

风险情绪上行 全球央行保持定力

宏观高频数据周报 2020 第 36 期

核心内容:

● 风险情绪上行，全球央行保持定力

上周新冠疫苗传来好消息，对于全球经济修复的信心增强。同时民主党组阁后全球地缘政治风险降低，促进风险情绪上行。美国经济表现超出预期，美国制造业 PMI 指数达到 56.7%，高于市场预期的 53%，也同样高于上月的 53.4%，德国制造业 PMI 录得 57.9%，同样高于市场预期，美国房地产、消费等指数也好于预期。仍然要注意到，美国未来出台超过 1 万亿美元经济刺激计划变得越来越难，同时美联储仍然在担忧未来的通胀，美联储未来 1 年调整利率的可能性不大，密切关注其购买资产的规模变化。

人民银行第三季度政策报告发布，报告对中国未来经济仍然有信心，认为未来通胀会较为稳定。未来货币方面回归常态，会根据“宏观经济形势和市场需求”来调整流动性。同时，“把好货币供应总闸门，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，支持经济向潜在产出回归”。

央行在提出货币供给总闸门时，下滑最迅速的是新增贷款增速和新增社融增速。M2 和社融存量增速与 GDP 名义增速相匹配是 2019 年经济工作会议中提出，2019 年全年，M2 和 GDP 增速的差值在 2~3 个百分点之间，社融和 GDP 的差值在 4~5 个百分点。假设 2021 年 GDP 增速约在 8% 左右，那么合意 M2 增速在 10%~11% 左右，社融总量增速在 12%~13% 左右。

随着经济的逐步走好，与经济增长密切相关的原油价格有望走高，PPI 预计会在明年二季度之前上行，全年预计在 1.5% 左右。CPI 明年仍然较为弱势，猪肉价格可能在三季度下滑，那么 CPI 明年的高点在二季度，一季度 CPI 达到低点，但这个低点不作为货币政策考量的指标。

● 货币政策回归正常化，明确稳杠杆预期

11 月 26 日，央行发布第三季度中国货币政策执行报告，进一步淡化了疫情对经济的负面影响，随着供给和国内需求逐步恢复常态，而杠杆率提高并积累风险，货币政策的重心开始从支持实体经济修复、稳增长向谋求高质量发展、保持宏观杠杆率过渡。上周央行公开市场操作实现净投放 1300 亿元，资金面整体宽松，Shibor 隔夜品种大幅下行，其他品种变动不大。人民币汇率在 11 月 6 日升破 6.6 后，近日再度走高至 6.5 附近，预计明年人民币仍将保持币值稳定。

● 农产品价格季节性上行

全国蔬菜和猪肉价格小幅上行。根据搜猪网数据显示，本周各地猪价都呈现反弹，瘦肉型生猪出栏均价小幅上涨 30 元/公斤。随着气温的下降，和节假日的临近，全国对猪肉的需求逐步增加。生猪市场即将进入传统的旺季，部分南方地区已经提前开始制作腊肉，未来几周猪肉价格有上涨趋势。蔬菜方面，入冬后受气温影响，全国蔬菜生长速度变慢，培育运输等成本增加，储备蔬菜需求增大，蔬菜价格预计将持续上涨趋势。受疫情影响，全国将加大给冷冻肉品、水产品的检查，水产品价格在未来几周将有上涨可能。

● 经济复苏进程缓慢，黑色系受供需影响涨价

油价上涨，主要受到良好的疫苗消息支撑，同时 OPEC 推迟增产的希望也给油价助力。不过，由于美国财政刺激谈判无果，全球疫情依然严重，油价仍然面临下行风险。

钢铁库存持续下行，钢材价格上周回升，秋冬错峰环保政策下达，高炉开工率继续回落，市场稍有短缺。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

余逸霖

☎: (8610) 8635 9289

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050004

本周重点关注

国家	日期	事件或数据
中国	11月30日(周一)	中国11月官方制造业/非制造业 PMI
	12月1日(周二)	中国11月财新制造业 PMI
	12月3日(周四)	中国11月财新服务业 PMI
欧洲	11月30日(周一)	英国10月央行抵押贷款许可, 德国11月CPI年率初值
	12月1日(周二)	瑞士第三季度GDP, 德国11月季调后失业率、11月季调后失业人数变动, 欧元区11月末季调(核心)CPI年率初值
	12月2日(周三)	瑞士11月CPI年率, 欧元区10月失业率
	12月3日(周四)	欧元区10月零售销售
美国	11月30日(周一)	美国11月芝加哥 PMI、10月季调后成屋签约销售指数月率
	12月1日(周二)	美国11月ISM制造业 PMI
	12月2日(周三)	美国截至11月27日当周API原油/汽油库存变动、11月ADP就业人数
	12月3日(周四)	美国11月挑战者企业裁员人数、 截至11月28日当周初请失业金人数 、截至11月21日当周续请失业金人数、11月ISM非制造业 PMI
	12月4日(周五)	美国11月非农就业人口变动季调后、11月平均每小时工资年率、11月制造业就业人口变动季调后、11月劳动参与率、11月私营企业非农就业人数变动、11月失业率、10月贸易帐、10月工业订单月率、10月耐用品订单月率终值
	12月5日(周六)	美国12月4日当周天然气/石油/总钻井总数
其他	12月1日(周二)	日本10月失业率, 澳大利亚第三季度经常帐、截至12月1日当周现金利率、 澳洲联储公布利率决议 , 加拿大9月季调后GDP
	12月2日(周三)	澳大利亚10月投资者贷款值月率、第三季度GDP
	12月3日(周四)	澳大利亚10月商品及服务贸易帐、进出口月率
	12月4日(周五)	加拿大10月贸易帐、11月失业率、11月就业人数变动

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

上周主要股指变化情况

指数代码	指数名称	最新收盘价	周涨跌幅	月涨跌幅	年初至今涨跌幅
IXIC.GI	纳斯达克指数	12205.85	-2.87%	-10.60%	-26.49%
DJI.GI	道琼斯工业指数	29910.37	-2.16%	-11.40%	-4.59%
GDAXI.GI	德国DAX	13335.68	-1.49%	-13.31%	-0.65%
000001.SH	上证指数	3408.31	-0.90%	-5.39%	-10.51%
399006.SZ	创业板指	2618.99	1.84%	1.41%	-31.34%
N225.GI	日经225	26644.71	-4.19%	-13.76%	-11.21%
KS11.GI	韩国综合指数	2633.45	-3.04%	-13.91%	-16.55%
TWII.TW	台湾加权指数	13867.09	-1.09%	-9.52%	-13.48%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

目 录

一、全球风险情绪上行 央行保持定力.....	错误!未定义书签。
二、本周关注重点	5
三、货币政策回归正常化，明确稳杠杆预期.....	6
四、物价随季节上涨	8
五、经济复苏持续，黑色系受供需影响涨价.....	10
（一）需求端乐观推动原油上行	10
（二）黑色产品价格上行	11

一、全球风险情绪上行，央行保持定力

上周新冠疫苗传来好消息，对于全球经济修复的信心增强。同时民主党组阁后全球地缘政治风险降低，促进风险情绪上行。美国经济表现超出预期，美国制造业 PMI 指数达到 56.7%，高于市场预期的 53%，也同样高于上月的 53.4%，德国制造业 PMI 录得 57.9%，同样高于市场预期，美国房地产、消费等指数也好于预期。仍然要注意到，美国未来出台超过 1 万亿美元经济刺激计划变得越来越难，同时美联储仍然在担忧未来的通胀，美联储未来 1 年调整利率的可能性不大，密切关注其购买资产的规模变化。

人民银行第三季度政策报告发布，报告对中国未来经济仍然有信心，认为未来通胀会较为稳定。未来货币方面回归常态，会根据“宏观经济形势和市场需求”来调整流动性。同时，“把好货币供应总闸门，保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，支持经济向潜在产出回归”。

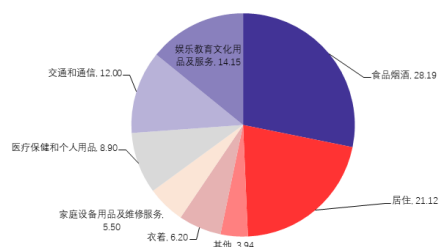
央行在提出货币供给总闸门时，下滑最迅速的是新增贷款增速和新增社融增速。M2 和社融存量增速与 GDP 名义增速相匹配是 2019 年经济工作会议中提出，2019 年全年，M2 和 GDP 增速的差值在 2-3 个百分点之间，社融和 GDP 的差值在 4-5 个百分点。假设 2021 年 GDP 增速约在 8% 左右，那么合理 M2 增速在 10%-11% 左右，社融总量增速在 12%-13% 左右。

11 月 28 日，“2020 中国金融学会学术年会暨中国金融论坛年会”在北京召开，周小川以“拓展通货膨胀的概念与度量”为主题，指出传统通货膨胀度量存在较少包含资产价格、可支配收入计算、劳动付出影响通胀感知，以及可比性不足等问题，对货币政策有效性带来挑战。需深入研究通胀概念与准确测度，更好理解货币政策与通胀、通胀预期的关系。

我国 CPI 中比重最大的仍然是食品，未来随着收入增多，非食品类权重会有所增加。而我国居住类价格中包含的门类可能会有所增加。我们认为统计局不会随便改变 CPI 的测算方式，但央行会用更多的指标来衡量通胀，比如 PPI 已经被列入的通胀的衡量之中。

随着经济的逐步走好，与经济增长密切相关的原油价格有望走高，PPI 预计会在明年二季度之前上行，全年预计在 1.5% 左右。CPI 明年仍然较为弱势，猪肉价格可能在三季度下滑，那么 CPI 明年的高点在二季度，一季度 CPI 达到低点，但这个低点不作为货币政策考量的指标。

图 1：中国 CPI 比例（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、本周关注重点

11月30日（周一）将公布中国11月官方制造业/非制造业PMI数据。

预计我国11月制造业PMI仍将维持景气扩张区间运行，由于数据经过季调，不会出现明显变化。从分项指标来看，企业生产活动已恢复至正常状态，生产增速将保持稳定，复苏态势继续巩固；内需将持续修复，但国内市场扩张步伐相对较缓，叠加制造业投资增长恢复缓慢，后续动力略显不足；新一波海外疫情对美、欧等全球重要市场和供应链构成冲击，短期内有利于我国作为“世界工厂”的整体优势的发挥，但人员、信息、技术的交流受阻，将对我国中长期技术创新、产业转型升级等形成负面影响；1-10月份，全国城镇新增就业1009万人，提前完成全年目标任务，预计就业指数略有回升，但不同产业、不同规模企业和不同地区差距进一步扩大，可能出现新的不协调；10月经济动能指标（新订单-产成品库存）上升3.5个百分点至7.9，显示需求端恢复速度明显加快，本月应重点关注该指标变化。

随着居民生活回归常态，服务业继续修复，在投资加快恢复的带动下，建筑业短期内将持续向好，非制造业PMI有望保持高位运行。但从发展趋势看，建筑业市场仍面临一定压力。中央、地方债发行已基本结束，对基础设施投资的资金支持力度将逐步减弱。房地产调控政策进一步收紧，“三道红线”对负债水平较高的房地产开发企业形成新的压力，将使得房地产行业杠杆率下降，扩张速度整体放缓，对宏观经济和行业格局产生中长期影响。

12月3日（周四）将公布美国上周首次申请失业救济人数。

截至11月21日，美国初请失业金人数增加了3万至77.8万，为7月份以来首度出现两周连升。随着住院人数激增，各州和城市开始限制商业活动，美国就业市场面临更多障碍。同时，续请失业金人数也在继续增加，越来越多的人已经用完了失业救济金。目前美国经济的复苏势头已经较第三季度有所放缓，新冠疫情可能使经济再度陷入停滞，也有经济学家预测明年第一季度美国经济将出现负增长。

12月1日（周二）将公布欧元区11月末季调（核心）CPI年率初值，同日澳洲联储公布利率决议。

10月欧元区通胀数据与上月持平，核心通胀率处于纪录低位，距离欧央行设定的2%水平仍有较大差距。预计该地区物价压力在接近年底时将更加温和。

预计澳大利亚的货币和财政政策支持还将持续一段时间，在实际通胀升至2-3%的目标区间内之前不会加息。澳洲联储副主席德贝尔24日在讲话中表示，低利率是资产价格上涨的基础，不相信负利率会起作用，未来三年通胀上升的风险不大。

三、货币政策回归正常化，明确稳杠杆预期

上周央行共进行4300亿元逆回购和500亿元国库现金定存操作，同期有3000亿元央行逆回购和500亿元国库现金定存到期，因此公开市场操作实现净投放1300亿元。

在11月24日举行的第五次“1+6”圆桌对话会上，国务院总理李克强强调，中国将保持宏观政策连续性稳定性，增强可持续性和有效性，继续实施积极的财政政策、稳健的货币政策和就业优先政策，根据形势变化不断丰富政策内涵、完善政策组合，更多采用改革办法，推动经济运行恢复到合理区间。

11月26日，央行发布第三季度中国货币政策执行报告，进一步淡化了疫情对经济的负面影响。随着供给和国内需求逐步恢复常态，而杠杆率提高并积累风险，货币政策的重心开始从支持实体经济修复、稳增长向谋求高质量发展、促进宏观杠杆率稳中趋降。在当前货币政策目标中，调结构稳杠杆居于首位，降成本目标有所后移，后续贷款利率下行幅度相对有限。

“把好货币供应总闸门”的表述，体现了未来流动性供给层面的政策红利将趋于收敛，整体保持中性略偏宽松。社融增速在下一阶段将更多由实体融资需求决定，同时人民币汇率在市场化因素驱动下有望进一步小幅升值。

上周资金面整体宽松，Shibor隔夜品种大幅下行112.3bp报0.836%，其他品种变动不大。27日，银存间质押式回购隔夜品种报0.8178%，较20日下行110.79个基点。27日，1年、3年、5年、10年期国债收益率分别为2.9104%、3.0837%、3.1522%和3.3000%，较20日分别下行3.99bp、3.64bp、3.88bp和1.00bp。

图 2: SHIBOR 利率 (%)

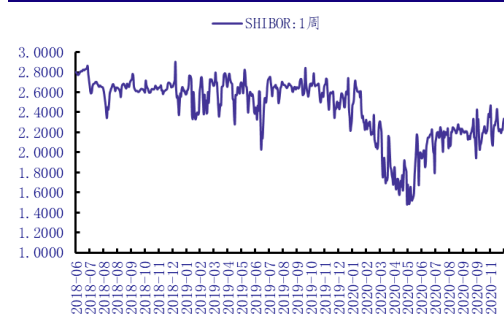
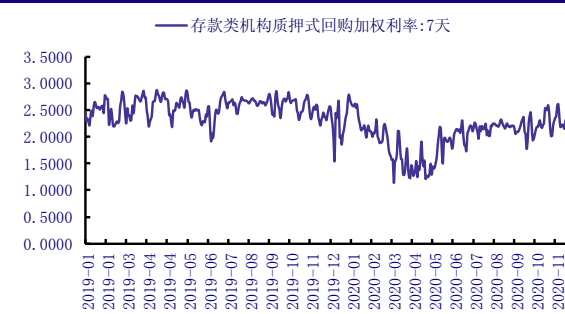


图 3: 存款类机构质押回购利率 (%)



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

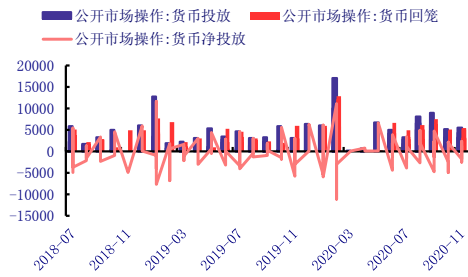
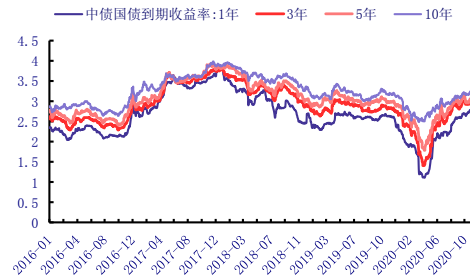
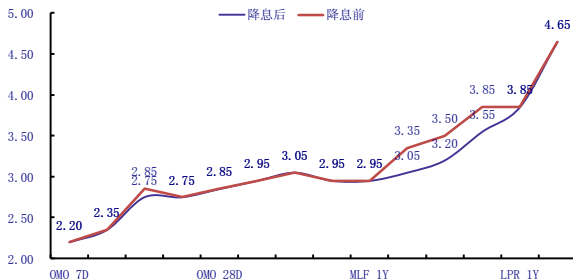


图 5：国债债券收益率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：政策利率曲线 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

27 日，人民币兑美元中间价累计调升 31 个基点，报 6.5755。上周美元指数回落，报收 91.7845 点，下行 0.51 个百分点，创两年多以来新低。自今年 6 月开始，美元兑人民币汇率持续向下，10 月份人民币汇率升幅扩大，全月升值 1.62%。人民币汇率在 11 月 6 日升破 6.6 后，近日再度走高至 6.5 附近。预计明年人民币仍将保持币值稳定：一是中国经济增速全球领先；二是人民币资产对于全球资金的吸引力仍在持续提升；三是全球货币政策易松难紧，中国的利率仍然相对较高。以上因素都将对人民币汇率形成支撑。

图 7：美元兑人民币 (元)



图 8：美元指数 (%)

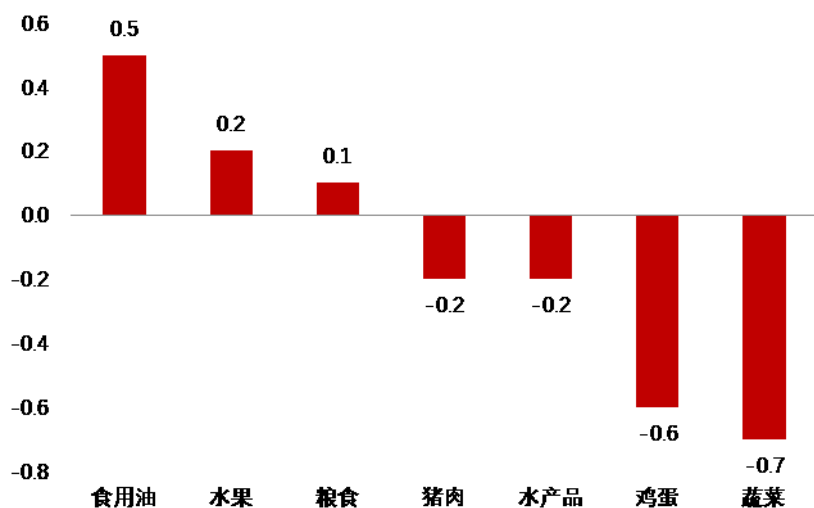


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、物价随季节上涨

全国蔬菜和猪肉价格小幅上行。根据搜猪网数据显示，本周各地猪价都呈现反弹，瘦肉型生猪出栏均价小幅上涨破 30 元/公斤。随着气温的下降，和节假日的临近，全国对猪肉的需求逐步增加。生猪市场即将进入传统的旺季，部分南方地区已经提前开始制作腊肉，未来几周猪肉价格有上涨趋势。蔬菜方面，本周寿光地利农产品物流园蔬菜价格环比 3.0%；入冬后受气温影响，全国蔬菜生长速度变慢，培育运输等成本增加，储备蔬菜需求增大，蔬菜价格预计将续呈上涨趋势。受疫情影响，全国将加大对冷冻肉品、水产品的检查，水产品价格在未来几周将有上涨可能。

图 8：物价下跌（%）



资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 9：猪肉价格下行（%）

图 10：搜猪网猪肉价格平稳（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_1195

