

**李超** 执业证书编号：S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**孙欧** 执业证书编号：S0570519080007  
研究员 010-56793954  
sunou@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：关注明年一季度社融超预期可能性》2019.12
- 2 《宏观：我国逆周期政策基调确认，铜价上涨（更正）》2019.12
- 3 《宏观：我国逆周期政策基调确认，铜价上涨》2019.12

# 专项债来了

## 图说双周国内经济（2019.12.23-2020.01.05）

### 专项债发行拉开帷幕，一季度经济向好可期

2019年11月底财政部提前下达2020年部分新增专项债务限额1万亿元后，2020年专项债发行逐渐落地。1月2日，河南发行专项债519亿，四川发行专项债356.71亿。据时代周报统计，截止1月3日，已共有14个省市明确将在1月发行专项债，合计发行规模为4650.42亿，占“提前批”限额的46%。财政部部长刘昆在2019年12月底的全国财政工作会议上再次强调，用好地方政府专项债券，坚持“资金跟着项目走”，优化债券投向结构，落实好扩大专项债券使用范围等政策，尽快扩大有效投资。我们坚持专项债发行加速并对基建形成有效拉动的观点，一季度经济向好可期。

### 2019年12月PSL净回笼或主因到期量大，关注2020年一季度放量可能

央行数据显示，2019年12月人民银行净收回PSL605亿元，期末余额为35374亿元，12月净回笼量较大，我们认为主要原因可能在于：①2019年12月首次开展PSL操作3831亿，期限多为3-5年，2019年12月或有较大到期量，由于年底项目资金需求量小，导致2019年12月净回笼。②12月政策性金融债发行量大，净融资1185亿，PSL需求减小。我们此前判断为应对春节附近的流动性缺口，央行可能主要采取全面降准+PSL放量，目前降准已经兑现，预计1月大概率投放较大规模PSL，2020年一季度PSL投放量单月可达1000亿以上，辅助央行扩信用意图。

### 短期限信用利差走阔，货币政策维持稳健灵活适度

上两周（2019.12.23-2020.01.05）央行公开市场净回笼5800亿，2019年12月24日后央行均未开展公开市场操作。央行宣布自1月6日全面降准0.5个百分点，释放资金8000多亿，预计能够弥补一定1月的流动性缺口。上两周R007/DR007利率分别下行15.7、19.6BP至2.26%和2.02%，5年和10年期国债收益率分别下行3.2、3.8BP至2.97%和3.14%；中债AA+中短票据1/3/5/7年期信用利差分别变动3.6、-8.7、-3.3、-2.1BP，AA级1/3/5/7年期信用利差分别变动5.6、-4.7、-3.3、-2.1BP，AA-级1/3/5年期信用利差分别变动5.6、-4.7、-3.3BP，短期限信用利差有所走阔。

### 中东地缘政治冲突升级，关注原油价格上涨风险

上两周铁矿石、LME铜、LME铝、水泥价格环比分别变动-0.46%、+0.07%、+0.37%、-0.33%，原油价格环比上行5.28%，我们认为10月初至今油价缓慢上行与铜价相呼应，主要来自需求侧逻辑，但近日美伊冲突升级，油价受此影响大幅冲高，若地缘政治风险进一步升温，我们提示油价持续上行可能引发“猪油共振”，进而使得我国CPI通胀压力进一步加大。国际风险事件、物价上行带来的实际利率下行或短期利好黄金，上两周，黄金环比升4.8%至1552.4盎司/美元，但今年上半年经济企稳预期强，预计黄金走势震荡。中长期看，美元回落可能带来黄金持续性投资机会。

### 猪肉菜价环比微涨，CPI短期上行压力仍存

上两周，菜篮子指数环比微涨0.37%，截至1月2日，农业部口径猪肉均价为44.01元/公斤，近两周猪价环比上升1.4%。据新发地市场，近期猪肉价格上涨可能源于进入农历的腊月肉类需求的增加，与我们此前判断一致，由于2020年春节时点较早（1月下旬），至2020年春节前后，猪肉价格环比可能继续上涨，猪周期见顶需等待补栏逐渐完成，我们认为尚需一定时间，考虑到油价上行的风险因素，CPI短期继续上行压力仍然存在，物价对利率债走势的冲击不可忽视。

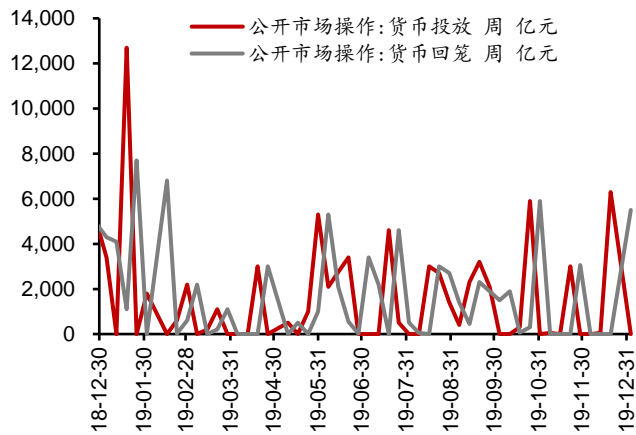
风险提示：中东地区紧张局势升级推升油价，猪油共振引发国内通胀压力进一步增加。

图表1: 实体经济高频数据跟踪

	12月23日-1月5日 (双周环比)	12月同比	11月同比	10月同比
<b>上游</b>				
原油价格 (Brent)	5.28%	22.20%	9.04%	-19.92%
动力煤价格	0.91%	-3.1%	-5.64%	-3.90%
铁矿石价格	-0.46%	16.4%	20.61%	14.15%
LME 铜价	0.07%	5.59%	-6.81%	-4.08%
LME 铝价	0.37%	-4.63%	-7.63%	-10.46%
<b>中游</b>				
6大发电集团日均耗煤	-1.25%	4.82%	17.01%	19.29%
高炉开工率	0.96%	2.48%	-0.83%	-4.69%
水泥价格	-0.33%	2.69%	1.57%	2.12%
出口集装箱运价指数	5.05%	6.62%	-3.72%	-6.26%
BDI 指数	-19.23%	-14%	24.13%	18.56%
<b>下游</b>				
30大中城市商品房日均成交面积	-7.19%	-11.88%	1.32%	-0.16%
一线城市	-16.86%	-23.56%	-0.10%	19.37%
二线城市	-1.91%	-10.59%	0.77%	-4.04%
三线城市	-11.88%	-6.13%	2.91%	-3.16%
猪肉价格 (期末时点价格)	3.02%	131.35%	121.02%	170.44%
菜篮子指数	0.37%	18.76%	15.60%	16.93%

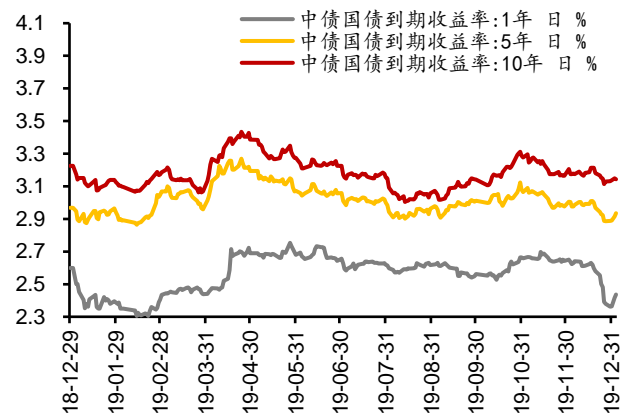
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 上两周央行公开市场操作整体呈现净回笼



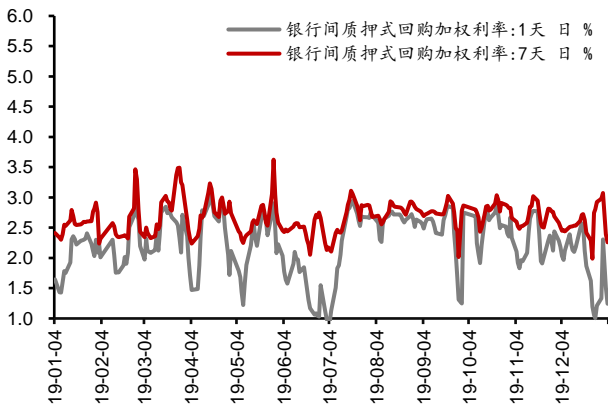
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 中债国债到期收益率 1、5、10年期小幅下行



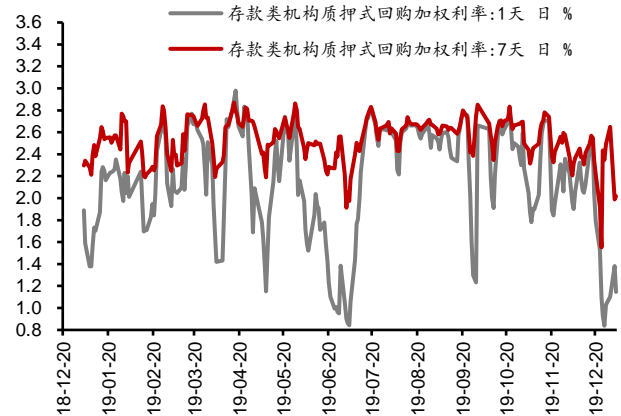
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4：7天银行间回购加权利率震荡下行



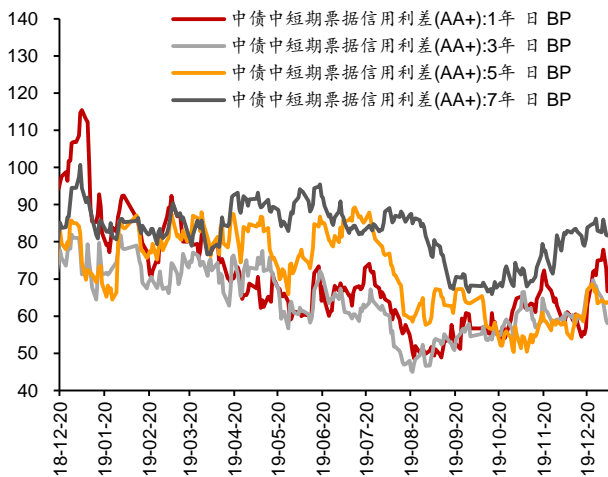
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：7天存款类机构回购加权利率震荡下行



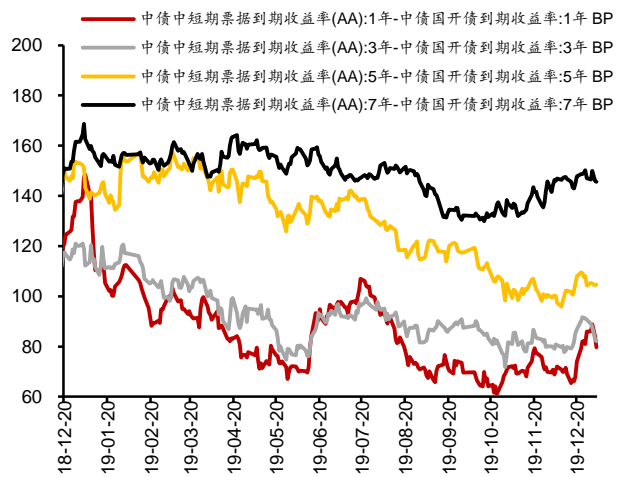
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：短期限 AA+中短票据信用利差走阔



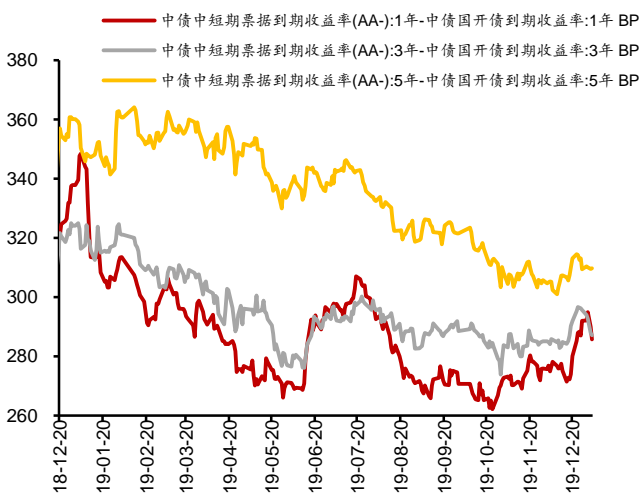
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：短期限 AA 中短票据信用利差走阔



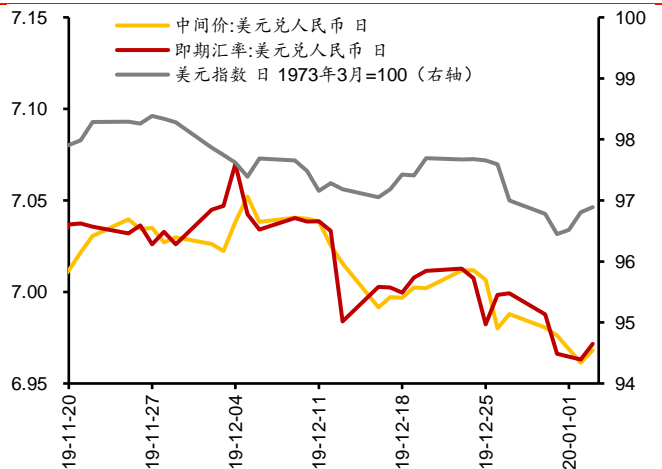
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：短期限 AA-中短票据信用利差走阔



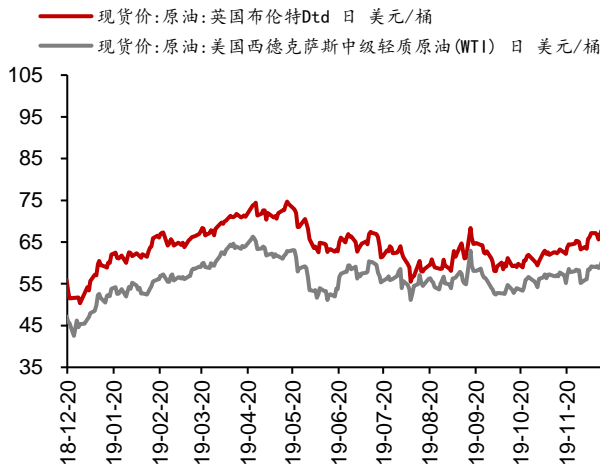
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：近两周，人民币汇率小幅贬值，美元指数小幅上升



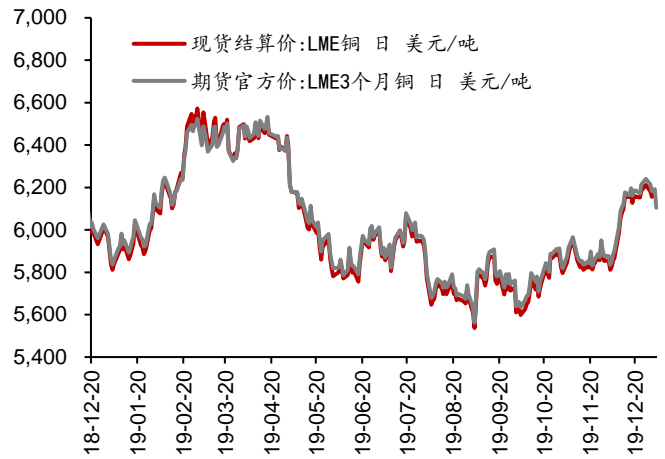
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表10: 原油现货价小幅下行**



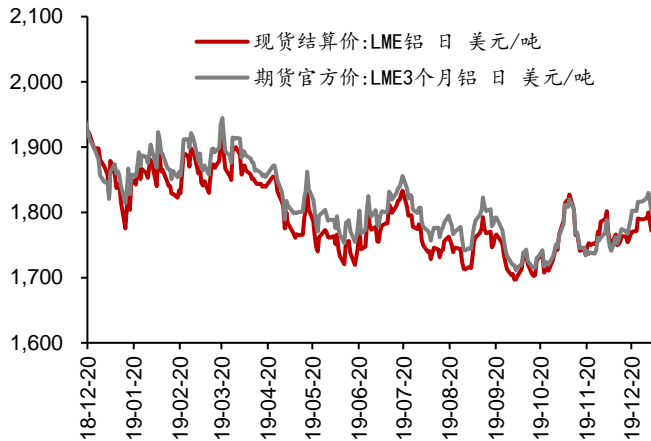
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表11: LME 铜现货价格上行、期货价格下行**



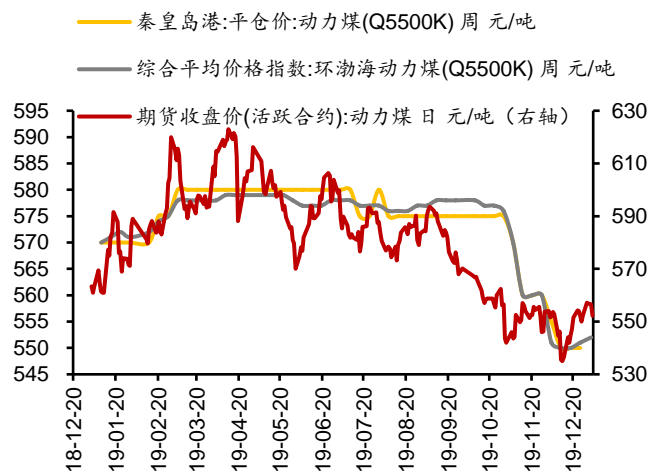
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表12: LME 铝现货、期货价格下行**



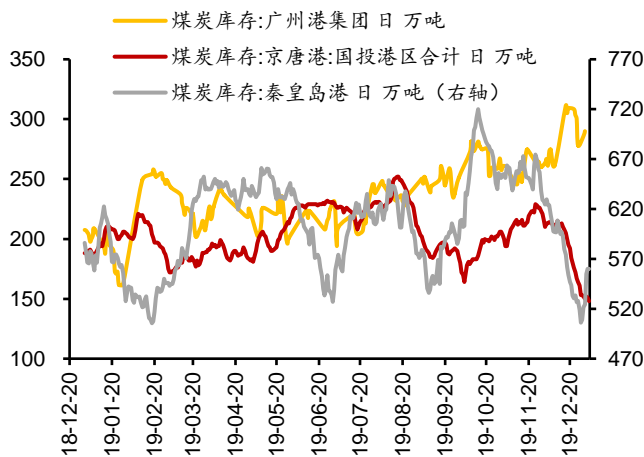
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表13: 动力煤期货价格小幅下行**



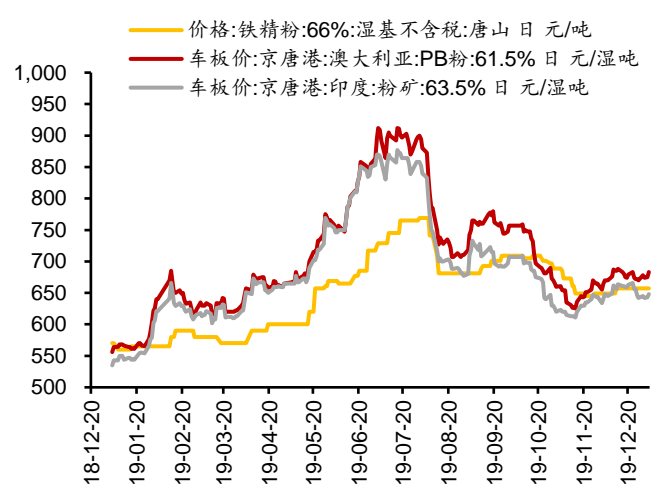
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表14: 广州港、京唐港库存下行, 秦皇岛港库存回升**



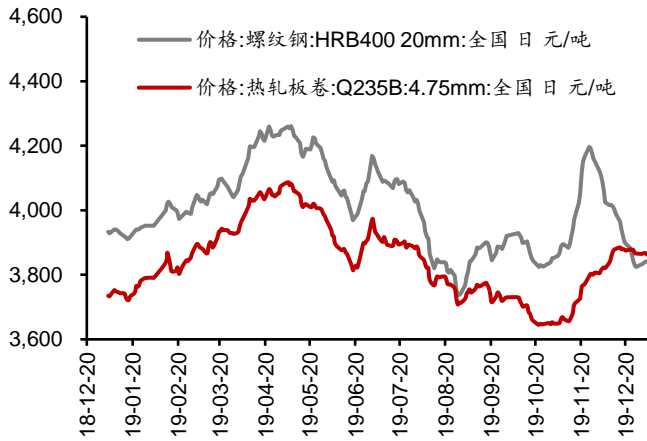
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表15: 铁精粉、PB粉价格上行, 粉矿价格下行**



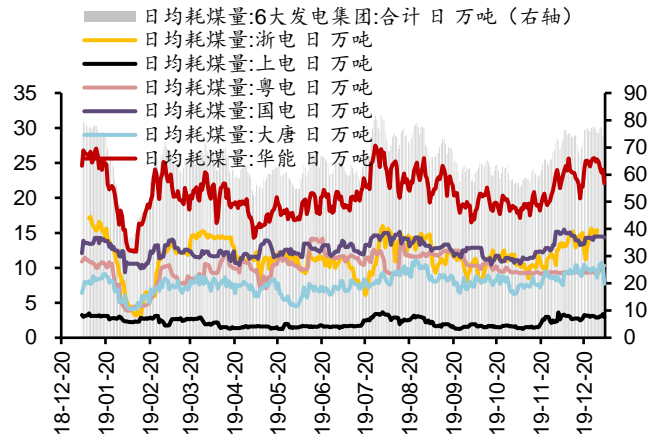
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表16: 热轧板卷、螺纹钢价格下行**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表17: 6大发电集团耗煤量环比小幅下行**



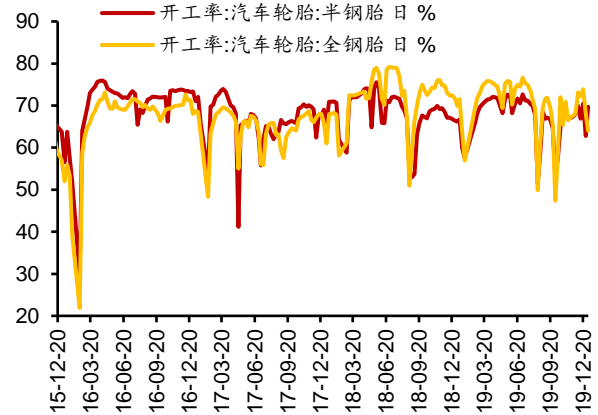
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表18: 近两周, 高炉开工率小幅上行**



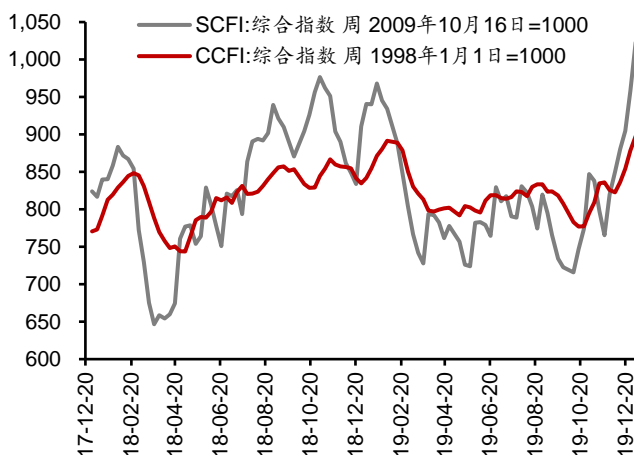
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表19: 全钢胎、半钢胎开工率下行**



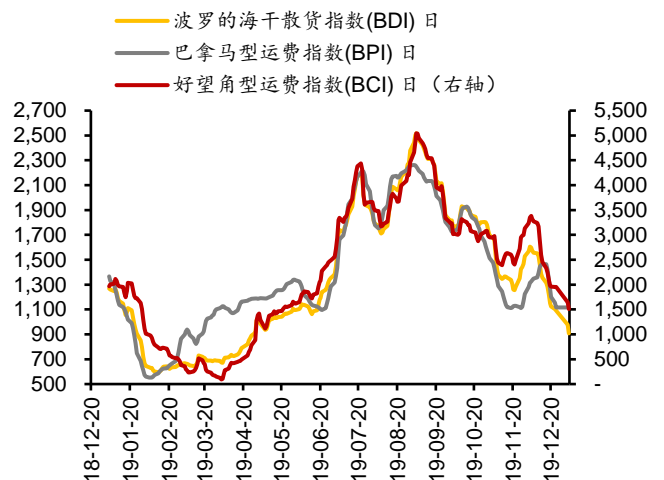
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表20: SCFI 指数、 CCFI 指数持续上行**



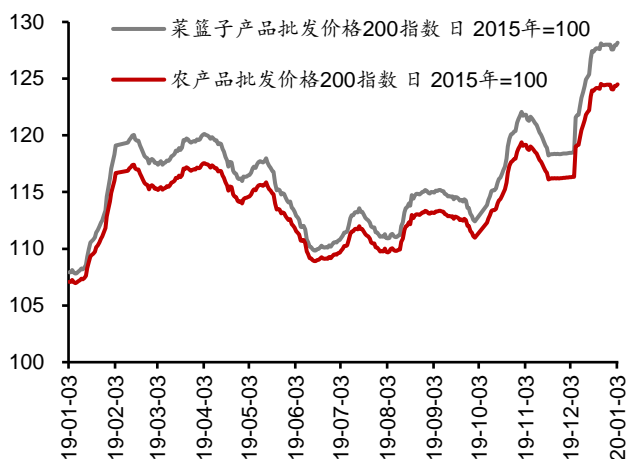
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表21: BDI、BPI、BCI 指数下行**



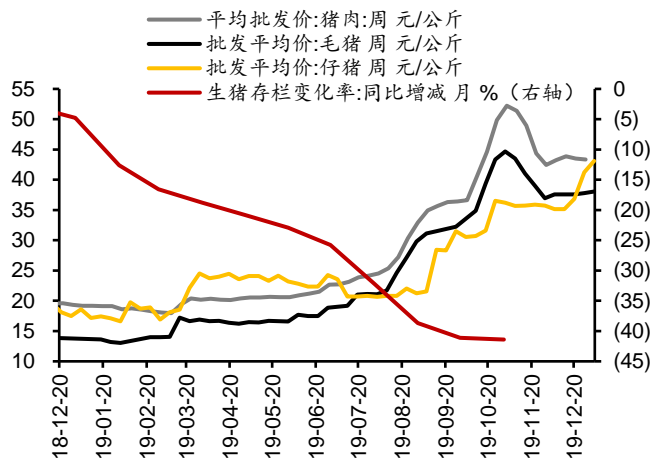
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 菜篮子产品和农产品价格持续上行



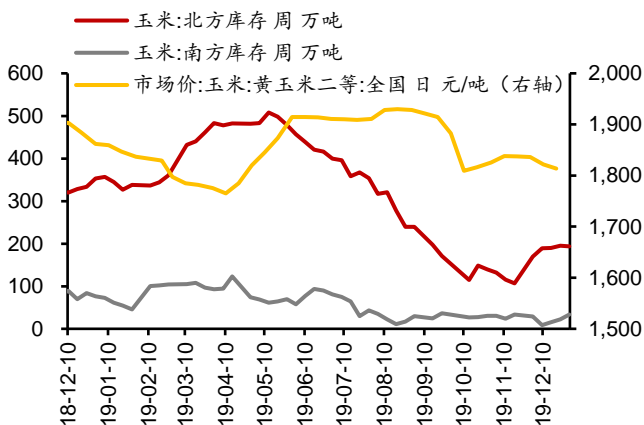
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 12月份猪肉价格基本稳定



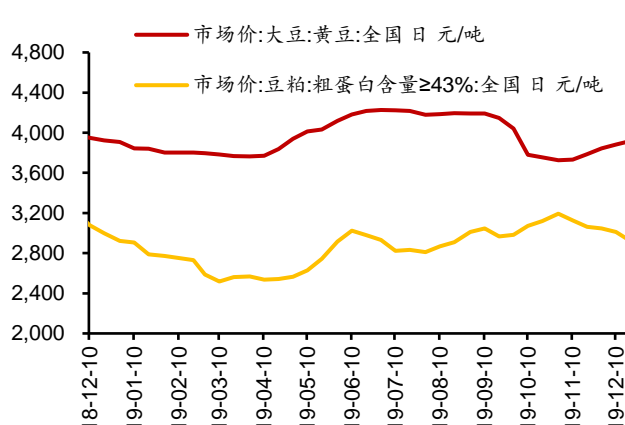
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 玉米价格小幅下行, 南方库存上升, 北方库存下滑



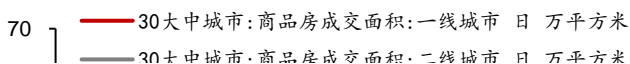
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 大豆价格小幅上行, 豆粕价格下行

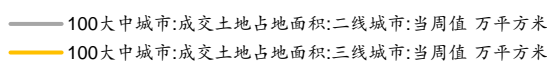


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 商品房成交面积一、二、三线城市均下行



图表27: 成交土地占地面积二、三线城市下行, 一线城市小幅上行



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\\_7989](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7989)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>