

# 9月经济数据：经济下行至目标值以下

## 核心观点

三季度GDP实际同比增速录得4.9%，预期增5.5%，经济增速回落幅度超市场预期。三季度供需两端景气度均有回落，符合我们对于下半年经济下行压力加大的判断，从9月数据看，需求端，消费、制造业投资表现高于市场预期，基建投资、地产投资低于市场预期，生产端工业增加值低于市场预期。地产调控延续，地产销售持续低迷，地产投资明显受限；基建投资7月受洪涝灾害影响，下行幅度较大，8、9月略有修复；制造业中，电气机械、电子设备及专用设备制造业的贡献较大，新能源相关的发电及输配电设备带动的投资较强。

随着经济下行压力加大，货币政策首要目标将逐渐切换至稳增长，后续大概率仍有降准及定向降息，货币政策宽松叠加经济回落，我们继续看四季度10年期国债收益率下行，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

### □ 工业景气滑坡，多重冲击延续

9月工业景气大幅回落，同比增长3.1%，较2019年两年平均增长5.0%，较上月回落0.4个百分点，低于市场预期及我们预期，三季度同比增长4.9%，较2019年两年平均增长5.3%。能耗“双控”、限电对9月制造业冲击较大。三季度国内多地疫情对服务业复苏负面影响较大，对相关制造业产业支撑作用有所减弱。展望四季度，国内需求及海外需求对工业生产的支撑将逐步走弱，钢铁限产、汽车缺芯、上游价格高企负面因素难完全缓解，工业生产压力仍大。能耗双控是当前推动工业进一步下行的重要变量，G20峰会或是政策变化的重要窗口期。

### □ 社零小幅回升，仍受疫情限制

9月社零当月同比+4.4%，两年复合增速3.8%，前值1.5%，南京疫情因素弱化，消费有所回暖。三季度社零两年复合增速仅为2.9%，较二季度4.7%显著回落，疫情反复扰动和收入结构恶化两大因素依然拖累消费向上复苏。

### □ 季节扰动已过，失业压力下降

9月调查失业率录得4.9%，较上月下降0.2%，已回到2018年同期水平。一方面，大学生毕业季已过，在政策呵护下，16-24岁失业率环比下降0.7个百分点至14.6%。另一方面，8月南京疫情影响逐渐弱化，线下服务业带动就业能力有所修复。

### □ 投资回落明显，基建地产拖累

1-9月全国固定资产投资（不含农户）同比增长7.3%，较前值回落1.6个百分点。其中，房地产开发投资同比增长8.8%，较前值回落2.1个百分点；基础设施建设投资同比增长1.5%，较前值回落1.4个百分点；制造业投资同比增长14.8%，较前值回落0.9个百分点。从9月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-3.5%、-6.5%和10%，前值分别为-1.4%、-3.8%和1.6%。其中，制造业投资增速强于地产、基建投资，预计传统行业随着需求走弱和盈利逐步见顶回落面临下行压力，但电气机械、电子设备及专用设备制造业等相关行业的对冲较强，尤其是新能源相关的发电及输配电设备领域投资。

**风险提示：疫情扩散超预期变化；中美摩擦超预期变化**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

联系人：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

## 相关报告

- 1《9月数据预测：GDP走弱但不至于失速》2021.10.01
- 2《8月经济数据：消费增速回落，驱动股债双牛》2021.09.15
- 3《8月数据预测：经济趋势回落，驱动股债双牛》2021.09.01
- 4《7月经济数据：数据如期回落，驱动股债双牛》2021.08.16
- 5《7月数据预测：稳增长压力较小窗口期已过》2021.8.1

## 正文目录

1. 三季度 GDP 实际同比增速 4.9% .....	3
2. 工业景气滑坡，多重冲击延续 .....	4
3. 社零小幅回升，仍受疫情限制 .....	5
4. 季节扰动已过，失业压力下降 .....	7
5. 投资回落明显，基建地产拖累 .....	8
5.1. 1-9 月制造业投资累计同比增速回落至 14.8% .....	8
5.2. 基建：Q3 表现低迷，Q4 边际回升，全年平稳增长 .....	9
5.3. 地产：融资和限电约束使得地产投资增速持续下滑，预计 Q4 转正企稳 .....	10
风险提示 .....	12

