

2021 年 10 月 17 日

总量研究

票据融资如何充当经济晴雨表？

——光大宏观周报（2021-10-17）

要点

本周聚焦：票据融资具有融资和信贷调节的双重属性，在一定程度上可以反映真实融资需求的强弱，因而对经济活跃度具有一定指示意义。我们注意到，今年以来，伴随着表内票据融资额的一路上升，以制造业 PMI 等指标为代表的经济活跃度呈现出持续走弱趋势。向前看，在人民银行等政策层接连指导商业银行，加大信贷投放力度以及准确把握房地产金融审慎管理的背景下，考虑到票据融资利率与银行负债端利率的利差已走阔至历史高位，我们预计，商业银行将会加大信贷投放力度，表内票据融资或于四季度开启回落态势，叠加四季度社融增速也将企稳，根据它们对经济活动的领先关系，预计明年上半年经济或将企稳回升。

疫情观察：

本周印度日均新增确诊约为 1.80 万例，新增确诊略有减少；本周美国日均新增确诊 8.94 万例，日均新增有所下降。全球主要国家疫苗接种持续推进。

全球央行：

美联储资产规模增加，欧、日央行资产规模均上升。美联储公布 9 月 FOMC 会议纪要。

全球资产：

全球股市普遍上涨，纳斯达克指数、标普 500 和道琼斯工业指数分别录得 2.18%、1.82%及 1.58%。大宗商品价格方面，工业品价格涨多跌少，贵金属普遍上涨，农产品整体下跌。

海外政策：

美国政府借债上限提高至 28.9 万亿美元。耶伦呼吁采取“强有力的行动”以提高 IMF 和世界银行数据完整性。国际货币基金组织下调全球经济增长预期。世界银行警告低收入国家 2020 年债务激增。

国内观察：

上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨，焦煤均价环比上涨，铜价环比上涨，铝价环比上涨。**中游：**高炉开工率下跌，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降。**下游：**商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化。**流动性：**货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化。

国内政策：

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章。人民银行举行 2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会。央行印发《关于做好小微企业银行账户优化服务和风险防控工作的指导意见》。人民银行行长易纲线上出席二十国集团财长和央行行长会议。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebcn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebcn.com

相关研报

中美关系峰回路转，美方诉求在哪里——光大宏观周报（2021-09-26）

拜登财政刺激闯关，美债收益率突破 1.4%——美联储观察系列三（2021-09-24）

美联储为 Taper 亮绿灯——2021 年 9 月美联储议息会议点评（2021-09-23）

财政支出提速，基建投资有望持续加码——光大宏观周报（2021-09-21）

非农大幅低于预期，9 月宣布 Taper 已无可能——光大宏观周报（2021-09-04）

美债交易逻辑已悄然变化——美联储观察系列二（2021-09-02）

为什么我们看四季度中美经贸缓和？——《大国博弈》系列第十篇（2021-08-30）

美国最想减免哪些产品的对华关税？——《大国博弈》系列第七篇（2021-08-04）

“政冷经热”怎么谈，美方诉求在哪里？——《大国博弈》系列第五篇（2021-06-09）

气候先行，关税殿后，中美经贸缓和路线图——《大国博弈》系列第四篇（2021-04-14）

开局充满火药味，中美关系未来如何演绎？——光大宏观周报（2021-03-21）

目录

一、票据融资如何充当经济晴雨表？	4
1.1 票据融资助力信用传导的途径	4
1.2 票据融资所蕴含的经济信号	7
1.3 票据融资四季度继续冲量空间有限	10
二、海外观察	12
2.1 海外疫情：美国新增确诊有所下降，疫苗接种推进	12
2.2 金融与流动性数据：美债收益率下行，通胀预期上升	12
2.3 全球市场：全球股市普遍上涨，大宗商品涨多跌少	14
2.4 央行观察：美联储公布9月FOMC会议纪要	15
2.5 海外政策：美国政府借债上限提高至28.9万亿美元	16
三、国内观察	18
3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨，焦煤均价环比上涨，铜价环比上涨，铝价环比上涨	18
3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	19
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化	20
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化	21
3.5 国内政策：《求是》杂志发表习近平总书记重要文章	22
四、下周财经日历	23

图目录

图1：广义票据与狭义票据	4
图2：商业汇票的生命周期	5
图3：未贴现银行承兑汇票对新增社融的影响	5
图4：新增未贴现银行承兑汇票具有明显的季节性特征	5
图5：票据融资对新增信贷的影响	6
图6：票据融资的季节性特征并不明显	6
图7：未贴现银行承兑汇票与票据融资的关系	6
图8：未贴现银行承兑汇票与票据融资构成广义票据融资	6
图9：广义票据融资在很大程度上取决于票据承兑量	7
图10：未贴现银行承兑汇票很大程度上取决于票据承兑贴现量	7
图11：票据融资趋势上与贷款需求指数呈负相关关系	7
图12：票据融资与对公中长期贷款呈现负相关关系	7
图13：表内票据融资对制造业PMI具有负相关指示意义	8
图14：表内票据融资对企业经营状况指数具有负相关指示意义	8
图15：表外票据融资对制造业PMI具有正相关指示意义	9
图16：表外票据融资对企业经营状况指数具有正相关指示意义	9
图17：票据融资利率较易受到资金利率的影响	9
图18：票据融资相对普通贷款利率的波动更加明显	9
图19：理财预期收益率与票据贴现利差走阔带来套利空间	10
图20：票据融资相对普通贷款利率的波动更加明显	10

图 21：票据贴现承兑比已呈现趋势性下行	11
图 22：银行负债端成本已与资产端成本倒挂.....	11
图 23：美国新增确诊有所下降（7 天移动平均）	12
图 24：疫苗接种比例持续上升	12
图 25：美国 10 年期国债收益率较上周下行.....	13
图 26：英、法 10 年期国债收益率下行，德国上行，日本持平	13
图 27：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行（%）	13
图 28：美国投资级企业债利差略有下行（%）	13
图 29：美联储资产规模略有上升（十亿美元）	14
图 30：美联储资产规模增加，欧、日央行资产规模均上升.....	14
图 31：全球股市普遍上涨.....	14
图 32：大宗商品价格涨多跌少	14
图 33：原油价格环比上涨.....	19
图 34：动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨	19
图 35：铜价环比上涨，库存同比上涨.....	19
图 36：铝价环比上涨，库存同比下降.....	19
图 37：高炉开工率下跌	20
图 38：水泥价格指数环比上升	20
图 39：螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降.....	20
图 40：钢坯库存同比上涨.....	20
图 41：商品房成交面积跌幅扩大.....	21
图 42：土地供应面积同比增速下行	21
图 43：猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	21
图 44：乘用车日均零售销量跌幅扩大.....	21
图 45：货币市场利率下行.....	22
图 46：债券市场利率趋势分化	22

表目录

表 1：政策层面接连释放信号引导商业银行加大信贷投放	10
表 2：美欧日央行官员表态	15
表 3：美国经济热力图	17
表 4：欧元区经济热力图.....	18
表 5：英国经济热力图	18
表 6：日本经济热力图	18
表 7：下周全球经济数据热点	23

一、票据融资如何充当经济晴雨表？

1.1 票据融资助力信用传导的途径

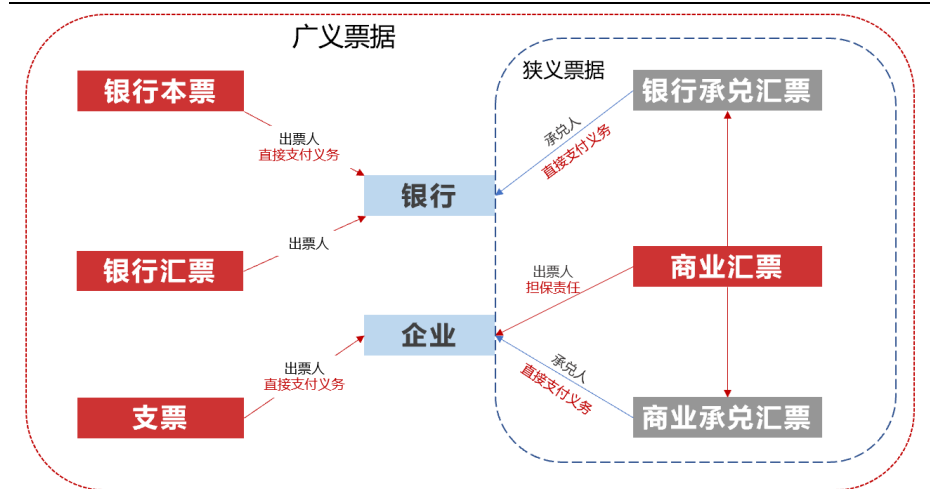
在信用传导中具有重要助推作用的，主要是商业汇票。按照 2004 年修订的《中华人民共和国票据法》对票据的定义，票据包括汇票、本票和支票三种票据类型，也就是我们通常所说的广义票据。

其中，汇票分为银行汇票和商业汇票，两者的区别主要在于出票人不同。《票据管理实施办法》中明确载明，银行汇票的出票人为经中国人民银行批准办理银行汇票业务的银行，而商业汇票的出票人为银行以外的企业和其他组织。

商业汇票根据承兑主体的不同又分为商业承兑汇票和银行承兑汇票。商业承兑汇票简称“商票”，银行承兑汇票简称“银票”，商票的承兑人是企业，银票的承兑人是存款类金融机构。

票据市场通常所称的票据，主要是指商业汇票，也就是我们所说的狭义票据。在信用传导中起到重要助推作用的，也就是商业汇票。

图 1：广义票据与狭义票据

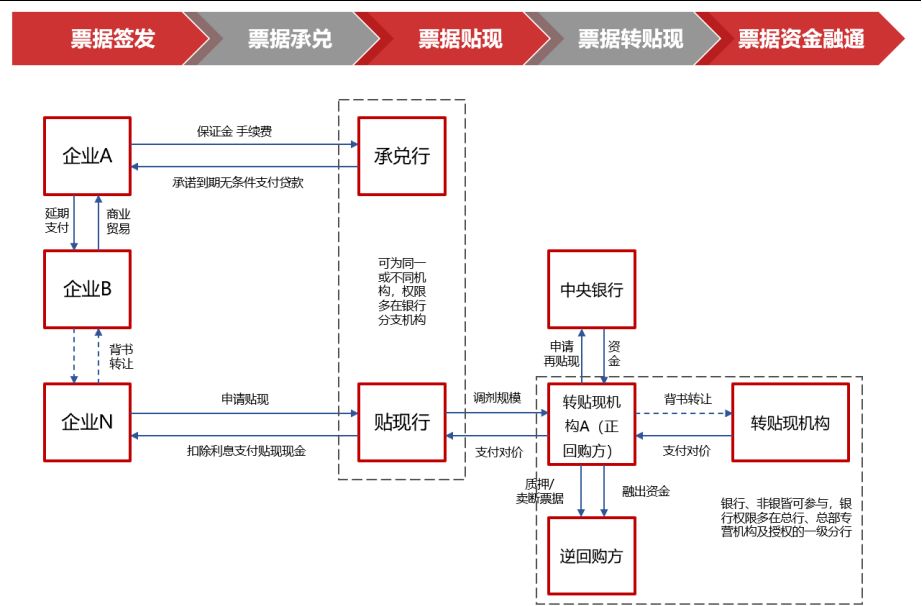


资料来源：《中华人民共和国票据法》，《票据管理实施办法》，光大证券研究所整理

票据的生命周期主要包括签发、背书、承兑、贴现、转贴现、再贴现和到期托收等环节。其中，承兑是指汇票付款人承诺在汇票到期日支付汇票金额的票据行为。贴现是指商业汇票的持票人在汇票到期日前，为了取得资金贴付一定利息将票据权利转让给金融机构的票据行为，是金融机构向持票人融通资金的一种方式。再贴现指金融机构为了取得资金，将未到期的已贴现商业汇票再以贴现方式向中国人民银行转让的票据行为，是中央银行的一种货币政策工具。

对于汇票而言，承兑人负有直接支付义务。票据法对于承兑的定义是“承兑是指汇票付款人承诺在汇票到期日支付汇票金额的票据行为”。所以，承兑人也就是委托付款人，负有“无条件支付”的义务。出票人承担“保证该汇票承兑和付款的责任”。所以，承担着直接支付业务的承兑人，是票据重要的信用主体之一。

图 2：商业汇票的生命周期

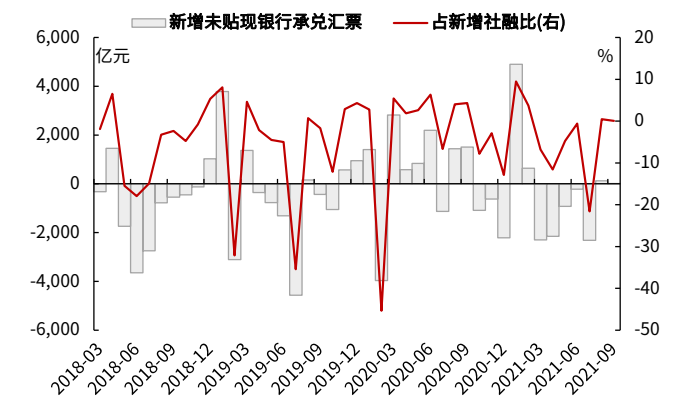


资料来源：《中华人民共和国票据法》，《票据管理实施办法》，光大证券研究所整理

在商业汇票的流转中，会被纳入信用扩张统计口径的主要包含承兑和贴现两个环节，分别对应着社融中的未贴现银行承兑汇票、信贷中的票据融资。从融资的角度,票据可以从表内与表外进行观测。在商业银行表内,票据贴现占用了银行的信贷额度,计入当期新增贷款,由央行统计并反映在每月金融机构本外币信贷收支中的票据融资项。在银行表外,主要体现在未贴现银行承兑汇票,指的是指企业签发的银行承兑汇票未到金融机构进行贴现融资的部分。未贴现票据是实体经济从金融体系获得的资金,因此也计入社会融资总额。

当商业汇票被签发后，如果被商业银行承兑，并且没有被拿去贴现，便会被计入社融中的表外融资分项，也就是未贴现银行承兑汇票中。可以看到，2018 年以来，当月新增未贴现银行承兑汇票波动幅度比较明显，多的时候可以达到 4902 亿元，少的时候可以达到-4562 亿元，对当月新增社融的影响幅度的绝对值最高可以达到 45%，影响程度较大。同时，我们会发现，当月新增未贴现银行承兑汇票具有明显的季节性特征，这一特性对我们预测当月新增会起到很大的帮助作用。

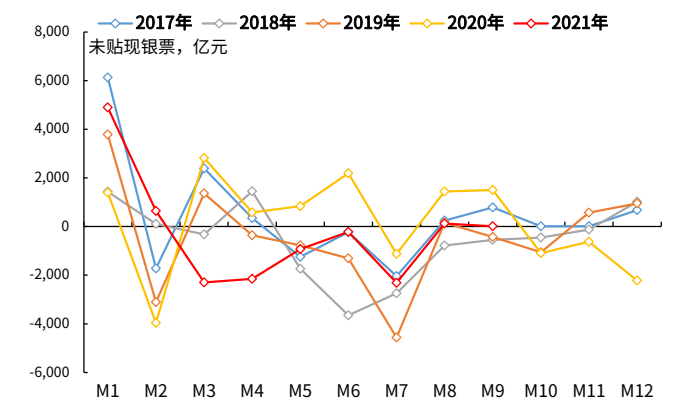
图 3：未贴现银行承兑汇票对新增社融的影响



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

图 4：新增未贴现银行承兑汇票具有明显的季节性特征

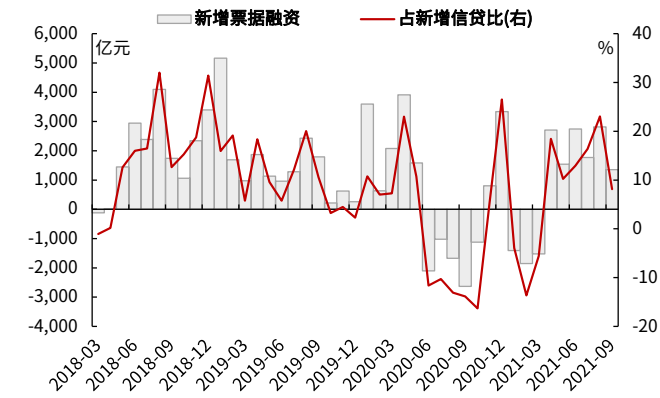


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

而当被商业银行承兑后商业汇票被银行贴现后，便会被计入新增人民币贷款中的票据融资分项之中。可以看到，2018年以来，当月新增票据融资波动幅度同样比较明显，多的时候可以达到5160亿元，少的时候可以达到-2104亿元，对当月新增信贷的影响幅度最高可以达到32%，影响程度较大。不同的是，与表外的新增未贴现银行承兑汇票相比，表内票据融资的季节性特征则没有那么明显。

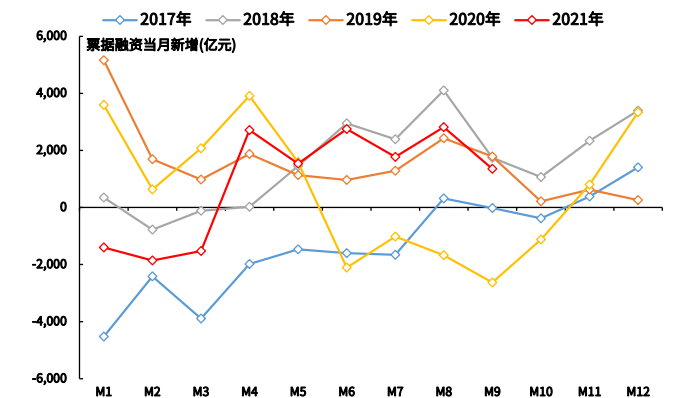
图5：票据融资对新增信贷的影响



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2021年9月

图6：票据融资的季节性特征并不明显

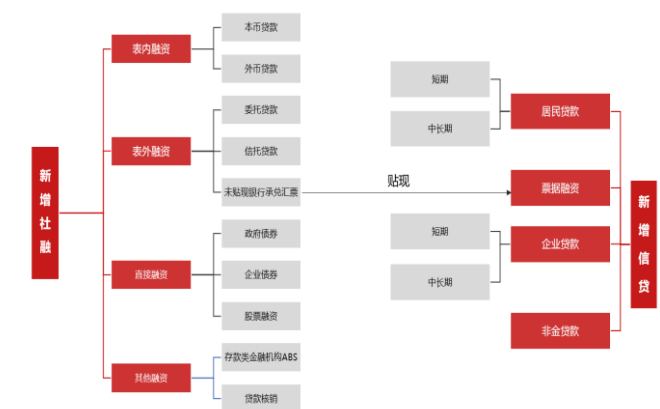


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2021年9月

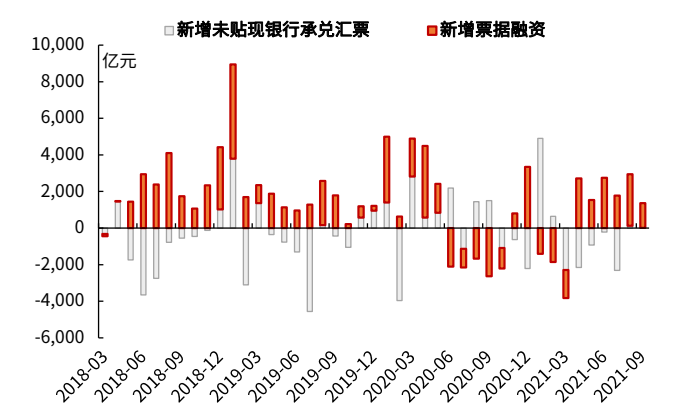
广义票据融资主要受商业汇票的银行承兑量影响，未贴现银行承兑汇票还受到商业银行收票意愿影响。我们可以将表外的未贴现银行承兑汇票看作一个蓄水池，银行承兑商业汇票是其进水口，银行贴现已被承兑过的商业汇票是其出水口。因而，广义票据融资情况在很大程度上取决于当期的票据承兑情况，而当期的未贴现银行承兑汇票新增情况，同时还要取决于当期的票据贴现情况。

图7：未贴现银行承兑汇票与票据融资的关系



资料来源：光大证券研究所整理

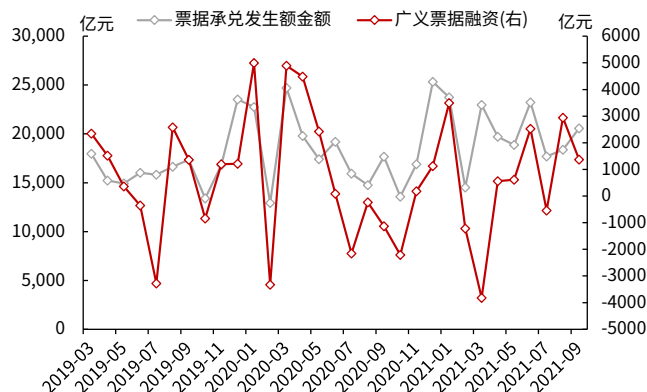
图8：未贴现银行承兑汇票与票据融资构成广义票据融资



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2021年9月

图 9：广义票据融资在很大程度上取决于票据承兑量



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

图 10：未贴现银行承兑汇票很大程度上取决于票据承兑贴现量



资料来源：Wind，光大证券研究所

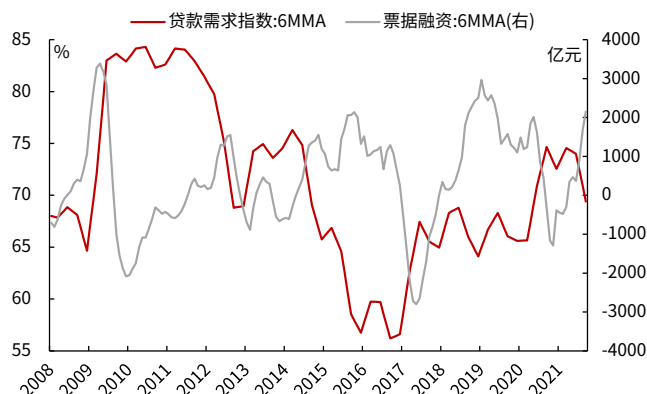
数据截至 2021 年 9 月

1.2 票据融资所蕴含的经济信号

由于表外票据融资更多地反映了实体企业的融资需求，因而，表外票据融资对于经济景气度具有明显的正相关指示意义。而表内票据融资由于更多的被商业银行用来调节信贷规模，因而，表内票据融资多对经济景气度具有负相关指示意义。

从银行端来看，表内票据融资可以用来调节信贷规模。由于商业银行票据贴现会被纳入贷款统计，而且一般出票人会交纳一定金额的保证金且承兑人享有追索权，可以满足银行的流动性和风险管理需求。因而，当实体经济信贷需求不足，而且银行风险偏好较低时，票据融资便可用来调节信贷规模。也就是说，当银行信贷额度充足而企业信贷需求不足时，银行可以通过票据贴现，扩充信贷规模并获取贴现收入；当信贷额度紧张时，再把票据通过转贴现转出，一般贷款发放的额度又可以扩大。我们可以看到，新增票据融资与贷款需求指数和对公中长期贷款均呈现负相关关系。

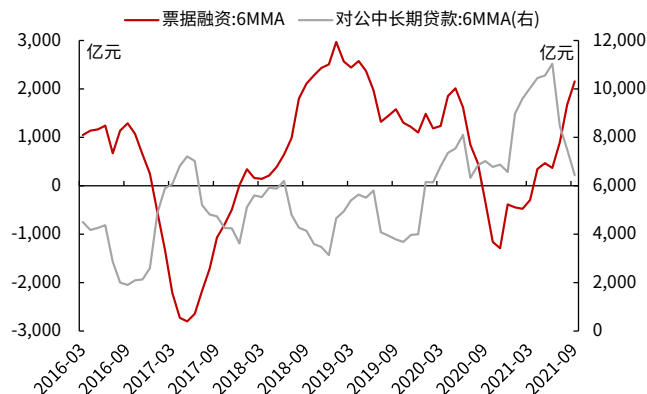
图 11：票据融资趋势上与贷款需求指数呈负相关关系



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

图 12：票据融资与对公中长期贷款呈现负相关关系



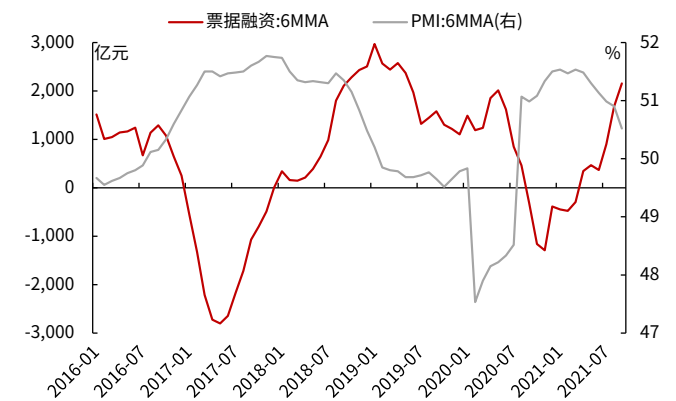
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

银行可以借由票据融资调节信贷的这个特性，赋予了表内票据融资对于经济景气度的负相关指示意义。由于信贷等融资指标是经济的先行指标，而在对经济预期下行的阶段，实体企业的借贷需求本身就会有所下降，而在此时，商业银行无论是出于监管信贷考核冲量，还是风险偏好降低的需求，均有动力通过增加未贴现银行承兑汇票的贴现来达成信贷投放目标。因而，在表内票据融资趋势上行的阶段，我们一般可以看到，经济景气程度的下行。

在多数时候，表内票据融资对于经济景气程度具有领先指示意义。这一点，我们可以通过表内票据融资与制造业 PMI 和中国企业经营状况指数，予以检验。

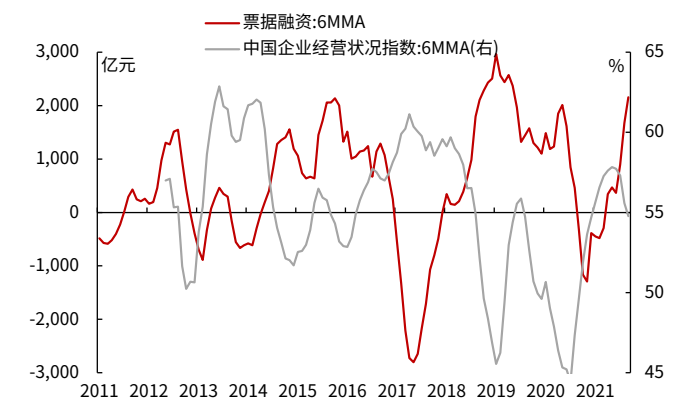
图 13：表内票据融资对制造业 PMI 具有负相关指示意义



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

图 14：表内票据融资对企业经营状况指数具有负相关指示意义



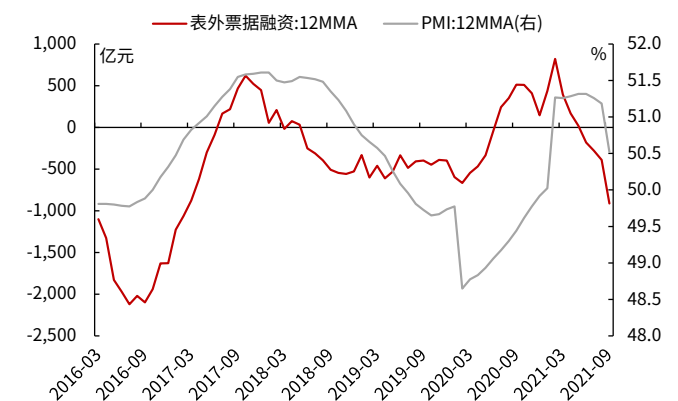
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

从企业端来看，广义票据融资主要为中小企业补充短期现金流。由于票据因交换和贸易而生，主要为企业提供资金支持。在信用关系的变化和信用制度的变迁过程中，票据的功能作用不断调整变化，发展出汇兑、支付、结算、融资等功能。目前，票据最常被运用于满足企业补充流动性的需要，如补充营运资金、偿还到期负债或结算等，和企业部门的现金流关联密切。此外，票据服务的主要对象是中小企业。相比大型企业，我国中小企业更缺乏多渠道的融资方式，而票据融资门槛低、灵活性强，能有效满足所需的资金支持。

表外票据融资对于经济景气度具有明显的正相关指示意义。正是由于广义票据融资主要为中小企业补充短期现金流，而表内票据融资又受到商业银行信贷投放倾向的影响。因而，表外票据融资，也就是未贴现银行承兑汇票，在很大程度上反映了实体企业，尤其是中小企业的融资需求。从而，未贴现银行承兑汇票对于经济景气程度具有明显正相关性的领先指示意义。这一点，我们可以通过未贴现银行承兑汇票与制造业 PMI 和中国企业经营状况指数，予以检验。

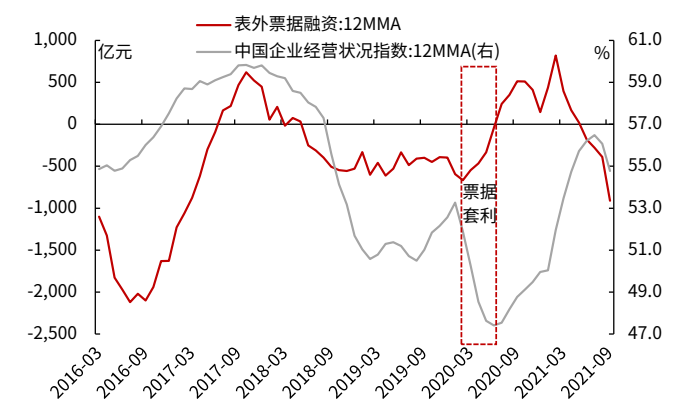
图 15：表外票据融资对制造业 PMI 具有正相关指示意义



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

图 16：表外票据融资对企业经营状况指数具有正相关指示意义

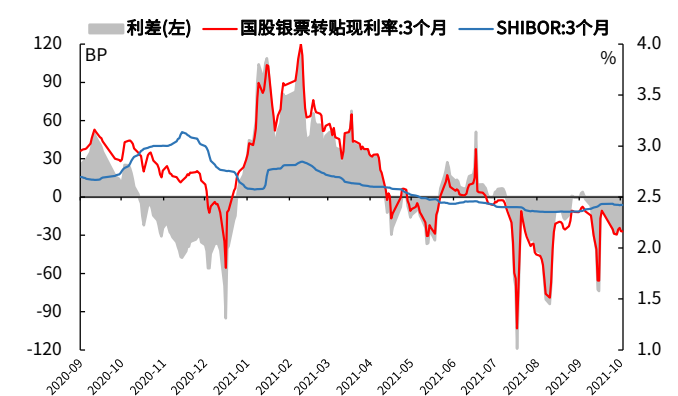


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

除此之外，由于票据贴现利率比较容易受到资金利率的影响，相对普通贷款利率的变动也就更加灵敏。在这种情况下，当票据贴现利率明显低于普通贷款利率时，实体企业也就会更加有动力通过票据承兑与贴现获得融资。这一情况的极端反映便是 2020 年上半年的票据套利。

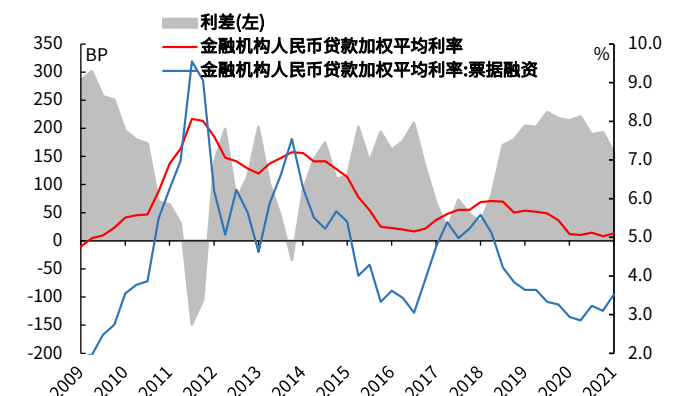
图 17：票据融资利率较易受到资金利率的影响



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月 15 日

图 18：票据融资相对普通贷款利率的波动更加明显



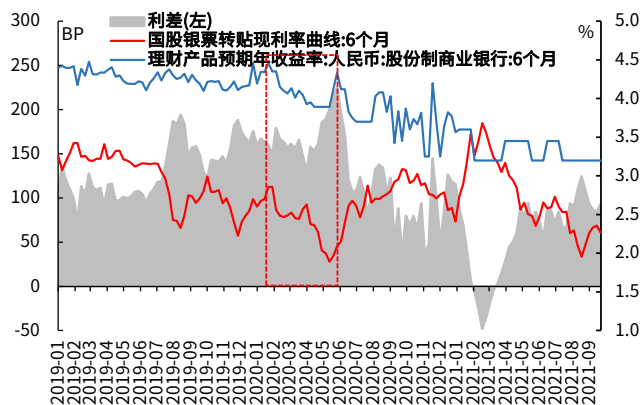
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

2020 年初，在新冠肺炎疫情突如其来冲击下，人民银行连续三次下调政策利率合计 30BP，并全面降低准备金率 50BP，较为宽松的银行间市场流动性带动资金利率一路下行。伴随着资金利率的下行，票据贴现利率也一路下行，在这种情况下，理财产品的预期收益率与票据贴现利率之间的利差持续走阔。

在巨大套利空间的诱惑下，有企业通过虚假贸易凭证进行票据贴现套现，进而购买银行理财产品进行套利。我们可以看到，2020 年上半年，中小行企业结构性存款和票据融资量相对较高。

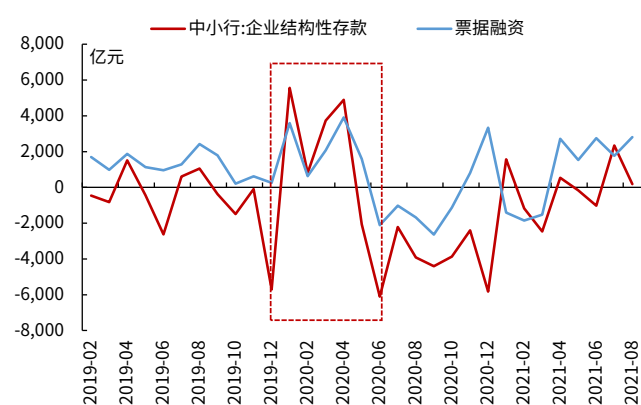
图 19：理财预期收益率与票据贴现利差走阔带来套利空间



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月 30 日

图 20：票据融资相对普通贷款利率的波动更加明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月

1.3 票据融资四季度继续冲量空间有限

从政策端来看，国务院、人民银行等政策层接连指导商业银行加大信贷投放力度。

8月23日，易纲行长在金融机构货币信贷形势分析座谈会上表示，“要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性”。

