

政策保持谨慎，经济下行压力还有多大？

2021年11月03日

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

■ **2021年10月PMI的不升反降意味着四季度经济的下行风险仍在加大。**我们预计这种下行风险将在10月的工业、投资、消费等数据上全面体现。但令市场颇为困惑的是，这一次宏观政策在面对经济的快速下行时为何没有全面出手？我们的理解是，这一轮经济的下行在需求放缓的同时叠加了供给的收缩，并且后者在短期的影响更甚于前者，从而在短期内造成了经济“类滞胀”的局面。这在决策者的宏观调控上是多年未见的，也对传统刺激需求的逆周期调控带来了挑战。因此，我们预计在缺煤限电等供给问题得到有效缓解前，全面的政策刺激不会出台，经济也仍将处于持续的探底过程中。

■ **能耗双控持续，工业产出继续走弱。**2021年10月能耗双控政策推进有所放缓，但能源供应偏紧、电价成本上浮的情况继续发生，工业生产上出现分化，以黑色冶炼为代表的高耗能行业继续承压，但汽车制造、计算机电子制造等行业则出现改善（图1和2），我们认为10月工业增加值同比继续走弱，当月同比小幅放缓至3.06%左右，但四舍五入后读数可能仍为3.1%。

■ **基数效应下，我们预计2021年10月固定资产投资增速为-2.8%（前值-1.8%）。**以两年复合增速（2019-2021年，下同）计，我们预计10月较9月小幅改善（3.1%vs2.8%）。其一，因供电紧张、原材料价格偏高对生产的冲击超出市场预期，10月官方制造业PMI（49.2%）创近10年同月最低值，以上两个因素显然也将对制造业投资形成抑制，但考虑到政府主导项目投资的“托底”作用，我们预计制造业投资两年复合增速持平于9月的6.5%。其二，地产融资有所改善，政策保施工、竣工的诉求较强，同时10月建筑业PMI位于扩张区间，新订单指数和业务活动预期指数均有环比上行，我们预计10月地产投资两年复合增速较9月回升至4.3%（前值4.0%），对应10月同比分别为-3.5%（前值-3.5%）；其三，尽管专项债加速发行，但PPI居于高位以及政策自身的时滞下，基建投资发力有限，两年复合增速较9月有所回升，至0.2%（前值0.01%），对应10月同比-6.5%（前值-4.5%）（图3和4）。

■ **出口延续“价涨量跌”，我们预计10月出口同比为26.6%（前值28.1%）。**我们此前在《出口价值量拆分的分析框架》中指出当前主导我国出口变化的因素主要为供给约束，而从10月23日港口协会“出口货源较为充足”的表述来看，10月出口大概率维持高位增长。10月上、中旬八大港口外贸集装箱吞吐量同比分别为+12.5%、-3.3%（中旬受台风影响部门港口临时关闭）（图5），我们预计10月港口运营水平略好于9月（9月八大港口外贸集装箱吞吐量同比+0.5%）。结合越南10月出口两年复合增速10.4%，较9月的8.3%进一步提升（图6），我们预计10月中国出口两年复合增速18.5%，略高于较9月的18.4%，对应10月出口同比为26.6%。

■ **消费受供给和局部疫情双重抑制，我们预计10月社零同比为3.7%（前值4.4%）。**10月以来北方省份（如甘肃、内蒙、黑龙江）相继出现局部疫情，全月累计新增本土病例数493例（图7），我们预计将再度拖累消费复苏进程。但考虑到甘肃、内蒙古服务业增加值占比较小，因此对全国消费影响程度相对有限。商品零售方面，汽车销售仍受“缺芯”约束（图8），乘联会预测10月乘用车零售同比-13.7%，较9月下滑幅度-17.3%有所收窄。服务消费方面，10月电影票房同比+19.5%，较9月的-16.6%明显改善。因此，我们预计10月社零两年复合增速较9月的3.8%略提升至4%，对应10月社零同比3.7%。

■ **PPI和CPI双双刷新年内高位。**尽管10月中旬以动力煤为代表的境内黑色系商品价格出现明显回落，但原油价格继续刷新年内高位，从先行数据来看，PPI环比继续加速，10月同比可能达12.4%（图9）。CPI方面，蔬菜和猪价出现超季节性的反弹，10月CPI可能达1.6%，PPI与CPI的价差依旧处于高位，可能依旧是全面刺激政策退出的重要掣肘（图10）。

■ **风险提示：**疫情扩散超预期、国内外政策超预期

相关研究

1、《宏观周报 20211101：“滞”还是“胀”，海外市场如何定价？》2021-11-01

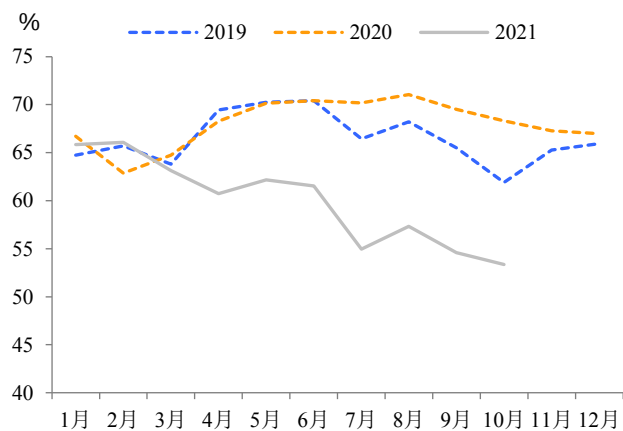
2、《宏观月报 20211031：不升反跌，PMI为何创新低？》2021-10-31

3、《宏观周报 20211029：一文尽览拜登1.75万亿基建法案大看点》2021-10-29

4、《宏观周报 20211028：量化房地产税对地方财政和居民收入的影响》2021-10-28

5、《宏观周报 20211025：拜登基建大幅缩水涉及哪些领域？》2021-10-25

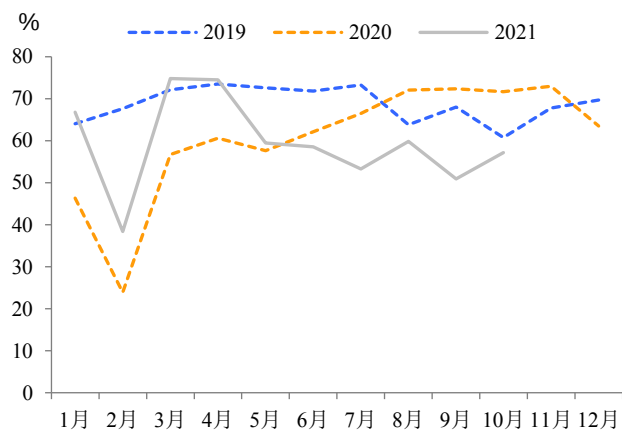
图 1：全国高炉开工率



注：2021 年 10 月数据为截至 29 日的月度均值。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

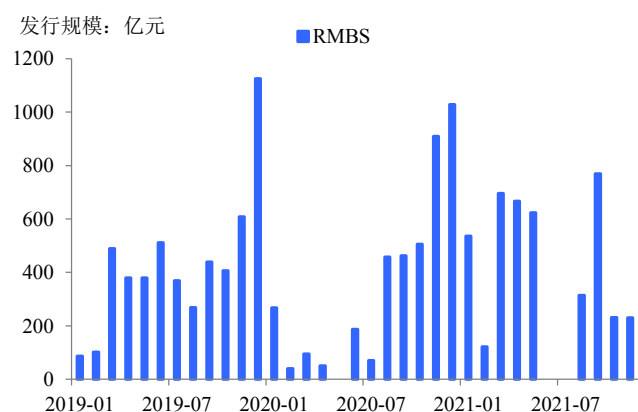
图 2：汽车轮胎开工率（含全钢胎和半钢胎）



注：2021 年 10 月数据为截至 28 日的月度均值。

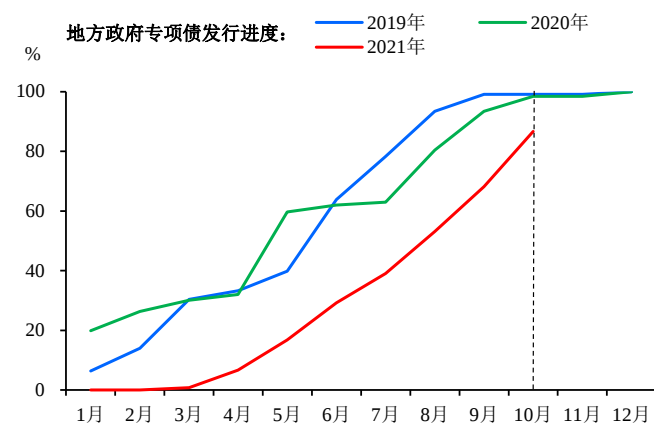
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：银行 RMBS（按揭贷款抵押证券）发行情况



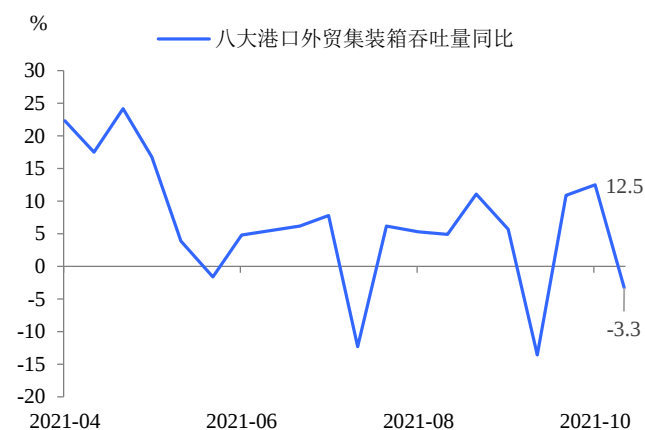
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021 年 9 月以来地方专项债发行明显加速



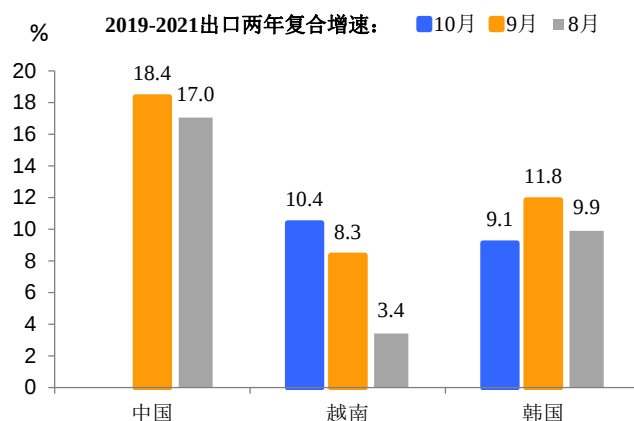
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 2021 年 10 月上、中旬八大港口集装箱外贸吞吐量同比分别为+12.5%、-3.3%



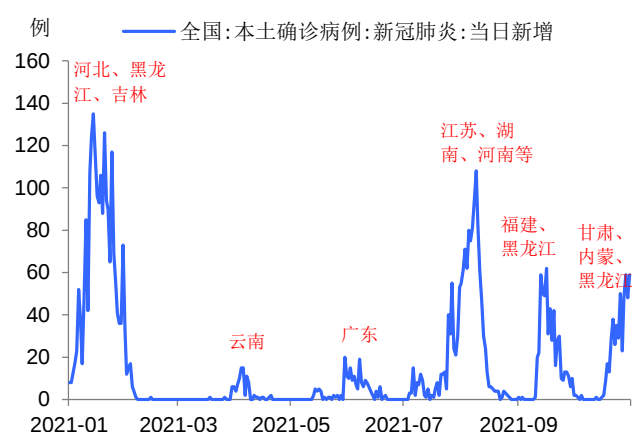
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年越南 10 月出口两年复合增速较 9 月提升



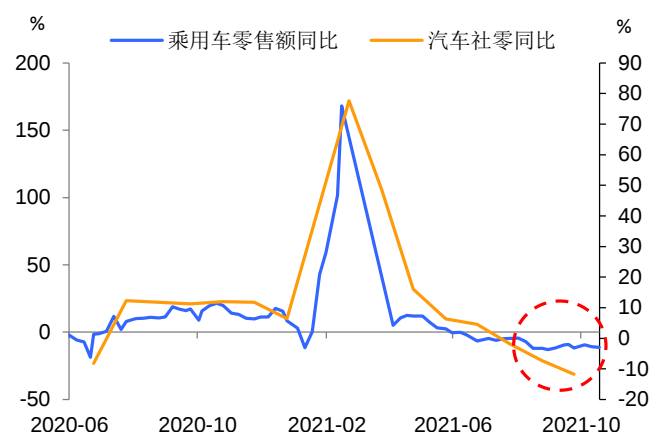
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2021 年 8、9、10 月国内都出现了局部疫情



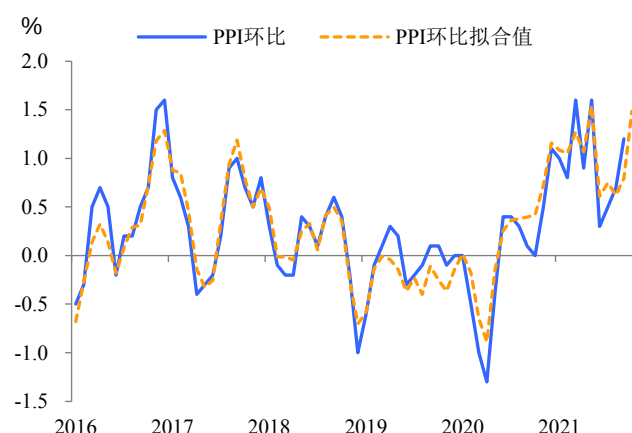
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 乘用车销售受“缺芯”持续影响



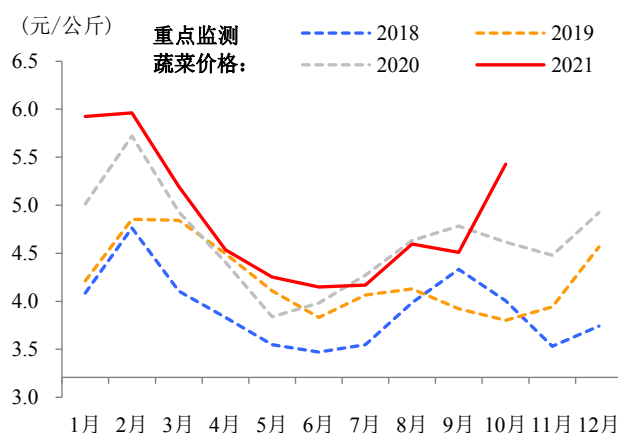
数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图 9: 2021 年 10 月 PPI 环比继续加速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2021 年 10 月蔬菜价格超季节性上涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 2021 年 10 月经济指标预测

指标	公布日期	2021 年 10 月预测值 (东吴宏观预测)	2021 年 10 月预测值 (Wind 一致预测)	2021 年 9 月
工业增加值(%)	2021 年 11 月 15 日	3.1	3.9	3.1
固定资产投资:累计(%)	2021 年 11 月 15 日	6.0	6.9	7.3
CPI(%)	2021 年 11 月 10 日	1.6	1.1	0.7
PPI(%)	2021 年 11 月 10 日	12.4	11.7	10.7
社会消费品零售(%)	2021 年 11 月 15 日	3.7	3.3	4.4
出口(%)	2021 年 11 月 7 日	26.6	24.1	28.1
进口(%)	2021 年 11 月 7 日	25.0	32.4	17.6
贸易顺差(亿美元)	2021 年 11 月 7 日	754.3	740.0	667.6
M2(%)	2021 年 11 月 10 日-15 日	8.3	8.3	8.3
人民币贷款(%)	2021 年 11 月 10 日-15 日	11.9		11.9
人民币贷款:新增(亿元)	2021 年 11 月 10 日-15 日	8000.0	6500.0	16600.0
社会融资规模(亿元)	2021 年 11 月 10 日-15 日	16000.0	13000.0	29000.0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

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_28654

