

2021年10月18日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com

供需双击加剧经济“类滞胀”风险

——9月经济数据数据点评

内容提要

国家统计局发布三季度经济数据: 1) 三季度 GDP 同比 4.9%, 两年复合增长 4.9%; 2) 9月工业增加值同比 3.1%, 两年复合增长 5.0%, 服务业生产指数同比 5.2%, 两年复合增长 5.3%; 3) 1-9月固定资产投资累计同比 7.3%, 两年复合增长 3.8%, 其中制造业投资累计同比 14.8%, 两年复合增长 3.3%; 基建投资同比 1.5%, 两年复合增长 0.4%; 房地产投资同比 8.8%, 两年复合增长 7.2%; 4) 9月社会消费品零售总额同比 4.4%, 两年复合增长 3.8%; 5) 9月全国城镇调查失业率 4.9%, 其中 16-24岁和 25-59岁人口调查失业率分别为 14.6%、4.2%。

三季度经济短期扰动和中期隐忧交错, 内外动能分化延续, GDP 两年复合增速破 5%, 外生冲击较大, 经济动能进一步边际趋缓。一方面, 国内疫情反复及防控升温冲击消费和服务业; 另一方面, 洪涝灾害天气、缺芯缺煤限电和能耗双控对工业生产形成明显约束; 同时政策严监管也制约基建地产表现, 房地产景气度快速回落。供给冲击叠加需求走弱, 经济呈现类滞胀特征, PPI-CPI 剪刀差进一步冲高, 对中游制造业形成较大的成本端和利润压力, 价格的高企也反噬需求, 形成经济减速压力。

往后看, 保供政策发力下四季度供给端存在一定修复空间, 叠加疫情收敛, 工业和消费环比存在一定修复空间。但需求端压力尚未见底, 消费仍然是修复的慢变量, 财政发力下基建投资年内改善但不高估, 制造业投资修复也面临“被动补库存”的压力, 房地产景气度加速下行和出口见顶回落将分别成为今年下半年和明年上半年经济放缓的两阶段主要驱动。价格端, 能耗双控存在政策约束, 煤炭短缺短期仍难解决, 短期供给冲击有望缓解但缺乏弹性, 随着需求端进一步走弱, 以及价格高企反噬需求, 年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓。

风险提示

美联储 QE 退出进度超预期, 经济下行压力超预期, 国内政策变化风险

请务必仔细阅读正文之后的声明



一、事件：国家统计局发布 9 月及三季度经济数据

- 1) 三季度 GDP 同比 4.9%，两年复合增长 4.9%；
- 2) 9 月工业增加值同比 3.1%，两年复合增长 5.0%，服务业生产指数同比 5.2%，两年复合增长 5.3%；
- 3) 1-9 月固定资产投资累计同比 7.3%，两年复合增长 3.8%，其中制造业投资累计同比 14.8%，两年复合增长 3.3%；基建投资同比 1.5%，两年复合增长 0.4%；房地产投资同比 8.8%，两年复合增长 7.2%；
- 4) 9 月社会消费品零售总额同比 4.4%，两年复合增长 3.8%；
- 5) 9 月全国城镇调查失业率 4.9%，其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 14.6%、4.2%。

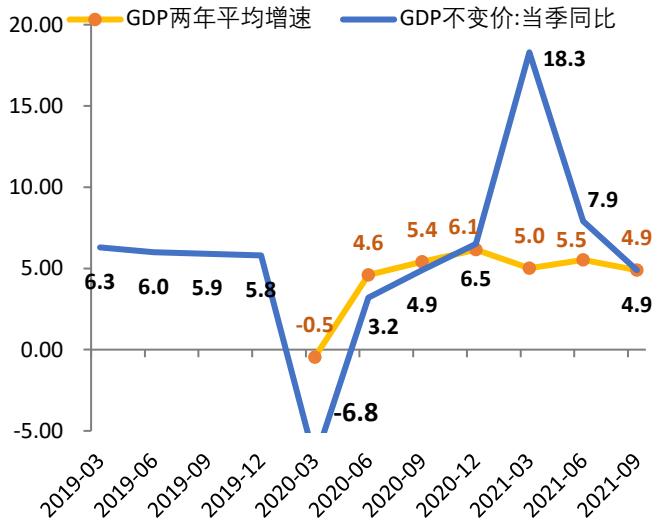
二、供给冲击叠加需求走弱，经济呈现类滞胀格局

三季度经济短期扰动和中期隐忧交错，内外动能分化延续，GDP 两年复合增速破 5%，外生冲击较大，经济动能进一步边际趋缓。一方面，国内疫情反复及防控升温冲击消费和服务业；另一方面，洪涝灾害天气、缺芯缺煤限电和能耗双控对工业生产形成明显约束；同时政策严监管也制约基建地产表现，房地产景气度快速回落。供给冲击叠加需求走弱，经济呈现类滞胀特征，PPI-CPI 剪刀差进一步冲高，对中游制造业形成较大的成本端和利润压力，价格的高企也反噬需求，形成经济减速压力。

往后看，保供政策发力下四季度供给端存在一定修复空间，叠加疫情收敛，工业和消费环比存在一定修复空间。但需求端压力尚未见底，消费仍然是修复的慢变量，财政发力下基建投资年内改善但不高估，制造业投资修复也面临“被动补库存”的压力，房地产景气度加速下行和出口见顶回落将分别成为今年下半年和明年上半

