国信期货宏观月报

宏观

流动性或保持宽裕 市场风险偏好回落

2021 年 01 月 31 日

主要结论

本月流动性依然保持较为宽裕的状况：国内货币市场流动性出现了暂时性的紧张，1 月底隔夜市场的拆借利率创出了 2013 年以来的最高值，市场出现了短暂的紧张情绪，但是我们认为本月期间的流动性或将依然保持充裕，主要有两个原因：首先当前国内疫情新增确诊人数出现了较为明显的反弹，而疫苗的全民接种需要时间，在这种情况下，货币政策的主要方向或将依然是维持经济发展的稳定，不具备全面转向的可能性；其次证监会主席易会满在召开 2021 年系统工作会议时再次表示，将切关注市场流动性变化，动态完善应对政策，切实维护市场稳定运行。**所以我们认为从当期疫情反弹和政策导向这两方面来看，本月的流动性依然会保持较为充裕的情况，商品市场不会因为资金流动性问题而产生系统性下跌的风险。**

春节期间风险提示：春节期间是经济数据发布较为清淡的一周，但是在新冠疫情阴影的笼罩下以及疫苗有效性的评估过程期中，美国经济数据或将被拖累。同时我们也注意到美国参议院和众议院正在继续推进拜登总统 1.9 万亿的经济刺激计划，向遭受疫情打击的美国民众和企业提供救助，**预计疲软的经济数据以及对于宽松货币政策的预期将在一定程度上继续拖累美元指数的走势，或将影响对于外盘较为敏感的品种走势（原油、铜、铝、锌、镍）。**但同时值得注意的是，意大利总统辞职，当前意大利政府如果不能成功组成一个更广泛的联合政府以及内阁，意大利或将面临提前两年进行选举的风险，而极右翼党派领袖萨尔维尼或将当选，其去全球化和贸易保护主义的主张，**或将降低全球市场的风险偏好，利多黄金等避险属性较强的品种。**

中美第一阶段贸易协议一周年：总体来看，中美第一阶段贸易协议并没有如特朗普所愿增加美国对中国出口，并减少中国对美国的出口，反而使得美国代替了欧盟成为了 2020 年中国对外出口总额最大的国家。通过拆分出口项数据，支撑 2020 年对美出口增长最重要的两个因素是，防疫物资出口量的爆发式增长以及中国对于美国出口的替代效应。但这两个因素持续性较差，难以成为继续支撑 2021 年对美出口的增长。但我们也注意到，当前美国史无前例的宽松货币和财政政策的刺激，促进了美国居民的消费需求并增加企业投资，同时欧美经过疫情的冲击后，库销比到了历史较低水平，2021 美国将经历一轮完整的主动补库存和信贷扩张周期，外需的增加或将成为支撑 2021 年对美出口的一个重要支撑因素。

分析师：顾琛
从业资格号：F3038154
电话：021-55007766-6624
邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断 并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

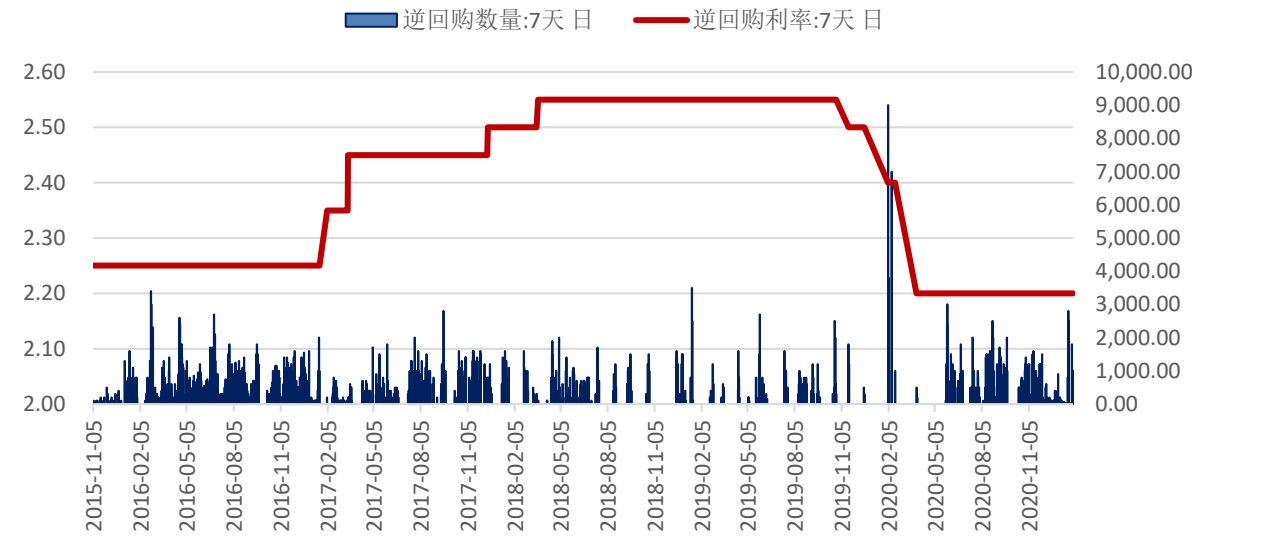
一、宏观热点事件梳理及展望

1.1 本月市场流动性分析

国内货币市场流动性出现了暂时性的紧张，1 月底隔夜市场的拆借利率创出了 2013 年以来的最高值，市场出现了短暂的紧张情绪，主要有两点原因，首先是因为全国各地房地产市场价格出现较快速的上涨，前期由于流动性释放的力度较大，导致利率出现了较为快速的下行，为了抑制房地产市场的过热，央行收紧了一定的流动性。其次，根据央行的报告指出稳健货币政策力度把握是否合适要看 M2 与 GDP 增速是否匹配，当前 M2 的增速在 11%-12%左右，而今年名义 GDP 的增速预计在 9%左右，根据这个指标，M2 的投放已经较为充裕，在这个背景下，央行短期收缩了一定的流动性，带来了资金面的紧张情绪

但是我们认为本月期间的流动性或将依然保持充裕，主要有两个原因：首先当前国内疫情新增确证人数出现了较为明显的反弹，而疫苗的全民接种需要时间，在这种情况下，货币政策的主要方向或将依然是维持经济发展的稳定，春节不具备全面转向的可能性；其次证监会主席易会满在召开 2021 年系统工作会议时再次表示，将切关注市场流动性变化，动态完善应对政策，切实维护市场稳定运行。同时，，央行货币政策司司长孙国峰在央行网站的“政策研究”栏目发表了题为《健全现代货币政策框架》的署名文章。孙国峰在文中指出，健全现代货币政策框架是推动高质量发展的内在需要，是推进国家治理体系和治理能力现代化的重大任务，是加强国际宏观经济政策协调的必然要求。**所以我们认为从当期疫情反弹和政策导向这两方面来看，本月的流动性依然会保持较为充裕的情况，商品市场不会因为资金流动性问题而产生系统性下跌的风险。**

