流动性问题凸显，资产调整压力加大

摘要

一、疫情扰动犹存，PMI 指数有所回落。中国 1 月官方制造业 PMI 为 51.3，预期 51.3，前值 51.9；非制造业 PMI 为 52.4，前值 55.7。1 月制造业 PMI 小幅回落，除了库存指标外，其他主要分项指标均明显回落。

总的来看，制造业扩张势头有所放缓，主要原因是春节前后是制造业传统淡季，加之近期局部疫情也对部分企业生产经营活动产生了一定影响。往后看，由于疫情在国内呈现扩散的势头，多地提倡“就地过年”，这将打破往年低生产传统，或支撑春节月份景气高于往年。高频数据显示返乡节奏提前、近期速度放缓，预示春节返乡人口数量可能会降低，有利于春节后的复工进程加快，对生产可能是正向影响，或支撑春节月份景气高于往年。

二、美联储维持宽松基调，长端利率或维持低位。美联储 1 月 FOCM 会议将基准利率维持在 0%-0.25%区间不变，将超额准备金率（IOER）维持在 0.1%不变，将贴现利率维持在 0.25%不变，符合市场的普遍预期。我们认为当前美国经济复苏节奏有所放缓，疫情对经济的冲击依旧存在，要维持经济的复苏趋势，长端利率预期仍将保持低位。因此，近期缩减 QE 可能性较低，缩表进程仍将主要关注失业率的走势。虽然当前缩减 QE 的可能性依然很低，但鲍威尔也表示，如果考虑收缩资产购买的条件趋于成熟，将发出充分警示。本次美联储议息会议基调依然偏鸽，但如果未来表态出现偏鹰预期，那长端利率将面临较大上行压力。

三、流动性问题凸显，资产调整压力加大。近期国内市场流动性持续紧张，叠加此前央行货币政策委员会委员马骏表示有些领域的泡沫已经显现，货币政策应适度转向，市场担忧货币政策可能出现调整，国内遭遇股、债、商三杀局面。不过，我们认为国内短期不具备持续收紧货币政策的条件，主要原因是当前国内物价水平较低，而疫情形势尚不明朗，贸然收紧货币政策将导致经济复苏节奏放缓、信用违约频发等问题。当前流动性的紧势并非货币政策转向紧缩，更可能是央行出于“纠偏”意图，意在打压此前资金极度宽松之下隔夜加杠杆套利的行为。不过，若央行未能及时投放流动性缓解市场压力，那市场的恐慌情绪可能进一步蔓延，资产调整压力将加大。需密切关注央行后续的操作！

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫
联系方式：0592-5160416
投资咨询号：Z0013223
从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

国贸投研

期市有风险，入市需谨慎

一、经济

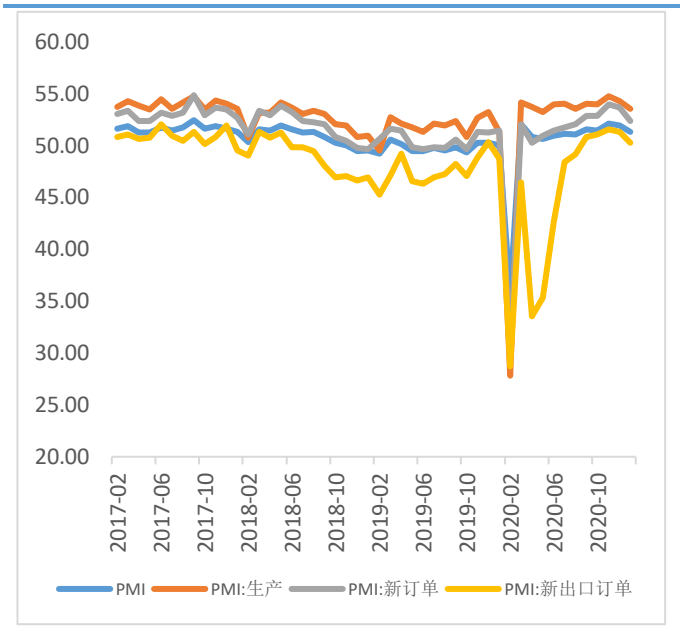
1）国内 PMI 指数回落，美联储维持宽松基调

1、PMI 指数小幅回落，服务受疫情影响较大。中国 1 月官方制造业 PMI 为 51.3，预期 51.3，前值 51.9；非制造业 PMI 为 52.4，前值 55.7。1 月制造业 PMI 小幅回落，除了库存指标外，其他主要分项指标均明显回落。

