

我国经济企稳，美国宽松触顶

——2021年四季度策略报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

四季度国内疫情有望缓解，海外疫情仍会反复。预计我国经济整体小幅改善——疫情缓解推动消费改善；投资整体稳定，其中基建回升、房地产回落；出口大体稳定。相对于需求的慢变，碳减排可能导致部分行业供给出现较大变化，这会给国内股票和商品市场带来结构性机会。四季度美国财政补贴可能显著减少，这会导致美国商品消费继续回落。美联储或于12月宣布缩减QE，但市场预期充分，影响不大。

摘要：

一、三季度经济与市场表现回顾：三季度疫情扩散对我国经济构成抑制，国债价格因此上涨。经济整体波动不大，但结构分化明显，股票和商品市场主要存在结构性机会。碳中和主题导致股市中小盘表现较好，能耗双控使得锰硅、铝等表现较好。

二、四季度国内疫情有望缓解，海外疫情仍会反复。随着变异病毒防控经验的积累以及疫苗的进一步普及，四季度国内疫情有望缓解。由于变异病毒导致疫苗部分失效，而国外做不到像我国一样通过流调切断传播链，四季度海外疫情可能仍会反反复复。

三、四季度我国经济整体小幅改善，供给扰动需关注。四季度我国固定资产投资增速大体保持稳定，但结构分化明显。其中，房地产投资增速会继续回落，而基建投资增速有望明显回升，制造业投资有望小幅改善。随着国内疫情的缓解，四季度我国消费有望改善，但难以回到疫情前水平。海外疫情反复背景下我国出口供应链仍有优势，四季度我国出口整体稳定。总的来讲，四季度我国需求整体有望小幅改善，变化不大。但是，碳减排背景下的能耗双控可能导致部分行业供给出现较大变化，这是需要特别关注的。货币政策方面，预计四季度仍是稳中略松，以结构性宽松为主。

四、四季度美国商品消费继续回落，Taper影响不大。今年以来美国商品消费高速增长主要因为疫情期间的高额财政补贴。四季度美国财政补贴可能显著减少，这会导致美国商品消费继续回落。尽管目前美国通胀水平偏高，但高通胀具有暂时性。8月份美国核心CPI环比已经降至0.1%的较低水平。通胀的暂时性使得美联储不急于收紧货币。我们预计美联储12月宣布缩减QE，明年年初开始执行。市场对美联储缩减QE已经有较为充分的预期，我们预计美联储Taper对市场的影响不会很大。

五、四季度股票和商品市场仍以结构性机会为主，债市机会不大。四季度我国经济增长整体略有改善，这使得债市或已处于顶部区域。相对于需求的慢变，碳减排政策可能对部分行业的供给影响较大，这会给国内股票和商品市场带来结构性机会。预计美联储12月宣布缩减QE，但对市场的影响不大。

风险因素：病毒变异疫苗失效、通胀大幅走高



宏观研究团队

研究员：
张革
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

目 录

摘要:	1
一、三季度经济与市场表现回顾	4
二、四季度国内疫情有望缓解, 海外疫情仍会反复.....	5
三、四季度我国经济整体小幅改善, 供给扰动需关注.....	7
(一) 预计四季度固定资产投资整体稳定, 但结构有所分化.....	7
(二) 随着国内疫情的缓解, 四季度我国消费有望改善, 但难以回到疫情前水平.....	10
(三) 海外疫情反复背景下我国出口供应链仍有优势, 四季度我国出口整体稳定.....	11
(四) 四季度我国经济整体小幅改善, 需求慢变, 但部分行业供给可能快变.....	12
(五) 四季度我国货币政策稳中略松, 以适度结构性宽松为主.....	12
四、四季度美国商品消费继续回落, Taper 影响不大.....	13
(一) 四季度美国针对疫情的财政补贴会减少, 这将导致美国商品消费继续回落.....	13
(二) 美联储可能 12 月宣布缩减 QE, 但对市场的影响不会很大.....	16
五、结论.....	17
免责声明.....	18

图目录

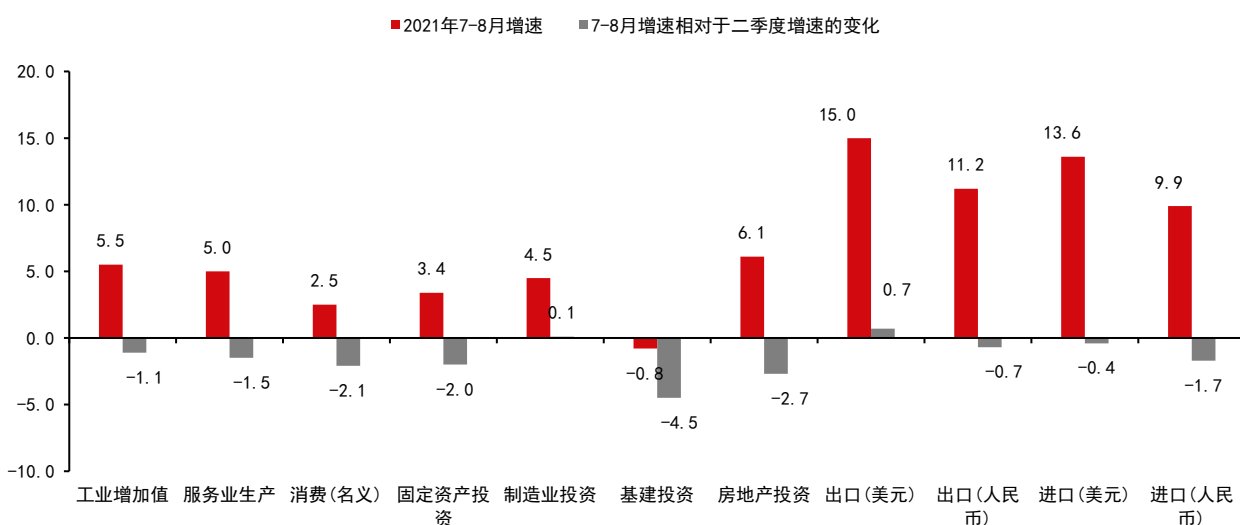
图表 1: 今年 7-8 月份我国主要经济数据表现.....	4
图表 2: 截至 2021 年 9 月 24 号各类资产价格相对于 6 月底的涨跌幅.....	5
图表 3: 我国每日新增本土病例.....	6
图表 4: 我国新冠疫苗每百人接种剂次.....	6
图表 5: 新冠疫情每日新增确诊病例.....	6
图表 6: 新冠疫情每日新增确诊病例.....	6
图表 7: 全球主要经济体截至 9 月 22 号新冠疫苗每百人接种剂次.....	6
图表 8: 固定资产投资及其分项当月值的两年平均增速.....	7
图表 9: 固定资产投资及其主要分项累计值的两年平均增速.....	7
图表 10: 房贷利率	8
图表 11: 居民中长贷当月值及其两年平均增速.....	8
图表 12: 房地产相关指标当月值的两年平均增速.....	8
图表 13: 房地产相关指标累计值的两年平均增速.....	8
图表 14: 房屋施工及竣工面积累计值的两年平均增速.....	9
图表 15: 房地产开发资金来源当月值的两年平均增速.....	9
图表 16: 基建投资两年平均增速.....	9
图表 17: 新增专项债发行进度	9
图表 18: 制造业投资两年平均增速.....	10
图表 19: 工业企业利润两年平均增速.....	10
图表 20: 社会消费品零售总额当月值的两年平均增速.....	11
图表 21: 居民收入增速与消费增速.....	11
图表 22: 限额以上消费品零售总额当月值的两年平均增速及其变化.....	11

