

## 突如其来的疫情会否令政策基调转向稳增长？

证券研究报告

2021年11月02日

## ● 核心结论

**何为衡量年内总量政策基调的锚？**10月24日新华社发表的文章《十问中国经济》说明假若全年经济增速仍高达8%，总量政策就不太会向稳增长转向。只要全年实现44万亿元的社零增长就符合目标。

**不考虑疫情影响可顺利实现全年增长与消费目标。**前三季度我国分别实现了18.3%、7.9%及4.9%的实际增长，只要四季度实际增速不低于3.7%，全年经济增速就能符合8%的预期值。此外，若将44万亿的社消总额作为全年增长预期，四季度我国社会消费品零售总额同比增长需达到2.8%。不考虑疫情影响情况下，我们预计四季度GDP同比增速或为4.8%、社会消费品零售总额增速或达5.2%，能够顺利实现消费目标。

**本轮疫情对四季度经济增长和消费影响或有限。**本轮疫情特点与7-8月份的南京疫情有所不同，主要在于目前疫情波及城市除北京、杭州、西安等少数直辖市和省会城市外，绝大部分均为经济偏弱的三四线城市，整体社零规模占全国比重并不高。考虑到疫情影响的复杂性，我们设定三种场景来测算本轮疫情对社消的影响。经测算得出，在最悲观的疫情影响情景下2021Q4社消零售总额同比增速仍有望达到3.5%、实际GDP增速降至4.1%。当然由于本轮疫情尚在进行中，11月有可能蔓延至更多城市，不排除影响超出我们估算预期的可能性。此外，受疫情反复和经济复苏节奏的影响，今年一季度GDP两年复合同比增速为5.0%，基数仍然偏低，不考虑疫情影响，明年一季度经济增速仍有保障。

**怎么看明年的消费和政策基调？**1) 关于消费：利好大众消费三条宏观逻辑正在逐步形成。首先，产能周期与供给逻辑下2022年有望出现猪油共振，权益市场也会将注意力由上游原材料转向大众消费品。其次，十四五期间中国转型方向是“消费大国叠加制造大国”。在转型预期下，未来1-2年促消费、保中下游行业利润等相关政策有望逐步落地。最后，多家国内外药企在新冠肺炎特效药方面有了研发突破，明年中低收入群体收入将受提振进而拉动大众消费需求。2) 关于政策基调：明年Q2及此后或将转向稳增长，但仅是以“稳”为主。明年Q2及此后随着经济下行压力加大，国内总量政策也有望适度稳增长。此外，明年美国中期选举预计美联储货币政策或将转向鸽派，叠加美元贬值人民币获得正 $\beta$ ，因此外部因素对我国货币政策不再形成约束。本着跨周期调节的原则，宽货币政策基调极有可能在明年上半年甚至一季度逐渐明朗。但经济增长早已告别了高弹性阶段，即便是“稳增长”，预计也是以“稳”为主，经济结构亮点仍然多于总量。

风险提示：宏观经济下行超预期；疫情变化超预期；政策不及预期。

## 分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

## 分析师



宋进朝 S0800521090001



15701005636



songjinchao@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

### 内容目录

一、何为衡量年内总量政策基调的锚？ .....	3
二、不考虑疫情影响可顺利实现全年增长与消费目标 .....	3
三、本轮疫情对四季度经济增长和消费影响或有限 .....	4
四、怎么看明年的消费和政策基调？ .....	7
（一）关于消费：利好大众消费三条宏观逻辑正在逐步形成 .....	7
（二）关于政策基调：明年 Q2 及此后或将转向稳增长，但仅是以“稳”为主 .....	8
五、风险提示 .....	8

### 图表目录

图 1：生产法下实际 GDP 同比及 2021Q4 预测 (%) .....	3
图 2：2021 年 Q1-Q4 社消零售总额及增速 .....	4
图 3：社会消费品零售总额当月同比增速 (%) .....	4
图 4：社零结构中各季度占比相对稳定 .....	5
图 5：本轮疫情波及城市社消零售总额占全国比重 (2019 年) .....	6
图 6：社会消费品零售总额当月同比增速 .....	6
图 7：社会消费品零售总额当月环比增速 .....	6

