

研究部

报告摘要

莫尼塔研究

sales.list@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

■ 国内宏观经济摘要

■ **经济下行压力进一步加大。**根据国家统计局最新公布 2021 年第三季度经济数据，除了消费略高于预期之外，其他经济数据基本低于预期。同时，2021 年全年下游企业实际融资利率较往年仍在上升，下游制造业仍处于承压通道。第三季度 GDP 同比增速跌破预期潜在增长区间。**四季度流动性缺口较为明显，中小银行存单发行利率有所走高。**从季节性角度对第四季度流动性缺口进行分析，我们预计第四季度有 2.34 万亿流动性缺口**再贷款再贴现政策对于经济的支撑作用有限。**市场传言央行将可能创造 1 万亿的绿色贷款再贴现工具从而拉动社融。我们认为这一工具对于经济拉动作用有限。综合考量，即便第四季度新增了 1 万亿再贷款再贴现额度，对于社融的拉动作用在 0.14 到 0.19 个百分点区间内。因此有必要通过总量的降准来拉动社融回升。

■ **物价对于降准的制约不强，房地产放松调控概率较低。**从三季度央行调查来看通胀预期，目前居民部门通胀预期较弱，通胀不会构成货币政策放松的阻碍。住房领域的监管与“共同富裕”的目标息息相关，结合近日中央高层针对房地产调控政策的表述可知当前房地产的基调未发生改变。但考虑到房地产行业对上下游的辐射作用，房企违约将带来连锁反应，威胁金融体系和实体经济的稳定性。未来中央或将在执行层面上适度放松房地产监管政策，但整体而言大幅放松调控概率较低。

■ **综上所述，经济数据全面下行，各行业贷款需求全面下滑，房地产出现实质性放松可能性小。**同时，PPI 向 CPI 传导非常有限，从三季度央行调查数据来看，居民部门通胀预期走弱，房价上涨的预期在地产调控的背景下明显走弱。通过降准以给市场提供信心的必要性较高，同时降准在当下的环境下也不会造成新一轮资产价格泡沫。定向降准有利于增强中小银行对于民营企业的信贷投放能力，支持下游民营企业。从资产价格的角度来看，降准有利于提振股票市场的信心。从债券市场的角度来说，降准后，银行间利率不一定会有所下行，但降准给银行体系注入了大量中长期流动性，释放的宽松信号，本身对于国债形成利好。

■ 海外宏观摘要

美联储 Taper 在即：本周五夜间，鲍威尔就目前的通胀、就业以及货币政策发表了看法，整体发言偏鹰。他表示目前已经进入 taper 的轨道，并在 2022 年年中完成缩减购债。针对通胀，他表示要放缓的时间仍然不确定。根据美联储 9 月的 FOMC 会议纪要看，市场大部分机构认为 12 月进行 taper 的概率较大，同时不排除 11 月会正式实施 taper。十月下旬以来，美联储各大理事以及 21 年票委均发表了偏鹰的看法，同时对于缩债的时间均支持在 11 月开始缩减购债规模。



目录

一、宏观经济周报：结构性降准依然可期.....	3
二、海外宏观周报：美联储到底何时 Taper?	20
三、传媒行业周报：Q3 游戏板块业绩回暖，Q4 头部新游储备丰富	26
四、电子行业周报：工信部预计四季度汽车芯片供给将有所缓解.....	31
五、通信行业周报：2021 华为开发者大会召开，鸿蒙生态初具规模.....	34
六、医药行业周报：恒瑞医疗、迈瑞医疗、康泰生物发布三季报.....	37
七、商贸零售行业周报：双 11 预售正式开启，关注国产家电表现.....	43
八、光伏行业周报：组件延续上涨态势，成交订单仍以分布式为主.....	46
九、锂电池行业周报：下游需求强劲，关注锂电材料三季报业绩兑现	52

一、宏观经济周报：结构性降准依然可期

1. 经济下行压力进一步加大

a) 除了消费略高于预期以外，其他经济数据基本低于预期。

根据国家统计局最新公布 2021 年第三季度经济数据，中国第三季度 GDP 同比增长 4.9%，预期增 5.5%，第二季度增 7.9%。9 月规上工业增加值同比增长 3.1%，预期增 3.8%，前值增 5.3%。1-9 月固定资产投资同比增长 7.3%，预期增 7.9%，前值增 8.9%。1-9 月房地产开发投资同比增长 8.8%，商品房销售面积同比增长 11.3%，房地产开发企业到位资金同比增长 11.1%。9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%，预期增 3.4%，前值增 2.5%。

第二产业是三季度较二季度经济下滑的主要拖累。 三季度 GDP 同比较二季度下降 3%，其中第一产业下降 0.5%，第二产业下降 3.9%，第三产业下降 2.9%。分行业看，制造业、房地产行业下滑明显，幅度分别为 4.6% 和 8.7%，服务业中住宿、餐饮受疫情反复影响较大，较二季度产值增速下降 11.4%。具体来看，**制造业下游表现好于中上游。** 上游黑色系矿采加工、化学制品、橡胶等化工行业增加值增速大幅下滑，极端天气频发、能耗双控对工业生产负面影响较大，特别是能耗较大的中上游行业走弱趋势较为明显。

图表 1：第二产业是三季度经济下滑的主要拖累

	2 季度	3 季度	差值
GDP	7.9	4.9	-3
第一产业	7.6	7.1	-0.5
第二产业	7.5	3.6	-3.9
第三产业	8.3	5.4	-2.9
农林牧渔业	7.5	7.1	-0.4
工业	8.8	4.9	-3.9
#制造业	9.2	4.6	-4.6
住宿和餐饮业	17.1	4	-0.1
房地产业	7.1	-1.6	-8.7

来源：国家统计局，莫尼塔研究

图表 2：制造业下游表现好于中上游（工业增加值）

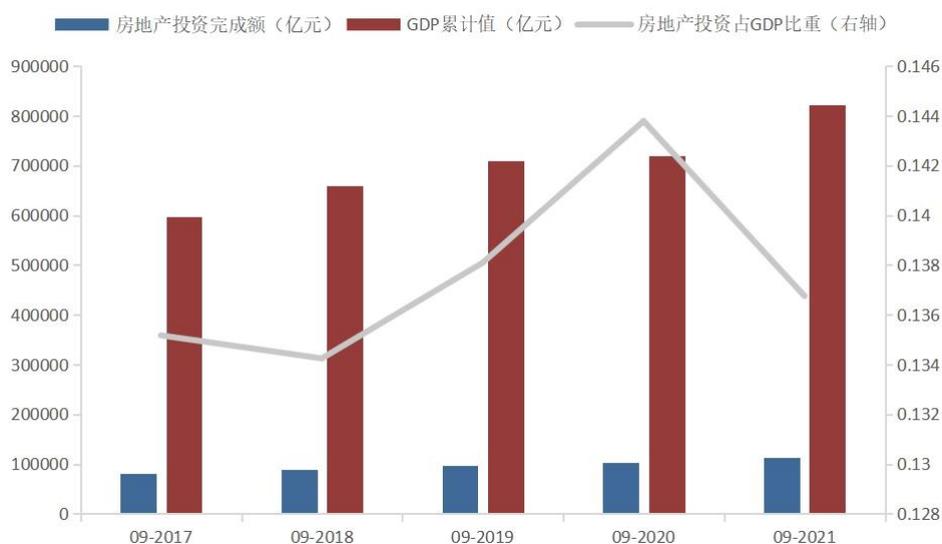
行业	9 月	8 月	7 月
黑色金属矿采选业	-2.8	-1.8	-1.4
非金属矿采选业	-3.6	-2.5	2.9
石油、煤炭及其他燃料加工业	-8.1	-4.5	1.9
化学原料和化学制品制造业	0	5.5	6.6
橡胶和塑料制品业	-3.9	0.4	1.1
黑色金属冶炼和压延加工业	-9.7	-5.3	-2.6
医药制造业	26.5	32.9	25.3
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.5	13.3	13

来源：国家统计局，莫尼塔研究

b) 地产调控下，经济增长对于房地产投资的依赖程度依然较高。

1-9 月份，全国房地产开发投资 112568 亿元，同比增速 7.7%。3 季度GDP核算为 823131 亿元，房地产投资占GDP比重为 13.7%，略低于工业固定资产投资占GDP比重（14.5%）。但继 2018 年来，房地产投资占比逐年攀升，2020 年达到 14.4%，2021 年出现回落，表明房地产投资的热度降温，经济对房地产投资的依赖性下降，但依然处在较高水平。

图表 3：对房地产投资依赖程度有所下降



来源：国家统计局，莫尼塔研究

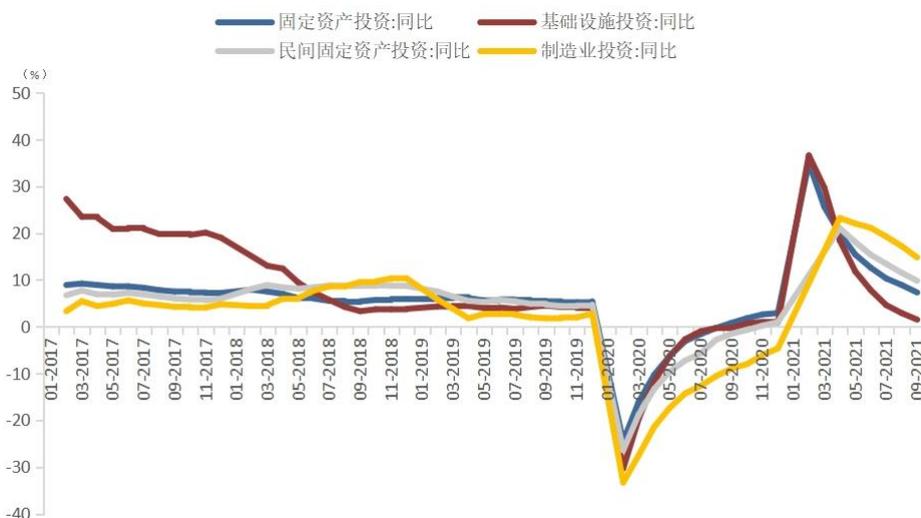
c) 两年平均看：国内生产总值下滑明显，基建投资增速拖累经济增长。

国内生产总值：三季度两年平均增长 4.9%，较二季度两年平均增长下滑 0.6%。分产业看，第一产业增长 4.8%；第二产业增长 5.7%，规上工业增加值增长 6.4%，1-8 月份，全国规上工企利润总额两年平均增长 19.5%，企业效益提升较快，稳增长空间较大；第三产业增长 4.9%。第三产业受疫情影响，仍处于恢复通道。

投资：全国固定资产投资（不含农户）397827 亿元，两年平均增长 3.8%。分行业看，制造业投资增长 3.2%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 0.4%，均低于全投资增速，成为拖累项。全国房地产开发投资两年平均增长 7.2%，远高于同期全投资增速，是投资强有力的拉动项。

消费、收入：全国居民人均可支配收入扣除价格因素后两年平均增长 5.1%，人均消费支出扣除价格因素后两年平均增长 3.7%。社会消费品零售总额（未扣除价格因素）两年平均增长 3.8%。市场销售和人均消费保持增长，居民收入和经济增长基本同步。

图表 4：投资稳定增长，低基数效应影响逐渐减小

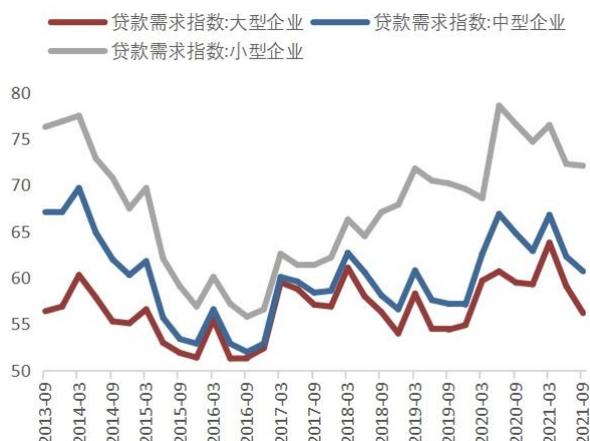


来源：国家统计局，莫尼塔研究

d) 从三季度央行调查来看，各个主体对于融资的需求全面走弱。

贷款总体需求指数为 68.3%，比上季下降 2.2 个百分点，比上年同期下降 5.2 个百分点。分行业看，各行业贷款需求均较上季有所下降，其中房地产企业贷款需求下降幅度最大。制造业贷款需求指数为 67.4%，比上季下降 1.3 个百分点；基础设施贷款需求指数为 63.0%，比上季下降 2.0 个百分点；批发零售业贷款需求指数为 60.6%，比上季下降 1.6 个百分点；房地产企业贷款需求指数为 45.3%，比上季下降 2.8 个百分点。分企业规模看，大型企业贷款需求下降幅度最大，指数为 56.2%，比上季下降 3.0 个百分点；中型企业为 60.7%，比上季下降 1.6 个百分点；小微企业为 72.1%，比上季下降 0.2 个百分点。

图表 5：大中小企业贷款需求指数



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：各行业贷款需求指数

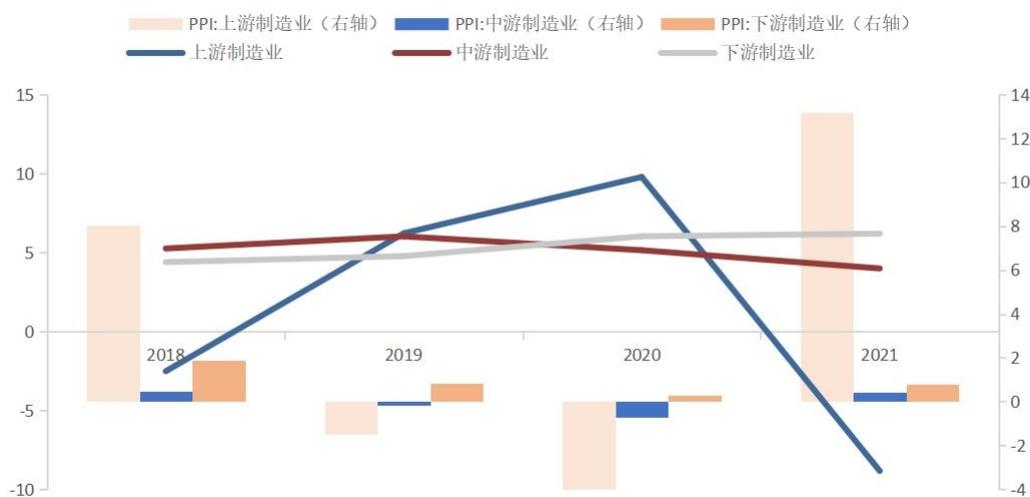


来源：Wind，莫尼塔研究

e) 民营经济占主导的下游制造业面临较大压力。

我们在 2021.10.10 的周报《下游企业实际融资利率在 2021 年进一步上升——上中下游企业实际融资利率测算》中指出，2021 年全年下游企业实际融资利率较往年仍在上升。下游制造业名义利率均高于实际利率，近三年间逐年上升。主要原因是名义利率在经过了 2019 年的下降以后，在 2020 年、2021 年连续攀升。扣除了 PPI 后下游行业的 PPI 达到了 6.19%。而上游制造业实际利率变化幅度较大，受价格指数周期性波动影响较大。中游制造业实际利率总体均呈下降趋势，波动幅度小。今年 PPI 上涨势头猛，上游产品出产品价格攀高，而下游出产品价格提升较慢，原料、中间品成本的提升挤压下游企业的利润空间，再叠加实际融资利率上升，2021 年下游制造业仍处于承压通道。

图表 7：2018-2021 年工业各行业贷款实际利率与 PPI 同比



来源：Wind，莫尼塔研究

f) 3 季度 GDP 同比增速跌破预期潜在增长区间，央行稳增长的必要性上升。

中国人民银行行长易纲在《中国的利率体系与利率市场化改革》一文中提及，中国的经济潜在增速仍有望维持在 5%-6% 的区间内，但第三季度 GDP 同比增长 4.9%，跌破这一潜在增长区间。并且 9 月 27 日召开的央行货币政策委员会三季度例会中，会议传递出货币政策将延续 7 月政治局会议、二季度货币政策执行报告传递出的跨周期调节基调信息，货币政策将继续处于稳健中性区间，重心边际向“稳增长”倾斜。

2. 四季度流动性缺口较为明显，中小银行存单发行利率走高

1) 四季度流动性缺口分析（从季节性来看）

a) M0

预计 M0 回笼流动性 2761 亿元。M0 环比具有季节性特征，主要体现在春节效应上，同时季末（3、6、9、12 月）受企业贷款交付影响也是 M0 环比增速相对上升的时点。1 月受春节影响，企业因发放工资奖金对现金需求增加，居民走亲访友的消费需求增加，从而市场对现金需求激增。根据 M0 的季节性变动特征，我们可预测 2021 年第四季度 M0 的变动情况。依据 2015 年-2020 年月频数据，得到 6 年来第四季度每月环比均

值（下同），得到 2021 年第四季度 M0 环比变动预测值分别为 10 月-1383 亿元，11 月 640 亿元，12 月 3564 亿元。

b) 缴准

预计缴准回笼 600 亿元。从历史数据看，新增总存款的季节性特征较明显，度过 9 月季末冲量期，10 月新增总存款数预计减少 9000-10000 亿元，根据 2015-2020 年月频数据，得到四季度每月新增存款额，超储率的预测也采用这一均值法。需要注明的是，由于超储率的数据是季度更新，即只有季末的超储率信息，为了方便处理，我们将 9-12 月的超储率视为直线平滑增长，以近似估计 10、11 月的超储率。7 月 15 日降准后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%，我们以此作为法定存款准备金率。依据公式：缴准变动=T+1 月总存款*（法定存款准备金率+T+1 月超额存款准备金率）-T 月总存款*（法定存款准备金率+T 月超额存款准备金率）得到四季度各月的缴准变动分别为-999.75 亿元、503.06 亿元和-109.23 亿元。

c) 财政存款

预计四季度财政存款投放 2254.58 亿流动性。财政存款可分为三类，国债和地方债、一般公共预算收支差额和政府基金收支差额。用 2015-2020 环比均值作为 2021 环比预测，预计四季度每月新增财政存款分别为 10 月 8951.4 亿，11 月 336.96 亿，12 月-11542.94 亿，合计四季度新增财政存款-2254.58 亿。

d) 外汇占款

预计四季度外汇占款回笼 2929 亿流动性。用 2015-2020 环比均值作为 2021 环比预测，得到 2021 年第四季度外汇存款环比变动预测值分别为 10 月-549.07 亿元，11 月-955.41 亿元，12 月-1424.61 亿元，合计四季度外汇占款新增-2254.58 亿。

e) MLF、OMO 公开市场操作

截止至 10.17，10 月 MLF 到期 5000 亿，10.15 已续作，11 月到期 10000 亿，12 月到期 9500 亿，四季度仍有 19500 亿元即将到期。截止至 10.17，10 月 OMO 已续作 700 亿元，下周（10.18-10.22）有 500 亿到期，10 月 OMO 净投放-7800 亿。

小结：预计四季度有 2.18 万亿流动性缺口，主要影响因素是 11 月和 12 月共 1.95 万亿的 MLF 到期，此外近期应监管部门要求，各地剩余新增专项债额度需在 11 月底前发行完毕，12 月不再留有专项债额度，不再为 12 月预留专项债额度。6 月 4 日，财政部披露，新增地方债限额下调为 4.27 万亿元，其中一般债限额 8000 亿元，专项债限额 3.47 万亿元。截至九月末地方债发行规模为 22067 亿元，剩余发行量为 12609 亿元，据此，我们预计 10 月、11 月均地方债发行规模将超 6000 亿，这一规模将高于 9 月 5716 亿元的发行规模。接下来的 10 月流动性仍有超过 0.6 万亿的缺口，到 11 月这一数值可能达到 1.2 万亿，12 月缺口收小，预计为 0.27 万亿。

图表 8：四季度流动性缺口测算

因素	项目	10月	11月	12月	第四季度总额
MO(变动)	单月数值	85517	86156.76	89661.09	-
	差额	-1383	639.77	3504.32	2761.09
缴准(变动)		-999.75	503.06	-109.23	-605.91
MLF(10月15日后)	到期量	0	10000	9500	19500
OMO(10月15日后)	到期量	-500	-	-	-500
财政存款(变动)	国债+地方债				
	一般公共预算收支差额	8951.40	336.96	-11542.94	-2254.58
	政府基金收支差额				
外汇占款(变动)		-549.07	-955.41	-1424.61	-2929.09
流动性缺口		6617.73	12435.20	2776.76	21829.68

注：缴准变动=T+1月总存款*(法定存款准备金率+T+1月超额存款准备金率)-T月总存款*(法定存款准备金率+T月超额存款准备金率)

季节性环比计算：统计各年各月的与上月的环比变化值，以不同年份的10月、11月和12月的环比均值作为2021年四季度10月、11和12月的环比变化值，据此计算出预测值

流动性缺口=△MO+△缴准+△OMO到期量+△MLF到期量+△财政存款-△外汇占款

来源：Wind，莫尼塔研究

2) 银行体系稳健性分析——负债端

截至10月15日，四季度到期偿还量为43806亿元，其中10-12月偿还量分别为11,636.9亿元、15,391.2亿元和16,777.9亿元，四季度同业存单提现需求上升，将对流动性形成冲击。伴随着较大的到期压力，10月同业存单发行利率较9月略有上升，说明银行同业存单发行成本有所抬升。后续政府债券发行放量、财政支出、央行续作MLF、逆回购等操作均会影响同业存单利率。8月以来，3个月同业存单到期收益率陆续回升，1年期同业存单到期收益率略有回升，说明不论从短期还是长期来看，银行负债端面临压力增大，资金面预期转紧。

图表 9：同业存单各季到期偿还量

—— 同业存单到期偿还量(亿元)

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_28573

