

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

三大拐点叠加，短期边际修复

报告原因：专题研究

——四季度宏观经济展望

2021年10月5日

宏观研究/深度研究

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

电话：010-83496311

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

主要观点

➤ **四季度或迎来三个重要拐点：1) CPI 同比-PPI 同比剪刀差的拐点；2) 紧信用拐点；3) 全球流动性的拐点。**三个拐点都是重要的周期拐点，或成为年底到明年的宏观经济主旋律。从对政策的影响来看，三个拐点对政策的影响并不相同。其中，CPI-PPI 同比剪刀差的修复有利于宽松货币政策释放，信用拐点使政策放松的必要性降低，流动性拐点增加了国内货币政策的不确定性。考虑到三大拐点的确认时间接近年底，预计年底前政策方向不会出现“急转弯”，维持当前稳健中性的基调。

➤ **疫情长期化下，短期经济变化存在较大不确定性，经济增速很难在防控常态化下回到疫情前的水平。**疫情仍是影响季度经济增速的决定因素。在供给端，疫情长期化限制了服务业。在需求端，疫情长期化抑制了消费恢复。展望四季度，在没有类似疫情这种大的扰动情况下，经济增速可能就在5.5%左右。

➤ **缺电限产对经济影响具有不对称性，对第二产业的影响大于对第三产业的影响。**假设各地在11月份完成年内目标，限电对工业部门的限制也或许在10-11月有所减轻，四季度工业大概率仍比三季度有所修复，但修复的力度或不大。在四季度疫情没有出现较大规模扩散的情况下，服务业将好于三季度，支撑经济修复。

➤ **需求端中，投资下行趋势或放缓，消费或有所恢复，而出口大概率保持韧性。**在财政后置和经济下行压力下，基建投资同比预计上行。房地产投资同比降幅最大时段已过，但四季度大幅修复的可能性不大。制造业投资同比水平仍保持一定韧性，但可能面临拐点出现。节日及“双十一”助力下，消费预计边际改善。出口增速面临下行压力，但在全球疫情下，短期仍有望维持一定景气。





目录

一、周期变局：四季度或迎三大拐点叠加	5
1. CPI-PPI 同比剪刀差的拐点	5
2. “紧信用”的拐点	7
3. 美元资产及全球流动性的拐点	10
4. 三大拐点对政策和利率影响的思考	11
二、季度展望：防控常态化下的弱修复	12
1. 防控常态化对短期修复的约束	12
2. 四季度或有一定程度修复	14
2.1 限电接力疫情：一波未平，一波又起	14
2.2 投资趋稳	14
2.3 消费边际改善	19
2.3 出口保持韧性	20
三、结论	22
四、风险提示	22

图表目录

图 1：猪肉价格驱动食品烟酒分项 CPI 同比变动	5
图 2：CPI 非食品烟酒分项受油价和服务业价格驱动.....	5
图 3：能繁母猪和生猪存栏变化率有所回升	6
图 4：猪粮比价进入过度下跌一级预警区间	6
图 5：美国原油库存持续下降	6
图 6：PPI 与 CPI 剪刀差再创新高	6
图 7：PPI-CPI 之差与十年期国债利率相背离.....	7
图 8：广义货币和社融走势（%）	8
图 9：信贷、企业债和非标融资同比变动（%）	8
图 10：非标融资同比变动（%）	9
图 11：政府债券存量（万亿）及同比（%）	9
图 12：美国经济活动指数	11
图 13：美联储点阵图	11
图 14：中美债市收益率利差维持高位	11
图 15：人民币兑美元汇率稍弱，一篮子汇率走强	11
图 16：单月服务业与疫情有较强相关性	13
图 17：疫情后，居民更倾向于储蓄	13
图 18：制造业和服务业 PMI 在近期的变化.....	14
图 19：三季度工业品价格大幅上升	14
图 20：地方政府专项债发行加速（亿元）	15
图 21：财政支出进度加快（亿元）	15
图 22：财政支出投向基建比例（%）	15
图 23：基建资金来源占比（%）	15
图 24：国有土地出让收入（亿元）	16
图 25：城投债净融资额（亿元）	16
图 26：基础设施建设投资累计同比（%）	16
图 27：制造业和服务业 PMI	16
图 28：房地产开发投资同比（%）	17

