

2021年10月20日

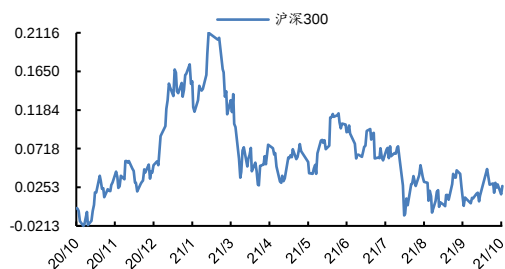
宏观研究

研究所
证券分析师：樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人：方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

供给约束限制政策宽松

——2021年三季度经济数据及近期政策点评

最近一年走势



事件：

10月19日，国家统计局公布三季度主要经济数据，GDP单季同比增长4.9%，在去年同期基数不高的情况下，同比增速下行破5意味着中国经济的负产出缺口如期继续扩大。对央行降准预期的落空和宽信用的担心近期引发了国债长端利率的上行。我们认为在供给约束没有解除之前，央行的举措并无不妥。但是在供给约束改善而产出缺口可能进一步恶化的明年一季度，货币政策仍有宽松的空间。

投资要点：

■ 三季度负产出缺口持续扩大

无论是从3季度GDP同比增速4.9%（两年平均增速4.9%，前值5.5%）来看，还是从GDP环比年化增速0.8%来看，中国当前的增长都显著低于其潜在增速水平（保守估计也在5.5%左右）。这意味着二季度已经存在的负产出缺口在三季度进一步扩大（《二季度经济数据点评》）。

从需求端来看，调控下地产投资的下滑、基建投资的乏力，收入增速放缓等因素对于商品和服务消费的抑制是负产出缺口扩大的主要原因。如果以去年四季度的同比增速替代去年同期的其他月份来剔除基数效应（下同），三季度固定资产投资剔除基数同比增速从二季度2.5%的水平下降到约-1.8%，房地产开发投资和基建投资剔除基数同比的下滑是主要原因；制造业投资剔除基数同比虽然略有反弹，但是反弹力度有限。三季度全国居民实际人均可支配收入两年平均同比较二季度下降1.1%到4.9%，实际人均可支配收入两年平均同比增速则较二季度下降0.9%也到4.9%。这个数据似乎显示预防性的储蓄需求已经有所下降并逐步向疫情前水平回归，但是收入增速的低迷仍然抑制了商品和服务消费需求的增长。从社会消费品零售实际同比来看，两年平均增速也从二季度的3.3%下降到三季度的1.4%，降幅显著的高于个人消费支出的降幅。由于社会消费品零售更多的包含了商品的零售，数据似乎说明即使有疫情反复的冲击，三季度服务消费对二季度的下滑程度仍然相对温和。出口数据在绝对水平很高的情况下三季度整体超预期，但是剔除基数、价格效应之后同比增速对于经济增长也并无太大贡献。

相关报告

《9月贸易数据点评：航运改善或导致短期出口偏强*樊磊》——2021-10-14

《供给冲击的顶点到了吗？*樊磊》——2021-10-01

《利润增速如期继续下行，上下游分化明显*樊磊》——2021-09-29

《Taper将至*樊磊》——2021-09-24

《经济下行影响持续显现*樊磊》——2021-09-21

与此同时，四方面供给约束也对产出的增长构成了负面影响：限电影响工业生产，疫情反复和洪涝灾害同时影响服务业和工业，包括芯片短缺在内的供应链困难影响工业。

在需求和供给同时收缩的作用下，第二产业增加值两年平均增速同比从二季度的 6.2% 大幅下降到三季度的 4.2%。反过来，即使有疫情的冲击，第三产业增加值同比两年平均增速仅从二季度的 5.1% 下降到三季度的 4.8%——虽然第三产业的产出在投资和消费中都有体现，但是其相对温和的下滑似乎也支持上文提到的服务消费的下滑在三季度相对温和的结论。

