

国内宏观周报

慎将人民币升值线性外推

■ 核心摘要

本周宏观经济主要变化如下：

1、南华工业品指数继续攀升。本周原油价格小幅上涨，欧佩克与非欧佩克产油国达成了从2021年1月份起温和增产的弹性调整，一定程度上缓解了原油供给过剩的担忧。黑色系引领周期热潮，铁矿石热度不减，“煤飞色舞”持续演绎。

2、头部城市房地产销售维持一定景气度，近期监管频频发声，着眼房地产和金融风险：1) 韩正副总理强调“时刻绷紧房地产市场调控这根弦”。2) 郭树清主席表示“房地产是现阶段我国金融风险方面的最大灰犀牛”。12月1日国务院常务会议就区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)落地生效做出一系列详细部署。

3、11月30日央行意外开展2000亿MLF操作，系今年来首次在非月中投放。12月1日，银行间流动性大幅宽松，DR007利率下降至1.76%，显著低于2.2%的7天逆回购利率。跨月后央行公开市场转为净回笼，使得银行间利率水平逐步向逆回购利率收敛。这意味着，MLF超预期投放，主要意在平稳跨月流动性，并向银行体系补充中期资金，以缓解同业存单利率持续抬升的问题，可能并不意味着银行间流动性“紧平衡”的格局已经根本转变。

4、各期限国债收益率小幅回落。央行关注跨月流动性平稳、并着重补充中期资金，在一定程度上缓和了市场对货币政策收紧的预期，提振了债市情绪。本周公布的11月PMI数据进一步抬升，尽管经济复苏已经被市场较充分地反映，但复苏的强度仍然令市场对通胀的担忧增强，这一点仍对债市形成压制。

5、美元大跌带动人民币汇率再升值。本周在岸人民币兑美元汇率下行0.8%，收于6.5302，升至两年半高位。但CFETS人民币指数则有所回落，收于95.19。这意味着，人民币升值主要体现的是与美元一体两面的关系，而相比一篮子货币来说，人民币升值幅度较小。本周拜登不会取消中国对美出口关税的表态，以及美国众议院通过《外国公司问责法案》，打压了市场此前对中美关系缓和的乐观预期，使得人民币汇率升值的幅度受到抑制。

近期对美元指数的悲观预期泛滥，随着美元走弱可能进一步带动人民币汇率升值。但需注意：1) 今年中国经济一枝独秀的状态，在疫苗推出之后可能逐步扭转，从而带来人民币汇率方向的转变；2) 若美国经济强劲复苏（特别是考虑到疫苗投放的节奏和路径，以及美国财政货币政策的更好协同），是否带来美元指数阶段性反弹的可能；3) 目前人民币汇率已充分体现了中美关系缓和的预期，未来是否有“预期差”出现的可能。这些因素可能会给2021年的人民币汇率带来较大波动，需警惕任何单边预期的过度发酵。

一、实体经济：供需两旺

1.1 工业品价格继续上涨

本周南华工业品指数继续上涨，较上周上涨 5.87%，显示中国经济持续复苏，上游工业品需求维持高景气（图表 1）。11 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 52.1%，比上月上升 0.7 个百分点，连续 9 个月位于临界点以上，并创 2017 年 10 月以来新高，超出市场预期。从分类指数看，生产指数和新订单指数为 54.7% 和 53.9%，分别高于上月 0.8 个和 1.1 个百分点，均升至年内高点；且两者差值自 6 月份以来逐月缩小，从 2.5 个百分点降至 0.8 个百分点，显示需求恢复较快，供需循环越发畅通（图表 2）。11 月非制造业 PMI 也进一步上行，服务业和建筑业 PMI 皆有所上扬（图表 3），尤其 8 月以来，服务业步入快速复苏阶段。

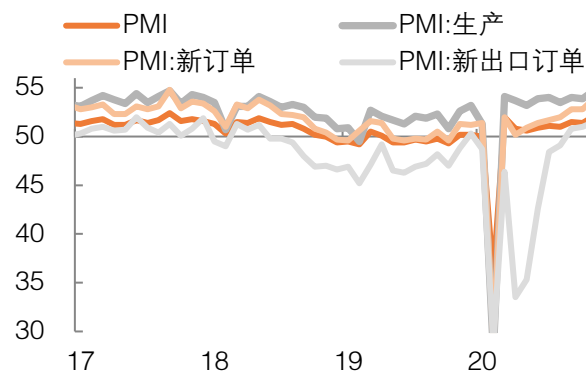
本周全球单日新增新冠病例数仍处高位，美国死亡病例数快速攀升（图表 4）。欧洲多国采取“封城”等措施，取得积极效果，近期法国、西班牙、英国等欧洲国家疫情有所缓和。但美国疫情依然严峻，近期死亡病例数快速攀升，趋近今年 3 月时的高点，对于疫苗需求的迫切性越来越高。辉瑞 12 月 3 日发声明称，由于新冠肺炎疫苗供应链出问题，预料今年的疫苗付运量比原定的 1 亿剂减半，即只有 5000 万剂，但在 2021 年会恢复产量至 13 亿剂，由此引发美股波动。

图表1 本周南华工业品指数继续上扬



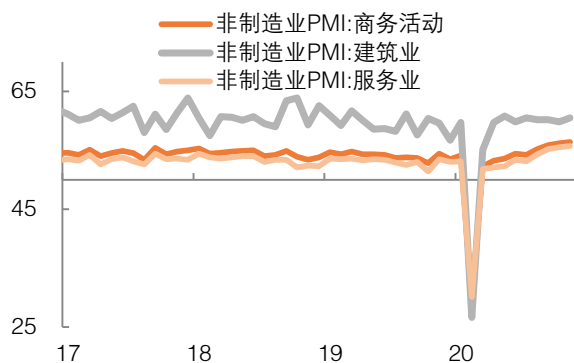
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 11月制造业 PMI 超预期



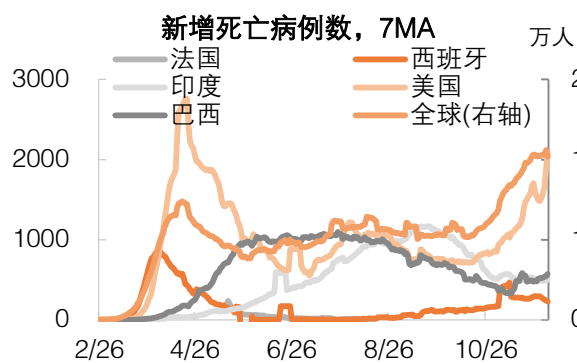
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 11月非制造业 PMI 有所上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 美国新增新冠死亡病例快速攀升



资料来源:wind, 平安证券研究所

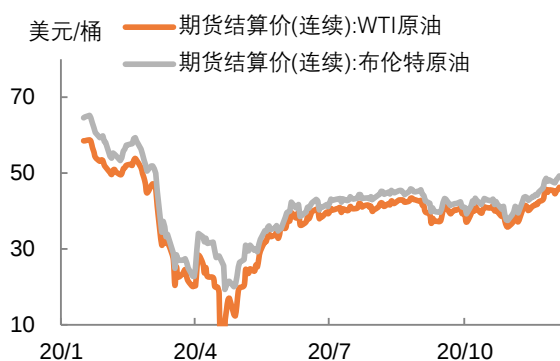
1.2 黑色系引领周期热潮

原油价格温和上涨。全周 WTI 油价上涨 1.60%，至 46.26 美元/桶；布伦特油价上涨 2.22%，至 49.25 美元/桶（图表 5）。本周欧佩克与非欧佩克产油国达成了从明年 1 月份起温和增产的弹性调整，一定程度上缓解了原油供给过剩的担忧，此外美国财政刺激计划有望出台的消息也刺激了油价上涨。

铁矿石价格再创新高，黑色系引领周期热潮（图表 6）。12 月 4 日，铁矿石期货价格报收 972 元/吨，创上市以来的新高，铁矿石价格年内涨幅已达到接近 50%。本周港口铁矿石库存连续第四周下降，供给不及预期叠加全球制造业尤其是中国制造业的强力复苏，带动铁矿石价格持续上涨。铁矿石价格的上涨并非完全反馈到钢价上，本周南华螺纹钢指数小幅回落，地产、基建增长空间受限的预期，导致钢材需求支撑减弱。本周煤炭价格指数继续拉升（图表 7），近几月煤炭进口量持续快速下降，加之冬季供暖，煤炭需求高峰期，煤炭在供需偏紧的格局下延续强势，预计 12 月国内煤价依然具备一定支撑。本周有色金属价格继续拉升，南华工业品指数中沪铜、沪铝均有较大涨幅。

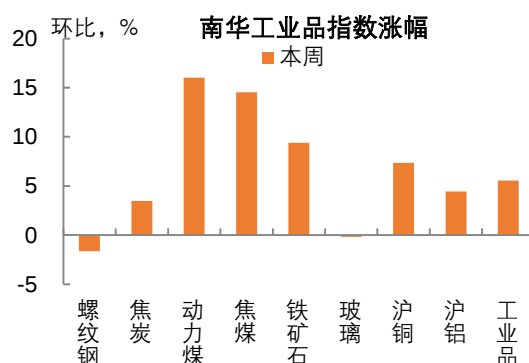
供需偏紧刺激水泥价格持续恢复（图表 8）。进入四季度以来，各项在建工程仍处于赶工阶段。四季度财政支出发力，基建重点项目集中开工，亦令水泥需求持续释放。叠加多个省市错峰停产的通知陆续下发，使得水泥价格坚挺。

图表5 本周原油价格温和上涨



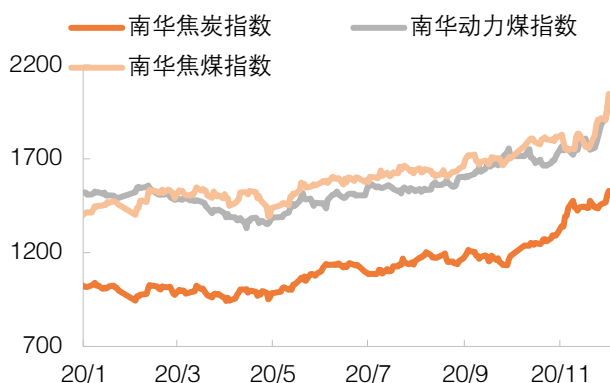
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 本周黑色系价格涨幅居前



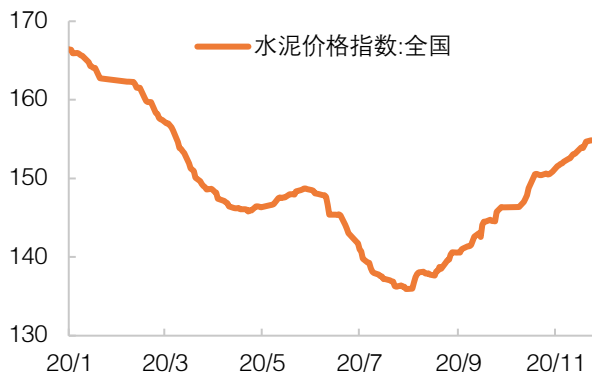
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 本周煤炭价格继续拉升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 本周水泥价格小幅上涨



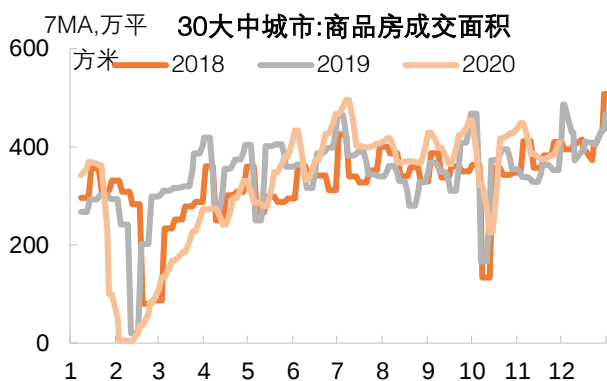
资料来源:wind, 平安证券研究所

1.3 高层对房地产严厉发声

上周房地产交易延续温和上升态势，30大中城市商品房成交面积比前一周增加 51.45 万平方米（图表 9），其中十大城市成交面积比前一周增加了 32.44 万平方米，头部城市房地产销售维持一定景气度。近期监管频频发声，着眼房地产和金融风险：1）韩正副总理 12 月 3 日在住房城乡建设部召开座谈会时表示，要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的手段，时刻绷紧房地产市场调控这根弦。2）郭树清主席近期表示，房地产是现阶段我国金融风险最大的灰犀牛。上周土地供应面积有所下滑，反映正常年末供地节奏的变化，但近期供地量明显少于去年同期（图表 10）。

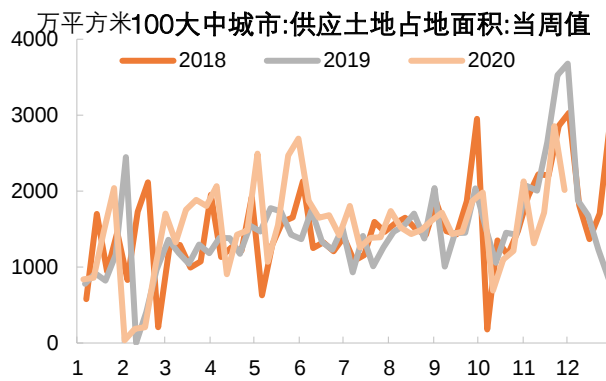
12 月 1 日国务院常务会议就区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）落地生效做出一系列详细部署。会议要求投资负面清单之外不得新增限制，同时要在关税减让、海关程序简化等方面抓紧拿出实施措施，对快运、易腐等货物争取实现 6 小时内放行。此外，会议要求，协定中服务贸易总体开放承诺显著高于成员国间现有自贸协定水平，要按照我国对研发、管理咨询、制造业相关服务、养老服务、专业设计、建筑等诸多服务部门做出的新开放承诺，逐一落实开放措施。

图表 9 上周房地产成交有所增加



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 10 上周供应土地面积有所回落

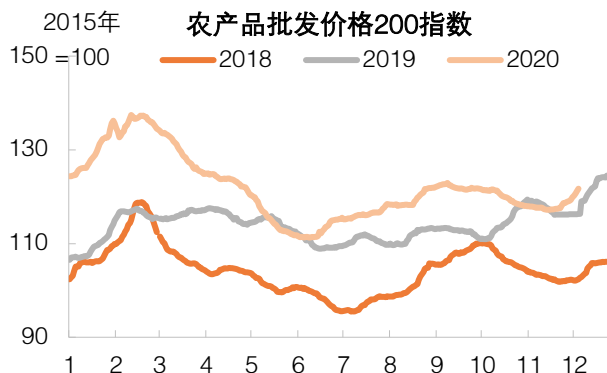


资料来源:wind, 平安证券研究所

1.4 食品价格延续季节性上扬

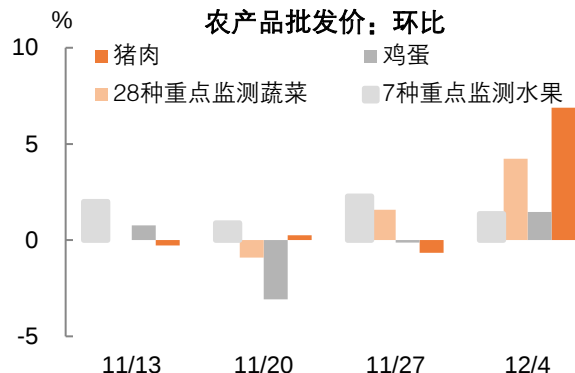
本周农产品批发价格指数延续季节性上扬（图表 11）。本周猪肉批发价较上周提高 6.9%。需求端来看，进入冬季之后，南方腌制腊肉对猪肉需求有所增加；供给端来看，由于前期猪肉价格下跌较快，养殖户存在一定惜售情绪。随着天气转凉，本周 28 种重点监测蔬菜批发价涨幅较大，水果和鸡蛋价格也有所上涨（图表 12）。

图表11 本周农产品批发价格指数继续上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表12 本周猪肉、蔬菜价格大幅上涨



资料来源:wind, 平安证券研究所

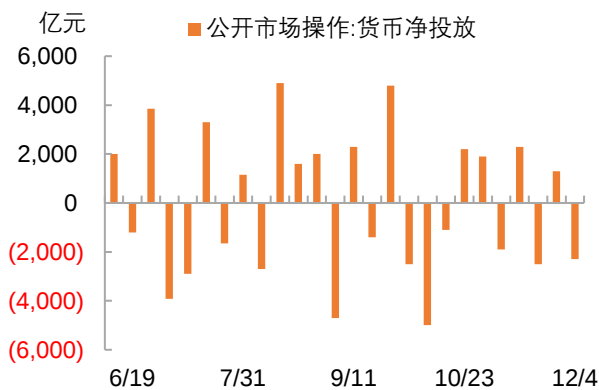
二、 金融市场：人民币汇率再升值

2.1 货币市场：央行月末超预期投放 MLF

本周央行开展 2000 亿元逆回购，另有 4300 亿元逆回购到期，净回笼资金 2300 亿元，央行已经连续 14 个工作日开展逆回购操作（图表 13）。11 月 30 日，央行意外开展 2000 亿 MLF 操作，系今年来首次在非月中投放。央行月末投放 MLF 后，12 月 1 日银行间流动性大幅宽松，DR007 利率下降至 1.76%，显著低于 2.2% 的 7 天逆回购利率（图表 14）。跨月后央行公开市场转为净回笼，使得银行间利率水平逐步向逆回购利率收敛。这意味着，MLF 超预期投放，主要意在平稳跨月资金面，并向银行体系补充中期资金，以缓解同业存单利率持续抬升的问题，可能并不意味着银行间流动性“紧平衡”的格局发生根本转变。

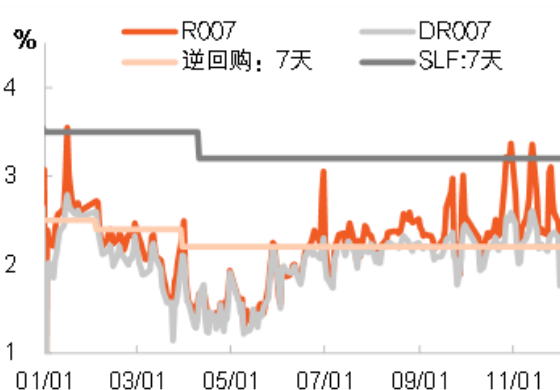
12 月 3 日，中国人民银行、银保监会联合发布《系统重要性银行评估办法》。后续中国人民银行将会同银保监会制定系统重要性银行附加监管要求，防范“大而不能倒”风险，凡是纳入系统重要性银行名单的银行都将面临着更加严格的监管和资本约束。

图表13 本周央行公开市场净回笼 2300 亿元



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表14 本周资金面整体较为宽松



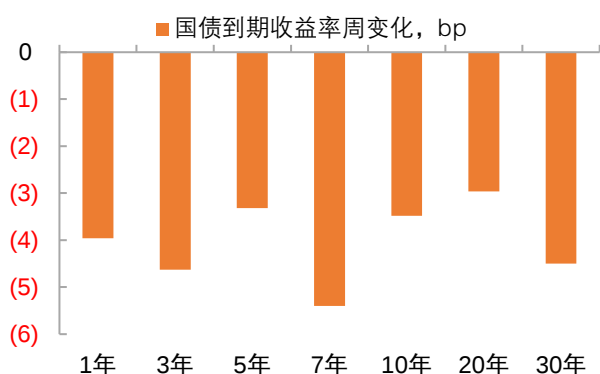
资料来源:wind, 平安证券研究所

2.2 债券市场：MLF 操作提振市场情绪

本周各主要期限国债到期收益率均小幅下行（图表 15）。央行关注跨月流动性平稳、并着重补充中期资金，在一定程度上缓和了市场对货币政策收紧的预期，从而提振了市场情绪。本周公布的 11 月 PMI 数据进一步抬升，尽管经济复苏已被市场较充分地反映，但复苏的强度仍然令市场对通胀的担忧增强，这一点仍对债市形成压制。

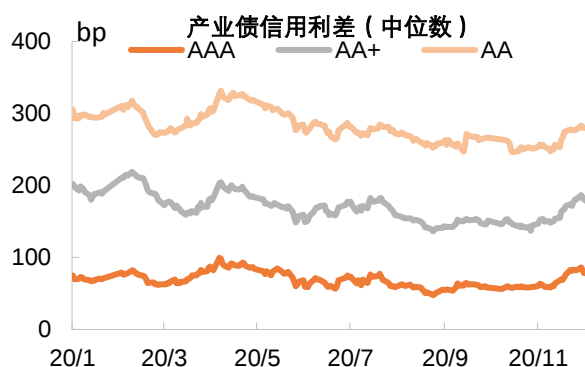
本周高评级 AAA 和 AA+ 产业债利差都有所回落，信用违约事件的影响有所减弱（图表 16）。12 月 1 日，上清所公告，已收到“20 永煤 SCP004”“20 永煤 SCP007”利息资金，并根据发行人指定的方式，于 12 月 1 日代理完成了该期债券的付息工作。12 月 4 日，永煤违约超短融债券持有人大会全票通过了 20 永煤 SCP004 和 20 永煤 SCP007 展期方案，并豁免债券违约。这意味着，豫能化和永煤 200 多亿债券可暂时避免触发交叉性违约。

图表 15 本周国债到期收益率有所回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 16 本周产业债信用利差走势分化



资料来源:wind, 平安证券研究所

2.3 汇率：人民币汇率再升值

本周美元指数再现大幅下跌，收于 90.7（图表 17）。市场对国会通过新一轮财政刺激措施的预期乐观，美国一保守派议员也松口表态支持 9080 亿美元救助方案，这使得市场追逐风险资产，对美元预期更显悲观。美国 11 月份非农就业数据显著低于预期，为六个月最低，美国近期疫情肆虐，对经济的影响愈发不容小觑。这进一步增强了新一轮财政刺激措施推出的可能性。

美元大跌带动人民币汇率再升值。本周在岸人民币兑美元汇率下行 0.8%，收于 6.5302，升至两年半高位。但 CFETS 人民币指数也有所回落，收于 95.10（图表 18）。这意味着，人民币升值主要体现的是与美元一揽子货币的关系，而相比

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_1079

