



受第二产业增速放缓影响，三季度 GDP 增长不及预期

事件：2021年10月18日，国家统计局发布2021年三季度国民经济数据。

核心观点

总体而言，我国三季度经济增长放缓。从数据来看，我国三季度 GDP 同比增长 4.9%，低于 Wind 此前的预测值 5.5% 左右；从复合增速的角度看，三季度复合增速 4.9%，低于二季度的 5.5%，远低于一季度的 12.4%；从三大产业角度看，第二、三产业复合同比增速明显回落。我国三季度 GDP 增速不及预期主要受第二产业 GDP 增速大幅下滑影响。这是源于三季度限电限产和能耗双控对工业尤其是高耗能制造业的影响。

受能耗双控和限电限产等政策影响，制造业增速回落导致工业增加值增速下降。三季度第二产业的 GDP 增速放缓，但是其 GDP 平减指数却上升，说明三季度第二产业存在“量减价增”的情况。由于能耗双控和限电限产政策对高耗能制造业供给进行控制，三季度制造业供给减少并导致相关产品价格上涨并最终导致制造业增加值增速的减缓。以两年复合增速来看，工业增加值同比增速从 6 月的 6.5% 一路下滑至 9 月的 5.0%。工业增加值增速的疲软是第二产业 GDP 同比增速下滑的主要拖累项。此外，三季度建筑业 GDP 同比增速由正转负，建筑业对第二产业 GDP 同比增速有一定的拖累。

受国家房产政策影响，地产投资和基建投资增速减缓拖累固定资产投资，制造业投资增速稳定形成支撑。三季度固定资产投资累计同比增长 7.3%，相比于 8 月的 8.9% 下降了 1.6 个百分点。其中地产投资偏弱，9 月房地产开发投资完成额累计同比 8.8%，比上个月下降了 2.1 个百分点。基建投资有所回暖仍然增速偏低，9 月基建投资累计复合增速 0.4% 较前值增长了 0.2 个百分点。制造业投资尤其是高科技制造业投资增速稳定，9 月份制造业投资的两年复合增速为 6.45%，较 8 月增加了 0.37 个百分点，这主要是受到了高技术制造业投资的带动。

受疫情影响的消退，9 月居民消费边际改善。9 月社会消费品零售总额比去年同期增长了 4.4%，两年复合增速为 3.8%，较 8 月份上升了 2.3 个百分点，结束了从 3 月份至 8 月份的持续下滑。社零增速反弹主要是由于受疫情压制的线下餐饮消费叠加中秋假期，提振了商品消费。社会消费品零售总额增速下行的压力主要来自汽车消费，受芯片短缺的影响，汽车产量增速三季度均为负增长，供给的减少导致汽车零售同比增速不断下滑。随着全国经济的回暖，全国城镇调查失业率跌破 5%，同时全国居民可支配收入增加，未来消费能力有一定的支撑，后续随着经济进一步恢复，消费的反弹是可预计的。

受海外疫情反复影响，我国三季度出口情况依然较好。9 月份，我国出口 3057.37 亿美元，同比增长 28.1%，相较于 8 月，复合增速增加了 1.3%，同时 9 月出口交货值同比增长 16.8%。分产品看，高新技术、机电类产品上涨较大。此外，海外疫情反复带动防疫物资出口，9 月份纺织纱线、织物及制品和医疗仪器及器械出口两年复合增速分别为 14.5% 和 27.9%。出口的稳定增长为三季度 GDP 增长提供了有力的支撑，三季度货物和服务净出口对 GDP 同比贡献率为 21.7%，拉动了 GDP1.06 个百分点。

风险提示

宏观经济变化超预期；疫情变化超预期。

报告作者

作者姓名 易斌
资格证书 S1710521020002
电子邮箱 yib@easec.com.cn

相关研究

《共同富裕是我国高质量发展的主线》2021.10.18
《双控政策效果显现，供需两端延续走弱趋势》2021.09.30
《拉闸限电对经济的负面影响初步显现，企业营收利润增速双双下滑》2021.09.28
《Taper 渐行渐近，加息预期提前》2021.09.23
《多因素影响经济基本面，跨周期政策呼之欲出》2021.09.15

正文目录

1. 我国三季度 GDP 增速不及预期，第二产业增长放缓是主因	3
1.1. 制造业增速下滑是第二产业 GDP 增速下降的主要原因	3
1.2. 固定资产投资略有下滑，制造业投资是支撑项	5
1.3. 疫情影响正在消退，居民消费边际改善	6
1.4. 海外疫情反复，出口旺盛成为 GDP 增长支撑项	7
2. 风险提示	8

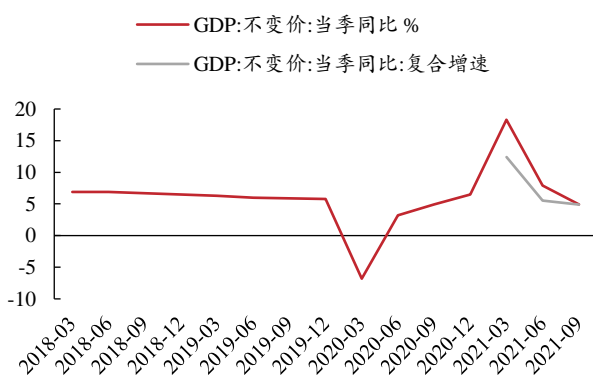
图表目录

图表 1. 2021 年三季度 GDP 增速较弱	3
图表 2. 第二产业 GDP 增速下降拖累 GDP 增速	3
图表 3. 三季度第二产业“量减价增”	4
图表 4. 制造业增速下降是工业增加值下降的主因	4
图表 5. 建筑业增速的回落对第二产业增速下滑有一定的贡献	4
图表 6. 高耗能制造业三季度增速下降明显	5
图表 7. 固定资产投资增速总体略有下滑	6
图表 8. 地产和基建投资依旧较弱	6
图表 9. 高科技制造业投资增速稳定	6
图表 10. 社会消费品零售总额增速回升	7
图表 11. 疫情影响减弱，餐饮恢复	7
图表 12. 受芯片短缺影响，汽车消费是主要拖累项	7
图表 13. 我国三季度出口依旧较好	8
图表 14. 口罩和医疗设备等防疫物资出口稳定	8
图表 15. 出口为 GDP 增长提供了有力的支撑	8

1. 我国三季度 GDP 增速不及预期，第二产业增长放缓是主因

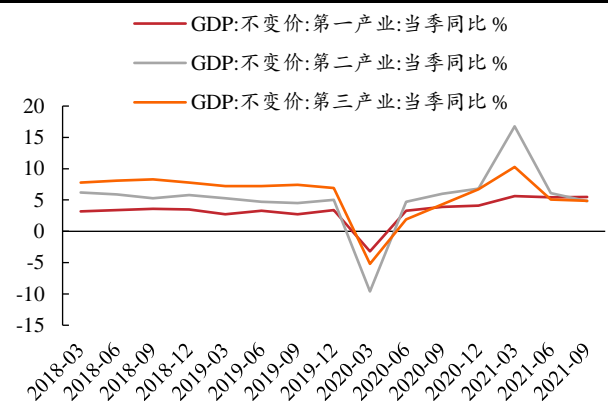
2021年10月18日，国家统计局发布2021年三季度国民经济数据。根据数据来看，我国三季度经济增长放缓。总体而言，我国三季度GDP同比增长4.9%，低于Wind此前的预测值5.5%左右；从复合增速的角度看，三季度复合增速4.9%，低于第二季度的5.5%，远低于一季度的12.4%；从三大产业角度看，第二、三产业复合增速明显回落，第二产业复合增速从第二季度的6.1%下降到三季度的4.8%，第三产业从第二季度的5.1%下降到三季度的4.8%。从数据可以看出，我国三季度GDP增速不及预期主要受第二产业GDP增速大幅下滑影响。这是源于三季度限电限产和能耗双控对工业尤其是高耗能制造业的影响。

图表1. 2021年三季度GDP增速较弱



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表2. 第二产业GDP增速下降拖累GDP增速



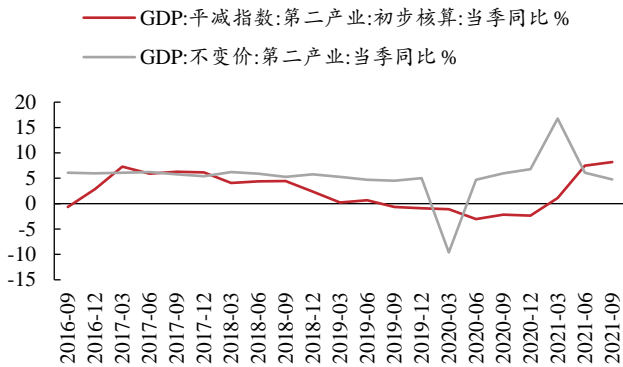
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

注：2021年为复合增速

1.1. 制造业增速下滑是第二产业GDP增速下降的主要原因

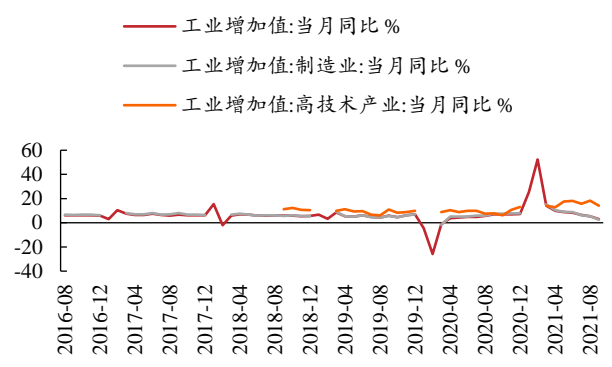
受能耗双控和限电限产等政策影响，制造业增速回落导致工业增加值增速下降。三季度第二产业的GDP增速放缓，但是其GDP平减指数却上升，说明三季度第二产业存在“量减价增”的情况。由于能耗双控和限电限产政策对高耗能制造业供给进行控制，三季度制造业供给减少并导致相关产品价格上涨并最终导致制造业增加值增速的减缓。以两年复合增速来看，工业增加值同比增长率从6月的6.5%一路下滑至9月的5.0%；其中，制造业同比增长率从6月的6.9%不断下滑至9月的5%，工业增加值增速的疲软是第二产业GDP同比增长率下滑的主要拖累项。此外，三季度建筑业GDP同比增长率由正转负，建筑业对第二产业GDP同比增长率有一定的拖累。

图表3. 三季度第二产业“量减价增”



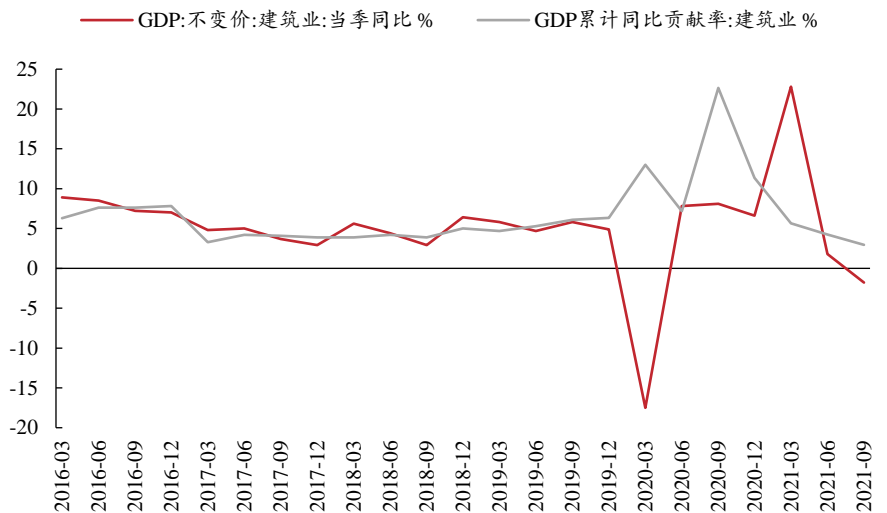
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表4. 制造业增速下降是工业增加值下降的主因



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

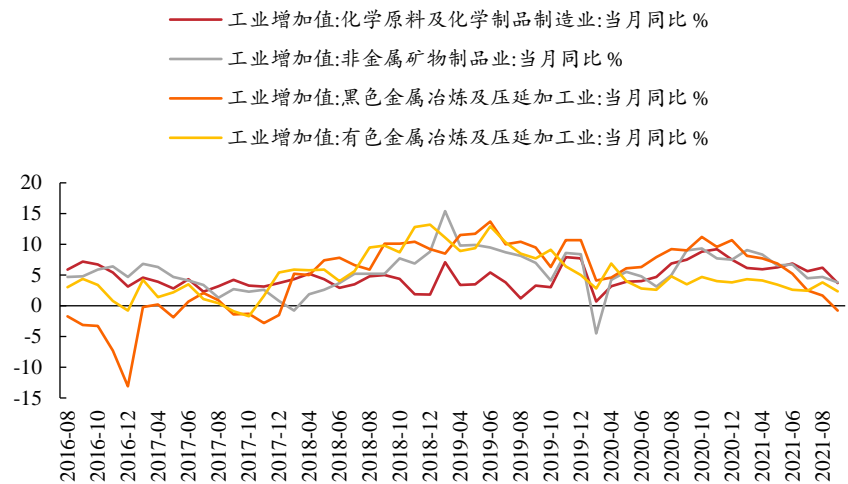
图表5. 建筑业增速的回落对第二产业增速下滑有一定的贡献



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业等高耗能行业的增速下滑明显。从目前已经公布的行业数据来看，多数工业增速放缓，其中，化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业的增加值的两年复合增速回落较多，三季度以来，这三个行业工业增加值同比增速分别下降了3.2%、2.9%和6.0%，而相对耗能较少的高技术制造业则保持稳定的增速。展望四季度，随着冬季供暖需求的增加，在国家政策保供居民用电的情况下，尽管各地加大煤炭的开采，但工业用电依然受到影响，因此预计四季度整体工业的产能不会有太大的改善，工业增加值增速与目前持平。

图表6. 高耗能制造业三季度增速下降明显



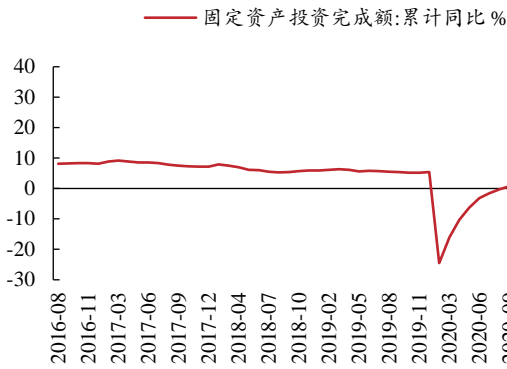
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

注: 2021 年为复合增速

1.2. 固定资产投资略有下滑，制造业投资是支撑项

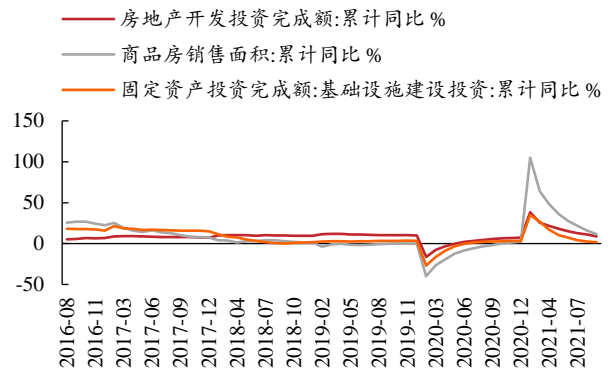
受国家房产政策影响，地产投资和基建投资增速减缓拖累固定资产投资，制造业投资增速稳定形成支撑。三季度固定资产投资累计同比增长 7.3%，相比于 8 月的 8.9% 下降了 1.6 个百分点。其中地产投资偏弱，9 月房地产开发投资完成额累计同比 8.8%，比上个月下降了 2.1 个百分点，自 2 月份以来房地产开发投资完成额累计同比从 38.3% 一路直降，降幅达 29.5%。从商品房销售面积的累计同比也可以看出，从 2 月份至 9 月份，商品房销售面积累计同比下降了 93.6%。基建投资有所回暖仍然增速偏低，9 月基建投资累计复合增速 0.4% 较前值增长了 0.2 个百分点，9 月复合增速为 1.6% 较前值增长了 5.8 个百分点。制造业投资尤其是高科技制造业投资增速稳定，9 月累计同比 25.4% 基本与上月持平，9 月份制造业投资的两年复合增速为 6.45%，较 8 月增加了 0.37 个百分点，这主要是受到了高技术制造业投资的带动，如医药制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等行业投资增速保持稳定。

图表7. 固定资产投资增速总体略有下滑



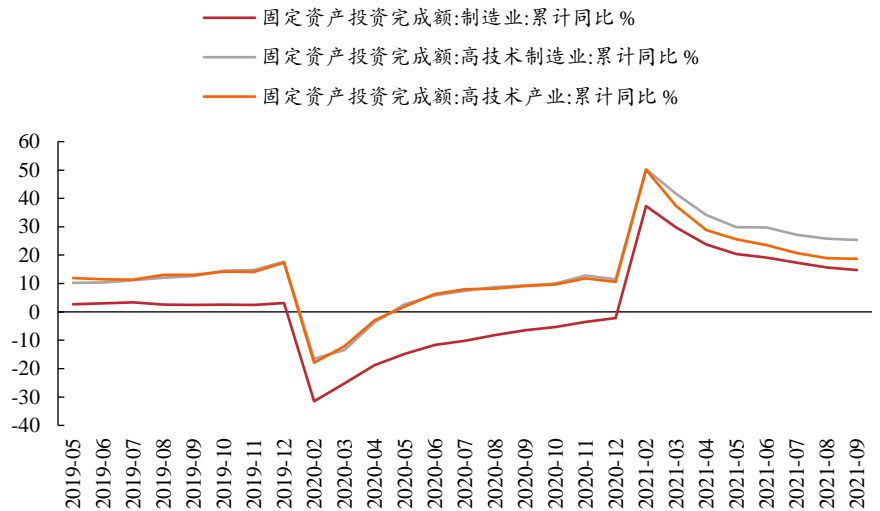
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表8. 地产和基建投资依旧较弱



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表9. 高科技制造业投资增速稳定



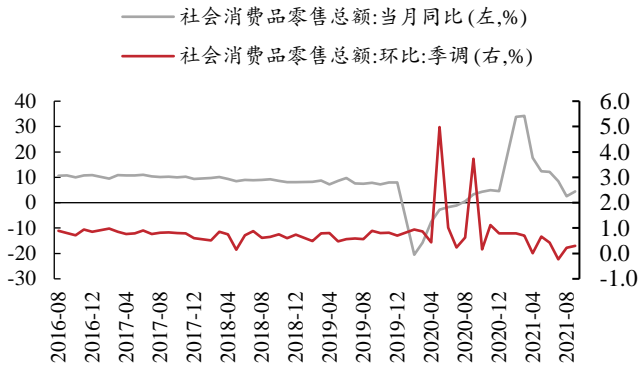
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.3. 疫情影响正在消退, 居民消费边际改善

受疫情影响的消退, 9月居民消费边际改善。9月社会消费品零售总额比去年同期增长了4.4%, 两年复合增速为3.8%, 较8月份上升了2.3个百分点, 结束了从3月份至8月份的持续下滑。社零增速反弹主要是由于受疫情压制的线下餐饮消费叠加中秋假期, 提振了商品消费。餐饮收入9月份同比增长由负转正为3.1%, 相比8月份提升了7.6个百分点。社会消费品零售总额增速下行的压力主要来自汽车消费, 受芯片短缺的影响, 汽车产量增速三季度均为负增长, 供给的减少导致汽车零售同比增速不断下滑, 9月份汽车零售额比去年同期下降了11.8%。随着全国经济的回暖, 全国城镇调查失业率跌破5%, 同时全国居民可支配收入增加, 未来消费能力有一

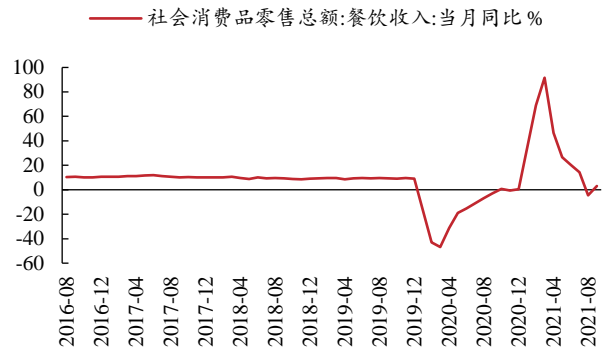
定的支撑，后续随着经济进一步恢复，消费的反弹是可预计的。

图表10. 社会消费品零售总额增速回升



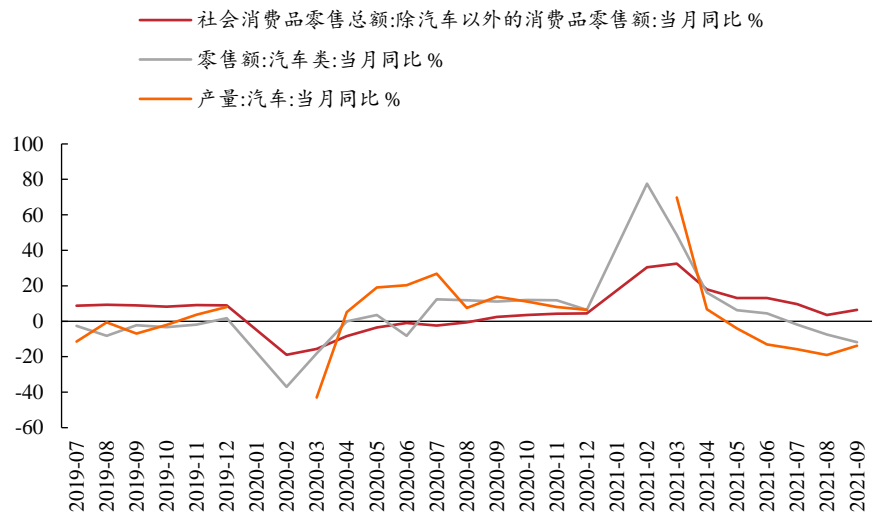
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表11. 疫情影响减弱, 餐饮恢复



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表12. 受芯片短缺影响, 汽车消费是主要拖累项



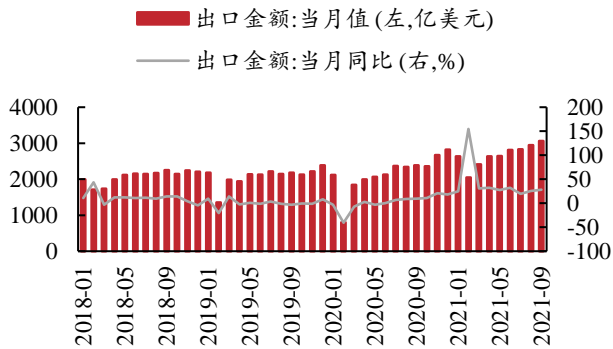
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.4. 海外疫情反复, 出口旺盛成为 GDP 增长支撑项

受海外疫情反复影响, 我国三季度出口情况依然较好。9 月份, 我国出口 3057.37 亿美元, 同比增长 28.1%, 两年复合增速 18.4%, 相较于 8 月, 复合增速增加了 1.3%, 同时 9 月出口交货值同比增长 16.8%, 两年复合增速 7.1%。分产品看, 高新技术、机电类产品上涨较大。高新技术产品出口金额 9 月同比增长 28.6%, 较上月增长了 9.4 个百分点; 机电类产品出口金额 9 月同比增长 25.3%, 相比于上个月增加了 2.3 个百分点。此外, 海外疫情反复带动防疫物资出口, 9 月份纺织纱线、织物及制品和医疗仪器及器械出口两年复合增速分别为 14.5%和 27.9%。出口的稳定增长为三季度 GDP

增长提供了有力的支撑，三季度货物和服务净出口对 GDP 同比贡献率为 21.7%，拉动了 GDP1.06 个百分点。

图表13. 我国三季度出口依旧较好



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表14. 口罩和医疗设备等防疫物资出口稳定



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所
注：2021 年为复合增速

图表15. 出口为 GDP 增长提供了有力的支撑



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 风险提示

宏观经济变化超预期；疫情变化超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

易斌，首席策略分析师。上海财经大学经济学院经济学博士，2021 年加入东亚前海证券研究所策略团队，6 年策略研究经验。作为核心成员获得 2017 年新财富宏观团队第三名，水晶球第四名；2018 年最具价值金牛策略团队第二名；2020 年新财富策略团队第五名，水晶球第四名。主要从事 A 股市场策略和大类资产配置相关研究。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>