

GDP 增速“破 5”，经济动能转弱

——9 月经济数据点评

2021 年 10 月 20 日

- **三季度 GDP 增速降至 5% 以下，第二产业保持上涨，工业仍为主要拉动项。**两年平均增速来看，一产增速放缓，三产与上半年持平。四季度经济增速在基数作用下仍将进一步放缓，煤炭、电力的供需矛盾预期延续。四季度出口面临的不确定性增加，地产仍处下行通道，四季度经济压力仍存。
- **工业生产增速回落超预期，限电限产政策给生产带来一定约束，需求端的地产走弱也造成一定拖累。**采矿业增速继续上行，但原煤增速小幅回落，尚未出现大幅提产。电力、燃气及水的生产和工业增速反弹。
- **制造业增速继续放缓，上游整体回落，外需尚有一定支撑。**两年平均增速来看，大多行业增速较上月回落，仅医药制造业和铁路、船舶和航空航天等运输设备制造业保持上行。上游金属冶炼加工延续回落，黑色金属回落最为显著；中游设备制造业景气度继续小幅回落；下游汽车增速延续回落。
- **服务业生产指数反弹，9 月出行和线下服务有所修复。**中秋节带来一定提振，但 9 月福建地区的疫情，以及疫情防控影响延续，服务业较疫前仍有一定差距。十一节日出行需求增加，但仍未完全恢复，线下消费和服务的修复进程仍将延续。
- **固投延续回落，房地产为主要拖累项。**房地产投资持续走弱，“金九银十”行情遇冷，新开工负增长幅度进一步扩大，融资渠道进一步收紧，新开工继续减缓，竣工增速边际放缓。房地产销售价量齐跌。房企各资金渠道均在收缩。房企拿地较上月上行，但进程依然偏缓。在三道红线政策约束下，四季度房企拿地依然偏谨慎。大型地产公司债务压力的上行，房企信用风险增加，也为未来房地产投资增加了部分不确定性。
- **基建投资延续低位，制造业投资基数效应下增速回落。**专项债四季度或继续放量投放，但基建整体难以快速上行。制造业投资两年平均增速与上月持平，高技术产业仍为主要支撑，上游原材料端涨价，叠加下游房地产需求转弱，以及四季度出口不确定性增加，制造业增速或边际放缓。
- **消费边际好转，节假日带来一定提振，餐饮收入转正。**两年平均增速来看，必选消费增速上行，烟酒类增速最为明显，节假日囤货需求上行。可选消费内部表现分化，汽车消费持续转弱，餐饮明显修复，金银珠宝、办公用品等保持上行。疫情因素影响之外，加税的调整，短期可能对消费带来一定伤害。四季度消费修复也边际承压。
- **风险因素：**政策变动超预期，房地产下行超预期，消费修复持续偏弱。

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn
研究助理：于天旭
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

煤炭推升 PPI，CPI 低位徘徊
大宗商品价格推升，进出口走向何方？
制造业 PMI 承压，服务业回暖

正文目录

事件.....	3
1 GDP 增速缓步放缓，四季度依然承压	3
2 工业生产增速延续回落，房地产部分影响上游制造.....	3
3 固投延续回落，房地产为主要拖累项.....	6
3.1 房地产投资持续走弱，资金来源偏紧	6
3.2 基建投资延续偏弱	7
3.3 制造业投资压力显现.....	8
4 消费边际好转，节假日带来一定提振.....	8
5 风险提示.....	10
图表 1: 各行业对 GDP 累计同比的拉动 (%)	3
图表 2: 工业增加值增速回落幅度超季节 (%)	4
图表 3: 工业增加值分大类增速分化 (%)	4
图表 4: 出口交货值 9 月表现依然较强(亿元, %).....	5
图表 5: 上游原材料加工业增速持续回落 (%)	5
图表 6: 制造业上中下游当月、累计同比、两年平均增速 (%)	5
图表 7: 服务业生产指数反弹 (%)	6
图表 8: 服务业活动预期反弹 (%)	6
图表 9: 房屋新开工、增速继续下行 (%)	6
图表 10: 商品房销售、待售累计增速回落 (%)	6
图表 11: 资金来源中整体收紧 (%)	7
图表 12: 土地购置面积依然偏弱 (%)	7
图表 13: 基建投资增速仍处底部区间 (%)	8
图表 14: 专项债发行逐步提速 (亿元)	8
图表 15: 制造业投资增速放缓 (%)	8
图表 16: 企业经营状况指数有所上行 (%)	8
图表 17: 餐饮增速明显反弹 (%)	9
图表 18: 消费者信心指数依然偏弱	9
图表 19: 消费分项当月同比、两年平均当月同比增速 (%)	9

