



2021年11月7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

liuwenbo@jinxinqh.com



下载优财 APP
查看最新报告

美联储 taper 靴子落地，保供稳价政策下商品调整继续

内容提要

本周宏观方面主要事件有：1) 美联储 Taper 靴子落地，符合市场预期，美联储宣布维持基准利率不变，并将于 11 月晚些时候启动缩减购债计划，每月资产购买规模减少 150 亿美元，并强调减码购债的时机对加息没有直接信号意义，对于通胀和加息的鸽派表态下市场加息预期担忧缓和，本周美股和黄金价格上涨，1 年和 10 年美债收益率下行，美元维持平稳。2) 央行月初意外两度调升公开市场操作规模，流动性呵护态度不变。货币政策在经济“类滞胀”带来的两难境地下，“降准预期落空+央行逆回购积极投放”体现了央行以补缺口为主的流动性投放思路，预计后续央行仍将根据流动性变化精准操作，流动性合理充裕局面不变，货币市场利率围绕央行操作利率平稳运行。3) 保供稳价仍是当前宏观政策重点，发改委强化长协煤流向监管，且央地密集部署金融支持能源保供，切实保障煤电企业购煤等合理融资需求，开通银行绿色通道加快专项资金投放，增加煤电等企业授信额度。

从经济高频观察来看：1) 全球疫情继续处于第四波回落过程中，疫苗完全接种比例回升下疫情影响或将趋于收敛；2) 国内需求端，30 城销售仍然偏弱，信贷放松对需求端的效果仍待观察；3) 生产端延续低位状态，电厂日耗低位震荡，开工率普降，保供稳价政策持续发力，黑色系商品延续暴跌走势；4) 价格端，菜价回升放缓，猪肉价格环比上涨，但猪肉供给过剩局面也并未有所改变，叠加国内疫情反复，内需不足仍压制全面通胀风险；5) 央行月初意外两度调升公开市场操作规模，流动性呵护态度不变，跨月后资金面边际转松，DR007 运行在 2.2% 的政策利率下方。

10 月 PMI 数据超预期下行进一步确认经济下行趋势，而近期煤炭等上游工业品暴跌下通胀担忧情绪有所缓和，经济基本面担忧再次成为行情主导下支撑债市近日走强，“美国 QE 退出”及“结构性宽信用预期”仍然是四季度债市的主要内外扰动，但债市在前期受降准预期落空修正货币政策过度乐观预期的调整后做多性价比逐渐走高，“货币政策以稳为主+经济动能趋弱”对债市仍形成支撑，长端利率中长期下行趋势仍在，2.95%-3.0% 一线仍是长端收益率上行约束。股市方面，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，股市仍需等待政策转向全面稳增长以及广义流动性的回暖带来的指数压力缓解，美联储 QE 退出或成为短期股市风险。

风险提示

美联储加息进度超预期，国内经济下行超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、供需双击加剧经济“类滞胀”风险

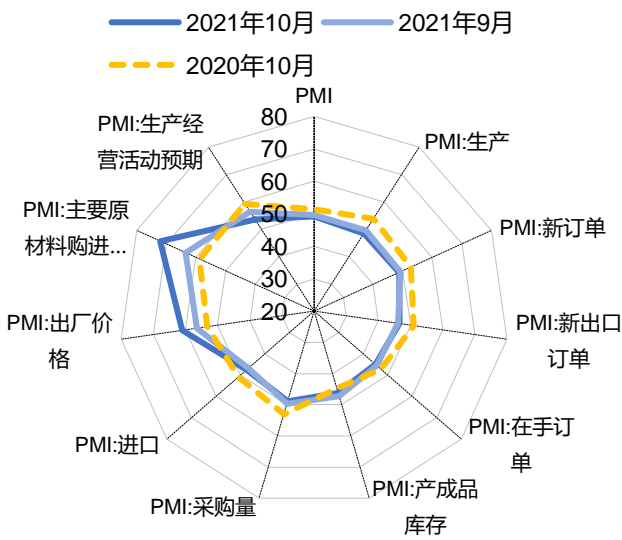
1. 10月PMI荣枯线之下继续回落

10月官方制造业PMI 49.2%，回落0.4个百分点，连续第七个月下滑、第二个月位于枯荣线下，非制造业PMI 52.4%，回落0.8个百分点。

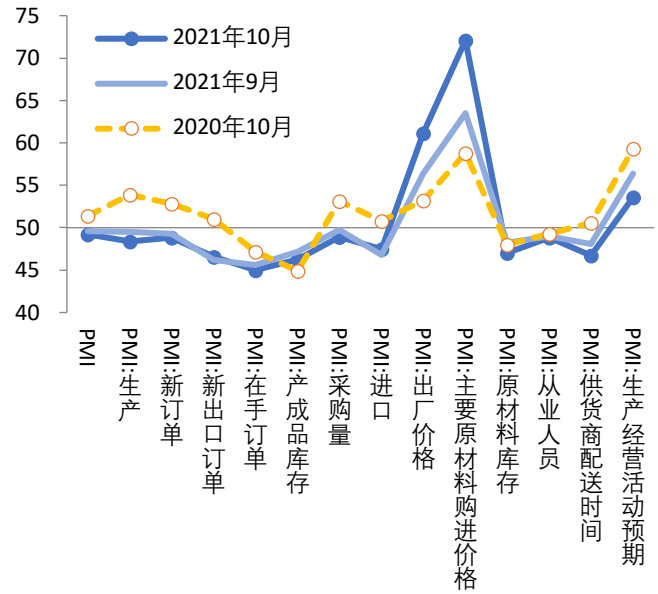
- ① 10月宏观环境延续供需双降，能耗双控、缺煤限电带来的供给约束仍未缓解，生产端继续快速下滑，需求端也延续低位回落，房地产销售中枢下行影响继续传递，供需延续同步走弱态势。制造业呈现“主动去库存”迹象，中小企业经营压力加大，疫情反复也打断非制造业恢复势头。
- ② 供给约束下推升工业品价格，量价分化继续加剧下经济“类滞胀”特征进一步深化。在10月多数分项回落的背景下，价格指数升势仍在加快，10月PMI出厂价格创2016年以来新高，经济结构进一步向“类滞胀”格局深化，原材料价格高企继续压缩企业利润空间，PPI-CPI剪刀差持续冲高下中游制造业成本端和利润压力加大，制约制造业投资修复空间，价格的高企同时也反噬需求，形成经济减速压力。
- ③ PPI短期仍有冲高压力，保供政策及价格调控下近期煤价及上游工业品价格大跌，PPI年底有望拐点回落。能耗双控存在政策约束，煤炭短缺短期仍难解决，短期供给冲击有望缓解但缺乏弹性，10月原材料和出厂价格进一步加快升势，预计10月PPI或将进一步升至12%以上。近期保供及价格调控政策下煤价以及上游工业品价格纷纷大跌，供给端约束或边际缓解，随着需求端进一步走弱，年底供需缺口矛盾有望逐渐减缓，PPI有望在年底拐点回落。

图1：官方PMI指数

图2：PMI分项



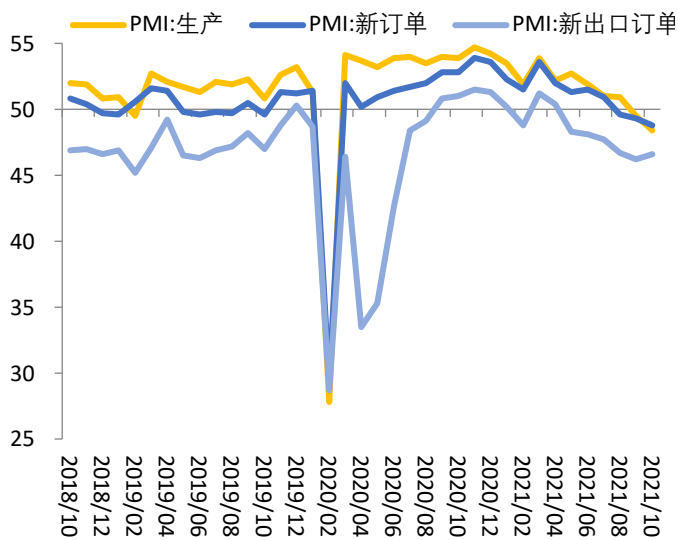
资料来源: Wind, 优财研究院



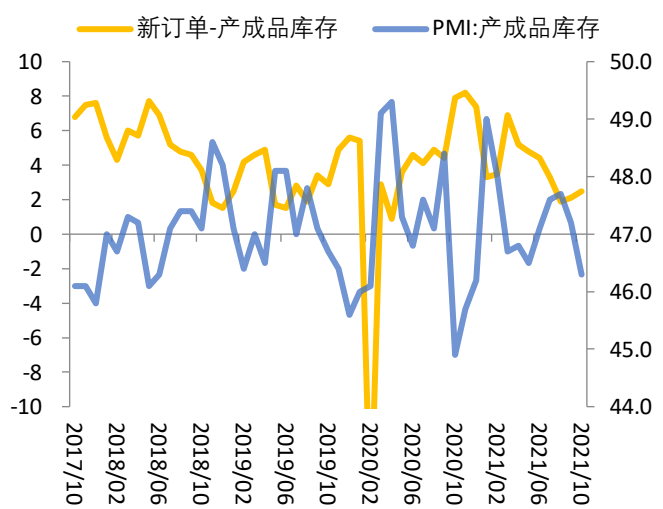
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 供需两端同步走弱

图 4: 经济动能走弱, 企业主动去库



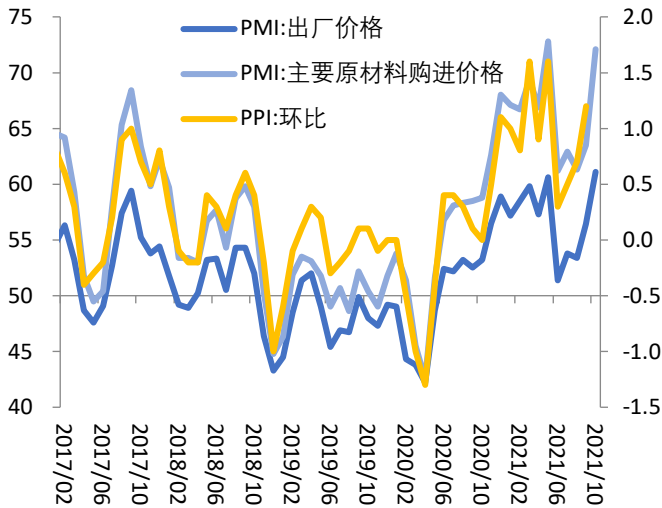
资料来源: Wind, 优财研究院



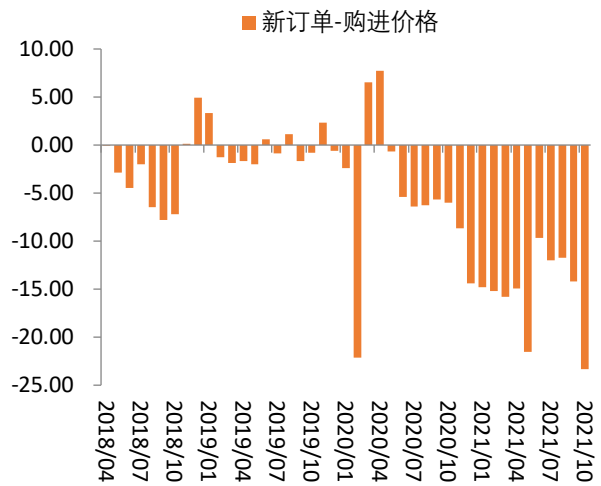
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5: 原材料购进和出厂价格指数

图 6: 原材料价格高企压缩企业利润空间



资料来源: Wind, 优财研究院



资料来源: Wind, 优财研究院

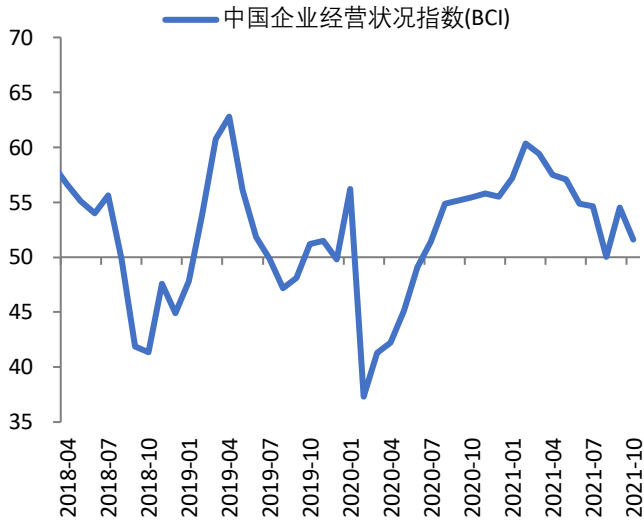
2. 企业经营状况指数 (BCI) 重回下行

10月BCI指数回落至51.6, 除去8月疫情、汛情、双控等供给冲击的叠加下当月数值大幅回落, 整体来看年初以来中枢逐渐下沉, 显示目前经济处在放缓的大趋势中。销售前瞻指数和利润前瞻指数同步放缓, 反映企业对半年后销售状况和利润预期走弱。

价格方面, 企业对中间品的价格前瞻指数从高位逐渐进入徘徊放缓期, 而10月消费品价格前瞻指数5月以来首次有触底迹象, 随着蔬菜价格在极端天气等影响下超季节性回升, 四季度至明年一季度CPI或将温和回升, 但中长期看, 蔬菜价格不具备长期上涨的基础, 春节前后蔬菜季节性高点后批发价格压力或将明显缓和。

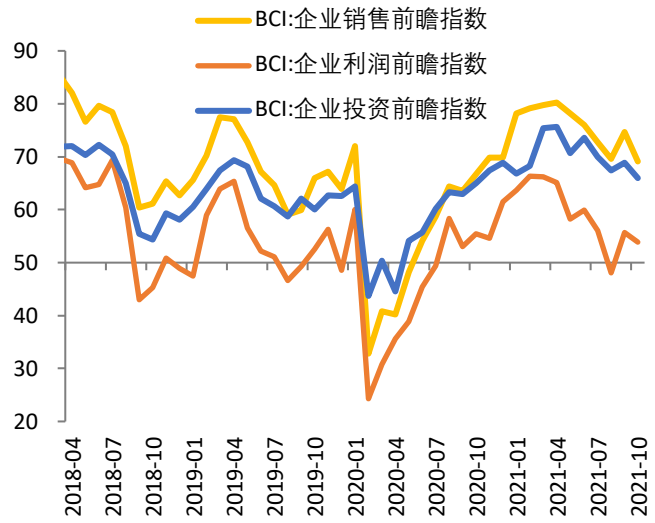
10月企业融资环境指数为44.3, 持平于年内最低点的8月, 企业融资环境感受仍处在偏弱的下行趋势中, 信用收缩特征仍然比较明显, 当前信用扩张已进入第一步货币政策调整阶段, 但金融政策仍然偏紧, 基建、地产两大融资主体约束仍强下, 货币难以向信用端传导, 融资主体缺失是当前信用扩张的堵点。

图 7：中国企业经营状况指数（BCI）



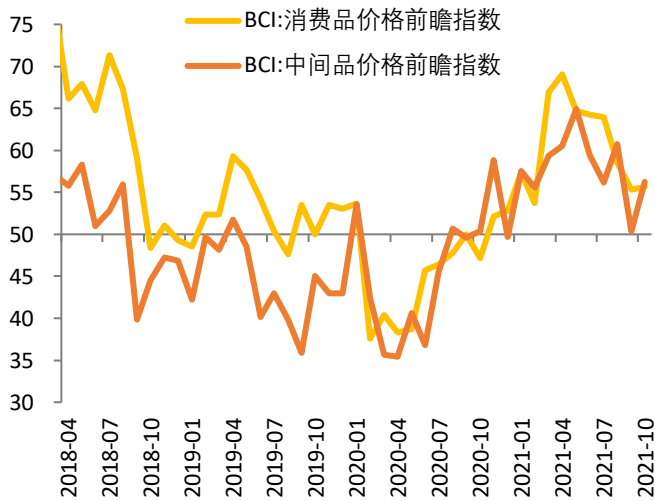
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：BCI 分项



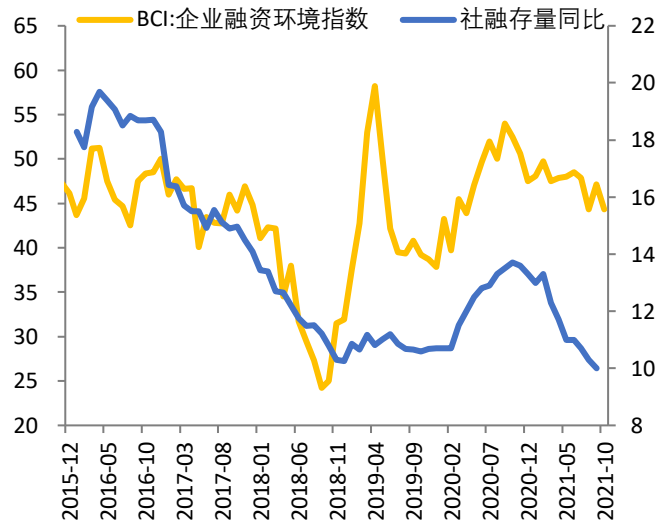
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：价格指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：企业融资环境指数 VS 社融



资料来源：Wind，优财研究院

3. 经济动能继续趋缓，政策稳增长预期逐渐升温

经济短期扰动和中期隐忧交错，内外动能分化延续，外生冲击下经济动能进一步边际趋缓，供给约束进一步推升工业品价格，量价分化继续加剧下经济“类滞胀”特征进一步深化。一方面，“国内疫情反复及防控升温+极端天气+缺煤限电+能耗双控”等扰动因素带来经济短期冲击，另一方面，房地产景气度下行以及出口高位回落形成的今年下半年和明年上半年的两阶段放缓力量，带来了经济中期的周期性风险。10月宏观环境延续供需双降，能耗双控、缺煤限电带来的供给约束仍未缓解，生产端继续快速下滑，需求端也延续低位回落，制造业呈现“主动去库存”迹象，中小企业经营压力加大，疫情反复也打断非制造业恢复势头。

往后看，保供政策发力下四季度供给端存在一定修复空间，叠加疫情收敛，工业和消费环比存在一定修复空间。但需求端压力尚未见底，消费仍然是修复的慢变量，财政温和发力下基建投资托而不举，制造业投资的修复空间也面临成本和利润端的压力，房地产景气度加速下行和出口见顶回落将分别成为今年下半年和明年上半年经济放缓的两阶段主要驱动。宏观政策方面，当前保供政策仍是重点，财政温和托底，货币政策在“类滞胀”环境下面临两难，流动性投放以补缺口为主，结构性政策工具是主要运用工具，年底PPI拐点回落叠加外需压力加大下或是政策转向全面稳增长的重要窗口期。

二、海外疫情和经济活动跟踪

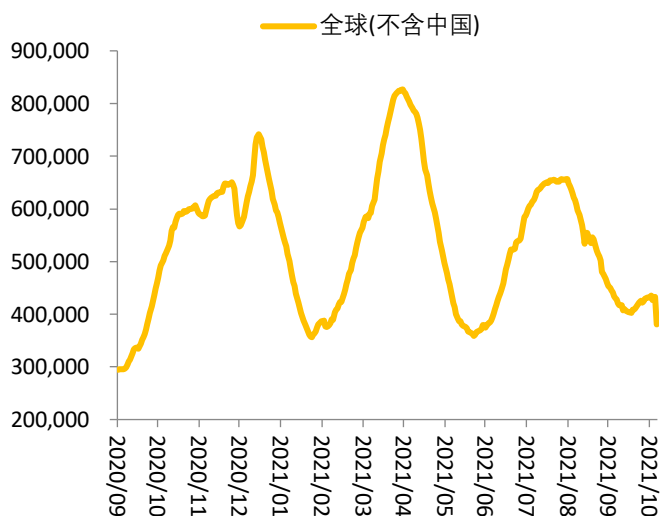
全球疫情继续处于第四波回落过程中，从主要国家来看，美国新增确诊病例延续下行，英国日度新增确诊病例仍然较高。由于不再实施防疫，美国本轮疫情降温过程比较缓慢，但疫苗完全接种率的回升下，海外也在不断接近群体免疫状态，疫情影响或将趋于收敛，海外主要国家疫苗完全接种人数占比已超出50%，欧洲超出

60%。

本周美联储 Taper 靴子落地，美联储宣布维持基准利率不变，并将于 11 月晚些时候启动缩减购债计划，每月资产购买规模减少 150 亿美元。美联储主席鲍威尔在利率决议后的新闻发布会上强调，减码购债的时机对加息没有直接信号意义。此次货币政策会议的侧重点在于减码购债，而不是加息。

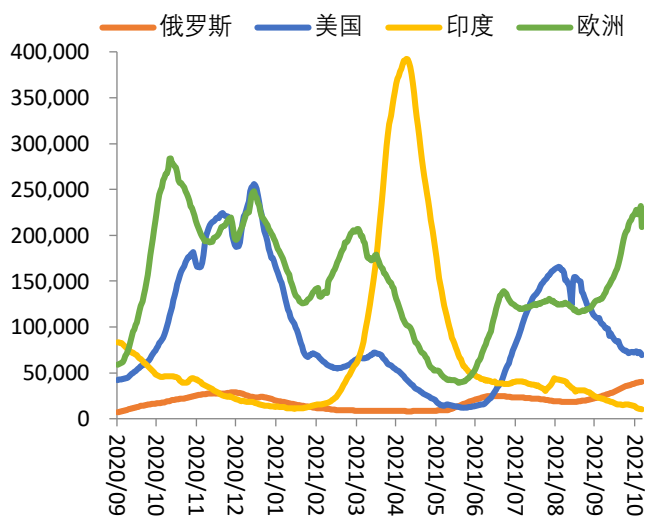
由于今年美联储偏鹰、而欧洲央行偏鸽，美欧货币政策节奏差异提振美元指数，欧洲央行 10 月利率决议仍表示紧急抗疫购债计划（PEPP）将至少持续至 2022 年 3 月底，但将于今年 Q4 放缓购债速度，而美联储短期暂不会加息，因此随着四季度欧洲货币政策正常化逐步开启，美欧货币政策的收敛将推动美元重回贬值通道。

图 11: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

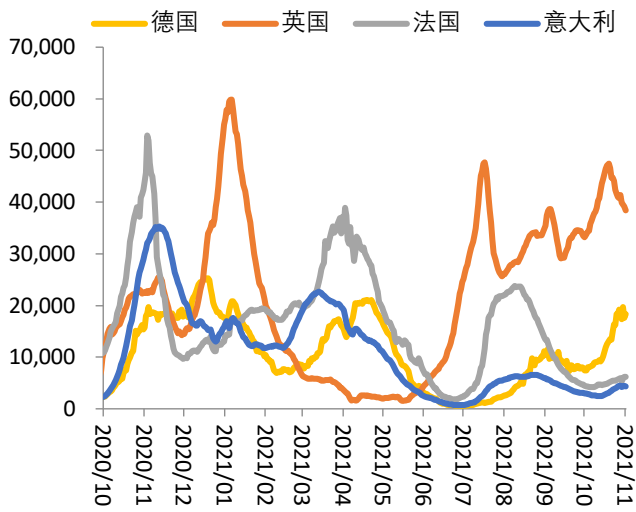
图 12: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

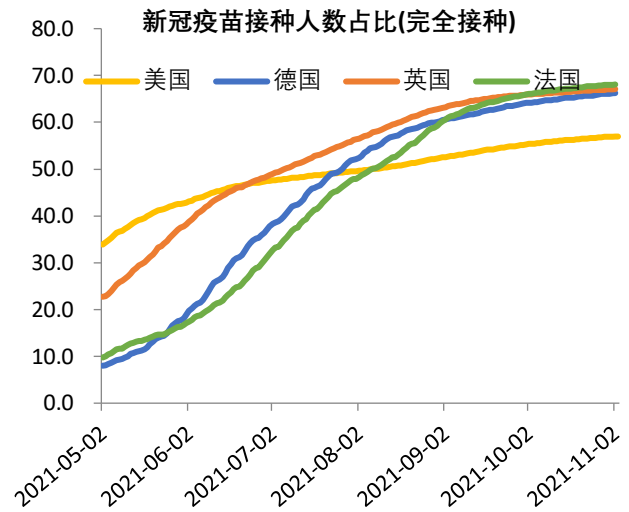
图 13: 新冠疫情当日新增确诊病例（例）

图 14: 新冠疫苗完全接种人数占比（%）



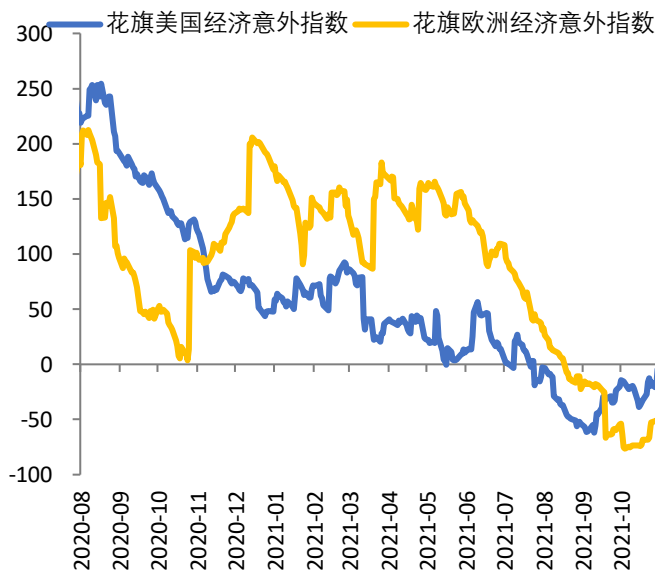
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 美欧洲经济意外指数回升

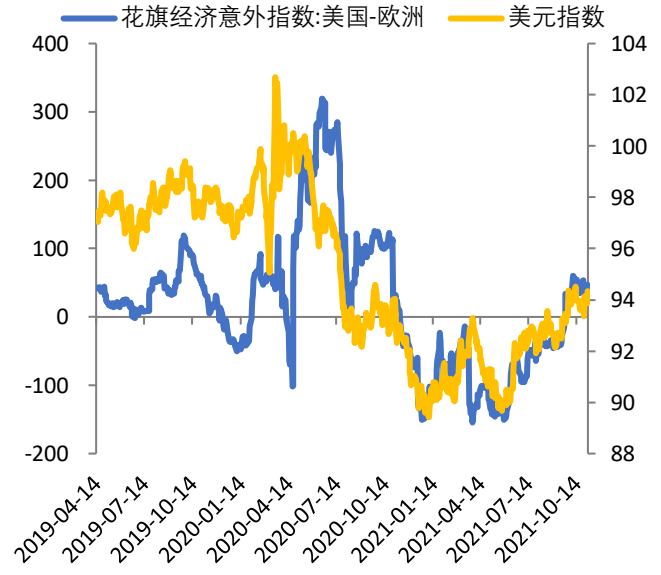


资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 美欧差值 VS 美元指数

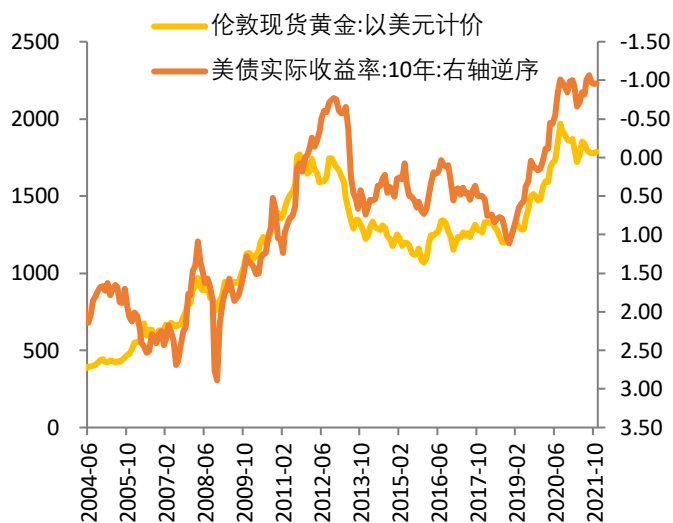


资料来源: Wind, 优财研究院



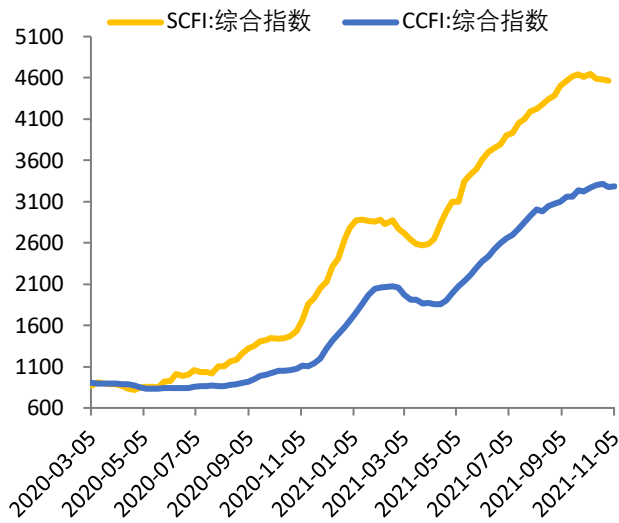
资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 美债实际收益率 VS 黄金



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 运价指数



资料来源: Wind, 优财研究院

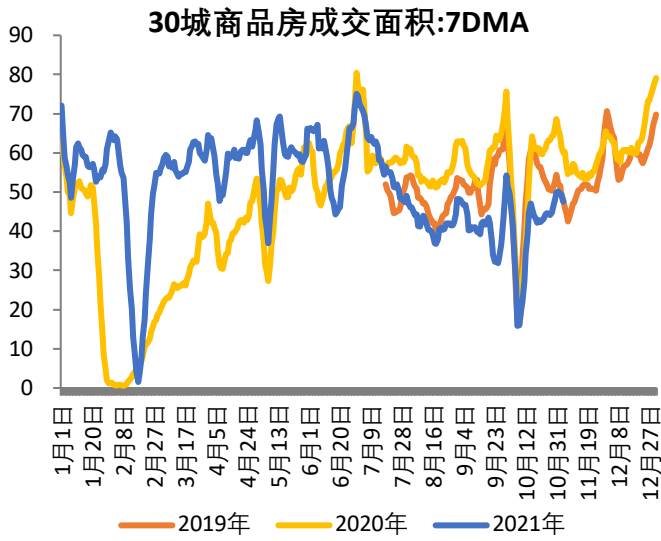
三、经济高频观察

1. 需求: 30 城销售仍然偏弱, 信贷放松对需求端的效果仍待观察

11 月初 30 城商品房销售日均成交面积环比较 10 月低值小幅回暖, 但同比季节性表现来看仍然偏弱, 同比增速仍录得-22.7%, 和上月降幅大致相当, 尤其三线城市拖累较大。

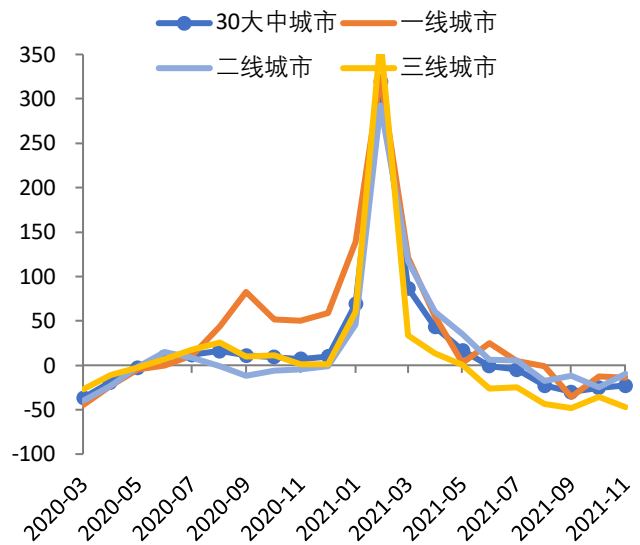
近期地产政策存在一定边际松动, 主因信用风险升温下严监管的适度纠偏, 地产融资端也有所恢复, 银行对房企和居民端的信贷出现一定积极变化。但房地产去金融化仍是长期政策目标, 地产政策预计仍将保持定力, 信贷放松对于需求提振的进一步效果仍有待观察。

图 19: 30 城商品房成交面积 (万平方米)



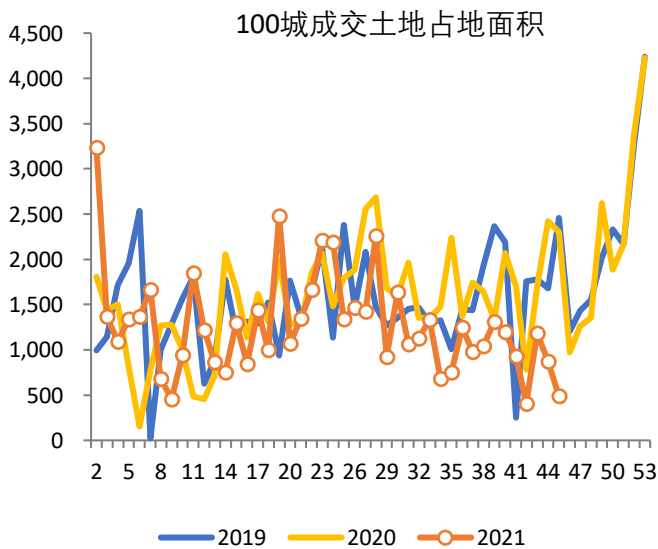
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 30 城商品房成交面积同比 (%)



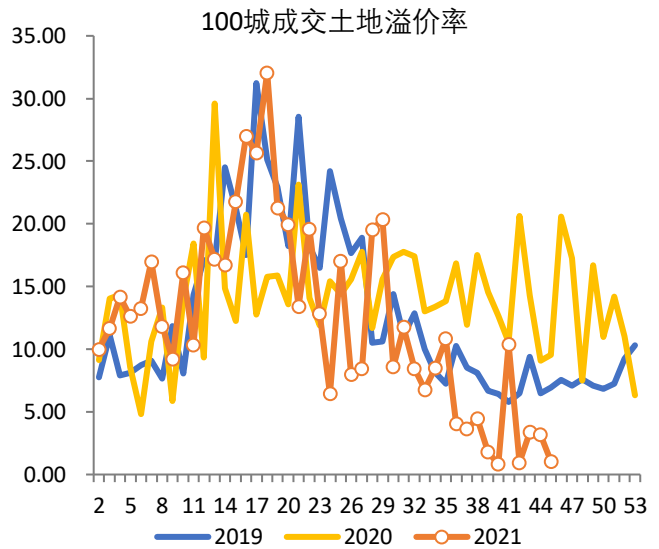
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 百城土地成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 百城土地成交溢价率 (%)



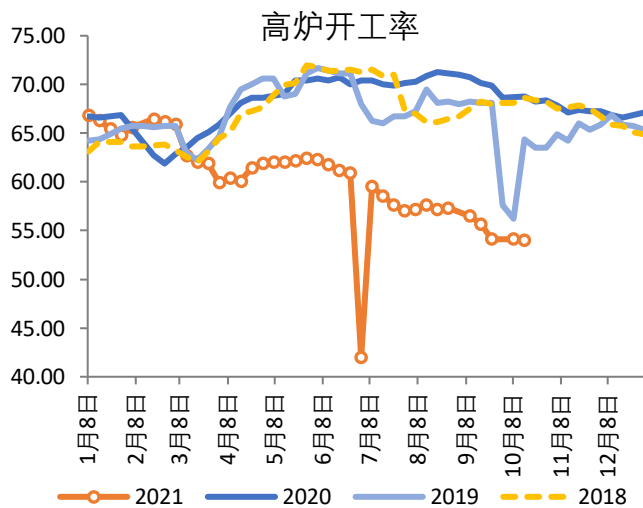
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 生产：保供稳价政策持续发力，黑色系商品延续下跌

生产端延续 9 月末低位状态，能耗双控、缺煤限电短期难以根本性解决，生产端冲击仍在，电厂日耗低位震荡，开工率普降。保供稳价政策持续发力，黑色系商品延续暴跌走势，本周煤价跌势有所放缓，但 PVC、铁矿、螺纹钢等商品价格仍在持续回落。

当前保供稳价仍是宏观政策重点，国家发改委组织召开全国长协煤流向监管工作视频会议并强调，长协煤不仅是稳定市场的“压舱石”，更是发电、供热等关系国计民生重点领域用煤保障的“主力军”，强化长协煤流向监管、督促签约双方积极履约，对于做好今冬明春乃至今后能源保供工作具有重要意义。而继内蒙古伊泰集团、蒙泰集团、汇能集团和兴隆集团等多家民营企业主动下调坑口煤售价后，国家能源集团、中煤集团等国有企业也相继主动下调煤价。另外，在近日中国煤炭运销协会召开的会议上，全国 10 多家主要煤炭企业纷纷表态跟进，主动将主产地 5500 大卡动力煤坑口价格降至每吨 1000 元以下。

图 23：高炉开工率（%）



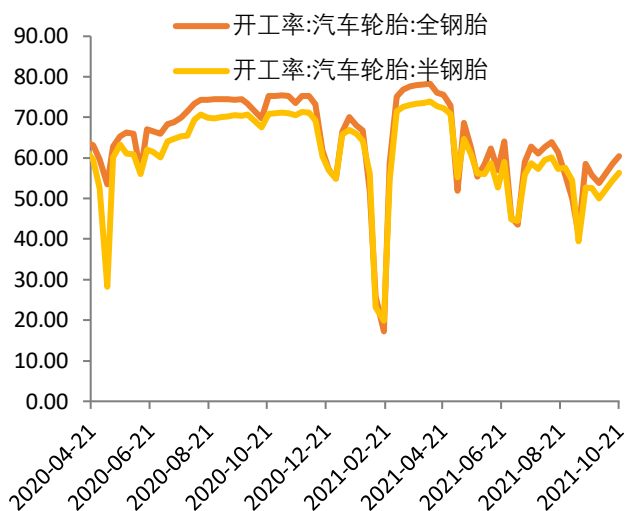
资料来源：Wind，优财研究院

图 24：唐山钢厂高炉开工率（%）



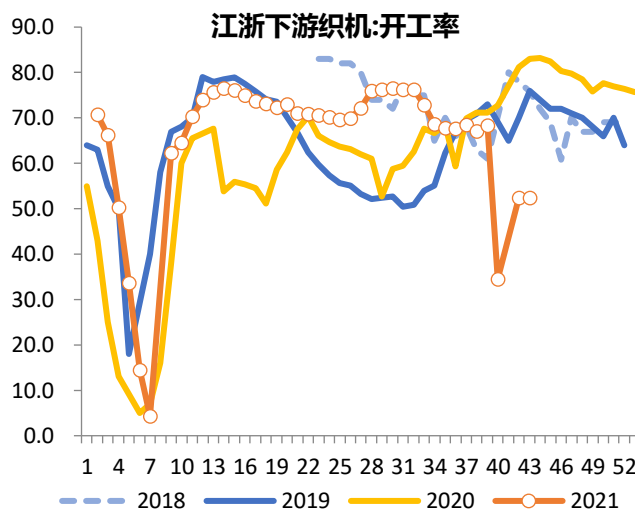
资料来源：Wind，优财研究院

图 25: 汽车全钢胎和半钢胎开工率明显回升 (%)



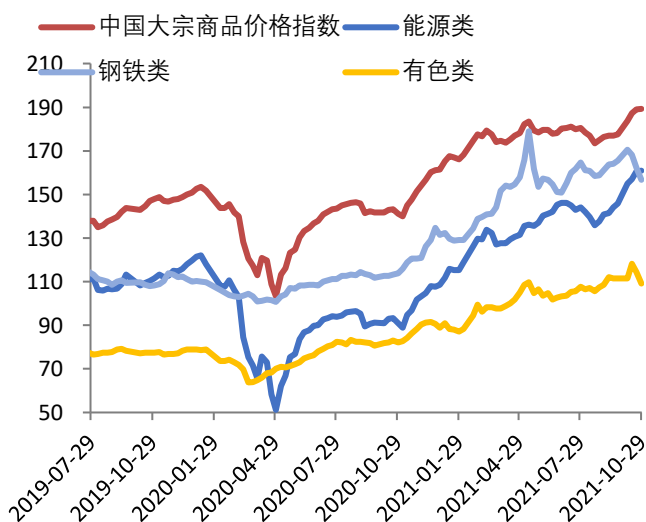
资料来源: Wind, 优财研究院

图 26: 江浙下游织机:开工率 (%)



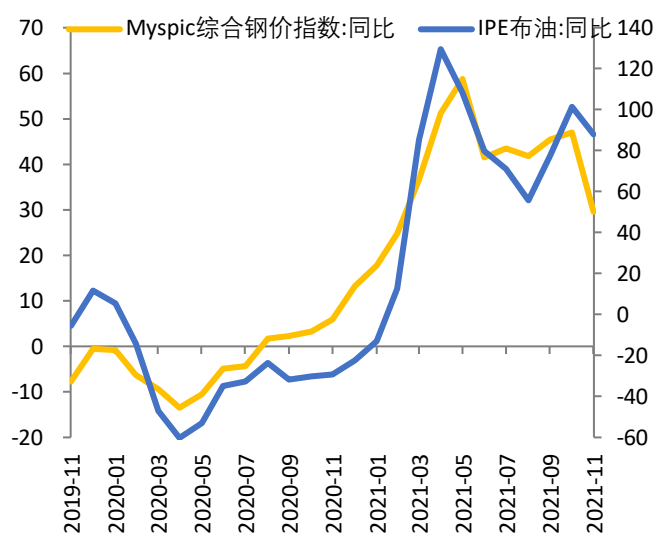
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: 大宗商品价格指数



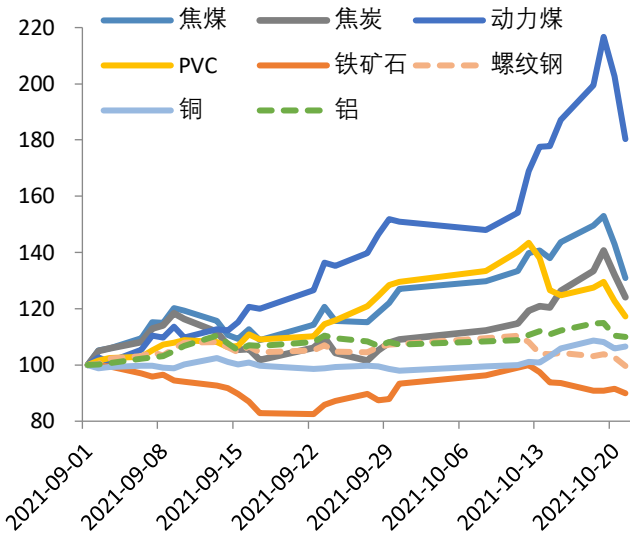
资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 钢价指数&布油同比 (%)



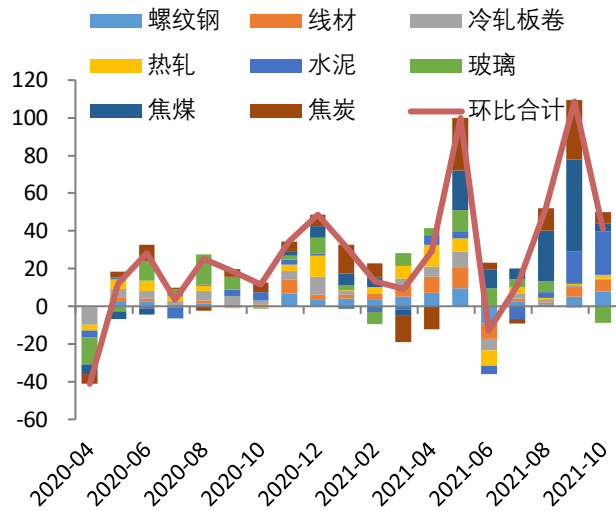
资料来源: Wind, 优财研究院

图 29：上游高耗能产品价格快速回落（指数定基）



资料来源：Wind，优财研究院

图 30：工业品价格月度环比（%）

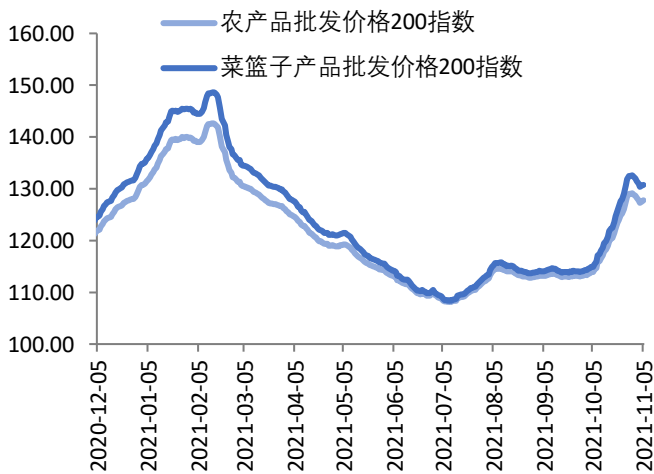


资料来源：Wind，优财研究院

3. 通胀：菜价回升放缓，猪肉价格环比上涨

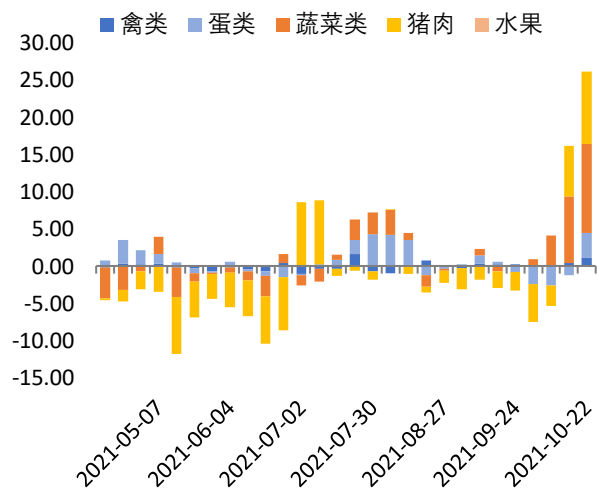
10 月起受多地雨水天气叠加近期冷空气席卷，鲜菜价格骤升，农产品价格指数回升，叠加猪肉消费需求的回暖和收储继续对猪价形成支撑。但本周蔬菜价格回升有所放缓，蔬菜价格上涨并不具备持续性，而猪肉供给过剩局面也并未有所改变，叠加国内疫情反复，内需不足仍压制全面通胀风险。

图 31：农产品批发价格 200 指数



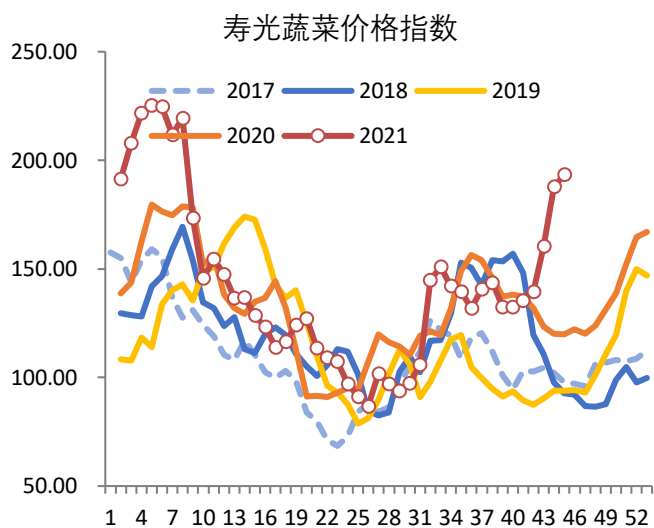
资料来源：Wind，优财研究院

图 32：食用农产品价格指数:周环比（%）



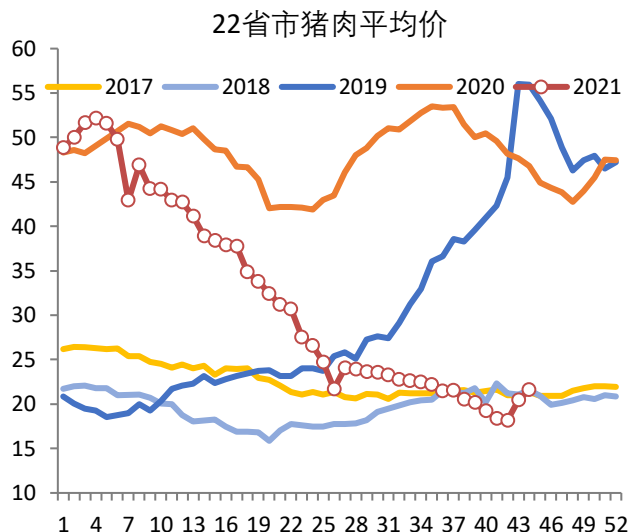
资料来源：Wind，优财研究院

图 33: 寿光蔬菜价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 22 省市猪肉平均价 (元/千克)
(%)



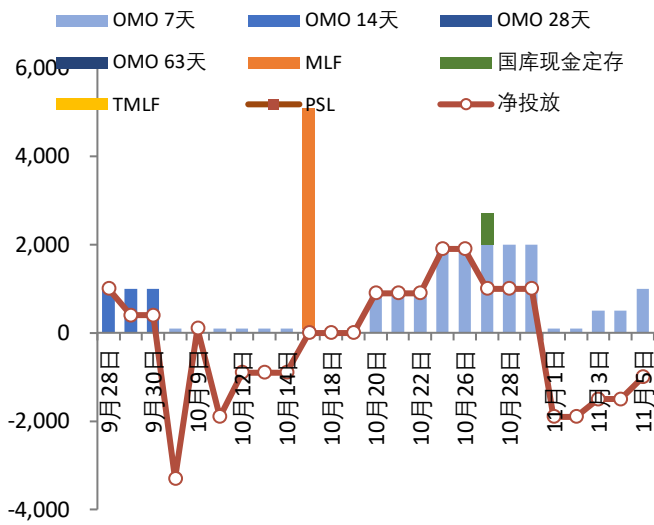
资料来源: Wind, 优财研究院

4. 资金面: 央行月初意外两度调升公开市场操作规模, 流动性呵护态度不变

央行月初意外两度调升公开市场操作, 周一至周二开展 100 亿逆回购, 周三至周四上调至 500 亿, 周五操作规模进一步上调至 1000 亿元, 周内共有 10000 亿元逆回购到期, 实现净回笼 7800 亿元。月初连续加量投放显示了央行对流动性的呵护态度, 跨月后资金面边际转松, DR007 运行在 2.2% 的政策利率下方。

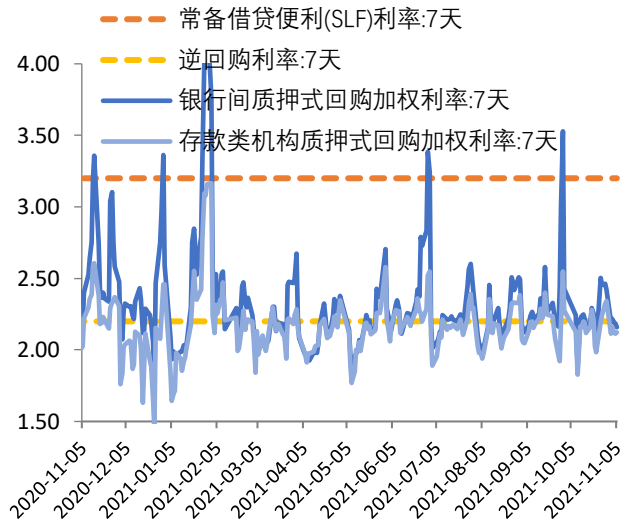
货币政策在经济“类滞胀”带来的两难境地下, “降准预期落空+央行逆回购积极投放”体现了央行以补缺口为主的流动性投放思路, 预计后续央行仍将根据流动性形势变化精准开展操作, 流动性合理充裕局面不变, 货币市场利率仍将围绕央行操作利率平稳运行。

图 35: 央行逆回购加量投放 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 36: 资金利率小幅下行 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

四、 总结

往后看，保供政策发力下四季度供给端存在一定修复空间，叠加疫情收敛，工业和消费环比存在一定修复空间。但需求端压力尚未见底，消费仍然是修复的慢变量，财政温和发力下基建投资托而不举，制造业投资的修复空间也面临成本和利润端的压力，房地产景气度加速下行和出口见顶回落将分别成为今年下半年和明年上半年经济放缓的两阶段主要驱动。宏观政策方面，当前保供政策仍是重点，财政温和托底，货币政策在“类滞胀”环境下面临两难，流动性投放以补缺口为主，结构性政策工具是主要运用工具，年底 PPI 拐点回落叠加外需压力加大下或是政策转向全面稳增长的重要窗口期。

10 月 PMI 数据超预期下行进一步确认经济下行趋势，而近期煤炭等上游工业品暴跌下通胀担忧情绪有所缓和，经济基本面担忧再次成为行情主导下支撑债市近日走强，“美国 QE 退出”及“结构性宽信用预期”仍然是四季度债市的主要内外扰动，但债市在前期受降准预期落空修正货币政策过度乐观预期的调整后做多性价比逐渐走高，“货币政策以稳为主+经济动能趋弱”对债市仍形成支撑，长端利率中长期下

行趋势仍在，2.95%-3.0%一线仍是长端收益率上行约束。股市方面，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，股市仍需等待政策转向全面稳增长以及广义流动性的回暖带来的指数压力缓解，美联储 QE 退出或成为短期股市风险。

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/>