



2021年9月30日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

liuwenbo@jinxinqh.com

从再通胀到类滞胀，经济动能继续放缓

——四季度宏观经济展望

内容提要

经济：终端需求逐渐趋缓，周期性风险累积

三季度短期扰动和中期隐忧交错，经济动能边际趋缓，经济结构上内外动能仍明显分化。短期扰动消退下，经济环比存在一定改善空间，内生需求短期仍有韧性，外需短期仍有支撑，但周期性风险仍在累积，房地产景气度加速下行将是今年下半年经济放缓的主要驱动，消费仍处于慢复苏路径，财政发力下基建投资改善但不高估，叠加能耗双控、疫情反复对产需两端的影响、以及价格高企对需求端的反噬，三四季度经济增速面临挑战，稳增长必要性抬升，经济下行压力决定跨周期调节力度。

信用：四季度企稳的积极因素增多

“高基数+严监管+弱需求”叠加，年内信用收缩偏快，且下半年由此前的货币政策收敛驱动转向经济放缓背景下的融资需求走弱驱动。社融年内企稳的积极因素都在增多，基数回落+财政后置+政策部署宽信用，四季度社融增速或有望小幅企稳。但宽信用并非一蹴而就，信用收缩进入第二阶段，当前货币政策和融资渠道畅通，但融资主体约束是本轮宽信用的核心，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用，社融存量增速转向典型扩张期可能需要等到明年二季度。

价格：缺煤限电叠加能耗双控，PPI短期通胀压力仍大

8月下旬以来，国内多省上游工业受缺煤限电、能耗双控影响被动停产，供给端冲击下化工、铝、水泥等高能耗产品价格快速上涨。前期耗能过快导致全年目标压力较大，叠加中期碳中和碳达峰任务，能耗双控政策难以掉头，叠加当前煤电短缺状况短期难以根本性改善，工业品短期涨价难改，供需双弱格局下预计9月PPI同比或进一步冲高至10.5%，年底有望回落，PPI-CPI剪刀差面临进一步走高压力，对中游制造业形成较大的成本端和利润压力，价格高企也反噬需求，形成经济减速压力。

政策：财政温和发力，货币稳中偏松

稳增长必要性抬升下财政温和发力，“合理把握进度及推动形成实物工作量”表述下专项债发行加快，为四季度和明年初实际投资蓄力。政策兼顾今明两年风险下财政发力仍需保留一定空间，明年财政发力前倾特征更明显。“保持宏观杠杆率基本稳定”要求下货币政策并未全面转向，但“增强信贷总量增长的稳定性”的要求下政策继续明确宽信用倾向，货币政策稳中偏松，经济动能走弱下仍难易松难紧。四季度美联储转向仍是央行面临的外部约束，或采取“控价保量”及结构性政策的方式，四季度降准对冲流动性缺口的概率较大。

请务必仔细阅读正文之后的声明

资产价格

今年 10 年期国债收益率与 PPI 持续背离，商品和债券同涨，核心在于商品上涨更多的是由于供给收缩带来的成本推升，而非需求端的推动。供需双弱格局下商品价格已经进入顶部区域，但当前缺煤限电、能耗双控的供给端冲击下价格端压力仍强，短期不确定性较强，商品或仍处在寻顶过程，不过终端需求走弱叠加货币稳中偏松，利率中长期下行趋势较为确定，短期仍面临政府债发行加快、政策积极部署宽信用、四季度社融小拐点、美联储 taper 等扰动。

对于股市来说，经济动能放缓弱化业绩预期，狭义流动性不紧、但广义流动性还不松，难以出现趋势性机会，权益市场短期仍面临压估值风险，仍以结构性机会为主。而以“M1-PPI”为代表的剩余流动性预计四季度企稳，随着广义流动性回暖下届时指数压力有望逐步缓解。

风险提示

美联储 QE 退出进度超预期，经济下行压力超预期

目录

一、 经济：经济动能逐渐趋缓，周期性风险累积	3
1. 国内经济结构不均衡、不稳固，内外动能分化显著.....	3
2. 需求回落+价格高企，经济呈现“类滞胀”.....	6
3. 消费仍处于慢复苏路径.....	7
4. 房地产是四季度经济放缓的主要驱动.....	9
5. 财政发力下基建投资改善但不高估.....	12
二、 信用：四季度企稳的积极因素增多	13
1. “高基数+严监管+弱需求”叠加，年内信用收缩偏快.....	13
2. 社融四季度小幅企稳的积极因素增多.....	15
3. 融资主体约束是本轮宽信用的核心.....	16
4. 信用收缩进入第二阶段.....	17
三、 价格：缺煤限电叠加能耗双控，PPI 短期通胀压力仍大	18
1. 缺煤限电叠加能耗双控，推动高耗能产品价格快速上涨.....	18
2. 工业品涨价效应仍强，PPI 同比 9 月继续冲高.....	20
四、 政策：财政温和发力，货币稳中偏松	22
1. 专项债发行仍需提速，财政温和托底.....	22
2. 货币政策稳字当头，稳中偏松.....	24
五、 资产价格	25
重要声明	28

一、 经济：经济动能逐渐趋缓，周期性风险累积

1. 国内经济结构不均衡、不稳固，内外动能分化显著

三季度短期扰动和中期隐忧交错，经济动能边际趋缓，经济结构上内外动能仍明显分化。今年上半年，作为经济的两大主要支撑力量，地产和出口表现亮眼，经济景气度整体偏高，符合 7 月底政治局会议“稳定恢复、稳中向好”的宏观定调。但三季度、尤其是 8 月经济数据边际回落幅度较大，内外需动能进一步分化，出口端仍保持较强韧性，而内需放缓明显，尤其地产和消费成为内需的主要拖累部门，

房地产景气度加速下行。短期扰动和中期隐忧交错，洪涝灾害天气、缺芯缺电限产、能耗双控等对工业生产形成短期冲击，同时 7 月下旬国内疫情的反复及防控升温也对消费和服务业形成显著拖累。

经济增长不均衡的状况仍然存在。作为主要的内需顺周期动能，消费和制造业投资疫后修复较慢，居民储蓄倾向依然居高不下，可支配收入仍明显低于疫情前水平，支出意愿和能力的回落制约内生动力复苏节奏和高度，国内疫情的反复也在不断打断消费复苏的趋势。而大宗商品持续涨价下，上下游行业利润分配不平衡，中下游企业成本压力增加，下游制造业仍受到冲击，进而也影响就业的稳定性。

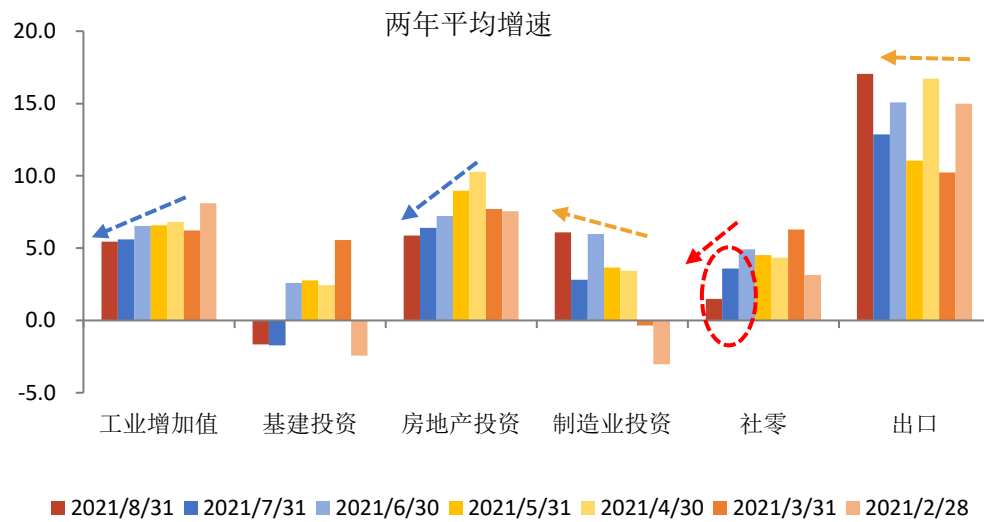
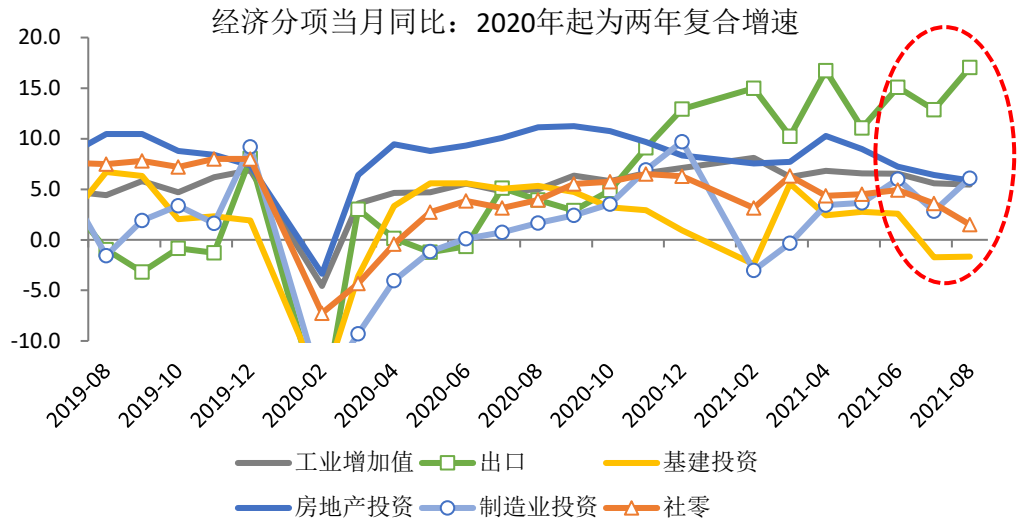
图 1：宏观经济热力图

指标	同比	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01	20-12	20-11	20-10	
工业增加值	当月同比% (两年平均)	5.4	5.6	6.5	6.6	6.8	6.2	8.1		7.1	6.6	5.8	
固定资产投资		1.9	1.9	5.7	4.7	5.7	4.0	1.7		6.7	7.4	6.5	
基建		-1.7	-1.7	2.6	2.8	2.4	5.6	-2.4		0.9	2.9	3.2	
房地产		5.9	6.4	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		8.3	9.7	10.7	
制造业		6.1	2.8	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0		9.7	6.9	3.5	
社消零售		1.5	3.6	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1		6.3	6.5	5.7	
出口金额		17.0	12.9	15.1	11.1	16.7	10.2	23.0	10.1	13.0	9.1	4.9	
进口金额		14.4	12.8	18.8	12.5	10.8	17.0	12.9	5.9	12.0	2.7	-0.8	
CPI		当月同比%	0.8	1.0	1.1	1.3	0.9	0.4	-0.2	-0.3	0.2	-0.5	0.5
PPI		当月同比%	9.5	9.0	8.8	9.0	6.8	4.4	1.7	0.3	-0.4	-1.5	-2.1
M1	%	4.2	4.9	5.5	6.1	6.2	7.1	7.4	14.7	8.6	10.0	9.1	
M2	%	8.2	8.3	8.6	8.3	8.1	9.4	10.1	9.4	10.1	10.7	10.5	
社融	存量同比%	10.30	10.70	11.00	11.00	11.70	12.30	13.30	13.00	13.30	13.60	13.70	
失业率	城镇调查	5.1	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.5	5.4	5.2	5.2	5.3	

