

2021 年 10 月 24 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



供需双击冲击经济表现，保供政策引发商品调整

内容提要

本周宏观方面主要事件有：1) 三季度 GDP 增速破 5，供需双击加剧经济“类滞胀”风险。疫情反复+洪涝灾害天气+缺芯缺煤限电+能耗双控，消费和工业生产短期冲击较大，叠加内需方面政策严监管制约基建地产表现，房地产景气度快速回落，经济动能进一步边际趋缓。往后看，保供政策发力下四季度供给端存在一定修复空间，叠加疫情收敛，工业和消费环比存在一定修复空间。但需求端压力尚未见底，消费仍然是修复的慢变量，财政发力下基建投资年内改善但不高估，制造业投资修复也面临“被动补库存”的压力，房地产景气度加速下行和出口见顶回落将分别成为今年下半年和明年上半年经济放缓的两阶段主要驱动。2) 保供政策持续推进，期现货市场联动强力抑制煤炭价格炒作，引发了黑色系商品期货价格大幅调整。本周发改委等部门出台多维度政策，八大举措推进落实能源保供稳价，力争煤炭日产量达到 1200 万吨以上，将会同有关部门密切关注煤炭市场动态和价格走势，梳理、排查保供稳价工作存在的矛盾和问题，及时协调解决，依法加强监管、严厉查处资本恶意炒作动力煤期货。3) 监管部门金融街论坛回应地产问题，地产政策边际有望松动，信用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政策定理不改。国务院副总理刘鹤在金融街论坛表示，目前房地产市场出现个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。潘功胜则指出，近期我国房地产市场及相关金融市场出现一些波动，这是市场主体在个别企业违约事件出现之后的应激反应。在金融管理部门的预期引导下，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。

近期降准预期落空+美债利率走高+大宗表现强势+放宽地产信贷、结构性宽信用预期下，债市短期调整压力加大，货币政策或成为四季度债市的关键。但债市大跌之后宽松政策预期得到一定修正，央行逆回购加量投放反映货币政策“以稳为主”基调不改，经济动能趋弱也对债市形成一定支撑，债市更多的仍是回调而非趋势反转，短期建议做陡期限利差。股市方面，近期缺煤限电、能耗双控进一步施压经济下行压力，弱化股市业绩预期，广义流动性收缩下股市难有趋势性机会，短期仍受风险偏好下降的冲击，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，经济下行超预期

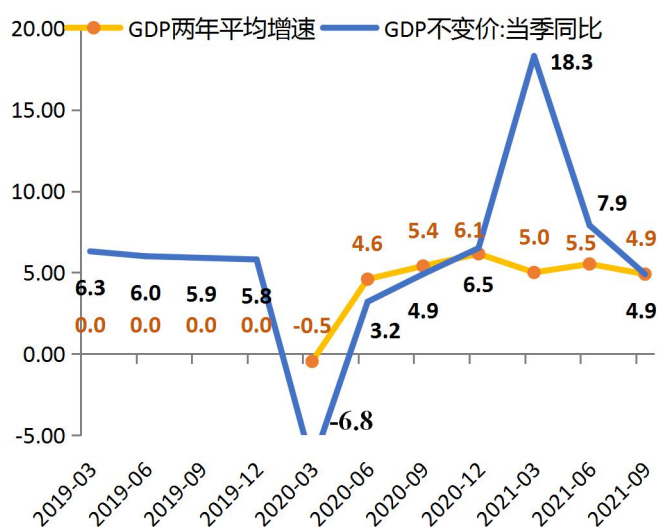
请务必仔细阅读正文之后的声明

一、供需双击加剧经济“类滞胀”风险

三季度经济短期扰动和中期隐忧交错，内外动能分化延续，GDP 两年复合增速破 5%，外生冲击较大，经济动能进一步边际趋缓。一方面，国内疫情反复及防控升温冲击消费和服务业；另一方面，洪涝灾害天气、缺芯缺煤限电和能耗双控对工业生产形成明显约束；同时政策严监管也制约基建地产表现，房地产景气度快速回落。供给冲击叠加需求走弱，经济呈现类滞胀特征，PPI-CPI 剪刀差进一步冲高，对中游制造业形成较大的成本端和利润压力，价格的高企也反噬需求，形成经济减速压力。

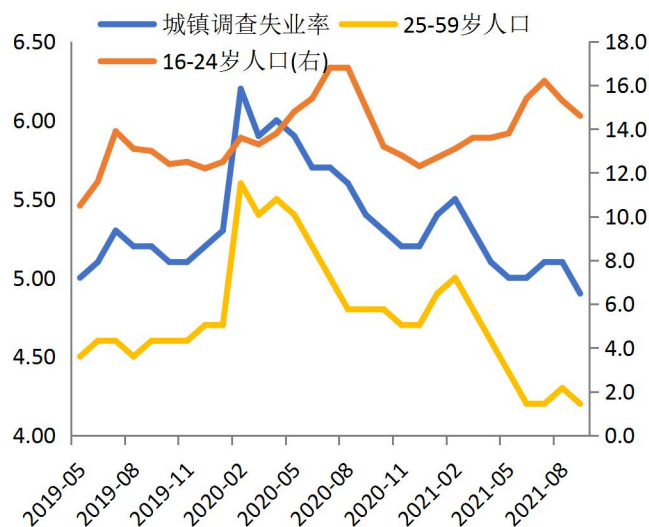
往后看，保供政策发力下四季度供给端存在一定修复空间，叠加疫情收敛，工业和消费环比存在一定修复空间。但需求端压力尚未见底，消费仍然是修复的慢变量，财政发力下基建投资年内改善但不高估，制造业投资修复也面临“被动补库存”的压力，房地产景气度加速下行和出口见顶回落将分别成为今年下半年和明年上半年经济放缓的两阶段主要驱动。价格端，能耗双控存在政策约束，煤炭短缺短期仍难解决，短期供给冲击有望缓解但缺乏弹性，随着需求端进一步走弱，以及价格高企反噬需求，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓。

