

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

杨亚仙

研究助理

yangyaxian@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511883

相关研究

- 市场风险上升, 周期股行情已近中后期
- 经济开始稳了, 债市没机会, 周期股缓一缓
- 信用宽, 信心稳, 市场好

- 上周资本市场整体表现平淡, 尤其是股债, 整体呈震荡走势, 说明大的逻辑变化不大。股票方面, 周期股回落, 消费股走强。周期风格(中信)上周三个交易日累计回调 2.8%, 消费风格累计上涨 0.6%, 受益于能耗双控影响, 稳定风格累计上涨 3.2%。
- 限电成了最近市场的焦点。9月16日, 国家发改委在例行新闻发布会上直接点名9个省、区上半年能耗强度同比不降反升。当日, 《完善能源消费强度和总量双控制度方案》出炉, 政策再度加码。
- 能耗双控压力下, 各地出现不同程度的限电, 这对实体经济明显有负面影响。6月份以来, 二产用电量复合同比连续走低, 用电量占比也持续低于季节性。8月份发电量复合同比大幅下降, 当月工业增加值复合同比也小幅回落, 上半年工业增加值持续高增的情况恐难持续。这将对政府的定力形成考验, 由于这一情形无历史可参考, 判断胜率较低, 建议观望为主。
- 除了能耗双控, 由低库存引发的煤价大幅上涨也是限电的重要原因之一。今年以来, 焦煤累计涨幅近 80%, 动力煤累计涨幅近 70%。煤炭也作为水泥的原材料之一, 水泥价格从8月份开始显著飙升。我们整理了纯碱、甲醇、PVC、螺纹钢、线材、水泥、锌、铝、铅等十余种产品的耗煤百分比以及相应产品价格近一个月的涨幅, 发现二者明显正相关。
- 煤炭库存低的主要原因之一是进口受限。自去年11月澳煤进口受限以来, 焦煤进口量直线下滑, 今年持续低于季节性。国内产量从今年6月开始也受到一定限制, 总供给严重收缩。煤炭供给问题短期内可能较难解决。一方面, 澳煤进口问题短期内仍将持续; 另一方面, 国内煤炭开采的产能利用率已达历史较高水平, 同时受制于安全政策, 产能很难再有较大提升。在煤炭供给问题未解决之前, 限电影响或将持续。
- 股债走势与2019年下半年类似, 整体处在震荡格局。10年期国债收益率目前在 2.8-2.9 区间震荡是暂时合理的位置。当前市场对经济下行的预期较为一致, 周期股目前依然有支撑, 但势能已经走弱。随着经济企稳甚至短期弱反弹的信号逐渐显现, 周期股的底层逻辑将受到挑战。

风险提示: 经济下行超预期, 疫情超预期

1 股债表现平淡

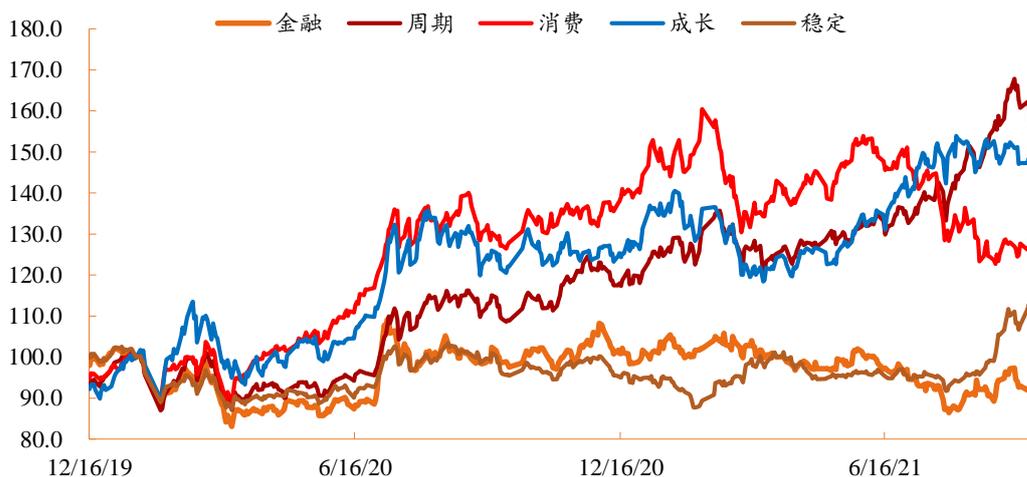
上周资本市场整体表现平淡，尤其是股债，沪深300指数累计下行0.1%，10年期国债收益率累计下行0.7BP，整体呈震荡走势，说明大的逻辑变化不大。股票方面，周期股回落，消费股走强。周期风格（中信）上周三个交易日累计回调2.8%，消费风格累计上涨0.6%，受益于能耗双控影响，稳定风格累计上涨3.2%。

图 1：股债商走势



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：周期股回调，消费反弹



资料来源：Wind, 首创证券

2 限电考验定力

限电成了最近市场的焦点。据报道，9月16日国家发改委在例行新闻发布会上直接点名青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏9个省、区上半年能耗强度同比不降反升。当日，《完善能源消费强度和总量双控制度方案》出炉，政策再度加码。

图 3：发改委点名九省上半年能耗不降反增

2021 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	●	●
山西	●	●
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	●	●

注：1.西藏自治区数据暂缺，不纳入预警范围，地区排序的依据为各地区能耗强度降低率
2.红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利

资料来源：发改委, 首创证券

“能耗双控”政策，指的是能源消费强度和总量双控的相关政策。在“能耗双控”目标压力下，多地先后宣布严控能耗，实行用电降负荷，在确保安全的前提下，对重点用能企业限电限产。

由此，各地出现不同程度的限电，这对实体经济明显有负面影响。限电对二产用电量影响尤为明显，6月份以来，二产用电量复合同比连续走低，用电量占比也持续低于

季节性。8月份发电量复合同比大幅下降，当月工业增加值复合同比也小幅回落，上半年工业增加值持续高增的情况恐难持续。这将对政府的定力形成考验，由于这一情形无历史可参考，判断胜率较低，建议观望为主。

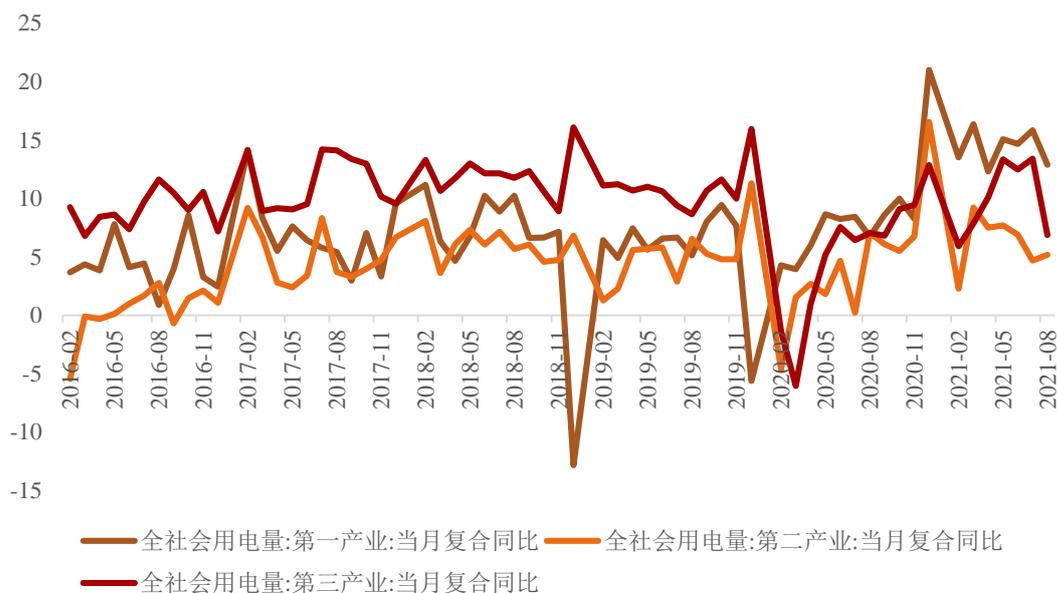
但发改委主要按季度对地方“能耗双控”效果进行考核，因此9月底大规模的拉闸限电或与季末节点有关，下月初或能小幅缓解当前用电紧张状况。多数上市公司公布的停产时间截至9月末或可佐证。

图 4：8 月份发电量和工增复合同比



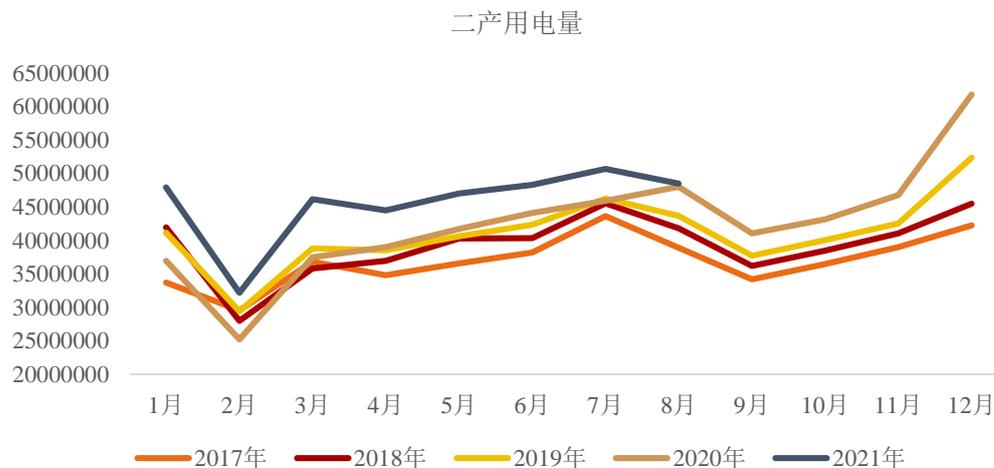
资料来源：Wind, 首创证券

图 5：6 月份以来二产用电量复合同比接连下行



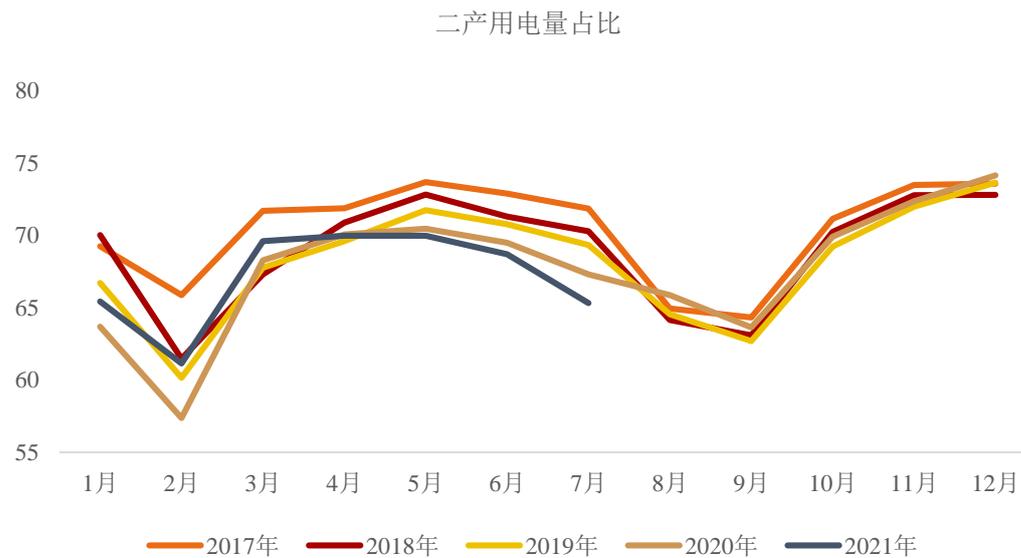
资料来源：Wind, 首创证券

图 6：8 月份二产用电量回落



资料来源：Wind, 首创证券

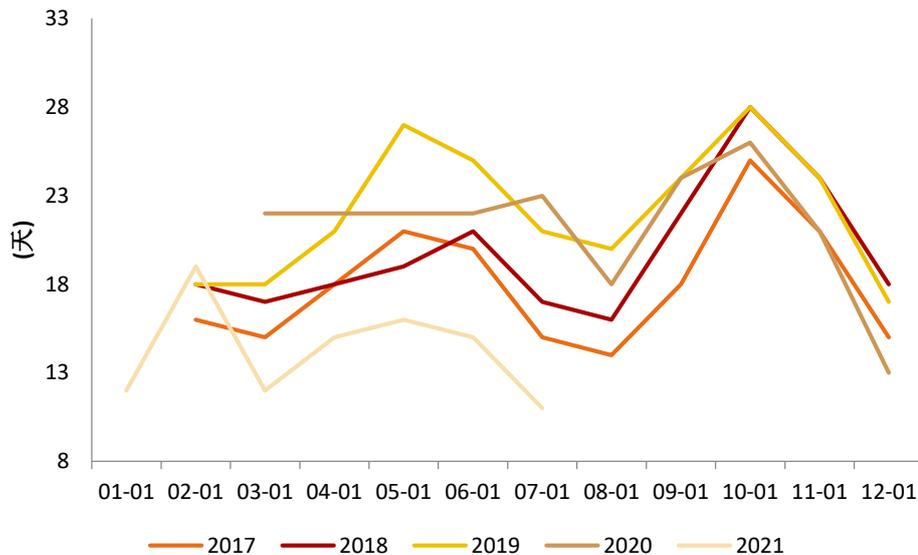
图 7：二产用电量占比大幅低于季节性



资料来源：Wind, 首创证券

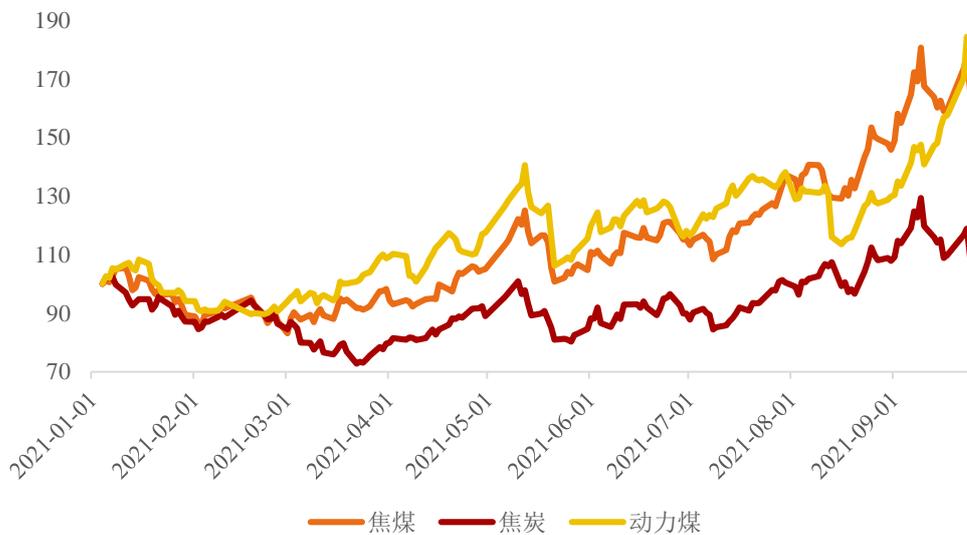
除了能耗双控，由低库存引发的煤价大幅上涨也是限电的重要原因之一。7月底，重点电厂煤炭库存可用天数仅为 11 天，远低于同期平均水平 19 天。今年以来，焦煤累计涨幅接近 80%，动力煤累计涨幅近 70%。同时，煤炭也作为水泥的原材料之一，水泥价格从 8 月份开始显著飙升。

图 8: 重点电厂煤炭库存可用天数:全国



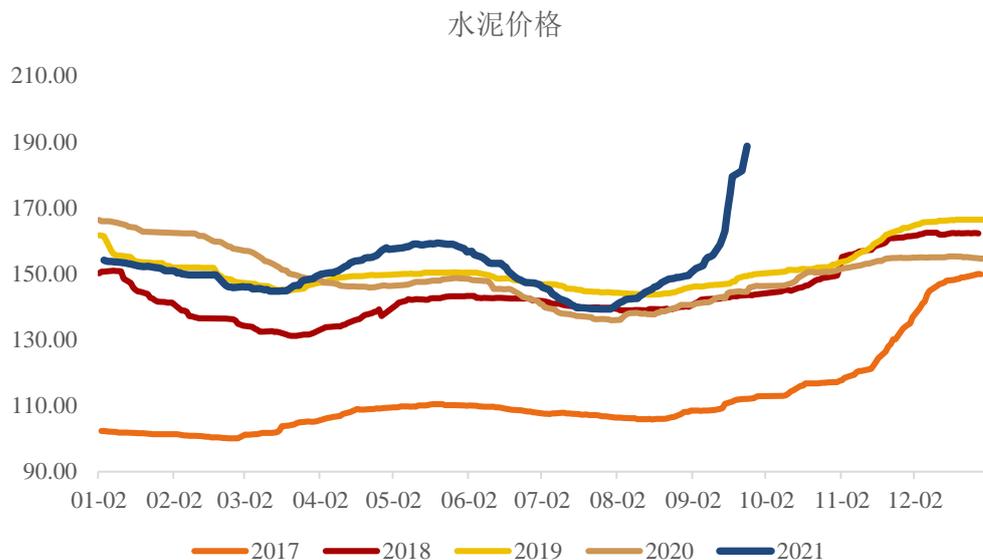
资料来源: Wind, 首创证券

图 9: 今年以来煤炭涨幅惊人



资料来源: Wind, 首创证券

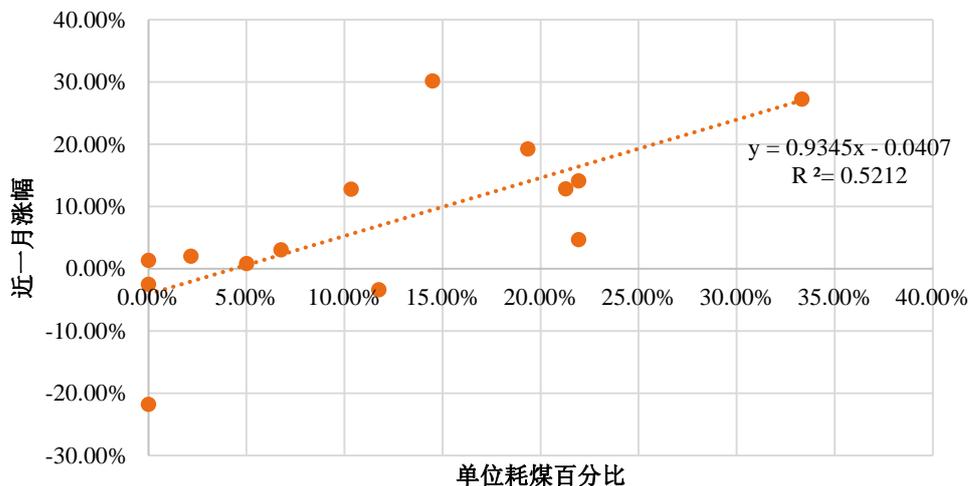
图 10: 能耗双控以及煤炭涨价双重影响下, 8 月以来水泥价格飙升



资料来源: Wind, 首创证券

除了水泥, 螺纹钢、铝、铅、锌、线材、甲醇等产品的生产也需要不同比例的煤炭, 我们整理了纯碱、纸浆、塑料、甲醇、PVC、铜、锌、镍、螺纹钢、铝、铅、铁矿石、线材、水泥等十余种产品的单位耗煤百分比以及相应产品价格近一个月的涨幅, 发现二者呈现明显正相关关系, 单位耗煤百分比能较大程度解释相应产品价格的近期涨幅。

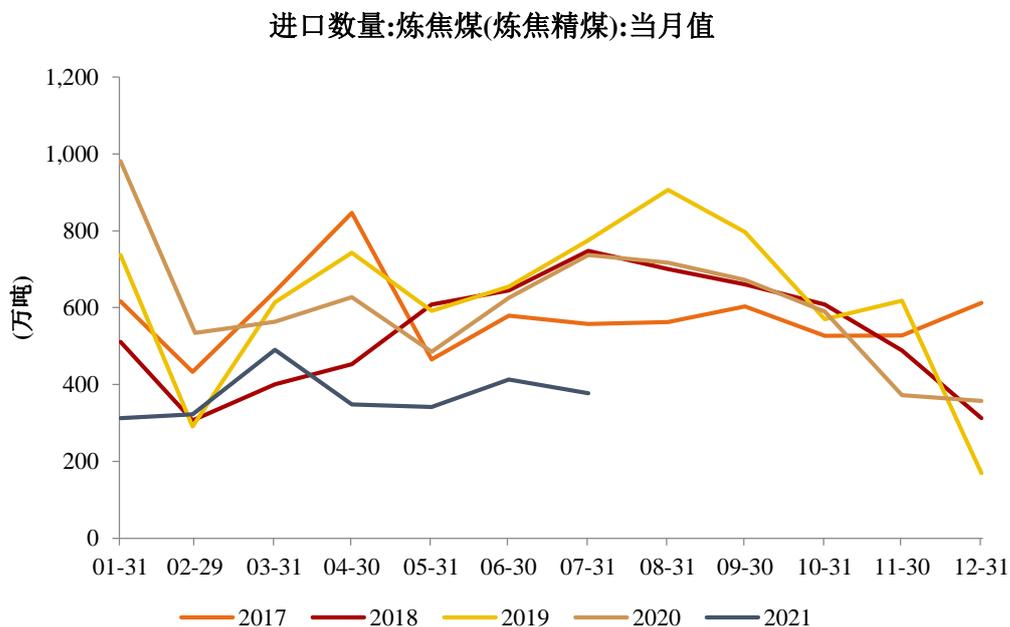
图 11: 各产品单位耗煤百分比与相应产品价格的近期涨幅



资料来源: Wind, 首创证券

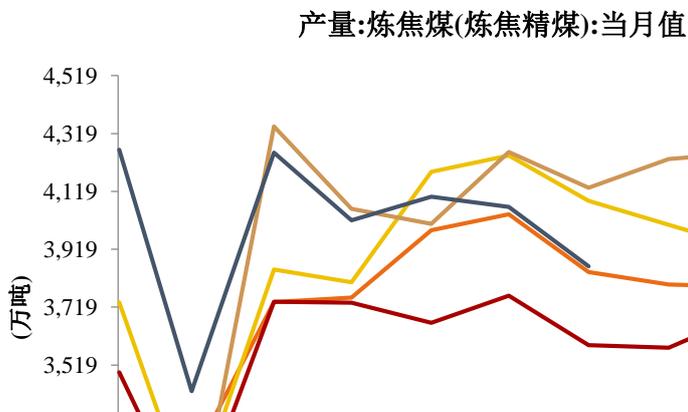
煤炭库存低的主要原因之一是进口受限。可以看到, 自去年 11 月澳煤进口受限以来, 焦煤进口量直线下滑, 今年持续低于季节性。国内产量从今年 6 月开始也受到一定限制, 总供给严重收缩。6 月以来焦煤库存大幅下滑, 至今一直维持低位。开工率也自 6 月以来稳步下行, 9 月以来严重下滑。

图 12: 自去年 11 月开始炼焦煤进口量大幅下滑



资料来源: Wind, 首创证券

图 13: 国内炼焦煤产量 6 月开始明显受限



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_27151



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>