

宏观周观点

2021年9月27日

经济受到“双减”影响 央行降低降准预期

宏观高频数据周报 20210927

核心内容:

分析师

- **强减排政策如何演绎**政策施行已经影响到了我国工业生产，进而影响到经济增长，而政策面改变仍然较为缓慢，我们认为政策层面的改变来自于：
(1) 经济的快速回落，GDP 当季增长跌破 6%；(2) 财政收入大幅下滑，财政困难是经济政策改变的最直接的原因；(3) 就业出现困难，现阶段我国就业保持仍然较好，建筑业景气度较高；(4) 金融资产出现大幅动荡，这种动荡会短时的改变政策执行的力度。4 季度经济增长困难会更多的显现，就业困难也会在 4 季度出现。另外一种可能在于，政策层面决定牺牲经济来完成政治目标，那么可能会看到经济受到一定程度的破坏之后政策才会转弯，那么时间可能要等到 2022 年年中。
- **需关注对通胀的冲击**PPI 和 CPI 差值达到极值，消费品行业在长时间受到成本压制，小幅提价已经成为必要的选项。这可能会成为 PPI 向 CPI 传导的新路径。全球产业链不畅，并且短时间看不到缓解迹象，成本上行时间拉长，同时原油价格可能会进一步走高，带动全球通胀处于高位（100 美元）。我国 CPI 也可能受到影响走高。
- **需关注大型房地产企业金融风险**对于恒大的债务处理需要持续关注，虽然我们认为是我国金融系统有能力处理恒大的单一事件，但鉴于各大房企资金压力较大（江苏融创的政府求助函），房地产企业金融风险可能蔓延。
- **4 季度降准可能性下降**央行拉长期限逆回购，以及 4 季度财政可能加大投放资金，市场预期 4 季度央行降准可能性在下降。我们认为 4 季度金融市场受到地产金融风险的不确定性、全球物流扭曲带来的高通胀压力、美国缩减 QE 带来的全球流动性收紧预期等影响，投资者信心有可能出现变化，资金流动可能逆转，仍然不排除降准的可能。
- **猪肉价格可能反弹在即**上周物价继续回落，猪肉价格加速下跌。猪肉价格继续下滑，猪价已经亏损将近四个月了，养殖端的整体情绪已经处于崩溃的状态之中，生猪可能反弹在即。
- **供给博弈决定价格**由于风暴的破坏，美国墨西哥湾的一些产出将中断数月，而且 OPEC 再次难以生产足够的石油来满足全球需求。美国旅游放开，全球需求继续上行，原油继续走高。

螺纹钢库存下滑，生产不足，高炉开工率回落。煤炭供给仍然有限，价格飙升。铁矿石和煤炭走势继续相悖。建筑需求回升，制造业需求回落，钢材价格小幅上行。“双减”对价格的影响持续。

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

国家	日期	事件或数据
中国	9月28日(周二)	中国8月规模以上工业企业利润率-单月(%)
	9月30日(周四)	中国9月官方制造业PMI
欧洲	9月27日(周一)	德国8月实际零售销售月率(%) (9/27-10/2)
	9月28日(周二)	德国10月GfK消费者信心指数
	9月29日(周三)	瑞士9月瑞信/CFA经济预期指数、英国8月央行抵押贷款许可(万件)、欧元区9月经济景气指数、欧元区9月消费者信心指数终值
	9月30日(周四)	英国第二季度GDP年率终值(%)、德国9月季调后失业率(%)、欧元区8月失业率(%)、德国9月CPI年率初值(%)
	10月1日(周五)	法国、德国、英国、欧元区9月Markit制造业PMI终值
美国	9月27日(周一)	美国8月耐用品订单月率初值(%)
	9月28日(周二)	美国8月批发库存月率初值(%)、美国7月FHFA房价指数月率(%)、美国9月谘商会消费者信心指数
	9月29日(周三)	截至9月24日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国8月季调后成屋签约销售指数月率(%)
	9月30日(周四)	美国截至9月25日当周初请失业金人数(万)、美国第二季度实际GDP年化季率终值(%)、美国9月芝加哥PMI
	10月1日(周五)	美国8月PCE物价指数年率(%)、美国8月个人支出月率(%)、美国9月Markit制造业PMI终值、美国9月ISM制造业PMI、美国9月密歇根大学消费者信心指数终值
其他	10月1日(周五)	日本8月失业率(%)、澳大利亚8月投资者贷款值月率(%)