资料来源：Wind，优财研究院

图 2：内外动能持续分化 (%)





资料来源：Wind，优财研究院

短期扰动消退下，经济环比存在一定改善空间，内生需求短期仍有韧性，外需短期仍有支撑，但周期性风险仍在累积，房地产景气度加速下行将是今年下半年经济放缓的主要驱动，叠加能耗双控、疫情反复对产需两端的影响、以及价格高企对需求端的反噬，三四季度经济增速面临挑战，稳增长必要性抬升，经济下行压力决定跨周期调节力度。

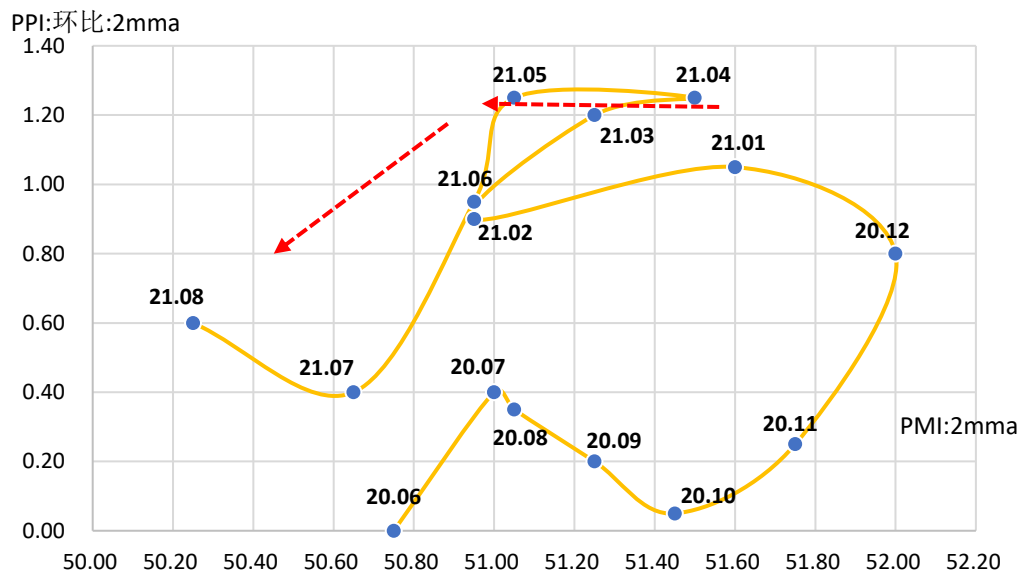
房地产政策持续趋严下面临从销售到投资链条的弱化，商品房销售降幅加快，销售回款走弱制约房地产开发资金来源，进一步施压前端拿地和开工活动，叠加近期个别房企负面信息发酵以及第二轮重点城市土拍冷淡的影响，地产供需两端压力

均有所凸显。工业生产在洪涝雨季、缺电限产影响收敛后仍受到能耗双控的持续约束，供给端冲击下的上游价格涨价也带来制造业成本端压力，价格高企对需求端形成反噬，制造业投资修复也面临“被动补库存”的压力。消费慢复苏路径中持续受到居民储蓄倾向走高、收入减速和疫情反复的约束。财政节奏加快下支撑年内基建投资温和改善，但地方隐性债务监管的强度也将影响广义财政和基建投资的斜率。

2. 需求回落+价格高企，经济呈现“类滞胀”

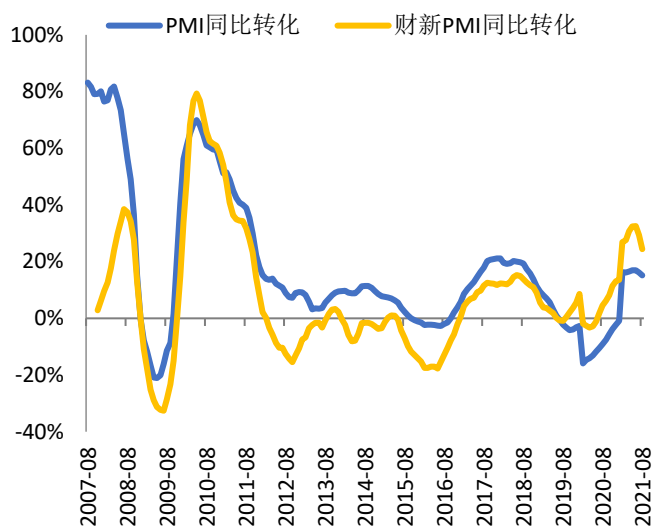
需求回落+价格高企下经济呈现“类滞胀”特征，PPI 仍然高企，PPI-CPI 剪刀差又创新高，制造业成本端压力较大。从经济轨迹图走向来看，去年 5 月份以来经济持续复苏路径，经济增长动能逐步加快，价格温和增长。而随着出口和地产拉动的加快，四季度经济动能继续走高，价格加快回升，经济呈现“复苏”向“过热”的转变。进入 2021 年，年初疫情反复、春节停工加剧经济波动，随着经济活动常态化恢复，3、4 月经济动能改善，海外供给冲击加快价格上涨节奏。年中以来，经济动能边际继续放缓，成本压力和供给端冲击影响显现，供需双弱背景下价格持续在高位区间，经济呈现“类滞胀”特征。

图 3：经济轨迹从“复苏”到“过热”到“类滞胀”（%）



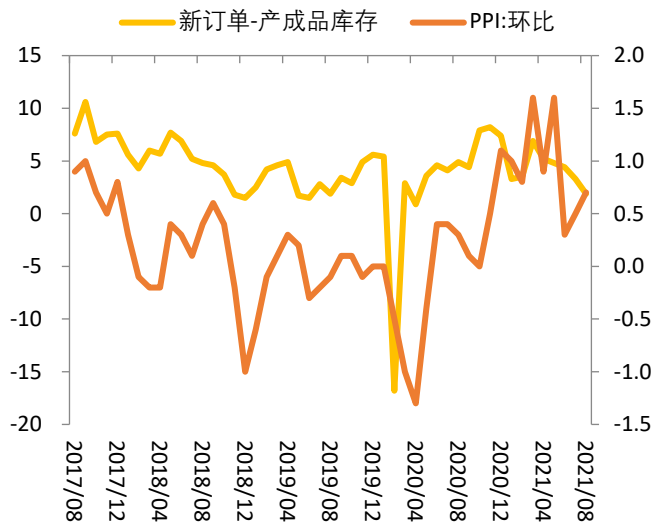
资料来源：Wind，优财研究院

图 4: PMI 同比趋势出现拐点 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 制造业“被动补库存”



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 消费仍处于慢复苏路径

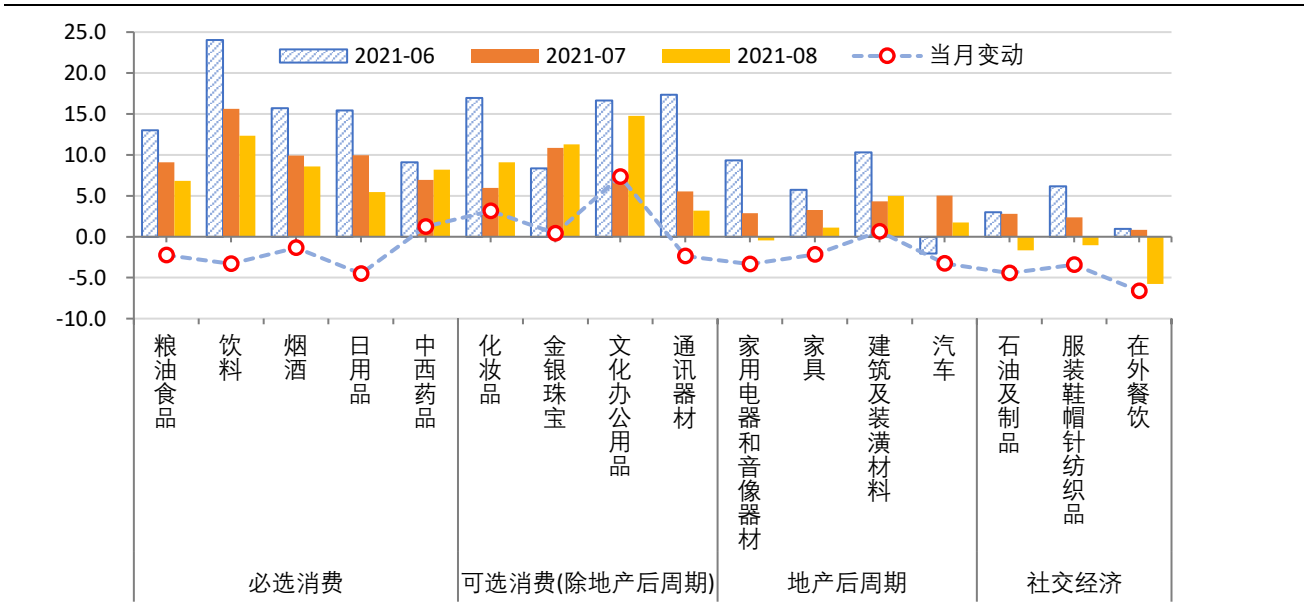
消费是疫后经济恢复中的慢变量，一方面疫情防控常态化背景下，居民社交距离和生活半径都面临疫情带来的长期变化，消费复苏存在一定的约束，疫情反复也使得必选消费、可选消费、社交经济等板块分化显著；另一方面，人均可支配收入的下降和居民预防性储蓄倾向的走高下消费支出的意愿和能力也受到压制。

三季度消费增速快速回落，短期国内疫情反复和汛情是主要冲击，8月居民出行、接触式消费下滑，尤其是在外餐饮降幅显著，疫情反复也打断消费和服务业好转趋势。除此之外，教育培训、游戏娱乐等领域的政策出台也对消费和服务业端带来相应的冲击，而汽车消费则受到供应端缺芯的影响。

随着区域疫情的阶段好转以及假期消费的提振，短期消费存在一定环比反弹空间。但从中期来看，消费仍处于慢复苏路径中，且仍难回到疫情前水平，疫后人均

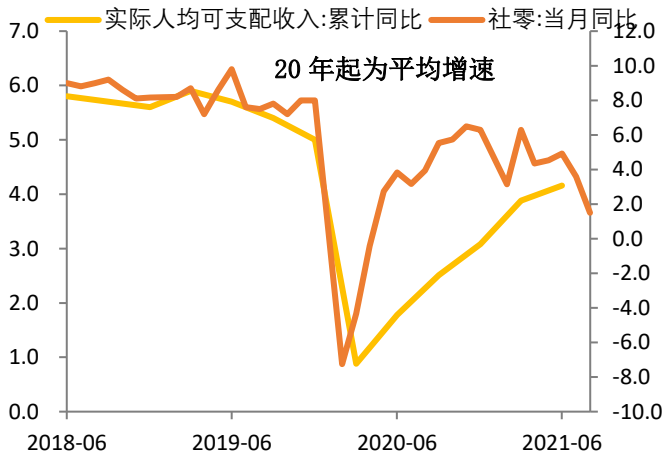
可支配收入增速仍显著低于疫情前水平，同时储蓄倾向虽在 2020 年上半年跳升后震荡下行，但仍明显高于疫情前，消费意愿明显走低，疫情的反复也阶段性打断消费复苏的趋势，消费的完全恢复仍有待真正走出疫情后居民社交距离的进一步正常化。

图 6：消费分项当月两年复合增速（%）



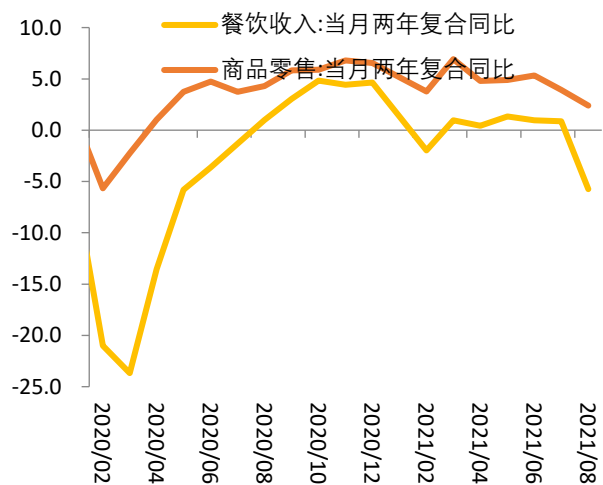
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：可支配收入增速明显低于疫情前（%）



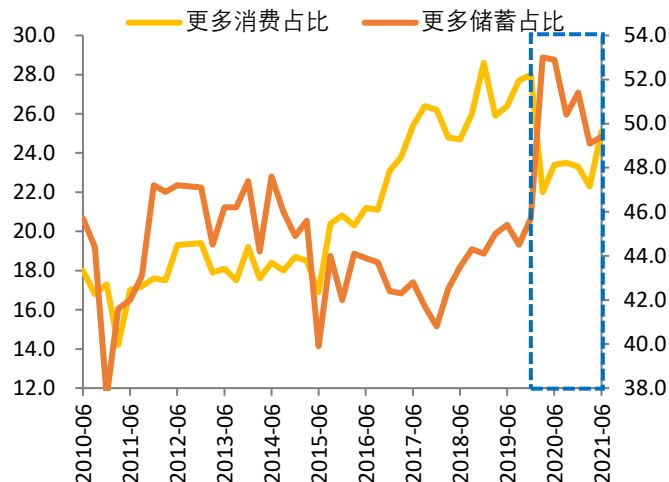
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：餐饮收入增速快速回落（%）



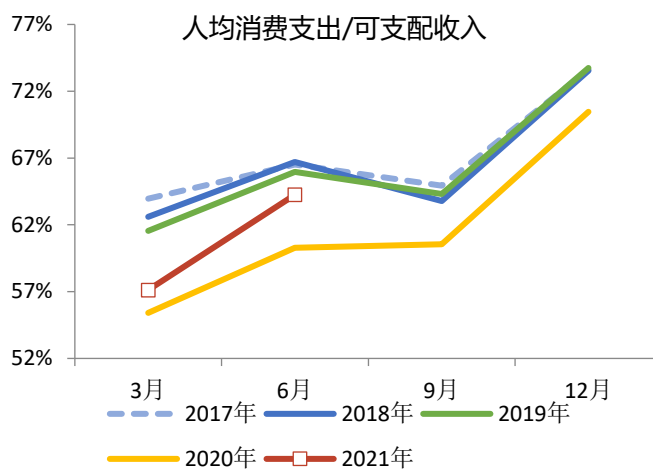
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：居民储蓄倾向仍高，消费意愿偏低（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：储蓄率居高不下，消费支出意愿偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

4. 房地产是四季度经济放缓的主要驱动

疫情以来，出口和地产成为拉动经济的主要支撑力量，尽管房企“三道红线”政策出台约束了房企的外源融资，但上半年销售端偏强仍支撑内源性销售回款，叠加竣工加快，上半年地产投资仍然维持较强的韧性。

但年中以来，地产调控措施加码，从销售到投资的链条全面弱化。房贷集中度管理下，上半年强劲的销售带来多地房贷额度的吃紧，居民融资条件弱化，叠加限购措施升级、部分城市上调房贷利率、以及预期管理等全方面多角度的调控措施加码，商品房销售快速走弱。销售回款的走弱进一步加剧房企资金来源的压力，进一步施压前端拿地和开工能力，而库存去化的放缓也制约开发动力，从销售到投资的链条面临全面的弱化，房地产景气度回落。叠加近期个别房企负面信息发酵以及第二轮重点城市土拍冷淡的影响，地产供需两端压力均有所凸显。

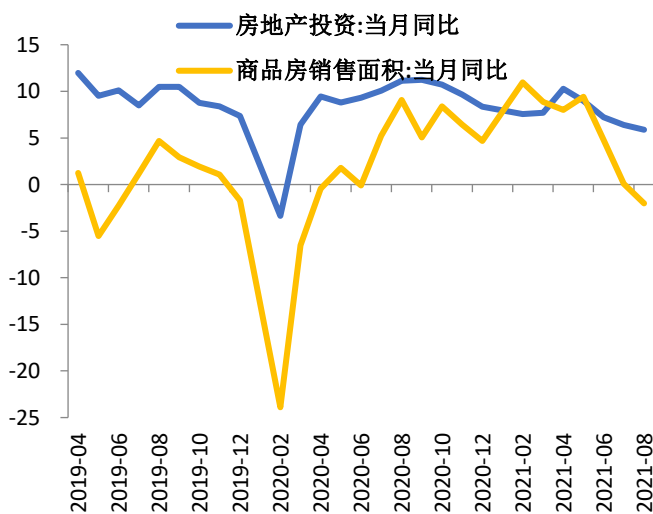
据克而瑞监控的 30 个重点城市中，今年 9 月半数以上城市新房放贷额度紧张、放款周期拉长，七成以上城市房贷利率上调，其调研的 23 个城市，二手房放款周期

基本在 3-6 个月，六成以上城市近乎停贷。

复工竣工韧性支撑短期建安投资，但前端弱、后端强带来地产投资中长期下行的风险。当前，前端开工仍在回落，而竣工保有韧性，两者裂口持续走阔，短期复工竣工带来建安投资的刚性支出，但前端弱、后端韧性的结构也带来房地产存量施工增速的放缓，对应房地产投资长期趋势的回落。

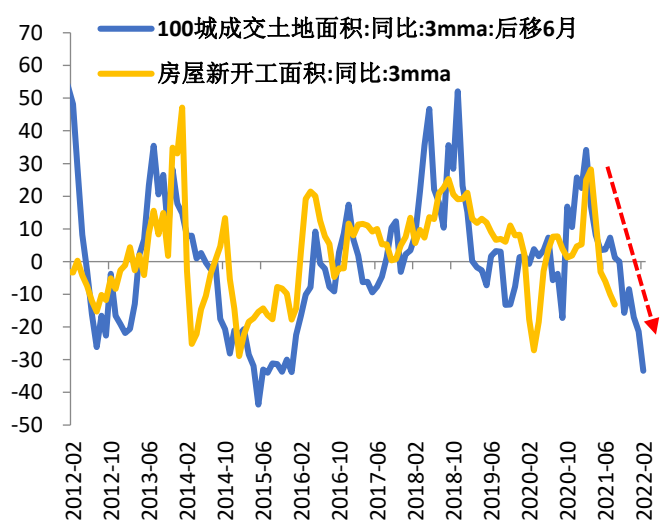
房地产投资下行带来四季度经济增速放缓压力的增大，次生风险加大下严监管或适度纠偏，但房地产去金融化长期任务下，地产政策预计仍将保持定力。当前房地产投资下行压力与政策严监管高度相关，带来经济增速放缓压力的增大，以及地产行业的尾部风险。从政策的取向来看，8 月 17 日，中央财经委员会第十次会议提出要“处理好稳增长和防风险的关系，巩固经济恢复向好势头”、“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”，9 月 27 日，货币政策委员会三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。稳增长权重或有所提高，次生风险压力加大下严监管存在适度纠偏的可能，但房地产去金融化长期任务下，地产政策预计仍将保持定力。

图 11: 地产投资和施工同步下行(两年复合增速%)



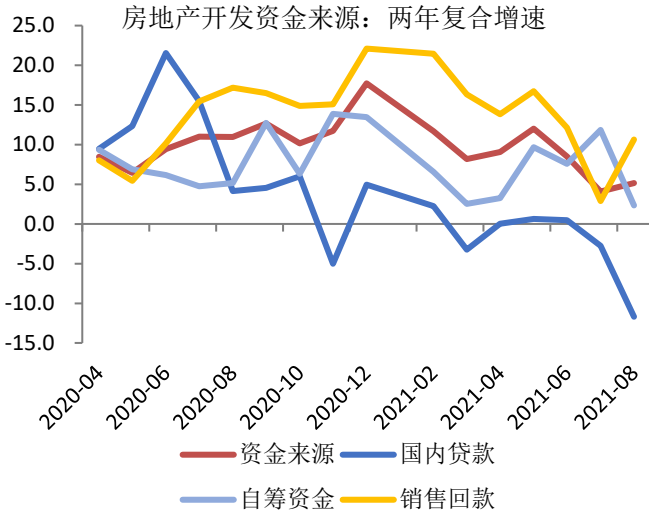
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 土地成交走弱带动新开工持续向下(%)



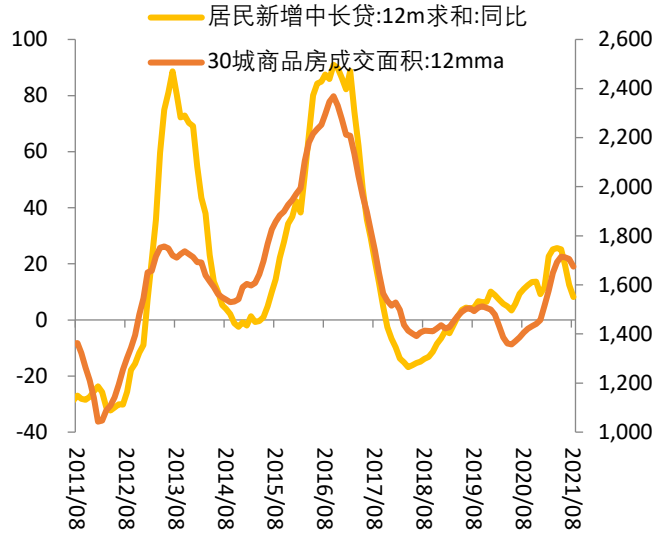
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 资金来源持续走弱 (%)



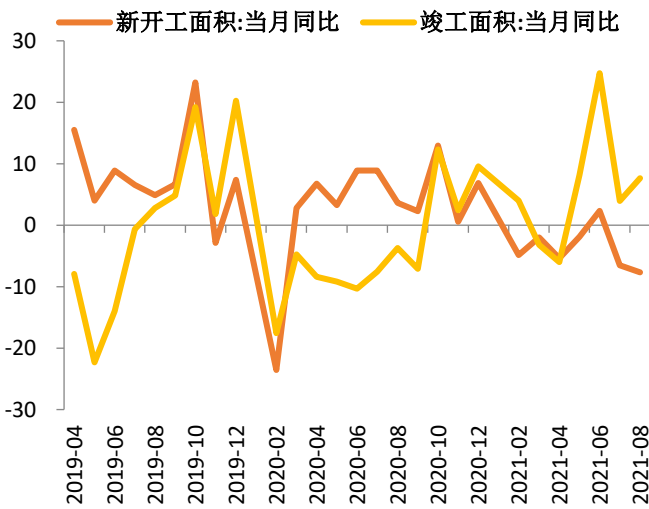
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 房贷拐点初现 (%，万平方米)



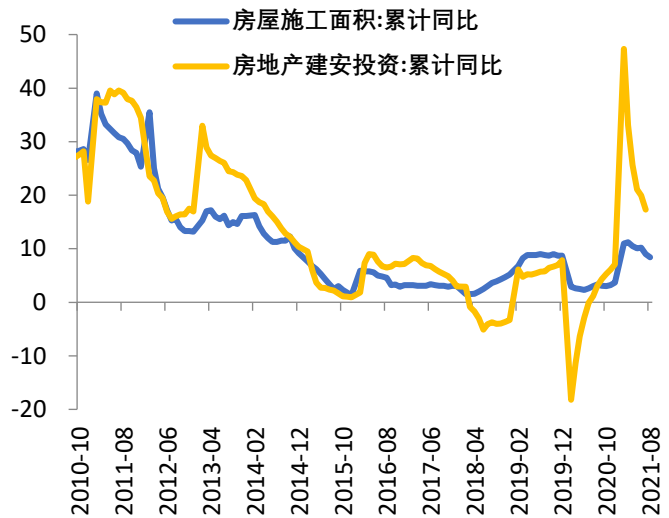
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 开工弱、竣工强 (两年复合增速%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 弱开工强竣工结构下施工面积增速回落 (%)

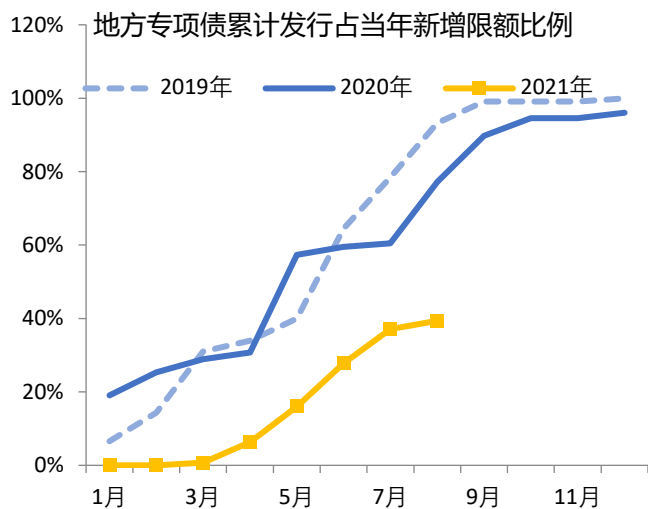


资料来源: Wind, 优财研究院

5. 财政发力下基建投资改善但不高估

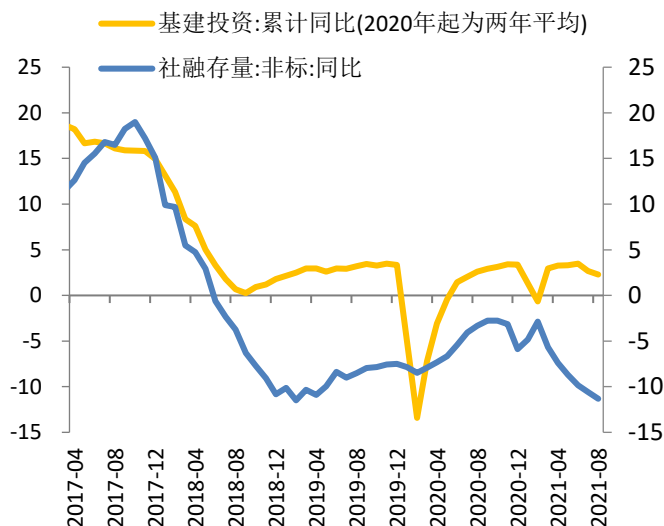
上半年稳增长压力不大叠加地方政府隐性债务监管趋严，财政进度明显偏慢，基建增速持续偏弱，并且三季度还受到极端天气以及局部疫情等影响的冲击。随着中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升，专项债发行 8 月起开始提速，四季度财政进度加快为四季度和明年初实际投资蓄力，四季度至明年一季度的基建投资将受到一定提振。不过考虑到年内经济增速诉求不高，政策兼顾今明两年风险下财政发力仍需保留一定空间，年内温和托底概率更高，基建改善但不高估，明年财政发力前倾特征更明显，而地方隐性债务监管的强度也将影响投资的斜率。

图 17：今年专项债发行进度明显偏慢（%）



资料来源：Wind，优财研究院

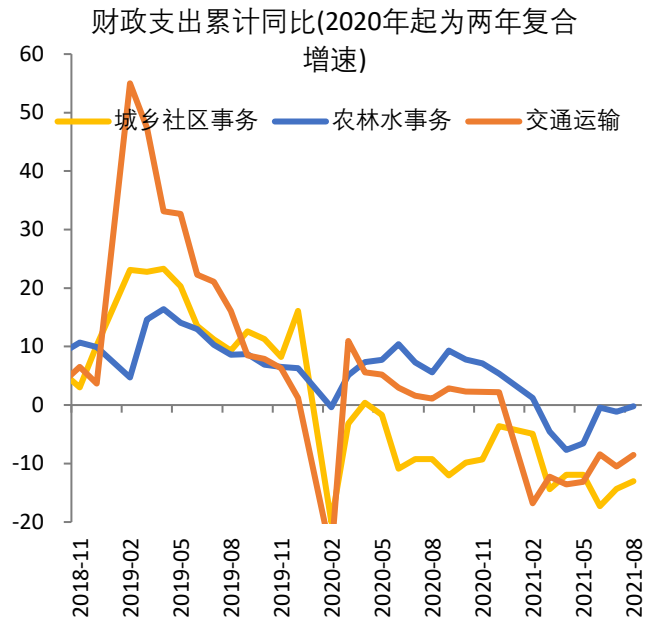
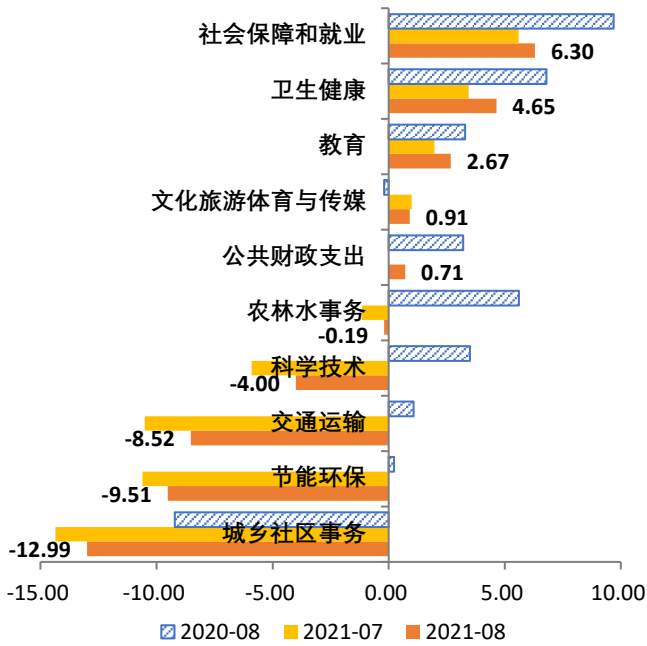
图 18：局部信用收缩下基建投资偏弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 19: 财政支出: 累计同比(两年复合增速%)

图 20: 基建领域支出偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

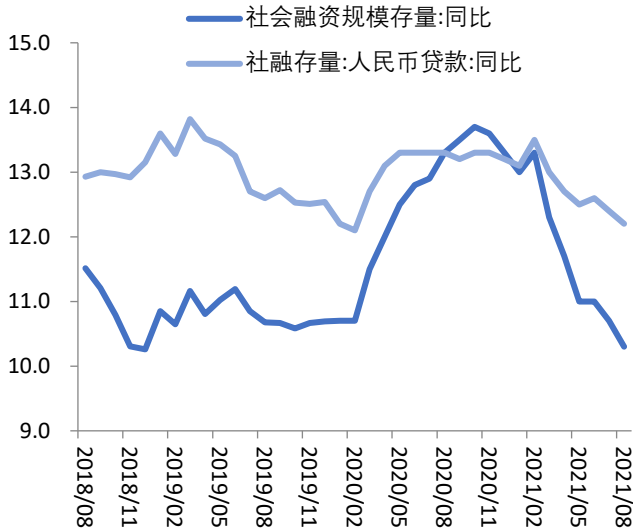
资料来源: Wind, 优财研究院

二、信用：四季度企稳的积极因素增多

1. “高基数+严监管+弱需求”叠加，年内信用收缩偏快

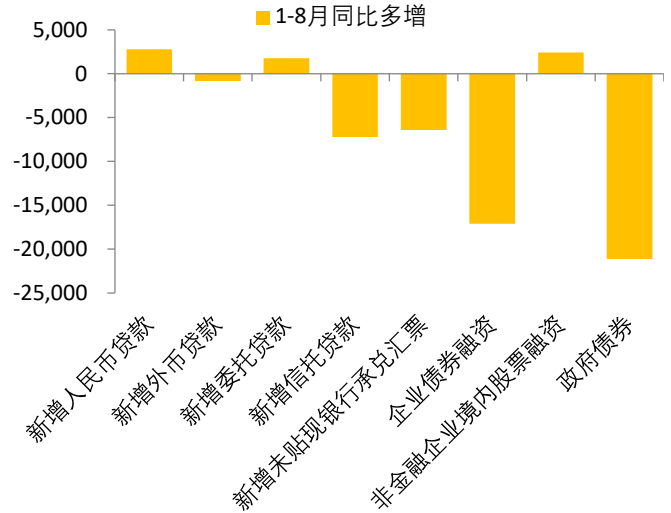
“高基数+严监管+弱需求”叠加，年内信用收缩偏快，且下半年由此前的货币政策收敛驱动转向经济放缓背景下的融资需求走弱驱动。年初以来信用持续收缩，1-8月社融新增21.75万亿元，同比少增超4万亿元，社融存量同比增速自去年年底高位13.7%回落至10.3%，信用收缩速度偏快。1-8月社融收缩最主要的三个类别是政府债券、企业债券融资以及表外信托贷款，受到去年高基数、今年监管趋严以及财政后置的影响。而近两个月来，信用结构发生一定的变化，企业债券和票据融资同比变化由负转正，而企业中长贷由上半年的同比多增转为减少，反映融资条件有所好转而企业融资需求转弱。

