



# 经济恢复略显疲软，供需两端分化继续

——黄昱程

预测报告

B0005-20210929

	上年值	上年同期值	上期值	2021年9月预测
<b>经济增长</b>				
GDP(%)	2.3	4.9	7.9	6.1
工业增加值同比(%)	2.8	6.9	5.3	3.9
固定资产投资累计同比(%)	2.9	0.8	8.9	7.8
社会消费品零售额同比(%)	-3.9	3.3	2.5	5.4
出口同比(%)	3.6	9.35	25.6	25.7
进口同比(%)	-1.1	13.47	33.1	18.1
贸易差额(亿美元)	5350	603	583.3	590
GDP (%)	2.3	4.9	7.9	6.1
<b>通货膨胀</b>				
CPI 同比(%)	2.5	1.7	0.8	0.5
PPI 同比(%)	-1.8	-2.1	9.5	10.2
<b>货币信贷</b>				
新增人民币贷款(亿元)	196382	19000	12200	18500
M2 同比(%)	10.3	10.9	8.2	8.3

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

陈丽娜

黄昱程

康健

邵宇佳

翟乃森

周圆

联系人：许竹

联系方式：

010-62767607

[gmjjyj@pku.edu.cn](mailto:gmjjyj@pku.edu.cn)



扫描二维码或发邮件订阅  
第一时间阅读本中心报告



## 要点

- 疫情叠加汛情冲击，第三季度经济增速承压
- 限产限电叠加需求不足，工业产出有所回落
- 多地疫情反弹抑制线下消费，消费增速继续放缓
- 政策利好推动，投资稳中有升
- 海外产出缺口仍存，支撑出口韧性
- 食品价格环比回落，服务业价格平稳
- 煤炭钢铁价格继续走高，PPI 再创年内新高
- 疫情反弹叠加房地产政策趋严，信贷同比少增
- 降准叠加政策维稳，M2 同比增速略有回升
- 美联储缩债加息强于预期，人民币汇率震荡下跌

2021年9月，尽管国内经济复苏周期性放缓、全球经济复苏趋顶、部分地区拉闸限产限电以及疫情散点式爆发影响，制造业和服务业总体需求表现不足，供需两端均受到扰动，经济指标呈现放缓趋势，但9月以来国内统筹疫情防控和社会经济发展工作扎实推进，这一轮疫情的扩散基本得到控制，影响经济恢复的短期因素逐步消失，国民经济持续稳定恢复，工业产出韧性犹在，为9月经济发展提供支撑。

综合考虑当前中国的宏观经济形势以及政策等因素，预计中国第三季度GDP同比增长6.1%。从需求端来看：多地疫情反弹抑制线下消费，消费增速继续放缓，预计9月份社会消费品零售总额同比增长5.4%；政策利好支撑投资稳步恢复，预计1-9月份固定资产投资累计同比增长7.8%；海外产出缺口仍存，支撑出口韧性，预计9月份出口同比增速为25.7%，进口同比增速为18.1%。从供给端来看，限产限电叠加需求不足，工业产出有所回落，预计9月份工业增加值当月同比增长3.9%。从价格方面来看，食品价格环比回落，服务业价格平稳，预计9月CPI涨幅保持在0.5%；煤炭钢铁价格继续走高，PPI再创年内新高，预计PPI涨幅上升至10.2%。最后，货币金融方面：疫情反弹叠加房地产政策趋严，信贷同比少增，预计9月份新增人民币贷款同比上升至18500亿元；降准叠加政策维稳，M2同比增速略有回升，至8.3%；美联储缩债加息强于预期，人民币汇率震荡下跌，震荡区间为6.45~6.55。