图 29：土地购置费累计同比（%）	17
图 30：房地产竣工快于新开工（%）	18
图 31：房地产施工面积预期减少（%）	18
图 32：房地产销售同比下行（%）	18
图 33：房地产开发资金来源下行（%）	18
图 34：节日对餐饮收入同比有小幅提升	20
图 35：“双十一”和“618”对相关品类消费的影响	20
图 36：制造业和服务业 PMI 在近期的变化.....	20
图 37：家电零售同比落后竣工 1-1.5Y	20
图 38：四季度正式进入高基数阶段	21
图 39：海外疫情持续发酵或已挫伤修复动力	21
图 40：海运价格持续走高或制约出口	22
图 41：机电产品出口实现持续高增	22
表 1：今年以来中小微企业支持政策	9
表 2：今年以来制造业支持政策	10
表 3：当前工业行业国内生产总值季度同比与去年对比	13
表 4：2019-2021 年国家新基建相关政策汇总	16
表 5：制造业投资领先指标的提示	19

一、周期变局：四季度或迎三大拐点叠加

四季度或迎来三个重要拐点：1) CPI 同比-PPI 同比剪刀差的拐点；2) 紧信用拐点；3) 全球流动性的拐点，或成为年底到明年的宏观经济主旋律。

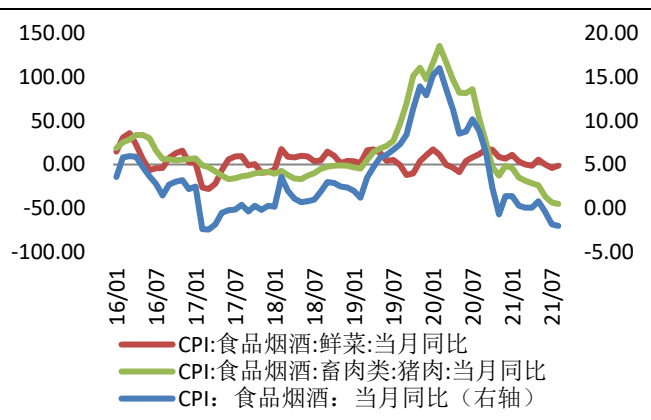
1. CPI-PPI 同比剪刀差的拐点

分析 CPI-PPI 同比剪刀差，我们自然会对 PPI 同比和 CPI 同比分别进行分析。从今年来看，影响 CPI-PPI 同比剪刀差走势的主要是 PPI 同比。PPI 同比大幅上升引起 CPI 同比和 PPI 同比之间的倒挂，不过我们预计，四季度 PPI 同比或迎来拐点，从而使 CPI-PPI 同比剪刀差在四季度出现拐点。

PPI 同比高点在今年四季度。在同比分析中，去年的基数是一个很重要的因素。2020 年 10-12 月份环比分别为 0.0%、0.5%和 1.1%，即逐月增大。今年 PPI 环比最大值均值为 3 月和 5 月的 1.6%，均值 0.93%，最近三个月环比均值为 0.5%。也就是说，近期 PPI 环比有下降的趋势。另外，如果 PPI 环比到达较高水平，通常需要原油价格的支持。但是从目前看，原油价格上升已到达相对瓶颈期，后续如果美元在 Taper 过程中升值，也会压制原油价格。所以，预计后续原油价格环比很难有明显提高，原油价格将对 PPI 环比的走高形成制约。因此，今年 12 月的 PPI 环比很难达到去年同期水平。同时，在明年上半年，PPI 环比均面临较高基数，这意味着这轮 PPI 同比上升的高点或出现在 10-11 月份。同时，从趋势基本面来看，根据全球主要经济体工业增加值同比和大宗商品价格的历史关系看，大宗商品价格拐点滞后主要经济体工业增加值同比 6 个月左右，而后者在今年 5 月见顶回落，这也意味着 PPI 同比拐点或出现在今年四季度。

