



高瑞东：供给约束放松，经济企稳回升



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

四季度，预计固投、消费、出口同比表观增速，会因为基数垫高继续下滑。但在宏观调控政策继续发力和外需韧性较强的背景下，预计经济两年复合增速将在四季度回升，新动能恢复情况可能会好于市场预期。11月24日国常会提出经济出现新的下行压力，11月18日企业家座谈会重提“六稳六保”，意味着宏观调控中稳增长的权重再次提升，政策将对经济持呵护态度，一方面财政政策将持续发力，另一方面房地产融资、限产限电政策也已经出现了适度纠偏。

一、11月核心数据预测

11月，保供稳价作用显现，能耗双控影响减弱，上游利润占比回落，企业盈利增速步入下行区间，制造业扩张明显改善，房地产投资下滑速度将放缓，基建投资动能有望反弹，出口韧性十足。通胀方面，PMI原材料、出厂价格指数快速回落，预计PPI见顶回落，CPI加快上行。流动性方面，政策纠偏及预期引导下，信贷投放边际改善，叠加专项债等直接融资提速，预计社融增速将小幅反弹。

表 1: 11 月核心数据预测

数据口径			2020 年 累计	2021 年						
				5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月预测
流动性	社融	存量同比 (%)	13.3	11.0	11.0	10.7	10.3	10.0	10.0	10.2
	信贷	社融口径新增 (万亿)	19.6	1.5	2.3	1.1	1.2	1.7	0.8	1.4
价格	CPI	单月同比 (%)	2.5	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.4
	PPI	单月同比 (%)	-1.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.7
实体	固投	累计同比 (%)	2.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.4
	社零	单月同比 (%)	-3.9	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.2
	出口	单月同比 (%)	3.6	27.9	32.2	19.3	25.6	28.1	27.1	22
生产		单月同比 (%)	2.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.6
盈利		单月同比 (%)	4.1	36.4	20.0	16.4	10.1	16.3	24.6	16.5

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

二、实体：政策呵护下供给约束放松，经济企稳回升

四季度，预计固投、消费、出口同比表观增速，会因为基数垫高继续下滑。但在宏观调控政策继续发力和外需韧性较强的背景下，预计经济两年复合增速将在四季度回升，新动能恢复情况可能会好于市场预期。11 月 24 日国常会提出经济出现新的下行压力，11 月 18 日企业家座谈会重提“六稳六保”，意味着宏观调控中稳增长的权重再次提升，政策将对经济持呵护态度，一方面财政政策将持续发力，另一方面房地产融资、限产限电政策也已经出现了适度纠偏。

11 月社零增速，大概率因基数垫高出现回落，预计增速约为 3.2%，可选和必选消费表现继续突出。11 月，汽车销售继续下滑，去年基数垫高将对增速带来负向拖累，而居民出行小幅改善、CPI 温和上行、电商促销则带来正向拉动，预计社零数据单月同比增速约为 3.2%，单月两年平均增速相对 10 月小幅回落。考虑到电商“双 11”优惠力度较大，预计可选和必选消费表现将继续突出。

高频指标来看：（1）线下出行方面，居民出行继续小幅改善。8 个大城市的地铁客运量同比增速-1%，比 10 月的-4%小幅改善，不过依然远低于二季度。11 月，全国疫情整体可控、但依然有小范围疫情散发，疫情对于服务业依然存在扰动。11 月服务业 PMI 录得 51.1%，比 10 月的 51.6%继续小幅下滑，但高于 8 月的 45.2%，依然处于扩张区间。（2）汽车销售方面，11 月前三周主要厂商乘用车零售销量同比下降 18%，相对 10 月同期的-11%大幅下滑，市场销售仍然不理想。（3）价格方面，11 月蔬菜、鲜果、猪肉价格继续上行，预计 CPI 将延续温和复苏，向上拉动名义社零增速。（4）基数方面来看，去年四季度 11 月至 12 月，社零增速基数较高。即使是以 2019 年为基期，看两年复合，2019 年 11 月至 12 月的增速，也大幅高于 10 月。

预计 11 月份固定资产投资累计增速回落至 5.4%，在外需旺盛、供给约束放开的背景下，制造业增速有望高于市场预期。基建增速则会随着专项债发行继续反弹，房地产跌幅有望放缓。

1) 制造业投资: PMI 超预期回升, 内外需双双回暖, 恢复态势有望继续超市场预期。11 月, 供给端约束明显改善, 保供稳价作用显现, 制造业 PMI 超预期回升。11 月制造业 PMI 为 50.1%, 比上月回升 0.9 个百分点, 升至临界点以上, 生产、订单均出现回升。需求方面, 11 月出口预计依然维持高位, 基建则有望继续反弹; 盈利方面, 10 月下游企业盈利已经出现明显改善信号。在多个因素的支撑下, 预计制造业投资将继续维持复苏态势, 有望超市场预期。

2) 房地产投资: 商品房销售增速低位企稳, 开发商到位资金继续改善, 预计投资下滑速度将放缓。11 月 30 大中城市商品房成交面积同比下滑 21%, 相对 9 月低点的-30%继续小幅反弹。10 月开发商信贷政策也得到了适度纠偏, 开发商到位资金增速已经企稳回升。随着销售增速和到位资金低位企稳, 预计房地产投资下滑速度将放缓。

3) 基建投资: PMI 指标持续回升、专项债发行继续提速, 基建投资动能有望反弹。11 月建筑业 PMI 为 59.1%, 高于上月 2.2 个百分点, 生产和市场需求均加快扩。11 月专项债发行继续加快, 新增发行 5139 亿元, 与 9 月及 10 月持平。但是, 在 15 号文约束了城投公司的融资行为、财政部对于专项债项目考核趋严等因素的制约下, 10 月基建反弹的力度较弱。11 月, 预计基建依然能够维持扩张, 但是反弹力度较弱。

4) 综上, 预计 11 月份固定资产累计同比增速 5.4%, 两年平均增速基本与 10 月持平。

PMI 领先指数回升、出口运价回落、圣诞货物出口旺盛，预计 11 月出口单月增速 22%，单月两年平均增速继续上行。不过，考虑到出口今年以来持续超市场预期，叠加随着 11 月新出口订单继续回升，预计市场对于出口的韧性已经有一定预期。

高频数据来看：(1) 新 11 月新出口订单 PMI 继续回升，11 月新出口订单指数为 48.5%，高于上月 1.9 个百分点。(2) 11 月上旬，虽然中港协监测沿海主要枢纽港口外贸货物吞吐量同比跌幅扩大，但中港协表示，回落的原因主要是恶劣天气临时停工。据港口反馈，11 月份圣诞货品出口旺盛，市场预计外贸集装箱出口将好于 10 月。(3) 进出口运价小幅回落，但维持高位。11 月出口、进口集装箱运价指数同比增速，分别比 10 月下滑了 27 个和 3 个百分点至 184%及 58%。综上，预计 11 月出口单月增速 22%，单月两年平均增速相对 10 月继续上行。

三、生产：供给约束缓解，盈利分化缩窄

生产：供给约束缓解，但反弹持续性不强。预计 11 月规上工业增加值同比增速 3.6%，相比于 2019 年同期两年复合平均增速为 5.3%。

9 月以来，能耗双控约束下，各地限电限产动作不断，供给约束成为工业生产的主要制约。11 月生产 PMI 为 52.0%，比上月回升 3.6 个百分点，回升至临界点以上。近期国家发改委等部门出台的一系列加强能源供应保障、稳定市场价格等政策措施成效显现，电力供应紧张情况有所缓解，制造业产能加快释放。

从高频数据来看，11月中上旬粗钢产量环比下滑1.3%，上游高炉开工率仍延续疲弱，但从南方八省日均耗煤来看，11月中上旬数据已明显改善，中游PTA开工率、下游轮胎开工率也均企稳回升。

但我们认为，对未来工业生产的反弹持续性可能不及市场预期，目前就业活动与需求仍显疲弱。综上，我们预计11月规上工业增加值同比增速3.6%，2019年同期两年复合平均增速为5.3%。

盈利：上游利润占比回落，企业盈利增速步入下行区间。预计11月规上工业企业利润同比增长16.5%，相比于2019年同期两年复合平均增速为16.0%。

10月工业企业盈利增速反弹，主要受到了上游原材料价格大幅上涨的带动。进入11月，在国家发改委一系列保供稳价措施下，供给约束明显缓解，价格出现明显回落，对盈利驱动有所减弱；而在量的层面，由于11月工业企业生产活动有所改善，因而对企业盈利形成一定支撑。

但工业企业盈利增速快速上行的阶段或已过去，价格回落下，企业利润增速回落。11月工业企业盈利增速快速上行的阶段或已过去，价格回落下，企业利润增速回落。

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_30462

