

通胀压力困扰全球 政策呵护不疾不徐

——2021 年 11 月宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2021 年 10 月 29 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外国环境而言，在疫情方面，全球新冠疫情逐渐向好的同时，地区及国家间的分化依旧明显，疫情前瞻仍不明朗。在经济方面，疫情对于供给端的冲击不仅拖累了经济的复苏力度，而且令全球正承受着巨大的通胀压力，这导致全球流动性边际收紧的方向更为确定，且有关美联储加息时点的预判也有所提前。
- 就国内经济而言，供给承压和疫情干扰成为三季度经济扩张动力走弱的重要原因，三驾马车中资本形成出现负向拉动，最终消费支出略有提升的同时，净出口则明显改善。展望来看，在进出口方面，供需缺口弥合及基数抬升将令出口增速继续下行，大宗商品价格高位运行及较低的基数水平则有望令进口增速保持平稳，尽管贸易顺差仍将维持高位，但基数抬升将令其同比增速回落至零轴以下；投资方面，“房地产金融工作座谈会”后，房地产资金压力或有望缓和，从而迟滞其投资增速的降幅，在高通胀对制造业投资恢复产生扰动的环境下，基建投资则有望在政策的呵护下持续改善；消费方面，考虑到缺芯对汽车生产的影响在 9 月下旬后有所改善，这将有利于 10 月汽车销售降幅的收窄，叠加汽柴油价格上调等有利因素，10 月社零同比增速有望继续回升；生产方面，供给限制在 10 月份将有所缓解，在环比增速的带动下同比增速有望改善。
- 就通货膨胀而言，供给冲击令结构性通胀进一步加剧。展望来看，10 月份以来大宗商品价格环比涨势较 9 月有增无减，受此带动，当月 PPI 同比增速或将突破 12%，尽管同期食用农产品价格指数也出现明显反弹，并将推动 10 月 CPI 同比增速回升至 1.0% 以上，但是二者的剪刀差仍将扩大至 11% 以上；结构性通胀对中下游、特别是下游企业盈利的侵蚀依旧严重，而且这一情形年内难有改观。
- 就政策调控而言，尽管三季度国内经济明显承压，且四季度及明年初国内经济增长仍将面临诸多风险挑战，但是管理层依旧定力十足。我们再次强调，在“稳中求进”这一工作基调中，“稳”是为了推动“进”，只有“进”才能实现更为长远的“稳”。在经济面临增长压力的情况下，虽然需求呵护不可或缺，但呵护的力度以及呵护的方式都将受制于“进”的要求，正因如此，我们看到调控政策虽已相继开启，但是政策效果的显现尚不充分。在货币方面，管理层对流动性的呵护始终如一，且对宽信用的呵护也已开始；在财政方面，随着专项债发行提速及重大项目的稳步推进，其对需求的呵护力度将持续强化，但是基于“减少对债务依赖”的长远要求，在“跨周期调节”的语境下，对财政支出恢复的力度不应过于乐观。

风险提示：国际疫情发展超预期

目 录

1. 全球疫情继续向好 通胀压力愈加强化	5
1.1 新增病例持续回落 区域分化依旧明显	5
1.2 供给冲击仍未消退 通胀压力日渐凸显	6
2. 供需因素叠加 经济增长承压	9
2.1 供需缺口弥合缓慢 出口增速续超预期	9
2.2 疫情冲击略见缓和 基建补位迹象初现	10
2.3 供给冲击影响持续 结构通胀更趋明显	12
3. 保持定力平衡长短 供给改革仍是主线	14
3.1 货币环境依旧平稳 信用呵护徐徐推进	14
3.2 财政支持虽加力 同比改善仍微弱	16

图 目 录

图 1: 全球新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 2: 亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 3: 欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 4: 美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据	5
图 5: 世界主要国家每百人新冠疫苗接种量对比	6
图 6: 美国制造业 PMI 指数	6
图 7: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数	6
图 8: 美国劳动参与率	7
图 9: 美国失业率	7
图 10: 私人非农企业员工平均时薪环比	7
图 11: 非农就业职位空缺数	7
图 12: 美国产能利用率	7
图 13: 美国工业生产指数	7
图 14: 美国通胀情况	8
图 15: 欧洲通胀情况	8
图 16: 美国消费者信心指数	8
图 17: 欧洲主要信心指数	8
图 18: 当季 GDP 同环比增速	9
图 19: 三驾马车当季 GDP 同比增长贡献率	9
图 20: 中国进出口累计同比增速	10
图 21: 中国当月贸易顺差	10
图 22: 韩国出口同比增速	10
图 23: CCFI 指数	10
图 24: 固定资产投资累计同比	11
图 25: 基建投资略有改善	11
图 26: 社零累计增长情况	11
图 27: 社零当月同比增长情况	11
图 28: 工业增加值同比增速	12
图 29: 工业增加值环比增速显著回落	12
图 30: PPI 与 CPI 当月同比	12
图 31: PPI 与 CPI 环比增速	12
图 32: 农产品批发价格 200 指数	13
图 33: 主要大宗商品月均价变动幅度	13
图 34: 上、中、下游的收入增长情况	13
图 35: 上、中、下游的净利增速情况	13
图 36: Shibor 利率走势	14
图 37: DR007 加权平均利率	14
图 38: 10 年期国债收益率	15
图 39: 2021 年公开市场净投放情况	15
图 40: 社融及信贷同比增速	15

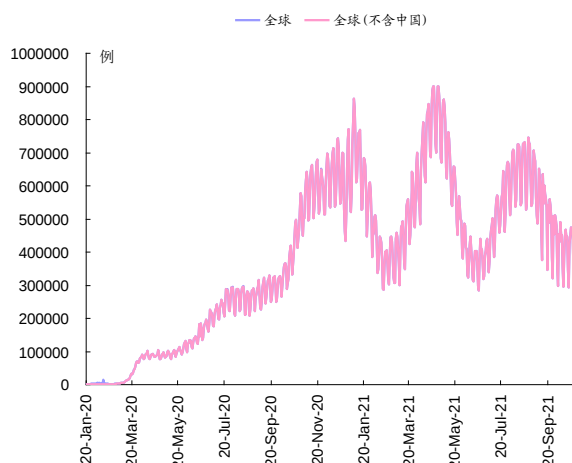
图 41: 新增社融同比变动额	15
图 42: 新增人民币贷款中票据融资占比	15
图 43: 6 月期国股银票转贴利率	15
图 44: 公共财政收支同比增速	16
图 45: 公共财政支出分项数据	16
图 46: 公共财政支出分项支出累计同比增速	16
图 47: 2021 年地方政府债周度发行及净融资额	16

全球新冠疫情逐渐向好的同时，地区及国家间的分化依旧明显，疫情前瞻仍不明朗。疫情对于供给端的冲击令全球正承受着巨大的通胀压力，虽然对其消退时点仍争论不休，但是全球流动性边际收紧的方向已然确定，区别仅在于力度和节奏。就国内而言，我们不仅面临着外部的不确定性，内部经济扩张动能孱弱和结构性通胀的负面冲击也愈加明晰，调控政策虽已相继开启，但是政策效果的显现尚不充分，跨周期语境下“稳增长”和“调结构”的平衡则对调控提出了更高的要求。

1. 全球疫情继续向好 通胀压力愈加强化

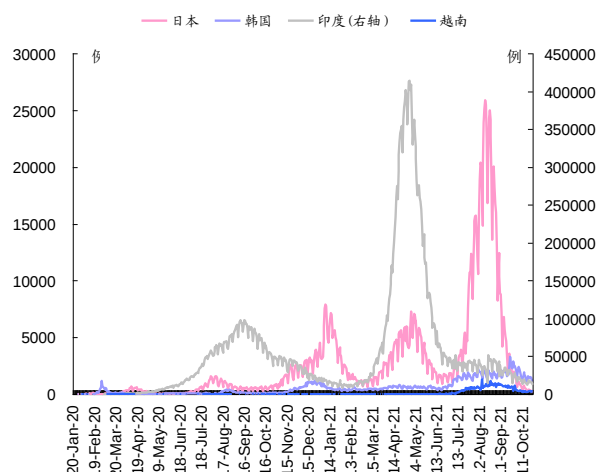
1.1 新增病例持续回落 区域分化依旧明显

图 1：全球新冠肺炎疫情每日新增数据



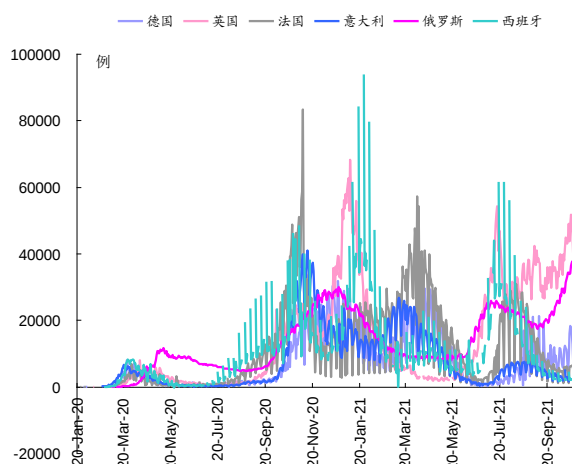
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：亚洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



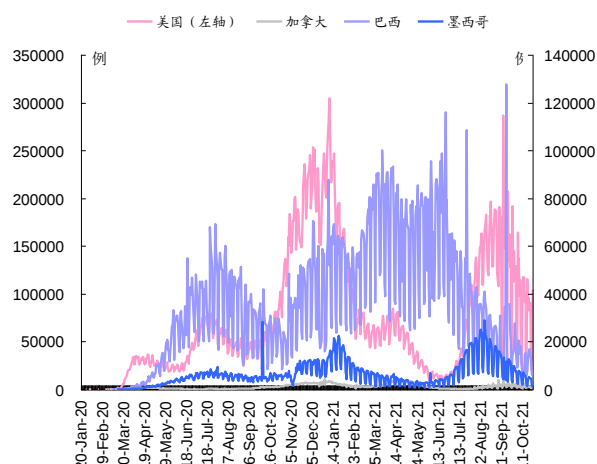
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3：欧洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据



请务必阅读正文之后的声明

图 4：美洲主要国家新冠肺炎疫情每日新增数据

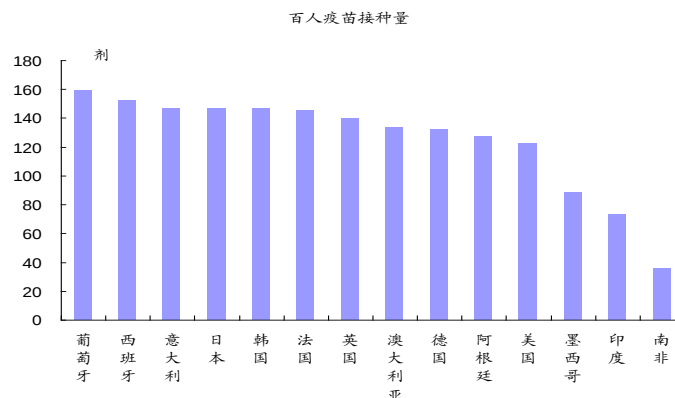


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

尽管全球日新增病例数震荡回落,但是部分国家疫情不仅没有改善,反而有所恶化,地区和国家间的差异依旧明显。其中,亚洲主要国家疫情防控态势良好,东南亚国家日新增病例数持续回落;美洲国家形势持续好转,但日新增病例数仍位居高位;相较于此,欧洲主要国家合计数则一度出现反弹,俄罗斯、英国和德国是其主要原因,而且在英、德两国数据回落后,俄罗斯日新增病例数仍屡创新高。

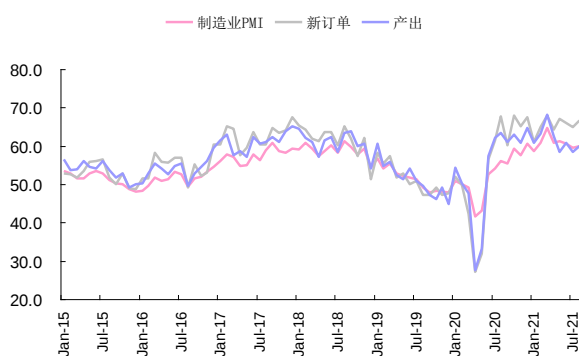
图 5: 世界主要国家每百人新冠疫苗接种量对比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

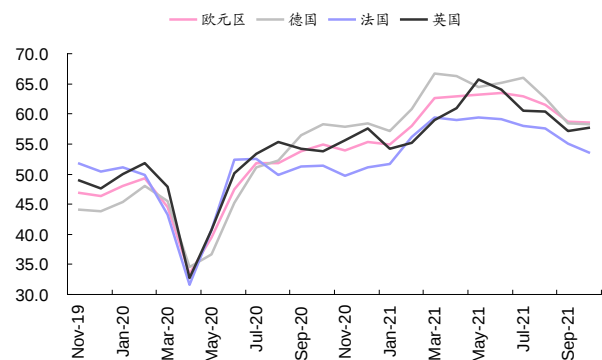
1.2 供给冲击仍未消退 通胀压力日渐凸显

图 6: 美国制造业 PMI 指数



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 欧元区及主要欧洲主要国家制造业 PMI 指数

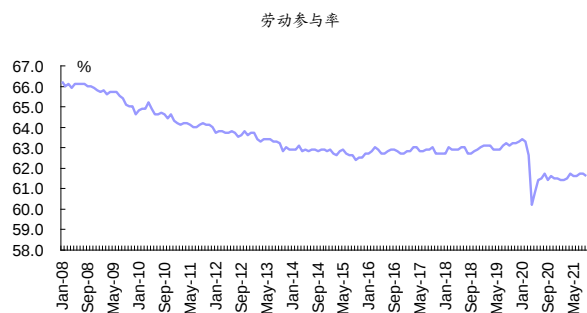


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

10 月美国制造业和服务业景气水平均有所回升,但是制造业 PMI 数据显示,其订单指数景气度仍高于其产出指数,劳动力及芯片等供给端限制对经济的拖累依旧明显,9 月美国工业产能利用率和工业产出指数双双走弱。具体来看,9 月美国劳动参与率不升反降,而美国非农就业员工时薪则进一步走高,且非农职位空

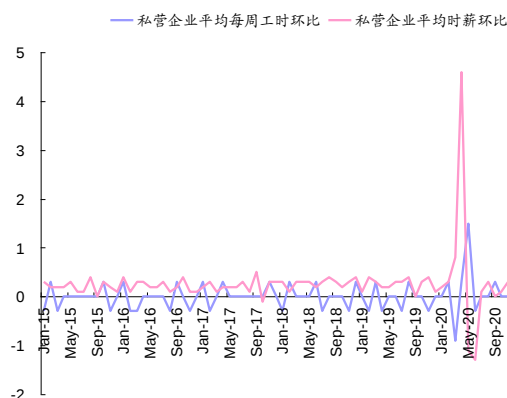
缺数仍维持在历史高位，这些迹象均表明制约美国就业高质量改善的关键在于劳动力供给意愿的低迷，劳动力供给不足对供给的制约或将加剧美国的通胀前瞻，9月核心CPI环比增速已经有所反弹。

图 8：美国劳动参与率



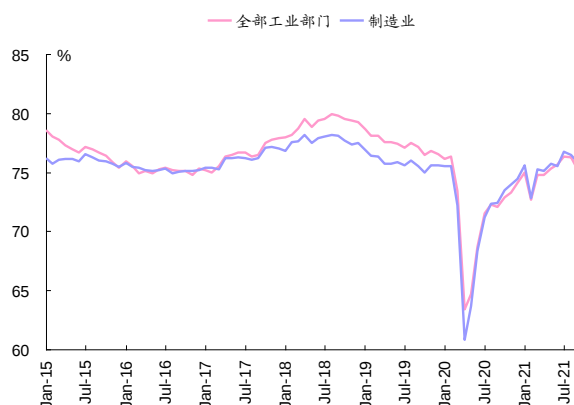
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：私人非农企业员工平均时薪环比



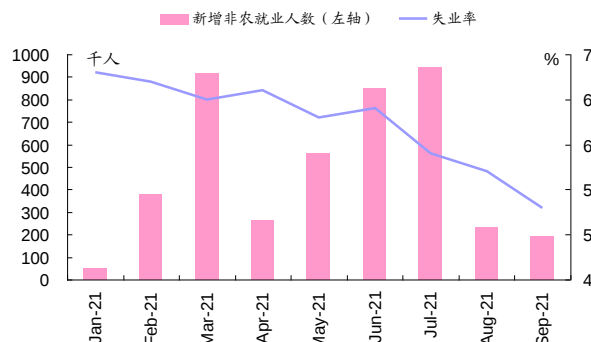
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 12：美国产能利用率



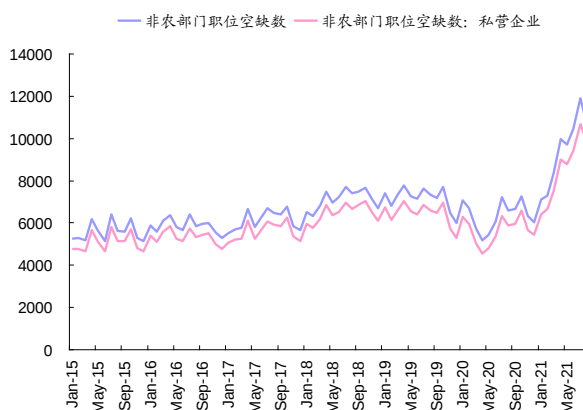
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 9：美国失业率



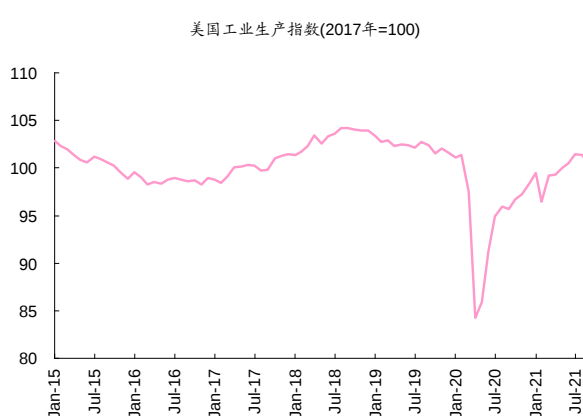
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 11：非农就业职位空缺数



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 13：美国工业生产指数

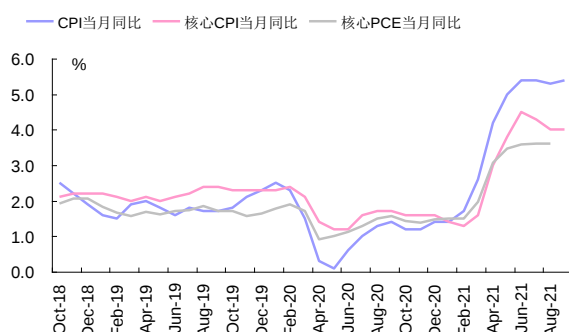


资料来源：iFinD，渤海证券研究所

不仅美国通胀前景不容乐观，欧元区的通胀形势同样严峻，其 HICP 当月同比增速迭创新高的同时，核心 HICP 同比增速也已明显抬升；而且通胀走高对需求的冲击逐步显现，美国消费者信心指数维持低迷的同时，欧元区 18 国消费者信心指数则持续走低。

源自对通胀更低的容忍度，欧央行已率先开启货币正常化之路，同时美联储也承认通胀短时难消，尽管就业数据高质量改善仍待时日，但是严峻且非短期冲击的高通胀形势令其采取 QE 缩减的迫切性明显提升，而且市场对其加息的预期也随之走强，11 月美联储议息会议表述及其利率点阵图将成为我们的关注重点。

图 14: 美国通胀情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 美国消费者信心指数

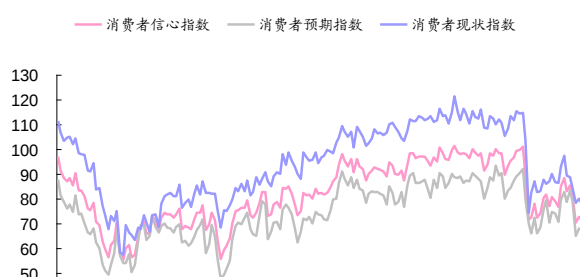
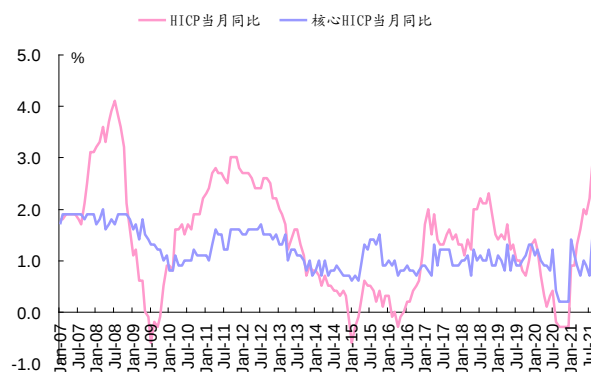
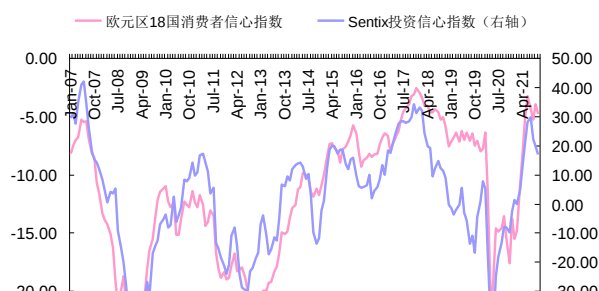


图 15: 欧洲通胀情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: 欧洲主要信心指数



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_28569