## 图表目录

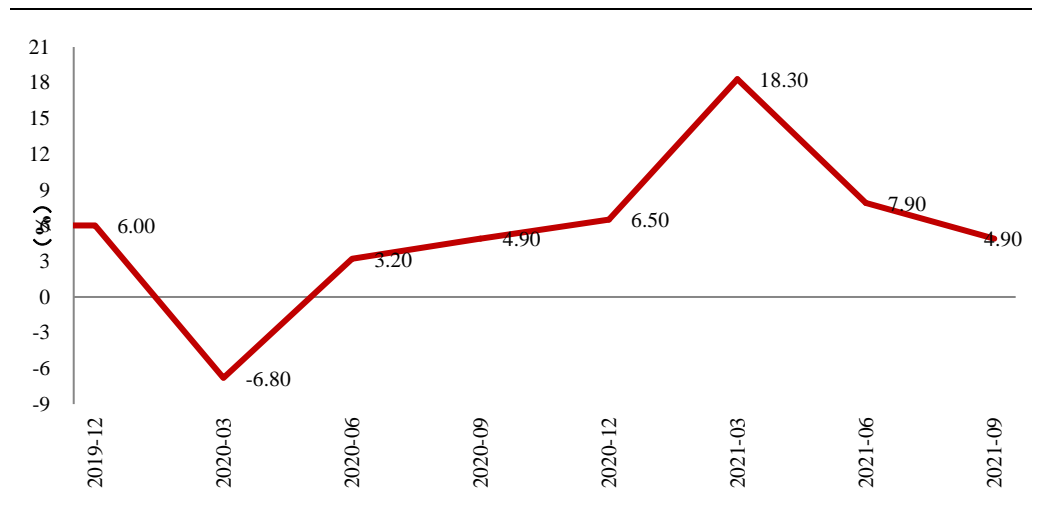
图 1: 2021 年三季度 GDP 增速 4.9% (单位: %)	3
图 2: 工业增加值主要门类: 9 月同比	5
图 3: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 4: 9 月小幅回暖，但幅度仍受限于疫情限制	5
图 5: 全国居民人均可支配收入	5
图 6: 9 月中国民航执飞航班量环比上升	6
图 7: 9 月全国主要城市周末地铁客运量环比上升	6
图 8: 高社交属性消费有所修复，必需品和宅经济表现较好	6
图 9: 9 月全国城镇调查失业率为 4.9%，与 8 月相比下降 0.2%	7
图 10: 固定资产投资累计同比增速	8
图 11: 固定资产投资当月同比增速 (估算)	8
图 12: 制造业部分行业投资增速	9
图 13: 基建投资表现	9
图 14: 房地产投资持续回落 (%)	11

## 1. 三季度 GDP 实际同比增速 4.9%

三季度 GDP 实际同比增速录得 4.9%，预期增 5.5%，第二季度增 7.9%，经济增速回落幅度超市场预期，截至三季度 GDP 累计实际同比增速为 9.8%。三季度供需两端景气度均有回落，符合我们对于下半年经济下行压力加大的判断，从 9 月数据看，需求端，消费、制造业投资表现高于市场预期，基建投资、地产投资低于市场预期，生产端工业增加值低于市场预期。需求端，疫情反复对社零增速仍有冲击，高社交属性消费品零售额增速仍处于低位，但就业趋稳及居民收入提高一定程度上支撑 9 月消费改善。投资方面，制造业投资受企业利润处于高位、金融定向支持等因素影响，增速强于基建、地产，9 月当月增速重新回升至 10% 高位，结构上高技术制造业、电气机械、电子设备及专用设备制造业的贡献较大；地产调控延续，地产销售持续低迷，地产投资明显受限；基建投资 7 月受洪涝灾害影响，下行幅度较大，8、9 月略有修复，但在专项债前期发行进度偏慢、城投平台公司融资监管强化的政策环境下，投资数据未见大的上行。进出口方面，我们持续强调年中出现出口年内高点，下半年可能渐进回落，三季度数据验证此判断，我们认为贸易顺差对经济的支撑有所回落。生产端来看，9 月工业受双控、限电影响超预期下行，服务业修复力度不及预期，从而使得生产法 GDP 低于预期。