图表 23: 我国出口金额的两年平均增速增速.....	12
图表 24: 历年中国出口集装箱运价指数.....	12
图表 25: 我国 MLF 利率及余额	13
图表 26: LPR 利率	13
图表 27: 美国零售和食品服务销售额增速与个人总收入.....	14
图表 28: 美国个人总收入及其分项.....	14
图表 29: 美国非农就业人数及平均时薪.....	14
图表 30: 美国非农就业平均时薪的增速.....	14
图表 31: 美国新屋销售与成屋销售.....	15
图表 32: 美国房贷余额增速与房贷利率.....	15
图表 33: 美国新建住房库存	15
图表 34: 美国新屋开工与营建许可.....	15
图表 35: 美国个人消费支出及其分项的同比增速(%)	15
图表 36: 零售和食品服务销售额相关分项的两年平均增速(%)	15
图表 37: 美国核心 CPI 当月同比及环比.....	16
图表 38: CRB 现货指数	16
图表 39: 美国新增非农就业人数与失业率.....	16
图表 40: 美国劳动参与率	16

一、三季度经济与市场表现回顾

三季度我国经济整体偏弱，结构分化明显。7-8 月份，我国投资、消费、出口分别两年平均增长 3.4%、2.5%、15.0%，增速较二季度分别变化-2.0、-2.1、0.7 个百分点。出口增速较高，并且大体保持稳定；投资和消费增速偏低，并且下滑显著。三大类投资中，房地产、基建和制造业分别两年平均增长 6.1%、-0.3%、4.5%，较二季度分别变化-2.7、-4.5、0.1 个百分点。房地产投资增速较高，但有所回落；基建投资增速回落至偏低水平；制造业投资表现不温不火，增速稳定。7-8 月份，我国工业增加值和服务业生产指数分别两年平均增长 5.5%、5.0%，较二季度分别下滑 1.1、1.5 个百分点，均有所回落。**7-8 月份我国经济的下滑主要有五个原因。**一是疫情扩散导致消费和服务业明显下滑。二是楼市政策收紧导致房地产走弱。三是在前期经济基本恢复、房地产偏热的背景下，政府适当降低基建投资强度，导致基建投资增速下滑。四是碳减排背景下对能源消耗总量和强度的控制使得部分工业企业减产。五是汛情也对经济略有抑制。

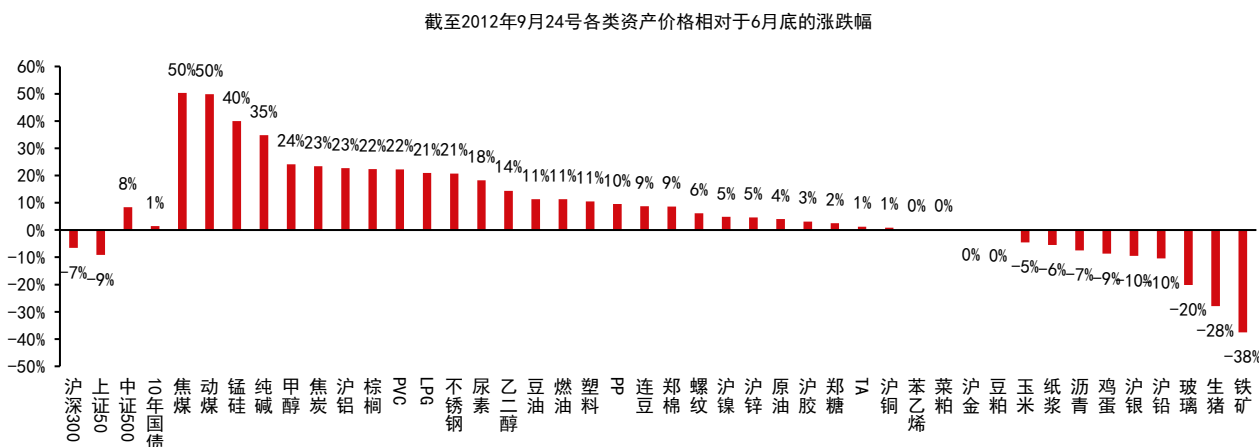
图表1：今年 7-8 月份我国主要经济数据表现



资料来源：Wind 中信期货研究部

在经济明显分化的背景下，三季度不同资产价格分化显著，结构性机会较多。随着经济增速的回落，国债价格有所上涨。虽然以上证 50 和沪深 300 为代表的大盘股有所回落，但是代表中小盘的中证 500 和中证 1000 显著上涨。商品市场亦显著分化。供应收缩的品种，比如焦煤、锰硅、铝等的价格显著上涨。焦煤供应收缩主要因为澳美进口停止，锰硅、铝的供应收缩主要因为碳减排背景下对能源消耗总量和强度的控制使得地方政府控制高耗能行业的产量。而供应增加的铁矿、生猪价格分别大幅下跌 38%、28%。国内房地产和基建的走弱使得钢材需求下滑，但是钢铁行业减产对钢材价格构成支撑，螺纹钢价格总体震荡。而铁矿供应仍在增加，这导致铁矿价格跌幅较大。总的来看，市场结构性机会较多。

图表2：截至 2021 年 9 月 24 号各类资产价格相对于 6 月底的涨跌幅



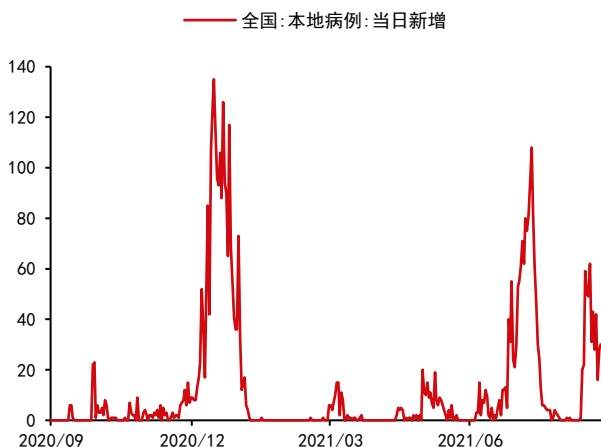
资料来源：Wind 中信期货研究部

二、四季度国内疫情有望缓解，海外疫情仍会反复

随着变异病毒防控经验的积累以及疫苗的进一步普及，四季度国内疫情有望缓解。由于变异病毒传染性更强，再加上疫情持续受控的情况下我国部分地区防疫可能有所松懈，三季度我国疫情明显加重，这对三季度经济构成明显抑制。在南京疫情被扑灭之后，9月中旬以来，福建地区再次出现疫情。但相较于南京疫情扩散到全国多个地方，福建疫情仍局限在省内。从每日新增病例峰值来看，福建疫情也明显好于南京疫情。这说明随着我国针对变异病毒防控经验的累积，疫情能够更好地受到控制。目前我国每百人疫苗接种剂次已经达到151以上，第三针加强针也已经开始接种。四季度随着我国疫苗接种的进一步推进，我国疫情防控有望进一步改善。综合来看，我们预计四季度国内疫情有望显著缓解。

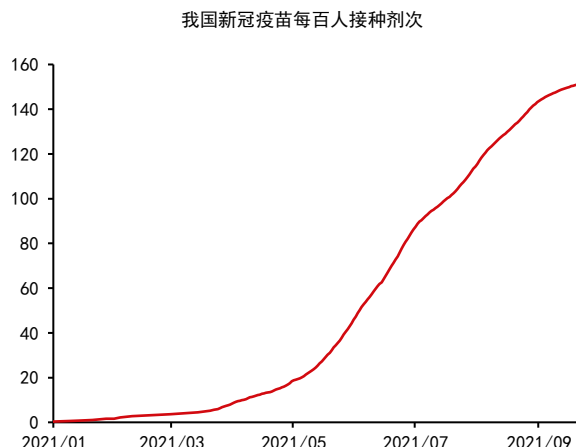
由于变异病毒导致疫苗部分失效，四季度海外疫情可能仍会反反复复。今年前9个月全球疫情反反复复。虽然主要经济体疫苗接种比例已经较高，但是疫情并未趋势性缓解。这主要因为Delta变异病毒使得疫苗部分失效，单纯依靠疫苗已经难以彻底控制疫情。国外也做不到像我国一样通过全面的流调切断传播链。近期Mu变异病毒已在很多国家出现。该病毒具有免疫逃逸的潜在特性，不排除比Delta变异病毒更难防控。海外庞大的感染群体为变异病毒的出现提供了温床。这可能使得海外疫情防控陷入“持久战”。预计四季度海外疫情可能与前9个月类似，仍然反反复复。

图表3：我国每日新增本土病例



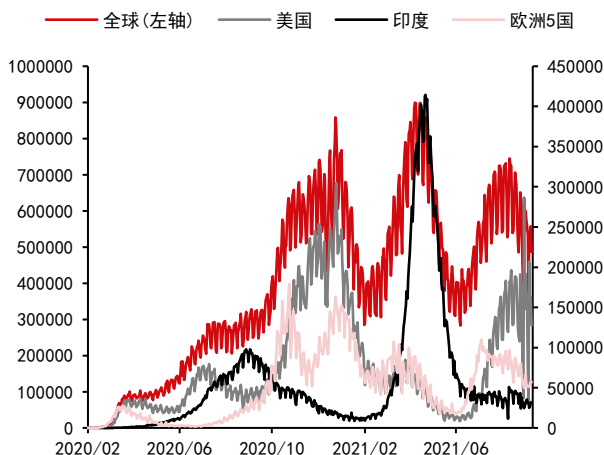
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4：我国新冠疫苗每百人接种剂次



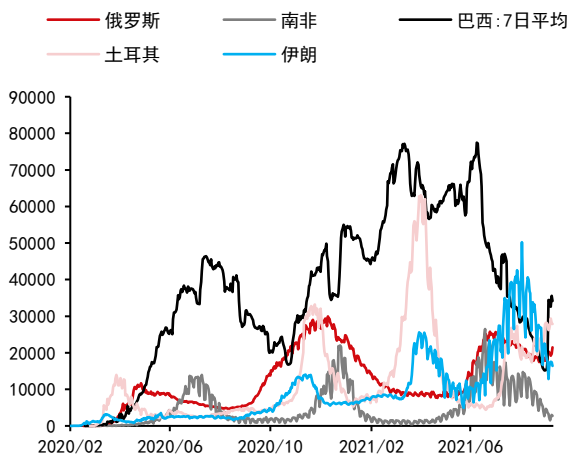
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5：新冠疫情每日新增确诊病例



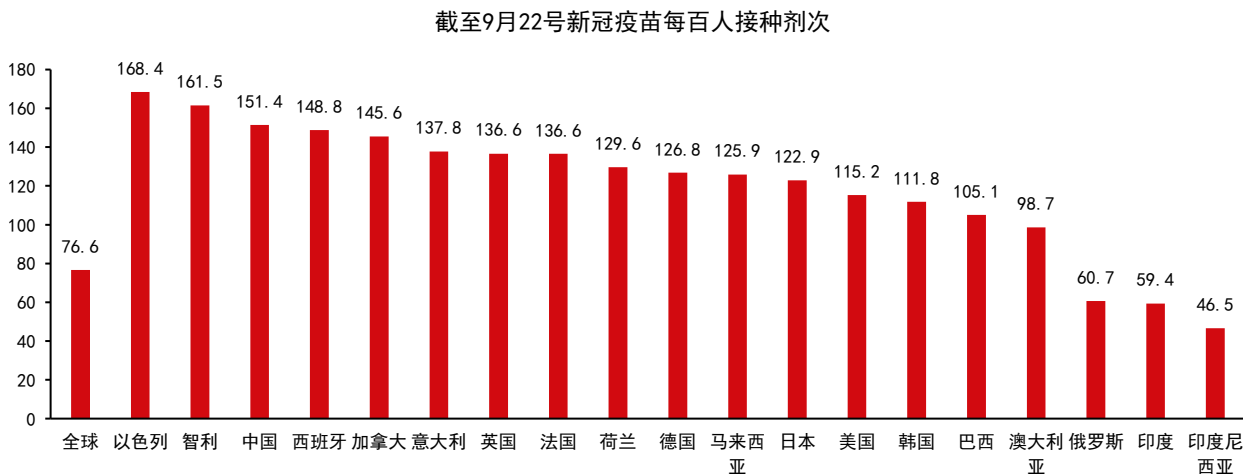
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6：新冠疫情每日新增确诊病例



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7：全球主要经济体截至9月22号新冠疫苗每百人接种剂次



资料来源：Wind 中信期货研究部

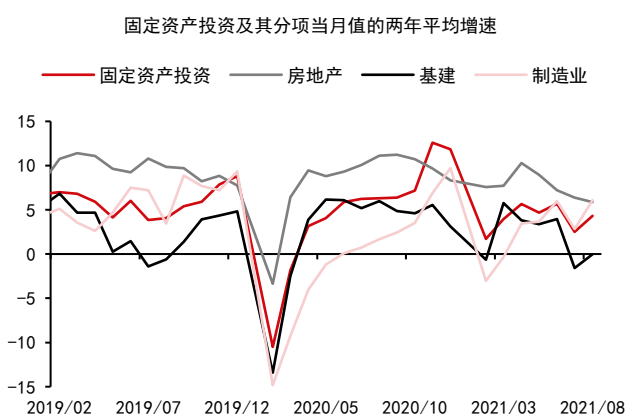
三、四季度我国经济整体小幅改善，供给扰动需关注

展望四季度，我国经济需求端有望整体小幅改善，变化不大，但是能耗双控可能导致部分行业的供给出现较为显著的波动。随着疫苗接种比例的进一步提高和针对 Delta 变异病毒防控措施的完善，我国疫情有望明显缓解。这将推动我国消费和服务业有所改善。随着专项债发行加速和政府加大稳增长力度，四季度基建投资增速有望回升。不过，四季度楼市政策会维持偏紧格局，房地产投资增速会进一步回落。总的来看，我国经济需求端有望整体小幅改善，变化不大。但是，在能耗双控约束下，部分行业的供给可能出现较大的波动。

(一) 预计四季度固定资产投资整体稳定，但结构有所分化

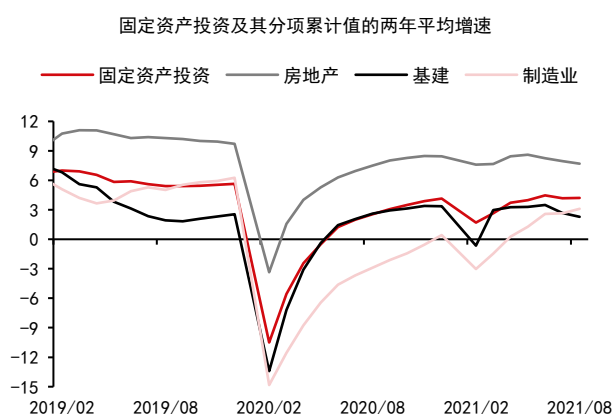
今年 7-8 月份，我国固定资产投资增速两年平均增长 3.4%，增速较二季度回落 2.0 个百分点，主要因为房地产和基建投资增速分别回落 2.7、4.5 个百分点，而制造业投资增速基本保持稳定。展望四季度，我们预计固定资产投资增速大体保持稳定，但结构分化明显。其中，房地产投资增速会继续回落，而基建投资增速有望明显回升，制造业投资有望小幅改善。

图表8：固定资产投资及其分项当月值的两年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

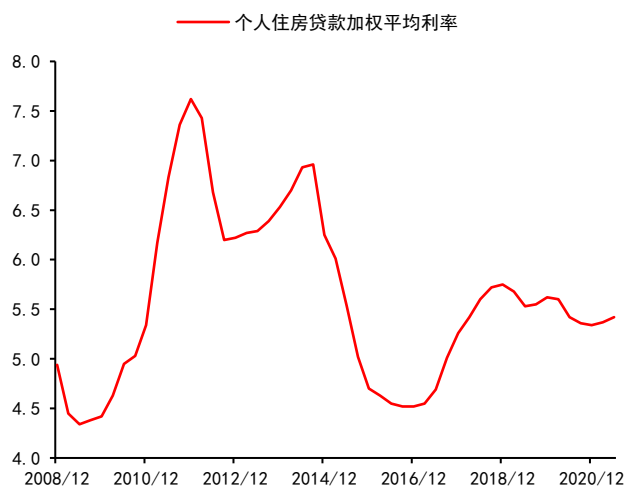
图表9：固定资产投资及其主要分项累计值的两年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

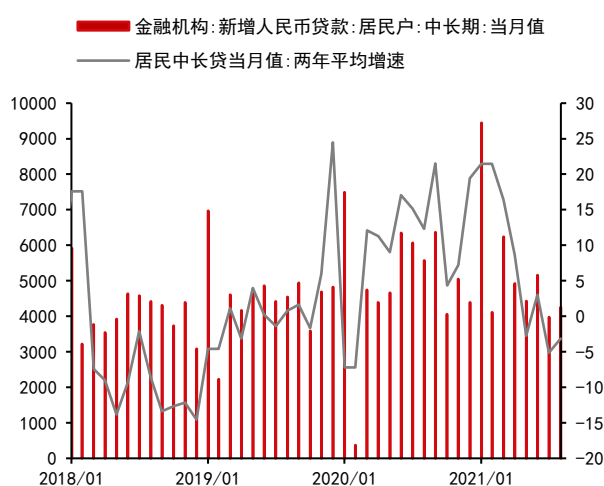
四季度房地产政策预计保持收紧态势，这会导致商品房销售继续偏弱，但考虑到房贷利率上升幅度较小，商品房销售不太可能出现断崖式下降。今年 8 月份商品房销售面积两年平均增速已经降至-2.0%，表现偏弱。近两个月居民中长贷两年平均增速亦降至-4.1%的水平。房地产贷款集中管理制度约束房地产贷款增速与整体贷款增速保持在同一水平，并非大幅压缩房地产贷款。因此，我们预计四季度居民中长贷增速不会继续下降，而是维持小幅度的负增长。这会导致商品房销售继续偏弱。今年上半年，个人住房贷款加权平均利率仅上升 8BP。相对于 2017 年上半年房贷利率上行 17BP、2017-2018 年房贷利率累计上升 125BP，目前房贷利率上升是相对温和的。这也意味着商品房销售不太可能出现断崖式下降。

图表10: 房贷利率



资料来源: Wind 中信期货研究部

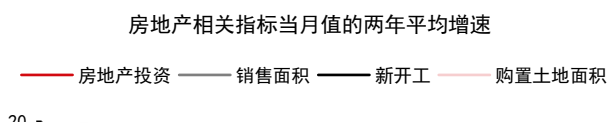
图表11: 居民中长贷当月值及其两年平均增速



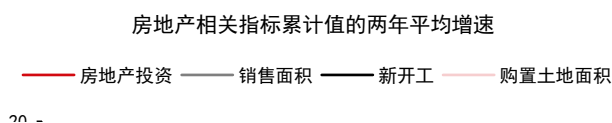
资料来源: Wind 中信期货研究部

在楼市政策收紧和商品房销售回落的背景下, 预计开发商继续谨慎拿地和开工, 房地产投资增速趋于回落, 但幅度不会很大。今年年初以来, 房屋新开工及购置土地面积增速虽有波动, 但总体是小幅度负增长。房屋施工面积增速也因此而缓慢回落。考虑到四季度商品房销售仍将偏弱, 预计开发商继续谨慎拿地和开工, 这会使得房屋施工面积增速继续回落, 并带动房地产投资增速继续回落。从资金面来看, 房地产开发资金主要来自自筹资金、定金及预付款。近2个月开发商自筹资金大体稳定。定金及预付款与商品房销售密切相关。由于商品房销售不太可能断崖式下降, 预计定金及预付款也不会大幅下滑。这意味着房地产开发资金来源和房地产投资增速回落幅度不会很大。从房屋施工角度来看, 由于房屋存量施工面积庞大, 开放商赶交房亦对房屋施工构成支撑, 预计房屋施工面积增速回落相对缓慢。这也意味着房地产投资增速回落幅度不会很大。

图表12: 房地产相关指标当月值的两年平均增速



图表13: 房地产相关指标累计值的两年平均增速



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_27049



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>