

核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

杨亚仙

研究助理

SAC 执证编号: S0110120070029

yangyaxian@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511883

相关研究

- 相关政策放松, 悲观预期缓解
- 美债为何再超预期? 市场的分析框架为何全错了?
- 限电考验定力

- 9 月份宏观数据表现喜忧参半, 出口保持超预期高增, 价格因素导致的持续性存疑; 金融数据整体表现平淡, 略好于季节性, 政府债将支撑社融四季度走强; 而 PPI 依旧加速上行, 通胀压力较大。
- 上周, A 股呈现震荡走势, 沪深 300 指数基本收平, 中证 500、国证 2000 指数自 9 月中旬以来持续下行, 周期股回调可能是主要影响因素。上周资本市场最大的要点是能源价格的大幅上行, 包括动力煤、天然气和原油。受其影响, 某些商品价格出现明显上涨, 债券利率大幅上行。
- 供给因素是本轮能源价格上涨的核心原因。国内煤炭供给短缺, 电力供应受到严重影响。欧洲天然气主要供应商俄罗斯(占比近一半)的供给下降, 天然气价格飙升, 欧洲多地电价上涨。而由此引发的一系列反应将影响整个市场: OPEC 不愿增产, 天然气替代能源石油价格大幅飙升、全球最大的锌生产商之一 Nyrstar 宣布受电价上涨和碳排放相关成本的影响, 将把欧洲三家冶炼厂的产量最多削减 50%, 上周金属锌暴涨等等。
- 我们倾向于认为, 供给因素的多重叠加使得能源供给出现明显收缩, 难以应对经济复苏下的需求扩张以及寒冬临近时能源库存的急剧下降, 使得供需矛盾陡然爆发。如果当下的供给因素得不到相应缓解甚至加剧的话, 将带来全球较大的通胀压力, 有可能全面压制全球股债的表现。这一情景的出现仍有不确定性, 需要进一步观望。
- 经过两三周的调整, 周期股的调整已经进入尾声; 随着疫情的进一步稳定, 消费股仍有上行的可能。股债大体维持震荡格局, 不确定性在于能源价格未来的变化。由于本轮能源危机的影响因素独特性, 判断方向有较大难度, 建议紧跟疫情和能源供给方面的变化, 灵活应对。

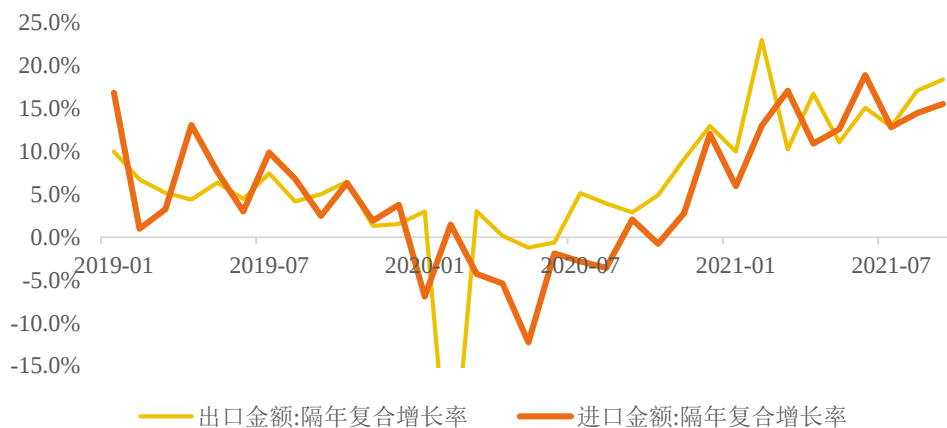
风险提示: 经济下行超预期, 疫情超预期

1 当前经济喜忧参半

9 月份宏观数据表现喜忧参半,出口保持超预期高增,价格因素导致的持续性存疑;金融数据整体表现平淡,略好于季节性,政府债将支撑社融四季度走强;而 PPI 依旧加速上行,通胀压力较大。具体来看:

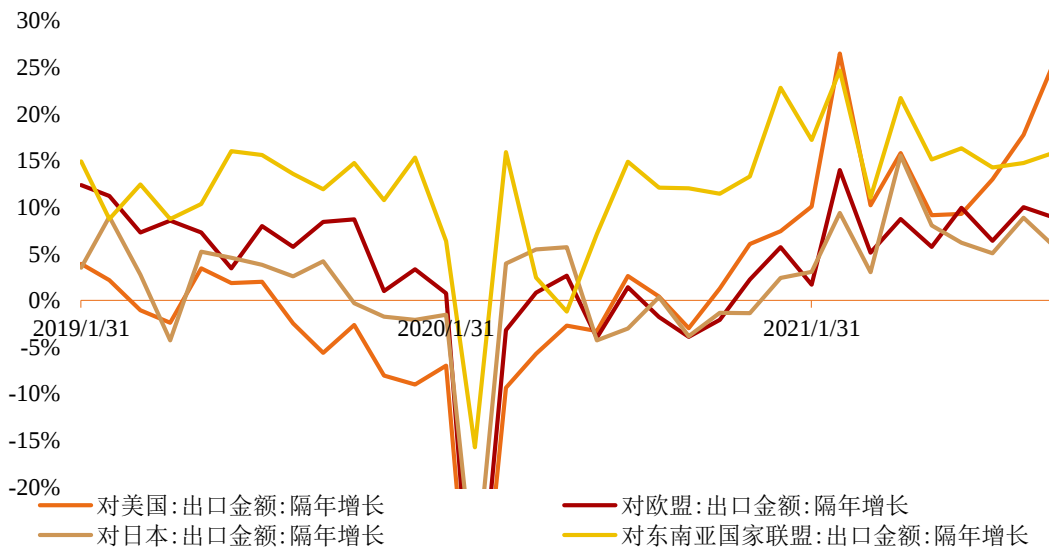
9 月出口金额两年复合增速为 18.4%, 仍保持高速增长;进口金额两年复合增速 15.5%, 基本保持稳定,但环比在历史数据中并不高。9 月份大多数商品的出口金额复合增长率大大高于出口数量的复合增长率,因此,价格因素是出口高增的主要原因。另外,从主要国别和地区来看,对美国 and 东南亚出口同比大幅多增,可能与美国需求年底扩张和东南亚疫情反复的出口替代也有一定关系。9 月美国制造业 PMI 录得 61.1%, 环比增长 2.0%, 制造业 PMI 进口分项也反弹至 54.9%。进口下滑则主要受国内能耗双控、制造业生产收缩的影响,内需明显下降。

图 1: 出口隔年复合增长率超预期上升



资料来源: Wind, 首创证券

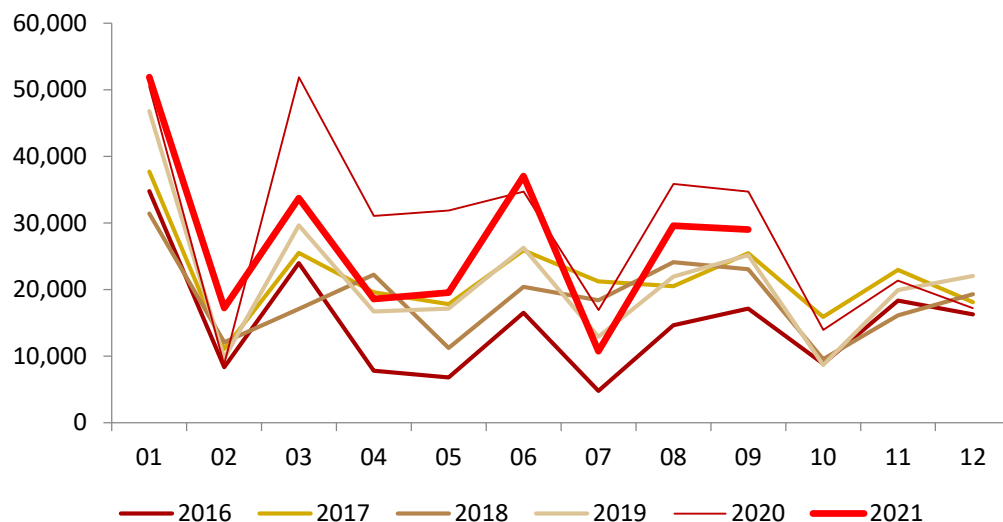
图 2: 对美出口显著多增



资料来源: Wind, 首创证券

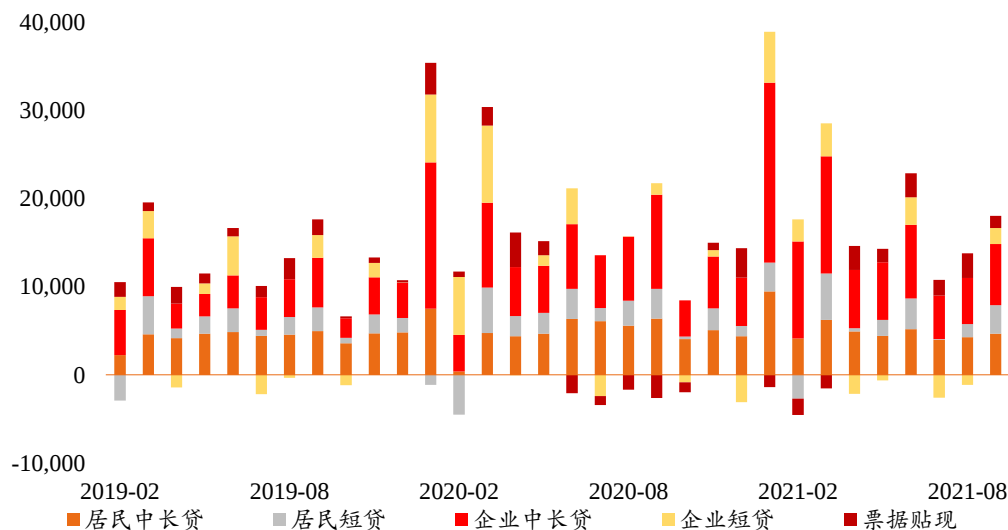
9月新增社融2.9万亿元，虽不及市场预期的3.24万亿元，但略好于季节性。高基数的影响下，9月社融存量同比回落至10.0%，预计下月起社融存量同比将出现回升趋势。新增人民币贷款1.66万亿元，不及预期，但基本符合季节性。其中短贷占比提升至34%，显著弱于前两个月，限电和疲软的地产导致整体贷款需求并不强，但信贷政策对于实体经济的支撑并未减弱。地产政策收紧导致居民中长贷弱于季节性，而居民消费在疫情过后好转导致短贷明显反弹。社融其他分项中，非标融资继续压降2136亿元，新增债券融资季节性下滑，新增专项债融资8109亿元。由于专项债剩余额度需在11月底前基本发完，后两月专项债新增融资约为1.4万亿元，政府债券分项将支撑社融四季度走强。

图 3：社融当月增量



资料来源：Wind, 首创证券

图 4：新增贷款分项

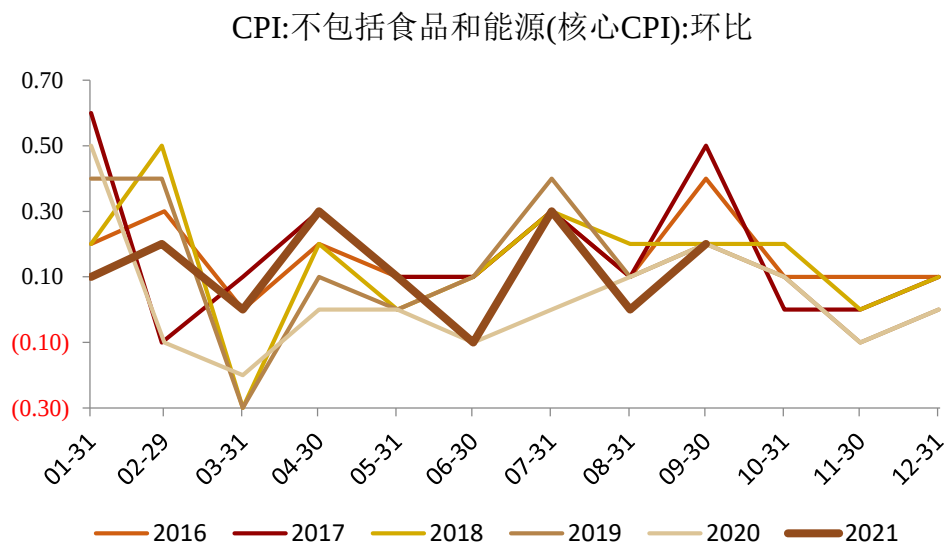


资料来源：Wind, 首创证券

9月，CPI 同比录得 0.7%，环比持平；其中，食品 CPI 同比录得-5.2%，环比下降

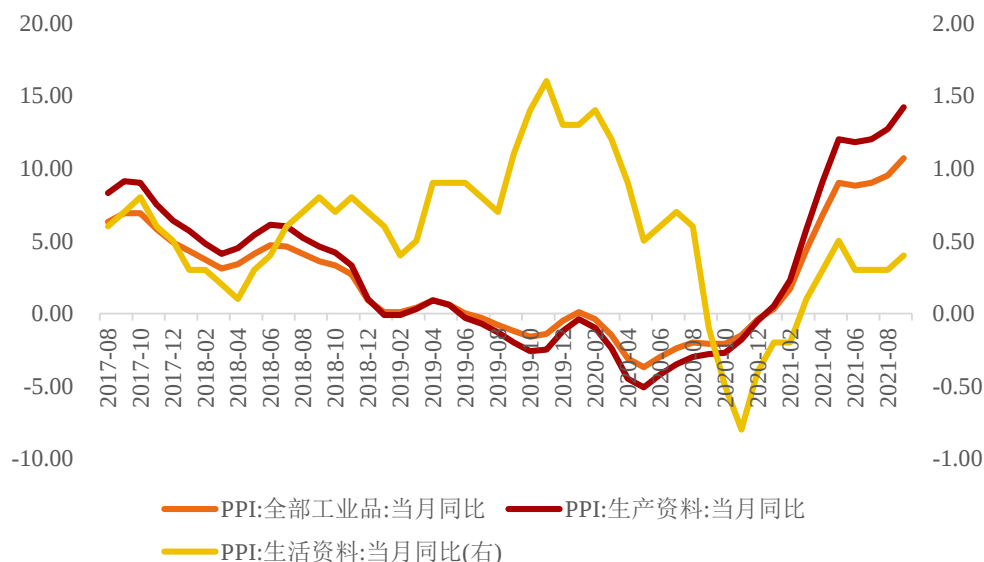
0.7%，食品 CPI 下行主要由猪肉供给充足推动猪肉价格大幅下跌所致。核心 CPI 环比录得 0.2%，处于历史低位水平，显示内需仍然较弱。能源供应紧缺和限电限产影响，煤炭、天然气、石油、有色等价格上涨推升 PPI 创历史新高。加之 CPI 同比微弱下行，PPI 与 CPI 的剪刀差进一步走阔，中下游制造业压力未减。PPI 上涨呈现出从采掘到原材料到加工工业逐级走低态势，显示企业成本压力向终端传导仍有阻力。

图 5：核心 CPI 环比低于季节性，%



资料来源：Wind, 首创证券

图 6：PPI 同比继续冲高

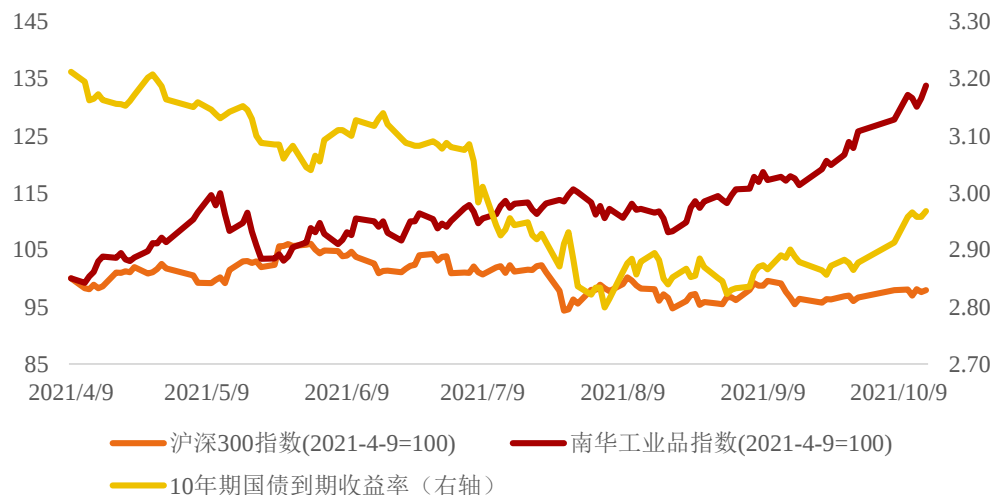


资料来源：Wind, 首创证券

2 能源风险上升

上周，A 股呈现震荡走势，沪深 300 指数累计上行 0.04%，基本收平，中证 500、国证 2000 指数自 9 月中旬以来持续下行，上周分别收跌 1% 和 2%，周期股回调可能是主要影响因素。上周资本市场最大的要点是能源价格的大幅上行，包括动力煤、天然气和原油。受其影响，某些商品价格出现明显上涨，债券利率大幅上行。其中，南华工业品指数上周累计收涨 4.6%，南华能化、南华有色金属和南华黑色指数分别上涨 6.7%、7.0% 和 1.7%，10 年期国债收益率累计上行 5.5BP。

