

宏观点评

困局与纠偏——GDP“破5”的背后

事件：2021年三季度实际GDP同比4.9%（前值7.9%），两年复合增速4.9%（前值5.5%）；9月工业增加值同比3.1%（前值5.3%），两年复合增速5.0%（前值5.4%）；社零同比4.4%（前值2.5%），两年复合增速3.8%（前值1.5%）；1-9月固投累计同比7.3%（前值8.9%），两年复合增速3.8%（前值4%），其中：地产投资同比8.8%（前值10.9%），两年复合增速7.2%（前值7.7%）；狭义基建投资同比1.5%（前值2.9%），两年复合增速0.4%（前值0.2%）；制造业投资同比14.8%（前值15.7%），两年复合增速3.3%（前值3.3%）。

核心观点：三季度GDP增速跌破5%、两年复合4.9%也已低于潜在增速水平，指向经济下行压力确实很大，也进一步凸显了供需失衡、高PPI低CPI等结构性矛盾，也指向当前经济与政策仍存三大“困局”：房地产能怎么松（刺激总需求似乎没有其他更有效的办法）、限产能怎么松（短期很难大幅增加供给）、货币能怎么松（降准已降温）。总体看，鉴于限电限产已有所纠偏、过紧的房地产开发也会纠偏，预计四季度GDP同比增速会持续回落，但环比增速和两年复合增速可能小幅回升，换言之，四季度经济很可能边际上有所好转。

1、三季度GDP低于预期和潜在增速水平，四季度有边际好转可能。7月中下旬以来，我国接连发生了洪涝台风、疫情扩散、限产限电等扰动，经济压力加大已成为市场共识，最终Q3GDP同比4.9%，环比增速和复合增速也较Q2明显回落，且低于预期和潜在增速水平，反映当前经济压力确实加大，也进一步凸显了供需失衡、高PPI低CPI等结构性矛盾。倾向于认为，四季度经济不应过度悲观，存在边际好转可能（四季度GDP同比增速回落，但环比和两年复合增速可能回升），主因近期双控政策释放纠偏信号、地产政策也有松动迹象（房企开发贷会纠偏）。

2、生产端：工业生产大幅回落，服务业复苏。9月工业增加值当月同比回落至3.1%，两年平均增速为5%，较8月平均增速5.4%明显回落，主因限电限产约束、需求走弱。疫情减退，9月服务业生产指数两年平均增长5.3%，较8月平均增速4.4%明显回升；分行业看，9月缺芯小幅缓解，汽车生产有所反弹，而化工、黑色、有色等高耗能行业回落较多，应是环保限产进一步偏严有关。往后看，近期双控政策释放纠偏信号，预计生产端限制将边际缓解；但环保、气候等因素影响下，Q4用电预计仍将偏紧，对工业生产约束仍然存在。

3、消费端：有所反弹，仍明显偏弱。9月社零当月同比反弹至4.4%，两年平均增速为3.8%，较8月的平均增速1.5%有所反弹，但距离疫情前8%左右的增速仍明显偏低，促消费政策亟待发力。结构看，汽车消费降幅扩大，当月同比回落至-11.8%，创2020年4月以来新低；餐饮消费、烟酒、金银珠宝、饮料等假期消费反弹较多。Q4预计疫情影响仍存，但影响程度可能逐步下降；贫富分化、储蓄与投资挤占等因素仍存，消费可能延续震荡复苏态势，仍难恢复正常。

4、就业端：整体失业率创新低，结构性矛盾仍存。9月城镇调查失业率回落0.2个百分点至4.9%，创2019年以来新低。根据统计局的解释，9月就业情况好转可能与服务业增长加快、就业政策显效、灵活就业发展等因素有关。9月16-24岁青年调查失业率继续小幅回落0.7个百分点至14.6%，但仍处于高峰水平，结构性就业压力仍大。