事件

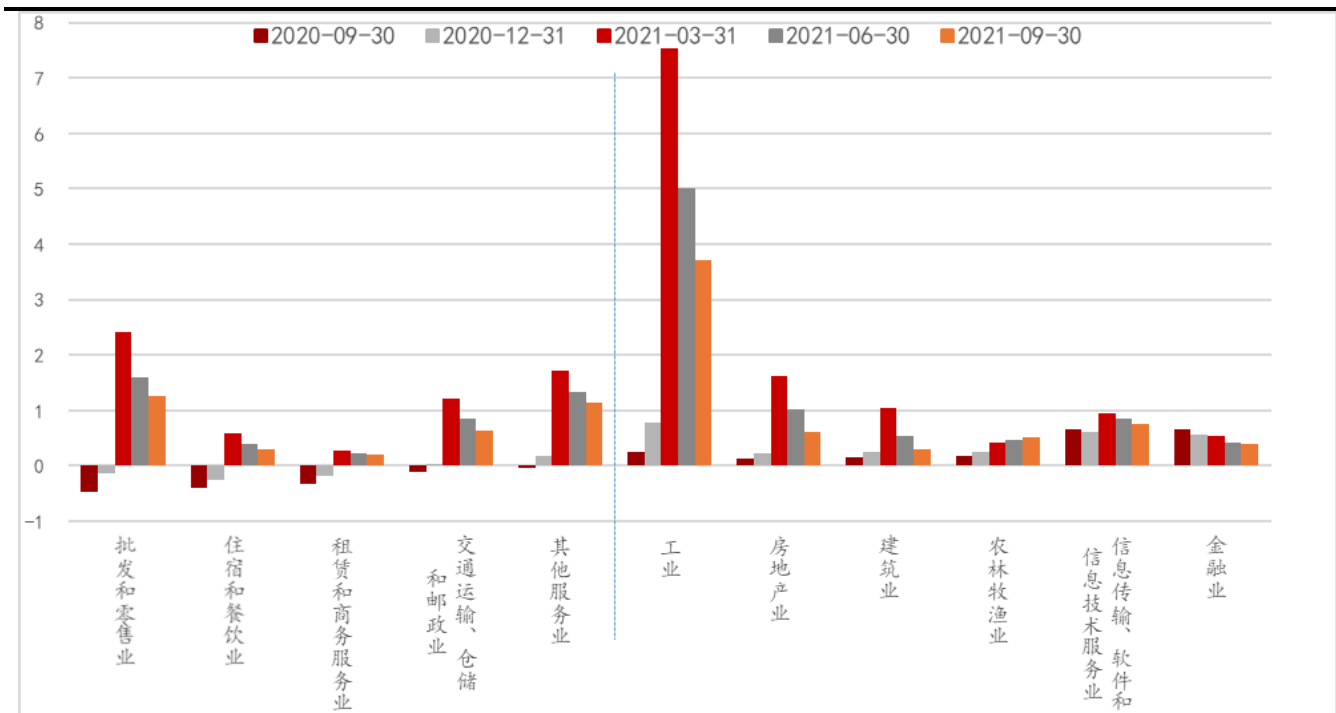
2021年9月，工业增加值同比增速回落2.2个百分点至3.1%，两年平均增速5.0%，环比上涨0.05%，前三季度累计同比增速11.8%。固定资产投资累计同比增速由8.9%回落为7.3%，两年平均增速3.8%。社会消费品零售总额同比由2.5%上行至4.4%，两年平均增速3.8%，前三季度累计同比为16.4%，两年平均增速为3.9%。GDP按不变价三季度同比增速4.9%，两年平均增速4.9%。

