

金融委会议稳预期 经济运行决定货币操作方向

宏观高频数据周报 2020 第 35 期

核心内容:

● 金融委会议稳定预期，未来仍需观察央行操作

信用违约对市场的冲击主要是：（1）违约债券带来了估值的重塑，侧面带动了融资利率的上行；（2）评级普遍下调和资质担忧后，金融机构收窄可抵押债券范围，带来融资困难和资金利率上行；（3）金融机构基于风险考虑以及债券金融产品赎回的抛售压力。

可以说，历史上类似的国债债券冲击事件，如 2016 年的东北特钢，2019 年包商银行，都是央行最终释放流动性，影响了市场利率 10-15bp。11 月 16 日央行释放超额 MLF 后，资金利率开始回归，央行仍然会以原有轨道运行，不会过于宽松也不会过于收紧流动性。在信用收缩的环境下，受到信用违约风险，金融机构抛售债权行为使得市场利率上行，现阶段，利差仍然处于上行，出清可能仍然需要一定时间，对市场带来扰动。

未来预计经济仍然处于修复阶段，市场融资需求仍然较为旺盛，在良好预期的带动下，企业融资需求没有下滑，但如果金融机构谨慎，那么资金利率上行。直到实体经济订单开始缩量，同时资金获取难度增加，经济上行结束，经济周期转向下，对股市影响才会较大，对利率债利好。

信用债违约后，市场担忧类似债券的连锁违约行为也得到了一定程度的遏制。11 月 20 日，证监会启动对华晨汽车集团控股有限公司及相关中介机构的调查，11 月 21 日，国务院副总理、金融委主任刘鹤主持召开金融委第四十三次会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作。这次会议主要针对债券市场的“行为性”因素违约，市场化进程中逐步打破刚兑是目标之一，但不允许以转移资产、挪用资金等方式恶意逃债，给市场增加信心，稳定市场恐慌情绪蔓延。

2021 年经济仍然处于修复，稳定宏观杠杆的基调下，债务可能金融下行周期，仍然需要防范市场风险，债券违约仍然会发生，但发债主体主观逃债减弱，本次信用冲击将会逐步缓解。

● MLF 量增价稳，资金面转松

上周央行共进行 8000 亿元 MLF 和 3000 亿元逆回购操作，实现净投放 3500 亿元。11 月 16 日，开展年内最大规模的 MLF 操作，对冲到期量后实现净投放，延续了近几个月 MLF 净投放的趋势。上周资金面转松，Shibor 短端品种全线下行，银行间资金面宽松，货币市场利率多数下行。10 年期国债到期收益率持续走高，11 月 19 日涨至 3.35%，自 18 日突破 3.3% 后继续创年内新高。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。

● 物价小幅波动

蔬菜价格小幅下行，猪肉价格震荡。蔬菜方面，虽已立冬，但省内及寿光地产蔬菜，在晴好的天气影响下，拱棚和高温棚品种生长状态较为良好，各蔬菜供应宽松。上周搜猪网显示猪价略有回升，全国瘦肉型生猪出栏均价保持在 29.3-29.8 元/公斤的窄幅空间波动。生猪市场处于供应和需求小幅回升的关键期，相对来说供需博弈仍十分激烈，总体价格保持平稳运行，短期之内，供给端和需求端已经不太可能出现大涨或者大跌。

● 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27日(周五)	中国10月规模以上工业企业利润
欧洲	11月23日(周一)	欧元区/法国/德国/英国11月Markit制造业/服务业PMI初值, 英国11月CBI零售销售差值(11/23-27)
	11月24日(周二)	德国11月IFO商业景气指数
	11月25日(周三)	瑞士11月瑞信/CFA经济预期指数
	11月26日(周四)	德国12月GfK消费者信心指数, 欧洲央行公布10月货币政策会议纪要
	11月27日(周五)	德国10月实际零售销售(11/27-12/2), 欧元区11月经济/工业景气指数, 英国央行行长贝利在CityUK的2020年全国会议上发表讲话
美国	11月23日(周一)	美国11月Markit制造业/服务业PMI初值
	11月24日(周二)	美国9月FHFA房价指数月率, 11月谘商会消费者信心指数
	11月25日(周三)	美国截至11月20日当周API汽油/原油库存变动、三季度实际GDP年化季率/GDP平减指数/消费者支出年化季率修正值、10月个人支出月率、截至11月21日当周初请失业金人数、截至11月14日当周续请失业金人数、10月耐用品订单月率初值、10月(核心)PCE物价指数年率、10月批发库存月率初值、10月季调后新屋销售年化总数、截至11月20日当周EIA原油/精炼油/汽油库存变动
	11月26日(周四)	美国11月27日当周石油/天然气/总钻井总数、美联储公布10月货币政策会议纪要
其他	11月26日(周四)	新西兰10月贸易帐
	11月27日(周五)	日本11月东京CPI年率

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	11854.97	-0.22%	-2.59%	-24.31%
DJI.GI	道琼斯工业指数	29263.48	0.74%	-3.17%	-2.48%
GDAXI.GI	德国DAX	13137.25	-0.46%	-3.74%	0.85%
000001.SH	上证指数	3377.73	-2.00%	-2.95%	-9.70%
399006.SZ	创业板指	2667.09	1.49%	-2.48%	-32.58%
N225.GI	日经225	25527.37	-0.55%	-7.88%	-7.33%
KS11.GI	韩国综合指数	2553.50	-2.34%	-7.55%	-13.93%
TWII.TW	台湾加权指数	13716.44	-3.23%	-5.96%	-12.53%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

目 录

一、金融委会议稳定预期，未来仍需观察央行操作.....	错误!未定义书签。
二、本周关注重点	5
三、MLF 量增价稳，资金面转松	6
四、物价小幅波动	8
五、经济复苏持续，黑色系受供需影响涨价.....	10
(一) 需求仍然受到考验	10
(二) 黑色产品价格上行.....	11

一、金融委会议稳定预期，未来仍需观察央行操作

信用债违约对宏观经济影响几何？

11月10日永煤债违约后，引发了市场的广泛担忧，主要担忧类似地方债券的处理方式是否会以永煤为主。这种剧烈的震荡和广泛的信用担忧是债券市场刚性兑付被进一步打破后，既有债券估值体系受到冲击的反映。

这种信用违约对市场的冲击主要是：（1）违约债券带来了估值的重塑，侧面带动了融资利率的上行；（2）评级普遍下调和资质担忧后，金融机构收窄可抵押债券范围，带来融资困难和资金利率上行；（3）金融机构基于风险考虑以及债券金融产品赎回的抛售压力。

可以说，历史上类似的国企债券冲击事件，如2016年的东北特钢，2019年包商银行，都是央行最终释放流动性，影响了市场利率10-15bp。11月16日央行释放超额MLF后，资金利率开始回归，央行仍然会以原有轨道运行，不会过于宽松也不会过于收紧流动性。在信用收缩的环境下，受到信用违约风险，金融机构抛售债权行为使得市场利率上行，现阶段，利差仍然处于上行，出清可能仍然需要一定时间，对市场带来扰动。

但经济仍然处于修复阶段，市场融资需求仍然较为旺盛，在良好预期的带动下，企业融资需求没有下滑，但如果金融机构谨慎，那么资金利率上行。

直到实体经济订单开始缩量，同时资金获取难度增加，经济上行结束，经济周期转向下，对股市影响才会较大，对利率债利好。

信用债违约后，市场担忧类似债券的连锁违约行为也得到了一定程度的遏制。11月20日，证监会启动对华晨汽车集团控股有限公司及相关中介机构的调查，11月21日，国务院副总理、金融委主任刘鹤主持召开金融委第四十三次会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作。这次会议主要针对债券市场的“行为性”因素违约，市场化进程中逐步打破港元是目标之一，但不允许以转移资产、挪用资金等方式恶意逃债，给市场增加信心，稳定市场恐慌情绪蔓延。

2021年经济仍然处于修复，稳定宏观杠杆的基调下，债务可能金融下行周期，仍然需要防范市场风险，债券违约仍然会发生，但发债主体主观逃债减弱，本次信用冲击将会逐步缓解。

图 1：利率稍有回归（%）



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27日（周五）将公布中国10月规模以上工业企业利润。

9月，我国规模以上工业企业利润单月增速改善幅度较上月明显放缓，但仍然保持正增长。下游行业利润恢复速度减缓，疫后经济恢复逻辑基本结束，我国经济复苏驱动力有所减弱。9月份利润增速放缓的原因主要包括以下四点：

第一，产品出厂价格回落挤压企业盈利空间；第二，原材料、黑色产业景气度较好，上游行业利润增速上行，限制中、下游利润增速；第三，成品库存上行，影响当期实现利润和未来扩大再生产；第四，财务费用持续上行，疫情期间的金融让利结束，财务费用的上行速度已经超过了企业的负债增速。

受到节假日影响，10月工业生产回落，预计10月利润增速将继续下行，但我国四季度整体工业利润仍将保持向上走势。

11月25日（周三）将公布美国上周首次申请失业救济人数。

截至11月14日，美国初请失业金人数录得74.2万人，仍是经济衰退前水平的三倍左右，确诊病例累创新高将抑制美国经济增长的担忧有所加重。随着数百万失业救济金的续领到期，使用该指标衡量美国就业市场健康程度的准确度明显降低。当前美国就业市场依旧压力巨大，美国各州的失业保险金数据并未包含已转换到别的救助项目的长期失业者，且很多人在失业后直接退出了就业市场。

11月26日（周四）将公布欧洲央行公布10月货币政策会议纪要。

随着今年下半年以来企业重新营业带来的反弹逐渐消退，经济复苏正在放缓，确诊病例增加导致发达市场人员流动性趋势逆转，欧元区第四季度的增长可能会收缩，加上通胀低于目标，意味着发达市场的货币政策可能会在未来数年保持宽松，预计欧洲央行将向鸽派调整政策。

下周还将公布美国及欧元区各国11月Markit制造业/服务业PMI初值。

10月份海外PMI数据显示，美国制造业仍继续扩张，但欧元区两极分化严重，在制造业快速增长的同时，服务业再陷萎缩困境。在第二波疫情对海外经济构成持续冲击的背景下，预计本月美国、欧元区PMI恢复步伐有所放缓，服务业受冲击程度更加严重。

三、MLF 量增价稳，资金面转松

上周央行共进行 8000 亿元 MLF 和 3000 亿元逆回购操作，同期有 2000 亿元 MLF 和 5500 亿元央行逆回购到期，因此公开市场操作实现净投放 3500 亿元。

从近期央行操作来看，整体仍保持了流动性合理充裕。11 月 16 日，开展年内最大规模的 MLF 操作，对冲到期量后实现净投放，延续了近几个月 MLF 净投放的趋势。主要原因包括三点：第一，年底临近市场流动性需求较大；第二，由于目前 MLF 操作利率低于市场利率，央行大规模开展 MLF，有利于银行适当降低负债成本；第三，近期信用债事件发酵，需要释放流动性稳定市场预期。MLF 利率保持 2.95% 不变，预示着本月 LPR 将大概率保持不降。而 LPR 报价持平，并不等于货币政策正常化加速，也不意味着企业贷款利率停止下行。6 月企业一般贷款利率比 3 月下行 22 个基点，估计三季度仍会保持一定环比降幅，也减轻了通过 LPR 报价下行推动企业贷款利率下降的需求。

上周资金面转松，Shibor 短端品种全线下行。其中隔夜品种下行 56.4bp 报 1.9590%，Shibor7 天期 7 报 2.2280%，下行 20.5bp，14 天品种下行 19.6bp 报 2.6460%。银行间资金面宽松，货币市场利率多数下行。20 日，银存间质押式回购 7 天期品种报 2.2063%，较 13 日下行 39.98 个基点。

11 月 20 日，1 年、3 年、5 年、10 年期国债收益率分别为 2.9503%、3.1201%、3.1910% 和 3.3100%，较上周分别上行 10.39bp、11.48bp、9.26bp 和 3.85bp。随着价格下跌，10 年期国债到期收益率持续走高。今年 10 年期国债到期收益率呈现“V 型”走势，年初时保持在 3% 以上，自 1 月底缓慢下探到 3% 以下，4 月份达到最低点 2.48% 后逐步回升，8 月底再度回到 3% 以上并持续走高，11 月 19 日涨至 3.35%，自 18 日突破 3.3% 后继续创年内新高。

图 2: SHIBOR 利率 (%)

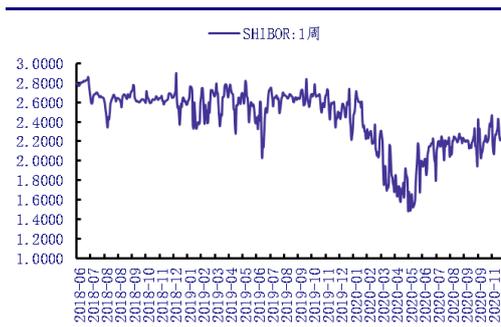
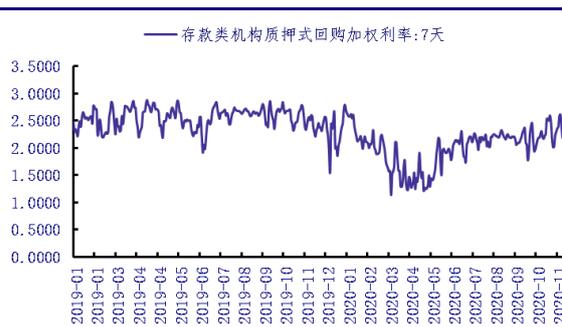


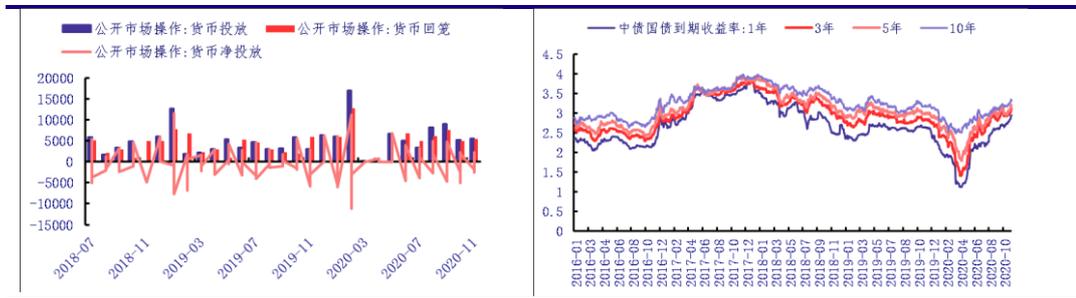
图 3: 存款类机构质押回购利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

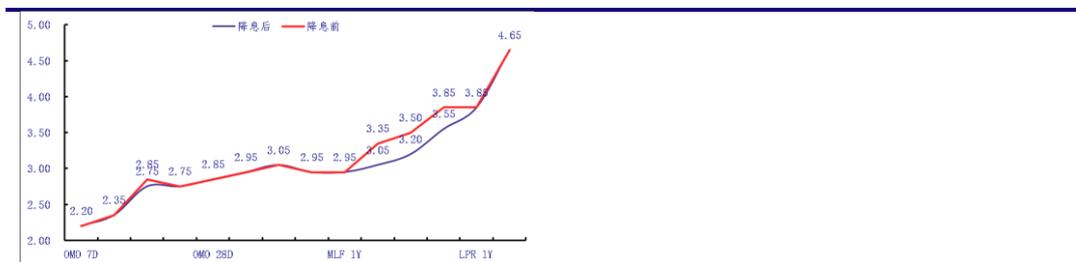
图 4：央行公开市场业务投放回笼周度统计

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 (%)

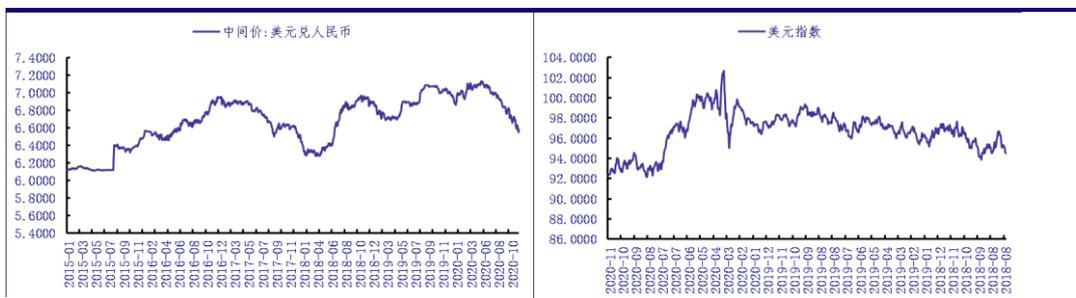


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

20日,人民币兑美元中间价累计调升499个基点,报6.5786。上周美元指数回落,报收92.2593点,下行0.77个百分点。自今年6月开始,美元兑人民币汇率持续向下,10月份人民币升值幅度扩大,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 (%)

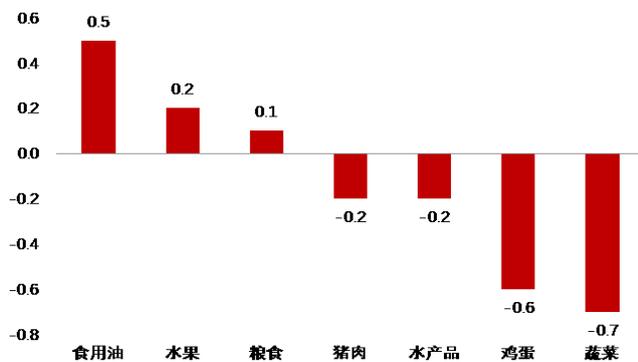


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、物价小幅波动

蔬菜价格小幅下行，猪肉价格震荡。蔬菜方面，寿光农产品物流园蔬菜价格显示蔬菜环比下跌 1.6%，虽已立冬，但省内及寿光地产蔬菜，在晴好的天气影响下，拱棚和高温棚品种生长状态较为良好，各蔬菜供应宽松。上周搜猪网显示猪价略有回升，11月21日全国瘦肉型猪出栏均价 29.6 元/公斤，上行 0.95%。全国瘦肉型生猪出栏均价保持在 29.3-29.8 元/公斤的窄幅空间波动。生猪市场处于供应和需求小幅回升的关键期，相对来说供需博弈仍十分激烈，总体价格保持平稳运行，短期之内，供给端和需求端已经不太可能出现大涨或者大跌。

图 9：物价下跌（%）



资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 10：猪肉价格下行（%）

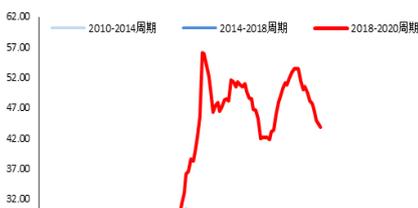
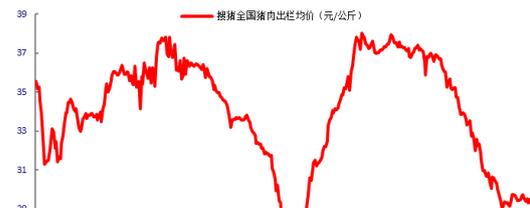


图 11：搜猪网猪肉价格平稳（元/公斤）



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_1295

