

宏观周报

原材料上涨加剧通胀背离

宏观周报（12.28~01.03）

证券分析师

赵梧凡

资格编号：S0120519110002

邮箱：zhaowf@tebon.com.cn

联系人

相关研究

投资要点：

- **主题评论：原材料上涨加剧通胀背离。**
- **原材料价格走高，预测 PPI 将进一步向上修复。**12 月主要原材料购进价格指数录得 68 高位，出厂价格指数继续上行至 58.9，与近期国际油价、国内煤价的上涨行情相一致。在原材料价格的推动下，预计 12 月 PPI 同比降幅会进一步收窄；
- **通胀背离趋势将更加显著。**今年五月以来 CPI-PPI 剪刀差不断收窄，工业品、消费品价格走势明显分化。目前 CPI 受猪价拖累、核心 CPI 走弱的情况下，预计 CPI 下行趋势不变。因而 PPI 降幅收窄将加剧通胀背离趋势；
- **政策环境改变将打破这一趋势。**通胀背离反映了我国货币宽松路径主要是直接流向地产基建等领域，通过投资拉动经济增长，支撑工业品价格一路走高。而居民收入受到溢出影响相对较小，恢复缓慢，大大限制了居民消费，并反应在消费品价格走弱。根据中央经济工作会议，明年宽松政策将稳步退出，同时要加强需求侧管理。这意味着明年便利将向需求侧倾斜，而生产扩张速度预计有所放缓，PPI、CPI 背离趋势有望改善；
- **国内要闻：中欧谈判如期达成，市场瞩目。**30 日中欧领导人共同宣布如期完成中欧投资协定谈判。宣布协定达成当日及次日，中欧主要股指均有明显上涨。协定的达成将促进中欧贸易往来，标准拟定有望侧面提高中国对其他经济体的外贸水平；
- **央行和银保监会：限制房地产贷款占比。**31 日央行和银保监会联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中管理制度的通知》。规定总体来说较为温和，短期不会有重大影响，长期来看房地产贷款增速将有所放缓；
- **海外要闻：欧美消费回暖。**12 月 26 日当周，美国红皮书商业零售销售额同比回升至 8.9%。12 月 31 日当周，英国、德国、法国的零售娱乐活动活跃度较基期的降幅分别回升至 -47%、-54%、-24%。欧美消费大幅回暖，主要受到传统圣诞、元旦假日的推动，也反映了欧美本轮大规模宽松对消费的刺激作用；
- **证券市场：经济刺激推高美股。**圣诞节后首日标普 500 指数上涨 0.87%，周内上涨 1.43%。**中欧谈判达成，国内市场大涨。**周内上证、深成分别上涨 2.25% 和 3.22% 至 3473.07 和 14470.68。**月初流动性紧平衡，货币市场隔夜利率上行。**DR001、DR007 周内分别上行 33.94bp 和 30.02bp。**信用初步发酵，利率债信用债走势分化。**利率债短端利率继续大幅下探。信用债短端开始收紧，长端相对滞后；
- **另类资产：美元继续走弱，中欧投资协定达成，人民币再升值。**美元指数周内下跌 0.41% 至 89.96，再次跌破 90。美元走弱，**黄金周内持续上涨。**COMEX 黄金活跃期货周内上涨 1.01% 至 1901.6 美元/盎司。**原油价格上行遇到压力，上一轮减产计划的影响逐渐退去。**布伦特原油期货周内上涨 0.35% 至 51.41 美元/桶。；
- **风险提示：**政策超预期，流动性风险加大。



内容目录

1. 原材料上涨加剧通胀背离	4
2. 国内外重点事件追踪	4
2.1. 国内要闻	4
2.2. 海外要闻	4
3. 宏观数据追踪	5
3.1. 股市	5
3.2. 债市	5
3.3. 汇率	6
3.4. 商品	6
4. 本周关注	7

图表目录

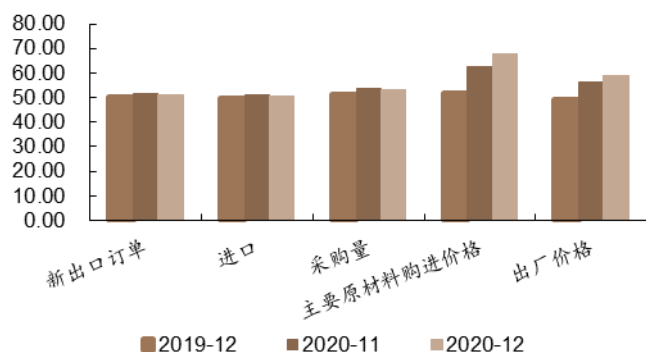
图 1: CPI-PPI 剪刀差收窄	4
图 2: PMI 相关分类指数	4
图 3: 股指周内涨跌情况	5
图 4: 国债到期收益率周内变动 (bps)	5
图 5: 信用债利率周内变动 (bps)	5
图 6: 美元指数、美元兑人民币汇率	6
图 7: COMEX 黄金、布伦特原油活跃期货收盘价	6
表 1: 本周关注	7

1. 原材料上涨加剧通胀背离

原材料价格走高，预测 PPI 将进一步向上修复。根据上月末公布的 12 月 PMI 及相关分类指数数据，12 月主要原材料购进价格指数高企，录得 68 高位，同时，出厂价格指数继续上行至 58.9。这与近期国际油价、国内煤价的上涨行情相一致。在原材料价格的推动下，预计 12 月 PPI 同比降幅会进一步收窄。

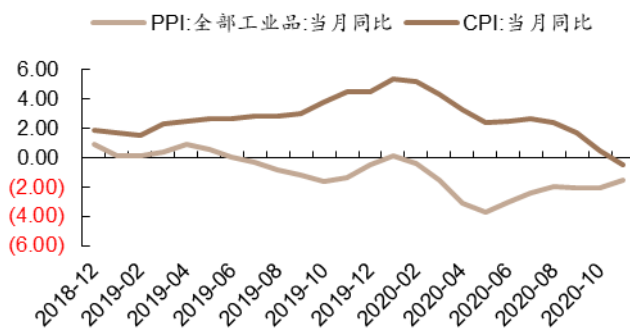
通胀背离趋势将更加显著。今年五月以来 CPI-PPI 剪刀差不断收窄，工业品、消费品价格走势明显分化。目前 CPI 受猪价拖累、核心 CPI 走弱的情况下，预计 CPI 下行趋势不变。因而 PPI 降幅收窄将加剧通胀背离趋势。

图 1：CPI-PPI 剪刀差收窄



资料来源：WIND，德邦研究所

图 2：PMI 相关分类指数



资料来源：WIND，德邦研究所

政策环境改变将打破这一趋势。通胀背离反映了我国货币宽松路径主要是直接流向地产基建等领域，通过投资拉动经济增长，支撑工业品价格一路走高。而居民收入受到溢出影响相对较小，恢复缓慢，大大限制了居民消费，并反应在消费品价格走弱。根据中央经济工作会议，明年宽松政策将稳步退出，同时要加强需求侧管理。这意味着明年便利将向需求侧倾斜，而生产扩张速度预计有所放缓，PPI、CPI 背离趋势有望改善。

2. 国内外重点事件追踪

2.1. 国内要闻

中欧谈判如期达成，市场瞩目。中欧领导人 30 日晚举行视频会晤，共同宣布如期完成中欧投资协定谈判，这是中国与欧盟签订的首份全面投资协定。协定涵盖市场准入承诺、公平竞争规则、可持续发展和争端解决四方面内容。

宣布协定达成当日及次日，中欧主要股指均有明显上涨，反映了市场的密切关注与积极预期。从协定内容来看，中方大面积开放多个领域，是近年来少见的重大外贸协定。协定的达成将促进中欧贸易往来，标准的拟定也有望侧面提高中国对其他经济体的外贸水平。

央行和银保监会：限制房地产贷款占比。12 月 31 日，央行和银保监会联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中管理制度的通知》，对银行业金融机构房地产贷款占比和个人住房贷款占比做出规定。

本次规定主要是为了限制未来房地产贷款增速。总体来说较为温和，对大型银行设置的上限较高，小型银行设置弹性区间，并且设有过渡期，因此短期不会有重大影响，长期来看房地产贷款增速将有所放缓。

2.2. 海外要闻

欧美消费回暖。截至 12 月 26 日当周，美国红皮书商业零售销售额同比回升至 8.9%，12 月以来已连续 3 周上行；12 月 31 日当周，英国、德国、法国的零售娱乐活动活跃度较基期的降幅分别回升至-47%、-54%、-24%。欧美消费大幅回暖，主要受到传统圣诞、元旦假日的推动，也反映了欧美本轮大规模宽松对消费的刺激作用。

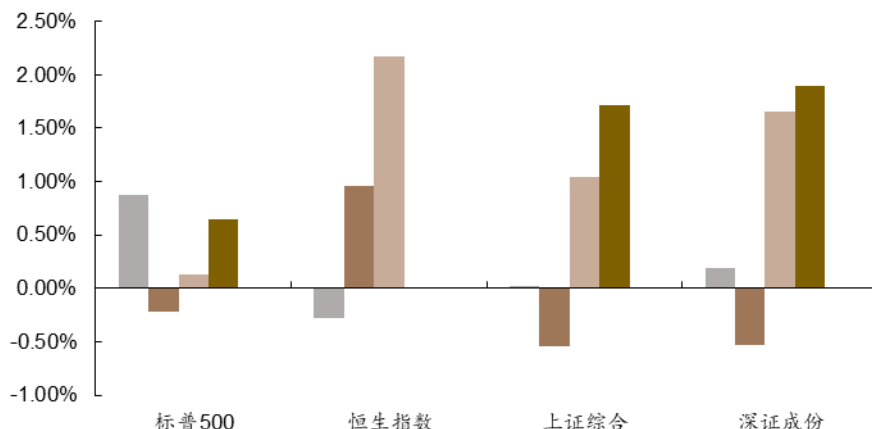
3. 宏观数据追踪

3.1. 股市

经济刺激推高美股。美国通过新的经济刺激计划，提振股市，圣诞节后首日标普 500 指数上涨 0.87%，周内上涨 1.43%至 3756.07；港股受海内外利好影响，恒生指数周内上涨 2.87%至 27147.11。

中欧谈判达成，国内市场大涨。宣布协定达成当日，上证、深成分别上涨 1.05%和 1.66%，周内分别上涨 2.25%和 3.22%至 3473.07 和 14470.68。

图 3：股指周内涨跌情况



资料来源：WIND，德邦研究所

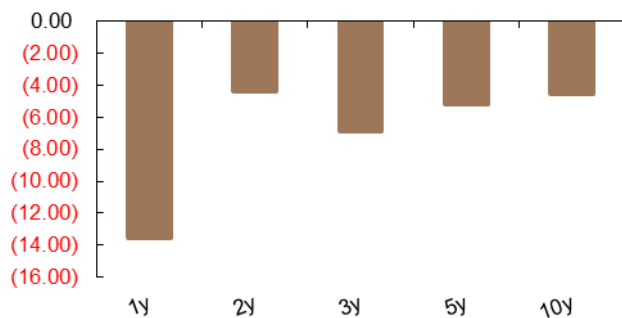
3.2. 债市

月初流动性紧平衡，货币市场隔夜利率上行。上周公开市场回笼资金 800 亿元，投放 1750 亿，净投放 950 亿，资金面较紧。DR001、DR007 周内分别上行 33.94bp 和 30.02bp。

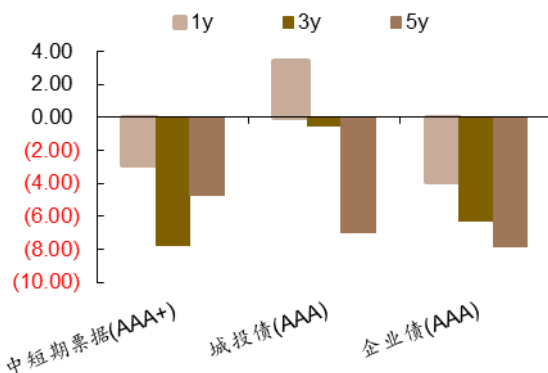
信用初步发酵，利率债信用债走势分化。信用事件后我们曾预测市场化将成为未来发展方向，信用分化将重塑利率定价模式。此前大面积宽松的环境下这一趋势并不明显，上周流动性较紧，利率债与信用债利率走势初步分化。利率债短端利率继续大幅下探。1 年期国债到期收益率下行 13.57bp 至 2.47%；10 年期国债收益率下行 4.49bp 至 3.14%。信用债方面，短端开始收紧，长端相对滞后。AAA+级中短期票据、AAA 级城投债、AAA 级企业债一年期收益率分别-2.88bp、+3.43bp 和-3.95bp，相较此前一周大幅下行的趋势显著收紧。

图 4：国债到期收益率周内变动 (bps)

图 5：信用债利率周内变动 (bps)



资料来源：WIND，德邦研究所

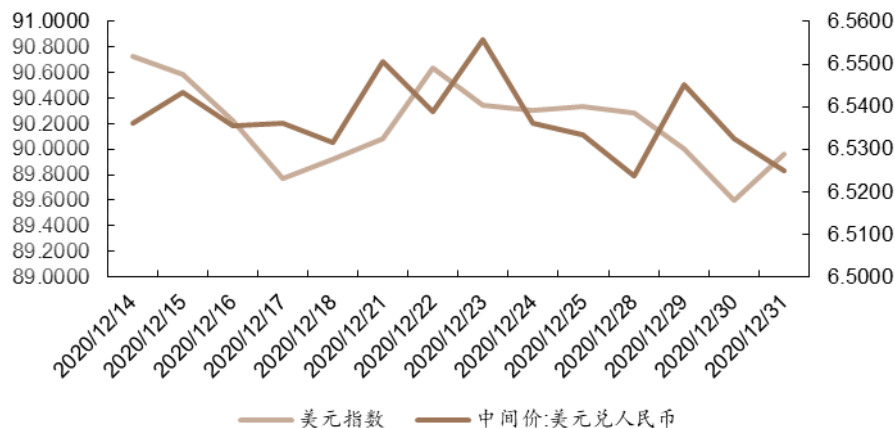


资料来源：WIND，德邦研究所

3.3. 汇率

美元继续走弱，中欧投资协定达成，人民币再升值。美元指数周内下跌 0.41% 至 89.96，再次跌破 90。中国经济基本面稳固，叠加中欧谈判利好，周内美元兑人民币下跌 0.129%。

图 6：美元指数、美元兑人民币汇率



资料来源：WIND，德邦研究所

3.4. 商品

美元走弱，黄金周内持续上涨。COMEX 黄金活跃期货周内上涨 1.01% 至 1901.6 美元/盎司。原油价格上行遇到压力，上一轮减产计划的影响逐渐退去。布伦特原油期货周内上涨 0.25% 至 54.44 美元/桶。

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_406