5、投资端：地产跌幅扩大，基建小幅提速，制造业投资续升

>地产投资创疫后新低，竣工回落较多，政策压力边际趋缓。9月地产销售跌幅扩大，商品房销售面积平均增速回落至-3.5%，但回落速度继续放缓（7、8月平均增速分别回落4.7、2.1、1.5个百分点），土地成交有所反弹。地产投资创疫后新低，1-9月地产投资平均累计增速7.2%，9月地产投资当月平均增速3.8%，创2020年4月以来新低。1-9月竣工面积平均增速较1-8月回落1.5个百分点，竣工回落较多可能与近期多家房企暴雷，行业融资受阻，对竣工造成拖累有关。今年Q3以来，地产销售加速下行，多家房企暴雷，行业压力以及对经济的拖累明显加大。但同时注意到，8-9月地产销售平均增速虽然仍趋于回落，但回落斜率持续放缓；且近期地产政策表态偏温和，预计Q4地产调控政策全面放松的可能性不大，但银行对房企开发贷过于收紧会纠偏，地产下行压力可能趋缓。

>专项债发行持续回升，基建投资小幅提速。1-9月狭义基建投资同比增速1.5%，平均增速较1-8月加快0.2个百分点至0.4%。9月新增地方专项债发行约5200亿元，较8月的约4900亿元小幅回升，支撑基建提速，但仍未明显放量。往后看，1-9月地方政府新增专项债已发行2.36万亿元，若剩余新增专项债额度在11月底前发行完毕，且不再为12月预留专项债额度，则预计10-11月月均发行规模约6400亿元，后续基建投资的支撑应会逐步加强。

>制造业投资持续回升，纺织续升、高耗能行业受限。1-9月制造业投资累计同比14.8%，较2019年同期平均增长3.3%，较1-8月持平；近期制造业增速持续回升，可能与企业盈利较强、出口增速保持强势有关。分行业看，纺织业投资增速提升较多，继续提示关注纺织服装行业机会；高耗能行业（如化学制品、有色）投资增速回落较多，应是与各省能耗双控等环保政策约束加强有关。维持此前观点，制造业投资可能延续复苏，但幅度和斜率均有限。

6、整体看，9月经济数据进一步指向当前经济压力加大、且已经低于潜在增速水平。维持我们此前判断，四季度稳增长必要性增大，政策将稳中有松，货币财政会更积极。短期看，结合最新表态，提示四大政策线索：1）货币政策：降准预期会降温，碳减排支持工具的结构宽松会升温；2）财政政策：专项债发行可能进一步回升、且可能提前下发明年额度，基建支撑可能逐步加强；3）地产&限产：难以全面放松、但会边际松动，地产端关注开发贷的纠偏；4）促消费：短期看消费券、减税、大宗消费（汽车家电）、公共消费，长期看共同富裕。

风险提示：疫情演化、外部环境恶化、政策力度等超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《有降温有升温—央行三季度新闻发布会 6 信号》2021-10-16
- 2、《PPI 创新高，CPI 继续弱，后续紧盯 4 大线索》2021-10-14
- 3、《信贷社融继续走弱，降准降息和宽信用能来么？》2021-10-13
- 4、《强出口背后的三大预期差和一大背离》2021-10-13
- 5、《供需结构性矛盾凸显，紧盯三条政策线索—9 月 PMI 的 5 大信号》2021-09-30
- 6、《经济继续走弱，短期关注 3 个政策方向—全面解读 8 月经济》2021-09-15

内容目录

三季度 GDP 增速首度“破 5”，经济压力显著加大	3
生产端：工业生产大幅回落，服务业复苏	3
消费端：有所反弹，仍明显偏弱	4
就业端：整体失业率创新低，结构性矛盾仍存	5
投资端：地产跌幅扩大，基建小幅提速，制造业投资续升	6
地产投资创疫后新低，竣工回落较多，政策压力边际趋缓	6
专项债发行持续回升，基建投资小幅提速	7
制造业投资持续回升，纺织续升、高耗能行业受限	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 三季度 GDP 较二季度明显回落	3
图表 2: 二产回落大于三产	3
图表 3: 工业生产大幅回落	4
图表 4: 服务业生产反弹	4
图表 5: 分行业工业增加值增速变动	4
图表 6: 社零当月和累计同比增速	5
图表 7: 餐饮消费降幅大于商品消费	5
图表 8: 分行业消费增速变动	5
图表 9: 我国城镇调查失业率情况	6
图表 10: 青年失业率持续回落	6
图表 11: 商品房销售增速	6
图表 12: 土地成交增速	6
图表 13: 地产投资增速变动	7
图表 14: 地产新开工、施工、竣工增速	7
图表 15: 基建投资增速变动	8
图表 16: 地方政府专项债和城投债融资	8
图表 17: 制造业投资增速	8
图表 18: 企业投资预期变动	8
图表 19: 分行业制造业投资增速变动	9

