

## 年末经济下行压力仍存

### 主要观点

整体来看 2021 年我国经济复苏进程不断深化，经济结构渐进改善。上半年中国经济维持了稳定增长，由于受到局部疫情的短期影响，一季度经济增长有所放缓，二季度正常化经济增速提高。三季度以来由于部分地区洪涝、南京机场疫情等短期因素，经济增长放缓，下游复苏的道路更加曲折。

10 月份以来受天气、疫情、煤炭供应等短期因素的影响，供需两端仍有一定的压力，但环比来看，各方面并没有进一步走差，出现阶段性的企稳。同步地经济结构继续调整，继续朝着长期政策导向发展。

今年以来消费品价格表现偏弱，工业价格表现较为强势，价格指数走势持续分化。10 月中下旬以来以煤炭为代表的大宗商品价格剧烈回落，PPI 大概率已经见到本轮工业品价格上涨趋势的高点。CPI-PPI 剪刀差有望收敛。2022 年 CPI 走高的概率增加。

宏观政策继续保持稳中求进的基调。宏观政策着眼中长期政策目标，开展跨周期调节。

### 一、经济下行压力改善

由于受到局部疫情、汛情、工业品价格走高等因素的影响，三季度国内经济增长有所放缓，三季度 GDP 增长 4.9%。9 月份的经济数据全面走弱，规模以上工业增加值同比增长仅为 3.1%。市场对于四季度的经济预期多数悲观，10 月份的数据显示下行压力仍在，但也没有较 9 月份继续走差，有企稳改善的迹象。

#### （一）生产端走弱

生产方面，工业生产短期改善。年内生产端整体强势，二季度工业增加值增速开始高位回落，三季度以来工业生产明显走弱，及至四季度，供给侧约束有所改善，工业生产短期回升。

2021 年 1-10 月中国规模以上工业增加值同比增长 10.9%，较 1-9 月下降 0.9 个百分点，两年平均增长 6.3%，较 1-8 月下降 0.1 个百分点。单月，10 月份规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%，增速较上月回升

许雯

电话：010-84555101

邮箱

xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F3023704

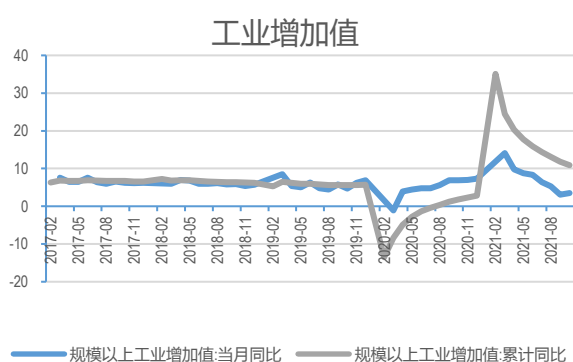
投资咨询资格号

Z0012103

0.4 个百分点，两年平均增长 5.2%，较上月回升 0.2 个百分点。环比来看，10 月季调后规模以上工业增加值环比增长 0.39%。单月增速低位回升。年末生产端有望企稳，但增速再提高的空间也不大，取决于内需是否支持。

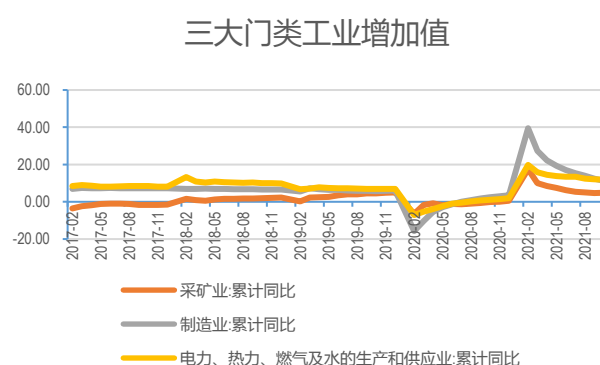
分产业看 10 月份采矿业增加值同比增长 5.2%较上月上升 2 个百分点，制造业增长 2.5%回升 0.1 个百分点，电热燃气水增长 11.1%上升 1.4 个百分点。制造业放缓，拖累整个生产端。41 个行业大类中有 28 个行业增加值保持同比增长，较 9 月减少 2 个；612 种产品中有 246 种产品同比增长，较 9 月减少 9 种。分行业来看，医药、电子、电力增速处于高位，制造业增加值，汽车、钢铁、水泥、焦炭、原油等负增长。高能耗行业产量有所抑制，上游有走弱迹象。

图 1、工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 2、工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

虽然 10 月生产端小幅回升，但年末生产端表现继续偏弱的概率仍大，一是传统淡季，二是需求端短期难以恢复强势，且今年内部需求响应一直相对滞后。内部需求不足体现在投资下滑、消费低于预期，同期净出口较强在一定程度上弥补了供需缺口、缓解供需矛盾。

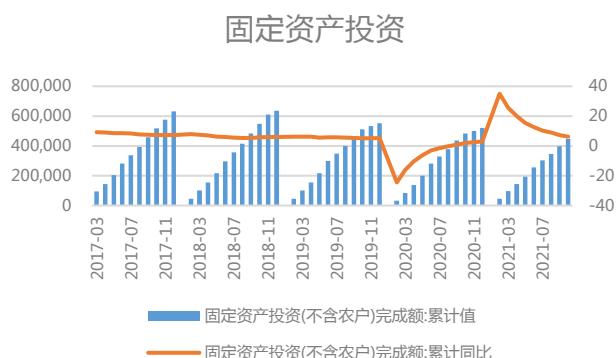
## （二）投资继续下降

投资方面，固定资产投资增速小幅下降。投资的主要构成中地产投资下降较大、基建投资稳在低位，制造业投资保持回升势头。

1-10 月份中国固定资产投资 44.6 万亿元，同比增长 6.1%，增速较上月下降 1.2 个百分点，较 2019 年同期增长 7.8%，两年平均增速为 3.8%，较上月持平。其中民间投资 25.4 万亿元，同比增长 8.5%，较上月下降 1.2 个百分点，较 2019 年同期下降 12.7%。地产投资增速下降加快，基建投资较低拖累整体投资增速。

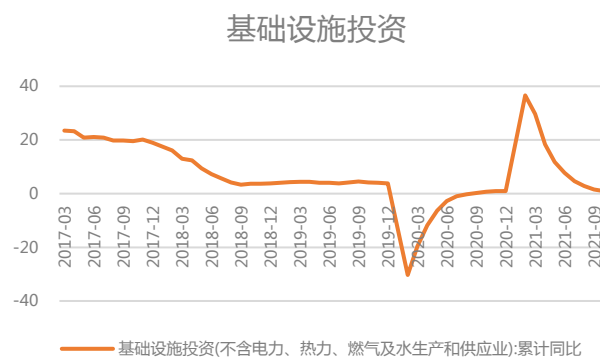
分产业看，第一产业投资 1.16 万亿元，同比增长 11.1%；第二产业投资 13.5 万亿元，同比增长 11.3%；第三产业投资 29.9 万亿元，同比增长 3.7%。第一、第二、三产业投资增速分别回落 2.9、0.9、1.3 个百分点，第三产业投资成为拖累。市场对基建投资托底的预期偏正面，投资增速放缓但失速的可能性不大。

图 3、固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图 4、基础设施投资



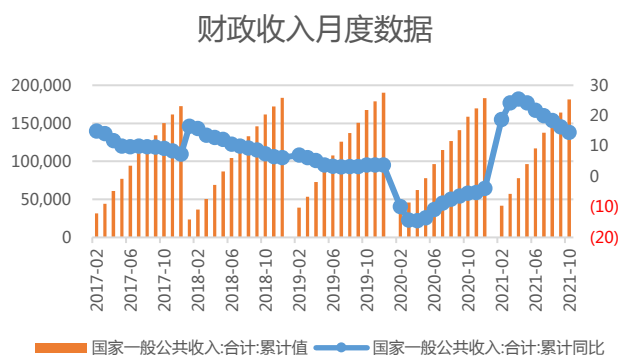
数据来源：Wind、国元期货

**制造业投资方面**，1-10 月制造业投资同比增长 14.2%，两年平均增长 4%，比 1-9 月加快，制造业投资保持上升势头，增速小幅提高。年末需求支撑下降、制造业企业利润增速下滑，或对制造业投资继续高增长构成压力，中长期来说宏观政策结构性宽松、产业政策支持，制造业投资保持平稳的可能性较大。

**基础设施投资方面**，增速下降、处于低位。今年基建增速一直不高，1-10 月基础设施投资同比增长 1%，较 1-9 月下降 0.5 个百分点。单月增速为 -2.5%，降幅较 9 月收窄 4 个百分点，基建投资明显较弱。年内基建投资基本稳在低位，在跨周期调节的政策导向下，年末基建发力的力度不宜预期太高，托而不举是大概率。

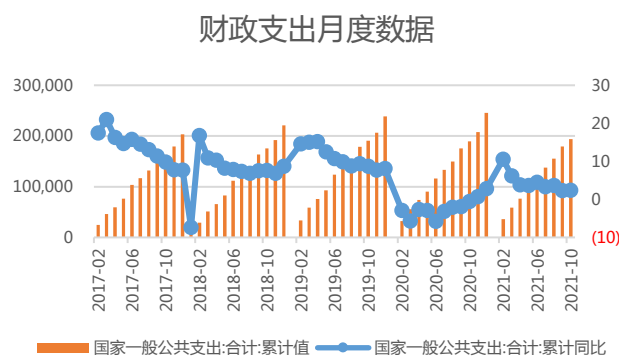
2021 年财政扩张力度整体上较 2020 年降低。从财政约束的角度来看，今年财政收支较为平衡、财政压力较小，基建施为尚留有余力，但在跨周期调节的考虑下，可能将发力留至明年。

图 5、财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 6、财政支出



数据来源：Wind、国元期货

从财政收支来看，财政尚留有余力。1-10 月全国一般公共预算收入 18.2 万亿元，同比增长 14.5%，两年平均增长 4%，较上月分别下降 1.8、0.3 个百分点。全国一般公共预算支出 19.4 万亿元，同比增

长 2.4%，两年平均增长 0.88%，财政支出增速明显较低。由于经济修复带来税基扩大、逆周期调节诉求下降，今年财政收支运行平稳，增速差大幅高于往年。在 2021 年政府杠杆率不能大幅上升的条件下，对于财政政策托底基建的力度也不宜预期太高。且二季度以来随着地产链的收缩，地方政府土地收入下降也对未来财政形成压力。

**房地产开发投资增速回落**，符合市场预期，地产销售降温，土地市场需求下降，地产链相关数据走弱。今年以来由于需求支撑较强，在主要投资板块中，房地产投资属于较为强势的部分，地产投资快速下滑拖累了整体投资增速。1-10 月中国房地产开发投资 12.5 万亿，同比增长 7.2%，两年平均增长 6.8%，较 1-9 月回落 0.4 个百分点，10 月单月地产投资 1.24 万亿，同比下降 5.4%。政策严厉收紧下，部分大型房企出现经营困难，地产投资增速加速回落。

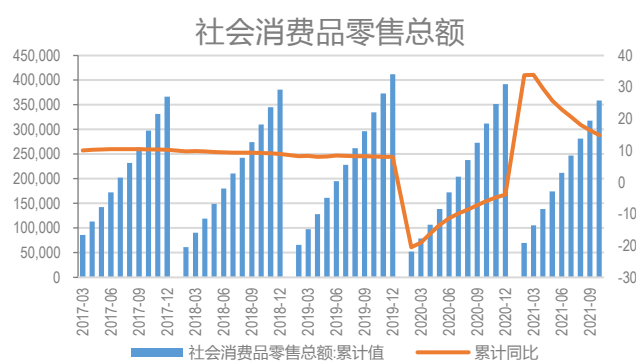
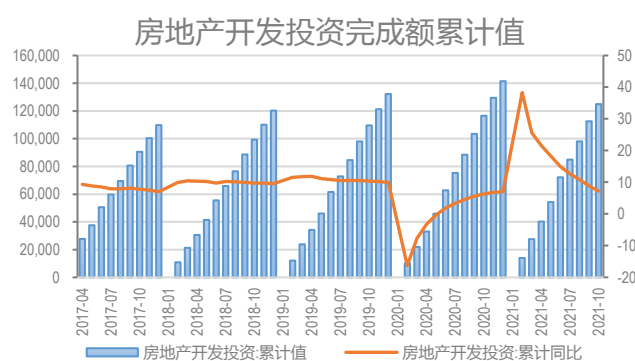
施工方面，1-10 月房屋施工面积 94.3 亿平方米，同比增长 7.1%，较 1-9 月下降 0.8 个百分点；新开工面积 16.7 亿平方米，同比下降 7.7%，降幅扩大 3.4 个百分点；竣工面积 5.7 亿平方米，同比增长 16.3%，下降 7.1 个百分点。新开工下滑受房地产政策收紧影响较大。竣工面积高位回落，保竣工的政策下，竣工增速尚可，但地产行业整体下行对竣工也构成压力，主要体现在开发商保竣工的能力下降。

销售方面，1-10 月商品房销售面积 14.3 亿平方米，同比增长 7.3%，两年平均增长 3.6%，较 1-9 月下降 1 个百分点。销售额 14.7 万亿元，同比增长 11.8%，两年平均增长 8.8%，较 1-9 月下降 1.2 个百分点，销售平米单价下降。商品房销售有所放缓与银行地产相关信贷偏紧、地产政策导向等因素有关，楼市销售继续降温。

地产政策一直较紧，地产信贷受到严厉监管。地产政策导向上中央一直坚持房住不炒，又以因城施策为补充，年内房地产投资增速高位回落走势。土地市场遇冷，土地集中供应可能给土地成交带来一定延迟，地产公司资金链紧张也降低其购地意愿，最终可能会传导到地方财政。

图 7、房地产开发投资

图 8、社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

年内地产投资高位回落，制造业投资回升或难以对冲，考虑到基建的托底作用，年内投资增速延续下行，但也不会失速。

### （三）、消费小幅回升

消费方面，社零增速继续小幅回升。今年消费表现整体偏弱，9、10 两月连续小幅上升显示内需还是在修复。1-10 月社会消费品零售总额 35.9 万亿，同比增长 14.9%，两年平均增速为 4%。10 月单月社销总额 4 万亿，同比增长 4.9%，两年平均增速 4.6%，较 9 月份分别回升 0.5、0.7 个百分点。从环比看 10 月份社会消费品零售总额增长 0.43%。

10 月疫情多点散发对消费的负面影响有限，本轮疫情的影响或者 11 月数据中集中体现。不过及从目前来看每一轮疫情对经济的冲击逐渐减弱，一方面面对疫情的处置能力、社会治理能力提高，二是群众对疫情的接受度、耐受力也强了。今年双十一预售提前至 10 月 20 日，对 10 月的消费数据也有提振，尤其是线上消费增速。11 月的消费数据或有压力。

由于就业、收入等方面的压力，消费是需求端回升最缓慢的部分，距离疫情之前的水平尚有不小的缺口。后疫情时期全国居民的消费行为发生了显著的结构变化，餐饮消费处于较低水平，网络零售保持较高增速。

居民收入对消费有比较大的影响，前三季度全国居民人均可支配收入 26265 元，同比名义增长 10.4%，实际增长 9.7%。全国居民人均消费支出 17275 元，同比名义增长 15.8%，实际增长 15.1%。今年前三季度居民消费支出增速大于可支配收入增速 5.4 个百分点，疫情下居民生活压力普遍增加，对后期的消费有一定的抑制作用。

10 月份全国城镇调查失业率为 4.9%较 9 月持平。与疫情前相比居民就业、收入方面的增长尚有一定压力。年内消费或继续表现偏弱，考虑到传统节日，年末或温和回升。

### （四）、外贸处于高位

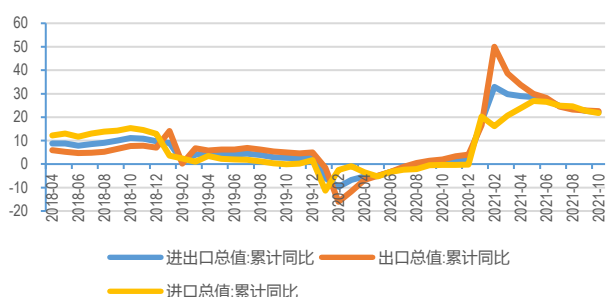
今年以来外贸保持高景气运行，超出市场预期，外贸是年内总需求中最坚挺的部门。由于自 5 月以来 PMI 新出口订单指数一直在 50 之下且连续下降，市场普遍预期进出口维持在高位会有压力，然而出口表现十分强势、连创历史新高，9 月出口绝对金额首次超过 3000 亿美元。10 月份外贸继续处于高位，欧美等国的海外需求明显好于预期，且疫情压力下我国在全球产业链中的优势较明显。

10 月出口保持高景气，进口走低。2021 年 1-10 月中国进出口总值 31.67 万亿，同比增长 22.2%；出口 17.49 万亿，同比增长 22.5%；进口 14.18 万亿，同比增长 21.8%；增速分别比 1-9 月下降 0.5、0.2、0.8 个百分点，贸易顺差 3.31 万亿元。单月来看，10 月份中国进出口总值 3.34 万亿，同比增长 17.8%；出口 1.94 万亿，同比增长 20.3%；进口 1.4 万亿，同比增长 14.5%，环比下降 10%；同比增速分别比 9 月份分别上升 2.4、0.4、4.4 个百分点，贸易顺差 5459 亿元，创历史新高。10 月份进出口数据同比高增，环比回落，其中出口表现好于进口，进口环比回落较多。

不论从绝对数量还是增速来说外贸表现强势，为历史最好水平。主要是全球经济复苏，外部需求增加。在美国需求增量走弱时，欧洲的需求恢复对外需的贡献较高，10 月欧盟对中国出口的拉动显著上升。10 月对美、欧、日、东盟出口同比增速分别为 22.7%、44.3%、16.3%、18%，出口增速较 9 月分别-7.89、+15.71、+1.18、+0.64 个百分点。进口方面，由于上游大宗商品价格处于高位，高价抑制需求，国内大宗商品进口金额增加数量减少，10 月铁矿、铜矿沙、原油等商品进口数量有所下降。

图 9、进出口同比

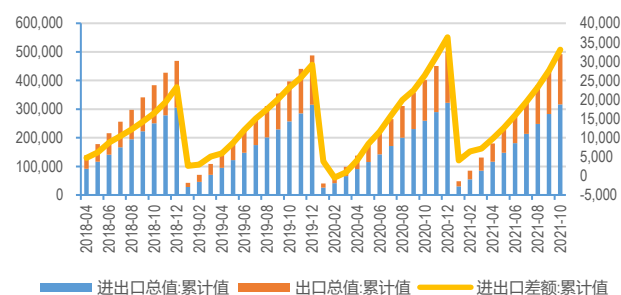
中国月度进出口增速



数据来源：Wind、国元期货

图 10、月度进出口数据

中国月度进出口数据



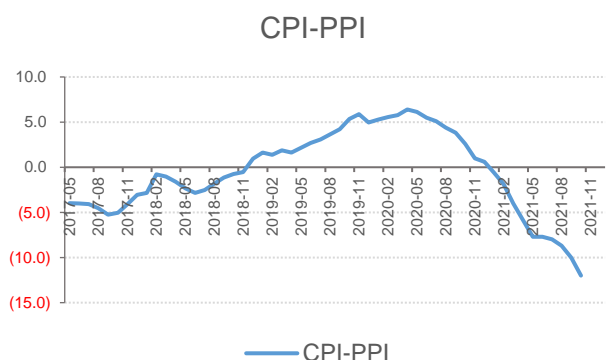
数据来源：Wind、国元期货

年内至今外贸还维持着超预期强势，或与越南、缅甸、印尼、泰国等国家疫情加重，中国市场份额上升，航运不畅、订单发运前置等因素。另外，价格因素对于增长外贸的贡献较高。年内在疫情的不确定性下全球供需缺口或仍将长期存在，我国出口的替代效应或将延续，进出口有望持续高增长。

## 二、PPI 冲高摸顶，CPI 触底回升

10 月 CPI 同比增长 1.5%，增速自低位回升，PPI 同比增长 13.5%，再创历史新高，CPI-PPI 剪刀差持续扩大处于历史高位。今年以来消费品价格表现偏弱，工业价格表现较为强势，价格指数走势持续分化。10 月 CPI、PPI 同步上行，PPI 有向 CPI 传导的趋势，10 月份 PPI 冲高，随着中下旬以煤炭为代表的大宗商品价格剧烈回落，PPI 大概率已经见到本轮工业品价格上涨趋势的高点，新增涨价动能已不足以再次冲高。

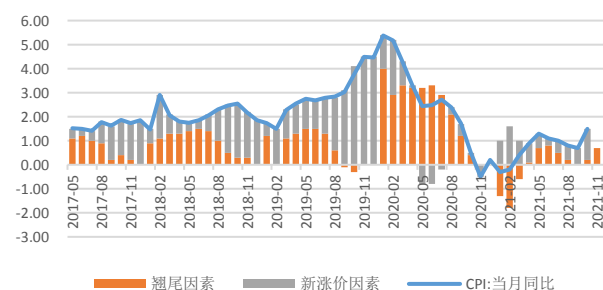
图 11、CPI-PPI



数据来源：Wind、国元期货

图 12、CPI

CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

CPI 方面，2021 年 10 月 CPI 同比增长 1.5%，增速较上月上升 0.8 个百分点，同比增速是自去年 10 月以来的最高值。环比上涨 0.7，环比增速加快。10 月核心 CPI 同比上涨 1.3%，较上月上升 0.1 个

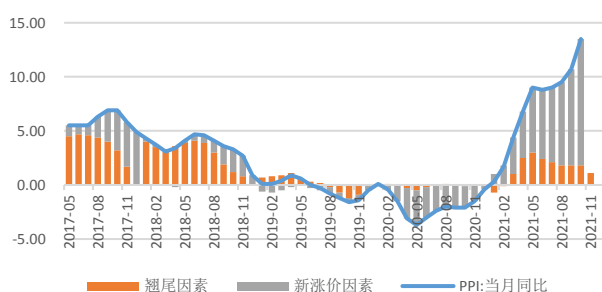
百分点。今年以来受食品价格的拖累较大，CPI 整体表现较弱，10 月份蔬菜、肉食价格上涨，CPI 有改善的迹象。10 月份食品价格同比下降 2.4%，降幅较 9 月收窄 2.8 个百分点，非食品价格同比上涨 2.4%，涨幅扩大 0.4 个百分点。食品中，猪肉价格依然对 CPI 整体拖累较多，10 月份猪肉价格同比下降 44%，降幅收窄 2.9 个百分点，10 月中旬之后猪肉价格有止跌企稳迹象，年末猪肉价格对 CPI 的拖累会有所缓解。10 月鲜菜价格上涨 15.9%，是主要的新增涨价动能。

去年价格变动的翘尾影响约为 0.2 个百分点，年末基数对 CPI 的影响消退，新涨价影响约为 1.3 个百分点，比上月上升 0.6 个百分点。新涨价动能有所增强，年末食品价格稳步上行，能源价格处于高位，CPI 进入 1-2% 区间。

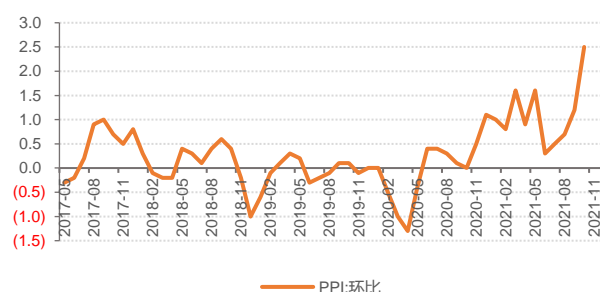
图 13、PPI

图 14、PPI 环比

PPI 新涨价因素与翘尾因素



PPI 当月环比



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

PPI 方面，工业品价格冲高。2021 年 10 月 PPI 同比上涨 13.5%，较上月上升 2.8 个百分点，刷新历史高点。PPI 环比上涨 2.6%，环比涨幅扩大 1.5 个百分点，10 月在有色金属、煤炭、天然气等资源品带动下，上游工业品本月有明显涨幅。PPI 中，上游生产资料价格处于高位，同比上涨 19.7%，涨幅扩大 5.5 个百分点；下游生活资料仍乏力，同比增长 0.6%，价格走势分化严重。但自 10 月 19 日之后，在发改委等政府部门政策强力干预下，以煤炭为代表的上游大宗商品价格大幅回落，11 月以来累计跌幅超过五成，10 月份 PPI 已经见顶，之后大概率是高位回落走势。年末工业品价格的矛盾还集中在供应端，需求端也会有一定影响，若生产加速放缓，则工业品需求趋弱，总之工业品价格走弱是大概率趋势。

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\\_30239](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30239)

