

周度经济观察

——“能耗双控”的政策影响几何？

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021 年 9 月 28 日

内容提要

近期国内普遍出现的限电停产现象，是各地方政府对上半年能源过度消耗的集中纠偏，这一过程或将在今年四季度延续。预计这一政策的执行对四季度 GDP 的拖累至少在 0.3 个百分点，因此我国四季度 GDP 增速存在跌破 4% 的风险。

从近期英国、挪威、澳大利亚、加拿大等央行的议息决议来看，发达国家货币政策表态正在逐步转鹰，加息的预期时点部分提前。主要发达国家的股指和国债近期表现偏弱，显示出市场正在消化这一预期。

考虑到市场对包括美联储在内的主要央行货币政策正常化的预期充分，未来美联储 Taper 细节的公布以及落地对市场的影响可能有限，资本市场出现类似 2013 年动荡的概率较低。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

3 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

一、“能耗双控”的政策影响几何？

近期吉林、辽宁、浙江、山东、广东等多地出现限电，尽管煤炭价格高涨、水电供应不足边际上制约了电力的供应，但“能耗双控”目标的突击完成或许是导致地方政府限电的最主要原因。

根据 8 月中旬国家发改委发布《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》显示，能源消费总量控制方面有 8 个地区为一级预警；能耗强度降低方面有 9 个地区为一级预警。9 月发改委印发的《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，对“两高”项目制定了严格的执行方案。在发改委的方案公布后，广西、云南、江苏、浙江、山东等地出台更为严格的限电、停产政策，力度完成全年“能耗双控”目标。

实际上“能耗双控”目标在年初已经提出，不过在既定目标下，今年上半年各地能源消耗过快，进而导致下半年额度紧张。近期各地出台的限电停产是对上半年能耗过度的集中纠偏，预计这一过程将在今年四季度延续。

而上半年地方政府能源消耗的超标，以及下半年年的补偿性纠偏，反映出地方政府以及企业对碳中和政策认识的转变，社会各界开始更加重视这一政策目标。我们认为碳中和政策是中国作为负责任大国参与国际事务的一部分，对促进中美、中欧关系的改善具有重要意义。

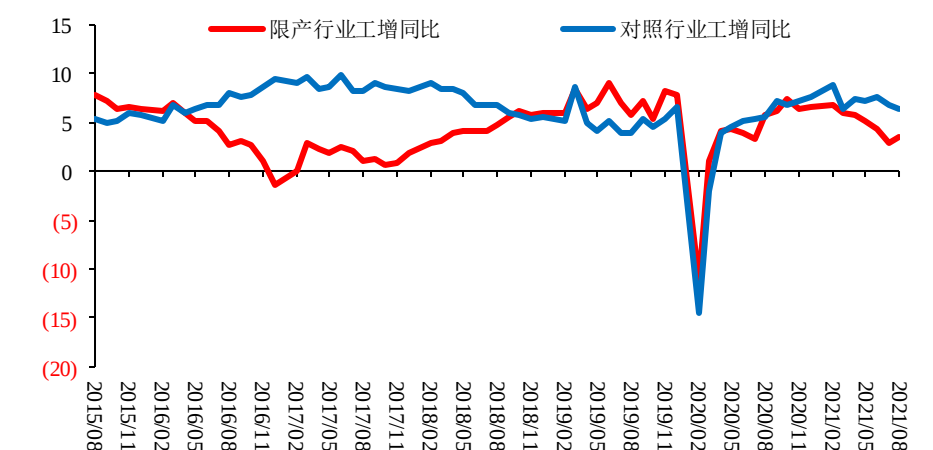
国家主席习近平 9 月 21 日出席第七十六届联合国大会一般性辩论并发表题为《坚定信心 共克时艰 共建更加美好的世界》的重要讲话，其中提及“中国将力争 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和，这需要付出艰苦努力，但我们会全力以赴。”这也表明我国碳中和政策具有长期性，“能耗双控”作为当下碳

中和政策的重要抓手将坚决推进。

“能耗双控”政策对工业生产的影响渠道与供给侧改革类似。观察限产组和对照组的工业增速，不难发现从今年年初以来限产组和对照组的增速之差趋于放大。8月份数据显示，对照组工业增速为6.3%，而限产组工业增速为3.4%，两者增速之差达到2.9%，这一增速裂口主要反映了“能耗双控”政策对工业生产的影响。

从9月份以来的物量数据来看，“能耗双控”政策对工业生产的影响在加剧，这一政策影响的力度可能会在今年四季度延续。考虑到限产行业占工业生产三分之一，工业生产占GDP三分之一，预计四季度“能耗双控”政策对GDP的拖累至少在0.3个百分点，因此我国四季度GDP单季增速可能存在跌破4%的风险。

图1：限产组和对照组工业增加值同比，%



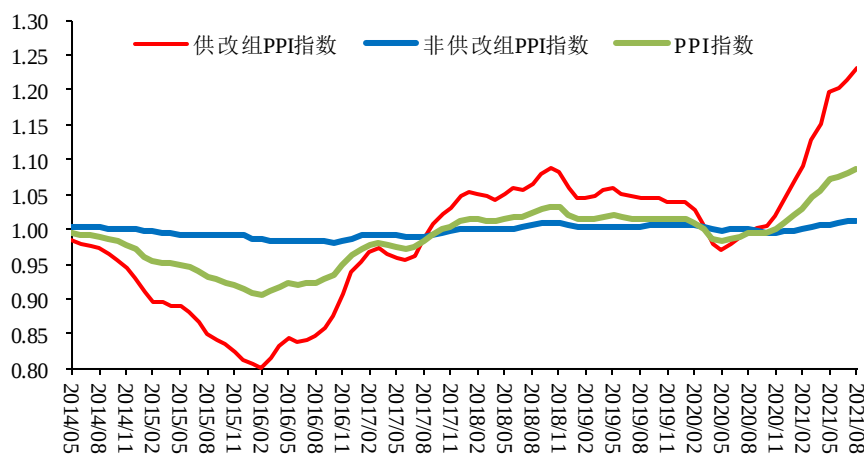
数据来源：Wind，安信证券

注：2021年为两年复合同比

与此同时，煤炭、水泥、螺纹钢等受限产政策影响的品种价格表现较强，而中下游品种价格表现持续较弱、利润受到极大挤压。这一局面的缓解要么源自于下游需求的快速恢复，进而下游企业可以通过提价来缓解成本压力；要么源于上

游价格回落。从当前的情形来看，限产政策方向性扭转的概率较低，终端需求的恢复短期内难以发生，这意味着中下游企业利润受压制的局面在今年将延续。

图2：限产组和对照组 PPI 指数



数据来源：Wind，安信证券

二、高频数据显示经济下行压力仍大

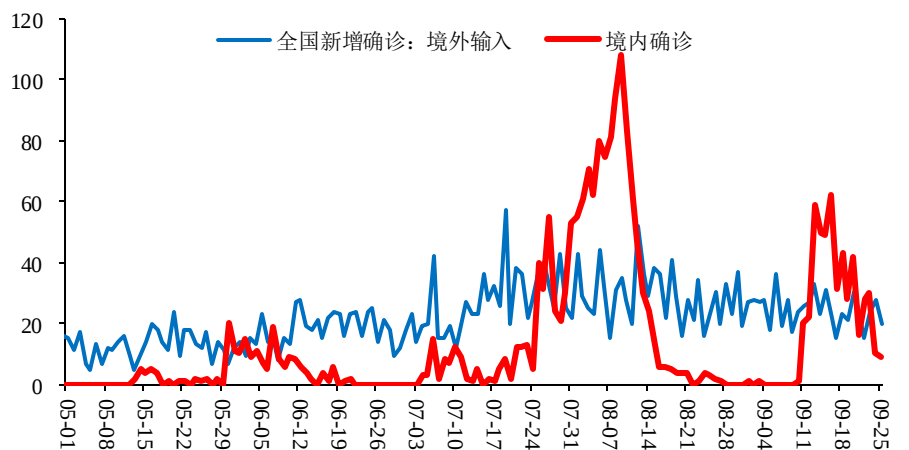
9月以来，全国30大中城市的商品房成交面积持续处于年内低位，并且弱于过去三年同期水平，在体现出地产行业监管政策影响的同时，可能也与恒大事件的短期冲击有关。

乘用车的当周日均销量表现同样不佳，需求端受到居民对耐用品消费的提前透支、以及消费倾向下降的影响，供应端汽车芯片的供应短缺也抑制了交易的进行。

除了地产政策以及消费倾向的影响以外，疫情对消费的短期冲击在消退。相比上一轮南京疫情而言，此次福建和黑龙江疫情未形成大规模扩散，防疫的难度相对下降。而且随着防疫经验的积累，地方政府在应对突发疫情时的隔离措施强度也略有下降，因而对居民外出消费的影响也在减弱。临近的中秋假期的旅游人次和收入数据也反映出此轮国内疫情对消费的边际冲击减弱，因此预计9月社会

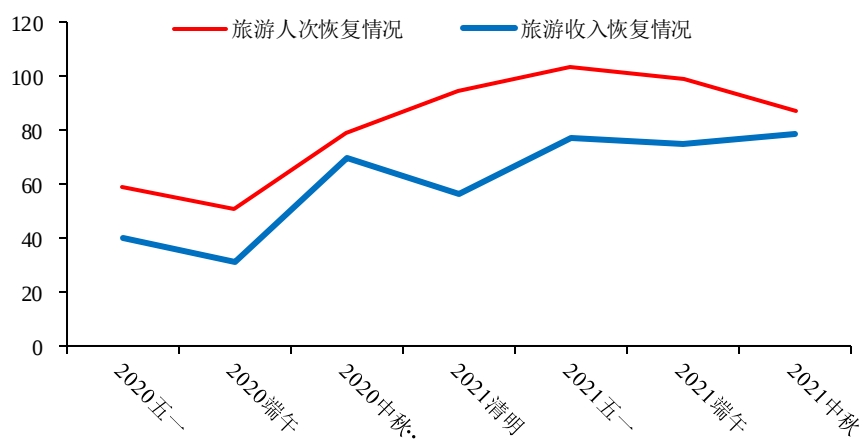
消费品零售等消费数据的表现可能好于 8 月，但考虑到预防性储蓄的长期存在，消费数据反弹的幅度可能较小。

图3：全国新增确诊病例：境外输入和境内确诊，人



数据来源：Wind，安信证券

图4：疫情中的国内旅游人次和收入恢复情况，%



数据来源：文旅部，安信证券

注：以 2019 年同期为可比口径

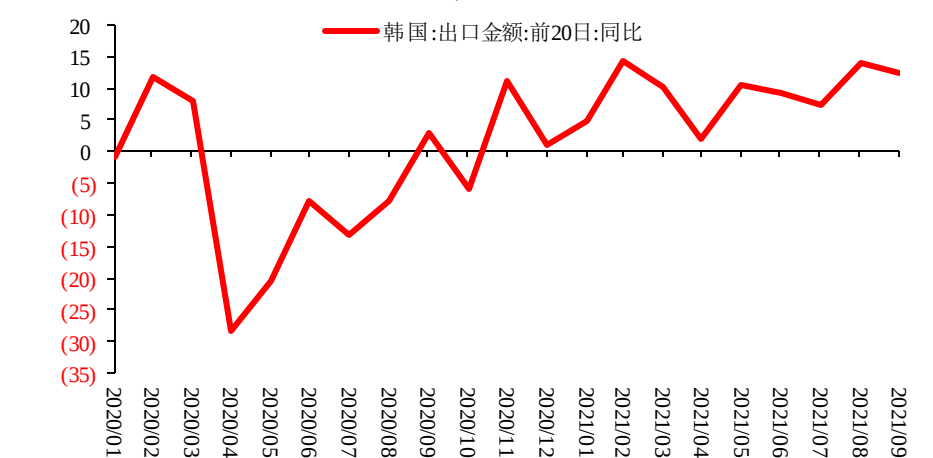
出口方面，以韩国 9 月前 20 日的出口增速（两年复合平均）为参考，预计韩国 9 月出口表现弱于 8 月、但强于 5-7 月，因此中国 9 月的出口增速可能仍将维持高位。

从运价指数来看，无论是中国出口集装箱运价指数、还是波罗的海干散货指数，近期都再创新高，显示出全球经济复苏放缓背景下运力仍然紧张。

合并而言，当前国内经济的主要支撑源于出口，内需整体表现偏弱，这一偏弱的局面既有经济自身动能放缓的影响，也受到限产和地产政策的冲击。

往后看，“能耗双控”和地产政策的影响或将延续，出口向上的可能性较低，国内经济下行的压力将主要通过流动性环境宽松来对冲，这一对冲的力度将相对有限。

图5：韩国出口金额每月前20日同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注：2021年数据为两年复合增速

三、权益市场交易活跃，但缺乏明确主线

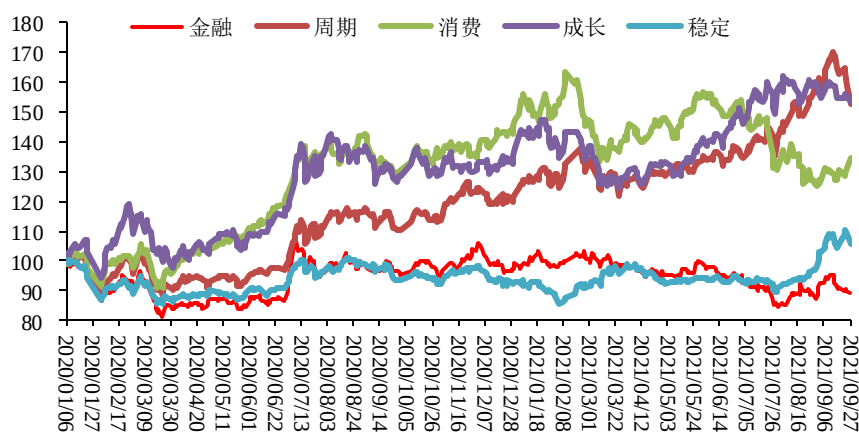
近期国内权益市场资金交易活跃。截至9月27日，已连续47个交易日当日交易金额破万亿人民币，各板块快速轮动，市场缺乏明确的交易主线。从短期变化幅度最大的两个板块情况来看，周期板块的回落或许反映了市场对大宗商品价格中枢能否持续维持高位的担忧、以及对未来限电拉闸等高强度限产政策的持续时间存疑；消费板块的抬升则与消费数据的变化关系较弱，更多地可能是反映估值水平处于低位、以及外资持仓等层面的因素。

以中秋节后的行业变化情况来看，房地产行业指数回升近3.4%，显示出市场已经基本吸收了恒大事件的冲击；公用事业、国防军工、交通运输、食品饮料等

非周期行业指数表现较好，化工、有色、钢铁、建材等偏周期性的行业指数跌幅较大。

在政策不确定性增强的条件下，板块快速轮动的局面短期内将继续维持。考虑到近期中美关系的边际改善，市场风险偏好略有回升，叠加相对宽松的流动性环境，市场整体下行的风险有限。

图6：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

上周五央行召开的 2021 年第三季度例会提到“稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性”。其中“可持续性”的提法可能意在强调两点：（1）在跨周期调控下，货币政策要留有空间和余量，不能像发达国家央行一样面临较小的利率调整区间；（2）货币政策要通过碳减排工具支持双碳目标的实现，维护可持续发展。

央行例会还强调要“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，体现出对近期恒大事件中的相关消费者的关切。而“继续释放贷款市场报价利率改革潜力”的表述，以及上周四央行强调要推动常备借贷便利(SLF)改革，均显示出未来央行的政策重点在于进一步打通利率传导机制的梗阻，而非直接压

降利率水平。这些改革有利于提升商业银行借贷操作的便利度，缓解临时的流动性压力，稳定市场预期，进一步降低实际贷款利率，刺激企业资本开支回升。

8 月以来短端利率的上行或许反映了流动性实际松紧情况与市场的预期差，而近日央行净投放逆回购的操作也在边际上压低了 DR001 和 DR007 的利率水平，显示出央行对于“流动性合理充裕”的保障。从短期来看，随着恒大债务处置方案的逐步落定，参考过往包商银行事件的处理经验，届时货币政策可能会对恒大事件造成的流动性扰动予以熨平。而考虑到年底的经济下行压力、以及与美联储 Tapering 时点的错峰，降准等宽松政策或许在四季度可期，这一过程将推动利率水平震荡下行。

图7: DR001 和 DR007 (MA10), %



数据来源：Wind，安信证券

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_27135

