



宏观点评

“双控”压制生产，经济整体不及预期 ——9 月经济数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号：S0120521080004

邮箱：panjing@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

- 1.《“恒大事件”对宏观经济的长远影响》，2021.10.15
- 2.《美国通胀：供需错配如何博弈海外通胀系列专题之一》，2021.10.14
- 3.《PPI 对 CPI 及下游价格的传导——“双控”政策下的价格演变-》，2021.10.14
- 4.《三季度底部徘徊、四季度温和回升 9 月货币信贷数据点评-》，2021.10.14
- 5.《“双控”或将持续拖累经济——2021 年 9 月官方 PMI 点评-》，2021.9.30

投资要点：

● 国家统计局公布 9 月经济数据：

前三季度 GDP 同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%，比上半年两年平均增速回落 0.1 个百分点。三季度单季度同比增长 4.9%，两年平均增长 4.9%，预期增长 5.5%。

工业增加值单月同比实际增长 3.1%，预期增长 3.8%，两年平均增长 5.0%。工业增加值环比增长 0.05%，较上月下降 0.26 个百分点。1-9 月份工业增加值累计增长 11.8%，两年平均增长 6.4%；

1-9 月固定资产投资累计同比 7.3%，预期增长 7.9%，两年平均增长 3.8%，其中制造业投资累计同比 14.8%，两年平均增长 3.3%；基建投资同比 1.5%，两年平均增长 0.4%；房地产投资同比 8.8%，两年平均增长 7.2%；

9 月社会消费品零售总额同比 4.4%，预期增长 3.4%，两年平均增长 3.85%；

9 月全国城镇调查失业率 4.9%，其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 14.6%、4.2%。

● 核心结论

整体来看，9 月份经济数据整体不及预期，三季度单季 GDP 增速跌破 5%，主要受到“双控”政策趋严的影响，生产大幅下滑拖累经济增长；需求方面，受到严格的政策管控，地产投资增速跌破 10%，基建投资增速不高，制造业略有上行，亮点在于 9 月消费的大幅回升，尤其是线下消费的贡献超预期，一方面是节庆消费需求的拉动，另一方面是 7、8 月份的消费需求受疫情及汛情的影响，9 月的消费反弹反映了消费的增长潜力仍存，但疫情扰动仍然是影响消费的重要因素。

四季度经济恢复的不确定性仍存，内需来看，投资端，地产投资在监管趋严的影响下增速逐级下滑，基建因广义财政约束宽松、专项债发行提速而边际回升，但上修空间有限，制造业的出口链条景气，但下游需求不足、运费高企、上游成本提升制约企业投资意愿；消费端，冷冬叠加传统旺季和节庆拉动可能持续带动消费需求维持在不错的水平，但仍需考虑秋冬季可能存在的疫情扰动带来的影响。

9 月至 10 月央行连续等量续做 MLF，回笼长假之前投放的流动性，市场对货币政策再度加码“降准”的预期松动降温，且在 10 月 15 日央行官员表示“十年期国债收益率在 2.95% 附近，总体处于较低水平”印证货币政策保持中性取向的政策定力，债券市场持续释放供给上升、滞胀忧虑等利空，然而三季度 GDP 增速超预期提前跌破潜在经济增速水平，房地产调控政策基调不变、基建投资难显大幅反弹，则又意味着中期经济增速维持下行趋势，短期中性取向的货币政策或是为“跨周期”调节而留力蓄势，债券市场随着利空的逐一兑现，短期偏空思路或可转为观望，从中期角度看，利率中枢水平或继续跟随经济增速下移。。

从 9 月份以来的权益市场表现来看，市场整体呈震荡格局，上游行业持续涨价推升通胀，市场交易反映的情绪在“滞胀”和“宽松”中持续摇摆，市场对于货币政策的预期持续影响市场表现。在上游价格居高不下、下游需求不足以承接上游价格传导的局面下，我们认为结构性的价格上涨不会驱动货币政策明显趋严，核心 CPI 温和稳定的情况下，明年一季度大概率不会出现严重的滞胀情况，基本面和货币政