图 1：GDP 两年增速破 5（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：就业（%）



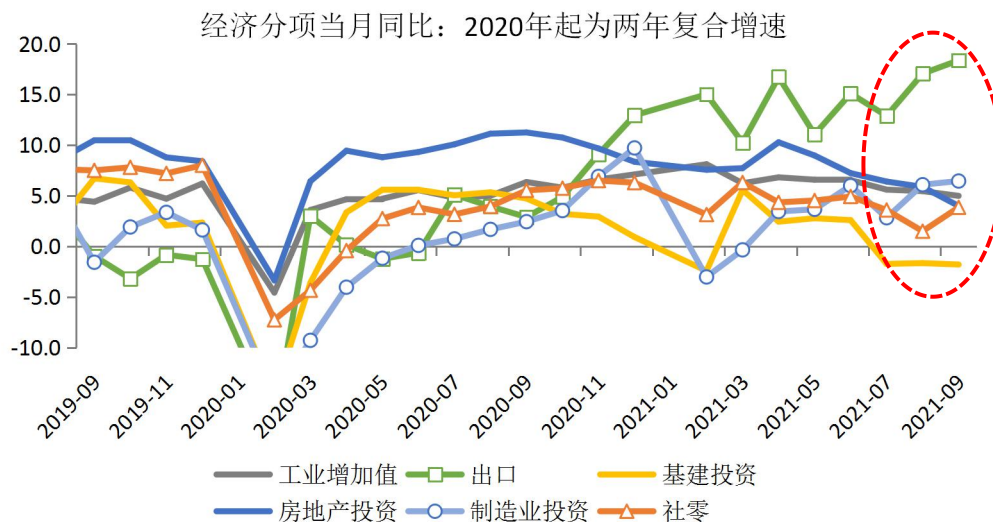
资料来源：Wind，优财研究院

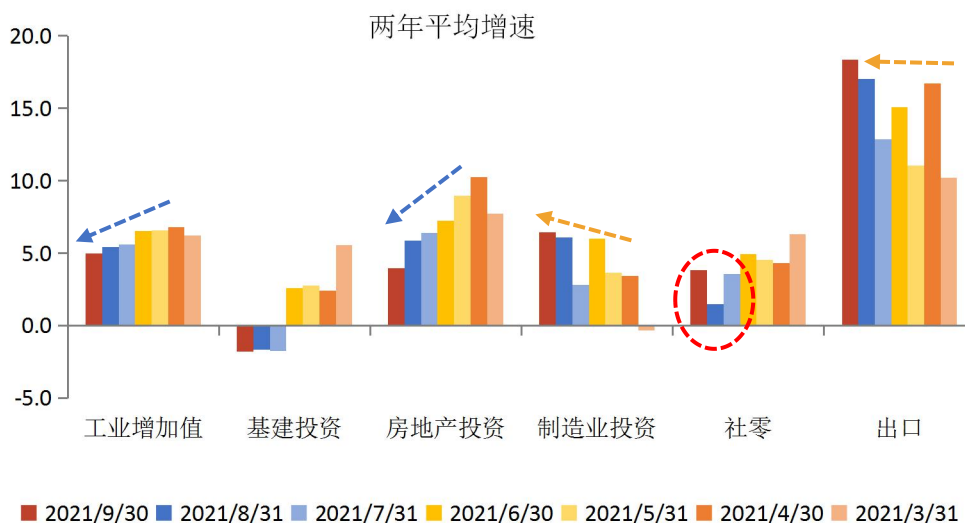
图 3：宏观经济热力图

指标	同比	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05	21-04	21-03	21-02	21-01	20-12	20-11
工业增加值	当月同比% (两年平均)	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6	6.8	6.2	8.1		7.1	6.6
固定资产投资		2.6	4.3	2.3	5.7	4.7	5.7	4.0	1.7		6.7	7.4
基建		-1.8	-1.7	-1.7	2.6	2.8	2.4	5.6	-2.4		0.9	2.9
房地产		4.0	5.9	6.4	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		8.3	9.7
制造业		6.4	6.1	2.8	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0		9.7	6.9
社消零售		3.8	1.5	3.6	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1		6.3	6.5
出口金额		18.4	17.0	12.9	15.1	11.1	16.7	10.2	23.0	10.1	13.0	9.1
进口金额		15.5	14.4	12.8	18.8	12.5	10.8	17.0	12.9	5.9	12.0	2.7
CPI	当月同比%	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3	0.9	0.4	-0.2	-0.3	0.2	-0.5
PPI	当月同比%	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0	6.8	4.4	1.7	0.3	-0.4	-1.5
M1	%	3.7	4.2	4.9	5.5	6.1	6.2	7.1	7.4	14.7	8.6	10.0
M2	%	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3	8.1	9.4	10.1	9.4	10.1	10.7
社融	存量同比%	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00	11.70	12.30	13.30	13.00	13.30	13.60
失业率	城镇调查	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.5	5.4	5.2	5.2

资料来源：Wind，优财研究院

图 4：内外动能持续分化 (%)





1. 需求端地产景气度走弱叠加供给端缺煤限电以及能耗双控，9月工业生产冲击较大，且供给端的负面扰动存在一定全面性，多数重点行业增加值两年复合增速均较上月继续走弱，尤其是上游行业走弱最为显著，其中能耗双控影响下高耗能的化学原料和有色金属冶炼压延降幅居前。保供政策发力下四季度供给端存在一定修复空间，但能耗双控存在政策约束，煤炭短缺短期仍难解决，供给冲击有望缓解但缺乏弹性，叠加今年冷冬概率加大，四季度生产端负面影响仍在。而随着四季度需求端进一步走弱，以及价格高企反噬需求，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓。

图 5: 工业增加值环比增长仅有 0.05% (%)

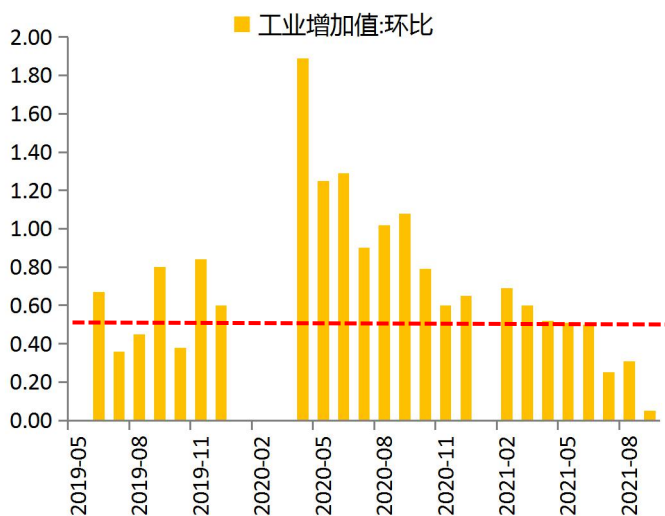
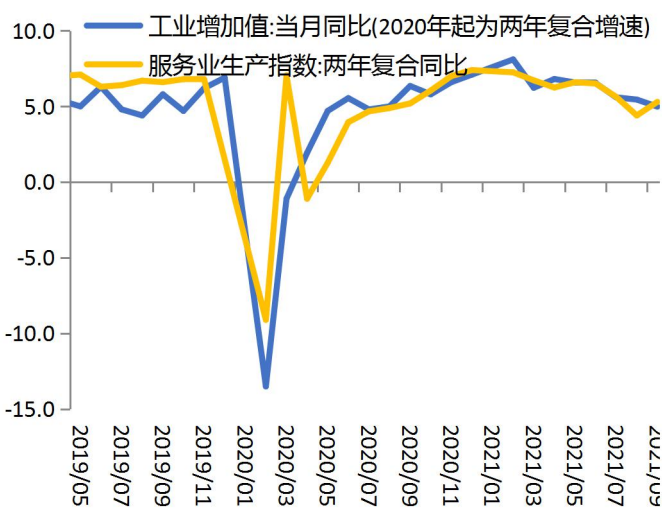


图 6: 工业和服务业生产 (%)

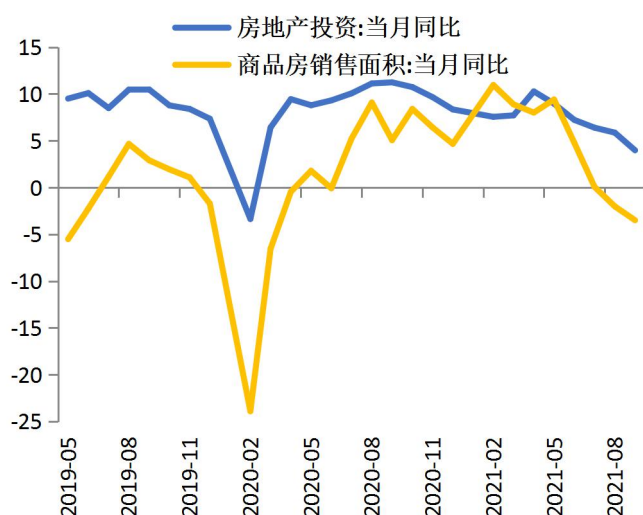


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

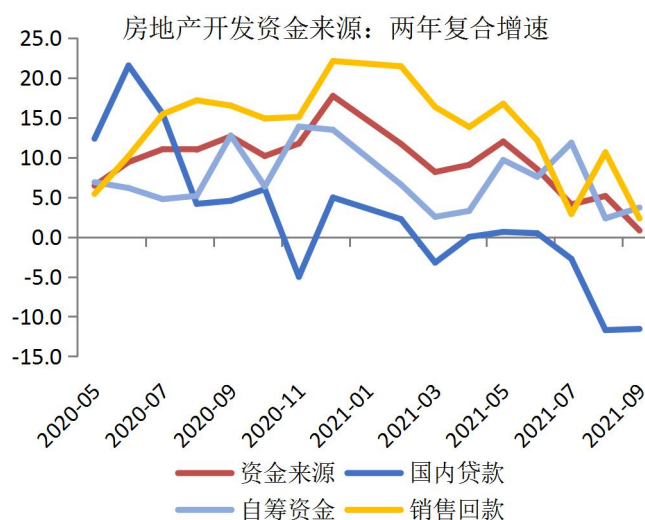
2. 房地产投资加速下行，资金来源压力进一步加大并逐渐向竣工端传导，从销售到投资的链条全面弱化，房地产是四季度经济放缓的主要驱动。个别房企负面信息发酵，次生风险加大下严监管或适度纠偏，但房地产去金融化长期任务下，地产政策预计仍将保持定力。

图 7：地产投资和销售同步下行（两年复合增速%）



资料来源：Wind，优财研究院

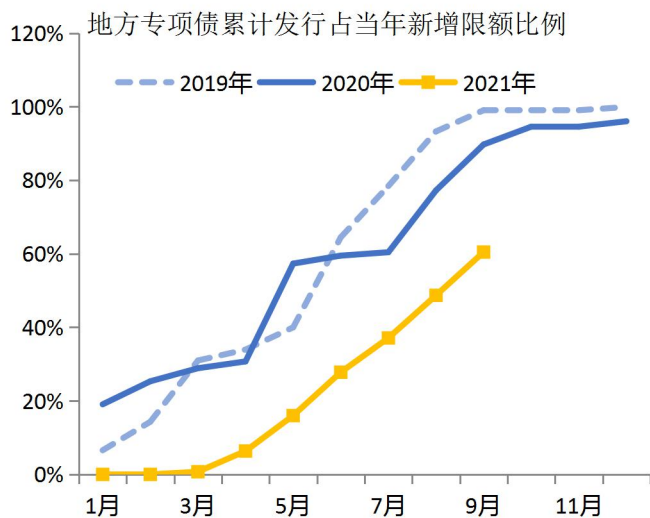
图 8：资金来源持续走弱（%）



资料来源：Wind，优财研究院

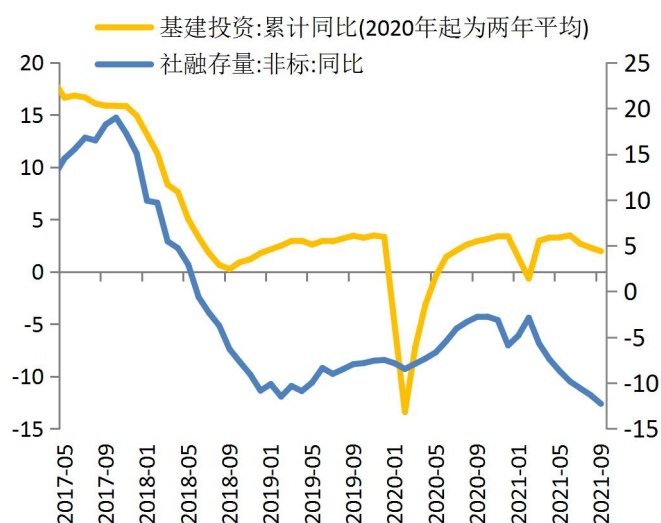
3. 基建投资仍然低迷，资金来源是主要拖累，15 号文落地执行下地方政府隐性债务监管趋严，基建项目融资难度加大。四季度专项债发行和财政进度有望加快，为四季度和明年初实际投资蓄力，但考虑到地方隐性债务监管约束仍强、土地财政承压，基建资金来源仍然受限，跨周期调节要求下政策需兼顾今明两年风险，年底财政发力仍需保留一定空间，年内温和托底概率更高，基建改善但不高估，明年财政发力前倾特征更明显。

图 9：今年专项债发行进度明显偏慢（%）



资料来源：Wind，优财研究院

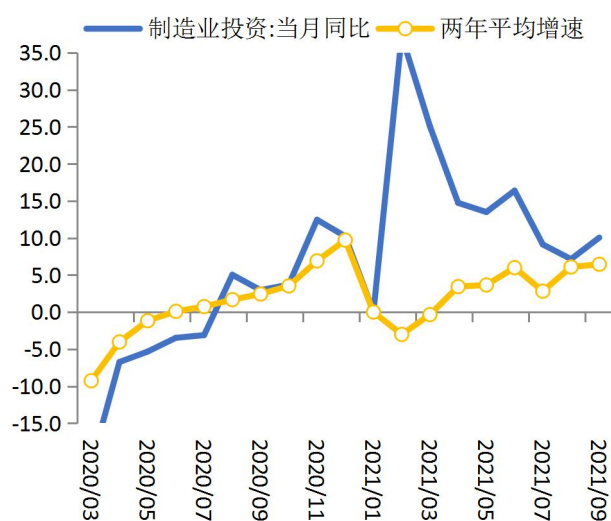
图 10：资金来源约束制约基建投资（%）



资料来源：Wind，优财研究院

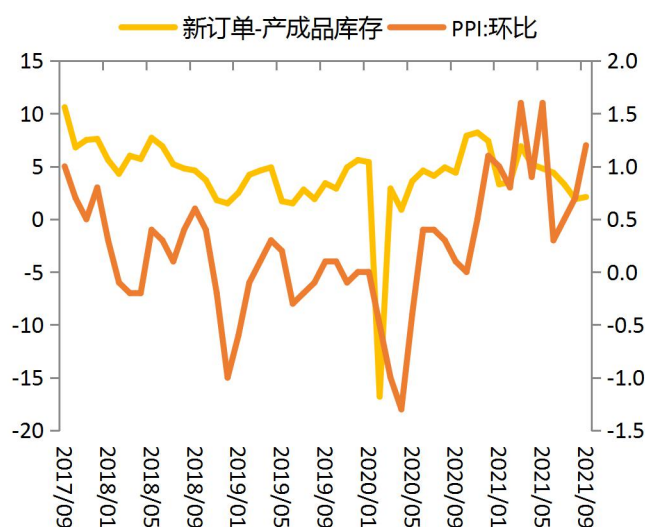
4. 9月制造业投资同比增速维持韧性，下游行业投资增速回升较快，出口链条韧性仍强，制造业维持改善方向，但阻力逐渐增大。9月PMI数据显示制造业呈现主动去库存迹象，房地产和基建走弱下制造业需求回落，叠加上游原材料价格快速上涨加大制造业成本端和利润压力，制造业改善阻力加大，并可能呈现结构性分化。

图 11：制造业投资增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

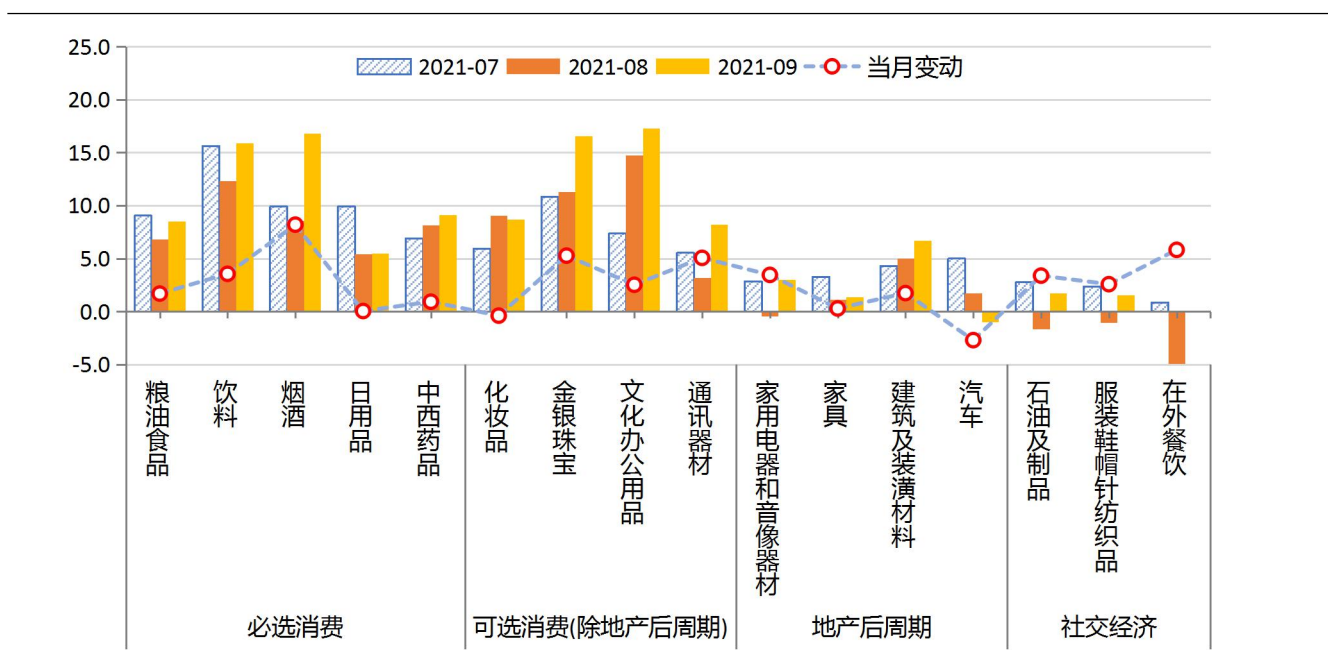
图 12：制造业呈现主动去库存迹象（%）



资料来源：Wind，优财研究院

5. 疫情影响收敛叠加9月中秋错位，消费超预期反弹，社交经济修复明显，缺芯问题尚未缓解，汽车消费增速继续下滑。随着区域疫情的阶段好转以及假期消费的提振，四季度消费存在一定环比修复空间。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 13：消费分项当月两年复合增速（%）



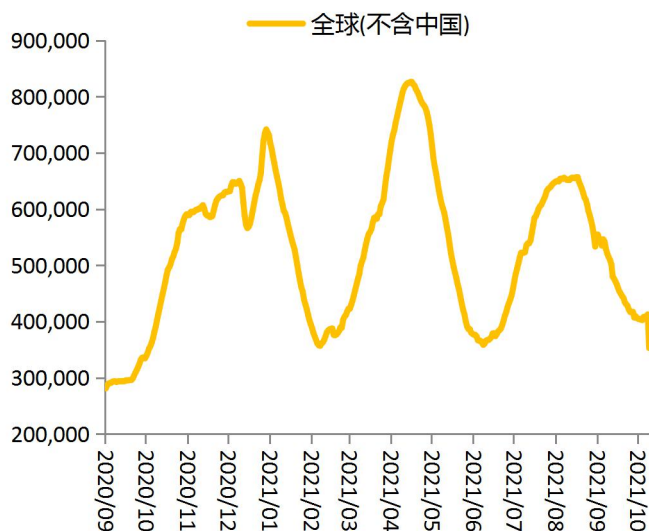
资料来源：Wind，优财研究院

二、海外疫情和经济活动跟踪

全球疫情继续处于第四波回落过程中，从主要国家来看，美国新增确诊病例延续下行，英国新增确诊病例再次回升接近前次高点。海外主要国家疫苗完全接种人数占比已超出 50%，欧洲超出 60%，完全接种比例回升下疫情影响或将趋于收敛。

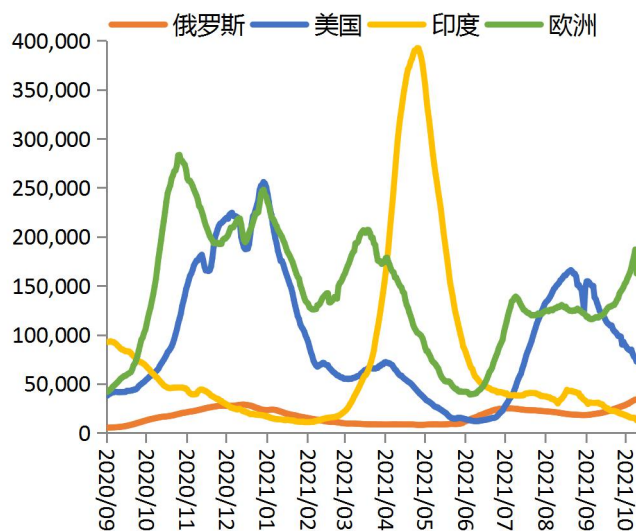
经济方面，近期美国表现强于欧洲，但本周美国经济意外指数有所回落，欧洲保持低位震荡，美欧差值小幅收敛，美元指数小幅回落，通胀预期快速升温下美债收益率上破 1.6%。

图 14: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）



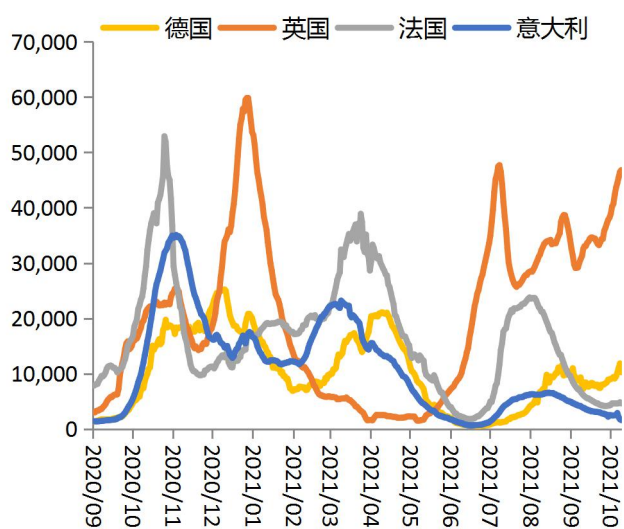
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）



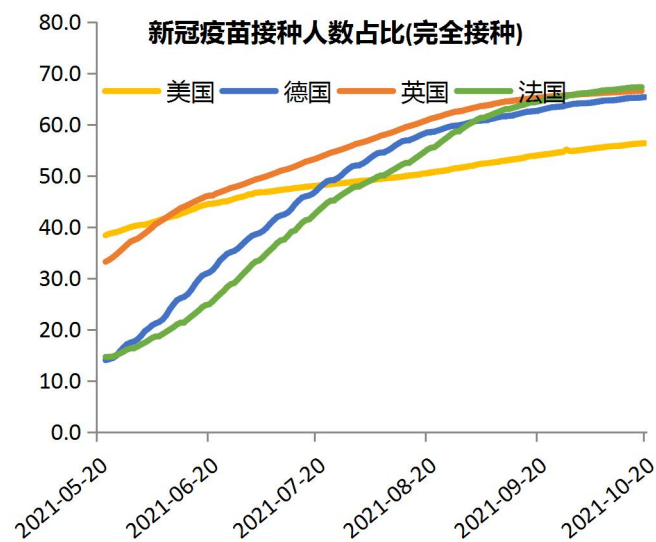
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）