图 21: 年内信用收缩偏快 (%)



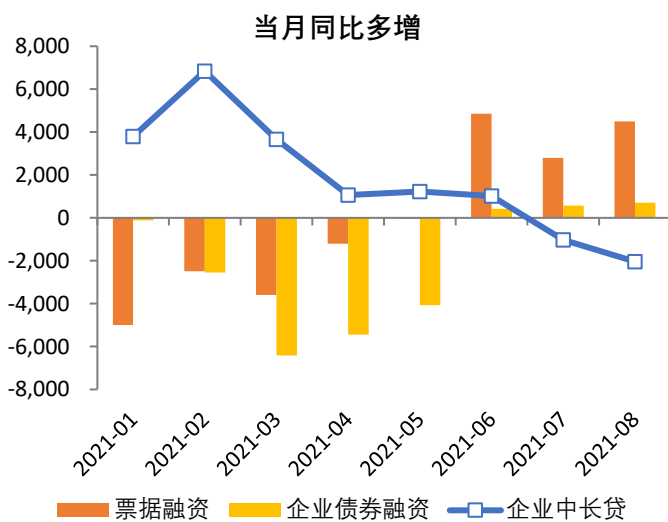
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 政府债、企业债和信托贷款收缩最快 (亿)



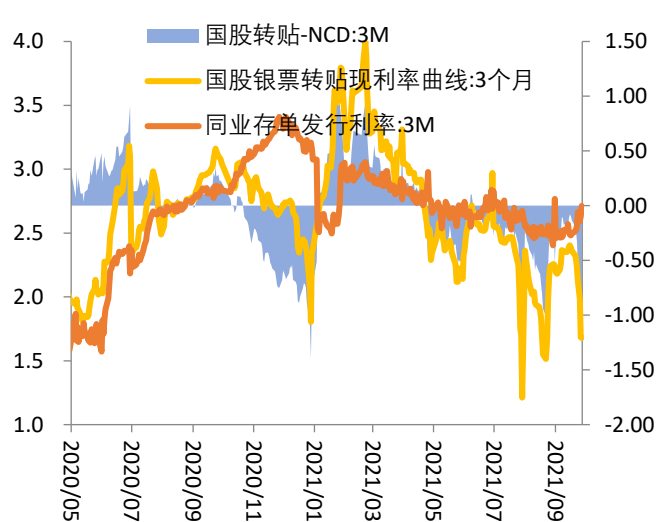
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 信用收缩驱动转向实体融资需求走弱 (亿)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 票据利率下行超出存单, 融资需求疲弱 (%)

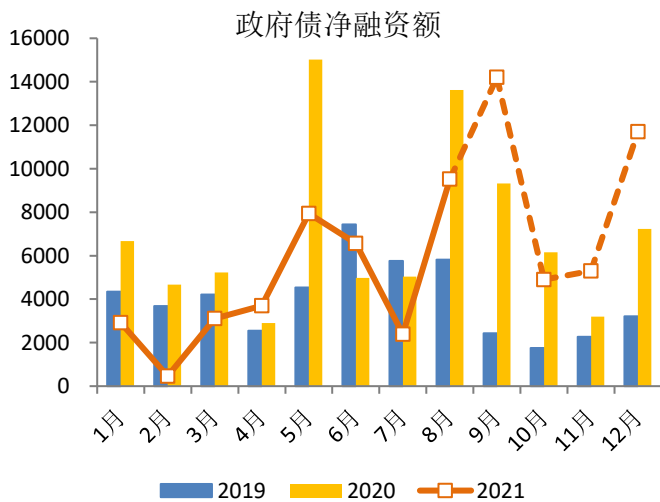


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 社融四季度小幅企稳的积极因素增多

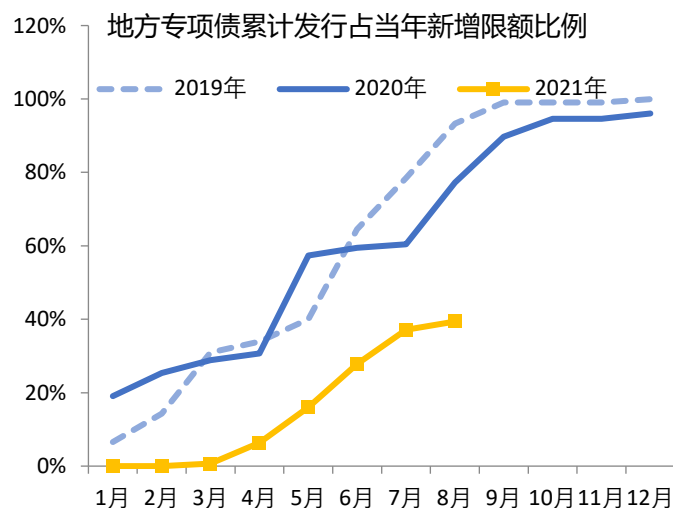
社融年内企稳的积极因素都在增多，基数回落+财政后置+政策部署宽信用，四季度社融增速或有望小幅企稳。一方面，高基数消退叠加财政后置下政府债加速发行支撑社融同比，当前财政发力迹象开始显现，8月起政府债融资明显加快，年内剩余政府债融资额度较高，剩余月份政府债发行有望保持较高水平，尤其是四季度同比增量将逐渐放大，社融继续大幅收缩的概率降低。另一方面，宽信用政策积极部署支撑信贷内生动力，8月23日央行提出“信贷平稳增加仍需努力”，9月份央行又新增了3000亿元的再贷款，并在未来四个月内下发，政策层面的积极应对或对信贷内生动力形成一定支撑，四季度社融增速或有望小幅企稳。

图 25：政府债四季度净融资同比增量显著（亿元）



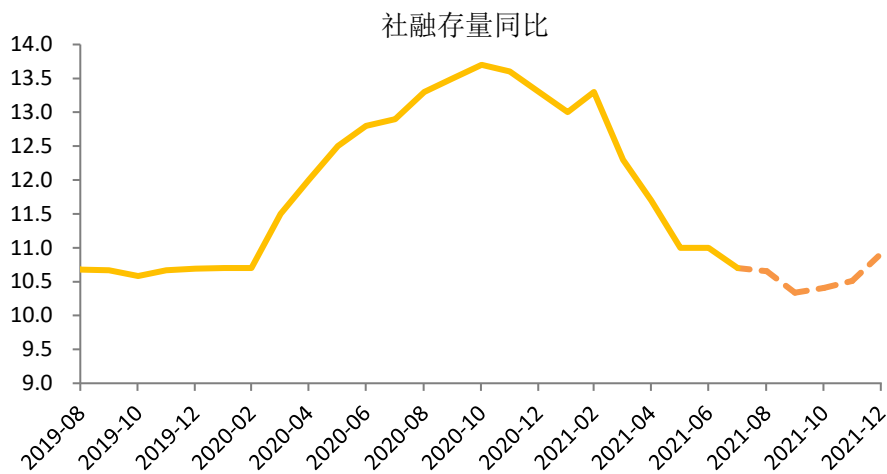
资料来源：Wind，优财研究院

图 26：专项债发行节奏有望加快（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 27：社融增速有望在四季度企稳并小幅反弹（%）



资料来源：Wind，优财研究院

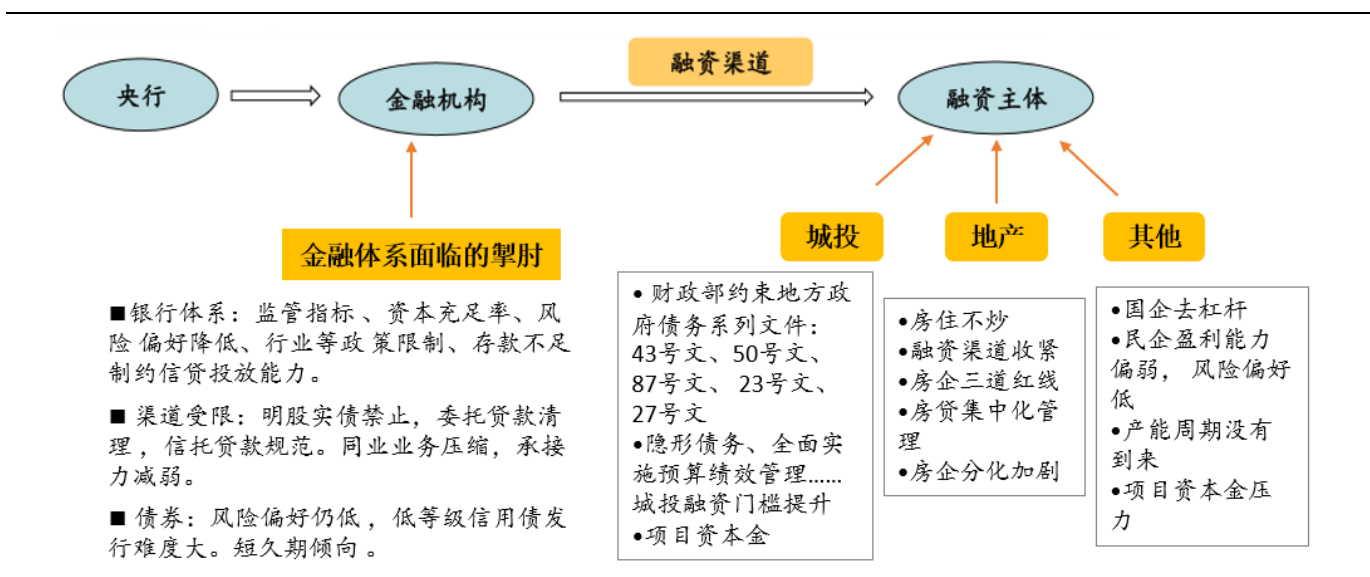
3. 融资主体约束是本轮宽信用的核心

但宽信用并非一蹴而就，信用收缩过程并未完全结束。完整的信用扩张过程由两个步骤组成，首先，宽货币是宽信用的必要条件，央行通过投放基础货币压低融资利率，激发实体融资需求，并为金融机构提供信用创造的流动性支持；其后，金融机构通过投资债券、非标、贷款等向实体经济输送流动性，要保证第二个步骤能够顺利传导，实体融资需求和银行风险偏好缺一不可，即对应了融资主体和融资渠道的畅通。因此宽信用的过程中，货币政策、融资渠道和融资主体缺一不可，且从历史经验来看，城投地产作为两大引擎基本都发挥了决定作用。

当前货币政策和融资渠道畅通，但融资主体约束是本轮宽信用的核心，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用。当前货币政策稳字当头、稳中偏松，理财整改和非标压降仍有序进行，并未出现如 18 年非标融资坍塌的局面，同时永续债和资本债也削弱银行资本金约束，实现实体企业表内融资渠道的疏通，从近两月企业债券和票据融资同比转为多增来看，融资条件有所好转。