策双杀的情形概率较低。在货币政策仍然保持稳健的情况下，我们认为权益市场不会出现系统性风险。短期来看，权益市场跟随上游价格涨价的行情仍有可能持续，三季报逐渐披露，市场风格也将受到业绩验证的影响，而“宽信用”预期的改善或推高市场的流动性预期，从高估值的周期、锂电板块向相对低估值的银行、消费和高增长的板块切换。

● “双控”限产压制工业生产

工业方面，今年9月工业增加值同比增长3.1%，低于市场预期的3.8%。两年平均增长5.0%；9月工业增加值季调后环比增长0.05%，较5-8月的0.5%、0.6%、0.3%、0.3%明显走弱。工业生产边际走弱，反映经济动能弱化叠加限产等扰动因素的影响。

9月历来为生产的阶段性旺季，但由于上半年经济恢复期上游行业大幅扩产导致能耗超标，9月中下旬的“双控”政策导致多个行业开启限产，上游生产受到大幅压制，能耗较高的中游的水泥、玻璃产量平均增速也大幅下滑，另一方面也与地产链需求走弱关系密切。9月供电较8月极端天气影响下的数据来说恢复正常，但仍比7月有所下滑，大部分行业的生产均受到影响，带动整体工业生产下行，亮点在9月缺芯边际改善叠加低基数影响下生产大幅改善的汽车行业。

● 投资：地产回落、制造业投资回升、基建难见大幅上行

1-9月固定资产投资累计同比7.3%，低于市场预期的9.1%。两年平均增长3.8%，较上月下滑0.2个百分点，我们测算的平均增速为4.0%，低于上个月0.2个百分点。季调环比0.17%，高于6月、7月、8月的0.14%、0.08%和0.16%。

房地产投资预计持续下行

1-9月房地产开发投资累计同比8.8%，增速跌破10%，两年平均增长7.2%，较前值下降0.5个百分点。受房贷监管趋严、利率上行和多地楼市政策收紧影响，9月居民中长期信贷增速继续下滑，9月商品房销售额两年平均增速转负至-1.16%，较8月继续下滑2.8个百分点。房企开发资金来源中，国内贷款的支撑弱化，9月两年平均增速为-11.55%，与8月基本持平，较7月下滑约9个百分点，销售回款增速剔除8月基数影响，回款增速进入下行通道。从房地产开发结构上看，9月新开工面积增速持续下滑，竣工也开始大幅回落16.42个百分点进入负区间，9月两年平均增速分别为-7.9%和-8.8%，土地购置面积两年平均增速为-5.7%，较8月提高0.7个百分点，重点城市土拍延迟的问题仍未解决，地产开发仍旧乏力。上半年拿地不足、销售回款下滑、地产销售走弱与新开工量不足叠加地产政策趋严，部分房企年末现金流可能承受考验，地产投资预计持续下行。

制造业投资继续回升，出口链条韧性强，下游行业增速回升

1-9月制造业投资累计同比14.8%，两年平均增长3.3%，较前值回升0.2个百分点，我们测算的平均增速为3.6%，较前值回升0.5个百分点。分行业看，汽车行业由于缺芯的边际缓解，投资增速开始回升。中游设备类投资延续改善趋势，通用与运输设备平均增速均继续改善，出口链条增长有韧性，电子产品类、交运设备平均增速仍然维持高位。下游消费类，医药行业平均增速持续上行，反映了国内疫情反复对于行业的结构性影响，农副产品和食品加工业的平均增速持续上行也反映了东南亚疫情影响下的低端加工业回流和消费需求的边际好转。9月PMI数据显示制造业经济从“被动补库存”向“主动去库存”的方向行进，内需仍然受制于价格，后续出口韧性或随着量跌价升的局面有所回落，制造业投资回升的持续性需观察上游价格的影响和下游需求的回暖情况。

基建投资难见大幅回升

1-9月基建投资累计同比基建投资同比1.5%，两年平均增长0.4%，较上月下滑0.9个百分点，单月增速较上月略回落，较7月仍有明显提升。9月份专项债发行提速

对基建增速的维持起到了一定的作用。7月政治局会议隐含财政不会大幅发力，基建扩张可能主要意在保明年平稳开局。9月地方债加大供给，净融资有所加速，但隐性债务监管仍严厉、土地财政收入不佳，叠加优质项目储备不足，后续基建增速或随着专项债发行边际略有改善，但长期回升仍需等待财政约束的放宽。

- 线下消费大幅回升

9月社会消费品零售总额同比4.4%，两年平均增长3.8%，较前值大幅回升2.3个百分点，与PMI服务业改善显示的情况一致，除汽车外的消费品零售额较上月回升2.8个百分点。分行业看，除化妆品和汽车外，其他行业同比均有所回升，受到节庆需求和汛期消退、疫情管控良好的影响，饮料、烟酒、服装和金银珠宝等行业平均增速比上月变化均超过3.5个百分点，其中烟酒变化幅度达8.2个百分点。餐饮收入平均增速大幅回升，网上零售两年平均与前值基本持平，说明消费增速的改善基本上由线下消费的改善所贡献。疫情、汛期冲击的缓解和中秋国庆双节正向拉动带动消费大幅回升。四季度作为消费的传统旺季，冷冬叠加10月国庆、11月购物节的拉动可能持续带动消费需求维持在不低的水平，风险仍在于秋冬季可能存在疫情扰动带来的强管控所造成的影响。

- 18年以来失业率首次低于5%

9月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。16-24岁人口、25-59岁人口调查失业率分别为14.6%、4.3%。1-8月份，全国城镇新增就业938万人，完成全年目标的85.3%。9月25-59岁人口的失业率较上月下行0.1个百分点，16-24岁人口失业率比上月下行0.7个百分点，毕业季高峰的就业压力有所缓解，但整体仍高于疫情前。总体而言，9月整体失业率维持在较低水平，为18年12月以来首次低于5%，但结构上看，16-24岁人口失业率暂未恢复至疫情前水平，四季度整体经济下行压力加大的情况下，继续关注后续的就业情况。

- 风险提示：疫情持续发酵，出口超预期下行，消费上行的持续性不足，地产流动性风险

内容目录

1. 9 月经济数据普遍下探，消费超预期上行	6
2. “双控”限产压制工业生产	7
3. 投资：地产回落、制造业投资回升、基建难见大幅上行	8
3.1. 房地产投资预计持续下行	8
3.2. 制造业投资继续回升，出口链条韧性强，下游行业增速回升	9
3.3. 基建投资难见大幅回升	10
4. 线下消费大幅回升	10
5. 18 年以来失业率首次低于 5%	10
6. 9 月生产拖累经济，四季度不确定性仍存	11
7. 风险提示	11

图表目录

图 1：9 月宏观经济指标概览	6
图 2：工业增加值同比持续下滑	7
图 3：工业增加值行业分项两年平均增速（%）	7
图 4：固定资产投资两年平均增速（%）	8
图 5：地产开发投资与土地购置费均下行	8
图 6：地产施工、竣工、开工及销售数据	9
图 7：地产开发资金来源	9
图 8：固定资产投资分行业两年平均增速（%）	9
图 9：固定资产投资分行业两年平均增速（%）	9
图 10：社零分项增速（%）	10

1. 9 月经济数据普遍下探，消费超预期上行

国家统计局公布 9 月经济数据：

- 1、前三季度 GDP 同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%，比上半年两年平均增速回落 0.1 个百分点。三季度单季度同比增长 4.9%，两年平均增长 4.9%，预期增长 5.5%；
- 2、工业增加值单月同比实际增长 3.1%，预期增长 3.8%，两年平均增长 5.0%。工业增加值环比增长 0.05%，较上月下降 0.26 个百分点。1-9 月份工业增加值累计增长 11.8%，两年平均增长 6.4%；
- 3、1-9 月固定资产投资累计同比 7.3%，预期增长 7.9%，两年平均增长 3.8%，我们测算的两年平均增速为 4.0%，其中制造业投资累计同比 14.8%，两年平均增长 3.3%，我们测算的两年平均增速 3.6%；基建投资同比 1.5%，两年平均增长 0.4%，我们测算的两年平均增速 0.85%；房地产投资同比 8.8%，两年平均增长 7.2%；
- 4、9 月社会消费品零售总额同比 4.4%，预期增长 3.4%，两年平均增长 3.8%，较上月回升 2.3 个百分点，我们测算的两年平均增速为 3.85%；
- 5、9 月全国城镇调查失业率 4.9%，其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 14.6%、4.2%。

图 1：9 月宏观经济指标概览

【德邦宏观·芦哲团队】宏观月度数据速览

宏观指标			21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03
生产	工业增加值	单月 %	3.10	5.30	6.40	8.30	8.80	9.80	14.10
		两年平均 %	4.98	5.45	5.60	6.54	6.58	6.81	6.23
		季调环比 %	0.05	0.31	0.25	0.50	0.51	0.52	0.60
需求	固定资产投资	累计 %	7.30	8.90	10.30	12.60	15.40	19.90	25.60
		两年平均 %	4.00	4.20	4.18	4.46	3.99	3.71	2.65
		季调环比 %	0.17	0.18	0.08	0.14	0.14	0.11	0.05
	制造业投资	累计 %	14.80	15.70	17.30	19.20	20.40	23.80	29.80
		两年平均 %	3.60	3.12	2.63	2.59	1.28	0.26	-1.47
	基建投资(不含电力)	累计 %	1.50	2.90	4.60	7.80	11.80	18.40	29.70
		两年平均 %	0.85	1.29	1.76	2.42	2.35	2.19	2.05
	房地产投资	累计 %	8.80	10.90	12.70	15.00	18.30	21.60	25.60
		两年平均 %	7.19	7.70	7.95	8.25	8.60	8.44	7.67
	社零	单月 %	4.40	2.50	8.50	12.10	12.40	17.70	34.20
		两年平均 %	3.85	1.50	3.59	4.92	4.52	4.34	15.84
		季调环比 %	0.30	0.22	-0.23	0.43	0.67	0.01	0.70
	出口	单月 %	28.10	25.60	19.30	32.20	27.80	32.20	30.50
		两年平均 %	18.35	17.05	12.87	15.08	11.05	16.71	10.23
	进口	单月 %	17.60	33.10	28.10	36.80	51.20	43.70	38.90
		两年平均 %	15.52	14.44	12.79	18.87	12.58	10.92	17.05
	贸易差额	亿美元	667.60	583.31	564.46	513.36	448.21	415.36	122.34
通胀	CPI	%	0.70	0.80	1.00	1.10	1.30	0.90	0.40
	PPI	%	10.70	9.50	9.00	8.80	9.00	6.80	4.40
就业	调查失业率	单月 %	4.90	5.10	5.10	5.00	5.00	5.10	5.30

资料来源：Wind，德邦研究所

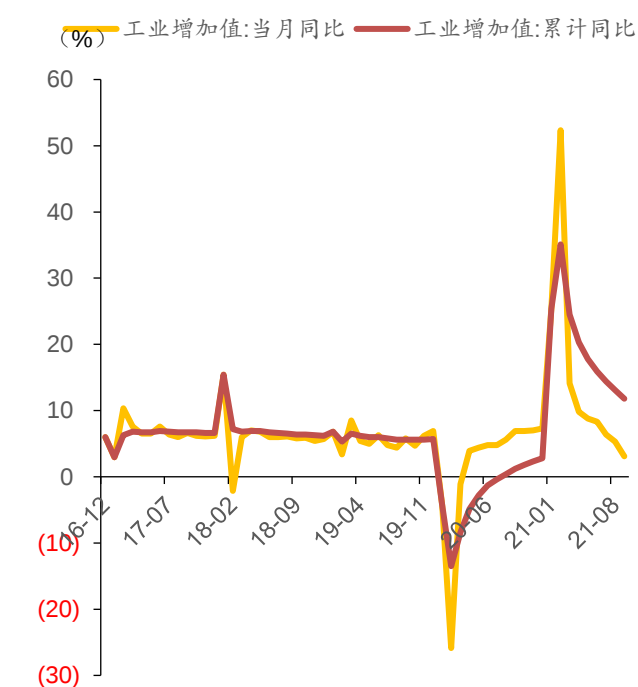
2. “双控”限产压制工业生产

工业方面，今年9月工业增加值同比增长3.1%，低于市场预期的3.8%。两年平均增长5.0%；9月工业增加值季调后环比增长0.05%，较5-8月的0.5%、0.6%、0.3%、0.3%明显走弱。工业生产边际走弱，反映经济动能弱化叠加限产等扰动因素的影响。

分行业来看，除专用设备、汽车、交运设备、电力热力供应、食品和农副产品外，其他重点行业增加值9月两年平均同比增速均较上月下滑。上游行业生产增速下滑相对明显，主要受到9月末“双控”限产的影响，高能耗行业生产普遍有所下滑。地产投资需求端回落叠加供给端减产持续，黑色金属加工行业增加值两年平均增速持续走弱，粗钢、钢材产量两年平均增速同样降低明显。汽车制造业两年平均增速为3.37%，较上月大幅回升3.2个百分点，低基数叠加汽车缺芯有所缓解，汽车生产开始回暖。医药制造业增加值两年平均同比增长16.56%，较上月下滑1.18个百分点，但仍为所有重点行业中最高，反映了疫情扰动反复下的医疗用品生产仍然旺盛出口链条边际走弱，我们对出口进行量价拆解后发现目前出口韧性的主要来源是产品的价格上行，而数量已经进入下滑通道，如计算机通信电子行业增加值两年平均增长8.75%，较上月小幅走低1.42个百分点，集成电路、微型电子计算机产量两年平均增速较上月分别下降6.1个百分点和3.7个百分点。

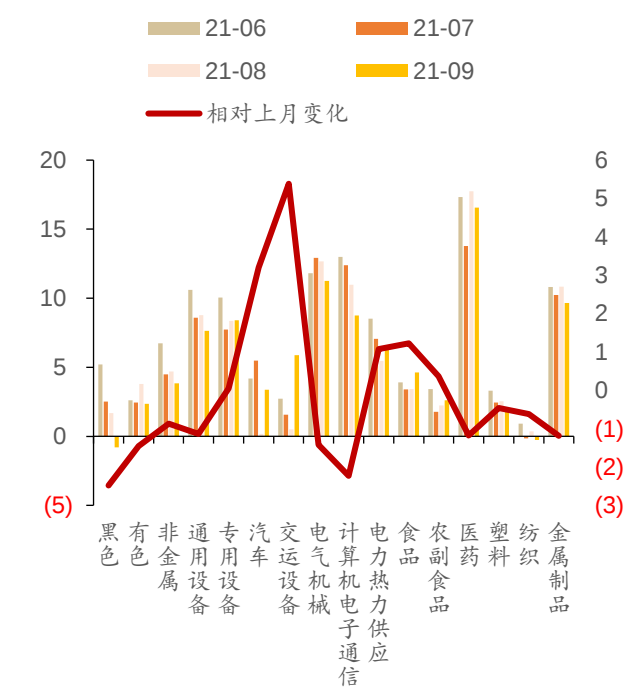
9月历来为生产的阶段性旺季，但由于上半年经济恢复期上游行业大幅扩产导致能耗超标，9月中下旬的“双控”政策导致多个行业开启限产，上游生产受到大幅压制，能耗较高的中游的水泥、玻璃产量平均增速也大幅下滑，另一方面也与地产链需求走弱关系密切。9月供电较8月极端天气影响下的数据来说恢复正常，但仍比7月有所下滑，大部分行业的生产均受到影响，带动整体工业生产下行，亮点在9月缺芯边际改善叠加低基数影响下生产大幅改善的汽车行业。

图2：工业增加值同比持续下滑



资料来源：Wind，德邦研究所

图3：工业增加值行业分项两年平均增速（%）

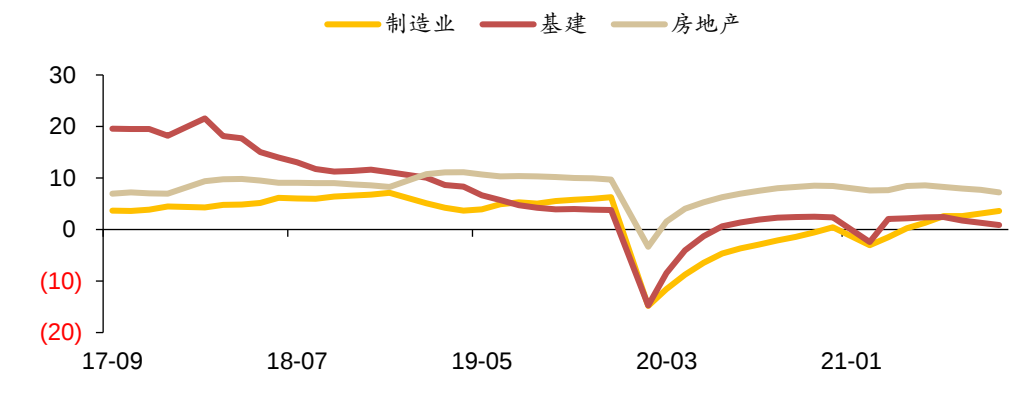


资料来源：Wind，德邦研究所

3. 投资：地产回落、制造业投资回升、基建难见大幅上行

1-9 月固定资产投资累计同比 7.3%，低于市场预期的 9.1%。两年平均增长 3.8%，较上月下滑 0.2 个百分点，我们测算的平均增速为 4.0%，低于上个月 0.2 个百分点。季调环比 0.17%，高于 6 月、7 月、8 月的 0.14%、0.08% 和 0.16%。

图 4：固定资产投资两年平均增速（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

3.1. 房地产投资预计持续下行

1-9 月房地产开发投资累计同比 8.8%，增速跌破 10%，两年平均增长 7.2%，较前值下降 0.5 个百分点。受房贷监管趋严、利率上行和多地楼市政策收紧影响，9 月居民中长期信贷增速继续下滑，9 月商品房销售额两年平均增速转负至 -1.16%，较 8 月继续下滑 2.8 个百分点。房企开发资金来源中，国内贷款的支撑弱化，9 月两年平均增速为 -11.55%，与 8 月基本持平，较 7 月下滑约 9 个百分点，销售回款增速剔除 8 月基数影响，回款增速进入下行通道。

从房地产开发结构上看，9 月新开工面积增速持续下滑，竣工也开始大幅回落 16.42 个百分点进入负区间，9 月两年平均增速分别为 -7.9% 和 -8.8%，土地购置面积两年平均增速为 -5.7%，较 8 月提高 0.7 个百分点，重点城市土拍延迟的问题仍未解决，地产开发仍旧乏力。上半年拿地不足、销售回款下滑、地产销售走弱与新开工量不足叠加地产政策趋严，部分房企年末现金流可能承受考验，地产投资预计持续下行。

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_27980

