

经济下滑延续 关注政策变化

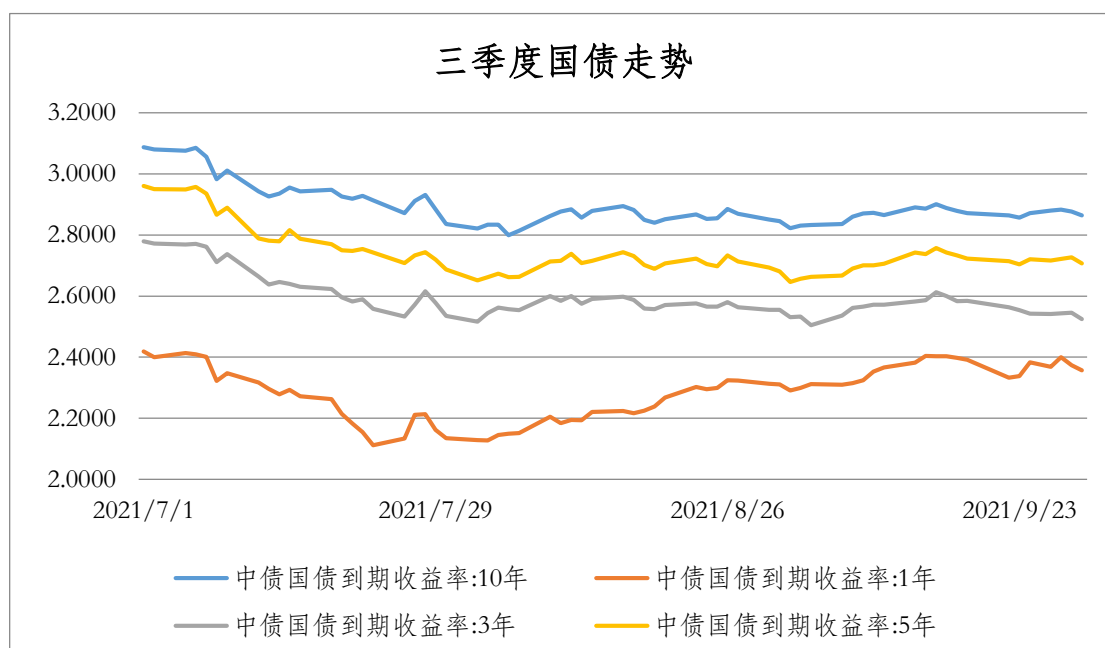
文/东方红资产管理 固定收益研究团队

一、2021 年三季度债券市场回顾

2021 年上半年，在前期出口高速增长的带动下，经济数据表现仍然较好。但随着出口增速的逐渐回落，消费由于疫情的零星爆发而始终恢复缓慢，叠加地产持续较严的调控政策，都未能对经济产生有力的支撑，因此经济增速开始逐渐边际回落。同时上游原材料经历了一波涨价后，但疲弱的消费阻碍了 PPI 向 CPI 的传导。在这样的宏观背景之下，央行在 7 月初进行了一次超市场预期的降准，以缓解中小企业的压力。10 年国债在降准的带动下，迅速从 3.08% 下行至 2.85% 并且在随后的 3 个月维持在这个位置。整体来看，三季度债市在超预期降准的带动下快速下行约 20bp 后就维持窄幅震荡直至季度末。

利率债方面，7 月上旬，在经济下行的压力以及 PPI 与 CPI 剪刀差挤压企业利润的双重背景下，央行超市场预期进行的降准目的是为了缓解企业及经济的压力。10 年国债迅速下行 20bp 作为回应。但是由于 MLF 依旧维持在 2.95% 的位置，因此 2.85% 也带有一定幅度的降息预期在内，10 年与 1 年利差快速走阔。

随后进入 8、9 月后，尽管经济数据一再边际下滑，但是长端利率却不见进一步下行。期间地产不断走弱，二手房成交几乎腰斩，同时受双控影响，部分城市开始拉闸限电，不断的负面消息也无法刺激长端利率进一步下行。市场聚焦于央行是否会继续释放流动性。在降准降息的预期迟迟无法兑现的情况下，加上季末等其他因素，短端 1 年国债收益率率先回到二季度末 2.4% 的水平，长端利率债则继续保持低位盘整。市场出现了涨不动也跌不动的情况。8、9 月份 10 年国债在 10bp 内窄幅波动。



数据来源：WIND，东方红资产管理

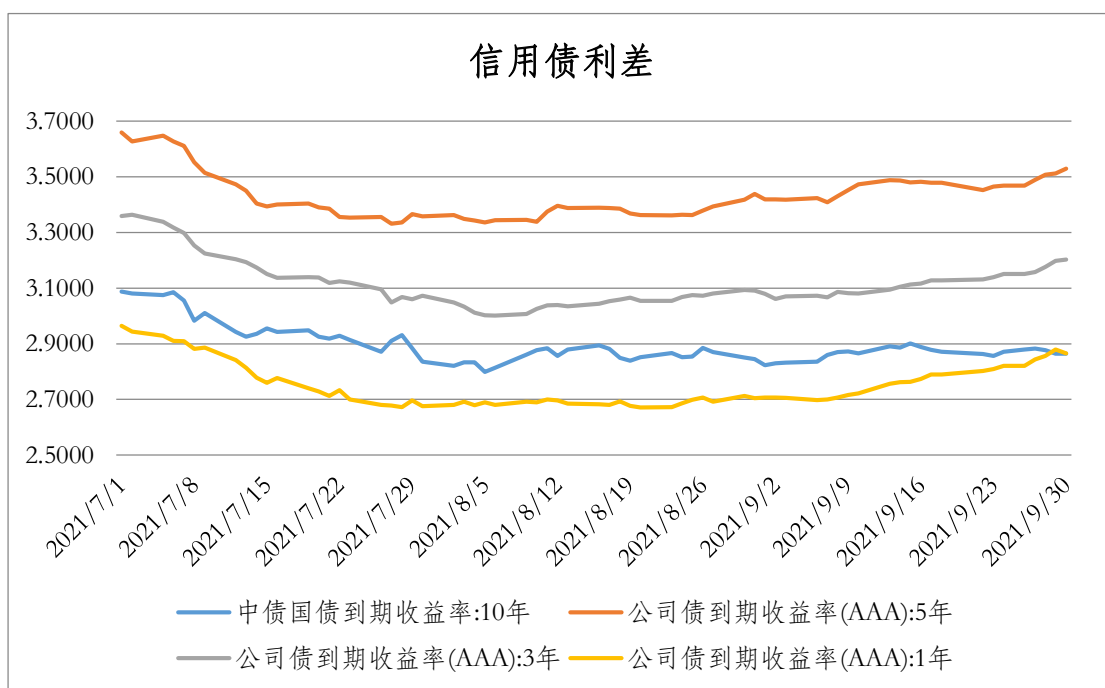
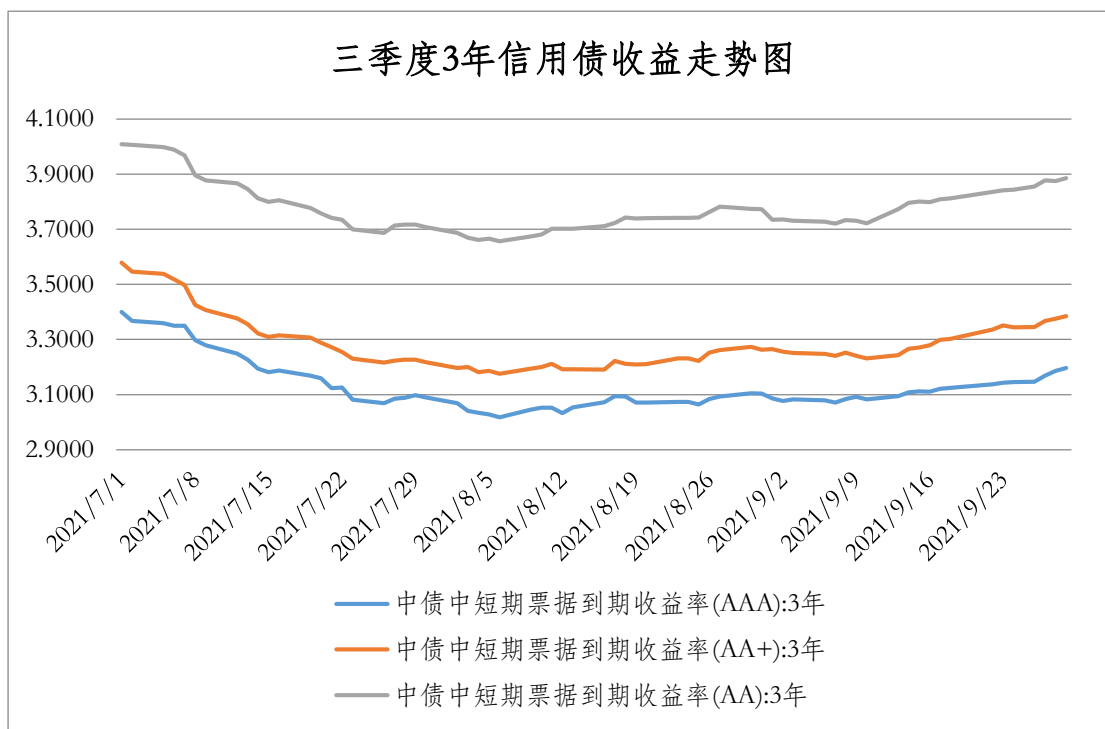


数据来源：WIND，东方红资产管理

信用债方面，整体趋势跟随利率债而动。同时由于上半年机构整体较为欠配，因此降准后信用债下行幅度大于利率债，3 年 AAA 下行幅度最多可达 40bp。随后由于再次降准降息预期迟迟得不到兑现，因此三季度末在利率债变化不大的时候，信用债却上行明显，上行幅度约在 20bp 左右，较利率债波动更为明显。

尽管整体波动不大，但是不同行业之间差距明显。受政策调控影响，地产行

业信用利差显著拉升。民营地产较年初上行 50-200bp 不等，流动性基本枯竭。



二、2021 年三季度投资展望

1. 经济下行压力凸显，关注政策对冲力度

2021 年三季度多项经济指标明显走弱：工业生产、消费和地产投资持续减速，地产销售大幅下滑。展望四季度，经济下行压力将继续凸显：地产销售可能延续走弱态势，并拖累地产投资；原材料价格高企对工业生产的扰动可能仍将持续；出口数据可能走弱，并对制造业投资、消费和就业产生不利影响；随着气温走低影响工地施工，基建投资也将承压。需要关注地产、信贷等宏观政策会否释放明显的积极信号，以对冲宏观经济的下行风险。

出口方面，随着已有订单逐步完成交付，处于回落之中的新出口订单将最终反映到出口数据上。2021 年 8 月制造业 PMI 新出口订单分项-1.0pct 至 46.7%，连续第 5 个月环比下降，连续第 4 个月位于荣枯线以下，续创 2020 年 6 月（本轮出口高增的起点）以来新低。2020 年 12 月以来，除了 2021 年 3 月的季节性回升，其余时间新出口订单分项一直在逐月下降。新出口订单的趋势性走弱在四季度可能持续，主要基于三方面原因：其一是美国的消费复苏主线从商品消费向服务消费切换。2021 年 3 月美国季调后商品实际消费支出折年数创历史新高后，即持续走低，而美国季调后服务实际消费支出折年数反而一路向上，且这是在美国季调后实际个人可支配收入折年数在 2021 年 3 月见顶后持续回落的情况下，显示美国居民消费主线已经在从商品向服务切换。考虑到此前高企的美国商品消费已经透支了相当一部分本应在未来兑现的需求，而服务消费场景则随着新冠肺炎疫情对经济冲击的减弱逐渐恢复，加之美国居民的消费潜力下降（2021 年 7 月美国季调后个人储蓄存款占可支配收入的比例已从 3 月的 26.6%降至 9.6%，而疫情前为 7-9%；美国所有州的联邦疫情失业救济金已于 9 月 6 日结束），美国商品消费后续可能继续走弱。其二是随着海外工业生产逐渐恢复正常，中国对海外产能的替代效应减弱，出口份额有下行压力。目前美国和欧盟 27 国的制造业产能利用率均已明显超过疫情前。其三是高企的海运费和原材料价格压缩出口订单的盈利空间，同时由于海运资源紧张，难以及时交付和回款，接出口订单就意味着要占用较多资金，因此企业接出口订单的意愿不强。造成今年以来出口和制造业 PMI 新出口订单分项分化的一个重要原因，可能是受海运资源紧张的制约，一些出口订单对应的商品虽然已经被生产出来，但积压在仓库里无法交付，所以也就不会计入出口。当海运状况有所改善时，这些仓库里的出口商品得以交付后才被计入出口。因此这些出口对应的是过往的历史出口订单，而非当下的新增订单。

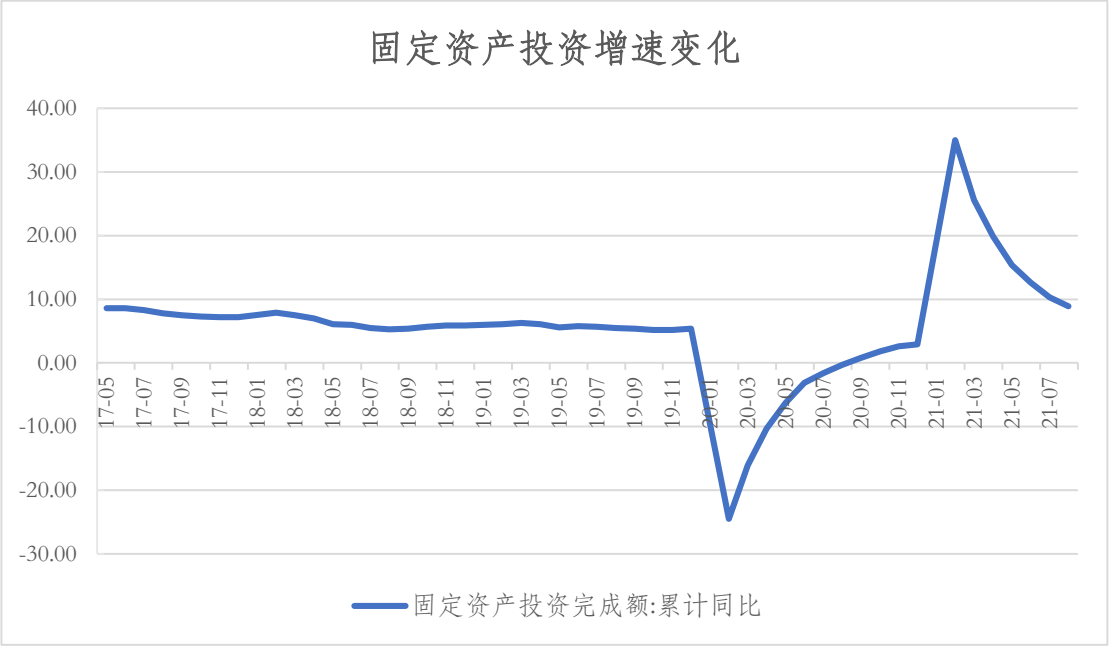
出口表现较好反映的是海运紧张状况的边际改善。

投资方面，随着地产销售进入下行周期，地产投资将承压；受制于强通胀短期难以消退，新出口订单走弱，制造业投资也将转弱；优质项目不足，非传统基建领域对专项债资金分流，气温走低影响工地施工，将对基建投资反弹构成压力。

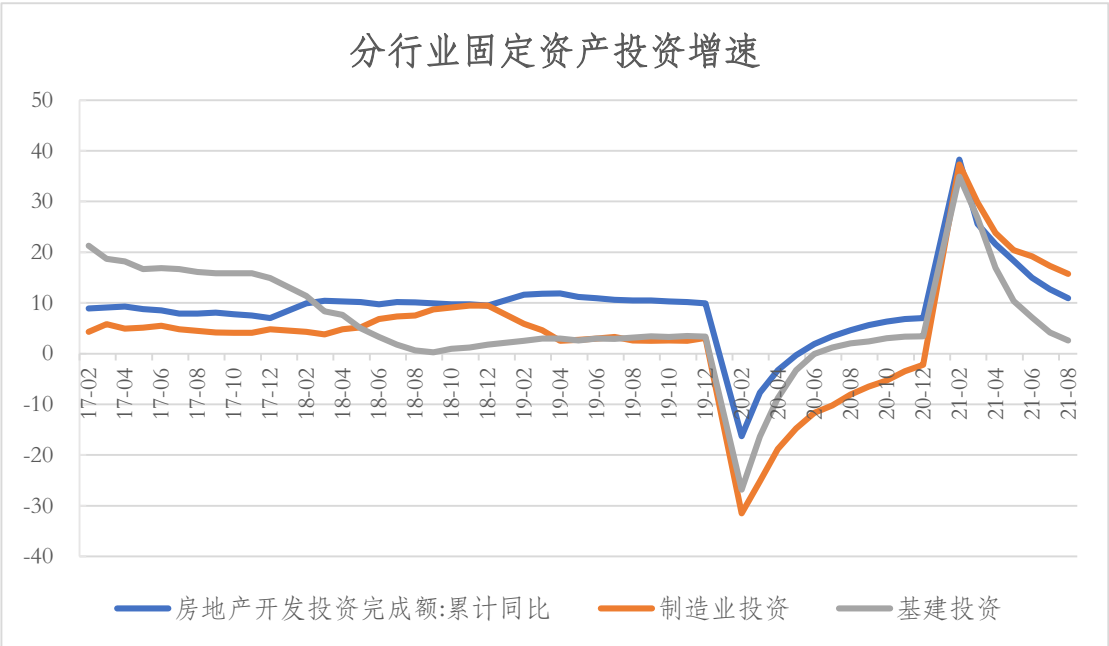
- 1) 地产投资。地产开发资金的一多半来自销售回款。受地产调控政策持续加码，按揭贷款收紧，需求端市场观望情绪加重等因素影响，地产销售目前已进入下行周期，从而通过销售回款对地产投资产生负面影响。同时房贷的持续收紧也加大了地产投资面临的压力。8 月土拍新规出台以来，二次集中供地的城市土拍热度均不高，溢价率较首轮有明显下降，多宗地块底价成交，流拍、撤牌率上升。房企拿地积极性的显著降温，也会通过土地购置费和新开工令地产投资承压。
- 2) 制造业投资。强通胀使得制造业企业资本开支的能力和意愿都有所减弱：一方面，由于上游原材料价格高企挤压企业的盈利空间，同时增大资金占用，企业的资本开支能力被削弱。另一方面，原材料价格的高位波动对终端采购、以及企业接单和开工意愿都持续产生负面影响，叠加新出口订单趋势性走弱，企业对未来经营状况的预期下调（截至 2021 年 8 月，制造业 PMI 生产经营活动预期分项连续第 6 个月环比下降，为历史上首次 6 连降），企业的资本开支意愿也下降。
- 3) 基建投资。2021 年前 8 个月新增地方债发行节奏与历史同期相比仍然偏慢（2021 年 1-8 月各地累计发行新增地方债 24,763 亿元，完成已下达债务限额 42,676 亿元的 41.97%。其中，已下达限额 8,000 亿元的新增一般债已发行 6,333 亿元，完成 79.16%。已下达限额 34,676 亿元的新增专项债已发行 18,430 亿元，完成 53.15%，低于 2019 年和 2020 年同期的发行进度），土拍显著降温也会影响地方政府的土地出让收入。尽管四季度地方债发行将提速，但由于气温走低影响工地施工，短期内难以对基建产生明显的提振作用。叠加优质项目不足，补充中小银行资本金等非传统基建领域对专项债资金的分流，四季度基建投资可能继续偏弱。

消费方面，居民收入的 K 型修复（2020 年一季度以来，全国居民人均可支配收入累计名义同比持续高于中位数的累计同比）、出口产业链（外贸外资直接

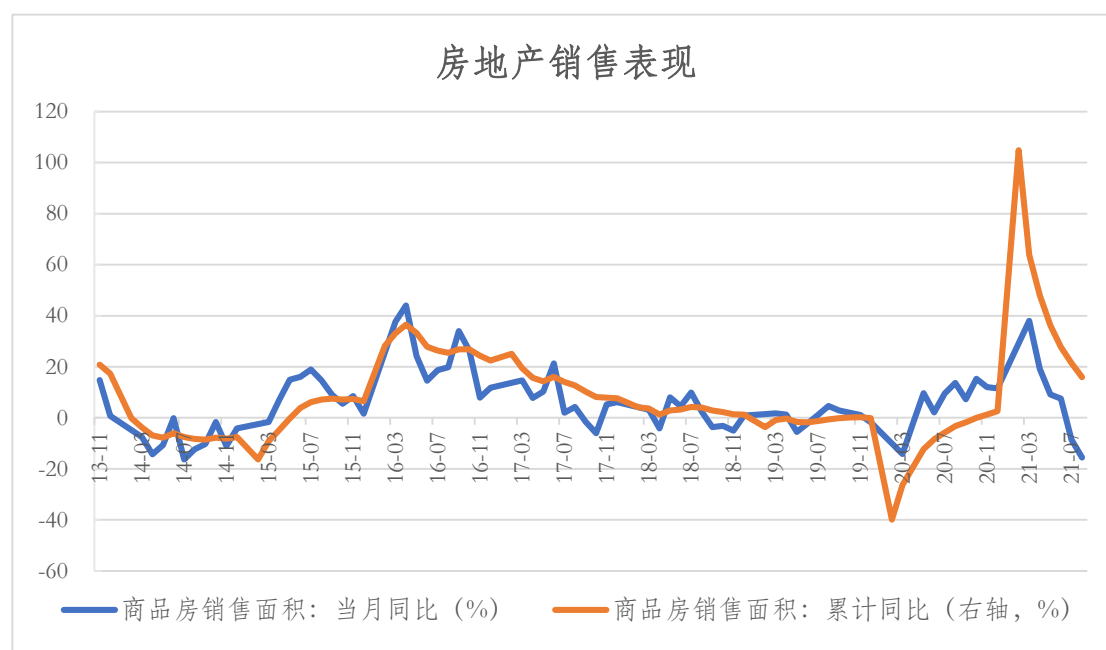
和间接带动就业超过 2 亿人,占就业总量的 1/4)以及地产产业链景气度的下行,也会影响相关就业人口的消费能力及消费意愿。



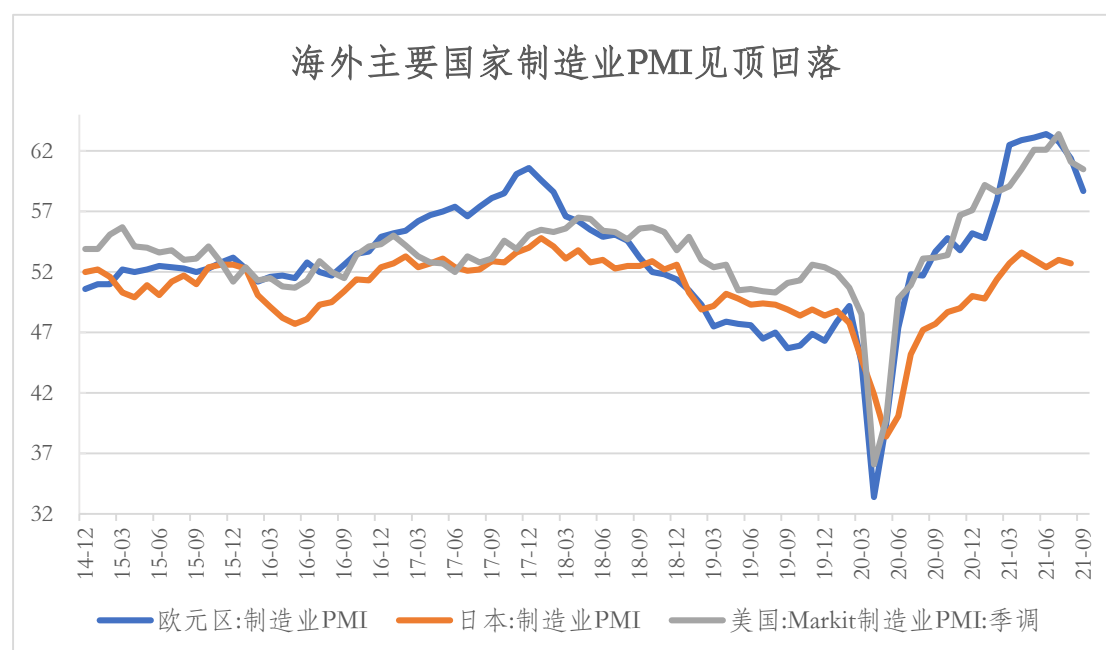
数据来源: WIND, 东方红资产管理



数据来源: WIND, 东方红资产管理



数据来源：WIND，东方红资产管理



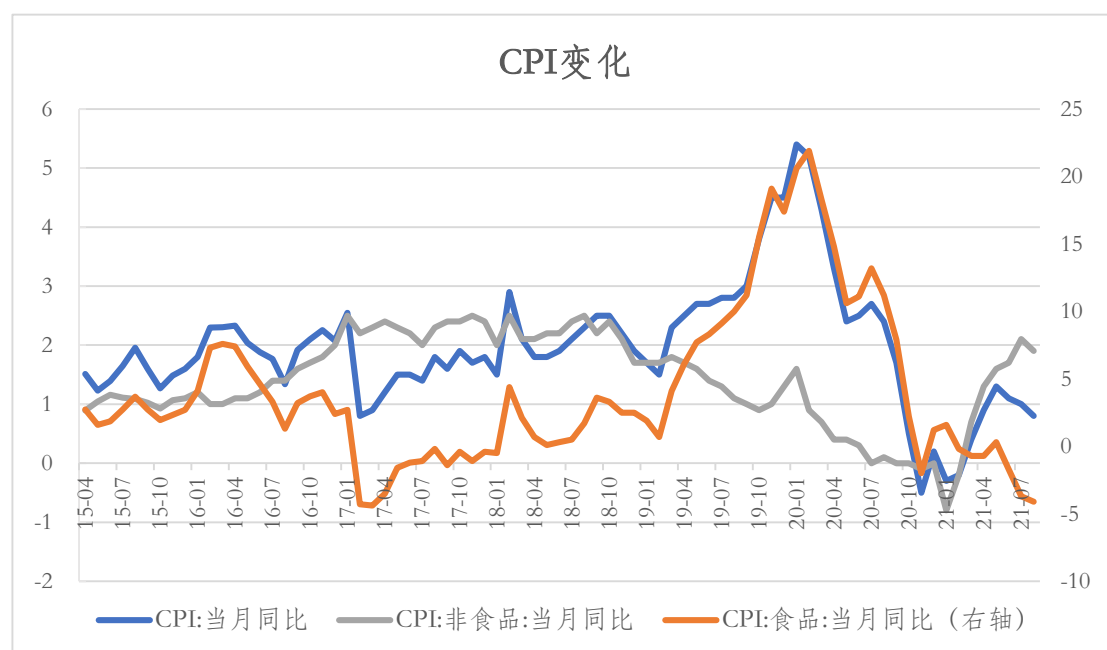
数据来源：WIND，东方红资产管理

2. CPI 同比中枢在 1%附近，PPI 同比中枢在 11%附近

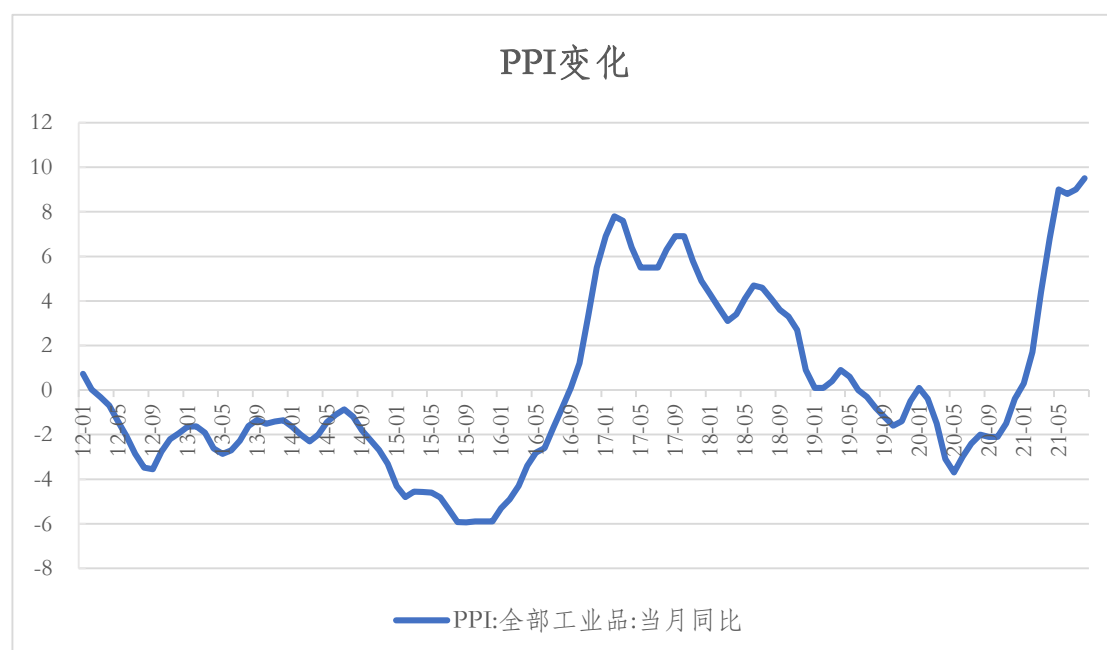
CPI 方面，猪肉价格可能仍未见底，尽管步入传统消费旺季，但四季度可能仍有下跌空间，不过原材料和能源价格上涨向终端消费品的传导将对冲猪肉可能的下跌对 CPI 的拖累。据农业农村部监测，2021 年 7 月末我国能繁母猪和生猪存栏量分别恢复到 2017 年末的 101.6%和 100.2%，提前半年实现恢复目标。但生

猪供给增长已出现一些减速迹象：7月生猪存栏量仍在惯性增长，环比+0.8%，但增速已连续第5个月收窄，能繁母猪存栏量环比-0.5%，结束21连增。从微观调研来看，目前许多中小散养户已停止外采母猪和仔猪，而规模化猪企也缩小了外采母猪规模，同时加快了低效三元母猪的淘汰，这有助于猪价企稳。同时，也需要关注到三元母猪淘汰量增多带来的短时边际供给，规模化猪企为了完成全年出栏目标而在四季度集中出栏，以及冬季可能的非瘟疫情加重导致养殖户恐慌性出栏，将令生猪价格承压。但考虑到能耗双控叠加其他供给约束，原材料价格可能仍将处于高位，原油、动力煤等能源价格上涨将持续向终端消费品传导（这部分工业消费品在CPI篮子中的占比约三成），从而对冲猪肉价格可能的下跌对CPI的拖累，预计四季度的CPI同比中枢在1%附近。

PPI方面，国内双碳政策叠加能耗双控政策下，原材料价格有望维持在高位，而煤炭、原油等能源价格可能延续强势表现，从而支撑PPI同比继续处于历史高位。原材料方面，6月底以来，政策层面强化钢铁供给约束的意愿明显增强，目前全国多省在部署2021年压减粗钢产量工作时，已明确要确保今年粗钢产量同比不增。按全年粗钢产量同比不增计，9-12月的粗钢产量同比降幅至少要达到12.1%。而在双碳政策叠加能耗双控政策下，化工（如PVC）、电解铝等上游行业的开工受到影响，也会支撑原材料价格。能源方面，受产地安检、环保力度加大，大秦线秋季检修，秋冬季气温降低使得用电需求上升，水电出力不足等因素影响，四季度煤炭价格有望维持强势。而原油一方面是美国页岩油行业历史包袱较重，美国原油供给复苏缓慢，以及OPEC+对原油需求前景较为谨慎，有意控制原油增产节奏；另一方面随着疫苗接种进程的推进，疫情对经济的边际影响逐渐减弱，且北半球的采暖季将在四季度来临，因此油价年内仍有进一步上涨的空间。预计四季度的PPI同比中枢在11%附近。



数据来源：WIND，东方红资产管理



数据来源：WIND，东方红资产管理

3. 新增地方债发行及财政支出进度可能加码提速，信用环境或边际改善

财政政策方面，尽管由于年内新增地方债发行节奏偏慢，后续仍有大量地方债待发：截至2021年8月末，新增地方债仍有17,913亿元待发，其中新增专项债仍有16,346亿元待发，但需要关注土拍显著降温对地方政府土地出让收入的负面影响。当前财政支出进度与历史同期相比仍然偏慢（与全年目标对比，2021

年 1-8 月一般公共预算支出进度 62.12%，尽管高于 2020 年，但仍明显低于 2016-2019 年；2021 年 1-8 月全国政府性基金支出进度 45.11%，而 2016-2020 年均在 50%以上），因此四季度财政支出进度或有明显的加码提速。但政策时滞，叠加隐性债务化解压力，以及气温走低影响工地施工，进而影响实物工作量的形成，将限制四季度财政后置发力对经济的托底作用。

货币政策方面，当前中美利差仍然较厚（截至 2021 年 9 月底，仍在 130bp 以上），即使美联储开始货币政策正常化后美债利率升至 2%附近，以当前的中国 10 年期国债利率计，中美利差也在 80bp 以上。因此海外货币政策取向的变化，对人民银行货币政策的制约比较有限，预计人民银行仍将坚持“以我为主”，而不会简单跟随美联储收紧货币政策。且在经济下行压力持续凸显、房企信用风险上升的背景下，货币政策也没有大幅收紧的必要。强通胀对当前货币政策的影响比较有限：供给约束是本轮强通胀的重要成因之一，单一依靠人民银行收紧货币政策来应对通胀的实际效果会相当有限，反而会使得利润空间和新增订单都已被挤压的中下游制造企业，尤其是中小企业，处于更不利的境地。结合 8 月下旬央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，提出“保持信贷平稳增长仍需努力”，以及 9 月下旬央行货币政策委员会三季度例会罕见提及房地产，提到“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”来看，不排除后续信用环境边际改善，货币政策有转向“稳货币+宽信用”的可能。

三、2021 年四季度债券投资策略

展望四季度，由于三季度央行意外降息后，虽然经济数据走弱，但市场的关注点更多在货币政策的再次放松，在没有降准降息的情况下，短期继续下行空间有限。因此进入四季度后该现象依然会持续一段时间，尤其国庆假期后还受到海外新冠新药、美债收益率上行、中美关系缓和等因素影响。四季度地产下行压力将依然存在，地产信用收缩的影响也将持续，地产对经济的拉动力显著下降，消费大概率也难有起色。同时在能源双限的约束下，企业在承受高原材料价格对利润侵蚀的同时，生产经营也会受到影响，经济仍有不小的下行风险。

在这样的宏观经济背景下，货币政策也难言收紧。但是需要注意的是美国 taper 带动全球流动性收紧时或会对国内债券市场情绪产生一些影响。另外需要

关注经济下行压力下，会不会出现政策的微调，如地产、信贷等。

整体来看，四季度债券收益率或仍将维持震荡走势。若再次降准，可能带来利率短期交易情绪，但需要关注明年年初基建发力等对托底经济的作用，可能对市场带来短期扰动。操作上，票息仍为主，关注交易机会。而行业方面，当前由于大宗商品的快速上涨，之前利差走阔的过剩产能行业压力将得到明显减轻。与之相反的地产行业，短期若政策不松动，将难以看到边际改善的迹象。