10月15日，人民银行召开三季度金融统计数据新闻发布会表示，“部分金融机构对于30家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解……针对这些情况，人民银行、银保监会已于9月底召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展”，以及“抓紧推动新增三千亿支小再贷款政策落实落地”。

在政策层的多次指导下，我们预计四季度商业银行将会加大信贷投放力度，表内票据融资冲量的高点或出现在四季度，企稳后开启下行趋势。

表 1：政策层面接连释放信号引导商业银行加大信贷投放

时间	事件	具体内容
2021-10-15	2021年第三季度金融统计数据新闻发布会	部分金融机构对于30家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解……针对这些情况，人民银行、银保监会已于9月底召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展……抓紧推动新增三千亿支小再贷款政策落实落地。
2021-09-29	人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会	会议要求，金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。
2021-09-24	中国人民银行货币政策委员会2021年第三季度例会	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。
2021-09-09	人民银行新增3000亿元支小再贷款额度	人民银行新增3000亿元支小再贷款额度，在今年剩余4个月之内以优惠利率发放给符合条件的地方法人银行，支持其增加小微企业和个体工商户贷款，要求贷款平均利率在5.5%左右，引导降低小微企业融资成本。3000亿元支小再贷款采取“先贷后借”模式发放，地方法人银行先发放小微企业和个体工商户贷款，

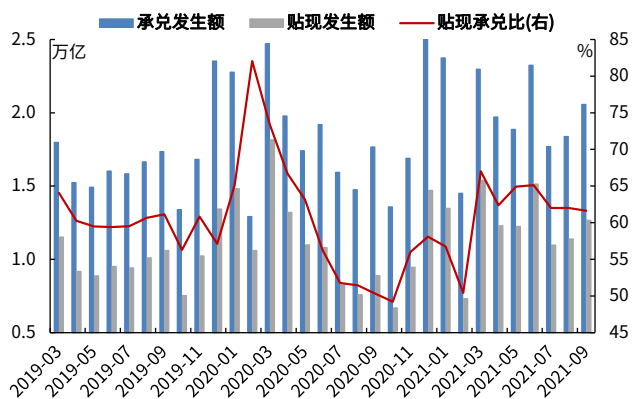
之后等额申请支小再贷款，以确保再贷款政策的精准和直达作用。

2021-09-07	国务院政策例行吹风会	第一，新增 3000 亿元支小再贷款额度，在今年剩余的 4 个月，也就是 9 月-12 月之内发放。第二，加大普惠小微信用贷款支持政策的实施力度。第三，金融机构和政府之间合作，发挥好地方政府融资担保机构作用。第五，强化中小微企业金融服务能力建设，包括商业银行内部资源配置、绩效考核、风险评估、尽职免责以及对金融科技的使用等。
2021-09-01	国务院常务会议	今年再新增 3000 亿元支小再贷款额度，支持地方法人银行向小微企业和个体工商户发放贷款。完善受疫情影响严重行业企业贷款贴息及奖补政策。推动银行更多发放普惠小微信用贷款。建立国家融资担保基金风险补偿机制，支持担保机构为缺乏抵押物和信用记录的小微企业提供担保。
2020-08-23	金融机构货币信贷形势分析座谈会	要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。要继续推进银行资本补充工作，提高银行信贷投放能力。

资料来源：中国新闻网，新华社，人民银行，光大证券研究所整理

从银行端来看，票据融资利率与负债端利率的利差已走阔至历史高位。从银行资产配置的角度来看，3 个月国股银票转贴现利率与 SHIBOR 利率的利差，已于三季度走扩至-119BP 的历史高位；而 1 年期国股银票转贴现利率与国有股同业存单利差，也已经走阔至-50BP 的历史高位。在一定程度上表明，资产端与负债端利差或已接近商业银行所能承受的亏损容忍线，继续冲高表内票据融资，借以完成信贷考核额度的意愿或有所收敛。

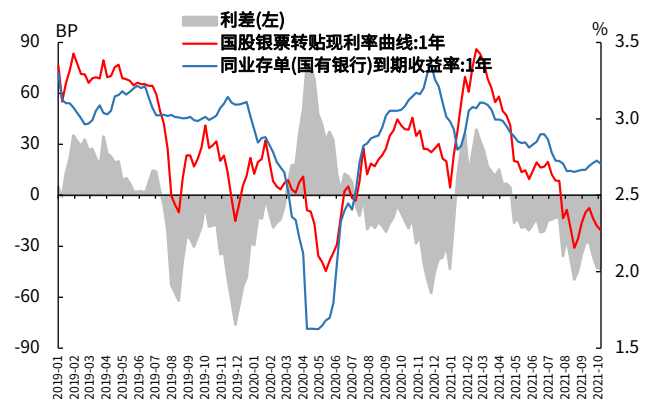
图 21：票据贴现承兑比已呈现趋势性下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 9 月

图 22：银行负债端成本已与资产端成本倒挂



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月 15 日

表内票据融资高点或出现在今年四季度，同时考虑到四季度社融增速也将企稳，根据它们对经济活动的领先关系，预计明年上半年经济增速或将企稳回升。基于以上对于政策端和银行端的考量，我们预计，表内票据融资冲量的高点或出现在四季度，随后开始趋势性下行。而表内票据融资和社融增速，一般对实体经济活跃度具有两个季度左右的领先关系。因而，我们预计明年上半年，实体经济数据或将呈现企稳回升。

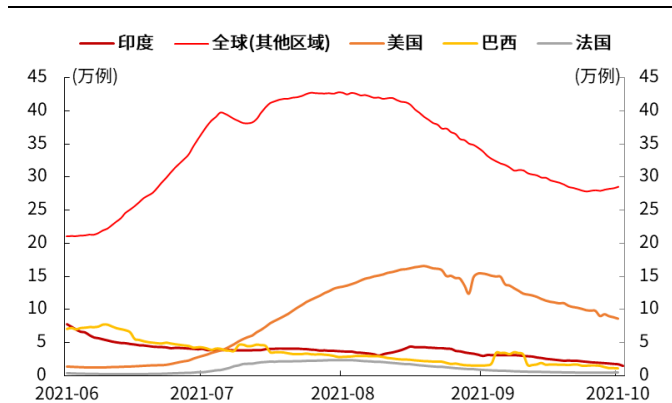
二、海外观察

2.1 海外疫情：美国新增确诊有所下降，疫苗接种推进

美国新增确诊有所下降。本周印度日均新增确诊约为 1.80 万例，新增确诊略有减少；本周美国日均新增确诊 8.94 万例，日均新增有所下降；本周法国日均新增确诊 0.44 万例，日均新增确诊小幅减少；本周全球其他地区日均新增确诊 28.24 万例，日均新增确诊略有上行。

全球主要国家疫苗接种持续推进。截至 10 月 13 日，美国每百人新冠疫苗接种量为 120.23 剂，英国每百人新冠疫苗接种量为 138.54 剂，中国每百人新冠疫苗接种量为 154.10 剂，印度每百人新冠疫苗接种量为 69.32 剂。

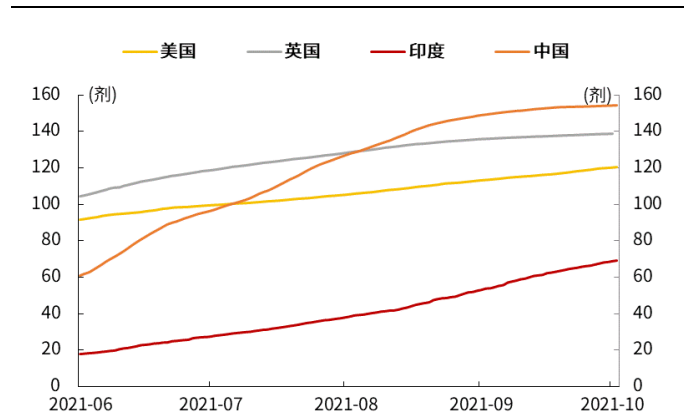
图 23：美国新增确诊有所下降（7 天移动平均）



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为 7 日移动平均新增确诊，数据截至 2021 年 10 月 15 日

图 24：疫苗接种比例持续上升



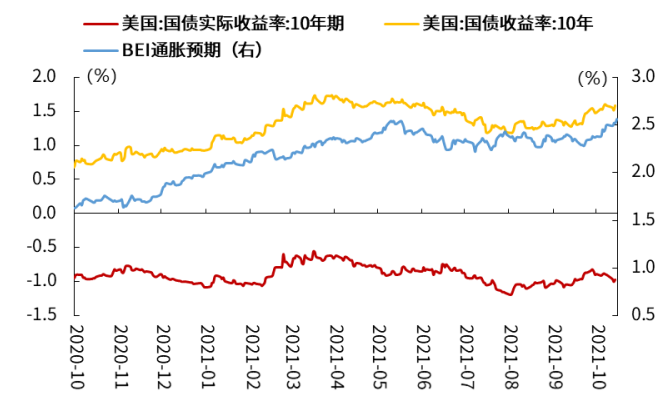
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为每百人新冠疫苗接种量，数据截至 2021 年 10 月 13 日

2.2 金融与流动性数据：美债收益率下行，通胀预期上升

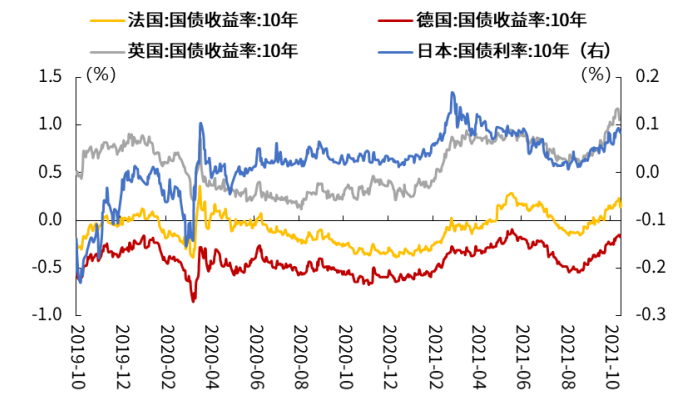
美国 10 年期国债收益率较上周下行，通胀预期略有上升。10 月 15 日，美国 10 年期国债收益率收于 1.59%，较上周下行 2bp，英国 10 年期国债下行 10 个 bp 至 1.05%，法国 10 年期国债收益率下行 1 个 bp 至 0.18%，德国 10 年期国债上行 1 个 bp 至 -0.17%。美国 10 年期国债隐含的通胀预期较上周上行 6 个 bp，实际收益率低于上周。

图 25：美国 10 年期国债收益率较上周下行



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

图 26：英、法 10 年期国债收益率下行，德国上行，日本持平



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

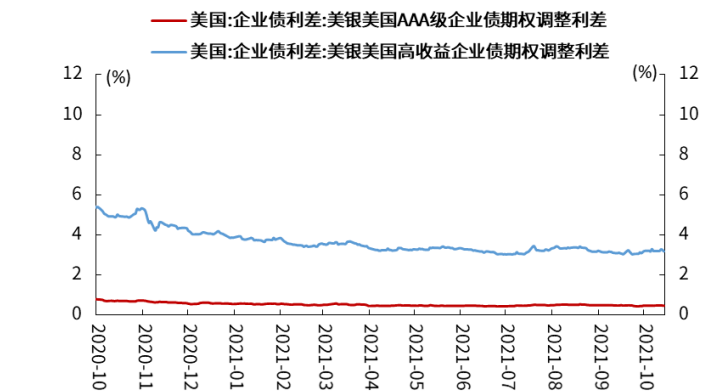
美国 10 年期和 2 年期国债利率期限利差震荡下行。本周美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行，最终收于 1.18%，较上周下行 8 个 bp。美国 AAA 级企业期权调整利差较上周下行 1 个 bp，为 0.47%，美国高收益债期权调整利差下行 2 个 bp 至 3.18%。

图 27：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡下行 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

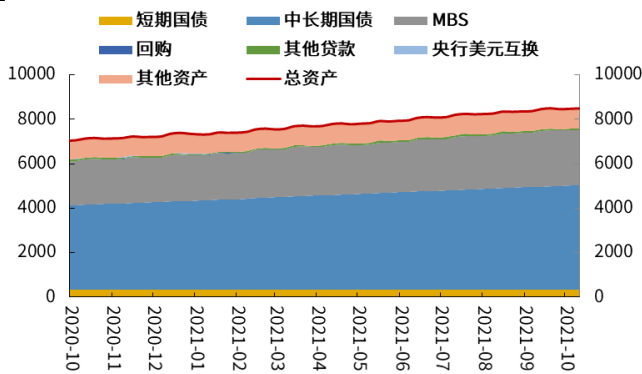
图 28：美国投资级企业债利差略有下行 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

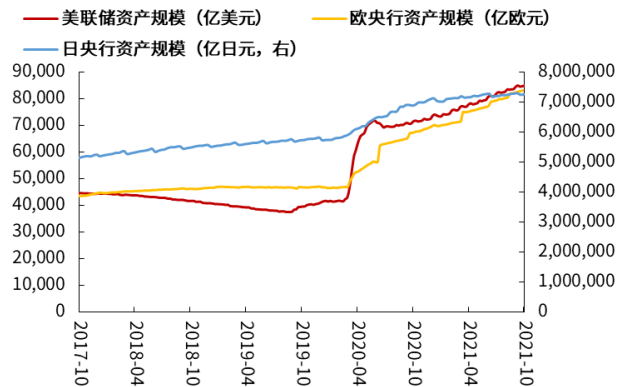
美联储资产规模增加，欧、日央行资产规模均上升。美联储资产规模（10 月 13 日）较 10 月 6 日增加 169 亿美元至 84809.42 亿美元，环比上升 0.20%；欧央行资产规模（10 月 8 日）较 10 月 1 日增加 251.37 亿欧元至 83142.85 亿欧元，环比上涨 0.30%；日本央行资产规模（10 月 10 日）较 9 月 30 日增加 1.03 万亿日元至 724.76 万亿日元，环比上涨 0.14%。

图 29：美联储资产规模略有上升（十亿美元）



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至2021年10月15日）

图 30：美联储资产规模增加，欧、日央行资产规模均上升



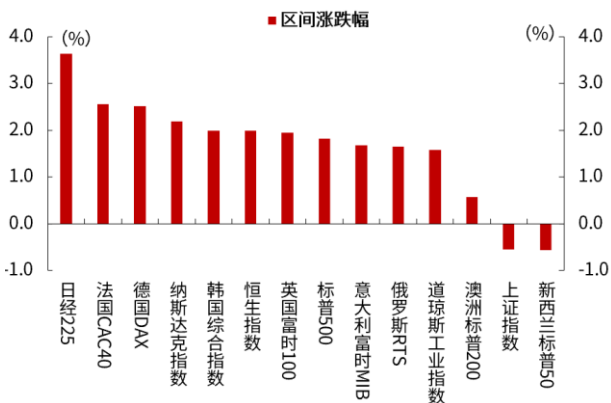
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至2021年10月15日）

2.3 全球市场：全球股市普遍上涨，大宗商品涨多跌少

全球股市普遍上涨，大宗商品涨多跌少。本周（10月11日至10月15日）美国股指全线上涨，纳斯达克指数、标普500和道琼斯工业指数分别录得2.18%、1.82%及1.58%。欧洲股市全面上行，意大利富时MIB、德国DAX、法国CAC40 100分别上行1.68%、2.51%、2.55%，英国富时上涨1.95%。亚洲股市涨多跌少，日经225上涨3.64%，韩国综合指数上涨1.99%，上证指数下跌0.55%。

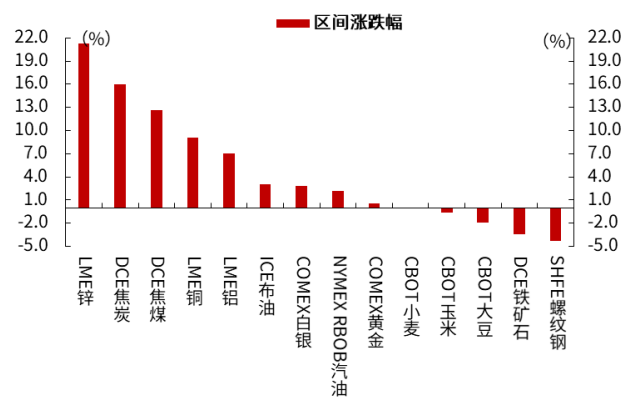
大宗商品价格方面，工业品价格涨多跌少。工业品涨多跌少，LME铝上涨7.05%，ICE布油上涨3.07%，LME铜上涨9.12%，DCE铁矿石下跌3.40%，SHFE螺纹钢下跌4.34%，DCE焦炭上涨16.04%，LME锌上涨21.23%。贵金属普遍上涨，COMEX白银上涨2.84%，COMEX黄金上涨0.61%。农产品整体下跌，CBOT大豆下跌1.97%，CBOT小麦下跌0.07%，CBOT玉米下跌0.66%。

图 31：全球股市普遍上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所（10月11日至10月15日）

图 32：大宗商品价格涨多跌少



资料来源：Wind，光大证券研究所（10月11日至10月15日）

2.4 央行观察：美联储公布 9 月 FOMC 会议纪要

美联储巴尔金称前财长萨默斯“觉醒”说是无稽之谈，关注就业为职责范围。10月15日，美联储里士满联储主席巴尔金指出，前财政部长萨默斯说美联储“觉醒”，过度关注社会问题，是对美联储的错误描述。美联储专注于充分就业的职责以及如何在参与率较低的地区增加劳动力。巴尔金表示，“我们非常关注我们的小城镇，那里的人口就业率比其他地方低约10至11个百分点；我们专注于我们的旧城区，那里有同样的问题。通胀有所增加，有些扩大到其他领域。我确实认为通胀方面存在风险。”

美国前财长萨默斯批评美联储可能导致通胀失控。10月13日周三，萨默斯在花旗线上投资会议上表示，美联储的传统是在出现端倪时及时控制局面。但这次经济复苏迹象显现时，美联储尚未取消货币刺激政策。直到经济好转情况确定，几乎每个人都如此认为时，美联储才会采取行动。萨默斯称，劳动力短缺创纪录，住房通胀高达20%，石油和汽油价格为八年来最高水平，以及政府继续进行财政刺激计划，都将导致高昂的通胀代价。在这些情况下，美联储继续通过购买债券进行大规模货币扩张，这是非理性的做法，冒了极大的风险。他表示，由于目前通胀远高于美联储2%的目标，且央行在一年半内没有谈论加息。同时也没有采取措施来遏制通胀，通胀问题很有可能失控且难以解决。

美联储公布 9 月 FOMC 货币政策会议纪要文件。美东时间10月13日公布的会议纪要显示，今年9月22日结束的美联储最近一次货币政策会议上，与会联储官员表达了可能如何减慢当前QE购债速度的观点，特别评价了联储工作人员设计的演示性缩减购债路径。其中明确提到：“演示性的Taper路径是为了简化对外沟通而设计，它将带来净购买资产速度的逐步下降。若今年晚些时候启动，将导致美联储明年年中左右结束购买（资产）。该路径的特色是，每月减少购买资产，其中美国国债减少100亿美元，机构MBS减少50亿美元。”

G20 财长支持修改企业税率，承诺支持复苏并密切关注通胀。20国集团(G20)财金领导人对修改企业税率的全球协议表示支持，并承诺避免过早撤走财政支持，同时密切关注通胀。20国集团财长和央行总裁还在华盛顿会议后发布的公报中呼吁国际货币基金组织(IMF)建立一个新的信托基金，将新分配的6,500亿美元特别提款权部分转借给更多较贫穷和较脆弱的国家。

表 2：美欧日央行官员表态

时间	会议/官员	主要表态
2021 年 10 月 15 日	费城联储主席 哈克	1. 预计在 2022 年底或 2023 年初之前不会加息，除非通胀形势发生显著变化；预计美国 2021 年 GDP 增速将达到 5.5%左右，2022 年将达到 3.5%左右； 2. 美联储将很快开始缩减每月的资产购买规模，预计 2021 年的通货膨胀率将达到 4%，明年将降至“略高于”2%。
2021 年 10 月 15 日	里士满联储主席 巴尔金	1. 企业的问题不在于物价是否会在 2022 年进一步提升，而是 2022 年能否保持与 2021 年同等的提价幅度；目前的需求异常强劲，如果退出刺激措施，需求是否会崩溃这一点并不明朗； 2. 越来越多工人逐渐回到劳动市场；愿意耐心观察工人返回劳动市场的意愿；通胀预期在企业定价中发挥着非常真实的作用；希望缩债能在通胀预期设定过程中起积极作用；当前通胀走高是由于供应困境，而非政策因素； 3. 提高美联储的通胀目标毫无意义；如今的通货膨胀似乎拥有更广泛的基础；在存在通胀风险下讨论美联储逐渐缩债是明智的； 4. 美联储已经提前给出了缩债政策的警告；关于通胀是否会持续，还有很多需要研究的地

			方；随着新冠疫情有望缓解，关于经济何时满足加息条件的答案将变得更加清晰。
美联储	2021 年 10 月 15 日	纽约联储执行副行长 Logan	延迟偿还美国债务可能会对金融系统造成重大影响，也可能损害经济复苏。
	2021 年 10 月 14 日	美联储布拉德	1. 德尔塔变异毒株可能导致第三季度经济放缓，预计德尔塔毒株将推迟今年第四季度和 2022 年的经济增长，但德尔塔毒株对美国的影响并不是那么让人感到担忧； 2. 美国劳动力市场非常紧张，工人很难找到； 3. 通胀虽然有一定的可能性会在未来六个月消散，但央行不能指望这种情况会发生。
	2021 年 10 月 14 日	美联储理事 鲍曼	1. 供应方面的价格压力可能具有持续更长时间的风险，长期通胀预期相对稳定； 2. 担忧债券购买可能加剧估值压力，支持美联储最早在 11 月份会议上开始缩债； 3. 近期坊间报告显示，更高的工资并没有缓解招聘问题； 4. 经济封锁已经产生了持久的影响，预计就业不会很快恢复到疫情前的水平； 5. 美联储应该密切关注房价急剧上涨的风险；将支持在 2022 年年中结束资产购买。
	2021 年 10 月 13 日	亚特兰大联储主席 博斯蒂克	1. 我仍然认为，FOMC 将在利率政策方面奉行“长期性地处于更低水平”的方案；在我看来，美联储还需超过一年的时间，才会开始加息；Taper（减码 QE）不会妨碍到经济复苏势头；复苏的速度将与劳动力参与率挂钩，儿童保育问题妨碍到劳动力参与率； 2. 美国尚未实现充分就业，劳动力市场还有改善空间； 3. 住房市场不至于在短期内构成重大的稳定性风险。
	2021 年 10 月 12 日	美联储副主席 克拉里达	1. Taper 并非关于 FOMC 后续加息时间节点的暗示信号，形势可能很快就会保障美联储调整债券购买速度； 2. 美国通胀风险偏上行，通胀飙升“很大程度上是暂时性的”，基础通胀接近美联储 2% 的通胀目标； 3. 经济料将继续走强，但新冠肺炎德尔塔变异毒株影响到三季度的经济活动。
欧洲央行	2021 年 10 月 15 日	欧洲央行管委 Wunsch	1. 通胀飙升从性质上看是暂时性的，通胀的第二轮效应有不确定性，经济正在朝着正确的方向前进，需要保持耐心。 2. 我们在采取刺激政策方面非常灵活，我们仍处于经济复苏过程中； 3. 我们可以承受第二轮（通胀）的影响。
	2021 年 10 月 15 日	欧洲央行管委 Villeroy	1. 物价压力基本上是暂时的，全球经济不会出现滞胀； 2. 欧洲央行的工具箱在面临压力时需要灵活性。
	2021 年 10 月 14 日	欧洲央行行长 拉加德	1. 关键的政策支持不会过早退出； 2. 经济复苏阶段日益推进，欧元区增长前景面临的风险大致平衡； 3. 到目前为止还没有发现第二轮通胀影响。
	2021 年 10 月 12 日	欧洲央行管委 Villeroy	1. 几乎很少看到工资和物价螺旋上升的迹象； 2. 紧急抗疫购债计划（PEPP）可能将于明年 3 月结束，结束 PEPP 计划并不意味着结束宽松的货币政策，欧洲央行应该在政策工具箱中保留 PEPP 计划的一些灵活性； 3. 量化宽松可能更多地得益于灵活性，而不是更快的步伐。
	2021 年 10 月 11 日	欧洲央行首席经济学家 Lane	1. 通胀上升不会改变中期经济前景； 2. 欧洲央行缩减购债规模的讨论应该是重新调整利率的讨论； 3. 欧洲央行处于重新调整模式，缩债条件远未达到。
日本央行	2021 年 10 月 15 日	日本央行副行长 雨宫正佳	1. 日本经济正在复苏，这已成趋势，随着疫情影响缓解，经济复苏会变得更加明确； 2. 将继续支持企业融资，需要密切关注供应链方面的限制因素。
	2021 年 10 月 14 日	日本央行委员 野口旭	1. 如果新冠疫情消退，相关疫情（刺激）措施将逐步结束；在收紧疫情措施时必须非常小心谨慎，日本央行突然结束疫情支持措施可能导致经济休克； 2. 如果大宗商品价格持续上涨，可能会损害利润，但如果工资也在增长，商品价格上涨就不是问题。

资料来源：Wind、华尔街见闻、路透，光大证券研究所整理

2.5 海外政策：美国政府借债上限提高至 28.9 万亿美元

美国政府借债上限提高至 28.9 万亿美元。当地时间 10 月 14 日，美国总统拜登签署短期调高债务上限法案，该法案将美国政府借债上限暂时提高了 4800 亿美元，提高至 28.9 万亿美元。该法案将帮助美国政府避免债务违约直至今年 12 月。届时，美国国会两党必须再次就该问题达成一致，否则政府将继续面临债务违约问题。

耶伦呼吁采取“强有力的行动”以提高 IMF 和世界银行数据完整性。在世界银行发生数据操纵丑闻后，10 月 14 日，美国财政部长耶伦呼吁国际金融机构采

取“强有力的行动”，保护数据的完整性并防止不当行为。耶伦在向国际货币基金组织(IMF)指导委员会发表的声明中，还呼吁国际金融机构加强其内部系统对举报人的保护。她表示，美国将密切关注事态的发展，并评估任何新的事实和发现。

国际货币基金组织下调全球经济增长预期。10月12日，国际货币基金组织(IMF)发布《全球经济展望报告》。报告中将今年全球经济增长预期小幅下调0.1个百分点至5.9%，维持2022年全球经济增长预期4.9%不变。IMF预计2021年中国经济增速有望达到8%，较7月预测值小幅下调0.1个百分点；此外，受供应链紊乱影响，短期内发达经济体复苏增速受阻，IMF预计2021年美国经济增长为6%，较前预测值大幅下调1个百分点。

世界银行警告低收入国家2020年债务激增。10月11日，世界银行警告受新冠肺炎疫情影响，世界低收入国家2020年的债务负担激增12%，达到创纪录的8600亿美元，并呼吁采取紧急行动降低债务水平。世界银行行长戴维·马尔帕斯对记者说，世行的《2022年国际债务统计报告》显示，2020年中低收入国家的外债总额上升了5.3%，达到8.7万亿美元，影响到全球各地众多国家；他还敦促采取全方位行动，帮助这些国家达到更可持续的债务水平。马尔帕斯在新报告发布的同时发表声明表示：“我们需要对债务问题采取全方位行动，包括减免债务、加快重组和提高透明度。”他说，全球有一半的最贫困国家面临着外债危机或很高的外债危机风险，为了帮助各国实现经济复苏并降低贫困，债务需要达到可持续的水平。

表3：美国经济热力图

指标	单位	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10
增长	GDP不变价	环比折年率 % 季调		33.80			4.50			6.30			6.50	7.50	8.50	9.50	10.50
	失业率	% 季调	10.20	8.40	7.80	6.90	6.70	6.30	6.20	6.00	6.10	5.80	5.90	5.40	5.20	4.80	
就业	新增非农就业	千人 季调	1726.00	1583.00	716.00	680.00	264.00	-306.00	233.00	536.00	785.00	269.00	614.00	962.00	1091.00	366.00	194.00
	ADP就业人数	千人 季调	231.90	465.76	821.06	421.87	301.56	-75.50	196.33	179.64	519.13	621.92	882.01	741.37	321.53	339.65	568.10
	平均时薪	美元 季调	29.37	29.47	29.50	29.52	29.61	29.91	29.92	30.00	29.97	30.17	30.31	30.44	30.55	30.66	30.85
	个人实际可支配收入	折年数 环比 % 季调	0.59	-3.70	0.58	-0.48	-1.30	0.18	10.36	-8.48	22.97	-15.78	-3.13	-0.52	0.73	-0.30	
消费	零售和食品服务销售额	环比 % 季调	1.39	0.84	2.02	0.22	-1.36	-1.22	7.56	-2.86	11.28	0.90	-1.37	0.85	-1.62	0.91	
	个人实际消费支出	环比 % 季调	1.44	0.69	1.32	0.41	-0.55	-0.92	2.94	-1.33	4.57	0.46	-0.50	0.59	-0.46	0.42	
	工业总产值	环比 % 季调	7.20	0.24	-0.82	0.85	0.21	1.47	1.08	-3.33	2.59	-0.69	0.61	-0.20	1.85	0.79	
制造业	耐用品新增订单	环比 % 季调	11.78	0.44	2.08	1.81	1.30	1.25	3.60	-4.27	1.30	-0.73	3.18	0.84	0.46	1.83	
	耐用品除国防外新增订单	环比 % 季调	10.49	1.00	3.79	0.81	1.33	1.47	2.45	-4.27	2.28	0.50	2.82	0.99	-0.48	2.38	
	耐用品除运输外新增订单	环比 % 季调	3.28	1.09	1.52	1.95	0.99	1.77	1.74	-1.26	3.26	1.73	0.55	0.61	0.83	0.23	
	存货出货比	% 季调	1.72	1.72	1.72	1.69	1.70	1.66	1.74	1.81	1.78	1.79	1.80	1.79	1.77	1.79	
房地产	营建许可	折年数 环比 %	18.98	-1.30	4.40	0.38	6.33	3.66	7.11	-8.34	1.68	-1.25	-2.89	-5.29	2.26	5.58	
	新屋开工	折年数 环比 % 季调	17.60	-8.08	5.23	4.56	2.44	7.09	-2.17	-10.95	19.21	-12.23	5.28	3.95	-6.22	3.93	
	新屋销售	环比 % 季调	15.85	0.51	-0.61	-0.21	-10.73	9.02	5.30	-17.12	6.08	-8.82	-7.91	-6.55	6.42	1.51	
	标准普尔/CS房价指数	同比 %	4.18	5.39	6.71	8.08	9.20	10.17	11.19	12.10	13.52	15.18	17.22	19.14	19.95		
对外部门	出口金额	同比 % 季调	-19.18	-17.19	-14.71	-13.05	-11.71	-9.06	-5.21	-7.02	9.32	37.83	42.87	32.29	24.45	22.64	
	进口金额	同比 % 季调	-11.39	-8.76	-6.36	-2.56	0.86	0.54	3.81	4.93	18.13	34.71	37.93	35.24	22.17	20.57	
	贸易差额	同比 % 季调	-21.59	-26.48	-29.76	-49.06	-65.80	-44.87	-44.54	-63.74	-53.15	-25.87	-24.81	-44.51	-15.74	-14.94	
财政	财政赤字(盈余为负)	亿美元	629.92	2000.12	1246.11	2840.71	1452.66	1435.62	1628.32	3109.22	6596.03	2255.79	1319.53	1741.61	3020.50	1706.35	
通胀	CPI	同比 %	1.00	1.30	1.40	1.20	1.20	1.40	1.40	1.70	2.60	4.20	5.00	5.40	5.30	5.40	
	核心CPI	同比 %	1.60	1.70	1.70	1.60	1.60	1.60	1.40	1.30	1.60	3.00	3.80	4.50	4.30	4.00	4.00
	PCE	同比 %	1.04	1.30	1.38	1.17	1.11	1.29	1.41	1.63	2.45	3.58	3.97	4.03	4.16	4.26	
	核心PCE	同比 %	1.30	1.50	1.57	1.42	1.38	1.48	1.51	1.49	1.97	3.08	3.46	3.59	3.60	3.62	
景气指标	ISM制造业PMI		54.20	56.00	55.40	59.30	57.50	60.50	58.70	60.80	64.70	60.70	61.20	60.60	59.50	59.90	61.10
	ISM非制造业PMI		58.10	56.90	57.80	56.60	55.90	57.70	58.70	55.30	63.70	62.70	64.00	60.10	64.10	61.70	61.90
	Markit制造业PMI	季调	50.90	53.10	53.20	53.40	56.70	57.10	59.20	58.60	59.10	60.50	62.10	62.10	63.40	61.10	60.70
	密歇根大学消费者信心指数		72.50	74.10	80.40	81.80	76.90	80.70	79.00	76.80	84.90	88.30	82.90	85.50	81.20	70.30	72.80

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 4：欧元区经济热力图

指标	单位	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
增长	GDP不变价 环比折年率% 季调	-39.10			60.90			-1.70			-1.10		9.20				
消费	零售销售 环比% 季调	5.20	-0.60	3.60	-1.30	1.30	-4.90	1.90	-5.00	4.40	4.10	-3.60	4.20	1.90	-2.60	0.30	
工业	工业产出 环比% 季调	9.50	4.10	1.00	0.20	2.60	1.90	0.00	1.20	-1.30	0.70	0.70	-1.10	0.20	1.40	-1.60	
	产能利用率 %	66.80			73.00			78.10			79.20		81.00				83.00
对外部门	商品贸易 进口 同比%	-11.90	-14.10	-13.50	-6.80	-11.70	-3.80	-0.90	-14.00	-2.90	19.20	38.10	35.00	28.40	17.20	26.50	
	商品贸易 出口 同比%	-10.30	-10.50	-12.40	-3.30	-8.90	-1.00	2.70	-9.00	-2.30	12.50	46.80	35.00	23.70	11.50	18.20	
	贸易差额 百万欧元	19,881.40	26,663.00	14,035.10	23,864.90	29,925.60	24,920.80	29,103.60	10,704.80	23,648.60	22,517.10	15,058.10	11,951.20	17,479.10	20,689.10	4,810.10	
就业	失业率 %	8.00	8.40	8.60	8.60	8.40	8.10	8.10	8.20	8.10	8.10	8.20	8.00	7.80	7.60	7.50	
通胀	HICP 同比%	0.30	0.40	-0.20	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	0.90	0.90	1.30	1.60	2.00	1.90	2.20	3.00	3.40
	核心HICP 同比%	0.80	1.20	0.40	0.20	0.20	0.20	0.20	1.40	1.10	0.90	0.70	1.00	0.90	0.70	1.60	1.90
景气指数	制造业PMI	47.40	51.80	51.70	53.70	54.80	53.80	55.20	54.80	57.90	62.50	62.90	63.10	63.40	62.80	61.40	58.60
	服务业PMI	48.30	54.70	50.50	48.00	46.90	41.70	46.40	45.40	45.70	49.60	50.50	55.20	58.30	59.80	59.00	56.40
	经济景气指数	78.10	84.20	89.10	92.30	92.50	89.30	92.40	91.50	93.40	100.90	110.50	114.50	117.90	119.00	117.60	117.80
	消费者信心指数	-14.60	-14.90	-14.60	-13.60	-15.50	-17.60	-13.80	-15.50	-14.80	-10.80	-8.10	-5.10	-3.30	-4.40	-5.30	-4.00

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 5：英国经济热力图

指标	单位	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
增长	GDP不变价 环比折年率% 季调	-56.40			81.10												
消费	零售销售 环比% 季调	14.08	4.11	0.85	1.03	1.39	-4.46	0.38	-7.69	1.95	4.34	9.28	-1.33	-0.09	-2.78	-1.02	
工业	工业产出 环比% 季调	-12.06	-7.31	-5.05	-4.92	-4.60	-2.82	-2.63	-3.95	-3.34	3.43	29.82	23.38	10.29	4.43	3.72	
通胀	CPI 同比%	0.60	1.00	0.20	0.50	0.70	0.30	0.60	0.70	0.40	0.70	1.50	2.10	2.50	2.00	3.20	
	核心CPI 同比%	1.40	1.80	0.90	1.30	1.50	1.10	1.40	1.40	0.90	1.10	1.30	2.00	2.30	1.80	3.10	
景气指标	制造业PMI	50.10	53.30	55.20	54.10	53.70	55.60	57.50	54.10	55.10	58.90	60.90	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10
	服务业PMI	47.10	56.50	58.80	56.10	51.40	47.60	49.40	39.50	49.50	56.30	61.00	62.90	62.40	59.60	55.00	55.40
	消费者信心指数	-30.00	-27.00	-27.00	-25.00	-31.00	-33.00	-26.00	-28.00	-23.00	-16.00	-15.00	-9.00	-9.00	-7.00	-8.00	-13.00

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 6：日本经济热力图

指标	单位	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
GDP不变价	同比%	-10.10			-5.50			-0.90			-1.30		7.60				
商业销售额	同比%	-12.40	-12.90	-12.40	-12.70	-6.00	-3.50	-4.80	-3.30	3.00	11.50	14.30	10.30	9.70	6.90		
家庭月消费性支出	实际同比%	-1.20	-7.60	-6.90	-10.20	1.90	1.10	-0.60	-6.00	-6.50	6.50	13.90	12.50	-4.30	0.70	-3.00	
制造业工业生产指数	季调	81.00	86.60	88.30	91.60	93.50	94.20	94.00	96.90	95.70	97.10	100.00	93.50	99.70	98.10	94.60	
机械订单	同比% 季调	-25.45	-18.57	-15.13	-3.37	1.41	0.87	15.43	3.29	38.29	-7.29	19.94	42.09	43.59	54.06	22.92	
新屋开工	同比%	-12.80	-11.34	-9.12	-9.92	-8.35	-3.71	-9.05	-3.14	-3.71	1.50	7.12	9.93	7.33	9.88	7.53	
出口	同比% 季调	-26.68	-21.27	-11.85	-6.82	-1.59	-0.82	-0.60	9.44	-0.62	13.43	37.24	51.16	47.14	37.12	27.27	
进口	同比% 季调	-19.52	-23.06	-18.87	-16.26	-10.55	-14.04	-12.20	-2.48	10.76	3.97	11.74	27.42	34.11	35.15	39.56	
贸易差额	亿日元	-5,464.13	-792.66	2,968.51	5,625.46	5,806.17	7,238.84	7,500.88	5,889.08	131.03	3,059.70	895.66	48.21	-1,091.75	-59.38	-2,717.80	
失业率	% 季调	2.80	2.90	3.00	3.00	3.10	3.00	3.00	2.90	2.90	2.60	2.80	3.00	2.90	2.80	2.80	
日本:CPI	同比%	0.10	0.30	0.20	0.00	-0.40	-0.90	-1.20	-0.70	-0.50	-0.40	-1.10	-0.80	-0.50	-0.30	-0.40	
日本:核心CPI	同比%	0.00	0.00	-0.40	-0.30	-0.70	-0.90	-1.00	-0.70	-0.50	-0.30	-0.90	-0.60	-0.50	-0.20	0.00	
日本:消费者信心指数		28.50	29.50	29.30	32.80	33.30	33.60	31.80	30.00	33.70	36.10	34.80	34.20	37.60	37.50	36.60	38.00
日本:制造业PMI		40.10	45.20	47.20	47.70	48.70	49.00	50.00	49.80	51.40	52.70	53.60	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50
日本:服务业PMI		45.00	45.40	45.00	46.90	47.70	47.80	47.70	46.10	46.30	48.30	49.50	46.50	48.00	47.40	42.90	47.80

资料来源：Wind，光大证券研究所

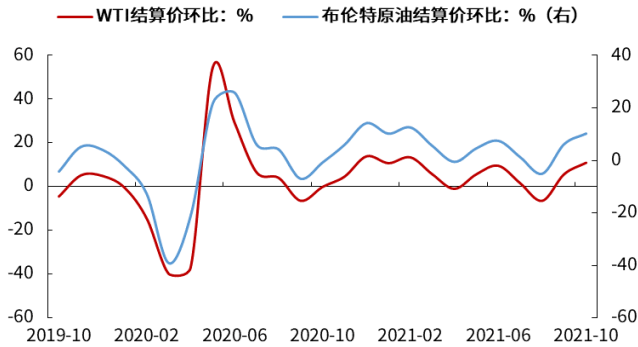
三、国内观察

3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨，焦煤均价环比上涨，铜价环比上涨，铝价环比上涨

原油价格环比上涨，环比增幅扩大。2021 年 10 月以来，WTI 原油价格环比上涨 10.89%，增幅相对上月扩大 5.23 个百分点，最新价格为 79.34 美元/桶；布伦特原油价格环比上涨 10.2%，增幅扩大 4.01 个百分点，最新价格为 82.51 美元/桶。

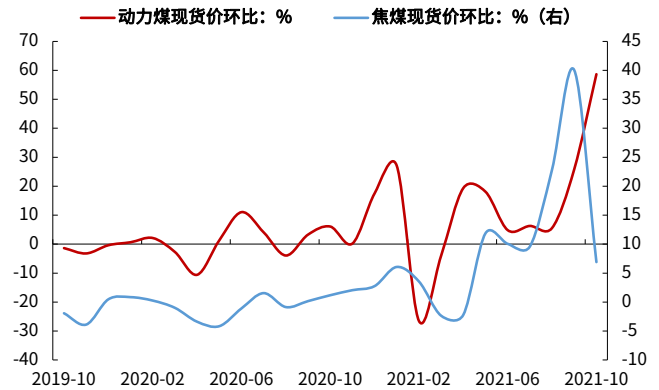
动力煤、焦煤价格环比上涨，环比趋势分化。10 月以来，动力煤均价环比上涨 58.65%，增幅相对上月扩大 32.82 个百分点；焦煤均价环比上涨 6.9%，增幅缩窄 33.14 个百分点。

图 33：原油价格环比上涨



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

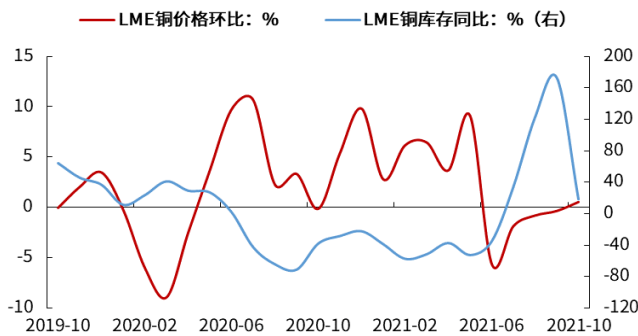
图 34：动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

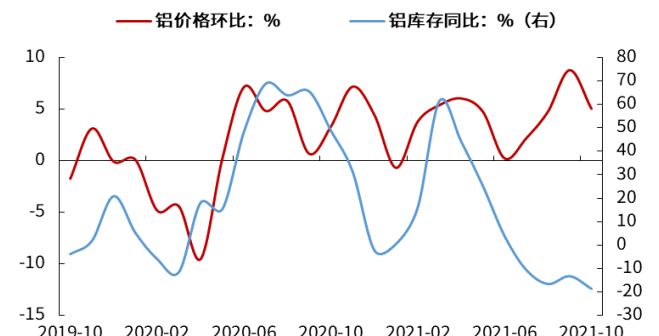
铜价、铝价环比上涨，铜、铝库存趋势分化。2021 年 10 月以来，铜价环比上涨 0.53%，环比由负转正，由上月的 -0.35% 转正为本月的 0.53%。库存同比上涨 18.34%，增幅相对上月缩窄 154.59 个百分点。铝价环比上涨 5.04%，增幅缩窄 3.74 个百分点。库存同比下降 18.75%，降幅扩大 5.39 个百分点。

图 35：铜价环比上涨，库存同比上涨



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

图 36：铝价环比上涨，库存同比下降



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降

高炉开工率环比下跌。2021 年 10 月以来，高炉开工率为 53.41%，较上月降低 2.32 个百分点，较 2020 年同期降低 14.85 个百分点。

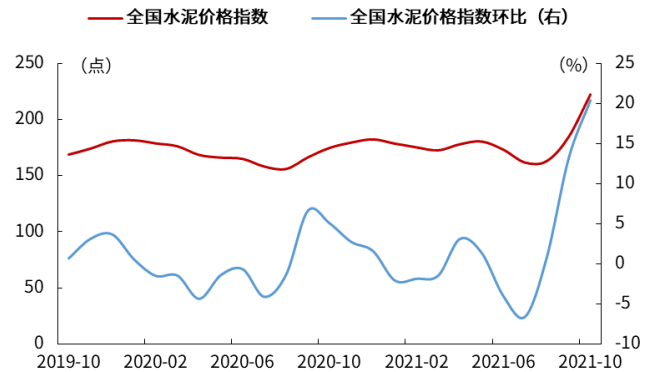
水泥价格指数环比上升。10 月以来，全国水泥价格指数环比上涨 20.43%，增幅扩大 7.24 个百分点。华北、东北、华东、中南、西北以及西南各区价格指数环比分别为：5.63%、17.98%、20.85%、28.11%、9.96%以及 20.25%。

图 37：高炉开工率下跌



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至2021年10月15日）

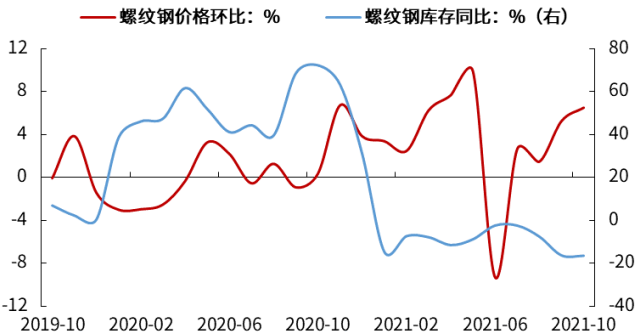
图 38：水泥价格指数环比上升



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至2021年10月15日）

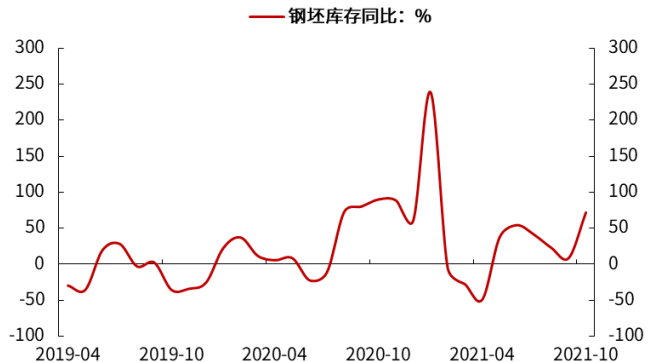
螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降，钢坯库存同比上涨。2021年10月以来，螺纹钢价格环比上涨6.48%，增幅相对上月扩大1.24个百分点。螺纹钢库存同比下降16.33%，跌幅相对上月缩窄0.14个百分点。钢坯库存同比上涨71.67%，增幅扩大63.05个百分点。

图 39：螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至2021年10月15日）

图 40：钢坯库存同比上涨



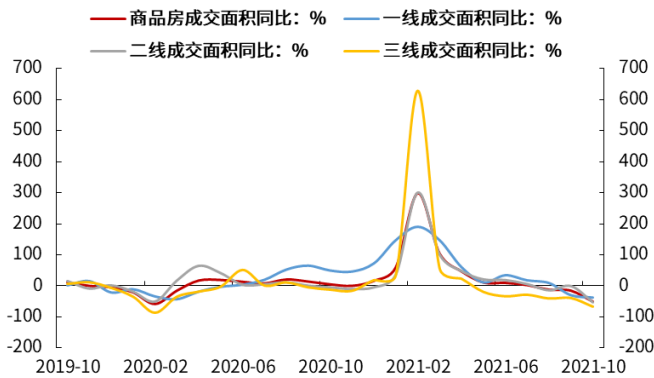
资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至2021年10月15日）

3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化

商品房成交面积跌幅扩大。2021年10月以来，商品房成交面积下跌50.34%，跌幅扩大35.26个百分点。其中，一线、二线、三线城市商品房成交面积同比分别为：-37.09%、-51.61%以及-66.92%，同比变动幅度分别为-7.5、-52.54以及-27.8个百分点。

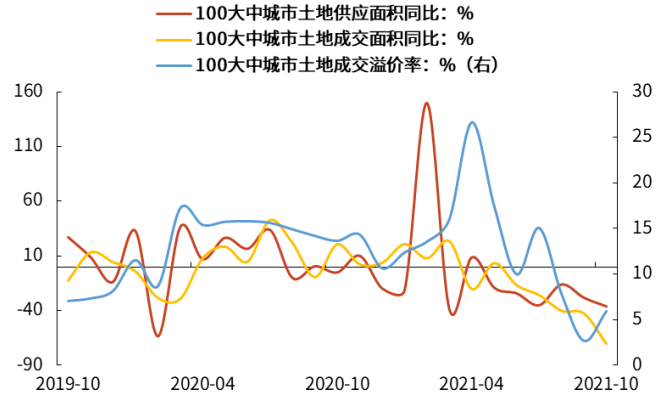
土地供应面积同比增速下行。2021 年 10 月以来，百城土地供应面积同比增速为-35.8%，成交同比增速为-70.46%，溢价率 5.92%，较上月上行 3.26 个百分点。

图 41：商品房成交面积跌幅扩大



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

图 42：土地供应面积同比增速下行

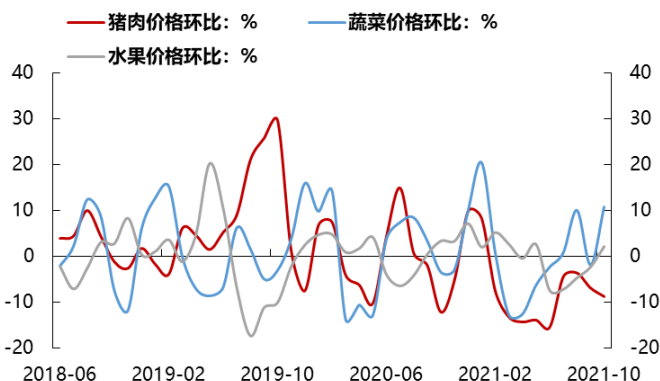


资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

猪价、菜价、水果价格趋势分化。2021 年 10 月以来，猪肉价格环比下跌 8.84%至 18.16 元/公斤，跌幅相对上月扩大 1.86 个百分点。蔬菜价格环比上涨 10.7%至 4.99 元/公斤，同比由负转正。水果价格环比上涨 2.2%至 5.57 元/公斤，同比由负转正。

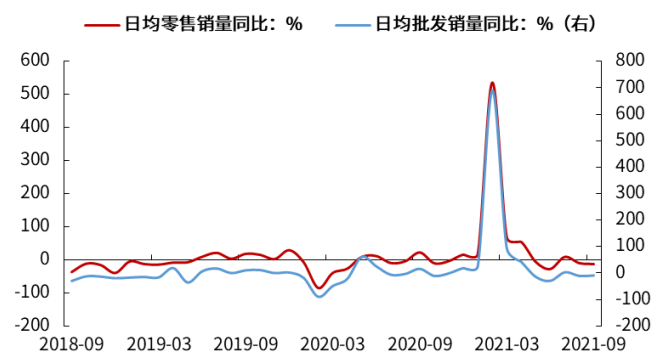
乘用车日均零售销量跌幅扩大。9 月以来，乘用车日均零售销量同比减少 12.39%，跌幅扩大 3.08 个百分点。批发销量同比减少 8.22%，跌幅缩窄 1.59 个百分点。

图 43：猪价、菜价、水果价格趋势分化



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

图 44：乘用车日均零售销量跌幅扩大



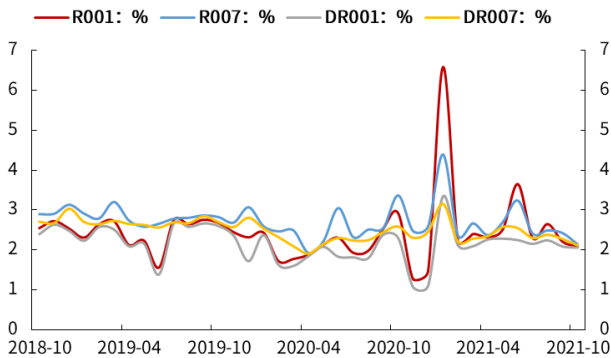
资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至 2021 年 9 月 30 日）

3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化

货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化。2021 年 10 月以来，R001 较上月末下行 12bp 至 2.08%，R007 较上月末下行 28bp 至 2.15%，DR001 较上月末下行 3bp 至 2.06%，DR007 较上月末下行 16bp 至 2.12%。一年期国债

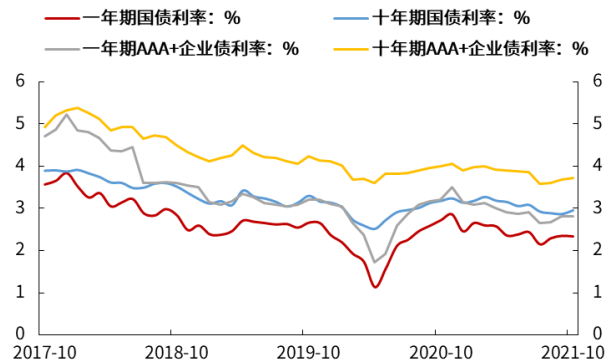
利率较上月末下行 1bp 至 2.34%，十年期国债利率较上月末上行 9bp 至 2.96%，一年期 AAA+企业债利率较上月末下行维持 2.82%，十年期 AAA+企业债利率较上月末上行 5bp 至 3.72%。

图 45：货币市场利率下行



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

图 46：债券市场利率趋势分化



资料来源：iFinD，光大证券研究所（数据截至 2021 年 10 月 15 日）

3.5 国内政策：《求是》杂志发表习近平总书记重要文章

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《扎实推动共同富裕》。10月16日出版的第20期《求是》杂志将发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《扎实推动共同富裕》。文章指出，促进共同富裕，总的思路是，坚持以人民为中心的发展思想，在高质量发展中促进共同富裕，正确处理效率和公平的关系，构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排，加大税收、社保、转移支付等调节力度并提高精准性，扩大中等收入群体比重，增加低收入群体收入，合理调节高收入，取缔非法收入，形成中间大、两头小的橄榄型分配结构，促进社会公平正义，促进人的全面发展，使全体人民朝着共同富裕目标扎实迈进。第一，提高发展的平衡性、协调性、包容性。第二，着力扩大中等收入群体规模。第三，促进基本公共服务均等化。第四，加强对高收入的规范和调节。第五，促进人民精神生活共同富裕。第六，促进农民农村共同富裕。

人民银行举行 2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会。10月15日，人民银行举行 2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会。会议表示，从第三季度的数据看，当前金融运行总体平稳，金融总量平稳增长，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配，宏观杠杆率保持稳定。前三季度社会融资规模增长特征方面，一是金融机构对实体经济的信贷支持力度不减；二是政府债券和企业债券的融资回归常态，股票融资同比多增；三是表外融资减少较多。发布会还就中国货币政策如何应对美联储缩减、房地产信贷管理、四季度大规模 MLF 到期、房地产企业信用风险等问题进行了回答。

央行印发《关于做好小微企业银行账户优化服务和风险防控工作的指导意见》。10月14日印发的《意见》聚焦小微企业开户流程优化，引导银行遵循

“风险为本”原则采取差异化客户尽职调查措施，鼓励推行简易开户服务、电子证照应用、政银联动合作，进一步提升开户服务便利度；聚焦小微企业开户服务事项公开，指导银行提供开户进度查询服务，通过公示开户标准、建立负面清单和畅通投诉渠道等方式，提升开户服务透明度；聚焦小微企业账户风险防控，指导银行强化账户全生命周期管理，通过账户分类分级、精准识别可疑账户，倒查涉案账户等措施有效防控账户风险；聚焦小微企业开户服务长效机制建设，指导银行通过完善质效考核、厘清涉案账户责任链、开展常态化督导检查等措施，实现优化服务与风险防控的有机统一。

人民银行行长易纲线上出席二十国集团财长和央行行长会议。10月13日，二十国集团（G20）主席国意大利在美国华盛顿主持召开 G20 财长和央行行长会议，讨论全球经济和卫生形势、支持低收入国家应对疫情冲击、可持续金融、跨境支付、国际税收等议题。会议认为全球经济持续复苏，但复苏势头分化明显，新冠疫情相关的下行风险突出。各方重申将采取所有政策工具应对疫情冲击，同意在维护金融稳定、保持长期财政可持续、防范溢出效应的基础上，继续支持经济复苏，避免过早退出支持性的政策措施。易纲介绍了中国近期经济金融形势，表示中国通胀总体温和不，稳健的货币政策将灵活精准、合理适度，支持经济高质量发展。感谢意大利等 G20 各方对制定《G20 可持续金融路线图》的支持，表示人民银行作为 G20 可持续金融工作组联合主席，将与各方共同做好《路线图》的落实。

李克强表示继续采取措施防止大宗商品价格上涨向供应链下游传导，保证民用电价格稳定。13日至15日，在出席第130届广交会期间，中共中央政治局常委、国务院总理李克强在广东佛山、广州考察。李克强十分关心电力、煤炭供应保障。他来到顺德五沙热电公司，考察企业发电和煤炭库存情况。他说，电力等能源是工业化城镇化的动脉，是发展的基石。国家已采取措施促进煤炭、电力增产保供，协调保障电煤运力，重点煤企要履行供煤合同。要保障发电企业合理融资需求，落实完善燃煤电价扩大浮动范围政策，用市场化办法保障能源供应。稳物价是宏观调控重要目标，我们会继续采取措施防止大宗商品价格上涨向供应链下游传导，保证民用电价格稳定，特别是今年粮食丰收已成定局，可有力支撑居民消费价格平稳，不形成通胀趋势。我们还会研究实施阶段性减税，缓解下游中小微企业成本压力。

四、下周财经日历

表 7：下周全球经济数据热点

下周财经日历
10.18（周一）
中国：9月工业增加值、9月社会消费品零售总额、9月固定资产投资、第三季度 GDP（当季同比）
10.22（周五）
美国：美国 10 月 Markit PMI 初值（综合、服务业、制造业）

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司

香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited

64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE