

周度经济观察

——等待政策底

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021 年 11 月 2 日

内容提要

需求低迷叠加供应冲击,导致 10 月 PMI 数据延续了三季度以来的偏弱态势。尽管近期房地产政策和能耗双控政策出现边际放松,但考虑到冬季疫情防控压力增加,我国四季度 GDP 增速可能向 3%的水平靠近。

在流动性中性偏松,经济下行压力趋增的背景下,四季度权益市场有望维持震荡。未来房地产政策的转向,可能将推动金融板块的估值从底部抬升,进而带动指数中枢上行,这一政策的转折仍需等待。

在经历了积压需求脉冲式释放之后,美国经济增速三季度大幅回落。疫情扩散压力的增加、叠加刺激政策的退出,将使得四季度美国经济表现偏弱。

风险提示: (1) 疫情发展超预期; (2) 地缘政治风险

1 宏观分析师, yuanfang@essence.com.cn, S1450520080004

2 报告联系人, zhangsen@essence.com.cn, S1450120120014

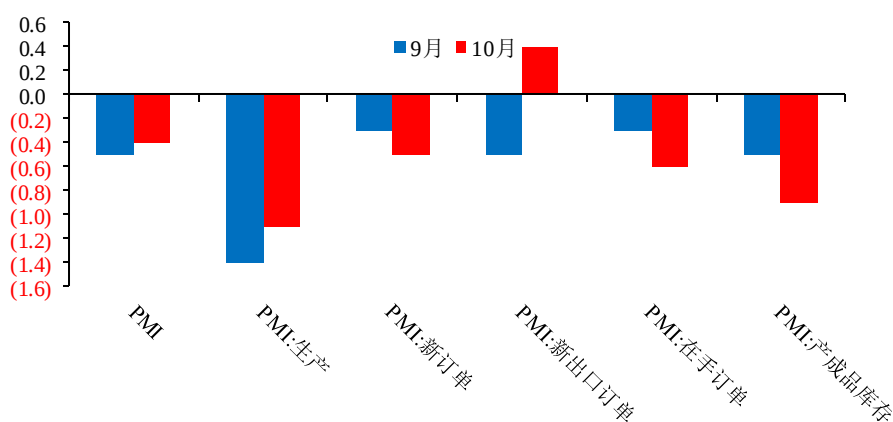
3 报告联系人, shujp@essence.com.cn, S1450120120043

一、供应冲击对经济的影响延续

10月制造业 PMI 为 49.2，较上月小幅回落 0.4 个百分点。考虑到 10 月 PMI 季节性表现多为环比下降，此次 PMI 数据符合季节性特征。服务业 PMI 为 51.6，较上月大幅下滑 0.8 个百分点，主要反映了国内部分地区疫情扩散对消费、服务业的冲击。

分项来看，除了新出口订单外，其余分项均走弱，生产的走弱幅度大于新订单，同时产成品库存也下滑 0.9 个百分点，表明相较于需求的平稳放缓，限产带来的供给端收缩对经济的影响更主导，这也延续了三季度以来的经济数据特征。

图1：制造业 PMI 分项环比变化，%

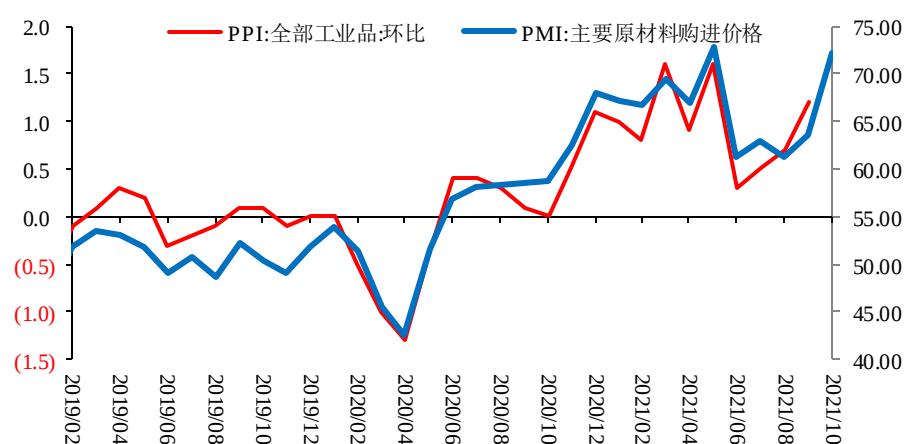


数据来源：Wind，安信证券

价格层面，10月 PMI 主要原材料购进价格大幅回升 2.2 个百分点至 63.5，出厂价格大幅上升 8.6 个百分点至 72.1，逼近 5 月 72.8 的高点。尽管 10 月下旬发改委对煤炭价格的调控导致工业品价格大幅回落，但 10 月整体的价格中枢仍明显高于 9 月。

整体来看，10月PMI数据反映出经济的表现仍然偏弱，需求低迷叠加供应冲击是三季度以来宏观经济的主要特征。近期供应层面的放松主要集中在能源领域，而高频数据显示钢铁、有色、化工等行业的供应限制仍然偏紧，这意味着四季度供应层面对经济的拖累将延续。

图2：PMI主要原材料购进价格与PPI环比，%



数据来源：Wind，安信证券

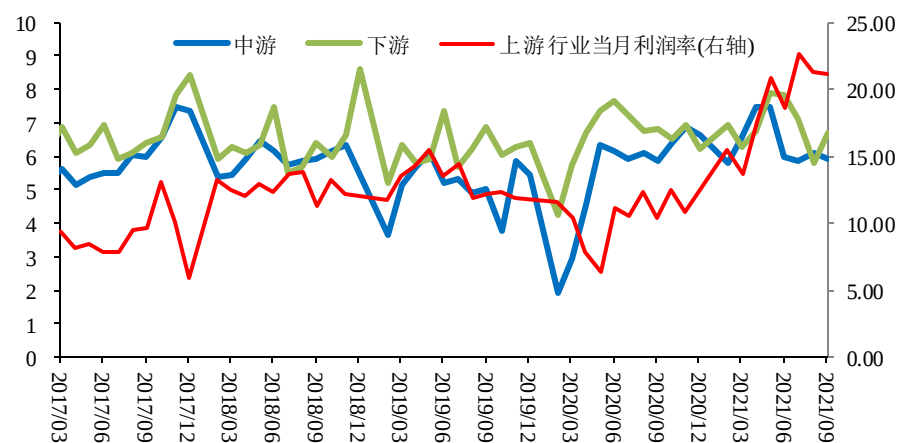
9月工业企业利润当月同比16.3%，两年复合增速13.6%，较上月回落1.3个百分点。今年以来，工业增速稳步回落，需求总体收缩，而工业企业利润增速始终维持在较高水平，这反映出PPI大幅抬升对工业部门总体的盈利有拉动作用。

拆分来看，工业企业利润率的抬升主要集中在上游行业，当前采矿业的利润率已经超过2017年供给侧改革时的水平。与此同时，中下游企业利润率在二季度开始持续回落，当下回落已经至疫情前的中枢水平。

往后看，四季度伴随大宗商品价格的回落，工业企业部门总体的利润率水平将逐步下滑，叠加工业增速的持续下行，未来工业企业盈利将趋于走弱。

从近期的政策和经济数据来看，房地产政策和能耗双控政策出现边际放松，但趋势上对经济的拖累将延续，同时疫情似乎出现向更大范围扩散的迹象，其对消费和服务业的冲击不容低估，四季度 GDP 增速可能会向 3% 的水平靠近。

图3：工业企业上中下游利润率，%



数据来源：Wind，安信证券

二、等待政策底出现

10 月中旬以来权益市场整体中枢震荡，但风格分化明显，资金越来越多涌入新能源板块。

从自上而下的角度来看，流动性环境中性偏松使得市场总体趋势性偏弱。此前市场预期央行进一步降准并释放更多宽松信号，但面对经济的下行，央行的表现似乎比市场预期的更有耐心。从 10 月下旬央行在公开市场的持续大额净投放来看，货币政策至少中性的基调延续，因此市场也不存在对流动性收紧的担忧。在 A 股的历史上，在这种流动性环境下市场震荡的表现居多。

在流动性中性偏松的背景下，经济增速下滑的影响在板块间反映出来。消费板块受到疫情冲击以及居民消费倾向偏低的影响，总体业绩表现不及预期，而且居民消费的恢复进度可能比较缓慢。金融板块里，房地产行业正在遭遇政策的出

清，银行的资产质量也受到波及，政策转向的时间尚不明确；周期板块尽管三季度业绩不错，但近期发改委限价政策对周期品价格的影响巨大，周期行业当前如此高的盈利水平持续性存疑。而新能源行业的景气度尚可，符合国家能源转型的方向，因此受到资金的追捧。而且伴随经济下行压力的增加，这一板块表现的分化更为极致。

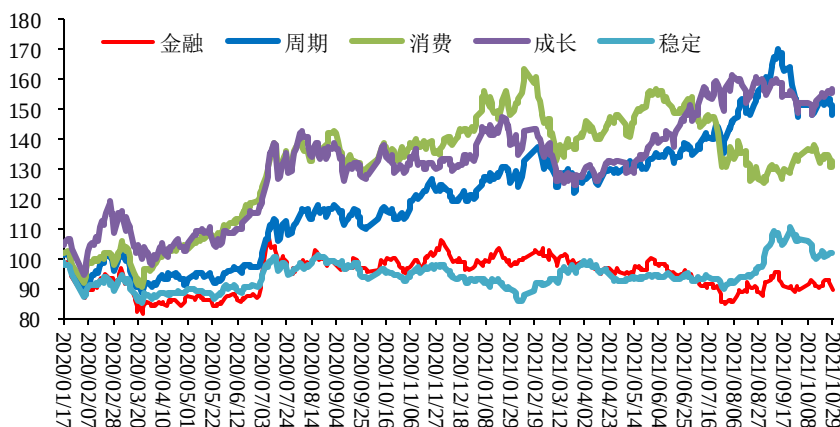
往后看，未来市场的表现可能与政策的方向高度相关。我们倾向于认为市场在经历完震荡后将逐步上行，而上行的催化剂可能在于房地产政策的转向。伴随房地产行业债务的出清以及政策的转向，金融板块的估值有望从底部抬升，进而推动总体指数中枢上行。

近期部分城市对开发贷、按揭贷的放松更多是政策层面的微调，从房地产中资美元债的表现来看，市场仍然在等待更为明确的政策信号。未来全面的政策转向可能发生在一些大型房地产企业的债务处理最终落地之后，这一时点在明年上半年有望出现。以 2018 年去杠杆政策的纠偏为参照，未来房地产政策转向的标志也将是一篮子政策的出台，比如对债务违约的房地产企业的接管，信贷环境的明显放松等。

在房地产政策转向之前，持续的房地产企业违约会不会引发系统性金融风险？从当前市场的反应来看概率较低。一方面房地产市场上并没有出现流动性挤兑的迹象，另一方面市场参与者普遍认为当前房地产企业的违约并不是全局性的，只集中在少数债务扩张过于激进的主体。而且监管当局也在稳定市场预期，保障商品房购买者的权益，对房地产行业债务情况保持高度关注。

因此本次房地产行业的出清在宏观层面带来的主要影响是经济加速下行。高频数据显示 10 月的商品房销售较为低迷，四季度房地产销售、新开工和投资的表现将持续偏弱。

图4：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

注：2020 年 1 月 4 日为 100

三、经济放缓与政策退出

美国三季度 GDP 环比折年率为 2%（预期 2.7%），较二季度大幅下滑 4.7 个百分点，创美国经济复苏以来最低增速，同时也低于疫情前 5 年同期平均 2.3% 的增速水平，这与美国 PMI 等高频数据所显示的美国经济自年中见顶后回落的趋势相符。

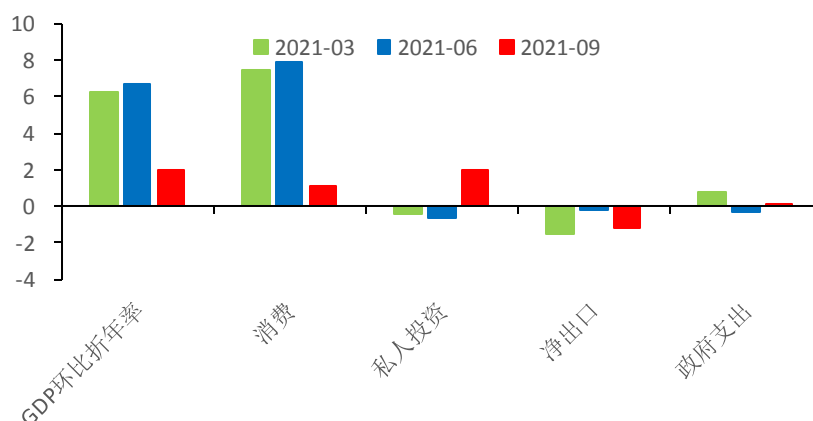
分项来看，消费是美国三季度经济增长的最大拖累，其对 GDP 的拉动率从二季度的 7.9 个百分点下滑至 1.1 个百分点；私人投资和政府支出的拉动率分别回升 2.6 个和 0.5 个百分点；净出口拉动率则下滑 1 个百分点。

今年以来，在经历了疫情期间所积压的需求脉冲式增长之后，美国经济增速从下半年开始放缓。这与去年以来中国经济复苏的轨迹相似，但因疫情控制的时点不同，使得美国的复苏进程慢于中国一到两个季度。而三季度以来，美国疫苗

接种速度放缓、新增感染病例冲高，以及自然灾害、政策退坡等因素，对美国经济增长在边际上也产生了不利影响。

往后看，冬季的到来使得疫情防控难度增加，财政政策和货币政策对经济的支持力度边际弱化，预计美国经济在四季度将延续弱复苏态势。

图5：美国 GDP 不变价环比折年率和各分项拉动率，%

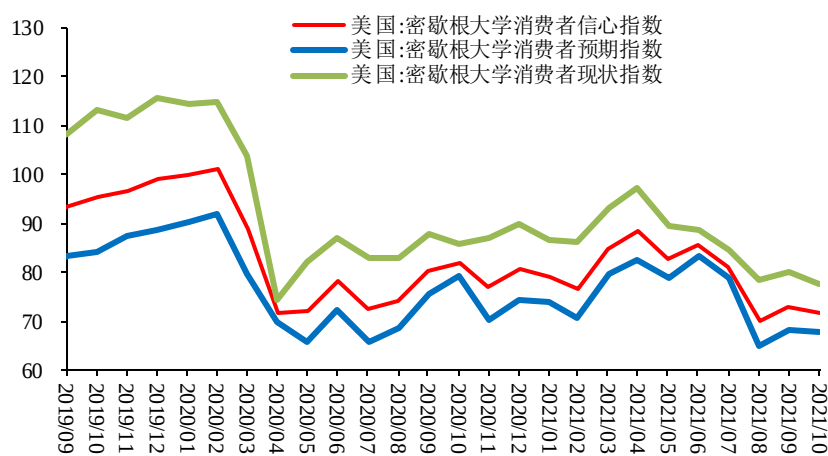


数据来源：Wind，安信证券

最新数据显示，美国 10 月密歇根大学消费者信心指数为 71.7（前值 72.8，预期 71.4），预期指数和现状指数也分别下滑 0.2 和 2.4，显示美国消费者的乐观程度在逐步回落。

未来冬季的到来将增加消费者的用能取暖需求，节日相对密集也会促使消费需求出现季节性上升，而考虑到疫情反复、供应链瓶颈、能源短缺等风险仍然存在，预计将对美国消费者信心指数形成持续压制。

图6: 美国密歇根大学消费者信心、预期和现状指数



数据来源: Wind, 安信证券

作为美联储衡量通货膨胀的主要指标,美国9月PCE指数环比0.4%,同比4.4%(前值4.3%、预期4.4%),创1991年以来最快增速;剔除食品和能源后的核心PCE环比0.2%、同比3.6%(前值3.6%、预期3.7%),延续了近30年来的最高水平,同时也显示出能源价格的上涨对整体PCE的抬升有着较大影响。

分项来看,9月耐用品消费的表现延续了4月以来的下滑态势,而服务消费维持缓慢上升,并接近疫情前水平。考虑到耐用品消费存在着对未来消费的提前透支,未来货物消费对服务消费的替代作用将愈发弱化。这一方面可能抑制我国货物贸易的出口,另一方面也将对美国的服务价格造成上涨压力,进而增强通胀

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_28656