## 一、何为衡量年内总量政策基调的锚？

10月24日，新华社发表文章《十问中国经济》，回答了十大社会关切、海内外关注的热点问题。文章对于“如何看待当前经济走势，中国经济后劲何在？”问题的回答包含了三点重要信息：1) 9.8%的前三季度增幅，远高于年初制定的“6%以上”的年度增长目标；2) 在调控工具充沛的情况下，经济增速再快一点非不能也——面对经济下行挑战，中央保持战略定力，坚决不搞“大水漫灌”，采取持续推进绿色低碳发展、减少对房地产和债务依赖等举措，释放出不走粗放增长老路、坚定迈向高质量发展的政策信号。3) 国际机构普遍预测中国经济今年仍能实现8%左右的经济增长。我们理解以上表述说明，假若全年经济增速仍高达8%，总量政策就不太会向稳增长转向。

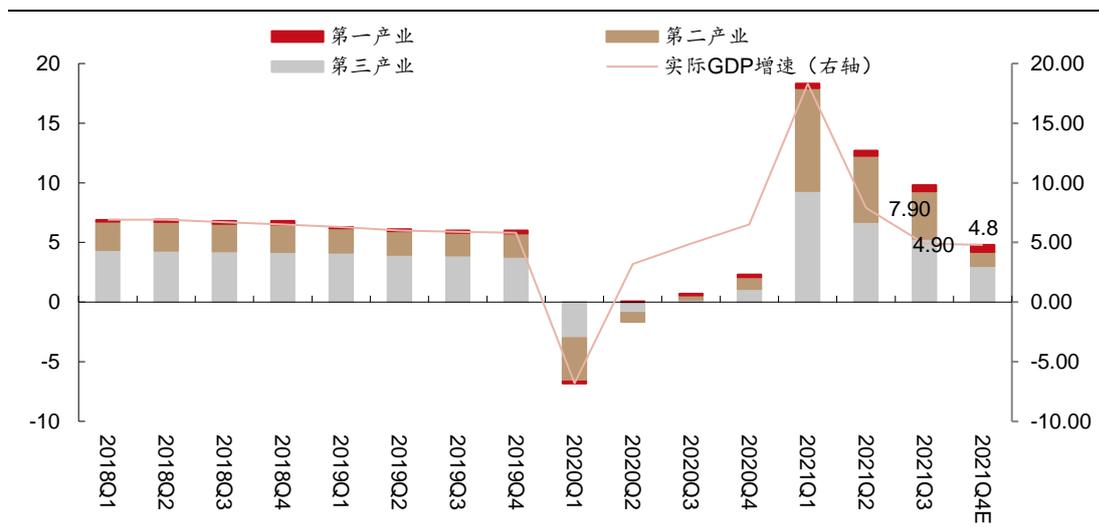
关于“未来消费走势如何？”这一问题，文章中答道“鉴于去年基数因素，今年消费增速总体将呈现‘前高后低’格局，10月份乃至整个四季度消费仍将延续平稳恢复态势，预计全年社会消费品零售总额有望达到44万亿元”。换言之，只要全年实现44万亿元的社零增长就符合目标。

因此，我们需要解答的问题就变成了突如其来的疫情是否会令全年经济增速降至8%下方、令全年社零增长不及44万亿元的预期？

## 二、不考虑疫情影响可顺利实现全年增长与消费目标

由于前三季度我国分别实现了18.3%、7.9%及4.9%的实际增长，因此只要四季度实际增速不低于3.7%，全年经济增速就能符合8%的预期值。今年前三季度我国GDP复合增速分别为5.0%、5.5%和4.9%，三季度GDP复合增速的下滑主要由于能耗双控对生产的约束及疫情反复、地产销售中枢回落对需求端的压制。

图1：生产法下实际GDP同比及2021Q4预测（%）



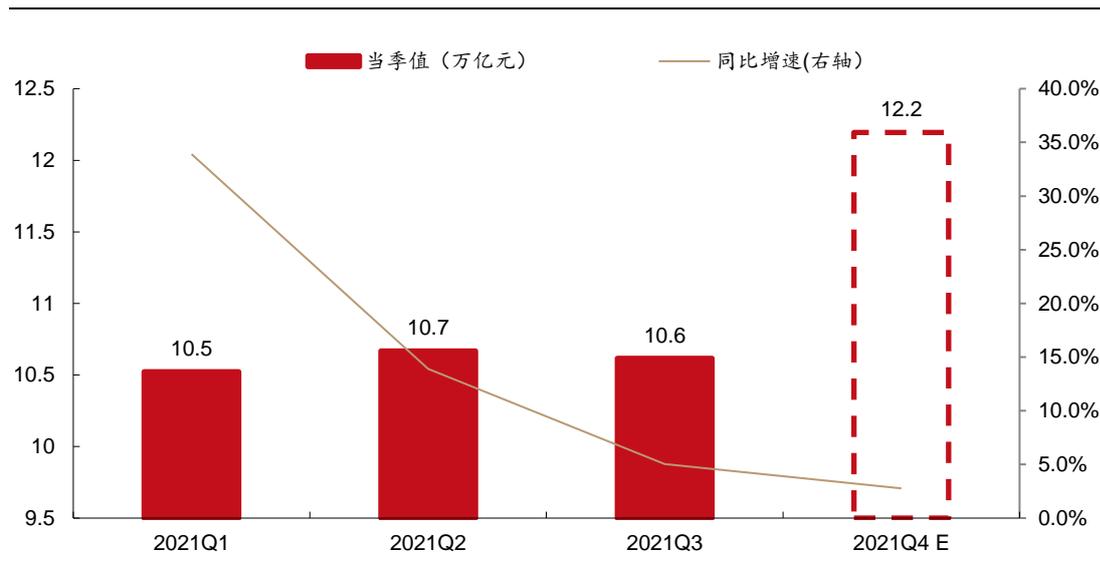
资料来源：Wind，西部证券研发中心

我们用生产法拆解来预测四季度GDP增速。假如四季度无疫情影响，商品和服务消费将迎来修复，第三产业增长有望快于三季度，但由于去年四季度基数水平较高，三产增长水平大概率弱于基数偏低的二季度，预计约为6%。二产方面，随着海外供需缺口的收敛，预计四季度出口对我国工业生产的拉动作用将减弱，10月PMI生产指标读数进一步走弱，显示工业生产仍受能耗双控及需求疲软的影响，加之去年四季度基数水平较高，我们判断

四季度二产增速将较三季度继续回落，预计为3%左右。一产受疫情及能耗双控政策影响不大，全年增速呈现前高后低态势，预计四季度增速为6%。综合判断，不考虑疫情影响情况下，2021Q4 GDP 同比增速为4.8%，可顺利实现全年8%的增长预期。

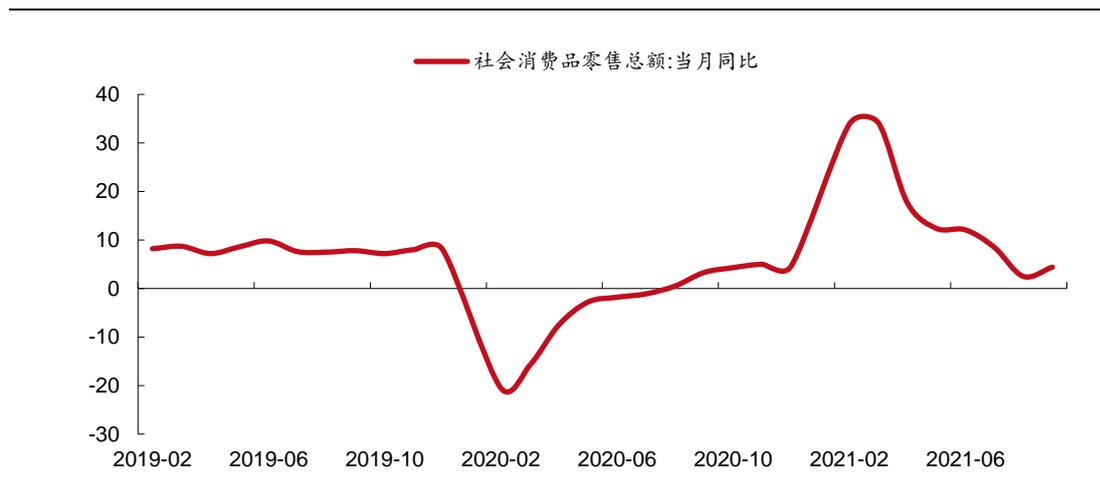
消费方面，今年1-9月，我国社会消费品零售总额规模达到31.8万亿元，累计同比增长16.4%。若将44万亿的社消总额作为全年增长预期，那么四季度我国社会消费品零售总额需要达到12.2万亿元，即同比增长2.8%。根据我们的测算，不考虑疫情影响，四季度社会消费品零售总额增速为5.2%，能够顺利实现消费目标。

图2：2021年Q1-Q4社消零售总额及增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：社会消费品零售总额当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

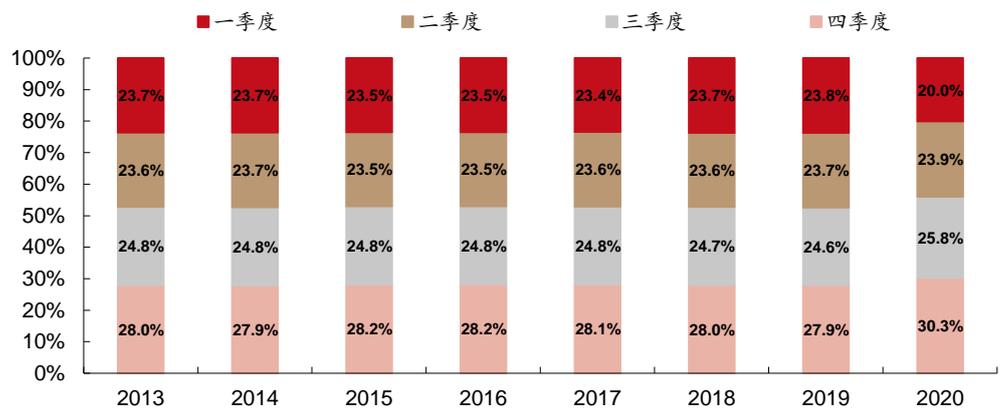
### 三、本轮疫情对四季度经济增长和消费影响或有限

自10月13日开始，内蒙、陕西、北京等多地出现散发病例，新一轮疫情开始在全国扩散。截至10月31日，本轮疫情已波及全国16个省份，累计新增确诊人数达到486人。疫情的反复会限制居民的出行和消费意愿，影响餐饮、住宿、旅游等线下服务类消费活动的开

展。

从历史数据来看，在不发生疫情等重大外部冲击情况下，各季度社消零售总额在全年社消结构中的占比相对稳定。由于四季度恰逢国庆和双十一购物节等消费旺季，四季度在全年消费中的占比通常较高，2013-2019年稳定在28%左右，其余季度占全年社消比重也大体保持平稳。2020年受疫情影响，一季度消费遭受严峻冲击，造成二三季度社消在全年中的占比较历史同期明显偏高。因此，若本轮疫情蔓延，四季度消费增速出现较大幅度回落，有可能会影响全年消费增长预期的实现。

图4：社零结构中各季度占比相对稳定



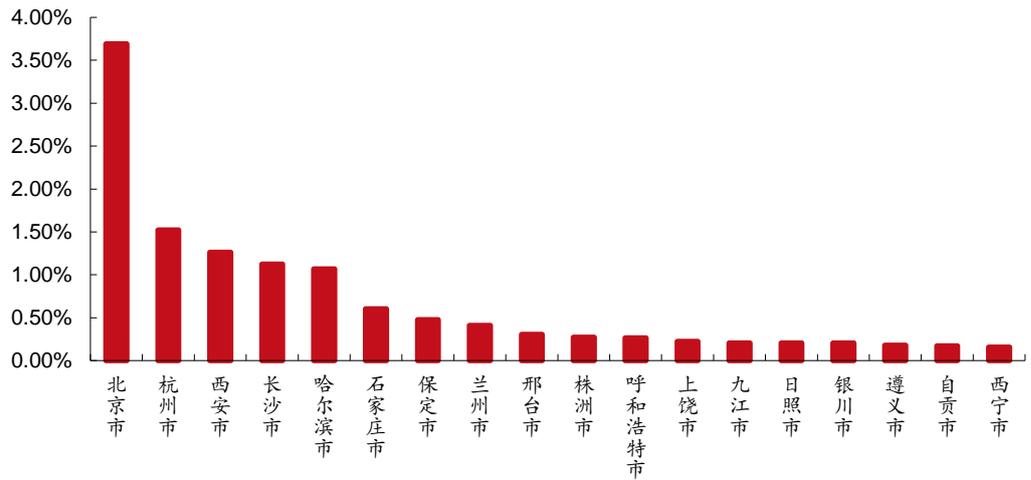
资料来源：Wind，西部证券研发中心

2021年初以来，全国多地都曾爆发散点疫情，包括5-6月的广深疫情，7-8月的南京疫情，9月的福建疫情等等。我们通过分析前几轮疫情对重点城市社消零售额的冲击，来测算本轮疫情是否会对实现消费乃至经济增长预期带来影响。当然，由于社会消费品零售总额结构中，商品零售占比近90%，餐饮服务比重不足11%，许多服务类消费并未涵盖在社会消费品零售总额的统计中。因此，疫情对消费带来的实际影响可能会大于我们对社零的估算。

本轮疫情特点与7-8月份的南京疫情有所不同，主要在于目前疫情波及城市除北京、杭州、西安等少数直辖市和省会城市外，绝大部分均为经济偏弱的三四线城市，整体社零规模占全国比重并不高。截至10月31日，根据2019年数据测算，本次受疫情影响的31座城市社零占全国比重仅为12.8%，远低于受南京疫情影响的城市社零总额占全国比重。当然，这与本轮疫情尚在进行中也有一定关系。后续如果疫情进一步扩散，不排除会波及更多城市的可能性。

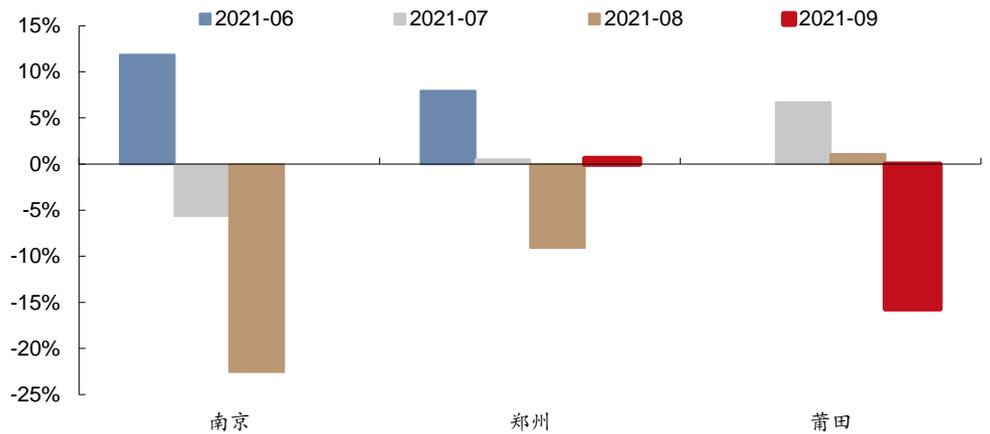
我们选取了南京、郑州、莆田三座今年受疫情影响较大的城市，通过观察其在疫情前后社消零售总额的变化发现。在疫情扩散后，无论从同比还是环比增速来看，三座城市社消零售额均出现明显的下滑，并在疫情得到控制后逐步恢复。例如，南京在7月份发生疫情后，当月社消同比增速即降至-5.6%，在疫情更为严重的8月份，社消零售总额增速进一步下滑至-22.6%。郑州在疫情形势最为严峻的8月份社零同比增速降至-9.1%，9月疫情得到控制，社消增速恢复至0.6%。

图5：本轮疫情波及城市社消零售总额占全国比重（2019年）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图6：社会消费品零售总额当月同比增速



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：社会消费品零售总额当月环比增速

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\\_28538](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28538)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn