

报告日期：2021 年 10 月 8 日

经济修复动能减弱 流动性适度宽松

——2021 年四季度宏观经济展望

华龙证券研究所

研究员：曹明

执业证书编号：S0230517110001

邮箱：caom@hlzq.com

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

通胀风险凸显。新冠肺炎病毒变异情况可能持续扰动全球经济复苏进程，通胀风险下 Taper、加税与疫情有效防控及疫苗接种加快，会再次成为美国 10 年期美债收益率上升的主要催化剂。短期来看，鉴于部分发展中国家与新兴经济体的政策调控具备较多灵活性，预计年内由美联储货币政策转向从而引发其他经济体资本市场的调整应该不会过于剧烈。

国内经济修复动能有所减弱。生产端方面，受制于 PPI 高位运行叠加环保限产影响，预计四季度工业增加值增速将继续趋缓。需求端方面，疫情反复弱化内需增长动力，消费颓势，投资韧性，进出口保持中性。

价格水平：预计 PPI 四季度见顶，CPI 反弹空间不大。政策调控下运用市场化手段稳定大宗商品价格，在此背景下预计 PPI 将在四季度见顶，弱复苏传导下，CPI 年末反弹空间不大。

实体融资需求仍偏弱。经济修复动能放缓导致实体融资需求仍然偏弱，预计四季度至明年初地方债的适当发行将在一定程度上支撑社会融资规模平稳运行。

政策环境适度宽松。四季度财政政策更偏向积极，科技、民生领域仍将是财政政策的发力点。货币政策仍然注重在稳增长、防风险和控通胀之间保持平衡。央行持续强调注重跨周期调节，适度保持市场流动性合理宽裕。相对来说，预计四季度政策环境将呈现流动性适度充裕、结构进一步优化的局面。

资产表现。大宗商品在政策调控下持续上行动力将有所弱化；债市收益率将维持窄幅震荡运行；股票市场结构性行情中的估值修复与业绩成长仍是重点。

风险提示：

地缘政治风险；全球疫情风险；中美博弈风险。

目 录

1. 海外经济：通胀风险凸显	1
2. 国内经济：修复动能有所减弱	2
2.1 生产端：成本高企制约生产恢复	2
2.2 需求端：疫情反复弱化内需增长动力	3
3. 价格水平：预计 PPI 四季度见顶，CPI 反弹空间不大	5
4. 融资环境：实体融资需求仍偏弱	7
5. 政策：财政货币双管齐下护航经济目标实现	8
5.1 财政政策偏向积极	8
5.2 货币政策适度宽松	9
6. 结论	10
7. 风险因素	10

1. 海外经济：通胀风险凸显

三季度以来，尽管疫情防控与疫苗注射推动了部分经济体经济增长复苏，但是目前从美国 8 月份就业报告情况来看，恢复到疫情前水平尚有一段距离，与此同时通胀风险逐步凸显，美国 CPI 通胀率已连续四个月达到 5%，英国 CPI 从 7 月份的 2.0% 增至 8 月份的 3.2%，达到九年以来的高位。全球部分经济体滞胀风险存在。

图 1: 美国与欧元区制造业 PMI

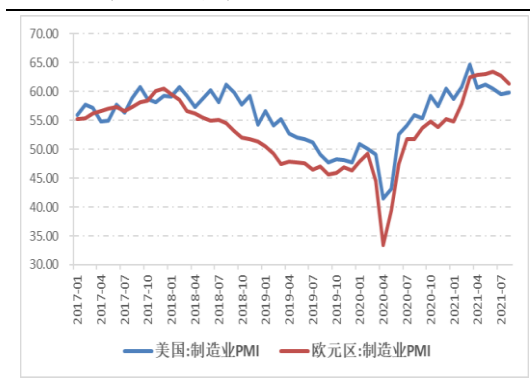
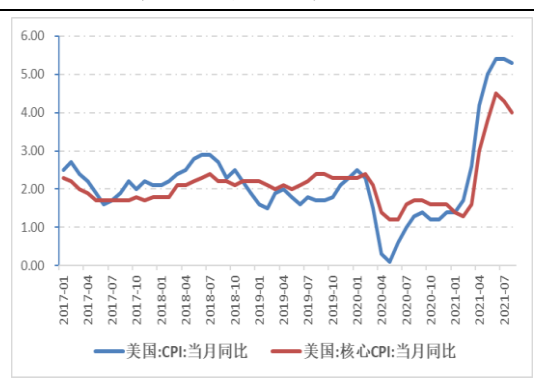


图 2: 美国 CPI 与核心 CPI



数据来源：WIND，华龙证券研究所

美联储主席鲍威尔表示年内或将启动 Taper，同时加税或将在四季度进一步落地。短期来看，Taper、加税与疫情有效防控及疫苗接种加快，会再次成为美国 10 年期美债收益率上升的主要催化剂。

图 3: 美国 10 年期国债收益率

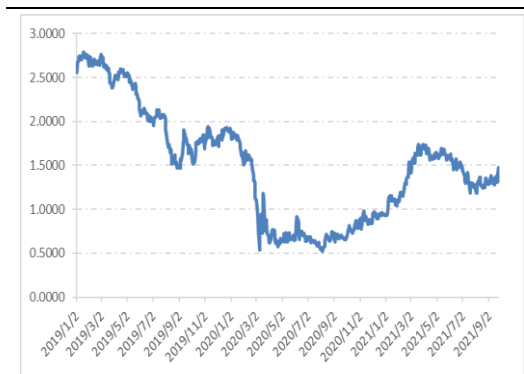


图 4: 美元指数



数据来源：WIND，华龙证券研究所

日本央行近期维持基准利率在 -0.10% 不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0.0% 附近不变，符合市场预期。长期来看日本通胀目标迟迟未达成，日本央行行长黑田东彦表示，将进一步放松货币政策，尽早实现 2% 的通胀目标，同

时通过购买资产维护金融市场稳定。

新兴经济体方面，在美联储宣布实施 Taper 之前，俄罗斯和巴西等国家已开启加息步伐，以应对美联储今后政策实施带来的冲击。但是新兴经济体的经济复苏预计将慢于发达经济体，通胀预期和发达经济体利率水平的上升可能导致新兴经济体融资条件再度收紧，从而面临资本外流的压力。

图 5: 日本核心 CPI

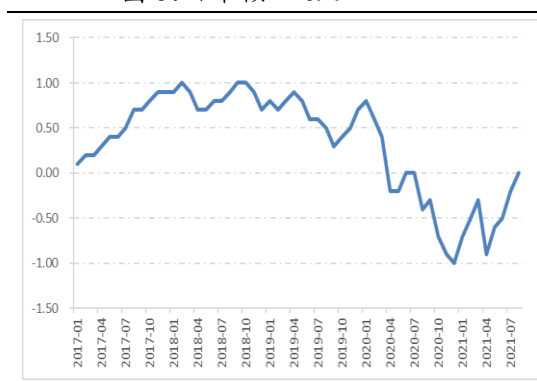
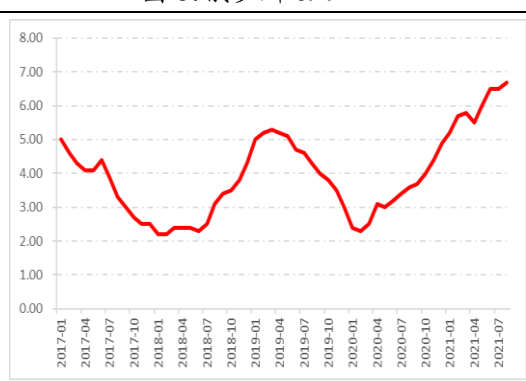


图 6: 俄罗斯 CPI



数据来源：WIND，华龙证券研究所

尽管新冠肺炎疫苗已进入接种阶段，但病毒变异情况、疫苗的有效性以及民众接种意愿存在不确定性，可能持续扰动经济复苏进程。若疫情长期延续还可能导致产业链、供应链以及国际贸易投资格局发生调整，进而对全球劳动生产率、通货膨胀等产生深远影响。

短期来看，鉴于部分发展中国家与新兴经济体的政策调控具备较多灵活性，预计年内由美联储货币政策转向从而引发其他经济体资本市场的调整应该不会过于剧烈。

2. 国内经济：修复动能有所减弱

2.1 生产端：成本高企制约生产恢复

8 月制造业 PMI 同比增速较上月回调 0.3 个百分点至 50.1%，接近临界点数值，分项指标中新订单指数跌破荣枯线水平。重点反映中小企业境况的财新 PMI 指数 8 月为 49.2%，亦跌破荣枯线水平。

