

周度经济观察

——贸易盈余为何大幅扩张？

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021年11月9日

内容提要

10月贸易盈余大幅扩张的主导力量源于国内需求的收缩。随着房地产行业债务去化的进行，新开工、销售和 investment 数据开始明显走弱，这一过程对总需求形成不小冲击。

各类资产市场上也在反映这一影响：大宗商品价格普遍下跌，权益市场上与经济基本面相关性较高的周期、金融板块表现偏弱，长端国债利率经历短暂调整后重新下行。

往后看，在房地产行业政策出现转折之前，总需求的收缩将延续，其对上市公司盈利的拖累在四季度将更广泛地体现出来，同时为应对这一局面，流动性中性偏松的环境有望延续。

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

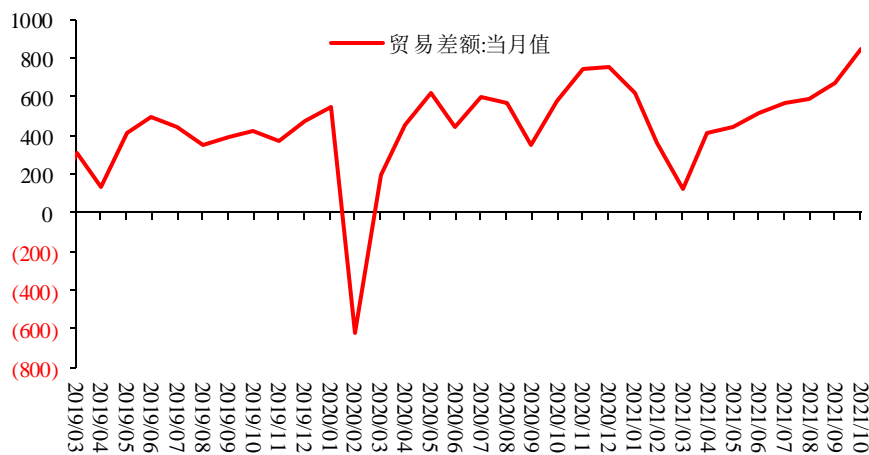
一、需求收缩主导贸易盈余的扩张

10月国内贸易差额达到845亿美元，较9月大幅扩张178亿美元，创历史新高，这一贸易盈余的扩张反映了怎样的宏观图景？

理论上讲，贸易盈余的扩张主要源于三种力量：外需的扩张、国内供应的释放、国内需求的收缩。

外需层面，10月全球制造业PMI指数中枢震荡，美国和欧元区的制造业PMI出现小幅下滑。从最新公布的美国GDP数据来看，三季度经济增长动能开始显著放缓，诸多高频数据表明这一放缓仍在延续。因此总体而言10月外需并没有出现明显的扩张。

图1：中国贸易盈余，亿美元



数据来源：Wind，安信证券

国内供应层面，10月能源价格大幅抬升引发发改委出台政策保供控价，煤炭的供应出现恢复，但钢铁、化工、有色领域的能耗双控政策仍在严格执行，相应的开工率和产量维持低位，在工业层面并没有出现广泛、彻底的供应放松。当然

直接观察最新的中国 PMI 数据可以发现，经济总体仍在下行，这使得供应扩张的说法难以成立。

所以 10 月贸易盈余大幅扩张的主导力量源于国内需求的收缩。国内需求的收缩在经济数据上表现为 PMI 数据的全面下滑，在价格数据上表现为工业品价格的普遍下跌。值得注意的是，煤炭价格的回落更多受到政策的影响，但螺纹钢等其他大宗商品量价齐跌的情形暗示需求的冲击更为主导。资本市场上也在反映这一前景，与经济基本面相关性较高的周期、金融板块表现偏弱，长端国债利率经历短暂调整后重新下行。

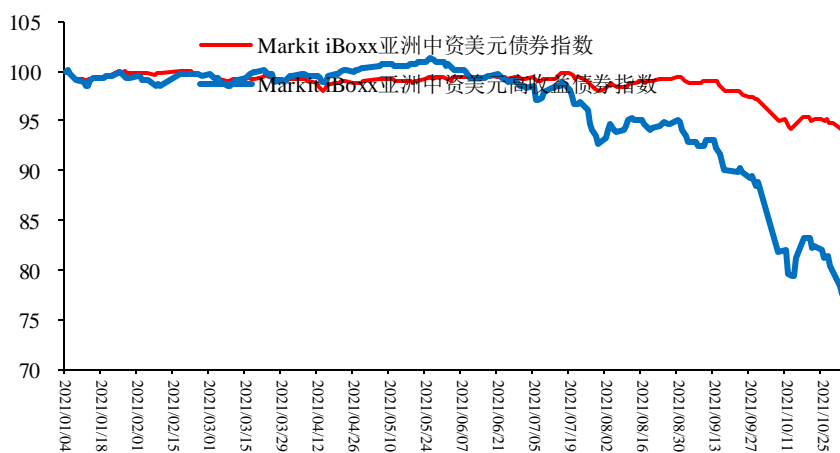
当前总需求的加速下行最主要的拖累在于房地产行业。随着房地产融资政策的收紧和债务去化的进行，越来越多的房地产企业面临债务违约的压力，多数房企的中资美元债价格大幅下跌，房地产行业的拿地、新开工、销售和投资数据也明显走弱，进而对总需求形成不小冲击。

尽管近期部分城市的开发贷、按揭贷以及按揭利率出现放松，但这一放松似乎并不具有普遍性。监管当局对本次房地产行业债务去化的态度坚决，在确保不出现全局性金融动荡和社会矛盾的前提下，这一政策将继续推进。

此外，从 8 月、9 月的财政收支情况来看，房地产行业拿地、销售的走弱，对政府性基金收入以及公共财政收入的拖累开始显现，这一收入的下滑也导致财政支出的收缩，进而对需求形成不利影响。

往后看，在房地产行业政策出现转折之前，总需求的收缩将延续，其对上市公司盈利的拖累在四季度将更广泛地体现出来，同时为应对这一局面，流动性有望维持中性偏松的环境。

图2：中资美元债和高收益债指数



数据来源：Wind，安信证券

二、债券市场利率重新下行

在经历 10 月的调整后，11 月以来长端债券市场利率持续下行，10 年期国债和国开债收益率分别回到 2.9%、3.2% 以内。

短期之内导致收益率重新下行的催化剂主要包括央行流动性的积极投放，以及由房地产政策收紧导致的风险偏好下降。前者体现为央行在上月末和本月初的流动性投放高于市场预期，后者体现为房地产行业债券收益率大幅抬升，全行业低评级信用债表现明显弱于高评级信用债。

在 10 月中旬债券市场收益率上行的过程中，市场担心通胀超预期上行，关注宽信用的效果。而随着经济需求层面的加速收缩，工业品价格开始大幅走弱，实体经济融资需求下行，市场此前的担忧得到彻底消除。

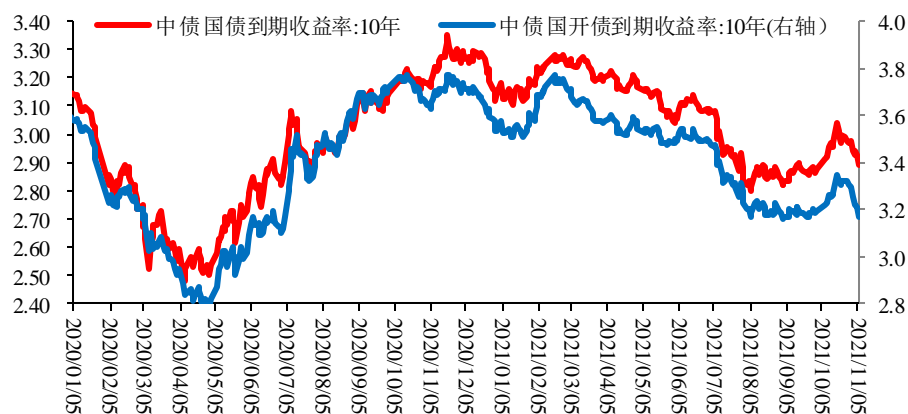
因此如果把短期和中期的因素合并来看，无论是央行流动性的积极投放，还是市场风险偏好的回落，其根源还是房地产政策收紧导致的，这一政策的变化导致经济下行压力增加，进而迫使央行维持中性偏松的流动性环境。

往后看，在地产政策持续偏紧的背景下，经济下行的压力趋增，流动性易松

难紧，更多资金也将流入房地产以外的市场，这一过程将推动四季度利率水平继续下行。

近期央行推出碳减排工具，通过“先贷后借”的机制，支持清洁能源、节能环保和碳减排技术三个领域。本次碳减排支持工具在操作上与再贷款类似。不过1.75%的利率水平要低于同期限支农支小再贷款2.25%的利率，在额度层面四季度额度预计有限，明年额度可能与项目情况有关。总体而言，这一政策更多是聚焦于鼓励能源转型的结构性工具，而非对冲经济下行的总量工具，因此其对流动性和宽信用的影响都比较有限，对债券市场的影响总体偏中性。

图3：10年国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

从三季报披露的情况来看，宏观经济下行在上市公司盈利层面有同步反映。wind全A的ROE三季度相比二季度小幅下滑0.3个百分点至10%，其中消费板块的ROE下滑幅度最大，而周期和成长板块持续上行。盈利的差异主导了指数的分化。

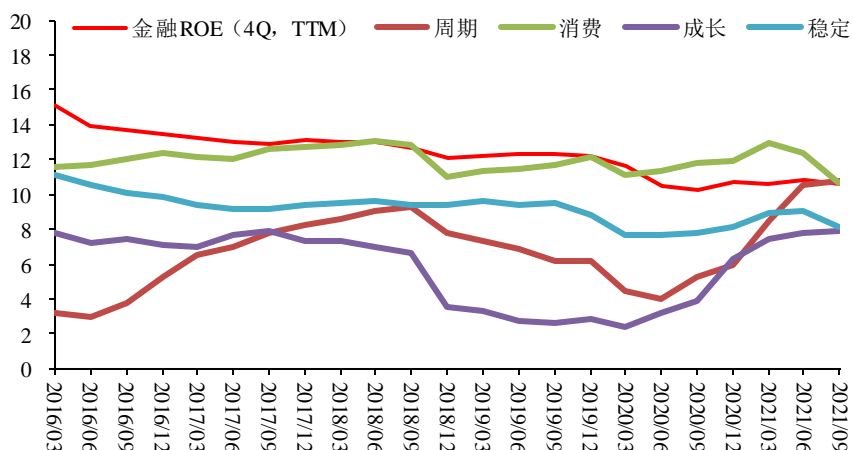
在经济下行压力趋增，流动性环境中性偏松的背景下，四季度总体指数可能维持当前震荡的格局。

近期受成本上涨的影响，部分消费品提价，上游价格压力开始向下游传导。考虑到当前居民消费倾向仍然偏弱，下游产品价格的上涨是否最终会带来业绩的改善仍有待于观察，不过当前消费增速达到极低水平，未来伴随居民消费倾向的回升，消费企业的盈利有望温和改善，这一过程将推动消费行业指数回升。

此外，受益于政策的支持，成长板块盈利的上升可能将持续，无风险利率的下行也将对成长板块形成支撑。

而金融和周期板块未来盈利的变化将主要取决于房地产政策的走向，因此政策的变化需密切留意。

图4: 分板块 ROE, %

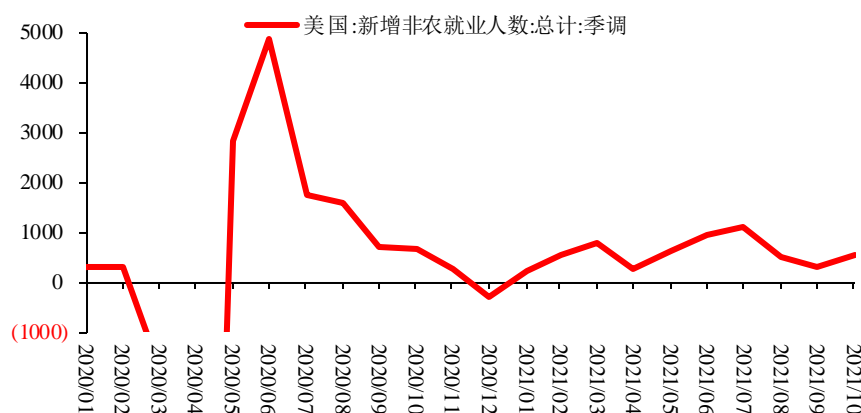


数据来源: Wind, 安信证券

三、市场对加息提前的担忧暂时缓解

随着第三波德尔塔疫情的缓解，美国劳动力市场状况近期出现好转。10月美国非农就业新增 53.1 万人，较上月增加 21.9 万人，为近 3 个月以来的高点，但低于今年以来月度平均增速的 58.2 万人。

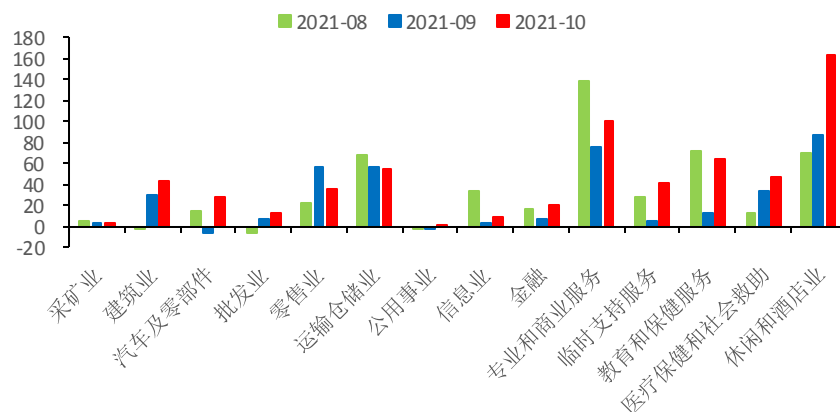
图5: 美国新增非农就业人数, 千人



数据来源: Wind, 安信证券

拆项来看, 对 10 月非农新增就业贡献最大的分项来自休闲和酒店业、教育和保健服务业, 二者 10 月环比增长分别为 7.6 万人和 5.1 万人。此外, 专业和商业服务、运输仓储业的新增就业人数依然保持高位, 显示出服务业的复苏进程依然主导着非农就业的恢复。

图6: 美国 2021 年 8-10 月新增非农就业分项人数, 千人



数据来源: Wind, 安信证券

10 月美国失业率为 4.6%, 好于预期的 4.7%, 较上月降低 0.2 个百分点, 达到疫情以来的最低水平, 距疫情前水平相差约 1 个百分点。但劳动参与率本月仍为 61.6%, 与上月持平, 相比今年初仅上升 0.2 个百分点, 较疫情前仍低约 1.6 个百

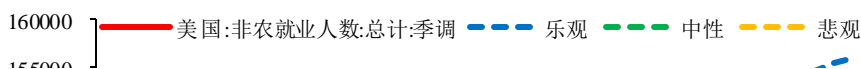
分点。尽管疫情的缓解以及就业补贴的退出可能提升人们的就业意愿，但考虑到劳动参与率在疫情前 10 年期间就保持下降趋势，叠加人口老龄化、疫情促使人们提前退休等因素，未来劳动参与率或难以恢复至疫情前水平。

10 月美国非农就业平均每周工时为 34.7 小时，维持在疫情以来的高位；平均时薪继续上行至 30.96 美元，环比增长 0.4%，较上月回落 0.2 个百分点。

整体而言，美国劳动力市场供需关系依然紧张，但工资增速的放缓有助于边际缓解市场对通胀的担忧。此前鲍威尔在美联储 11 月议息会议后也表示，工资增速尚未持续超过经济增长和通胀上升的速度，因此工资-通胀螺旋上升的情况并未发生。

往后看，若以非农就业总人数恢复至疫情前 2020 年 2 月 1.53 亿人的水平为美联储所谓的“充分就业”状态，则劳动力市场在乐观情形下（每月非农新增就业 55 万人，与今年以来的恢复速度近似）将于明年 6 月达到此状态；而在中性和悲观情形下（每月分别新增 45 万人和 35 万人），则将分别于 8 月和 10 月达标。与此相应的美联储加息时点，则可能发生在明年下半年。

图7：美国非农就业总人数恢复的三种情形，千人



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_29150

