

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

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511796

- 限电仍然是最近市场的焦点。在对民生构成压力之后，限电措施有所缓解。房地产政策也在延续放松，经济最悲观的时候估计已经过去。我们延续经济整体在低位平稳的判断。受其影响，周期股仍将延续调整，但可能步入调整的中后期。
- 供给逻辑主导，滞胀预期上升。由于9月疫情显著好于8月，因此服务业PMI大幅好转，制造业在能耗双控和限电影响下回落至49.6，生产、采购量分项下降明显，但需求回落速度相较上月有所放缓。9月份经济的下行更多来自于供给侧而非需求侧。短期市场对通胀的担忧再度上升，交易的焦点也从前期需求侧转向供给侧。10月8日国常会再度部署煤炭、电力保供事宜，但近期山西地区暴雨导致煤矿保供难度加大，核增产能效果尚存不确定性。
- 十一黄金周消费有所好转但仍偏弱。居民旅游、娱乐等消费仍然偏弱，但在疫情好转的环境下，消费恢复程度相较于中秋和端午有明显好转。由于疫情原因，端午、中秋的观影人次仅有疫情前的不足60%的水平，而国庆期间已恢复到80%左右。国庆假期旅游人次可比口径恢复至疫情前同期的70.1%。黄金周旅游总收入可比口径同比小幅回落4.7%，居民旅游消费仍然偏弱。
- 美债利率攀升，A股压力不大。对于近期美债收益率的攀升，我们认为经济基本面仍是决定美债的根本因素，债券市场定价基准在于服务业的修复程度。如果疫情没有本质上的改观，美债在短期挑战1.8%的点位是有难度的。由于A股前期大幅跑输海外股市，释放了较大的下行压力，因此对于美债上行的调整空间有限。
- 股债走势与2019年下半年类似，整体处在震荡格局。此轮美债收益率上行，欧美股市出现下跌，但A股前期已释放了较大的下行压力，因此调整的空间有限。债券方面尽管有诸多稳增长措施出台，但疫情压制下经济表现仍难以好于2019年，因此在疫情没有大变化之前，预计10年期国债收益率仍在2.9%左右震荡。

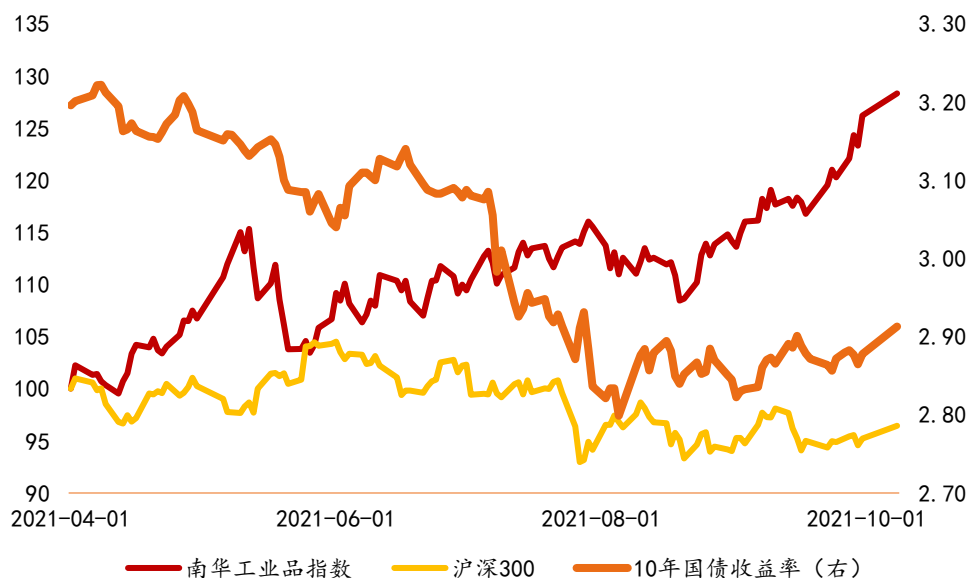
风险提示：经济下行超预期，疫情超预期

限电仍然是最近市场的焦点。在对民生构成压力之后，限电措施有所缓解。房地产政策也在延续放松，经济最悲观的时候估计已经过去。我们延续经济整体在低位平稳的判断。受其影响，周期股仍将延续调整，但可能步入调整的中后期。

## 供给逻辑主导，滞胀预期上升

九月下旬以来，能耗双控政策对经济的影响持续发酵，限电从工业领域向民生领域蔓延。另外国内动力煤价格连创新高，海外能源紧缺的情况也在延续，天然气价格飙升、原油价格创下疫情以来新高。受能源供应紧张的影响，通胀预期上升，市场关注点由需求侧向供给侧转移，因此商品大涨，债券收益率上行。

图 1：上周股债商走势



资料来源：Wind, 首创证券

鉴于限电对民生的不利影响，10月8日国常会再度部署煤炭、电力保供事宜。晋陕蒙已公布的四季度煤炭长协保障供应量约 1.45 亿吨，另外内蒙古自治区能源局一份文件流出，要求 72 处具备核增潜力的煤矿，可临时按照拟核增后的产能组织生产，共计核增产能 9835 万吨。在保供的预期下动力煤主力合约于 10 月 8 日开盘后大跌 5%，但近期山西地区暴雨导致煤矿保供难度加大，核增产能效果尚存不确定性，煤炭价格再度反弹。

对于近期的商品价格走势，能化类大幅领涨，动力煤自八月下旬起涨幅超 70%，另外燃油、LPG、原油等同期涨幅也均超过 30%，化工原料如甲醇等受煤炭价格上涨影响，也随之大幅上行，黑色系、有色等涨幅相对较小。9 月初至今，南华能化指数上涨超 20%，而黑色指数、有色指数仅上涨 6.68% 和 0.24%。

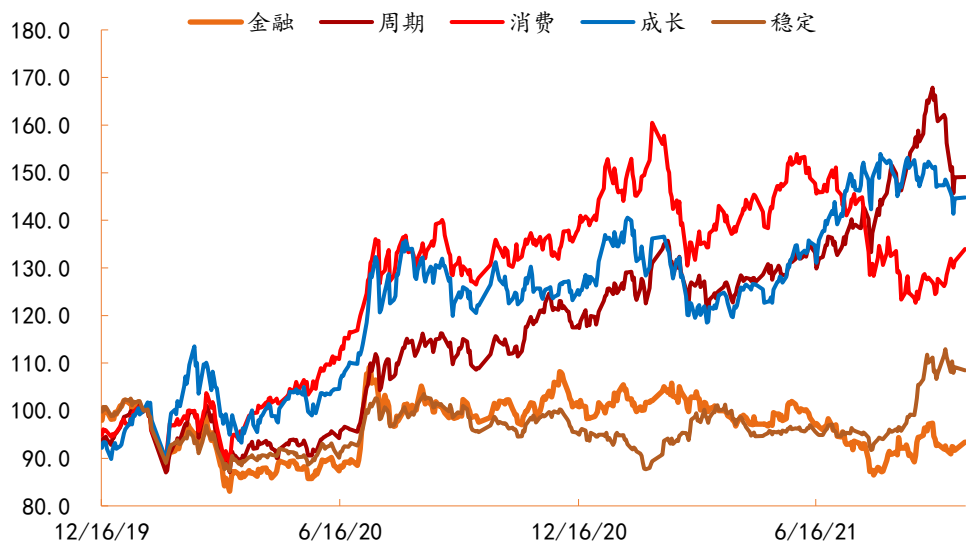
图 2：能源化工类商品价格大幅走强



资料来源：Wind, 首创证券

前期周期股走势明显偏离商品价格，我们在8月经济数据点评报告《经济开始稳了，债市没机会，周期股缓一缓》中提示周期股已近中后期，随后10个交易日周期股跌幅超10%，出现明显的回调趋势；而在疫情好转的环境下，消费股逐渐领跑各大风格指数。

