国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

速降质升，冬藏春发

——2021年四季度宏观经济与大类资产展望

总量研究中心
宏观经济组
分析师：段小乐
执业编号：S1130518030001
联系人：杨一凡

DATE： Sep.22 , 2021

主要内容

国金证券 SINOLINK SECURITIES

一、国内：需求回落较显著。下调我国实际GDP增速至8.6%左右，低于年初预计的9.0%。预计2021年第三季度和第四季度的实际GDP增速分别为6.0%、5.3%。消费明显走弱，消费意愿难以提振；地产政策不松，地产投资回落趋势延续；专项债发行加速，但是对基建的提振有限；资本扩张见顶，企业进入被动补库存，利润增长仍然集中在中上游；出口高位回落，仍需警惕疫情扰动；需求疲软限制核心CPI升幅，供给端决定PPI何时回落。

二、政策：货币转向宽松但时点后移，财政更加积极但力度有限，地产难松。从货币政策来看，需求下行压力加大背景下，货币宽松诉求上升，但大宗商品价格上涨掣肘降准、降息，整体宽松时间节点后移。从财政政策来看，债券发行力度加快，新基建相关项目开工加快，但提振有限。从行业政策来看，房地产政策难以放松，共同富裕政策背景下，效率和公平的均衡点有所偏移，共同富裕不是“杀富济贫”。

三、海外：美联储年底实施Taper可期，但难以走到加息。从Jackson Hole会议来看，鲍威尔整体演讲鸽派，市场对于美联储能够在今年缩减购债规模的信心回落。虽然纽联储公布的Primary Dealer显示略上调Taper进程，但是一级交易商仍然预计美联储将在明年1季度正式缩减购债规模。未来美国经济下行压力可能集中在消费：1）通胀高位约束居民购买能力；2）工资报酬无法弥补财政补贴缺口；3）储蓄率和人均可支配收入大幅回落。后续从短期来看，需警惕Taper之后企业可能面临“被推迟”的破产违约潮：美国企业偿债比率疫情后被动处于低位，Taper之后信贷市场的流动性收紧意味着企业贷款预期恶化，当前美国非金融私营部门杠杆率缺口逐步走阔。从长期来看，美国政府债务“远虑”仍存，一方面美联储调控货币政策处于被动状态，美债利率维持低位长期侵蚀美元信用，另一方面，一旦经济增长不可持续，经济增速低于债务净利息支出，那么金融系统的脆弱性也将成系数放大，财政赤字化必然存在“安全区域”问题制约。

四、大类资产：海外风险资产波动加剧，A股仍需警惕信用风险。美债：实际利率上行，收益率曲线走平。**美股：**回调压力逐步加剧，美国经济指标走弱也使得大小盘走势逐步分化，预计四季度美股受到企业盈利和估值两方的双重压力。**黑色系：**流动性提振有限，从需求端回到供给端定价，国内部分黑色系工业品价格等到季节性因素和供给压力缓和后，出现回落。**有色金属（以铜、铝为主）：**美联储Taper影响较大。通胀预期和库存回升，推动四季度铜价进一步回落。铝价的成本端支撑较强。**黄金：**长期配置价值显现。**外汇：**美元上涨动能较三季度或放缓，人民币贬值压力仍存。**A股：**流动性托底，但信用风险对A股的扰动仍存。**中债：**收益率下行空间打开时点取决于何时大宗商品需求下降的速度超过供给的收缩。

风险提示：疫情变异超预期；疫情对全球经济体的长期影响较大； 通胀风险失控，导致流动性被动大幅收紧，滞涨风险上升。

目录

一、国内经济：需求回落较显著……P4

二、政策：货币财政更加积极、地产难松……P13

三、海外：美联储年底实施Taper可期，但难以走到加息……P17

四、大类资产：海外风险资产波动加剧，A股仍需警惕信用风险……P27

一、国内经济：需求回落较显著

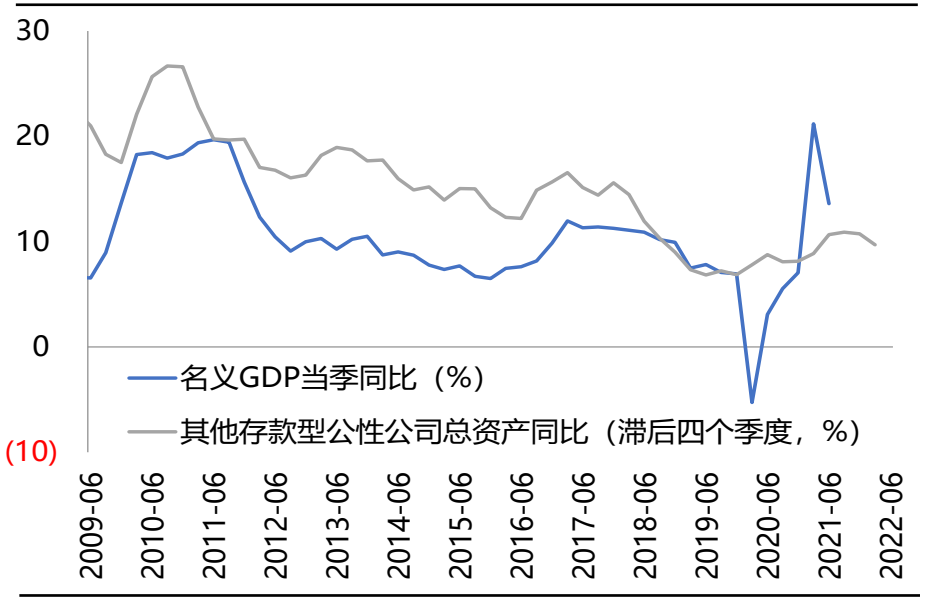
全年下调实际GDP增速预计在8.6%左右

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **下调我国实际GDP增速至8.6%左右，低于年初预计的9.0%。**预计2021年第三季度和第四季度的实际GDP增速分别为6.0%、5.3%。

- **经济增速周期见顶，结构性表现低于预期。**随着政策约束和外部供需缺口逐步回升，房地产销售额和面积的累计两年复合增速从今年以来2月的高点回落，出口韧性依然较强，但是基数效应叠加全球产能逐步恢复，对经济整体的支撑度也在边际回落。疫情后制造业投资整体恢复的较慢，且疫情前，制造业投资的整体表现也持续低于整体制造业投资，数据显示疫情前制造业的两年累计平均增速在2.5%-3%之间，远低于整体固定资产投资增速，经济最优的动力发挥不畅。消费在居民杠杆率高企、局部疫情频发扰动下难以快速修复。财政政策的运行逻辑从简单的“逆周期调控”转向“保民生就业”，对基建的拉动力在疫情后略显不足。

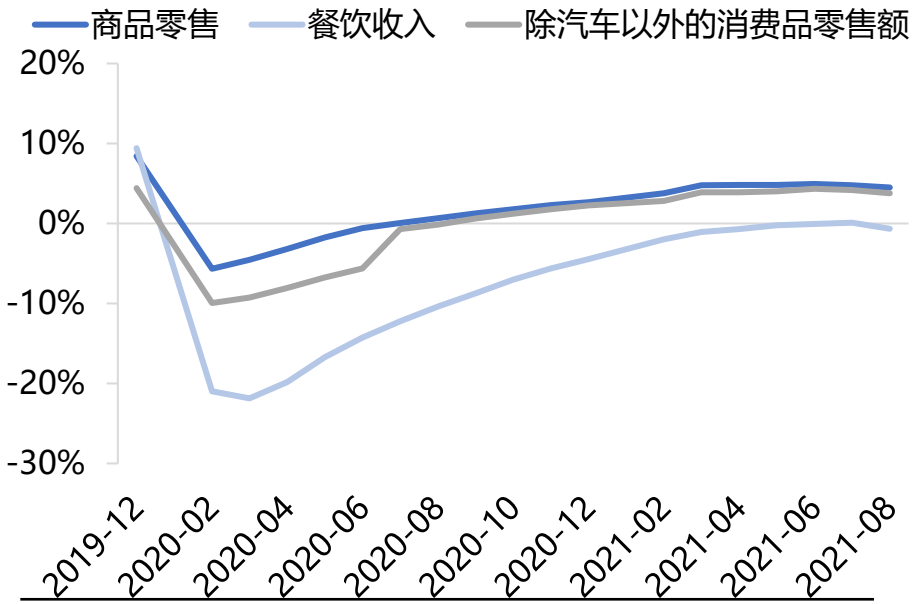
图表 剔除基数效应的名义增长减速压力在3Q21将开始显现



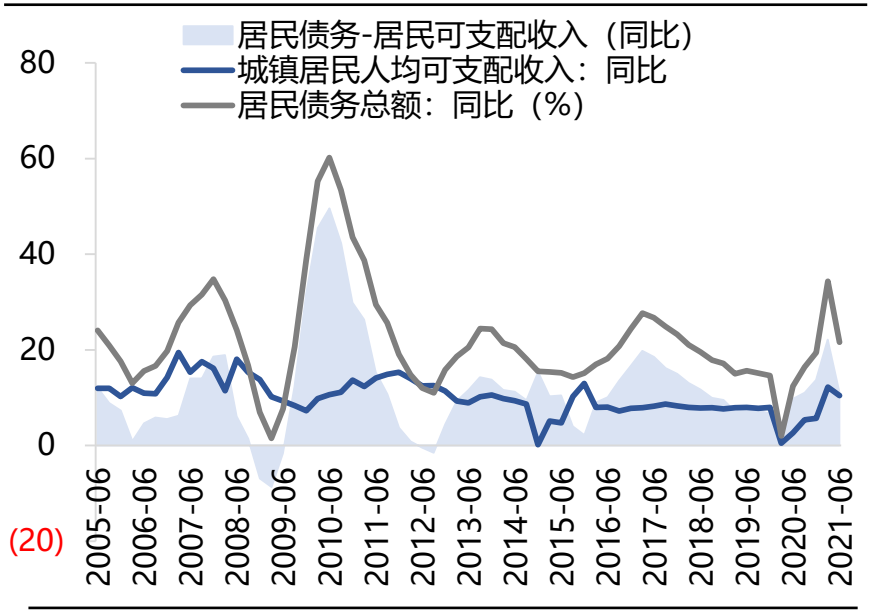
资料来源：Wind、国金证券研究所

消费明显走弱，消费意愿难以提振

图表 1-8月商品零售和餐饮收入两年平均增速还未到疫情前水平



图表 居民债务-居民可支配收入依然处于较高的位置



- **消费仍未恢复至疫情前的正常水平。**从两年复合增速来看，1-8月的社零的两年平均增长在4%左右，仍低于疫情前的8-9%的水平。另外，8月城镇调查失业率与7月持平为5.1%，16-24岁失业率下降0.9个百分点至15.3%。

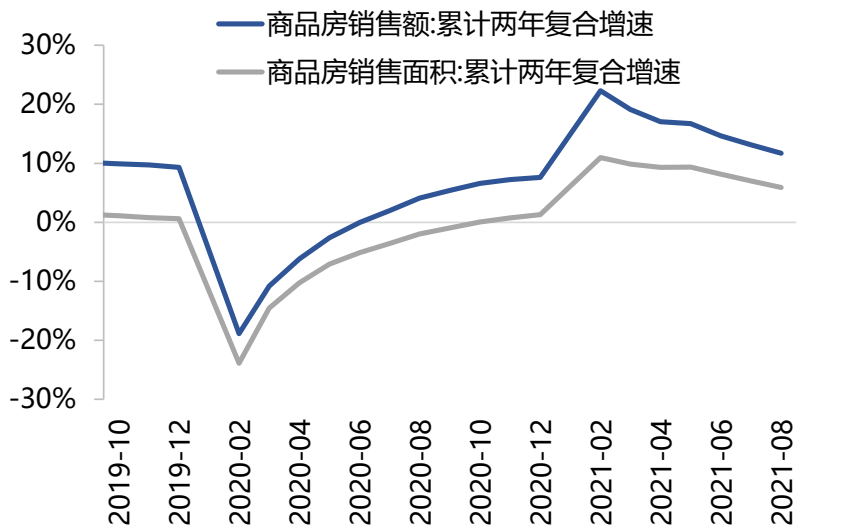
- **需求放缓+居民杠杆率较高约束居民消费意愿。**虽然2季度之后，居民债务-居民可支配收入的同比增速较1季度的22.1%回落至11.2%，但是依然处于历史较高的位置，对居民的消费意愿形成抑制。

资料来源：Wind、国金证券研究所

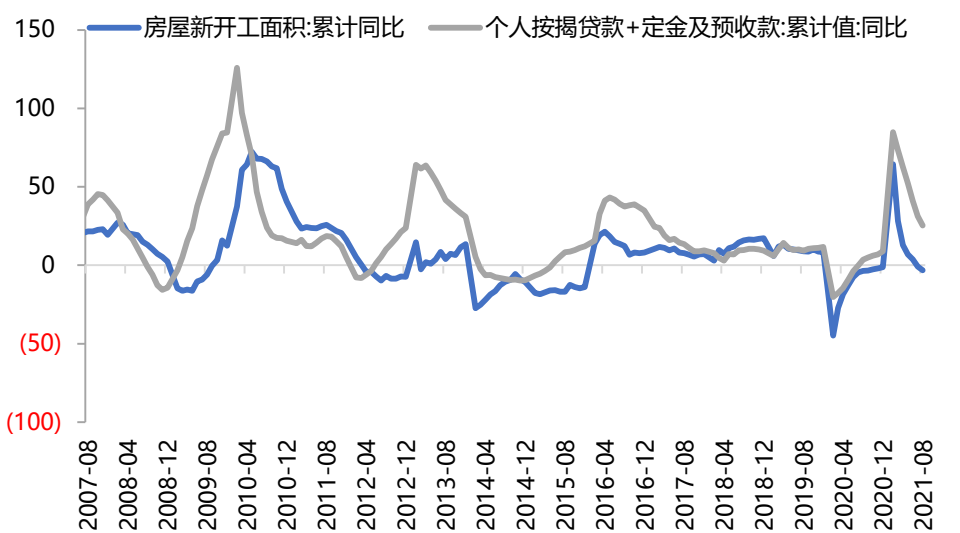
地产政策不松，地产投资回落趋势延续

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 1-8月商品房销售面积和金额累计两年符合增速回落



图表 新屋开工累计同比跌入负值



- **央行提出延续“守住不发生系统性金融风险的底线”，意味着房地产市场的相关政策依然没有明确边际放松的迹象，地产销售持续回落。**数据显示，1-8月商品房销售额两年平均增长从前值的13.13%回落至11.72%，商品房销售面积两年平均增长从前值的7.0%回落至5.89%。

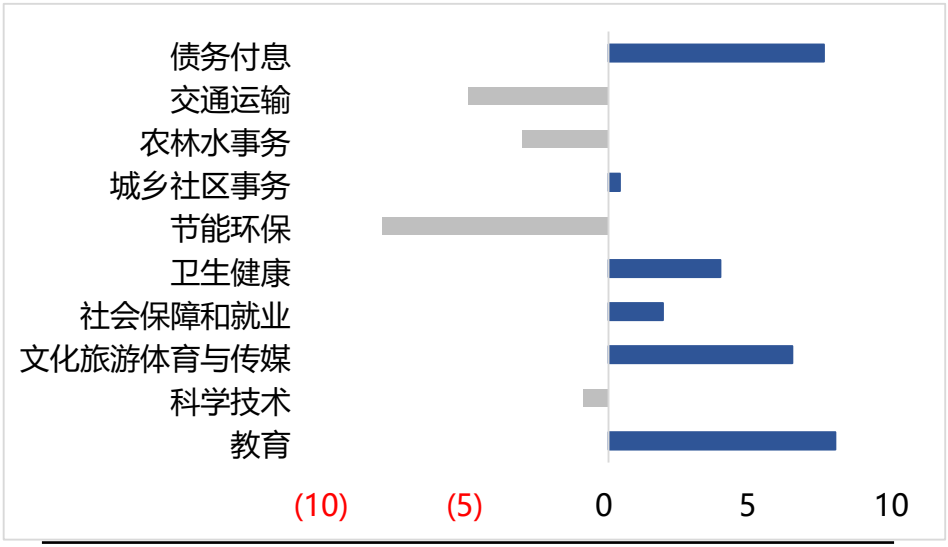
- **地产投资领先指标新开工面积累计同比跌幅负值。**前8月房地产主要的资金来源（个人按揭贷款+定金及预收款）累计同比从前值的31.25%回落至25.42%，另外，在新屋开工7月累计同比跌入负值后(-0.9%)，8新屋开工的累计同比持续下跌至-3.2%。意味着后续建安投资对地产投资的拖累仍将持续。

资料来源：Wind、国金证券研究所

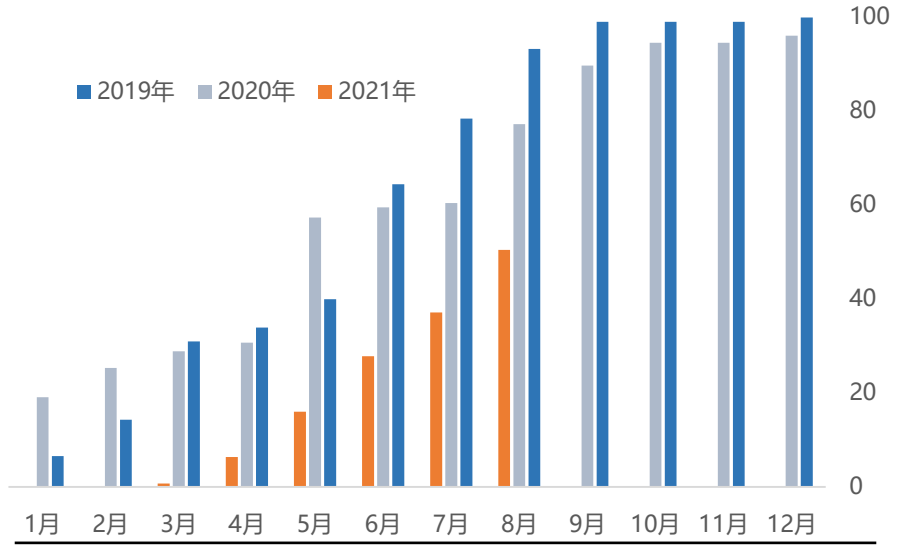
专项债发行加速，但是对基建的提振有限

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 1-8月基建相关的累计同比增速依然跌入负值



图表 地方政府专项债发行进度（新增累计额发行额除以年度预算额）



- **基建投资企稳，但是提振有限。**8月各地组织发行地方政府债券8797亿元，其中，新增地方政府债券5930亿元，包括一般债券1046亿元和专项债券4884亿元。8月新增地方债和新增专项债规模均创下年内新高，并实现发行进度过半。

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_26908