

2021 年宏观四季度展望

夏夏其难，且托且寻

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

核心观点：

1. 当前经济困难在哪里？

三季度经济呈现出强者趋弱、弱者难强的态势，具体来说前期偏强的房地产投资出现加速下行、出口前瞻性指标已连续 6 个月回落预示出口下行压力渐近，工业生产也在能耗双控、双碳等政策影响下有调整可能，而相对偏慢的消费在疫情点状爆发以及洪涝等影响下复苏之路荆棘丛生、一波三折，制造业投资缓慢复苏但仍面临利润分化的隐忧，反映三季度经济下行压力明显加大。

2. “稳增长”抓手能否起来？

作为“稳增长”抓手之一的地产在四季度难以支撑起来。综合考虑四季度房地产调控进一步增强可能性下降，近期央行释放房地产维稳信号、地产融资端政策出现微调概率上升以及四季度竣工对房地产投资的支撑将有所增强，年内房地产投资下行速率或趋于平缓。

除房地产外，基建也是政府重要的“稳增长”抓手。整体来看，基于政府意愿、资金来源、项目储备、订单金额等情况，我们认为四季度基建仍然有望发力，对整体经济形成温和托底。但考虑到 12 月发行的专项债可能将在明年年初才能形成实物工作量，预计明年财政前置，基建发力的概率也更大。

3. 政策将如何演变？

四季度，预计货币政策的看点较多。首先，经济内生动力不足，下行压力不断加大促使央行加码宽信用政策。从目前现有情况来看，宽信用落地可从政府融资和支小贷款增长上展开。其次，降准、结构性支持政策依然可期，我们预计仍将有一定规模的支农、支小、绿色等再贷款工具出台，根据三季度例会中“有序推动碳减排支持工具落地生效，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系”的表述，碳减排支持工具有望加速落地。当前能耗双控、限电限产等政策将令 PPT 处于高位，我们认为这不会直接改变当前货币政策的整体偏宽松的基调。

财政政策可能相对而言缺乏亮点，后置发力特征依然明显，基建端有所发力，但仍更加注重民生保障。

风险点：疫情反复超预期 宏观政策调整超预期
宏观经济出现超预期波动

目录

第 1 章	中国经济：戛戛其难，且托且寻	3
第 2 章	当前经济下行的压力体现在哪里？	4
2.1.	前瞻指标大多走弱，官方 PMI 跌破荣枯线	4
2.2.	消费复苏一波三折，未来弱消费延续	5
2.3.	销售降温、土拍遇冷，地产投资尚未见底	7
2.4.	制造业投资缓慢修复，结构性问题限制未来反弹幅度	9
2.5.	出口繁华终将落幕，但韧性仍存	11
第 3 章	政府“稳增长”抓手——地产和基建能否起来？	13
3.1.	地产难，但下行加速度或放缓	13
3.2.	基建：意愿提升，托而不举	14
第 4 章	政策端偏向积极	18
4.1.	货币：稳健偏松，未来可期	18
4.2.	财政：基建加快，但更注重民生	20
免责声明		22

第1章 中国经济：戛戛其难，且托且寻

1. 当前经济困难在哪里？

三季度经济呈现出强者趋弱、弱者难强的态势，具体来说前期偏强的房地产投资出现加速下行、出口前瞻性指标已连续 6 个月回落预示出口下行压力渐近，工业生产也在能耗双控、双碳等政策影响下有调整可能，而相对偏慢的消费在疫情点状爆发以及洪涝等影响下复苏之路荆棘丛生、一波三折，制造业投资缓慢复苏但仍面临利润分化的隐忧，反映三季度经济下行压力明显加大。

2. “稳增长”抓手能否起来？

作为“稳增长”抓手之一的地产在四季度难以支撑起来。我们认为房地产仍处于下行通道，未来面临进一步下行压力，但综合考虑包括“三道红线”以及房贷集中度管理等现有规则已建立完毕且不会轻易打破的情况下，四季度房地产调控进一步增强可能性下降，叠加近期央行释放房地产维稳信号、地产融资端政策出现微调概率上升以及四季度竣工对房地产投资的支撑将有所增强，年内房地产投资下行速率或趋于平缓。

除房地产外，基建也是政府重要的“稳增长”抓手。整体来看，基于政府意愿、资金来源、项目储备、订单金额等情况，我们认为四季度基建仍然有望发力，对整体经济形成温和托底。但考虑到 12 月发行的专项债可能将在明年年初才能形成实物工作量，预计明年财政前置，基建发力的概率也更大。

3. 政策将如何演变？

四季度，预计货币政策的看点较多。首先，经济内生动力不足，下行压力不断加大促使央行加码宽信用政策。从目前现有情况来看，宽信用落地可从政府融资和支小贷款增长上展开。其次，降准、结构性支持政策依然可期，我们预计仍将有一定规模的支农、支小、绿色等再贷款工具出台，根据三季度例会中“有序推动碳减排支持工具落地生效，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系”的表述，碳减排支持工具有望加速落地。当前能耗双控、限电限产等政策将令 PPI 处于高位，我们认为这不会直接改变当前货币政策的整体偏宽松的基调。

财政政策可能相对而言缺乏亮点，后置发力特征依然明显，基建端有所发力，但仍更加注重民生保障。

表 1.1.1：各机构 GDP 实际同比预测值（%）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3F	2021Q4F	2021 全年 F
Wind 一致预期	18.3	7.9	5.8	5.3	8.6
Bloomberg 一致预期	18.3	7.9	5.3	4.5	8.4

资料来源：Wind Bloomberg 南华研究

第2章 当前经济下行的压力体现在哪里？

2.1. 前瞻指标大多走弱，官方 PMI 跌破荣枯线

9 月制造业 PMI 为 49.6%，比上月回落 0.5 个百分点，自年初以来实现六连降，目前已降至临界点以下。除官方 PMI 外，前瞻性指标还有 CMI 以及 BCI，其中 9 月 CMI 初值相比 8 月明显回落，从分项看内外需均出现不同回落，指向经济景气度下降，而 BCI 在经过连续 6 个月的下滑之后 9 月意外反弹，或与 BCI 指数样本企业以及其外在经营环境有关，但 BCI 未来趋势如何还有待继续观察。总体来看，前瞻指标大多走弱，经济整体景气度下降。

值得注意的是，官方 PMI 年内首次跌破荣枯线。从各分项环比表现看，原材料价格指数、出厂价格指数大幅上涨，原材料库存小幅走高，其余分项环比均出现不同程度走弱。具体来看，供需两端均出现不同程度放缓：1、各地在“能耗双控”目标的考核压力之下大幅限电限产，使得工业生产大幅回落；2、9 月新订单指数进一步跌离荣枯线，市场需求继续减弱；3、9 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数双双回升，分别为 63.5%和 56.4%，高于上月 2.2 和 3.0 个百分点，均创下 6 月以来新高。价格持续高位运行，下游企业利润受挤压严重。

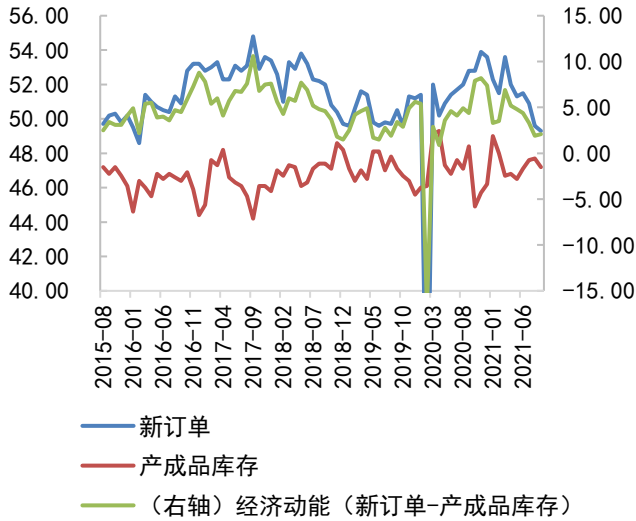
以新订单-产成品库存作为经济动能的衡量指标来看，经济动能较 8 月略有回升，主要因黑龙江疫情对内需以及经济动能的影响对 9 月影响并不是很大，但经济动能下行趋势不变，表明新订单对产成品库存的消化能力整体走低，而原材料库存走高指向制造业补库动能减弱。

表 2.1.1：官方 PMI 及分项走势

分项	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	环比
制造业 PMI	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	(0.50)
生产	53.50	51.90	53.90	52.20	52.70	51.90	51.00	50.90	49.50	(1.40)
新订单	52.30	51.50	53.60	52.00	51.30	51.50	50.90	49.60	49.30	(0.30)
原材料库存	49.00	47.70	48.40	48.30	47.70	48.00	47.70	47.70	48.20	0.50
从业人员	48.40	48.10	50.10	49.60	48.90	49.20	49.60	49.60	49.00	(0.60)
供应商配送时间	48.80	47.90	50.00	48.70	47.60	47.90	48.90	48.00	48.10	0.10
新出口订单	50.20	48.80	51.20	50.40	48.30	48.10	47.70	46.70	46.20	(0.50)
进口	49.80	49.60	51.10	50.60	50.90	49.70	49.40	48.30	46.80	(1.50)
采购量	52.00	51.60	53.10	51.70	51.90	51.70	50.80	50.30	49.70	(0.60)
主要原材料购进价格	67.10	66.70	69.40	66.90	72.80	61.20	62.90	61.30	63.50	2.20
出厂价格	57.20	58.50	59.80	57.30	60.60	51.40	53.80	53.40	56.40	3.00
产成品库存	49.00	48.00	46.70	46.80	46.50	47.10	47.60	47.70	47.20	(0.50)
在手订单	47.30	46.10	46.60	46.40	45.90	46.60	46.10	45.90	45.60	(0.30)
生产经营活动预期	57.90	59.20	58.50	58.30	58.20	57.90	57.80	57.50	56.40	(1.10)

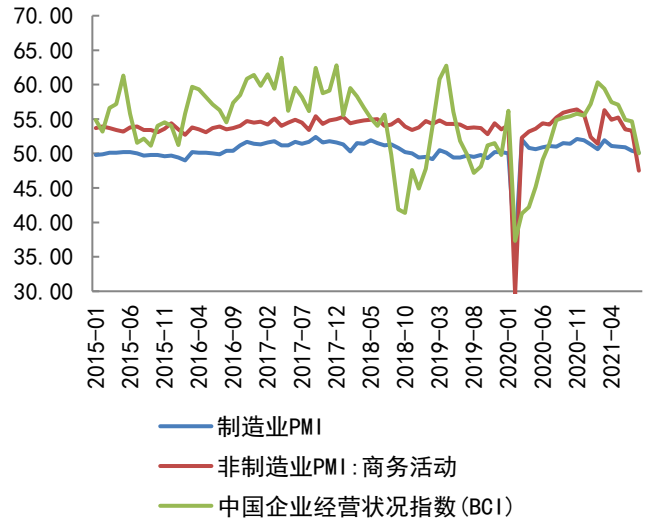
资料来源：Wind 南华研究

图 2.1.1: 经济动能减弱 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.2: 前瞻性指标全线走弱, PMI 跌破荣枯线 (%)



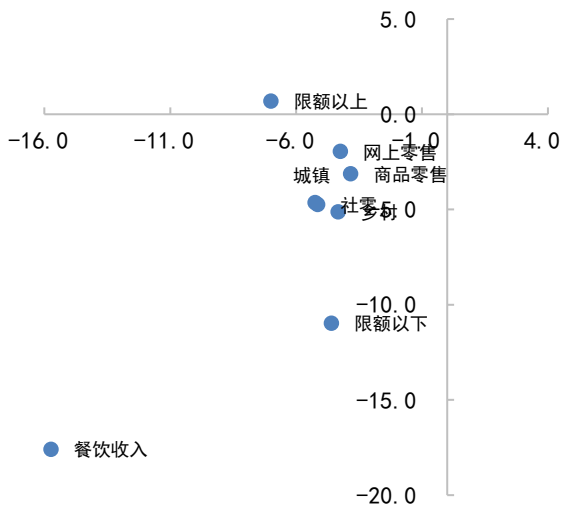
数据来源: Wind 南华研究

2.2. 消费复苏一波三折，未来弱消费延续

2.2.1. 消费复苏一波三折，疫情长短期作用为主

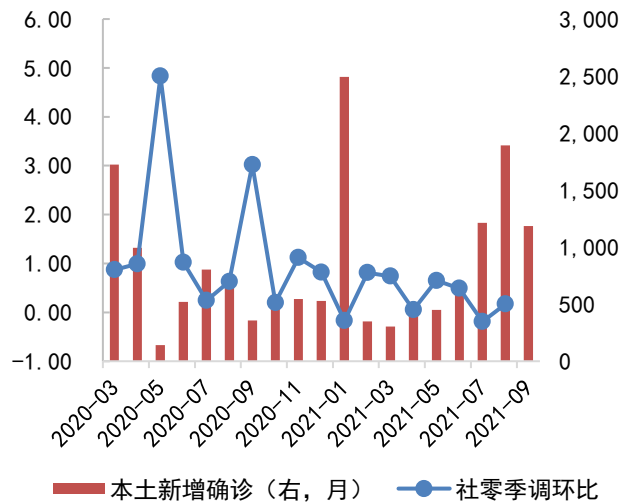
8 月社零当月同比两年平均增速从 7.9% 大幅回落至 2.8%，再次与疫情之前 8%（2019 年 12 月）的社零同比拉开差距，且各口径下社零增速均呈现大幅回落，尤其是餐饮收入当月同比增速深度转负，为年内首次。从环比看，三季度 7、8 月社零环比均为负值的同时亦明显弱于季节性，这背后主要体现了 7 月底以来的福建等地区疫情扰动，那波疫情的影响主要体现在 8 月，以往社零季调环比明显走弱均对应于国内疫情反复期。

图 2.2.1: 消费各口径数据全面回落 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 2.2.2: 社零环比低于季节性 (%)



数据来源: Wind 南华研究

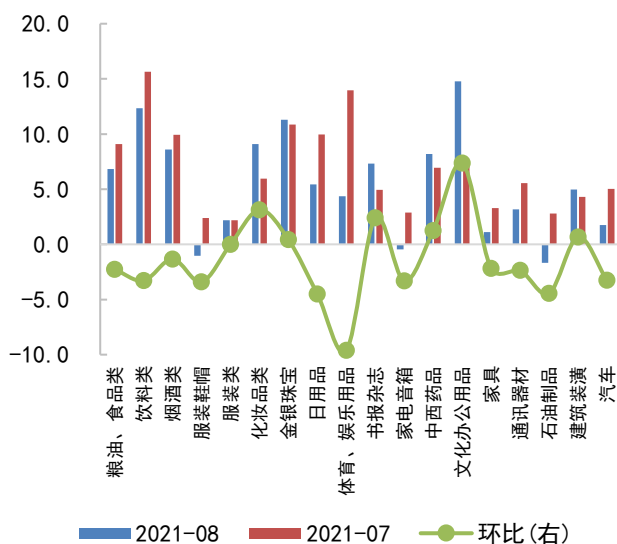
疫情对于消费的冲击相对来说是长短期兼而有之。

1) 首先从中长期来看，疫情冲击这一不确定性影响居民消费的两个关键参数：边际消费倾向以及可支配收入都有影响。就疫情对可支配收入的影响来看，相较于 2019 年 12 月，二季度居民可支配收入实际及名义累计同比分别有 0.8pcts 和 1.6pcts 的缺口，而这背后最主要的原因在于疫情影响到了就业，从 31 大中城市调查失业率看，尽管失业率已经从 5.9% 的峰值回落，但距离疫情之前尚有 0.2pcts 的缺口；至于疫情对边际消费倾向的影响，从央行调查问卷看，二季度更多消费倾向占比为 25.1%，边际消费倾向尚有 2.9pcts 的缺口有待回补，主要因 K 型分化下贫富收入分化导致整体边际消费倾向走低。

2) 其次，从短期来看，国内层面冲击可选及服务消费，5 月份广东疫情、7 月底南京疫情、9 月底黑龙江&福建疫情等均对短期消费形成脉冲式冲击，均对应以往社零季调环比明显回落，疫情反复导致防疫措施加强、居民出行率降低等导致可选消费、服务消费恢复偏慢，主要体现为 8 月餐饮收入增速年内首次转负，代表性可选消费品如服装鞋帽、家具、家电音箱、通讯器材等从增速贡献看均对 8 月限额以上社零形成负向贡献（家具家电等行业消费贡献的下降虽然从逻辑上可以理解为地产下行的拖累，但实际上房地产投资下行与社零增速之间的相关性并不强，所以依旧将其归入到疫情的短期冲击中）。另外，海外疫情也间接掣肘汽车消费，受东南亚疫情影响，缺芯问题导致汽车产能不足，对汽车消费产生较大负面影响。考虑到汽车销售占零售总额的十分之一左右，汽车销售大幅放缓对消费增长的拖累（负面贡献）十分显著，从产品增速贡献看，汽车消费是 8 月限额以上社零最大的拖累项。

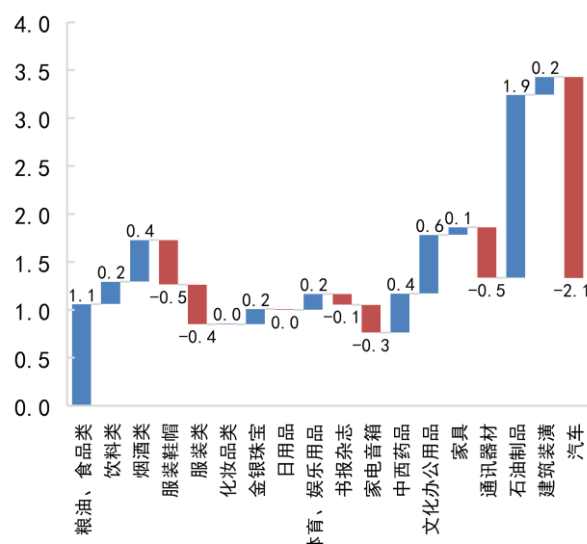
除疫情外，消费复苏之路还遭遇洪涝灾害、限产限电等阶段性阻碍，尤其是 9 月底以来能耗双控等影响虽对消费不形成直接影响，但仍会通过供给约束、企业利润等路径通过影响收入以及整体内需对消费形成一些负面影响。

图 2.2.3：分产品两年平均增速表现（%）



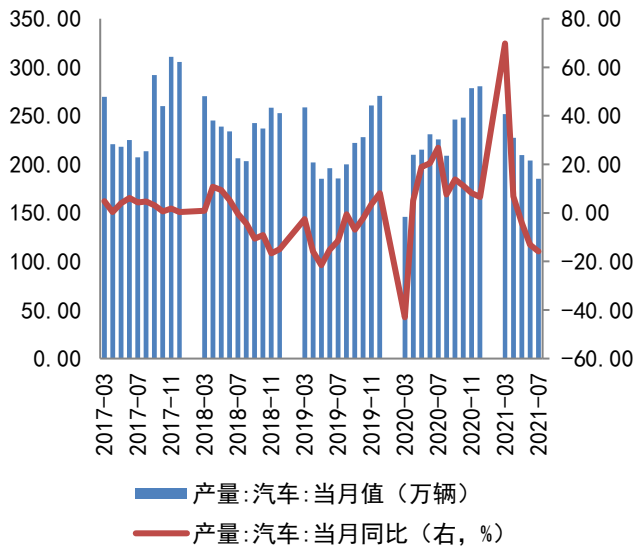
数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.4：主要产品对限额以上社零增速贡献（%）



