

限电限产如何影响工业增加值和行业景气度——月度宏观经济回顾与展望



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 9月，双控、缺煤、限电限产出现了超预期的演绎，限电对短期经济的影响有多大，是否会产生预期之外的衍生冲击，如何看待其长期影响，已经成为四季度宏观经济中最核心的问题。8月国家发改委办公厅印发《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，9月《完善能源消费强度和总量双控制度方案》再加码，与此同时，生产旺盛、电力供应紧张加剧了限电限产的实施力度：2021年1-8月，全国全社会用电量同比增长13.8%，两年复合增速7%，而在疫情之前的2019年末，全社会用电量同比增长仅4.5%，疫后修复使得工业增速上了一个台阶；与之相比，能源供应端的增速跟不上需求，1-8月原煤产量累计同比4.4%，两年复合增速2.1%，2019年末的增速为4.7%，反而下了一个台阶。
- 保供政策陆续出台，长协合同的落实受到关注。从政策来看，近期涉及保供的政策包括：（1）9月29日山西省保供十四省区市四季度煤炭中长期合同对接签订会要求供需双方要严格按照任务分工进行合同洽谈，承担保供任务的企业要不打折扣落实保供任务合同量，合同签订率要达到100%；（2）9月30日《中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会关于进一步做好电煤保供工作的通知》要求各煤炭企业优先确保发电供热用户的长协合同资源，原则上四季度要按照不少于全年合同量的1/4进行兑现，已签订的电煤长协合同履约率四季度要达到或超过100%；
- 从我们对各地情况的梳理来看，限电限产对工业生产的实际影响很大，但涉及行业和时间长度并不一致。此外，相比以往，当前经济增长的速度本身较低，损失的天数需要更多天的增长红利去弥补，这是导致疫情等意外事件对经济增速的冲击往往超过预期的原因，当前背景下，限电限产或将带来需求的降温和工业增速超预期回落。我们假设：（1）如果没有限电限产，则余下月份的工业增加值两年复合增速延续当前态势，小幅稳步下行，当前5.4%，前值5.6%，到年底为4.6%；（2）利用增加值定基指数，我们计算得到每日（日历日）工业生产，如果9、10月各损失0.3天，11、12月恢复正常，则9-12月单月工业增加值增速为2.5%、2.2%、2.6%、2.0%，对应两年复合增速为4.7%、4.5%、4.8%、4.6%。
- 大宗商品持续上涨，在双控叠加地产下行周期无法扭转的背景下，最终将带来需求下行，并取得新的平衡，市场需要适应经济增速下台阶、宏观政策效果不及预期的过程，未来增长机遇在于经过一轮严重挤压后仍能生存的龙头，这也是供给侧改革的经验：观察我们构造的“龙头优势”指标（规模以上工业企业中可比企业相比整体企业利润率改善幅度是否更大）不难发现，2017年供给侧改革加速之后，上游采矿业首先好转，中游制造表现普遍一般，但之后中游的龙头优势有明显改善。

风险提示

- 国庆疫情持续扰动抑制消费释放；
- 货币政策结构型宽松效果不及预期；
- 房地产相关政策超预期变动。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

报告发布日期

2021年10月07日

证券分析师

陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师

孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师

王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

联系人

陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

动能放缓后如何看待政策关注点：宏观经济 2021-09-13
月度回顾与展望

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

限电如何影响行业景气度？

9月，双控、缺煤、限电限产出现了超预期的演绎，限电对短期经济的影响有多大，是否会产生预期之外的衍生冲击，如何看待其长期影响，已经成为四季度宏观经济中最核心的问题。8月，国家发改委办公厅印发《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，从能耗强度降低情况看，上半年青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏9个省区能耗强度同比不降反升，10个省份能耗强度降低率未达标。文件要求，能耗强度不降反升的9省区，对所辖能耗强度不降反升的地市州，今年暂停国家规划布局的重大项目以外的“两高”项目节能审查，并督促各地采取有力措施，确保完成全年能耗双控目标特别是能耗强度降低目标任务；9月17日，《完善能源消费强度和总量双控制度方案》再加码，对新增能耗5万吨标准煤以下的“两高”项目，各地区根据能耗双控目标任务加强管理，严格把关。对不符合要求的“两高”项目，各地区要严把节能审查、环评审批等准入关，金融机构不得提供信贷支持；对未达到能耗强度降低基本目标进度要求的地区，在节能审查等环节对高耗能项目缓批限批，新上高耗能项目须实行能耗等量减量替代；对考核结果为超额完成的地区通报表扬，并给予一定奖励；对未完成能耗强度降低基本目标的地区通报批评，要求限期整改；对进度严重滞后、工作不力的地区，有关方面按规定对其相关负责人实行问责处理。