1）新订单和新出口订单指数均回落，表明国内和海外制成品需求均有所回落。一方面，国内春节临近，下游开工渐渐停滞，投资节奏放缓；另一方面，全球疫情持续蔓延，各国收紧防控措施，服务业等需求有所走弱。2）受下游需求走弱影响，国内生产有所放缓，产成品和原材料库存出现累积，价格高位回落。

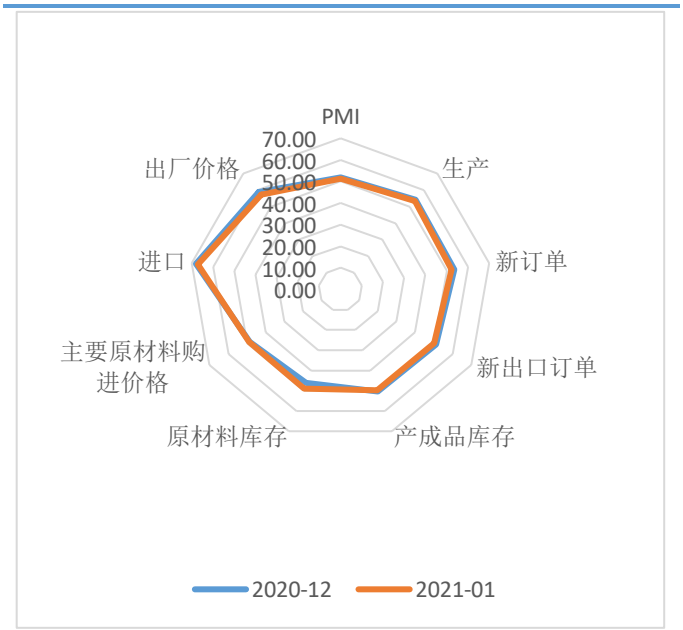
总的来看，制造业扩张势头有所放缓，主要原因是春节前后是制造业传统淡季，加之近期局部疫情也对部分企业生产经营活动产生了一定影响。往后看，由于疫情在国内呈现扩散的势头，多地提倡“就地过年”，这将打破往年低生产传统，或支撑春节月份景气高于往年。高频春运数据显示返乡节奏提前、近期速度放缓，预示春节返乡人口数量可能会降低，有利于春节后的复工进程加快，对生产可能是正向影响，支撑春节月份景气或高于往年。

图表 1：PMI 数据多数回落



数据来源：Wind

图表 2：制造业 PMI 主要分项指标



数据来源：Wind

2、美联储维持宽松基调，长端利率或维持低位。1 月 28 日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，将基准利率维持在 0%-0.25%区间不变，将超额准备金率（IOER）维持在 0.1%不变，将贴现利率维持在 0.25%不变，符合市场的普遍预期。美联储表示将继续购买债券，直至目标取得实质性进展，意味着每月至少增持 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS。

