

政策趋向纠偏 缓解滞胀风险

■ 观点逻辑

- 经济处于衰退前期，消费低迷新基建待发力。三季度经济预期显著下修，四季度能耗双控政策纠偏，利于避免经济失速；四季度GDP增速中性区间[4%, 5%]，对应两年均速[5%, 5.5%]。
- 中美滞胀风险同步升温，但侧重不同，内外政策分化。美联储Taper兑现和高通胀持续过久，渐成国内货币政策宽松约束，但权重仍低于稳增长和防风险，四季度中国再降准可期但降息难现。政策分化压力下，人民币汇率趋向贬值，国债收益率或阶段性触底反弹。
- 新冠变量来自口服特效药的紧急使用可能。疫苗加口服药的组合，利于新冠加速流感化，既可推动全球产业链供给修复，缓解通胀压力；也可加速全球服务业的正常化，提升消费预期，稳定经济下行预期。
- 四季度，宏观大概率仍位于滞胀期，能源供给冲击仍存，关注中美贸易关系缓和可能。滞胀期内，股指和商品存在跷跷板效应。参照历史经验，常态下滞胀期均值在半年左右，即大宗商品价格会在经济见顶5-6个月后果见顶，本轮全球经济景气度在今年5月见顶，叠加美联储缩减QE，大宗商品或在11月左右见顶。
- 例外情况是，能源短期冲击演变为长期冲击。参照70-80年代的三次石油危机，大宗见顶将滞后经济见顶1年-2年。若滞胀期由短转长，需关注美联储加速紧缩可能，以及10年期美债收益率和美元指数的快速上涨，对全球风险资产的流动性冲击。
- 滞胀期能否顺利向衰退期转换，关注以下信号：1、美联储缩减QE兑现；2、美欧俄地缘博弈落定；3、中国双碳双控政策纠偏；4、极端天气的减少；5、口服特效药加速新冠流感化。从可控性看，前三项均可控且大概率在四季度兑现，后两项可控性较差，也是滞胀期由短转长的风险变量。

■ 风险提示

国内疫情反复超预期、地产信用风险超预期、冬季能源危机深化、经济下行压力超预期

投资咨询业务资格
证监许可[2011年]1444号

宏观四季报

2021年10月13日

陶玮玮
(F026507, Z0002437)

tw@zcfutures.com

上海市浦东新区陆家嘴环路
958号23楼(200120)



二、经济处于衰退前期 新基建待发力

今年5月全球经济景气度见顶回落，国内制造业PMI指数跌破50%景气度临界点，为18个月来首次，欧美则延续高位震荡；运行节奏看，中国在前，欧美在后。参照历史经验，经济景气度下行平均持续时间在22个月左右，本轮中国制造业PMI指数在20年11月第一次见顶，21年3月第二次见顶，四季度及明年仍将延续震荡偏弱状态。

GDP数据看，年内无达标压力，但三四季度数据将影响明年GDP增速底线的判断。受疫情反复和能耗双控因素影响，三季度GDP增速下行幅度大概率超预期，市场预期区间在[5%, 6%]，均值约5.5%；四季度能耗双控执行方向不变，但大概率会进行政策微调，兼顾双控和经济压力，避免经济预期过度下修。四季度GDP增速中性预期区间在[4%, 5%]，分别对应两年平均增速在5%-5.5%左右，若低于4%，在年底和明年初将带来较强的政策转向压力和空间。

图5：中国制造业和全球制造业PMI

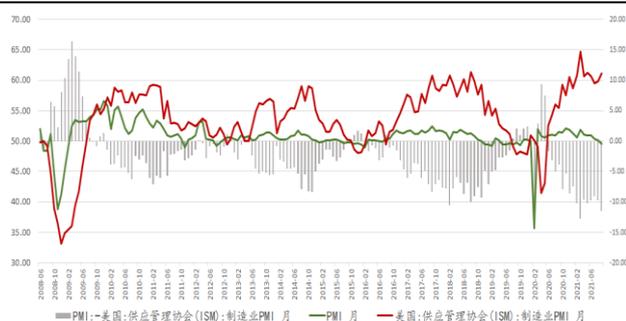
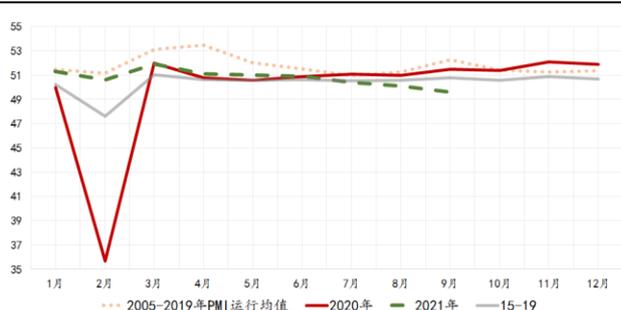


图6：制造业PMI季节性特征



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.1 内需：制造业>房地产>基建>消费

内需表现看，制造业和房地产显著强于基建和消费。但四季度，受能耗双控和信用风险影响，制造业和房地产投资增速仍将延续边际回落，消费和基建受限疫情反复和政府举债限制也难有起色，内需总体维持弱势。

从疫后修复程度看，消费仍低于预期，疫情反复对国内消费制约较强，对制造业等投资项目影响较小。若口服新冠特效药研发成功并被批准商用，则“疫苗70%+口服药”模式利于新冠流感化处理，对消费修复将有显著刺激；但同时也将显著加快外部制造业供给修复，利空国内出口和制造业，叠加能耗双控下的限电限产，以及供应短缺下的拉闸限电，制造业投资增速继续冲高压力较大。

房地产变量，聚焦恒大信用违约和破产重组风险。围绕“房住不炒”出台的系列监管政策已显效，房地产市场的价格、销售、投资预期全线走弱，9月深圳合计成交3343套新房住宅，环比减少43.2%；国庆七天深圳二手房近成交4套约351平方米。在房住不炒总基调下，虽有稳增长压力，但房地产政策的再放松较难出现；但为避免信用违约风险的无序蔓延，托底政策仍然可期。

相对房地产，基建的托底效用较为确定，但与稳增长压力相匹配，基建发力或在明年，四季度仍将维持低位运行。截至三季度末，今年新增专项债发行进度仅约65%，明显低于19-20年同期的95%和99%，今年四季度还剩约1万亿元的新增专项债待发行，利于提升明年一季度

的基建投资回暖预期。

图 7：消费增速与工业增加值



图 8：土地购置费与房地产投资



图 9：基建和制造业增速

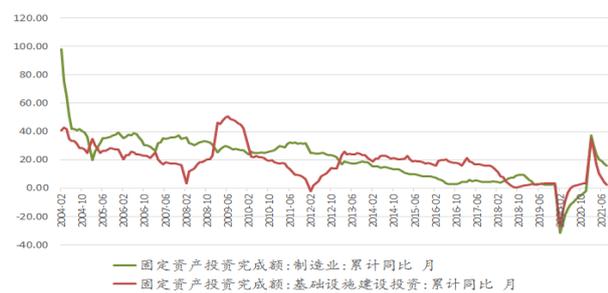


图 10：房屋新开工和销售面积



图 11：地方政府专项债

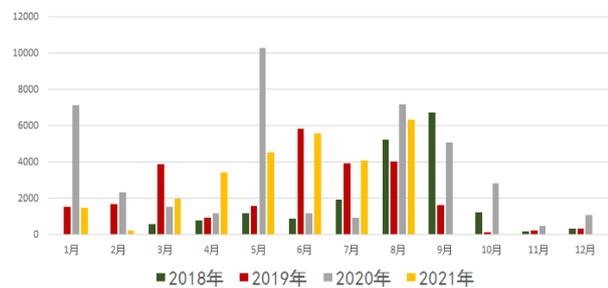


图 12：财政收入/支出增速



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.2 外需：延续强势但边际回落

四季度外需仍将强于内需，为国内经济正向驱动；但考虑到景气度周期因素、能源冲击、美联储政策转变等因素，外需的正向驱动边际大概率温和放缓。国际货币基金组织（IMF）在最新发布的《全球经济展望报告》中，将今年全球经济增速预期小幅下调 0.1 个百分点至 5.9%，将美国 2021 年 GDP 增速大幅调降 1 个百分点至 6%。

影响因素看，全球景气度周期性因素占主导，而美国财政和货币政策的边际退出，将强化周期性回落预期。四季度，美国疫情补贴有关的财政刺激政策全部退出，而尚待出台的财政刺激方案与增税、美债上限问题相关联，两党博弈将增加出台时点和出台规模的不确定性；同时财政刺激资金主要来自于民主党的加税方案，也将削弱对经济的提振效果，在经济景气度回落阶段更多起到下行压力对冲的作用。

图 13: 美欧日制造业 PMI

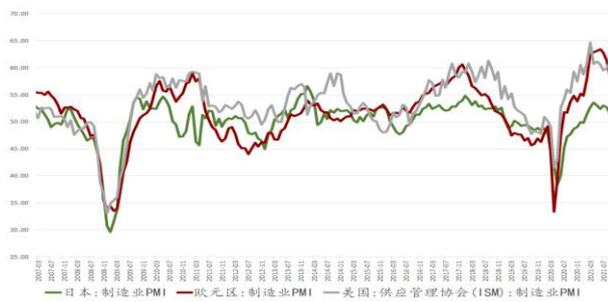


图 14: 中国进出口增速和全球制造业 PMI



图 15: 中国对美国贸易差额及出口增速

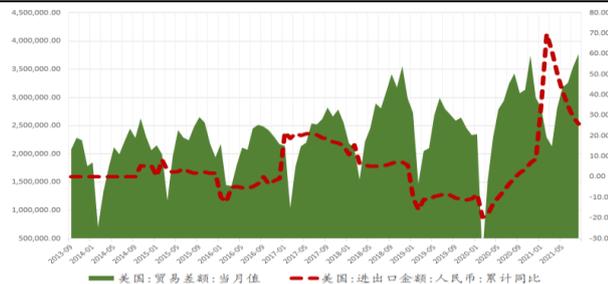
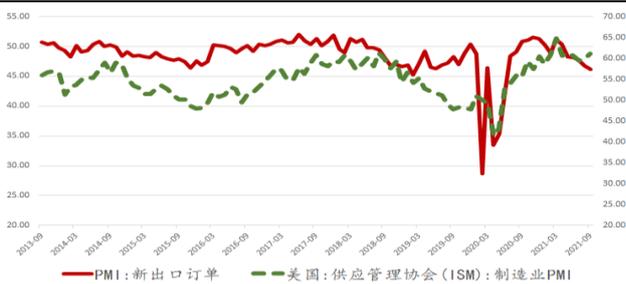


图 16: 中国新出口订单与美国 PMI



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

三、滞胀侧重不同 内外政策分化

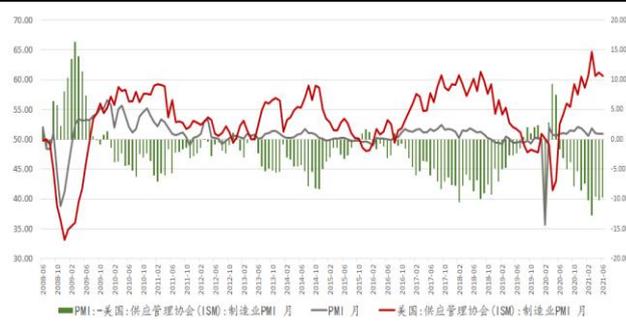
货币政策以内为主，外部为辅。三季度，天然气、煤炭、原油等能源价格均出现超预期上涨，带动全球滞胀预期显著升温，但由于国内疫后的经济周期领先，且通胀压力以结构性为主，“双碳双控”执行力度和方式可以微调，因此，虽然通胀对国内货币政策约束趋强，但权重仍弱于稳增长，四季度，再降准仍可期。

但与中国不同，美国经济景气度仍在高位，但供应短缺造成的高通胀有长期化风险，美联储政策将更侧重通胀预期管理。而据纽约联储居民通胀预期调查显示，一年和三年通胀预期均创有数据以来最高，美联储加速收紧政策风险增大。若美联储 11 月 3 日确认缩减周期开启，将对国内流动性预期造成压力，人民币汇率大概率趋向贬值，但考虑到中美利差仍高达 137BP，贬值压力可控，不会成为制约国内货币政策稳中趋松的硬约束。

图 17: 中美 1 债与 10 债利差



图 18: 中美制造业 PMI 差值



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

3.1 通胀预期飙升 渐成政策强约束

三季度，在外部疫情反复、国内双碳降温双控再起的背景下，内外大宗商品价格突破前期高位再度大幅上涨。截至目前，文华商品指数创有数据来新高，突破 08 年和 11 年高点，CRB 现货指数距离历史新高也仅一步之遥，前期通胀暂时性的主流判断遭遇考验。

相比黑色、化工等能耗双控触发的价格上涨，也需关注猪肉价格的见顶回升可能。9 月 24 日，农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（暂行）》，方案将以能繁母猪存栏量变化率为生猪产能核心调控指标，构建上下联动、响应及时的生猪生产逆周期调控机制，并将定期组织考核各省份生猪产能调控工作落实情况。

《方案》明确，“十四五”期间，全国年出栏 500 头以上的规模猪场（户）保有量稳定在 13.7 万个以上。全国能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。根据能繁母猪月度存栏变化的不同情形，划分绿色、黄色和红色 3 个调控区域，并明确相应的调控措施。

图 19：猪肉价格及增速



图 20：中国 PPI/CPI 增速与差值

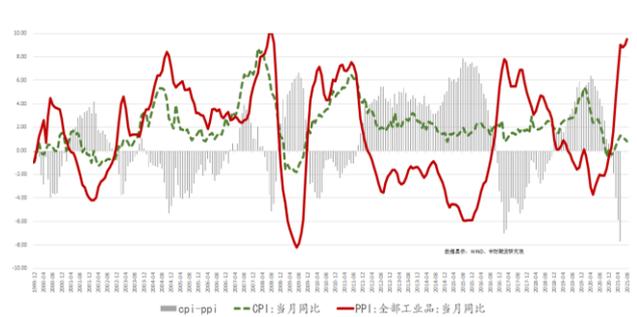


图 21：CRB 现货指数及增速

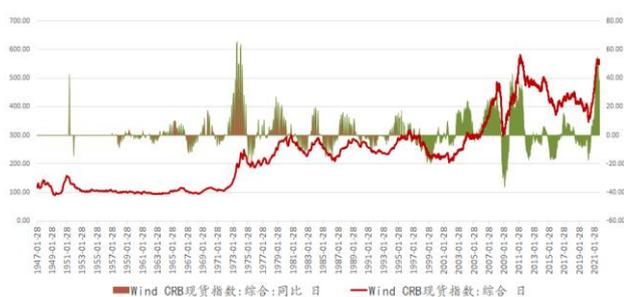


图 22：南华综合指数及增速



图 23：原油和天然气价格



图 24：中国煤炭价格指数



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

目前数据显示，8月全国能繁母猪存栏量接近正常保有量的110%，已处于《方案》划定的黄色调控区域上限。农业农村部相关负责人表示，广大养殖场（户）应合理安排生产节奏，延迟能繁母猪补栏，加快淘汰低产母猪，适当压减生猪产能，使能繁母猪存栏量下降至合理水平。

四季度开始，基数效应叠加生猪供应的政策管控，CPI增速大概率温和走高。同期，煤炭、化工等工业品价格上涨有望放缓，国务院纠偏地方“一刀切”限电限产或“运动式”减碳行为，以及煤电上网电价的市场化改革，将部分缓解电力供应短缺矛盾，但难改电力供应短缺方向，PPI仍将高位运行。国内通胀压力将从上游向下游加速传导，对货币政策边际宽松力度的约束将变强。

3.2 再降准可期 降息难现

紧信用角度看，M2增速和社融增速已降至8.3%和10.3%，与年内名义GDP增速预期相当，已达货币中性状态。三季度经济下行压力超预期，令四季度政策主观上有放松动能，但地产信用风险也将触发信用的被动收缩，预计四季度信用环境触底企稳概率较高。

四季度MLF到期量有2.45万亿，叠加房地产信用风险衍生金融风险的防范压力，年内再降准可期。降准虽为中性货币政策工具，但信号意义仍强，一旦兑现将强化货币政策由紧转松的市场预期。不过，与7月初央行意外降准不同，四季度若再降准则在预期之内，相反需关注降准预期落空带来的市场风险。

与再降准可期相比，降息仍为小概率事件，美联储进入紧缩周期叠加高通胀压力，将令国内资金利率有走高风险，10债收益率或触底反弹。

图 25：10 债与 MLF 利差

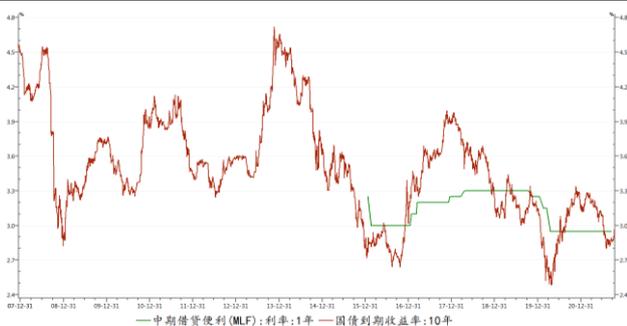
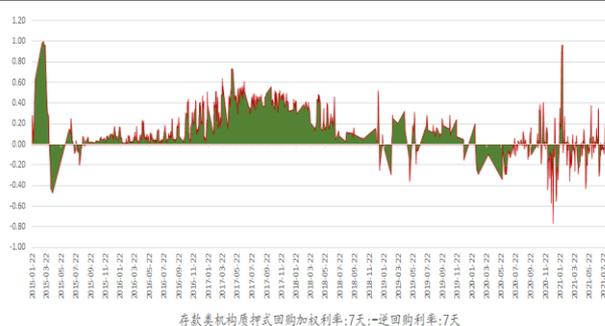


图 26：DR007 与 7 天期逆回购利率



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_27712