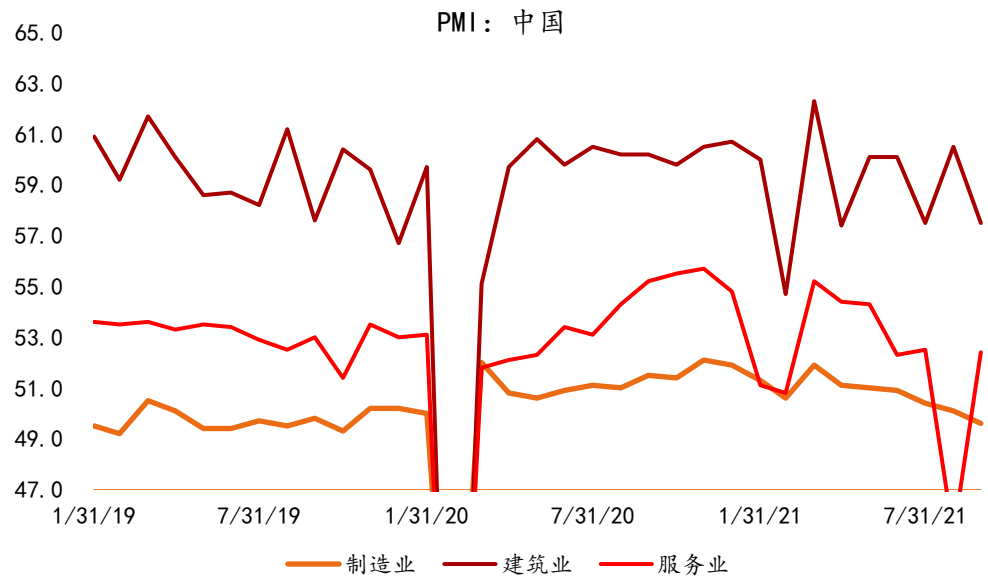
图 3：周期股大幅回调



资料来源：Wind, 首创证券

从PMI数据来看，由于9月疫情显著好于8月，且PMI为环比数据，因此服务业分项大幅好转并重回荣枯线以上录得52.4，制造业在能耗双控和限电影响下，生产明显收缩，制造业PMI则回落至49.6。

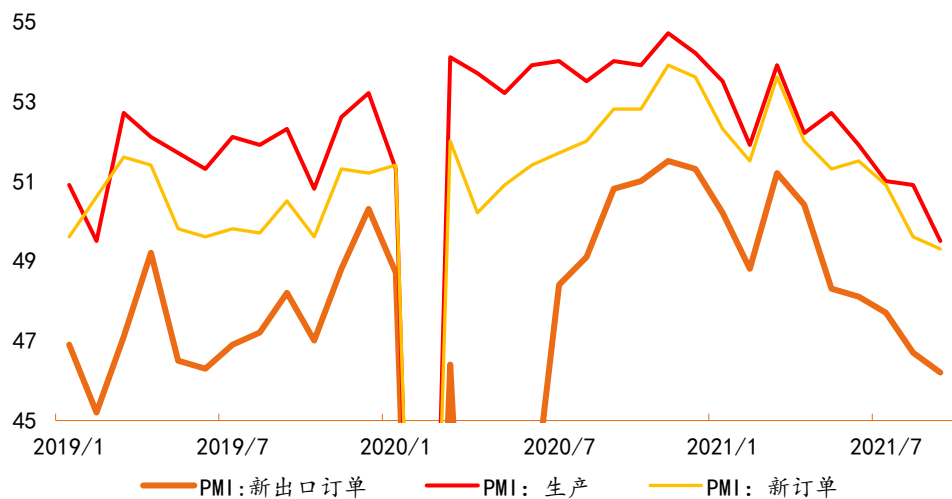
图 4: PMI



资料来源: Wind, 首创证券

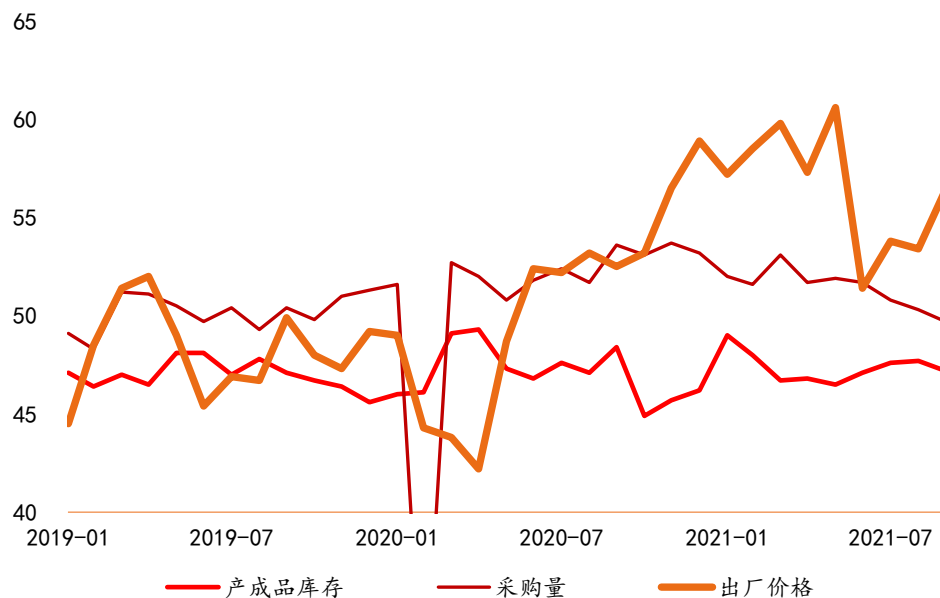
从分项来看, 限电导致制造业生产分项回落 1.4 至 49.5, 采购量分项下降 0.6 至 49.7, 但需求回落速度相较上月有所放缓, 新订单分项仅下降 0.3 个点, 9 月份经济的下行更多来自于供给侧而非需求侧。

图 5: PMI 分项



资料来源: Wind, 首创证券

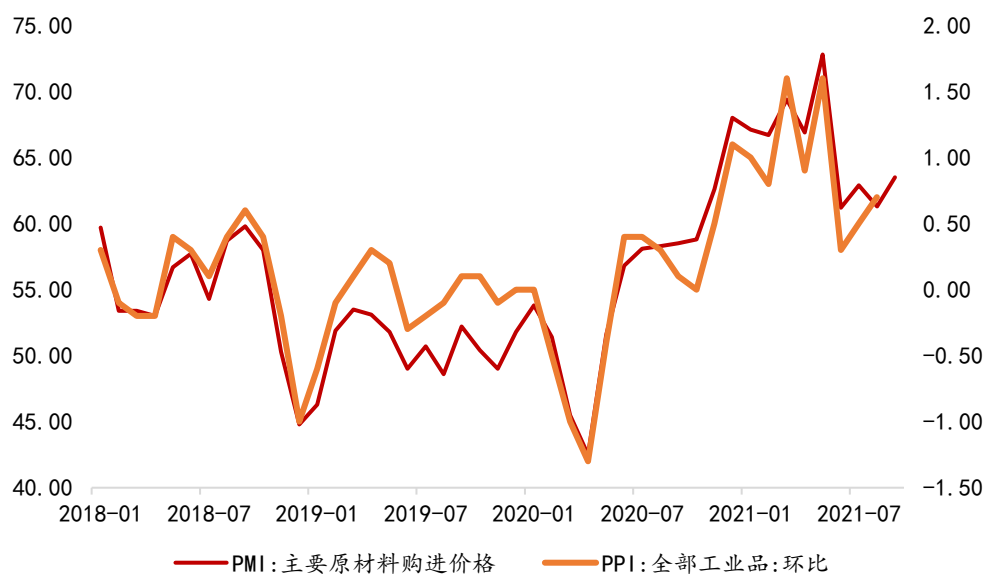
图 6: PMI 分项



资料来源: Wind, 首创证券

PMI 原材料价格购进指数分项进一步走高, PPI 环比可能继续保持高位, 商品价格继续飙升, PPI 破 10 概率较大, 同时由于能源价格连续攀升, 产品出厂价格再度走高。短期市场对通胀的担忧再度上升, 交易的焦点也从前期需求侧的偏弱转向供给侧导致的通胀。

图 7: PMI 原材料购进价格分项与 PPI 环比



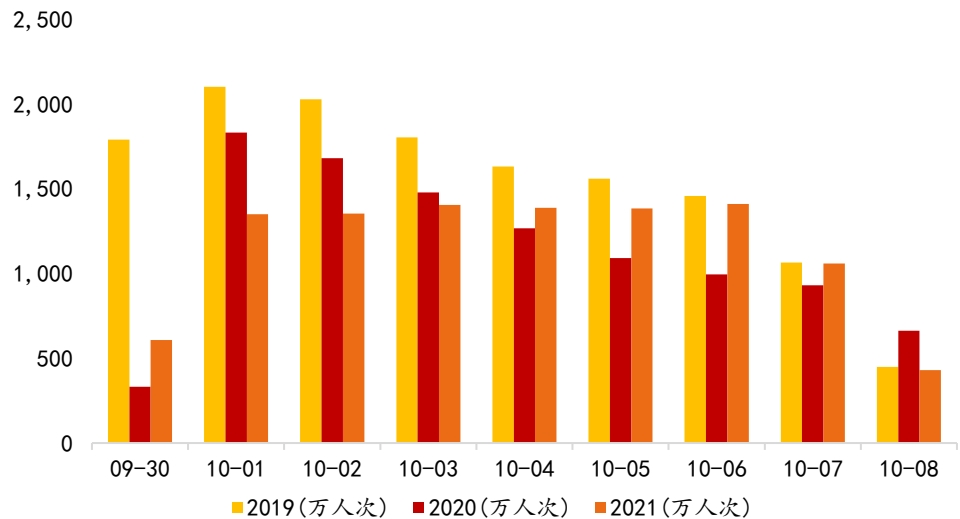
资料来源: Wind, 首创证券

## 十一黄金周消费有所好转但仍偏弱

今年十一黄金周,除部分地区出现零星病例外,疫情整体保持好转趋势。居民旅游、娱乐等消费仍然偏弱,但在疫情好转的环境下,消费恢复程度相较于中秋和端午有明显好转。

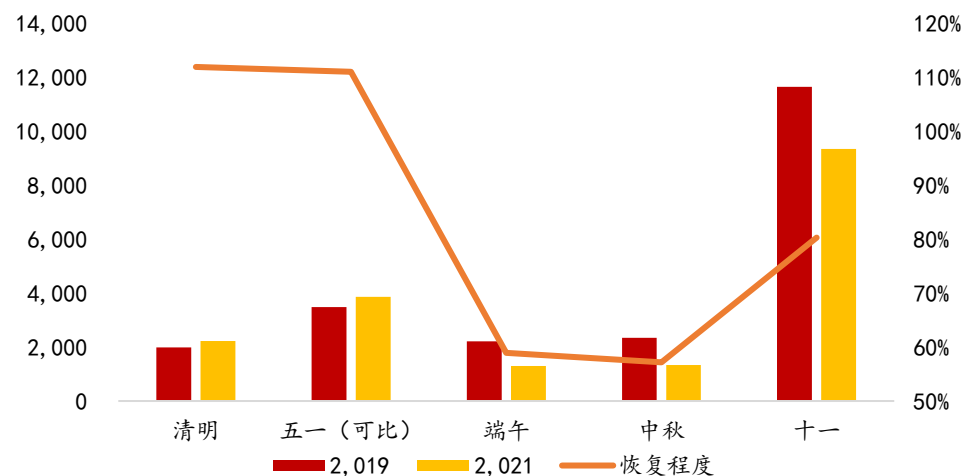
娱乐方面,对比 2019 年疫情前的观影人次数据,由于疫情原因,端午、中秋的观影人次仅有疫情前的不足 60%的水平,而国庆期间已恢复到 80%左右的水平。