与此同时，生产旺盛、电力供应紧张加剧了限电限产的实施力度。2021年1-8月，全国全社会用电量同比增长13.8%，两年复合增速7%，而在疫情之前的2019年末，全社会用电量同比增长仅4.5%，疫后修复使得工业增速上了一个台阶；与之相比，能源供应端的增速跟不上需求，1-8月原煤产量累计同比4.4%，两年复合增速2.1%，2019年末的增速为4.7%，反而下了一个台阶。

在此背景下，近期各地动态显示，苏、浙、皖、粤、鲁、陕、云、青、新、蒙、贵、桂、川、渝、宁、豫等省份陆续开始采取实际措施。其中，部分省份同时披露了采取限电限产措施的原因，江苏、云南、陕西等省份有“能耗双控”因素，政府要求企业停工限产；而有的省份如广东、湖南、安徽等地，则主要是由于电力供应紧张，企业被迫错峰限电。

表 1：部分省份限电具体措施

省份	停电限产措施	限电原因披露	省份预警强度（取高）
北京	/		三级
天津	按照天津市工信局要求，天津地区启动有序用电，9月23日9:00至13:00、14:00至22:00停止生产用电。据了解，天津部分镀锌企业已收到限电通知，限电量在30%左右	因近期华北地区发电机组检修，电煤紧张等，京津唐电网存在电力缺口	三级
河北	/		三级
山西	/		二级
内蒙古	截止2021年8月，内蒙古已有41.7万吨/年电解铝产能因能耗双控及碳减排政策影响减产	内蒙古电网电力平衡形势依然较为严峻，电力缺口将持续到年底	三级
辽宁	9月26日按照《辽宁省2021年度电网事故拉闸序位表》（辽工信电力2021171号）对辽宁地区14个市实施事故拉闸限电	7月份以来，由于发电能力大幅下降，造成辽宁电力短缺；9月23日-25日，由于	二级

		风电骤减等原因，电力供应缺口进一步增加至严重级别；个别时段在实施有序用电措施最大错避峰 416.92 万千瓦的情况下，电网仍存在供电缺口	
吉林	全力保障基本民生用电需求，最大可能避免出现拉闸限电情况。确需停电限电时，要提前告知居民做好准备，引导企业单位错峰错峰用电	受全国性煤炭紧缺、煤价高企、煤电价格倒挂影响，出现供电紧张局面	三级
黑龙江	依据《电网调度管理条例》及相关预案，实施了紧急限电措施	供暖期前的设备检修、火电机组发电能力受限、东北电网水电减少、新能源发电不及预期等因素影响，日内电力平衡形势进一步严峻	二级
上海	/		三级
江苏	江苏部分地区实行限电，时间暂定 15 天，9 月 15 日 0 点起执行。市里已统一布置供电部门全力做好停电服务。通知要求拉电：工业拉掉，生活用电保留，维持用电，保安负荷。统一检修半月，办公室空调停用，路灯控制减半。江苏省的纺织业、钢铁、水泥等高耗能的企业也受到了能耗“双控”的影响。目前江苏 37 条水泥熟料窑、已停产 14 条	/	一级
浙江	高能耗企业将在 9 月 21 日至 9 月 30 日关停，涉及印染厂、污水处理厂、化工厂、化纤厂等行业；从 9 月 28 日起启动 2021 年 B 级有序用电方案，确保全省经济社会平稳有序。除地铁、亚运、快速路、管廊等重点项目的地下工程、重要基坑的降排水工程和连续浇筑混凝土项目持续供电外，其他临时施工用电按公布的线路轮休表实行周错峰方案，期间保留 10% 的保安负荷；景观亮化一律暂停亮灯用电（店招店牌用电除外）	为有效应对近期浙江外来电减少、发电用煤和天然气资源紧张出现的供电缺口，必须遏制不合理用电需求，切实保障民生用电、重点单位、重点企业生活生产用电	二级
安徽	9 月 22 日开始启动有序用电，要求各市以保民生、保重点为底线，优先安排高耗能、高排放企业错峰让电，尽量减少对经济社会发展的影响，主动关停景观照明和亮化工程	省能源局会同国网安徽电力积极争取 120 万千瓦省外临时电力支援，但全省电力供应仍存在 250 万千瓦的缺口，需通过有序用电方式保障电力供需平衡。预计从目前到 10 月中旬，我省电力供	二级

		需缺口将持续存在，并有进一步扩大可能	
福建	9月28日起，福建启动阶段性有序用电，首先限制高耗能工业行业、景观照明用电，减少有序用电对经济发展的影响	电力供应出现缺口	一级
江西	/		二级
山东	全省日用电量控制不大于400万KWH，对未完成分摊限电措施的地市，采取拉闸处理；倡导工业企业有序用电、商场居民节约用电、公共照明科学用电	近期受电煤供应紧张形势影响，电网供需矛盾突出	三级
河南	河南省郑州，洛阳部分铝加工企业接到辖区电力局通知，大型工业企业视情况限电50%，十千伏以下工业企业全部停产，本次限电预计三周或以上	/	二级
湖北	/		一级
湖南	受限电影响，湖南黄金下属公司黄金洞矿业、大万矿业选矿厂临时停产，新邵辰州锑业产能压缩至20%；9月29日，湖南省饲料工业协会目前已收到66家饲料和饲料添加剂生产企业生产用电告急的报告，涉及14个地市	/	三级
广东	广东电网公司发布通知：根据区政府批复的有序用电方案，从9月16日起执行每周“开二停五”的五级有序用电方案。在错峰日，保安负荷保留在总负荷的15%以下。错峰时间为7:00至23:00	高温天气下电量负荷双增长、省内机组发电能力有限等因素造成，与能耗双控工作无关	一级
广西	区域内的电解铝企业自9月开始月度用电负荷在1-6月的平均月度用电负荷的基础上全时段压减35%	/	一级
海南	/		三级
重庆	9月26日全市启动有序用电方案	出现电力负荷缺口	三级
四川	/		二级
贵州	根据省内电力缺口规模分红、橙、黄、蓝4个等级进行预警。出现不同等级的预警，启动相应级别的响应；电网企业按预警响应等级和有序用电响应企业序位表，并结合实际情况合理安排有关企业错、错峰生产	预防电力供应缺口	二级
云南	调整全省钢铁企业生产时序，2021年9月份排产量调整至11-12月生产；2021年9月份水泥产量在8月份产量基础上压减80%以上，10-12月全部水泥企业错峰生产时间不少于40天；确	遏制“双高”项目盲目发展	一级

	保 2021 年 9—12 月黄磷、工业硅生产线月均产量不得超过 2021 年 8 月份产量的 10%；绿色铝企业 9—12 月份月均产量不高于 8 月份产量；在电网安全运行需要的前提下,优化降低煤电开机时间；9—12 月对肥料制造、基础化学原料制造、煤炭加工、铁合金冶炼等 4 个行业中万元增加值能耗高于行业平均水平的企业采取重点企业用能管控措施,其中高于平均水平 1—2 倍的企业限产 50%,高于平均水平 2 倍及以上的企业限产 90%		
西藏	/		三级
陕西	榆林市 9 月 13 日发布通知称本年度新建已投产的“两高”项目,在上月产量基础上限产 60%。其他“两高”企业实施降低生产线运行负荷、停运矿热炉限产等措施,确保 9 月份限产 50%	确保完成能耗双控目标;相关部门称目前陕西电力供需平衡整体充裕,不存在电力缺口,不会影响电力用户正常生产生活用电	一级
甘肃	/		二级
青海	8 月 20 日部分青海省内电解铝企业收到国网西宁的限电预警通知,提醒企业提前做好有序用电准备,目前具体限电时间及限电方案尚未通知	今年黄河上游来水偏低,火力发电机组出力不足,外送电力吃紧,造成西宁电网电力供需不平衡	一级
宁夏	中卫市对全市能耗增速最快的黑色金属冶炼和化学原料制造业,主要涉及钢铁、铁合金、碳化硅、电石等四个行业 22 家企业实施限产。限产时间为 2021 年 6 月 3 日至 12 月 31 日。根据要求,所有新建的“两高”项目建成后年内不得投入生产;现有生产企业通过实行降低生产线运行负荷、停运矿热炉限产等措施,确保 6 月份限产 30%,7—12 月份根据各企业年度能耗双控目标总量剩余量再限产 30%	确保完成能耗双控目标	一级
新疆	昌吉州发改委明确提出昌吉州合规电解铝产能 305 万吨,其中:东方希望 80 万吨、神火 80 万吨、其亚 80 万吨、嘉润 40 万吨、天龙矿业 25 万吨。按照合规产能生产要求,自 8 月份开始,全区 5 家企业月产量合计不得超过 23.8 万吨	/	一级

数据来源:北极星电力网、化工易化工网、上海有色网、财联社、澎湃新闻、各省发改委,东方证券研究所

保供政策陆续出台,长协合同的落实受到关注

从政策来看,近期涉及保供的政策包括:

- 9月29日《电网公平开放监管办法》印发，明确电网企业应公平无歧视地向电源项目业主提供电网接入服务；
- 9月29日山西省保供十四省区市四季度煤炭中长期合同对接签订会在山西太原举行。会议要求供需双方要严格按照任务分工进行合同洽谈，承担保供任务的企业要不折不扣落实保供任务合同量，合同签订率要达到100%。
- 9月30日《中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会关于进一步做好电煤保供工作的通知》要求各煤炭企业优先确保发电供热用户的长协合同资源，原则上四季度要按照不少于全年合同量的1/4进行兑现，已签订的电煤长协合同履约率四季度要达到或超过100%；

限电限产将带来需求的降温，工业增速或超预期回落

从前文对各地情况的梳理来看，限电限产对工业生产的实际影响很大，但涉及行业和时间长度并不一致。此外，相比以往，当前经济增长的速度本身较低，损失的天数需要更多天的增长红利去弥补，这是导致疫情等意外事件对经济增速的冲击往往超过预期的原因，当前背景下，限电限产或将带来需求的降温和工业增速超预期回落。

我们假设：

(1) 如果没有限电限产，则余下月份的工业增加值两年复合增速延续当前态势，小幅稳步下行，当前5.4%，前值5.6%，到年底为4.6%；

(2) 利用增加值定基指数，我们计算得到每日（日历日）工业生产，并在此基础上，计算全国层面上完全损失0.5天带来的效应，可知9-12月单月工业增加值增速为1.8%、1.5%、0.9%、0.3%，两年复合增速为4.3%、4.1%、3.9%、3.8%；如果9、10月各损失0.3天，11、12月恢复正常，则9-12月单月工业增加值增速为2.5%、2.2%、2.6%、2.0%，对应两年复合增速为4.7%、4.5%、4.8%、4.6%。

龙头企业具备更强抗压能力

大宗商品持续上涨，在双控叠加地产下行周期无法扭转的背景下，最终将带来需求下行，并取得新的平衡，市场需要适应经济增速下台阶、宏观政策效果不及预期的过程，未来增长机遇在于经过一轮严重挤压后仍能生存的龙头，这也是供给侧改革的经验。

在前期报告《宏观视角下的行业比较系列报告之一：盈利、杠杆与库存的三维度指标》中我们曾介绍行业景气度观察指标——利用工业企业利润率数据，可以在行业层面上构建盈利能力指标，同时利用统计口径的差异，又可以分别考察龙头与整体分别有多少改善，指标包括：（1）行业盈利：使用工业企业利润率较去年同期的变化，反映的是整体规模以上工业企业的利润与营收之比，不会剔除新进出样本的企业，可用于考察行业内大企业盈利能力有何变化；（2）龙头盈利：统计局官方公布的营收与利润增速系可比口径，即连续两年停留在样本中的企业或发展壮大的企业，可以计算得到这一部分企业利润率的跨年变化；（3）龙头优势：以上两种盈利变化的比例。观察“龙头优势”指标不难发现，2017年供给侧改革加速之后，上游采矿业首先好转，中游制造表现普遍一般，但之后中游的龙头优势有明显改善。

图 1：行业龙头优势（红色为改善，横向为行业，纵向为时间，第一行为当前最新数据）

日期	煤炭	钢铁	有色金属	石油	化工	医药	食品饮料	农林牧渔	国防军工	公用事业	交通运输	房地产	金融	其他
2021-07-01	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5	4.8	5.1
2021-06-01	1.1	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0
2021-05-01	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9
2021-04-01	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5	4.8
2021-03-01	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7
2021-02-01	0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6
2021-01-01	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5
2020-12-01	0.5	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4
2020-11-01	0.4	0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3
2020-10-01	0.3	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2
2020-09-01	0.2	0.5	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1
2020-08-01	0.1	0.4	0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0
2020-07-01	0.0	0.3	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9
2020-06-01	-0.1	0.2	0.5	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8
2020-05-01	-0.2	0.1	0.4	0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7
2020-04-01	-0.3	0.0	0.3	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6
2020-03-01	-0.4	-0.1	0.2	0.5	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5
2020-02-01	-0.5	-0.2	0.1	0.4	0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4
2020-01-01	-0.6	-0.3	0.0	0.3	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3
2019-12-01	-0.7	-0.4	0.1	0.4	0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4
2019-11-01	-0.8	-0.5	0.2	0.5	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5
2019-10-01	-0.9	-0.6	0.3	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6
2019-09-01	-1.0	-0.7	0.4	0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7
2019-08-01	-1.1	-0.8	0.5	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8
2019-07-01	-1.2	-0.9	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9
2019-06-01	-1.3	-1.0	0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0
2019-05-01	-1.4	-1.1	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1
2019-04-01	-1.5	-1.2	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2
2019-03-01	-1.6	-1.3	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3
2019-02-01	-1.7	-1.4	1.1	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4
2019-01-01	-1.8	-1.5	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5
2018-12-01	-1.9	-1.6	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6
2018-11-01	-2.0	-1.7	1.4	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7
2018-10-01	-2.1	-1.8	1.5	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5	4.8
2018-09-01	-2.2	-1.9	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9
2018-08-01	-2.3	-2.0	1.7	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0
2018-07-01	-2.4	-2.1	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5	4.8	5.1
2018-06-01	-2.5	-2.2	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2
2018-05-01	-2.6	-2.3	2.0	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3
2018-04-01	-2.7	-2.4	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4
2018-03-01	-2.8	-2.5	2.2	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5
2018-02-01	-2.9	-2.6	2.3	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6
2018-01-01	-3.0	-2.7	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4	5.7
2017-12-01	-3.1	-2.8	2.5	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8
2017-11-01	-3.2	-2.9	2.6	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9
2017-10-01	-3.3	-3.0	2.7	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4	5.7	6.0
2017-09-01	-3.4	-3.1	2.8	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8	6.1
2017-08-01	-3.5	-3.2	2.9	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9	6.2
2017-07-01	-3.6	-3.3	3.0	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4	5.7	6.0	6.3
2017-06-01	-3.7	-3.4	3.1	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8	6.1	6.4
2017-05-01	-3.8	-3.5	3.2	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9	6.2	6.5
2017-04-01	-3.9	-3.6	3.3	3.6	3.9	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4	5.7	6.0	6.3	6.6
2017-03-01	-4.0	-3.7	3.4	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7
2017-02-01	-4.1	-3.8	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9	6.2	6.5	6.8
2017-01-01	-4.2	-3.9	3.6	3.9	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4	5.7	6.0	6.3	6.6	6.9
2016-12-01	-4.3	-4.0	3.7	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0
2016-11-01	-4.4	-4.1	3.8	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9	6.2	6.5	6.8	7.1
2016-10-01	-4.5	-4.2	3.9	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4	5.7	6.0	6.3	6.6	6.9	7.2
2016-09-01	-4.6	-4.3	4.0	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.3
2016-08-01	-4.7	-4.4	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9	6.2	6.5	6.8	7.1	7.4
2016-07-01	-4.8	-4.5	4.2	4.5	4.8	5.1	5.4	5.7	6.0	6.3	6.6	6.9	7.2	7.5
2016-06-01	-4.9	-4.6	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.3	7.6
2016-05-01	-5.0	-4.7	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9	6.2	6.5	6.8	7.1	7.4	7.7
2016-04-01	-5.1	-4.8	4.5	4.8	5.1	5.4	5.7	6.0	6.3	6.6	6.9	7.2	7.5	7.8
2016-03-01	-5.2	-4.9	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.3	7.6	7.9
2016-02-01	-5.3	-5.0	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9	6.2	6.5	6.8	7.1	7.4	7.7	8.0
2016-01-01	-5.4	-5.1	4.8	5.1	5.4	5.7	6.0	6.3	6.6	6.9	7.2	7.5	7.8	8.1
2015-12-01	-5.5	-5.2	4.9	5.2	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.3	7.6	7.9	8.2
2015-11-01	-5.6	-5.3	5.0	5.3	5.6	5.9	6.2	6.5	6.8	7.1	7.4	7.7	8.0	8.3
2015-10-01	-5.7	-5.4	5.1	5.4	5.7	6.0	6.3	6.6	6.9	7.2	7.5	7.8	8.1	8.4
2015-09-01	-5.8	-5.5	5.2	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.3	7.6	7.9	8.2	8.5
2015-08-01	-5.9	-5.6	5.3	5.6	5.9	6.2	6.5	6.8	7.1	7.4	7.7	8.0	8.3	8.6
2015-07-01	-6.0	-5.7	5.4	5.7	6.0	6.3	6.6	6.9	7.2	7.5	7.8	8.1	8.4	8.7
2015-06-01	-6.1	-5.8	5.5	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.3	7.6	7.9	8.2	8.5	8.8
2015-05-01	-6.2	-5.9	5.6	5.9	6.2	6.5	6.8	7.1	7.4	7.7	8.0	8.3	8.6	8.9
2015-04-01	-6.3	-6.0	5.7	6.0	6.3	6.6	6.9	7.2	7.5	7.8	8.1	8.4	8.7	9.0
2015-03-01	-6.4	-6.1	5.8	6.1	6.4	6.7	7.0	7.3	7.6	7.9	8.2	8.5	8.8	9.1
2015-02-01	-6.5	-6.2	5.9	6.2	6.5	6.8	7.1	7.4	7.7	8.0	8.3	8.6	8.9	9.2
2015-01-01	-6.6	-6.3	6.0	6.3	6.6	6.9	7.2	7.5	7.8	8.1	8.4	8.7	9.0	9.3
2014-12-01	-6.7	-6.4	6.1	6.4	6.7	7.0	7.3	7.6	7.9	8.2	8.5	8.8	9.1	9.4
2014-11-01	-6.8	-6.5	6.2	6.5	6.8	7.1	7.4	7.7	8.0	8.3	8.6	8.9	9.2	9.5
2014-10-01	-6.9	-6.6	6.3											

工业增长或已过高点，我们预计“缺芯”、“缺电”、“缺煤”、“中下游利润薄”这些特征会继续延续。尽管8月原煤、天然气开采产量有所提升以及夏季用煤高峰已经过去，但是考虑到上半年多省节能形势严峻以及PMI显示中小企业仍然面临多重困境，工业生产压力仍未完全释放。近期江苏、浙江、云南等多家高耗能上市公司公告停产也意味着9月工业增加值增速大概率进一步下降。展望后续，“限电”、“缺煤”仍是主线，我们预计上游原材料除了煤炭、天然气等能源类将持续高景气之外，增长动能将进一步放缓，中游装备制造和下游消费品出口有一定韧性，不过受制于价格传导不畅（PPI、CPI剪刀差），整体增速仍然承压。

长期疫情扰动将抑制居民消费倾向，核心消费需求不足

8月社会消费品零售总额当月同比2.5%，较上月下降6个百分点，两年复合增速为1.5%，较前值下降2.1个百分点，降幅主要源于餐饮收入（出现年内首次同比负增）。考虑到9月福建、黑龙江两地疫情仍有持续扰动，接触式消费仍然受阻，但数据会因为中秋假期错位（去年在10月）而表现尚可。

除了极端天气和疫情扰动，经济下行压力下居民整体消费倾向也在减弱，就业和中秋消费数据一定程度上体现了这点：

- 民生、双减相关政策短期内影响部分行业就业，年轻人群就业仍有压力：16-24岁人口失业率变化在考虑了季节性后不及以往；
- 中秋假期出游人次恢复快于收入恢复。2021年中秋节假期全国累计国内旅游出游按可比口径恢复至2019年中秋假期的87.2%，但国内旅游收入按可比口径仅恢复至2019年中秋假期的78.6%；
- 中秋票房数据并不算高。虽然可能和“国庆档”分流有关，但中秋票房数据（根据猫眼票房）仅恢复到2019年的66%。

汽车生产“缺芯”问题仍在，高端车型继续承压。8月汽车消费较7月进一步回落，当月同比为-7.4%，较上月下降5.6个百分点，两年复合增速为1.7%，较上月下降3.3个百分点。从乘联会各类型轿车销量数据当月同比数据来看汽车消费仍然低迷，仅B型（中端车型）同比增速稍有上升但保持在负区间，其余A、AO、AOO（中低端车型）和C型（中高端车型）同比均下降（分别下降6个和5.8个百分点）。中汽协汽车和乘用车的产销率持续高于季节性，同样说明汽车生产“缺芯”问题仍未解决，短期内难有转机（特别是高端车型）。

政策方面，除了《商务部关于进一步做好当前商务领域促消费重点工作的通知》的出台，目前已有湖北省发放消费券，江西、黑龙江鼓励各地线上平台和电商平台分批错峰发放消费券等措施，等等，后续可能还会有更多消费补贴政策，一定程度上对冲十一假期期间部分地区仍有疫情扰动的负面影响。

投资方面重点关注房地产拖累以及土地财政走弱

今年1-8月固定资产投资累计同比8.9%，较前值下降1.4个百分点，两年复合增速为4.0%，较前值下降0.3个百分点。

企业整体投资仍难有起色，但后续货币政策结构性宽信用可能为中下游投资提供一定支撑。目前上游行业投资仍受制于碳达峰要求和产业结构变化的趋势，工业企业利润对投资的支撑弱于预期；中下游出厂价格指数与购进价格指数保持倒挂，利润空间薄难以支持大规模投资。政策在不断引导资金流向制造业和小微企业，如近日央行新增 3000 亿元支小再贷款额度用于支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款，后续结构性宽信用有望缓解企业中长期贷款同比少增以及 M1、M2 剪刀差负值持续扩大的情况。

后续需要重点关注房地产投资对整体投资是否产生拖累。1-8 月房地产开发投资两年平均增长 7.7%，比 1-7 月回落 0.3 个百分点。在“房住不炒”政策压力下，开发商着重完成竣工回款，拿地与开工动力不足。

基建方面，重点关注资金具体投向以及土地财政走弱。从相关表述来看，除了新基建以外，政策将进一步加大对民生领域重大工程的支持力度。9 月多个政府部门提及基建：（1）9 月 8 日，国家发改委召开专题新闻发布会，发布会上提及，发挥好“十四五”规划纲要 102 项重大工程的牵引带动作用，结合各地区、各领域实际，加快将 102 项重大工程落实到具体的项目中；（2）9 月 22 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议指出，“十四五”时期科学布局和推进建设以信息网络为基础、技术创新为驱动的新型基础设施，有利于促进稳增长、调结构、惠民生。会上还指出，确保 2025 年底前全部完成现有病险水库除险加固。不过由于土地市场转冷，土地财政走弱将会抑制今年底财政的施展空间。

预计出口年内仍有韧性

中国 8 月出口同比增长 25.6%（美元口径），较前值上升 6.3 个百分点，两年复合增速 17.0%，较前值上升 4.1 个百分点。8 月出口 2943 亿美元，再创历史新高，是全球贸易扩张，东南亚疫情反复共同导致的。对于后续我们认为：（1）短期份额粘性好于之前预期，有望保持到 10 月。近期发达经济体持续恢复，东南亚疫情形势仍然严峻，全球供应链呈现需求方恢复快于供给方的特征，在中国疫情防控到位的情况下“世界工厂”优势不变；（2）国内企业出口后劲不足，PMI 新出口订单已经连续 6 个月回落；（3）发达国家进口需求中期来看或有所下降。以美国为例，一方面联邦失业金补助在 9 月份正式全面到期，后续消费可能出现动能减退，另一方面美国经济数据好坏参半，经济修复斜率有所降低。

风险提示

国庆疫情持续扰动抑制消费释放；
货币政策结构型宽松效果不及预期；
房地产相关政策超预期变动。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新