

2021年10月17日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

邮箱 liuwenbo@jinxinqh.com

供给冲击叠加需求走弱，经济呈现类滞胀格局

内容提要

9月PPI增速上冲至有记录以来的历史新高，CPI基本符合预期，缺煤限电叠加能耗双控，供给端冲击下工业品短期涨价难改，PPI短期通胀压力仍大，年底有望回落，PPI-CPI剪刀差面临进一步走高压力，对中游制造业形成较大的成本端和利润压力，价格高企也反噬需求，形成经济减速压力。

9月社融信贷均不及预期，社融存量增速延续下行，融资继续呈现短期化特征，居民和企业中长贷继续收缩，房地产相关融资收缩，政府债融资仍有拖累，企业短贷和票据融资继续多增，反映企业流动性压力和政策的支持。近期政策部署稳信用下市场对信用宽松的预期也逐渐升温，从当下看，基数回落+财政后置+政策部署宽信用，四季度社融企稳的积极因素增多，但融资主体约束是本轮宽信用的核心，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用，信用收缩进入第二阶段后社融存量增速转向典型扩张期可能需要等到明年二季度。

当前经济动能继续放缓，房地产景气度加速下行，叠加能耗双控、疫情反复对产需两端的影响，四季度经济增速面临挑战。短期扰动消退下，经济环比存在一定改善空间，内生需求短期仍有韧性，外需短期仍有支撑，但周期性风险仍在累积，房地产景气度加速下行将是今年下半年经济放缓的主要驱动，消费仍处于慢复苏路径，财政发力下基建投资改善但不高估，叠加能耗双控、疫情反复对产需两端的影响、以及价格高企对需求端的反噬，三四季度经济增速面临挑战，稳增长必要性抬升，经济下行压力决定跨周期调节力度。

近期债市经济基本面走弱利好下不涨反跌，主因市场对当前经济下行预期相对一致并较为充分，但降准预期落空+美债利率走高+大宗表现强势+放宽地产信贷、结构性宽信用预期下，债市扰动持续增加，短期调整压力加大，货币政策或成为四季度债市的关键，周五降准预期落空下加剧债市调整压力，但基本面仍偏顺风，经济动能趋弱以及货币政策稳中偏松对债市仍有一定支撑，预计收益率曲线或进一步陡峭化。股市方面，近期缺煤限电、能耗双控进一步施压经济下行压力，弱化股市业绩预期，广义流动性收缩下股市难有趋势性机会，短期仍受风险偏好下降的冲击，而以“M1-PPI”为代表的剩余流动性预计四季度企稳，随着广义流动性回暖下届时指数压力有望逐步缓解。

风险提示

美联储QE退出进度超预期，地方债供给节奏超预期。

请务必仔细阅读正文之后的声明



一、供给冲击下 PPI 创历史新高，内需不足制约企业成本传导效率

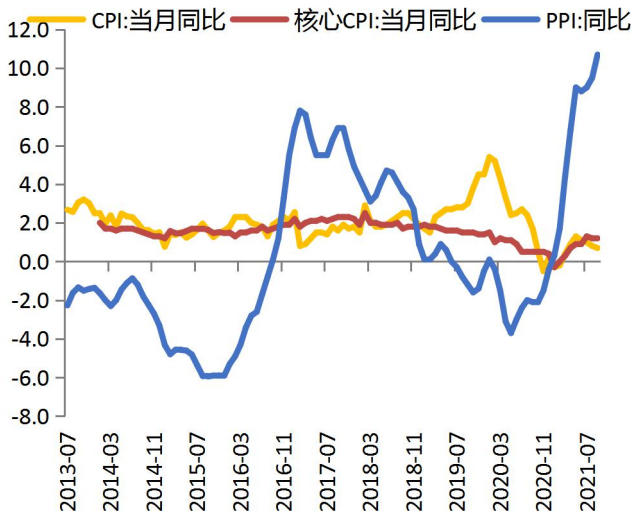
中国 9 月 CPI 同比上涨 0.7%，预期涨 0.8%，前值涨 0.8%；中国 9 月 PPI 同比上涨 10.7%，预期涨 10.2%，前值涨 9.5%。

CPI 继续小幅走弱，核心 CPI 低位持平，猪价下跌和国内疫情反复分别压制食品端和服务端价格，内需不足制约企业成本压力向终端传导效率。八大类分项环比均持平或弱于季节性，除去食品项，生活用品及服务、交通通信以及医疗保健均弱于季节性表现，仅有教育服务受开学季影响提价，其他服务类价格表现仍然低迷，旅游价格跌幅较大。预计 CPI 年内温和上行，生猪存栏被动补库下猪肉年内供过于求，食品价格仍是较大拖累，而服务价格在疫情对社交距离的长期性影响下恢复仍然缓慢，CPI 压力不大，四季度关注能源油价上涨风险。

PPI 增速上冲至有记录以来的历史新高，缺煤限电叠加能耗双控，供给端冲击下上游工业品上涨是主因，终端价格保持稳定。生产资料涨幅继续扩大，生活资料环比继续持平，成本压力向终端传导依旧不畅，煤炭开采、能化和有色加工环比涨幅居前。

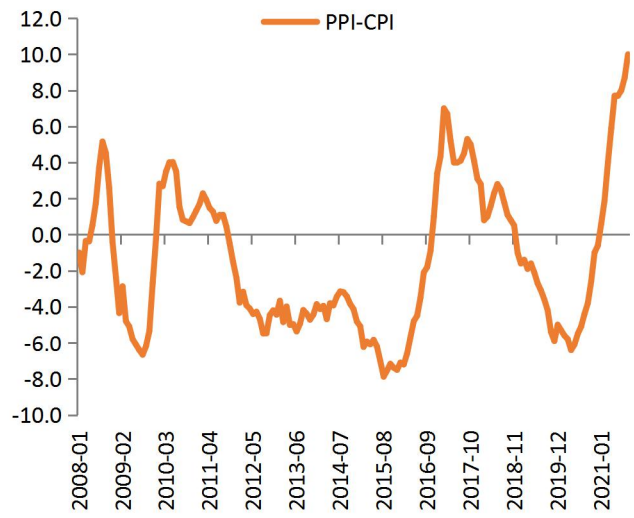
前期耗能过快导致全年目标压力较大，叠加中期碳中和碳达峰任务，能耗双控政策难以掉头，煤电短缺状况短期难以根本性改善，工业品短期涨价难改，供需双弱格局下 PPI 短期通胀压力仍大，年底有望回落，PPI-CPI 剪刀差面临进一步走高压力，对中游制造业形成较大的成本端和利润压力，价格高企也反噬需求，形成经济减速压力。

图 1：CPI 和 PPI 分化继续加剧（%）



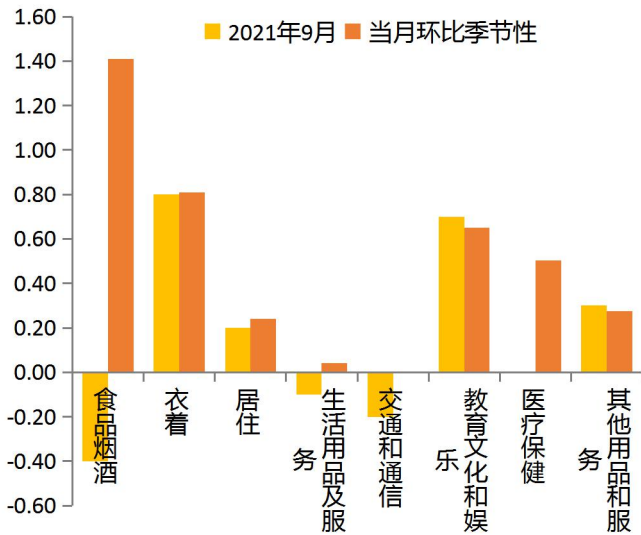
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：PPI-CPI 剪刀差再创新高（%）



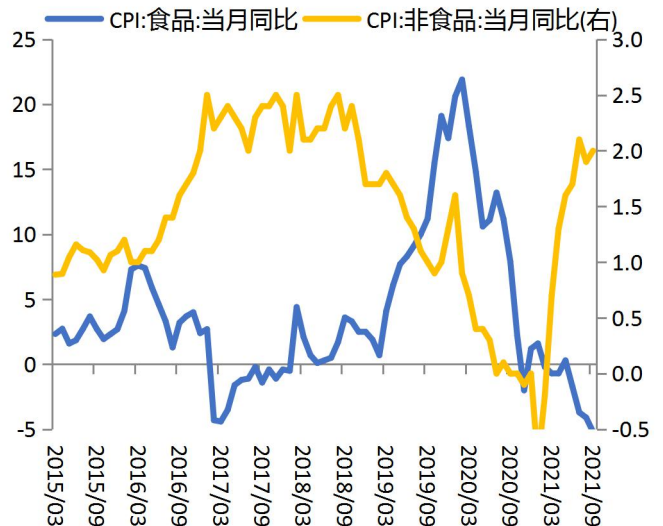
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：大部分分项环比表现均弱于季节性（%）



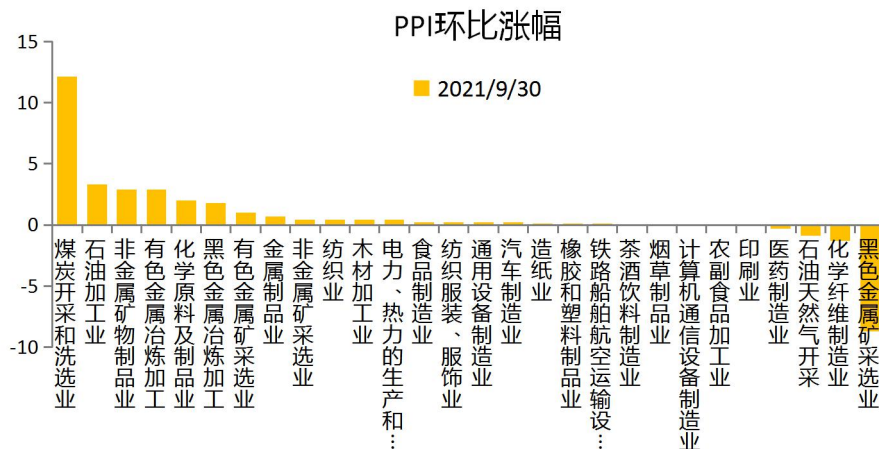
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：CPI 食品和非食品分项增速（%）



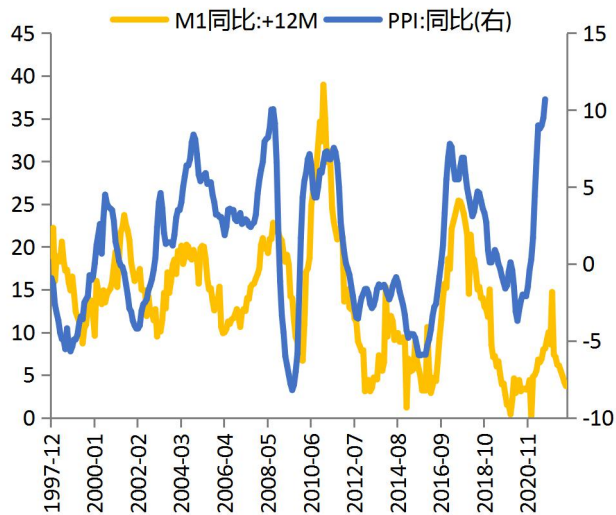
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：上游煤炭价格涨幅居前（%）



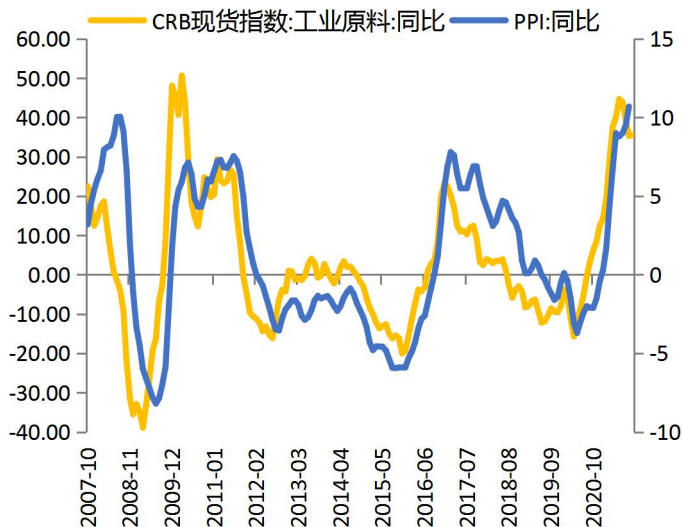
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：M1 与 PPI（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：工业品价格高位震荡（%）



资料来源：Wind，优财研究院

二、9月社融不及预期，信用易稳难宽

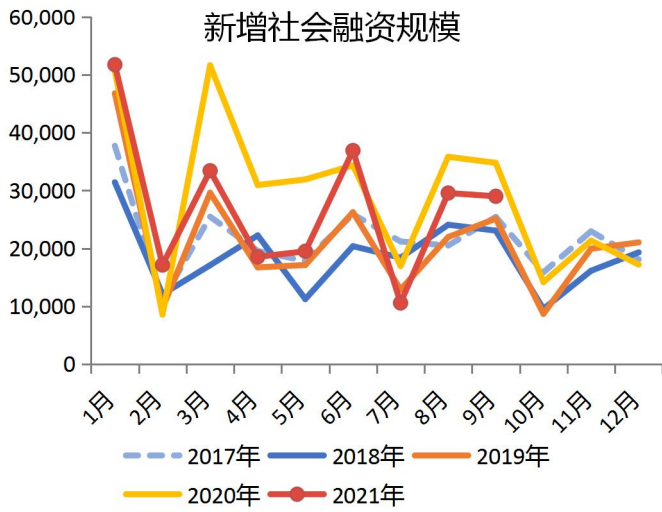
9月金融数据：（1）新增人民币贷款 16600 亿元，市场预期 19300 亿元，前值 12200 亿元；（2）社会融资规模 29000 亿元，市场预期 32400 亿元，前值 29558 亿元；（3）M2 同比 8.3%，市场预期 8.1%，前值 8.2%；M1 同比 3.7%，前值 4.2%。

9月社融信贷均不及预期，社融存量增速延续下行，政府债融资、非标、居民和企业中长贷是主要拖累，融资继续呈现短期化特征，信贷结构不佳，实体融资需求偏弱。1）地产严监管下商品房降幅持续扩大，居民中长期贷款继续少增，并带动房地产相关融资收缩；2）地方隐性债务严控、以及经济动能放缓下制造业资本开支走弱压力影响，企业中长贷同比少增幅度继续扩大；3）企业短贷和票据融资继续多增反映企业流动性压力和政策的支持；4）财政后置加快落地，政府债同比收缩幅度逐渐减小，但高基数影响下仍呈现拖累效果；5）监管压降叠加地产链企业融资受限，非标收缩加快，随着年底临近，仍需关注资管新规到期、理财整改对非标的冲击。

信用收缩从“货币政策收敛驱动”阶段转向“经济放缓下融资需求走弱驱动”，信用收缩进入第二阶段，标志性指标为“企业债券和票据融资同比反弹”以及“企业中长贷增速下行”，融资条件好转而企业融资需求转弱。以历史经验规律线性外推来看，从债券融资增速触底到社融存量增速典型扩张期可能还需三个季度左右。

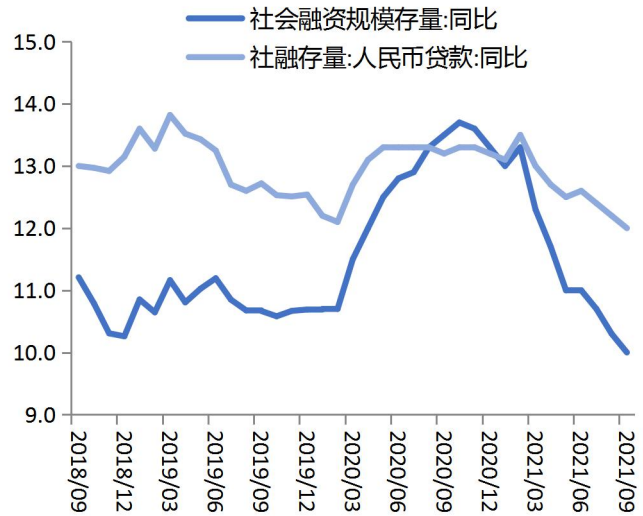
当前基数回落+财政后置发力+政策部署宽信用，四季度社融企稳的积极因素增多，政府债融资同比近万亿的增量预计将对社融形成支撑力量。但融资主体约束是本轮宽信用的核心，在地产城投两大融资主体严监管没有实质性放松前，难言趋势性宽信用，信用收缩进入第二阶段后社融存量增速转向典型扩张期可能需要等到明年二季度。

图 8：9 月社融仍不及预期（亿元）



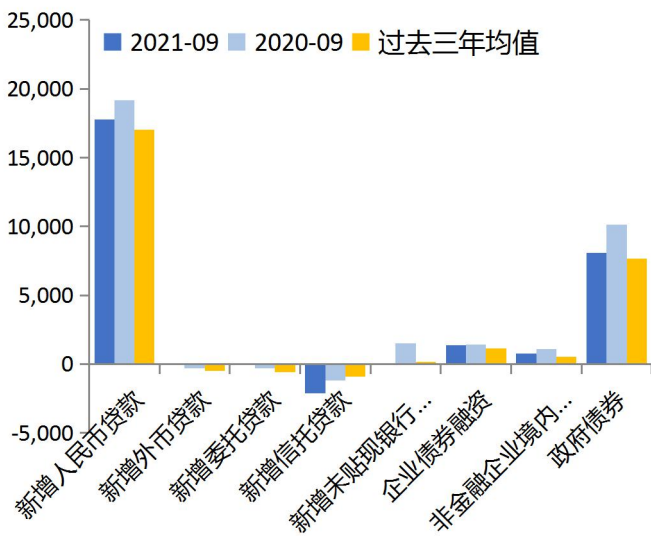
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：社融存量增速延续下行（%）



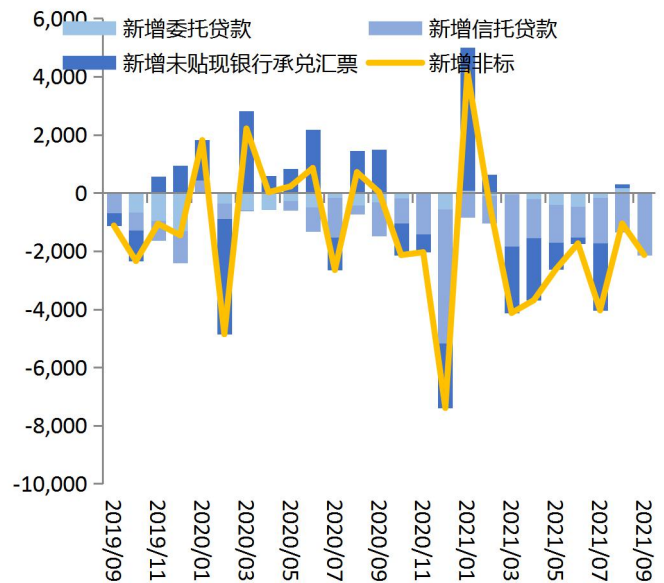
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：社融分项（亿元）



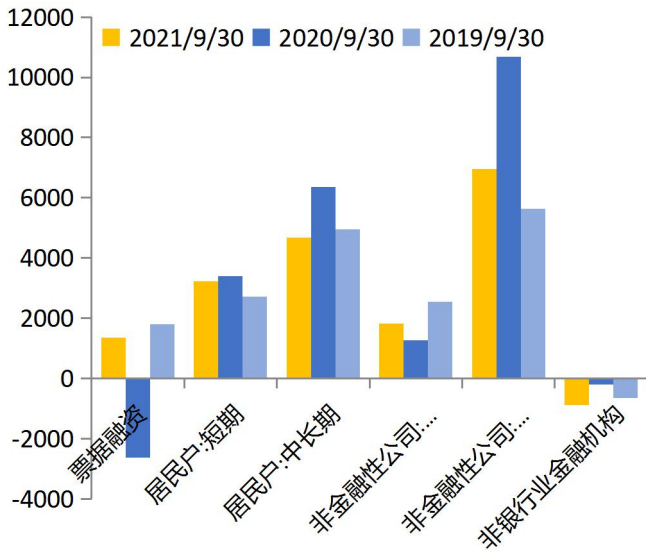
资料来源：Wind，优财研究院

图 11：非标融资延续压降（亿元）



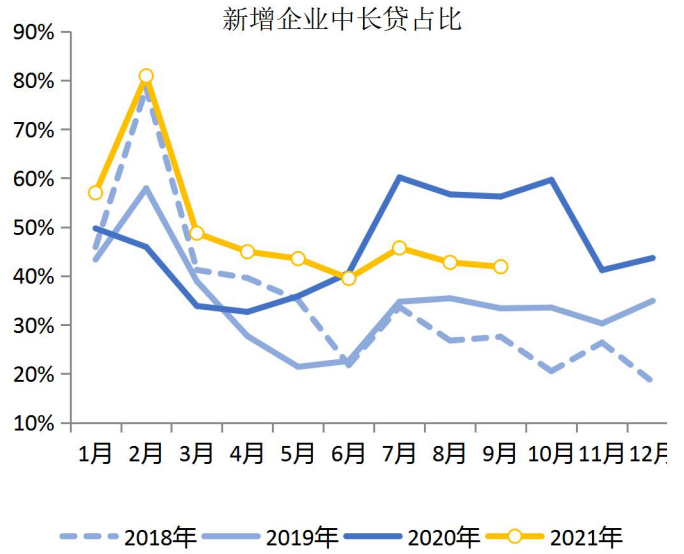
资料来源：Wind，优财研究院

图 12: 融资结构偏向短期化 (亿元)



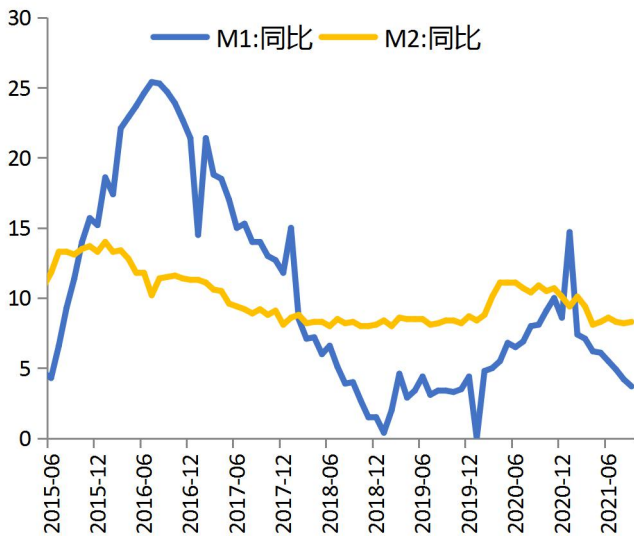
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 企业中长贷占比明显低于去年同期 (%)



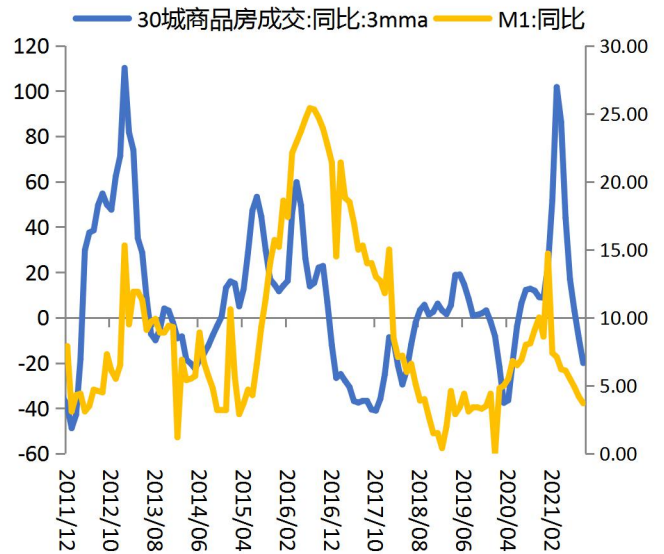
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: M2-M1 剪刀差继续扩大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 地产销售走弱拖累 M1 增速 (%)



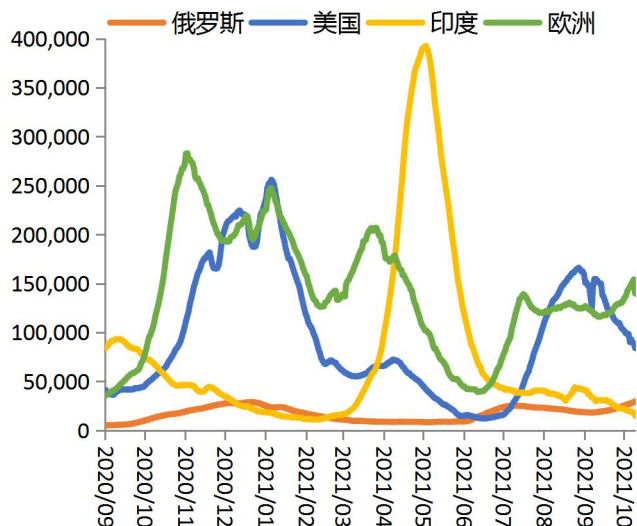
资料来源: Wind, 优财研究院

三、海外疫情和经济活动跟踪

疫情方面，近期美国新增确诊病例继续下行，欧洲有所回升，主因英国新增确诊病例再次回升，海外主要国家疫苗完全接种人数占比已超出 50%，欧洲超出 60%，完全接种比例回升下疫情影响或将趋于收敛。

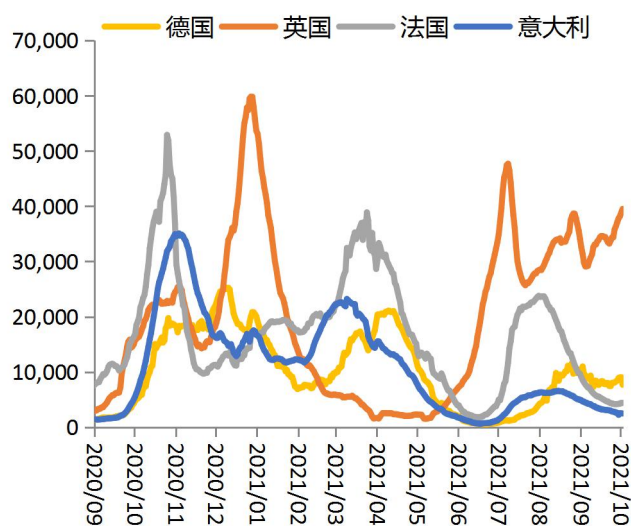
经济方面，近期美国表现强于欧洲，美国经济意外指数 9 月中触底反弹，而欧洲经济意外指数持续下行，美欧差值走高叠加美联储 taper 预期下提振美元走强，通胀预期快速升温下美债收益率上破 1.6%。

图 16：新冠疫情当日新增确诊病例



资料来源：Wind，优财研究院

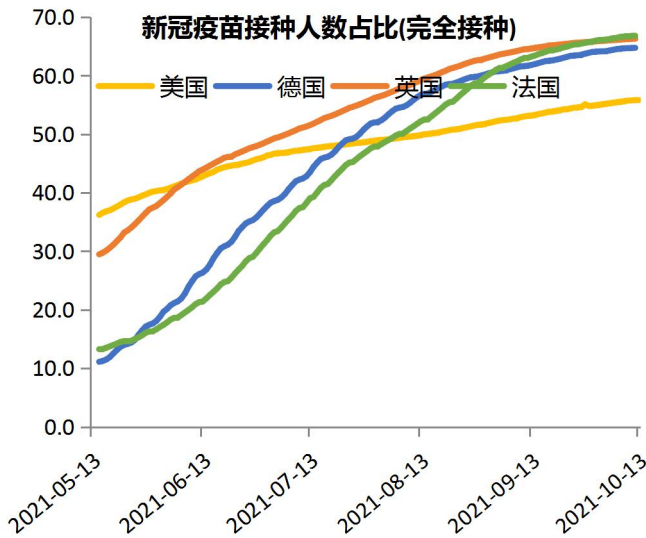
图 17：新冠疫情当日新增确诊病例



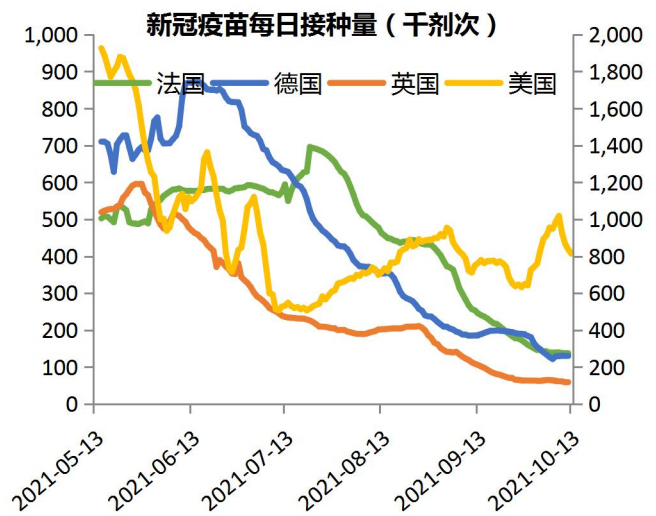
资料来源：Wind，优财研究院

图 18：新冠疫苗完全接种人数占比 (%)

图 19：新冠疫苗每日接种量 (千剂次)

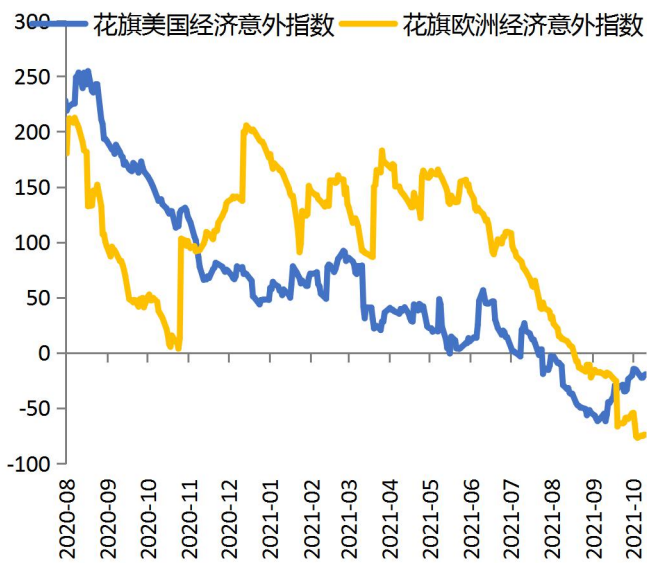


资料来源: Wind, 优财研究院



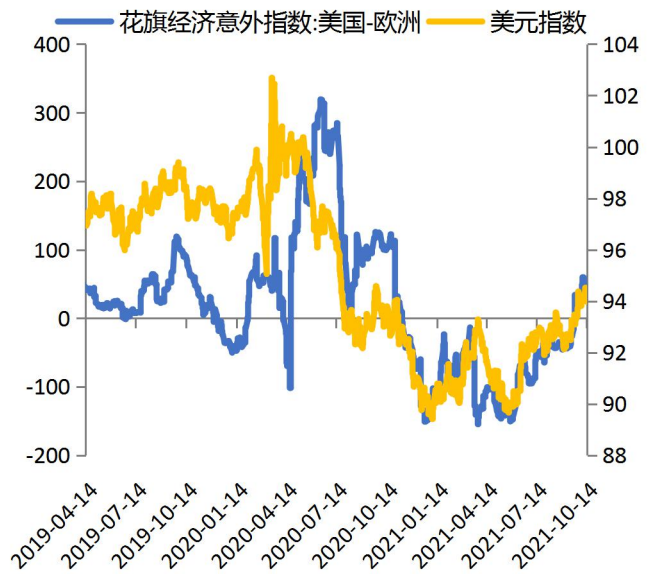
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 4 月以来欧洲经济意外指数持续走弱



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 美欧差值收窄对应美元指数回升



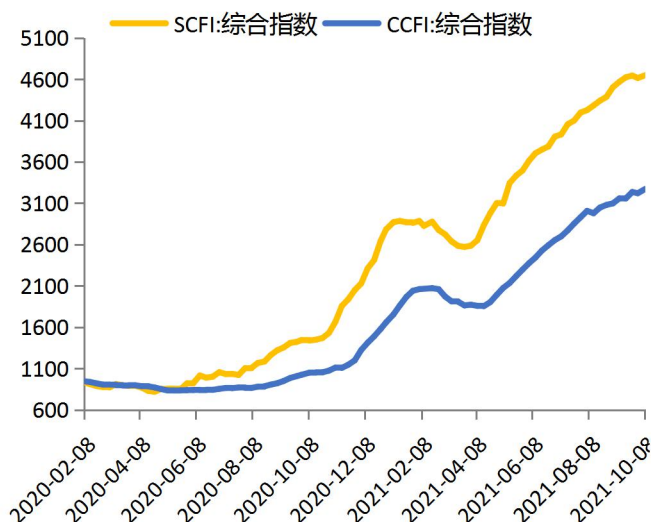
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 4 月以来欧洲经济意外指数持续走弱



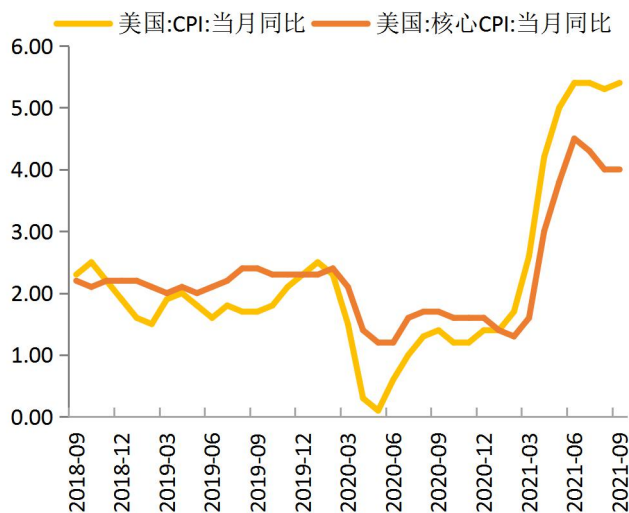
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 美欧差值收窄对应美元指数回升



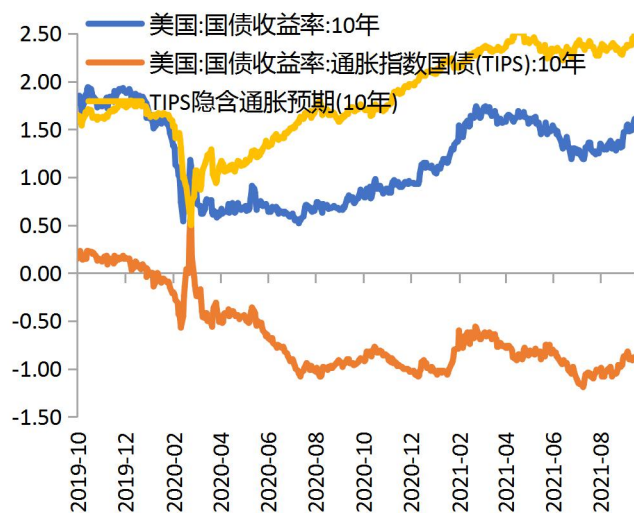
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24: 4 月以来欧洲经济意外指数持续走弱



资料来源: Wind, 优财研究院

图 25: 美欧差值收窄对应美元指数回升



资料来源: Wind, 优财研究院

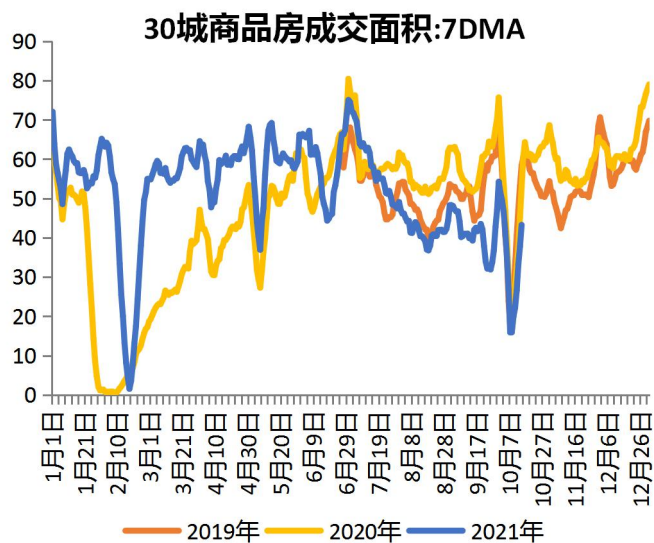
四、经济高频观察

1. 需求：30城销售延续弱势，地产端风险持续升温

10月商品房销售延续弱势，30大中城市商品房销售面积同比降幅较8、9月继续进一步扩大，三线城市表现最弱。

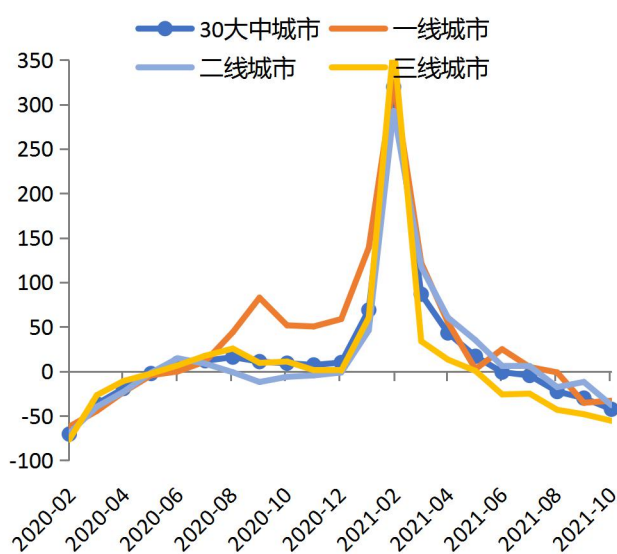
近期地产端风险持续升温，9月底货币政策委员会三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，人民银行等四部委联合24家银行召开房地产金融工作座谈会，信用风险升温下政策预计存在边际微调空间，但房地产去金融化仍是长期任务，房地产宏观审慎政策框架下地产政策预计仍将保持定力。

图 26：30 城商品房成交面积（万平方米）



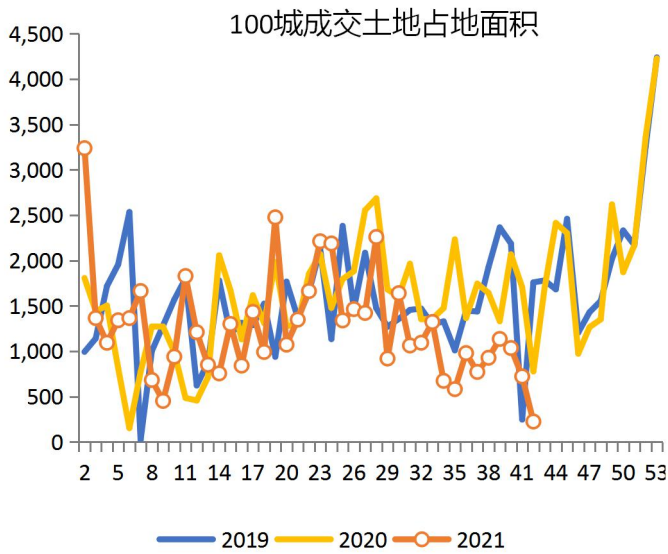
资料来源：Wind，优财研究院

图 27：30 城商品房成交面积同比（%）



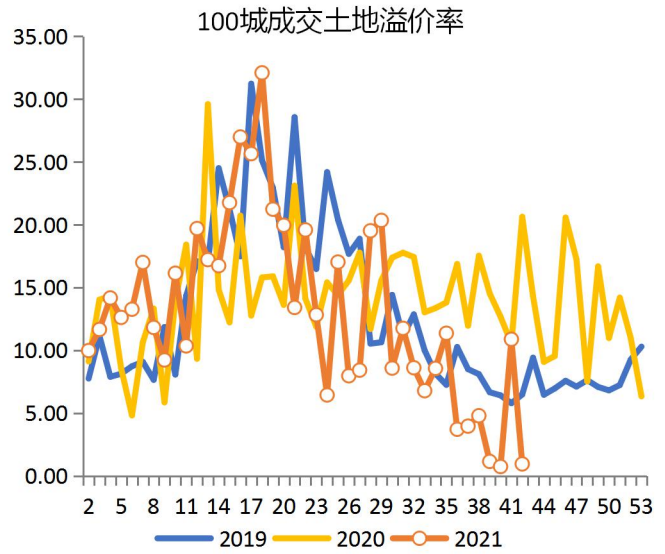
资料来源：Wind，优财研究院

图 28: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 29: 百城土地成交溢价率 (%)

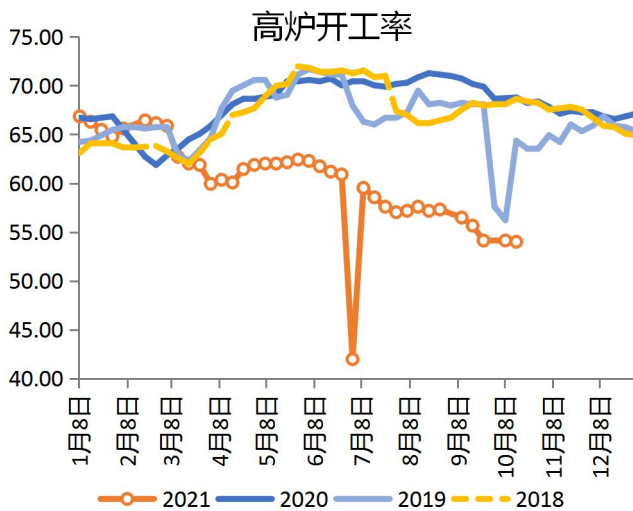


资料来源: Wind, 优财研究院

2. 生产: 能耗双控、缺煤限电冲击生产, 上游工业品价格快速上涨

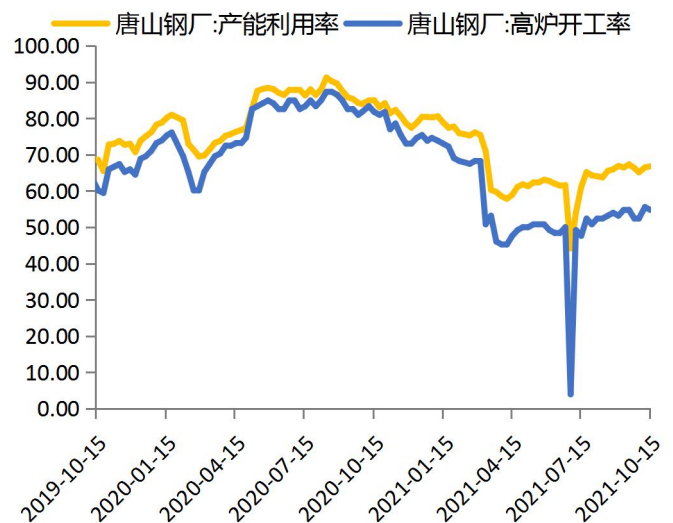
生产端 10 月以来延续 9 月末低位状态, 能耗双控、缺煤限电短期难以根本性结局, 生产端冲击仍在, 开工率明显走弱。生产端冲击上游工业品价格快速上涨, 水泥、焦煤、焦炭涨幅居前, 而需求端走弱下钢材和玻璃价格表现偏弱。

图 30: 高炉开工率 (%)



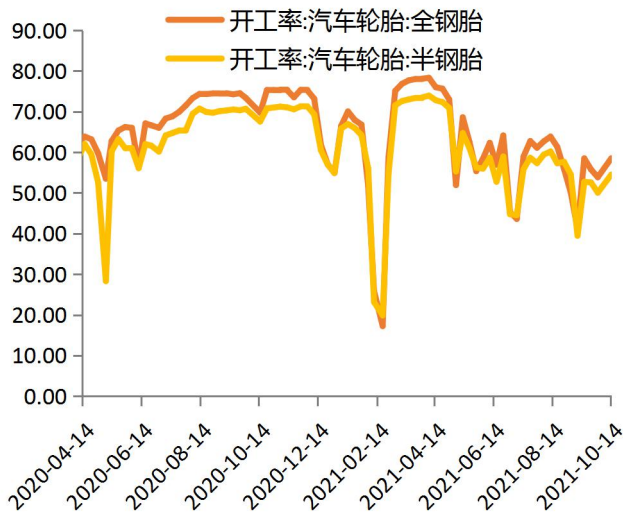
资料来源: Wind, 优财研究院

图 31: 唐山钢厂高炉开工率 (%)



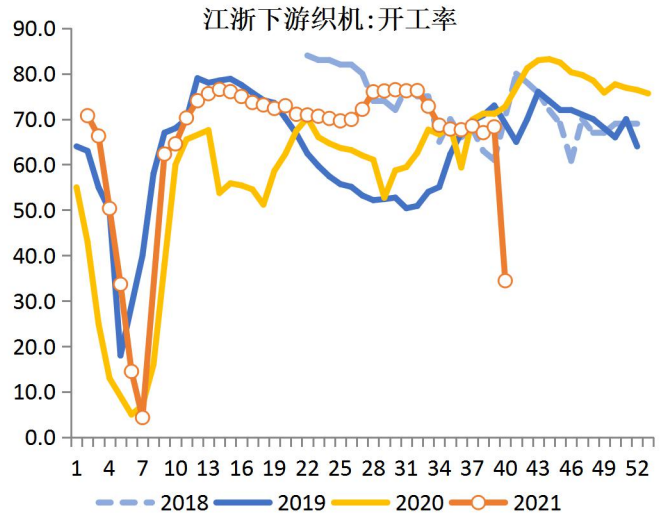
资料来源: Wind, 优财研究院

图 32: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升 (%)



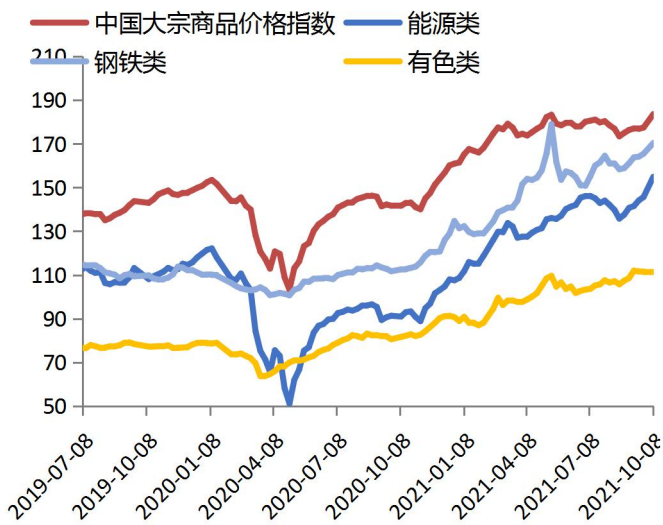
资料来源: Wind, 优财研究院

图 33: 江浙下游织机:开工率 (%)



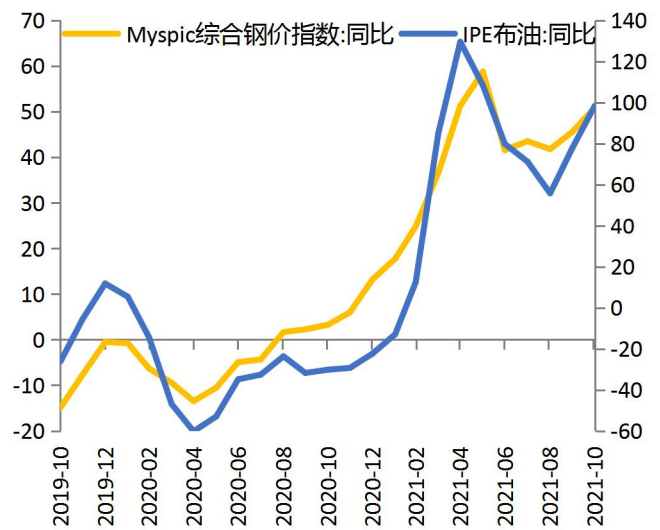
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 大宗商品价格指数



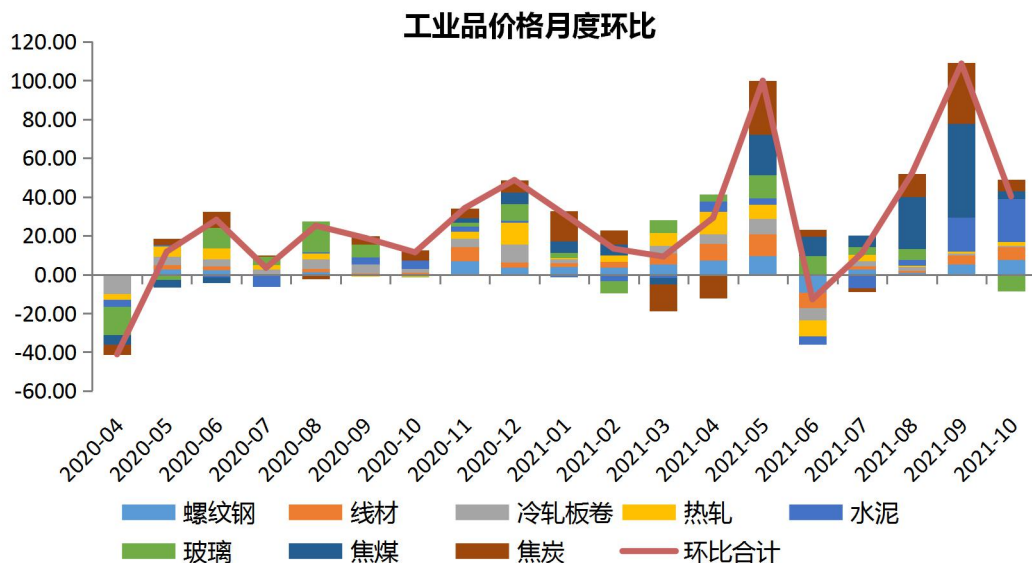
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 钢价指数&布油同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36：工业品价格月度环比

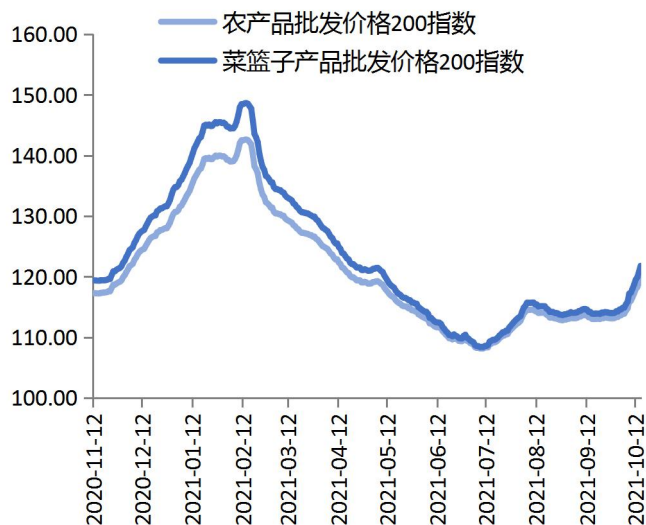


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：暴雨降温推动鲜菜价格骤升，猪价价格仍在走弱

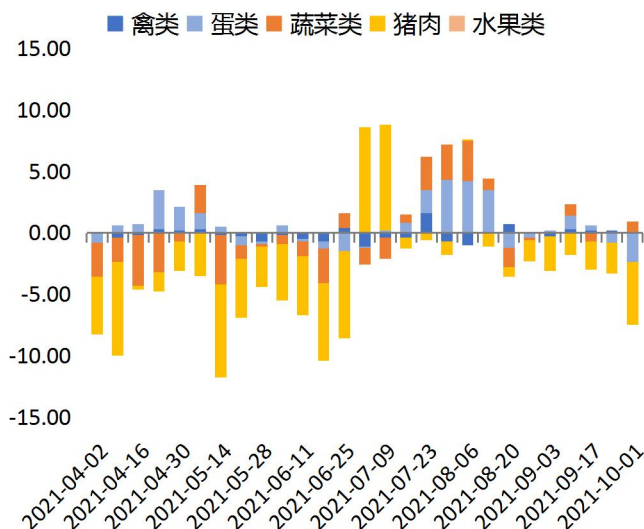
本周农产品价格指数有所回升，国庆后多地暴雨降温导致鲜菜价格骤升，但猪肉价格仍在回落，猪肉同比拖累仍大，预计生猪存栏被动补库下猪肉年内供过于求，食品价格仍是通胀较大拖累。

图 37：农产品批发价格 200 指数



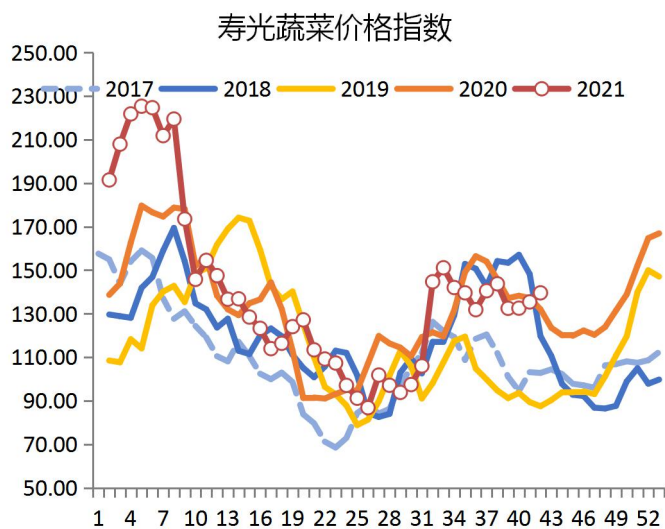
资料来源：Wind，优财研究院

图 38：食用农产品价格指数:周环比 (%)



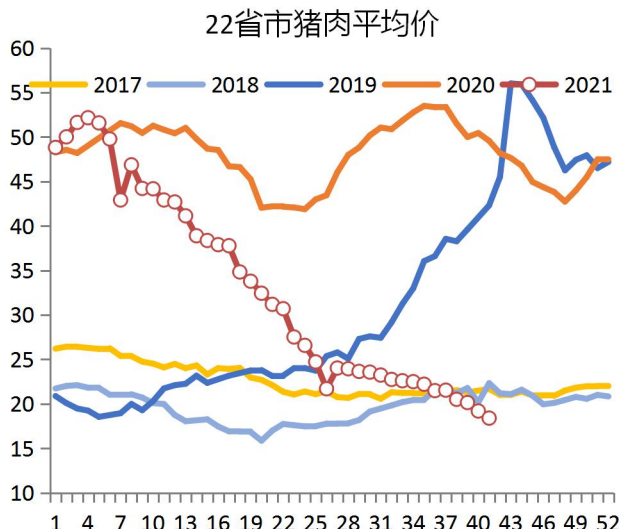
资料来源：Wind，优财研究院

图 39: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: 22 省市猪肉平均价 (元/千克)
(%)



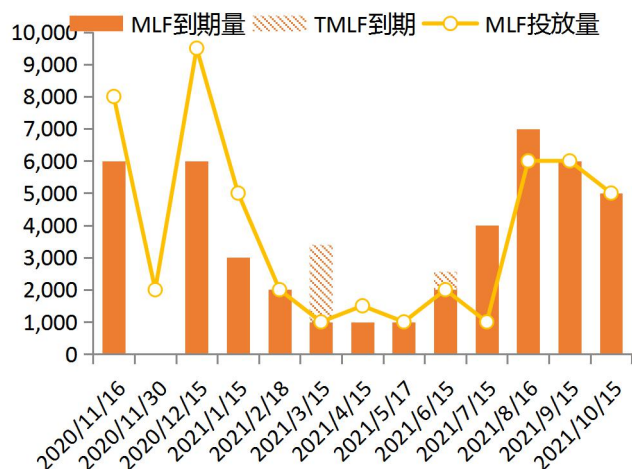
资料来源: Wind, 优财研究院

4. 资金面: 节后逆回购大量到期, 资金面先紧后松

国庆长假后逆回购集中到期, 而央行操作回归百亿中性投放, 资金面累加影响逐步显现, 周五央行对 5000 亿 MLF 到期实现完全对冲续作, 央行公开市场全口径净回笼 4600 亿元。本周资金面先紧后松, 供给逐步回暖, DR007 仍然维持 2.2% 附近波动。四季度资金面预计仍将以稳为主, 类滞胀环境下货币政策陷入两难境地, 降准有待房地产风险扩散等触发剂, 再贷款再贴现、碳减排结构性货币政策工具等结构性货币政策是主要工具。

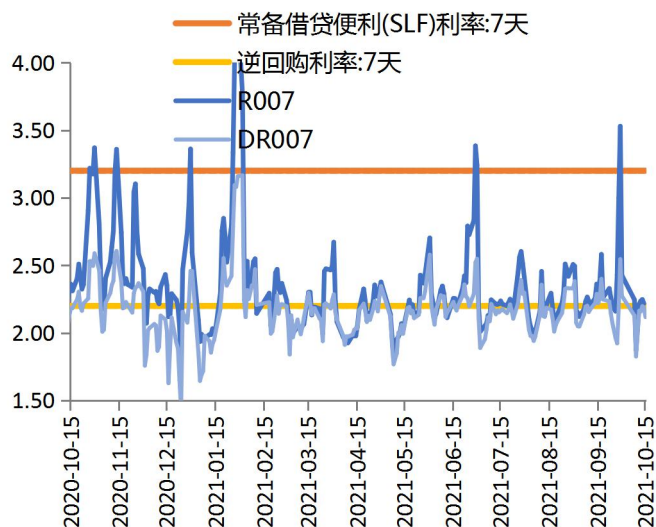
中国人民银行召开 2021 年第三季度金融统计数据发布会: 央行货币政策司司长孙国峰表示, 下一阶段, 稳健的货币政策将灵活精准、合理适度, 以我为主、稳字当头, 做好跨周期调节, 统筹考虑今明两年政策衔接。对于政府债券发行和税收缴款以及中期借贷便利 (MLF) 到期等阶段性影响因素, 央行将综合考虑流动性状况、金融机构需求等情况, 灵活运用 MLF、公开市场操作等多种货币政策工具, 适时适度投放不同期限流动性, 熨平短期波动, 满足金融机构合理的资金需求, 保持流动性合理充裕。

图 41: MLF 小幅缩量续作 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 42: 资金利率小幅下行 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

五、 总结

当前经济动能继续放缓，房地产景气度加速下行，叠加能耗双控、疫情反复对产需两端的影响，四季度经济增速面临挑战。短期扰动消退下，经济环比存在一定改善空间，内生需求短期仍有韧性，外需短期仍有支撑，但周期性风险仍在累积，房地产景气度加速下行将是今年下半年经济放缓的主要驱动，消费仍处于慢复苏路径，财政发力下基建投资改善但不高估，叠加能耗双控、疫情反复对产需两端的影响、以及价格高企对需求端的反噬，三四季度经济增速面临挑战，稳增长必要性抬升，经济下行压力决定跨周期调节力度。

近期债市经济基本面走弱利好下不涨反跌，主因市场对当前经济下行预期相对一致并较为充分，但降准预期落空+美债利率走高+大宗表现强势+放宽地产信贷、结构性宽信用预期下，债市扰动持续增加：1) 内部来看，缺煤限电、能耗双控影响下，上游工业品价格快速上涨，通胀持续升温对货币政策带来约束，类滞胀环境下货币政策陷入两难境地，前期市场对货币政策过于宽松的预期存在一定反向修复，降准预期也有落空；2) 海外美联储 QE taper 带来货币政策的外部约束，尤其是近期海

外“能源危机”下带来再通胀预期的攀升，美债收益率上破 1.6%，中美利差收窄对国内债市形成外部压力；3) 近期央行例会对房地产两个维护的提法，房地产信贷或有放松，叠加“再贷款再贴现”等结构性货币政策下，加强市场对于在不宽货币下实现宽信用的预期；4) 四季度政府债发行加快和 MLF 大量到期，银行间资金面仍面临波动压力。

我们认为，债市扰动增加下短期调整压力加大，货币政策或成为四季度债市的关键，周五降准预期落空下加剧债市调整压力，但基本面仍偏顺风，经济动能趋弱以及货币政策稳中偏松对债市仍有一定支撑，预计收益率曲线或进一步陡峭化。股市方面，近期缺煤限电、能耗双控进一步施压经济下行压力，弱化股市业绩预期，广义流动性收缩下股市难有趋势性机会，短期仍受风险偏好下降的冲击，而以“M1-PPI”为代表的剩余流动性预计四季度企稳，随着广义流动性回暖下届时指数压力有望逐步缓解。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>