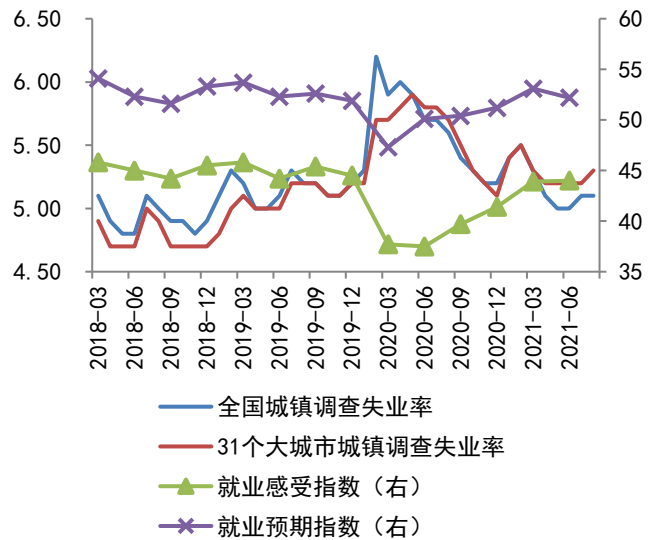
数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.5：缺芯问题严重影响汽车产能（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 2.2.6：消费意愿和消费倾向尚未恢复（%）



数据来源：Wind 南华研究

2.2.2. 四季度弱消费持续

展望四季度，短期黑龙江&福建疫情预计波及 9、10 月的服务及可选消费，且从关键变量看虽然回补的大趋势不变，但可支配收入恢复趋缓、边际消费倾向受到贫富分化拖累，消费的复苏斜率不可太乐观，未来消费预计仍将延续弱复苏。

首先，短期来看，截至 9 月 30 日，当下这波黑龙江疫情仍未消褪，而与之相伴的疫情防控措施趋严预计将对 9 月乃至国庆的消费带来短期冲击，拖累金九银十的消费，对消费的短期冲击将从三季度蔓延至四季度；

其次，疫情对消费乃至经济的长期影响仍在，1) 可支配收入上，一方面，可支配收入相较于疫情之前仍有缺口尚待回补，另外从增速斜率看，不仅绝对增速在下滑，两年平均增速的上行速率也明显趋缓，二季度复合增速环比仅上行 0.1pcts；2) K 型分化下边际消费倾向整体走低（可支配收入的中位数累计增速与可支配收入累计同比增速差在扩大，显示贫富分化仍在加剧，共同富裕是个长期工程，对于短期边际消费倾向的影响较为有限），因此，边际消费倾向虽在缓慢回补，但时而局部散发的疫情预计对边际消费倾向的回补仍有抑制作用；

最后，海外疫情导致一些关键产品供应受限，如汽车产能不足等。虽然目前各国政府、产业链都在举力解决汽车缺芯问题，但目前马来西亚地区疫情形势仍然严峻，导致国内汽车芯片供应问题未见明显好转，而且在国内能耗双控政策影响下，电力供应紧张也不可避免地导致短期芯片供应时间进一步拉长，预计四季度国内汽车芯片供应仍将承压，而汽车销售占到零售总额的十分之一，这无疑也会拖累四季度汽车消费以及整体消费。

2.3. 销售降温、土拍遇冷，地产投资尚未见底

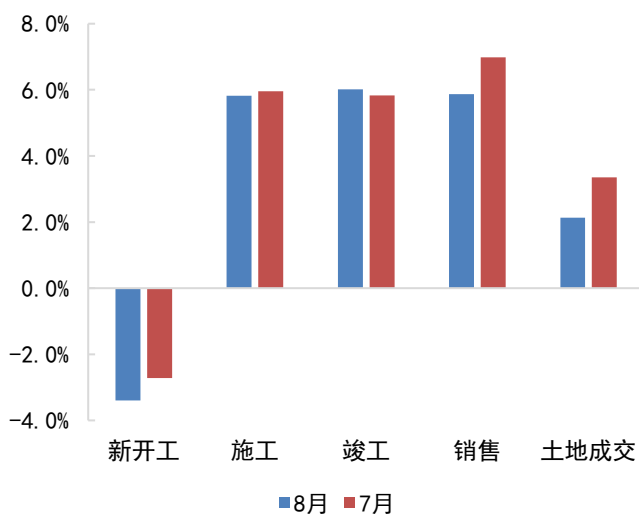
8 月房地产投资延续下行，当月同比增速从 6.4% 回落至 5.9%，累计同比增速从 7.9% 回落至 7.7%，当月同比增速呈现四连降，累计同比增速呈现三连降，地产投资下行趋

势基本确认。从面积角度看，除竣工外其余分项均走弱，仅竣工为地产投资下行提供缓冲。

8 月房地产销售面积累计同比增速 5.9%，相比 2 月的 11% 几近腰斩，5 月该指标尚有 9.3% 的增速，可见三季度房地产销售降温有加速迹象，从当月同比看这一迹象更为明显。8 月房地产销售当月同比增速已然穿负，从 7 月的 0.1% 大幅跳跌至 -2.0%。房地产销售快速降温，主要有以下几点原因：1) **房地产贷款利率小幅抬升**。根据融 360 数字科技研究院的监测，截至 2021 年 9 月，全国房贷利率整体水平已经连涨 8 个月。市场数据显示，2021 年 9 月，全国首套房平均房贷利率 5.46%，较 2020 年底上涨 23BP，二套房贷款平均利率 5.83%，较 2020 年底上涨 29BP。但相比前几个月，9 月份的涨幅有所变缓，上涨的城市数量也有所减少，但尽管如此，目前首套房贷利率平均水平突破 6% 的城市已经增至 9 个；2) **房地产按揭贷款增长放慢**。按揭贷款在上半年透支，按揭贷款额度紧张，房贷迟缓，放款周期不断拉长；3) **多地升级房地产调控措施的影响**，近期如张家口、沈阳等部分城市出台限跌令，行政限价充分说明了房价面临明显的下跌压力；4) **同时潮水退去才能看到谁在裸泳，在房价下行风险充分显露之际，购房者对于低信用风险房企的担忧也在加深**，7-8 月低信用风险的房企销售明显差于高新用企业，显示低信用企业房企去化压力较大。除此之外，房地产市场向来是买涨不买跌，房价下跌反过来又会强化房价走低预期，影响房地产销售。上述行为都是导致近房地产销售快速降温的原因。从高频的 30 大中城市房地产成交面积来看，房地产销售在 9 月将延续下行。

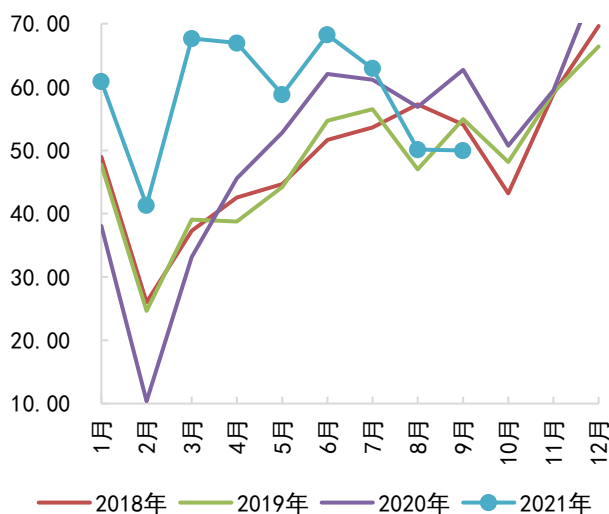
供给层面，近期第二轮集中供地出现成批的大规模土地流拍，流拍的全是核心城市¹，一方面说明当下开发商资金较为紧张，另外也说明在房价下行之际开发商对未来房地产项目预期盈利能力下降、对地产投资信心下降。与此同时，土地供应加速收缩反过来又会拖累未来新屋开工面积。

图 2.3.1：除竣工外，其余分项全线回落（%）



数据来源：Wind 南华研究

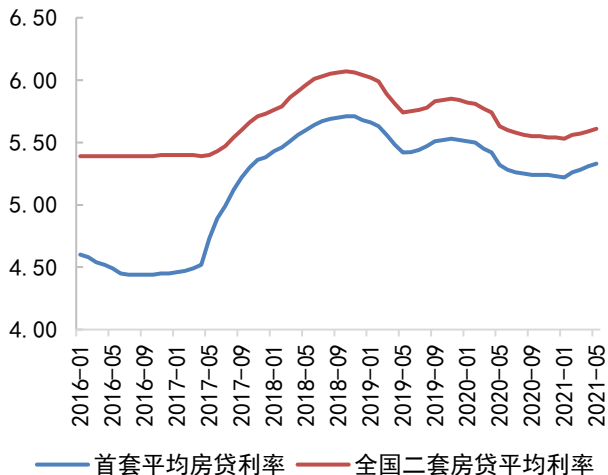
图 2.3.2：30 大中城市房地产成交面积（%）



数据来源：Wind 南华研究

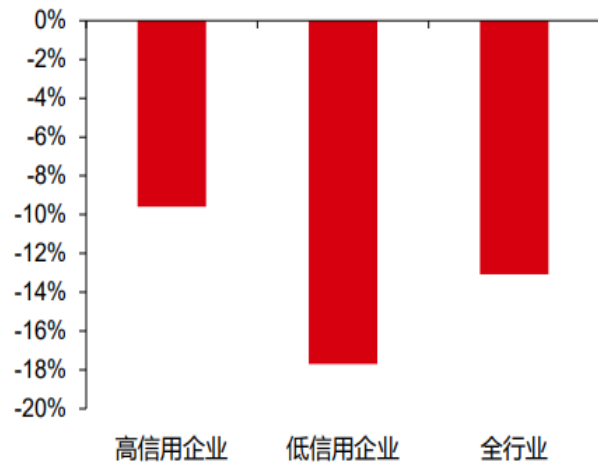
¹ 9 月以来，杭州，成都，福州，沈阳，合肥等核心城市均出现土地流拍新闻

图 2.3.3：房贷利率走势（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 2.3.4：2021 年 7-8 月不同房企销售情况