图 8: 国庆期间观影人次



资料来源: Wind, 首创证券

图 9: 2021 年假期观影人次



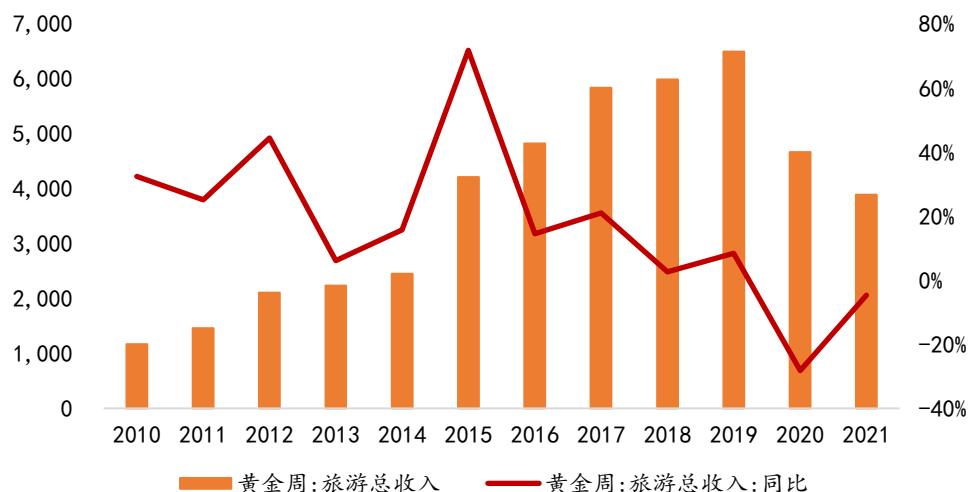
资料来源: Wind, 首创证券

出行旅游方面,由于去年十一前长期无新增本土病例,且存在报复性出游需求,基数相对较高,今年十一期间出行数据同比回落。根据交通运输部数据,国庆期间全国预计日均发送旅客 5750 万人次,比 2019 年同期下降 33.9%,比去年同期日均下降 7.5%。

但根据高德地图发布的《2021 国庆出行报告》，今年 10 月 1 日至 5 日全国高速拥堵里程占比较去年同期下降 37%，较 2019 年同期上升 6%，近两年居民自驾游出行比例可能有所上升。

另外，根据文旅部数据，国庆假期国内旅游出游 5.15 亿人次，可比口径同比减少 1.5%，可比口径恢复至疫情前同期的 70.1%。黄金周旅游总收入可比口径同比小幅回落 4.7%，居民旅游消费仍然偏弱。

图 10：十一黄金周旅游收入（同比为可比口径）



资料来源：Wind, 首创证券

## 美债利率攀升，A 股压力不大

全球能源紧张的局面持续发酵，欧洲天然气价格 9 月初以来涨幅超 30%，印度也面临煤炭供应缺口，新德里面临断电风险，原油价格不断刷新疫情以来新高，受此影响通胀预期走高，美债倒算出的市场通胀预期从 9 月 22 日的 2.28% 上升至目前的 2.50%。尽管 9 月非农数据较弱，但失业率已下降至 4.8%，叠加较高的通胀预期，Taper 恐难以继续后延。

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\\_27474](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27474)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn