

2020年，全球二氧化碳排放量達319.8億噸，中國佔比達30.9%，居全球首位。面對碳排放量過高導致氣候變化加劇帶來的威脅，中國提出二氧化碳排放力爭2030年前達到峰值，2060年前實現碳中和。面對「雙碳」目標，降低能耗是重要途徑。今年下半年以來，地方能耗雙控措施不斷升級，原材料持續漲價。為何雙控政策如此嚴格？哪些行業的供給受到了影響？影響有多大？本篇報告將對此展開分析。

# 雙控雙限影響有幾大？



中國為了降低碳排放，大力發展風電、太陽能等可再生能源發電。



春實秋華  
梁中華  
海通證券研究所  
首席宏觀分析師

回看中國碳排放較高的原因，主要在於化石燃料的大量消耗。因此，降低傳統能源的比重，提高能源的利用效率，是實現「雙碳」目標的重要途徑。為了促進節能減排，中國實施能耗雙控的制度，除了要求降低能耗強度，還對能源消費的總量進行管控。近年來，政府部門設定了能耗降低目標，從實際情況看，中國GDP能耗逐年下降，多數年份的降幅達到預期目標。

上半年節能形勢較為嚴峻，過半省份未能達標。2021年《政府工作報告》明確提出，中國GDP能耗在今年要降低3%左右，在「十四五」期間降低13.5%。

然而，今年上半年，全國九個省份能耗強度不降反升，其中青海、寧夏、廣西能耗上升幅度位居全國前列。此外，浙江、河南、甘肅等其他十個省份能耗強度降低率未達進度要求。而在能源消費總量控制方面，上半年國家發改委給予青海、寧夏等八個省份一級預警。

所以，下半年以來能耗雙控措施開始升級。8月國家發改委提出，對能耗強度不降反升的地區，2021年暫停「兩高」項目節能審查（國家規劃布局的重大項目除外），並在9月印發《完善能源消費強度和總量雙控制度方案》，對新增能耗5萬噸標準煤及以下的「兩高」項目，加強窗口指導；對不符合要求的「兩高」項目，不得提供信貸支持；而對於「兩高」行業的限產舉措也加快落實。

值得關注的是，8月以來地區層面的能耗控制逐步趨嚴，尤其是上半年未能達標的省份限產限電升級。廣西、廣東、安徽等地實行階段性限電，陝西、雲南等地對「兩高」行業推行限產措施。即使是上半年節能進展較為順利的山東地區也出台了相應措施。

可以看出，能耗雙控措施主要聚焦在高污染、高排放行業，但是由於產業本身存在差異，並且針對每個行業的管控措施又有所不同，那麼這些行業在產出、價格等方面也將受到不同程度的影響。

## 兩高行業全面回落

**電力：工業用電增速驟降。**在供給端，8月發電同比增速為0.2%，相

比7月回落9.4個百分點，即使從兩年平均增速看也呈現明顯的下滑趨勢。其中，火電發電量的增速回落尤為顯著。從需求端看，今年8月全社會用電量同比增長3.6%，相比7月的12.8%明顯下滑。分產業看，8月第二產業電量同比增長0.6%，遠不及往年同期水平，是整體用電增速回落的主要拖累，原因在於多個地區推行限電措施。

**鋼鐵：後續產量或同比繼續回落。**為了加快推進行業減碳工作，早在去年底，工信部表示堅決壓縮粗鋼產量，確保今年粗鋼產量同比下降。從近年情況看，2018至2020年，全國粗鋼產量增長保持在6.7%至7.1%區間，增速較為平穩。而2020年中國粗鋼產量達到10.65億噸，為了實現既定目標，需要比正常的增長情況減少0.7億至0.8億噸。

今年1至8月中國粗鋼產量7.3億噸，同比增長5.3%，如果今年全國產量和去年保持一致，接下來4個月粗鋼產量或將被限制在3.2億噸，同比下滑11.7%。從近期的情況看，6月以來粗鋼產量持續回落，同比增速在7月首次轉負至跌8.4%，並在隨後的8月進一步回落至跌13.2%。但是，如果要完成既定目標，粗鋼限產還可能面臨更大壓力。從高頻數據來看，9月以來，高爐開工率和焦爐生產率明顯下滑，鋼材產量更是大幅回落，遠不及歷年同期水平。

分地區看，2020年河北、江蘇、山東、遼寧合計生產全國近一半的粗鋼，但是今年8月的粗鋼產量同比分別下降21.9%、8.6%、24.9%和7%，此外多數省份均有所回落。

**水泥：供給也變得緊張起來。**5月以來，中國水泥產量持續回落，不及去年同期，8月水泥產量同比下滑5.2%。9月以來，雲南等地進一步明確提出水泥限產。9月18日當周，水泥庫容比明顯回落，與歷年同期相比有明顯差距，反映短期水泥市場供應較為緊缺。

為了加快減碳，筆者認為，供給端限產是水泥行業的階段性措施，從長期看，擴大錯峰生產範圍將是主要舉措。由於水泥在供給端儲存難度較大，運輸成本較高，在需求端存在季節性特徵，因此錯峰生產成為該行業減碳的主要措施。早在2014年，中國在東北等地區實施水泥錯峰生產，隨後試點範圍逐步擴大。2020年底，全國範圍開始推動水泥錯峰生產地域和時間常態化。

**煤炭：庫存大幅回落。**今年9月

以來，儘管夏季用電高峰已過，但是與歷年同期相比，動力煤的消費仍然處於較高位置。隨着能耗雙控措施逐步落實，沿海八省煤炭庫存大幅回落，與歷年同期相比差距明顯，不斷創下新低。此外，9月開始，煤炭庫存可用天數一直在低位徘徊，反映了煤炭供應短期偏緊。

**電解鋁：供給持續收縮。**對於電解鋁行業，碳排放主要源於電解環節。限制該行業碳排放主要以電價調控為主，而限電的同時也意味着電解鋁的供給受到壓制。與往年不同的是，今年4月以來，電解鋁產量不斷回落，8月同比增速降至0.4%，其中內蒙古更是下跌7.3%。8月26日，國家發改委發文，提出嚴禁對電解鋁行業實施優惠電價、組織電解鋁企業電力市場專場交易等。近期，電解鋁的社會庫存已經處於歷史低位。

「兩高」行業限電限產，對經濟產出的影響不容忽視。根據筆者測算，截至9月25日，9月海通宏觀生產同步指標（HTPI）回落至0.9%，不及上個月的2%。

## 下游利潤空間受壓

在供給受限及預期因素的影響下，工業原材料價格明顯上漲。煤炭價格在供給受限的情況下明顯上漲；今年上半年，粗鋼產量還未下滑，但是供給收縮預期升溫，即使鋼材庫存處於高位，價格仍然不斷走高；近期水泥價格也大幅攀升。

原材料價格大漲，向下游的傳導卻不順暢。雖然上游行業價格大幅上漲，但由於終端需求較弱，下游價格仍然偏低。這意味着上游漲價難以向下游有效傳導。

今年以來，生產資料和生活資料價格差不斷攀升，2021年8月，生產資料價格同比增長12.7%，而生活資料的同比增速僅為0.3%。隨着9月能耗雙控的升級，筆者認為，通脹分化的趨勢仍會延續。

上下游價格背離導致利潤分化，小企業經營承压。由於價格傳導不順，面對上游原材料價格大幅上漲，中下游行業利潤空間受到擠壓。今年上半年，上游工業企業利潤增速達到31.9%，而中、下游的利潤增速分別僅為17.9%和16.3%。另值得關注的是，小型企業由於更多位於中下游，並且漲價能力較低，生產經營壓力漸增。今年以來，小型企業PMI多數時間位於榮枯線以下，並且自5月以來逐步下滑。

面對原材料漲價的壓力，5月國常會提出要做好大宗商品保供穩價工作，用市場化辦法引導供應鏈上下游穩定原材料供應和產銷配套協作。7月中央政治局會議提出「糾正運動式減碳」、「先立後破」。國家發改委等部門聯合約談重點企業，要求不得囤積居奇、哄抬價格。而近期能耗雙控升級引起的價格上漲，也引起了政府部門的重視。比如，近期國家發改委表示，降低旺季電廠存煤標準，守牢7天存煤安全底線。具體緩解供應端壓力的效果，我們還需要進一步跟蹤觀察。

# 全球經濟邁向滯脹

觀點超群



李超  
浙商證券首席經濟學家

碳中和是中國與西方大國的共同利益訴求，推進行業「十四五」規劃之中的事宜，並在碳中和國際大背景下進一步加強。雙控將進一步推升商品價格，全球經濟進一步走向滯脹，而中國是全球最大的製造業國家和商品出口國，在滯脹環境下，中國面臨的外部關係大大緩解。未來需要關注G20峰會關於碳中和，以及全球經濟協同對滯脹問題的進一步討論。

針對能耗雙控及其他碳中和政策所帶來商品價格大幅上行的內部代價，需要通過貨幣寬鬆等方式，幫助企業降低成本。

對中國而言，能源匱乏與人口質量紅利並存，推進行業碳中和時機正趨成熟。對於西方大國而言，推進行業碳中和有助於其在國際貿易和全球治理中獲取更大的利益。當前碳中和已成為全球普遍關注的重要變革領域，多國已經通過立法、提出立法草案、納入政策議事日程等方式積極推進碳中和進程。

碳中和和碳达峰是長期目標，「十四五」規劃強調能源雙控制度，支持有條件的地方和重點行業、重點企業率先達到碳排放峰值。「單位GDP能源消耗降低13.5%」作為經濟社會發展主要約束性指標之一，被列入「十四五」規劃二十大數字目標，平均每年需要降低2.9%左右。

## 供給收縮 推升商品價格

8月發改委披露上半年能源雙控達標情況，青海、廣東、雲南、寧夏、福建、江蘇、廣西等省份在能耗強度和消費總量兩方面均未達標，考慮決策層對能耗雙控達標的堅定決心，第四季冬季用電、供暖等能源需求較大，筆者認為未達標省份下半年推升壓力較大。8月以來，未達標省份近期整改調停措施推升較為積極，青海、寧夏、福建、廣東等地先後召開能源雙控專題會議，明確通過限制生產、兩高項目自查自糾、錯峰生產、追責到人等方式，在年內務必完成達標目標。

能耗雙控影響下，供給收縮將進一步推升商品價格，中國通脹壓力部分向

外輸出，全球經濟進一步走向滯脹。而美國PPI、CPI雙高，CPI已經連續四個月位於5%以上，通脹壓力更大，其財政貨幣工具已過度使用，逆周期政策面臨退出甚至轉向，通脹上行和經濟回落的雙重壓力使得美國有意願在貿易領域與中國達成合作。

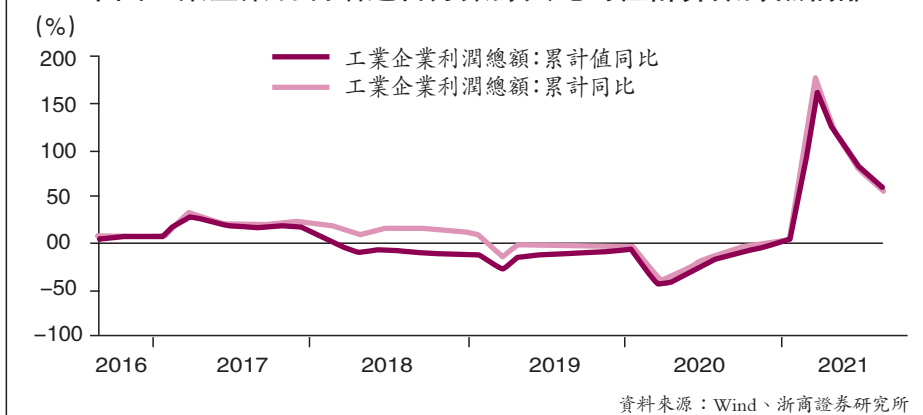
拜登上任後一直開展意識形態外交，持續拉動盟友孤立中國。但當前中國向全球輸出的高性價比商品，有助緩解通脹壓力，任何跟中國脫鉤的發達經濟體均將面臨更為顯著的滯脹壓力。中國的生產出口能力將成為未來外交的重要籌碼，減少中國被孤立的可能。貿易領域，美國受通脹壓力影響，可能尋求降低中國關稅，中國加入CPTPP《全面與進步跨太平洋夥伴關係協定》的可能性也將明顯增加。除貿易領域外，前部分遺留的外交問題可能在這一窗口期得以緩和或解決。

## 下季貨幣政策料寬鬆

前期外向型製造業受益於海外供給積累了一定利潤，但出口大概率面臨下行壓力，利潤對相關企業的支撐可持續性不再，當前在雙控及其他碳中和政策，上游價格大幅上漲，給中下游企業帶來較大壓力，政策着力保市場主體。一方面通過減稅降費及相關貨幣政策工具，減少了失業（底線一）壓力；另一方面，保市場主體意味着中游不出清，PPI向CPI難以有效傳導，使得居民消費價格（底線二）壓力很小。對於中下游企業面臨的壓力，需要央行通過再貸款、降準降息等方式幫助解決，因此筆者料年內貨幣政策延續寬鬆，仍會降準及定向降息，2022年第一季四箭齊發寬信用，經濟不會失速，而今年第四季貨幣寬鬆仍驅動股債雙牛。

在當前國內外宏觀經濟政策形勢背景下，筆者預計今年G20峰會上，針對短期訴求中美希望達成一致的意願較強，但外交談判都帶有一定不確定性。談判的不確定性主要取決於中美雙方實力的動態變化，需持續關注變化趨勢。滯脹是各個國家都不願意接受的經濟結果，當前發展中國家疫情控制乏力，供給恢復較為緩慢，短期內依然需要中國作為彌補海外供需缺口的力量，因此，對高耗能行業的限產節奏是否會被納入此次G20議題值得關注。

中國工業企業利潤增速官方數據與絕對值計算數據無偏離



資料來源：Wind、浙商證券研究所

# 新盤下季料推逾5000伙

樓語縱橫



楊永健  
Q房网香港董事總經理

「金九銀十」主要是形容內地房地產業內9及10月均屬銷售旺季，發展商會趁機加快推盤或推出優惠，但因應近月內地樓市處於整固期，「大吹淡風」下，今年內房「金九銀十」已不復見。不過，今年香港樓市明顯暢旺起來，「金九銀十」在本港出現。

截至執筆一刻，本月新盤銷售已達1700伙，屬近4個月最旺。按進度推算，今個月新盤銷售可達1800伙水平，當然本地版的「金九銀十」會否延續，下月新盤銷售能否持續今個月旺勢，相信仍要視乎地政總署預售樓花同意書的審批情況及發展商的推盤準備。

近月新盤銷售理想，主要由於發展商加快推出項目。按一手住宅物業銷售資訊網資料，在8及9月市場上推售的新盤共8個，涉及單位達3670伙，相信只要預售樓花同意書的審批配合，下月新盤銷售仍然熱鬧，旺銷情況仍可延續。

再者，近月發展商的推售策略一直維持價量平衡，積極推盤的同時，定價亦保持穩定。整體而言，新盤推售價量平穩，銷售量亦持續高於推盤量，今年

首季新盤推盤量暫已達12478伙，與此同時，若本月銷售可達1800伙，首季新盤銷售將逼近1.3萬伙水平。

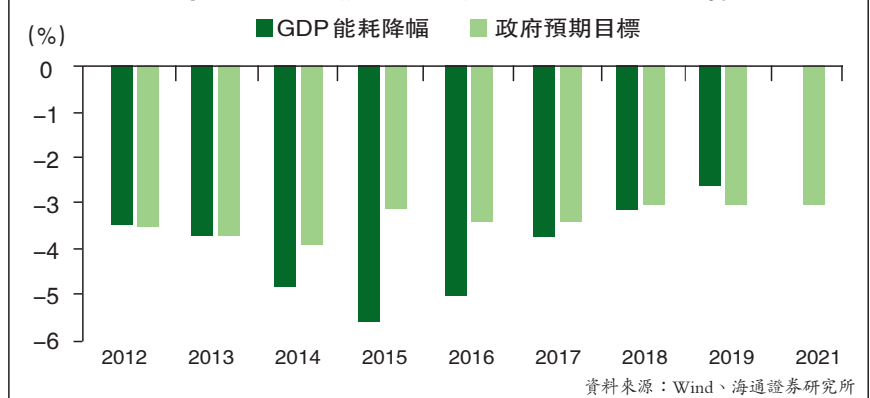
新盤市場踏入第四季會如何走向，因應近月新盤熱銷，發展商自然加快推盤步伐，以滿足市場需求。火炭星凱，堤岸上週已獲批預售樓花同意書，並隨即展開推盤攻勢，勢必成為下月重點新盤，同時東九龍KOKO RESERVE以至上水尚宜均已上載樓書，將於短期內登場，加上將軍澳LP10推出新一批單位，下月新盤市場勢必熱鬧。

此外，天水圍Wetland Seasons Bay II、啟德THE HENLEY II、元朗THE YOHO Hub、元朗#LYOS，以至將軍澳石角路項目，均可望下季推出，預期第四季推盤量將超越5000伙，並成功突破本季4933伙的水平，回復疫情前水平。

## 全年銷售量可望返疫前

總結而言，今年首季新盤銷售量已逼近1.3萬伙，相信全年或可重返1.8萬伙，回復至2019年疫情前水平。預期今年新盤銷售金額或會突破2400億元，超越2017年的2361億元，創自2013年一手新例實施以來發展商最豐收的一年。

中國GDP能耗降幅和政府預期目標



資料來源：Wind、海通證券研究所