数据来源：CRIC 中信 南华研究

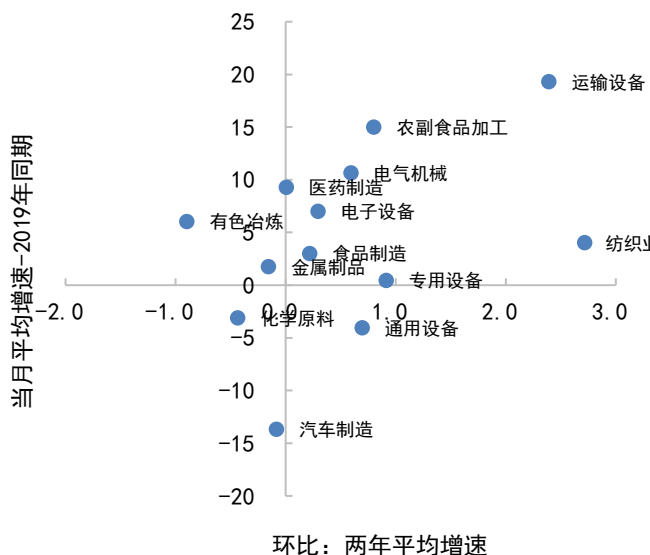
2.4. 制造业投资缓慢修复，结构性问题限制未来反弹幅度

制造业投资边际改善，当月同比平均增速从 2.6% 回升到 3.1%，从行业结构看，制造业投资涨多跌少，仅汽车制造受缺芯扰动明显低于 2019 年同期，从两年平均增速看环比仅有有色冶炼、金属制品以及化学原料出现小幅滑落，其余大多数行业均表现不错。

相较于预期而言，**制造业投资整体缓慢修复，这背后主要受到多方因素影响**：1) **制造业企业利润平稳增长**。1-8 月全国规模以上工业企业实现利润总额同比增速为 49.5%，单月同比增速虽较 7 月小幅收窄，但同比增速仍高于 10%，显示制造业企业盈利整体表现较好，这也决定了制造业投资整体修复的大趋势；2) 进入三季度以来，非金融企业贷款明显高位回落，在季节性也略低于 2020 年，但仍旧强于 17-19 年，所以尽管贷款需求有所回落，但当前景气度尚可；3) **从产能利用率来看，当前工业产能利用率处于高位**，除石油和天然气开采外，大多数行业产能利用率均处于近几年相对高位，意味着制造业企业想要扩大产出只能通过进一步加大资本开支；4) **从需求看，制造业企业边际改善还离不开今年以来持续超预期的出口**，出口交货值与制造业投资联系紧密，外需偏强对制造业投资有较强的拉动作用。

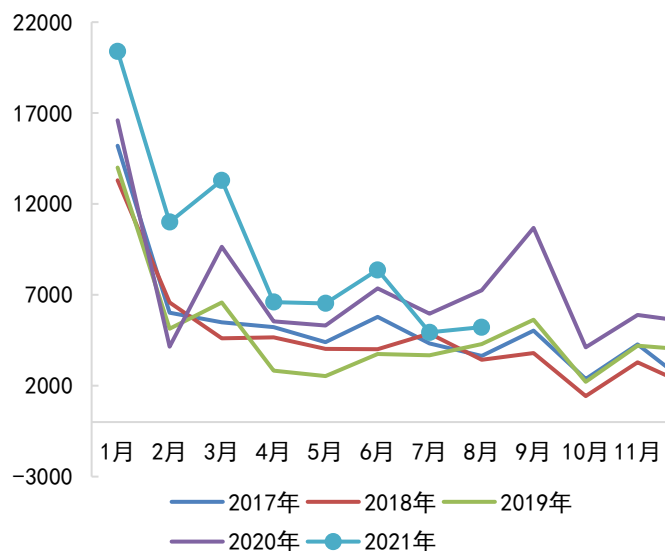
但是制造业投资的核心变量是利润，当下制造业企业尤其是中下游企业利润受到压制这一结构性问题也在一定程度上限制了制造业投资增速的反弹幅度。从两个角度可以佐证：1) 从分行业的制造业投资增速来看，当下中上游涨价幅度大，利润高，投资增速相对较快，下游价格传导不足，利润增速低，投资增速也相对较低，结构性分化导致制造业投资整体表现并不如意；2) 从分行业的 PPI 同比增速来看，8 月 PPI 同比为 9.5%，主要行业中，煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业价格涨幅在 21.8%—57.1% 之间，合计影响 PPI 上涨约 7.9 个百分点，超过总涨幅的八成。下游涨幅受限，甚至为负，上游的高利润并未传导至下游，下游利润受挤压严重。

图 2.4.1：制造业投资涨多跌少，边际改善（%）



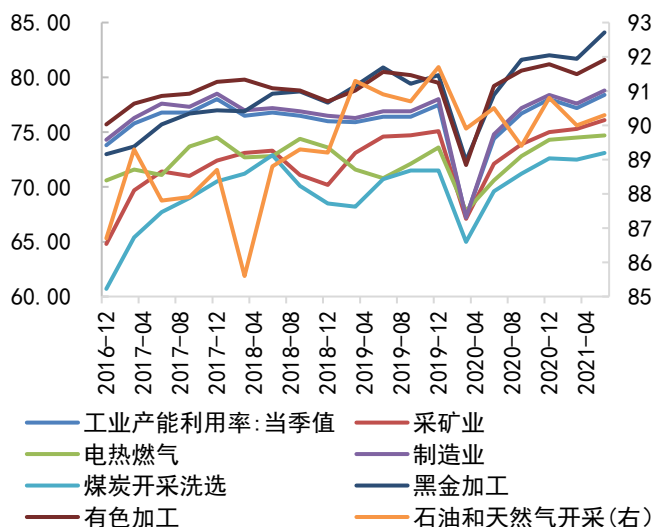
数据来源：Wind 南华研究

图 2.4.2：非金融企业中长期贷款高位回落（%）



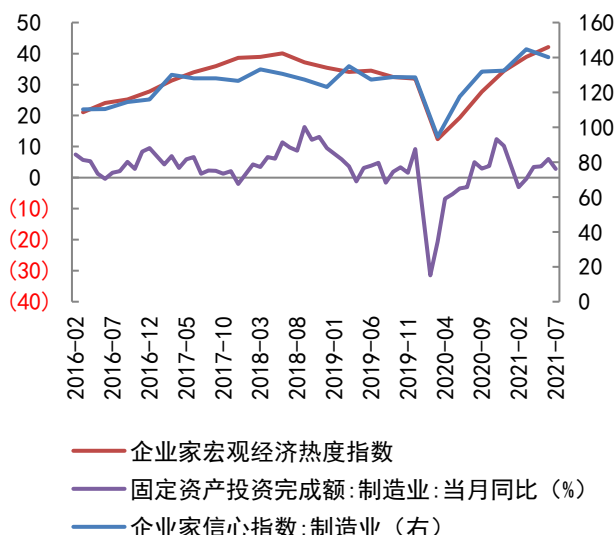
数据来源：Wind 南华研究

图 2.4.3：大多数行业产能利用率处于相对高位（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 2.4.4：企业对未来生产经营仍然预期较好（%）



数据来源：Wind 南华研究

能耗双控目标约束以及限产限电可能进一步推升年内PPI，加剧上游涨价对中下游利润空间的挤压，限制制造业投资的反弹幅度。8月中下旬以来，部分地区在“能耗双控”目标的约束下大幅限产，从8月的工业企业利润表现来看，双控政策的影响已经开始在黑色系行业有所显现，黑色金属冶炼以及压延加工业利润增速高于7月，上游资源中的煤炭开采和洗选业利润增速也明显上涨。尽管发改委对能耗双控目标考核是季频，9月底之后限产限电以及能耗双控考核或有阶段性边际放松，但上半年指标完成度较低²使得能耗双控对整个三四季度都形成供给约束，可能推高年内PPI以及加剧上

² 中金：《能耗双控的经济影响》。上半年能耗强度不达标的省份，合计占我国工业增加值的70%左右，其中红色预警和黄色预警的省份，分别占比约38%和32%，达标省份工业增加值占比仅为30.6%。

中下游利润分化，凸显制造业投资面临的结构性难题，进而限制四季度制造业投资的反弹幅度。

表 2.4.1：从 PPI 同比看，制造业利润持续分化，未来或限制制造业反弹幅度

	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	非金属矿采选业	黑色金属冶炼及压延加工业	金属制品业
2021-08	46.1	11.6	57.1	41.3	3.7	34.1	8.4
2021-07	54.6	14.8	45.7	48	3	33	7.9
2021-06	52.6	16.8	37.4	53.6	2.5	34.4	7.5
	有色金属冶炼及压延加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	化学纤维制造业	电子设备制造业	通用设备制造业
2021-08	21.8	35.3	4.2	24	24	0.7	2.0
2021-07	23.5	35.4	3.9	21.3	20.9	0.3	1.7
2021-06	27.8	36.1	3.4	20.3	17	-0.6	1.4
	造纸及纸制品业	汽车制造业	运输设备制造业	木制品业	农副食品加工业	食品制造业	烟草制品业
2021-08	5.7	-0.3	0.8	1.4	2.9	1.9	0.6
2021-07	6.3	-0.5	0.6	1.2	3.5	1.6	0.6
2021-06	7.8	-0.4	0.4	0.8	4.3	1.5	0.7
	酒饮茶制造	印刷业	医药制造业	纺织业	纺织服装、服饰业		
2021-08	1.4	1.0	-0.7	6.6	0.1		
2021-07	1.8	1.2	-0.9	5.2	-0.2		
2021-06	1.9	0.9	-0.9	3.8	-0.4		

资料来源：Wind 南华研究

2.5. 出口繁华终将落幕，但韧性仍存

毫无疑问，过去一年多以来，我国出口的超预期韧性比房地产投资还要持久，尤其是今年以来，全球经济复苏共振，外需修复成为中国出口的主要驱动力。8 月出口当月同比 13.42%，出口总额累计同比 14.12%，均较 7 月有所走高。

回溯今年以来出口表现，除韧性超预期偏强外，出口当月同比增速表现出典型的高增速、高波动特征，3、5、7 月单月增速均表现明显的回落趋势，但整体出口增速表现从拐点回落基本进入平台期，除外需修复外，这背后主要是由于海外疫情反复，替代效应在很大程度上延缓了出口增速的回落。

对于四季度，我们认为未来出口最强的时期可能已经过去，未来面临回落压力，但未来回落的速度可能要相对平缓，具体情况还值得进一步观察，主要基于以下几点：

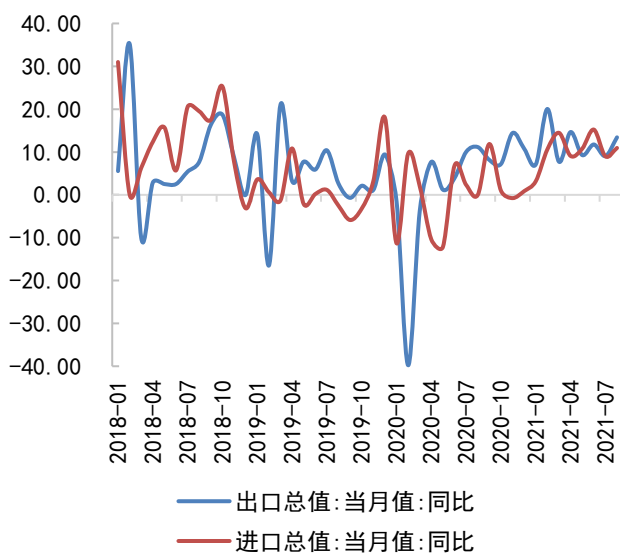
1) 从出口量价双维度来看，当下出口表现为量减价升，出口的强韧性在很大程度上来源于价格因素的缓冲。尽管作为前瞻指标的新出口订单指数已经连续六连降、且

连续 5 月处于荣枯线之下，指向出口未来面临回落压力，但价格端运费指数高企，对于出口的回落构成缓冲，但高运费是把双刃剑，航运费很大程度上也会拖累劳动密集型产品的出口，从 8 月的出口表现看，纺织、服装、箱包等劳动密集型产品表现较弱就印证了这一点。另外，根据有关学者的测算³，8 月份 25% 的出口增速中，有 15 个百分点实际来自单纯的产品涨价，从对增速的解释力来看（效应/实际增速），价格效应的解释力在 7 月突然增加，7 月和 8 月价格效应对出口增速的解释力超过 60%。既然出口的高增速很大程度上来自于价格因素，而价格因素主要来自于各自的供给扰动，而非需求端，预计四季度上述价格因素仍将对出口增速形成较强支撑；

2) 除价格效应对出口增速形成支撑外，短期而言疫情反复的不确定性不能免除，这也会通过替代效应对出口增速的回落形成缓冲；

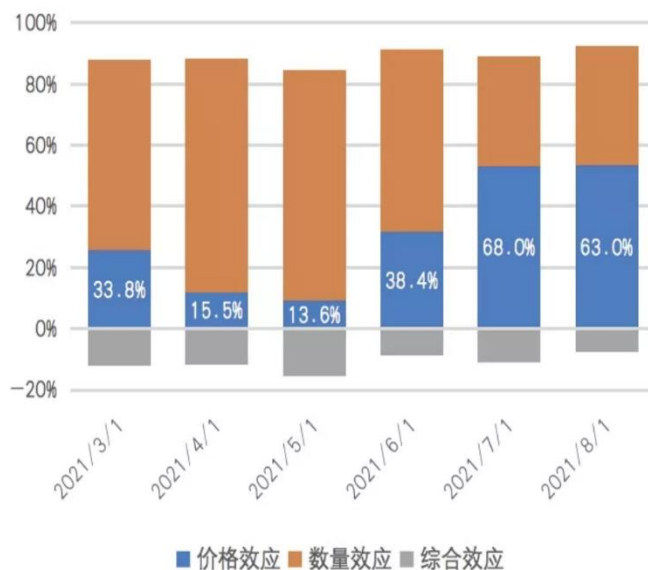
3) 当然，决定出口最关键的因素还是整体外需。从整体外需来看，无论是摩根大通全球制造业 PMI 还是美国 ISM 的制造业 PMI，均已于今年 5 月开始见顶回落，显示外需复苏最快的时期已过。另外根据经合组织 9 月最新预测，2021 年全球 GDP 增长或只有 5.7% (而 5 月的预测值为 5.8%)，2022 年为 4.5% (5 月预测值 4.4%)，全球经济以及美国经济的拐点都出现在 2021 年，这意味着年内我国外需的回落也只是时间问题。

图 2.5.1：出口当月同比保持韧性（%）



数据来源：Wind 南华研究

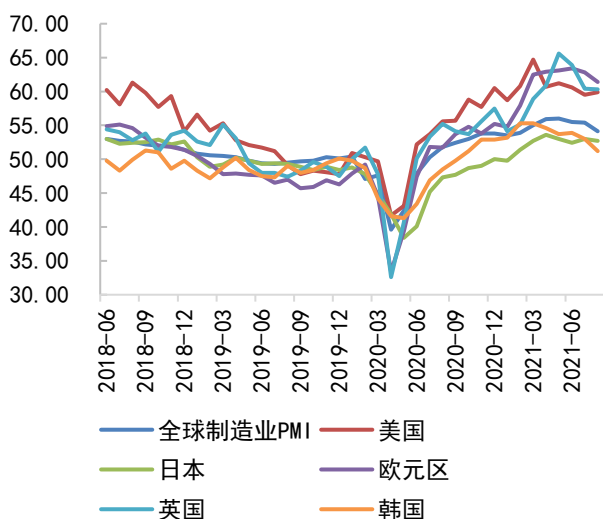
图 2.5.2：出口价升量减，高增速很大程度上来自价格



数据来源：中国金融四十人论坛 南华研究

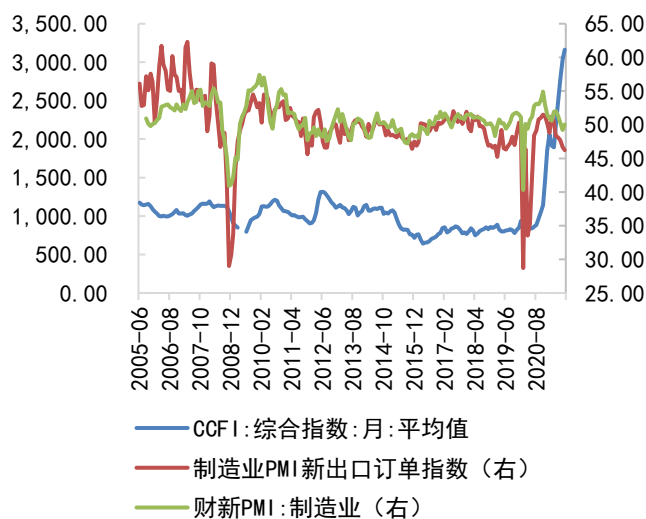
³ 朱鹤，《出口的真相》

图 2.5.3：全球制造业景气度从高点回落（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 2.5.4：出口前瞻性指标已连续走弱 6 个月（%）



数据来源：Wind 南华研究

第3章 政府“稳增长”抓手——地产和基建能否起来？

3.1. 地产难，但下行加速度或放缓

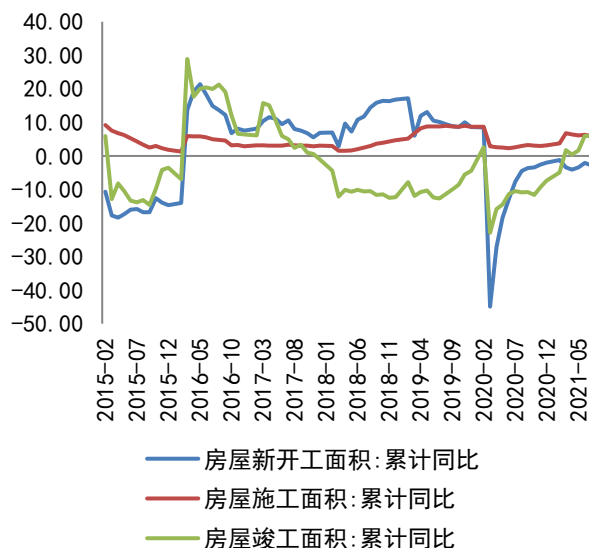
展望四季度，我们认为房地产仍处于下行通道，未来面临进一步下行压力，但在政策端的微调以及四季度竣工对房地产投资的支撑增强这一预期下，四季度房地产投资下行速率或趋于平缓。

一方面，从近期的重磅会议所释放的维稳信号来看，央行罕见提及房地产，说明政策层面已经注意到房地产调控对于刚需群体的错伤或误伤。9 月 27 日，央行三季度货币政策例会公布，有两句话提及了房地产经济，值得注意的是，这是 2009 年第一季度至今，房地产首次被提及，而这两句话是——“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，简称“两个维护”；9 月 29 日央行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，会议提出坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制，加快完善住房租赁金融政策体系，要求金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。这意味着，在四季度宏观面趋于严峻之际，央行有意通过政策端的微调来防止房地产市场以及部分高杠杆企业硬着陆，进而波及居民合法权益。

另外，相较年初，地产融资调控或出现微调，房贷额度也趋向宽松。近日央行召开座谈会，强调做好跨周期调节，可以把部分明年的额度调整到今年下半年，以对冲近期信贷增速下滑趋势，或许意味着对地产的融资调控出现微调。另外如广州、佛山等地区房贷亦有所松动，佛山房贷放款提速，广州出现房贷利率下调，相较上半年房贷额度趋向宽松。房贷额度的放松，从利率角度看，供给扩大，供需矛盾缓和，房贷

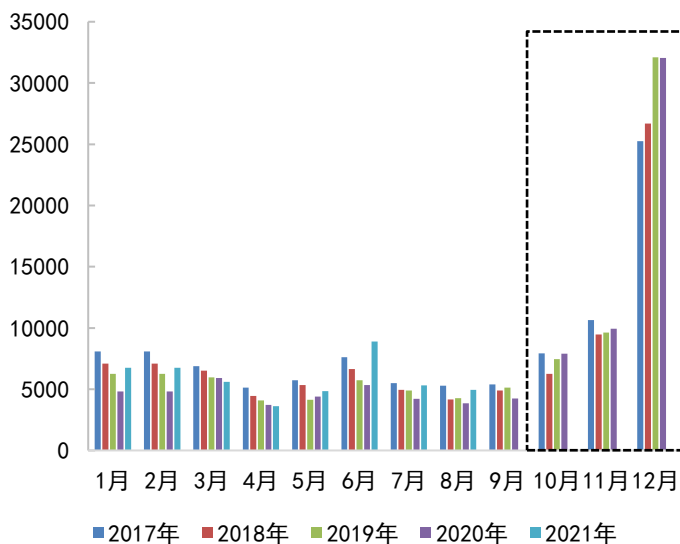
价格升高态势或将得到缓解，但房贷利率短时间内不会明显下降；从房地产市场供需看，房贷额度放松也有利于缓解当前房地产销售的快速下滑，销售的好转反过来又会从资金面给房地产开发商提供缓冲，有利于平缓当前房地产投资较快的下行速率。但总体来说，无论是房贷额度趋向宽松还是融资端微调，房住不炒大基调不变，政策端微调仅能改变房地产下行趋势的加速度，不能改变方向。

图 3.1.1：施工面积增速保持高位（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.1.2：四季度为施工面积季节性高峰（万平方米）⁴



数据来源：Wind 南华研究

最后，竣工缓冲垫预计在四季度仍将为地产投资带来支撑。不仅政策层面对房企外部融资有望边际放松，在“三道红线”这一中期目标以及房贷集中度管理等调控强压下，房企自身也在加快竣工来回收尾款，降低资产负债率。8 月房地产面积分项中仅竣工边际好转，考虑到四季度是竣工面积的季节性旺季，预计到年底仍能看到竣工为地产投资带来的支撑。

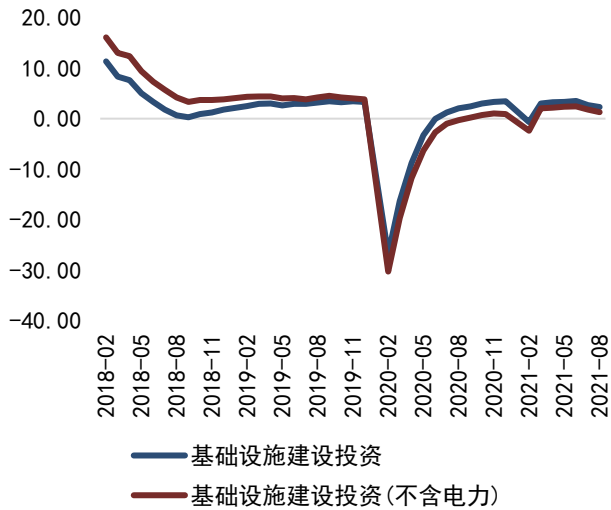
3.2. 基建：意愿提升，托而不举

（1）当前基建投资相对低迷，稳增长意愿加强

当前，无论是广义基建还是不含电力的狭义基建，两年复合累计同比持续走低，分别从 6 月的 3.48% 和 2.42% 下行至 7 月的 2.68% 和 1.76%，再回落至 8 月的 2.30% 和 1.29%。从当月同比来看，数据更加惨淡，8 月广义基建两年复合增速虽较 7 月回升，但仍为负值，而狭义基建则继续深陷负值区域，为 -1.66%。

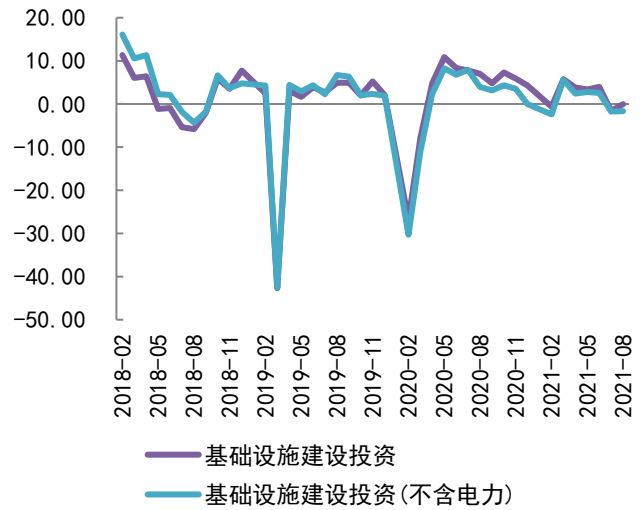
⁴ 其中 1、2 月竣工面积值为 1-2 月累计值的均值

图 3.2.1：基建投资累计同比走低（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.2：7、8 月基建当月同比为负（%）



数据来源：Wind 南华研究

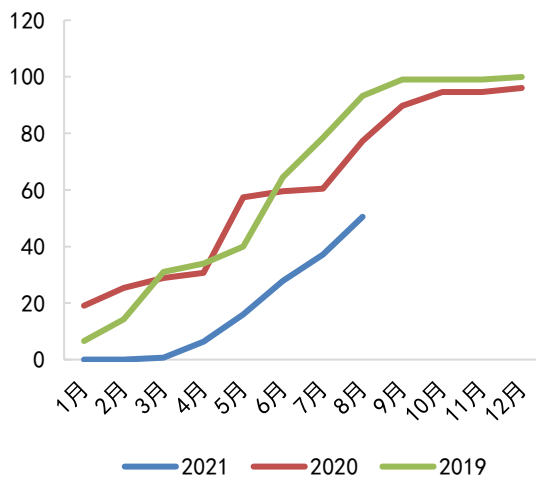
下半年以来，疫情多地集中爆发，叠加洪涝灾害以及限电限产等政策，长短期因素共同发酵，多项经济指标持续走弱，经济下行压力加大，房地产在政策重压下行趋势明显，逆周期功能减弱，基建端带来的稳增长需求较为迫切。

2) 财政后置发力，基建订单量提升

地方政府通常是基建投资的主要支持方。从专项债发行进度来看，专项债发行速度非常慢，截至8月，发行进度仅为50.5%，远低于2019年的93.3%和2021年的77.2%。但从单月来看，专项债有略微提速现象，8月新增专项债4884亿元，创年内新高，一般债券发行量也较7月有所回升。

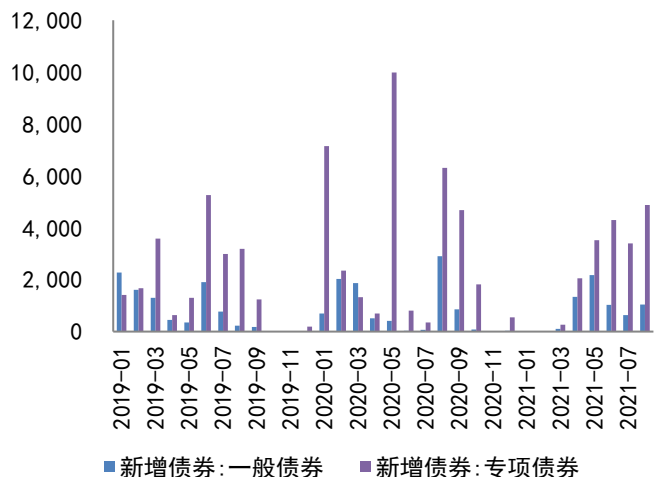
根据新闻统计，截至9月29日，9月地方债已发行6617亿元，已披露未发行规模达到761亿元，而四季度地方债已披露规模也高达11365亿元。从地方债数据来看，基建投资的资金正在快速落实中。

图 3.2.3：专项债发行后置（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

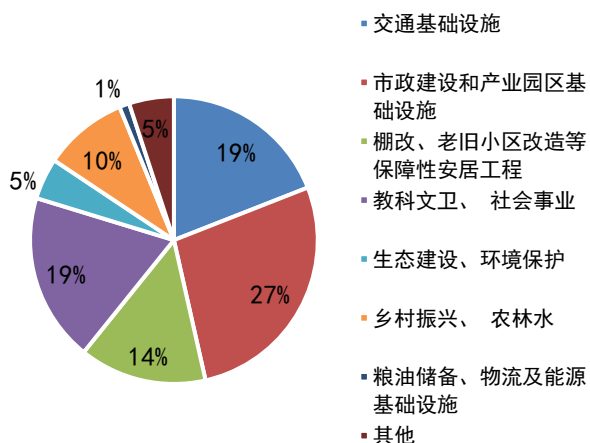
图 3.2.4：今年专项债额度较高（万亿元）



数据来源：Wind 南华研究

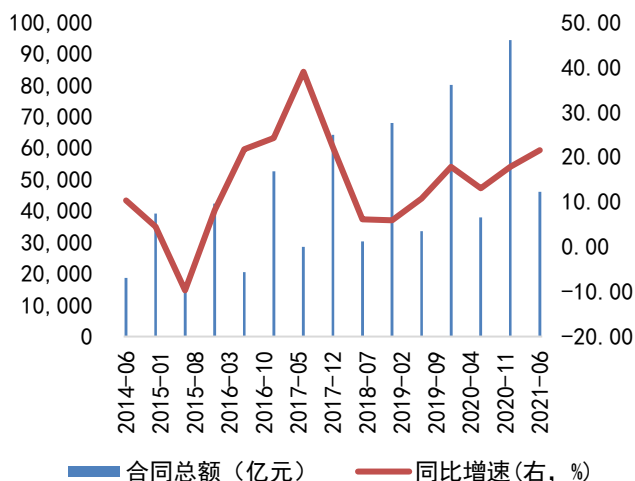
从支出投向来看，专项债中，1-8 月，用于交通基础设施、市政和产业园区基础设施、生态环保等为代表的基建投资约占 62%，表明基建仍是专项债的主要支出方向。截至 6 月，中国建筑、中国铁建、中国中铁以及中国交建四家央企的订单金额累计同比增速已达到 21.2%，较一季度加快 9.6pcts，整体增速也处于历史较高水平。

图 3.2.5：2021 年 1-8 月专项债支出投向



数据来源：Wind 南华研究

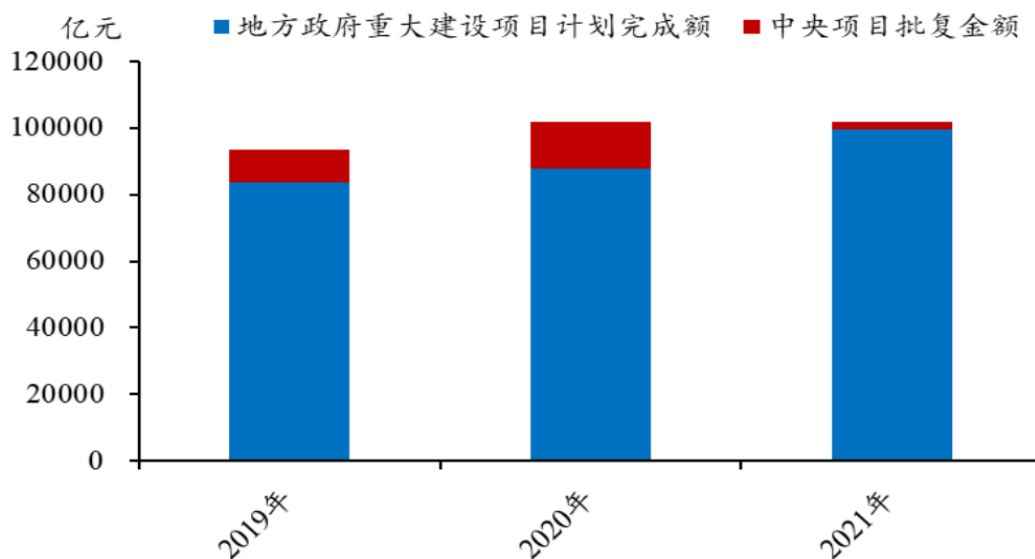
图 3.2.6：四大央企订单金额同比走高



数据来源：Wind 南华研究

符合条件的项目相对不足曾是阻碍基建发力的重要障碍。从已批复项目金额来看，2021 年，地方项目储备较多，高于 2019 年和 2020 年水平，中央批复较少，但若剩余月份内，中央批复力度总体维持往年水平，意味着 2022 年整体规模将高于往年。

图 3.2.7：2021 年 1-8 月专项债支出投向



数据来源：信达证券 南华研究

整体来看，基于政府意愿、资金来源、项目储备、订单金额等情况，我们认为四季度基建仍然有望发力，对整体经济形成温和托底。

考虑到往年专项债多在 10 月发行完毕，今年预计将在 12 月才能全部发行⁵。12 月发行的专项债可能将在明年年初才能形成实物工作量，与国常会要求相符。与此同时，明年经济的下行压力预计更大，明年财政前置，基建发力的概率也更大。

⁵当前市场有声音认为可能年内发不完，但我们认为年内发不完会影响明年的专项债额度，地方政府还是有动力全额发行完毕

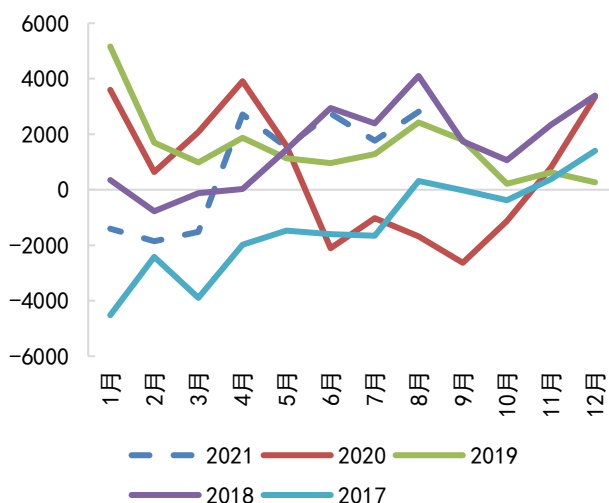
第4章 政策端偏向积极

4.1. 货币：稳健偏松，未来可期

(1) 宽信用政策加码

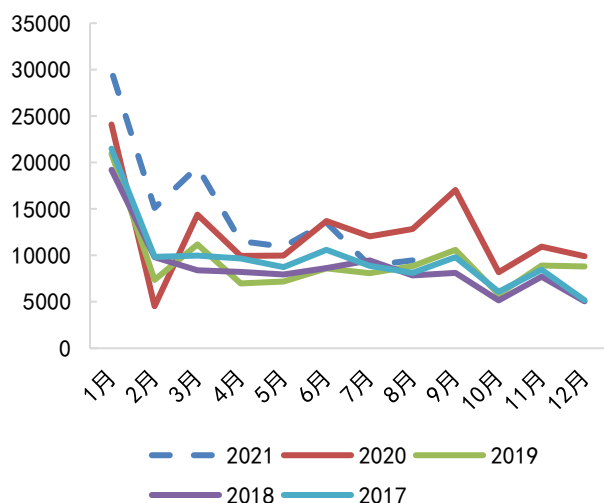
今年以来，特别是下半年以来，表明实体融资需求不断走弱。一方面，中长期贷款持续呈下滑态势，企业中长期贷款同比增量下滑幅度为 2018 年以来最高。另一方面，票据融资则明显放量，银行端受 MPA 考核影响，以票充贷行为见长，“一票难求”背景下，7 月底盘中曾一度出现 0.1% 的行情。

图 4.1.1：票据融资走高（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.2：中长期贷款走低（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

经济内生动力不足，下行压力不断加大促使央行加码宽信用政策。8 月 23 日的金融机构货币信贷形势分析座谈会，易纲行长强调要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性。而在 9 月 27 日发布的三季度货币政策委员会例会上，我们也看到了完全相同的表述。此外，例会上还提出“坚持把服务实体经济放到更加突出的位置”，表明服务实体经济的决心很强，也表明宽信用的政策力度也会加大。

从目前现有情况来看，宽信用落地可从两个方向展开：一个是政府融资，财政后置令政府仍有大量余粮留在四季度使用，8 月以来，新增专项债发力进度开始加快，但专项债整体发行进度仍仅为 50.5%，预计 9 月将进一步提速；另一个则是央行的结构性支持政策——新增 3000 亿支小再贷款，支持增加小微企业和个体工商户贷款，体现为表内人民币贷款的增长。

(2) 能耗双控引发的 PPI 高涨能否带来货币政策改变？

今年以来，商品价格暴涨促使 PPI 持续走高，8 月份触及 9.5%，创 2008 年 8 月以来新高。9 月之前，在政策端稳供保价作用下，市场预期商品价格将呈现逐渐回落态势，8 月南华工业品指数也确实呈现明显的下行趋势。但 9 月以来国内限电限产影响面逐步扩大，社会关注度极广，限电限产的暂时性受到质疑，商品价格也再次高歌猛进。

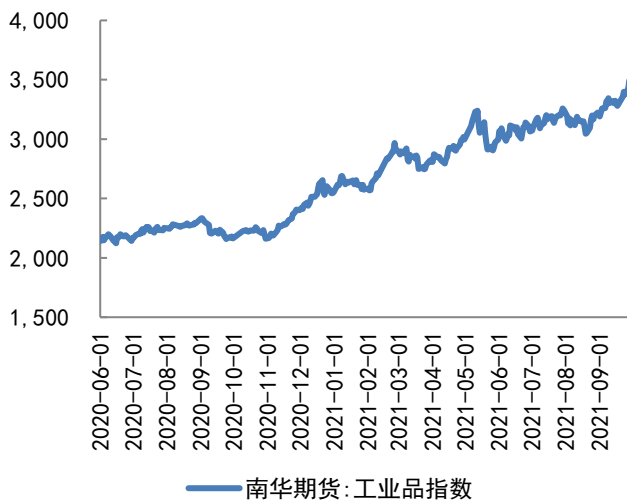
受能耗双控、限电限产影响，预计直到年底，PPI 依然有望维持在 9% 的高位上。那么这是否会直接改变当前货币政策的整体基调？

我们的答案是预计不会。

第一，生产领域的通胀通常不是央行关注的重点，根据《二季度货币政策执行报告——专栏 1 正确认识货币与通胀的关系》，在论述货币与通胀的关系时，所有的通胀都用消费领域的指标来衡量，可见在央行眼中，更合适的通胀指标是 CPI。此外，从历史来看，PPI 波动性明显高于 CPI，在数月内阶段性下探或冲高的现象也并不少见。

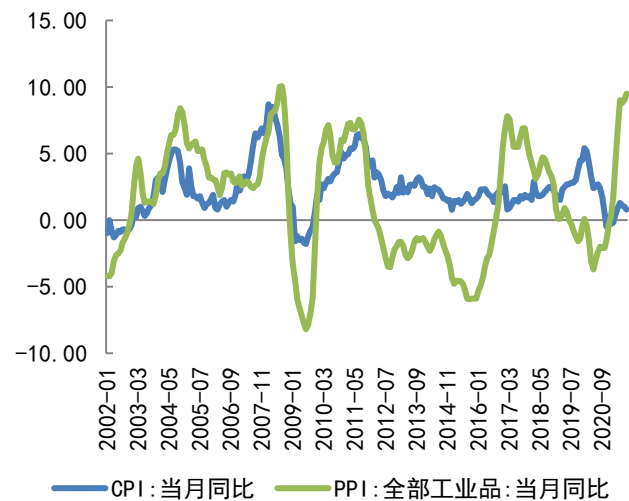
第二，供给端引发的结构性通胀并不在央行的影响力范围内。限电限产主要是通过影响供给端作用于商品价格，而货币政策是一种总需求管理政策，只能从需求端进行调节。供给端的问题只能通过供给侧来解决，央行能做的最多只是加强与财政、产业、监管政策之间的协调，统筹金融支持实体经济与防风险。

图 4.1.3：商品价格在 8 月有所回落



数据来源：iFind 南华研究

图 4.1.4：PPI 波动性明显高于 CPI



数据来源：Wind 南华研究

（3）降准、结构性支持政策依然可期

7 月 15 日，央行全面降准 0.5 个百分点，释放资金约 1 万亿。从事后来看，这些资金一部分用来被金融机构用于归还 7 月到期的 4000 亿 MLF，8 月到期的 1000 亿 MLF（到期共计 7000 亿，其中央行续作 6000 亿），还有一部分资金被金融机构用于弥补 7 月中下旬税期高峰带来的流动性缺口。9 月 MLF 到期 6000 亿，央行等额续作，完全对冲到期量，意味着 7 月降准置换 MLF 操作已经结束。

尽管四季度仍有 2.45 万亿 MLF 即将到期，但近期市场降准预期有所降温，原因在于一方面，9 月 MLF 等额续作令市场预期央行可能延续等量续作模式，另一方面，央行加大逆回购投放额度，投放时间提前也令预期降准概率降低。

但是降准的好处其实仍然无可替代，第一，降准能有效增加金融机构支持实体经济的长期稳定资金来源，引导金融机构积极运用降准资金加大对小微企业的支持力度；第二，存款准备金利率才 1.65%，远低于生息资产，降准可以降低金融机构资金成本，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。这两个优势均与央行扶持小微企业、推动实际贷款利率进一步降低的观念吻合。此外，在超储率极低的情况下，财政端带来的流动性需求和供给易引起市场更大的波动，降准有利于提高超储率，提升金融体

系自身对流动性冲机的防御能力。因此，我们认为四季度降准依然可期。

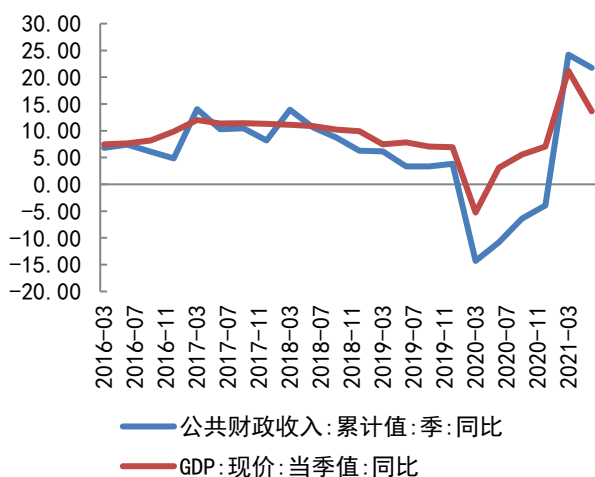
在 PPI-CPI 剪刀差持续高企下，上下游利润分化严重，小微企业面临成本上升等经营困难，目前人民银行已新增 3000 亿元支小再贷款额度，支持其增加小微企业和个体工商户贷款。四季度，我们预计仍将有一定规模的支农、支小、绿色等再贷款工具出台，根据三季度例会中“有序推动碳减排支持工具落地生效，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系”的表述，碳减排支持工具有望加速落地。

4.2. 财政：基建加快，但更注重民生

1) 支出加快，但仍维持滞后特征

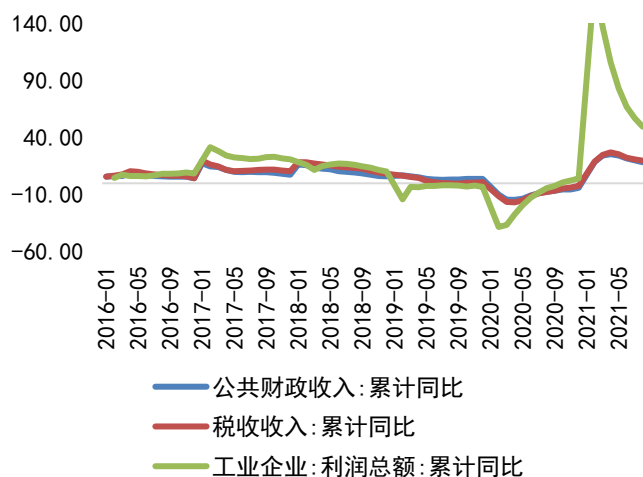
随着三季度经济增长压力的加大，工业利润累计增速开始滑落，带动税收和公共财政收入累计增速下滑。截至 8 月，公共财政收入 150088 亿元，累计同比增长 18.4%，两年复合增速 4.65%，其中税收收入 129627 亿元，累计同比增长 49.5%，两年复合增速 5.21%。

图 4.2.1：财政收入与 GDP 增长同向变动 (%)



数据来源：Wind 南华研究

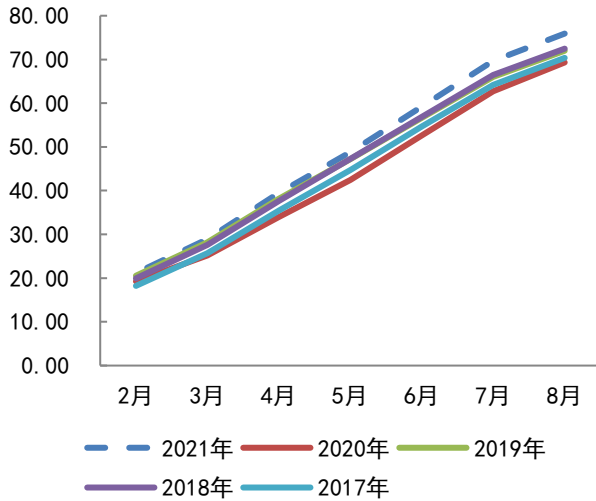
图 4.2.2：利润增速回落带动财税收入增速回落 (%)



数据来源：Wind 南华研究

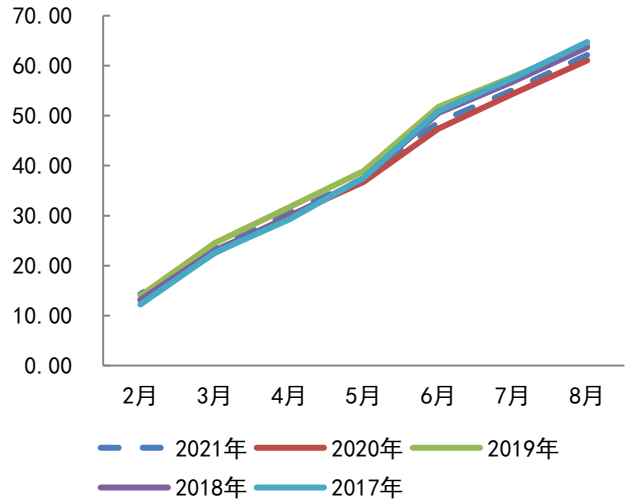
根据政府预算报告，2021 年，预计全国一般公共预算收入增长 8.1%，全国一般公共预算支出增长 1.8%。前 8 月公共财政收入已达到目标值的 75.9%，明显高于往年。而前 8 月公共财政支出已达到目标值的 62.15%，略高于 2020 年，但相比 2017-2019 年，均表现出明显的财政后置特征。不过，从近期数据来看，支出正在加速。8 月公共财政支出同比由负转正，增长 6.2%。

图 4.2.3: 财政收入节奏较往年加快 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 4.2.4: 财政支出节奏则慢于往年 (%)

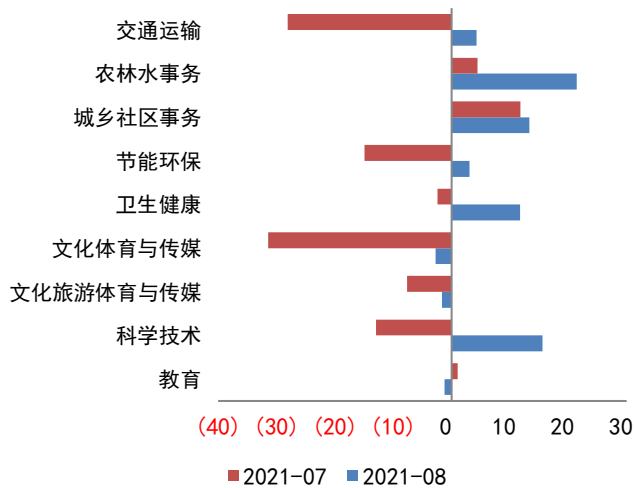


数据来源: Wind 南华研究

2) 基建支出有所加快, 整体继续向民生领域倾斜

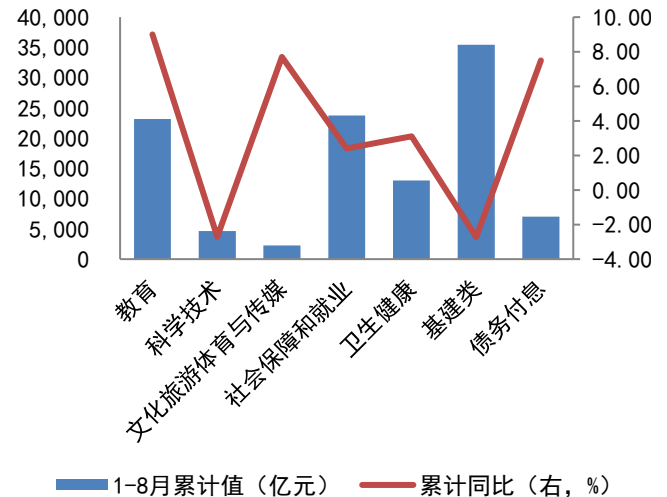
8 月公共财政支出整体均较 7 月, 特别是基建类支出, 交通运输以及节能环保板块同比增速由负转正, 农林水事务和城乡社区事务同比增速加快。但整体来看, 财政支出结构依然延续了重民生、轻基建的特征, 从 1-8 月累计同比来看, 基建类支出累计同比增速为-2.72%, 远低于教育、社会保障和就业等领域。此外, 债务付息累计同比增速也很高, 偿债压力有所加大。

图 4.2.5: 8 月基建类支出同比改善 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 4.2.6: 财政支出依然以民生为主



数据来源: Wind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点