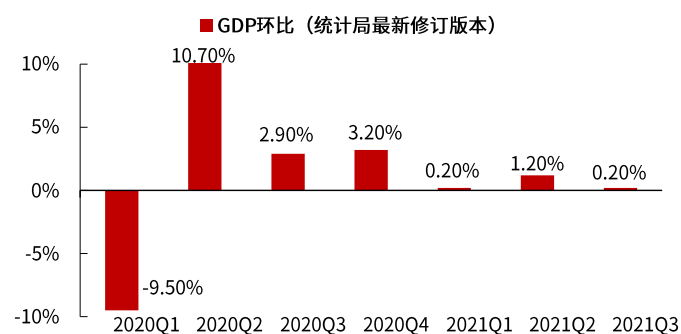
从同比来看，三季度经济（4.9%）大幅低于市场预期（5.5%），略低于我们的预期（5.1%）。从两年复合增速来看，三季度基本达到 2021 年年内低点，一二三季度两年复合增速分别为 5.0%、5.5%及 4.9%。从环比来看，三季度 GDP 环比 0.2%，持平一季度，低于二季度（1.2%）。

三季度经济同比增速回落，但经济结构发出向好信号。回顾三季度经济表现，制造业、出口的两年复合增速相对二季度加速，房地产、基建、消费则出现回落。三季度我国经济表现增速回落，一方面是受到疫情、汛情的冲击，另一方面，是

因为我国在产业结构转型的过程中，房地产、过剩产能等传统经济部门收缩，拖累了表观经济增速。

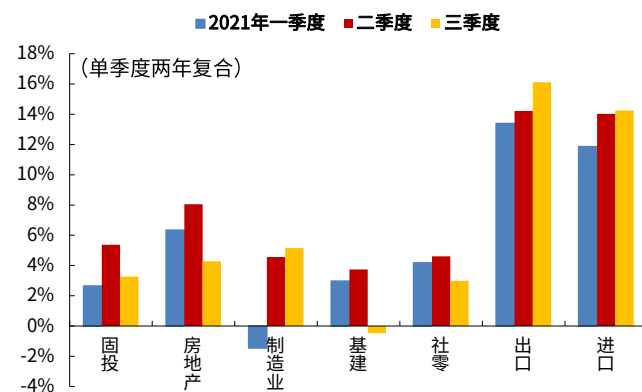
但是，我们也可以观察到，经济的结构正在好转。9月份，疫情有所回落后，消费即刻反弹，可选消费强势复苏；制造业投资也连续两个月维持较高增速，除了医药、电子设备等高技术链条维持强势，低技术链条（食品、农副产品、纺织）这两个月也取得了不错的表现，制造业内部分化有所收敛。

图 1：多重因素冲击下，GDP 环比回落至一季度水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：三季度制造业、出口增速加速，房地产、基建、消费回落



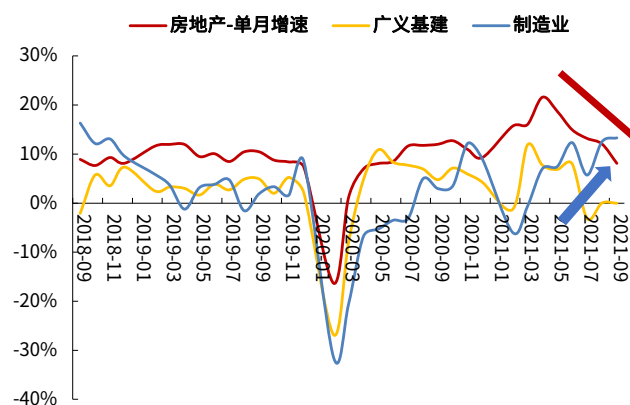
资料来源：Wind，光大证券研究所

三、制造业：大幅反弹，内部分化收敛

9 月固投增速大幅低于预期，主要是受到了房地产和基建的拖累。与 2019 年同期相比（下同），9 月单月增速 5.6%，比 8 月单月增速 8.8% 大幅下滑，基本回落到 7 月水平，也大幅低于二季度的表现（单月约在 11% 左右）。