1 GDP 增速缓步放缓，四季度依然承压

三季度GDP增速降至5%以下，第二产业保持上涨，工业仍为主要拉动项。前三季度GDP按可比价格计算，同比增长9.8%，两年平均增长5.2%，上半年两年平均增速为5.1%，环比增速为0.2%。分季度看，一、二、三季度当季同比分别为18.3%、7.9%、4.9%，两年平均增速分别为5.0%、5.5%、4.9%。分产业看，第一、二、三产业前三季度同比增速分别为7.4%、10.6%、9.5%，两年平均增速分别为4.8%、5.7%、4.9%，上半年两年平均增速分别为4.3%、6.1%和4.9%。从对GDP的拉动来看，工业仍为主要拉动项，除农林牧渔业外，各行业拉动均较一、二季度有所回落。

四季度经济增速在基数作用下仍将进一步放缓，煤炭、电力的供需矛盾预期延续。四季度出口面临的不确定性增加，地产仍处下行通道，四季度经济压力仍存。

图表1: 各行业对GDP累计同比的拉动 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

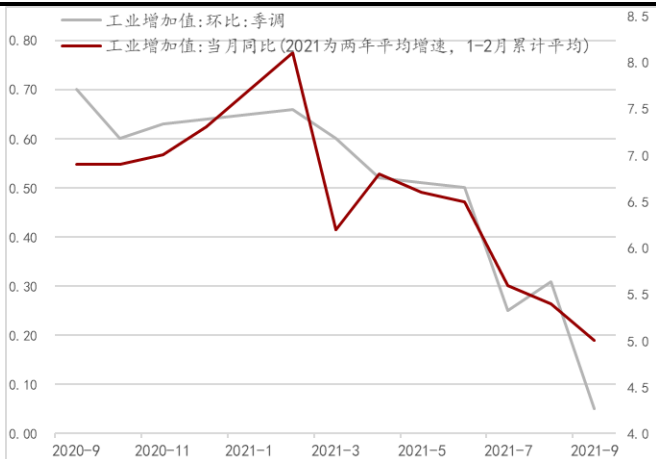
2 工业生产增速延续回落，房地产部分影响上游制造

工业生产增速回落超预期，限电限产政策给生产带来一定约束，需求端的地产走弱也造成一定拖累。9月，工业增加值同比增速回落2.2个百分点至3.1%，市场预期3.8%，两年平均增速由5.4%降为5.0%，环比微涨0.05%。前三季度累计同比增速11.8%。9月

发电量同比由上月的0.2%恢复为4.9%。

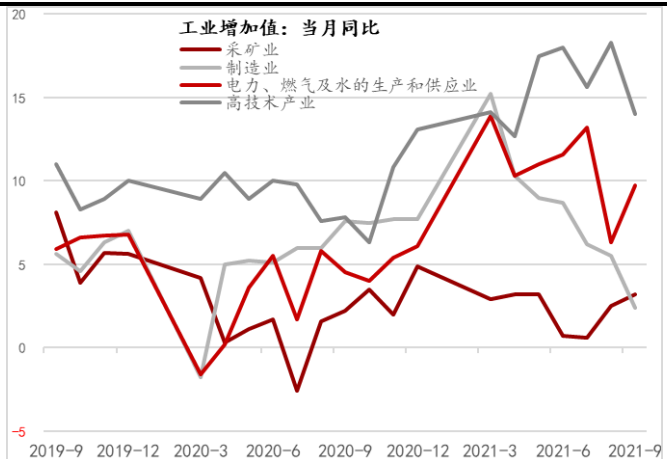
采矿业增速继续上行，电力、燃气及水的生产和工业反弹，制造业延续回落。分大类看，采矿业同比上行0.7个百分点至3.2%，原煤产量同比由8月的0.8%回落至-0.9%，天然气产量同比回落-4.2个百分点至7.1%，原煤依然没有出现大幅提产；制造业同比由上月的5.5%回落至2.4%；高技术产业同比由上月的18.3%回落至14%。电力、燃气及水的生产和供应业同比上行3.4个百分点至9.7%，太阳能发电增速回落，火电、风电、水电增速均有所上行。

图表2: 工业增加值增速回落幅度超季节 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表3: 工业增加值分大类增速分化 (%)

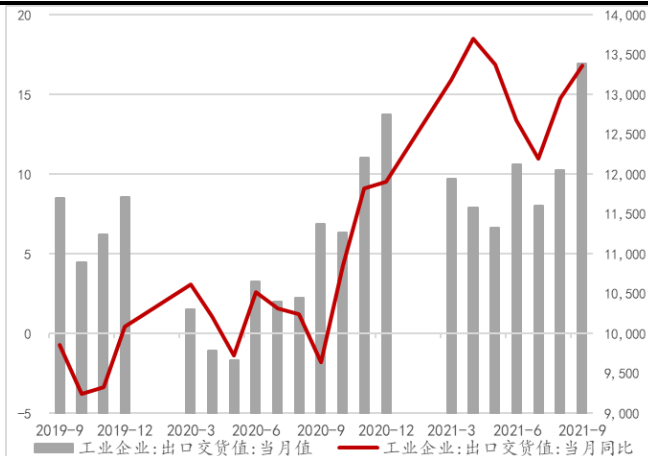


资料来源: Wind, 万联证券研究所

制造业增速继续放缓，上游整体回落，外需依然有一定支撑。对比2019年两年平均增速来看，大多行业增速较上月回落，仅医药制造业和铁路、船舶和航空航天等运输设备制造业保持上行。上游金属冶炼加工延续回落，黑色金属回落最为显著；中游设备制造业景气度继续小幅回落；下游汽车增速延续回落且速度较快。细分数据来看：

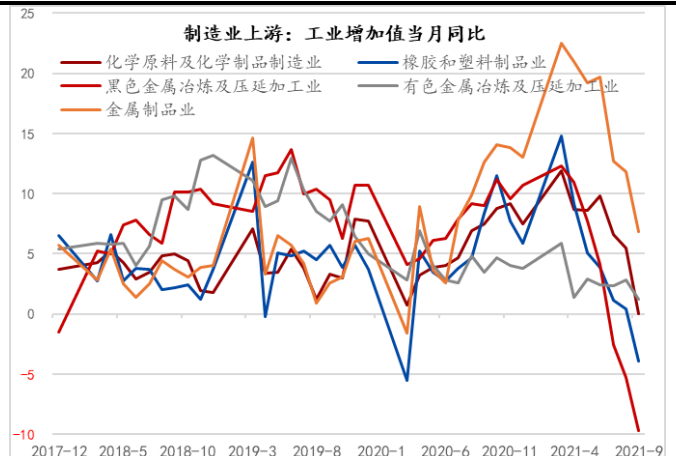
- (1) 下游制造业中，汽车缺芯对汽车行业影响拉长，医药制造业维持高景气。汽车制造业三季度工业产能利用率明显回落，芯片短缺影响持续，9月两年平均增速继续回落0.6个百分点，汽车产量当月同比上行5.4个百分点至-13.7%，新能源汽车保持高增，渗透率稳步提升。医药制造业当月同比有所回落，两年平均增速持续上行，疫情影响下，疫苗和防疫物资需求延续旺盛。计算机、通信和其他电子设备制造业同比由13.3%回落至9.5%。
- (2) 中游制造业中，两年平均增速均有所回落，整体保持韧性。通用设备制造业同比由6.7%回落至3%，专用设备制造业同比由8.7%上行至8.8%，依然处于高位，电器机械及器材制造业同比由10.3%回落至6.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比上行6.6个百分点至7.9%，上行幅度最为显著，纺织业同比回落-3.3个百分点至-5.8%。
- (3) 上游制造业中，黑色回落幅度相对最明显。黑色金属冶炼及压延工业同比回落4.4个百分点至-9.7%，有色同比回落1.6个百分点至1.2%，金属制品业、非金属矿物制品业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业分别由11.8%、4.4%、0.4%、5.5%变动为6.8%、-1.1%、-3.9%、0%。限电限产政策延续，钢材压减逐步落地，江苏地区钢材压减政策仍严，上游生产整体放缓。

