

2021年11月1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



经济“类滞胀”特征进一步深化

内容提要

经济短期扰动和中期隐忧交错，内外动能分化延续，“疫情反复+极端天气+缺煤限电+能耗双控”等扰动因素冲击生产和需求，经济动能进一步边际趋缓，供给约束进一步推升工业品价格，经济呈现“类滞胀”特征。往后看，随着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，财政温和发力下基建投资托而不举，制造业投资的修复空间也面临成本和利润端的压力，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。

而10月高频数据显示能耗双控、缺煤限电带来的供给约束仍未缓解，供给约束下推升工业品价格，量价分化继续加剧下经济“类滞胀”特征进一步深化。10月原材料和出厂价格进一步回升，预计10月PPI或将进一步升至12%以上。近期保供政策及价格调控下煤价以及上游工业品价格纷纷大跌，供给端约束或边际缓解，随着需求端进一步走弱，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓，PPI有望在年底拐点回落。而近期猪肉以及菜价快速上行并不具备持续性，内需不足仍压制全面通胀风险。

当前信用收缩进入第二阶段，随着基数回落+财政后置+政策部署宽信用，年底社融企稳的积极因素增多，预计社融存量同比10.3%左右。但我们认为社融大概率仍处于磨底状态，每一轮信用扩张中货币政策、融资渠道和融资主体缺一不可，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，信用易稳难宽。根据领先性线性外推，从三季度票据和企业债券融资率先触底到社融存量增速进入典型扩张期大约还需3-4个季度左右，也即意味着信用转为真正的扩张可能需要等到明年二季度后。

宏观政策方面，当前保供政策仍是重点，财政温和托底，货币政策在“类滞胀”环境下面临两难，经济动能下行制约货币收紧，但也需避免货币宽松助长通胀预期，流动性投放以补缺口为主，本月降准预期落空+央行逆回购加码投放就是“补缺”思路体现。四季度资金面预计仍将以稳为主，降准有待房地产风险扩散等触发剂，再贷款再贴现、碳减排结构性货币政策工具等结构性货币政策是主要工具，年底PPI拐点回落叠加外需压力加大下或是政策转向全面稳增长的重要窗口期。

风险提示

经济下行压力超预期，央行直达实体的货币政策工具超预期使用

请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

一、 供需双击加剧经济“类滞胀”风险	3
1. 供需约束下经济“类滞胀”特征进一步深化	3
2. 供给端扰动冲击工业生产	6
3. 房地产是四季度经济放缓的主要驱动，政策存在边际调整空间	7
4. 基建投资仍然低迷，隐债监管约束广义财政发力空间	8
5. 制造业投资维持改善方向，但阻力逐渐增大	10
6. 疫情影响收敛提振消费反弹	11
二、 信用收缩仍在继续，社融易稳难宽	12
三、 供给冲击下 PPI 创历史新高，内需不足制约企业成本传导效率	15
四、 降准预期落空，央行逆回购投放加码支撑资金面平衡	17
五、 实体高频观察	19
1. 需求：30 城销售延续弱势，近期地产政策边际有望松动	19
2. 生产：期现货市场联动强力抑制煤炭价格炒作，工业品价格大幅调整	20
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	22
重要声明	24

一、供需双击加剧经济“类滞胀”风险

1. 供需约束下经济“类滞胀”特征进一步深化

经济短期扰动和中期隐忧交错，内外动能分化延续，外生冲击下经济动能进一步边际趋缓，三季度 GDP 两年复合增速破 5%，供给约束进一步推升工业品价格，量价分化继续加剧下经济“类滞胀”特征进一步深化。一方面，“国内疫情反复及防控升温+极端天气+缺煤限电+能耗双控”等扰动因素带来经济短期冲击，另一方面，房地产景气度下行以及出口高位回落形成的今年下半年和明年上半年的两阶段放缓力量，带来了经济中期的周期性风险。10 月宏观环境延续供需双降，能耗双控、缺煤限电带来的供给约束仍未缓解，生产端继续快速下滑，需求端也延续低位回落，制造业呈现“主动去库存”迹象，中小企业经营压力加大，疫情反复也打断非制造业恢复势头。

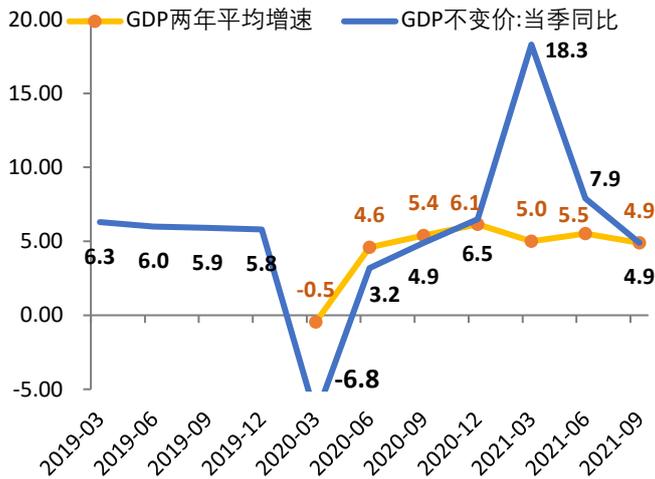
供给约束下推升工业品价格，量价分化继续加剧下经济“类滞胀”特征进一步深化。10 月 PMI 出厂价格 2016 年以来新高，以 PMI 和 PPI 刻画的经济运行轨迹进一步向“类滞胀”格局深化，PPI-CPI 剪刀差持续冲高下中游制造业成本端和利润压力加大，制约制造业投资修复空间，价格的高企同时也反噬需求，形成经济减速压力。

PPI 短期仍有冲高压力，保供政策及价格调控下近期煤价及上游工业品价格大跌，PPI 年底有望拐点回落。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，10 月原材料和出厂价格进一步回升，预计 10 月 PPI 或将进一步升至 12% 以上。近期保供及价格调控政策下煤价以及上游工业品价格纷纷大跌，供给端约束或边际缓解，随着需求端进一步走弱，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓，PPI 有望在年底拐点回落。

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，财政温和发力下基建投资托而不举，制造业投资的修复空间也面临成本和利润端的压力，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。宏观政策方面，当前保供政策仍是重点，财政温

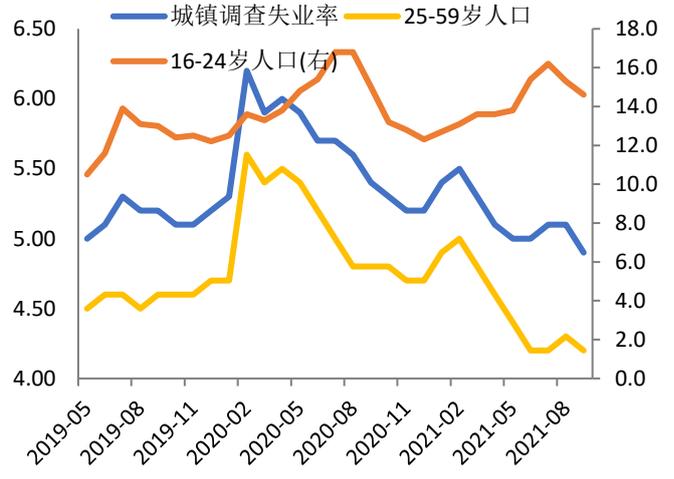
和托底，货币政策在“类滞胀”环境下面临两难，流动性投放以补缺口为主，结构性政策工具是主要运用工具，年底 PPI 拐点回落叠加外需压力加大下或是政策转向全面稳增长的重要窗口期。

图 1: GDP 两年增速破 5 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: 就业 (%)



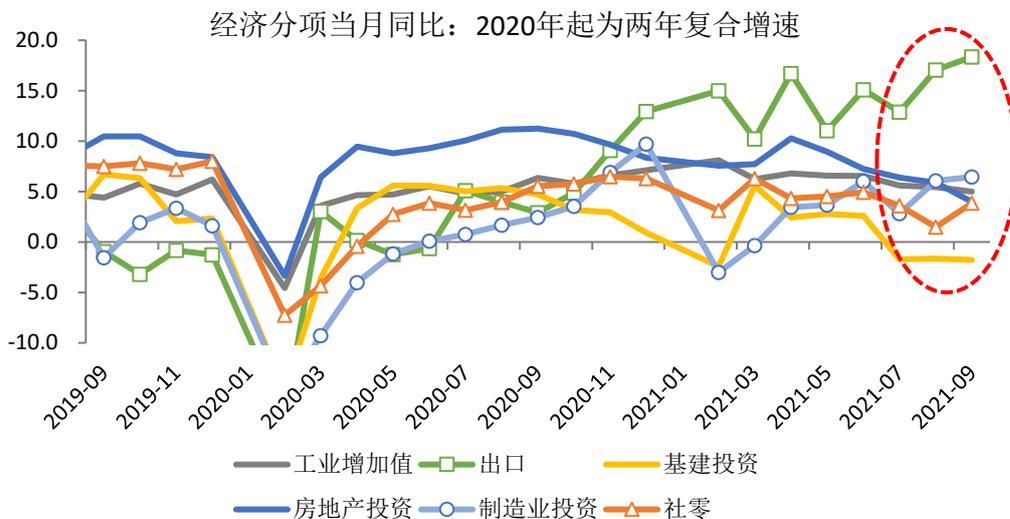
资料来源: Wind, 优财研究院

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	

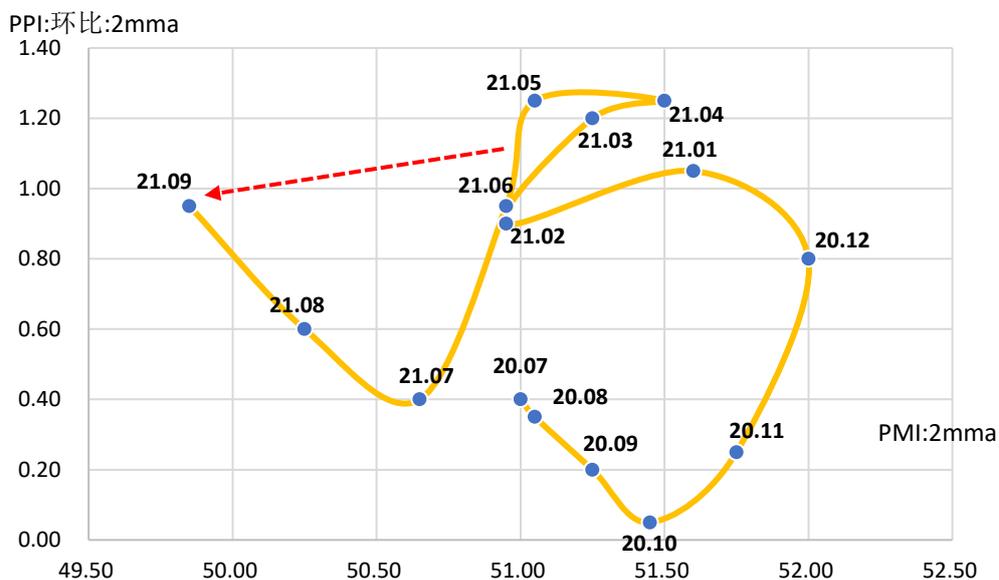
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4：内外动能持续分化 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：经济运行轨迹进一步向“类滞胀”格局深化 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

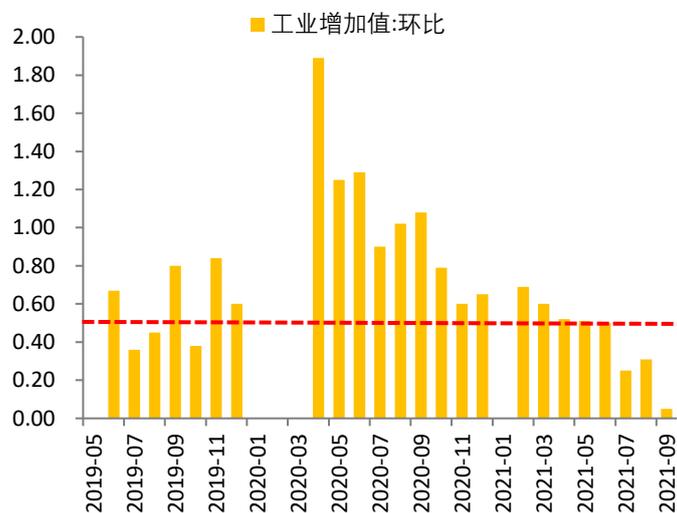
2. 供给端扰动冲击工业生产

地产需求走弱叠加供给端缺煤限电以及能耗双控，工业生产冲击较大，9月工业增加值环比增长仅录得0.05%，创下除2020年初疫情影响最大的1-2月之外的最低值，服务业生产则受疫情缓和提振有所回升，但增速仍然处于年内低位。

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，地产链上的黑色金属冶炼两年平均增速则在供需两端的制约下跌入负值。

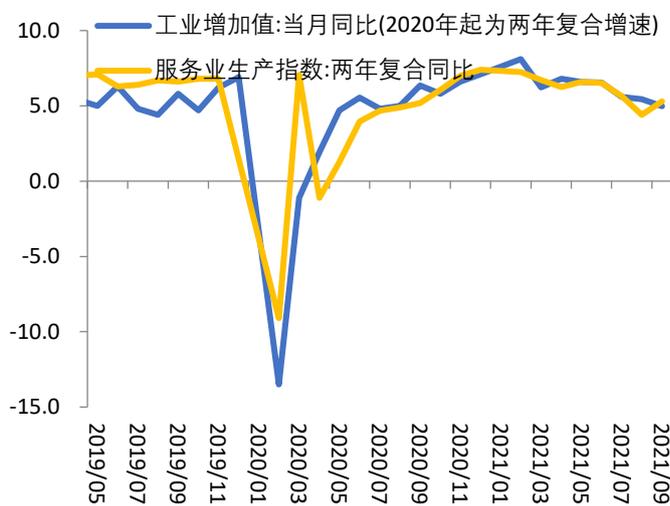
保供政策发力下四季度供给端存在一定修复空间，但能耗双控存在政策约束，煤炭短缺短期仍难解决，供给冲击有望缓解但缺乏弹性，叠加今年冷冬概率加大，四季度生产端负面影响仍在。而随着四季度需求端进一步走弱，以及价格高企反噬需求，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓。

图 6：工业增加值环比增长仅有 0.05%（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：工业和服务业生产（%）



资料来源：Wind，优财研究院

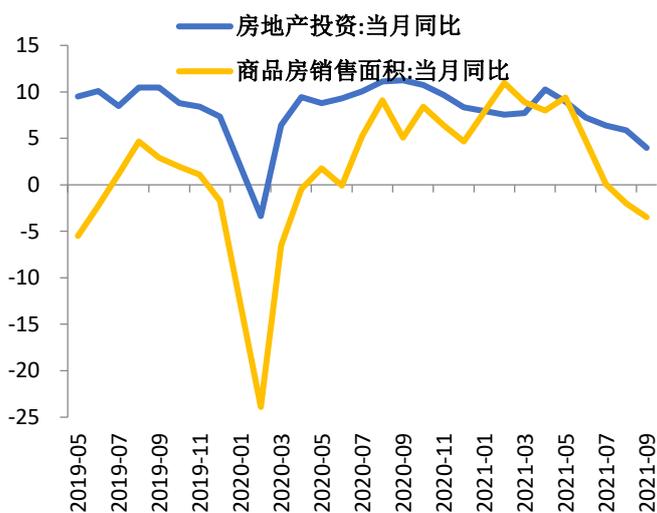
3. 房地产是四季度经济放缓的主要驱动，政策存在边际调整空间

房地产投资加速下行，个别房企负面信息发酵。房地产投资和销售增速加速下行，1-9月房地产开发投资累计同比8.8%，两年复合增长7.2%，9月当月同比录得-3.5%，两年复合增速为4%，房地产投资和销售两年同比较前值分别下降1.9和1.5个百分点，销售面积增速降幅继续扩大，房地产景气度进一步回落。

房地产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。自房企“三道红线”政策出台约束房企外源融资后，年中以来地产调控措施加码，限购政策升级以及部分城市房贷利率上抬压制房地产预期走弱，叠加房贷集中度管理，商品房销售增速快速回落至负值制约内源性销售回款，进一步加剧房企资金来源的压力。资金来源压力叠加库存去化放缓，房企补库存的能力与意愿均不足，前端拿地和开工延续弱势，而本月竣工面积增速也明显放缓，显示资金压力逐渐向竣工交房传导，从销售到投资的链条面临全面的弱化。

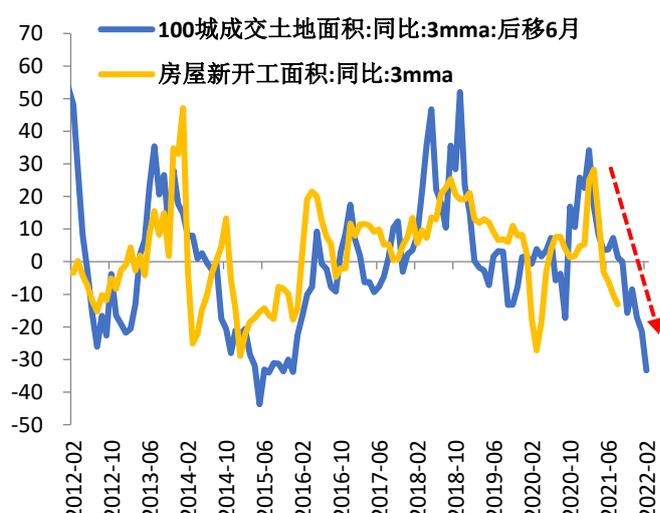
当前房地产投资下行压力与政策严监管高度相关，带来经济增速放缓压力的增大以及地产行业的尾部风险，次生风险压力加大下严监管存在适度纠偏的可能，但房地产去金融化长期任务下，地产政策预计仍将保持定力。

图8：地产投资和销售同步下行（两年复合增速%）



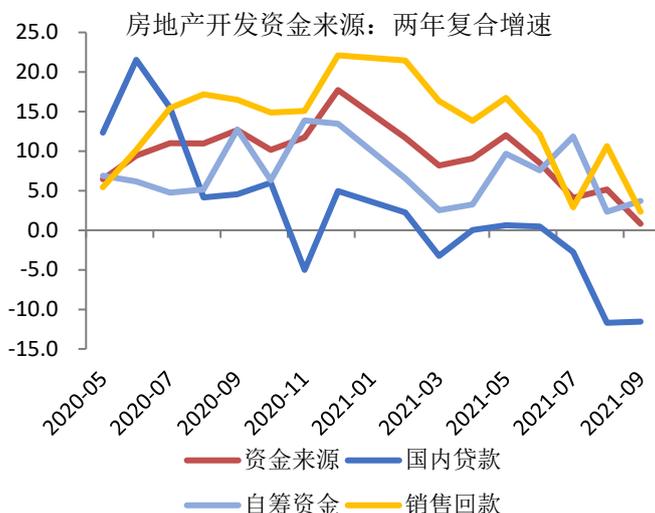
资料来源：Wind，优财研究院

图9：土地成交走弱带动新开工持续向下（%）



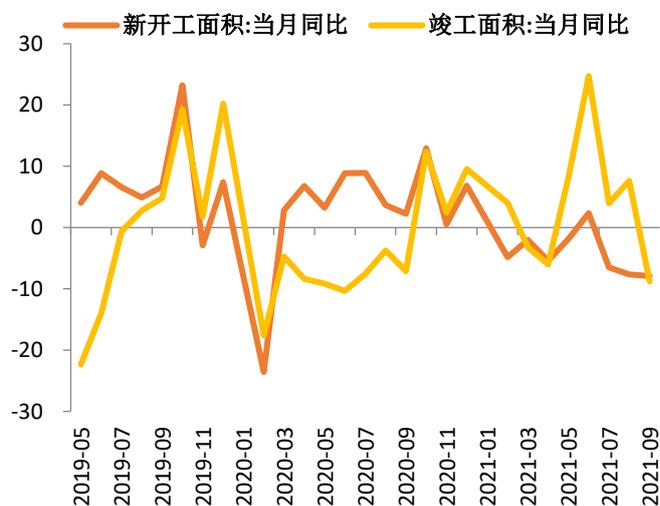
资料来源：Wind，优财研究院

图 10: 资金来源持续走弱 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 11: 资金压力开始向竣工传导 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

