

宏观周观点

2021 年 10 月 25 日

政策调控和调结构并行，市场波动加剧

宏观周观点 20211025

核心内容：

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

- **行政和法律手段压制市场，商品价格暴力下跌** 10 月 19 日开始发改委通过行政和法律手段严厉打击动力煤价格炒作，限制动力煤价格上行。10 月 20 日至 10 月 22 日三个交易日，以动力煤为首的大宗商品价格快速下跌。截止 10 月 22 日三个交易日，焦煤和焦炭分别下行 21.0% 和 18.2%，动力煤下行 25.6%。可以说市场在恐慌中下跌，黑色系产品下跌速度较快，市场焦虑得到释放。

现阶段市场较为复杂，一方面需求仍然处于较差的阶段，另一方面能源和部分原材料仍然短缺。尽管市场处于需求冲击，但是供给冲击更加充满不确定性，仍然要观察动力煤的供应和电厂的库存情况，动力煤供应没有真实上行，电厂库存没有上行前，市场下跌不会有持续性。

- **房地产税试点扩大，房地产调控是系统性工程** 10 月 23 日，全国人大授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，意味着除重庆与上海外，房地产试点地区将进行扩容。房地产税的真正目的仍然是在探索为地方政府开辟长久的稳定的税源，其次是稳定房地产市场、稳定房价、促进房地产市场平稳发展。以上海和重庆来看，房地产税实施是有一定的抵扣。房地产税的税率预计在 0.5%-1.5% 之间，同时房地产税的试点城市可能会是房地产价格上涨较为迅速的地区，如深圳。

房地产税是个人财产税，是持有税，是对个人存量房征收的税种，会在一定程度上缓解地方财政压力，同时会对房地产市场产生一定的引导作用。房地产市场调整会是一个系统性的工程，保障性住房特别是廉租房和公共租赁住房建设是未来解决房地产难题的主要的抓手。

- **央行稳定市场，债券投资价值上行，人民币升值不具有持续性** 逆回购操作加量，公开市场上周净投放 2600 亿元，货币市场利率受到央行资金呵护保持平稳，利率整体水平较为稳定。10 月 20 日开始期货市场出点大幅波动，央行快速增加逆回购金额力图稳定货币市场资金。

债券收益率全线上行，政府债券发行量上行，通胀预期上行，金融机构仓位普遍较高，当金融放松不及预期时，债券价格下行。经济下行已经确定，债券经过调整风险已经释放，债券投资价值突显。

美元指数有小幅下行，美国收紧在预期之内，而新兴市场国家在更快速的收缩，美元保持震荡。美国相对于欧洲仍然偏强，尤其是美国经济的高位运行和美国未来收紧预期下美元下行空间并不大，而全球通胀利好资源国家，加之新冠疫情仍然具有不稳定性，美元上行之路较为曲折。而人民币的持续升值仍然有较大压力，经济下行以及美元高位波动下，人民币保持区间波动。

- **物价开始回升** 上周物价开始上行，猪肉价格反弹，蔬菜价格大幅上行。天气的逐渐转凉，猪肉积极性在上行，官方收储行动和下游市场需求上行影响带动了猪肉价格走高，但是其走高的速度已经开始下降，生猪供给仍然较为充足，猪肉价格大幅上行的概率不大，可能是窄幅上行。

蔬菜方面，不良天气对蔬菜生产有一定的滞后性，受连绵不断的阴雨天气影响，蔬菜生产力尚未恢复，蔬菜长势差、腐烂变质现象依然存在，产量受损严重，价格上浮明显。本年度冷冬概率大增，蔬菜价格涨幅已经超过历史水平，会拉动通胀上行。

- **行政和法律手段打击煤炭价格，市场下行中寻找平衡原油继续上行：**随着欧洲能源危机的爆发，OPEC+拒绝进一步增产及电厂燃料切换等多重因素，美国最大的原油库存中心的库存正在快速见底，这推动油价进一步升至 7 年高位。与此同时，大宗商品价格回调和欧洲疫情的反扑可能给油价带来拖累。**政策打击煤炭价格，下游需求仍然较差：**高炉开工率下滑，废钢价格走低，下游需求有所下滑，同时钢厂限产仍然较为严格。钢材社会库存仍然下行，但是钢厂库存上行，在钢厂生产下滑的情况下仍然有部分累库，下游需求较差。

国家	日期	事件或数据
中国	10月27日(周三)	中国9月规模以上工业企业利润年率-单月(%)
	10月25日(周一)	德国10月IFO商业景气指数
	10月26日(周二)	英国10月CBI零售销售差值
	10月27日(周三)	德国11月GfK消费者信心指数、瑞士10月瑞信/CFA经济预期指数
欧洲	10月28日(周四)	德国10月季调后失业率(%)、欧元区10月经济景气指数、欧元区10月消费者信心指数终值、欧元区10月欧洲央行主要再融资利率(%)、德国10月CPI年率初值(%)
	10月29日(周五)	法国第三季度GDP年率初值(%)、德国第三季度季调后GDP季率初值(%)、欧元区10月CPI年率-未季调初值(%)
美国	10月25日(周一)	美国10月达拉斯联储制造业活动指数
	10月26日(周二)	美国8月FHFA房价指数月率(%)、美国10月谘商会消费者信心指数、美国9月季调后新屋销售年化总数(万户)
	10月27日(周三)	截10月22日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国9月耐用品订单月率初值(%)、美国9月批发库存月率初值(%)
	10月28日(周四)	美国截至10月23日当周初请失业金人数(万)、美国第三季度实际GDP年化季率初值(%)、美国第三季度核心PCE物价指数年化季率初值(%)、美国9月季调后成屋签约销售指数月率(%)
	10月29日(周五)	美国9月PCE物价指数年率(%)、美国9月个人支出月率(%)、美国10月芝加哥PMI、美国10月密歇根大学消费者信心指数终值
	10月27日(周三)	新西兰9月贸易帐(亿纽元)、澳大利亚第三季度CPI年率(%)
其他	10月28日(周四)	日本10月央行政策利率(%)、新加坡截至10月27日当周燃料总库存(万桶)
	10月29日(周五)	日本10月东京CPI年率(%)

目录

一、行政和法律手段压制市场，商品价格暴力下跌.....	4
二、房地产税试点扩大，房地产调控是系统性工程.....	5
三、央行稳定市场，债券投资价格上行.....	6
四、物价开始回升.....	8
五、行政和法律手段打击煤炭价格，市场下行中寻找平衡.....	9
(一)、原油继续上行.....	9
(二)、政策打击煤炭价格，下游需求仍然较差.....	10

一、行政和法律手段压制市场，商品价格暴力下跌

10月19日下午，国家发展改革委组织重点煤炭企业、中国煤炭工业协会、中国电力企业联合会召开今冬明春能源保供工作机制煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施。发改委将充分运用《价格法》规定的一切必要手段，研究对煤炭价格进行干预的具体措施，促进煤炭价格回归合理区间，促进煤炭市场回归理性，确保能源安全稳定供应。

10月19日郑交所表示高度关注动力煤期货交易价格波动，着力加强期货市场穿透式监管，梳理排查异常交易，依法严厉查处资本恶意炒作行为并公开曝光。郑商所表示，对于第一次超过交易限额的非期货公司会员或者客户，郑州商品交易所(以下简称郑商所)要求报告相关情况并采取暂停开仓不低于5个交易日的监管措施。累计2个交易日超过交易限额的，郑商所将采取暂停开仓不低于1个月的监管措施。情节严重的，按照《郑州商品交易所违规处理办法》有关规定处理。

10月20日国常会会议要求：一要确保冬季北方地区特别是东北供暖。全力保障供暖用煤生产和运输。依法打击煤炭市场炒作。二要保障北方重点地区取暖用气。坚持宜煤则煤、宜电则电，实事求是、因地制宜保障群众取暖。三要充分发挥煤电油气运保障机制作用，做好日调度、周平衡。科学实施有序用电，做好“压非保民”预案。

10月22日，发改委价格司召集中国煤炭工业协会和部分重点煤炭企业开会，研究制止煤炭企业谋取暴利、保障煤炭价格长期稳定在合理区间的政策措施。10月24日，发改委价格司在组织地方对煤炭生产流通企业进行成本调查的基础上，会同价格成本调查中心组成多个调查组，赴有关省对重点煤炭生产企业和流通企业进行实地调查，为确定煤炭价格合理区间和制止煤炭企业牟取暴利提供依据。

表 1：煤炭行业规范文件

日期	机构	内容
9月29日	发改委答记者问	一是在确保安全的前提下全力增产增供。二是进一步核增和投产优质产能。三是适度增加煤炭进口。支持企业用好国际资源，保持适度进口规模，有效补充国内供应。四是着力提升存煤水平。五是重点保障发电供热用煤需要。
10月8日	国常会	有关方面…采取一系列措施加强能源供应保障。保障能源安全，保障供应链产业链稳定：（1）民生优先；（2）推动煤矿释放产能，加快露天煤矿投产，交通优先保障煤炭；（3）支持煤电企业增加电力供应；（4）完善煤电价格机制；（5）推动风电、光伏建设，做好煤、气、油储备；（6）遏制两高项目盲目发展。
10月12日	发改委	发改委发布《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》。一是有序放开全部燃煤发电电量上网电价。燃煤发电电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易在“基准价+上下浮动”范围内形成上网电价。二是扩大市场交易电价上下浮动范围。将燃煤发电市场交易价格浮动范围由现行的上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，扩大为上下浮动原则上均不超过20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮20%限制。三是推动工商业用户都进入市场。四是保持居民、农业、公益性事业用电价格稳定。
10月19日	发改委	研究依法对煤炭价格实施干预措施；组织召开煤电油气运重点企业保供稳价座谈会。
10月19日	郑交所	严厉查处资本恶意炒作动力煤期货
10月20日	国常会	一要确保冬季北方地区特别是东北供暖。全力保障供暖用煤生产和运输。依法打击煤炭市场炒作。二要保障北方重点地区取暖用气。坚持宜煤则煤、宜电则电，实事求是、因地制宜保障群众取暖。三要充分发挥煤电油气运保障机制作用，做好日调度、周平衡。科学实施有序用电，做好“压非保民”预案。
10月21日	发改委	发改委发布关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见。到2025年，通过实施节能降碳行动，钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业和数据中心达到标杆水平的产能比例超过30%。首批聚焦能源消耗占比高、改造条件相对成熟、示范带动作用明显的钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业和数据中心组织实施。
10月22日	发改委	发改委价格司召集中国煤炭工业协会和部分重点煤炭企业开会，研究制止煤炭企业谋取暴利、保障煤炭价格长期稳定在合理区间的政策措施。
10月22日	国税总局	煤电和供热企业可缓缴四季度应缴纳税款；下一步将精准对接煤电和供热企业涉税需求。
10月24日	发改委	国家发展改革委价格司在组织地方对煤炭生产流通企业进行成本调查的基础上，会同价格成本调查中心组成多个调查组，赴有关省对重点煤炭生产企业和流通企业进行实地调查，为确定煤炭价格合理区间和制止煤炭企业牟取暴利提供依据。

资料来源：中国银河证券研究院

10月20日至10月22日三个交易日，以动力煤为首的大宗商品价格快速下跌。这次下跌可以类比5月12日国常会点名批评快速上行的大宗商品价格。5月12日之后，焦煤和焦炭分别下行17.9%和17.2%，动力煤下行24.5%，螺纹钢价格下行22.7%，热卷价格下行

21.6%。截止10月22日三个交易日，焦煤和焦炭分别下行21.0%和18.2%，动力煤下行25.6%。可以说市场在恐慌中下跌，黑色系产品下跌速度较快，市场焦虑得到释放。

现阶段市场较为复杂，一方面需求仍然处于较差的阶段，另一方面能源和部分原材料仍然短缺。受到房地产投资下行的影响，黑色系产品需求变差，尤其是全国范围内的限产限定使得需求跌入冰点，较差的需求支撑不了高昂的原材料和能源价格。供给方面受到即将到来的供暖和环保扰动，同时煤炭供给上行仍然有困难。尽管市场处于需求冲击，但是供给冲击更加充满不确定性，仍然要观察动力煤的供应和电厂的库存情况，动力煤供应没有真实上行，电厂库存没有上行前，市场下跌不会有持续性。

“碳中和、碳排放”是十四五的关键任务之一，总体政策方向不会改变。现阶段因为煤炭的原因受到了一定程度冲击，但是其他行业的限产仍然继续。10月21日发改委发布关于严格能效约束，推动重点领域节能减排的文件，明确到2025年钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业和数据中心达到标杆水平的产能比例超过30%。发改委推进节能减排的路径没有变化，现阶段只有煤炭行业管制放松。

图1：2021年减碳政策变化



资料来源：中国银河证券研究院

二、房地产税试点扩大，房地产调控是系统性工程

10月23日，全国人大授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作，意味着除重庆与上海外，房地产试点地区将进行扩容。可以说，房地产税的真正目的仍然是在探索为地方政府开辟长久的稳定的税源，其次是稳定房地产市场、稳定房价、促进房地产市场平稳发展。

1、试点地区的房地产税征税对象为居住用和非居住用等各类房地产，不包括依法拥有的农村宅基地及其上住宅。

2、国务院确定试点地区并报全国人大备案，同时国务院制定房地产税试点具体办法，试点地区人民政府制定具体实施细则。

3、试点期限为五年。

以上海和重庆来看，房地产税实施是有一定的抵扣。房地产税的税率预计在0.5%-1.5%之间，同时房地产税的试点城市可能会是房地产价格上涨较为迅速的地区，如深圳。

房产税是个人财产税，是持有税，是对个人存量房征收的税种，会在一定程度上缓解地方财政压力，同时会对房地产市场产生一定的引导作用。以上海来看，基于房地产的卖方市场，房产税在实际执行过程中并未起到压制房地产价格的作用。

房产税作为房地产调控的长期手段，暂时只是起到辅助的作用。本次房地产市场调整会是一个系统性的工程，保障性住房特别是廉租房和公共租赁住房建设是未来解决房地产难题的主要的抓手。

表 2：重庆和上海房产税实施

	重庆	上海
时间	2011年1月28日	2011年1月28日
征收对象	(1) 个人拥有的独栋商品住宅。 (2) 个人新购的高档住房。高档住房指建筑面积交易单价达到上两年主城区新建商品住房成交建筑面积均价2倍(含2倍)以上的住房。 (3) 三无人员(在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的个人)新购的首套及以上的普通住房。	(1) 非上海居民新购住房。 (2) 上海居民新购且属于二套以上的住房(包括新购的二手存量住房和新建商品住房)。 (3) 对居民家庭新购且属于第二套及以上住房的，合并计算的家庭全部住房面积人均不超过60平方米(含60平方米)的，其新购的住房暂免征收房产税；人均超过60平方米的，对属新购住房超出部分的面积，按规定计算征收房产税。
征收税率	(1) 独栋商品住宅和高档住房建筑面积交易单价在上两年主城区新建商品住房成交建筑面积均价倍以下的住房，税率为 0.5% ；3倍(含3倍)至4倍的，税率为 1% ；4倍(含4倍)以上的税率为 1.2% 。2021年认定的前两年主城区商品住房建筑面积的成交均价是22106元每平方米。 (2) 三无人员(在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的个人)新购首套及以上的普通住房，税率 0.5% 。 (3) 若客户情况以上两种情况均满足，则按照高档住宅标准征收房产税且无免税面积。	(1) 应纳房产税税额=新购住房应征税的面积(建筑面积)×新购住房单价×70%×税率(税率暂定 0.6%) (2) 对应税住房每平方米市场交易价格低于上年度新建商品住房平均销售价格2倍(含2倍)的，税率可暂减为 0.4% 。2021年平均销售价格是73482元。

资料来源：中国银河证券研究院

三、央行稳定市场，债券投资价值上行

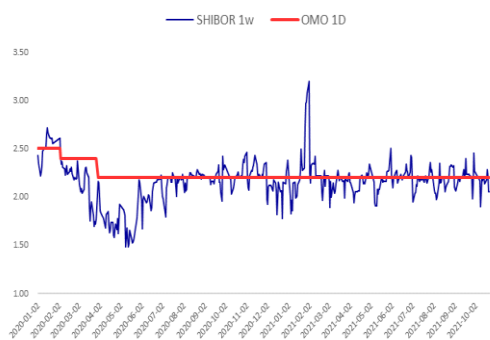
逆回购操作加量，公开市场上周净投放 2600 亿元，货币市场利率受到央行资金呵护保持平稳，利率整体水平较为稳定。10 月 20 日开始期货市场出点大幅波动，央行快速增加逆回购金额力图稳定货币市场资金。

10 月 22 日，SHIBOR 隔夜收于 1.6720%，比上周下行 29.3bps，7 天的利率收于 2.0560%，比上周下行 7.6bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.9823%，比上周下行 13.5bps。10 月 15 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 2.3475%、2.6556%和 2.8496%，分别比上周变化 1.1bps、0.97bps、3.4bps，10 年期国债收益率收于 2.9953%，比上周上行 2.7bps。

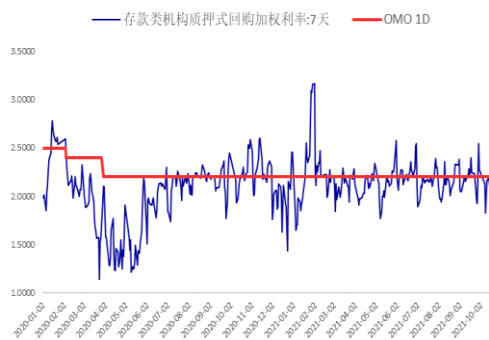
债券收益率全线上行，政府债券发行量上行，通胀预期上行，金融机构仓位普遍较高，当金融放松不及预期时，债券价格下行。经济下行已经确定，债券经过调整风险已经释放，债券投资价值突显。

图 2：SHIBOR 利率（%）

图 3：DR007 利率（%）



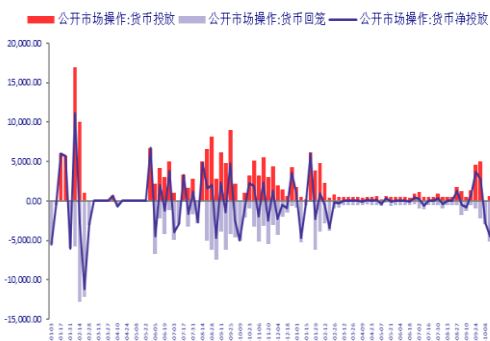
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



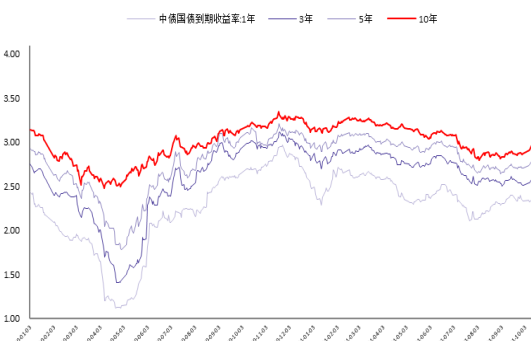
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)