美联储在政策上按兵不动，符合市场预期。我们认为当前美国经济复苏节奏有所放缓，疫情对经

专业·诚信·进取·共赢

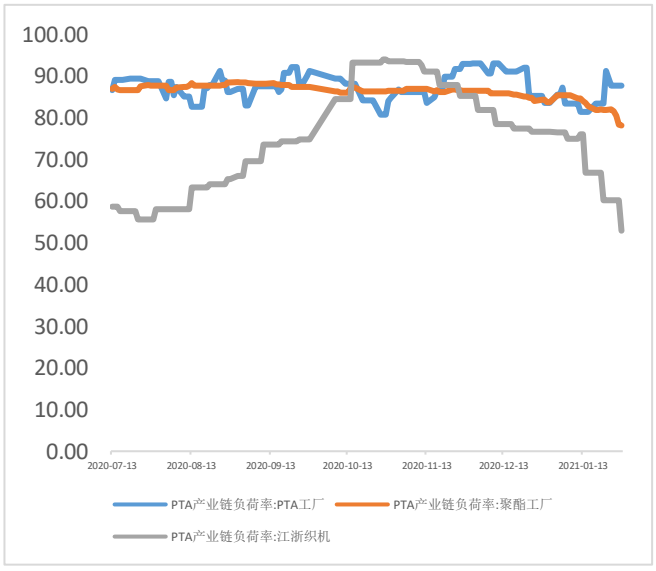
济的冲击依旧存在，要维持经济的复苏趋势，长端利率预期仍将保持低位。因此，近期缩减 QE 可能性较低，缩表进程仍将主要关注失业率的走势。虽然当前缩减 QE 的可能性依然很低，但鲍威尔也表示，如果考虑收缩资产购买的条件趋于成熟，将发出充分警示。本次美联储议息会议基调依然偏鸽。如果未来表态出现偏鹰预期，长端利率将面临较大上行压力。

2）工业生产有所走弱

化工：需求季节性走弱，生产高位回落。需求方面，进入传统的季节性淡季，需求多数走弱，上周 PTA 产业链产品价格普遍走弱，PTA、聚酯切片、涤纶 POY 价格均同步下跌。需求走弱影响工厂开工，生产端纷纷高位回落，上周 PTA 产业链负荷率均同比走弱，其中， PTA 开工率持稳，聚酯工厂负荷率小幅走弱，江浙织机负荷率大幅下降。

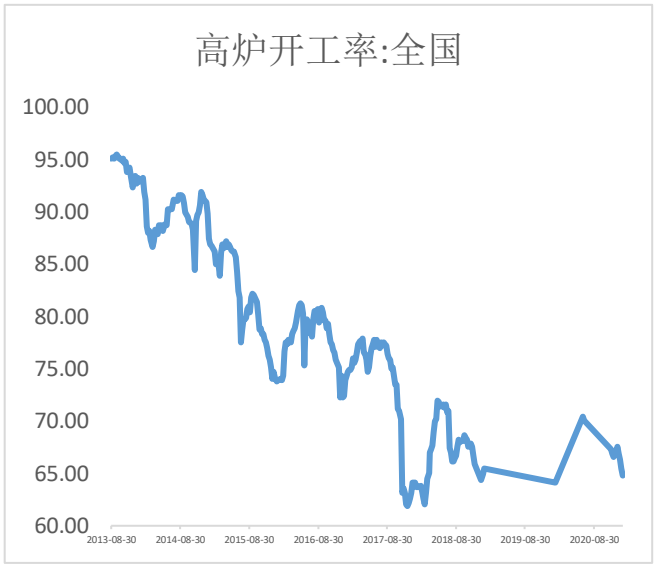
钢材行业供需两弱，利润有所改善。淡季效应持续显现，钢材行业呈现供需两弱格局，本周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率进一步降至 64.78%，受钢厂主动减产检修等因素影响，样本钢厂钢材产量增速进一步下滑。淡季来临，需求逐步走弱，使得本周钢材厂库、社库积极双双累积。本周钢价高位震荡，原料价格走低，钢材利润有所改善。

图表 3：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 4：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

3）地产销售同比回升，汽车消费表现较强

地产销售同比高增，土地成交整体回暖。截至 1 月 27 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上升 2.33%，按均值计，月环比下降 16.91%，月同比上升 63.32%，一、二、三线城市月同比增速分别为 116.15%、46.34%和 56.54%；上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速-19.13%，一、二、三线城市环比增速分别为-36.03%、-16.61%和-13.11%。上周，一、二、三线城市土地溢价率分别为 0，4.08%，17.14%。

车市消费回暖，乘用车表现较强。截至 1 月 24 日，根据乘联会发布的数据，上周国内乘用车日

专业·诚信·进取·共赢

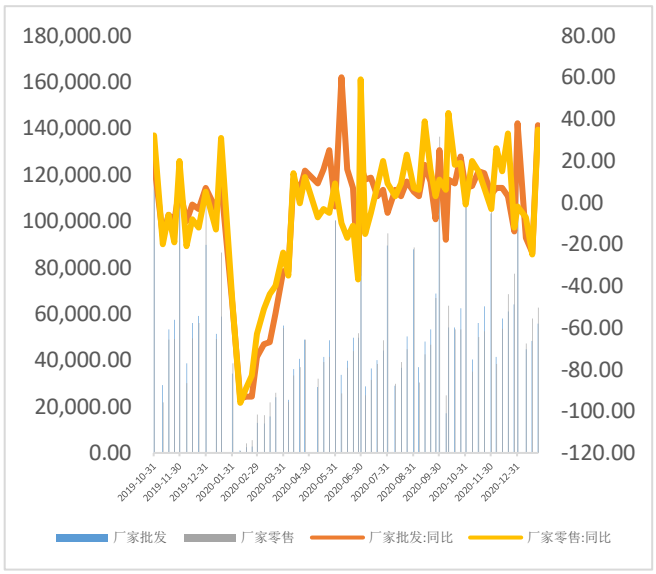
均零售为 6.27 万辆，同比增长 35%，车市零售整体表现较强。受近期销售走弱影响，汽车生产小幅回落，本周半钢胎开工率下滑至 64.21%

图表 5：30 大中城市地产销售情况



数据来源：Wind

图表 6：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

二、物价：节前物价继续回升

1）本周食品价格多数上涨。截至 1 月 28 日，本周农产品价格指数均值 139.68，环比上周上涨 0.39%。其中，蔬菜价格继续上升、猪肉价格回落。截至 1 月 28 日，本周 28 种重点监测蔬菜批发均价为 6.21 元/公斤，较上周上升 1.27%，猪肉平均批发价较上周下跌 1.24%至 46.79 元/公斤。

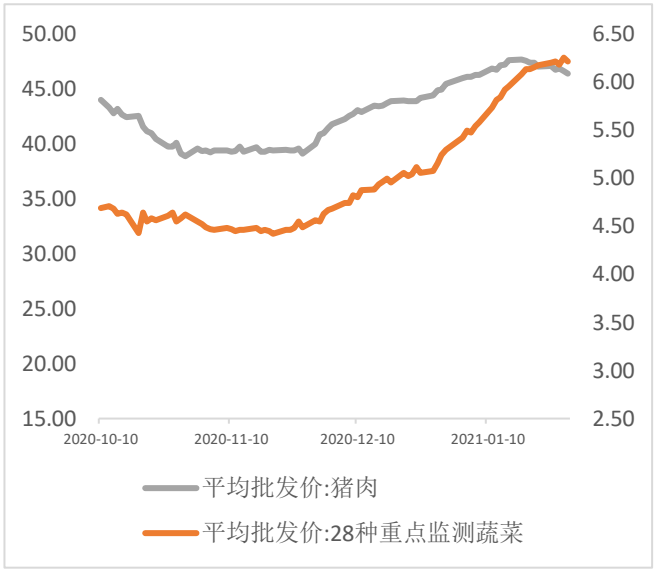
2）节前物价继续回升，通胀压力无忧。短期由于天气因素的影响，蔬菜等食品运输成本增加，叠加进入传统的消费旺季，食品价格多数回升，有望带动 CPI 回升，不过，由于去年春节的错位因素影响，1 月 CPI 同比仍将较弱。展望 2021 年，猪周期下行仍是主导 CPI 走势的关键因素，随着生猪产能的持续恢复，猪肉价格将逐步下行，从而拖累食品价格。而国际油价仍将面临供需两端的扰动，中枢有所抬升，但对非食品价格整体的提振作用较为有限。进一步考虑基数因素，2021 年一季度 CPI 将继续走低，二季度或是全年的高点，三季度重新下行，四季度小幅走高，重点关注食品和油价的走势，同时，关注 2021 年 CPI 基期轮换调整的影响。

3）疫情短期对 PPI 修复速度仍有扰动。本周受疫情的影响，物流运输受到冲击，大宗商品价格多数回落，或拖累 PPI 修复速度。中长期来看，随着疫苗的逐渐普及，疫情对全球经济的影响持续弱化，主要经济体维持宽松的政策基调，2021 年全球经济复苏有望加速，在全球经济复苏的提振下，工业品价格有望继续走高，PPI 将继续处于向上的修复通道中。进一步考虑基数的因素，2021 年 PPI 的高点可能出现在 5-6 月份。

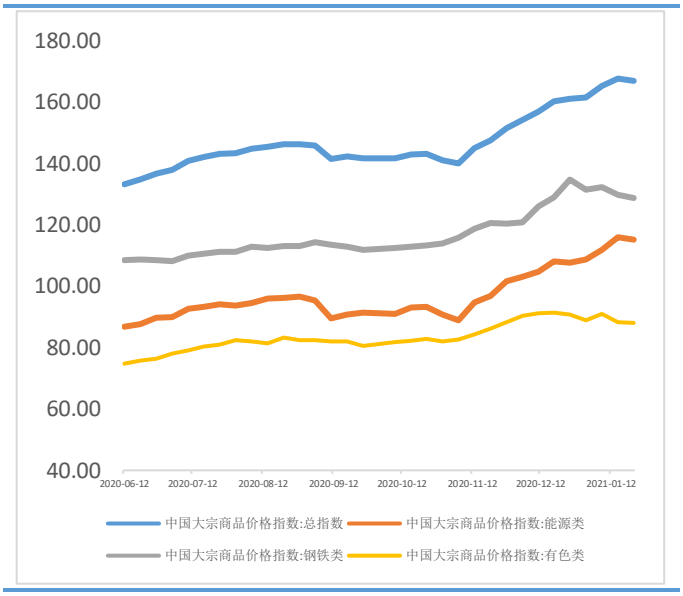
图表 7：本周食品价格多数上涨

图表 8：大宗商品价格多数上行

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind



数据来源：Wind

三、政策与消息面

国内：

1、31 省份 2020 年 GDP 出炉，广东 GDP 超过 11 万亿元，稳居第一；江苏 GDP 突破 10 万亿元，位居第二；山东位居第三。西藏 GDP 增速达到 7.8%，领跑全国。有 20 个省份的 GDP 增速超过全国 GDP 增速。

2、国家领导人主持中央政治局第二十七次集体学习时强调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，既要以新发展理念指导引领全面深化改革，又要通过深化改革为完整、准确、全面贯彻新发展理念提供体制机制保障；要自觉主动解决地区差距、城乡差距、收入差距等问题，坚持在发展中保障和改善民生，统筹做好就业、收入分配、教育、社保、医疗、住房、养老、扶幼等各方面工作。

3、央行有关负责人就“央行上调 SLF 利率”传闻表示，已注意到有关传言，这一传言完全不属实，央行已就此事向公安机关报案。网上流传，央行常备借贷便利（SLF）利率上调、需提前 2 天申请。

央行行长易纲表示，货币政策会继续在支持经济复苏、避免风险中实现平衡，确保采取政策连续性、稳定性，不会过早放弃支持政策。易纲预计，今年中国 GDP 增长将回到正常增速。央行副行长陈雨露指出，今年稳健的货币政策会更加灵活精准、合理适度，继续保持对经济恢复必要的支持力度。

4、证监会召开 2021 年系统工作会议，明确要把党的领导优势和资本市场发展规律有机结合，扎实推进全面深化资本市场改革开放落实落地，努力保持复杂环境下资本市场稳健发展势头，全面落实“零容忍”的执法理念和打击行动，坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战持久战，并加快推进科技和业务的深度融合；统筹抓好进一步提高上市公司质量意见和退市改革方案落地见效，严格退市监管，拓展重整、重组、主动退市等多元退出渠道。

专业·诚信·进取·共赢

5、国务院国有企业改革领导小组第五次会议召开，研究部署 2021 年国有企业改革工作。会议指出，要按照三年行动方案部署，紧盯重点问题攻坚克难，力争到年底完成三年改革任务的 70%以上，做强做优做大国有资本和国有企业。会议强调，落实三年行动方案，要把握好“一个抓手、四个切口”。“一个抓手”就是加强党的领导和完善公司治理相统一。“四个切口”一是提高效率，增强企业活力，形成更高质量的投入产出关系；二是狠抓创新，强化创新激励，在加快实现科技自立自强方面发挥支柱带动作用；三是化解风险，突出主责主业，压减企业管理层级，压实监管和股东责任；四是规范核算，在实行公益性业务分类核算、分类考核上取得重要成果，加快建立和完善国有经济统计指标体系和评价制度。

国际：

1、美联储宣布维持 0%-0.25%的利率不变，符合市场预期。美联储还宣布将超额准备金率（IOER）维持在 0.1%不变，将继续每月购买 800 亿美元的国债和 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券（MBS），并且重申继续资产购买步伐，直到经济进一步大幅增长。美联储政策声明称，经济和就业复苏步伐温和，需求疲软以及低油价抑制了通货膨胀，委员们一致同意此次的利率决定（与上次会议一致），如果出现可能阻碍实现目标的风险，将准备适当调整政策立场；将致力于使用各种工具支持经济。

美联储主席鲍威尔发布会要点：1、美联储采取高度宽松的政策是非常合适的，在目标实现之前保持宽松政策；2、现在谈论缩减购债还为时过早，将是渐进的，如有必要可增强前瞻性指引；3、美联储将在通胀上扬时保持耐心，相比通胀回暖，更担忧经济复苏；4、紧急借贷工具仍是可用的，倾向于使用宏观审慎工具来处理金融稳定问题；5、尚未与财政部讨论那些应急工具，财政政策绝对必要，财政的支持有助于抵御经济低迷；6、实际失业率接近 10%，在疫情过去后，仍需要帮助失业人群重返就业岗位。

美国 2020 年第四季度实际 GDP 初值年化环比升 4%，预期升 4%，前值 33.4%；GDP 平减指数初值升 2%，预期升 2.2%，前值升 3.5%；年化实际 GDP 为 187803 亿美元，前值 185965 亿美元。美国 2020 年全年 GDP 增速录得-3.5%，为 2009 年以来首次录得负值，且创 1946 年以来新低。

2、欧元区 1 月消费者信心指数终值为-15.5，预期为-15.5，前值为-15.5；欧元区 1 月工业景气指数为-5.9，预期为-7.2，前值为-7.2；欧元区 1 月经济景气指数为 91.5，预期为 89.5，前值为 90.4；欧元区 1 月服务业景气指数为-17.8，预期为-18.8，前值为-17.4。

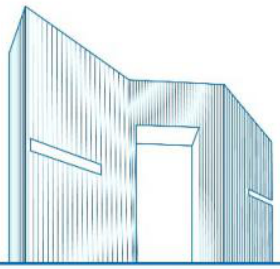
3、日本央行行长黑田东彦：宽松政策是为了整体经济，购买 ETF 旨在降低风险溢价，而非提振股价，日本央行只持有日本股市的 7%左右；持有 ETF 的未实现收益约为 12 万亿-13 万亿日元，除非日经指数跌至 21000 点以下，否则日本央行持有的 ETF 不会产生潜在损失。

4、联合国发布报告预测，今年全球经济将温和复苏，增幅预计为 4.7%；中国经济预计将增长 7.2%，并带动东亚地区整体增长 6.4%。报告显示，受新冠疫情冲击，去年全球经济萎缩 4.3%，远超国际金融危机期间萎缩幅度。其中，发达经济体经济降幅高达 5.6%，发展中经济体萎缩 2.5%。

专业·诚信·进取·共赢

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险　入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

国贸投研

长按二维码进入小程序