



金融市场分析周报:11月出口及金融数据 显示经济复苏态势延续, 债市股市震 荡 (2020.12.07-2020.12.11)

金融市场分析周报

2020年12月14日

摘要

- **政治局会议: 注重需求侧改革和防止资本无序扩张, 并强化国家战略科技力量, 重在解决掣肘中国经济短、长期发展的瓶颈问题, 降低发展风险。**年度政治局会议首次提出注重需求侧改革、强化反垄断和防止资本无序扩张为, 强化国家战略科技力量, 增强产业链供应链自主可控能力, 促进房地产市场平稳健康发展, 在双循环整体格局和不断增加的国际政治经济不确定环境下, 这一方面说明掣肘当前经济发展的主要在于需求端, 提高人民收入水平和促进收入合理分配将成为当务之急, 另一方面通过科技自主创新、降低融资杠杆等手段降低市场各项风险, 保证经济长期健康稳定发展。
- **进出口数据: 海外疫情恶化导致产能替代, 叠加节假日需求猛增, 中国出口继续超预期快速增长。**11月中国出口表现依然强劲, 主因是中国最先从疫情中恢复, 复产复工较快, 而海外经济和产能受疫情反弹不利影响, 形成了产能替代, 此外接近西方传统假日, 节前需求也出现季节性反弹。此前成为疫后出口主要拉动引擎的防疫物资、远程办公用品等重点商品出口增速均加快。从出口目的地看, 对多数主要国家出口增速均有改善, 对欧美出口改善幅度明显。
- **CPI、PPI 数据: CPI 和 PPI 同比增速均下降, 但趋势不同, 表明生产稳定但内需仍不足。**11月CPI和PPI数据出现罕见的“双通缩”, 受高基数和食品价格拖累, CPI同比意外转跌, PPI则在需求回暖下继续修复。食品价格尤其是猪肉价格由升转降, 仍然是拉动CPI由涨转降的主要原因。由于核心CPI仍保持稳定, CPI负增长或为短期现象, 不存在持续通缩压力, 在基数效应和春节因素消退后, CPI或将重回正区间。
- **金融数据: 信贷结构继续优化, 人民币信贷和政府债券融资支撑社融增长, 但企业债造成拖累。**随着经济持续向好, 11月金融数据整体增速未超预期, 永煤等少量国企信用市场违约事件明显影响到企业债融资新增, 但人民币贷款结构继续优化, 中长期贷款占比继续提高, 显示出经济动能仍在回升。人民币信贷和政府债券融资主要支撑新增社融规模, 但表外融资和企业债券造成拖累。货币供应则继续保持高位, 在CPI跌入负值后, 预计货币政策将至少保持稳定中性。
- **资金面及央行公开市场操作: 本周公开市场净回笼3500亿元, 资金面整体宽松, 预计央行将继续维护流动性合理充裕, 满足跨年资金需求。**本周资金面宽松。银行间市场流动性整体延续偏宽松格局, 隔夜回购加权利率再次跌破1%。央行态度持续友好, 中长期资金预期持续改善, 同业存单利率持续下行。政策暖风下短期资金压力有限。预计下周资金面整体均衡。临近年末, 市场资金需求较为旺盛, 预计央行将继续通过加大逆回购和MLF操作力度, 维护流动性合理充裕, 满足跨年资金需求。
- **利率债: 债市基本面仍不支持趋势性行情出现, 但社融增速放缓意味着调整空间可能也将有限, 负债稳定的配置盘可适当布局来年。**社融增速已然见顶, 预计未来将逐步回落。但当前企业的融资需求依然旺盛, 贷款结构良好, 与出口等经济数据可相互验证。同时前期宽信用的效果显著, PMI、出口等数据强势, 即经济复苏的态势仍将持续。当前在月末跨年前夕, 央行释放积极信号维稳流动性, “紧货币”似有缓和之

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
资本大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传真: 010-59562637

态，但“防风险”目标上升指向下，货币政策偏紧的方向并未改变，收紧周期的宽松窗口或如昙花一现。

- **可转债：权益市场震荡下行，可转债市场随之下行，建议关注顺周期、金融、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题。**本周权益市场震荡下行，可转债市场随权益市场震荡下行，本周一级发行明显提速。权益市场把握慢涨中的轮动节奏和扩散效应，转债市场顺周期趋势并未出现变化，仍旧值得在既定方向参与。其余可以配置部分正股龙头转债价格合理的标的作为增强，考虑到转债市场整体的安全垫有限的背景下，建议以正股质优为核心来进行筛选。建议关注顺周期、金融、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题。
- **权益市场：权益市场：进入年底休整期，短期震荡为主，三思路关注中期机会。**本周市场震荡下跌，调整态势明显。上证综指收于 3347.19 点，全周累计下跌 2.83%。宏观经济向好趋势未变，但临近年底，投资者心理转向谨慎，投资意愿下降，获利了结意愿可能增强；结构性估值泡沫较大增加了内在需求。市场进入年底休整期，短期大概率维持震荡，整体涨跌幅或有限。A 股中长期延续乐观，短期休整为中期蓄势。短期可适当降低仓位配置，防范高估值个股风险，将精力投放于未来中期机会的挖掘。建议以下三思路关注未来中期机会：（1）紧盯低估值绩优股，包括大金融（银行、保险、地产）与顺周期（建材、机械、化工、装备制造）等行业核心优质公司；（2）核心高成长股，尤其是具备硬核科技实力的科技龙头，如 5G/芯片/消费电子/网络信息安全；（3）优势资源股，有色、煤炭等行业中资源丰富的核心公司。在市场休整期储备中期好股，并趁标的股价调整时逐步加大配置。
- **黄金：市场观望美财政刺激方案谈判，金价宽幅震荡但变化不大。**本周金价先涨后跌维持宽幅震荡趋势，但总体变化幅度不大，主因是市场仍在焦急等待美国财政刺激谈判的结果，谈判有进展但仍有很大分歧，不断恶化的欧美疫情及表现不佳的美国经济数据也给金价短线带来一定支撑。受美财政方案谈判刺激，短期内金价可能在 1800 美元上仍有一定支撑，但中长期看，金价仍将处于下性趋势
- **原油：新冠疫苗推出后，原油需求前景趋于乐观，同时全球央行宽松政策推高大宗价格，油价继续上涨。**油价仍小幅收涨，主因是市场对于新冠疫苗推出之后，对未来原油市场消费前景抱有乐观预期，同时全球央行的宽松措施也刺激包括油价在内的大宗商品走高。短期内，美国疫情严峻的形势仍然对原油需求前景带来打压，同时当周美国原油库存意外暴增也给油价短期走势带来压力，这将限制油价进一步走高，预计（布伦特）油价将维持在每桶 45-50 美元之间。
- **黑色产业链：下游需求旺盛和原材料价格高企推动螺纹钢大涨，去产能和紧缩海关政策继续支撑双焦价格上涨。**螺纹钢价格大幅上涨，主要是因为汽车、家电等下游产品销售情况良好，海外经济启动也导致海外订单需求快速增长，此外近期生产原材料铁矿石、动力煤等价格高企，成本部分传导至钢材价格。一些地区去产能政策和库存去化持续发力，继续支撑焦炭期价上涨，同时海关政策使得进口量偏少，焦煤供需结构性持续偏紧，推动价格连续上涨。
- **人民币汇率：本周，美元指数为四周来首次上涨，预计人民币汇率将中枢继续抬升，但空间不大。**第一，美元指数明年在经济复苏和低利率的综合作用下仍然会逐步下行，这会支撑人民币汇率；第二，人民币汇率的中枢在明年上半年有望进一步下沉至 6.4 平台，而随着疫苗问世驱动全球疫情形势逐步好转，我国贸易顺差预计将逐步缩窄，美债利率上行也将带动中美利差见顶回落，综合影响下，人民币汇率升值或将告一段落，转入震荡波动走势。总体看，明年人民币汇率中枢进一步升值的空间已经不大，明年以双向波动的态势为主。

风险提示：货币政策超预期收紧 年末资金面波动加大

目录

一、 本周重点经济数据分析.....	4
1.1 政治局会议.....	4
1.2 进出口数据.....	5
1.3 CPI/PPI 数据.....	6
1.4 社融数据.....	8
1.5 每周要闻.....	10
二、 固定收益市场分析.....	10
2.1 资金面分析.....	10
2.2 利率债走势分析.....	12
2.3 存单与信用债分析.....	13
2.4 可转债分析.....	14
三、 主要资产价格分析.....	15
3.1 权益市场分析.....	16
3.2 黄金市场分析.....	18
3.3 原油市场分析.....	19
3.4 黑色产业链分析.....	20
3.5 人民币兑美元汇率分析.....	21

一、 本周重点经济数据分析

1.1 需求侧改革和强化国家战略科技力量，重在解决掣肘中国经济短、长期发展的瓶颈问题，降低发展风险

中共中央政治局 12 月 11 日召开年度会议，主要内容之一是分析研究 2021 年经济工作，业界普遍认为此次会议对研判明年经济形势具有重要前引作用。会议要求，要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能；要整体推进改革开放，强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场，夯实农业基础，强化反垄断和防止资本无序扩张，促进房地产市场平稳健康发展，持续改善生态环境质量；要对全面建成小康社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接；要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。

与去年会议相比，今年会议的表述主要有以下不同：

（1）注重需求侧改革

需求侧改革为在这种会议中首次提出，说明在“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”下，中央已经发现掣肘当前经济发展的主要在需求端，疫后供给端的复工复产恢复较快，但需求端仍没有恢复到疫情前的水平，本周公布的 CPI 数据同比增速为负，以及进口增速数据不及预期，也说明了国内需求存在不足。而需求侧改革，一方面要求整体进一步提高居民收入水平，另一方面要求收入的更合理分配，缩小收入差距，或将涉及个人收入的税收改革。

（2）强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力

去年会议表述是“提升科技实力和创新能力”，但随着近年来国际政治经济不确定性凸显，确保产业链供应链的稳定和升级在今年内不断被重点强调，此前十九届四中全会通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》和十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》都提到了“强化国家战略科技力量”。另外，今年 4 月 18 日召开的政治局会议提出“保产业链供应链稳定”，7 月 30 日召开的政治局会议提出“要提高产业链供应链稳定性和竞争力”，而此次会议则使用“增强产业链供应链自主可控能力”的表述，从相关表述的变化看，对于明年科技发展的要求更加具体和量化，未来加大核心零部件的自主研发与创新力度，可降低产业链重构下的“卡脖子”风险，有助于积极推动产业链转型升级，以更好地应对日益严峻的竞争环境。

（3）强化反垄断和防止资本无序扩张

此表述首次出现在此次会议上，并出乎大部分人预料，主要针对快速发展和扩张的互联网企业。强化互联网企业反垄断，此前已有政策信号，年初国家市场监管总局公布《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》，11 月国家市场监管总局就《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》公开征求意见，意味着未来对互联网企业的监管政策将收紧。过去对互联网企业发展一直采取包容态度，但因为发展过快，也产生了野蛮生长的风险，强化反垄断和防止资本无序扩张十分必要。

（4）促进房地产市场平稳健康发展

房地产再度被提及，但表述有变化，去年底和今年七月政治局会议“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”的表述已经删除，但“促进房地产市场平稳健康发展”的表述保留下来，且多了“房地产”，但并不表示房地产政策就因此而放松，反观近期中央释放的一系列政策信号，如 8 月召开的房地产会议首

次为房企划定“三道杠杠”以降低企业融资杠杆,12月3日韩正在住房城乡建设部召开的座谈会上仍强调,要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,不把房地产作为短期刺激经济的手段,时刻绷紧房地产市场调控这根弦,从实际出发不断完善政策工具箱,推动房地产市场平稳健康发展,以上均表明房地产市场的发展黄金期已经过去,下一阶段将进入平稳发展期,对经济发展的支柱性作用降低,或将切换到科技支撑上来。

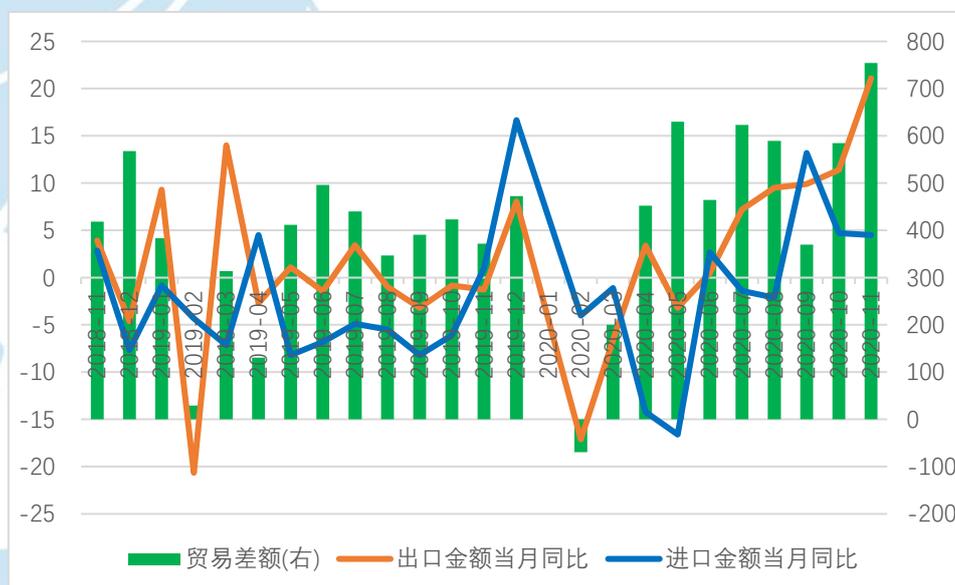
(5) 科学精准实施宏观政策

去年会议关于宏观调控的表述是“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性,运用好逆周期调节工具”,此次会议的表述只有10个字“科学精准实施宏观政策”,删掉了“逆周期调节”等表述,表明随着国内和国际政治经济不确定性的不断增加,加强国内经济的逆周期调控仍具有一定必要性。此外,此次会议未提及资本市场,去年会议也未提到资本市场。

1.2 海外二次疫情导致产能替代,叠加年底节前需求猛增,中国出口继续超预期快速增长

11月中国出口表现依然强劲,随着海外疫情反复影响和西方节日临近,此前增速呈下降态势的防疫物资、远程办公用品以及部分劳动密集性商品等出口有所反弹。海关总署12月7日发布的数据显示,2020年11月,以美元计,中国出口同比增长21.1%,较10月大幅提高9.7个百分点,为2018年2月以来最高,超出市场预期;进口增长4.5%,较10月下降0.2个百分点,略低于市场预期,但仍然连续三个月正增长;实现贸易顺差754.3亿美元,较10月增加约170亿美元。出口表现强劲的主要原因是中国最先从疫情中恢复,复产复工较快,随着海外疫情反复,形成了产能替代,一些纺织品加工订单转移到中国,个人防护用品和居家办公产品出口反弹,通过接近西方最大节日圣诞节,节前需求也出现季节性反弹。

图 1: 11月出口超预期增长,进口仍保持正增长(%,亿美元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

防疫物资、远程办公用品、劳动密集型等重点商品出口增速均加快。疫后成为出口主要拉动引擎的包括口罩在内的纺织品,11月同比增长21%,较10月回升6.1个百分点,与出口总体增速大致相当;医疗仪器及器械增长38.2%,回升8.2个百分点;包括笔记本电脑、平板电脑、液晶监视器等在内的自动数据处理设备及其零部件,同比增长34.3%,回升7.7个百分点;机电产品出口增速自下半年以来稳步提高,11月升至25%,较10月大幅提升12.1个百分点,其中手机出口大幅反弹至增长29.2%。由于欧美疫情反

复，影响海外工业生产，部分订单转移至中国，导致部分产品出口改善，11月服装及衣着附件同比增长3.6%，与10月基本持平；箱包及类似容器同比仍下降，但降幅收窄11.2个百分点；玩具出口增速加快至49.9%，较10月大幅提高27.5个百分点。

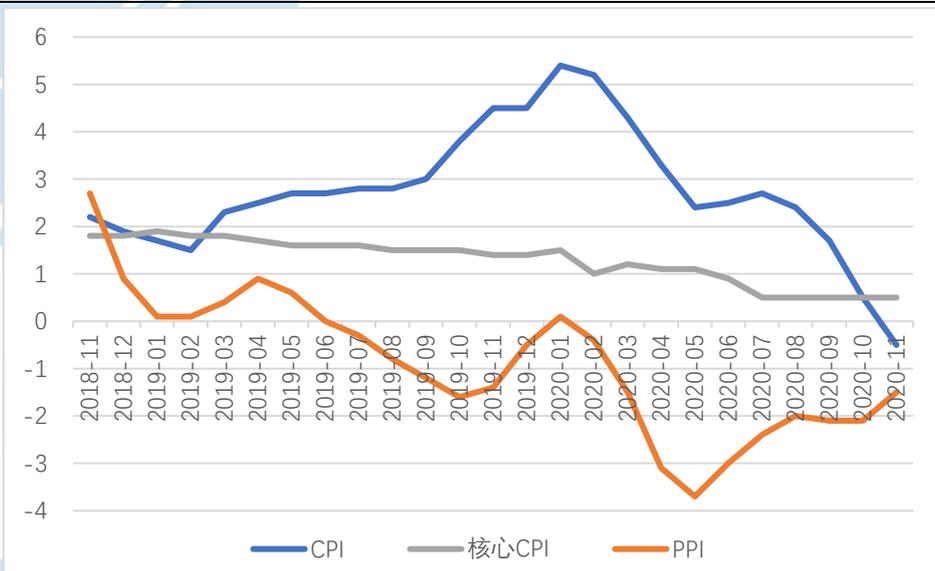
从出口目的地看，受外需趋势性修复、圣诞节需求等明显拉动，对多数主要国家出口增速均有改善，对欧美出口改善幅度明显。11月中国对美出口同比增长46.1%，较10月上升23.6个百分点；对欧盟出口增速由负转正，从同比下降7%转为增长8.6%；对东盟出口增速回升2.7个百分点至10%。只有对日本出口增速略有放缓，从10月的5.7%微降至5.6%。

主要大宗商品进口方面，除原油进口跌幅收窄外，其他商品进口增速普遍回落。11月中国原油进口量同比下降0.8%，降幅较10月收窄5.6个百分点，进口额受价格下降拖累同比下降34.4%；铁矿石进口量和进口额分别增长8.3%和43.4%，增幅较10月分别回落6.7个和3.3个百分点。考虑到中国进口大宗商品主要反映国内生产需求，进口增速回落或反映国内生产修复的斜率可能边际放缓。

1.3 CPI 受高基数影响转跌，PPI 明显收窄

11月虽然CPI和PPI数据出现罕见的“双通缩”但趋势不同，受高基数和食品价格拖累，CPI同比转跌，PPI则在需求回暖下继续修复。国家统计局12月9日发布的数据显示，受猪肉等主要食品价格降幅扩大、去年同期基数较高等因素影响，11月居民消费价格指数（CPI）同比下降0.5%，较10月下降1个百分点，为2009年11月以来首次跌入负值，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.5%，已连续五个月持平；工业生产者价格指数（PPI）则在市场需求回暖的带动下，同比下降1.5%，降幅较10月收窄0.6个百分点，创八个月高点。CPI同比明显低于市场预期，PPI略高于市场预期。

图 2：11月CPI和PPI出现双通缩，但趋势不同（%）

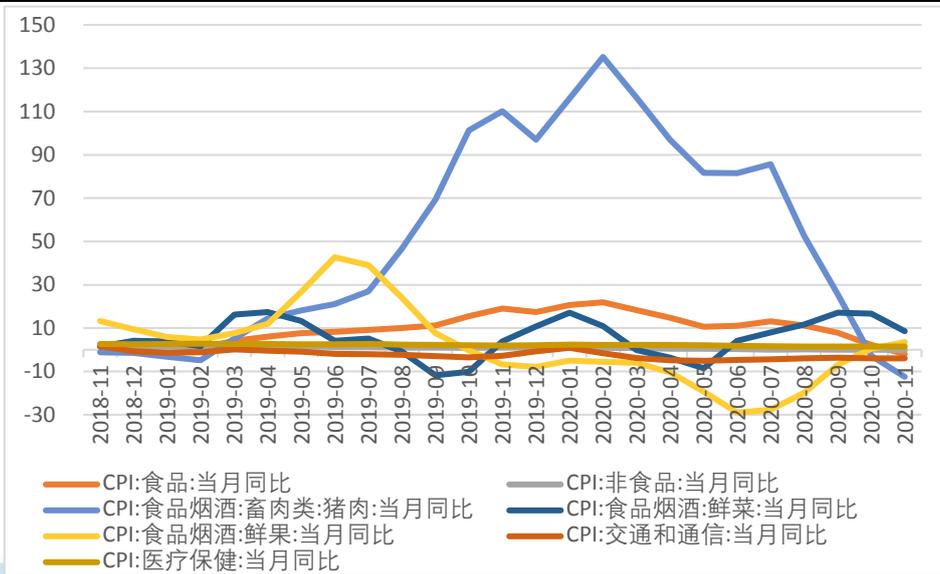


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

食品价格尤其是猪肉价格由升转降，仍然是拉动CPI由涨转降的主要原因。11月食品价格由上月上涨2.2%转为下降2.0%，影响CPI下降约0.44个百分点，其中猪肉价格下降12.5%，降幅扩大9.7个百分点，影响CPI下降约0.60个百分点；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降19.1%、17.8%和10.8%，降幅均有扩大；而鲜菜价格上涨8.6%，涨幅回落明显，鲜果价格上涨3.6%，涨幅有所扩大。非食品价格同比由上月持平

转为下降 0.1%，其中交通和通信价格下降 3.9%，医疗保健价格上涨 1.5%。据统计局测算，在 11 月 0.5% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-0.5 个百分点。

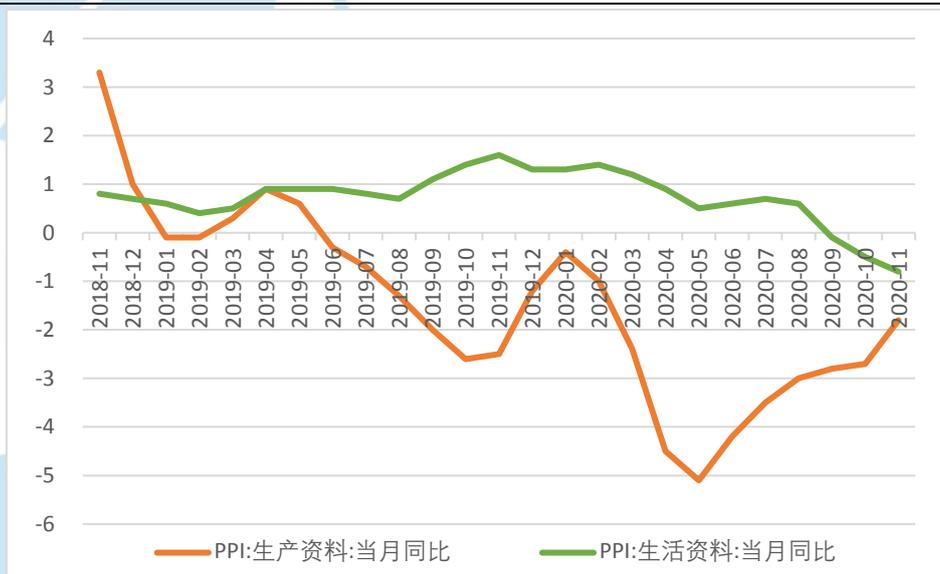
图 3: 食品价格尤其是猪肉价格仍然是拉动 CPI 由涨转降的主要原因 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

尽管 PPI 中生产资料和生活资料价格均同比下降，但也出现一定分化，一升一降。11 月生产资料价格同比下降 1.8%，降幅较 10 月收窄 0.9 个百分点；生活资料价格下降 0.8%，降幅较 10 月扩大 0.3 个百分点。据测算，在 11 月 1.5% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-1.5 个百分点。

图 4: 生产资料同比下降 1.8%，生活资料下降 0.8% (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

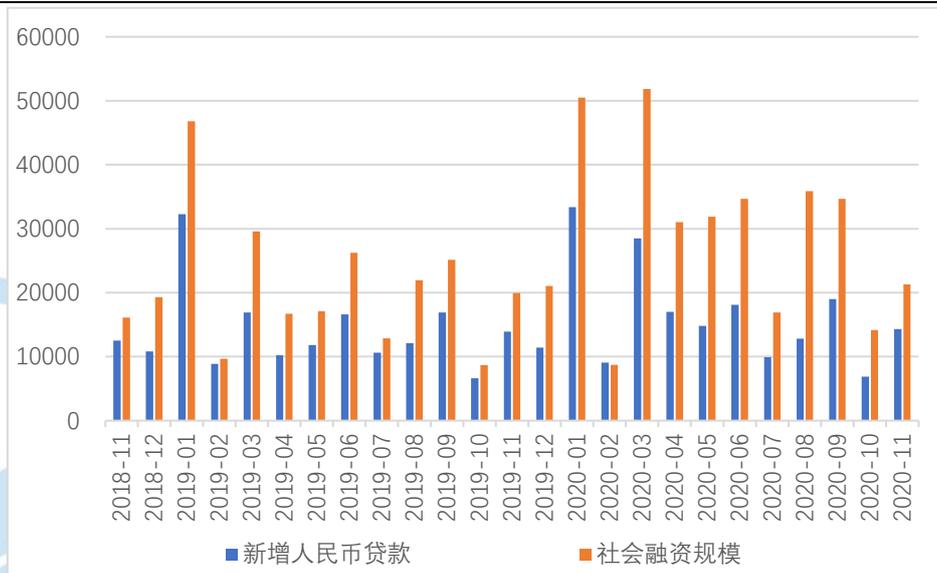
尽管 CPI、PPI 同比均为负，整体通胀水平并不悲观，核心 CPI 保持稳定，CPI 负增长或为短期现象。在 2021 年初基数效应和春节因素消退后，CPI 或将逐步回升，不存在持续通缩压力。对经济表现更为敏感

的PPI同比下跌趋势正逐渐缩小。预计短期物价波动不会妨碍货币政策整体走向,随着经济增速逐步回归,未来央行结构性政策灵活发力的同时,货币政策稳健中性态度仍是主要方向。

1.4 信贷结构继续优化,人民币信贷和政府债券融资主要支撑社融增长,但企业债造成拖累

随着经济持续向好,11月金融数据整体增速并未超预期,永煤等少量国企信用市场违约事件则明显影响企业债融资,但贷款结构继续优化,显示出经济动能仍在回升。央行12月9日公布的最新金融数据显示,11月新增人民币贷款1.43万亿元,同比多增400亿元;新增社会融资规模2.13万亿元,同比多增约1363亿元。货币供应继续保持高位,11月广义货币供给量(M2)同比增长10.7%,增速较10月提高0.2个百分点;狭义货币供给量(M1)同比增长10%,增速较10月提高0.9个百分点。

图 5: 新增信贷和社融规模均同比增加,但并未超预期(%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

接近年末信贷投放开始收官,新增信贷结束连续高速增长,但结构继续优化。住户部门贷款增加7534亿元,其中短期贷款增加2486亿元,中长期贷款增加5049亿元;企(事)业单位贷款增加7812亿元,其中短期贷款增加734亿元,中长期贷款增加5887亿元,票据融资增加804亿元;非银行业金融机构贷款减少1042亿元。信贷规模保持较高水平,主要原因是企业端融资需求整体保持强劲,为11月新增信贷提供了支撑,且随着经济复苏,实体经济融资需求有望继续好转,企业部门在制造业投资和出口超预期修

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_867