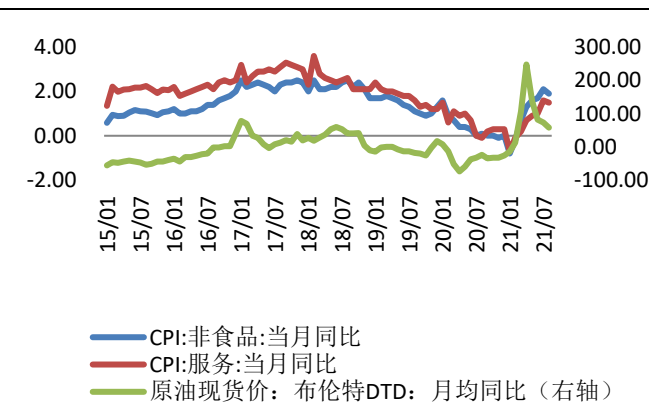
对于 CPI 同比，食品分项对 CPI 的影响要大于非食品分项。其中，猪肉和鲜菜价格是驱动 CPI 食品烟酒分项的主要影响分项。

图 1：猪肉价格驱动食品烟酒分项 CPI 同比变动



数据来源：Wind，山西证券研究所

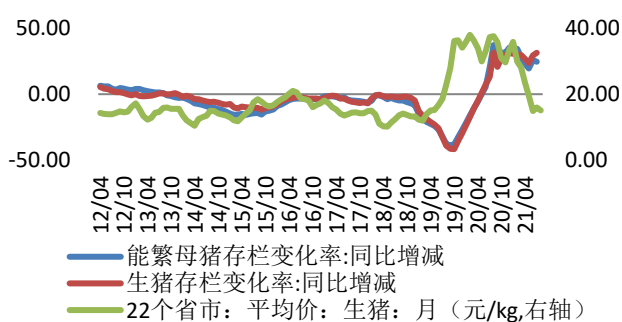
图 2：CPI 非食品烟酒分项受油价和服务业价格驱动



数据来源：Wind，山西证券研究所

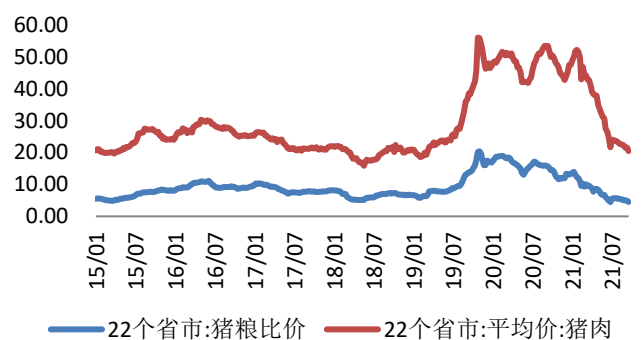
我们认为，CPI 同比在四季度大概率小幅上行。目前 CPI 同比在猪肉价格下行的周期影响下连续四个月回落，不过猪肉价格接近到达本轮猪周期底部，猪肉价格有望在四季度企稳反弹。从供给端来看，能繁母猪与生猪存栏同比已到达高位，二季度出栏同比虽然还在上升，但上升幅度已明显减弱。根据能繁母猪和生猪存栏与出栏的领先关系，预计下半年生猪出栏同比到达顶点。而生猪出栏同比基本与猪肉价格同比同步，也意味着猪肉价格同比接近周期底部。从需求端来看，受到天气转冷和节日集中地影响，四季度猪肉需求将季度性回升，也支撑猪肉价格同比趋稳。对于蔬菜来说，三季度水灾影响或抬升四季度蔬菜价格。同时考虑到去年 10 月和 11 月环比基数较低，预计四季度 CPI 食品分项同比大概率回升。

