

应对“类滞胀”风险财政政策应更积极

2021 年 · 经济数据点评

2021 年 10 月 18 日

点评机构：交通银行金融研究中心
(BFRC)点评人员：唐建伟（首席研究员）
刘学智（高级研究员）

联系方式：021-32169999-1028

liuxuezhi@bankcomm.com

主要观点：

- 1、限电限产对工业生产带来明显冲击，高能耗工业产品产量普遍负增长，工业增加值增速持续回落。
- 2、9 月份服务业生产指数回升，但整个三季度服务业明显减弱。随着疫情逐渐稳定，四季度服务业运行状况有望逐渐改善。
- 3、三项投资增速全部回落，投资意愿明显减弱。四季度基建投资有望企稳回升，房地产开发投资可能回落，高技术制造业投资保持快速。
- 4、9 月份消费呈触底回升迹象，四季度消费需求有望逐渐释放，消费增速可能适度上升，但增速仍将偏低。
- 5、三季度 GDP 增速下降，宏观数据全面走低。内需偏弱叠加工业生产放缓，四季度及明年中国经济下行压力可能加大。在经济增长放缓的同时表现出结构性通胀特征，经济运行存在“类滞胀”风险。
- 6、宏观政策需要更加积极有为，撬动有效需求扩展，加大对重点领域和薄弱环节的政策支持。限电限产措施不能搞“一刀切”，而是加强弹性管理，平衡好能耗双控和经济发展的关系。

正文：

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%，两年平均增长 5.2%。三季度 GDP 同比增长 4.9%，两年平均增长 4.9%，比二季度放缓 3 个百分点；三季度 GDP 环比增长 0.2%，比二季度下降 1.1 个百分点。三季度经济增长明显放缓，供需两端都有所趋弱。

一、供给端：工业走势弱于服务业

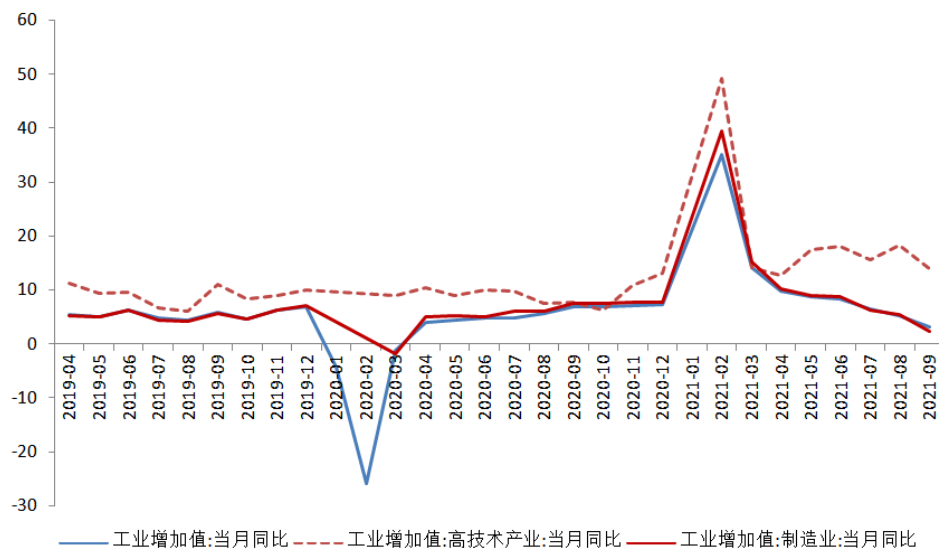
1、限电限产对工业生产带来明显冲击

前三季度全国规模以上工业增加值同比增长 11.8%，比上半年下降 4.1 个百分点；两年平均增长 6.4%，比上半年下降 0.6 个百分点。其中，9 月份全国规模以上工业增加值同比增长 3.1%，比 8 月份回落 2.2 个百分点；近两年 9 月份工业增加值平均增长 5%，增速比 8 月份回落 0.4 个百分点，已经连续 5 个月回落。三季度以来，随着能耗双控政策执行纷纷落地落实，限电限产措施在多个省份密集推出，高耗能、高污染企业轮番接到限产通知，涉及石化、煤化工、焦化、基础化学、钢铁、建材等，对工业生产带来明显影响。受限电限产的影响，全国高炉开工率持续下降，已经连续 4 周降到 55% 以内。四季度天气转冷生活耗能上升，预计工业领域限电限产仍将持续，仍将对工业产值带来影响。

从主要产品来看，9 月份高能耗工业产品产量普遍负增长，粗钢、生铁、水泥、焦炭同比产量增速分别为 -21.2%、-16.1%、-13%、-9.6%。高技术产业保持较快增长，集成电路、工业机器人、微型计算机设备产量同比分别增长 21.4%、19.5%、12%。受传统燃油车生产放缓的影响，整体汽车

产量和产值持续萎缩。9 月份整体汽车产量同比-13.7%，汽车制造业增加值同比-8.2%，降幅比上个月都有所收窄。新能源汽车生产保持快速增长，9 月份产量增速为 141.3%。1-8 月份工业企业利润总额同比增长 49.5%，增速较快，但呈逐月下降特征。

图 1 工业、制造业和高技术产业增速



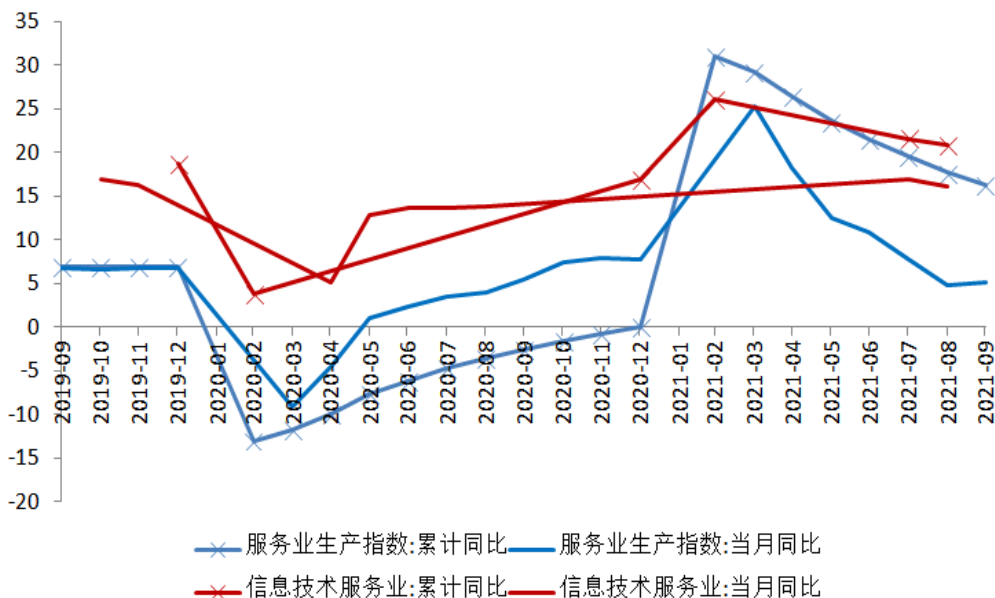
数据来源：WIND，交行金研中心

2、服务业有望逐渐改善

三季度前两个月受疫情点状散发和局部暴雨天气影响，服务业生产明显减弱。9 月份汛情影响减弱，服务业运行状况有所改善，全国服务业生产指数同比增长 5.2%，比 8 月加快 0.4 个百分点；两年平均增长 5.3%，比 8 月加快 0.9 个百分点。前期受疫情和汛情冲击较为严重的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及环境治理等行业，9 月份生产指数均大幅回升。从累计增速来看，前三季度服务业生产指数累计同比增长 16.3%，增速比上半年下降 5.2 个百分点。9 月份服务业业务活动预期指数为 58.9%，

比8月上升1.6个百分点，预示服务业生产有望加快。随着疫情的逐渐稳定，四季度服务业运行状况有望逐渐改善。

图2 服务业生产指数增速



数据来源：WIND，交行金研中心

二、需求端：投资和消费都偏弱

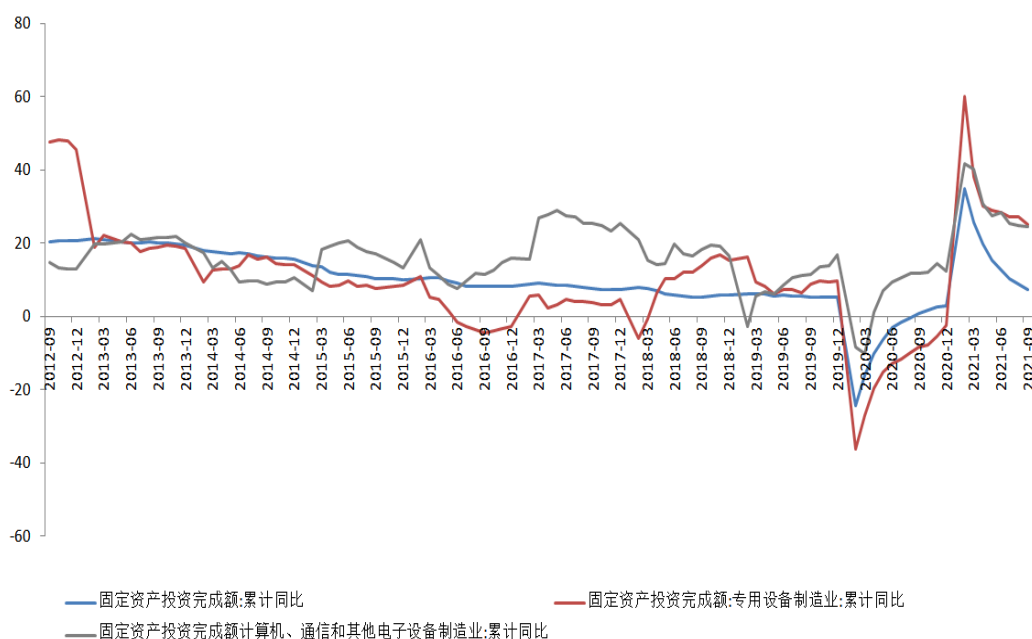
1、三项投资增速全部回落

1-9月份全国固定资产投资增长7.3%，比1-8月份放缓1.6个百分点。近两年平均增速为3.8%，增速比1-8月份回落了0.2个百分点。9月份投资环比增长0.17%，增速比8月份略有加快。分产业看，第一、二、三产业投资同比分别增长14%、12.2%、5%，第三产业投资增速显著缓慢，与三季度疫情点状散发影响有关。民间投资同比增长9.8%，比1-8月份回落1.7个百分点，投资意愿明显减弱。1-9月份高技术产业投资同比增长18.7%，两年平均增长13.8%，其中高技术制造业增长25.4%，增速较快。

基建投资增速进一步回落，1-9月份基建投资（不含电力）累计同比增长1.5%，比1-8月份下降1.4个百分点；近两年平均增速只有0.4%，回

升 0.2 个百分点。随着专项债投放和财政支出加快，四季度基建投资增速有望企稳回升，但全年增速仍将较低。1-9 月份房地产开发投资同比增长 8.8%，比 1-8 月份下降 2.1 个百分点；近两年平均增速为 7.2%，比 1-8 月份小幅下降 0.5 个百分点。房地产开发投资增速有所放缓，近两年平均增速仍然是三大类投资中增长最快的一项。随着商品房销售显著减少，调控政策持续加码，可能四季度房地产开发投资增速将回落。制造业投资逆势增长，制造业投资结构持续优化提升。1-9 月份制造业投资增长 14.8%，比上个月回落 0.9 个百分点。剔除基数因素以外的近两年平均增长 3.3%，与上个月持平。制造业投资两年平均增速上涨势头减弱，限电限产影响下制造业投资预期减弱。高技术制造业投资增长快速，计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业投资同比分别增长 40.8%、38.5%。在政策引导和市场需求带动下，预计未来高技术制造业将保持较快增长势头。

图 3 固定资产投资完成额增速



数据来源：WIND，交行金研中心

2、消费有望低位企稳

9 月份社会消费品零售总额同比增长 4.4%，比 8 月份回升 1.9 个百分点；剔除基数影响，近两年消费平均增长 3.8%，增速比 8 月份加快 2.3 个百分点，呈触底回升迹象。前三季度消费累计同比增长 16.4%，比上半年下降 6.6 个百分点。前三季度全国网上零售额同比增长 18.5%，增速快于整体消费增速。其中实物商品网上零售额同比增长 15.2%，占消费总额的比重为 23.6%，比上半年下降 0.1 个百分点。

图 4 社会消费品零售增速



数据来源：WIND，交行金研中心

从主要商品类别来看，餐饮收入有所改善，9 月份餐饮收入 3831 亿元，同比增长 3.1%，增速比 8 月份由负转正，增速上升 7.6 个百分点。石油及制品类消费增长 17.3%，加快 4.2 个百分点，油价的上升助推了相应消费增速提升。通讯器材、办公用品、金银珠宝类消费增长较快，增速都高于 20%。汽车类消费降幅进一步扩大，9 月份同比-11.8%，降幅比上个月扩大

4.4 个百分点。考虑到汽车产量持续负增长，9 月份同比-13.7%，可能四季度汽车类消费将延续负增长。整体判断，随着疫情的逐渐好转，四季度消费需求有望逐渐释放，消费增速可能适度上升，但增速仍将偏低。

三、宏观政策需要积极应对“类滞胀”风险

三季度 GDP 增速下降 3 个百分点到 4.9%，宏观数据全面走低，显示经济下行压力加大。目前支撑经济增长的仍是出口和房地产，但高频数据显示房地产和出口将逐渐减弱。未来支撑经济增长的动力需要依靠消费、基建等内需，但当前内需状况较弱，难以带动经济增长。今年四季度及明年，中国经济下行压力将有所加大。与此同时，年初以来 PPI 和 CPI 走势持续分化，9 月二者差值达到 10 个百分点，再创历史最大值。PPI 和 CPI 剪刀差持续扩大，表明经济结构性问题较为突出，“双限”影响下 PPI 创新高，需求不足影响 CPI 处于低位。在经济增长放缓的同时 PPI 表现出结构性通胀特征，经济运行存在“类滞胀”风险。

面对“类滞胀”风险，宏观政策需要更加积极有为，做好跨周期调节。经济出现“类滞胀”使货币政策面临两难，预计年内货币政策宽松预期下降，增强信贷总量增长的稳定性。积极财政政策的空间仍然较大，应对“类滞胀”风险财政政策应更积极，年内完成全年专项债和财政支出目标，撬动有效投资增长。宏观政策需要更加注重结构性调节，加大对重点领域和薄弱环节的政策支持。限电限产措施不能搞“一刀切”，而是加强弹性管理，平衡好能耗双控和经济发展的关系，统筹支持国家重大项目用能需求和可再生能源发展。

免责声明

本报告由交通银行金融研究中心撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但交通银行对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测，该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，交通银行金融研究中心可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。