

工业库存与投资的底部基本确认

报告摘要

● **1、中国11月工业企业利润增长大幅反弹。**分行业看，利润增长的趋势和结构向好：造纸、石油产业链、化工产业链、钢铁以及汽车制造业降幅明显收窄；有色、食品、文教娱乐及设备制造业利润增长进一步提速；出口导向较强的计算机通信和电气机械行业继上月增速显著反弹后，本月出现了一定程度的回落。**可以确认两个底部：**1) 工业去库存过程的底部基本确认。2) 制造业投资增速的底部基本确认。

● **2、央行确定存量浮动利率贷款定价基准转换为LPR的方案。**规定存量商业性个人住房贷款利率水平保持不变，直到下一个重定价日，且重定价周期最短为一年。从而2020年存量房贷的利率下行空间，取决于2020年到该笔贷款重定价日之间，LPR下行的幅度（如果重定价日是1月1号，则要到2021年才能享受利率下降）。因此，LPR下调能够滞后带动存量房贷还款压力下降，对于居民消费可能有一定刺激；但对房地产销售的刺激效果，则主要是通过LPR下调带动增量房贷利率下行实现的。

● **3、中办、国办印发意见，全面取消城区常住人口300万以下的城市落户限制。**这是对习近平主席在《求是》上发表的“推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局”的政策落实。这一政策方向，将带来两方面影响：一是，支撑房地产销售的刚性需求，有助于平稳地“去房地产化”；二是，提升交通运输类基建的需求，互联互通是打造优势互补的城市群的基本要求。

● **实体经济主要变化：1) 中美局势缓和推动了近期的“再通胀”交易：**国际油价从10月开始震荡回升，12月开始加速上涨，本周布伦特原油期货结算价收于68.16美元/桶；铜价则在12月出现了迅猛攀升。2) **近期，房地产销售有从三四线向一二线城市迁移的迹象。**三线城市成交面积下滑明显，二线城市也从高位有所回落，但一线城市成交面积出现明显上扬。3) **猪肉价格继11月显著回落之后，12月保持了平台震荡。**12月以来，中央共向市场投放了冻猪肉14万吨，11月生猪存栏和能繁母猪存栏量双双止跌回升。

● **金融市场主要变化：1) 在流动性整体宽松的的基础上，“流动性分层”凸显。**银行与银行之间的流动性非常宽松，而银行对非银的流动性传导还存在一些阻隔。国有行和股份行同业存单发行利率明显回落，而农商和城商行发行利率继续高位上扬。2) **受流动性宽松驱动，债券市场显著上涨，收益率曲线增陡。**周六银保监会、央行发布通知，拟对银行理财类货基产品执行与公募货基基本相同的监管要求。这对信用债和中长久期利率债的短期配置需求会产生一定影响，可能会引发市场的一定调整。但所有有望带来的银行负债成本下降，将有助于拓宽利率在中长期的下行空间。3) **人民币对美元汇率小幅走升，继续在7附近窄幅波动。**10月以来美元指数走弱的压力日益明显，周五一度跌穿97关口。从技术角度来看，如果美元指数有效跌破97关口，可能存在更明显的下跌压力，这可能给人民币汇率带来一定升值动能。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



目录

一、存量贷款基准转换方案出炉.....	3
二、国际大宗商品价格持续攀升.....	4
三、流动性在宽松中分层.....	6

图表目录

图表 1: 11 月工业各行业利润增长情况.....	3
图表 2: 工业去库存过程的底部基本确认.....	4
图表 3: 制造业投资增速的底部基本确认.....	4
图表 4: 本周 6 大发电集团煤耗量同比小幅回升.....	5
图表 5: 本周工业品价格继续上扬.....	5
图表 6: 本周国际油价加速上扬.....	5
图表 7: 本周沪铜价格进一步攀升.....	5
图表 8: 本周 30 城商品房成交面积仍处低位.....	5
图表 9: 近期三线城市房地产销售下行明显.....	5
图表 10: 本周鸡蛋价格跌幅扩大, 猪价未涨.....	6
图表 11: 11 月生猪存栏量止跌回升.....	6
图表 12: 本周 DR 降幅明显高于 R.....	6
图表 13: 本周同业存单发行利率也呈现分化.....	6
图表 14: 本周短端国债收益率加速回落.....	7
图表 15: 本周国债收益率全线下行.....	7
图表 16: 周五美元指数大幅下跌.....	7
图表 17: 本周人民币汇率小幅升值.....	7

一、存量贷款基准转换方案出炉

本周影响市场的主要宏观事件有二：

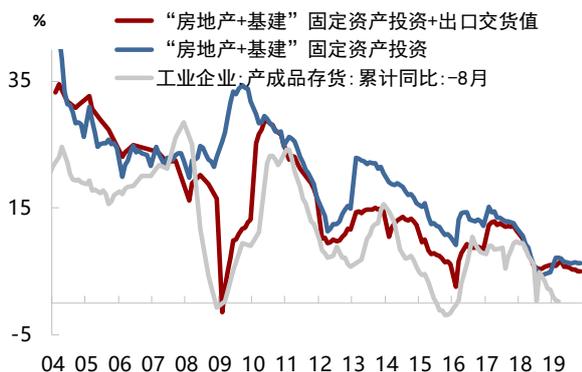
1、中国11月工业企业利润增长大幅反弹。11月工业企业利润增速从上月-9.9%的低点反弹至5.4%；1-11月累计同比增长-2.1%，降幅较上月收窄0.8个百分点。这与11月工业增加值增长加快和PPI降幅收窄相一致。**分行业看，利润增长的趋势和结构向好：**造纸、石油产业链、化工产业链、钢铁以及汽车制造业降幅明显收窄；有色、食品、文教娱乐以及设备制造业利润增长进一步提速；出口导向较强的计算机通信和电气机械行业继上月增速显著反弹后，本月出现了一定程度的回落。**可以确认两个底部：1) 工业去库存过程的底部基本确认。**1-11月产成品库存增速略降0.1个百分点至0.3%，从领先指标来看，不支持补库存过程启动，2020年工业库存或将底部震荡。**2) 制造业投资增速的底部基本确认。**工业资产总额增速领先制造业投资增速约4个月，近期资产增速底部震荡，预示制造业投资进入磨底期。

图表 1：11月工业各行业利润增长情况

工业企业利润累计同比	相比上月	11月	利润规模（万元）
造纸及纸制品业	6.3	-10.70	5897000
石油、煤炭及其他燃料加工业	4.0	-47.20	12005000
化学纤维制造业	3.5	-22.80	2641000
有色金属冶炼及压延加工业	3.3	8.70	10915000
农副食品加工业	3.2	8.30	15667000
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	3.0	13.80	5853000
食品制造业	2.4	11.10	14790000
化学原料及化学制品制造业	2.0	-23.30	33100000
黑色金属冶炼及压延加工业	1.9	-42.30	23529000
通用设备制造业	1.6	4.40	21752000
专用设备制造业	1.6	13.60	19634000
仪器仪表制造业	0.9	6.30	6093000
汽车制造	0.8	-13.90	46159000
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.7	-0.40	3245000
家具制造业	0.4	18.20	3978000
橡胶和塑料制品业	-0.2	13.70	11892000
非金属矿物制品业	-0.2	10.70	40947000
酒、饮料和精制茶制造业	-0.2	17.40	19765000
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-0.4	5.70	6042000
纺织业	-0.6	-7.00	8365000
医药制造业	-0.6	10.00	28428000
废弃资源综合利用业	-1.3	4.20	2015000
其他制造业	-1.5	4.90	808000
纺织服装、服饰业	-1.5	-4.90	7735000
电气机械及器材制造业	-1.7	13.30	33815000
计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.9	4.10	44373000
印刷业和记录媒介的复制	-2.4	7.80	3792000
金属制品业	-2.5	8.40	13402000
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-4.4	8.70	5046000
烟草制品业	-7.2	12.10	10579000
金属制品、机械和设备修理业	-16.8	-12.40	572000

来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：工业去库存过程的底部基本确认



图表 3：制造业投资增速的底部基本确认



来源：Wind，莫尼塔研究

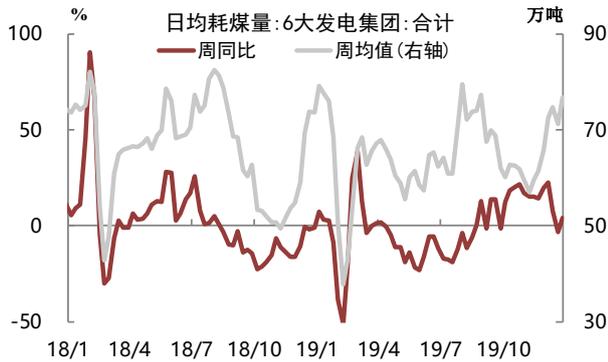
2、央行确定存量浮动利率贷款定价基准转换为LPR的方案。央行公告〔2019〕第30号的主要内容包含两方面：**1）存量一般贷款利率水平可重新协商确定，并转为LPR加点的形式进行浮动。**在2020年3月1日-2020年8月31日期间，金融机构与存量浮动利率贷款客户进行协商，将利率定价方式转为以LPR为定价基准加点形成（加点可为负值），加点数值在合同剩余期限内固定不变；也可转换为固定利率。同时，可重新约定重定价周期和重定价日。**2）存量商业性个人住房贷款利率水平保持不变，直到下一个重定价日，且重定价周期最短为一年。**从而2020年存量房贷的利率下行空间，取决于2020年到该笔贷款重定价日之间，LPR下行的幅度（如果重定价日是1月1号，则要到2021年才可能享受利率下降）。因此，LPR下调能够滞后带动存量房贷还款压力下降，对于居民消费可能有一定刺激；但对房地产销售的刺激效果，则主要是通过LPR下调带动增量房贷利率下行实现的。具体地：商业性个人住房贷款从转换时点至此后的第一个重定价日（不含），执行的利率水平应等于原合同最近的执行利率水平，重定价周期最短为一年。此后，在每个利率重定价日，利率水平由最近一个月相应期限LPR与该加点数值重新计算确定（等于原合同最近的执行利率水平与2019年12月发布的相应期限LPR的差值）。

3、中办、国办印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》。文件提出，以户籍制度和公共服务牵引区域流动，全面取消城区常住人口300万以下的城市落户限制，全面放宽城区常住人口300万至500万的大城市落户条件；完善城区常住人口500万以上的超大特大城市积分落户政策，精简积分项目，确保社会保险缴纳年限和居住年限分数占主要比例。**这是对上周习近平主席在《求是》上发表“推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局”的政策落实。**基于最新的思路，未来经济高质量发展的空间布局方向是“促进各类要素合理流动和高效集聚……增强中心城市和城市群等经济发展优势区域的经济和人口承载能力，增强其他地区在保障粮食安全、生态安全、边疆安全等方面的功能，形成优势互补、高质量发展的区域经济布局”。**这一政策方向，将带来两方面影响：**一是，支撑房地产销售的刚性需求，有助于平稳地“去房地产化”；二是，提升交通运输类基建的需求，互联互通是打造优势互补的城市群的基本要求。

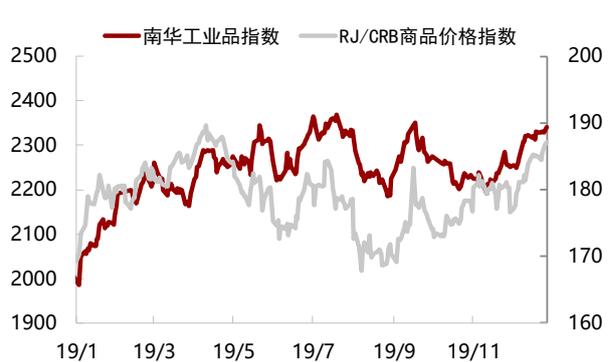
二、国际大宗商品价格持续攀升

本周六大发电集团日均煤耗量同比小幅回升，但仍不复10月以来同比高位的状态（图表4）。南华工业品指数继续震荡上扬，全球经济企稳预期增强，带动大宗商品价格持续攀升（图表5）。原油价格加速上扬，本周布伦特原油期货结算价收于68.16美元/桶，创9月下旬以来新高（图表6）。中美局势缓和推动了近期的“再通胀”交易：国际油价从10月开始震荡回升，12月开始加速上涨；铜价则在12月出现了迅猛攀升（图表7）。

图表 4: 本周 6 大发电集团煤耗量同比小幅回升



图表 5: 本周工业品价格继续上扬

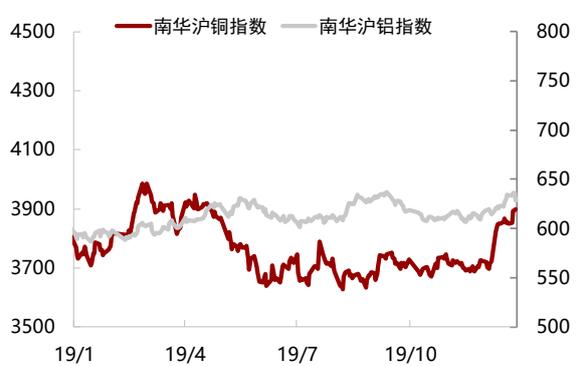


来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 6: 本周国际油价加速上扬



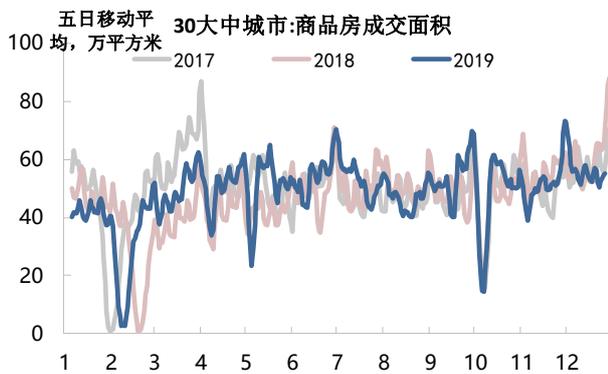
图表 7: 本周沪铜价格进一步攀升



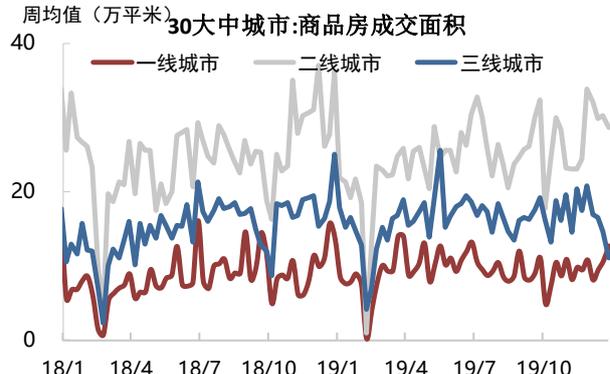
来源: Wind, 莫尼塔研究

30大中城市商品房成交面积低位震荡(图表8)。近期,三线城市成交面积下滑明显,二线城市也从高位有所回落,但一线城市成交面积出现明显上扬(图表9)。这体现出房地产销售有从三四线向一二线城市迁移的迹象。11月一线城市房价涨幅逆势扩大,也体现了这一点。一线城市房地产市场经过两年半时间的调整后,随着政策重新偏向“因城施策”,有逐步回暖条件。但三四线城市房地产经过持续的较高速增长后,韧性的维系需要“城镇化”的力量驱动,成为2020年房地产市场的一个风险点。

图表 8: 本周 30 城商品房成交面积仍处低位



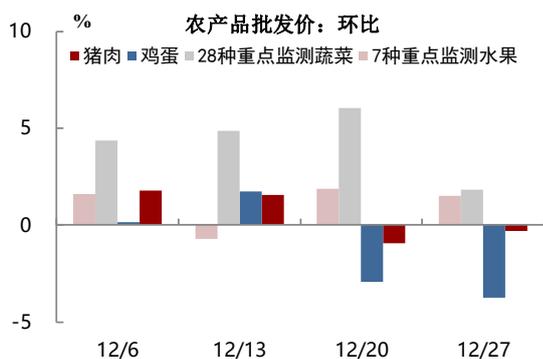
图表 9: 近期三线城市房地产销售下行明显



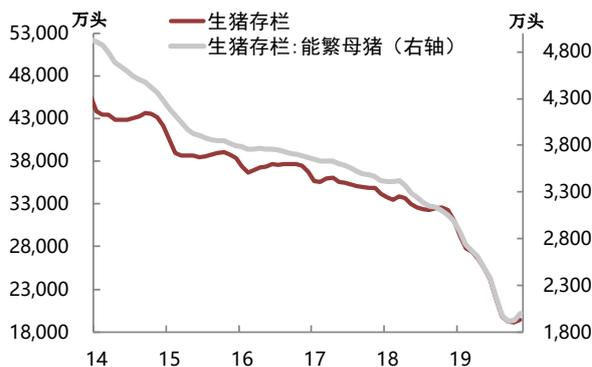
来源: Wind, 莫尼塔研究

本周农产品批发价格指数涨幅显著放缓。分项中，蔬菜价格环比涨幅收窄，鸡蛋价格跌幅扩大，猪肉价格环比略微下跌（错误!书签自引用无效。）。猪肉价格继11月显著回落之后，12月保持了平台震荡，事实上，12月以来，中央储备冻猪肉已经经过四次竞价，共向市场投放了冻猪肉14万吨，对于平抑猪价上涨起到了作用。11月生猪存栏和能繁母猪存栏量双双止跌回升，有望支持后续猪价的“止涨”（图表11）。这些使得近期市场对于食品通胀的担忧下降。

图表 10：本周鸡蛋价格跌幅扩大，猪价未涨



图表 11：11月生猪存栏量止跌回升



来源：Wind，莫尼塔研究

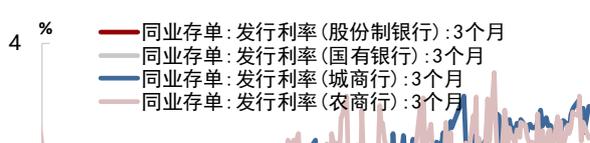
三、流动性在宽松中分层

本周央行流动性投放收敛，全周净回笼资金300亿，但银行间资金面极度宽松。DR001再跌至1%以下，DR007一度跌至1.55%的历史最低水平，存款类金融机构质押回购加权利率更低，体现银行与银行之间的流动性非常宽松，而银行对非银的流动性传导还存在一些阻隔（图表12）。此外，银行同业存单发行利率也呈现出分化，国有行和股份行同业存单发行利率明显回落，体现负债成本有效降低，而农商和城商行同业存单发行利率继续高位上扬（图表13）。在流动性整体宽松的的基础上，“流动性分层”凸显。

图表 12：本周 DR 降幅明显高于 R



图表 13：本周同业存单发行利率也呈现分化



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_8122