图 7:PMI 与财新 PMI

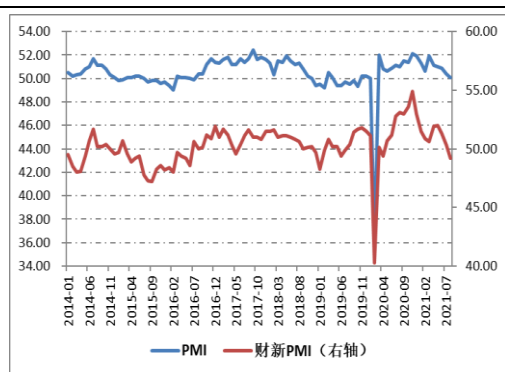
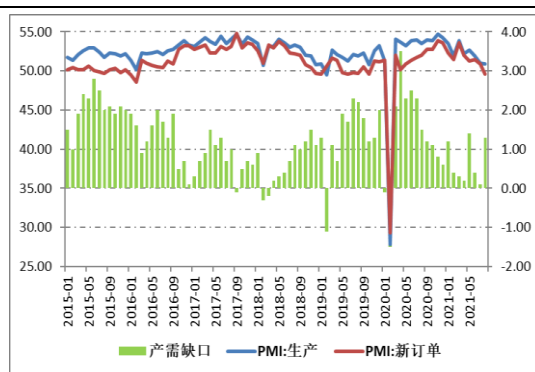


图 8:PMI 生产与新订单指数



数据来源：WIND，华龙证券研究所

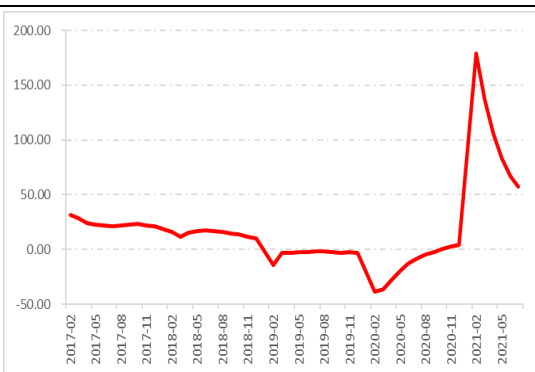
8 月全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%，两年平均增长 5.5%，相比 7 月回落 0.1 个百分点。从全年形势看，1-8 月规模以上工业增加值同比增长 13.1%，工业增加值同比增速已经连续 6 个月放缓。

受制于 PPI 连续上涨带动大宗商品价格高位运行，增加企业生产成本，叠加环保限产影响，预计四季度工业增加值增速将继续趋缓。

图 9:规模以上工业增加值当月同比



图 10:工业企业利润总额累计同比



数据来源：WIND，华龙证券研究所

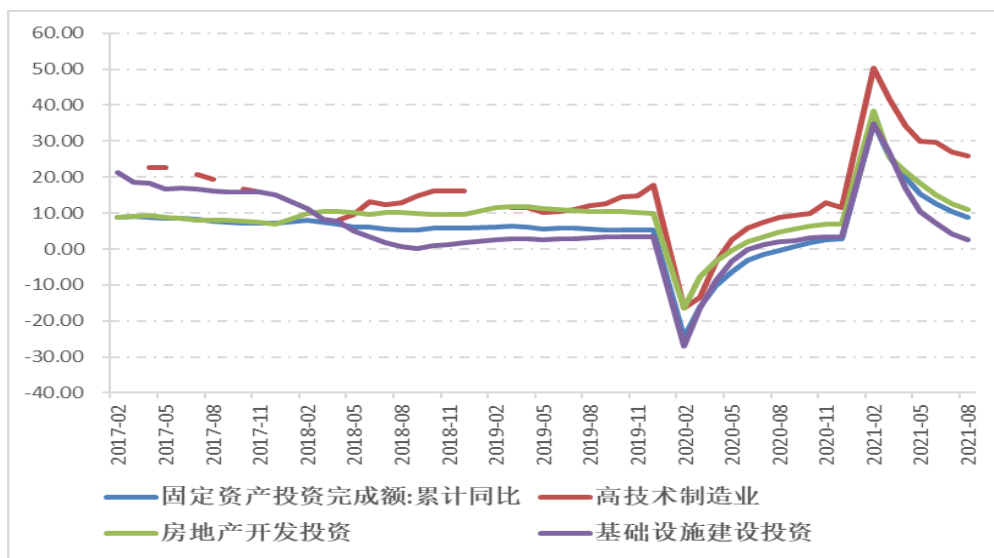
2.2 需求端：疫情反复弱化内需增长动力

三季度以来，始于南京的疫情冲击国内多个省份，截止 9 月福建、黑龙江相继出现疫情，疫情的反复对经济需求端复苏带来更大的不确定性。

1-8 月固定资产投资同比增长 8.90%，其中高技术制造业投资两年平均增长 17%，呈现较好态势。1-8 月基建投资同比增长 2.58%，全国房地产开发投资同比增长 10.90%，