GDP 部分：疫情叠加汛情冲击，第三季度经济增速承压

2021 年第三季度中国经济修复的态势延续，但受到疫情与汛情的叠加冲击，GDP 的动能增速承压放缓，预计第三季度 GDP 同比增速为 6.1%。第三季度以来，从需求端看，由于近期疫情汛情的多点发生，居民出行减少和暑期消费受阻，消费端增长大幅下滑；受房地产投资增速放缓的影响，固定资产投资处于下行态势；相比较而言，外贸进出口表现较好。从生产端看，需求不足导致供给收缩，工业生产增速继续下行，7、8 月份制造业采购经理指数（PMI）持续下行，已经接近枯荣线，供给端承压。综合以上情况，我们预计第三季度 GDP 同比增速达到 6.1%。

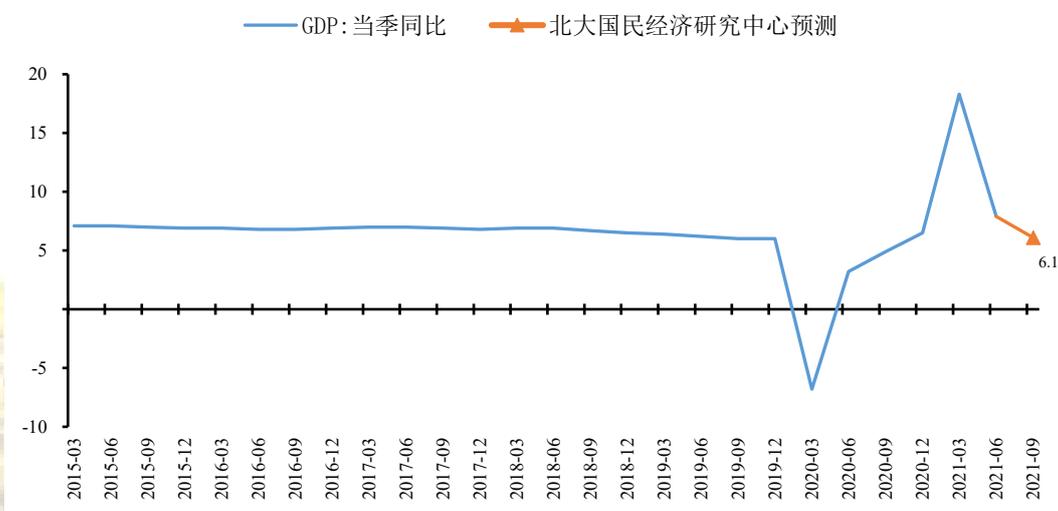


图 1 GDP：当季同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

工业增加值部分：限产限电叠加需求不足，工业产出有所回落

预计 9 月份工业增加值当月同比增长 3.9%，较上月回落 1.4 个百分点，两年平均增长约 5.4%，较上月小幅回落。从拉升因素看：中国国内统筹疫情防控和社会经济发展工作扎实推进，国民经济持续稳定恢复，工业产出韧性犹在。从压低因素看：第一，9 月全国钢厂高炉开工率高频数据小幅下降至 55%左右，较往期数据仍处于较低水平，表明 9 月钢铁等产出同比可能继续维持下降趋势，并折射出上游能源、化工、原材料行业可能总体需求不足，维持弱势，从而使得本月总体工业产出增速放缓。第二，限产限电政策叠加碳中和煤炭供给不足，本月整体工业产出可能受到压低。第三，国内经济复苏周期性放缓、全球经济复苏趋顶以及疫情散点式爆发影响下，制造业和服务业总体需求不足，可能致使 9 月指标继续回落。从 9 月数据来看，除高技术行业增速达到 18.3%外，诸如食品、汽车、纺织、运输设备、专用设备、通用设备、有色金属、化工行业等普遍回落。从外需来看，全球经济复苏逐渐趋



顶，美国消费者信心数据显示消费者总体信心不足，物价成本较高；叠加国内疫情散点式爆发对产品交付带来不利扰动，预计出口企业增加值将受到压低。此外，去年同期工业增加值同比增速已上升至 6.9%，高基数效应使得本月工业增加值同比增速受到压低。综合而言，中国工业部门韧性犹在，但受限产限电、国内经济复苏周期性放缓、全球经济复苏趋顶以及疫情散点式爆发影响下，9 月份工业增加值同比增速大概率有所回落，预计同比增长 3.9%。

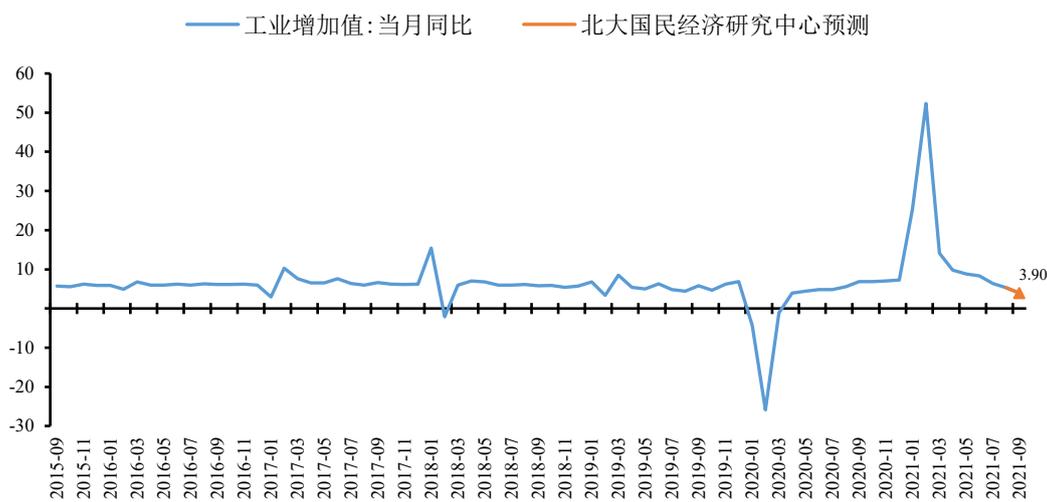


图 2 工业增加值：当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北大国民经济研究中心

**消费部分：多地疫情反弹抑制线下消费，消费增速继续放缓**

预计 9 月份社会消费品零售总额同比增长 5.4%，较上期回升 2.9 个百分点。从拉升因素看：第一，旅游消费逐步恢复。各地纷纷出台政策拉动旅游业发展，比如，湖南采取十条举措提振消费产业，对受疫情影响最大的张家界采取专门政策，从财政资金应急保障、疫后经济社会恢复发展两方面予以支持；安徽多地明确表示接种新冠疫苗可以免费游景区。第二，政策支撑消费恢复。9 月 16 日，商务部发布《关于进一步做好当前商务领域促消费重点工作的通知》，提出 14 项促消费措施，包括促进新车消费，破除制约汽车购买使用障碍，深入开展新能源汽车下乡活动；推动落实取消二手车限迁政策，有序扩大二手车出口规；扩大优质消费品进口；聚焦汽车、家电、家居、餐饮等重点领域，组织开展各类促消费活动。第三，海南省加快释放离岛免税消费潜力。海南省从 9 月中旬开始开展新一轮离岛免税促销活动，多主题、多形式的系列促销活动将陆续推出，有利于加快释放消费潜力。从压低因素看：第一，高基数效应。去年同期消费增速已经由负转正，一定程度上会压低今年 9 月份消费增速。第二，疫情反弹抑制线下消费。受福建、黑龙江等多地疫情反弹的影响，9 月餐饮、旅游等线下消费恢复再次放缓。据文化和旅游部数据显示，2021 年中秋节假期 3 天，全国累



计国内旅游出游 8815.93 万人次，按可比口径恢复至 2019 年中秋假期的 87.2%。实现国内旅游收入 371.49 亿元，按可比口径恢复至 2019 年中秋假期的 78.6%。综合来说，9 月份社会消费品零售总额增速将继续放缓。

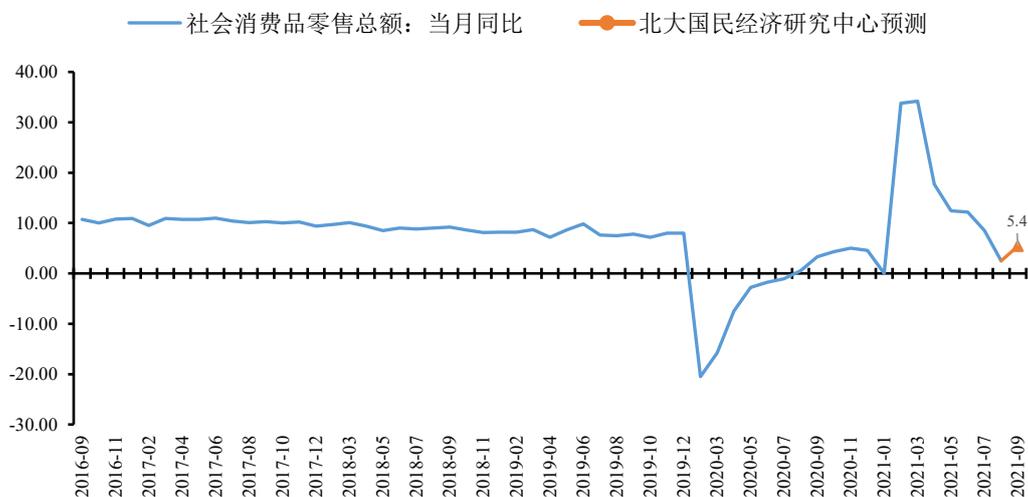


图3 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 投资部分：政策利好推动，投资稳中有升

预计 9 月份固定资产投资累计同比增长 7.8%。从拉升因素看：第一，民间投资有望持续改善。近期国家发改委表示将持续抓好支持民营企业改革发展各项任务的落实，方向不变、力度不减。积极鼓励引导社会资本加大投资力度，鼓励企业聚焦制造业基础零部件、基础材料、基础工艺、基础软件加大投资布局。第二，9 月在地方债加快发行的情况下，将支撑基建投资持续反弹。财政部近日发布统计数据显示，前 8 个月新增专项债发行 50.5%，明显慢于 2019 年和 2020 年同期进度，体现出“财政后置”的特点。因此当前财政有效支持投资的重要性凸显，财政政策将加快支出、加大基建投资托底经济稳增长。从压低因素看：第一，制造业景气度有所回落。高频数据显示，8 月份挖掘机销量降幅进一步扩大，同比下降 13.7%。第二，房地产开发投资持续降温。1-8 月房屋新开工面积、土地成交价款同比均继续下滑，对房地产开发投资产生不利地影响。另外，恒大集团作为全国性龙头房企，其流动性问题持续发酵或对房地产开发投资产生较大的负面影响。综合来说，9 月份固定资产投资稳步恢复，同比增速较上期减少 1.1 个百分点。

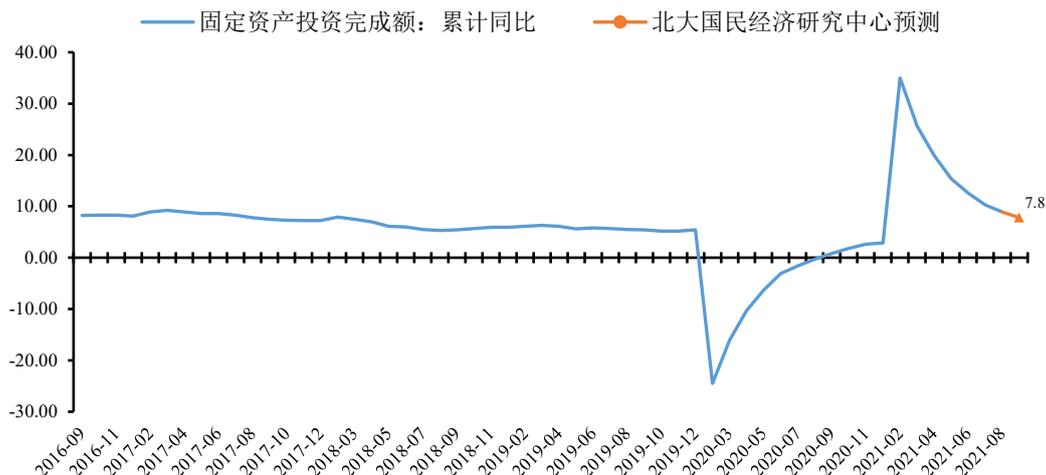


图4 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

### 进出口部分：海外产出缺口仍存，支撑出口韧性

预计9月份出口同比增速为25.7%。疫情扰动仍在，但是受全球经济持续复苏进程加快以及海外供应链恢复不畅的影响，出口增速仍有支撑。一方面，疫情对于相关国家经济有扰动，但是不改整体复苏趋势，美国方面公布的经济数据显示，美国9月Markit制造业PMI初值录得60.5，较上月有所下降，但是经济仍处于扩张状态；由于对疫情的限制措施削减了经济活动，9月欧元区服务业和制造业PMI分别为56.3和58.7，均较8月下降，欧元区经济活动增长大幅放缓，但需求仍延续回暖趋势。另一方面，主要欧美国家供应链延误现象仍将存在，8月美国非农业部门新增就业人数23.5万，远不及市场预期，市场对9月份数据仍不乐观，欧元区目前仍未见到供应链正常化的迹象，未来出口缺口将进一步扩大，海外产需缺口将对出口形成支撑。高频数据显示，9月份中国出口集装箱运输市场运价延续上涨势头，9月出口综合运价指数平均值为3137，较8月份大幅上涨3.6%，运输需求强劲。最后，基数效应。2020年9月份出口额增速为9.35%，基数效应将对9月份的出口增长速度形成一定压制。

预计9月份进口同比增速为18.1%左右。9月份中国进口增速仍将受到国内经济动能减弱以及大宗商品价格上涨的影响，叠加去年同期高基数效应，9月份进口增速将有所放缓。首先，9月经济数据明显走弱，经济恢复进一步放缓，由于新冠疫情导致的消费者谨慎和供给限制，内需偏弱态势持续，将压低进口增速。再者，大宗商品涨价潮仍持续，对于企业的需求的抑制效应初显，大宗商品进口量已经出现萎缩迹象。最后，基数效应。去年同期出口增速首次达到两位数，2020年9月份进口额增速为13.47%，基数效应将对9月份的进口增



长速度形成一定压制。



图5 出口增速：当月同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

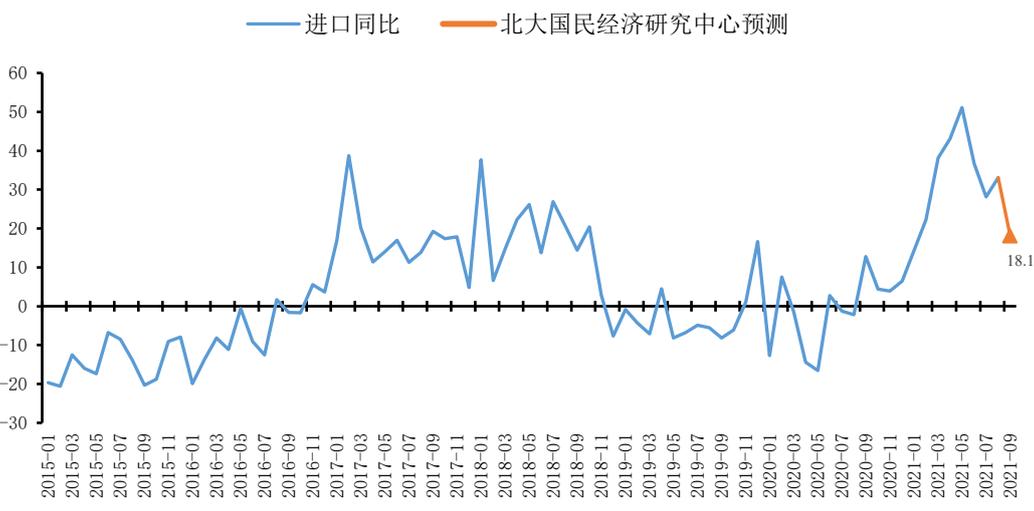


图6 进口增速：当月同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**CPI 部分：食品价格环比回落，服务业价格平稳**

预计9月份CPI同比上涨0.5%，环比0.1%，食品项环比-0.2%，非食品项环比0.2%，其中翘尾因素贡献约0.79%，新涨价因素预计贡献约-0.29%。CPI关注食品和非食品两个方面，食品由猪肉、鸡蛋和鲜菜水果驱动，非食品由服务业价格驱动。截止9月26日，受本土疫情复发的影响，部分地区防控措施的升级导致消费需求的进一步压制，全国猪肉平均批发价格环比-5.7%，牛肉平均批发价格环比1.2%，羊肉平均批发价格环比0.25%，鸡蛋平均批发价格环比0.36%，28种重点监测蔬菜环比-1.7%，7种重点监测水果环比-2.3%。服务业价格方面，受疫情散点式爆发的影响，部分地区防控措施的升级导致服务业需求并未如预期



恢复，但同时非食品项消费品或受到上游原材料价格的一定传导，预计旅游、餐饮等非食品价格或起一定支撑作用。

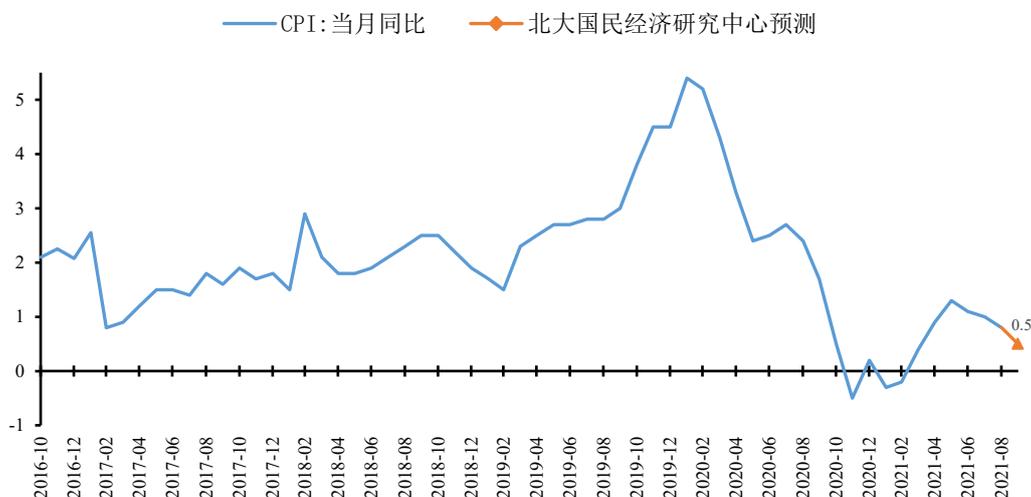


图7 CPI: 当月同比 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**PPI 部分：煤炭钢铁继续走高，PPI 再创年内新高**

预计9月份PPI同比10.2%，环比0.8%，生产资料环比1.0%，生活资料环比0.1%，其中翘尾因素贡献约2.7%，新涨价因素预计贡献约7.5%。总体而言，9月份主要工业品价格普遍上涨，截止9月26日，油价方面，或受前期美国疫情反弹叠加美联储讨论Taper的影响，WTI原油期货结算价有所回升环比4.3%；煤炭、钢铁等高耗能产业方面，或受夏季用电高峰到来及部分地区限电限产的影响，煤炭日耗攀升推动煤价继续创新高，1/3焦煤市场价环比45.4%、焦煤、焦炭期货结算价环比分别为18.8%、13.1%、动力煤期货结算价环比19.2%、螺纹钢市场价环比3.3%，煤炭和钢铁价格环比继续走高；非金属方面，水泥价格指数环比12.7%；黑色金属方面，铁矿石期货结算价环比-16.7%；有色金属行业方面，铝、锌等价格山现上行，铝、锌期货结算价环比分别为10.2%、0.8%、4.6%。随着下半年有色金属

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\\_27209](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27209)

