



GDP 增速跌破 5%

——2021 年三季度及 9 月经济数据点评

一、总体：动能减弱，供需回落

受疫情汛情扰动和结构性矛盾拖累，2021 年三季度经济总体虽保持恢复态势，但动能明显减弱。按可比价格计算，三季度 GDP 同比增长 4.9%，两年平均增速为 4.9%，较二季度回落 0.6pct，季调后环比增长 0.2%，较二季度下降 1.0pct。

9 月生产增速继续回落，投资小幅下滑，消费略有恢复。规模以上工业增加值当月同比 3.1%；社会消费品零售总额当月同比 4.4%；城镇固定资产投资额累计同比 7.3%，其中全口径基建投资累计同比 1.5%，房地产投资累计同比 8.8%，制造业投资累计同比 14.8%。

二、生产：工业持续下滑，服务业小幅反弹

工业生产继续回落，工业增加值同比增速逐月下降。9 月全国规模以上工业增加值同比增速由上月的 5.3% 下滑至 3.1%，为复工复产以来的最低水平，两年平均增速由上月的 5.4% 回落至 5.0%，环比增速亦由上月的 0.31% 降至 0.05%。需求不足及限产限电冲击是主要原因。一方面，国内消费持续低迷，投资增速低位波动，使得总需求对生产端的拉动力度不断减弱，拖累工业生产增长；另一方面，9 月多地出现限电限产，对工业生产造成冲击。前瞻地看，经济下行叠加环保约束，短期内工业生产仍将低于历史中枢。

疫情冲击有所缓解，服务业生产出现反弹。9 月全国大部分地区疫情得到有效控制，防疫措施对经济的约束开始放松，居民外出消费活动逐渐恢复，对服务业产生一定提振。当月服务业生产指数由上月的 4.8% 回升至 5.2%，服务业商务活动指数环比上升 7.2pct 至 52.4%，重返扩张区间。上月受疫情冲击较为严重的航空运输、住宿和餐饮业经营活动指数本月大幅回升 59.2pct、33.0pct 和 37.7pct。前瞻地看，零星疫情仍将对服务业修复构成约束。



三、固定资产投资：势头放缓，结构转变

1-9 月,全国城镇固定资产投资同比增长 7.3%,两年平均增长 3.8%,增速较二季度回落 0.6pct。其中,9 月当月同比增长-1.8%,两年平均增速为 2.8%,环比增长 0.17%,增长势头有所放缓。

(1) 房地产：预期逐步逆转

严调控之下,房地产市场热度明显下降。1-9 月商品房累计销售面积和销售金额两年平均增速加速下滑,9 月当月两年平均增速均已转负。房地产投资增速继续回落,受土地市场快速冷却和房企降杠杆的影响,土地购置费和建安投资双双回落。9 月新开工面积进一步下探,施工竣工增速也小幅回落。

由于房地产调控政策基调暂未发生根本改变,叠加商品房销售增速快速回落,第二批集中供地表现出与上半年截然不同的“冰火两重天”局面,土地溢价率迅速下滑,流拍率大幅上升。9 月共有 12 个试点城市完成供地,较 7、8 月份大幅增加,因此 1-9 月累计土地购置面积和成交价款的两年平均增速分别较上月上升 0.6 和 4.7pct。但第二批集中供地的土地溢价率仅为 4.4%,较第一批大幅下降 9.6pct;而土地流拍率高达 28.3%,较第一批上升 22.3pct。另外,10 月份以来,北京、杭州、广州等热点城市均已完成第二轮土拍,流拍率分别高达 60%、55%、52%。

随着恒大等房企风险暴露,金融机构风险偏好持续下降,房企国内贷款两年平均增速继续下探。同时商品房销售增速下滑,房企资金回笼放缓,高杠杆房企周转压力加大。1-9 月份,国内贷款维持低增速,两年平均增速仅为-2.4%,较上月下滑 1.2pct。为了应对房企风险积聚,政策出现边际调整,监管机构澄清并非要求银行“不得新发放房地产开发贷款”,指导银行保持房地产信贷平稳有序投放,四季度房地产国内贷款增速有望边际回升。

前瞻地看,四季度及明年房地产投资增速取决于调控政策以及市场主体预期。考虑到“房住不炒”基调不改,“共同富裕”目标下房地产税将积极稳妥推进,预计明年房地产投资仍将弱于今年。土地购置费整体可能小幅负增长,建安投资或将受到新开工不足制约。



（2）基建：触底迹象显现

基建投资显现出触底迹象，四季度增速或将出现反弹。1-9 月全口径基建投资累计同比增长 1.5%，两年平均增速为 2.0%，较 1-8 月下降 0.3pct。9 月当月基建投资同比增速为 -4.5%，降幅较上月收窄 2.1pct。8/9 月专项债发行速度加快，财政资金投入增加，以及稳增长政策力度的不断加大，都表明当前基建投资增速已达底部。前瞻地看，由于 9 月 1 日的国常会明确指出“发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资”，未来稳增长支持力度将进一步加大，叠加近期发布的 11 月底前将剩余新增专项债券额度使用完成的要求，四季度资金有望集中落地，基建投资有望进入反弹阶段。

（3）制造业：整体延续韧性

高技术行业支撑制造业投资延续韧性。1-9 月制造业投资累计同比增长 14.8%，两年平均增长 3.3%，与 1-8 月持平。9 月当月同比增长 10%，两年平均增长 6.4%，比 8 月上升 0.3pct。制造业投资作为顺周期变量，在经济下行期维持较强韧性的主要原因在于，高技术制造业在产业政策的支持下，投资始终保持高增长。1-9 月高技术制造业投资同比增长 25.4%，其中，计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业投资同比分别增长 40.8%、38.5%。另一方面，传统制造业投资趋于谨慎，融资需求偏弱。前瞻地看，在产业升级、解决“卡脖子”问题的要求下，高技术制造业的景气度仍将维持，但传统制造业受经济下行影响较大，对制造业投资增长形成拖累。

四、消费：意愿有所提振

由于 9 月国内疫情暂缓叠加“双节”效应，消费有所恢复，增速出现回升。1-9 月社会消费品零售总额两年平均增速为 3.9%，与上月持平。9 月同比增长 4.4%，较上月加快 1.9pct，两年平均增长 3.8%。

消费复苏进程中出现三重分化。一是商品和餐饮消费增速分化仍在继续。1-9 月商品零售两年平均增长 4.5%；尽管 9 月餐饮消费增速大幅回升 7.6pct 至 3.1%，但 1-9 月累计消费两年平均仍下降 0.6%。二是，



商品消费内部，升级类和刚需类商品增速呈现分化。受居民收入增长分化和节假日鼓励，升级类商品增长较快，金银珠宝、化妆品和文化办公用品 9 月同比增速分别上升 12.7pct、2.2pct 至 20.1%和 22.6%；而粮油食品、饮料同比增速分别下降 0.3pct、1.7pct 至 9.2%和 10.1%。三是，新经济相关品类消费也分化明显。由于芯片短缺影响持续，汽车行业同比增速持续下滑至-11.8%，复苏动能继续走弱；而在新产品发布带动下，通讯器材增速大幅回升 37.7pct 至 22.8%，消费热情高涨。

前瞻地看，由于居民收入增长仍弱于经济恢复，消费修复或将维持弱动能。1-9 月城镇居民累计可支配收入两年平均增长 4.5%，低于 GDP 增速 0.7pct。居民收入增长分化与高杠杆仍将拖累消费总体复苏。从结构上看，可选消费品修复分化仍将持续，娱乐通讯器材和金银珠宝等升级类商品消费有望保持高增速，汽车受上游供应拖累恢复或相对缓慢。

五、前瞻：供给受限、需求承压

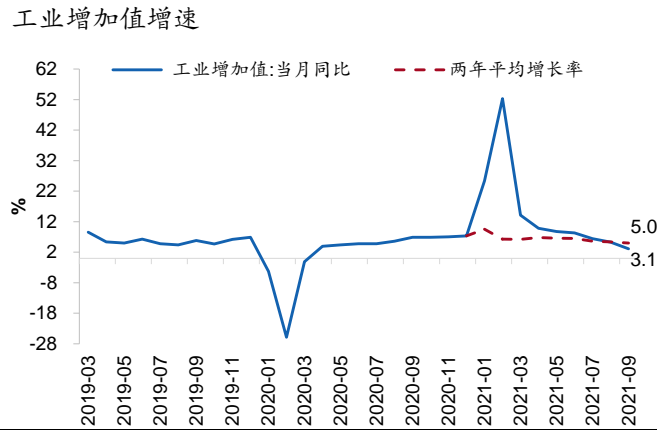
总体来看，二季度经济供需两端继续回落，这表明经济内生增长动力不足。但同时，内需中投资的结构转变已初现端倪，房地产投资快速下滑，基建投资已开始触底反弹。

前瞻地看，四季度我国经济面临的供给受限、需求承压的局面暂时不会改变。供给方面，年内需求疲弱和能源供给不足，仍将拖累生产。需求方面，受房地产和财政政策“一紧一松”的影响，推动投资修复的主要动力转变或将持续。未来房地产投资韧性或将减弱，基建投资有望持续发力，制造业投资提振仍然有限。在疫情冲击常态化的背景下，消费增长或仍受制约。

（评论员：谭卓 黄翰庭 牛梦琦）

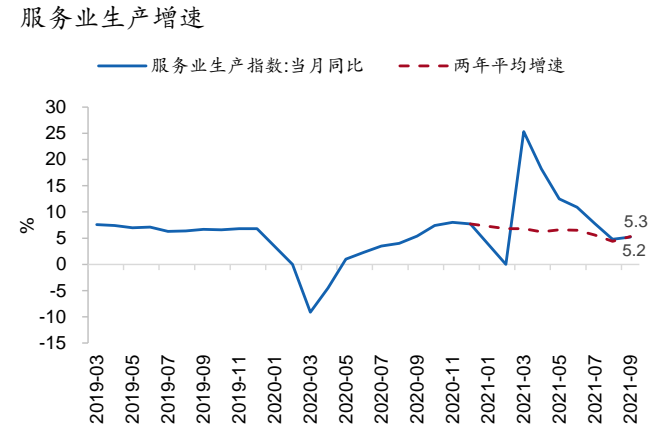
附录:

图 1: 工业生产持续下滑



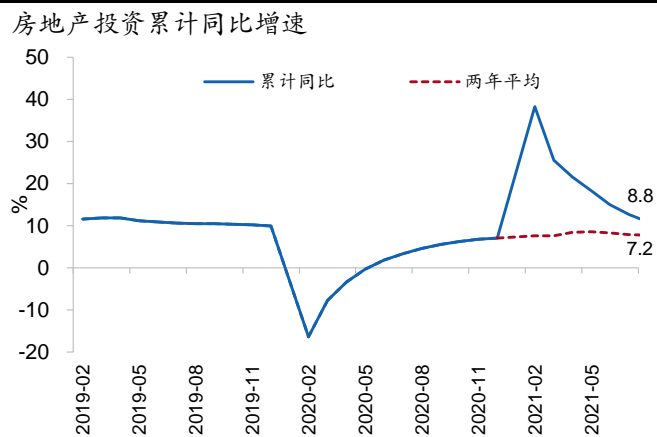
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 2: 服务业生产小幅反弹



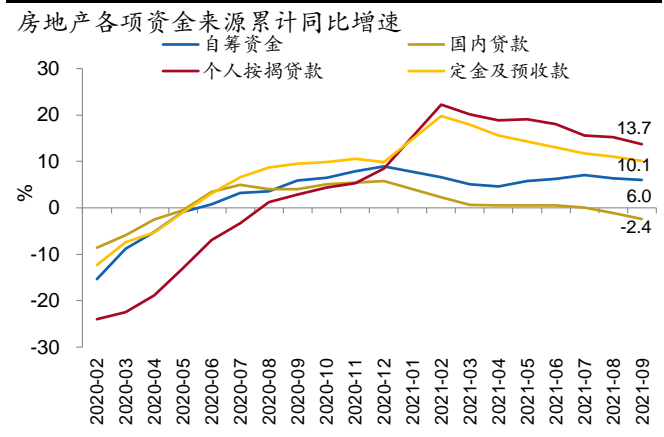
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: 房地产投资增速继续回落



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: 国内贷款增速持续 2 个月落入负区间



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 5: 基建投资底部显现

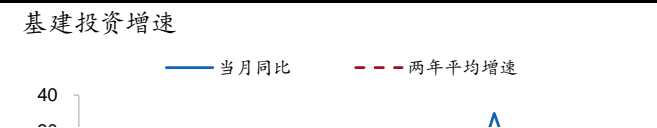


图 6: 专项债融资加速



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_28112



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn