

类别
宏观策略月报

日期
2021年11月1日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezq@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwx@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongb@ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198



监管部门强力调控煤炭价格

近期研究报告

《贵金属专题-贵金属牛熊转换点尚未到来》2021.10.31

《贵金属专题-碳中和趋势对白银工业需求的影响》2021.9.27

《宏观专题-2013年美联储缩减恐慌再现的可能性》2021.4.24

《宏观专题-全球碳中和热潮对宏观市场影响》2021.3.25

《宏观专题-新冠疫苗与新冠疫情的赛跑进入第二阶段》2021.2.5

《贵金属专题-数字货币的技术基础与价格影响因素》2021.1.27

观点摘要

- 由于绿色能源革命限制了化石能源的供给，新冠疫情缓和、经济重新开放以及冷冬预期提升了能源需求，而短时间内清洁能源的供给增量有限，故从8月下旬以来天然气、原油和煤炭等国际能源价格持续大幅上涨；10月中上旬中国北方陆续进入取暖季，而煤炭供给在能耗双控要求下大幅压缩，因此煤炭价格大幅上涨，10月19日动力煤期货2201合约最高涨至1980元/吨，较8月份低点上涨了164%。飙升的煤炭价格对国内的经济社会秩序造成严重影响，10月19日开始监管部门采取了一系列措施严厉调控煤炭市场，煤炭价格则出现断崖式下跌，并且从成本端带动黑色链、有色和能化等商品价格普遍下跌。煤炭价格飙升预示着通胀预期居高不下，因此10月中上旬股票债券均偏弱调整；而监管部门强力调控煤炭市场缓解通胀压力之后，由于近期国内新冠疫情等原因，经济下行压力较大，同时叠加美联储紧缩预期，因此股票价格反弹无力，而10年期国债利率重新回到3%下方。在国际方面，欧美央行持续吹风缩减QE但强调还不到加息时机，经济数据推动欧美股市上涨，但近期欧洲疫情扩散速度明显上升，说明需要担心全球疫情在年底节日效应和冷冬背景下严重恶化的可能性，这种不确定性给近期的贵金属带来一定程度的避险需求。
- 综合经济基本面和政策信号分析，我们认为一方面要重视目前通胀压力较高和增长动能偏弱的现实，另一方面也要看到通胀压力缓解和增长动能增强的可能性。10月份债券基本面依然偏多，但目前国债期限利差和信用利差都已经下降到极低水平，收益率进一步下探的空间非常有限，预计10年期国债收益率在2.8-3%之间波动；股市遭受能源价格飙升和美联储紧缩预期的双重挤压，但11月中国股市的政策环境和经济环境可能好转，建议以中等仓位参与并逐步将持仓从中盘科技股转移到大盘蓝筹股；全球经济复苏格局与欧美积极财政政策支撑大宗商品价格，但是供应压力缓解以及美联储紧缩前景削弱大宗商品上涨动能，因此大宗商品整体上也呈现高位震荡态势，建议继续做多与经济重新开放相关的能化和农产品。

目录

一、十月份宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 4 -
2.1 本轮疫情逐渐缓和	- 4 -
2.2 中欧经济偏弱美国偏强	- 5 -
2.3 监管部门强力调控煤炭市场	- 6 -
三、资产市场分析	- 7 -
四、中期资产配置	- 11 -

一、十月份宏观市场回顾

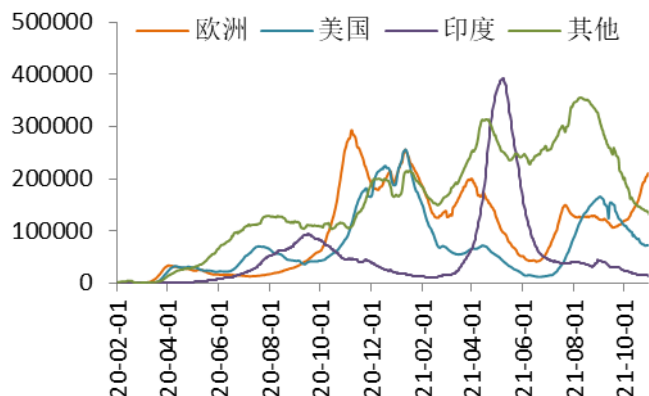
由于绿色能源革命限制了化石能源的供给，新冠疫情缓和、经济重新开放以及冷冬预期提升了能源需求，而短时间内清洁能源的供给增量有限，故从8月下旬以来天然气、原油和煤炭等国际能源价格持续大幅上涨；10月中上旬中国北方陆续进入取暖季，而煤炭供给在能耗双控要求下大幅压缩，因此煤炭价格大幅上涨，10月19日动力煤期货2201合约最高涨至1980元/吨，较8月份低点上涨了164%。飙升的煤炭价格对国内的经济社会秩序造成严重影响，10月19日开始监管部门采取了一系列措施严厉调控煤炭市场，煤炭价格则出现断崖式下跌，并且从成本端带动黑色链、有色和能化等商品价格普遍下跌。煤炭价格飙升预示着通胀预期居高不下，因此10月中上旬股票债券均偏弱调整；而监管部门强力调控煤炭市场缓解通胀压力之后，由于近期国内新冠疫情等原因，经济下行压力较大，同时叠加美联储紧缩预期，因此股票价格反弹无力，而10年期国债利率重新回到3%下方。在国际方面，欧美央行持续吹风缩减QE但强调还不到加息时机，经济数据推动欧美股市上涨，但近期欧洲疫情扩散速度明显上升，说明需要担心全球疫情在年底节日效应和冷冬背景下严重恶化的可能性，这种不确定性给近期的贵金属带来一定程度的避险需求。

二、宏观环境评述

2.1 本轮疫情逐渐缓和

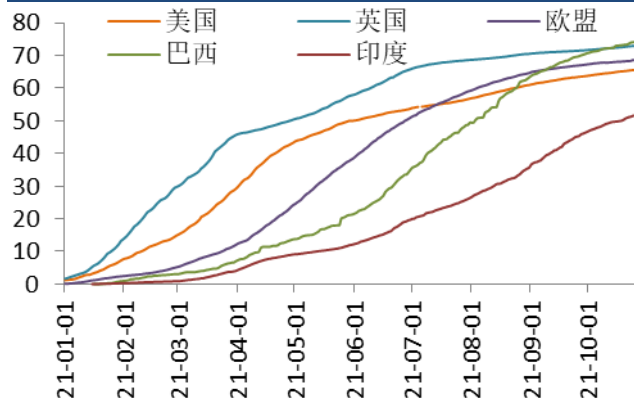
截至10月31日，全球累计确诊新冠病例24655万，总体感染率达到3.16%；累计死亡病例500万，死亡率小幅下降至2.03%。2019年底至今全球爆发四轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，美欧疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬开始，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。由于全球持续推进新冠疫苗接种工作，8月底至9月份全球疫情持续缓和；但近期欧洲多国疫情呈现扩散趋势，10月份至今全球疫情扩散速度企稳小幅回升，需要警惕放松防范措施后全球疫情是否会在冷冬背景和年底节日效应下重新恶化。截止10月31日，日均新增确诊病例超过1万的国家地区有美国（北美，73022）、英国（西欧，40815）、俄罗斯（东欧，38878）、土耳其（中东，25883）、乌克兰（东欧，21743）、德国（中欧，19255）、印度（南亚，13733）、罗马尼亚（东欧，12300）和巴西（南美，11585）等9个。

图1：区域新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：区域新冠疫苗接种率



数据来源：Ourworldindata，建信期货研发中心

截止10月31日全球接种新冠疫苗70亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为2408万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到38.8亿。全球疫苗接种率达到49.3%，其中欧美日韩发达经济体整体接种率达到70.1%，已经达到群体免疫程度，目前已经有英国、挪威等欧洲国家陆续放开防疫措施。包括中国在内的发展中国家整体接种率达到45.9%，由于疫苗可得性以及财政因素，预计发展中国家整体需要到2022年上半年才能达到群体免疫程度。阶段性来说，由于接种疫苗的推进与防疫措施的放松同步进行，存在防疫措施放松后新冠疫情再度恶化的不确定性，再加上2020年冬春之交疫情扩散的经验教训，目前欧洲地区疫情扩散对贵金属价格有一定程度的阶段性支撑作用。

2.2 中欧经济偏弱美国偏强

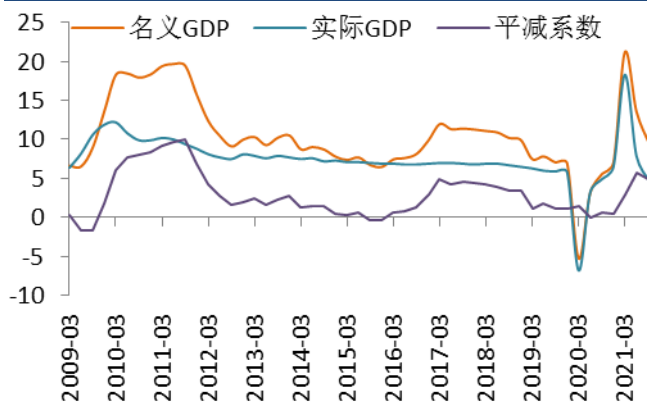
中国三季度实际GDP同比从二季度的7.9%大幅降至4.9%，低于市场主流预期的5.5%，两年平均增速也从5.5%降至4.9%。分三次产业来看，三季度第一产业同比增速从二季度的7.6%降至7.1%，随着生猪养殖持续亏损生猪生产下滑，第一产业增速有所回落，不过仍明显高于去年。三季度第二产业同比增速从二季度的7.5%降至3.6%，尽管出口增速较高对工业生产有一定支撑，但是房地产市场加速下滑，对工业生产产生较大拖累；加上高基数和限产限电影响，工业生产下滑幅度较大。三季度第三产业从二季度的8.3%降至5.4%，服务业也明显下滑。三季度名义GDP同比从13.6%降至9.8%，GDP平减系数增速则从4.7%回落至4.9%，通胀压力有所缓解。

9月经济数据总体不及预期，尤其是工业和投资大幅下行。从需求端来看，短期疫情影响过后消费有所反弹，持续严厉调控下房地产投资加速下跌，财政尚未发力基建投资继续低迷，欧美复苏背景下的出口仍是支持中国经济增长的重要力量。从产出端来看，受限产限电影响，9月工业产出大幅放缓，三季度第二产

业增加值同比增速从 7.5% 降至 3.6%，对 GDP 形成较大拖累；由于阶段性疫情因素印象，服务业受到一定冲击，加上消费本身较弱，三季度第三产业增加值同比增速从 8.3% 降至 5.4%；三季度 GDP 实际同比增速降至 4.9%，反映内需走弱背景下，国内经济面临较大的下行压力。

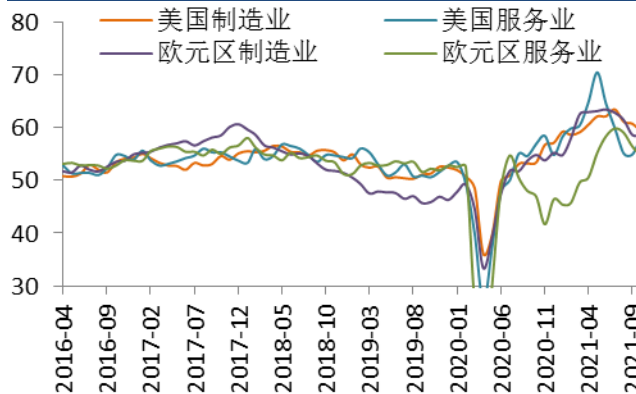
展望四季度，房地产调控有所放松但整体氛围不变，我们认为这意味着房地产仍将继续对经济增长形成制约；同时基建投资发力空间有限，消费仍然相对低迷，内需方向上仍然是向下的；唯一的支撑因素是外需，不过随着旺季出口过后，年底或将逐步趋弱，四季度经济下行压力仍然较大。按照当前经济基本面情况，货币政策放松必要性是很大的；不过一个制约因素是工业品通胀，当前中上游工业品价格达到历史较高水平；另一个制约因素是美联储缩减 QE，美联储货币政策调整必然通过汇率等途径对我国货币政策产生制约，预计 11 月中旬过后货币政策调整窗口重新打开，可能以再次全面降准实现。

图3：中国整体经济增长



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：欧美Markit PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

10 月份美国和欧元区 Markit 制造业 PMI 初值均环比下滑，但在服务业 PMI 初值方面欧元区环比下滑而美国环比大幅回升，显示出两个地区新冠疫情差异对服务业的影响。在美联储货币政策调整时点临近之际，美欧经济增长前景的分化将给予美元汇率更强支撑，美联储宣布缩减 QE 后美元指数不一定会因为靴子落地而大幅调整。其他数据方面，美国 9 月零售销售环比增长 0.7%，远超市场主流预期的下降 0.2%，扣除汽车下手的核心销售也环比增长 0.8%；美国 10 月 16 日当周初请失业金人数 29 万，再创疫情后新低，初请失业金人数四周移动平均也下降至 32 万，说明美国就业市场恢复步伐稳健。

2.3 监管部门强力调控煤炭市场

9 月份以来煤炭价格大幅上涨，动力煤期货主力合约从 870 元/吨最高涨至

1982元/吨，并带动焦煤、焦炭以及其他工业金属走高。煤炭价格上涨的背景是全球能源价格飙升，其根本原因是新冠疫情缓和和社会重新开放提升对能源的需求预期，与此同时OPEC+限产和全球绿色革命则限制了能源的供给，而拉尼娜天气现象带来的冷冬预期则进一步加剧了市场对能源供需失衡的担忧，各路资本纷纷涌入市场抢购石油煤炭天然气等化石能源。

由于煤炭价格的大幅上涨影响到正常的经济社会秩序，监管部门及时的干预措施十分有必要。10月19日国务院副总理韩正召开座谈会，要求研究采取有力举措，坚决遏制、依法规管煤炭囤积炒作，研究完善煤电价格市场化形成机制。同日国家发改委研究依法对煤炭价格实行干预措施，促进煤炭价格回归合理区间，并提出进一步释放煤炭产能等八大要求，促进煤电油气运重点企业保供稳价；并赴郑商所调研，要求依法加强监管、严厉查处资本恶意炒作动力煤期货。10月20日国务院常务会议要求全力保障供暖用煤生产和运输，依法打击煤炭市场炒作，保障北方重点地区取暖用气，充分发挥煤电油气运保障机制作用，保证民用气和取暖价格基本稳定。同一日郑商所宣布提高动力煤期货交易手续费标准，并对动力煤部分合约实施交易限额；证监会则表示将强化期货市场监管，坚决抑制过度投机，杜绝资本恶意炒作，加大对操纵等违法违规行为的打击力度。

监管部门强力出击有望遏制期现货市场炒作氛围，隐形库存的释放可以部分减轻煤炭的供需失衡程度；加上煤炭供给的适度增加以及煤价上涨后的需求减少，应该可以将煤炭价格控制在可以接受的范围之内。截止10月29日动力煤期货主力合约回落到975元/吨，较10月19日的最高价格1980元/吨下降了50.8%，与能源价格紧密相关的黑色金属、有色金属和能源化工等其他商品价格也明显回落。工业商品价格的大幅回落将使得通胀预期适度化解，也给予中国央行放松货币政策支持国内经济的时间窗口，我们预计中国央行将在四季度再次全面降准。

三、资产市场分析

2020年11月中旬，由永煤信用债违约引发的流动性风险将10年期国债利率推到3.33%的阶段高点，随后央行松动银根以安抚市场；但部分机构趁机加杠杆套作引起央行警惕，春节前央行出其不意地收紧银根，叠加拜登通胀交易引发的美债上升压力，共同使得2021年2月中旬10年期国债收益率上行至2.29%。此后虽然国际疫情错位扩散以及全球碳中和热潮导致的大宗商品价格上涨使得PPI涨幅持续上升，但监管层持续收紧房地产调控政策以及财政支出不断后延使得中国经济增长动能持续减弱，国债收益率再次震荡中回落，中国股市调整引发的避险需求也有助于增加国债的吸引力。5月7日黑色产业链集体涨停，引发国

家出手打压大宗商品涨价预期以及通胀预期，通胀预期的回落使得10年期国债利率加速回落但还保持在3%上方。

随着经济下行压力的增加，中国宏观政策基调由去杠杆调整为稳增长；7月7日国常会要求适时降准以降低实体经济综合融资成本，7月10日央行决定全面降准0.5个百分点；7月30日中央政治局会议要求稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，积极的财政政策要提升政策效能。货币政策宽松预期推动国债收益率曲线陡峭化下行，多项行业监管政策的调整进一步增添了国债的避险需求，7月份10年期国债收益率持续下行至2.81%。尽管8月份以来中国经济下行风险进一步增大，但货币流动性并没有进一步宽松，OMO、MLF和LPR等各种政策利率保持稳定；在央行宽松预期破灭以及通胀压力进一步凸显之后，短端长端国债利率先后回升。我们认为尽管短期经济下行压力较大，但在潜在通胀压力居高不下以及美联储行将收紧货币政策的情况下，中国央行不会贸然宽松货币政策，进一步宽松的时点取决于通胀预期的回落以及美联储缩减QE靴子落地，预计在11月中旬之后以再次全面降准形式实现。而在经济下行压力增加、通胀压力居高不下和货币政策调整预期等因素制约下，预计10年期国债收益率大概率在2.8%-3%的核心区间内波动。

图5：中国国债期限利差

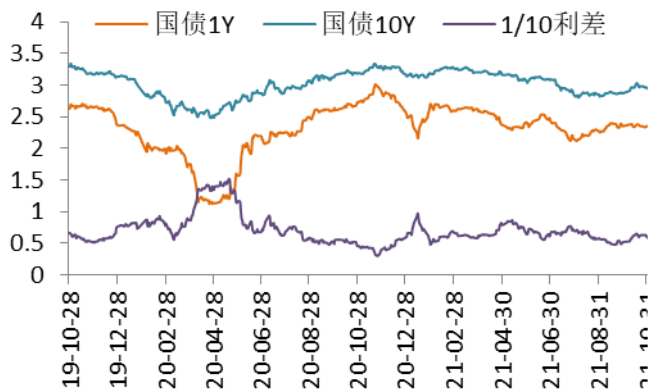
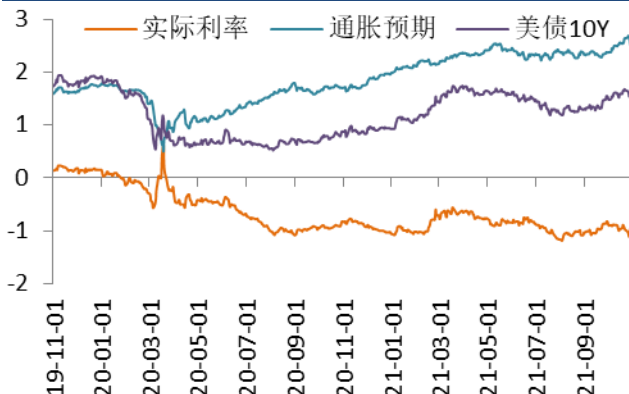


图6：美债实际利率和通胀预期



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_28726

