

# GDP 增速破 5%，四季度经济仍存下行压力

## ——2021 年 3 季度 GDP 增速简评

2021 年 10 月 20 日 星期三

兴证期货·研发中心

### 内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

林玲

电话：0591-38117682

邮箱：

linling@xzfutures.com

受本土疫情与“限产”管控，三季度 GDP 增速 4.9%，二产和三产增速明显下行，PPI-CPI “剪刀差”扩大，制造业上下游利润分化，内需不振，供需端因素共同叠加导致三季度增速不及预期。固定资产投资累计较 8 月下行，制造业投资稳固，基建投资延续下行，地产投资、住房销售增速回落。9 月失业率较 8 月进一步下降，青年就业压力下降，就业市场结构性矛盾有所缓解。目前财政仍延续稳杠杆、防风险，财政托底发力空间有限且意愿不强，总体维持结构性紧信用可能性较大；但近期地产融资条件有所松动，居民端中长贷规模回升，市场宽信用预期或将有所升温。

## 报告目录

1. GDP 增速：“限产”+本土疫情共同限制 GDP 增速.....	3
2. 固定资产投资：地产、基建持续下行，地产投资回升概率不大.....	4
3. 财政政策：进一步推进稳信用防风险，四季度或将维持以往信用水平.....	6
4. 结论.....	6

## 图表目录

图表 1: GDP 增速 .....	3
图表 2: 工业增加值.....	3
图表 3: PMI 指数.....	5
图表 4: 高炉开工率.....	4
图表 5: 房地产资金来源.....	5
图表 6: 房地产开工与施工面积.....	5
图表 7: 土地平均溢价.....	5
图表 8: 住宅销售面积.....	5
图表 9: 个人抵押贷款规模 .....	5
图表 10: 城镇失业率.....	6

## 1. GDP 增速：“限产”+本土疫情共同限制 GDP 增速

三季度二产、三产 GDP 增速较前期均有所下降，二产、三产 GDP 增速分别下降 3.9%与 2.9%。第二产业电力受煤炭价格等能源因素影响，生产受限；第三产业由于本土疫情扰动，线下实体服务消费受挫，拖累第三产业 GDP 增速。

工业生产主要受以下因素影响：

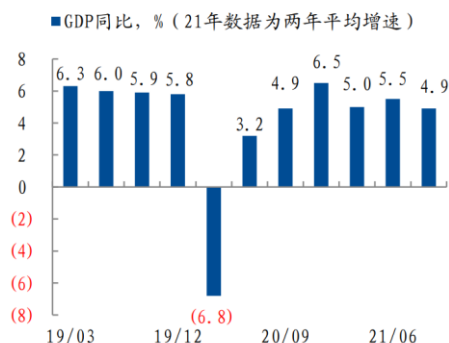
1、“能耗双控”与能源供给对工业生产影响短期难以缓解。煤炭供应端受安全整改政策影响，产能恢复速度受限，电力供给不足，叠加冬季供暖需求导致原油、天然气等价格上涨共同推升能源价格，生产成本上升降低制造业开工意愿，PMI 生产分项、库存分项连续下行也表明生产端限制是工业放缓主要原因。部分省份“能耗双控”目标不理想，出台严格的限电政策，侧面反映了工业限产；虽然近期发改委扩大电价波动幅度、国家能源委部门出台政策纠正“运动式排碳”将部分缓解能源压力带来的生产放缓，但“双控”年度目标短期内仍将影响工业生产。

2、基建、地产投资持续下行，内需不振，制造业上下游利润分化进一步降低生产动力。PPI 指数持续上升，大宗商品涨价可能制约中下游投资意向。并且受“结构性紧信用”影响，房地产资金链明显紧张，地产投资持续下行，9月住宅新开工、竣工、房地产投资指标减弱，表明制造业下游需求降低，间接影响工业生产。

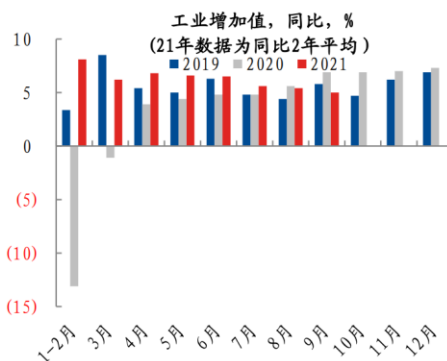
3、海外产能逐渐恢复，我国工业出口订单或将高位回落。美国、日本、欧盟 PMI 指数近两月来均突破 50 大关，表明海外制造业生产逐渐恢复。我国出口订单虽然仍保持高位，但未来边际下降幅度将逐渐增大。

第三产业 GDP 增速下降主要受疫情影响。7-8 月疫情反复，线下出行、餐饮、消费服务均出现下滑，拖累 GDP 增速。9 月疫情防控形势好转，社零消费同比增加 4.4%，线下餐饮消费重回正值，利好消费修复，但汽车消费仍受限于芯片不足。

图表 1: GDP 增速

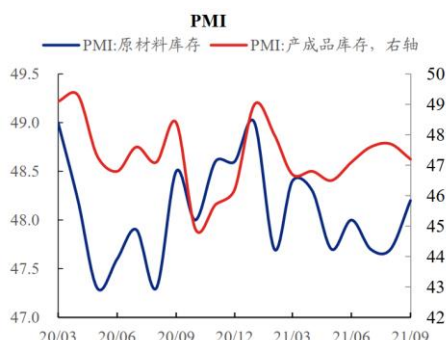


图表 2: 工业增加值



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 3: PMI 指标



图表 4: 全国高炉开工率



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 固定资产投资：地产、基建持续下行，地产投资回升概率不大

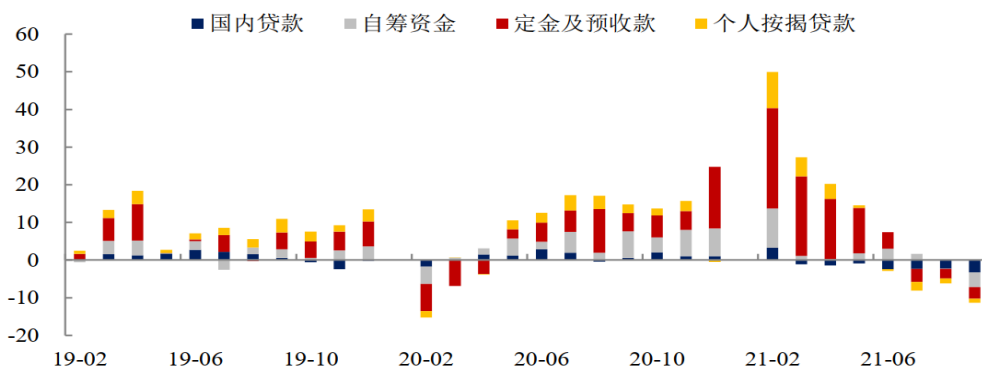
**住宅市场销售转冷，地产资金链紧张，限制地产投资。** 房地产投资端受“结构性紧信用”影响，贷款、定金、按揭年中由正转负，自筹资金 9 月在负区间大幅下降。受资金链紧张与土地溢价率下降影响，地产新开工、施工面积均处于负区间，表明房地产购地意愿不高。9 月商品房销售面积下降叠加居民中长贷规模弱化，销售端承压突出，加剧地产自筹资金压力。

**中长贷规模回升，地产融资存在放松迹象。** 9 月居民中长贷与个人抵押贷款 ABS 规模回升，需求端消费意愿上升；人民银行、银保监会 9 月工作会议表示“保持房地产信贷有序投放，维持房地产市场平稳发展”，执行层面房地产融资存在松动可能，但未来地产政策仍将保持收紧态势。

**基建投资增速下降，财政年底发力意愿不强。** 10 月国家要求加快专项债发行，已存在基建财政支持，9 月基建环比虽然基本符合季节性，但受稳杠杆防风险政策作用，财政更多投入社会保障、维持就业等民生方向，年末作用于基建可能性不大，基建财政更可能发力于明年年初托底经济发展。

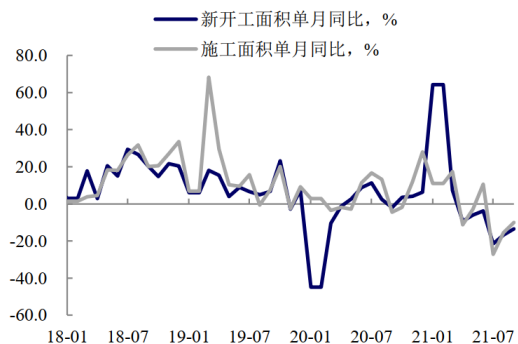
图表 5: 房地产资金来源

房地产开发资金来源单月同比拉动拆分, %

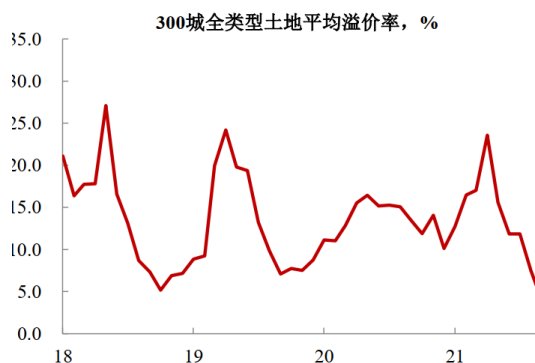


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图表 6: 房地产新开工与施工面积



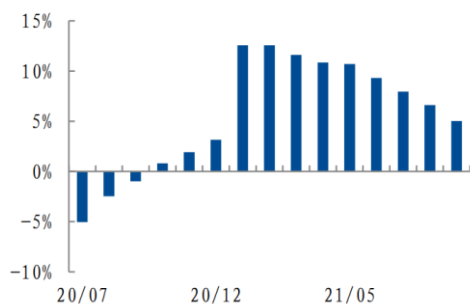
图表 7: 土地平均溢价



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

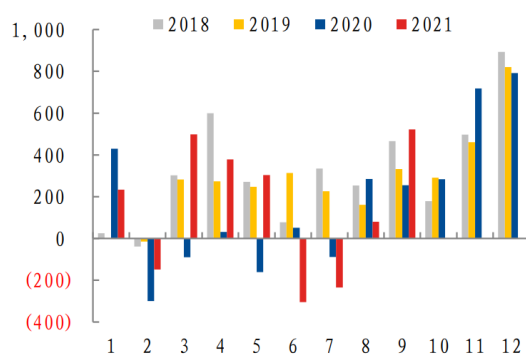
图表 8: 住宅销售面积

住宅销售面积: 累计同比  
(21年数据为2年复合增速)



图表 9: 个人抵押贷款规模

新增个人抵押贷款ABS, 亿元



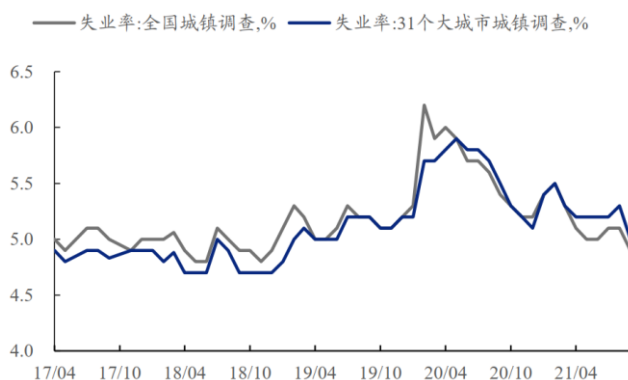
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

### 3. 财政政策：进一步推进稳信用防风险，四季度或将维持以往信用水平

调查失业率小幅回落，就业市场结构性矛盾有所缓解。9月疫情防控转好，16-24岁失业率较八月有所下降，市场就业压力有所缓解，财政或将加大民生方向投入，维持经济稳定。

“结构性紧信用”仍是大势所趋。虽然有消息表示面向房地产融资有所放松，但地产行业政策仍保持收紧，融资放松或是短期调整，鼓励制造业与中小企业贷款的稳信用将维持较长时间。

图表 10：城镇失业率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

## 4. 结论

3 季度 GDP 增速破 5 主要受第二、第三产业增速下降拖累，工业方面未来仍将受能源价格与“双控”影响，生产恢复速度或将放缓。线下消费伴随防疫稳定将有所恢复，但由于冬季是流感高发季节，仍需警惕疫情反复对消费端恢复的负向作用。地产政策未来仍将处于收紧状态，但近期居民端需求有所回升，融资约束放松预期将一定程度上缓解房地产资金压力。年末阶段将维持防风险稳杠杆政策，维持信用稳定，基建发力概率不大。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。