制造业投资连续两个月表现强劲。9 月制造业投资单月增速 12.5%，高于 8 月 12.5% 及 7 月的 5.7%，增速达到年内的峰值。如果说 8 月份制造业的反弹，还受到去年低基数的抬升；9 月份制造业的反弹，则是建立在正常基数上的。从环比来看，制造业环比 (23%) 大幅高于季节性 (2016 年至 2019 年同期均值 15%)。

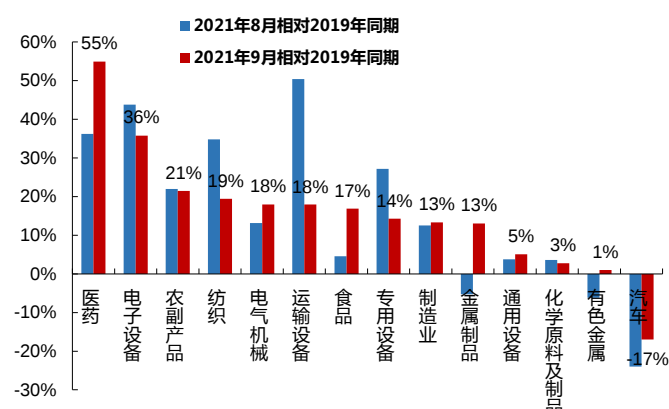
图 3：经济新旧动能交替，房地产投资回落，制造业投资反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 4：医药、金属制品、食品是 9 月制造业投资上行的主要拉动



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

从制造业内部链条来看，分化有所收敛。以 2019 年为基数来看，不仅高技术链条表现较为强势，医药投资 9 月单月增速相对 8 月提升 19 个百分点；低技术链条，包括金属制品 (+18pct)、食品 (+12pct)、有色 (+7pct) 也是制造业投资回升的主要拉动。疫情以来，低技术链条增速持续疲弱；近期，低技术链条（食品、农产品、纺织）表现较好，主要受益于内需有回暖的倾向，及下游价格温和回升。

图 5：低技术链条投资复苏，制造业内部分化有所收敛

需求侧产业链条	行业分类	投资占比	2021年相对2019年同期 单月增速								
			2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	
房地产、基建	黑色金属	3.2%	31%	56%	46%	32%	23%	6%	39%		
	有色金属	2.5%	7%	3%	2%	5%	-2%	6%	-6%	1%	
	合计	5.7%									
食品	农副产品	5.1%	-6%	-3%	3%	16%	18%	18%	22%	21%	
	食品	2.7%	11%	11%	-1%	3%	10%	8%	5%	17%	
	酒、饮料、烟草	1.6%	-6%	1%	-5%	0%	4%	-8%	7%		
	合计	9.5%	19%	58%	25%	43%	18%	20%	2%		
出口：低技术(纺织、家具等)	纺织	2.9%	30%	21%	1%	-5%	-1%	10%	35%	19%	
	纺织服装	1.6%	38%	36%	34%	30%	35%	27%	19%		
	皮、毛、羽毛	0.9%	10%	20%	20%	26%	23%	19%	10%		
	木材加工	1.9%	22%	28%	24%	25%	12%	17%	14%		
	家具	1.8%	20%	30%	17%	23%	12%	22%	23%		
	化学原料及化学纤维	7.1%	9%	-1%	9%	16%	21%	7%	4%	3%	
	造纸	0.6%	27%	5%	8%	-9%	5%	17%	11%		
	合计	18.0%	-3%	11%	-5%	-6%	18%	2%	8%		
出口：高技术(机械、电气等)	电子设备	9.3%	30%	23%	45%	48%	51%	31%	44%	36%	
	通用设备	6.4%	20%	19%	11%	-4%	0%	3%	4%	5%	
	专用设备	7.1%	2%	-1%	1%	20%	20%	15%	27%	14%	
	金属制品	4.9%	17%	14%	3%	1%	7%	-6%	-5%	13%	
	非金属矿物	9.8%	-4%	0%	9%	4%	8%	6%	9%		
	合计	37.6%									
产业升级	运输设备	1.3%	16%	8%	26%	27%	25%	33%	50%	18%	
	仪器仪表	1.4%	22%	2%	37%	37%	27%	10%	1%		
	电气机械	6.1%	-8%	-8%	10%	4%	14%	10%	13%	18%	
	医药	4.1%	28%	24%	36%	40%	48%	32%	36%	55%	
	合计	12.8%									
汽车链条	汽车	5.5%	32%	28%	17%	28%	13%	23%	24%	17%	
	橡胶、塑料	3.4%	-6%	-7%	3%	3%	4%	4%	22%		
	合计	8.9%									

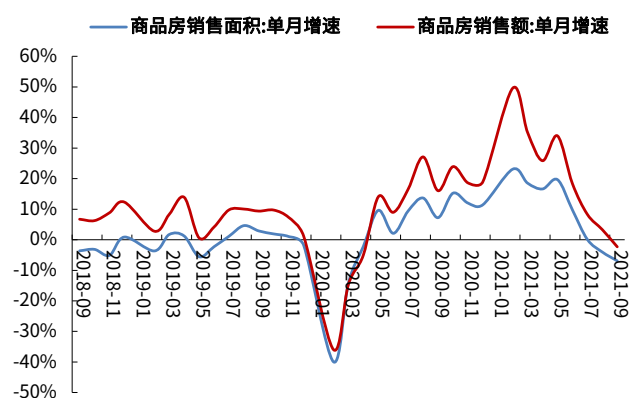
资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

四、房地产：回落趋势不改，销售持续转负

房地产行业景气度回落的趋势没有发生变化，投资继续下行。与 2019 年同期相比（下同），9 月房地产投资单月增速 8.1%，大幅低于 8 月的 12.1%，是今年 4 月高点（21.6%）以来连续第 7 个月下滑。7 月至 8 月，多个热点城市地产调控政策升级，新房销售增速进一步回落，9 月销售面积单月增速下滑至 -6.9%，是今年以来第二个月转负。销售下滑，开发商回款放慢、资金约束加强，新开工、竣工增速双双走弱，房地产投资也持续下行。

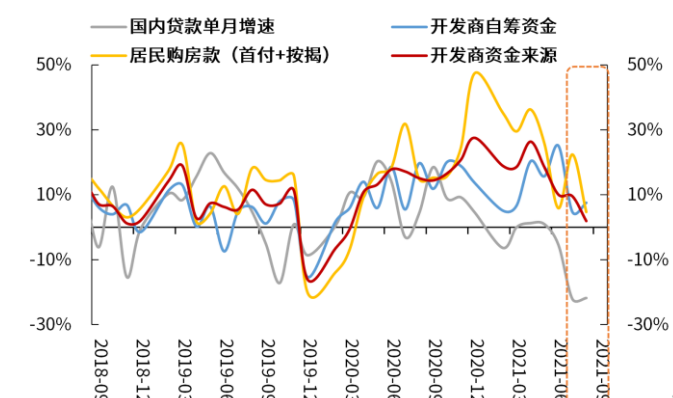
图 6：新房销售增速持续回落，连续两个月转负



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 7：开发商资金来源增速维持低位



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

五、基建：小幅回落，维持低位

基建投资小幅回落，维持低位。以 2019 年为基数，广义基建 9 月单月增速 -0.02%，相较于 8 月单月增速 0.03% 小幅回落，略高于 7 月的 -3.1%。虽然 9 月专项债发行提速，但多地限产限电也对建筑业活动造成受到了一定干扰，建筑业 PMI 相对 8 月回落了 3 个百分点至 57.5%。

图 8：9 月广义基建增速维持低位

—— 电热燃气及水 —— 水利公共设施

图 9：9 月建筑业 PMI 相对 8 月有所下滑

—— 建筑业 PMI —— 建筑业 PMI-业务活动预期 —— 建筑业 PMI-新订单

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_27978