强监管下房地产投资放缓趋势将持续。

图 11: 固定资产投资完成额累计同比

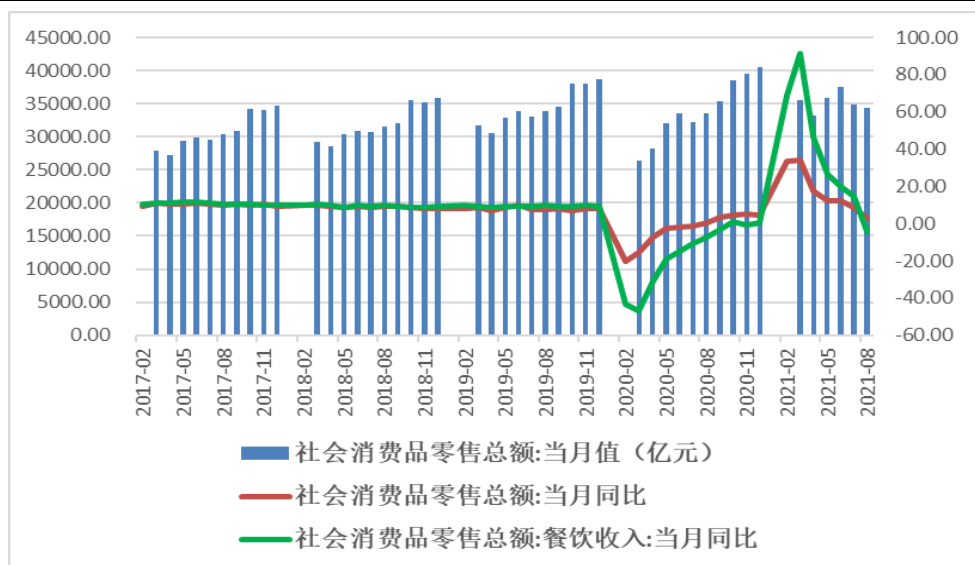


数据来源：WIND，华龙证券研究所

1-8 月社会消费品零售总额同比增长 18.1%，8 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.5%，较 7 月大幅降低 6 个百分点，三季度本属于旅游旺季，疫情的局部性爆发影响了服务业消费质量。

四季度始迎来“十一”黄金周假期，在黑龙江省与福建省多市区疫情的冲击影响下，消费水平的回暖程度不容乐观，在很大程度上仍将取决于疫情的防控情况。

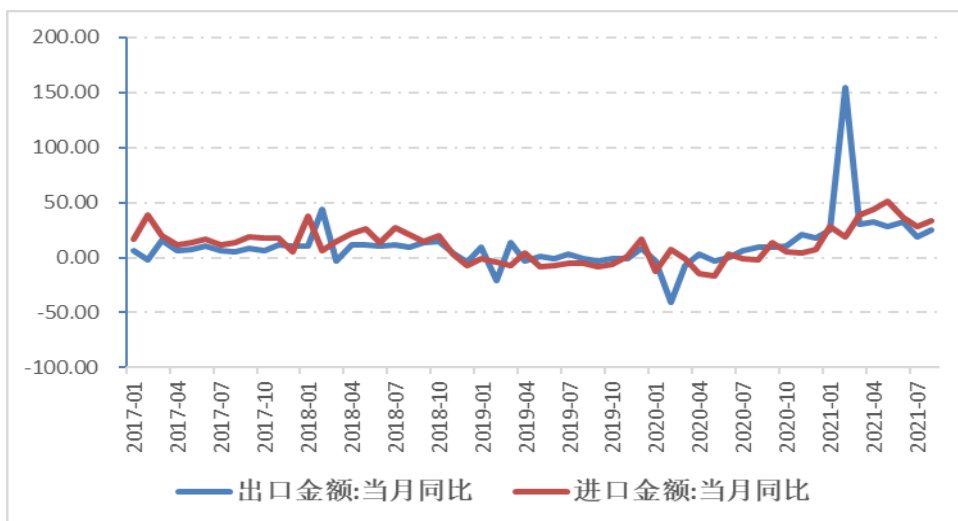
图 12: 社会消费品零售总额情况



数据来源：WIND，华龙证券研究所

8 月份我国出口同比增长 25.6%，前值 19.3%，环比增长 4.1%；进口同比增长 33.1%，前值 28.1%，环比增长 4.3%。1-8 月我国进出口总值 24.78 万亿元人民币，同比增长 23.7%。

图 13:出口与进口当月同比



数据来源：WIND，华龙证券研究所

新冠变种德尔塔的快速蔓延冲击全球产能，使得我国进一步获取出口优势。考虑到四季度进入冬季，疫情的不确定因素加大，部分国家产能抑制下我国出口高增长或将维持一段时间。

3. 价格水平：预计 PPI 四季度见顶，CPI 反弹空间不大

8 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 9.5%，环比上涨 0.7%，再次刷新年内新高；工业生产者购进价格同比上涨 13.6%，环比上涨 0.8%。1-8 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 6.2%，工业生产者购进价格上涨 8.6%。

“双碳”政策下，煤电、钢铁及铝材减产预期引发煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业价格同比涨幅较大，是拉动 PPI 同比涨幅扩大的主要原因。

近期召开的中央全面深化改革委员会第二十一次会议强调，要完善战略储备市场调节机制，增强大宗商品储备和调节能力，更好发挥战略储备的稳定市场功能。9 月 22 日国常会再次强调要更多运用市场化办法稳定大宗商品价

格。在此背景下预计 PPI 同比涨幅将在四季度见顶，短期内还将在高位持续一段时间。

图 14:PPI 与 PPIRM

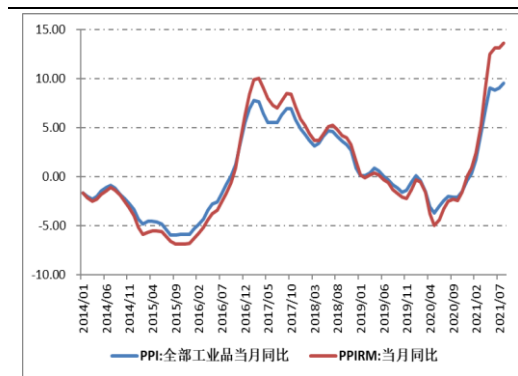
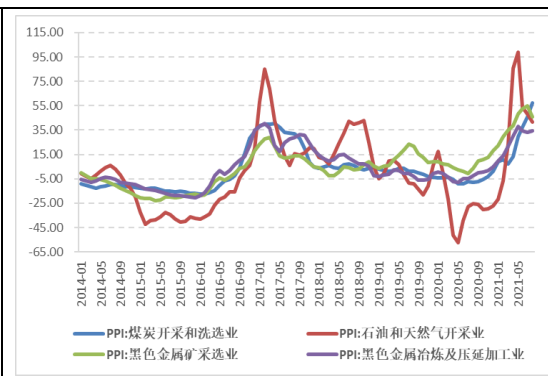


图 15:PPI 重点工业行业



数据来源：WIND，华龙证券研究所

8 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.8%，环比上涨 0.1%。1-8 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 0.6%。受益于食品价格尤其是猪肉价格连续下跌影响，CPI 涨幅较小，但食品与非食品价格涨幅进一步分化。

受猪周期下行影响，虽然大宗商品价格持续上涨，并向中下游开始传导，但目前来看 CPI 仍然维持在低位运行，弱复苏下 PPI 对 CPI 的传导效应还有待观察，短期内 CPI 反弹空间不大。但后期需关注疫情得到有效控制后，内需逐步复苏释放带来的人工成本及服务价格的提升。

图 16:CPI 同比与环比

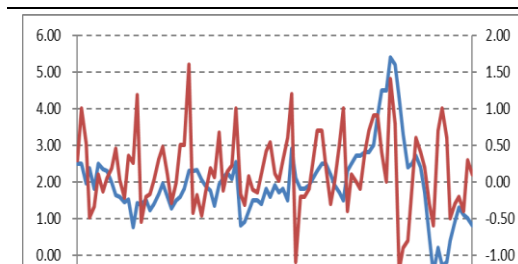
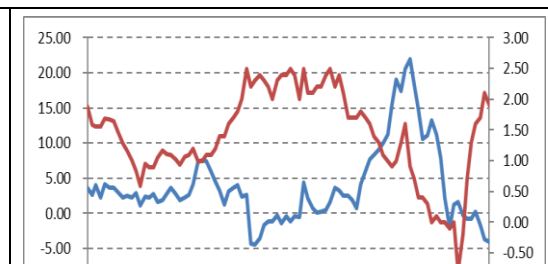


图 17:CPI 食品与非食品



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_27316