图表4: 出口交货值9月表现依然较强(亿元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5: 上游原材料加工业增速持续回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

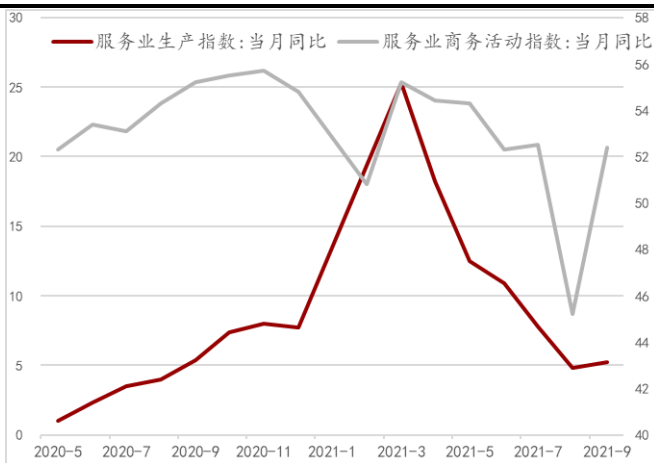
图表6: 制造业上中下游当月、累计同比、两年平均增速(%)

制造业具体行业	当月同比(%)		累计同比(%)			2年平均累计增速		
	2021年9月	2020年9月	2021年9月	2021年8月	9-8月累计同比	2020年9月	2021年9月	2021年8月
上游 化学原料及化学制品制造业	0.00	7.50	10.80	12.30	-1.50	1.50	6.05	6.34
上游 橡胶和塑料制品业	-3.90	8.40	9.90	12.20	-2.30	-0.70	4.47	4.86
上游 非金属矿物制品业	-1.10	9.00	12.60	14.80	-2.20	0.80	6.54	6.93
上游 黑色金属冶炼及压延加工业	-9.70	9.00	5.00	7.20	-2.20	5.30	5.15	5.99
上游 有色金属冶炼及压延加工业	1.20	3.50	5.70	6.40	-0.70	1.90	3.78	4.02
上游 金属制品业	6.80	12.60	21.20	23.50	-2.30	1.80	11.08	11.24
中游 通用设备制造业	3.00	12.50	17.10	19.40	-2.30	2.60	9.61	9.92
中游 专用设备制造业	8.80	8.00	15.90	16.50	-1.00	5.10	10.18	10.39
中游 铁路/船舶/航空航天和其他运输设备	7.90	3.90	11.30	11.90	-0.60	-2.10	4.39	4.24
中游 电气机械及器材制造业	6.80	15.90	21.40	23.80	-2.40	5.60	13.22	13.52
中游 农副食品加工业	2.50	2.70	8.60	9.60	-1.00	-3.40	2.42	2.47
中游 纺织业	-5.80	5.60	3.70	5.20	-1.50	-1.70	0.96	1.12
下游 食品制造业	2.80	6.50	7.90	8.80	-0.90	0.80	4.29	4.31
下游 医药制造业	6.50	7.40	29.20	30.00	-0.80	3.00	15.36	15.32
下游 汽车制造业	-8.20	16.40	9.40	12.40	-3.00	4.40	6.87	7.49
下游 计算机、通信和其他电子设备制造业	9.90	8.00	16.80	18.00	-1.20	7.20	11.90	12.37

资料来源: Wind, 万联证券研究所

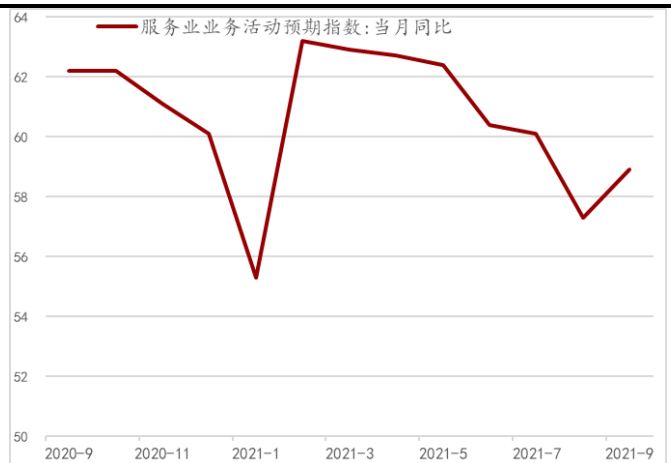
服务业生产指数反弹, 9月出行和线下需求有所修复。服务业生产指数9月同比由4.8%反弹为5.2%, 两年平均增速也由4.4%上涨为5.3%。服务业活动预期指数也明显反弹。9月线下服务和消费有所修复, 中秋节带来一定提振, 但9月福建地区的疫情, 以及疫情防控影响延续, 服务业较疫情仍有一定差距。十一节日出行需求增加, 但仍未完全恢复, 线下消费和服务的修复进程仍将延续。

图表7: 服务业生产指数反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 服务业活动预期反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

本月工业持续回落, 服务业边际好转, 受到疫情、限电限产等因素影响外, 房地产行业转弱也形成一定拖累, 经济动能弱化下, 四季度经济下行压力依然较大。上游原材料端在限产约束下走弱, 下游房地产需求端的走弱也形成一定压力。出口交货值9月有所上行, 外需相对内需仍强, 但四季度出口回落面临不确定因素增加, 对部分行业的增速也将形成一定制约。

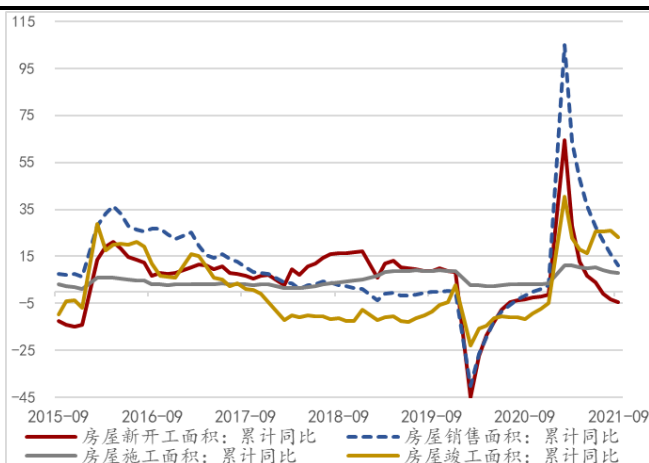
3 固投延续回落, 房地产为主要拖累项

固投两年平均增速持续回落, 基建增速小幅反弹, 房地产持续走弱, 高基数产业投资表现仍强。9月, 固定资产投资增速由8.9%回落为7.3%, 两年平均增速由上月的4.0%继续回落为3.8%。民间固定资产投资由11.5%回落为9.8%。

