

中国经济继续回落 货币政策开始转向宽松

宏观经济 2021年11月动态报告

核心内容:

- **新冠疫情仍然长时间影响经济** 新变种病毒再次来袭，虽然暂时疫情前景并不明朗，但全球在慢慢的适应与新冠病毒共存。中国经济与世界经济再次出现背离，这种背离是疫情期间选择的货币政策不同带来的。
- **中国经济下行，未来仍然有压力** 经济数据继续出现变化，但下行趋势不变。供给端的约束有所减弱带来了本月部分经济指标回弹，但下行压力仍然较大：(1) 我国出口增速会逐步回落，疫情下我国的出口韧性已经充分显现，再次提升出口份额难度较大；(2) 国内消费稍有回稳，但疫情和居民收入增速缓慢仍然在影响消费；(3) 严格的房地产调控已经带来效果，房地产投资增速快速走低；(4) 基建行业持续低迷，托底后上行速度并不快。
- **货币政策已经转变** 央行3季度货币政策报告以及12月份的政治局会议均表明要以稳增长为主，12月央行再次开启降准，而未来降息可能发生。政策层面对房地产金融的态度已经放松，房地产企业金融最困难的时间已经过去。中国央行的货币政策已经开始转变，但速度仍然偏缓。我国经济企稳需要看到信贷和社融增速出现实质性的变化，这种实质性的变化需要对房地产更加宽容，以及积极推进财政投资。
- **通胀预期是要关注的主要问题** 通胀上行会直接影响未来的货币政策。我国通胀现阶段仍然属于温和，虽然预期2022年通胀会有所走高，但主要的逻辑在于猪周期的重新开启。11月份通胀的走高也是由于猪肉价格的快速反弹带动。通胀现阶段在全球范围内出现了不同的变化，发达国家通胀走高，发展中国家有的通胀相对稳定，有的处于失控。鉴于原油价格已经处于高位并且在12月份略有下滑，通胀未来可能会逐步缓解。
- **通胀决定美联储提前加息** 通胀现阶段决定了美联储的货币政策，美联储已经确定要提前加息。除美联储外，发达国家央行均发布了货币正常化路线图，美国及发达国家的央行收缩会带来全球市场风险下降，给新兴市场国家带来流动性压力。

主要风险：新冠疫情再暴发以及新冠疫苗失效的风险、通胀风险

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

目录

一、我国经济回落 货币政策偏向宽松	3
(一) 新冠病毒成为经济需要长期考虑的因素	3
(二) 美联储加息预期提前	4
(三) 能源价格大幅回落	4
(四) 货币环境转为宽松	6
二、国际经济观察	6
(一) 美国：美国经济预期仍然较高 美联储正式缩减 QE	6
(二) 欧元区：欧洲经济回升	12
三、国内经济：经济全面回落	14
(一) 制造业仍然回落 但上升动能逐步累积	14
(二) 生产：工业生产稍有反弹，制造业仍然低迷	16
(三) 需求端：受疫情影响低于预期	18
1、消费：消费超出预期，价格占主要因素	18
2、投资：基建缓慢反弹，房地产继续回落	20
(四) 进出口：进出口动能逐步走弱，疫情扭曲缓解	23
(五) 通胀：极端天气和燃料短缺推升通胀 CPI 升 PPI 降将持续至春节	25
1、CPI：物价受天气、燃料价格影响上行	25
2、PPI：PPI 已到顶点，未来逐步回落	27
四、金融：稳增长重回首位	28
(一) 央行对信贷投放仍然缓慢	29
(二) 货币市场利率平稳，货币环境稍有放松	30
五、国内外主要风险	30

一、我国经济回落 货币政策偏向宽松

2021年新冠疫情仍然在干扰经济，全球整体表现出了后疫情时期的特征。经济整体处于修复增长阶段，全球贸易有所上升。新冠疫苗接种速度的不同以及新冠疫情的控制不同带来了全球经济恢复速度的不同。各国需求和生产恢复速度的差别以及交通物流的不畅带来了全球供给和需求的失衡，从而使得商品期货市场的预期更为混乱。各国经济修复的程度以及通胀预期下，各国的货币政策出现分化。全球物流链条、需求链条、供给链条均处于不平衡的状态。

4季度我国经济持续下滑速度仍然较快，秋季生产高峰直接消失，9、10月份我国生产增速持续低迷。持续下行的经济会带来流动性宽松的预期，央行3季度货币政策报告以及12月份的政治局会议均表明要以稳增长为主，12月央行再次开启降准，而未来降息可能发生。政策层面对房地产金融的态度已经放松，房地产企业金融最困难的时间已经过去。中国央行的货币政策已经开始转变，但速度仍然偏缓。

我国经济企稳需要看到信贷和社融增速出现实质性的变化，这种实质性的变化需要对房地产更加宽容，以及积极推进财政投资。我国经济4季度仍然惯性下滑，2022年中旬有企稳预期。

通胀预期也是我国未来要关注的主要问题，通胀上行会直接影响未来的货币政策。我国通胀现阶段仍然属于温和，虽然预期2022年通胀会有所走高，但主要的逻辑在于猪周期的重新开启。11月份通胀的走高也是由于猪肉价格的快速反弹带动。

通胀现阶段在全球范围内出现了不同的变化，发达国家通胀走高，发展中国家有的通胀相对稳定，有的处于失控。鉴于原油价格已经处于高位并且在12月份略有下滑，通胀未来可能会逐步缓解。

通胀现阶段决定了美联储的货币政策，美联储已经确定要提前加息。除美联储外，发达国家央行均发布了货币正常化路线图，美国及发达国家的央行收缩会带来全球市场风险下降，给新兴市场国家带来流动性压力。

（一）新冠病毒成为经济需要长期考虑的因素

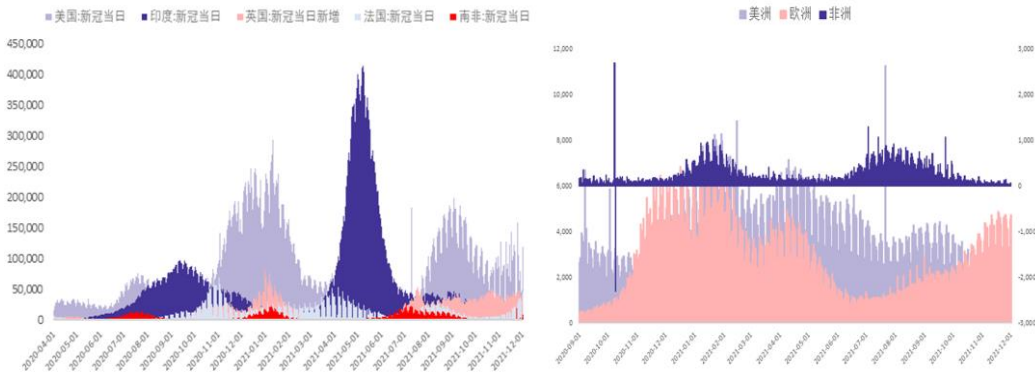
新冠疫情仍然没有停歇，继变异病毒Delta之后，变异病毒Omicron再次受到全球警惕。新变异病毒的出现至今并没有明确的结论，参考Delta病毒，如果病毒逃逸率较高，需要新的疫苗接种，那么新变异病毒将影响3个月经济，也就是2022年1季度经济会受到影响。

新冠病毒再次全球大流行的概率仍然较小，但是新毒株会短期影响到各国经济运行，中国仍然执行新冠疫情“零容忍”，东南亚国家也在考虑重新封闭。但更多的国家已经在考虑重新开放，欧洲已经重新开放边境，美国与11月18日允许注射完疫苗的人入境，英国和新加坡下调了新冠疫情的风险级别。2022年随着新变异病毒被逐渐解析，各国开放的步伐不会停滞，中国预计在2022年6月份有条件的开放边界。

新冠病毒和新冠疫苗的注射仍然是影响全球经济运行的因素之一，由于疫情的复杂性，全球要做好与疫情共处的准备，预计这种“共处”与“冲击”的模式会在未来2年影响各国的经济运行。

图1：主要国家新冠疫情单日新增人数

图2：每日新冠死亡人数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

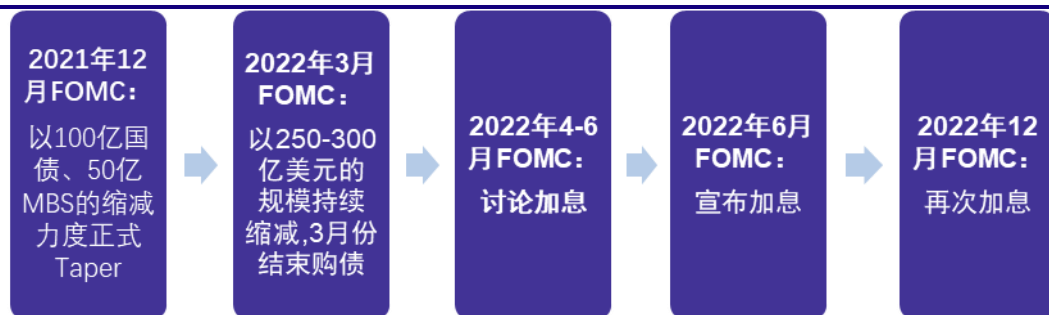
(二) 美联储加息预期提前

美国通胀持续处于高位,核心 PCE 继续走高。12月6日,美联储内部将正计划在下周举行的 FOMC 会议上加速 Taper 进程,改为明年3月结束购债。四周前,美联储宣布在明年6月结束每月 150 亿美元的购债规模。

11月30日鲍威尔演讲中把物流阻塞列入了通胀的考虑因素,承认美联储没有考虑到物流对于通胀的影响。现阶段物流延迟已经是通胀的主要原因,并且物流延迟的风险随着新变种病毒出现再次增加,并且短时间看不到缓解。美国劳动力市场上最低工资标准现阶段在持续上行,虽然暂时没有出现工资通胀螺旋,但美联储仍然要警惕之后出现的变化。

美国经济先行指数再次上行,预示着美国经济状况仍然较好。美国房地产走高,生产虽然有所下行,但主要原因在于物流和人工,消费仍然保持高位。在经济再次回升的时刻美联储决定加息提前。

图 3: 美联储缩表加息进程



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 能源价格大幅回落

能源价格回落利好了全球通胀,原油价格走低使得各国通胀压力降低。而我国煤炭价格下滑也显示了政策对于产品价格的干预更为直接。原油价格未来仍然有利多因素,主要观察疫情的变化情况。我国煤炭价格仍然受到双控影响,现阶段价格稳定后,可能处于缓慢上行的状态。

2020年12月中央经济工作会议把碳中和碳达峰列为了2021年的经济工作内容，我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，力争2060年前实现碳中和。2021年的“碳中和”工作有着更高的产业逻辑和政治目标，但现阶段在具体施行步骤与2016年相似。2016年由于我国重化工业产能严重过剩，产品价格处于低位，环保问题严峻，为了化解过剩产能，由中央加大环保督察，强制安排产能退出。

2021年更具体的碳排放指标下，关闭产能实施更加严格，9月份发改委发布了《上半年各地区能耗双控目标完成情况表》，9-10月份强制限产延续，全国性限电出现。双减政策下，部分产品出现短缺，致使价格上行。煤炭供给短缺致使煤炭价格大幅上行，煤炭短缺是由于澳大利亚焦炭进口受限、蒙古疫情以及国内环保部分产能关停。而煤炭价格的大幅上行使得火电发电亏损，发电厂降低发电量。另一方面，双减目标下，发电量本身就受到限制，为了完成目标的关停重工业产能时有发生。

表 1：双控政策变化

日期	机构	内容
9月29日	发改委答记者问	一是在确保安全的前提下全力增产增供。二是进一步核增和投产优质产能。三是适度增加煤炭进口。支持企业用好国际资源，保持适度进口规模，有效补充国内供应。四是着力提升存煤水平。五是重点保障发电供热用煤需要。
10月8日	国常会	有关方面…采取一系列措施加强能源供应保障。保障能源安全，保障供应链产业链稳定：（1）民生优先；（2）推动煤矿释放产能，加快露天煤矿投产，交通优先保障煤炭；（3）支持煤电企业增加电力供应；（4）完善煤电价格机制；（5）推动风电、光伏建设，做好煤、气、油储备；（6）遏制两高项目盲目发展。
10月12日	发改委	发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》。一是有序放开全部燃煤发电电量上网电价。燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价。二是扩大市场交易电价上下浮动范围。将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，扩大为上下浮动原则上均不超过20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。三是推动工商业用户都进入市场。四是保持居民、农业、公益性事业用电价格稳定。
10月19日	发改委	研究依法对煤炭价格实施干预措施；组织召开煤电油气运重点企业保供稳价座谈会。
10月19日	郑交所	严厉查处资本恶意炒作动力煤期货
10月20日	国常会	一要确保冬季北方地区特别是东北供暖。全力保障供暖用煤生产和运输。依法打击煤炭市场炒作。二要保障北方重点地区取暖用气。坚持宜煤则煤、宜电则电，实事求是、因地制宜保障群众取暖。三要充分发挥煤电油气运保障机制作用，做好日调度、周平衡。科学实施有序用电，做好“压非保民”预案。
10月21日	发改委	发改委发布关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见 。到2025年，通过实施节能降碳行动，钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业和数据中心达到标杆水平的产能比例超过30%。首批聚焦能源消耗占比较高、改造条件相对成熟、示范带动作用明显的钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业和数据中心组织实施。
10月22日	发改委	发改委价格司召集中国煤炭工业协会和部分重点煤炭企业开会，研究制止煤炭企业谋取暴利、保障煤炭价格长期稳定在合理区间的政策措施。
10月22日	国税总局	煤电和供热企业可缓缴四季度应缴税款；下一步将精准对接煤电和供热企业涉税需求。
10月24日	发改委	国家发展改革委价格司在组织地方对煤炭生产流通企业进行成本调查的基础上，会同价格成本调查中心组成多个调查组，赴有关省对重点煤炭生产企业和流通企业进行实地调查，为确定煤炭价格合理区间和制止煤炭企业牟取暴利提供依据。

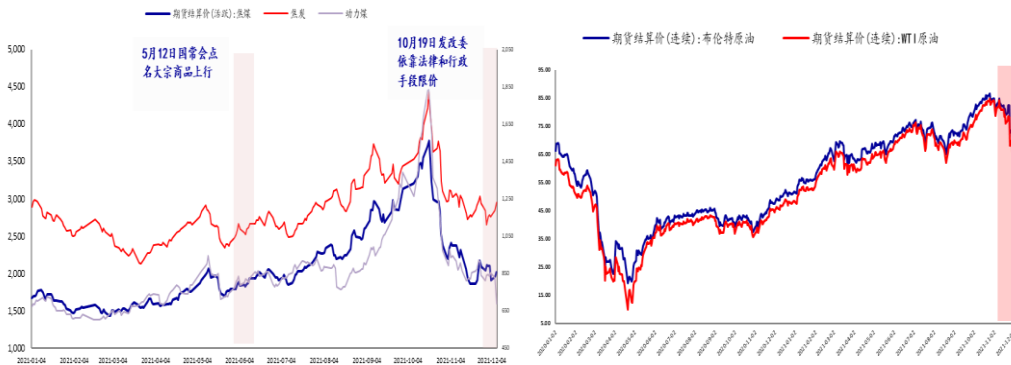
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

10月19日发改委对煤炭价格实施干预措施，随后以动力煤为首的能源价格快速下跌。截止12月5日，动力煤已经比高点10月19日的价格下行了53%，价格出现了剧烈的波动。原材料价格在11月份基本平稳，但减排和碳中和的目标没有改变，原材料价格仍然需要关注后续的供给变化。

原油和天然气价格也出现回落，主要是新冠疫情变种病毒再次爆发，加上OPEC仍然按计划增产使得原油市场较为紧张。前期不断上行的原油价格使得各国通胀压力加大，美国可能释放战略储备也打压了原油市场。而不断好转的天气使得天然气价格回落。

图 4：焦煤、焦炭和动力煤价格（元/吨）

图 5：原油期货价格（美元/桶）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

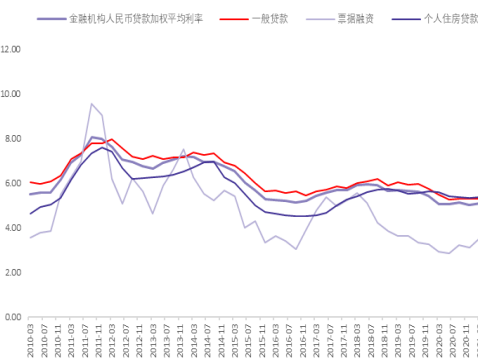
(四) 货币环境转为宽松

12月初我国再次降准,这是为了对冲不断下行的经济增速而放松了货币政策。12月份的政治局会议也显示稳增长成为经济工作最重要的目标,而稳增长需要货币政策支持。

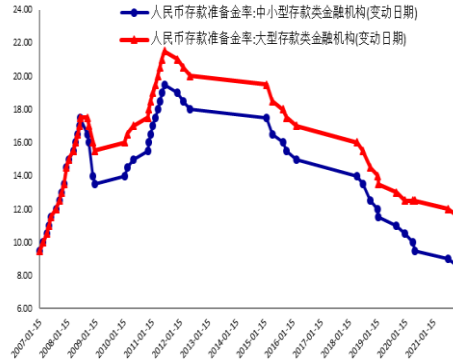
我国货币政策在明确降准前就已经在调整货币政策基调,逐步宽松是较为明确的。3季度的货币政策报告明确删除了控制货币总闸门字眼,同时3季度金融数据发布会就已经明确房地产金融的放开。4季度央行继续实施稳健的货币政策,但货币环境已经转为稍宽松的操作目标,未来利率水平仍然需要持续下滑。

图6: 金融机构贷款利率 (%)

图7: 超额准备金率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、国际经济观察

(一) 美国: 美国经济预期仍然较高 美联储正式缩减QE

美国10月份经济继续回落,工业生产走低,消费意外高位,通胀保持高位,就业逐步好转。产业链的供给压力已经影响到了美国的生产,最新的PMI数据显示原材料供应短缺仍然较

为严重。产业链的压力持续传导至生产端与消费端，预计 2022 年才会有所好转。消费者虽然对高通胀表达不满，但随着疫情的好转，消费热情仍然较为高涨，这是劳动力市场给与消费者的信心。继 3 季度经济较为低迷后，近 4 周美国经济先行指数再次回升，供应链问题在逐步好转。

11 月 4 日，美联储宣布将基准利率维持在 0%-0.25% 不变。美联储 FOMC 声明显示，将于 11 月启动缩债计划，将每月资产购买规模减少 150 亿美元；将于 12 月加快缩债步伐，将每月国债和 MBS 购买量分别调整至 700 亿和 350 亿美元。

对于经济增长，美联储认为美国经济发展道路将继续取决于疫情的进程。疫苗接种进程和供应限制的缓解将支持经济活动和就业的持续增长，同时降低通货膨胀的水平。美联储寻求在较长期实现充分就业和 2% 的通胀率。由于通胀持续低于这一长期目标，美联储允许通胀在一段时间内适度高于 2%，以便随着时间的推移使长期平均通胀达到 2%，且使长期通胀预期牢牢锚定在 2% 的水平。美联储预计将保持宽松货币政策立场，直到实现这些结果。委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25%，并预计在劳动力市场状况达到美联储目标的水平之前维持该目标水平。

鉴于自去年 12 月以来经济在实现委员会目标方面取得了重大进展，委员会决定开始将其每月净资产购买速度减少 100 亿美元购买国债和 50 亿美元购买机构抵押贷款支持证券。晚些时候开始，美联储将每月至少增加 700 亿美元的美国国债和每月至少 350 亿美元的机构抵押贷款支持证券。从 12 月开始，委员会将每月至少增加 600 亿美元的美国国债和每月至少 300 亿美元的机构抵押贷款支持证券。委员会认为，每个月都可能适当降低净资产购买速度，但如果经济前景发生变化，会准备调整购买速度。与上一次缩减 QE 不同，本次美联储缩减 QE 按月进行缩减，而不是按照会议进行缩减，缩减的速度略快。

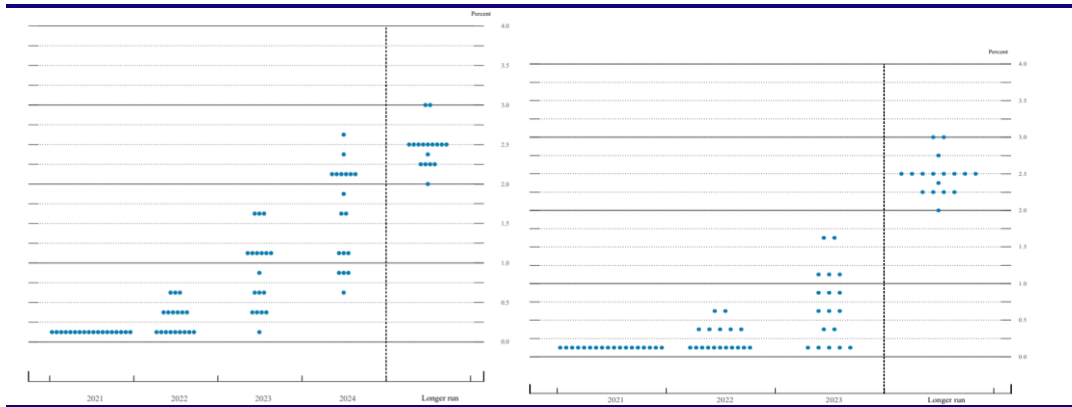
美联储主席鲍威尔在利率决议后的新闻发布会上强调，减码购债的时机对加息没有直接信号意义，11 月货币政策会议的侧重点在于减码购债，而不是加息。鲍威尔表示，到明年第二或第三季度，通胀率有望下降，加息时间将“取决于经济的路径”，现在还不是提高基准利率的时候。

此次的政策声明是被市场推动的，几乎可以说是在市场的压力下，鲍威尔宣布了缩减 QE。因为从鲍威尔的言辞可以看出，整体基调依旧偏鸽派，对于通胀方面的解释还是打上了“暂时”的标签。从市场资产的走势也凸显了一点，美联储依旧容忍通胀，不急于收紧政策，打消了市场明年两次加息的可能。

美联储声明比市场预期的要温和得多，美联储可能不会在明年 7 月或 9 月加息，而是等到明年 12 月的最后一次会议再加息。鲍威尔极力强调完成缩减 QE 与开始加息（即收紧政策）之间有很大空间，是两件截然不同的事情。美联储对于自己的判断并没有出现太大转折，并不想给市场来一个 180 度的大转弯。只有在市场完全消化了预期后，才会缓慢推出市场想看到的措施，确保市场不会出现混乱。

图 8：美联储 9 月点阵图

图 9：美联储 6 月点阵图



资料来源：美联储

资料来源：美联储

11月1日，美国供应商管理协会（ISM）制造业指数录得60.8，比上个月下滑0.3，主要由于供应链问题仍然存在挑战，拖累美国的制造业活动。美国供应管理协会（ISM）公布的数据显示，物价支付指数继续攀升，新订单指数低迷。10月份新订单指数录得59.8，创2020年6月份以来新低，比上个月下滑6.9；物价指支付指数达到85.7，比上个月上行4.5，创最近三个月新高，这表明原材料成本继续攀升。就业指数52，刷新三个月高位，9月为50.2。制造业供应交付分项指数为75.6，创最近五个月新高，凸显出供应交付时间延长，意味着众多生产商因为原材料问题而面临更长的订货时间。劳动力供应短缺、时有发生停工、以及创纪录的商品进口，都加剧了交付时间遭到推迟。

面对不断增长的需求，企业和供应商需要克服的挑战达到史无前例的水平，制造业所有领域都受到创纪录的原材料交付周期、关键材料持续短缺、大宗商品价格上涨以及产品运输困难的影响。计算机和电子产品制造商表示，全球供应链问题仍在继续。从中国获得任何东西几乎是不可能的——极度延误。微芯片和断路器的短缺仍在继续，预计将持续到2022年。10月美国制造企业继续因为供应链问题承压，供应商交货时间延长，库存指标升高。ISM的供应商交货指标升至五个月高位，表明生产商面临更长的原材料交货时间。劳动力短缺，间歇性停工和创纪录的商品进口使美国港口不堪重负，延误了交付时间。这也导致库存指标急剧上升，达到1984年以来的最高水平。新订单减少一定程度上令积压订单增长速度放缓。更高的成本正在转嫁给消费者，再加上工资的飙升，令人担心高通胀可能会更加持久，而不是像美联储主席杰罗姆鲍威尔一再主张的那样短暂。

11月1日公布的10月Markit制造业PMI初值录得58.4，比上个月下行0.8，HIS_Markit

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_30954