4. 基建投资仍然低迷，隐债监管约束广义财政发力空间

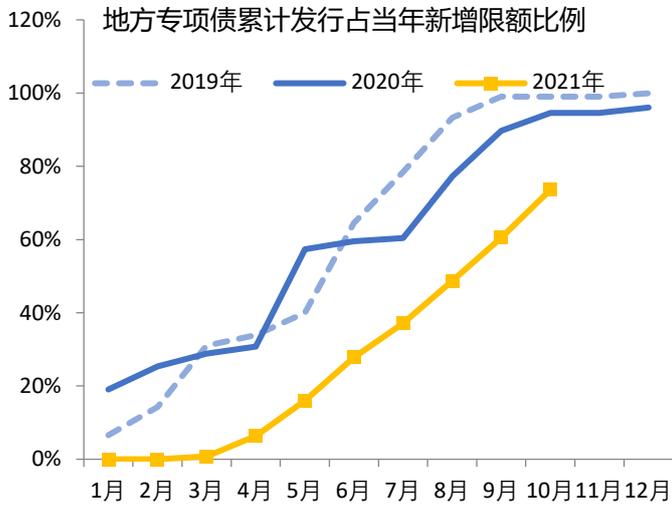
1-9 月基建投资（不含电力）累计同比 1.5%，两年复合增长 0.4%，当月同比为 -6.5%，两年复合增速为-1.8%，保持低位运行。

基建投资仍然低迷，资金来源是主要拖累，前期专项债发行以及财政支出进度偏慢是主因，而 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，资金来源约束较大。

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。随着中期周期性风险压力加大，稳增长必要性抬升下财政有望加快发力，专项债发行也自 8 月起开始提速，9 月以来财政部要求地方补报专项债项目，并要求预留的额度提前至 11 月底发行完毕，四季度至明年一季度的基建投资将受到一定提振。

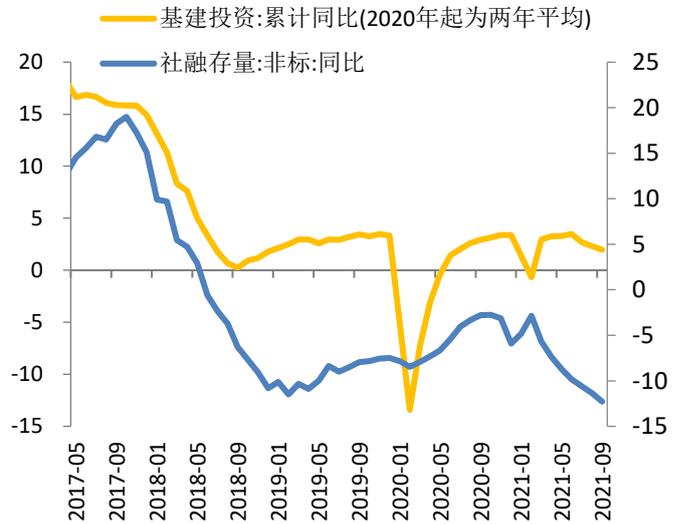
但考虑到地方隐性债务监管约束仍强、土地财政承压，基建资金来源仍然受限，跨周期调节要求下政策需兼顾今明两年风险，年底财政发力仍需保留一定空间，年内温和托底概率更高，基建改善但不高估，明年财政发力前倾特征更明显。

图 12: 专项债发行节奏逐渐加快 (%)



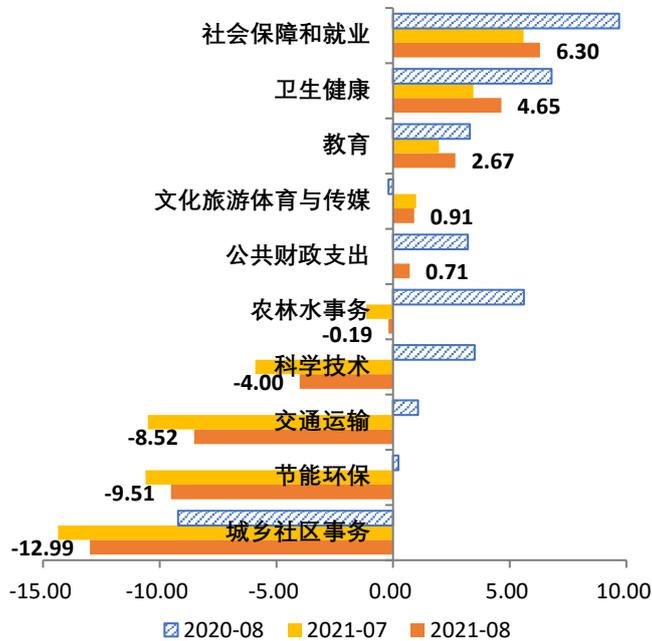
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 资金来源约束制约基建投资 (%)



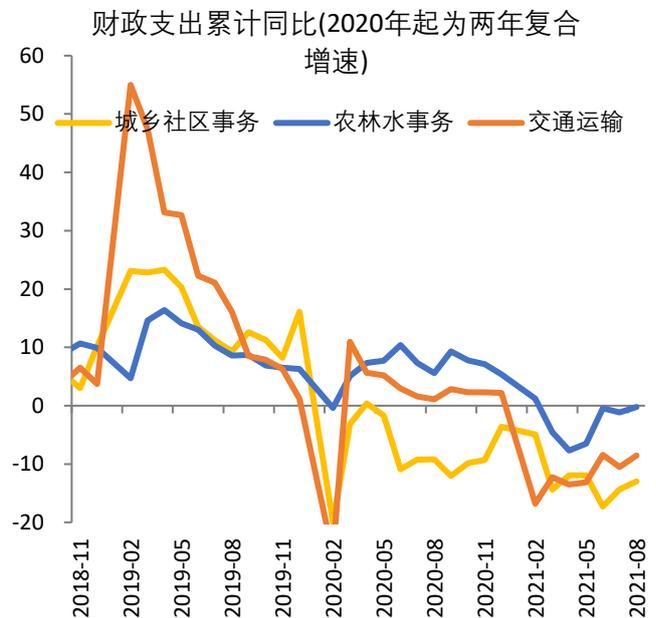
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 财政支出:累计同比(两年复合增速%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 基建领域支出偏弱, 8月略有改善 (%)



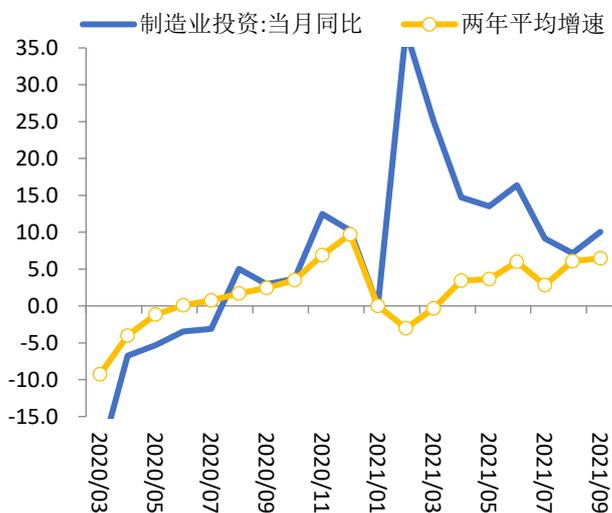
资料来源: Wind, 优财研究院

5. 制造业投资维持改善方向，但阻力逐渐增大

1-9月制造业投资累计同比14.8%，两年复合增长3.3%，9月当月同比为10%，两年复合增速为6.4%，较前值分别回升2.9和0.3个百分点。

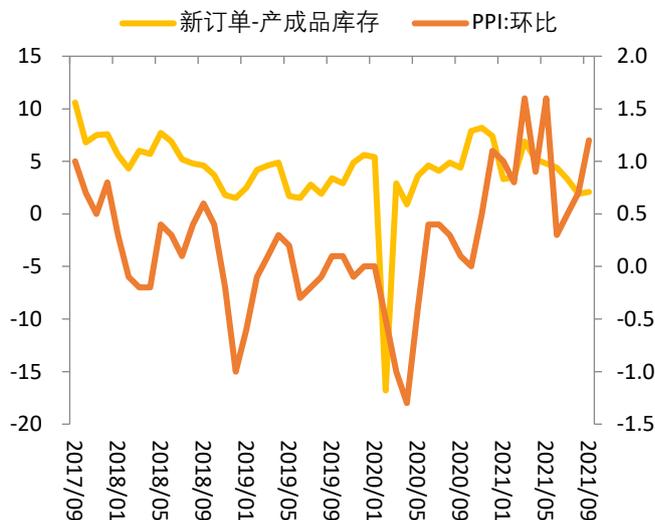
9月制造业投资同比增速维持韧性，下游行业投资增速回升较快，出口链条韧性仍强，中游制造业成本和利润端压力的加大制约后续制造业投资修复空间，制造业维持改善方向，但阻力逐渐增大。一方面，房地产和基建走弱下制造业需求回落，另一方面。上游原材料价格快速上涨加大制造业成本端和利润压力，制造业改善阻力加大，并可能呈现结构性分化。其中下游消费行业修复性空间相对较大，出口链行业投资主要受海外制造业景气度影响，而地产链相关的上游材料与中游设备投资压力较大。

图 16：制造业投资增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 17：制造业呈现主动去库存迹象（%）



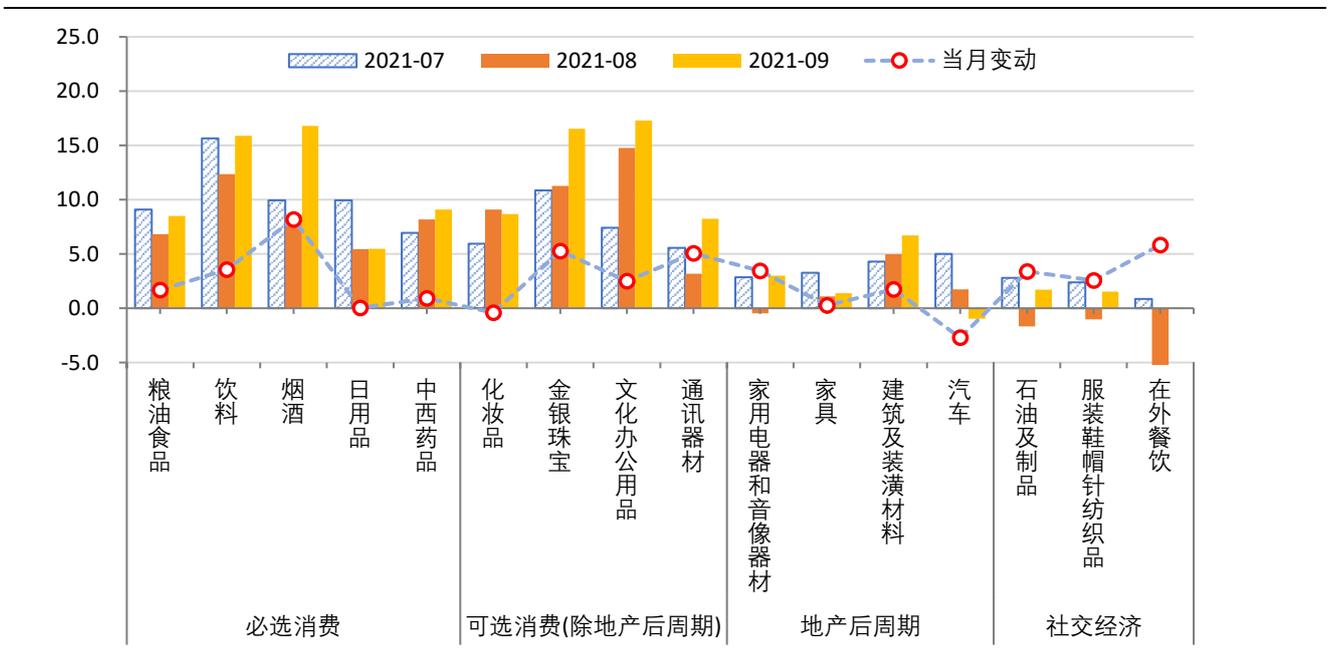
资料来源：Wind，优财研究院

6. 疫情影响收敛提振消费反弹

疫情影响收敛叠加 9 月中秋错位，消费超预期反弹，9 月社会消费品零售总额同比 4.4%，高于市场预期 3.4%，两年复合增速为 3.9%，较前值回升 2.4 个百分点。社交经济修复明显，尤其是在外餐饮收入增速较 8 月大幅回升 5.8 个百分点，消费升级趋势下通讯器材、金银珠宝、办公用品等可选消费增速较快且有明显提升，而缺芯问题尚未缓解，汽车消费增速继续下滑。

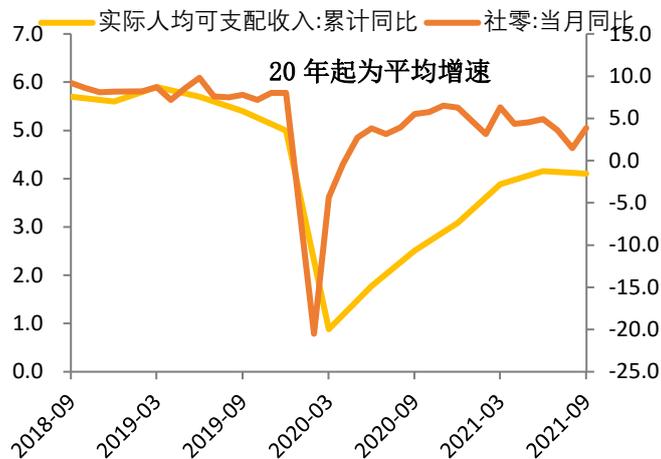
随着区域疫情的阶段好转以及假期消费的提振，四季度消费存在一定环比修复空间。但从中期来看，消费仍处于慢复苏路径中，且仍难回到疫情前水平，疫后人均可支配收入增速仍显著低于疫情前水平，同时储蓄倾向虽在 2020 年上半年跳升后震荡下行，但仍明显高于疫情前，消费意愿明显走低，疫情的反复也阶段性打断消费复苏的趋势，消费的完全恢复仍有待真正走出疫情后居民社交距离的进一步正常化。

图 18：消费分项当月两年复合增速（%）



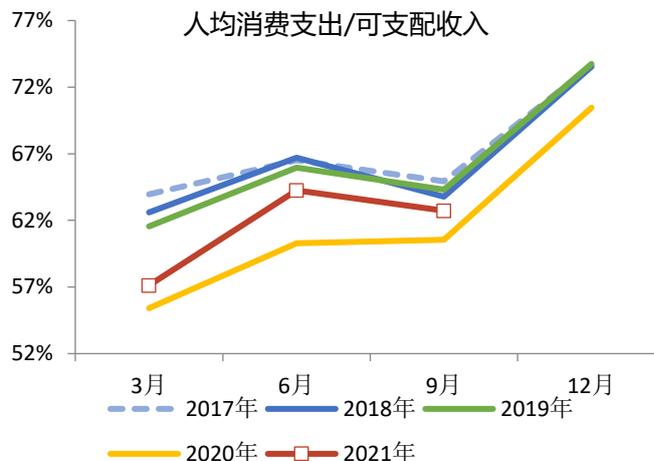
资料来源：Wind，优财研究院

图 19: 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 20: 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

二、信用收缩仍在继续, 社融易稳难宽

9 月社融存量增速延续下行, 政府债融资、非标、居民和企业中长贷是主要拖累, 融资继续呈现短期化特征, 信贷结构不佳, 实体融资需求偏弱。1) 地产严监管下商品房降幅持续扩大, 居民中长期贷款继续少增, 并带动房地产相关融资收缩; 2) 地方隐性债务严控、以及经济动能放缓下制造业资本开支走弱压力影响, 企业中长贷同比少增幅度继续扩大; 3) 企业短贷和票据融资继续多增反映企业流动性压力和政策的支持; 4) 财政后置加快落地, 政府债同比收缩幅度逐渐减小, 但高基数影响下仍呈现拖累效果; 5) 监管压降叠加地产链企业融资受限, 非标收缩加快, 随着年底临近, 仍需关注资管新规到期、理财整改对非标的冲击。

信用收缩从“货币政策收敛驱动”阶段转向“经济放缓下融资需求走弱驱动”, 信用收缩进入第二阶段, 标志性指标为“企业债券和票据融资同比反弹”以及“企业中长贷增速下行”, 融资条件好转而企业融资需求转弱。随着四季度基数逐渐回落+财政后置+政策部署宽信用, 信用端年底或有望小幅企稳, 社融存量同比约为 10.3% 左右。

但宽信用并非一蹴而就，社融易稳难宽，从历史经验看，每一轮信用扩张中，货币政策、融资渠道和融资主体缺一不可，且城投地产作为两大引擎基本都发挥了决定作用。完整的信用扩张过程由“央行向金融机构提供流动性支持”以及“金融机构再通过贷款等融资手段向实体经济输送流动性实现信用创造”两个步骤组成，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。

当前货币政策感受指数连续两个季度回升，而金融政策偏紧下城投地产两大主体约束仍强，贷款需求指数仍在回落，信用扩张已进入第一个“货币政策调整”阶段。近期房地产金融政策的边际调整成为预期焦点，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，全国性地产政策明显放松的可能性不大，大概率仍是在因城施策的框架中微调。财政发力下基建投资的回升将是信用宽松的主要着力点，但隐性债务监管约束仍强下宽信用效果有限，尽管当前对于制造业以及小微企业政策着力也颇多，但在城投地产两大主体加杠杆约束下，制造业部门融资也独木难支。

我们认为四季度社融大概率仍处于磨底状态，融资主体缺失下信用易稳难宽。根据领先性线性外推，从三季度票据和企业债券融资率先触底到社融存量增速进入典型扩张期大约还需 3-4 个季度左右，也即意味着信用转为真正的扩张可能需要等到明年二季度后。

图 21：社融存量增速延续下行（%）

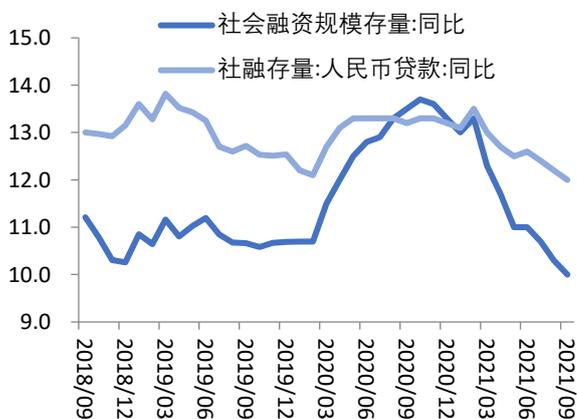
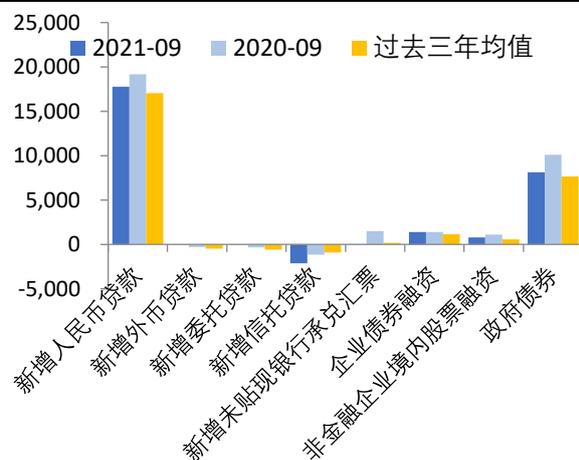
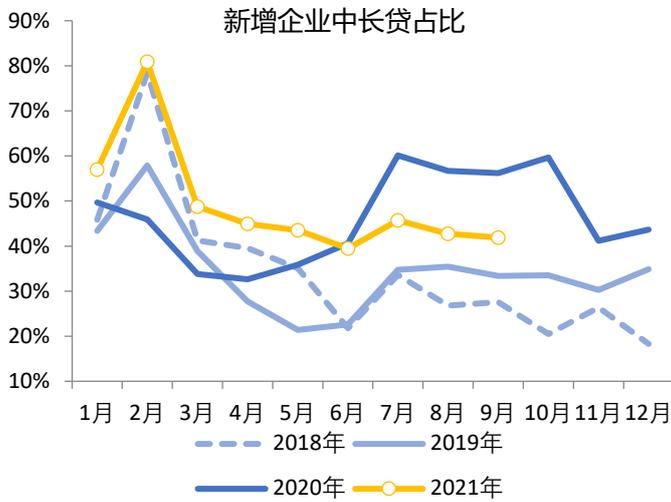


图 22：社融分项（亿元）



资料来源: Wind, 优财研究院

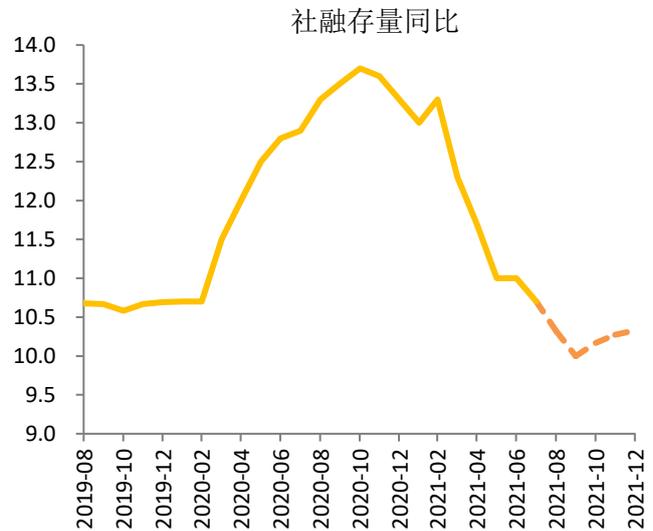
图 23: 企业中长贷占比明显低于去年同期 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

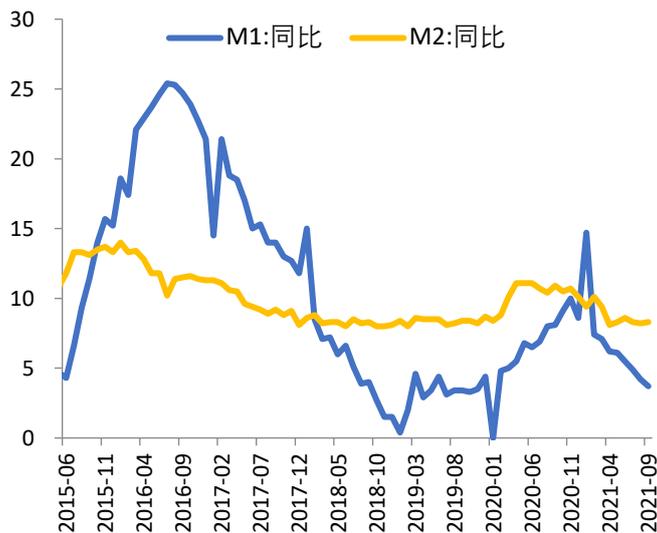
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 社融增速年底有望小幅企稳 (%)



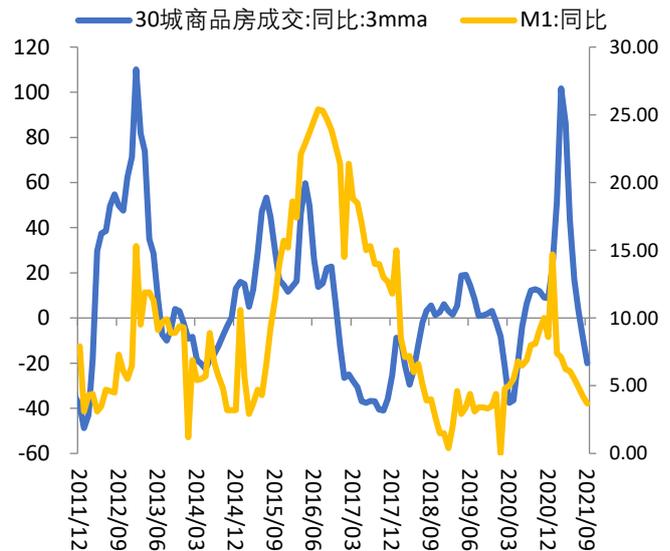
资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: M2-M1 剪刀差继续扩大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 地产销售走弱拖累 M1 增速 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、供给冲击下 PPI 创历史新高，内需不足制约企业成本传导效率

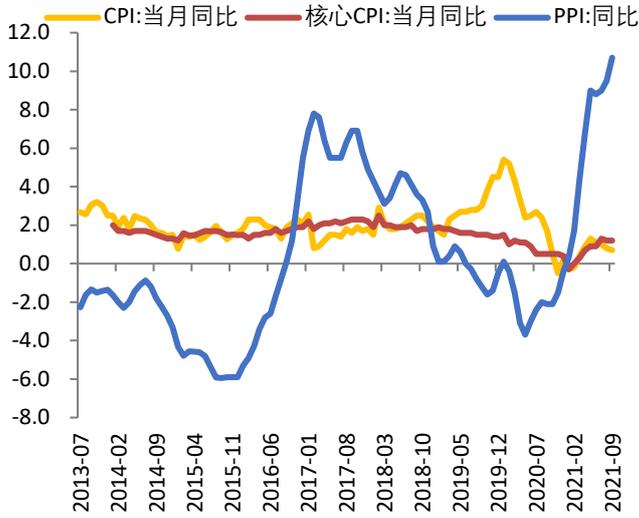
9 月 CPI 继续小幅走弱，核心 CPI 低位持平，猪价下跌和国内疫情反复分别压制食品端和服务端价格，内需不足制约企业成本压力向终端传导效率。八大类分项环比均持平或弱于季节性，除去食品项，生活用品及服务、交通通信以及医疗保健均弱于季节性表现，仅有教育服务受开学季影响提价，其他服务类价格表现仍然低迷，旅游价格跌幅较大。

PPI 增速上冲至有记录以来的历史新高，缺煤限电叠加能耗双控，供给端冲击下上游工业品上涨是主因，终端价格保持稳定。生产资料涨幅继续扩大，生活资料环比继续持平，成本压力向终端传导依旧不畅，煤炭开采、能化和有色加工环比涨幅居前。

近期蔬菜肉价涨价不具备持续性，内需不足仍压制全面通胀风险。近期，保供及价格调控政策下煤价以及上游工业品价格纷纷大跌，但猪肉以及菜价涨幅较大，市场通胀关注点转向 CPI，但 10 月全国蔬菜价格持续上涨主要是受到洪涝灾害等气候扰动的影响，并不具备持续性，而猪价短期反弹受需求季节性改善引发涨价情绪影响，供给过剩局面未改，叠加国内疫情反复，内需不足仍压制全面通胀风险。

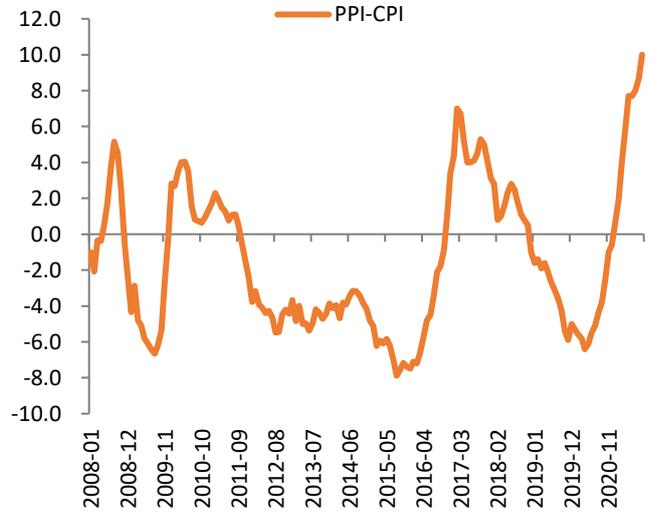
PPI 短期仍有冲高压力，保供政策及价格调控下近期煤价及上游工业品价格大跌，PPI 年底有望拐点回落。能耗双控存在政策约束，煤炭短缺短期仍难解决，短期供给冲击有望缓解但缺乏弹性，10 月原材料和出厂价格进一步回升，预计 10 月 PPI 或将进一步升至 12% 以上。近期保供及价格调控政策下煤价以及上游工业品价格纷纷大跌，供给端约束或边际缓解，随着需求端进一步走弱，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓，PPI 有望在年底拐点回落。

图 27: CPI 和 PPI 分化继续加剧 (%)



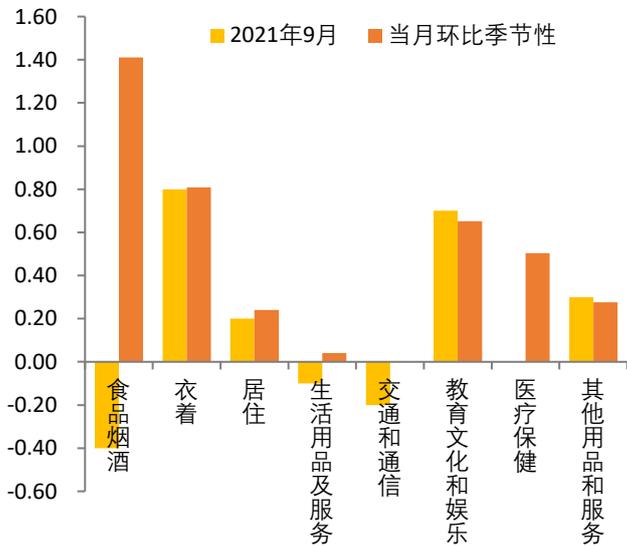
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: PPI-CPI 剪刀差再创新高 (%)



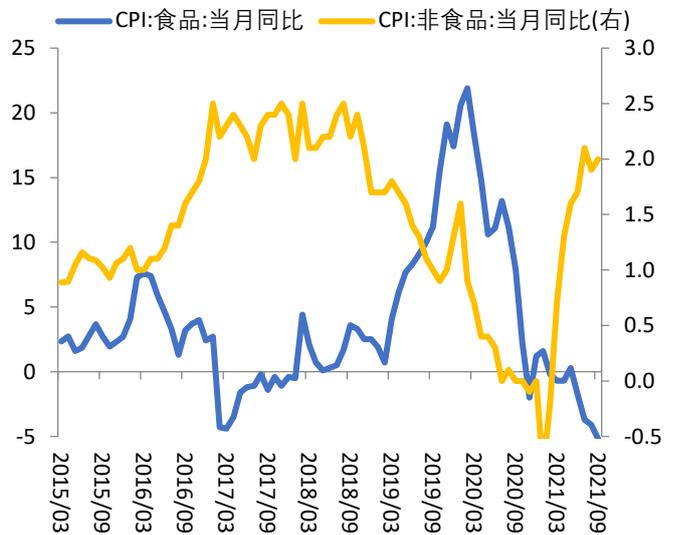
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 大部分分项环比表现均弱于季节性 (%)



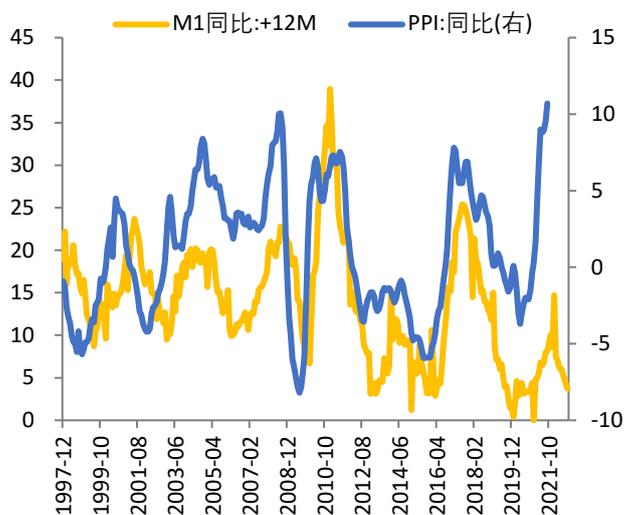
资料来源: Wind, 优财研究院

图 30: CPI 食品和非食品分项增速 (%)



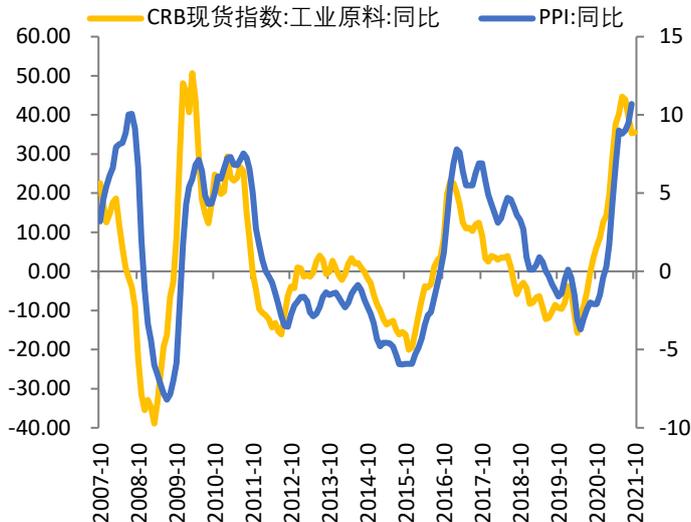
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: M1 与 PPI (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 工业品价格高位震荡 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、降准预期落空，央行逆回购投放加码支撑资金面平衡

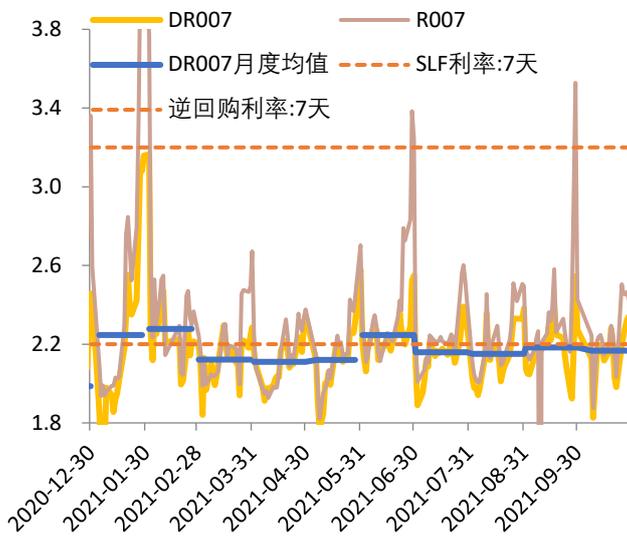
本月降准预期落空+央行逆回购加码投放，资金面呵护态度下资金面整体平衡，货币政策仍维持“以稳为主”的主要基调不改，降准预期落空后一度出现的货币政策担忧缓和。本月央行跨月投放进一步加码，20日起就开启千亿逆回购投放，月末最后一周央行投放规模进一步加大，日均投放2000亿元7天期逆回购，录得今年春节以来净投放最大的一周，体现出央行对于市场流动性的呵护和支持，主要为对冲税期高峰、月底时点以及政府债集中发行的流动性需求。10月共投放13900亿元7天期逆回购及5000亿元MLF，当月由12200亿元逆回购和5000亿元MLF到期，实现净投放1700亿元。LPR利率继续保持不变。

货币政策在“类滞胀”环境下面临两难抉择，四季度资金面预计仍将以稳为主，流动性投放以补缺口为主，降准有待房地产风险扩散等触发剂，再贷款再贴现、碳减排结构性货币政策工具等结构性货币政策是主要工具。

中国人民银行召开2021年第三季度金融统计数据发布会：央行货币政策司司长

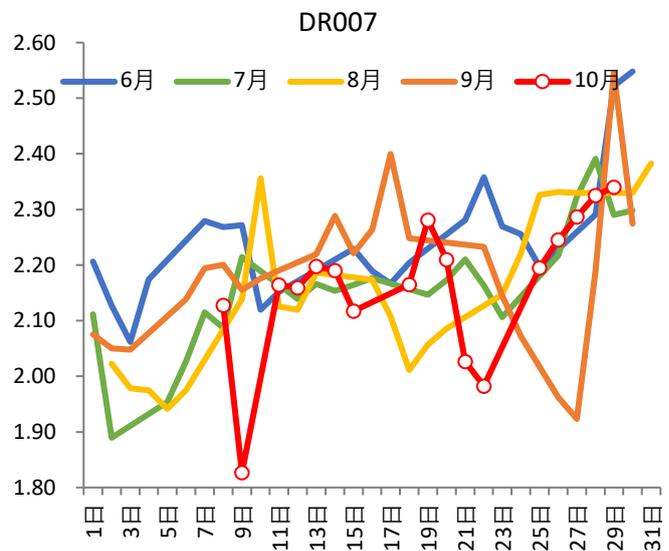
孙国峰表示，下一阶段，稳健的货币政策将灵活精准、合理适度，以我为主、稳字当头，做好跨周期调节，统筹考虑今明两年政策衔接。对于政府债券发行和税收缴款以及中期借贷便利(MLF)到期等阶段性影响因素，央行将综合考虑流动性状况、金融机构需求等情况，灵活运用MLF、公开市场操作等多种货币政策工具，适时适度投放不同期限流动性，熨平短期波动，满足金融机构合理的资金需求，保持流动性合理充裕。

图 33: 利率走廊 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 月内资金整体平衡 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 央行操作 (亿元)

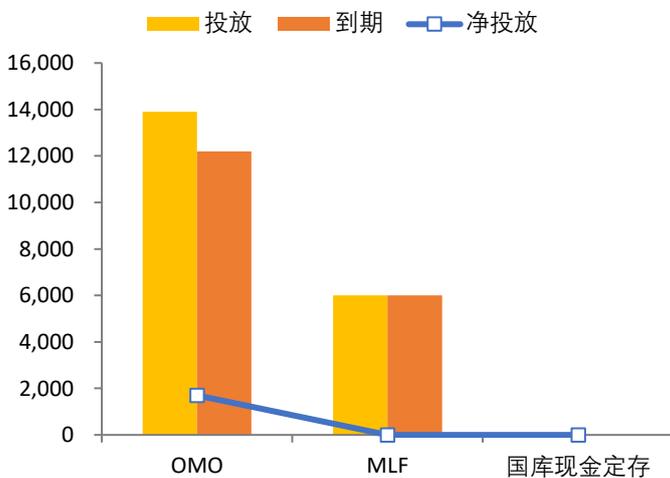
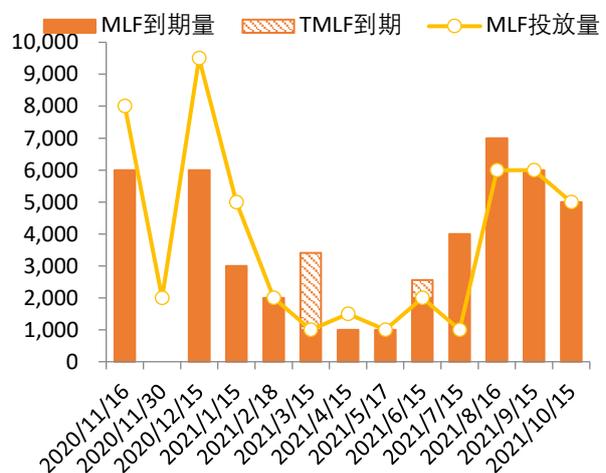


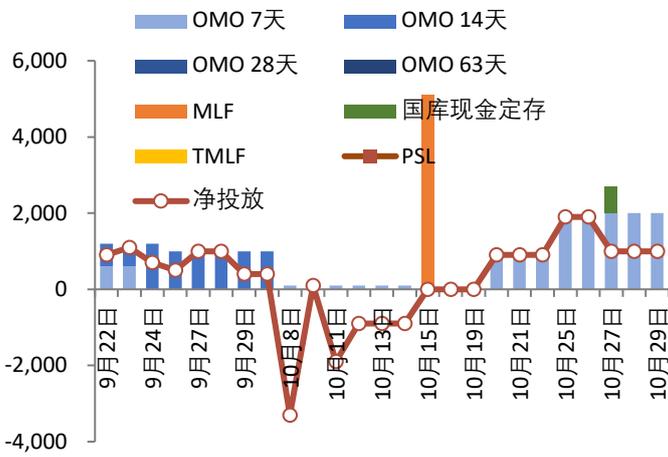
图 36: MLF 操作 (亿元)



资料来源：Wind，优财研究院

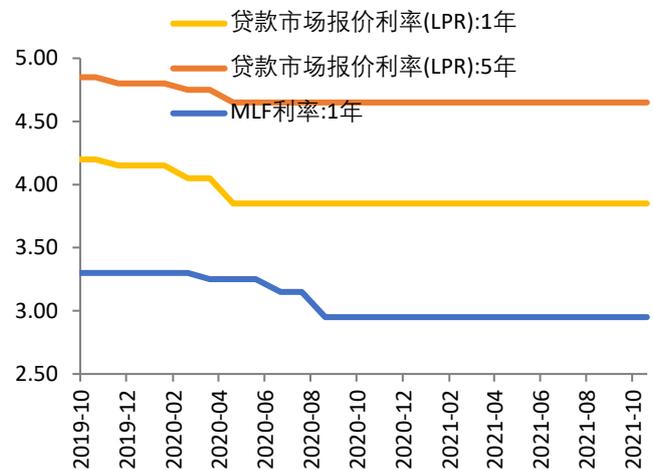
资料来源：Wind，优财研究院

图 37：央行操作（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 38：LPR 报价利率（%）



资料来源：Wind，优财研究院

五、实体高频观察

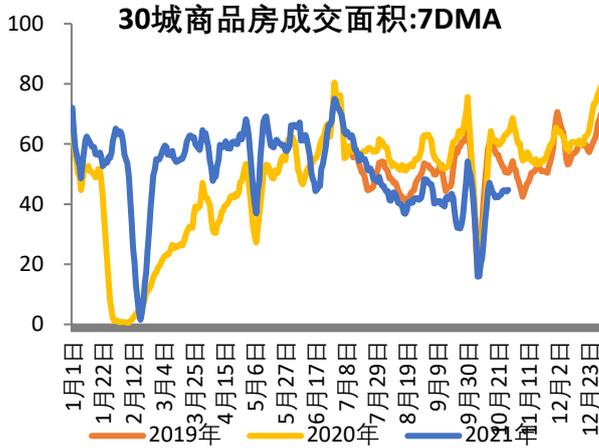
1. 需求：30 城销售延续弱势，近期地产政策边际有望松动

10 月商品房销售延续弱势，30 大中城市商品房日均销售面积为 36.89 万方，较 8、9 月销售低位继续回落，仅略高于今年 2 月低值，同比降幅接近 30%，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

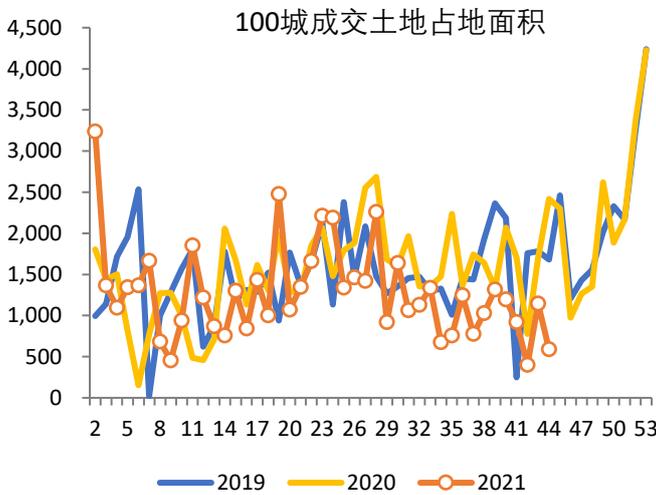
导下，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。

图 39：30 城商品房成交面积（万平方米）



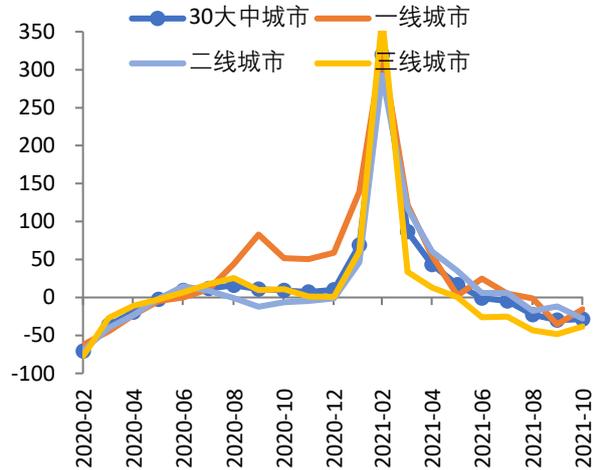
资料来源：Wind，优财研究院

图 41：百城土地成交面积（万平方米）



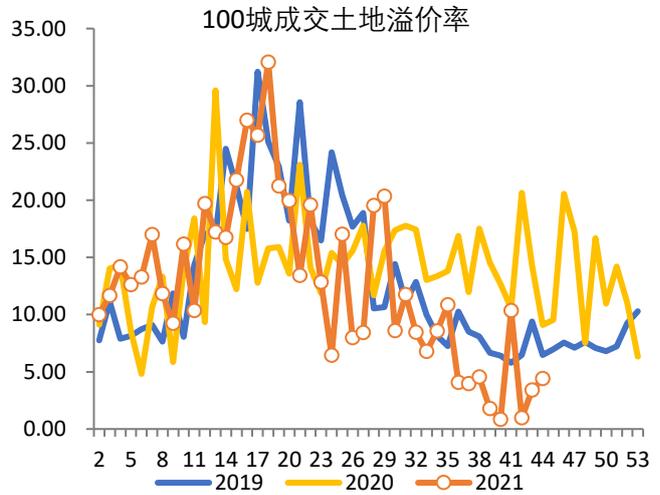
资料来源：Wind，优财研究院

图 40：30 城商品房成交面积同比（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 42：百城土地成交溢价率（%）



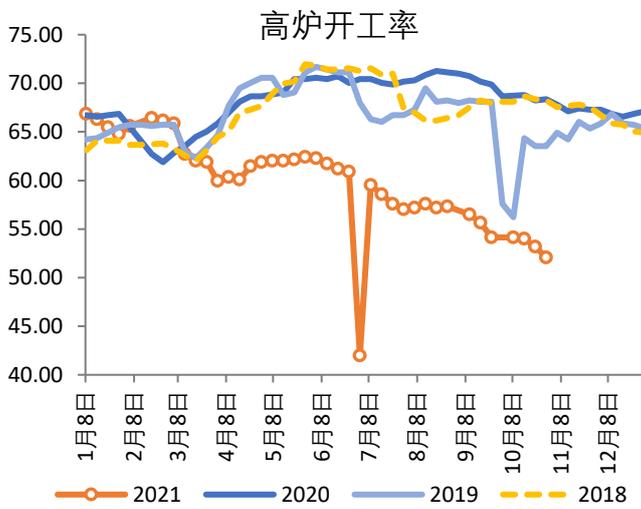
资料来源：Wind，优财研究院

2. 生产：期现货市场联动强力抑制煤炭价格炒作，工业品价格大幅调整

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有所回升，但仍低于正常开工率水平。

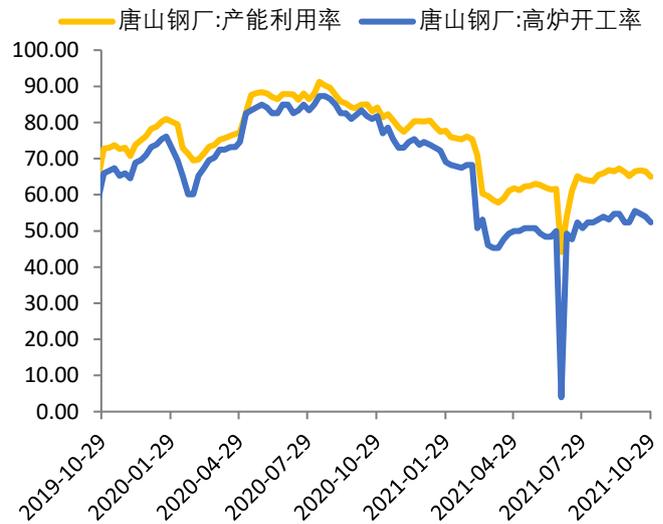
期现货市场联动强力抑制煤炭价格炒作，保供政策引发工业品价格大幅调整，尤其前期上涨较快的品种如动力煤、焦煤、焦炭等下跌较快。近期发改委等部门出台多维度政策，八大举措推进落实能源保供稳价，力争煤炭日产量达到1200万吨以上，将会同有关部门密切关注煤炭市场动态和价格走势，梳理、排查保供稳价工作存在的矛盾和问题，及时协调解决，依法加强监管、严厉查处资本恶意炒作动力煤期货。

图 43: 高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 44: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 45: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回落 (%)

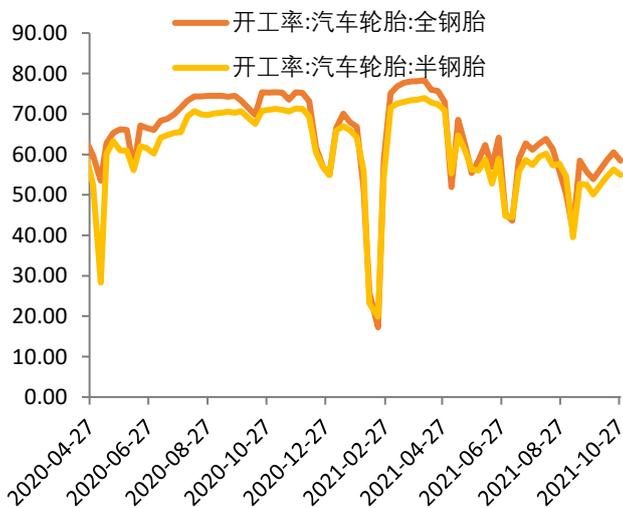
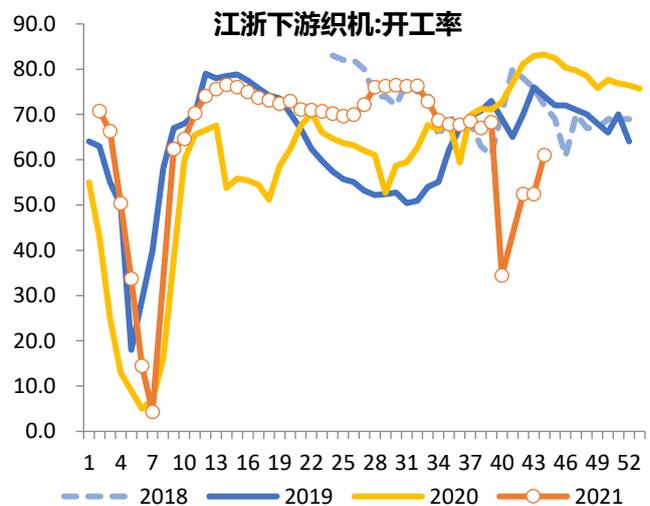


图 46: 江浙下游织机:开工率 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

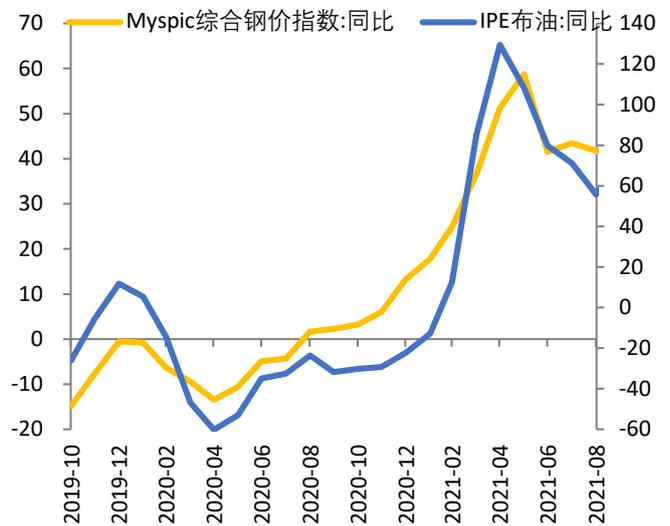
图 47：大宗商品价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

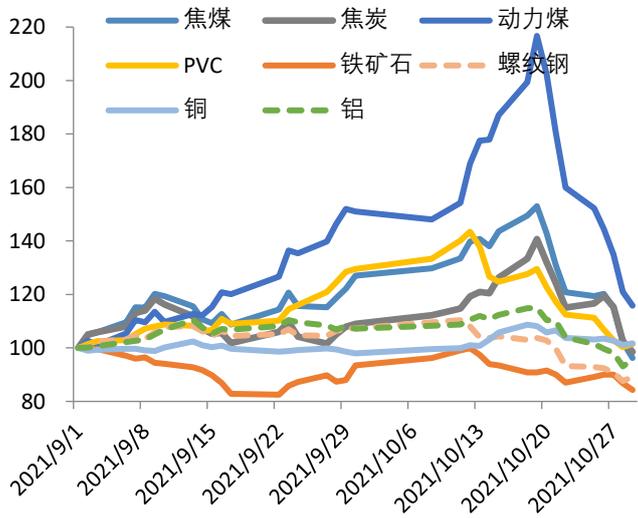
资料来源：Wind，优财研究院

图 48：钢价指数&布油同比 (%)



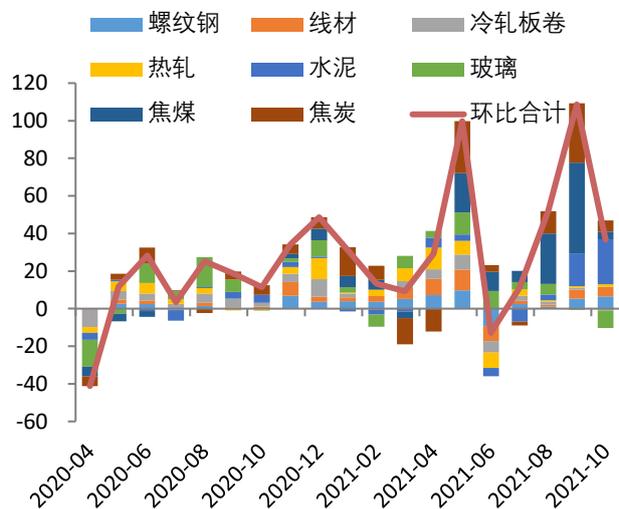
资料来源：Wind，优财研究院

图 49：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 50：工业品价格月度环比 (%)



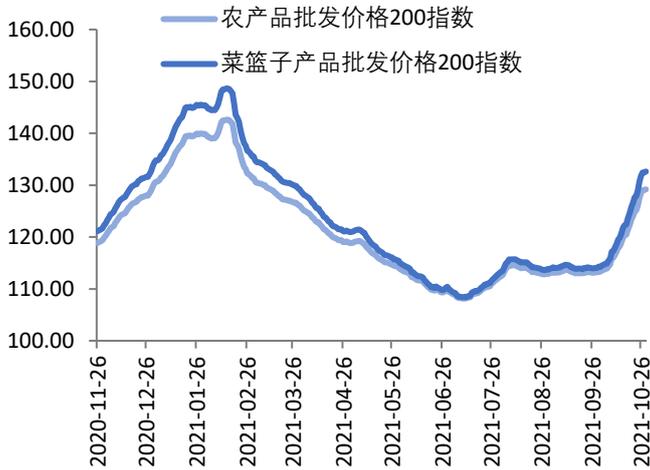
资料来源：Wind，优财研究院

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

10 月农产品价格指数回升，今年多地雨水天气叠加近期冷空气席卷，鲜菜价格

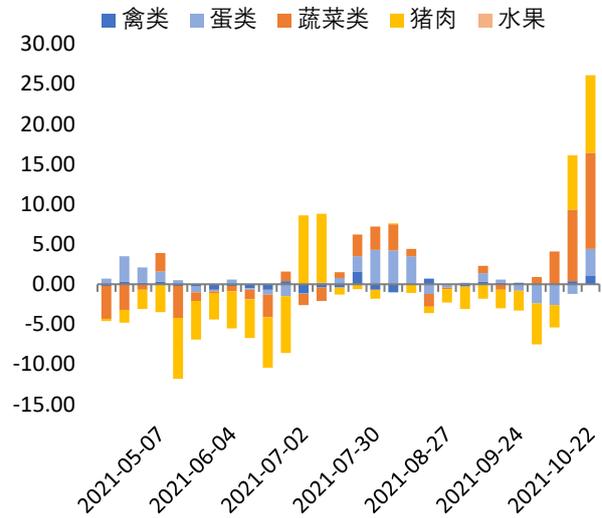
骤升，同时年内中央第二轮的冻猪肉收储启动叠加四季度猪肉消费需求持续增加，猪肉价格也有所反弹。

图 51：农产品批发价格 200 指数



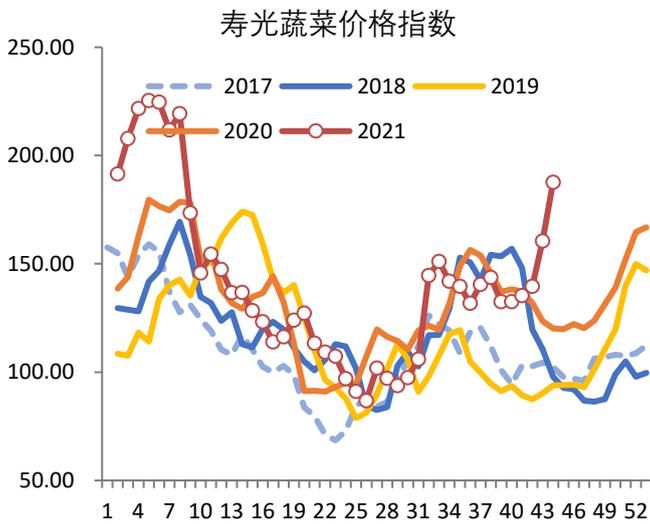
资料来源：Wind，优财研究院

图 52：食用农产品价格指数:周环比 (%)



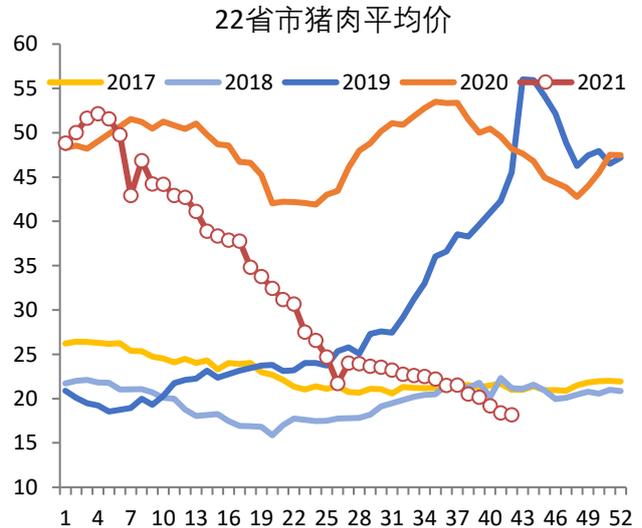
资料来源：Wind，优财研究院

图 53：寿光蔬菜价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 54：22 省市猪肉均价 (元/千克) (%)



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/>