

多重冲击加速三季度经济回落

9 月经济数据点评

研究结论

事件：10 月 18 日国家统计局公布最新经济数据，9 月工业增加值同比增长 3.1%，前值 5.3%；社会消费品零售同比增长 4.4%，前值 2.5%；1-8 月固定资产投资累计同比增长 7.3%，前值 8.9%。

- 三季度经济呈现明显的回落，GDP 两年平均增速比上季度下降 0.6 个百分点，除了内需走弱、地产触底之外，还受到三季度多地疫情反弹、局部汛情、“双限双控”范围扩大的特殊冲击，各分项来看，出口一如既往地强劲、消费在疫情好转后回升，工业生产和投资处于下行通道，房地产依然处在底部。
- 9 月多地出现了“限电限产”和双控政策加码的现象，工业增加值反映了“双限双控”对工业的负面冲击，但是相对而言影响可控。工业增加值同比为 3.1%，比上个月回落 2.1 个百分点；环比增速为 0.05%，低于上个月的 0.31%，以及疫情之前 2019 年的均值 0.55%。其中，走弱的是制造业，两年平均增速比上个月下降 0.7 个百分点至 5%，反映了“双限”对生产的影响，受政策影响最大的高耗能行业的产量大幅下降，表现较好的行业依然是出口相关产业和高技术制造业。
- 疫情影响消退叠加中秋假期，消费如期反弹，但景气度依然偏低。社会消费品零售总额同比增长 4.4%，好于上个月的 2.5%；环比增速 0.3%，上半年环比增速的均值是 0.4%，9 月社零环比在上个月基数比较低的情况下依然低于上半年的平均值，反映消费仍然比较疲弱。商品消费中，汽车消费继续下降，对消费形成拖累；服务型消费改善，限额以上企业餐饮收入同比由负转正，9 月同比为 5.5%。目前汽车是拖累消费的主要因素之一，而这很大程度上是由于“缺芯”导致的供给约束，另一方面，疫情依然是当前影响消费（尤其是服务型消费）复苏的最大变量，10 月中旬之后疫情又出现多地反弹的迹象，可能导致 10 月消费重蹈 7-8 月的覆辙。
- 固定资产投资继续回落，1-9 月固定资产投资两年平均增长 3.8%，比 1-8 月回落 0.2 个百分点，其中制造业投资受价格推动表现较强，基建投资增速依然偏低，房地产投资处于底部。制造业投资同比增速上行，两年平均增速为 3.6%，高出前值 0.5 个百分点，但是排除价格因素之后，制造业投资已经处于下行通道。仅从量的角度来看，固定资产投资-PPI 累计同比为 0.6%，比上个月下降 1.9 个百分点，两年平均增速则由上月的 2.2% 下降至 1.7%。
- 我们认为四季度经济环境有望边际改善，两年平均增速在 5% 以上，全年实现 8% 的增速。四季度也将是政策的窗口期：1) 三季度金融数据统计发布会让四季度降准预期消退，但是或有结构性的信贷宽松，比如碳减排支持工具可能在年内落地；2) 预计财政政策节奏保持积极，专项债加快发行的同时项目跟上，据 21 世纪报报道，省发改委向国家发改委上报重大项目库的频率从原来的每月改成现在每周上报，目的就是加快推动专项债项目在年底至明年年初形成实物工作量；3) 限电限产和双控政策纠偏。
- 风险提示：疫情反弹，影响工业生产和消费复苏；货币政策超预期变动。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021 年 10 月 22 日

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

联系人

陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

新发展阶段下的财政系列：土地市场如何影响基建？ 2021-10-19

PPI 或将继续上冲：9 月价格数据点评 2021-10-18

融资需求走弱，社融探底：9 月金融数据点评 2021-10-18

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

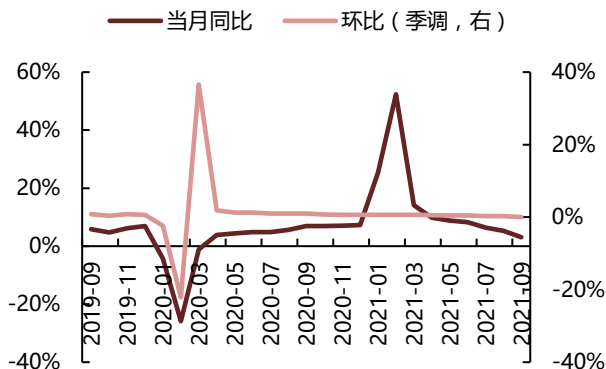
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

三季度经济呈现明显的回落，GDP 两年平均增速比上季度下降 0.6 个百分点，除了内需走弱、地产触底之外，还受到三季度多地疫情反弹、局部汛情、“双限双控”范围扩大的特殊冲击，各分项来看，出口一如既往地强劲、消费在疫情好转后回升，工业生产和投资处于下行通道，房地产依然处在底部。

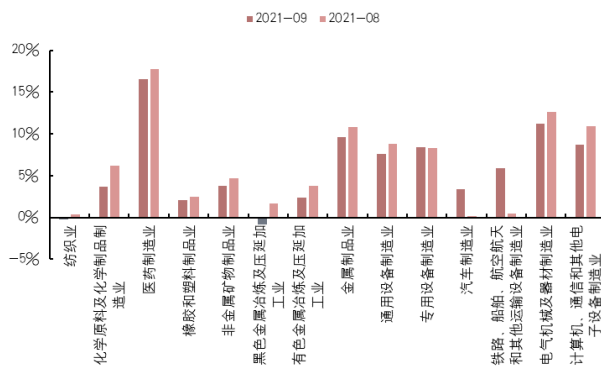
9 月多地出现了“限电限产”和双控政策加码的现象，工业增加值反映了“双限双控”对工业的负面冲击，但是相对而言影响可控。工业增加值同比为 3.1%，比上个月回落 2.1 个百分点；环比增速为 0.05%，低于上个月的 0.31%，以及疫情之前 2019 年的均值 0.55%。其中，采矿业两年平均增速 2.7%，高出上月 0.7 个百分点；电力、燃气及水的供应和生产两年平均增速 7.1%，高出上月 1.1 个百分点；三项中唯一走弱的是制造业，两年平均增速比上个月下降 0.7 个百分点至 5%，反映了“双限”对生产的影响，受政策影响最大的高耗能行业的产量大幅下降，粗钢产量同比下降 21.2%（前值-13.20%），水泥同比下降 13%（前值-5.2%）。表现较好的行业依然是出口相关产业和高技术制造业，通用、专用设备两年平均增速分别为 7.6%和 8.4%，分别高出制造业整体 2.6 和 3.4 个百分点；根据统计局的数据，前三个季度高技术制造业同比增速高达 20%，快于全部以上工业。

图 1：工业生产走弱



数据来源：Wind，东方证券研究所

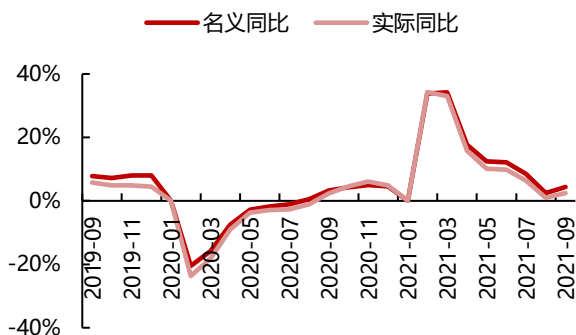
图 2：分行业工业增加值



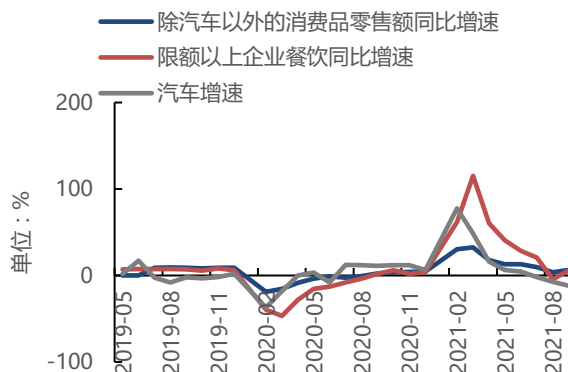
数据来源：Wind，东方证券研究所

疫情影响消退叠加中秋假期，消费如期反弹，但景气度依然偏低。社会消费品零售总额同比增长 4.4%，好于上个月的 2.5%；环比增速 0.3%，上半年环比增速的均值是 0.4%，9 月社零环比在上个月基数比较低的情况下依然低于上半年的平均值，反映消费仍然比较疲弱。商品消费中，汽车消费继续下降，对消费形成拖累，汽车零售额同比下降 11.8%，降幅比上个月扩大 4.4 个百分点，除汽车以外的消费品零售额同比为 6.4%；服务型消费改善，限额以上企业餐饮收入同比由负转正，9 月同比为 5.5%。

目前汽车是拖累消费的主要因素之一，而这很大程度上是由于“缺芯”导致的供给约束，另一方面，疫情依然是当前影响消费（尤其是服务型消费）复苏的最大变量，10 月中旬之后疫情又出现多地反弹的迹象，可能导致 10 月消费重蹈 7-8 月的覆辙。

图 3：消费增速反弹


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：汽车销售下行


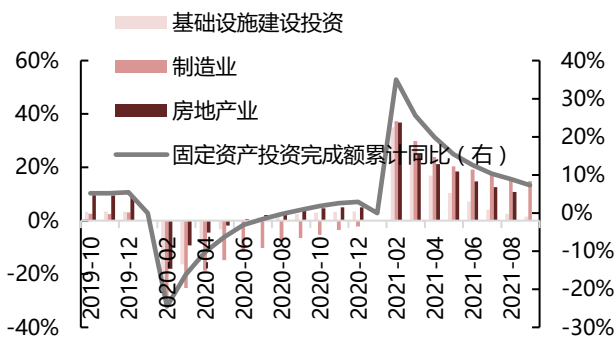
数据来源：Wind，东方证券研究所

固定资产投资继续回落，1-9 月固定资产投资两年平均增长 3.8%，比 1-8 月回落 0.2 个百分点，其中制造业投资在价格推动下表现较强，基建投资增速依然偏低，房地产投资处于底部。

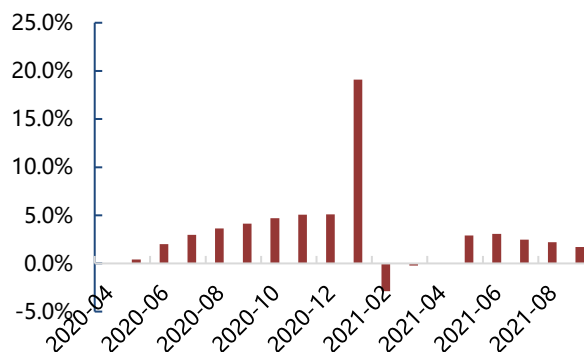
制造业投资同比增速上行，两年平均增速为 3.6%，高出前值 0.5 个百分点，但是排除价格因素之后，制造业投资已经处于下行通道。价格因素对制造业投资有较强的带动作用，企业投资的一个主要领域是设备购置和更新改造，上游价格高涨将让这部分投资看起来更景气，但是价格高涨的背景下，上游挤压了下游企业的利润，这将抑制下游企业的投资意愿，同时上游投资受碳中和政策等约束。仅从量的角度来看，固定资产投资-PPI 累计同比为 0.6%，比上个月下降 1.9 个百分点，两年平均增速则由上月的 2.2% 下降至 1.7%。

1-9 月基建投资同比增长 1.5%，比上个月下降 1.4 个百分点。虽然专项债发行提速，但资金和项目之间存在一定时间差，导致当前基建增速尚未反转。

房地产开发投资已经处于底部，两年平均增速为 7.2%，比上个月下降 0.5 个百分点。新开工、施工和竣工面积均下降，其中竣工面积累计增速的两年平均为 4.4%，比上个月下降 1.6 个百分点，此前地产商为了加速回款加快施工和竣工节奏，但是近期可能受到个别地产商风险事件的影响，竣工的节奏也在放缓。

图 5：固定资产投资下行


数据来源：Wind，东方证券研究所

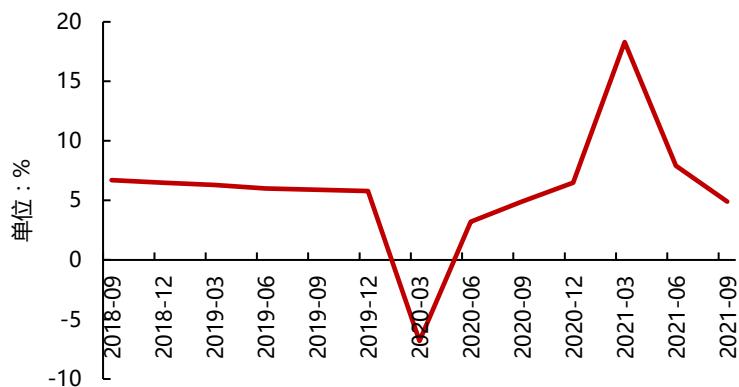
图 6：固定资产投资完成额实际增速（2 年平均，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

三季度 GDP 增速为 4.9%，两年平均增速也为 4.9%，较上个季度的 5.5% 明显下降。三季度经济受到地产在严格调控政策下下滑、多地疫情反弹、以及限电和双控冲击生产的影响，经济增速可能低于普遍认为的潜在增速范围，易纲行长上个月发的文章中认为中国经济的潜在增速是 5%-6%。我们认为四季度经济环境有望边际改善，两年平均增速在 5% 以上，全年实现 8% 的增速。四季度

也将是政策的窗口期：1）三季度金融数据统计发布会让四季度降准预期消退，但是或有结构性的信贷宽松，比如碳减排支持工具可能在年内落地；2）预计财政政策节奏保持积极，专项债加快发行的同时项目跟上，据 21 世纪报报道，省发改委向国家发改委上报重大项目库的频率从原来的每月改成现在每周上报，目的就是加快推动专项债项目在年底至明年年初形成实物工作量；3）限电限产和双控政策纠偏。

图 7：GDP 增速破 5%



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示：

疫情反弹，影响工业生产和消费复苏；
货币政策超预期变动。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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_28218

