

周度经济观察

——破“5”，下行或延续

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021年10月19日

内容提要

在内生增长动能偏弱的背景下，三季度能耗双控政策以及疫情扩散对经济形成显著冲击，这一影响可能在今年四季度延续，这意味着经济增速的下行仍将持续。而这一下行本身也是政策选择的结果，因此政策层面大规模放松的概率较低。

今年极端天气频发导致能源需求大增，并对新能源供应形成冲击，而全球性碳减排压制传统能源的供应释放，这一供需矛盾最终导致能源价格大涨。随着冬季供暖季的来临，这一矛盾可能更为突出，这意味着能源价格的上涨具有持续性。

债券市场降准预期落空，长端利率出现大幅调整。考虑到美联储 taper 以及全球能源价格上涨对我国货币政策的牵制，其对经济和市场的冲击将继续吸收。

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

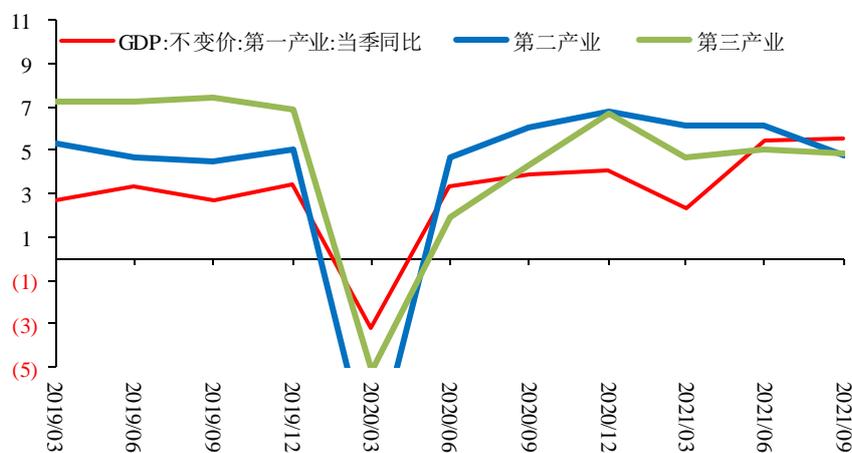
一、能耗双控和疫情扩散拖累经济

今年三季度国内 GDP 两年复合实际同比 4.9%，较二季度大幅回落 0.6 个百分点；名义同比 7.6%，较二季度回落 0.6 个百分点，经济整体表现偏弱。

从两年复合增速来看，能耗双控政策对工业生产的冲击明显，第二产业实际增速从二季度的 6.1% 大幅下行至 4.8%，是拖累经济下行的主要力量；同时受短期疫情扩散的影响，第三产业小幅下滑 0.2 个百分点，对整体经济的影响偏负面。

合并而言，在内生增长动能偏弱的背景下，能耗双控政策以及疫情扩散对经济形成显著冲击，这一影响可能在今年四季度延续，这意味着经济增速的下行仍将持续。

图1：第一、二、三产业实际同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

注:2019 年使用全年平均增速

1、工业生产加速下滑

三季度规模以上企业工业增加值两年复合增速 6.6%，较二季度大幅下滑 1.3 个百分点。

月度层面，9月工业两年复合增速为5%，较8月回落0.5个百分点。从已经公布的行业数据看，黑色、有色、金属制品、非金属矿物制品等上游行业出现普遍走弱。而交通运输设备、汽车、食品等下游行业表现较强。

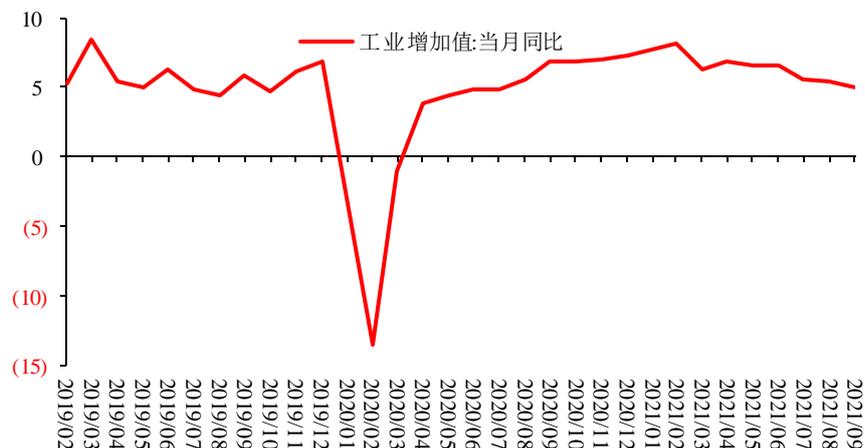
物量数据的表现类似，粗钢、水泥、原煤、焦炭、铁矿石产量出现下降。

价格层面，9月PPI环比增速大幅抬升，大宗商品价格整体加速上行，表现强劲。

结合量价数据来看，能耗双控政策对工业生产供应层面形成冲击，这是导致工业增速大幅下滑的主要力量。

往后看，尽管近期煤炭供应和限电政策出现边际调整，但能耗双控政策仍在严格执行，同时叠加终端需求的走弱，我们倾向于认为四季度工业增速的下滑仍将延续。

图2：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2、地产投资持续走弱

三季度固定资产投资两年复合增速3.8%，较二季度回落1个百分点，其中基建和地产投资构成主要拖累。

9月受地产投资下滑的影响，固定资产投资两年复合增速3.0%，较8月下行1.7个百分点。

9月基建投资（含电力）两年复合增速为0，与上月持平。7月政治局会议过后，基建投资仍然表现低迷，反映出地方政府加杠杆的意愿持续偏弱，这一局面的改观需要较长时间，这也意味着尽管四季度地方政府专项债加速发行，但基建投资的上行空间有限。

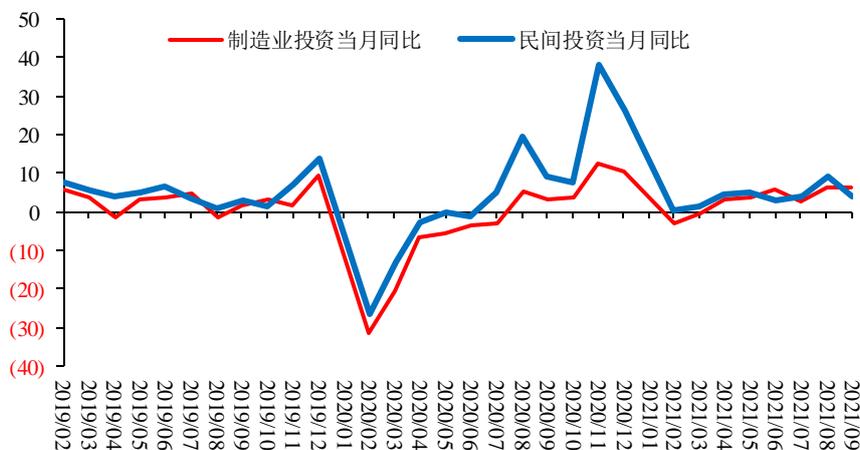
9月制造业投资两年复合增速为6.4%，较上月小幅回升0.3个百分点。

根据已经公布的数据，9月医药、食品、汽车等下游行业的涨幅居前。而交通运输、纺织业、专用设备制造业表现较弱。

制造业投资名义增速的回升可能与工业品价格的上涨有关，而实际的制造业投资可能表现仍然偏弱，这与企业中长期贷款的下滑表现相一致，反映了企业投资意愿始终维持在较低水平。

往后看，考虑到冬季疫情可能的反复会压制企业投资意愿，未来制造业投资可能将在当前水平波动。

图3：制造业投资和民间投资同比，%



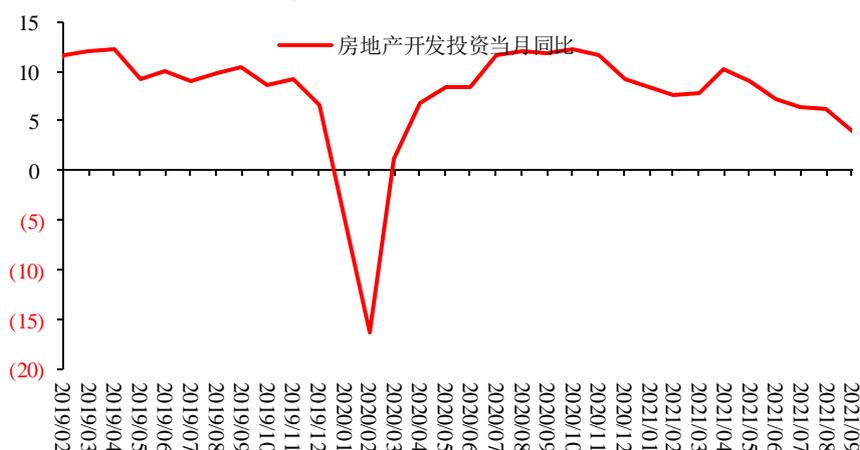
数据来源：Wind，安信证券

9月房地产投资两年复合增速3.9%，较上月大幅2.2个百分点。与此同时，地产销售和新开工增速在负增长区间持续下行，百城住宅价格环比走弱。

7月以来房地产政策的全面收紧对房地产企业融资的影响显著，部分企业出现债务违约，房地产企业中资美元债经历大幅调整，这一情形在房地产新开工、销售和投资等宏观数据上也开始逐步显现。

尽管当前央行对居民购房层面有稳定预期的表态，但对房地产企业融资的放松仍需等待。我们认为在恒大债务事件落定、少数企业的债务出清后，房地产行业政策有望迎来实质调整，而今年四季度房地产行业数据的走弱或将延续。

图4：房地产开发投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

3、疫情反复的压力趋增，消费倾向延续偏低

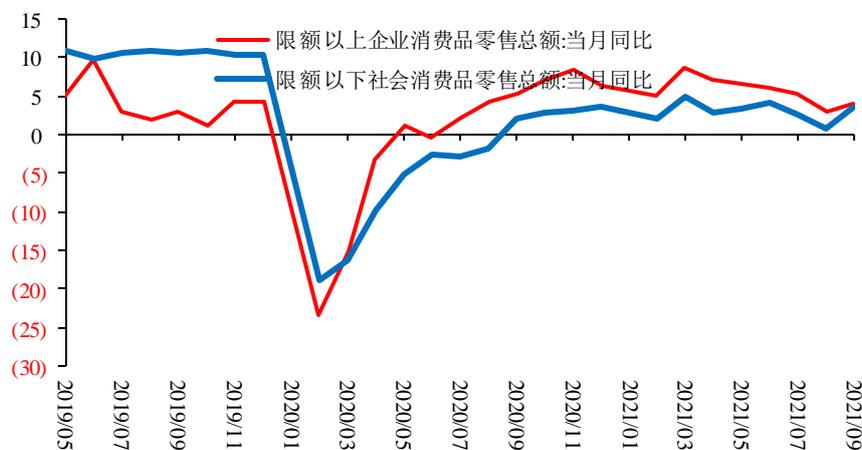
三季度社会消费品零售两年复合名义增速3%，较二季度下滑1.6个百分点。9月社会消费品零售两年复合名义增速3.8%，较上月上升2.3个百分点。

分类别看，限额以上和限额以下企业零售均出现回升。烟酒、服装、珠宝、家电、石油制品等主要消费品类均出现回升，显示国内社交隔离措施解封对消费恢复的积极影响。

从央行三季度城镇储户问卷调查显示的数据来看，由于疫情扩散的原因，三季度居民部门消费倾向出现下滑，进而导致消费数据全面走弱。

往后看，考虑到冬季疫情反复的压力趋增，欧洲各国又出现疫情扩散的迹象，我国居民部门消费倾向在四季度可能仍受到明显抑制，社会消费品零售增速将在远低于疫情前的中枢波动。

图5：社会消费品零售当月名义同比：限额以上 V.S. 以下，%



数据来源：Wind，安信证券

从月度的支出端数据来看，消费和制造业投资反弹的持续性存疑，考虑到疫情反复对消费倾向和投资意愿的压制，四季度消费和制造业投资或将中枢波动；受地产调控政策的影响，房地产投资的走弱有望延续；基建的恢复尚需要时间，上行的过程可能相对温和；出口在当前水平上进一步抬升的动能有限。

合并而言，我们倾向于认为四季度的 GDP 增速或许会持续下行，这一下行本身也是政策选择的结果，因此政策层面大规模放松的概率较低，明年 GDP 增速可能会在 4.5% 附近。

二、降准预期落空，债市迎来调整

10月15日，央行货币政策司司长孙国峰在回应记者关于四季度流动性缺口补充问题时表示，四季度银行体系流动性供求将继续保持基本平衡，不会出现大的波动。央行将灵活运用MLF、公开市场操作等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。这意味着短期之内央行难以降准，市场降准预期落空，长端利率出现大幅调整，10年期国债收益率上行突破3%。

实际上，7月降准以后，银行间市场利率整体中枢波动，并没有出现持续宽松。受此影响，对流动性更为敏感的1年期国债利率从8月以来已经开始上行。而长端利率反应相对迟钝，本次降准预期的落空最终导致长端利率大幅调整。

此前市场认为央行10月降准的主要原因是对冲经济下行压力，而最终央行的政策选择可能与两个因素有关。

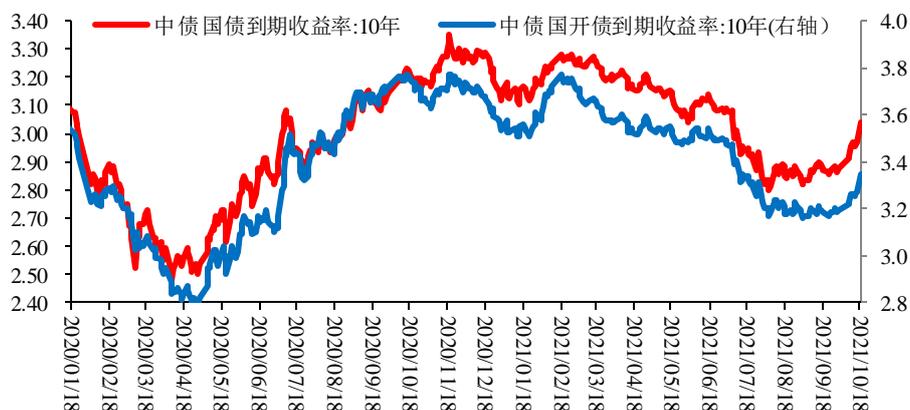
一是美联储taper对国内货币政策宽松的制约。尽管2019年人民币汇率破“7”以后中国货币政策的独立性增加。但在实际操作层面，美联储taper对全球资本市场以及人民币汇率的冲击仍然存在不确定性（2013年-2014年美联储taper对我国市场形成了冲击），这一担忧可能对国内的实质宽松形成牵制。

二是通胀的压力。9月以来煤、天然气、燃料油等全球能源价格大幅上涨，与前期由能耗双控导致的黑色、化工、有色等品种价格上涨不同，能源价格上涨影响的范围更为广泛，对通胀的影响幅度更大。而且随着冬季供暖季的来临，全球能源供需缺口可能将放大，这意味着能源价格的上涨具有持续性。煤价的上涨已经导致国内PPI增速超预期上行，天然气、原油价格的抬升也大幅推升了欧美的通胀水平，因此在能源价格持续上涨的背景下，我国央行货币政策的操作也趋于谨慎。

合并而言，无论是美联储 taper 还是能源价格上涨在四季度都有望延续，因此四季度我国央行降准的概率较低。

对债券市场而言，降准的落空无疑会推升收益率水平，但从基本面来看，宏观经济的下行在四季度乃至明年上半年会延续，央行货币政策在中期之内更多是维持中性，而难以转向收紧，此外监管对房地产和地方政府相关主体的债务约束仍然较为严格，因此在经历调整后中期之内收益率将趋于下行。

图6: 10年期国债和国开债收益率, %



数据来源: Wind, 安信证券

三、“暂时性通胀”将延续更长时间

10月全球新冠肺炎当日新增感染病例延续了9月以来的持续下滑态势，从7

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_28024



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn