

GDP 增速“破 5”蕴含的“跨周期调节”信号

2021 年 10 月 18 日

观点

- 在能耗双控、疫情反复、以及地产下行的三重逆风下，三季度中国 GDP 增速降至 4.9%。如何看待当前经济的下行风险？如图 1 所示，如果不考虑 2020 年一季度新冠疫情爆发的冲击，2021 年三季度 GDP 两年复合增速为亦为 4.9%，较二季度的 5.5% 下滑 0.6 个百分点，而上一次单季度 GDP 增速出现类似幅度的下滑还要追溯到 2012 年一季度，而当时的政策应对是两次降准和两次降息。
- 相比之下，面对同样陡然加大的经济下行，当前的宏观政策在应对上有些令人意外的节制和淡定。除了在财政上加快专项债发行外，货币政策上的降准和降息似乎很难在年内看到，我们认为这背后凸显了现阶段稳增长面临的两重矛盾：一是电力短缺等供给受限下，全面宽松与大宗上涨的矛盾。由于 2021 年 7 月全面降准后，PPI-CPI 的剪刀差扩大至历史新高，其对于中下游需求的破坏可能使全面宽松的效果适得其反。二是共同富裕要求下，刺激房地产与减少社会不平等之间的矛盾。刺激地产固然可以宽信用，但会对制造业、绿色、民生领域的信贷资源形成挤占，这无疑是政府不愿意看到的。
- 鉴于此，我们认为在“跨周期调节”下，宏观政策在年内应对经济下行主要体现为如下两种方式：
- 一是货币政策将更加注重使用结构性工具，从供给端发力稳增长、稳通胀。我们预计第四季度碳减排支持工具会以再贷款的形式落地，一方面发挥稳信用的作用，另一方面为能源转型提供资金，提高可再生能源的供给，有助于稳定通胀预期。
- 二是为受损的行业提供针对性的政策支持。尤其盈利在上游涨价下严重受损的行业。但对于房地产的监管仅是边际上的放松，我们预计政府在年内会加快房地产税立法和试点的推进，同时允许银行和地方适度放松与住房相关的信贷条件。
- 地方的能耗双控拖累 9 月工业生产增速。9 月工业增加值增速由 8 月的 5.3% 骤降至 3.1%，由于一些省份的拉闸限电，上游高能耗行业停产对工业增速的拖累凸显（图 2），我们此前估算这种停产拖累 9-10 月工业增加值增速均超过 2 个百分点，因此 10 月工业生产增速不太可能显著反弹。以粗钢为例，1-9 月产量超过去年同期 3.1%，由于 2021 年产量要求压降之 2020 年水平，这就意味着四季度产量同比将下滑 9%。
- 制造业投资趋稳，但民间投资回落。9 月当月制造业投资增速 6.5%，较 8 月的 6.1% 稳步回升，但我们认为这种回升的背后更多是受价格因素推动，由于民间固定资产投资的增速在 9 月是回落的，因此当前制造业投资的回升很可能集中在一些政府主导的项目上。年内我们依然对制造业投资的回升保持谨慎乐观，从国家稳定制造业比重的要求来看，年内制造业投资的回升在结构上依然仅限于汽车、医药等少数行业增速快于 GDP 增速的行业上（图 3）。
- 竣工降温，融资端放松效果或有限。2021 年 9 月房地产投资同比增速继续放缓（两年复合平均增速由 5.9% 放缓至 4%，下同）。从面积角度看，今年地产的重要支撑竣工面积增速显著降温，反而成为重要拖累（图 4、图 5）。融资受限、能耗双控和原材料价格大涨可能是施工受阻的“三座大山”，建筑业 PMI 刷新年内新低（图 6）。展望第四季度，居民按揭贷款的边际放松可能带来商品房销售下滑速度的放缓，从 8、9 月银行 RMBS 重启发行和 10 月上半月 30 城商品房交易数据可以看出一些端倪（图 7），不过融资监管的边际放松可能更多的是保证房企的施工、竣工，房企拿地仍将面临压力（图 8、图 9）。
- 专项债发行加速难掩基建投资疲软。9 月新增专项债发行规模创出年内月度新高（图 10），但单月基建投资增速依然在零附近，表明专项债资金未促成实物工作量，我们此前的报告指出，专项债的加速发行带动的基建投资回升仅能持续一个季度（图 11），鉴于当前各地剩余新增专项债券额度需于 11 月底前发行完毕，我们预计基建投资真正的反弹要等到明年一季度。
- 消费走出“假摔”，环比持续改善可期。2021 年 9 月社零同比 4.4%，两年复合增速 3.8%，较 7-8 月改善。此前我们在《从北京到南京，历数各省局部疫情的经济影响》报告中指出局部疫情爆发后当地社零通常在 1 个月后会见底反弹，9 月消费数据印证了这一判断。从结构上看，随着疫情影响趋弱，餐饮改善幅度大于商品零售、限额以下消费改善幅度大于限额以上（图 12、图 13）；从产品上来看，在居民收入恢复速度仍低于疫情前的制约下（图 14、图 15），必选消费品增速仍然领先于可选（图 16、图 17、图 18）。四季度来看，我们认为在国内疫情不出现大范围扩散前提下，居民消费将维持改善态势。
- 风险提示：变异病毒导致疫情反复、国内外政策超预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoy@dwzq.com.cn

