

政策定力高于预期意味着什么——月度宏观经济回顾与展望



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 四季度已经过去三分之一，宏观经济下行压力凸显。三季度 GDP 破 5 的背后既有疫情反复、缺煤缺电等暂时的瓶颈，也有中下游行业利润空间被挤压、国内消费需求低迷等中长期的问题。但即便如此，政策仍有充分的定力，这种定力甚至超出了前期预测，体现在：
- **10 月份积极的公开市场操作压缩了降准预期。**10 月央行净投放 1600 亿元，虽然弱于 9 月（5900 亿元），但仍多于过去的 6、7、8 月，尤其是最后一周（10 月 23-29 日），在前一周已有 2600 亿元净投放的情形下再次新增净投放 6800 亿元。此外，10 月 15 日，人民银行召开 2021 年第三季度金融统计数据发布会，“央行将综合考虑流动性状况、金融机构需求等情况，灵活运用 MLF、公开市场操作等多种货币政策工具，适时适度投放不同期限流动性，熨平短期波动，满足金融机构合理的资金需求，保持流动性合理充裕。同时，结构性货币政策工具的实施在增加流动性总量方面也将发挥一定的作用”的表态也削弱了市场对四季度降准的预期。
- **在大宗商品价格尚未平复的时间点出台“双碳”顶层规划。**10 月 24 日中共中央、国务院印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》（下称《意见》），意味着“1+N”政策体系中最关键的一环已经形成。《意见》对行业的要求严格、态度分明（例如能源、钢铁、有色金属、石化化工、建材、交通、建筑行业要制定碳达峰实施方案；钢铁、煤炭行业去产能要进行“回头看”，等等），进一步表明**产业结构的深度调整已箭在弦上。且值得注意的是，相较顶层设计，行业层面上的规划或更加严格**，以近期出台的《关于推动城乡建设绿色发展的意见》为例，其中提到要“大力推广超低能耗、近零能耗建筑，发展零碳建筑”，对比《意见》中的表述“加快推进超低能耗、近零能耗、低碳建筑规模化发展”来说要求是更高的。**在当下出台“双碳”顶层文件，说明短期的供需错配并没有对政策节奏形成太大冲击，价格波动没有使政策失去定力。**
- **在房地产产业链走弱的背景下开启房地产税新一轮试点。**开年至今，多地“土拍”遇冷，流拍成为常见事件，部分城市房地产价格的下跌幅度甚至导致“限跌令”的出台。但与此同时，房地产税作为长效调控机制的重要一环开始启动，新一轮试点城市的名单可能很快就会公布，对预期或多或少存在影响。
- **为何政策定力高于预期？这又意味着什么？我们认为，市场需要适应经济增速下台阶的过程，同时加深理解“稳增长”在经济新常态下的内涵——稳增长将更着重企业微观主体（尤其是中小企业）、民生（尤其是共同富裕），和体制机制问题（如电价改革），定向破除阻碍经济增长的关键瓶颈，而传统宏观政策（如土地财政与地方政府高杠杆共同拉动下的基建、降准降息等货币政策手段）正在逐步弱化。**以当前阶段为例，虽然降准、降息的可能性在降低，但有其他政策针对性出台，包括：（1）制造业中小微企业可延缓缴纳 2021 年第四季度部分税费；（2）各地重大项目除交通之外，还集中在能源、信息化等领域，后者是未来阶段更重要的投资导向；（3）“双减”、“房住不炒”等政策既是对行业本身的规范，也将从更深层次改变居民的消费方式，引导内需扩张。
- 风险提示：阶段性税收缓缴措施效果不及预期，影响宏观经济增速；房地产税试点政策引发市场信心变动超预期，土地市场低迷削弱地方财力。

报告发布日期

2021 年 11 月 10 日

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

联系人 孙国翔

sunguoxiang@orientsec.com.cn

相关报告

限电限产如何影响工业增加值和行业景气度——月度宏观经济回顾与展望：	2021-10-07
动能放缓后如何看待政策关注点：宏观经济月度回顾与展望	2021-09-13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

政策定力高于预期意味着什么？	3
经济数据回顾与展望	4
重点关注冬季电煤刚需和电价传导	4
GDP 增速破 5，高耗能企业生产活动放缓	4
汽车供应链迎来边际修复	5
重点关注第三轮集中供地对地产投资的影响	5
后续出口有望保持强劲增长	5
风险提示	6

图表目录

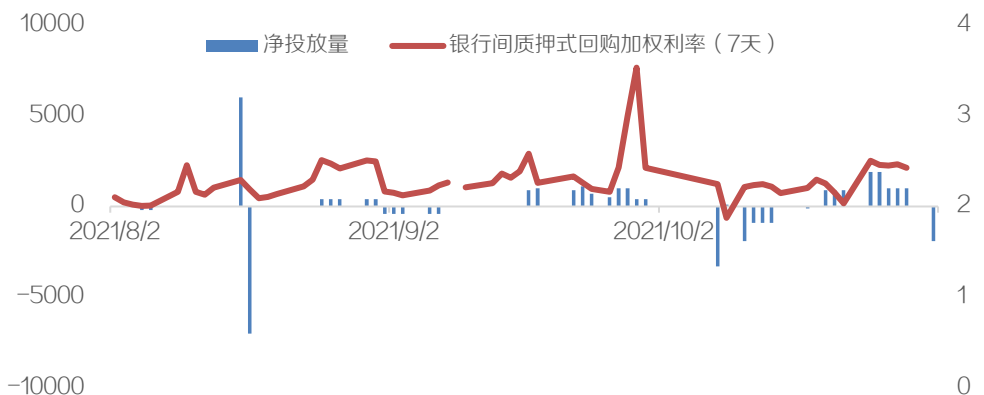
图 1：央行公开市场净投放（亿元）与 R007（%，右）	3
------------------------------------	---

政策定力高于预期意味着什么？

四季度已经过去三分之一，宏观经济下行压力凸显。三季度 GDP 破 5 的背后既有疫情反复、缺煤缺电等暂时的瓶颈，也有中下游行业利润空间被挤压、国内消费需求低迷等中长期的问题，但即便如此，政策仍有充分的定力，这种定力甚至超出了前期预测：

一是 10 月份积极的公开市场操作压缩了降准预期。10 月央行净投放 1600 亿元，虽然弱于 9 月（5900 亿元），但仍多于过去的 6、7、8 月，尤其是最后一周（10 月 23-29 日），在前一周已有 2600 亿元净投放的情形下再次新增净投放 6800 亿元。此外，10 月 15 日，人民银行召开 2021 年第三季度金融统计数据发布会，央行货币政策司司长孙国峰表示，对于政府债券发行和税收缴款以及中期借贷便利（MLF）到期等阶段性影响因素，“央行将综合考虑流动性状况、金融机构需求等情况，灵活运用 MLF、公开市场操作等多种货币政策工具，适时适度投放不同期限流动性，熨平短期波动，满足金融机构合理的资金需求，保持流动性合理充裕。同时，结构性货币政策工具的实施在增加流动性总量方面也将发挥一定的作用”，这一表态也削弱了市场对四季度降准的预期。

图 1：央行公开市场净投放（亿元）与 R007（%，右）



数据来源：Wind，东方证券研究所

二是在大宗商品价格尚未平复的时间点出台“双碳”顶层规划。10 月 24 日中共中央、国务院印发《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》（下称《意见》），意味着“1+N”政策体系中最关键的一环已经形成。《意见》对行业的要求和限制态度分明（例如能源、钢铁、有色金属、石化化工、建材、交通、建筑行业要制定碳达峰实施方案；钢铁、煤炭行业要进行去产能“回头看”，等等），进一步表明产业结构的深度调整已箭在弦上，值得注意的是，相较顶层设计，行业层面上的规划或更加严格，以同在近期出台的《关于推动城乡建设绿色发展的意见》为例，其中提到要“大力推广超低能耗、近零能耗建筑，发展零碳建筑”，对比《意见》中的表述“加快推进超低能耗、近零能耗、低碳建筑规模化发展”来说要求是更高的。

在当下出台“双碳”顶层文件，一方面是因为产业规划、政策配套、金融工具等都要求顶层文件及早落地，但另一方面，这也表明短期的供需错配（10 月 PMI 显示，由于供给回落快于需求，价格上行的压力还在持续，购进价格指数和出厂价格指数分别为 72.1% 和 61.1%，高出上月 8.6 和 4.7 个百分点）并没有对政策节奏形成太大冲击，价格波动不会使政策失去定力。

三是在房地产产业链走弱的背景下开启房地产税新一轮试点。开年至今，在共同富裕、“房住不炒”的政策背景下，针对房地产开发商的“三道红线”、针对银行的房地产贷款集中度红线，叠加部分

房企的风险事件，导致市场对地产长期以来的信心有所转变，多地“土拍”遇冷，流拍成为常见事件，部分城市房地产价格的下跌幅度甚至导致“限跌令”的出台（如张家口《关于进一步加快完善房地产长效机制的通知》要求“新取得预售许可证的项目不得低于备案价格 85% 进行销售”）。但与此同时，房地产税作为长效调控机制的重要一环近期开始启动，10 月 23 日，全国人大授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点，这意味着新一轮试点城市的名单可能很快就会公布，相关税收对市场预期或多或少存在影响。

为何政策定力高于预期？这又意味着什么？我们认为，市场需要适应经济增速下台阶的过程，同时加深理解“稳增长”在经济新常态下的内涵——稳增长将更着重企业微观主体（尤其是中小企业）、民生（尤其是共同富裕），和体制机制问题（如电价改革），定向破除阻碍经济增长的关键问题，而传统宏观政策（如土地财政与地方政府高杠杆拉动下的基建、降准降息等货币政策工具）正在逐步弱化。以当前阶段为例，虽然降准、降息的可能性在降低，但有其他政策针对性出台，包括：（1）制造业中小微企业可延缓缴纳 2021 年第四季度部分税费；（2）各地正在加快推进“十四五”时期重大项目加快开工，根据媒体公开报道，9 月份共有 23 个省份开工重大项目 6646 个，除了交通之外，还集中在能源、信息化等领域，后者符合当前几个重要投资导向；（3）“双减”、“房住不炒”等政策既是对行业本身的规范，也将从更深层次改变居民的消费方式，引导内需扩张。

经济数据回顾与展望

重点关注冬季电煤刚需和电价传导

9 月 CPI 同比上涨 0.7%，前值 0.8%，环比增长 0%，前值 0.1%。整个三季度食品项严重拖累 CPI，9 月猪肉价格同比较上月下降 2 个百分点至 46.9%，降幅较 8 月小幅扩大。从高频数据来看，各地猪肉收储工作已有成效，10 月猪肉平均批发价回到 20 元/公斤，但考虑到前期存栏较多，四季度猪价上行空间有限。此外，李克强总理在广交会视察期间提及，今年粮食丰收已成定局，可以有力支撑居民消费价格平稳。尽管近期部分地区由于暴雨天气（如山东、河南、河北等）蔬菜价格涨幅较大，但综合来看今年整个四季度食品项不会形成通胀趋势。

非食品项对 CPI 形成一定支撑，9 月 CPI 非食品同比为 2.0%，高于前值的 1.9%。工业消费品价格上涨 2.8%，涨幅扩大 0.3 个百分点，其中汽油和柴油价格同比读数均上升。目前 OPEC+ 对飙升的石油需求仍持谨慎的态度，需关注后续相关商品价格是否会带动四季度非食品项上行。

PPI 同比上涨 10.7%，前值 9.5%，环比上涨 1.2%，前值 0.7%。9 月煤炭供需之间仍有缺口导致煤炭价格迅速上涨，并传导至上游制造业（特别是高耗能行业）。展望后续，煤炭价格预计还将高位运行（今年冬电煤大概率低库存入冬），但在煤炭市场保供稳价、房地产和基建表现一般、中下游企业利润受到挤压、工业品需求增长空间有限的背景下，煤炭价格的上涨空间已经不大。

GDP 增速破 5，高耗能企业生产活动放缓

第三季度 GDP 同比增长 4.9%，疫情、汛情、“缺煤缺电”等多种冲击是三季度 GDP 增速“破 5”的重要推手。9 月规模以上工业增加值同比增长 3.1%，较上个月下降 2.2 个百分点，两年复合增长 5.0%，较上个月下降 0.4 个百分点，多地“限电限产”和双控政策加码对制造业影响较大，9 月粗钢、水泥、生铁产量同比降幅分别扩大 8.0、7.8、5.0 个百分点。

工业增长已过高点,目前生产主要面临的问题还在延续。10 月份 PMI 显示企业经营压力只增不减,原材料购进价格分项上升 8.6 个百分点的情况下总体 PMI 却下降了 0.4 个百分点。近期河南、江苏等地部分钢厂仍受限电影响,在煤炭优先保障居民用电的情况下,我们预计后续工业企业供电仍将受限,上游高耗能工业品生产放缓将进一步拖累整体工业增加值增速。

汽车供应链迎来边际修复

9 月社会消费品零售总额当月同比 4.4%,较上月上升 1.9 个百分点,两年复合增速为 3.8%,较前值上升 2.3 个百分点。疫情阶段性缓和叠加中秋节错位,消费如期反弹,但如同上个月所预测,增速仍然偏低,体现在最终消费支出对 GDP 的拉动要低于第二季度。10 月仍有疫情持续扰动,此外国庆假期短于去年,预计 10 月份接触式消费修复斜率会放缓。

汽车“缺芯”问题延续,但供应链逐步改善或使汽车消费下行斜率得到边际修复。9 月份汽车消费继续下降,对消费整体形成拖累,汽车消费当月同比为-11.8%,较上月下降 4.4 个百分点,两年复合增速为-1.0%,较上月下降 2.7 个百分点。四季度后“缺芯”对汽车交付的影响或能改善,近期工信部组建汽车半导体推广应用工作组,多次组织召开工作协调会,充分发挥地方政府、整车企业和芯片企业的力量,加强供需对接和工作协同,共同推动提升汽车芯片供给能力。乘联会各类型轿车销量两年复合增速显示,受“缺芯”影响较大的 C 型(中高端车型)销量出现边际改善,销量增速上升 4.3 个百分点至-4.3%(A、AO、AOO(中低端车型)和 B 型(中端车型)增速分别下降 2.1 和 0.1 个百分点)。

重点关注第三轮集中供地对地产投资的影响

今年 1-9 月固定资产投资累计同比 7.3%,较前值下降 1.6 个百分点,两年复合增速为 3.8%,较前值下降 0.2 个百分点。去除价格因素考察,制造业投资已处于下行通道,固定资产投资-PPI 累计同比 0.6%,较前值下降 1.9 个百分点,两年平均增速则由上月的 2.2%下降至 1.7%。受制于“双控”政策,三季度制造业产能利用率下降 0.3 个百分点至 77.9%,这将进一步抑制上游行业扩产动力,同时上游仍在挤压下游企业的利润,不宜高估中下游投资修复斜率。此外,虽然专项债发行提速,但资金和项目之间存在一定时间差,导致 9 月基建投资两年复合增速略有加快但增速仍然偏低;房地产投资也在下滑,1-9 月房地产开发投资两年复合增速为 7.2%,较 1-8 月回落 0.5 个百分点,竣工面积增速大幅回落,较上个月下降 1.5 个百分点。后续不妨关注第三轮集中供地的规则、结果以及释放的房地产企业信心信号。

后续出口有望保持强劲增长

9 月出口再创历史新高,同比增长 28.1%(美元口径),较前值上升 2.5 个百分点,两年复合增速 18.4%,较前值上升 1.4 个百分点,外需整体偏强推动消费类(除汽车)和资本投入类产品出口两年复合增速继续上行,且有望保持到四季度,支撑因素包括:(1)订单存在粘性,“替代效应”红利消退较缓;(2)10 月份美国贸易代表戴琪宣布将会启动有针对性的关税排除程序,并提出有关中美第一阶段贸易协议的议题,对于相关贸易来说具有一定积极意义;(3)当下全球疫情逐渐好转,发展中国家经济复苏或带动全球贸易扩张。

风险提示

阶段性税收缓缴措施效果不及预期，中小企业利润持续受到挤压，影响宏观经济增速；

房地产税试点政策引发市场信心变动超预期，土地市场低迷削弱地方财力；

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_29251