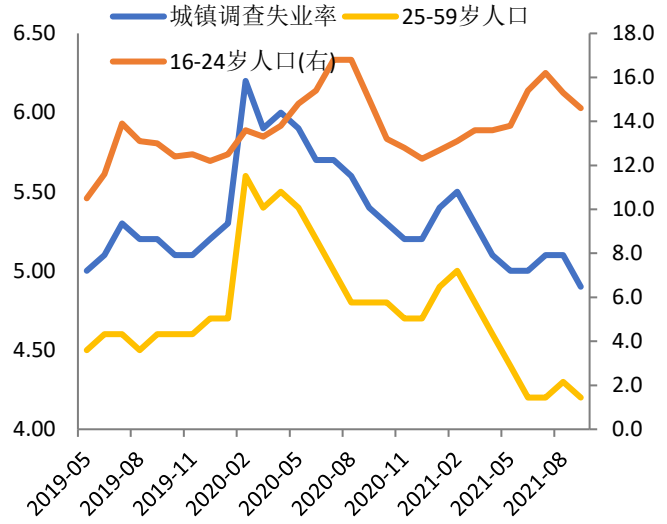
年经济放缓的两阶段主要驱动。价格端，能耗双控存在政策约束，煤炭短缺短期仍难解决，短期供给冲击有望缓解但缺乏弹性，随着需求端进一步走弱，以及价格高企反噬需求，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓。

图 1: GDP 两年增速破 5 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: 就业 (%)



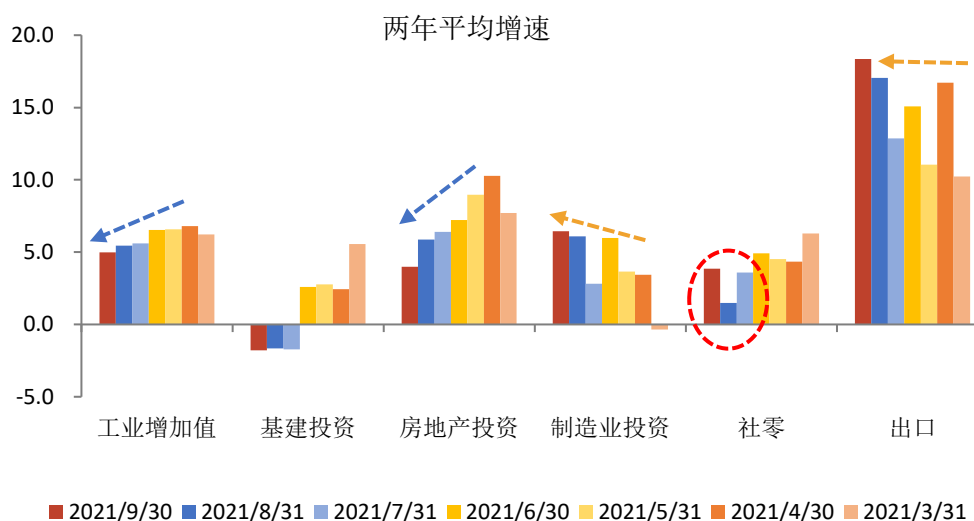
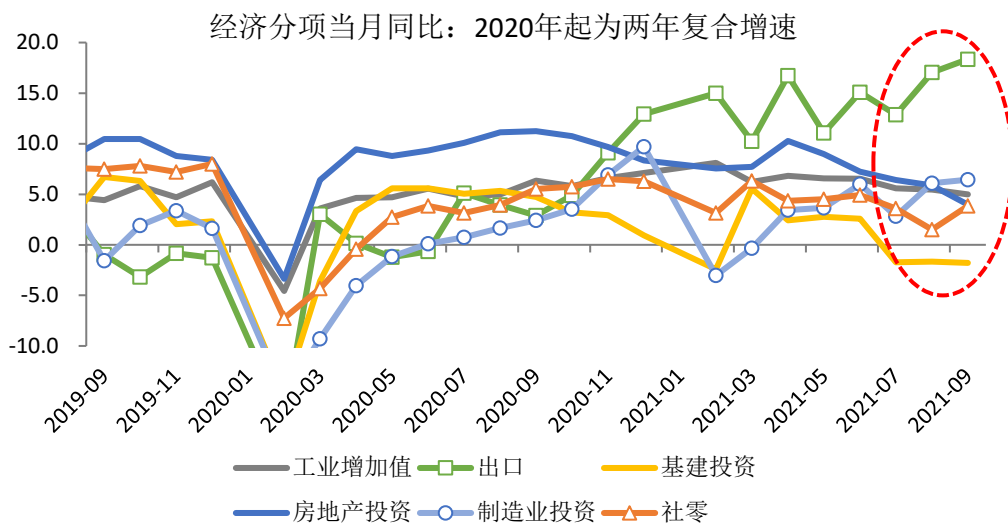
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 宏观经济热力图

指标	同比	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01	20-12	20-11
工业增加值		5.0	5.4	5.6	6.5	6.6	6.8	6.2	8.1		7.1	6.6
固定资产投资		2.6	4.3	2.3	5.7	4.7	5.7	4.0	1.7		6.7	7.4
基建		-1.8	-1.7	-1.7	2.6	2.8	2.4	5.6	-2.4		0.9	2.9
房地产	当月同比%	4.0	5.9	6.4	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		8.3	9.7
制造业	(两年平均)	6.4	6.1	2.8	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0		9.7	6.9
社消零售		3.8	1.5	3.6	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1		6.3	6.5
出口金额		18.4	17.0	12.9	15.1	11.1	16.7	10.2	23.0	10.1	13.0	9.1
进口金额		15.5	14.4	12.8	18.8	12.5	10.8	17.0	12.9	5.9	12.0	2.7
CPI	当月同比%	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	0.9	0.4	-0.2	-0.3	0.2	-0.5
PPI	当月同比%	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0	6.8	4.4	1.7	0.3	-0.4	-1.5
M1	%	3.7	4.2	4.9	5.5	6.1	6.2	7.1	7.4	14.7	8.6	10.0
M2	%	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3	8.1	9.4	10.1	9.4	10.1	10.7
社融	存量同比%	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00	11.70	12.30	13.30	13.00	13.30	13.60
失业率	城镇调查	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.5	5.4	5.2	5.2

资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 内外动能持续分化 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

三、供给端扰动冲击工业生产

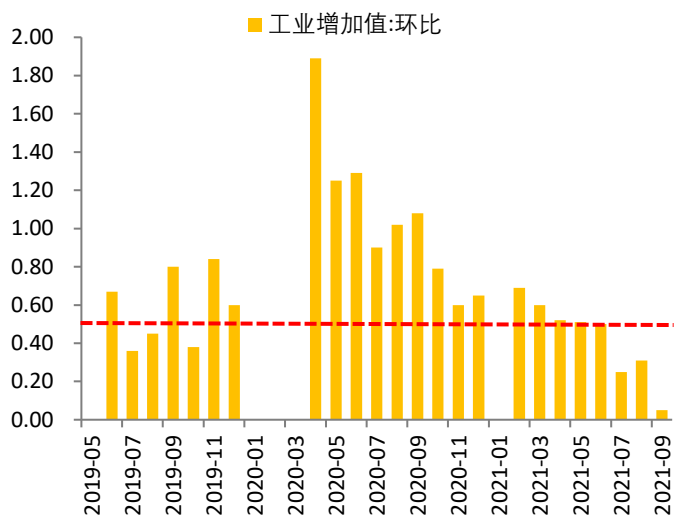
需求端地产景气度走弱叠加供给端缺煤限电以及能耗双控，9月工业生产冲击较大，工业增加值环比增长仅录得0.05%，创下除2020年初疫情影响最大的1-2月之外的最低值，服务业生产则受疫情缓和提振有所回升，但增速仍然处于年内低位。

供给端的负面扰动存在一定全面性，多数重点行业增加值两年复合增速均较上

月继续走弱，尤其是上游行业走弱最为显著，其中能耗双控影响下高耗能的化学原料和有色金属冶炼压延降幅居前，而地产链上的黑色金属冶炼两年平均增速则在供需两端的制约下跌入负值。中游设备类表现也有所偏弱，反映在供给端扰动和上游价格高企的成本端压力下，制造业需求回升支撑有限。9月仅有食品制造、运输设备和汽车增速小幅回升，主因生活必需品生产受供需影响较弱、以及东南亚疫情改善下汽车供应链问题有所缓解的提振。

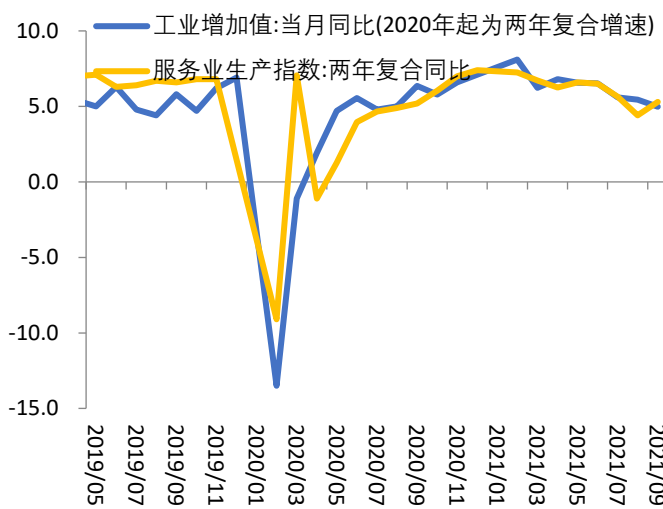
保供政策发力下四季度供给端存在一定修复空间，但能耗双控存在政策约束，煤炭短缺短期仍难解决，供给冲击有望缓解但缺乏弹性，叠加今年冷冬概率加大，四季度生产端负面影响仍在。而随着四季度需求端进一步走弱，以及价格高企反噬需求，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓。

图 5：工业增加值环比增长仅有 0.05%（%）



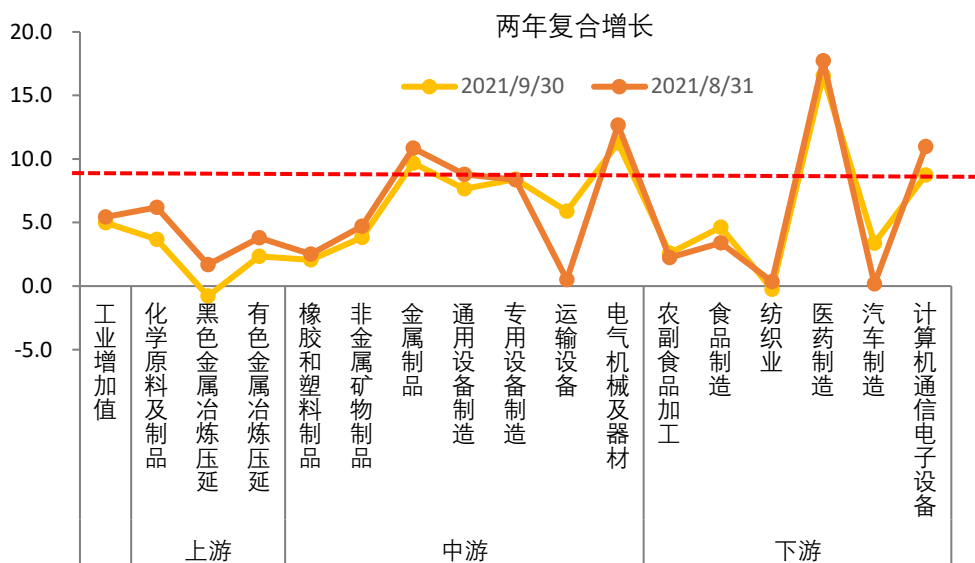
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：工业和服务业生产（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：供给端的负面扰动存在一定全面性，各行业几乎全线走弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

四、投资结构分化：地产加速下行、基建低迷、制造业继续改善

1. 房地产是四季度经济放缓的主要驱动，政策存在边际调整空间

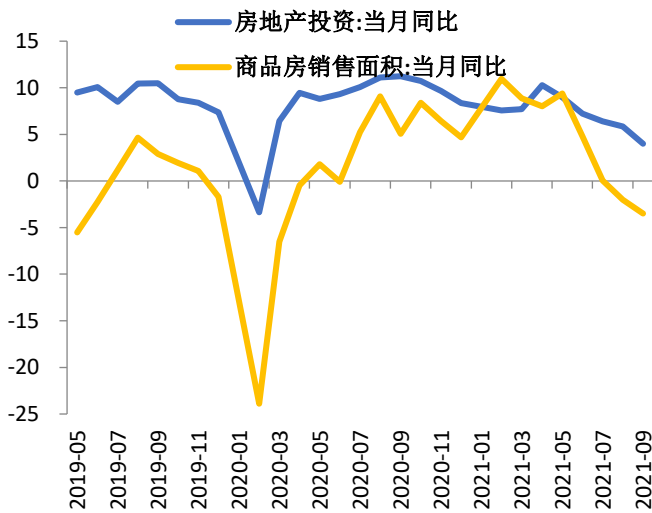
房地产投资加速下行，个别房企负面信息发酵。房地产投资和销售增速加速下行，1-9月房地产开发投资累计同比8.8%，两年复合增长7.2%，9月当月同比录得-3.5%，两年复合增速为4%，房地产投资和销售两年同比较前值分别下降1.9和1.5个百分点，销售面积增速降幅继续扩大，房地产景气度进一步回落。

房地产资金来源压力进一步加大并逐渐向竣工端传导，从销售到投资的链条全面弱化。自房企“三道红线”政策出台约束房企外源融资后，年中以来地产调控措施加码，限购政策升级以及部分城市房贷利率上抬压制房地产预期走弱，叠加房贷集中度管理，商品房销售增速快速回落至负值制约内源性销售回款，进一步加剧房

企资金来源的压力。资金来源压力叠加库存去化放缓，房企补库存的能力与意愿均不足，前端拿地和开工延续弱势，而本月竣工面积增速也明显放缓，显示资金压力逐渐向竣工交房传导，从销售到投资的链条面临全面的弱化。

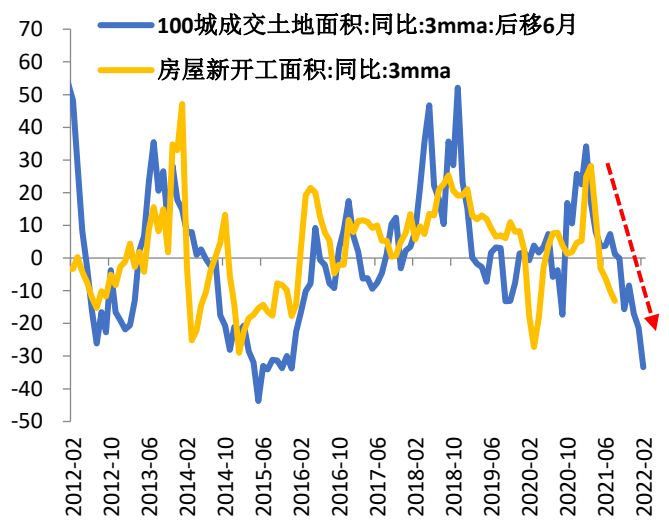
房地产投资下行带来四季度经济增速放缓压力的增大，次生风险加大下严监管或适度纠偏，但房地产去金融化长期任务下，地产政策预计仍将保持定力。当前房地产投资下行压力与政策严监管高度相关，带来经济增速放缓压力的增大，以及地产行业的尾部风险。从政策的取向来看，8月17日，中央财经委员会第十次会议提出要“处理好稳增长和防风险的关系，巩固经济恢复向好势头”、“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”，9月27日，货币政策委员会三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。稳增长权重或有所提高，次生风险压力加大下严监管存在适度纠偏的可能，但房地产去金融化长期任务下，地产政策预计仍将保持定力。