目录

一、经济受到“双减”冲击 央行降低降准预期	3
二、央行加大公开市场逆回购操作	5
三、物价继续下滑	6
四、供给博弈决定价格	8
(一)、原油继续回升	8
(二)、供给决定煤炭价格，下游钢材需求稍有好转	9

一、经济受到“双减”冲击 央行降低降准预期

强减排政策如何演绎？

“双减”继续影响市场，受到发改委8月17日《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》规范，9月16日，国家发改委网站发布《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，提出坚决管控高耗能高排放项目。在降低能耗强度方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏9个省（区）今年上半年能耗强度不降反升，为一级预警。能耗强度预警等级为一级的省（区），能耗强度不降反升的地区，2021年暂停“两高”项目节能审查。基于此，以上9个省（区）能耗控制施行一刀切。9月8日至9月30日，江苏省开展2021年综合能耗5万吨以上企业专项节能监察行动；9月11日，云南省发布通知，要求确保绿色铝企业9-12月份月均产量不高于8月份产量；9-12月份工业硅企业、黄磷生产线的月均产量不高于8月产量的10%。上周江苏部分纺织服装企业已经停工，广东也要求企业施行限产。

表 1：201 年上半年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	●	●
陕西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●
上海	●	●
重庆	●	●
北京	●	●
天津	●	●
湖南	●	●
山东	●	●
吉林	●	●
海南	●	●
湖北	●	●
河北	●	●
内蒙古	●	●

资料来源：发改委，中国银河证券研究院整理

受到“双减”影响，受管控的上游大宗商品价格上行，煤炭以及部分化工产品价格走高。尤其是煤炭供给更为紧张，为了保证采暖季供煤和电厂供煤，煤企多签订协议保证供应，市场供煤减少，动力煤价格大幅飙升，市场供应紧张。

这种政策影响短期很难结束，尤其是对煤炭等行业而言，澳洲进口放开有困难，蒙古仍然受到新冠疫情影响，而国内煤炭生产恢复需要时间，加之冬季环保和奥运会需要，短时间行业格局很难改善。

政策施行已经影响到了我国工业生产，进而影响到经济增长，而政策面改变仍然较为缓慢，我们认为：(1) 经济增速仍然处于合意的范围。1-3 季度我国 GDP 增速 12.7%，3 季度预计 GDP 增速仍然在 6% 以上，我国经济增速仍然较快。尤其是全球来看，2020 年疫情后我国 GDP 增长一枝独秀，430 政治局会议中称 2021 年开年经济运行较好，政策迎来较好的窗口期；(2) 虽然 7-8 月工业增加值回落速度较快，但仍然对 9 月份开始的秋季生产高峰有所期待。9 月份是我国传统的秋季生产高峰，7-8 月份受到新冠疫情的重新压制，9 月份生产反弹会加速秋季高峰，同时由于物流限制，圣诞期间的出口订单提前使得生产动能增加。对于 9 月生产季的不确定使得政策层面对于经济的下滑仍然持有观望态度；(3) 经济的下滑暂时并未引起财政收入变化。我国财政收入在 1-8 月份仍然保持在 18.4%，处于相对高位。我国财政收入上行使得政府财政压力较小，并不能很直观地感觉到经济下滑的影响。我国税制是以流转税为主，税收收入受大宗商品价格和宏观经济中上游的影响更大，对下游和消费相对不敏感，而 PPI 的持续飙涨显然对财政收入产生了非常大的贡献，地方财政、国企和大宗商品价格之间紧密的利益链条，财政和国企的情况和整体宏观经济已经出现背离。财政情况较好提高了当局对经济下行的敏感度，政策上的调整有可能比预期要晚；(4) 从数据层面上来看，就业暂时并未出现问题。房地产行业 1-8 月份仍然有 10.9% 的投资增速，建筑业景气度较高，用工荒问题仍然存在。PMI 就业从业人员指数稳定，城镇调查失业率缓慢走低至 5.1%。对教培和互联网行业的整治暂时并未带来严重的就业问题，百度“找工作”搜索仍然处于平稳状态。

我们认为 4 季度经济增长困难会更多的显现，8 月份工业生产继续快速下滑，就业困难也会在 4 季度出现。政策层面需要更深的感受到运动式减排对经济的冲击，才会有所变化。另外一种可能在于，政策层面决定牺牲经济来完成政治目标，那么可能会看到经济受到一定程度的破坏之后政策才会转弯，那么时间可能要等到 2022 年年中。

