

类别  
宏观策略周报

日期  
2021年10月22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



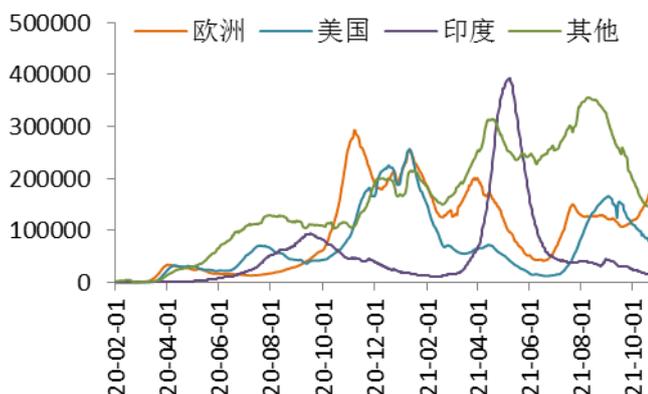
## 监管部门重拳出击调控煤炭价格

## 一、宏观环境评述

### 1.1 警惕欧洲疫情是否恶化

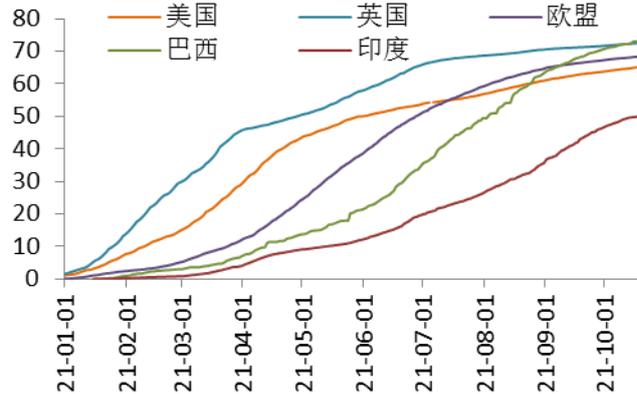
截至10月22日，全球累计确诊新冠病例24314万，总体感染率达到3.12%；累计死亡病例494万，死亡率小幅下降至2.03%。2019年底至今全球爆发四轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，美欧疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬开始，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。由于全球持续推进新冠疫苗接种工作，8月底以来全球疫情持续缓和；但近期欧洲多国疫情呈现扩散趋势，需要警惕放松防范措施后疫情是否在冷冬背景下重新恶化。截止10月22日全球日均新增确诊病例41.3万，较8月底高点回落24.4万；日均新增确诊病例超过1万的国家地区有美国（北美，72660）、英国（西欧，11990）、俄罗斯（东欧，34331）、土耳其（中东，28496）、乌克兰（东欧，16917）、印度（南亚，14959）、罗马尼亚（东欧，14843）、德国（中欧，11990）、巴西（南美，11644）和伊朗（中东，11270）等10个。

图1：区域疫情扩散速度



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：区域疫苗接种进度



数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

截止10月22日全球接种新冠疫苗68亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为2437万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到38.1亿；接种量居前的经济体有中国（22.4亿剂）、印度（10亿剂）、美国（4.1亿剂）、巴西（2.6亿剂）和印尼（1.8亿剂）；全球疫苗接种率达到48.3%，其中葡萄牙（88%）、西班牙（81%）、韩国（79%）、加拿大（78%）和意大利（77%）位居前列。目前欧美发达经济体疫苗接种率基本上超过65%，接近或超过集体免疫程度，丹麦挪威等欧洲国家开始全部取

消防防疫措施；但由于国家财力和疫苗可得性等原因，发展中国家要推迟到 2022 年上半年才能达到集体免疫程度。由于新冠疫苗接种的持续推进，全球国家普遍没有因新一轮疫情而重新收紧防疫措施，因此新一轮疫情对经济社会的影响将小于前几轮疫情，但这样也使得本轮疫情得到控制的时点后延；而从更长期来看，由于新冠病毒的传染性强和死亡率高等特点，人类社会将在较长时间内与新冠病毒共存，这意味着新冠疫情对社会经济的影响将长期存在，而宏观市场的分析逻辑也会相应地有所调整。

## 1.2 中欧偏弱美国偏强

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

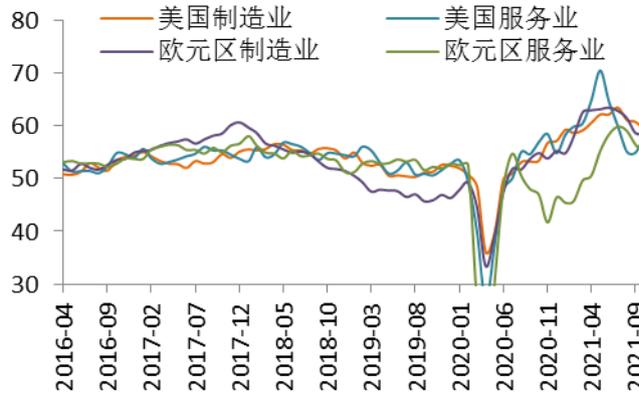
政策调整窗口重新打开，可能以再次全面降准实现。

图3：中国整体经济增长



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：欧美Markit PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

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。

### 1.3 中国当局重锤调控煤炭市场

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 22 日，动力煤期货主力合约实现连续三个跌停，期货价格回落到 1365 元/吨，较 10 月 19 日的最高价格 1982 元/吨下降了 31.1%，与能源价格紧密相关的黑色金属和有色金属等其他商品价格也明显回落。

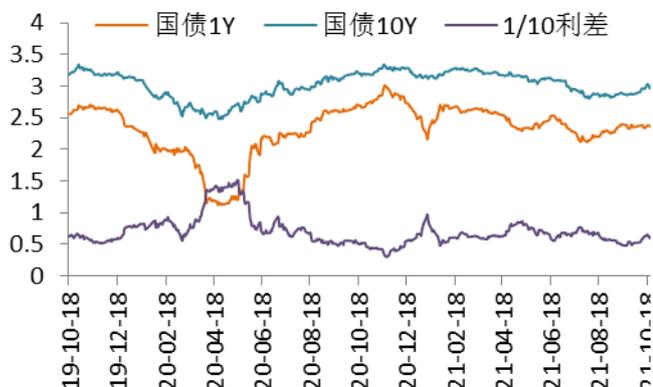
## 二、宏观市场分析

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

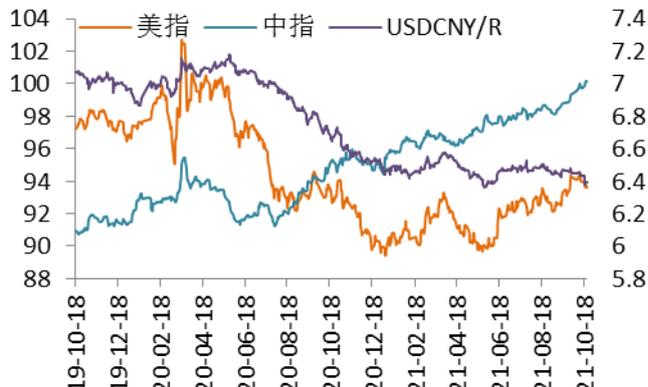
步宽松的时点取决于通胀预期的回落以及美联储缩减QE靴子落地，预计在11月中旬之后以再次全面降准形式实现。

图5：中国国债利率



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图6：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研报中心

2021年1月至3月美元指数在89.2附近探底回升至93.5附近，美欧疫情防控差异以及美国拜登政府的积极财政政策，使得美国经济基本面好于欧洲同行，利差因素驱动跨境套利资金，为美元汇率提供基本面支撑。3月至5月美元汇率持续下跌至89.5附近，因为美国拜登政府新推出的基础建设计划遭到各方反对，拜登通胀交易开始消退，而欧洲地区疫情逐步缓解以及欧洲经济恢复势头逐步赶上美国削弱了美元的基本面支撑。6月份以来美元指数震荡上行至94.5附近，主要是美联储紧缩预期的上升以及美元流动性的边际减少增强了美元的吸引力，而近期全球能源价格飙升也有利于作为能源净出口国的美国资产估值。预计10月份美元指数继续偏强运行，根据2013年的历史经验，美联储削减QE的利多靴子落地后，美元指数或有调整需要；但在目前美欧新冠疫情形势差异的支撑下，美元指数调整空间相对有限。

年初至春节前A股大部分股票都因为节日因素以及流动性驱动而惯性冲高，但春节之后股市画风大变，美联储利率上升引发全球高估值资产的调整压力。3月

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\\_28297](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28297)

