

通胀担忧减弱

报告摘要

● **本周影响市场的主要宏观事件包括：**1、中国11月宏观经济主要数据表现良好，市场对经济短期企稳的观点强化。2、据路透报道，四川省计划在2020年首个工作日（1月2日）招标地方专项债，地方债启动发行时间将为历年来最早。3、政府稳增长意愿较足。李克强总理表示，明年经济下行压力可能更大，要全面做好“六稳”工作，保持经济运行在合理区间。国家主席习近平在《求是》上发表文章题为“推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局”。对于城市群、都市圈深度发展带来的基建和地产新增空间，需要引起更多重视，这将是2020年中国经济保持平稳增长的重要着力点。4、美国贸易谈判重心向欧洲转移，中美第一阶段协议应不存在大的变数。5、《中共中央国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》对外发布，政策加力提振民间投资。

● **实体经济主要变化：**1) 六大发电集团日均煤耗量同比掉入负增长，年底赶工潮对工业生产景气的推升作用退潮。南华工业品指数继续上涨，体现经济企稳预期增强。从工业增加值累计同比来看，我们认为中国经济在9月即已开始企稳，国债收益率亦从9月开始震荡回升，而商品市场的预期一度过于悲观，近一个月来主要是预期修复主导的行情，短期不宜对商品价格进一步上涨寄予过高。2) 11月70城房价环比涨幅降至2018年3月以来最低；而一线城市房价环比涨幅显著扩大（从0.1%升至0.5%）。这一迹象值得高度关注，这可能与近期“因城施策”和区域发展战略调整有一定关联。不过，从中央经济工作会议来看，“房住不炒”仍是政策红线，预计一线城市房价上涨速度仍将受到控制。3) 猪肉和鸡蛋价格环比再度回落。12月19日中央储备冻猪肉投放竞价交易4万吨，全国农业农村厅局长会议要求“全力确保元旦春节肉品市场供应，千方百计促进生猪生产恢复，全力确保明年年底基本恢复到接近常年水平”。资本市场对通胀的担忧已有明显下降。

● **金融市场主要变化：**1) 央行累计净投放资金6440亿元应对跨年资金需求，流动性宽松格局得到了维护。12月央行并未开展新一轮降息，主要与经济企稳及通胀快速攀升有关，我们认为，1月央行定向降准的可能性较大。2) 债券市场对主要利空因素——通胀和经济企稳，都已有较充分预期。我们认为，在中央保猪肉供应的决心下，年初通胀上行的高度存在低于预期的可能性，加上春节前可能降准、年初数据真空期、以及配置需求延续，可能导致一季度债市调整幅度低于此前预期。3) 美元指数创11月初以来最佳单周表现，主要推动因素是美国经济数据强劲及英镑急跌。但人民币对美元汇率仍然在7附近震荡。我们认为，第一阶段协议的落地将给人民币汇率带来升值动能；也需关注美元指数走弱对人民币汇率的可能利好。

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、中国经济企稳的观念强化.....	3
二、一线城市房价涨幅扩大.....	4
三、央行大额投放维稳流动性.....	5

图表目录

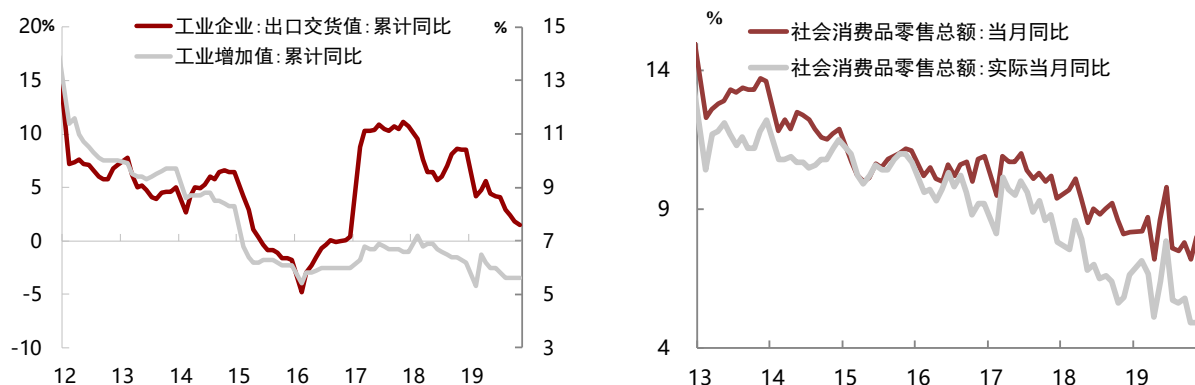
图表 1：11 月工业增加值累计同比连续第四月持平.....	3
图表 2：11 月社零实际同比低位持平.....	3
图表 1：本周 6 大发电集团煤耗量同比进一步回落.....	4
图表 2：本周工业品价格继续回升.....	4
图表 3：本周 100 城土地供应季节性减少.....	5
图表 4：本周土地溢价率呈现回升.....	5
图表 5：11 月一线城市房价涨幅逆势扩大.....	5
图表 6：本周猪肉和鸡蛋价格再度回落.....	5
图表 7：本周央行公开市场大额净投放.....	6
图表 8：本周银行间流动性保持了宽松.....	6
图表 9：本周短端国债收益率出现较明显回落.....	6
图表 10：本周国债收益率全线下行.....	6
图表 11：本周美元指数表现强劲.....	7
图表 12：本周人民币汇率仅小幅贬值.....	7

一、中国经济企稳的观念强化

本周影响市场的主要宏观事件包括：

1、中国11月宏观经济主要数据表现良好，市场对经济短期企稳的观点强化。11月规模以上工业增加值同比上升至6.2%，显著高于前值4.7%，但1-11月累计增速已连续4个月持平于5.6%，经济呈现企稳，还难言回升。固定资产投资累计同比增长5.2%，与前月持平。其中，制造业投资2.5%较上月回落0.1个百分点；房地产开发投资10.2%，同样较上月回落0.1个百分点；基建投资3.5%，较上月回升0.2个百分点，是固定资产投资的主要支撑因素。社会消费品零售总额增长8%，较上月显著回升0.8个百分点，但仍处于低水平波动区间；社零实际增速只有4.9%，持平于上月，体现通胀快速上行对消费读数存在干扰。

图表 1: 11 月工业增加值累计同比连续第四月持平 图表 2: 11 月社零实际同比低位持平



来源：Wind，莫尼塔研究

2、全年财政支出“前高后低”，地方财政收支平衡压力凸显。11月公共财政收入增长4.5%（其中，中央11.3%，地方-1.1%），公共财政支出增长-3.4%（其中，中央2.3%，地方-4.5%）。据财政部透露，湖北、重庆、吉林已按预算法规定调整省本级预算，主要是减少预算总支出、调入预算稳定调节基金；其他地区部分市县也调整了预算。不过，地方政府土地出让收入累计同比进一步回升至8.1%，尽管土地市场清淡，但土地财政依然担当了地方政府的重要资金来源。

2020年1月地方专项债供给或超过今年同期，提高一季度基建投资增长的想象空间。据路透报道，四川省计划在2020年首个工作日（1月2日）招标地方专项债，地方债启动发行时间将为历年来最早。11月末财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元人民币，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%，要求各地早发行、早使用，确保明年初即可使用见效。

3、政府稳增长意愿较足。李克强总理周三表示，全年发展主要目标任务能够较好完成；明年经济下行压力可能更大，要全面做好“六稳”工作，保持经济运行在合理区间。国家主席习近平在《求是》上发表文章题为：推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局，指出“产业和人口向优势区域集中，形成以城市群为主要形态的增长动力源，进而带动经济总体效率提升”“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”。对于城市群、都市圈深度发展带来的基建和地产新增空间，需要引起更多重视，这将是2020年中国经济保持平稳增长的重要着力点。

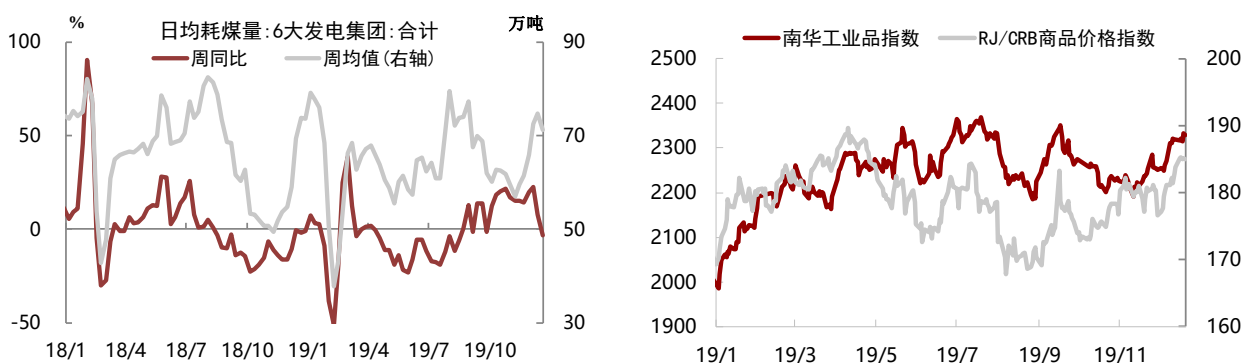
4、美国贸易谈判重心向欧洲转移，中美第一阶段协议应不存在大的变数。本周国贸易代表莱特希泽表示，美国可能会在近期对75亿美元欧盟商品征收关税的基础上加大行动力度，以收窄长期以来与欧盟的贸易逆差。

5、国务院部署优化民企营商环境、降低政策不确定性。《中共中央国务院关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》22日对外发布，意见提出进一步放开民营企业市场准入，在电力、电信、铁路、石油、天然气等重点行业和领域，放开竞争性业务；在基础设施、社会事业、金融服务业等领域大幅放宽市场准入。进一步减轻企业税费负担，完善民营企业直接融资支持制度。

二、一线城市房价涨幅扩大

本周六大发电集团日均煤耗量同比进一步回落，掉入负增长，年底赶工潮对工业生产景气的推升作用退潮（图表3）。南华工业品指数继续上涨，体现经济企稳预期增强（图表4）。9月以来，全球大宗商品价格即已步入回升，美、欧、日国债收益率均见底回升，全球经济增长预期修复。而从工业增加值累计同比来看，我们认为中国经济也是在9月即已开始企稳，国债收益率9月开始震荡回升可以佐证这一点，而商品市场的预期一度过于悲观，近一个月来主要是预期修复主导的行情，短期不宜对商品价格进一步上涨寄予过高。

图表 3：本周 6 大发电集团煤耗量同比进一步回落 图表 4：本周工业品价格继续回升



来源：Wind，莫尼塔研究

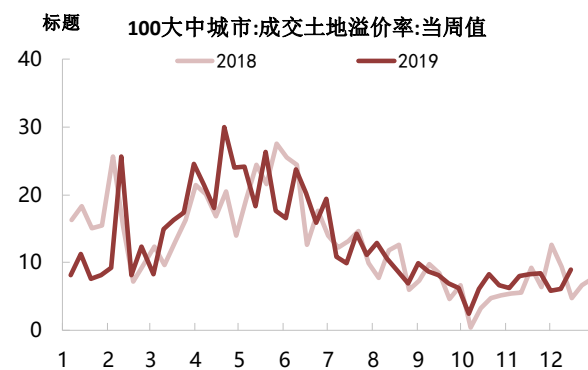
12月15日当周，100个大中城市土地供应面积继续大幅走低，符合季节性规律，年末最后两周还将看到土地供应大幅反弹（图表5）。成交土地溢价率出现明显回升，体现土地市场并未大幅转冷（图表6）。11月70城房价环比涨幅降至0.3%，是2018年3月以来最低；其中，二线城市环比涨幅降低最为显著（从0.5%降至0.2%）、三线城市下降0.1个百分点至0.5%，而一线城市环比涨幅显著扩大（从0.1%升至0.5%）。一线城市房价的回升迹象值得高度关注，这可能与近期“因城施策”和区域发展战略调整有一定关联。不过，从中央经济工作会议来看，“房住不炒”仍是政策红线，预计一线城市房价上涨速度仍将受到控制（图表7）。

本周农产品批发价格指数进一步上扬。分项中，蔬菜价格环比涨幅季节性扩大，水果价格也有所回升，而猪肉和鸡蛋价格环比再度回落（图表8）。12月19日中央储备冻猪肉投放竞价交易4万吨，全国农业农村厅局长会议要求“全力确保元旦春节肉品市场供应，千方百计促进生猪生产恢复，全力确保明年底基本恢复到接近常年水平”。资本市场对通胀的担忧已有明显下降。

图表 5: 本周 100 城土地供应季节性减少

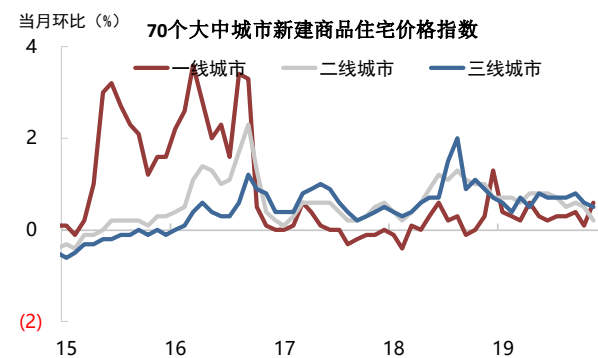


图表 6: 本周土地溢价率呈现回升

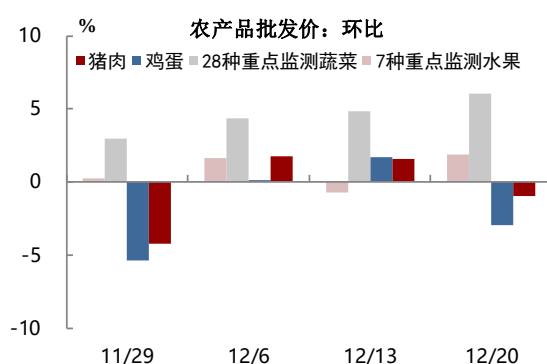


来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 7: 11 月一线城市房价涨幅逆势扩大



图表 8: 本周猪肉和鸡蛋价格再度回落

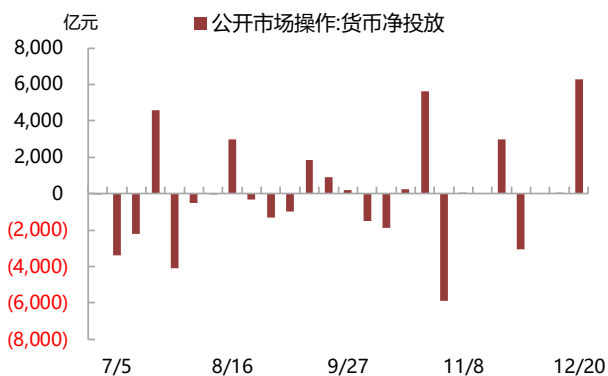


来源: Wind, 莫尼塔研究

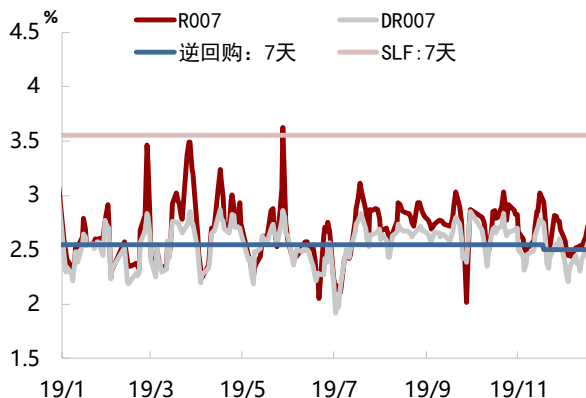
三、央行大额投放维稳流动性

本周央行开展了3000亿元MLF操作和6300亿元逆回购操作（其中7天期800亿、14天期5500亿），累计实现净投放6440亿元，创下1月14日当周以来新高（图表9）。12月17日央行将14天期逆回购利率下调5bp，与11月18日调降7天逆回购利率一脉相承。而之所以再度开展14天逆回购操作（上一次是9月27日），则是为应对年末资金面波动，本周可跨年的R014利率出现了明显蹿升，前两日R007利率也出现明显上扬。在央行的主动大额投放下，R007和DR007利率周五均下降至7天逆回购利率以下，流动性宽松格局得到了维护（图表10）。12月央行并未开展新一轮降息，主要与经济企稳及通胀快速攀升有关，我们认为，1月央行定向降准的可能性较大。1月是春节、地方专项债发行、税收大月、信贷集中投放四大因素叠加月份，央行降准既可平抑资金面波动，又可配合地方专项债发行、还可通过定向方式引导信贷投向，可一举多得。

图表 9：本周央行公开市场大额净投放



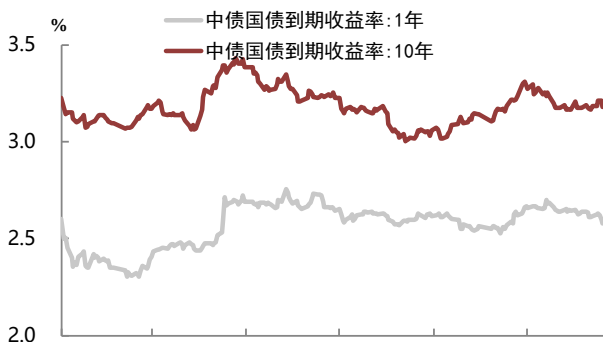
图表 10：本周银行间流动性保持了宽松



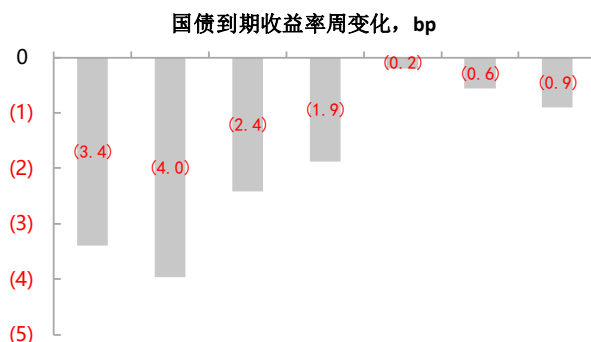
来源：Wind，莫尼塔研究

债券市场前半周下跌（主要受经济数据较好及流动性边际收紧影响），后半周回升（主要体现央行对流动性的呵护），全周各期限国债收益率均有小幅下行，且短端降幅大于长端（图表11、图表12）。目前债券市场对主要利空因素——通胀和经济企稳，都已有较充分预期。内含的主要观念是：通胀一季度见顶后回落，经济短多长空，货币政策保持宽松的方向。在此观念下，加之中小银行对高流动性资产的配置需求、摊余成本法定开债基的配置需求强劲，因而市场表现出对利空钝化、跌不动的状态。我们认为，一季度经济开门红可能性较大以及通胀上行至高点仍将压制债市，但在中央保猪肉供应的决心下，年初通胀上行的高度存在低于预期的可能性，加上春节前可能降准、年初数据真空期、以及配置需求延续，可能导致一季度债市调整幅度低于此前预期。

图表 11：本周短端国债收益率出现较明显回落



图表 12：本周国债收益率全线下行



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_8198