需关注对通胀的冲击

需要忧虑的问题是在 PPI 和 CPI 差值达到极值后，PPI 对 CPI 的传导会产生什么样的变化。9 月 23 日，海天味业宣布受到成本上行影响其旗下酱油产品加价销售，消费品行业在长时间受到成本压制，小幅提价已经成为必要的选项。这可能会成为 PPI 向 CPI 传导的新路径。尤其是全球产业链不畅，并且短时间看不到缓解迹象，成本上行时间拉长，同时原油价格可能会进一步走高，带动全球通胀处于高位。我国 CPI 也可能受到影响走高。虽然我国通胀仍然处于较低水平，但是如果通胀开始上行，其对市场心理冲击仍然较大。

需关注大型房地产企业金融风险

现阶段对房地产金融的严格控制虽然导致了大型房地产企业的金融困难，从而带来了金融危机的可能性，但政策层仍然有能力控制风险。对于恒大的债务处理需要持续关注，虽然我们

认为我国金融系统有能力处理恒大的单一事件，但鉴于各大房企资金压力较大（江苏融创的政府求助函），房地产企业金融风险可能蔓延。

恒大事件已经影响了债券市场，企业信用风险已经开始走高。但对股票市场和债券市场的极端冲击没有显现，所以政策层面的转变暂时没有受到大型房地产企业的流动性困境的干扰。

4 季度降准可能性下降

上周央行延续 14 天期逆回购操作。自 9 月 17 日期，央行重启 14 天期逆回购操作，9 月 24 日 14 天逆回购操作量达到 1200 亿元，上周央行公开市场净投放 3700 亿元，创出 2021 年 1 月后的新高。鉴于央行拉长期限逆回购，以及 4 季度财政可能加大投放资金，市场预期 4 季度央行降准可能性在下降。4 季度资金缺口可以用 MLF 和逆回购组合弥补，央行发表讲话称银行超额存款准备金降低不是降准的必要条件，投资者应该更关注利率水平的变动。

我们认为 4 季度金融市场受到地产金融风险的不确定性、全球物流扭曲带来的高通胀压力、美国缩减 QE 带来的全球流动性收紧预期等影响，投资者信心有可能出现变化，资金流动可能逆转，仍然不排除降准的可能。

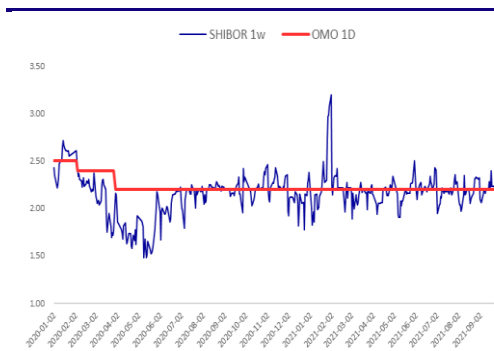
二、央行加大公开市场逆回购操作

逆回购操作加量，公开市场上周净投放 3700 亿元，主要是为了应对季末资金紧张。货币市场利率受到央行资金呵护小幅回落，利率整体水平较为稳定。央行逆回购操作主要以 14 天期为主，上周央行拉长了逆回购操作期限。

9 月 24 日，SHIBOR 隔夜收于 1.6950%，比上周下行 41.2bps，7 天的利率收于 2.2190%，比上周下行 1.5bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 2.0722%，比上周下行 17.6bps。9 月 24 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 2.3828%、2.5426%和 2.7206%，分别比上周变化-0.8bps、-4.1bps、-0.2bps，10 年期国债收益率收于 2.8719%，比上周上行 0.02bps。

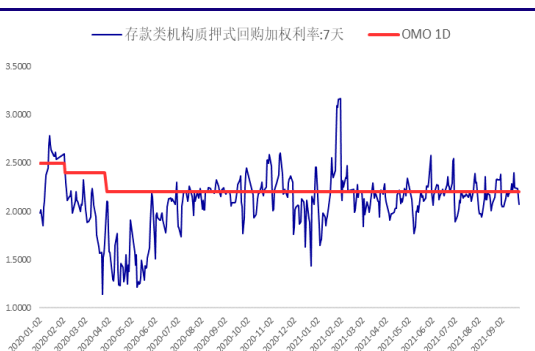
债券收益率基本平稳，债券市场对于房地产金融风险仍然没有给与重视。对经济下行的预期和债券供应量加大相互对冲，债券市场反应较为平淡。

图 1: SHIBOR 利率 (%)



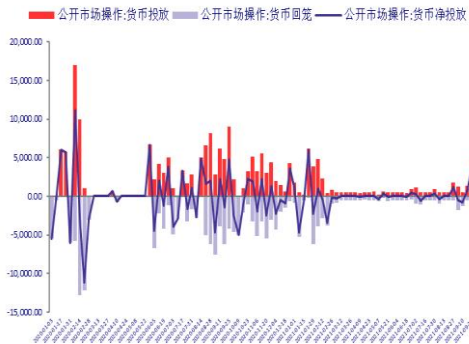
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3：央行公开市场业务投放回笼周度统计



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：国债收益率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

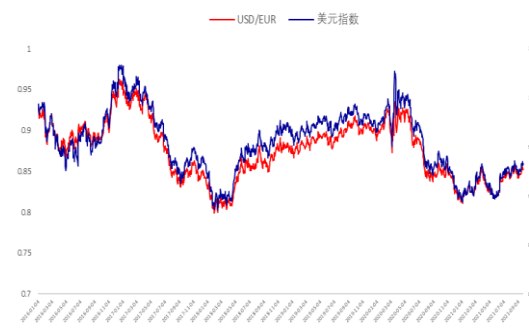
美元指数继续维持高位，美联储主席鲍威尔讲话明确美联储会在 11 月份宣布缩减 QE 的规模，美元指数出现小幅上行。9 月 24 日，人民币对美元汇率价报 6.4645 元，本周人民币对美元汇率累计调降 1.2bps。9 月 24 日，美元指数报收 93.2851 点，较上周下行 3%。美联储明确缩减 QE，对经济前景较有信心，美元指数从长期来看上行。

图 5：美元兑人民币 (元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：欧元与美元指数 (%)

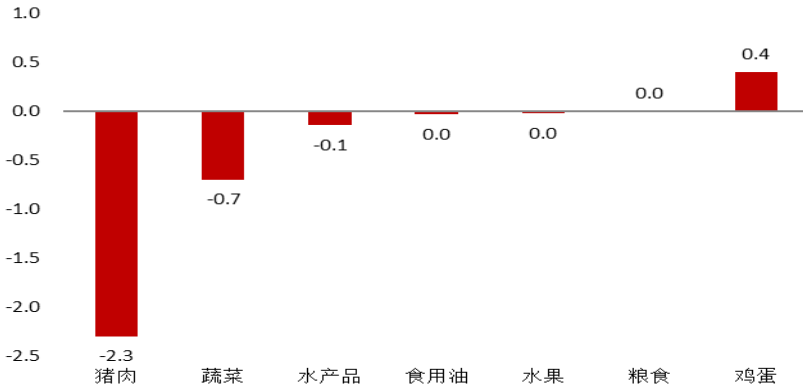


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、物价继续下滑

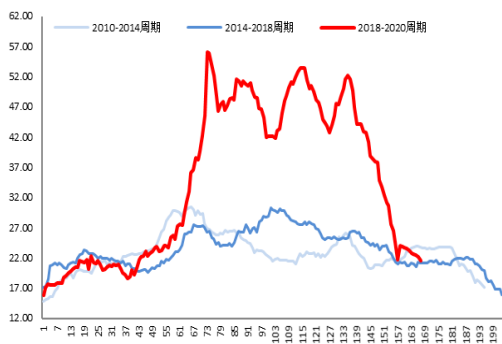
上周物价继续回落，猪肉价格加速下跌。根据搜猪网数据显示，全国瘦肉型生猪出栏均价 9 月 24 日下跌至 11.79 元/公斤左右，比上周下行 5.5 个百分点。猪市场继续保持弱势震荡的态势，中秋假期并未能够缓解生猪价格持续探底的走势，猪价已经亏损将近四个月了，养殖端的整体情绪已经处于崩溃的状态之中，生猪可能反弹在即。蔬菜方面，本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比上行 7.5%；秋高气爽的天气为省内及寿光地产菜的生长提供了优越条件，蔬菜生长速度加快，出产量大增，蔬菜价格自然回落。

图 7：物价下跌 (%)



资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 8：生猪价格下行 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院整理

图 9：搜猪网猪肉价格下行 (元/公斤)



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

图 10：寿光蔬菜价格 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27132



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>