3.1 房地产投资持续走弱, 资金来源偏紧

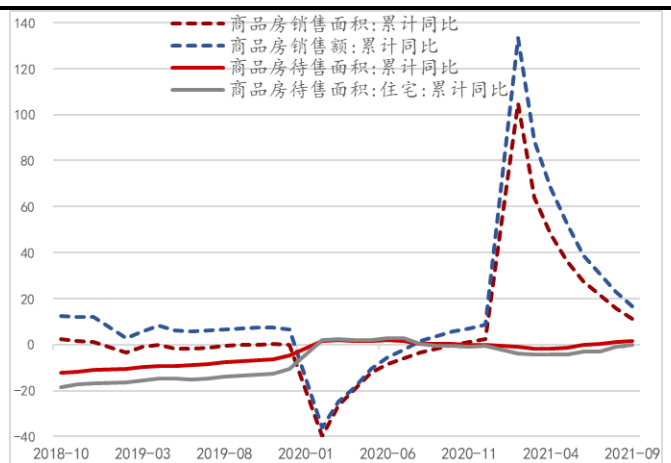
房地产投资持续走弱, “金九银十”行情遇冷, 新开工面积延续负增, 竣工增速边际放缓。房地产投资增速由10.9%回落为8.8%, 两年平均增速由上月的7.7%继续回落为7.2%。从两年平均增速来看, 新开工、施工增速均有所回落, 新开工负增长幅度进一步扩大, 融资渠道进一步收紧, 新开工继续减缓, 竣工增速也高位放缓。商品房销售本月持续转弱, 从回落幅度来看, 销售额两年平均累计同比回落1.7个pct至10%, 销售面积两年平均累计同比回落1.4个pct至4.5%, 房地产销售价量齐跌。

图表9: 房屋新开工、增速继续下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 商品房销售、待售累计增速回落 (%)



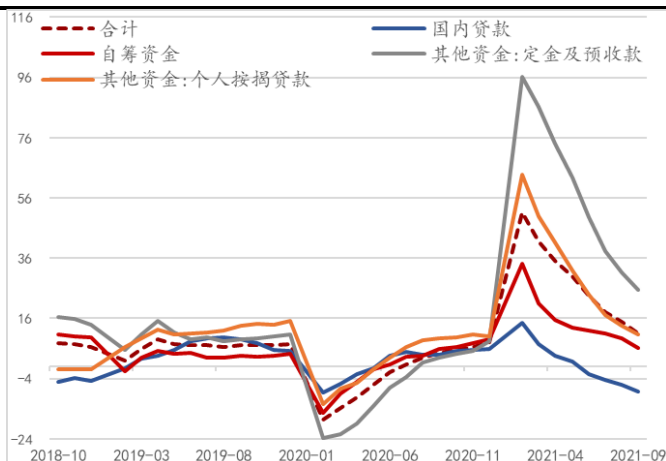
资料来源: Wind, 万联证券研究所

房企资金来源持续收紧，各资金渠道均在收缩。房地产开发资金来源两年平均增速由8.7%继续回落为7.7%，其中，个人定金及预收款和按揭贷款增速持续回落，房企销售旺季不旺，以价换量的销售策略效应减弱；房企的国内贷款两年平均增速由-1.2%转为-2.4%，自筹资金两年平均增速也持续回落。银行对房地产贷款端的约束延续，居民长端贷款也持续回落，部分地区市场房贷额度紧张，放款周期也拉长至明年。部分城市购房资格审核趋严，房地产市场调控政策延续。

房企拿地较上月上行，但进程依然偏缓。从房企土地购置面积来看，土地成交价款、面积较上月反弹，但百城成交土地增速依然偏慢。9月广州、合肥、苏州等城市陆续开启二轮集中供地政策，部分带动9月房企土地成交边际上行，但核心城市二轮集中土拍中，部分土地流拍和低价成交，三四线城市土地市场仍处下行通道，土地市场依然偏弱。双集中供地政策下，大型房企和国企央企的土地资源更加集中。在三道红线政策约束下，四季度房企拿地依然偏谨慎。大型地产公司债务压力的上行，房企信用风险增加，也为未来房地产投资增加了部分不确定性。

房地产投资下行压力仍大，关注四季度信贷政策适度调整。四季度房地产下行压力延续，资金压力较大，新开工受制约放缓，竣工出现乏力迹象，支撑的分项逐步走弱。但在房住不炒的基调下，四季度房地产不会作为经济调节的手段，关注政策是否会边际放松区域性地产政策和信贷。

图表11: 资金来源中整体收紧 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 土地购置面积依然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

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_28009



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn