

2021年09月30日

证券研究报告·宏观定期报告

宏观周报(9.27-9.30)



能耗双控势在必行，海外关注两大阻点

摘要

● 一周大事记

国内：央行两提房地产，能耗双控目标势在必行。9月27日，国家电网表示将保障基本民生用电需求，最大可能避免出现拉闸限电情况，坚决守住民生、发展和安全底线，为做好大宗商品保供稳价提出更高要求。全国10多个省份陆续出台限电、有序用电政策，与其他地区限制工业用电不同，东北地区的限电范围扩大到居民用电，而且从有序用电变成拉闸限电，原因主要有煤炭供给紧张、能耗双控和去产能；24日央行货币政策委员会三季度例会指出，要统筹做好今明两年宏观政策衔接，增强信贷总量增长的稳定性，同时维护房地产市场的健康发展，29日，房地产金融工作座谈会，双维护再次被提及，预计房地产市场将趋稳；28日，国新办发布《中国的全面小康》白皮书，从五个方面对中国全面小康展开详细描述，预计未来劳动力市场进一步完善，消费市场会进一步扩张，对金融经济的监管进一步加强，强调金融对实体经济的服务功能，民营企业及“专精特新”中小企业的发展将应来利好；央行连续第八个交易日开展14天期逆回购操作，操作量维持千亿规模，若逆回购净投放规模继续扩大，四季度降准的可能性或降低；日前央行行长易纲发文称我国已基本形成了市场化的利率形成和传导机制，无需实施资产购买操作，预计央行将进一步推动利率市场化改革，强化市场基准利率培育。

海外：供给阻塞通胀不减，各国经济复苏受阻。9月27日，日本央行公布8月企业服务价格指数，将维持现行的宽松货币政策，继续向企业提供资金支持，预计日本经济将继续维持低利率、低通胀、低增长的态势，与数字经济、绿色经济相关的企业发展环境会边际宽松；9月28日，世界银行发布最新版《东亚与太平洋地区经济半年报》，下调对该地区大多数国家今年的增长预测，预计中国将增长8.5%，而其他国家增长2.5%，建议东亚各国应继续推动本国疫苗生产，提升制造业增长速度，用制造业带动本国经济恢复；当地时间28日，美国参议院共和党人阻止了上调债务上限的法案，加大政府违约风险，同时美联储主席鲍威尔表示，通胀仍将持续，预计将回落到较长期的2%目标，美联储将在必要时采取行动，以应对通胀失控；当地时间28日，美国洲际交易所(ICE)数据显示，天然气、动力煤与碳价联动上涨，欧洲所有能源价格同时上涨，既有市场供给偏紧的基本面因素，也有能源市场联动效应。新能源转型技术尚未取得突破，预计转型任务道阻且长；9月29日，美、欧、英、日央行行长亮相“货币政策之未来”欧央行线上论坛活动，表示受供应链瓶颈的持续影响，通胀仍将持续，经济复苏充满不确定性。

高频数据：上游：布油现货价格周环比上升，铁矿石与阴极铜周环比上升；中游：生产资料价格指数上升，主要工业原材料价格上涨；下游：房地产销售周环比上升，汽车零售表现偏弱；物价：蔬菜价格微升，猪肉价格下降。

● **下周重点关注：**OPEC第21届部长级会议(周一)；欧元区和美国公布9月PMI数据(周二)；美国MBA抵押贷款数据(周三)；中国9月外汇储备和黄金储备量(周四)；中国9月新增人民币贷款和货币供应年率数据(周五)

● **风险提示：**海外通胀高企，国内复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. “新”和“稳”的相得益彰 (2021-09-24)
2. 未来看国内专精特新，近期瞧海外通胀仍高企 (2021-09-17)
3. 内生与外生因素共振之下的放缓会持续吗？——8月经济数据点评 (2021-09-16)
4. 当“转变”来敲门——2021-2022内外驱动衔接与配置结构新视角 (2021-09-14)
5. 略超预期的增量中，暗流何在？——8月社融数据点评 (2021-09-10)
6. 新基建将迎超前打造，欧央行缩债不意味紧缩 (2021-09-10)
7. 它何时见顶？它何时触底？——8月通胀数据点评 (2021-09-10)
8. 扰动下的超预期能持续吗？——8月贸易数据点评 (2021-09-07)
9. 政策加力“房住”，海外或渐送“鸽”运行 (2021-09-03)
10. 需求走弱建筑业走强，政策托底或已开启——8月PMI数据点评 (2021-08-31)

目 录

1 一周大事记.....	1
1.1 国内：央行两提房地产，能耗双控目标势在必行.....	1
1.2 海外：供给阻塞通胀不减，各国经济复苏受阻.....	2
2 国内高频数据.....	4
2.1 上游：布油现货价格周环比上升，铁矿石与阴极铜周环比上升.....	4
2.2 中游：生产资料价格指数上升，主要工业原材料价格上涨.....	5
2.3 下游：房地产销售周环比上升，汽车零售表现偏弱.....	6
2.4 物价：蔬菜价格微升，猪肉价格环比下降.....	6
3 下周重点关注.....	7

1 一周大事记

1.1 国内：央行两提房地产，能耗双控目标势在必行

“能耗双控”遭遇煤炭缺口导致多地限电减产，为商品保供稳价提出更高要求。9月27日，国家电网表示将保障基本民生用电需求，最大可能避免出现拉闸限电情况，坚决守住民生、发展和安全底线。全国10多个省份陆续出台限电、有序用电政策，如江苏、广东、山东、广西、云南、浙江等，且多家企业也已出台“限电减产”措施，不少地方出现了“开二停五”、“开一停六”的情况。与其他地区限制工业用电不同，东北地区的限电范围扩大到居民用电，而且从有序用电变成拉闸限电，对民众生活带来不便，主要原因有以下三点：首先，煤炭供给紧张，煤价暴涨，或与2020年12月的“澳煤”禁令有关；其次，“能耗双控”的压力，也是各省市选择限电的原因，“十四五”规划进一步提出完善能源消费总量和强度双控制度，然而今年8月发改委印发了《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，9个省份一级预警，全国节能形势十分严峻，广东、江苏、福建等省区能耗强度同比不降反升，因此各省市在第四季度开启临时性、强制性的限电停产；第三，“去产能”也是导致此次限电的重要原因。疫情刺激下，全球复工复产进度不一，海外供需缺口使得出口企业订单量增多，但产品价格下降。在成本、国际运费暴涨的情况下，仍有企业盲目扩大产能，反过来推高原材料的价格。今年来，部分大宗商品价格出现持续上涨，从严实施能耗双控，无疑为做好大宗商品保供稳价提出更高要求。

货币政策稳健适度，央行提房地产。9月24日，中国人民银行货币政策委员会举行三季度例会，会议指出当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，要搞好跨周期政策设计，统筹做好今明两年宏观政策衔接，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置；进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用，用好新增3000亿元支小再贷款额度；深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业；健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，优化存款利率监管，继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。本次会议与730中央政治局关于货币政策表述一脉相承，预计未来短期货币政策仍将稳中偏松，重点支持薄弱环节及中小企业发展。值得注意的是，本次例会央行明确提出，要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益，在央行官网披露的从2009年第一季度至今的所有央行货币政策季度例会的新闻稿中，这是“房地产”首次被提及。29日，央行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，双维护再次被提及，并围绕三稳目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，预计未来房地产信贷政策或有望迎来边际调整，主要是加强对有真实住房需求的“刚需”群体的按揭贷款保障力度。

全面建成小康社会，共同富裕进入实质阶段。9月28日，国新办发布《中国的全面小康》白皮书，对中国全面小康进行了全面的描述，从经济持续健康发展、人民民主不断扩大、文化更加繁荣兴盛、民生福祉显著提升和生态环境发生历史性变化五个方面作了介绍。2021年上半年，中国的GDP达到53.2万亿元，同比增长高达12.7%，高于同期美日德英法。目前，中国已经成为全球第二大经济体、第一大货物贸易国、第二大服务贸易国、第二大消费市场，制造业增加值多年位居世界首位，220多种工业产品产量居世界第一；在民生领域，中国已经构建了世界上最大的社会保障体系，人均年可支配收入从1978年的171元增加到2020年的32189元。城乡居民恩格尔系数分别从1978年的59%、67.7%下降到2020年

的 29.2%、32.7%。消费结构从生存型向发展型、享受型过度；在生态建设上，中国成为世界利用新能源第一大国和世界节能进步最快的国家，2020 年单位国内生产总值能耗和碳排放分别比 2015 年下降 13.2%、18.8%。全面建成小康社会的过程经历了几代人的奋斗和努力。改革开放初期，邓小平提出 20 世纪末建立小康社会，2015 年 11 月，中共中央政治局审议通过《关于打赢脱贫攻坚战的决定》，提出消除贫困、逐步实现共同富裕的目标，2021 年 7 月 1 日，习近平宣告，中国已经全面建成了小康社会。预计未来劳动力市场进一步完善，消费市场会进一步扩张，国货潮牌的发展利好；中央对金融经济的监管进一步加强，更加强调金融对实体经济的服务功能，叠加北交所设立，民营企业和“专精特新”中小企业的发展将应来利好。

央行连续 8 个交易日开展 14 天期逆回购，市场对四季度降准可能性存疑。9 月 28 日，央行公告称，为维护季末流动性平稳，当日以利率招标方式开展了 1000 亿元 14 天期逆回购操作，中标利率为 2.35%，与前期持平。这已是央行连续第八个交易日开展 14 天期逆回购操作，操作量也维持在千亿规模。逆回购期限拉长，额度增加，属于每年节前的管理操作，主要是为节前削峰、节后平谷。央行净投放以呵护资金面，确保市场流动性平稳跨节。但值得注意的是，从投放量上看，今年的逆回购净投放金额高于前两年。目前，央行连续两周逆回购净投放量较大，有效对冲了政府债发行带来的资金缺口，以及满足跨季资金需求，预计平稳跨季，9 月到期的 MLF 已等额续作，若逆回购净投放规模继续扩大，四季度降准的可能性或降低。当前国内经济虽受短期和外部因素冲击，经济增速放缓，但仍保持复苏态势，货币信贷环境同样稳定；近期操作预示央行更倚重结构性政策工具，进行精准调节，提升政策质效。但 PPI 仍居高不下，与 CPI 剪刀差达到历史最大值，反映着经济运行存在“类滞胀”风险，四季度降准或仍有空间，而且，央行召开的第三季度货币政策委员会例会上，新增了“增强信贷增长稳定性”的表述，当前信贷、社融增速基本触底，四季度会有小幅回升。

易纲：尽可能延长实施正常货币政策的时间，目前无需资产购买操作。日前，中国人民银行行长易纲在最新一期《金融研究》上刊发题为《中国的利率体系与利率市场化改革》的文章，表示我国已基本形成了市场化的利率形成和传导机制，以及较为完整的市场化利率体系，并展望下一步中国货币政策的实施空间。易纲表示，中国的经济潜在增速仍有望维持在 5%~6% 的区间，有条件实施正常货币政策，收益率曲线也可保持正常的、向上倾斜的形态，不需要实施资产购买操作。资产购买工具并非常规货币政策工具，而是央行在市场出现问题时的被迫选择，若必须实施，应当坚持三个原则：一是央行干预的目的应当是帮助市场正常运转，而非替代市场。二是央行的干预措施应尽可能走在市场前面，恢复从而快速稳定市场情绪，避免市场失灵进一步恶化。三是应尽可能减少资产购买规模，缩短持续时间，力求资产购买实施力度与市场失灵的度保持一致。预计下一步，央行将进一步推动利率市场化改革，继续巩固以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的中央银行政策利率体系，同时强化市场基准利率培育，加强监管，为利率市场化改革创造更加有利条件。

1.2 海外：供给阻塞通胀不减，各国经济复苏受阻

日本：海外产业链受冲击，国内继续维持流动性宽松。9 月 27 日，日本央行公布 8 月企业服务价格指数，8 月日本企业服务价格指数 105%，同比增长 1%，环比下降 0.1%。自今年夏天来，日本国内的疫情反弹对消费造成了冲击，餐饮、旅游、运输等行业收到了一定的影响。由于海外经济部门的拉动，日本经济增长的预期仍然向好，相关商品和资本商

品为主的制造业部门利润上升，与数字经济相关的企业盈利向好，但 Delta 毒株使得日本在海外相关的产业链受到影响，零部件的采购延迟，或在一定程度上影响出口和生产；就业方面，7 月份日本的失业率下滑到 2.8%，环比下降 0.1%，连续两个月改善；通胀方面，近期国际大宗商品和能源价格的上涨对日本上游产业造成了一定的冲击，成本上升带来的企业经营压力增加，利润空间被压缩，且上游价格与下游价格之间的传导不顺，日本下游企业的经营压力较大，日本央行行长黑田东彦称，由大宗商品通胀引起的成本上升和零部件短缺问题有望在年底前解决；在货币政策方面，日本将维持现行的宽松货币政策，同时密切关注企业融资情况，继续提供资金支持；同时，在气候变化上，日本央行将引入新的融资系统来为相关领域的投资和贷款提供支持，并在年底前开展实质资助。预计日本经济将继续维持低利率、低通胀、低增长的态势，与数字经济、绿色经济相关的企业发展环境会边际宽松。

世界银行：东亚与太平洋地区经济恢复受挫。9 月 28 日，世界银行发布最新版《东亚与太平洋地区经济半年报》（下称“半年报”），下调了对东亚与太平洋地区大多数国家今年的增长预测。由于经济活动在 2021 年二季度开始减速，世行预计中国将增长 8.5%，而其他各国增长 2.5%，比 2021 年 4 月预测的 4.4% 下调近 2 个百分点。世行表示，受德尔塔毒株扩散的影响，东亚与太平洋地区的经济复苏速度缓慢，财政支持力度已从 2020 年的平均 GDP 占比 7.7% 下降到 2021 年的 4.9%。相比之下，由于大多数国家消费者价格涨幅仍在央行目标范围内，各国仍保持了支持性货币政策，利率保持相对稳定。在东亚和太平洋地区，各国疫苗接种率呈上升趋势：2021 年 6 月底，至少接种一剂疫苗的人口比例平均为 18%，但到 2021 年 8 月底已升至 35%。世行预计，明年上半年，东亚与太平洋地区许多经济体的疫苗覆盖率有望达到 60%，地区经济恢复的速度也会在一定程度上受疫苗接种的制约和影响。世行表示，东亚各国应进一步推动本国的疫苗生产工作，提高居民接种率，从而控制病毒感染率；在疫情控制良好的条件下，可通过鼓励外资设厂的方式增加就业机会，提升制造业的增长速度，用制造业逐步带动本国经济恢复。

美国：参议院共和党阻挠临时支出法案和上调债务上限，鲍威尔再发通胀警报。当地时间 9 月 28 日，美国参议院共和党人阻止了上调债务上限的法案，参议院民主党人将被迫寻找新的策略。该法案提议将美国联邦债务上限延至 2022 年 12 月，并维持联邦政府运转至 9 月 30 日之后。财政部长耶伦一再介入，她直接向立法者发出呼吁。上周她呼吁华尔街最大的金融公司领导人，包括摩根大通和花旗集团，帮助向共和党施压。美国政府资金将于 9 月 30 日到期，如果未能提高债务上限，美国政府将面临“停摆”的局面。耶伦和美联储主席鲍威尔将于当地时间 9 月 28 日参加国会委员会关于关怀法案（Cares Act）的听证会，耶伦表示，国会必须迅速解决债务上限问题。如果不这样做，美国将有史以来第一次违约。美国的信心和信用将受到损害，国家很可能面临金融危机和经济衰退。9 月的议息会议上，美联储宣布维持零利率水平和每月 1200 亿美元的购债规模不变，并表示可能会考虑在 11 月份的会议上正式缩债，加息时间可能提前至明年，虽然美联储缩减资产购买计划的预期已经开始反映在市场价格中，但“政府关门”则带来了风险。28 日，美联储主席鲍威尔将出席美国参议院银行、住房和城市事务委员会举办的听证会表示，通胀持续时间会更长，但会减弱，通胀率预计将回落到较长期的 2% 目标。若通胀持续上行成为严重威胁，美联储一定会出手，物价上升和招聘困难可能较预期更为持久，联储将在必要时采取行动，以应对通胀失控。

欧洲：天然气、动力煤与碳价联动上涨，欧洲新能源转型面对挑战。9 月 28 日，美国洲际交易所（ICE）的数据显示，欧洲天然气价格基准——荷兰 TTF10 月远期天然气价格创下每兆瓦时 83.075 欧元；欧洲三港动力煤 2022 年一季度期货价格为 77 欧元/吨；布伦特原油则接近每桶 80 美元。欧洲所有能源价格同时上涨，既有市场供给偏紧的基本面因

素，也有能源市场联动效应。虽然欧洲近年来一直强调能源转型，但光伏和风电等新能源仍出力不足。目前，欧盟约四成的电力消费来自于天然气和煤炭。在能源转型的过程中，欧洲地区正逐步摆脱传统能源，但新能源技术却未有重大突破，这使得新能源、化石能源供给都存在短缺。由于欧洲本土加速淘汰化石能源，且进口化石能源的步调放缓，化石能源供给存在短缺情况。从存量上看，欧洲天然气基础设施组织数据显示，8月，西欧的储气库存量已位于2018年以来最低水平。欧盟煤炭库存量也为2016年以来最低水平；增量上，在欧洲本土为达到减排目标，欧洲各国今年加快退煤。欧盟委员会的数据显示，该地区现已关闭一半的煤电厂。欧洲地区四分之三的天然气消费依靠从国外进口，但挪威、俄罗斯等传统天然气卖家近期削减了对欧天然气出口，另外哥伦比亚和印度尼西亚等国的煤炭供应减少，且银行贷款使其他地区煤炭项目开发受阻，亦影响了欧盟煤炭进口。同时，天然气、动力煤、碳价之间存在联动效应，当一种能源商品的价格波动幅度较大时，就容易带动其他能源市场一起波动，预计将给欧洲新能源转型继续带来压力。

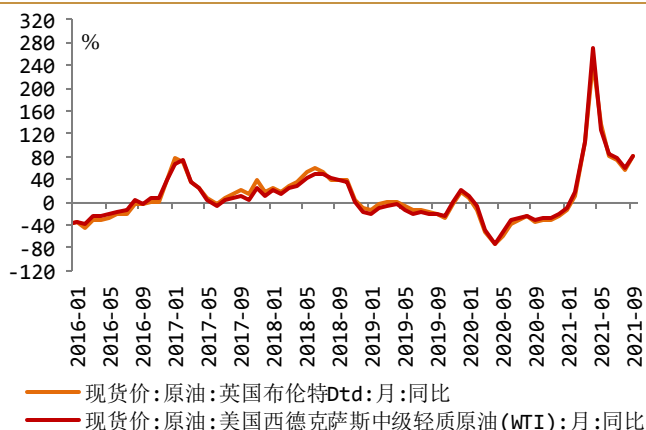
全球：最重要四央行掌门人齐发声，通胀高企或持续至明年。9月29日，美联储主席鲍威尔、欧央行行长拉加德、英国央行行长贝利、日本央行行长黑田东彦集体亮相名为“货币政策之未来”的欧央行线上论坛活动，重点探讨新冠疫情的更广泛经济影响以及主要国家货币政策的未来挑战。四位全球最重要之列的央行行长都“谨慎乐观”地预言通胀高企只是暂时状态，同时也警告称，供应链瓶颈可能会持续比预期更长时间，无法跟上强劲的商品需求，进而导致通胀走高持续到明年，随后随着供应链瓶颈缓解而回落。行长们也强调了供应中断和新冠疫情复燃等“大量”不确定性，正在给主要经济体的前景蒙上阴影。关于美国经济发展现状，鲍威尔尽管对明年的美国经济增长以及中期前景持有乐观态度，但指出两大“沮丧点”：首先，经济复苏了数月，供应链瓶颈不仅没有好转，反而在边际上还恶化了一些，供应链干扰已阻碍美国经济复苏，并在价格压力加剧时助长了更高的通胀；第二个沮丧点是疫情时至今日，一年半过去了，敦促人们接种疫苗和控制新冠 Delta 变种毒株的快速传播仍是当前最重要的经济政策，同时也是引导美国等发达国家货币政策走向的关键因素。

2 国内高频数据

2.1 上游：布油现货价格周环比上升，铁矿石与阴极铜周环比上升

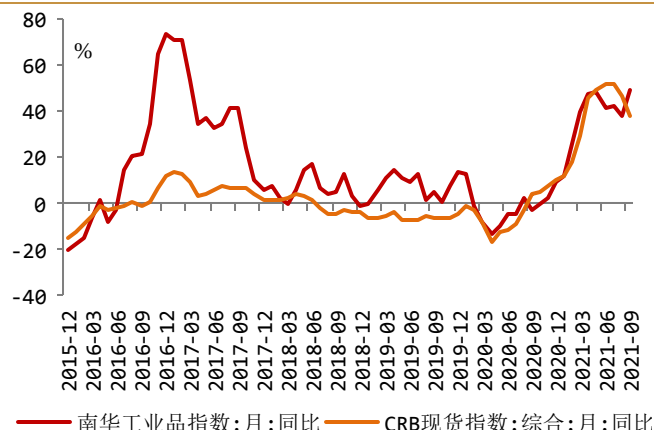
截至9月29日，本周英国布伦特原油现货均价上升4.54%至78.90美元/桶，WTI原油现货均价为75.19美元/桶，上升4.35%；截至9月29日，9月英国布伦特原油现货均价同比上涨82.08%，WTI原油现货均价同比上涨79.88%，受海外疫情、能源供给不足等影响，同比增速较8月上升24.34和20.20个百分点。铁矿石价格周环比上升，阴极铜价格周环比上升，截至9月30日，铁矿石期货结算价周环比上升5.18%至697.38元/吨，阴极铜期货结算价为68880.00元/吨，周环比略升0.09%；截至9月30日，本周南华工业品价格指数均值为3482.02点，环比上升3.08%，截至9月28日，本周CRB现货综合指数均值553.87，周环比上升0.67%。

图 1：原油现货价格同比增速 9 月回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 2：南华工业品指数同比上升、CRB 现货指数同比继续回落



数据来源: wind、西南证券整理

2.2 中游：生产资料价格指数上升，主要工业原材料价格上涨

截至 9 月 24 日，生产资料价格指数较上周上升 1.90% 至 120.12；截至 9 月 28 日，9 月 PTA 产业链负荷率均值为 77.52%，较 8 月均值上升 1.48 个百分点；截至 9 月 24 日，本周全国高炉开工率为 54.14%，较上周下降 1.52 个百分点；截至 9 月 24 日，9 月全国高炉开工率为 55.43%，较 8 月下降 1.89 个百分点；截至 9 月 30 日，螺纹钢价格周环比上升 1.25% 至 5827.50 元/吨，9 月螺纹钢均价为 5590.09 元/吨，月环比上升 5.05%，同比上涨 46.83%；截至 9 月 29 日，本周水泥价格指数均值为 194.36，周环比上升 4.20%，从均值来看，9 月水泥价格指数月环比上升 16.59%，同比上升 18.25%；本周动力煤月均期货结算均价为 1457.65 元/吨，周环比上升 7.87%，9 月动力煤期货价格月环比大幅回升 27.95%，同比上升 112.26%。

图 3：生产资料价格指数回升

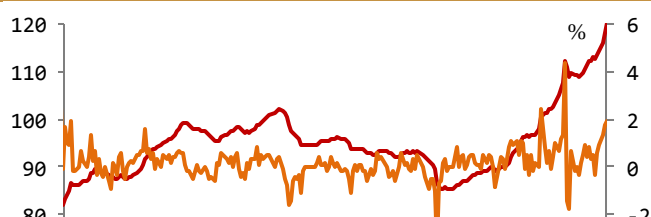
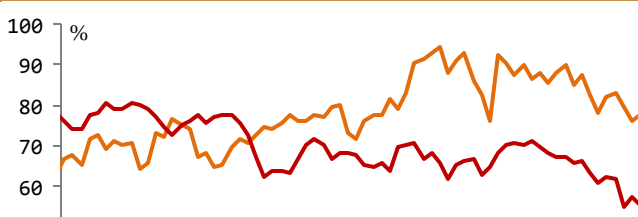


图 4：PTA 产业链负荷率 9 月上升、高炉开工率 9 月下降



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_27332