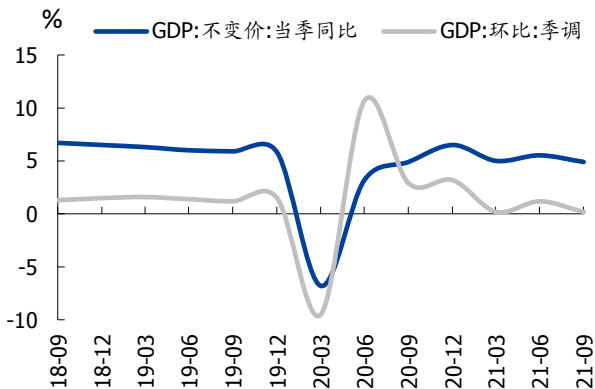
三季度 GDP 增速首度“破5”，经济压力显著加大

三季度 GDP 较二季度明显回落，且低于预期和潜在增速水平。

- 从市场预期看，2021年三季度 GDP 实际当季增速 4.9%，低于 Wind 一致预期的 5.5%，也略低于我们预计的 5.1%-5.2%。
- 从复合增速看，三季度 GDP 较去年同期两年平均增长 4.9%，较二季度平均增速 5.5% 明显回落，反映三季度经济压力明显加大。
- 从环比增速看，三季度 GDP 季调环比增长 0.2%，较二季度环比 1.2% 的增速大幅回落，与一季度环比增速持平。
- 从潜在增速看，9月28日，央行行长在《中国的利率体系与利率市场化改革》一文中指出“中国的经济潜在增速仍有望维持在 5%-6% 的区间”，则三季度 4.9% 的平均增速已经略低于潜在增速水平。

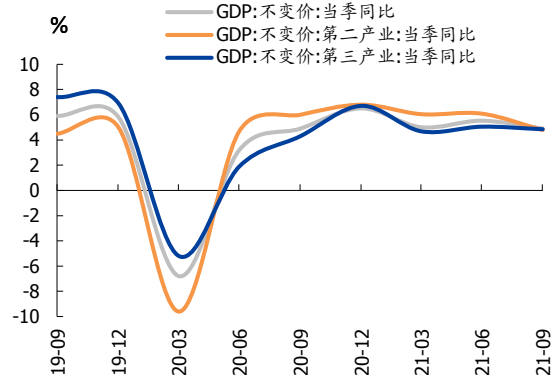
二产回落明显大于三产。分产业看，二产增加值当季同比 3.6%，两年平均增长 4.8%，较二季度平均增速回落 1.3 个百分点；三产增加值当季同比 5.4%，两年平均增长 4.8%，较二季度微跌 0.2 个百分点。

图表 1: 三季度 GDP 较二季度明显回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-9月增速为较2019年同期两年平均增长

图表 2: 二产回落大于三产



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-9月增速为较2019年同期两年平均增长

三季度经济压力为何加大？四季度经济如何走？

- 洪涝、疫情、政策约束等导致三季度经济压力明显加大。二季度我国经济复苏态势整体较好，但从7月中下旬开始，我国接连发生了洪涝台风、疫情扩散等扰动，经济复苏节奏被打断；9月，受能耗双控、限产限电影响，制造业 PMI 时隔 18 个月再度降至荣枯线下方的 49.6%，经济压力进一步加大。
- 四季度经济不应过度悲观，存在好转可能。9月以来，受能耗双控限制趋严影响，市场对经济前景较为悲观；但近期双控政策释放纠偏信号，预计供给端限制将边际缓解。叠加国内疫苗不断推进、防控持续进步，Q4 疫情整体可能更受控，地产政策也有松动迹象，Q4 经济压力有边际缓解的可能，体现为四季度 GDP 同比增速会继续回落，但环比增速和两年复合增速可能小幅回升。

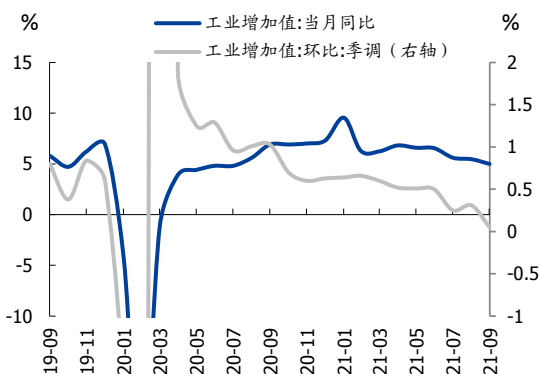
生产端：工业生产大幅回落，服务业复苏

工业生产大幅回落。9月工业增加值当月同比回落至 3.1%，两年平均增速为 5.0%，较 8 月平均增速 5.4% 明显回落；环比角度看，9 月工业增加值季调环比仅 0.05%，明显低

于8月的0.31%，也低于2015-2019年平均环比的0.55%，显示9月工业生产明显走弱，与9月制造业PMI回落至收缩区间走势一致，主因限电限产约束、需求走弱。

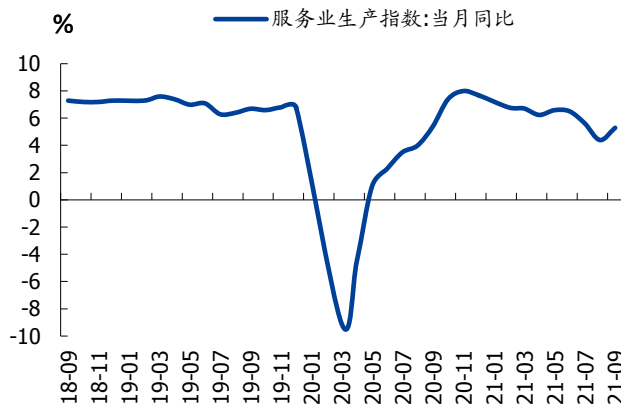
疫情减退，服务业复苏。9月服务业生产指数同比反弹至5.2%，两年平均增长5.3%，较8月的平均增速4.4%明显回升，与服务业PMI大幅反弹一致，主因疫情冲击减退。

图表3: 工业生产大幅回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-9月增速为较2019年同期两年平均增长

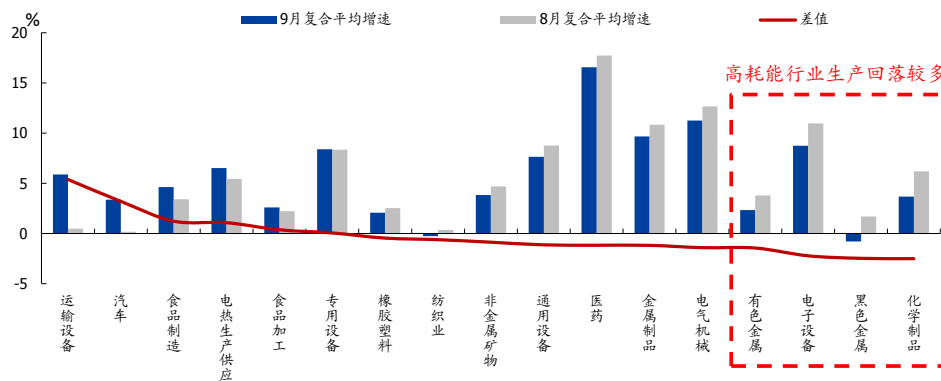
图表4: 服务业生产反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-9月增速为较2019年同期两年平均增长

分行业看，缺芯缓解汽车生产有所反弹，高耗能行业增速回落较多。中汽协分析称，9月汽车芯片供应略有缓解，这应是本月汽车生产降幅收窄的主要原因，9月汽车制造业增加值同比-8.2%，复合增速提升3.2个百分点至3.4%。另一方面，高耗能行业(化工、黑色、有色等)回落较多，应是与环保限产进一步偏严有关。

图表5: 分行业工业增加值增速变动



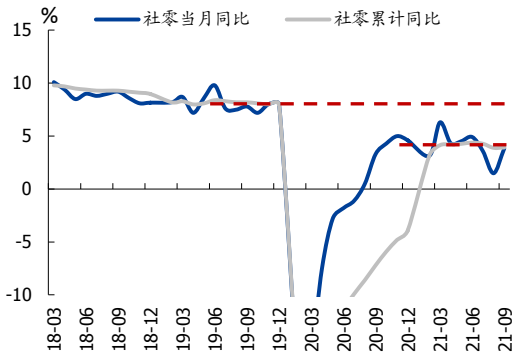
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看，近期双控政策释放纠偏信号，预计生产端限制将边际缓解；但环保、气候等因素影响下，四季度用电预计仍将偏紧（具体请参考前期报告《能耗双控和拉闸限电的影响与趋势——碳中和系列三》），对工业生产约束仍然存在。

消费端：有所反弹，仍明显偏弱

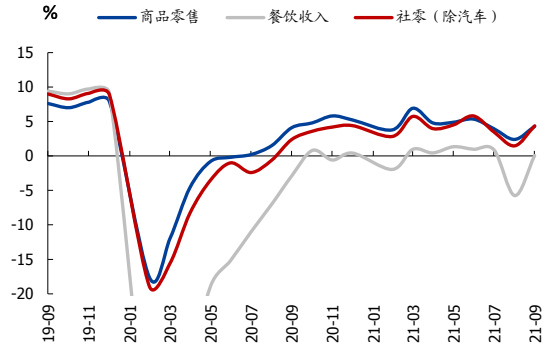
消费有所反弹，仍明显低于正常水平。9月社零当月同比反弹至4.4%，两年平均增速为3.8%，较8月的平均增速1.5%有所反弹，但距离疫情前8%左右的增速仍明显偏低。

图表6: 社零当月和累计同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-9月增速为较2019年同期两年平均增长

图表7: 餐饮消费降幅大于商品消费

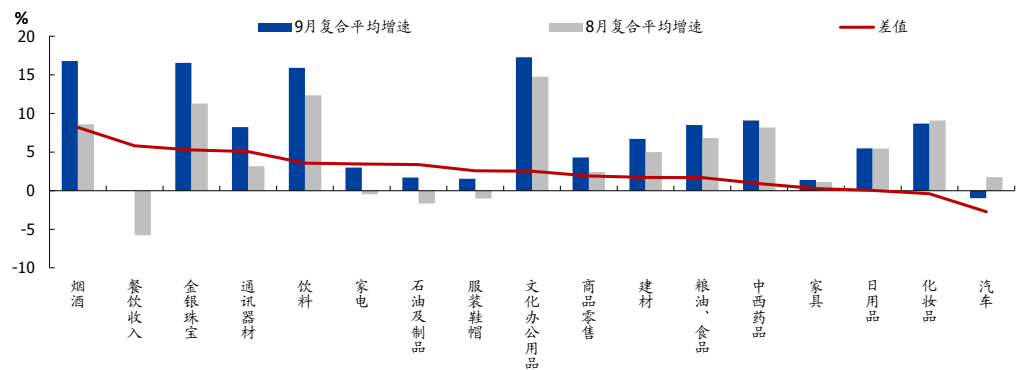


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-9月增速为较2019年同期两年平均增长

结构看, 汽车消费降幅扩大, 餐饮消费、假期消费反弹较多。

- **商品消费方面**, 9月商品零售两年复合增速4.4%, 较8月的2.4%明显回升, 其中汽车消费降幅扩大, 当月同比由8月的-7.4%回落至-11.8%, 创2020年4月以来新低, 两年复合增速由1.7%降至-1.0%, 主因芯片仍然短缺, 叠加经济下行压力加大;
- **餐饮消费方面**, 9月餐饮消费两年复合增速0.1%, 较8月的-5.8%大幅反弹, 主因福建和黑龙江虽然再次出现散发式疫情, 但均局限于省内, 整体趋于受控, 对全国消费复苏的影响较为有限, 验证了我们此前判断(具体请参考前期报告《供需结构性矛盾凸显, 紧盯三条政策线索—9月PMI的5大信号》)。
- **细分行业看**, 受疫情缓和影响, 多数品类消费增速均有所反弹, 餐饮消费反弹较多。烟酒、金银珠宝、饮料等品类增速较高, 可能与中秋国庆假日带动有关。