当前政策重点考虑大宗商品价格上涨增加中下游企业成本压力，通过各种方式为企业减轻经营负担，近期央行已新增 3000 亿元支小再贷款额度，计划年内发行完毕。同时，我们认为随着经济下行压力加大，货币政策首要目标将逐渐切换至稳增长，因此后续大概率仍有降准及定向降息，预计央行四季度再次通过降准置换部分到期 MLF；对于定向降息主要关注碳减排货币政策工具，预计四季度将会落地。反映到市场表现，社融-M2 增速与 10 年期国债收益率走势相关度高，该剪刀差年内仍有下行空间，碳减排工具定向降息利好利率债市场，货币政策宽松叠加经济增速回落，我们继续看四季度 10 年期国债收益率仍有下行空间，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

图 1：2021 年三季度 GDP 增速 4.9%（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 工业景气滑坡，多重冲击延续

9月工业景气大幅回落，同比增长3.1%，较2019年两年平均增长5.0%，较上月回落0.4个百分点，低于市场预期及我们预期，三季度同比增长4.9%，较2019年两年平均增长5.3%。能耗“双控”、限电冲击制造业生产扩大9月工业生产压力的重要原因，其次，钢铁限产持续、汽车缺芯未缓解、上游原材料价格高企挤压中小游企业等多重负面因素在短期内尚未缓解掣肘工业生产，同时去年同期基数较高压低读数。

**能耗“双控”、限电对9月制造业冲击较大。**从高频数据上看，能耗双控对工业开工率影响较为显著，水泥、化工等高耗电行业生产亦受到限制，PVC、甲醇、涤纶长丝等开工率有所下降。双控限电作用下，相关制造业增速较前期回落较大，其中化学原料和化学制品制造业增速回落至0%，非金属矿物制品业增速-1.1%。在大国博弈背景下，对高耗能行业的限产节奏是否会被纳入此次G20议题值得关注，G20是双控政策年内走向的重要观察点。在近期煤炭保供政策密集出台、落实地方企业责任的情形下，缺煤缺电问题将逐步缓解。

**三季度国内需求对工业生产的支撑逐步走弱。**第一，下游消费景气度有所回落，30大中城市商品房成交面积、乘用车零售偏弱；第二，投资方面，制造业投资较强，但地产调控延续下地产投资将走弱，财政后置对基建投资支持有限。第三，在国内疫情反复对接触型聚集型服务行业需求形成一定负面冲击，影响相关制造业生产。

**三季度海外需求有所支撑，虽然8、9月出口好于市场预期，但我们认为出口超预期反而要谨慎。**船运周期拉长和新年圣诞订单前置更多影响节奏而非规模，发达经济体供给边际修复的力度将边际有所下降，对中间品、资本品的需求大概率边际走弱，后续发展中经济体供给修复和发达经济体耐用品消费景气走弱决定了我国出口渐进下行特征。

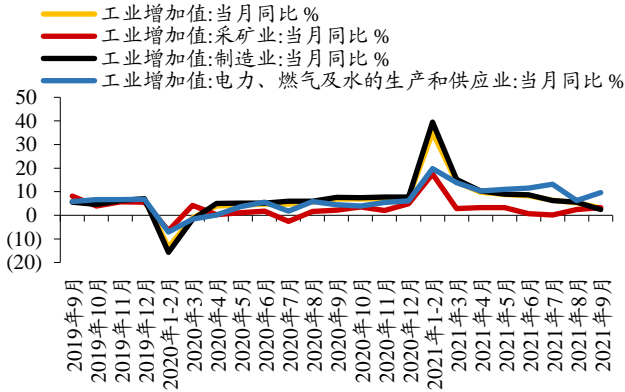
**三季度国内多地疫情对服务业复苏负面影响较大，对相关制造业产业支撑作用有所减弱。**7、8、9月服务业商务活动指数分别为7.8、4.8、5.2%，9月服务业虽有所恢复但力度较为有限，低于历史同期水平。疫情局部反弹复发在秋冬季仍有较大可能性，对服务业生产恢复仍是较大隐患。

**钢铁限产、汽车缺芯、上游原材料价格高企等负面因素对工业生产有所冲击。**第一，钢铁限产延续，黑色系相关开工率数据仍处同期低位，其中9月钢铁产量压减持续推进，高炉开工率不足去年同期的八成，全国主要钢厂线材、螺纹钢产量均显著下滑。第二，三季度“缺芯”问题略有缓解，但恢复正常尚需时日，对汽车制造业负面影响仍然较大，2021年9月汽车产销环比回升20.4%和14.9%，但同比下降17.9%和19.6%。第三，上游原材料的价格仍维持高位，且向终端消费传导有限，据我们测算，上游原材料及加工行业在工业当月利润占比已逼近50%，下游制造企业面临较大的生产成本压力，拖累开工意愿。

从分项数据上看，采矿业增加值同比增长3.2%、制造业增长2.4%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.7%，制造业大幅走弱。我们主要关注的工业产品除发电量（4.9%）外，均有所下跌，其中原煤（-0.9%）、十种有色金属（-1.6%）小幅下路，汽车（-13.7%）、水泥（-13%）和钢材（-14.8%）大幅下跌。高技术制造业仍保持较强增长，同比增速为14.0%。

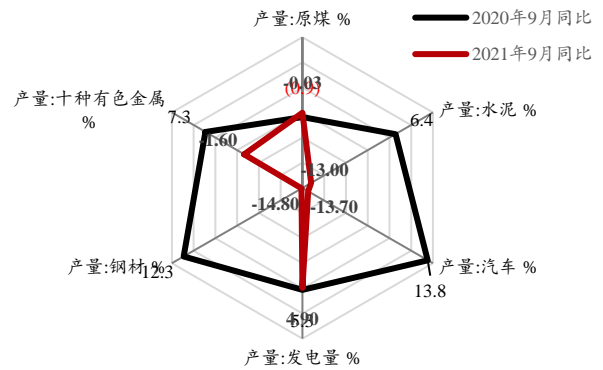
我们认为，能耗“双控”是当前扰动工业生产的重要变量，G20 峰会是能耗“双控”政策变化的重要观察点。此外，四季度在内外需支撑走弱，钢铁限产、汽车缺芯、上游原材料价格居高难下的不利影响料将持续，叠加去年同期高基数作用下读数回落压力较大。

图 2：工业增加值主要门类：9 月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比



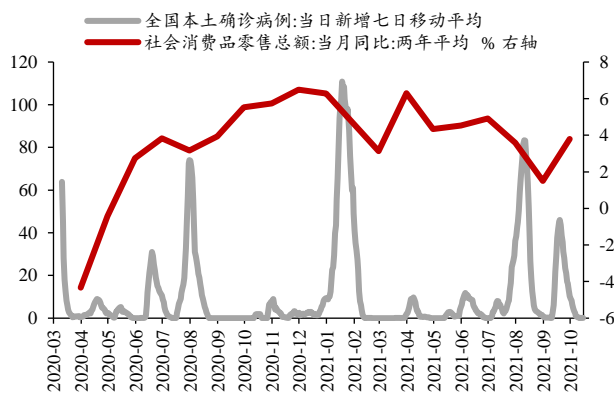
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 社零小幅回升，仍受疫情限制

9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%，前值 2.5%，略高于市场预期，两年复合增速 3.8%，前值 1.5%，消费有所回暖，但回升幅度仍受疫情限制。三季度社零两年复合增速为 2.9%，较二季度 4.7%显著回落，疫情反复扰动和收入结构恶化两大因素依然拖累消费向上复苏。

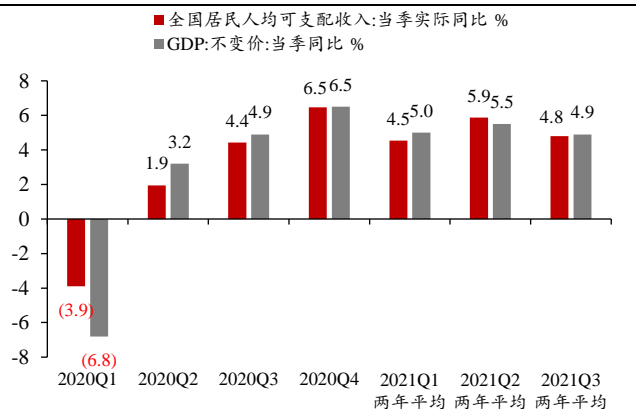
从收入数据来看，前三季度居民人均可支配收入实际增长 9.7%，略低于实际 GDP 增速。根据我们测算，2021 年 Q3 居民人均可支配收入当季实际的两年符合增速为 4.8%，较前值 5.9%显著回落，疫情反复和经济回落对居民收入回升形成抑制。

图 4：9 月小幅回暖，但幅度仍受限于疫情限制



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：全国居民人均可支配收入

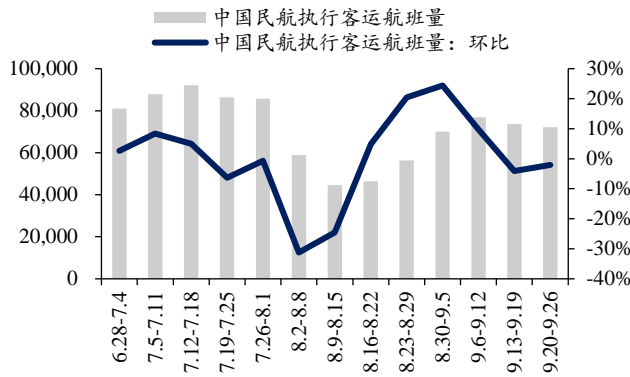


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从当月数据来看，8 月南京疫情因素弱化，9 月消费有所修复。高频数据显示，9 月周末地铁客运量明显恢复，上海、广州、成都、南京等地的周末地铁客运量已经超出 7 月

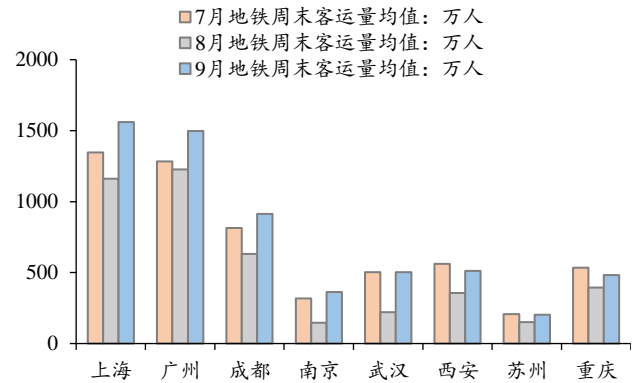
份；航班管家数据显示，9月中国民航执飞航班量环比上月同期增加超过40%。不过，9月下旬起福建莆田、厦门、哈尔滨等地区疫情再次复发，对消费修复形成抑制。

图 6：9月中国民航执飞航班量环比上升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

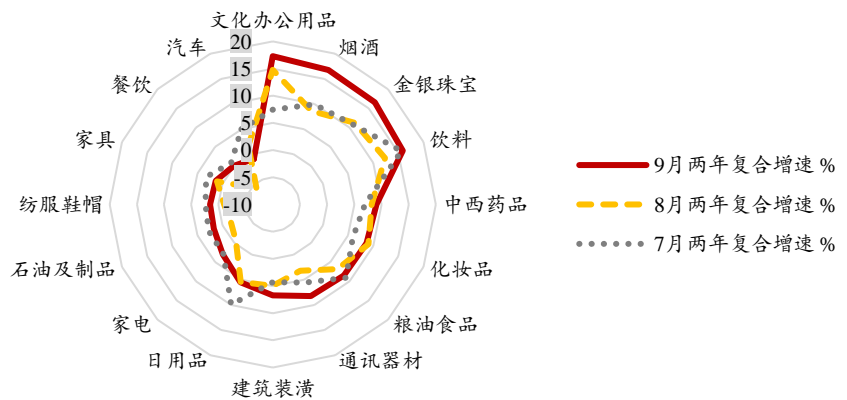
图 7：9月全国主要城市周末地铁客运量环比上升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

从社零分项数据来看，仍是必需品和宅经济表现更好，不过高社交属性消费有所回暖。由于9月福建疫情传播范围不广，多集中在各省内部，高社交属性消费较8月有所回暖，其中9月餐饮、石油制品、纺服鞋帽分项两年复合增速为0.1%、1.5%、1.7%，较前值-5.8%、-1.0%、-1.7%显著修复。地产后期周期消费数据较8月有所回升，但受制于地产调控较严，家具和家电同比增速依然是社零拖累项。

图 8：高社交属性消费有所修复，必需品和宅经济表现较好



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

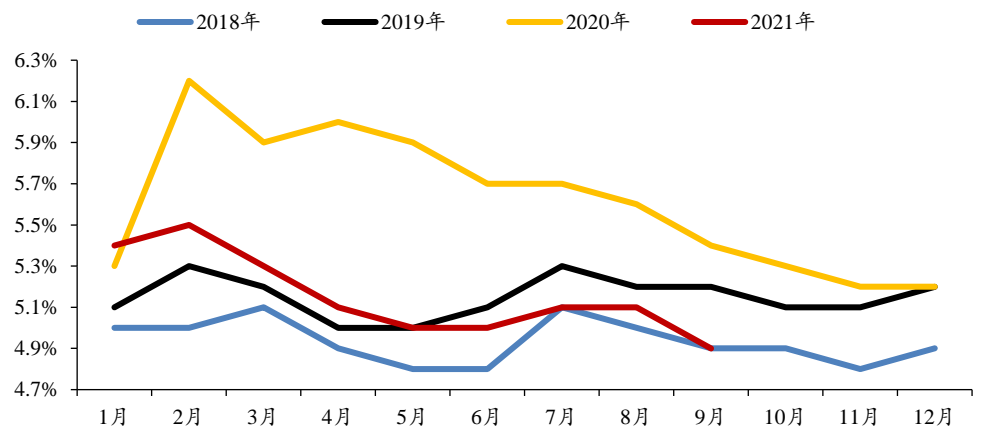
汽车方面消费表现偏弱，供给方面的不确定性仍存。9月乘用车销量为175.1万辆，同比下降16.5%，社零口径汽车零售额当月同比-11.8%，目前汽车销售仍然受到“缺芯”制约，汽车经销商库存系数已降至历史低位。新能源汽车仍保持高景气度，9月新能源汽车销量再创历史新高，1-9月渗透率已提升至11.6%。政策方面，商务部发文促进新车消费，重点支持新能源车加快发展，支持新能源车下乡等活动，扩大二手车消费市场，但目前汽车消费的主要制约因素仍在供给端，拉动效果有限。

向前看，消费仍处于修复通道，但受制于疫情防控因素，增速中枢提升幅度有限。2021年5月份以来调查失业率已低于2019年同期水平，农民工外出人数逐渐恢复到疫情前水平，消费能力显著改善，对消费持续修复形成支撑。另外，在共同富裕大背景下，政策将倾向于中低收入群体收入，扩大中等收入群体规模，并持续降低居民在教育、医疗、住房等方面的成本，有利于消费持续扩容提质。不过，预计疫情防控仍以“清零”为主，每一轮疫情的集中爆发仍将导致防控升级，限制聚集和限制出行等措施仍对消费复苏释放形成制约。

#### 4. 季节扰动已过，失业压力下降

9月份，全国城镇调查失业率为4.9%，比上月下降0.2个百分点，达到2018年水平，毕业季就业压力较大时间点已过失业率稳中有降，就业形势优于预期。前三季度，全国城镇新增就业1045万人，完成全年目标的95.0%，其中9月份新增107万人，低于2020年的117万人和2019年的113万人。三季度末外出务工农村劳动力总量1.83亿人，比二季度末增加70万人，仍比2019年三季度末减少33万人。

图9：9月全国城镇调查失业率为4.9%，与8月相比下降0.2%



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

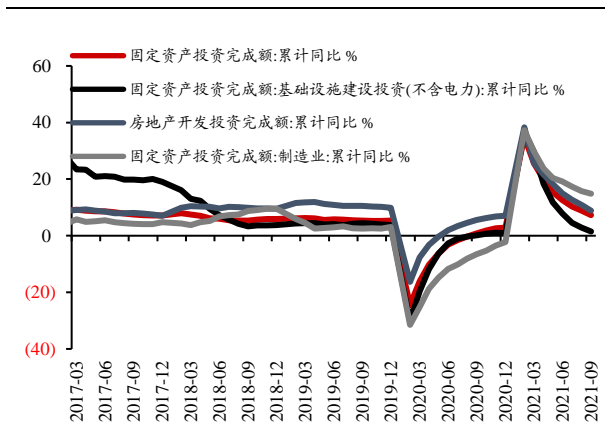
失业率下降原因主要有两点：其一，国家对未就业高校毕业生开展集中服务，人社部、教育部等发布多项促进大学生就业的政策，16-24岁失业率从8月的15.3%降至9月的14.6%，是失业率下行的主要动力。另一方面，随着疫情防控工作的推进，8月份的南京疫情影响逐渐弱化，餐饮、零售、旅游、生活服务业等线下行业快速修复，推动就业形势进一步好转。

尽管当前就业形势优于预期，但调查失业率稳中有降中也面临一定压力。其一，疫情反复对线下服务业就业带来挑战。9月福建、黑龙江疫情再起，防控措施升级，部分线下营业场所关闭；其二，双控持续推进，未达标省份限产停产力度加大，影响高耗能高排放行业的用工需求；其三，近期一系列产业政策调整对K12课外教育、非法医美和房地产中介服务等行业的人员造成一定不利影响。向前看，经济增速下行压力或逐渐向就业市场传导，尤其是中小企业在上游成本大幅上升的情况下，生存压力较大，9月中小企业PMI指数回落幅度较大，而中小企业贡献80%左右的就业，提示未来就业市场仍面临一定压力。

## 5. 投资回落明显，基建地产拖累

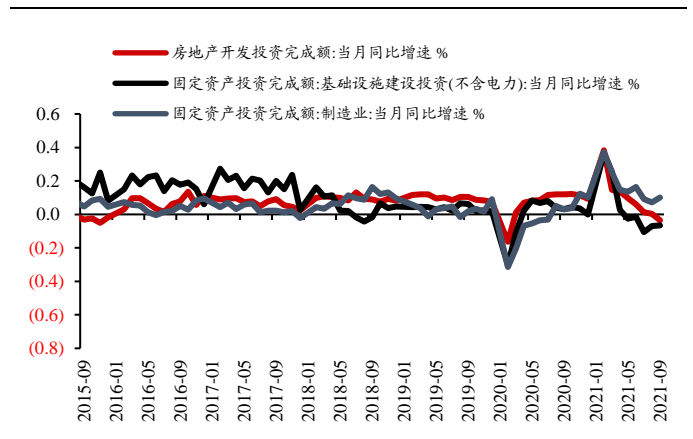
1-9月全国固定资产投资（不含农户）同比增长7.3%，较前值回落1.6个百分点。其中，房地产开发投资同比增长8.8%，较前值回落2.1个百分点；基础设施建设投资同比增长1.5%，较前值回落1.4个百分点；制造业投资同比增长14.8%，较前值回落0.9个百分点。从9月当月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-3.5%、-6.5%和10%，前值分别为-1.4%、-3.8%和1.6%，基建7月受洪涝灾害冲击的影响有所修复，但仍处于低位，地产投资当月增速首次降至负值，制造业投资增速再次反弹至10%高位，增速保持强劲。全年看，地产投资增速下行趋势较为确定，基建投资增速维持低位，今年底至明年年初有望在政策推动下有所回升，制造业投资受高技术制造业、电气机械、电子设备及专用设备制造业等行业支撑，数据仍然较强，预计传统行业随着需求走弱和盈利逐步见顶回落面临下行压力，但相关设备制造业投资有望形成对冲。

图 10：固定资产投资累计同比增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：固定资产投资当月同比增速（估算）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 5.1. 1-9月制造业投资累计同比增速回落至14.8%

1-9月制造业投资增速回落至14.8%，高于市场预期，较1-8月仅回落0.9个百分点，当月同比增速10%，较前值1.6%再次大幅反弹。制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本数据及信贷、社融等的金融数据影响。我们认为工业品价格保持高位、企业利润稳健使得企业当前中长期资本开支意愿仍然较强，信贷资金定

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\\_27984](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27984)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn