



# 经济动能减弱，供需出现分化

——翟乃森

点评报告

A0010-20211115

2021年10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>			
GDP 当季同比 (%)	-	-	-
工业增加值 累计同比(%)	3.5	2.6	3.2
固定资产投资 累计同比(%)	6.1	6.3	6.3
社会消费品零售 额累计同比(%)	4.9	3.8	3.4
出口同比(%)	27.1	31.2	24.2
进口同比(%)	20.6	28.5	27.0
贸易差额 (亿美元)	845.4	600.0	669.3
<b>通货膨胀</b>			
CPI 同比(%)	1.5	1.6	1.3
PPI 同比(%)	13.5	12.8	12.0
<b>货币信贷</b>			
新增人民币贷款 (亿元)	8262	6700	7377
M2 同比(%)	8.7	8.3	8.4

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：

翟乃森

陈丽娜

康健

黄昱程

邵宇佳

周圆

联系人：康健

联系方式：

010-62767607

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





## 要点

- 限电限产趋弱，工业产出增速回升
- 节日效应叠加非食品价格普涨，消费增速高于市场预期
- 结构分化延续，投资增速略低于市场预期
- 经济动能减弱叠加限产限电，进口增速不及预期
- 消费价格年末抬头，工业价格再创新高
- 信贷社融超预期增长，金融数据全面回升

## 报告摘要

2021年10月，随着国内疫情积极有效防控以及相关增产保供政策的落实，大部分宏观经济指标较9月均出现了回升，经济下行势头得到了一定程度的遏制。尽管如此，相较于前期增速，当前整体经济增长动能仍显偏弱，各项指标增速低位运行，尤其是固定资产投资较9月回落1.2个百分点，预示经济动能减弱，而且相较于供需两端增长趋势，两者出现了一定程度的增长分化。

从需求端看，在国庆节日效应（如海南离岛免税购物持续火爆）、“双11”购物节预售提前分流以及以交通和通信为主的非食品价格显著上涨的共同作用下，10月社会消费品零售总额同比增长4.9%，较9月上升0.5个百分点，超出市场预期，整体消费稳步恢复；尽管制造业整体维持景气状态，有助于投资的持续改善，但受制于基础设施投资无明显改善以及房地产税的出台叠加前期地产调控政策趋严对房地产投资的持续抑制，10月固定资产投资累计同比增长6.1%，较9月回落1.2个百分点，低于市场预期；因海外经济复苏以及劳动力短缺问题导致的供应链瓶颈似乎正在改善，同时在高基数效应的作用下，10月出口同比增长27.1%（按美元计），较9月回落1个百分点，但出口增速仍保持高位运行；尽管国内经济动能减弱叠加限产限电对进口增速形成一定压制，但大宗商品价格上涨仍对进口增速形成一定程度支撑，10月进口同比增长20.6%，较9月份上涨3个百分点。

从供给端看，受限电限产政策等阶段性、制约性因素趋缓以及市场保供稳价力度加大的影响下，制造业（尤其是高技术制造业）和采矿业产出同比回升，推动10月规模以上工业增加值同比增长3.5%，较9月回升0.4个百分点，两年平均增长5.2%，较9月回升0.2个



百分点。尽管如此，由于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，导致企业成本压力上升、生产动力不足，仍需进一步关注。

价格方面，受消费需求季节性回升、异常天气及生产运输成本上升等因素的影响，食品项价格回升显著，推动CPI同比增长1.5%，较9月扩大0.8个百分点，环比增长0.7%，较9月扩大0.7个百分点；受Delta+变种国外流行疫情反复导致生产企业供应受限，全球能源品、原材料等大宗商品持续高涨，以及极端天气现象和双控双碳政策等因素导致国内主要能源和原材料供应偏紧，PPI涨幅继续扩大，10月PPI同比增长13.5%，较9月扩大2.8个百分点，环比上涨2.5%，较9月扩大1.3个百分点。此外，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，工业出厂价格继续上涨，生产资料、生活资料分化继续拉大。

货币金融方面，由于受大宗商品价格相对较高导致的企业生产成本压力较大的影响，企业生产面临困境，具有信用风险低、流动性高等优势的票据得到了有利支撑，同时叠加低基数效应，10月人民币贷款增加8262亿元，同比多增1364亿元；随着今年地方政府专项债券的新增额度需在11月发行完毕，加之票据融资的增加，10月社会融资规模增量为1.59万亿元，比上年同期多1970亿元；尽管本月新增财政存款1.11万亿元，比去年同期多增2050亿元，导致货币回笼力度加大，会压低M2同比增速，但本月新增人民币贷款同比增加对货币创造形成贡献，推动10月广义货币(M2)余额233.62万亿元，同比增长8.7%，增速比上月末高0.4个百分点，比上年同期低1.8个百分点。

#### 工业增加值部分：限电限产趋弱，工业产出增速回升

2021年10月，全国规模以上工业增加值同比增长3.5%，较9月回升0.4个百分点，两年平均增长5.2%，较9月回升0.2个百分点，其中采矿业同比增长6.0%，较9月上升2.8个百分点，制造业同比增长2.5%，较9月上升0.1个百分点，公共服务业同比增长11.1%，较9月上升1.4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10.9%，较9月回落0.9个百分点，其中采矿业累计同比增长4.8%，较9月上升0.1个百分点，制造业累计同比增长11.3%，较9月回落1.2个百分点，公共服务业累计同比增长11.9%，较9月回落0.1个百分点。

以上数据显示，规模以上工业增加值在10月整体呈现回升态势，主要是受限电限产政策等阶段性、制约性因素趋缓的影响，市场保供稳价力度加大，制造业和采矿业生产有所回升，致使工业产出得到拉动。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，



导致企业成本压力上升、生产动力不足，仍需关注。此外，高技术制造业仍保持着相对较高的增速，表明高技术制造业持续发展，生产韧性保持。

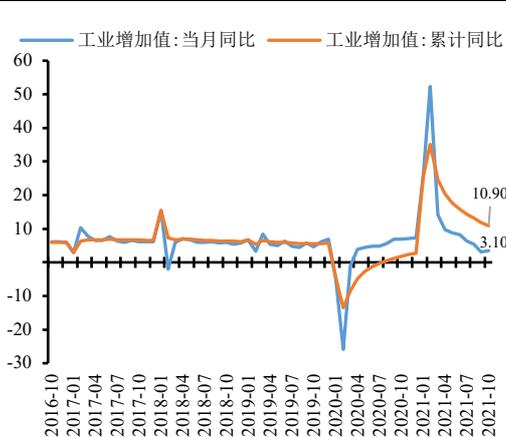


图1 工业增加值当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

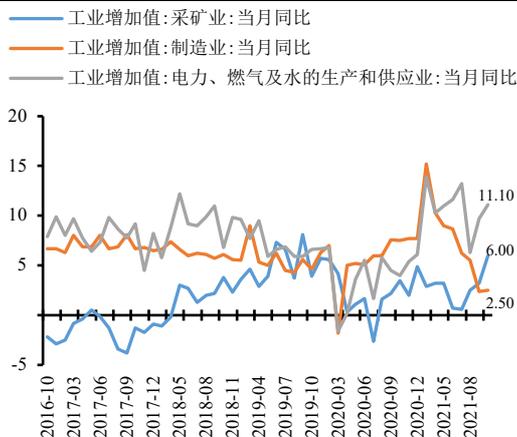


图2 中国三大门类工业增加值当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

消费部分：节日效应叠加非食品价格普涨，消费增速高于市场预期

2021年10月，从单月增速来看，社会消费品零售总额同比增长4.9%，较9月上升0.5个百分点，较2019年10月增长9.4%，两年平均增速为4.6%，较上期加快0.8个百分点。其中，餐饮收入同比增长2.0%，商品零售同比增长5.2%。从累计增速来看，1-10月社会消费品零售总额累计同比增长14.9%，较2019年1-10月增长8.1%，其中餐饮收入累计同比增长25.7%，较9月回落4.1个百分点；商品零售同比增长13.8%，较9月回落1.2个百分点。分消费品类看，10月化妆品类、日用品类、石油及制品类和通讯器材类零售总额同比增速有了明显的回升，分别增长7.2%、3.5%、29.3%和34.8%。

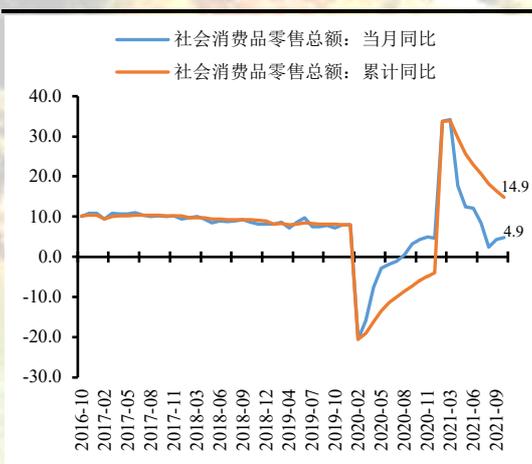


图3 社会消费品零售总额增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

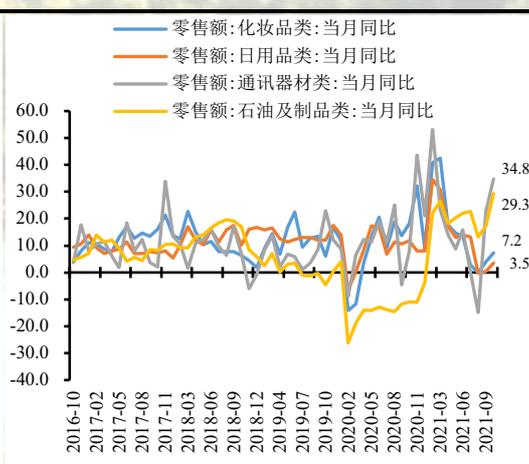


图4 各类零售额当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

节日效应以及非食品价格普涨拉动商品零售增长是本月社会消费品零售总额增速超预期



期的主要原因。一方面，国庆期间海南离岛免税购物持续火爆、“双 11”购物节预售时间提前 10 天分流了部分 11 月商品消费都促进了本月商品零售增速上涨。另一方面，汽油、柴油价格的大幅上涨导致以交通和通信为主的非食品价格显著上涨，进而导致石油及制品类和通讯器材类零售总额同比增速明显回升，支撑了消费稳步恢复。

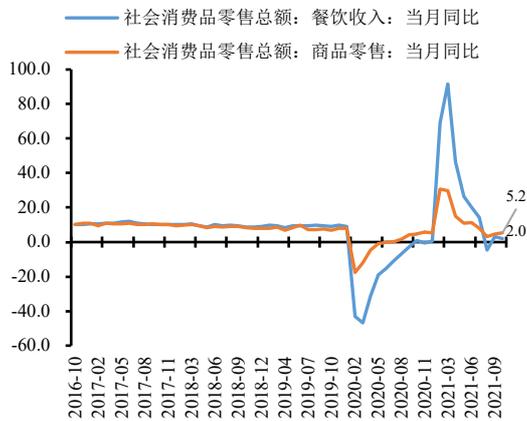


图 5 餐饮收入和商品零售当月同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

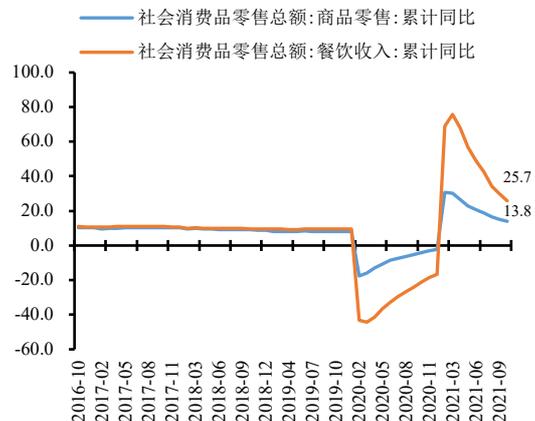


图 6 餐饮收入和商品零售累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

投资部分：结构分化延续，投资增速略低于市场预期

2021 年 10 月固定资产投资累计同比增长 6.1%，增速较 9 月回落 1.2 个百分点，较 2019 年 10 月增长 7.8%，两年平均增速为 3.8%，较上期持平。其中，制造业投资同比增长 14.2%，两年平均增速为 4.0%，较 1-9 月份上升 0.4 个百分点；房地产开发投资同比增长 7.2%，两年平均增速为 6.8%，较 1-9 月份回落 0.4 个百分点；基础设施投资同比增长 1.0%，两年平均增速为 0.85%，较 1-9 月份持平；高技术产业投资同比增长 17.3%，两年平均增长 13.4%，较 1-9 月份回落 0.4 个百分点，其中高技术制造业投资同比增长 23.5%。

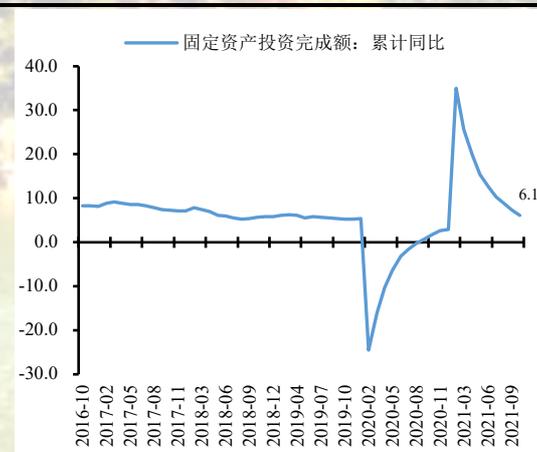


图 7 固定资产投资累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

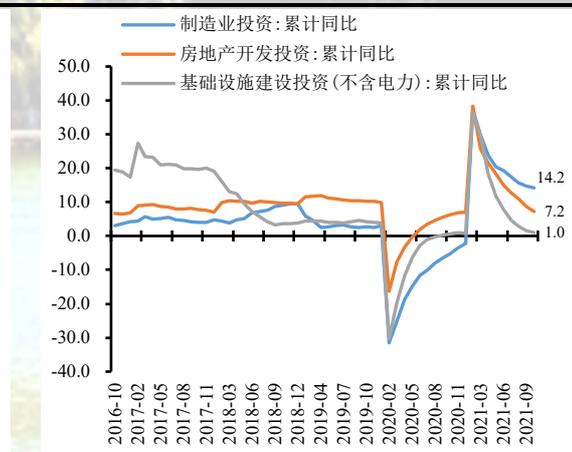


图 8 固定资产投资分行业累计同比增速 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



总体来看，制造业景气延续推动了固定资产投资稳步恢复，基础设施投资无明显改善以及房地产开发投资继续走弱使得投资恢复不及预期。一方面，1-10月规模以上工业企业利润仍然保持良好的增势，有助于制造业投资持续改善。另一方面，商品房销售面积、销售额以及房屋新开工面积同比降幅进一步扩大导致房地产投资增速持续走弱。另外，10月23日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议决定授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，房地产税的出台叠加前期地产调控政策趋严，进一步压低房地产投资增速，从而导致投资增速低于市场预期。

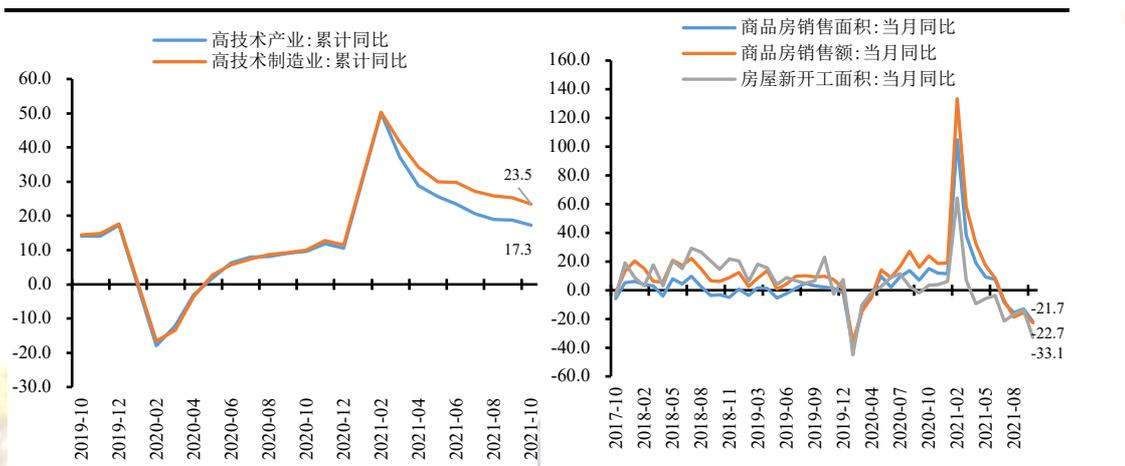


图9 高技术产业投资累计同比增速 (%)

图10 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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

进出口部分: 经济动能减弱叠加限产限电, 进口增速不及预期

按美元计价, 10月份中国进出口总值 5159 亿美元, 同比增长 24.3%。其中, 出口 3002.2 亿美元, 同比增长 27.1%; 进口 2156.8 亿美元, 同比增长 20.6%; 贸易顺差 845.4 亿美元。

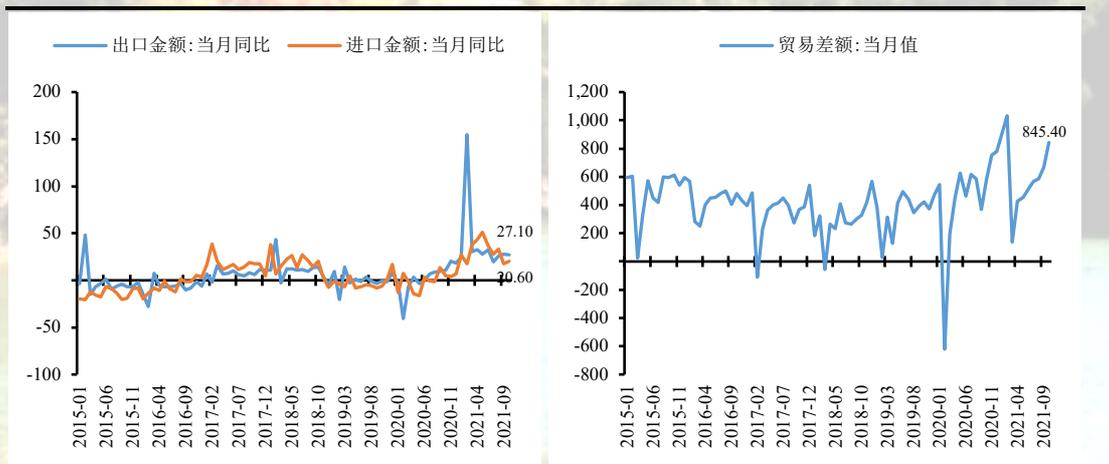


图11 进出口额增速: 当月同比 (%)

图12 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

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心



从出口情况看，劳动力短缺问题导致的供应链瓶颈似乎正在改善，出口增速仍保持高位；从进口情况看，大宗商品价格上涨仍是支撑进口的主要因素，而经济动能减弱叠加限产限电对进口增速形成一定压制，进口增速不及预期。

海外供应链瓶颈趋于改善，出口增速仍保持高位

按美元计价，10月份中国出口额同比增长27.1%，增速较上月有所下降。整体来看，10月份出口增速延续增长势头，仍保持高位，但是低于我们的预测，出口增速仍符合海外需求以及供应链缺口支撑的逻辑。海外经济复苏仍是支撑出口的基础力量。从已经发布的数据看，欧美经济复苏进程放缓，但是韧性仍在，10月份美国Markit制造业采购经理人指数(PMI)终值为58.4，低于初值59.2，美国制造业面临压力，但是仍处于扩张状态；欧元区10月份IHS Markit制造业PMI终值为58.3，低于前值58.6，为八个月以来最低水平，但是仍未跌穿荣枯线。再者，美国10月非农向好，并超出市场预期，劳动力短缺问题导致的供应链瓶颈似乎正在改善。从非农就业人数变化来看，美国10月季调后非农就业人口增加53.1万人，创2021年7月以来新高，失业率降至4.6%，为2020年3月以来新低，就业稳步转暖，海外供应链修复或对出口造成了一定负面冲击。最后，基数效应。2020年10月份出口额增速为10.92%，基数效应对10月份的出口增长速度形成一定压制。

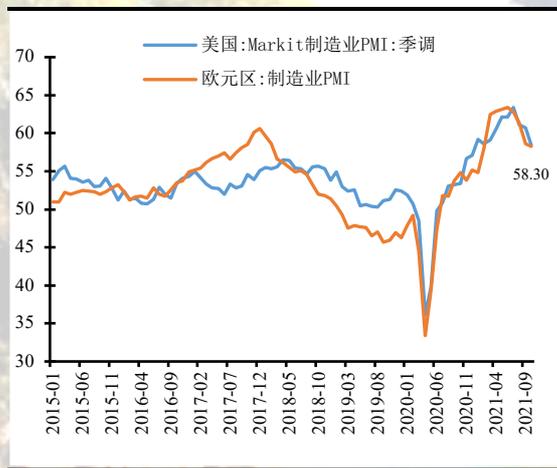


图13 全球制造业 PMI (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

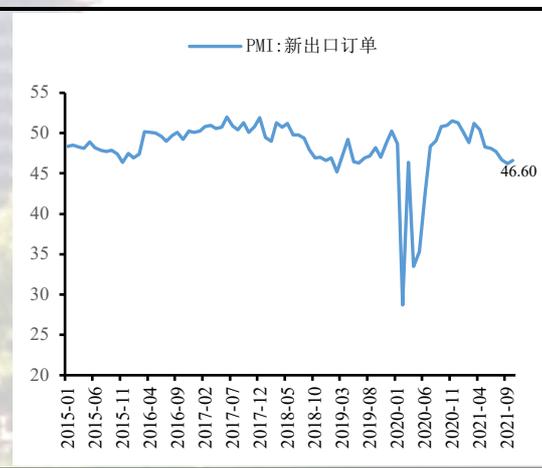


图14 中国新出口订单指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

经济动能减弱叠加限产限电，进口增速不及预期

按照美元计价，10月份中国进口额同比增长20.6%，低于市场预期。大宗商品价格上涨仍是支撑进口的主要因素，而经济动能减弱叠加限产限电对进口增速形成一定压制。首先，大宗商品国际市场价格延续上涨态势，虽然部分大宗商品进口量已经下降，但是进口额仍处于增长状态，对于中国进口环节支撑作用仍在。再者，国家统计局网站10月31日发布的数



据显示，10月中国制造业采购经理指数（PMI）为49.2%，比上月下降0.4个百分点，继续低于临界点，受自然灾害、局部疫情、限电限产等因素影响，制造业景气度有所下降，内需偏弱态势持续，对进口形成一定压制。整体来看，增速水平并不低，但是经济基本面的支撑作用较弱。

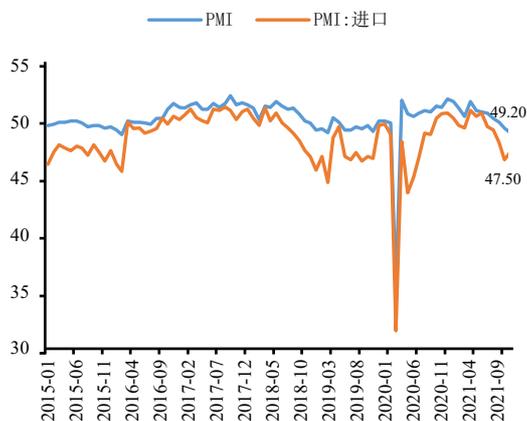


图 15 中国主要 PMI 指数 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

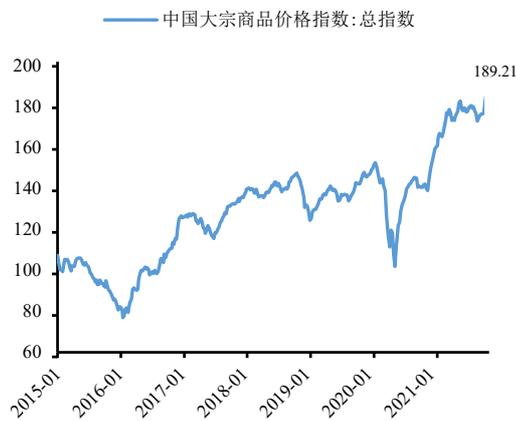
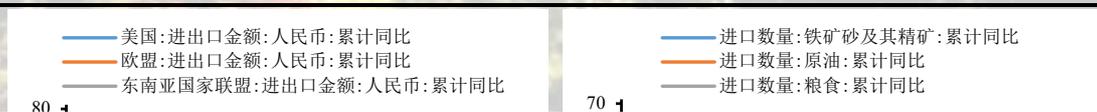


图 16 中国大宗商品价格指数

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 对东盟、欧盟和美国等主要贸易伙伴仍然保持增长，大宗商品进口出现分化

分国别来看，1-10月份，中国对东盟、欧盟和美国等主要贸易伙伴进出口均实现增长。按人民币计，1-10月东盟为中国第一大贸易伙伴，中国与东盟贸易总值4.55万亿元，增长20.4%，占中国外贸总值的14.4%。欧盟为中国第二大贸易伙伴，中国与欧盟贸易总值为4.34万亿元，增长20.4%，占13.7%。美国为中国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为3.95万亿元，增长23.4%，占12.5%。日本为中国第四大贸易伙伴，中日贸易总值为1.98万亿元，增长10.8%，占6.3%。同期，中国对“一带一路”沿线国家合计进出口9.3万亿元，增长23%。



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\\_30041](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30041)