■ 供需双重冲击展现出明显的结构分化

需求与供给虽然出现了双重的收缩，但是在不同领域冲击的程度不同，导致价格水平和就业状况存在明显的分化。

虽然投资的需求有明显的下行，但是因为“能耗双降”、“碳中和”、安全生产、节能环保以及煤炭供应的短缺，叠加全球原油价格的上行，比需求更猛烈的供给侧冲击推动了上游周期品价格超预期的上行，也导致 PPI 同比在三季度持续超预期上行。另一方面，核心 CPI 同比虽然因为 7 月份居住、旅游等服务业正常的季节性增长有所恢复而回升（再度侧面验证了服务业的需求在本轮疫情反复期间受到冲击较温和），但是考虑到供给没有受到太大冲击整体价格上行压力不大。CPI 同比反而受到猪肉价格创出新低等因素的影响而有所回落。

由于出口部门较高的景气度，制造业一般劳动力就业持续改善，三季度末外出务工农村劳动力 18303 万人，同比增长 2%，规模基本恢复至疫情前同期水平，东南沿海还存在比较明显的用工荒。但是第三产业和消费绝对增速自疫情以后整体的疲软、叠加教培行业整顿、地产调控意味着以大学生就业为代表的高端就业和服务业就业肯定仍存一定压力。9 月调查失业率虽然下行，但是因为多方面原因可能未能完全体现城镇劳动力市场面临的就业压力——不能作为负产出缺口不明显的证据。

■ 降准落空不意味着货币宽松的尽头。

在央行未能如期降准之后，市场对于货币政策进一步宽松的预期大幅衰减。但是我们认为这一解读过度悲观了。

在中国经济因为限电停工面临明显供给压力的情况下，当前放松政策刺激需求意义有限。9 月份钢铁、水泥产量都出现了同比大幅负增长而价格仍有反弹压力，在供给约束如此之强的背景之下，无论是基建还是房地产投资发力都面临材料匮乏的困境。从近期企业的反馈来看，“十一”之后限电导致的停工停产在一些区域甚至有扩大的迹象。实际上，从政策的安排来看，房地产政策的调整以防风险为

主，并无意于推动需求回升；地方债发行可能在近期加速并推动社融企稳，但是地方官员使用专项债的积极性有限，在四季度能够形成的实物工作量恐怕也会打个折扣。此外，由于停工停产，工人的收入已经开始受到影响，收入下降会进一步压制消费的需求。

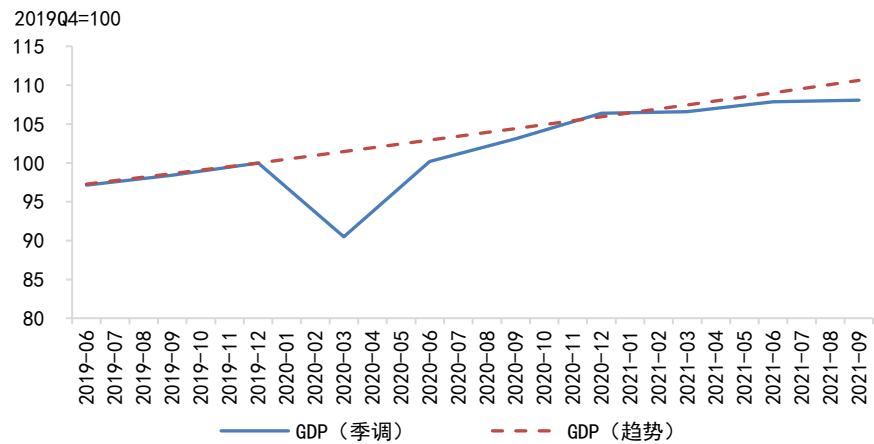
在四季度仍存在供需双重冲击的情况，经济即使因为疫情过去引发的消费服务业温和回升环比增速较三季度很低的水平有所反弹，要保持负产出缺口不扩大（环比年化增速达到 5.5% 左右）可能仍然比较困难，这意味着在四季度末就业市场会面临比三季度更大的压力。

供给改善将打开政策宽松的空间。如果在四季度煤炭的供应短缺问题能够缓解（如果不能缓解，一些中小企业成本上升可能会亏损并关闭），总供给约束显著放松，我们预计明年一季度政策就有望着手解决需求问题以稳定就业。

年底的中央经济工作会议当然是观察政策的重要窗口。但是从当前的情况来看，服务业与消费的增长即使因为供给约束缓解、收入反弹在明年一季度有恢复，在出口部门可能面临下行压力的情况下（《9 月贸易数据点评》），政策的调整可能是必须的。我们认为货币政策有望在明年一季度继续宽松。

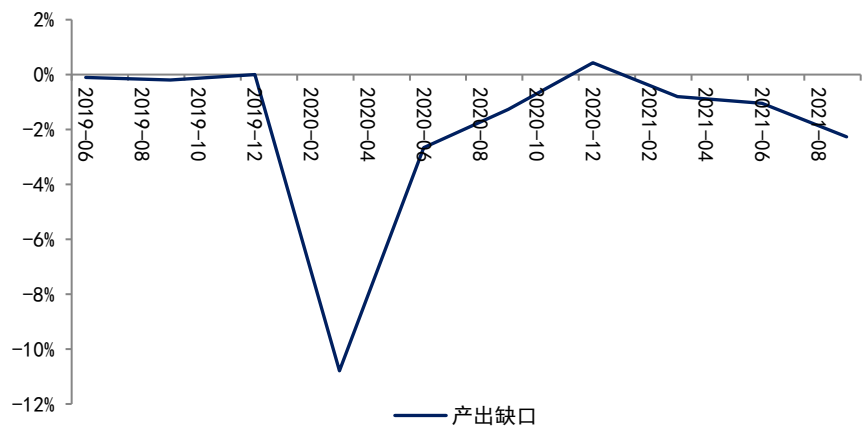
■ **风险提示** 经济复苏超预期，政策收紧超预期，国内外疫情恶化。

图 1: 三季度 GDP 环比增长低于潜在经济增速



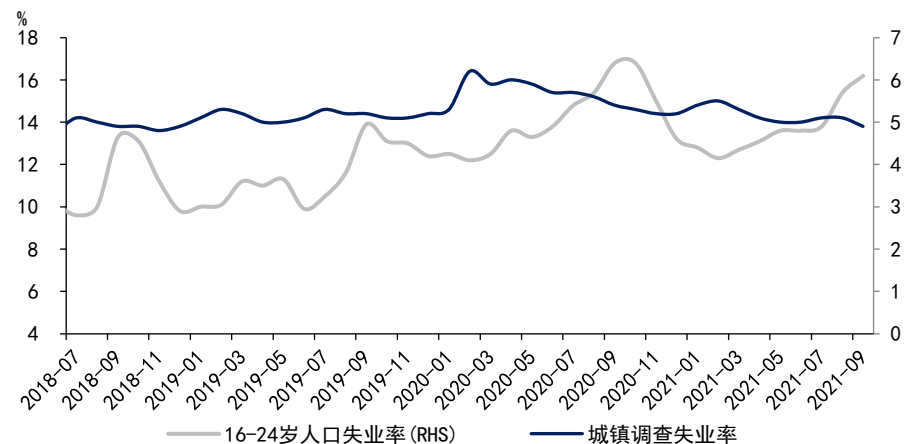
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 产出缺口



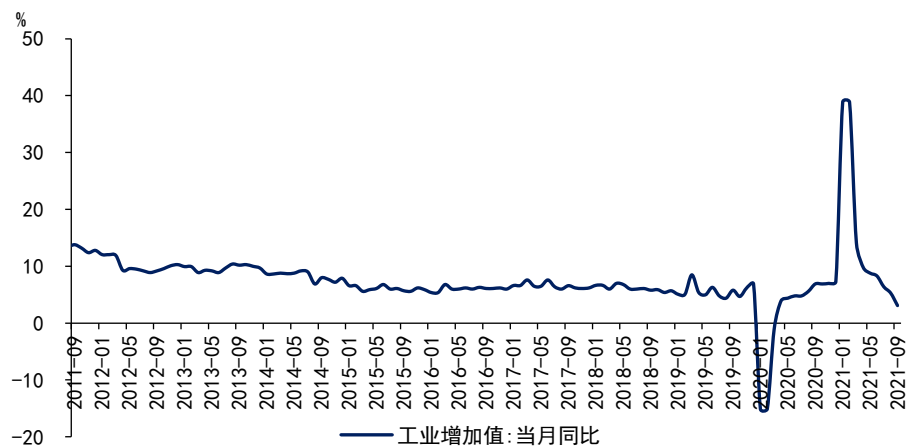
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 失业率水平



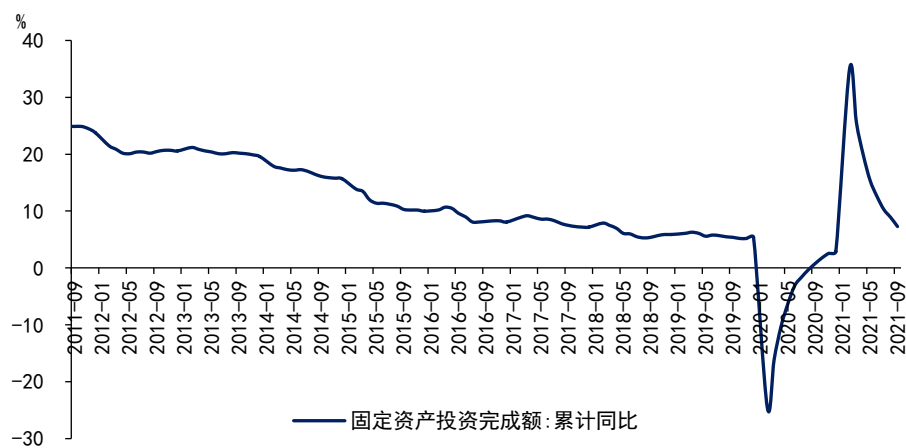
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 工业增加值增速



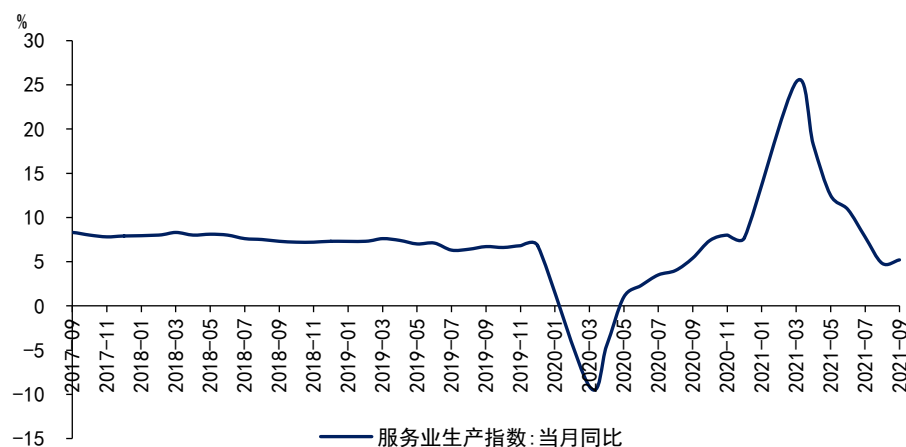
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 固定资产投资增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: 服务业生产指数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 服务业 CPI



资料来源: Wind, 国海证券研究所

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_28010