但融资主体约束是当前宽信用核心环节，一方面，房地产面临三道红线和房贷集中化管理的核心约束，“经营贷”、“消费贷”也受到严查，另一方面，地方政府也面临财政纪律重塑下隐性债务监管高压对城投融资的约束，在地产城投没有实质性放松前，很难看到趋势性的宽信用。

图 28：信用扩张过程中货币政策、融资渠道和融资主体缺一不可



资料来源：Wind，优财研究院

4. 信用收缩进入第二阶段

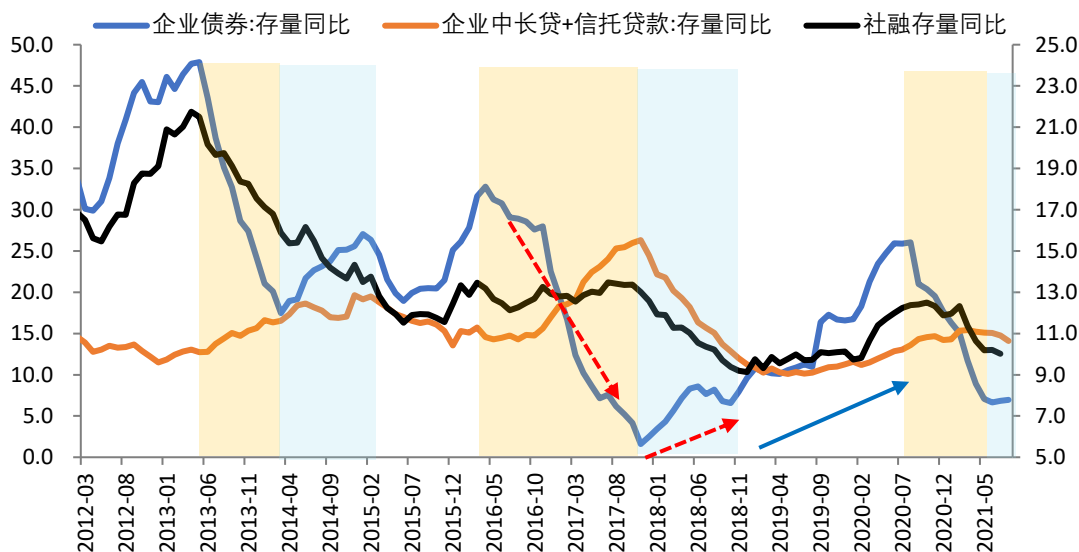
根据历史经验来看，随着经济景气度下行，内生需求走弱，刻画实体融资需求的企业中长贷增速开始回落，而货币政策则从上一轮收敛中开始边际转松，融资条件边际好转，因此对货币环境敏感的债券融资增速结束下行转而触底回升，信用收缩由货币政策收敛驱动进入经济放缓背景下的融资需求走弱驱动阶段。

而随着宽信用政策的进一步推进，债券融资与票据等其他融资项持续放量对冲信用收缩节奏，从债券融资增速触底到社融存量增速典型扩张期可能还需三个季度左右。

当前信用收缩进入第二阶段，以历史经验规律线性外推来看，社融存量增速转

向典型扩张期可能需要等到明年二季度。近两个月来，信用结构发生一定的变化，企业债券和票据融资同比变化由负转正，而企业中长贷由上半年的同比多增转为减少，反映融资条件有所好转而企业融资需求转弱，信用收缩进入第二阶段，根据领先性线性外推，我们认为信用收缩转为真正的扩张可能需要等到明年二季度。

图 29：信用收缩由货币收敛驱动进入经济放缓融资需求走弱驱动阶段（%）



资料来源：Wind，优财研究院

三、价格：缺煤限电叠加能耗双控，PPI 短期通胀压力仍大

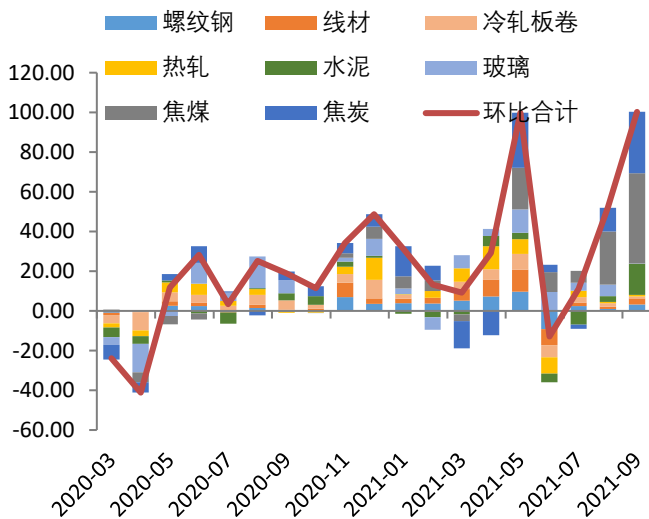
1. 缺煤限电叠加能耗双控，推动高耗能产品价格快速上涨

8 月下旬以来，国内多省上游工业受缺煤限电、能耗双控影响被动停产，供给端冲击下化工、铝、水泥等高能耗产品价格快速上涨。近期国内经济动能弱化，大宗价格却依旧高企，尽管国常会反复强调要做好跨周期调节、保供稳价，但近期煤炭、化工、水泥、铝等国内定价的周期品快速涨价，尤其是动力煤期货 8 月中旬以

来涨幅超 50%。一方面，电厂煤炭库存处于历史低位是根本原因，用电季节性高峰叠加印尼疫情反弹影响动力煤进口，供需矛盾加剧煤价涨幅，引发电力供应不足以及限电下的工业被动停产。另一方面，8月17日发改委印发《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，对9省区亮红灯，要求采取有力措施确保完成全年能耗双控目标，随着多地出台严厉的限电与停产政策，化工、电解铝、水泥等高能耗产品价格应声上涨。

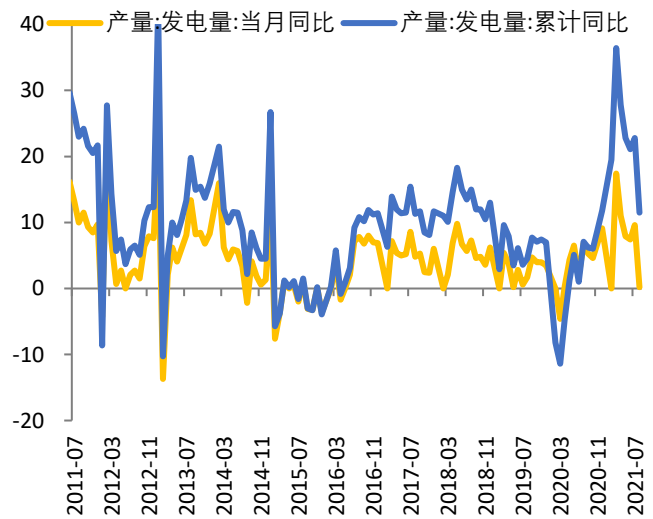
前期耗能过快导致全年目标压力较大，叠加中期碳中和碳达峰任务，近期能耗双控政策收紧。“能耗双控”是指能源消费强度和能源消费总量双控，我国自2011年开始实施能耗双控考核，每年全国设定总量目标后将目标分解到各地区执行，并非近期政策的加码。在既定的总额框架下，由于今年上半年用电耗能较高导致全年压力较大，上半年能耗强度目标情况9省亮红灯、10省亮黄灯，发改委督导部分地区重视落实双控任务，叠加中期碳中和碳达峰任务，能耗双控压力增大。

图 30：工业品价格月度环比 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 31：今年上半年发电用电耗能较高 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 32：2021 年上半年能耗双控目标红黄灯地区
各地区能耗双控目标完成情况晴雨表

地 区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青 海	●	●
宁 夏	●	●
广 西	●	●
广 东	●	●
福 建	●	●
新 疆	●	●
云 南	●	●
陕 西	●	●
江 苏	●	●
浙 江	●	●
河 南	●	●
甘 肃	●	●
四 川	●	●
安 徽	●	●
贵 州	●	●
山 西	●	●
黑 龙 江	●	●
辽 宁	●	●
江 西	●	●

资料来源：Wind，优财研究院

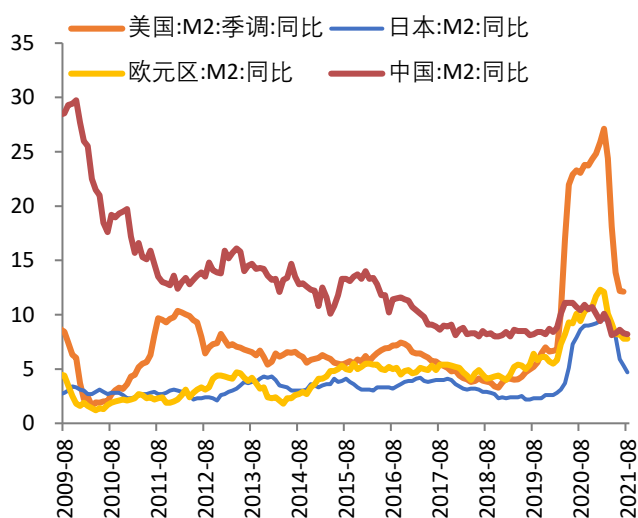
2. 工业品涨价效应仍强，PPI 同比 9 月继续冲高

当前煤电短缺状况短期难以根本性改善，叠加能耗双控政策也难以掉头，供给端冲击仍在，工业品短期涨价难改，PPI 通胀压力仍大。一方面，煤炭供需矛盾难以解决，海外疫情影响煤炭进口，且秋季枯水期电力替代也存在困难，煤电短缺短期难以根本性改善；另一方面，能耗双控政策也难以掉头，供给端冲击下工业品涨价效应仍强，PPI 环比预计仍将反弹。

本轮工业品通胀源于宏观流动性宽松、全球供求错位、美元弱周期、以及低碳转型的影响，当前需求端已放缓，全球流动性和 PMI 拐点均现，但供给端冲击持续，商品呈现供需双弱格局，而近期国内上游供给冲击也将加剧工业品涨价节奏，预计 9 月 PPI 同比或进一步冲高至 10.5%，PPI 同比有望在年底回落。从需求角度来看，全球宏观流动性 M2 拐点在 3 月出现，作为领先大宗商品价格约 1 个季度的前瞻指标，

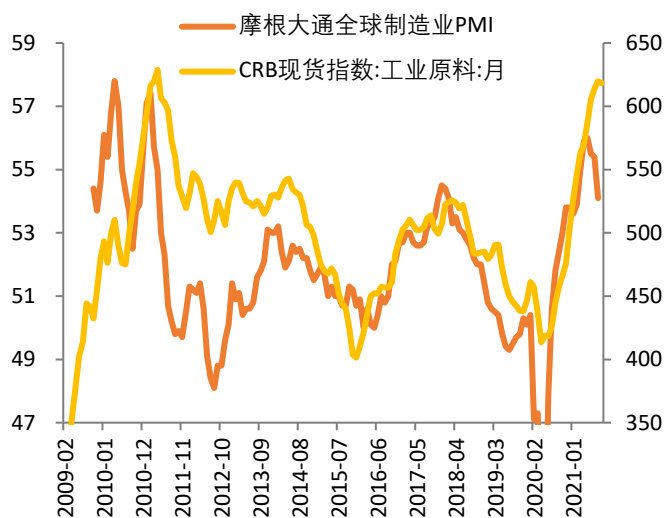
大宗商品价格涨势年中出现放缓，PPI 在 6 月出现第一个短期顶部。但供需双弱的格局拉长商品涨价过程，供给端冲击下 PPI 同比继续冲高，预计 9 月 PPI 同比或进一步冲高至 10.5%，10 月仍将维持绝对高位。而随着全球 PMI 在 6 月见顶，四季度商品将继续面临需求端的放缓，叠加四季度 PPI 基数逐渐回升，PPI 同比有望在年底回落。

图 33：全球 M2 增速 3 月拐点已现 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

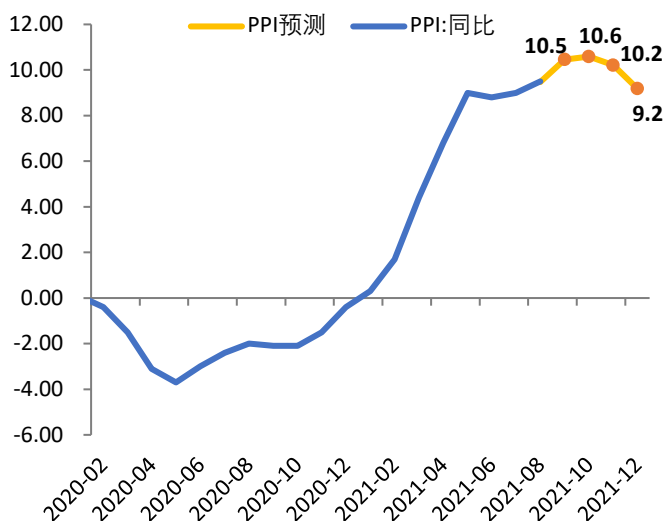
图 34：全球 PMI 领先工业金属价格见顶



资料来源：Wind，优财研究院

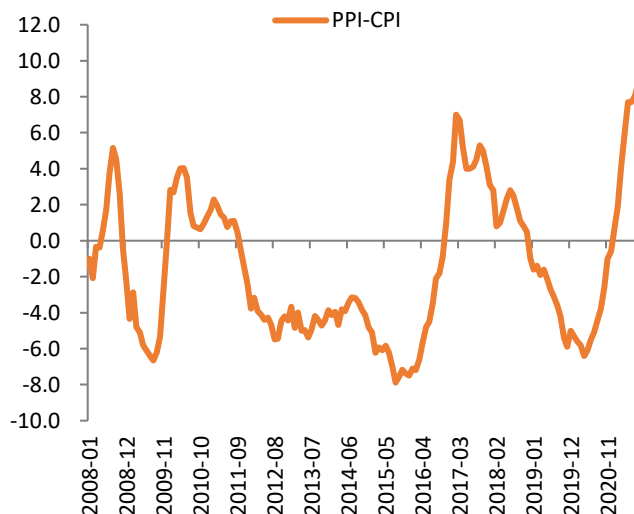
供给端冲击下 PPI-CPI 剪刀差面临进一步走高压力，上游价格涨价和利润集中对中游制造业形成较大的成本端压力，同时价格的高企也对需求端形成反噬，形成经济减速压力。在 PPI-CPI 剪刀差持续创新高、内需不足的宏观环境下，通胀并不是当前政策的主要矛盾，货币政策保持流动性合理充裕取向不变，未来结构性货币政策仍是重点。

图 35: PPI 继续冲高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: PPI-CPI 剪刀差创新高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、政策：财政温和发力，货币稳中偏松

1. 专项债发行仍需提速，财政温和托底

中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升，年内财政后置下财政进度亟待加快，专项债发行仍需提速。上半年稳增长压力不大叠加地方政府隐性债务监管趋严，财政进度明显偏慢，基建支撑减弱。而随着经济动能的边际放缓，地产和出口分别成为四季度和明年年初中期周期性风险两大压力，稳增长必要性抬升，7月底政治局会议开始定调财政政策更有作为。

财政进度加快的政策信号明确：1) 7月底政治局会议“积极的财政政策要提升政策效能，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”；2) 8月17日中央财经委第十次会议明确指出，处理好稳增长和防风险的关系；3) 9月1日国常会“统筹做好跨周期调节，发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资”。

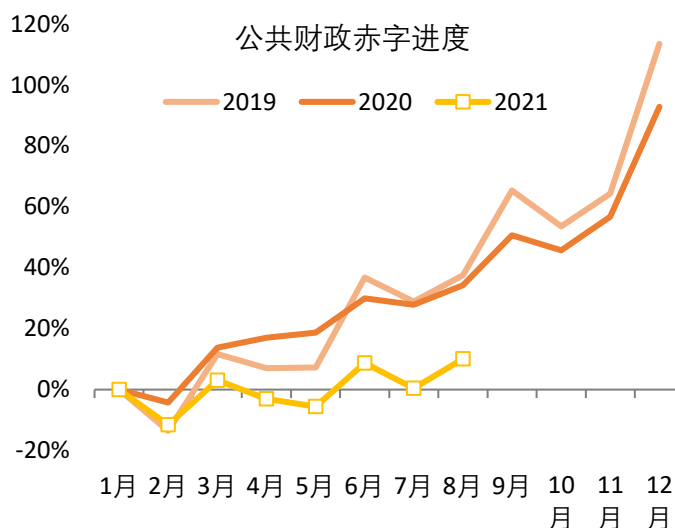
“合理把握进度及推动形成实物工作量”表述对应财政进度或将加快，专项债

发行加快，为四季度和明年初实际投资蓄力，央行二季度货币政策执行报告也指出将财政节奏作为下半年的关注重点。预计在前期较严的项目审核和匹配制度下，资金使用效率也将相应抬升，“财政发力→实物工作量”的传导时滞也有望缩短，伴随专项债发行加快以及四季度同比增量的放大，四季度至明年一季度的基建投资将受到一定提振。

不过，年内经济增速诉求不高，政策兼顾今明两年风险下财政发力仍需保留一定空间，年内温和托底概率更高，基建有望改善但不高估，基建扩张主要在于两年衔接时点，为明年平稳开局蓄力，明年财政发力前倾特征更明显。

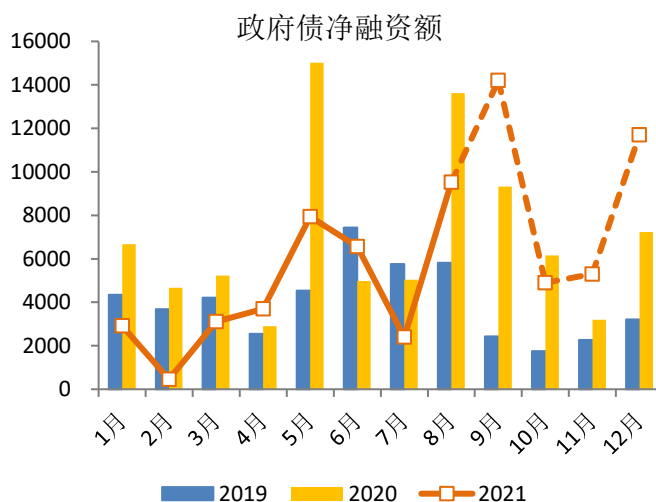
同时，地方隐性债务监管的强度也将持续影响投资的斜率，今年后疫情时代财政纪律重塑，债务防风险重要性抬升，财政为防风险留余力，将对稳增长发力空间构成掣肘。7月30日财长刘昆出席财政支持全面建成小康社会新闻发布会时提及“确保不发生区域性、系统性的风险”，8月18日财政部副部长许宏才作《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》时也强调：“抓实隐性债务风险化解工作，指导地方统筹各类资金资源，稳妥化解隐性债务存量。”

图 37：财政进度亟待发力 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：政府债净融资 (亿元)



资料来源：Wind，优财研究院

2. 货币政策稳字当头，稳中偏松

“保持宏观杠杆率基本稳定”要求下货币政策并未全面转向，央行年中工作会议整体定调依然中性为主，三季度例会也仍强调“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，稳字当头依然是货币政策的主要基调。

不过在当前信用收缩进入内生需求走弱驱动阶段，“增强信贷总量增长的稳定性”的要求下政策继续明确宽信用倾向，货币政策仍要求保持流动性合理充裕，公开市场跨月和跨季操作也显现央行维稳流动性的意图，保持市场利率围绕政策利率附近波动，货币政策稳中偏松，经济动能走弱下仍难易松难紧，结构性服务实体的货币政策仍有待出台。

美联储 taper 的外部约束下央行或采取“控价保量”的方式对冲资金面缺口，四季度降准概率仍存。四季度美联储转向仍是央行面临的外部约束，“把握好内部均衡和外部均衡的平衡”的要求下央行或将采取“控价保量”和结构性政策结合的方式，保持流动性合理充裕取向不变，货币政策仍然以内为主。政府债发行放量叠加 MLF 大量到期下资金存在缺口，在当前超储率回落、资金利率波动加剧的背景下，四季度降准对冲流动性缺口的概率较大，但经济增速维持潜在增速附近下降息仍缺乏触发剂。

图 39：利率走廊（%）

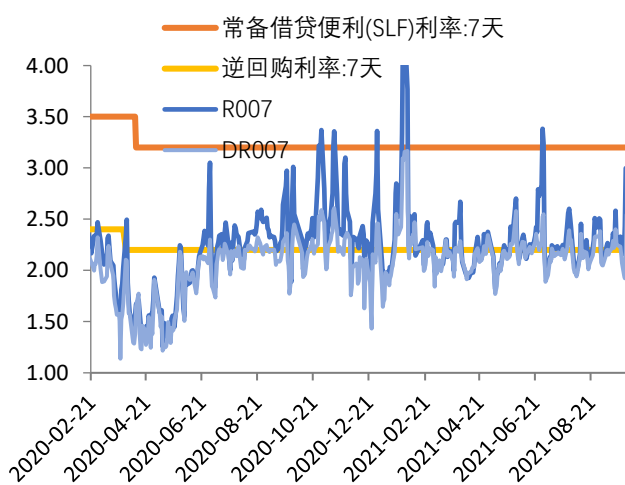
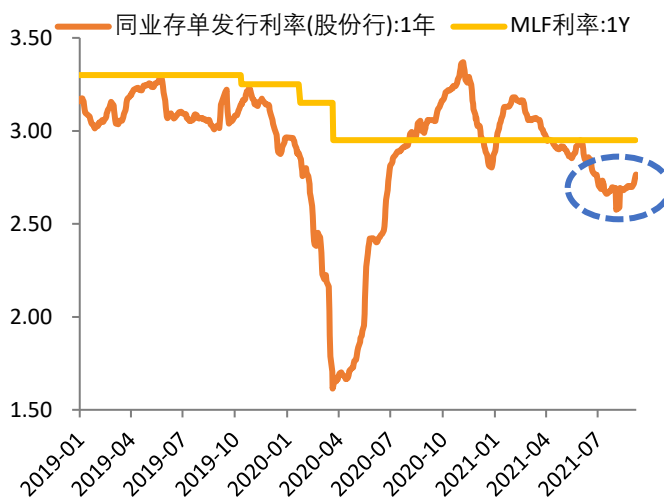


图 40：同业存单利率缓慢向政策利率回归（%）



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

五、资产价格

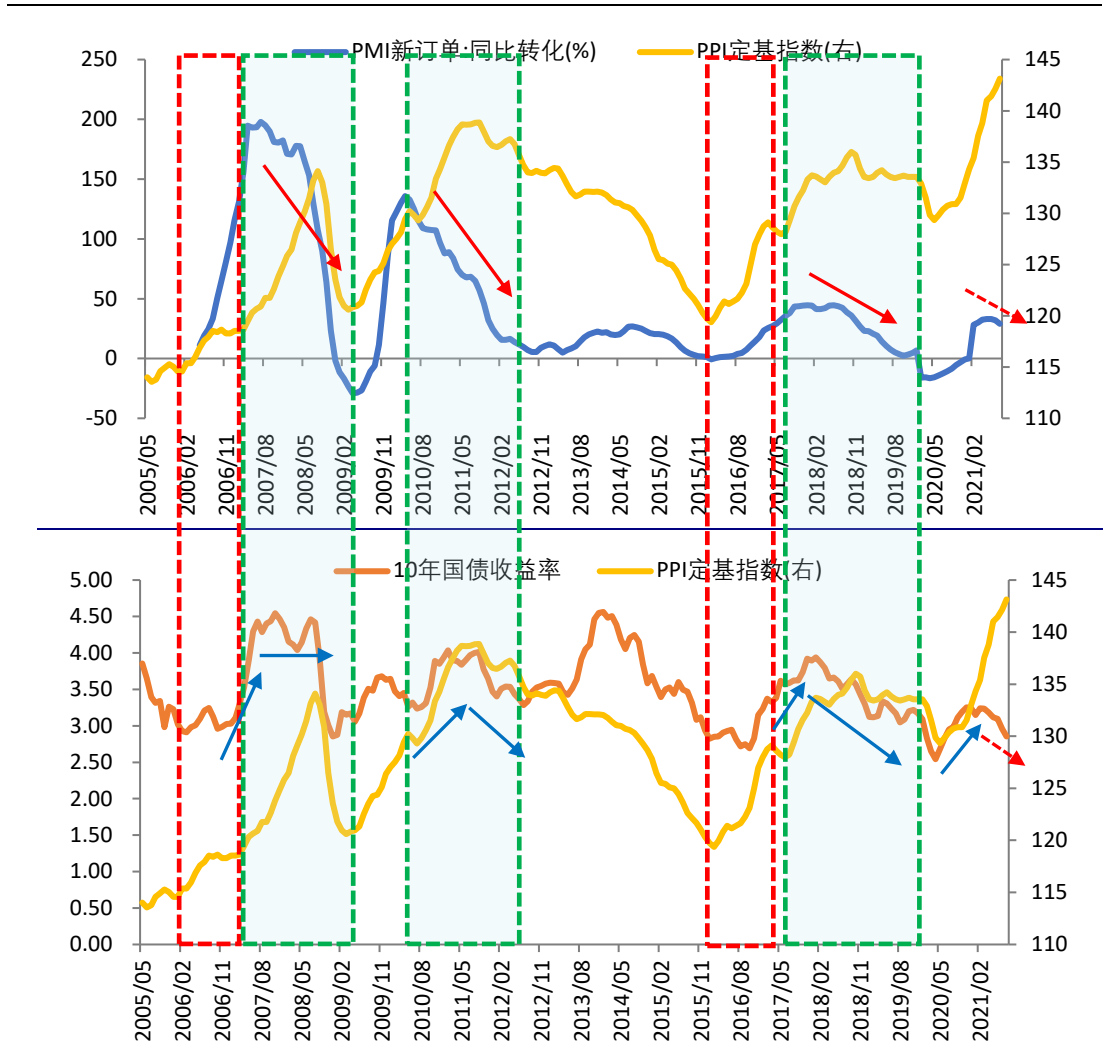
今年 10 年期国债收益率与 PPI 持续背离，商品和债券同涨，核心在于商品上涨更多的是由于供给收缩带来的成本推升，而非需求端的推动。今年年初以来，商品价格持续上涨，受到海外经济修复、供需错配、以及国内供给端冲击等因素影响，但在价格的持续上涨下，10 年期国债收益率与 PPI 背离，核心在于商品上涨更多的是由于供给收缩带来的成本推升，而疫后经济修复但未超预期，财政后置节奏下狭义货币超预期宽松，债市中观供求向好。

通过复盘，我们可以把商品的上涨分为两阶段，第一阶段，经济见底复苏初期，PMI 同比趋势拐点回升，商品上涨由需求端拉动，此时需求回升和商品上涨尚不足以引起货币政策的收紧，流动性宽松格局使得利率继续保持低位，并有利于商品上涨的持续。如 06 年初和 16 年初，在此阶段，PMI 同比转化趋势持续向好，反映需求端的持续改善。而随着经济复苏的深化，需求端持续上升，货币开始收紧，利率也将跟随商品价格同步上行，这也是 10 年期国债收益率同步于 PPI 周期的内因。

第二阶段，经济回升后期，商品的上涨更多是由供给收缩带来的成本推升效应，此时利率下行受到终端需求回落的提振，PMI 同比逐渐见顶拐头，终端需求无法承受上游成本的上涨，商品价格的上涨逐渐难以持续，进而跟随利率下行。典型的如 07 年下半年、11 年 2 季度和 18 年，PMI 同比逐渐见顶拐头，反映需求端的见顶回落，随着需求端下行压力加大，最终商品价格也将跟随利率下行。

当前我们更多的是属于第二阶段，终端需求率先回落，供给端推动成本上行，供需双弱格局下商品价格已经进入顶部区域，但当前缺煤限电、能耗双控的供给端冲击下价格端压力仍强，短期不确定性较强，商品或仍处在寻顶过程，不过终端需求走弱叠加货币稳中偏松，利率中长期下行趋势较为确定，短期仍面临政府债发行加快、政策积极部署宽信用、四季度社融小拐点、美联储 taper 等扰动。

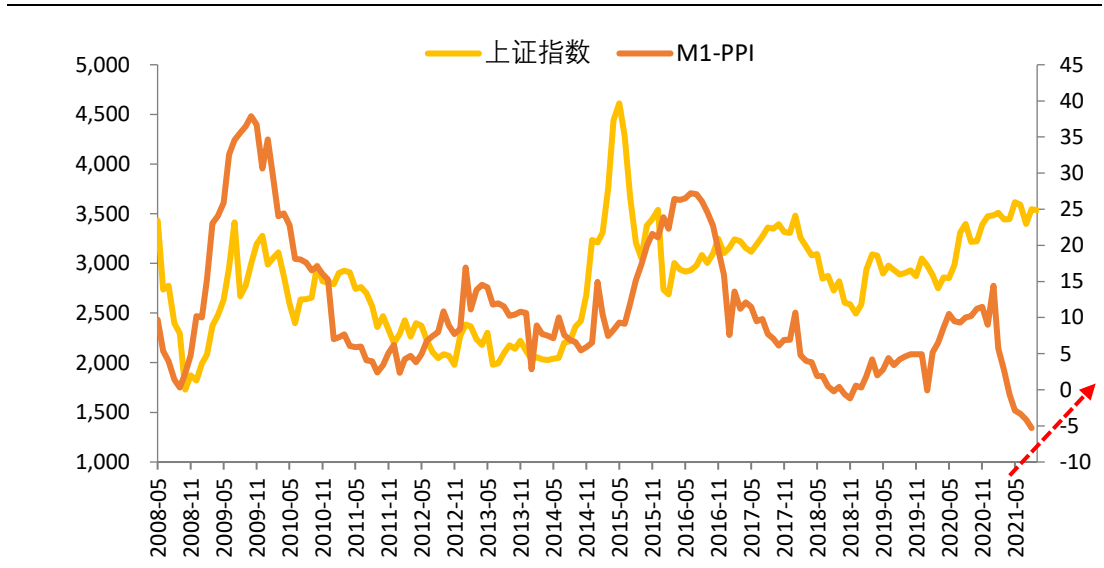
图 41：不同情形下的商品与债券同涨（%）



资料来源：Wind，优财研究院

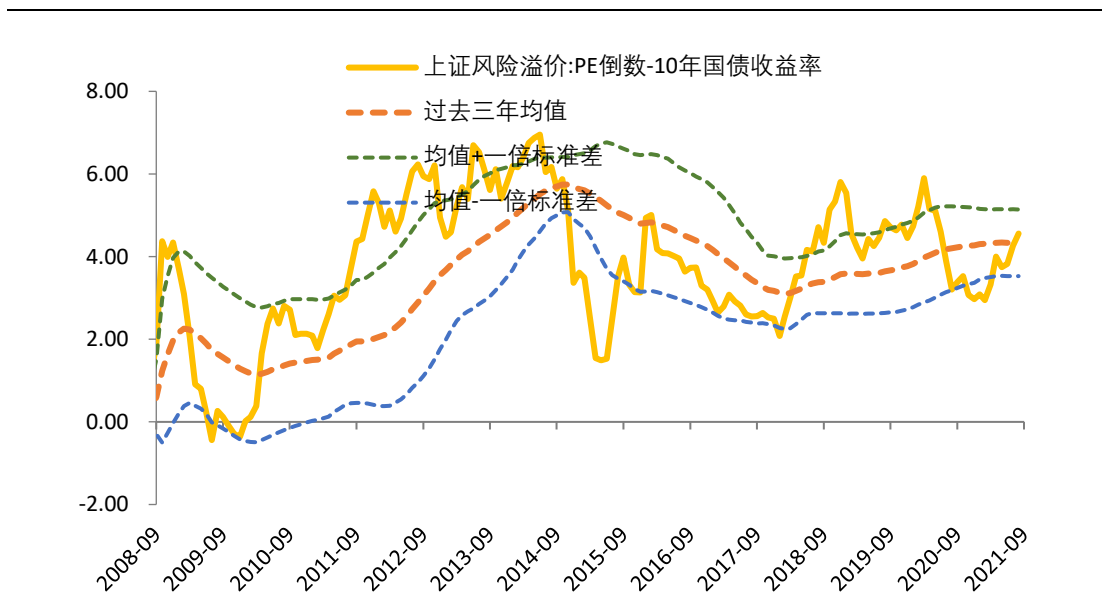
对于股市来说，经济动能放缓弱化业绩预期，狭义流动性不紧、但广义流动性还不松，难以出现趋势性机会，权益市场短期仍面临压估值风险，仍以结构性机会为主。而以“M1-PPI”为代表的剩余流动性预计四季度企稳，随着广义流动性回暖下届时指数压力有望逐步缓解。

图 42: 剩余流动性预计四季度企稳 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 43: 上证风险溢价整体向好 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>