图 7：国内股债商走势



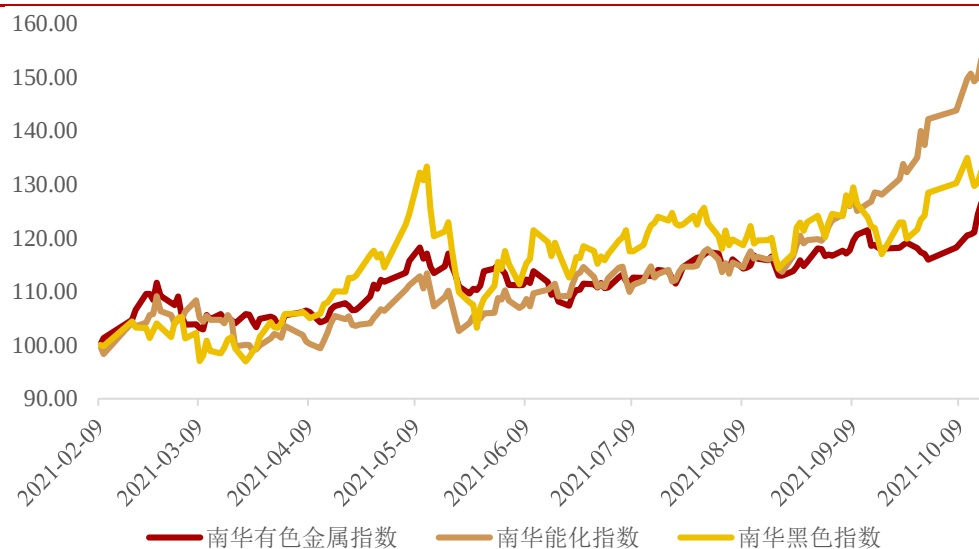
资料来源：Wind, 首创证券

图 8：周期股和中证 500、国证 2000 走势相似



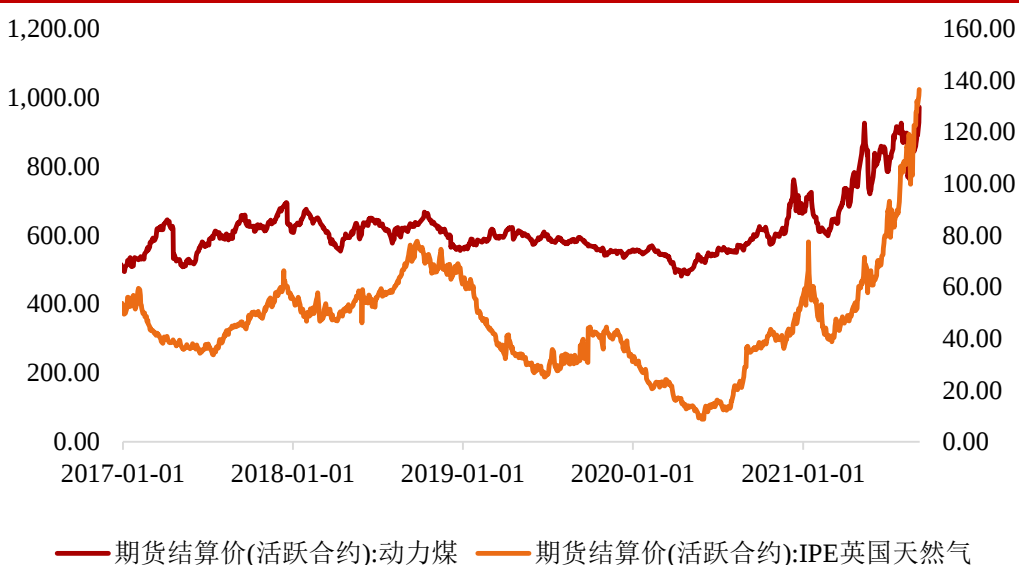
资料来源：Wind, 首创证券

图 9：南华指数走势



资料来源：Wind, 首创证券

图 10：动力煤、天然气价格飙升



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_27982