图表8: 分行业消费增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

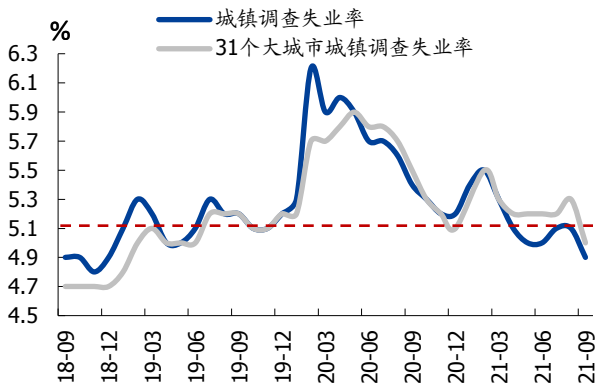
9月消费有所反弹, 但仍明显疲软, 促消费政策亟待发力; Q4及2022年, 预计疫情影响可能仍然存在, 影响程度可能逐步下降; 贫富分化、储蓄与投资挤占等因素仍存, 消费可能延续缓慢震荡复苏态势, 仍难以完全恢复正常。

就业端: 整体失业率创新低, 结构性矛盾仍存

9月调查失业率创新低。2021年9月城镇调查失业率回落0.2个百分点至4.9%，创2019年以来新低。31个大城市调查失业率也下行至5.0%，已经低于疫情前水平。根据统计局的解释，9月就业情况好转可能与服务业增长加快，就业政策显效、灵活就业发展等因素有关。

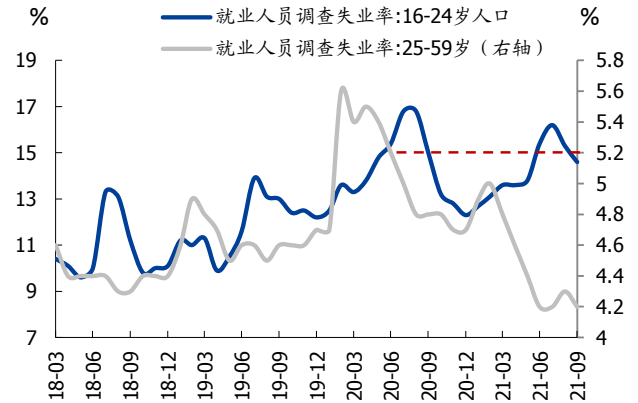
青年失业率继续回落，仍处高位。1-9月城镇新增就业1045万人，占年初目标的95%，仍低于2017-2019年平均进度的100%左右。结构上看，9月16-24岁青年调查失业率继续小幅回落0.7个百分点至14.6%，但仍处于高峰水平，结构性就业压力仍大。

图表 9: 我国城镇调查失业率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 青年失业率持续回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

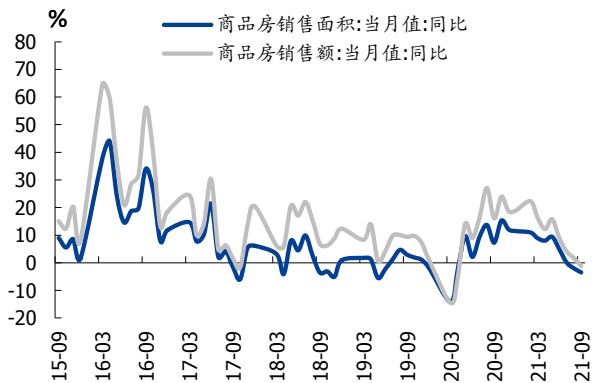
投资端：地产跌幅扩大，基建小幅提速，制造业投资续升

1-9月固投累计同比7.3%，低于1-8月的8.9%；两年平均累计增速3.8%，较1-8月继续回落0.2个百分点。

地产投资创疫后新低，竣工回落较多，政策压力边际趋缓

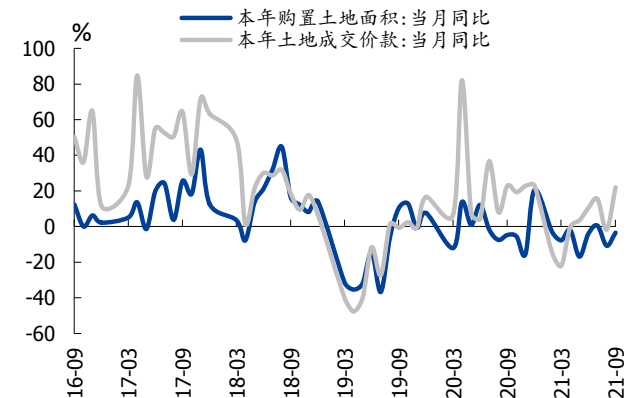
地产销售跌幅扩大，回落速度继续放缓。9月商品房销售面积较2019年同期的平均增速-3.5%，较8月平均增速回落1.5个百分点，回落速度继续放缓（7、8月平均增速分别回落4.7、2.1、1.5个百分点）。土地成交有所反弹。9月土地购置面积、土地成交价款两年平均增速分别为-3.5%、22.1%，均较8月有所反弹。

图表 11: 商品房销售增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-9月增速为较2019年同期两年平均增长

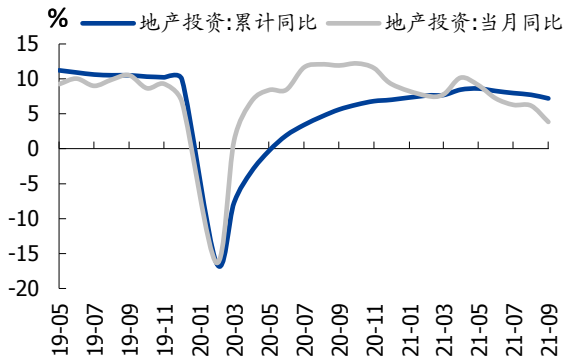
图表 12: 土地成交增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-9月增速为较2019年同期两年平均增长

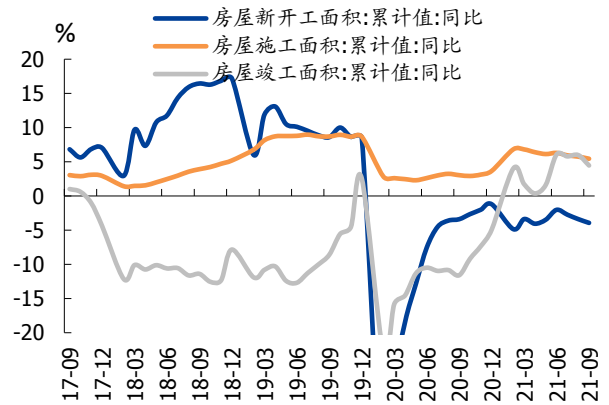
地产投资创疫后新低。1-9月地产投资较2019年同期平均累计增速7.2%，较1-8月平均增速回落0.5个百分点；9月地产投资当月平均增速3.8%，创2020年4月以来新低。竣工回落较多。1-9月房屋新开工、施工、竣工面积累计平均增速分别为-3.9%、5.5%、4.5%，分别较1-8月回落0.6、0.3、1.5个百分点，施工和竣工增速仍维持相对高位，注意到9月竣工增速回落较多，可能与近期多家房企暴雷，行业融资受阻，对竣工产生拖累有关。

图表 13: 地产投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-9月增速为较2019年同期两年平均增长

图表 14: 地产新开工、施工、竣工增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-9月增速为较2019年同期两年平均增长

去年下半年以来，调控政策持续加码影响下，地产销售景气持续下行，今年三季度后地产销售加速下行，多家房企暴雷，行业压力明显加大。但同时也注意到，8-9月地产销售平均增速虽然仍趋于回落，但回落斜率持续放缓；且近期地产政策表态偏温和（如9月27日央行货币政策委员会2021年第三季度例会首提“两维护”、10.15央行三季度发布会指出“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”等），预计Q4地产调控政策全面放松的可能性不大，但经济下行背景下，短期内也难继续加码，部分银行可能放宽个人房贷审批、部分城市出台“限跌令”。

专项债发行持续回升，基建投资小幅提速

基建投资小幅提速。根据统计局数据，1-9月基建投资（狭义）同比增速1.5%，较2019年平均增长0.4%，较1-8月基建平均增速加快0.2个百分点。

9月基建债务融资小幅回落，专项债持续回升，城投债继续小落。9月新增地方专项债各发行约5200亿元，较8月的约4900亿元小幅回升，但城投债净融资额由8月的约

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_27979



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>