

柏林墙的倒塌：该重新审视一下经济了

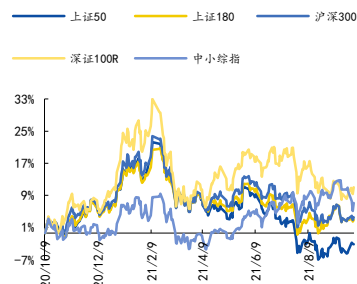
报告要点：

- 通过总量数据大家都看得到：当前的经济已经承受着很大的压力。
- 这次的经济下滑更多来自于行业管控，这是与以往不同的地方：
 - 1) 政策对新锐消费（教育、医美、游戏等）的管制非常明显，除地产外的第三产业资本开支占比已经探至五年新低；
 - 2) 地产最沉重的部分并不是基本面，而是行业参与者的悲观预期，在管制的加码下，地产投资明显跑输了地产消费；
 - 3) 双控政策同样是经济斜率的影响者，对工业增加值最为重要的两个产品（钢铁和发电）的产量出现了大幅缩水。
- 管控政策可能已经在慢慢形成一个放松的拐点：
 - 1) 经济增长关乎生存，经济结构及环保问题仅仅关乎生存质量，当经济增长出现问题时，一切关于生存质量的矛盾都会变得不再重要；
 - 2) 目前我们已经看到了地产及双限政策出现放松的苗头，且财政政策也会适度放宽。
- 若管控政策放松，则经济会回到其本真的模样（下游偏冷，但中上游高景气）：
 - 1) 当前消费的萧条不是人为的，很可能是受疫情所制，其后续的趋势是难控的；
 - 2) 但中上游表现得非常强劲，企业补库存的意愿非常强劲，工业产能明显偏紧，这一切都来自于通胀预期的自我实现。
- 我们不应对后续经济的回升空间报以很高期待，管控政策的放松和积极的财政政策没有太强的拉动经济的能力，充其量经济增长的下降斜率只会略有变平：
 - 1) 基建动力不强的核心是政府缺项目，近来的 PPP 项目甚至是略有减速的；
 - 2) 地产现在的核心矛盾是房企的预期不稳定的问题，即使政策回暖，房企的资本开支也不见得坚决；
 - 3) 双控政策本是个试错及纠偏的过程，这个政策本就没有稳增长的功效。
- 更为重要的是：货币政策可能会适度收紧，去置换产业政策的放松：
 - 1) 今年前半段时间货币政策的逆势放松可能就是为了托底产业管控政策，一旦产业管控政策趋松，货币政策就没有继续宽松的理由；
 - 2) 况且，下游持续低迷、中上游持续高亢这种分裂的状态不会持续太久，中下游不能无休止地挤占下游的空间，在结构足够扭曲后，货币政策必然要解决成本问题。
- 一旦流动性回归正常，所有市场都会回到一个经典的滞胀期的结构中去：
 - 1) 当前的货币不可谓不过剩，实体的资金泡沫被明显挤到了金融领域，导致

主要数据：

上证综指：	3568.17
深圳成指：	14309.01
沪深 300：	4866.38
中小盘指：	4830.61
创业板指：	3244.65

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《梦醒时分：利率债市场大跌可能只是开始》
2021.09.13
- 《又一道闸门在缓缓开启：银保监会关于试点养老理财产品通知评论》2021.09.13

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话
联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

了流动性出现了对比鲜明的山峰及峡谷；

2) 实体吸水性的恢复与货币政策有所收紧的组合至少对债券是利空的；

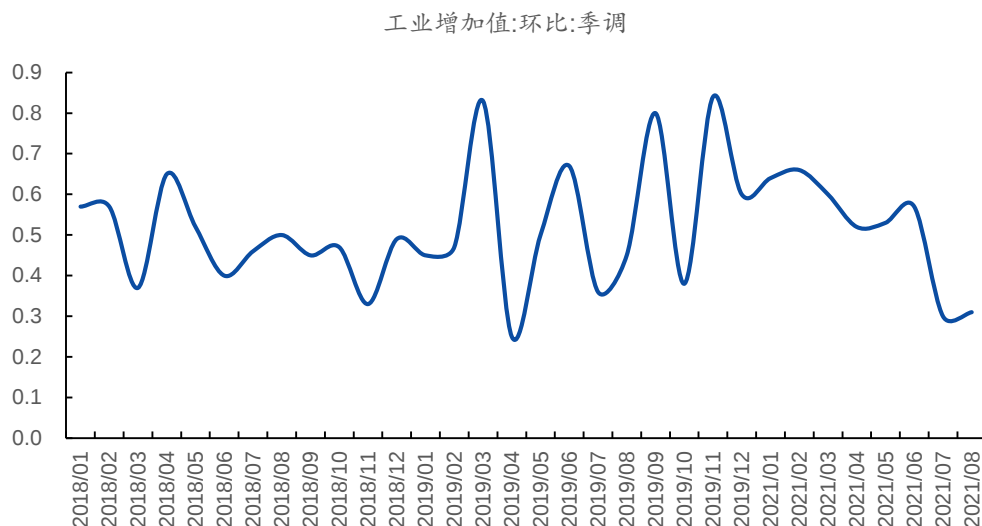
3) 至少短期股票市场的压力有限，甚至因经济增长和金融周期短时修复的缘故，上证指数可能再摸到 3720 左右这个年内波动的上沿；

4) 建议后续对权益市场保持警惕，有真实业绩支撑的板块（资源、成长）应是重点配置的对象。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

不言而喻的是：当前的经济已经承受着很大的压力。工业增加值的环比已经跌到了2019年波动区间的下沿的位置，PMI也自去年年初后再次跌破了50这一荣枯线。这起码说明，经济增长的状态是不及疫情之前的潜在水平的，这完全可以看作一次经济在短时期内出现的二次下滑。

图 1：工业增加值的环比已经跌到了 2019 年波动区间的下沿的位置（%）

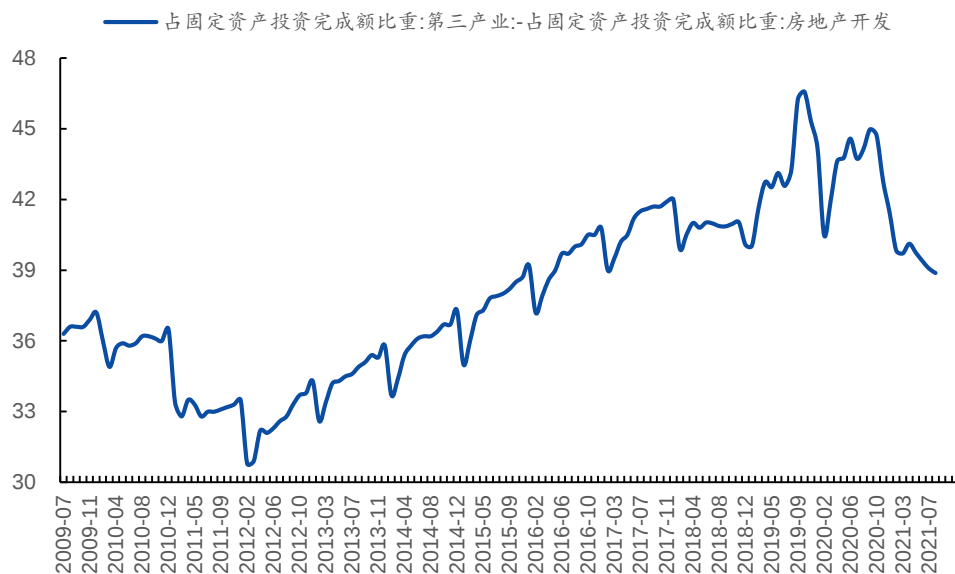


资料来源：Wind，国元证券研究所

与经典的经济下滑情形不同的是：这次其实更多来自于行业管控。

1) 当前政策对新锐消费的管制加码非常明显。在最近两个月以来，教育、医美、游戏等消费受到了陆续的压制，这看起来虽然不太会影响宏观面，毕竟被压制的部分在消费中的占比不大（甚至有些还不完全计入消费数据之中），但一个可能性的事实是：一些尚未受到管制的新锐消费行业在此影响下，预期严重恶化，扩张意愿也明显下降，除地产外的第三产业的资本开支占比迅速回到了五年前的水平。

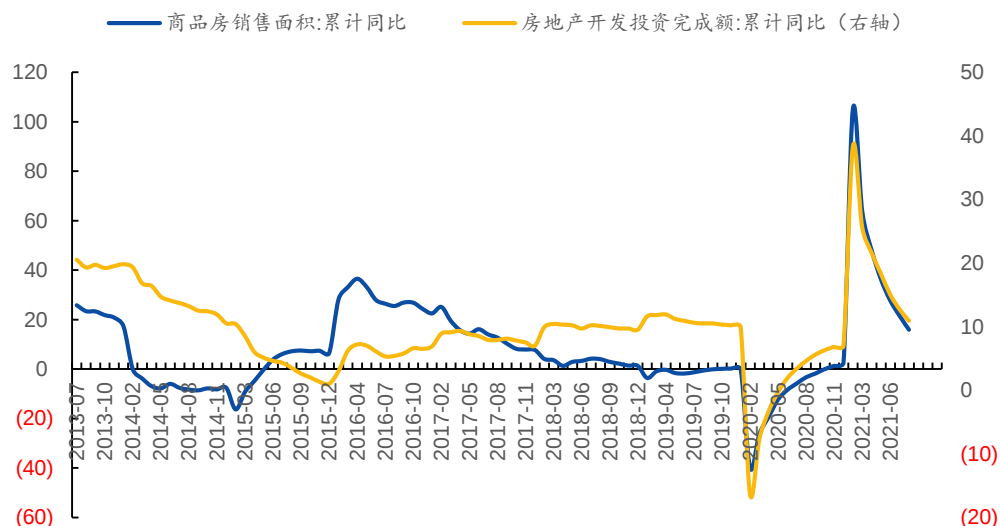
图 2：除地产外的第三产业的资本开支占比迅速回到了五年前的水平（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 地产被管制的事实是肉眼可见的。其实，地产最沉重的部分并不是基本面，而是行业参与者的悲观预期。如以实际口径计算，当前地产的消费其实不错，但地产投资于最近两年的总计增长只有 11% 左右的水平，仅仅能勉强与 2019 年的单年增长率相抵。在偏旺盛的需求之下，地产投资却在不断走弱，这一裂口的唯一合理的解释是：地产政策的不断加码明显影响了地产企业资本开支的积极性。

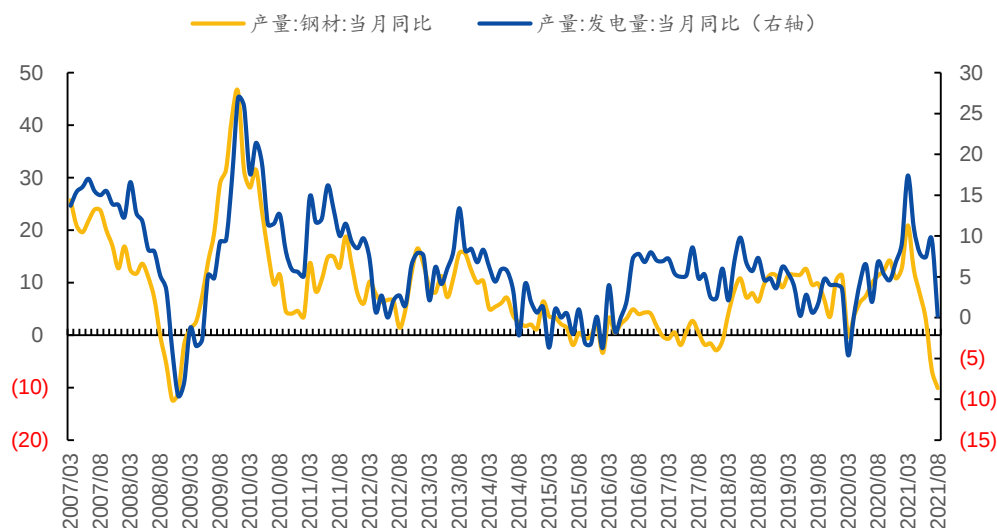
图 3：当前地产的消费其实不错，但地产投资明显偏弱（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

3) 双控政策同样是经济斜率的影响者。今年的双控政策已经使得对工业增加值最为重要的两个产品（钢铁和发电）的产量出现了大幅缩水，不可否认的是，这些工业品的产出缩水或多或少有供应面的原因，除了限电之外，限产也导致钢铁的产量增长回到了接近 08 年底部的位上。

图 4：钢铁和发电的产量出现了大幅缩水（%）



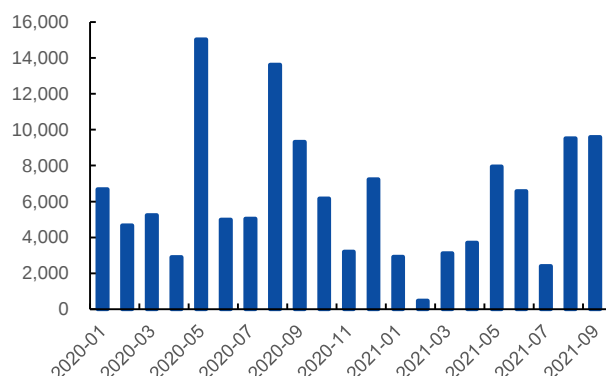
资料来源：Wind，国元证券研究所

在生存问题上，没有什么不能退让的，管控政策可能已经在慢慢形成一个放松的拐点。

1) 经济增长关乎生存，经济结构及环保问题仅仅关乎生存质量，因此，当经济增长出现问题时，一切关于生存质量的矛盾都会变得不再重要。这些管控政策其实对经济的影响几无时间差可言，正因为此，这些变量可以反复且频繁地试错，且注定仅仅是一个经济在极短的时间轴上才能被观测到的波动项。

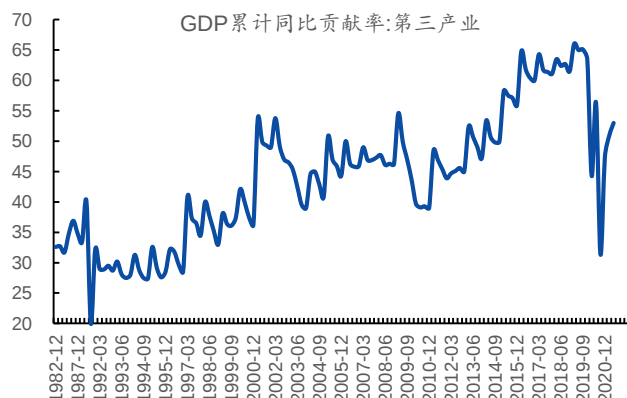
2) 至少目前，我们已经看到了地产及双限政策出现放松的苗头，且财政政策也会适度放宽。地产政策可能已在酝酿一小轮放松，央行三季度的例会罕见地直接提到房地产市场健康发展的问题；财政资金也在慢慢加速，政府债券的净融资额于 9 月达到了近一年以来的新高；至于双限政策，其实今年的一个得天独厚的环境是：第三产业在 GDP 中的占比注定会持续修复式向上，这本身就会压低今年的单位 GDP 能耗。

图 5：政府债券的净融资额于 9 月达到了近一年以来的新高（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：第三产业在 GDP 中的占比注定会持续修复式向上（%）

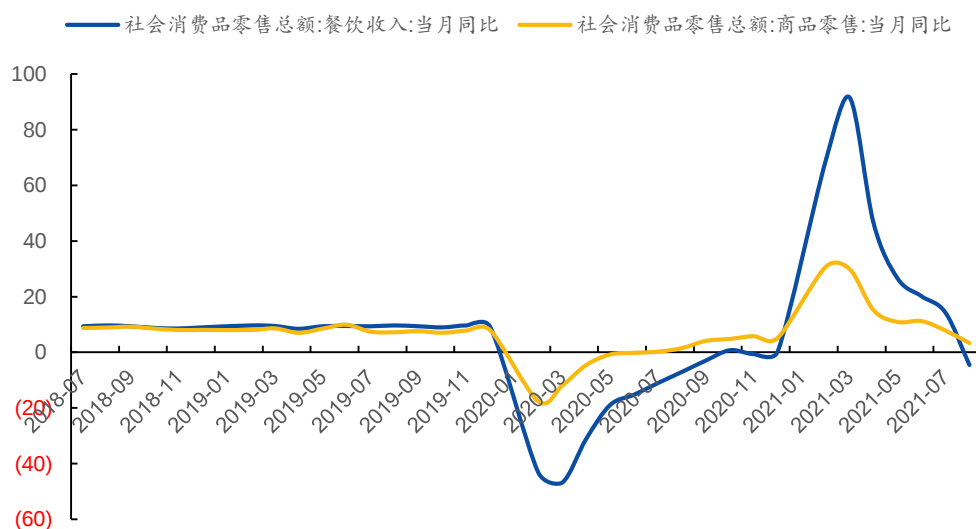


资料来源：Wind，国元证券研究所

如管控政策放松，则经济会回到其本真的模样（下游偏冷，但中上游高景气）。

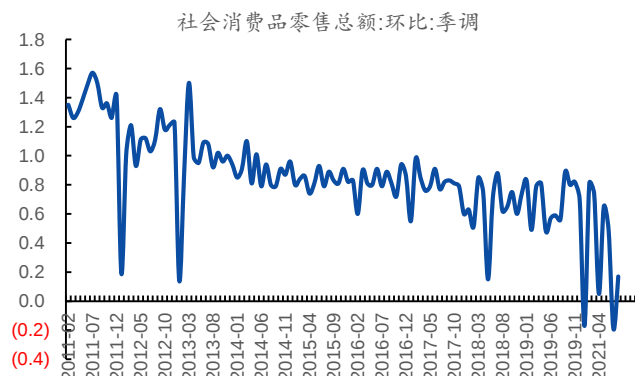
1) 其实，消费的萧条不是人为的，很可能是受疫情所制。下游消费已经出现了罕见的走弱，仅就最近两年的 8 月数据看，餐饮消费已经连续两年出现负增长，而商品零售这两年的总增长率则不足 5%（远远不及 2019 年 7%-8% 的单年水平），消费的环比也大幅跌至 0 值一线。疫情导致人的出行需求不及当初，这导致公费、商务及旅游所引发的消费在明显变弱，正基于此，消费后续的趋势是难控的。

图 7：下游消费已经出现了罕见的走弱（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：消费的环比大幅跌至 0 值一线（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：国内旅游人数似有重新向下的迹象



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 但是，在偏弱的下游需求下，中上游表现得非常强劲。在低利率和超级宽裕的流动性的刺激之下，企业的通胀预期持续高企，在此预期之下，企业部门仍然在快速补库存。截止目前，工业的产能利用率已经升到了极高的水平，且在资本开支无法跟上的情况下，上游原材料的价格居高不下，通胀的自我实现作用表现得淋漓尽致。

图 10：工业的产能利用率已经升到了极高的水平（%）

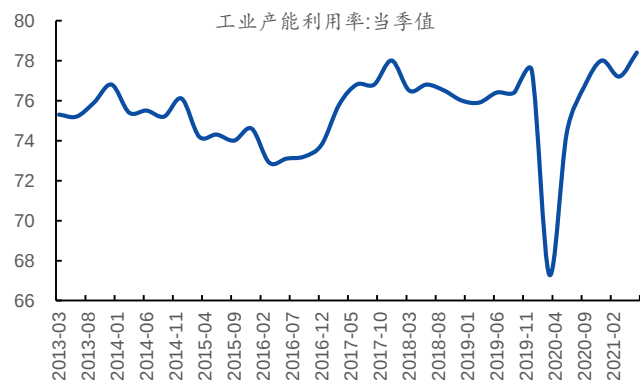
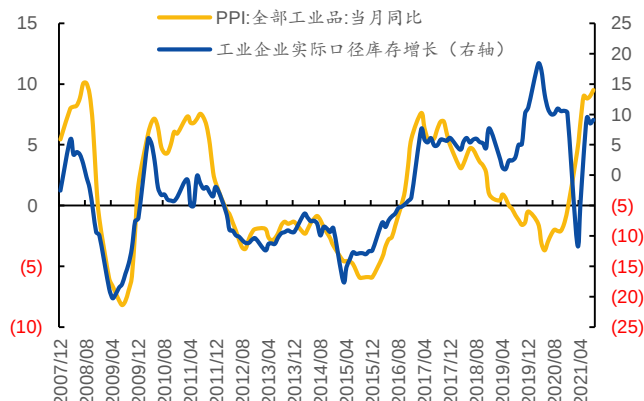


图 11：企业部门仍然在快速补库存（%）



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_27325