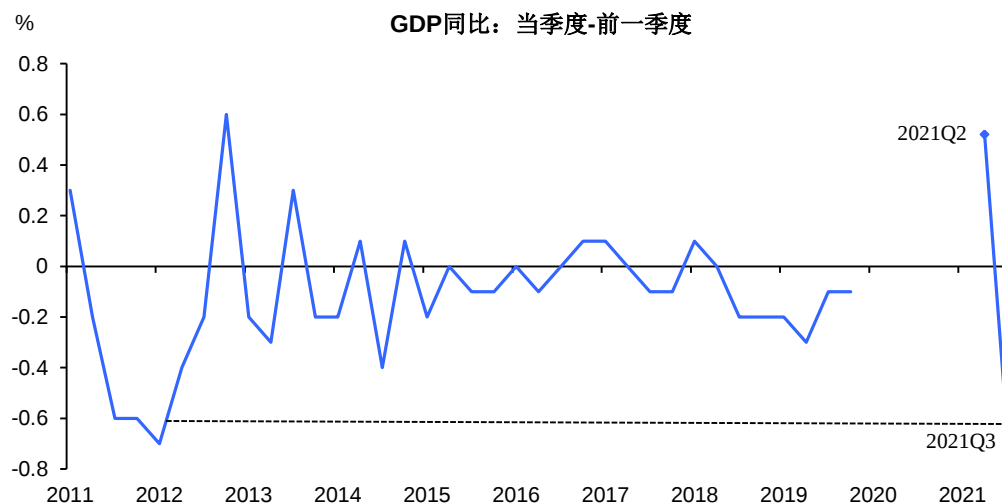
研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观周报 20211015：全球“气荒”何时缓解？》2021-10-15
- 2、《宏观月报 20211014：通胀先见顶还是信贷先见底？》2021-10-14
- 3、《宏观月报 20211013：价涨量跌，出口高处不胜寒？》2021-10-13
- 4、《宏观周报 20211012：中美取消互征关税有望助力 2022 年稳增长》2021-10-12
- 5、《宏观周报 20211010：四季度货币政策还有哪些稳增长工具？》2021-10-10

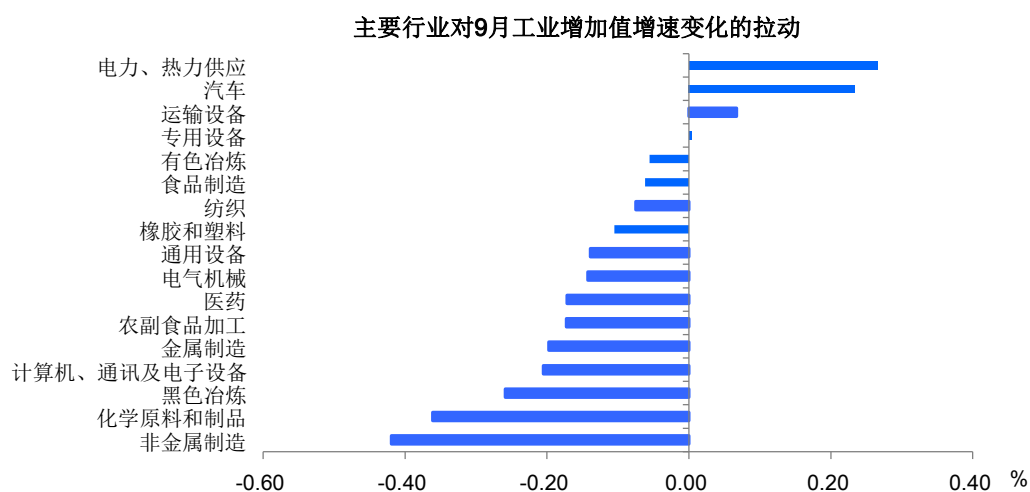
图 1：不考虑去年新冠疫情的冲击，三季度 GDP 增速的下滑幅度为近十年之最



备注：2021 年二季度和三季度 GDP 增速为 2019-2019 年两年复合增速

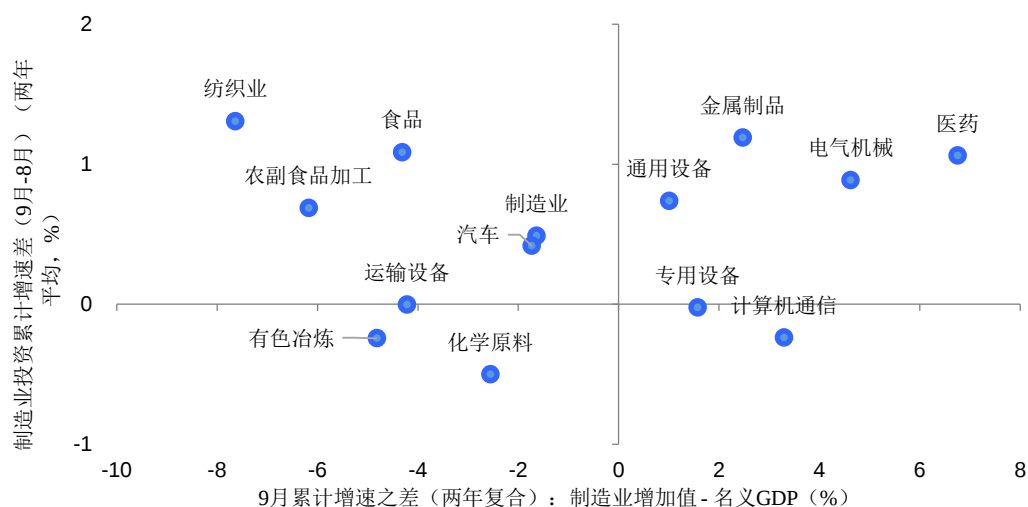
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：由于地方的能耗双控，9 月上游高能耗行业对工业增速的拖累凸显



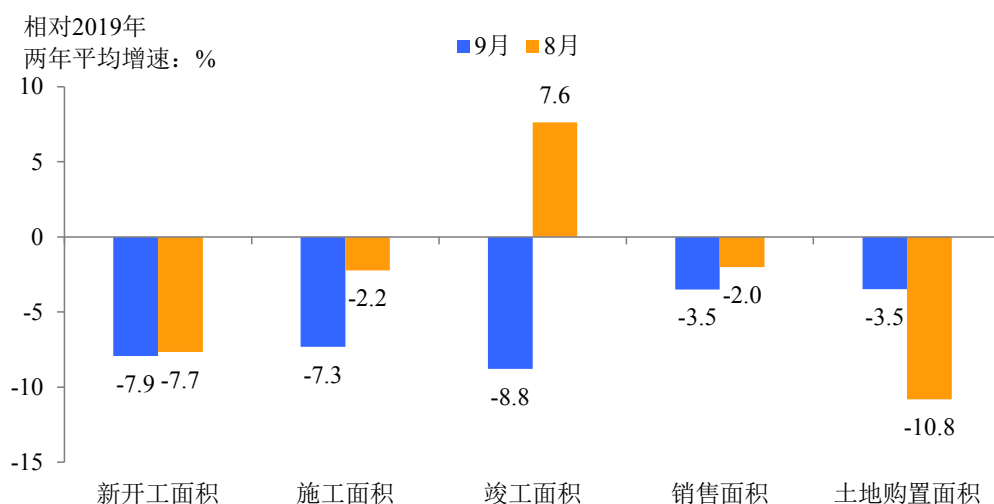
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3: 2021 年 9 月制造业投资改善分化仍存



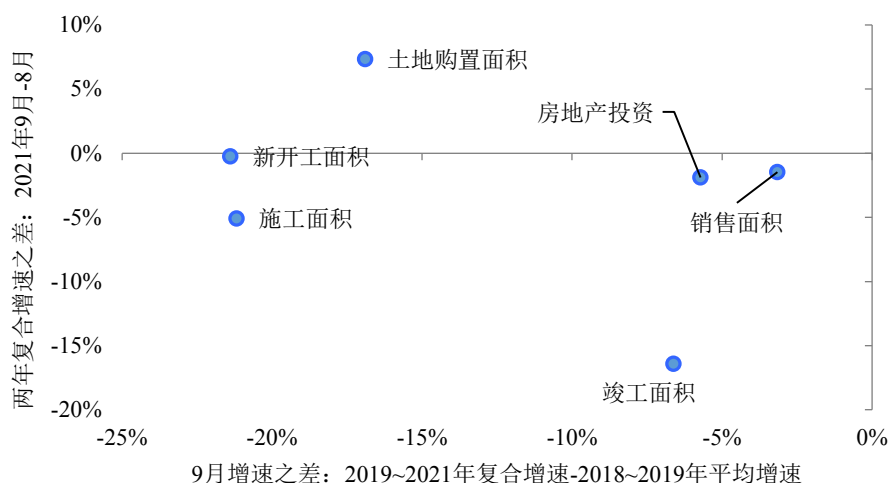
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021 年 9 月房地产投资相关面积指标表现



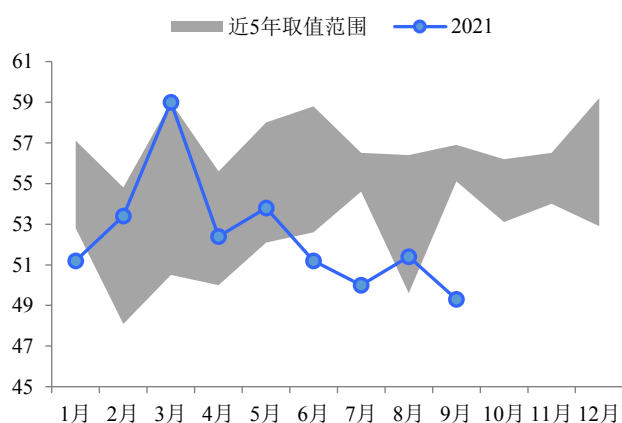
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 2021 年 9 月地产全面降温



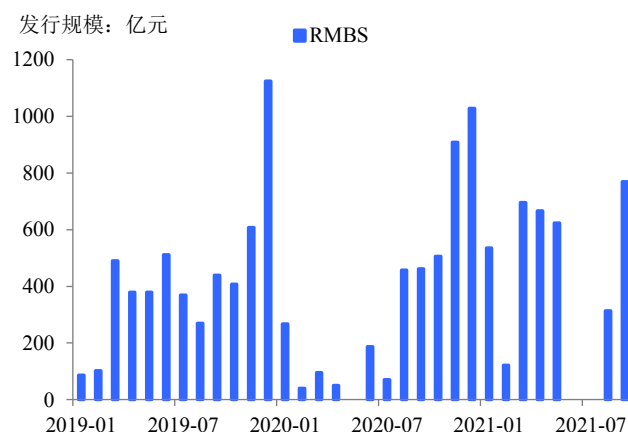
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6: 建筑业 PMI 在 2021 年 9 月刷新年内新低



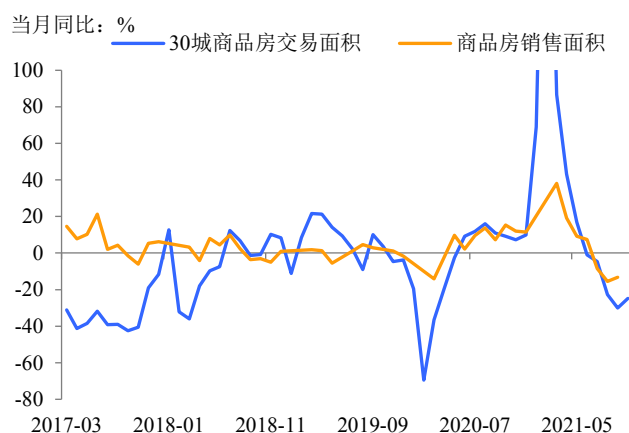
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 2021 年 8、9 月 RMBS 重启发行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

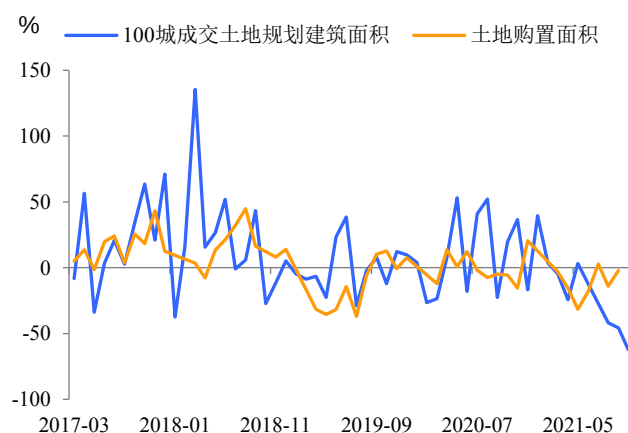
图 8: 2021 年 10 月商品房销售下降速度可能有所放缓



注：30 城数据截至 2021 年 10 月 16 日。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

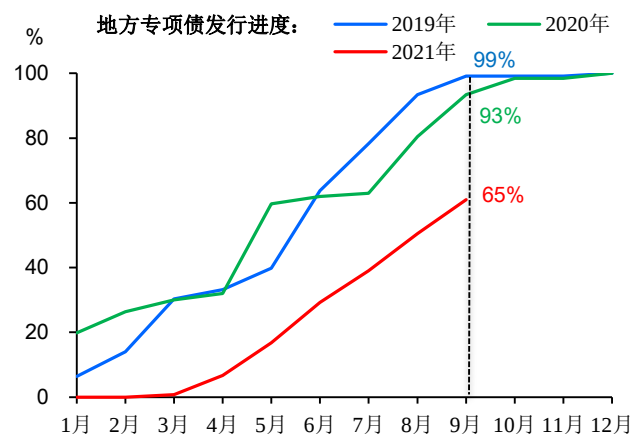
图 9: 2021 年 10 月土地购置可能还有下行压力



注：100 城数据截至 2021 年 10 月 17 日。

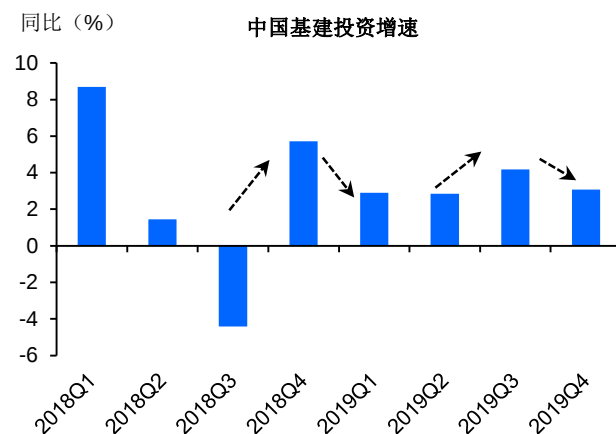
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10: 2021 年 9 月以来地方专项债发行明显加速



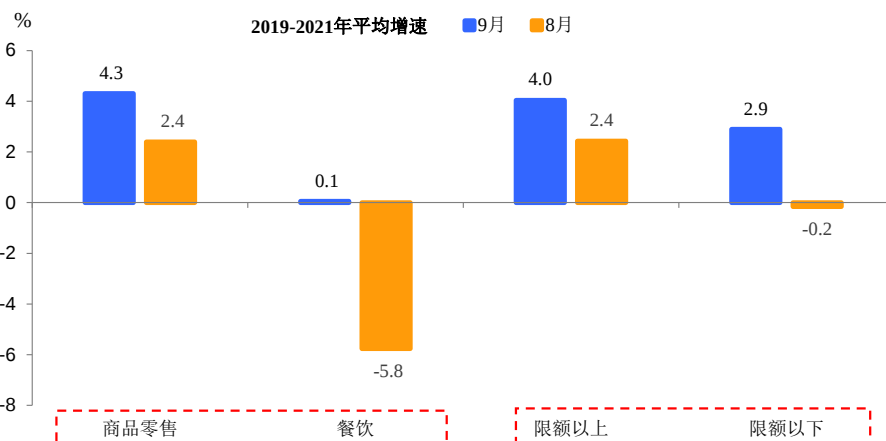
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 2018 年以来基建投资的回升仅持续一个季度



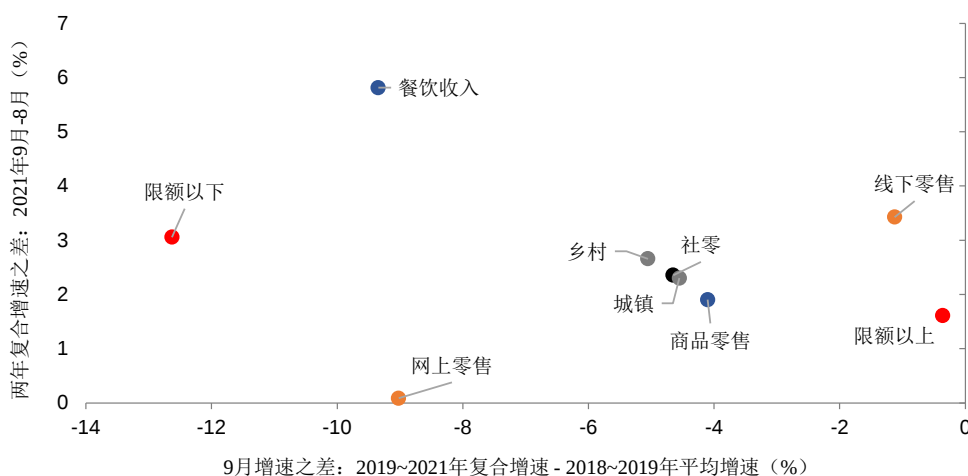
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 12: 2021 年 9 月社零增速较 8 月改善



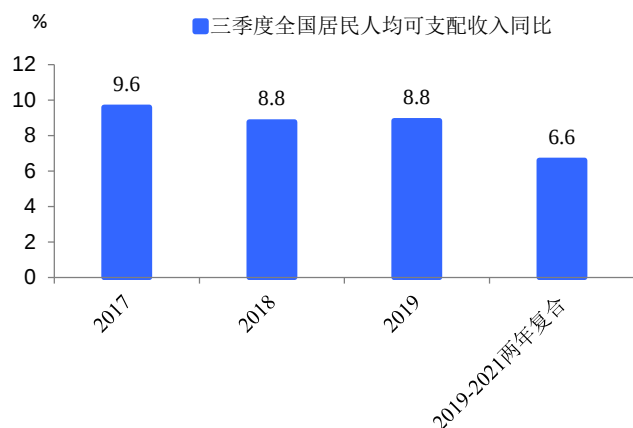
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 2021 年 9 月餐饮消费同比边际改善 (较 8 月) 幅度较大



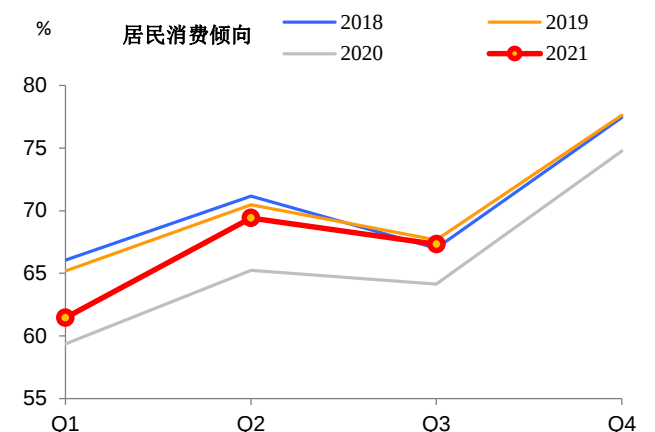
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2021 年 Q3 居民可支配收入复合同比低于往年



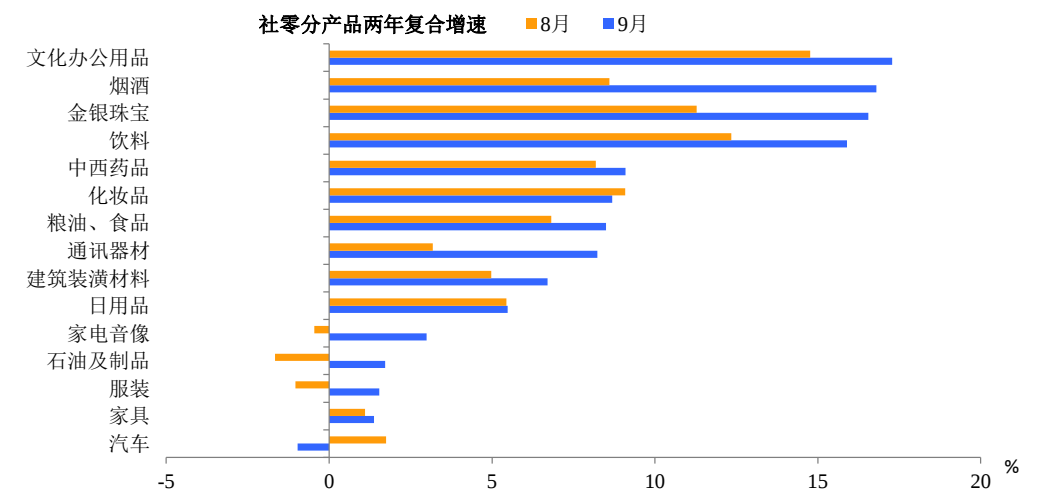
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 15: 2021 年 Q3 居民消费倾向大致持平于 2018、2019



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 16: 2021 年 9 月必选消费同比领先于可选



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_27894

