



## 第三季度经济不及预期，经济增长压力显现

——黄昱程

点评报告

A0012-20211019

2021年9月	官方公布值	北大国民经济研究中心 预测值	Wind 市场 预测均值
<b>经济增长</b>			
三季度 GDP(%)	4.9	6.1	5.5
工业增加值 累计同比(%)	3.1	3.9	3.9
社会消费品零 售额累计同比(%)	4.4	5.4	3.4
固定资产投资 累计同比(%)	7.3	7.8	7.9
出口同比(%)	28.1	25.7	21.1
进口同比(%)	17.6	18.1	15.4
贸易差额 (亿美元)	667.6	590.0	554.4
<b>通货膨胀</b>			
CPI 同比(%)	0.7	0.5	0.8
PPI 同比(%)	10.7	10.2	10.2
<b>货币信贷</b>			
新增人民币贷款 (亿元)	16600	18500	19336.4
M2 同比(%)	8.3	8.3	8.1

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

- 第三季度经济不及预期，经济增长压力显现
- 限产限电叠加需求不足，工业产出有所回落
- 疫情影响减弱，消费增速略有回升
- 结构分化加剧，投资恢复趋弱
- 海外经济复苏叠加供应链修复缓慢，支撑出口延续高增长
- 高基数效应叠加经济动能减弱，进口增速回落
- 疫情好转带动需求回暖，猪价仍是主要压低因素
- 上游采掘原材料高涨，PPI 年内或将持续破十
- 政策趋严叠加实体融资需求减弱，信贷同比增速回落
- 高基数效应叠加信贷增速回落，压低社融增量
- 财政存款减少，M2 同比增速有所回升

2021 年第三季度，中国宏观经济表现不及预期，增长速度继续回落，经济增长压力有所增大。从 9 月份的具体情况来看，中国宏观经济运行在内外需求方面出现了较大分化，内需在国内疫情反弹、汛情、能源供给紧张等因素的扰动下呈现走弱态势，外需则因海外产需缺口扩大而持续得到支撑。综合而言，当前中国经济运行韧性尤在，增速谷底已现，年底或将反弹，延续恢复态势。

从需求端看，随着疫情好转，餐饮等服务类消费恢复较快，推动 9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%，增速较 8 月上升 1.9 个百分点，但服装鞋帽消费继续走低，芯片供应短缺问题长期存在致使汽车类消费萎靡不振，不利于未来消费的边际改善；受房地产开发投资继续走弱的拖累，以及基础设施投资回暖乏力的影响，9 月固定资产投资累计同比增长 7.3%，增速较 8 月回落 1.6 个百分点，两年平均增速为 3.8%，较上半年下滑 0.6 个百分点，但制造业投资尤其是高技术制造业投资增速较快，一定程度支撑固定资产投资的稳步恢复；因海外经济复苏叠加全球供应链修复缓慢，9 月中国出口额同比增长 28.1%，高于市场预期，延续今年 7 月以来的高增长势头，但由于去年同期高基数效应叠加国内经济动能减弱，9 月中国进口额同比增长 17.6%，增速较上月有所回落。

从供给端看，受国内限产限电和“双碳”政策的影响，同时叠加经济复苏周期性放缓、全球经济复苏驱顶以及疫情散点式爆发的影响，制造业生产回落明显，致使 9 月规模以上工



业增加值仅同比增长 3.1%，较 8 月回落 2.2 个百分点，两年平均增长 5.0%。尽管如此，高技术及装备制造业仍保持着相对较高的增速，表明下游制造业生产的韧性持续。

价格方面，随着国内疫情好转带动需求回暖，非食品价格同比环比均上涨，而食品价格受猪肉价格拖累再次下跌，但总体价格依旧稳定，9 月 CPI 同比增长 0.7%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点，环比持平，涨幅较上月回落 0.1 个百分点；受短期市场供需缺口尚未缩小叠加煤炭和部分高耗能行业产品价格上涨等因素影响，工业品价格涨幅继续扩大，生产资料、生活资料剪刀差继续拉大，9 月 PPI 同比增长 10.7%，较上月涨幅扩大 1.2 个百分点，环比上涨 1.2%，环比涨幅扩大 0.5 个百分点。

货币金融方面，实体融资需求减弱，信贷社融不及预期。受政策趋严叠加实体融资需求减弱影响，例如居民和企业的中长期贷款同比均回落，9 月人民币贷款增加 1.66 万亿元，比上年同期少增 2400 亿元；因去年高基数效应以及居民与企业的中长期贷款同比少增，9 月社会融资规模增量为 2.9 万亿元，比上年同期少增 5693 亿元；尽管本月居民信贷增速下降、企业中长贷款回落，但财政存款减少对货币创造形成了支撑，9 月末广义货币 (M2) 余额 234.28 万亿元，同比增长 8.3%，增速比上月末高 0.1 个百分点。

### **GDP 部分：第三季度经济运行不及预期，经济增长压力显现**

2021 年前三季度国内生产总值 823131 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.8%，其中，第三季度同比增长 4.9%，两年平均增长 4.9%，低于市场预期，经济恢复动能有所减弱。第三季度以来，国内个别地区出现零星疫情，疫情防控形势仍然严峻，加之汛期极端天气频繁出现、大宗商品价格上涨，影响经济社会生产生活，经济内生增长动能有所减弱，第三季度经济增速与去年同期持平，但是低于市场预期。从经济基本面表现情况看，需求端消费、投资仍处于修复过程，1-9 月社会消费品零售总额 318057 亿元，同比增长 16.4%，较 2019 年同期增长 8.0%；1-9 月全国固定资产投资（不含农户）397827 亿元，同比增长 7.3%，较 2019 年同期增长 7.7%，两年平均增长 3.8%。前三季度，中国外贸进出口总值 28.33 万亿元，同比增长 22.7%，外贸进出口继续保持较快增长，韧性较足。从供给端看，工业生产保持稳定增长，前三季度全国规模以上工业增加值同比增长 11.8%，两年平均增长 6.4%。总体而言，多重不利因素叠加影响第三季度中国经济恢复进程，加之大宗商品价格上涨、冬季可能出现的极端天气、经济恢复不均衡等问题仍将影响第四季度经济运行，国内经济恢复可能仍面临诸多挑战。

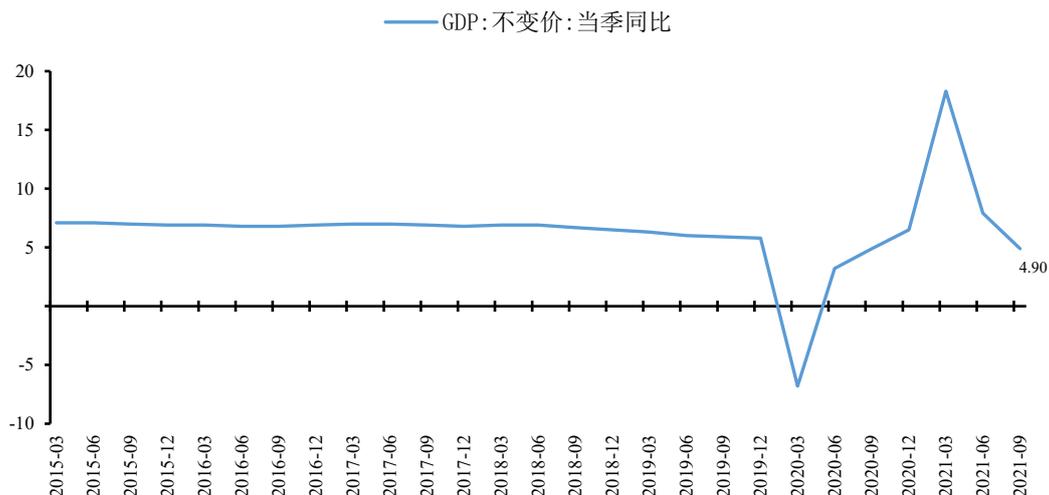


图1 中国 GDP 当季同比增速 (%)

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

2021 年前三季度, 全国规模以上工业增加值同比增长 11.8%, 两年平均增长 6.4%, 工业产出持续增长。其中, 高技术制造业增加值同比增长 20.1%, 两年平均增长 12.8%, 保持较高增速。9 月, 从单月同比增速来看, 规模以上工业增加值同比增长 3.1%, 较 8 月回落 2.2 个百分点, 两年平均增长 5.0%, 较 8 月回落 0.4 个百分点, 其中采矿业同比增长 3.2%, 较 8 月上升 0.7 个百分点, 制造业同比增长 2.4%, 较 8 月回落 3.1 个百分点, 公共服务业同比增长 9.7%, 较 8 月上升 3.4 个百分点; 从累计同比增速来看, 规模以上工业增加值累计同比增长 11.8%, 较 8 月回落 1.3 个百分点, 其中采矿业累计同比增长 4.7%, 较 8 月回落 0.3 个百分点, 制造业累计同比增长 12.5%, 较 8 月回落 1.5 个百分点, 公共服务业累计同比增长 12%, 较 8 月回落 0.4 个百分点。

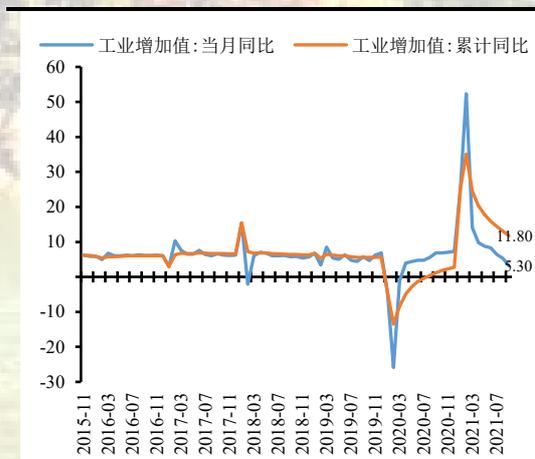


图2 工业增加值当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

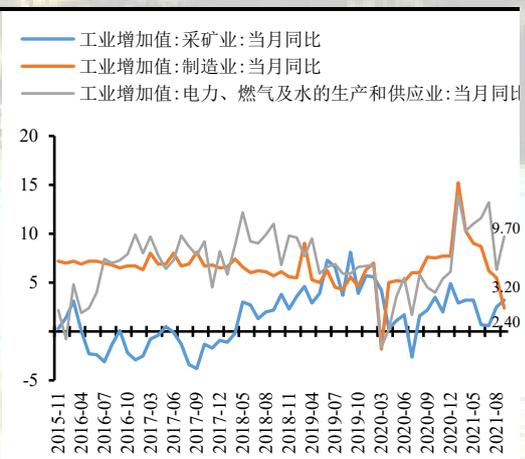


图3 三大门类工业增加值当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



以上数据显示，规模以上工业增加值在9月整体呈现放缓态势，主要是受限产限电政策及碳中和煤炭供给不足的影响，制造业生产回落明显，叠加国内经济复苏周期性放缓、全球经济复苏驱顶以及疫情散点式爆发的影响，制造业和服务业需求不足，致使工业产出受到压低。同时大宗商品等原材料价格继续维持高位挤占中下游企业利润，导致企业生产动力不足。此外，高技术及装备制造业仍保持着相对较高的增速，表明下游制造业生产的韧性持续。

消费部分：疫情影响减弱，消费增速略有回升

2021年9月，从单月增速来看，社会消费品零售总额同比增长4.4%，较8月上升1.9个百分点，较2019年9月增长7.8%，其中餐饮收入同比增长3.1%，商品零售同比增长4.5%；从累计增速来看，第三季度社会消费品零售总额累计同比增长16.4%，较2019年第三季度增长8.0%，其中餐饮收入累计同比增长29.8%，较8月回落4.6个百分点；商品零售同比增长15.0%，较8月回落1.5个百分点。分消费品类看，9月日用品类零售总额同比增长0.5%，通讯器材类同比增长22.8%，服装鞋帽、针纺织品类同比下降4.8%，汽车类零售总额同比下降11.8%。

总体而言，疫情好转推动餐饮等服务类消费较快恢复是本月社会消费品零售总额增速回升的主要动因，但以汽车、服装鞋帽为代表的可选消费品同比增速继续下滑表明消费恢复尚不稳固。一方面，随着疫情逐渐好转，9月餐饮消费恢复加快，同比增速由负转正，支撑了消费恢复；另一方面，可选商品消费内部出现分化，消费恢复并不稳固。尽管9月通讯器材类零售额显著回升，但服装鞋帽消费继续走低，芯片供应短缺问题的长期存在也导致汽车类消费萎靡不振，不利于消费的边际改善。

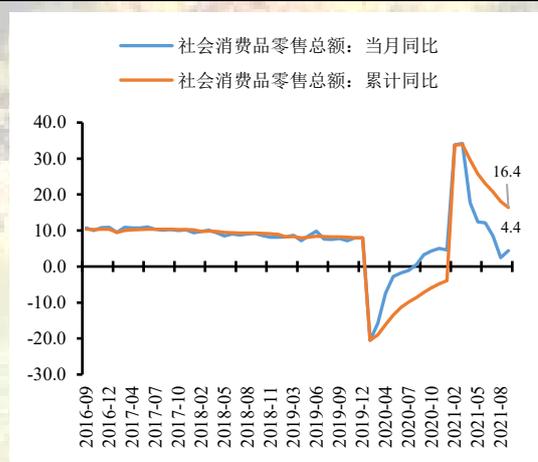


图4 社会消费品零售总额增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

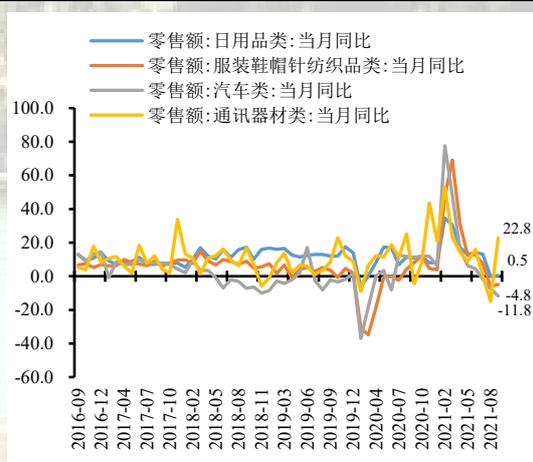


图5 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

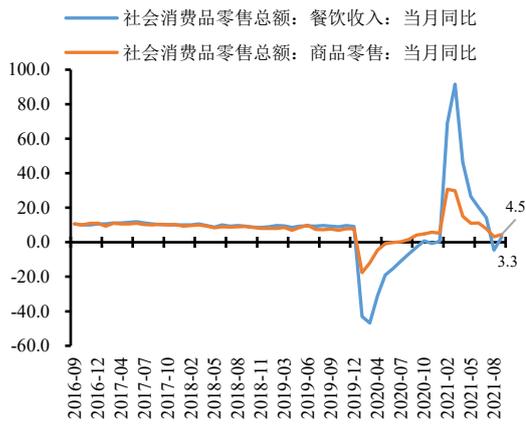


图6 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

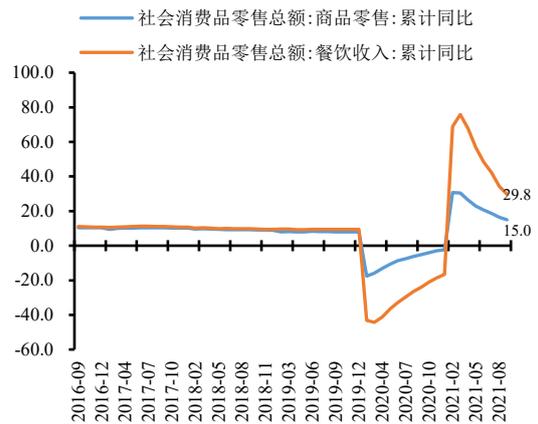


图7 餐饮收入和商品零售累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 投资部分: 结构分化加剧, 投资恢复趋弱

2021年9月固定资产投资累计同比增长7.3%，增速较8月回落1.6个百分点，较2019年9月增长7.7%，两年平均增速为3.8%，较上半年下滑0.6个百分点。其中，制造业投资同比增长14.8%，两年平均增速为3.3%，较1-8月份持平；房地产开发投资同比增长8.8%，两年平均增速为7.2%，较1-8月份回落0.5个百分点；基础设施投资同比增长1.5%，两年平均增速为0.4%，较1-8月份加快0.2个百分点；高技术产业投资同比增长18.7%，两年平均增长13.8%，其中高技术制造业投资同比增长25.4%。

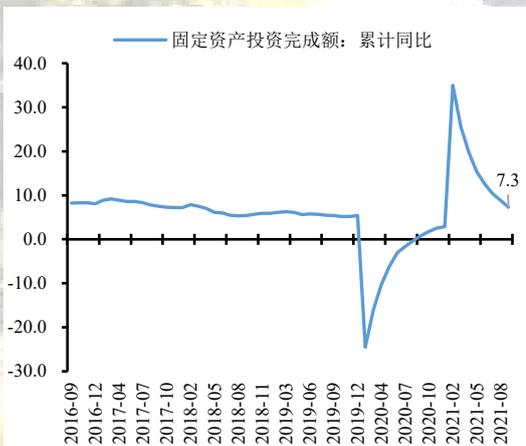


图8 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

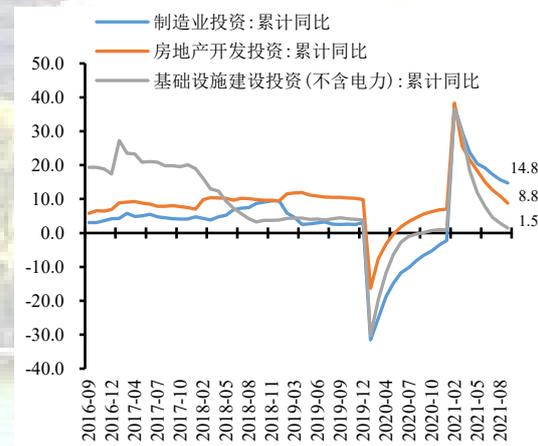


图9 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

总体来看，制造业投资尤其是高技术制造业投资仍是推动固定资产投资稳步恢复的主要动因，基础设施投资虽有所回暖但增速依旧偏低，房地产开发投资继续走弱拉低了投资增速。一方面，前三季度规模以上工业企业利润保持较快增长，有助于制造业投资总体改善，而且为了解决“卡脖子”问题，加快补齐中国在多个领域的瓶颈短板，提升先进制造业的核心竞争



力，各省市陆续出台了一系列政策推进制造业高质量发展，使得高技术制造业投资一直保持较快的增速。另一方面，在政策强调要统筹做好跨周期调节，发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资的背景下，基建投资有所回暖，但受优质基建项目储备不足、极端天气频发等因素的影响，基建投资相对乏力；商品房销售面积和销售额连续三个月同比出现下滑，而房屋新开工面积同比已经连续六个月下滑，房地产市场供需双缩导致房地产投资增速持续走弱。

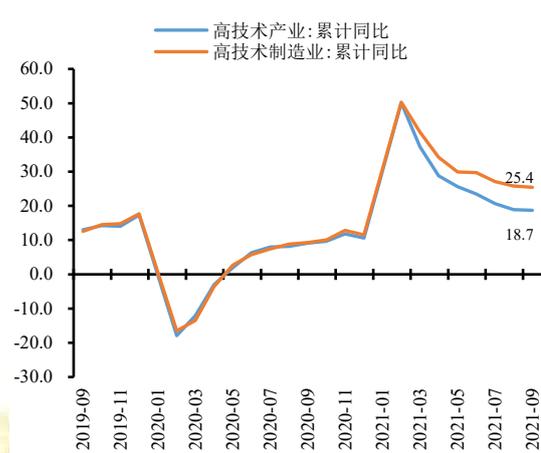


图 10 高技术产业投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

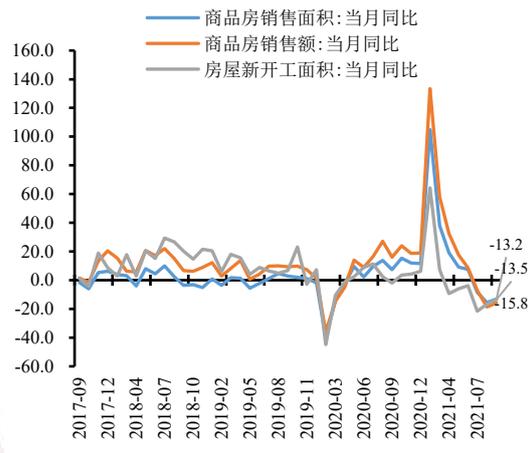


图 11 房地产相关指标当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 出口部分：海外经济复苏叠加供应链修复缓慢，支撑出口延续高增长

按美元计价，9 月份中国出口额同比增长 28.1%，高于市场预期，延续 7 月份以来的回升势头。7 月份为今年以来出口增速底部，8、9 月份呈现逐步回升趋势，在去年同期基数较高的情况下有如此增长，验证了前期对出口韧性的判断。海外经济复苏进程叠加供应链修复缓慢，共同支撑 9 月份出口延续高增长。首先，从已经发布的数据看，欧美经济复苏显示放缓迹象，但是仍处于复苏阶段，韧性仍在。美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 60.7，创 2021 年 4 月以来新低，但是仍处于扩张区间；欧元区 9 月制造业 PMI 终值 58.6，较上月有所下降，但是经济仍处于扩张状态。再者，劳动力供应短缺导致的供应链修复缓慢仍是海外经济复苏的掣肘。美国 2021 年 9 月非农就业疲弱，仅新增 19.4 万人，大幅低于市场预期的 50 万人，为今年以来的最小增值，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，海外供应链修复缓慢支撑出口增速。

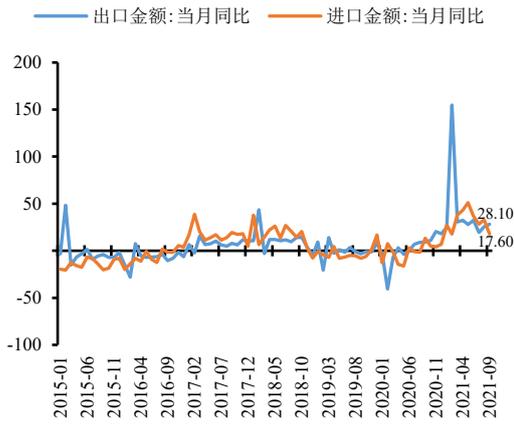


图 12 进出口额增速：当月同比 (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

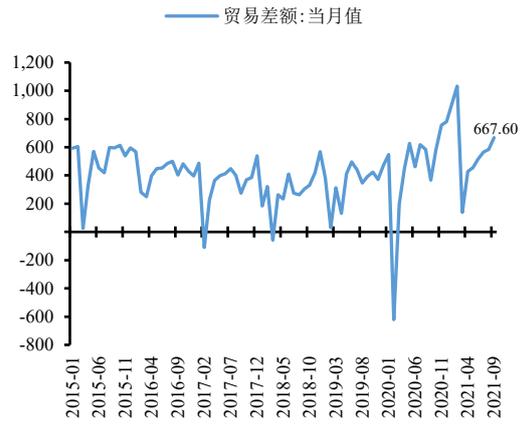


图 13 中国贸易差额：当月值 (亿美元)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

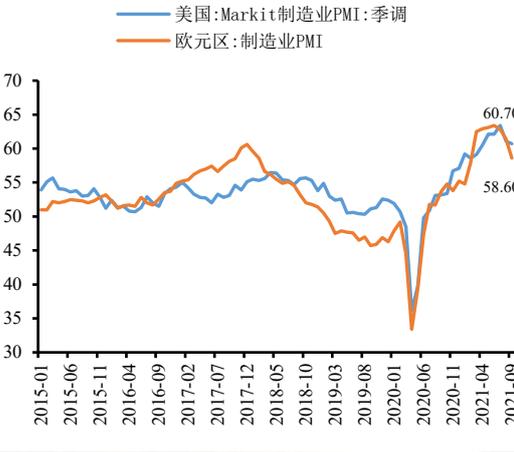


图 14 全球制造业 PMI (%)

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

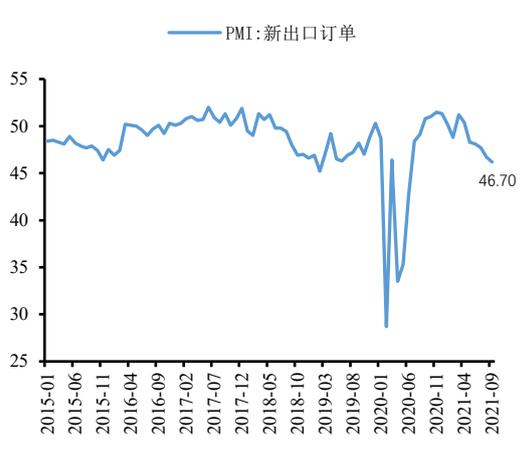


图 15 中国出口订单指数

数据来源：Wind，北京大学国民经济研究中心

**进口部分：高基数效应叠加经济动能减弱，进口增速回落**

按照美元计价，9 月份中国进口额同比增长 17.6%，增速较上月有所回落，符合我们的预期。去年同期高基数效应叠加经济动能减弱，压低 9 月份进口增速。首先，由于新冠疫情

**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\\_28033](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28033)