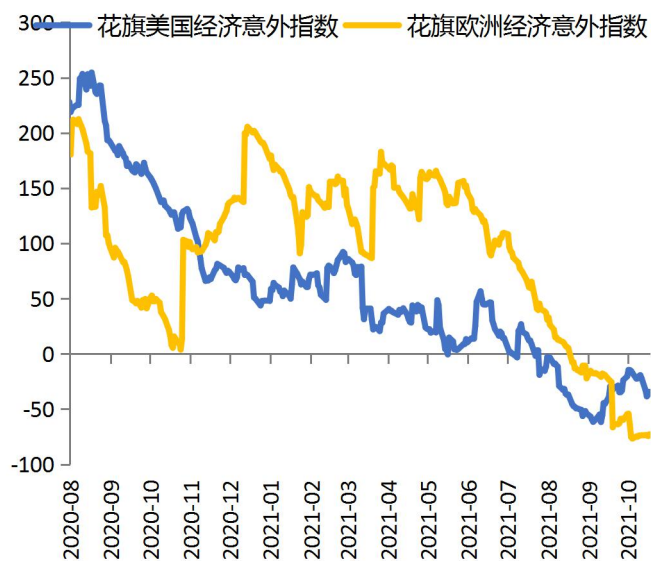
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 新冠疫苗完全接种人数占比（%）



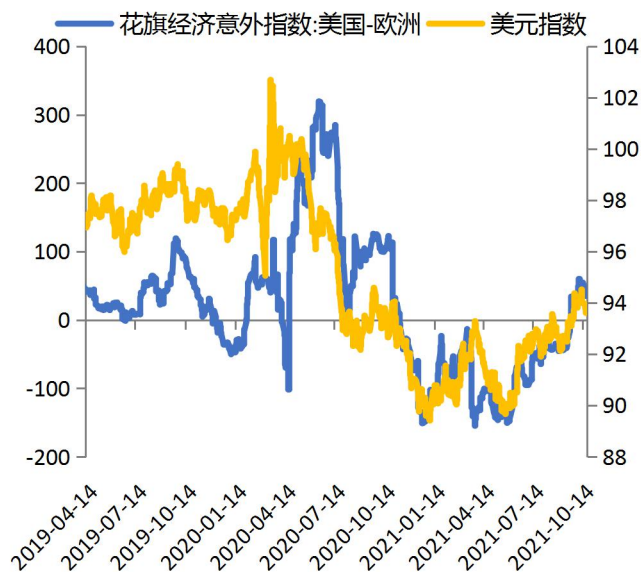
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18：4 月以来欧洲经济意外指数持续走弱



资料来源：Wind，优财研究院

图 19：美欧差值收窄对应美元指数回升



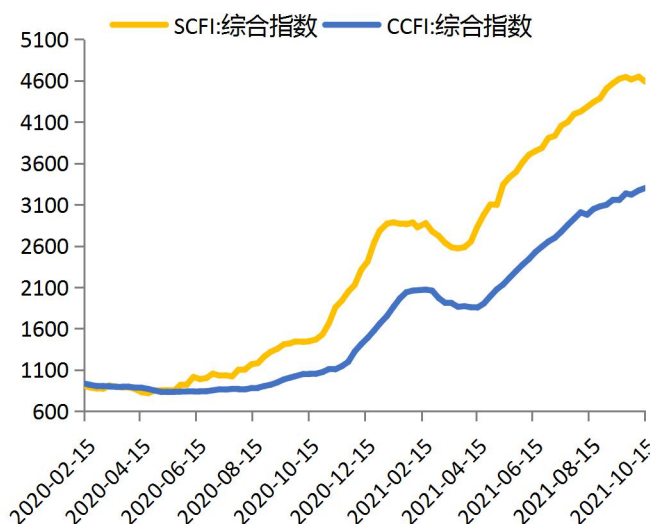
资料来源：Wind，优财研究院

图 20：4 月以来欧洲经济意外指数持续走弱



资料来源：Wind，优财研究院

图 21：美欧差值收窄对应美元指数回升



资料来源：Wind，优财研究院

三、经济高频观察

1. 需求：30 城销售延续弱势，近期地产政策边际有望松动

10 月商品房销售延续弱势，截至 10 月 20 日，30 大中城市商品房日均销售面积为 33.66 万方，较 8、9 月销售低位继续回落，为去年 3 月以来的新低。同比降幅较 8、9 月继续进一步扩大，结构上二三线城市表现较弱。

近期地产政策面临边际松动，信用风险升温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。继 9 月底货币政策委员会三季度例会提出“两维护”、人民银行等四部委联合 24 家银行召开房地产金融工作座谈会后，本周国务院副总理刘鹤在金融街论坛表示，统筹做好金融风险防控，要推动中小金融机构改革化险，处置好少数大型企业违约风险。目前房地产市场出现个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。潘功胜则指出，近期我国房地产市场及相关金融市场出现一些波动，这是市场主体在个别企业违约事件出现之后的应激反应。在金融管理部门的预期引导下，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。

图 22：30 城商品房成交面积（万平方米）

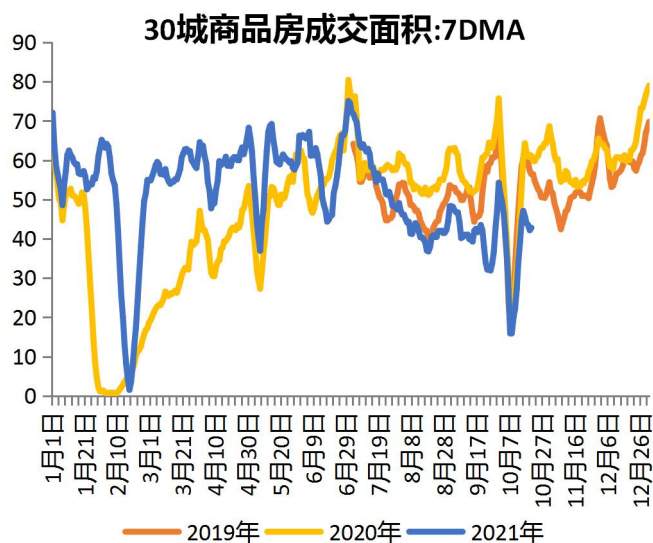
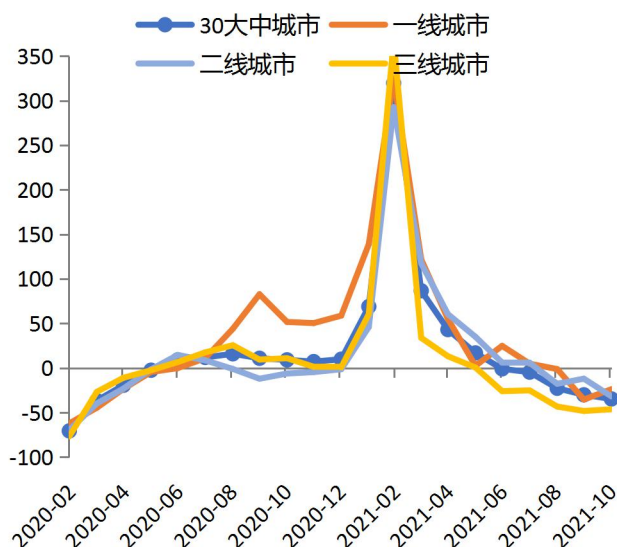


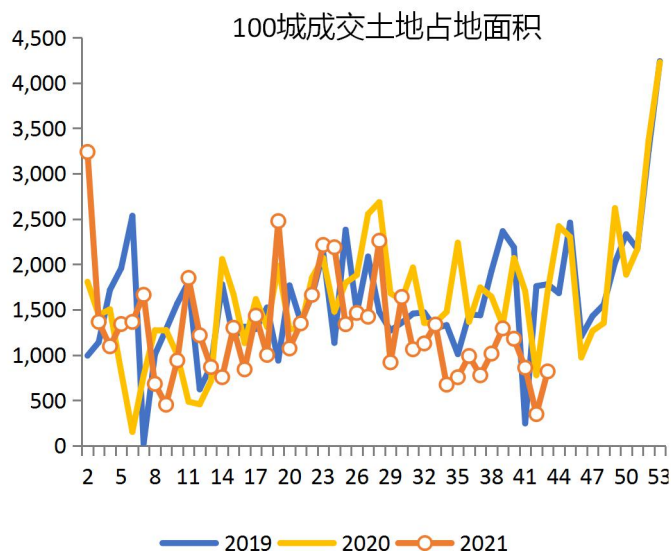
图 23：30 城商品房成交面积同比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

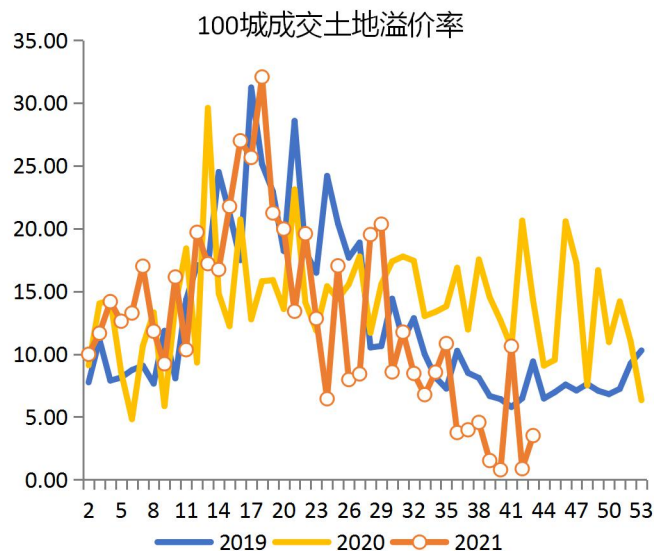
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：百城土地成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：百城土地成交溢价率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

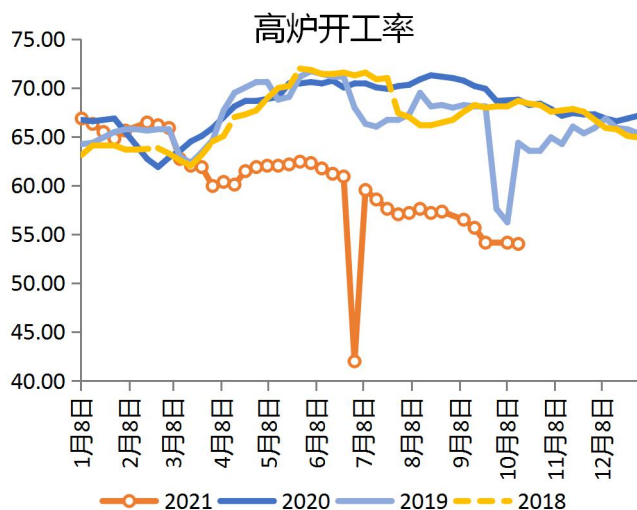
2. 生产：期现货市场联动强力抑制煤炭价格炒作

生产端 10 月以来延续 9 月末低位状态，能耗双控、缺煤限电短期难以根本性解决，生产端冲击仍在，电厂日耗和高炉开工率下降至低位，江浙下游织机开工率本周小幅回升，但仍大幅低于正常开工率水平。

近日保供政策持续出台，期现货市场联动强力抑制煤炭价格炒作，引发了黑色系商品期货价格大幅调整。10 月 19 日发改委组织召开煤电油气运重点企业保供稳价座谈会，强调力争煤炭日产量达到 1200 万吨以上，并且称将会同有关部门，密切关注煤炭市场动态和价格走势，梳理、排查保供稳价工作存在的矛盾和问题，及时协调解决，依法加强监管、严厉查处资本恶意炒作动力煤期货。当晚，发改委八大举措推进落实能源保供稳价：一进一步释放煤炭产能，二稳定增加煤炭产量，三引导煤炭价格回归合理水平，四进一步落实发电供热企业煤炭中长期合同全覆盖，五推

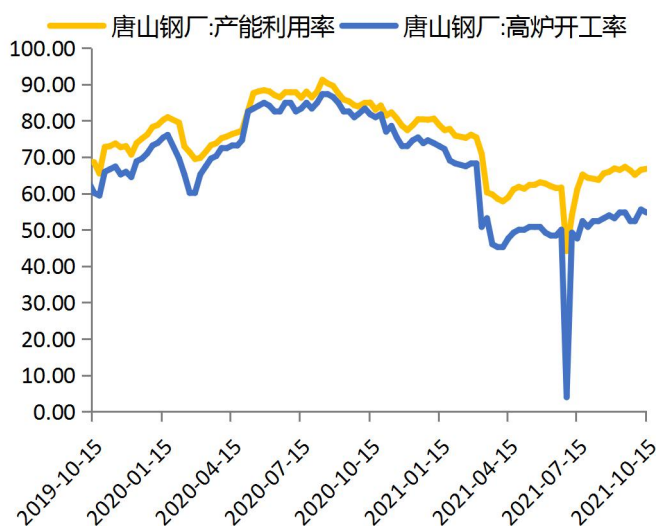
动煤电机组应发尽发，六严格按照合同保障供用气，七加强能源运输保障，八加强期现货市场联动监管。

图 26: 高炉开工率 (%)



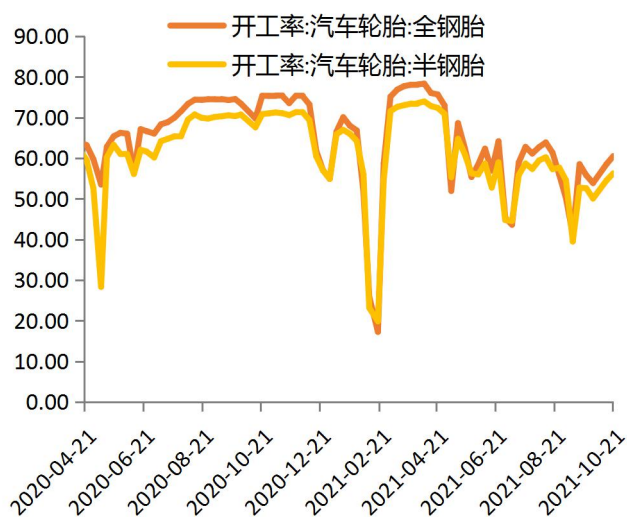
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



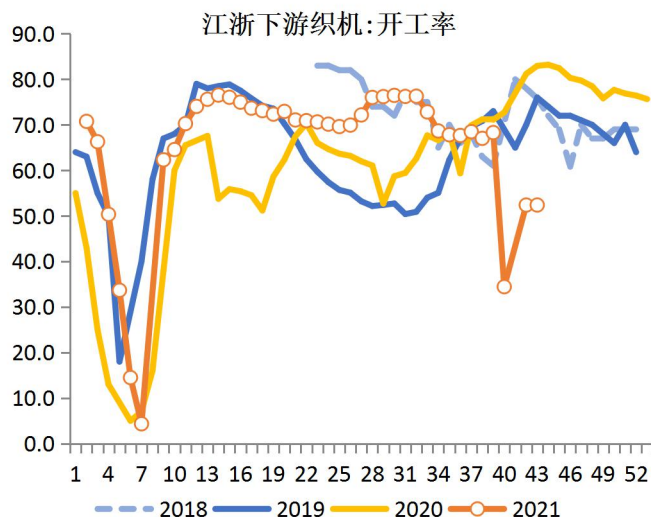
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升 (%)



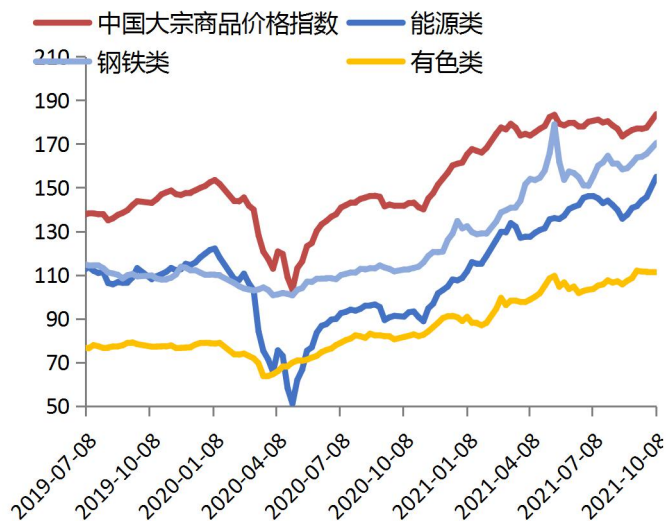
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 江浙下游织机:开工率 (%)



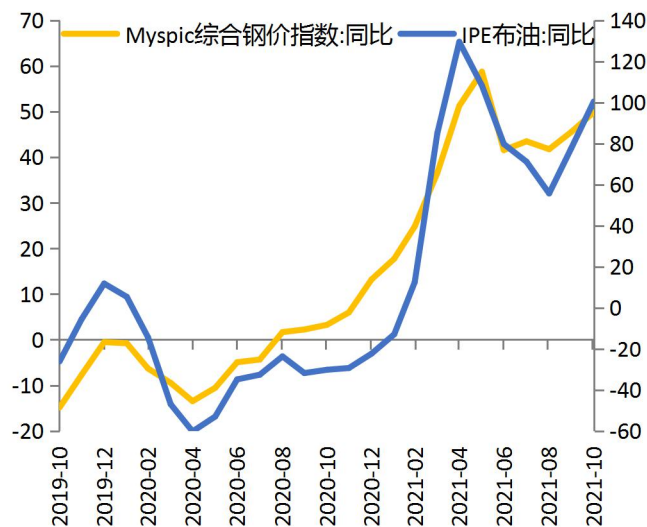
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: 大宗商品价格指数



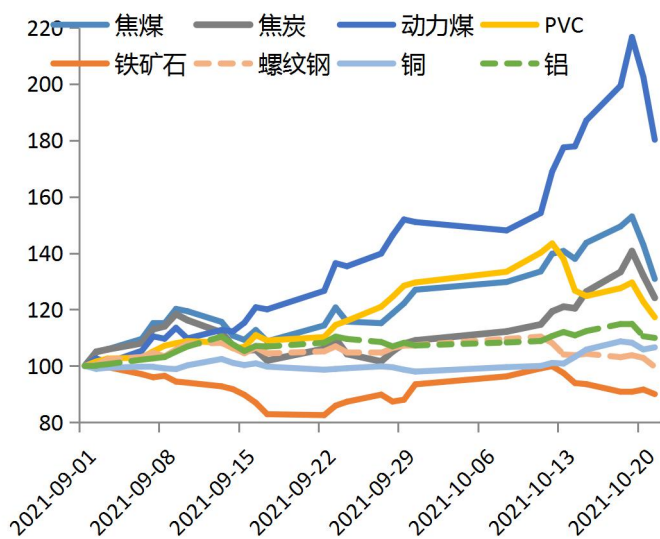
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 钢价指数&布油同比 (%)



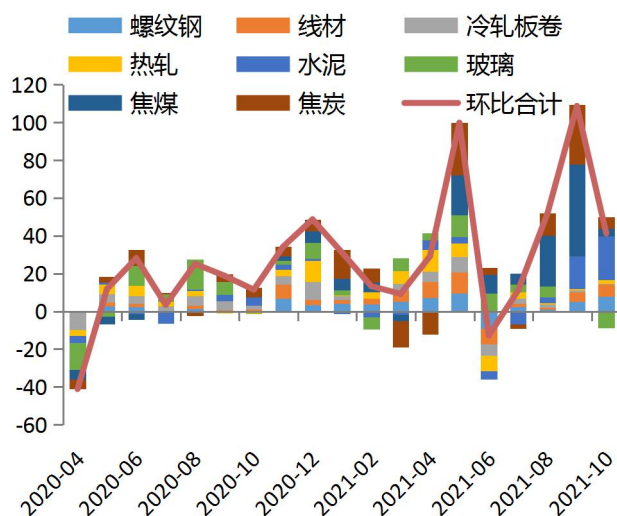
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 上游高耗能产品价格快速回落 (指数定基)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 工业品价格月度环比 (%)

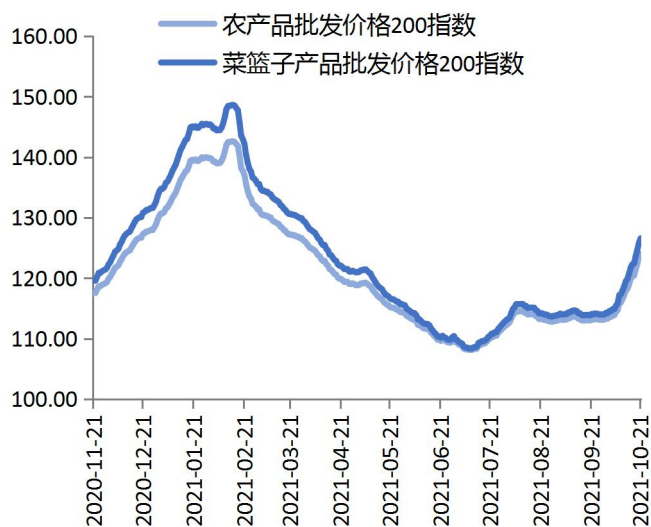


资料来源: Wind, 优财研究院

3. 通胀：暴雨降温推动鲜菜价格骤升，冻猪肉收储支撑猪价反弹

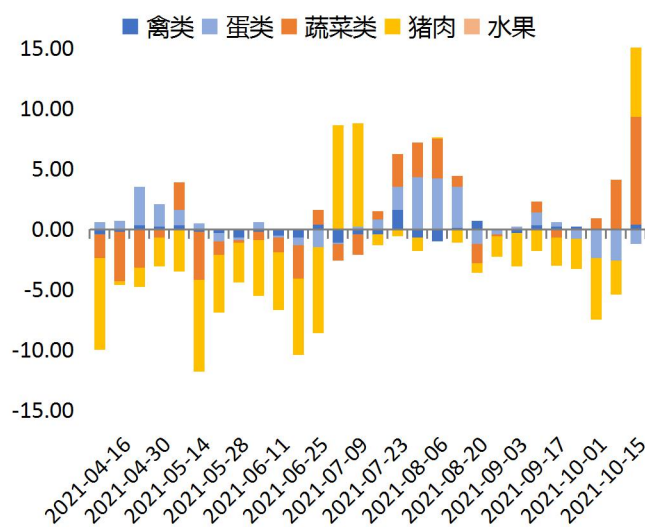
本周农产品价格指数继续回升，今年多地雨水天气叠加近期冷空气席卷，鲜菜价格骤升，同时年内中央第二轮的冻猪肉收储启动叠加四季度猪肉消费需求持续增加，近日猪肉价格也有所反弹。

图 34：农产品批发价格 200 指数



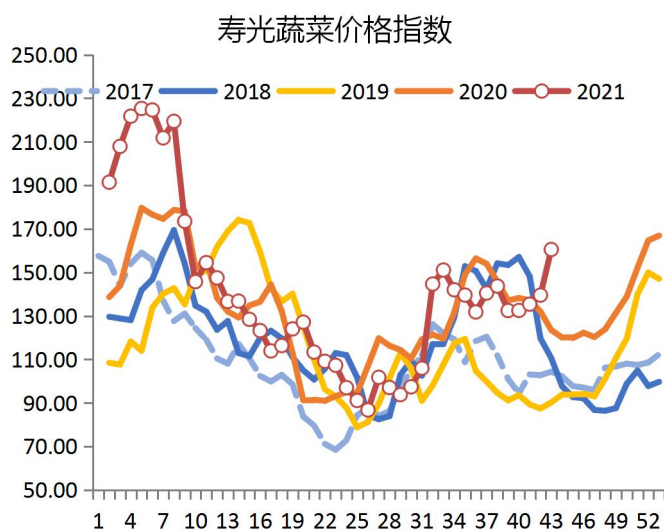
资料来源：Wind，优财研究院

图 35：食用农产品价格指数:周环比 (%)



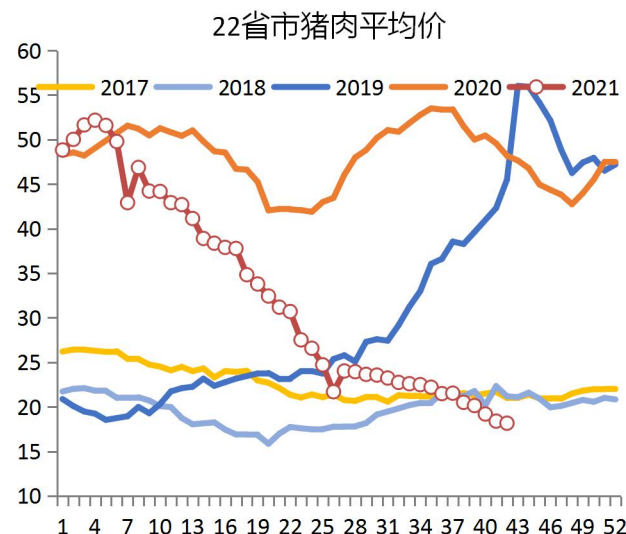
资料来源：Wind，优财研究院

图 36：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 37：22 省市猪肉平均价 (元/千克)
(%)



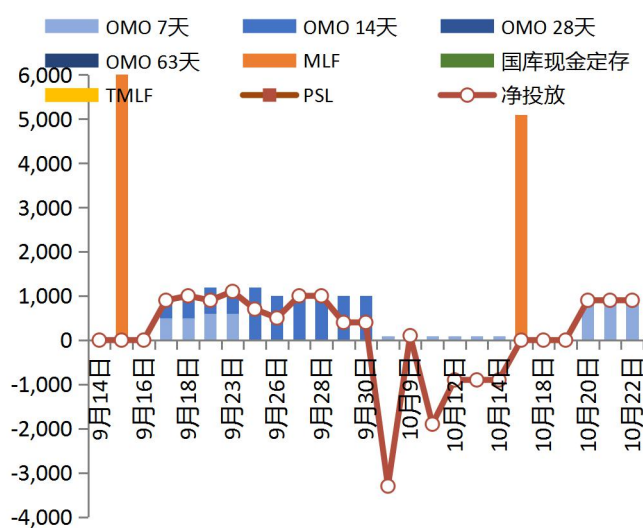
资料来源：Wind，优财研究院

4. 资金面：央行逆回购加量投放对冲资金面缺口

本周央行逆回购操作加量，周三起连续三日投放 1000 亿 7 天逆回购投放，对冲税期和政府债券发行缴款等因素影响，银行间市场资金供给充裕，主要回购利率普遍下行。此次加量投放较以往非跨季月的操作日期更提前，并且投放量更大，体现央行对资金面的呵护态度，在上周五降准预期落空后，资金面呵护态度下市场对于政策面的担忧有所缓和，货币政策仍维持“以稳为主”的主要基调不改。

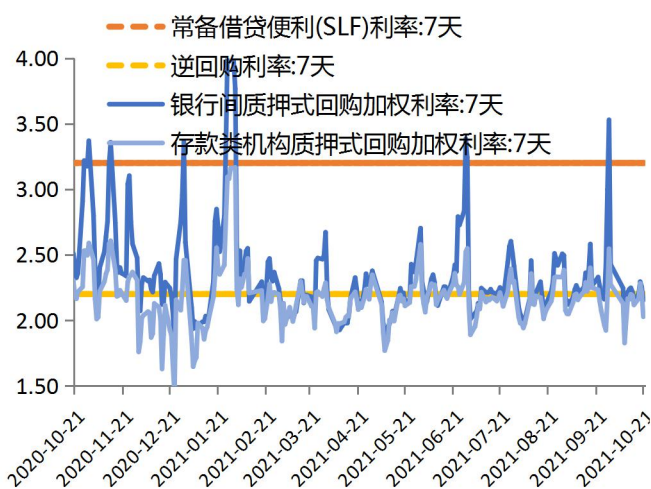
本周公开市场累计进行了 3200 亿元逆回购操作，实现净投放 2600 亿元，下周央行公开市场将有 3200 亿元逆回购到期，下周三还有 700 亿元国库现金定存到期，预计央行仍将维持加量操作对冲资金缺口，银行间流动性有望保持整体稳定。

图 38：央行逆回购加量投放（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 39：资金利率小幅下行（%）



资料来源：Wind，优财研究院

四、总结

保供政策发力下四季度供给端存在一定修复空间，叠加疫情收敛，工业和消费环比存在一定修复空间。但需求端压力尚未见底，消费仍然是修复的慢变量，财政发力下基建投资年内改善但不高估，制造业投资修复也面临“被动补库存”的压力，房地产景气度加速下行和出口见顶回落将分别成为今年下半年和明年上半年经济放缓的两阶段主要驱动。价格端，能耗双控存在政策约束，煤炭短缺短期仍难解决，短期供给冲击有望缓解但缺乏弹性，随着需求端进一步走弱，以及价格高企反噬需求，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓。

近期降准预期落空+美债利率走高+大宗表现强势+放宽地产信贷、结构性宽信用预期下，债市短期调整压力加大，货币政策或成为四季度债市的关键。但债市大跌之后宽松政策预期得到一定修正，央行逆回购加量投放反映货币政策“以稳为主”基调不改，经济动能趋弱也对债市形成一定支撑，债市更多的仍是回调而非趋势反转，短期建议做陡期限利差。股市方面，近期缺煤限电、能耗双控进一步施压经济下行压力，弱化股市业绩预期，广义流动性收缩下股市难有趋势性机会，短期仍受风险偏好下降的冲击，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

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/>