图 3：能繁母猪和生猪存栏变化率有所回升



数据来源：Wind，山西证券研究所

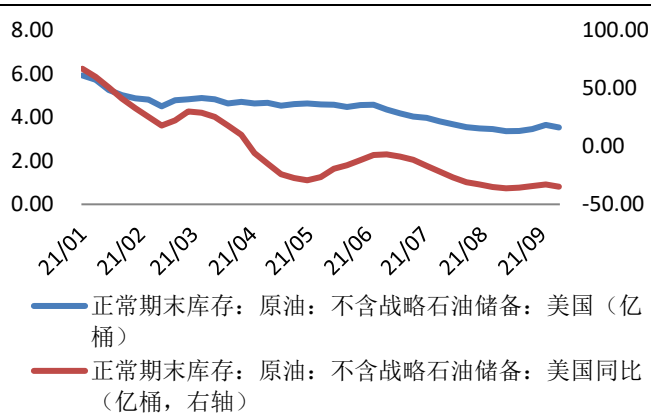
图 4：猪粮比价进入过度下跌一级预警区间



数据来源：Wind，山西证券研究所

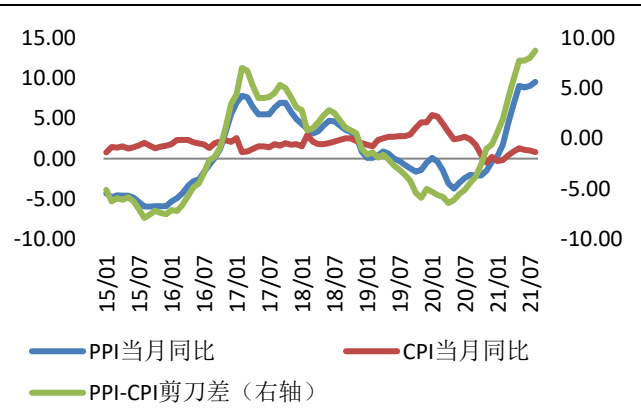
今年 CPI 非食品分项整体呈现修复趋势，但核心 CPI 同比修复缓慢，侧面反映了下游需求端依然较弱。如果考虑到前期原油价格上升逐渐传导至居民消费的非食品端，同时服务类需求延续慢修复的趋势，我们认为四季度非食品 CPI 同比整体会有所上行，但上行幅度较温和。

图 5：美国原油库存持续下降



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：PPI 与 CPI 剪刀差再创新高

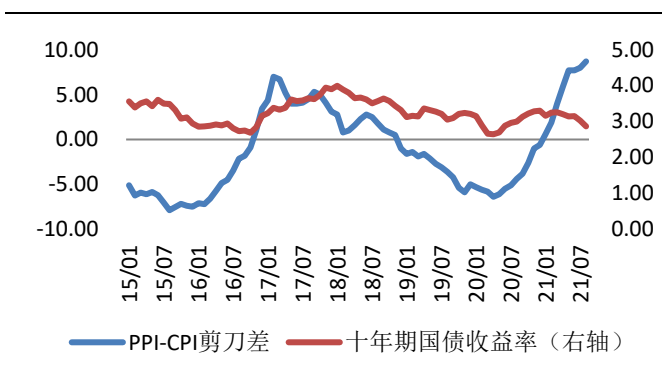


数据来源：Wind，山西证券研究所

综上，四季度 CPI 同比-PPI 同比剪刀差将开始修复，修复主要源自 PPI 同比的下降，但修复幅度有限。根据我们的预期，PPI 同比高点出现在 10-11 月，同时四季度 CPI 同比或有修复趋势，则 CPI-PPI 同比剪刀差或由扩大转为收窄。

CPI-PPI 剪刀差扩大可以分如下情况讨论：如果 PPI 下行，但 CPI 上升说明农产品价格在上涨，经济有通货膨胀的压力，为了弥补通胀带来的侵蚀，10 年期利率将上升。如果 CPI 与 PPI 同步上行，但 PPI 上行速度更快，说明生产端强劲而消费需求低迷，也体现了价格上涨由 PPI 向 CPI 传导过程中存在阻滞，CPI 维持温和复苏态势，此时 10 年期利率不会大幅上升。2021 年以来，由于大宗商品价格持续上涨以及需求端复苏较慢，CPI-PPI 剪刀差负向扩大，十年期国债收益率总体呈现下降趋势，随着消费端的修复，预计四季度通胀平衡略微偏于下行。

图 7：PPI-CPI 之差与十年期国债利率相背离



数据来源：Wind，山西证券研究所

2. “紧信用”的拐点

我们预计，社融同比或在四季度触底。第一，在地方债发行后置下，四季度政府债融资分项同比有望趋于稳定。21 世纪经济报道，“业内人士称，专项债需在 11 月底前发行完毕，不再为 12 月预留额度”。我们假设剩余地方专项债在 11 月前发行完毕，且年内用完发行额度。同时也假设国债和地方一般债剩余额度在四季度平均分配。所以地方债新增融资在 10-12 月大约为 0.48 万亿、0.47 万亿和 0.21 万亿，相对应的地方债融资存量同比大约为 13.0%、13.0%和 11.7%。所以我们看到，地方债融资同比基本在 10-11 月份趋于稳定。虽然 12 月份较四季度初下降，但主要为发行节奏原因，预计明年新额度下发后，地方债融资同比重新回升。

第二，在前期货币政策下，后续信贷融资同比或在年底趋于稳定。央行在七月份进行了降准，除去对冲到期 MLF 外，剩余约 6000 亿元或在后续逐渐释放至实体中。另外，9 月 1 日国常会宣布“今年再新增

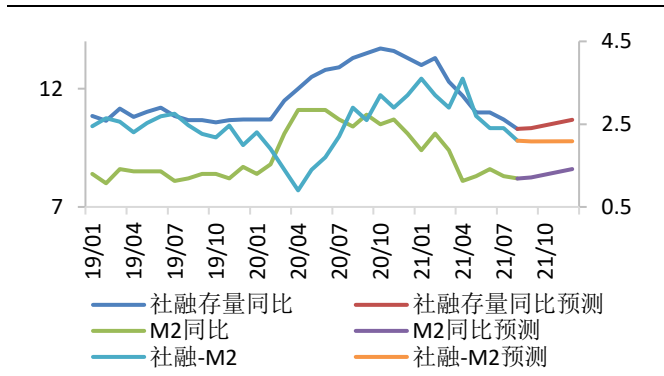
3000 亿元支小再贷款额度，支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款”，预计也将在四季度开始逐渐落实。

第三，我们预计四季度未贴现票据融资同比开始修复。2021 年以来未贴现银行承兑汇票同比增速持续下降，主要是受到了低利率下企业贴现意愿偏强以及小微考核口径剔除票据贴现的影响。从近 5 年的数据来看，未贴现票据融资规模波动较小，基本稳定在 3.0 到 4.5 万亿，所以基数效应对该分项影响较大。在去年四季度低基数的情况下，我们认为后续该分项同比或出现修复。

第四，企业债融资和非标融资中的信托贷款与委托贷款同比已经趋稳，四季度同比或延续稳健。对于企业债融资，近期该分项同比已出现反弹。在资产荒的情况下，城投债仍然是投资者较为青睐的标的，而产业债的信心则逐渐恢复。在中央支持中小企业融资的大方向下，企业债融资环境已经出现好转，同比在前期已经触底。非标融资方面，委托贷款同比在逐渐修复，信托贷款同比下降趋势放缓。资管新规过渡期年底结束，这两个分项融资规模的压降也接近尾声，预计四季度同比继续保持稳定。

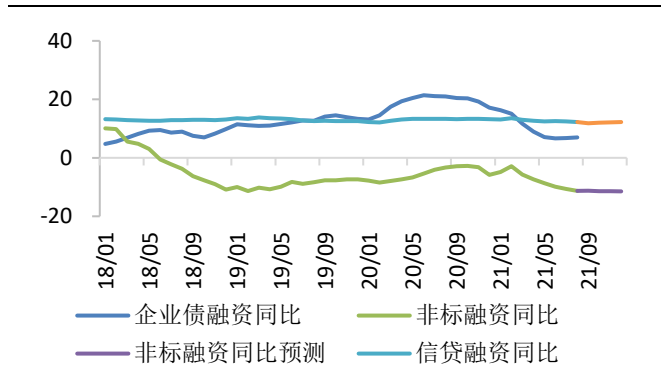
综上，目前导致社融同比下降的主要分项，即地方债融资、信贷融资和未贴现票据融资同比将在四季度触底。企业债融资和非标融资中的信托贷款与委托贷款同比走势已经趋稳，四季度同比预计仍保持稳健。社融同比或在四季度触底趋稳，“紧信用”的趋势将迎来拐点。

图 8：广义货币和社融走势（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 9：信贷、企业债和非标融资同比变动（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

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_27341