图 5: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

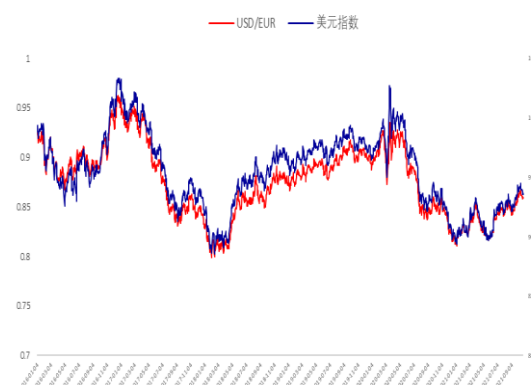


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数有小幅下行, 美国收紧在预期之内, 而新兴市场国家在更快速的收缩, 美元保持震荡。美国相对于欧洲仍然偏强, 尤其是美国经济的高位运行和美国未来收紧预期下美元下行空间并不大, 而全球通胀利好资源国家, 加之新冠疫情仍然具有不稳定性, 美元上行之路较为曲折。10月22日, 人民币对美元汇率价报 6.3903 元, 本周人民币对美元汇率累计调升 3.88bps。10月22日, 美元指数报收 93.6116 点, 较上周下行 0.37%。

图 6: 美元兑人民币 (元)

图 7: 欧元与美元指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

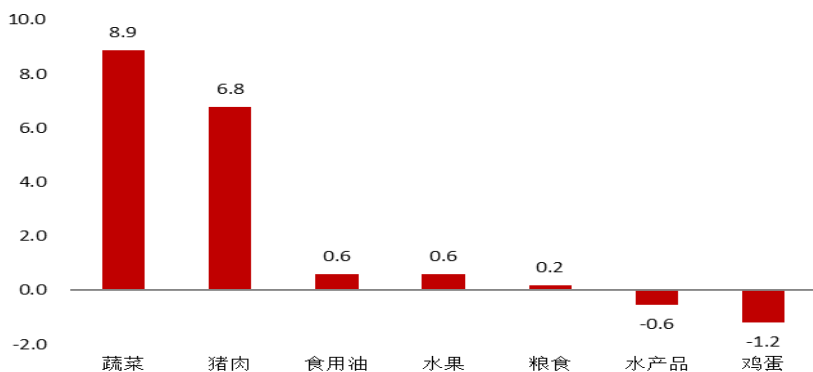
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、物价开始回升

上周物价开始上行,猪肉价格反弹,蔬菜价格大幅上行。根据搜猪网数据显示,全国瘦肉型生猪出栏均价 10 月 23 日上行至 14.65 元/公斤左右,比上周上行 18.2 个百分点。天气的逐渐转凉,猪肉积极性在上行,官方收储行动和下游市场需求上行影响带动了猪肉价格走高,但是其走高的速度已经开始下降,生猪供给仍然较为充足,猪肉价格大幅上行的概率不大,可能是窄幅上行。

蔬菜方面,本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比上行 15%;不良天气对蔬菜生产有一定的滞后性,受连绵不断的阴雨天气影响,蔬菜生产力尚未恢复,蔬菜长势差、腐烂变质现象依然存在,产量受损严重,价格上浮明显。本周天气以晴好为主,前期阴雨天气对蔬菜生产的不良影响也将会减弱,山东菜出产量将会继续增加,预计本周蔬菜价格指数上涨的可能性不大。

图 8: 物价回升 (%)



资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院整理

图 9: 生猪价格回升 (元/公斤)

图 10: 搜猪网猪肉价格回升 (元/公斤)

2016 2017 2018 2019 2020 搜猪全国瘦肉出栏均价 (元/公斤)

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_28193

