

宏观经济

中性（短期）

看好（中长期）

市场数据（2021-11-17）

上证综指涨幅（%）

近一周	1.29
近一月	-0.98
近三月	2.62

股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

赵雅楠

执业证书编号：S0070521070001

电话：010-83991713

邮箱：zhaoyan@grzq.com

联系人

安青梁

电话：010-83991710

邮箱：anql@grzq.com

相关报告

《拉闸限电引发经济下行 PPI 新高，政策纠偏促经济滞胀风险渐消》
20211026

《政策趋宽对经济担忧有望缓解，能耗双控下 PPI 维持高位》20210922

《暂时性冲击和趋势因素驱动，7 月经济全面走弱，但失速风险较低》
20210820

《6 月经济数据整体超预期，但经济下行趋势难改》20210721

PPI 过顶、社融触底、稳地产宽信用，推动滞胀压力进一步消除

—2021. 11. 18 宏观研究月报

投资要点

- **PPI 过顶、社融触底、稳地产宽信用，滞胀压力进一步消除，保供稳价政策纠偏下生产有所反弹，受价格、节假日及“双十一”预售消费也有提升，10 月经济暂时止跌“企稳”。**生产有所反弹，高于预期。需求端看，出口维持高景气，消费反弹但仍偏弱，制造业延续改善，地产投资延续下滑，基建仍未有较大起色。10 月社融增速触底基本持平预期，信贷总量仍有韧性但结构不见好转。工业生产超预期，需求数据除地产投资外均有所回暖，但 PMI 跌破荣枯线延续下行，经济暂时止跌“企稳”。
- **展望未来几月，经济下行压力仍大，但市场担忧有所缓解。社融或小幅反弹，PPI 环比见顶，CPI 有所上行但仍可控，基建有望托底，地产政策面已边际放松，关注地产投资何时企稳。**具体而言，出口基数大幅提高，同时海外对中国出口拉动已过最快阶段，后续出口增速下行，受疫情零星扩散及收入恢复缓慢影响，消费延续弱复苏，地产投资持续下滑，但政策边际放松下行幅度有所放缓，谨防个别房企危机蔓延，制造业在高科技行业支撑下有望延续改善，基建或温和上升。受原油产业链及煤炭价格影响，PPI 环比再创新高但或已过顶点，后续将更多关注 CPI，内需下行下通胀整体仍可控。货币仍维持稳中偏松，社融后续或小幅回升，结构仍有松有紧，但宽信用已起，专项债加速发行，通过公开操作、MLF 或碳减排工具对冲，降准预期持续降温。疫情零星扩散，消费预计弱复苏，出口将有所下行，地产延续下滑，经济后续下行压力仍大，但最坏担忧已过。
- **具体来看，消费有所反弹，出口维持高景气，制造业延续修复，但地产持续下滑，PMI 仍跌破荣枯线，经济暂时止跌“企稳”。**
1) 10 月工业增加值两年平均增速 5.2%，高于预期。三大门类看，采矿业、电力、燃气及水的生产与供应业均有所抬升。受保供稳价效果显现及出口产业链提振，10 月工业生产有所反弹。

2) 10 月经济有所企稳，出口维持高景气，消费超预期，但地产投资仍持续下行，后续经济压力仍大。出口仍维持高景气，但后续随着我国出口基数提高、复工复产逻辑弱化，出口增速大概率下行。消费超预期，主因国庆节及“双十一”预售提振，同时也与石油价格上涨，后续来看，此次疫情扩散对 11 月影响大于 10 月，居民消费意愿及能力均有所下滑，消费预计仍维持弱复苏。固定资产投资继续放缓，地产销售持续下滑。其中制造业延续小幅修复，主因高新技术制造业保持高位增长，但若后续随着出口和地产投资出现回落，制造业投资后续增长空间有限；基建仍未出现明显发力迹象，或在于地方隐性债务监管和缺乏优质项目，后续随着专项债持续发行，预计仍将向上修复，但仍是托而不举，难以出现大幅提速。地产投资延续下滑，拿地、竣工及销售数据全面回落，但近期地产政策边际放松，“政策底”已现，但“市场底”仍待时日，市场观望情绪浓厚，在“房住不炒”及房地产税改革下，政策强调托而不举，房地产投资仍趋于下行，需关注后续政策调控力度的变化。

3) 10 月社融增速已触底，持平市场预期，主要支撑项为政府债、居民贷款及票据融资，企业中长贷仍为主要拖累。整体来看，随着专项债发行加快及基数较低，地产融资及按揭贷款边际放松，专项债及居民贷为社融主要支撑，同时银行为完成信贷额度，票据融资规模维持高位，经济下行背景下，企业融资结构依旧呈短期化特征。后续来看居民贷及企业开发贷都将环比改善，政府债将会对社融形成支撑，但在经济下行背景下，实体融资需求相对较弱，后续社融反弹有限。

4) 10 月我国制造业延续下滑至 49.2%，非制造业也较上月有所放缓。欧美国家 10 月制造业 PMI 虽有所下滑但仍保持较高景气度。经济下行下，中小企业景气度较低，企业经营持续承压。分项来看，受电力仍紧张及原材料高价影响，供需两端延续放缓，回落幅度大于需求，受海外需求仍强及进口煤炭等能源增加影响，新出口订单指数和进口指数也有所回升。受疫情和天气等影响，非制造业复苏也有所放缓，但目前疫情扩散现象仍存，预计 11 月会延续回落。欧美制造业 PMI 小幅回落维持高景气，但受疫情分化影响，美国非制造业 PMI 有所上升，欧洲则延续下行。

5) PPI 再创新高，但环比或已到顶点，CPI 也超预期，核心 CPI

小幅上行，经济下行下通胀风险整体可控。受原油涨价、煤炭短缺及能耗双控影响，PPI 再创新高，但保供稳价政策持续发力下，环比或已达高点。CPI 环比则受疫情及天气影响有所上行，蔬菜为主要贡献，油价亦有所推动，同时猪肉小幅反弹，但供给仍充足。后续将更关注 CPI，但内需下行及政策干预下，PPI 难以传导至 CPI，CPI 或温和上涨，全年来看物价压力不大。

6) 10 月上游整体偏弱但原油仍强，下游受节假日及“双十一”预售有所提振，但地产销售延续回落。原油持续上涨，主因欧洲天然气价格持续发酵及 OPEC+与美国之间关于原油增产的博弈加剧有关，后续原油仍有上涨动力，保供稳价政策效力持续显现，动力煤价格腰斩，铝价也受情绪及供需缓解大幅下行，铜价震荡小幅下降。中游来看，受煤炭价格下跌及需求不及预期，水泥价格由见顶迹象，螺纹钢则延续下行，主因地产资金紧张竣工有所放缓，挖掘机出口销量受海外复工复产影响销量仍维持同比高增。下游来看，消费超预期，汽车整体延续下滑，但目前“缺芯”问题有所缓解，后续受疫情缓影响，居民消费能力及消费意愿不强，消费或仍延续弱复苏。

7) 货币政策仍稳字当头，财政政策持续发力。央行正式推出碳减排支持工具，通过“先贷后借”的直达机制，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款。碳减排工具推出后，国常会设立 2000 亿元支持煤炭清洁利用专项再贷款。同时中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，之后多家房企在银行间市场注册发行债务融资工具，地产融资边际缓和，同时央行数据显示 10 月我国个人住房贷款环比有所增长，但在房地产税改革及“房住不炒”的基调下，目前政策主要还是在托底，防止金融风险及地产企业保交房。整体来看，货币政策仍维持稳中偏松判断，结构性紧信用继续维持，政策仍有保有压，地方债务监管仍然严格，不过房地产政策有所松动，专项债将加速发行，同时延续对中小微企业的支持，继续执行减税降费，碳减排支持工具、MLF、公开市场操作等结构性宽松升温，降准预期持续降温。

风险提示：1. 地产边际放松超预期；2. 地方债务严控超预期；3. 美国通胀持续超预期；4. 美联储货币收紧超预期。

目 录

1. 保供稳价下生产反弹好于预期，但经济不改下行趋势	6
2. 需求有所企稳，出口维持高景气，消费超预期，地产投资仍持续下滑拖累需求	7
2.1 出口仍维持高景气，后续压力将有所增大	8
2.2 固定资产投资继续放缓，地产加速下行，基建仍然偏弱，制造业延续缓慢修复	10
2.3 受油价及“双十一”带动社零有所反弹，但后续仍较疲软	12
3. 社融增速触底，后续将见底回升但空间仍有限	14
4. 供需进一步放缓，价格指数再次提升，类“滞胀”加剧	15
5. CPI 有所抬升但整体可控，PPI 环比或见顶	19
6. 行业：原油仍较强，煤炭腰斩，下游消费有所反弹，但地产销售延续回落	21
7. 政策：货币政策仍稳字当头，财政政策持续发力	25

插图目录

图 1 工业增加值环比增速大幅改善	6
图 2 制造业两年增速止跌企稳	6
图 3 纺织、食品制造业及电力热力生产两年平均增速较前值有所走强（%）	7
图 4 出口增速持续高于预期（%）	8
图 5 基数上升导致进出口累计同比延续回落（%）	8
图 6 手机电脑、汽车及底盘环比增速较高，防疫物资也维持高位（%）	9
图 7 主要国家及地区对我国出口拉动有所分化（%）	9
图 8 全球需求仍较强，主要出口国家维持高位（%）	9
图 9 原油、集成电路及农产品为 10 月进口增速主要拉动项（%）	10
图 10 10 月投资继续回落（%）	11
图 11 10 月社零数据高于市场预期（%）	13
图 12 10 月商品及餐饮消费两年平均增速均持续反弹（%）	13
图 13 通讯器材、石油及制品类两年平均增速 10 月较 9 月改善最好（%）	13
图 14 10 月社融延续触底持平，停止下滑（%）	14
图 15 政府债、人民币贷款为社融主要支撑项（亿元）	14
图 16 票据融资及居民贷为新增信贷主要支撑（亿元）	15
图 17 制造业 PMI 持续下滑，低于荣枯线	16
图 18 中小型企业经营情况继续恶化	16
图 19 供需持续走弱，供给下滑幅度仍大于需求	17
图 20 原材料购进及出厂价格指数持续上涨	17
图 21 受疫情及天气影响非制造业小幅下行，扩张速度有所放缓（%）	18
图 22 欧美主要经济体制造业 PMI 均有所放缓，欧洲疫情有所反弹（%）	18
图 23 10 月 CPI 同比及环比均有所上涨（%）	19
图 24 受需求增加影响，猪肉环比有所抬升（%）	19
图 25 受天气及疫情影响，蔬菜价格大幅上涨，为 CPI 环比主要拉动项（%）	20
图 26 受国际输入及国内能源影响 PPI 环比持续抬升（%）	20
图 27 生产资料涨幅有所扩大（%）	20
图 28 原油价格持续上涨	22
图 29 保供稳价政策下动力煤价格腰斩	22
图 30 铜价维持震荡有所下滑	22
图 31 供需缓解及炒作情绪下降铝价大幅下行	22
图 32 煤炭价格下跌带动水泥价格有所下行（%）	23
图 33 挖掘机受海外经济恢复出口仍维持高位（%）	23
图 34 螺纹钢在能耗双控及经济下行下持续下行（元/吨）	23
图 35 热卷价格延续下行（元/吨）	23
图 36 10 月手机销量有所增长（%）	24
图 37 缺芯影响减弱，后续汽车销售或有所回暖（%）	24
图 38 受疫情影响餐饮收入有所下滑（%）	24
图 39 8 大城市地铁客运量环比下滑（%）	24
图 40 商品房销售持续降温，地产投资延续放缓（%）	25
图 41 30 大中城市成交面积持续放缓（万平方米）	25

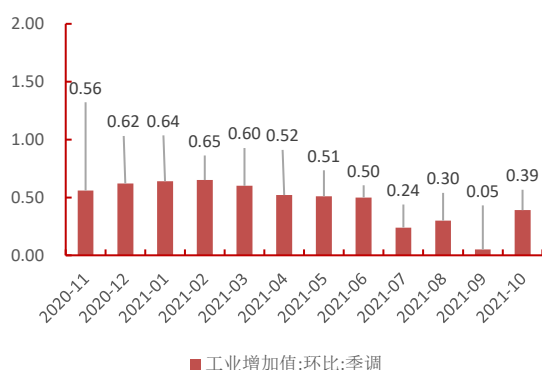
1. 保供稳价下生产反弹好于预期，但经济不改下行趋势

10 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.5%，预期 3.2%，前值 3.1%；环比增长 0.39%，前值 0.05%；与 2019 年同期相比，两年平均增长 5.2%，前值 5.0%。

10 月规模以上工业增加值同比增速为 3.5%，高于预期，与 2019 年同期相比两年复合增速为 5.2%，较前值上升 0.2 个百分点，同时 10 月环比增速为 0.39%，较前值 0.05% 大幅提升。主因在发改委一系列政策下，10 月煤炭供给改善，电价调高发电企业发电动力也有所增强，电力供给恢复正常，前期限电限产有所纠偏，同时也与出口提振有关。

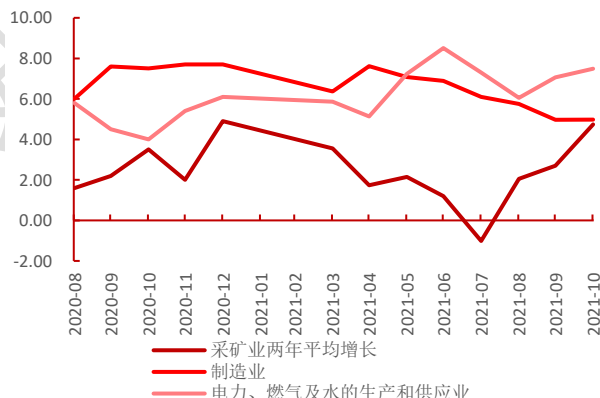
三大门类看，制造业两年复合增速止跌企稳。10 月采矿业两年复合增速大幅增长，由 9 月的 2.7% 上升至 10 月的 4.7%，电力、燃气及水的生产和供应也较上月上升 0.4 个百分点，主因煤炭保供稳价及增加电力保障政策落实所致，与之对应的是，制造业两年平均增速则止跌企稳，9 月及 10 月均为 4.97%。

图 1 工业增加值环比增速大幅改善



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 2 制造业两年增速止跌企稳



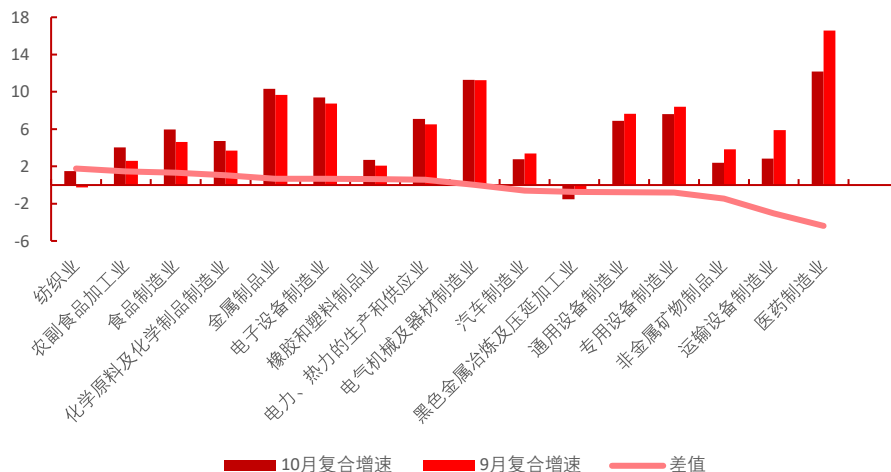
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部（2021 年为两年平均增速）

分行业看，出口产业链方面，欧洲疫情创新高，但美国疫情持续下滑，医药制造业两年复合增速仍维持高位，但较上月下滑 4.4 个百分点至 12.2%，仍为重点行业增速中最高。同时在海外复工复产，通用设备制造业、计算机及通讯设备制造业、专用设备制造业仍维持高位，同时海外圣诞节来临，电子设备制造业两年平均增速则较前值上升 0.7 个百分点。

煤炭供给及发电情况有所改善，10 月原煤同比增速由负转正，同比从 9 月的 -0.9% 上行到 10 月的 4%，电力、热力生产及供应业则较上月增加 0.6 个百分点，但在“双碳”背景下，能耗双控仍未有太大放松，有色及黑色两年平均增速较前值分别小幅回落 0.1 及 0.7 个百分点，细分到产品上可以看到，10 月钢材同比下降 14.9%；水泥下降 17.1%。汽车制造业受缺芯影响较前值小幅

回落 0.6 个百分点，但目前缺芯情况有所缓解，后续或有所改善。

图 3 纺织、食品制造业及电力热力生产两年平均增速较前值有所走强（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

随着上游缺煤限电的边际缓解，工业生产本月出现了一定反弹，但制造业仍较弱，海外出口产业链后续将有所下行，同时地产投资持续走低，对生产均有一定拖累，经济数据略有改善，但不改经济下行趋势。

2. 需求有所企稳，出口维持高景气，消费超预期，地产投资仍持续下滑拖累需求

10 月经济有所企稳，出口维持高景气，消费受节假日、“双十一”预售及价格提振超预期，地产投资仍持续下行，后续经济压力仍大。出口方面，我国出口仍维持高景气且增速超预期，主因复工复产逻辑仍存，同时圣诞节来临需求仍强。后续随着我国出口基数提高、复工复产逻辑弱化，出口增速大概率下行。10 月社零数据超预期。主因国庆节及“双十一”预售有关，同时也与石油价格上涨，消费季节性消费回暖。后续来看，从高频数据 8 大城市地铁客运量来看，此次疫情扩散对 11 月影响大于 10 月，同时居民收入仍未恢复到疫情前水平，居民消费意愿及能力均有所下滑，消费预计仍维持弱复苏。固定资产投资继续放缓，地产销售持续下滑。其中制造业延续小幅修复，主因高新技术制造业保持高位增长，制造业投资仍是政策的发力重点，有望继续修复，但若后续随着出口和地产投资出现回落，制造业投资后续增长空间有限。基建仍未出现明显发力迹象，阻力或在于地方隐性债务监管和缺乏优质项目，叠加中上游原材料价格大幅上涨，后续随着专项债持续发行，预计仍将向上修复，但财政对于基建的态度仍然是托而不举，难以出现大幅提速。地产投资延续下滑，拿

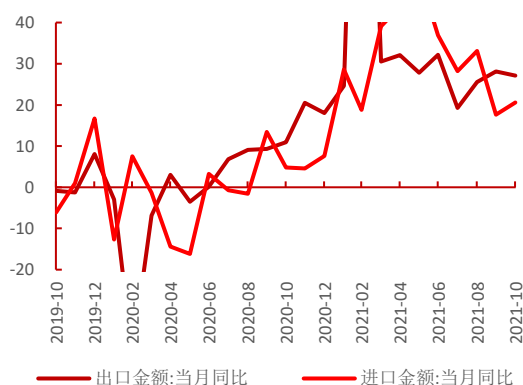
地、新开工、施工、竣工及销售数据全面回落，但近期地产政策边际放松，“政策底”已现，但“市场底”仍待时日，不过在“房住不炒”及房地产税改革下，政策强调托而不举，房地产投资仍趋于下行，需关注后续政策调控力度的变化。

2.1 出口仍维持高景气，后续压力将有所增大

中国 10 月出口(以美元计)同比增长 27.1%，预期(Wind 一致预期)24.2%，前值 28.1%；进口增 20.6%，预期 27%，前值 17.6%；贸易顺差 845.4 亿美元，前值 667.6 亿美元。

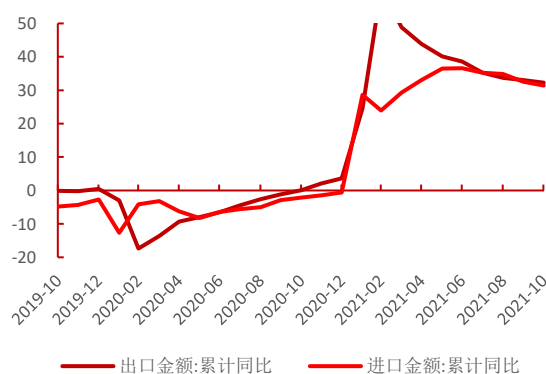
10 月我国出口增速为 27.1%，较上月略有下滑但仍超预期。从绝对数上看，10 月出口仍位于 3000 亿美元高位之上，环比下降 1.8%，过去 20 年中 10 月出口全部是环比负增长，均值为-4.3%，也好于季节性，出口景气度仍高。主要原因全球需求仍较强，10 月韩国出口 555 亿美元，同比增长 24%，创单月第二高出口纪录，同时可能和海外圣诞元旦等节假日到来有关。10 月美国 ISM 制造业 PMI 及欧元区制造业 PMI 分别为 60.8%及 58.3%，虽略有下滑但均维持高位。整体来看，外需仍维持高景气。

图 4 出口增速持续高于预期 (%)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 5 基数上升导致进出口累计同比延续回落 (%)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

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_30052