图 8：地产投资和销售同步下行（两年复合增速%）



资料来源：Wind，优财研究院

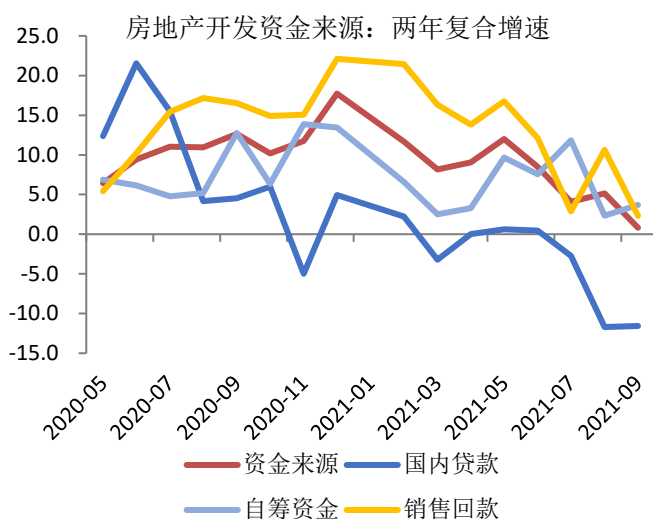
图 9：土地成交走弱带动新开工持续向下（%）



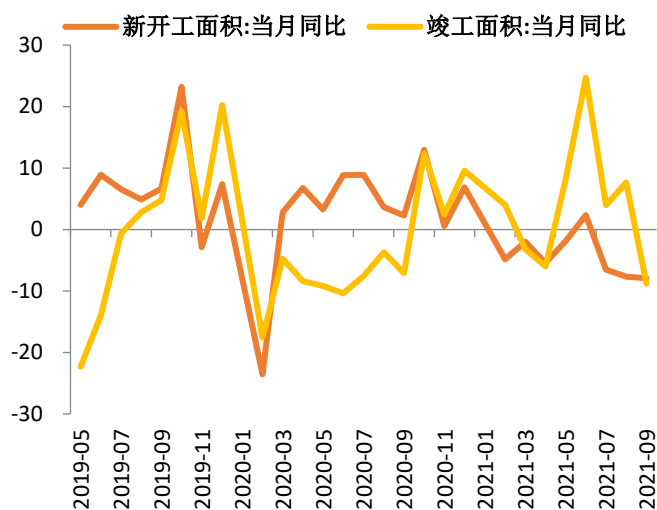
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：资金来源持续走弱（%）

图 11：资金压力开始向竣工传导（%）



资料来源：Wind，优财研究院



资料来源：Wind，优财研究院

2. 基建投资仍然低迷，财政发力下基建投资改善但不高估

1-9月基建投资（不含电力）累计同比 1.5%，两年复合增长 0.4%，当月同比为 -6.5%，两年复合增速为 -1.8%，保持低位运行。

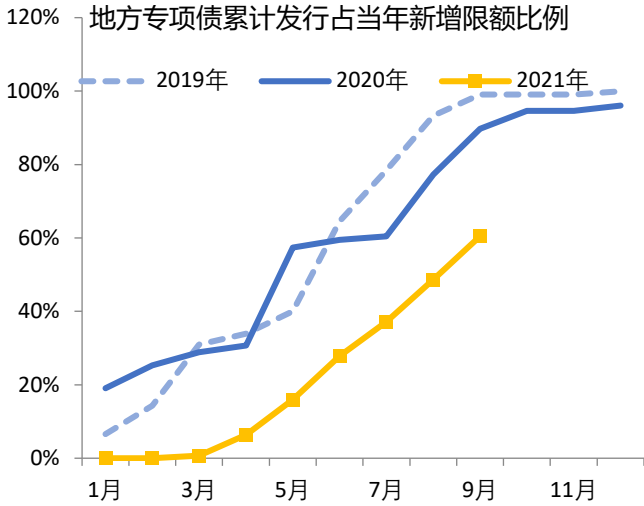
基建投资仍然低迷，资金来源是主要拖累，前期专项债发行以及财政支出进度偏慢是主因，而 15 号文落地执行下地方政府隐性债务监管趋严，基建项目融资难度加大，资金来源约束较大。

四季度专项债发行和财政进度有望加快，为四季度和明年初实际投资蓄力。随着中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升下财政有望加快发力，专项债发行也自 8 月起开始提速，9 月以来财政部要求地方补报专项债项目，并要求预留的额度提前至 11 月底发行完毕，四季度至明年一季度的基建投资将受到一定提振。

但考虑到地方隐性债务监管约束仍强、土地财政承压，基建资金来源仍然受限，跨周期调节要求下政策需兼顾今明两年风险，年底财政发力仍需保留一定空间，年

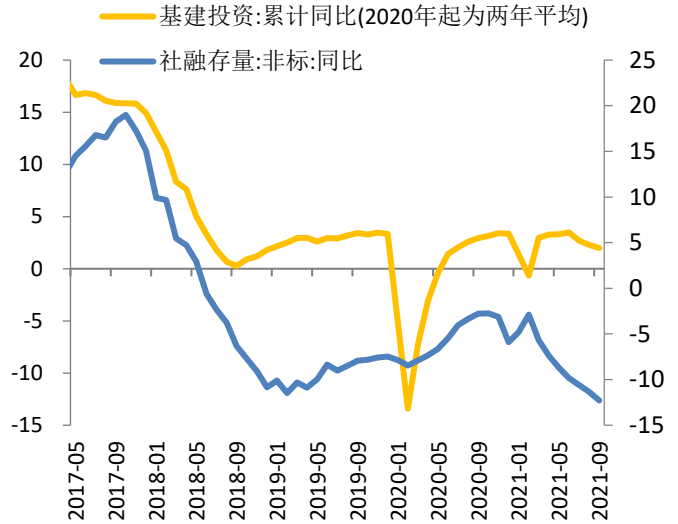
内温和托底概率更高，基建改善但不高估，明年财政发力前倾特征更明显。

图 12: 今年专项债发行进度明显偏慢 (%)



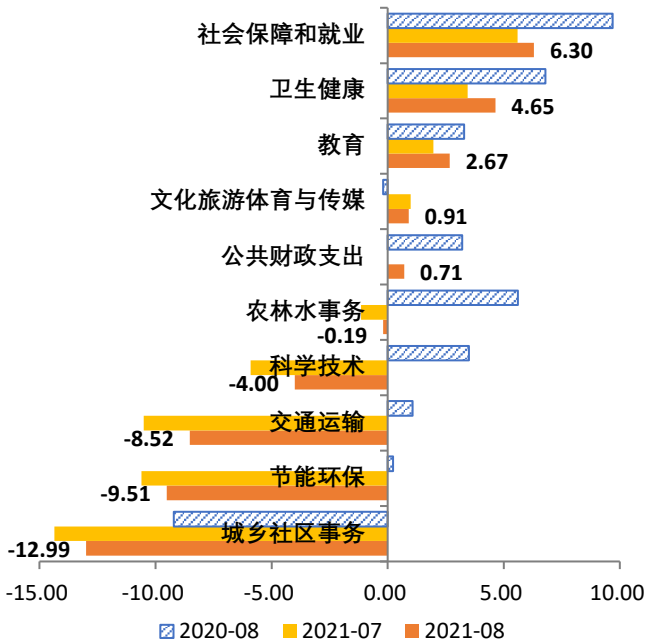
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 资金来源约束制约基建投资 (%)



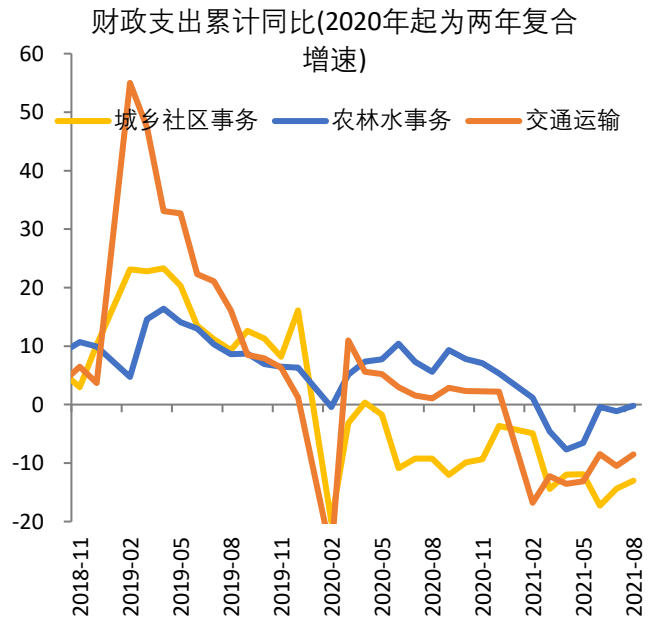
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 财政支出: 累计同比(两年复合增速%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 基建领域支出偏弱, 8月略有改善 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

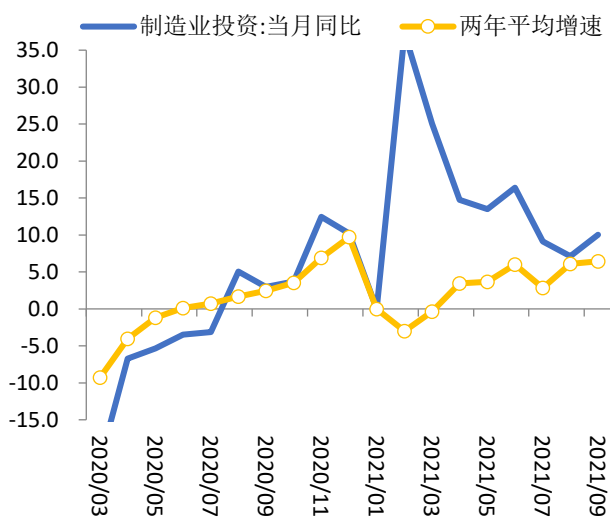
3. 制造业投资维持改善方向，但阻力逐渐增大

1-9月制造业投资累计同比14.8%，两年复合增长3.3%，9月当月同比为10%，两年复合增速为6.4%，较前值分别回升2.9和0.3个百分点。

9月制造业投资同比增速维持韧性，下游行业投资增速回升较快，出口链条韧性仍强。疫情收敛下9月国内外消费呈现修复，提振下游消费行业资本开支意愿，相关行业投资提速较大，纺织、食品、医药两年累计增速变动幅度在在1个百分点以上；中游设备行业受益于出口景气度高企，投资保持稳健，增速小幅提速；而受“两高”项目限制性政策约束下上游原材料行业投资小幅减速。

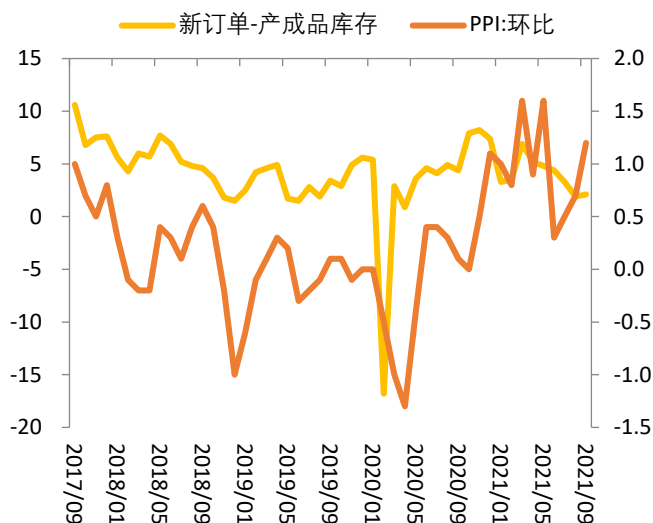
制造业维持改善方向，但阻力逐渐增大。9月PMI数据显示制造业呈现主动去库存迹象，房地产和基建走弱下制造业需求回落，叠加上游原材料价格快速上涨加大制造业成本端和利润压力，制造业改善阻力加大，并可能呈现结构性分化。其中下游消费行业修复性空间相对较大，出口链行业投资主要受海外制造业景气度影响，而地产链相关的上游材料与中游设备投资压力较大。

图 16：制造业投资增速（%）



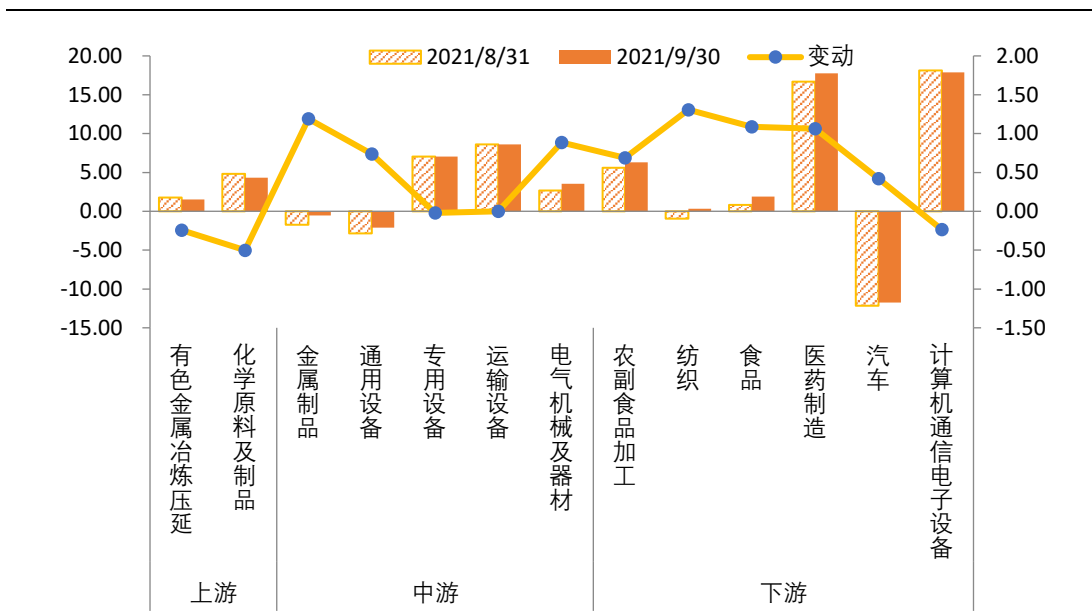
资料来源：Wind，优财研究院

图 17：制造业呈现主动去库存迹象（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 18：制造业投资累计增速：两年复合同比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

五、疫情影响收敛提振消费反弹

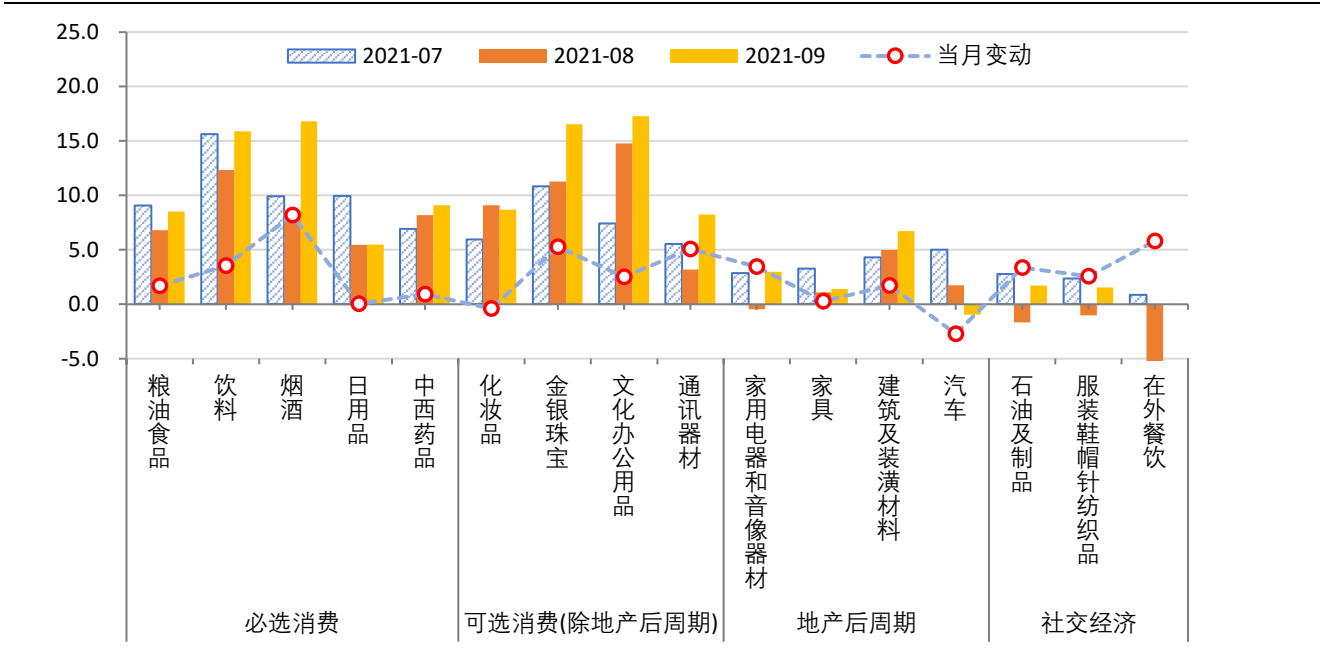
9 月社会消费品零售总额同比 4.4%，高于市场预期 3.4%，两年复合增速为 3.9%，较前值回升 2.4 个百分点。

疫情影响收敛叠加 9 月中秋错位，消费超预期反弹，社交经济修复明显，尤其是在外餐饮收入增速较 8 月大幅回升 5.8 个百分点，消费升级趋势下通讯器材、金银珠宝、办公用品等可选消费增速较快且有明显提升，而缺芯问题尚未缓解，汽车消费增速继续下滑。

随着区域疫情的阶段好转以及假期消费的提振，四季度消费存在一定环比修复空间。但从中期来看，消费仍处于慢复苏路径中，且仍难回到疫情前水平，疫后人均可支配收入增速仍显著低于疫情前水平，同时储蓄倾向虽在 2020 年上半年跳升后震荡下行，但仍明显高于疫情前，消费意愿明显走低，疫情的反复也阶段性打断消

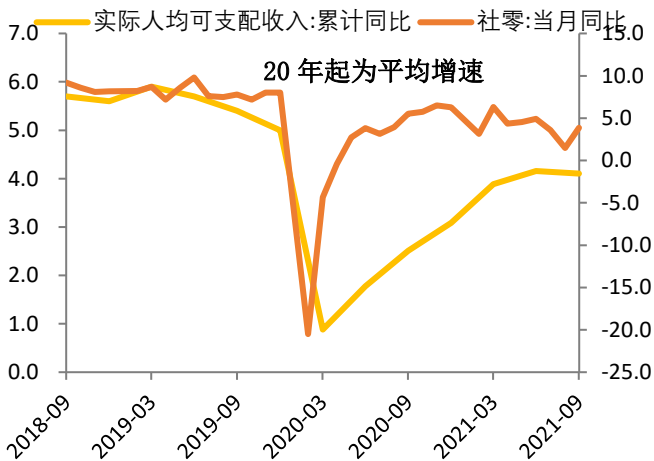
费复苏的趋势，消费的完全恢复仍有待真正走出疫情后居民社交距离的进一步正常化。

图 19：消费分项当月两年复合增速（%）



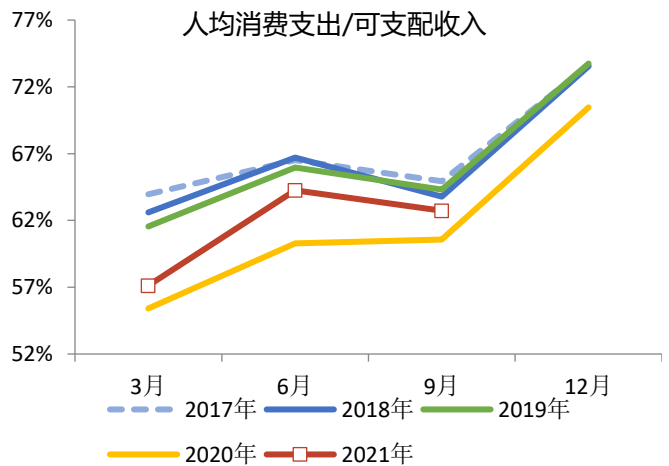
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：可支配收入增速明显低于疫情前（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 21：储蓄率居高不下，消费支出意愿偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

重要提示

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。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

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>