图：7 天逆回购利率以及数量



数据来源：WIND 国信期货

1.2 春节期间黑天鹅事件风险提示

春节期间是经济数据发布较为清淡的一周，美元或维持疲软走势：2021 年春节期间，美国经济数据发布数量较少，但是在新冠疫情阴影的笼罩下以及疫苗有效性的评估过程期中，美国经济数据或将被拖累，预计美国申请失业金人数将继续上升，消费者现状指数和 PPI 数据或将持续回落。同时我们也注意到美国参议院和众议院正在继续推进拜登总统 1.9 万亿的经济刺激计划，向遭受疫情打击的美国民众和企业提供救助，**预计疲软的经济数据以及对于宽松货币政策的预期将在一定程度上拖累美元指数的走势，或将影响对于外盘较为敏感的品种走势（原油、铜、铝、锌、镍）。**但同时值得注意的是，意大利总统辞职，当前意大利政府如果不能成功组成一个更广泛的联合政府以及内阁，或将面临提前两年进行选举的风险，而极右翼党派领袖萨尔维尼或将当选，其去全球化和贸易保护主义的主张，**或将降低全球市场的风险偏好，利多黄金等避险属性较强的品种。**

图：春节期间重要风险事件发布

日期	事件
2021.02.11	2月06日当周初次申请失业金人数；美国棉花出口周报；美国EIA成品油库存周报
2021.02.12	美国农业部出口销售报告
2021.02.13	美国CFTC持仓报告
2021.02.15	美国2月密歇根大学消费者现状指数；美国1月炼油厂加工量
2021.02.16	美国农业部出口检验报告
2021.02.17	美国PPI数据

数据来源：WIND 国信期货

1.3 中美第一阶段贸易协议后，对于中美经贸的影响

1.3.1 第一阶段贸易协定对于美国的影响

中美两国从2018年4月开始一共进行了5轮互相征税，直到2020年1月15日签订了第一阶段贸易协定，历时接近3年。

图：中美贸易摩擦进程表

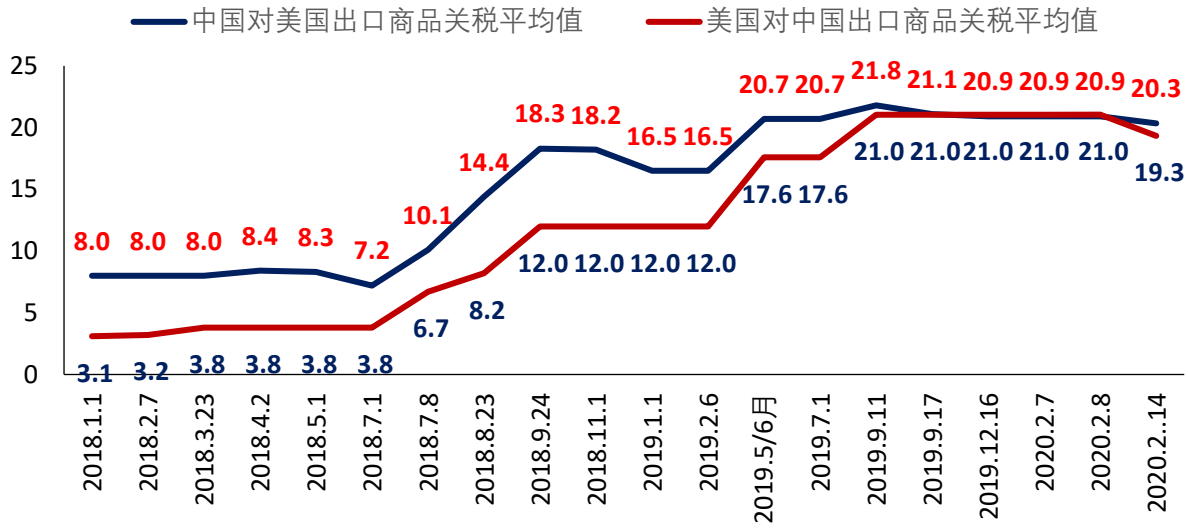
中美贸易进程表		
阶段	时间	重大事件
第一轮征税	2018.4.4	美国政府发布了加征关税的商品清单，将对中输美的1333项500亿美元的商品加征25%的关税。
第一轮谈判	2018.5.17	由中共中央政治局委员、国务院副总理、中央财经委员会办公室主任刘鹤率领的中方代表团和包括美国财政部长斯蒂芬·梅努钦、商务部长威尔伯·罗斯和贸易代表罗伯特·莱特希泽等成员的美方代表团就贸易问题进行了建设性磋商。
第二轮征税	2018.6.16	美国贸易代表办公室公布了对华征税清单。清单第一部分包括同年4月公布的加税产品清单上1333个中国产品中的818个产品，进口价值大约340亿美元，征税从7月6日开始实行。第二部分包含新提出的284个中国产品，进口价值为大约160亿美元。
第三轮征税	2018.9.18	美国总统特朗普宣布对2000亿美元中国产品增加10%的关税，将在9月24日实施。在2019年1月1日，上升到25%关税。
第二轮谈判	2018.12.1	中国国家主席习近平与美国总统特朗普在2018年二十国集团布宜诺斯艾利斯峰会上举行会谈，两国元首讨论了中美经贸问题并达成了共识。双方宣布暂停采取新的贸易措施，并设定了3个月的谈判期限。
第四轮征税	2019.5.6	美国总统唐纳德·特朗普在其推特上宣布将2000亿美元的中国商品关税从10%上调到25%，并于5月11日生效。
第三轮谈判	2019.6.29	中国国家主席习近平与美国总统特朗普在2019年二十国集团大阪峰会举行双边会谈。双方同意重启经贸磋商，美方不再对中国产品加征新的关税[306]。

第五轮征税	2019.8.1	美国总统特朗普通过推特表示，“美国将从9月1日开始，对剩下的3000亿美元中国进口到美国的商品加征10%的小笔额外关税。这不包括已经被加征25%关税的2500亿美元中国进口商品”
第四轮谈判	2019.9.5	中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话时敲定，10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商。
第一阶段贸易协定	2020.1.15	美国总统特朗普与中国国务院副总理刘鹤在华盛顿白宫的东厅签署了《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》

数据来源：wind 海关总署 公开资料整理 国信期货

从2018年第一轮中美贸易摩擦至今，两国的平均关税提升幅度较大，美国对中国出口商品的平均关税从8%上升至19.3%，中国对美国出口商品的平均关税从3.1%上升至20.3%。

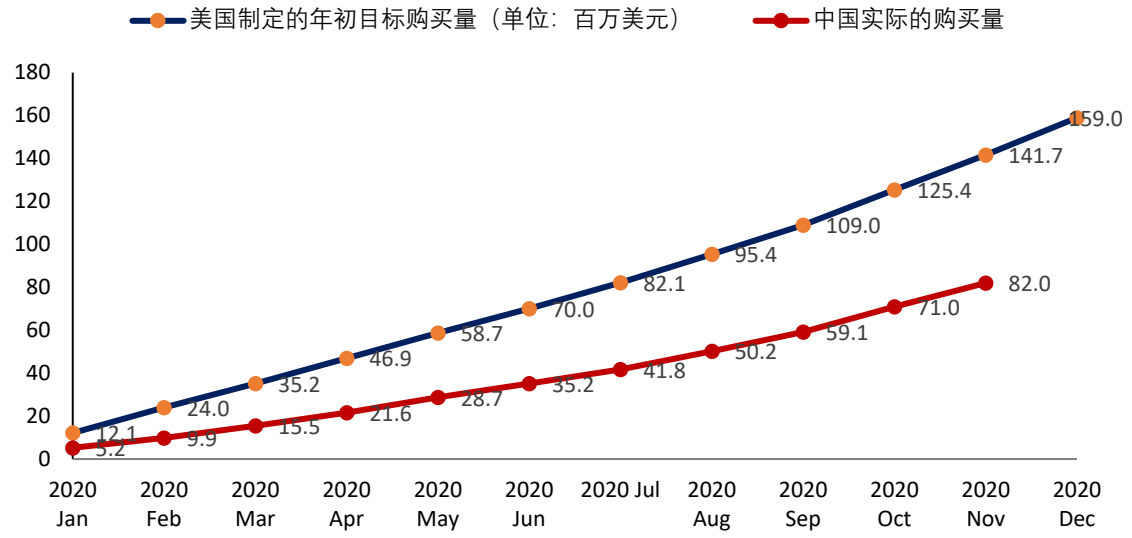
图：中美两国平均关税出现了较为明显的上升



数据来源：PIIE 海关总署 US Bureau of the Census wind 国信期货

在2020年1月15日，中美达成了第一阶段贸易协定，中国同意在2020年和2021年，对美国商品和服务的购买总额在2017年的基础上增加2000亿美元。其中，将在2020年底相较于2017年的基准增加购买639亿的商品，换句话说，2020年中国将从美国进口1590亿美元的商品。但是我们通过对比中国海关总署和美国商务普查局的数据，从2020年中国所承诺的对于第一阶段贸易协议所承诺的商品购买的数量来看，截止至2020年11月当前中国购买的第一阶段贸易协议中规定的商品仅占目标总量的51.57%。

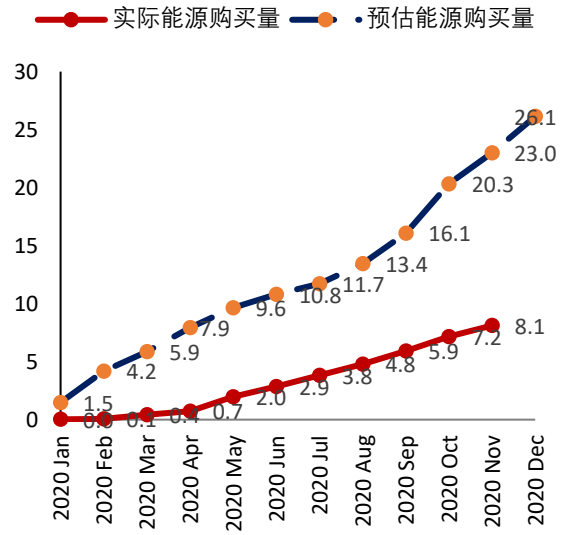
图：截止2021年11月份中国实际的购买量和美国预估第一阶段贸易购买量的对比



数据来源：PIIE 海关总署 US Bureau of the Census wind 国信期货

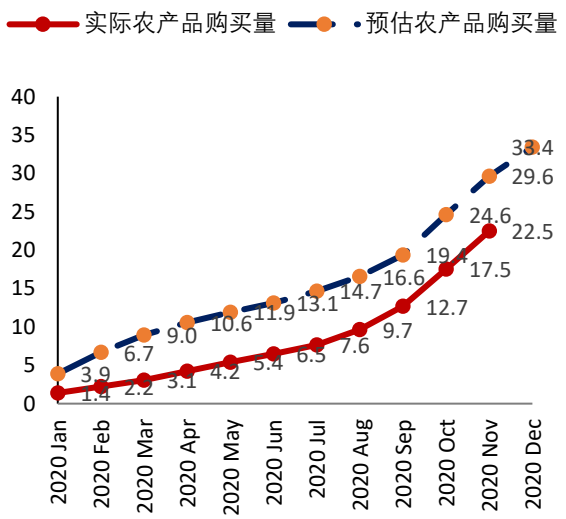
从细分数据来看，第一阶段协议规定了三大中国需要增加购买的商品种类（农业、能源、制造业）。农产品购买方面，中国对于 2020 年美国农产品的采购目标为 334 亿美元，截至 2020 年 11 月，中国的实际采购金额为 296 亿美元，仅达到目标金额的 76%。能源购买方面，中国对于 2020 年美国能源类产品的采购金额为 261 亿美元，但是受到原油价格大幅下挫的影响，截至 2020 年 11 月，中国对于能源产品的购买金额仅达到 35%。

图：能源 2020 年购买量只达到 35%



数据来源：PIIE 海关总署 US Bureau of the Census 国信期货

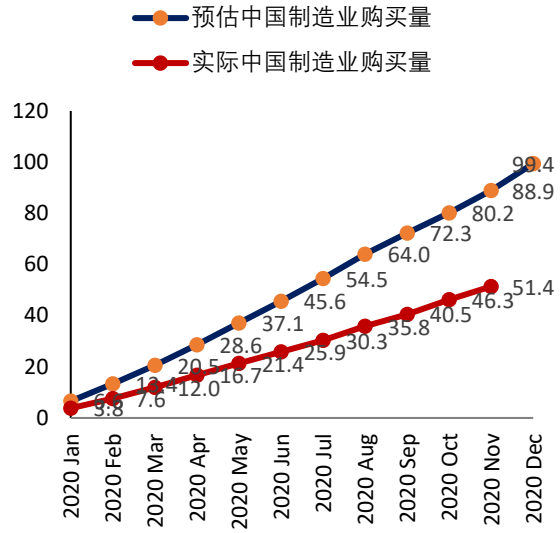
图：农产品 2020 年购买量只达到 76%



数据来源：PIIE 海关总署 US Bureau of the Census 国信期货

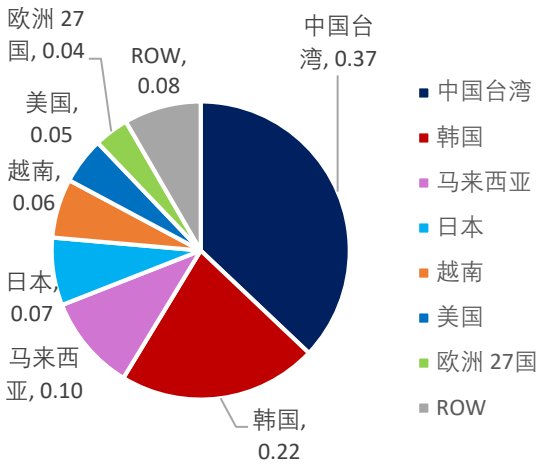
机电制造业方面， 2020 年整体制造业机电的预估购买量是 994 亿美元，但是截止 2020 年 11 月，中国购买的机电制成品仅占全年总额的 58%。其中比较重要的原因是美国政府对于华为等科技公司出口的限制。中国一直以来就是美国半导体和设备最大的买家，占 2019 年美国半导体产业总收入的近 1/4。但目前美国政府对于华为等科技公司的制裁，大大削减了中国对于第一阶段协议中对于美国机电及半导体产成品的购买量，并推动了台湾和韩国成为中国最大的机电制造业进口商。

图：制造业机电产品 2020 年购买量只达到 58%



数据来源：PIIE 海关总署 US Bureau of the Census 国信期货

图：中国半导体主要进口国家变为台湾和日本



数据来源：PIIE 海关总署 US Bureau of the Census 国信期货

所以从 2020 年中国对于美国出口商品的购买量来看，第一阶段的贸易协议不仅没有达到像特朗普承诺的那样出现美国对中国出口商品增速的大幅度上升，甚至由于中美两国大幅度调高的关税而减少了美国向中国出口的贸易额，同时由于双方关税的增加，提高了美国消费者需要支付的价格以及美国企业的成本。

1.3.2 第一阶段贸易协议对于中国的影响

我们将美国在第一阶段贸易协定中对于中国加征的近 3200 亿商品中近 18000 条细分商品项进行归类，并与中国海关总署对美出口分类进行对比，试图得出在美国对于中国部分商品加征关税后，对于中国出口的影响。通过数据对比发现，2019 年前 11 个月在美国加征关税商品清单中，中国总体出口总量反增不减，除了贵金属及稀有矿物质等、牛皮及牛皮制品，羊皮以及羊皮制品等、相机胶片、电影胶片、杀虫剂等、烟草及相关制品这四项相较于 2019 年全年小幅回落，但由于总量较小，所以并没有对整体出口总量带来特别大的影响。所以从美国对中国加征关税产品清单中出口总量的角度来看，第一阶段对于中国商品所加征的关税，对于中国对美出口的商品来说并没有特别大的影响。

图：在第一阶段贸易协议的关税清单中中国对于美国出口总量对比表

美国加征关税产品清单中国出口总量	2020 年前 1-11 月	2019 年
手机部件、应答机设备、电视设备、半导体设备	100191557.6	73299787
木质家具、塑料家具、竹制家具，吊灯以及灯具	25876083.84	18961431
天花板及墙壁相关材料、建材相关制品，橡胶制品，橡皮制品	21775668.25	13379905
汽车安全设备、农用机械设备、自行车配件	15027485.53	11979862
化学制品、合成剂、颜料	14476785.87	9540833
矿物材料、石膏、生石灰、铅、锌	6379558.105	616768
纪念碑、建筑石料、墙砖，玻璃，镜子，玻璃化纤制品	6379558.105	4883622
各类纸张	3759994.352	3151005

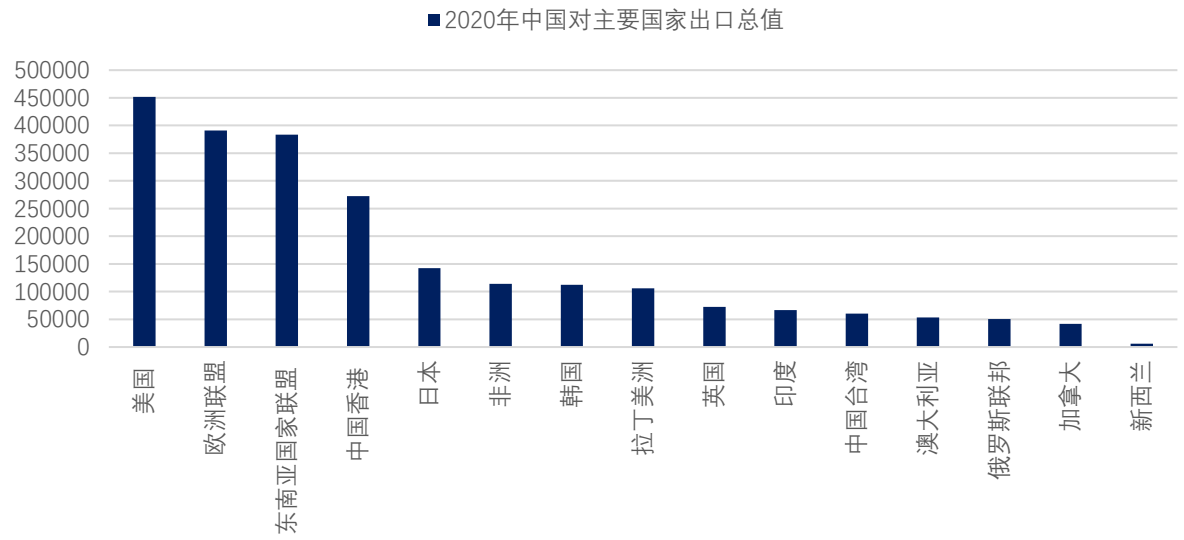
手工工具、刀具、电动机，自动闭门器，电器照明设备零件，喷雾器	3559019.205	2451776
木制品、铁路、中密度纤维板	2602522.24	2015789
食品、各种禽类、肉类制品、粮食、油类、水果及水果制品	2568269.979	2032373
贵金属、银条、稀有矿物质、铁钉、铜合金	**1248046**	**1581599**
化妆品、日货用品	1023853.387	819,193
地毯、针织毯类，发辫以及头饰	496676.282	358674
丝织品、羊毛制品、精梳毛料、棉花制品	251763.127	207208
纽扣、自拍杆、绘画用品等	56218.433	52667
牛皮及牛皮制品，羊皮以及羊皮制品	**21065.022**	**24435**
相机胶片、电影胶片、杀虫剂等	**9719.267**	**14465**
烟草及相关制品	3729.708	8,852

数据来源：wind USTR 海关总署 网上公开资料整理 国信期货

1.3.3 中国 2020 年对美出口高企的原因

由此我们得知，第一阶段贸易协议对于中国部分商品所征收的关税，对于中国对美出口的影响较小。同时我们注意到，根据海关总署公布的数据，2020 年，我国货物贸易进出口总值 32.16 万亿元，比 2019 年增长 1.9%，创历史新高，成为全球唯一实现货物贸易正增长的经济体。其中，对美国出口增速相较于去年同期增长了 7.9%，并且代替了欧盟成为了 2020 年中国对外出口总额最大的国家。

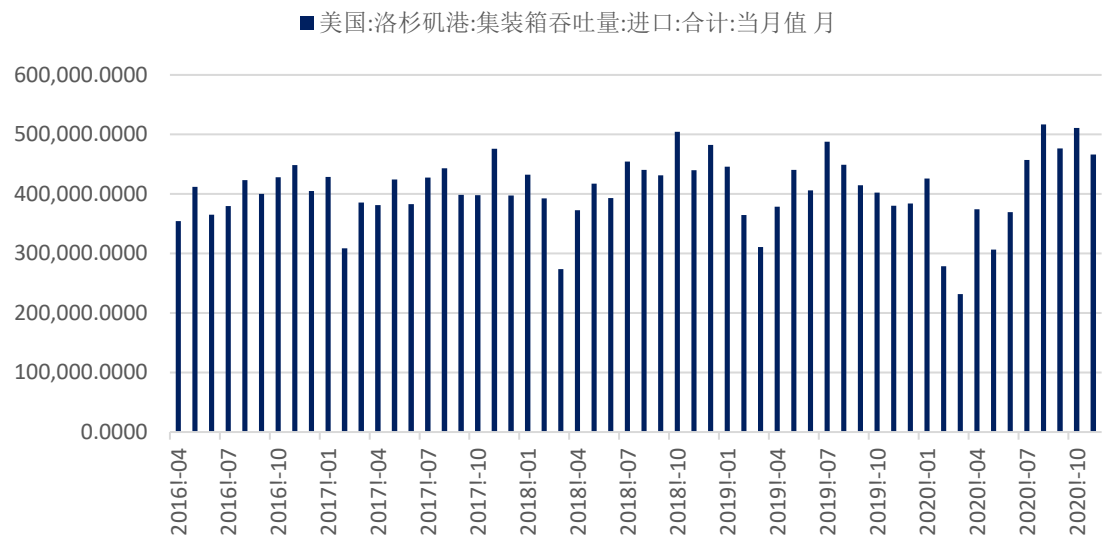
图：2020 年中国对主要国家出口总值对比



数据来源：wind 海关总署 国信期货

从美国到港的中国物品的进口数据来看，美国的洛杉矶港作为美国最大的集装箱货物处理港以及许多中国货物的门户，在今年 11 月的吞吐量达到了 114 年以来的新高。同时从港口卸船的数据来看，随着圣诞节以及新年欧美消费旺季来临，码头工人卸船数量已经超过平时卸船数量的一倍，这些数据都表明当前美国对于中国出口的商品需求的强劲。

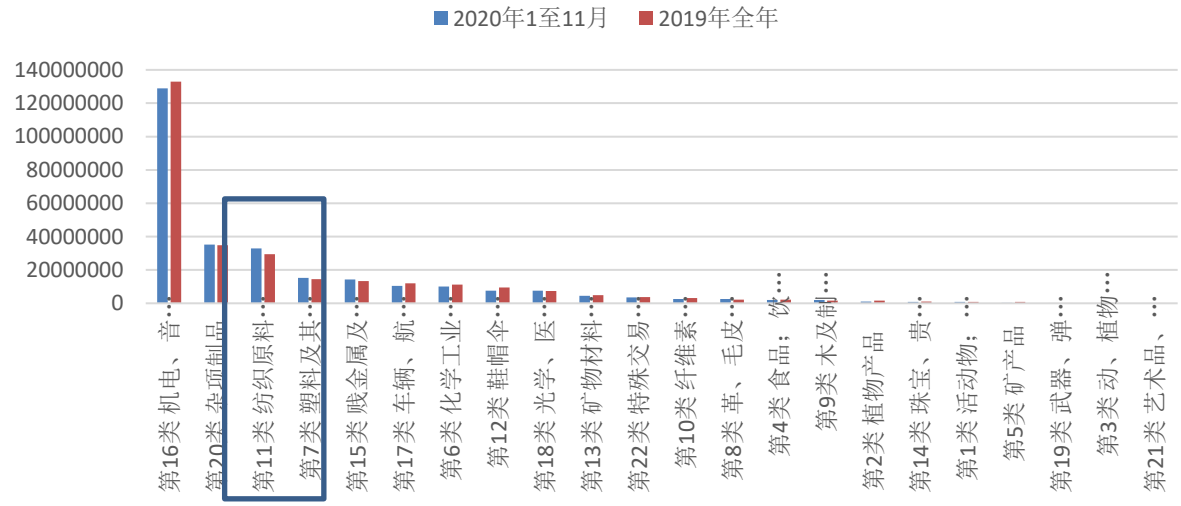
图：中国对美出口总额



数据来源：wind 海关总署 国信期货

我们认为带来 2020 年中国对美出口总量高企主要有两个原因，首先从出口增速的角度来看，中国对美出口的纺织原料及纺织制品、以及塑料橡胶及其制品这两项 2020 年前 11 个月的出口总量就超过了 2019 年全年总值，其增速达到了 11.89%以及 13.30%，创历史新高。

图：1-11 月中国出口商品金额相较于去年同期增速的排名

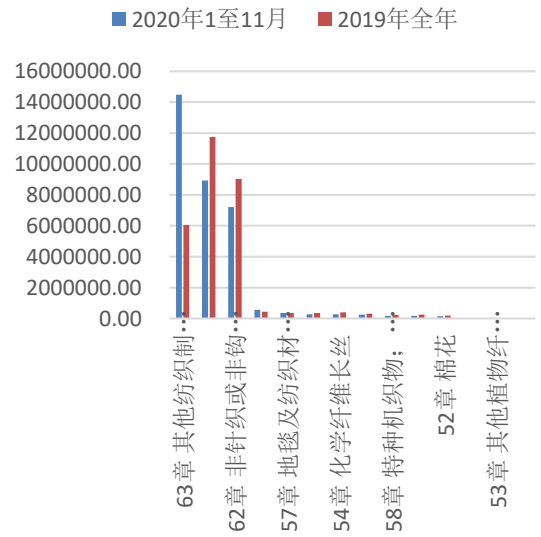


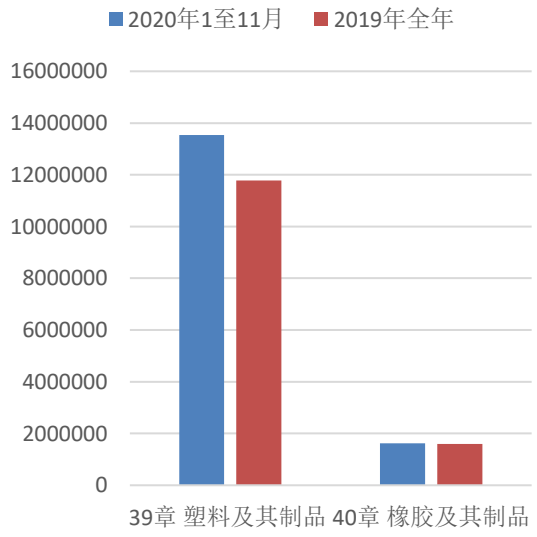
数据来源：wind 国信期货

从细分数据来看，纺织原料及其制品中，包含口罩等防疫物资的纺织制品项，2020 年 1-11 月出口增速相较于 2019 年增长了 139%。塑料以及橡胶及其制品中，包含热熔胶膜和医用防护服密封条的塑料及其制品项增速达到了 14.91%。所以总体来看，疫情期间对美出口防疫物资爆发式的增长是推动 2020 年对美出口总量增长的最主要的因素。

图：纺织原料及其制品出口细分项

图：塑料和橡胶及其制品出口细分项





数据来源：wind 海关总署 国信期货

其次第二个原因是从全球出口占比的角度看，中国对美国出口的替代效应上升。从中国出口占全球 8 大出口国的比重来看，中国出口份额从 2019 年的 26%上升至了 2020 年 11 月的 34%左右，而美国的出口份额从、27%下降到了 23%左右，东南亚和欧洲等国家的出口份额也分别下降了 2-3%。表明由于各国疫情发展的阶段和程度不同，部分欧美以及东南亚工厂由于疫情原因无法开展生产，有一定的制造业订单回流至中国，所以自 2020 年 4 月份之后，中国的出口份额上升的一部分原因是替代了部分欧美以及东南亚国家的出口份额。

图：中国在全球主要国家出口占比的热力图

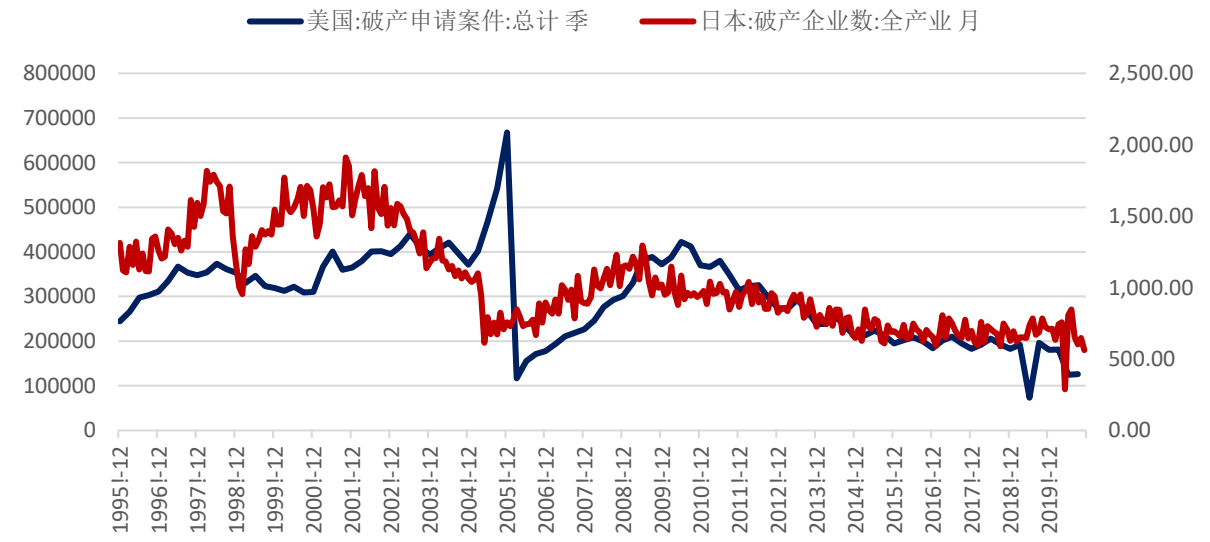
	亚洲					欧洲		
时间	中国	日本	印尼	越南	美国	法国	英国	德国
2020-11	34.16%	7.48%	19.44%	3.16%	23.47%	5.93%	4.63%	1.72%
2020-10	31.69%	8.42%	19.19%	3.57%	24.32%	4.52%	4.52%	1.81%
2020-09	32.64%	7.91%	19.00%	3.74%	24.24%	4.46%	4.46%	1.81%
2020-08	33.93%	7.24%	18.89%	3.82%	25.07%	4.66%	4.66%	1.59%
2020-07	33.59%	7.29%	19.37%	3.25%	24.04%	4.55%	4.55%	1.75%
2020-06	33.16%	7.25%	18.65%	3.26%	24.47%	5.12%	5.12%	1.80%
2020-05	35.27%	6.84%	17.80%	3.15%	24.52%	5.52%	5.52%	1.65%
2020-04	32.81%	8.19%	19.94%	3.23%	24.45%	5.08%	5.08%	1.50%
2020-03	27.03%	8.91%	20.54%	2.92%	27.25%	4.78%	4.78%	1.92%
2020-02	35.75%	7.41%	17.17%	2.27%	25.60%	4.30%	4.30%	1.61%
2019-12	30.36%	8.03%	18.37%	2.77%	26.90%	5.91%	5.91%	1.51%
2019-11	29.05%	8.03%	18.30%	2.96%	27.62%	5.76%	5.76%	1.80%
2019-10	27.64%	8.19%	19.38%	2.91%	27.31%	5.45%	5.45%	1.88%
2019-09	28.89%	8.10%	18.67%	3.05%	27.70%	5.36%	5.36%	1.83%
2019-08	28.86%	7.91%	19.18%	3.29%	28.27%	5.39%	5.39%	1.65%
2019-07	28.32%	8.14%	19.73%	2.89%	26.87%	5.43%	5.43%	1.78%

2019-06	29.23%	8.70%	16.22%	2.97%	28.79%	5.48%	5.48%	1.77%
2019-05	28.23%	7.40%	19.57%	2.84%	28.09%	5.12%	5.12%	1.82%
2019-04	26.93%	8.90%	18.24%	2.77%	29.11%	5.11%	5.11%	1.85%
2019-03	26.29%	9.17%	18.73%	2.97%	28.27%	5.49%	5.49%	1.90%
2019-02	20.87%	9.46%	19.37%	2.25%	32.52%	5.88%	5.88%	2.03%
2019-01	29.43%	7.22%	18.80%	2.70%	28.38%	5.15%	5.15%	1.78%
2018-12	29.21%	8.92%	18.90%	2.60%	27.64%	4.99%	4.99%	1.53%
2018-11	28.85%	8.55%	19.10%	2.78%	27.20%	5.03%	5.03%	1.81%
2018-10	27.24%	8.82%	20.18%	2.64%	27.19%	5.10%	5.10%	1.80%
2018-09	29.19%	8.35%	19.37%	2.65%	27.61%	5.12%	5.12%	1.71%
2018-08	28.40%	8.41%	20.77%	2.74%	27.60%	5.13%	5.13%	1.67%
2018-07	27.57%	8.33%	20.94%	2.61%	27.08%	5.09%	5.09%	1.73%
2018-06	28.72%	9.02%	17.24%	2.64%	28.32%	5.27%	5.27%	1.86%
2018-05	27.61%	7.93%	21.14%	2.60%	28.06%	4.90%	4.90%	1.72%
2018-04	27.00%	8.89%	19.67%	2.49%	28.78%	4.89%	4.89%	1.81%
2018-03	23.55%	9.60%	21.01%	2.86%	28.89%	5.05%	5.05%	1.90%
2018-02	24.60%	8.95%	20.39%	2.07%	30.28%	5.23%	5.23%	1.83%
2018-01	27.40%	8.03%	20.03%	2.78%	28.46%	5.23%	5.23%	1.78%

数据来源：wind 国信期货

至此我们得到了带动 2020 年中国对美出口增速上升的两个最主要的原因。但从可持续的角度来看，此次疫情虽然暂停了全球多个国家的生产经营活动，但并没有对经济内部自生性的循环产生破坏，同时由于各个国家经济补助措施的出台，疫情并没有使全球企业破产的数量出现非常明显的下行，2020 年美国企业破产总量量不及 08 年金融危机的一半，所以随着疫苗研发以及普及进程的推进，疫情对经济的影响或将减弱，防疫物资对于出口的支撑或将出现明显的下行，但由于全球大部分企业的生产供给能力依然存在，中国对于美国出口的替代效应在 2021 年或难以延续，所以支撑 2020 年出口增速的两个因素可持续性较差，难以成为继续支撑 2021 年对美出口强劲的理由。

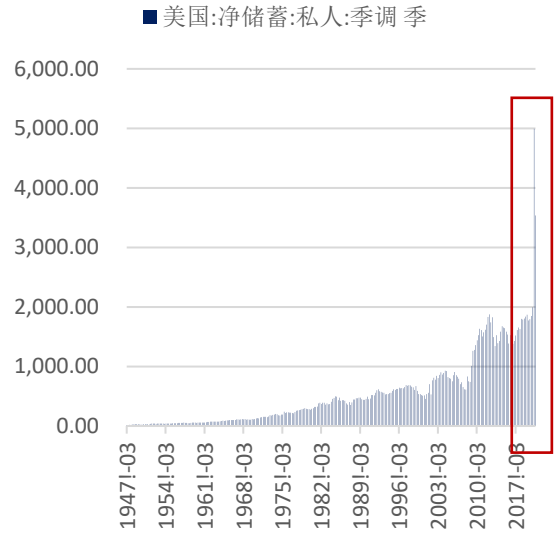
图：美日破产企业数并没有出现明显的上升



数据来源：wind 国信期货

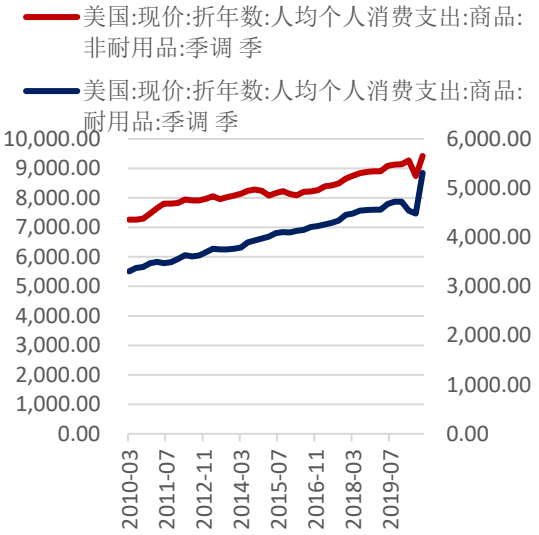
展望 2021 年，我们认为，虽然推动 2020 年对美出口上升的因素并不能完全成为支撑 2021 的出口增速的原因，但是由于美国历经了 1 年左右疫情的冲击，虽然工厂开工受到了阻碍，但是消费需求依然较为强劲，从美国零售消费市场来看，从 2020 年 3 季度起，消费者支出开始超出市场预期，2020 年前三季度，居民商品消费的支出占据消费者总支出的 34%，创 2008 年以来的新高。并且有一个现象值得注意，美国一直是一个低利率以及低储蓄闻名的国家，在 2020 年前美国家庭储蓄率平均只有 5%左右，但是 2020 年受到疫情的影响，在 2020 年 4 月份美国家庭储蓄率达到了 33.7%，当前虽然恢复到 23%，但这个数字也创了 40 年以来的新高。所以我们认为当前美国家庭较高的储蓄率也是支撑 21 年美国消费持续强劲的重要因素。

图：美国净储蓄



数据来源：wind 国信期货

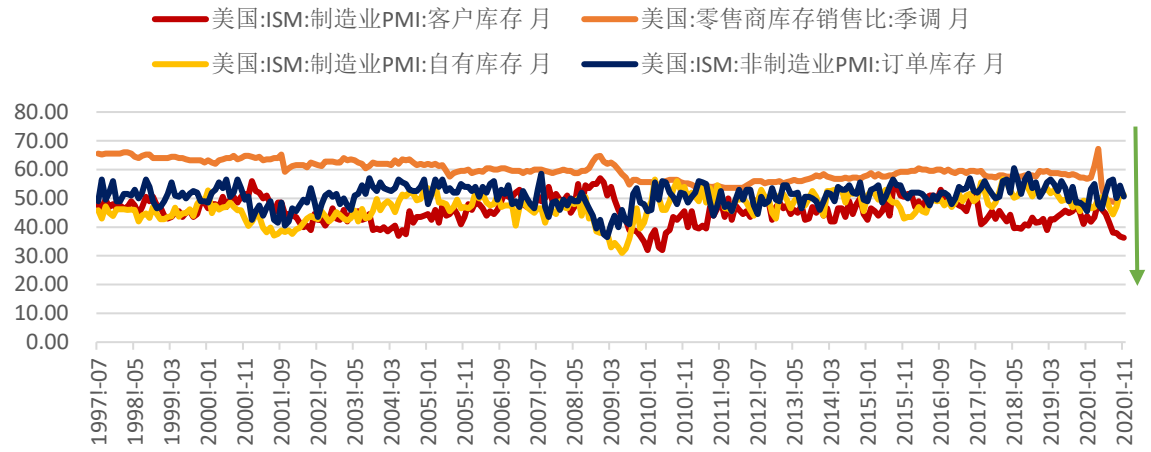
图：美国耐用品及非耐用品支出



数据来源：wind 国信期货

同时当前美国的社会库存已经出现了较快幅度的下行，到达了历史的低位。其中美国零售商库存销售比已经下行至 2008 年金融危机以来的新低。表明当前整体社会消费能力较强，并且未来或将迎来一个较为确定的主动补库存的周期，叠加当前全球较为宽松的信贷扩张周期以及欧美即将出台的财政刺激计划，2021 年中国对外出口的规模以及外需的增量的扩张的确定性在提高，预计这些因素或将给 2021 年的中国出口提供一个强有力的支撑。

图：中国主要出口国家金额占比



数据来源：wind 海关总署 国信期货

总体来看，中美第一阶段贸易协议并没有如特朗普所愿增加美国对中国出口，并减少中国对美国的出口，反而使得美国代替了欧盟成为了2020年中国对外出口总额最大的国家。通过拆分出口项数据，支撑2020年对美出口增长最重要的两个因素是，防疫物资出口量的爆发式增长以及中国对于美国出口的替代效应。但这两个因素持续性较差，难以成为继续支撑2021年对美出口的增长。但我们也注意到，当前美国史无前例的宽松货币和财政政策的刺激，促进了美国居民的消费需求并增加企业投资，同时欧美经过疫情的冲击后，库销比到了历史较低水平，2021美国将经历一轮完整的主动补库存和信贷扩张周期，外需的增加或将成为支撑2021年对美出口的一个重要支撑因素。

二、重要经济数据点评

从较为中性的货币政策导向来看，当前市场的流动性符合预期，短期内没有更强宽松货币政策刺激的预期。从经济数据来看，国内经济恢复增量的绝对值，相较于往年同期依然较弱，但是相较于国际市场的恢复程度，中国依然处于较为领先的地位。

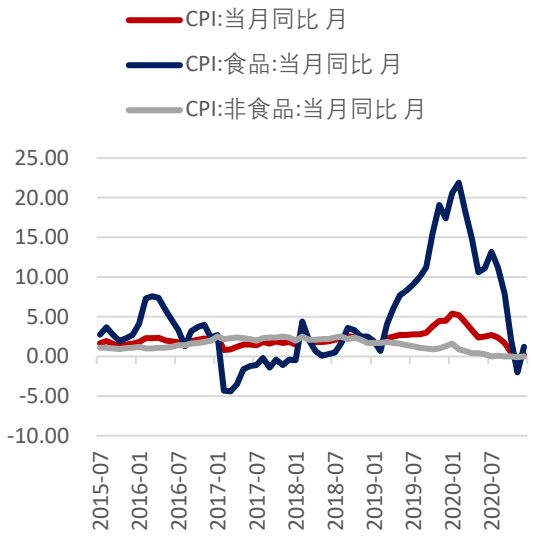
2.1、通胀数据

2020年12月份，全国工业生产者出厂价格同比下降0.4%，环比上涨1.1%；工业生产者购进价格同比持平，环比上涨1.5%。2020年全年，工业生产者出厂价格比上年下降1.8%，工业生产者购进价格下降2.3%。2020年12月份，全国居民消费价格同比上涨0.2%。其中，城市上涨0.2%，农村上涨0.2%；食品价格上涨1.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨0.2%，服务价格上涨0.3%。

12月的数据有两点值得关注。1、从CPI的数据来看，节假日来临，猪肉的季节性消费上升，以及海外冻猪肉的进口减少，是12月通胀数据上行的主要原因。从细分数据来看，食品烟酒类价格同比上涨1.4%，影响CPI（居民消费价格指数）上涨约0.44个百分点。食品中，鲜菜价格上涨6.5%，影响CPI上涨约0.17个百分点；鲜果价格上涨6.5%，影响CPI上涨约0.11个百分点；水产品价格上涨1.7%，影响CPI上涨约0.03个百分点；畜肉类价格上涨0.6%，影响CPI上涨约0.04个百分点，其中猪肉价格下降1.3%，影响CPI下降约0.06个百分点；蛋类价格下降10.8%，影响CPI下降约0.07个百分点。2、从PPI数据来看，由于12月大宗商品价格攀升，工业品价格持续上行，工业生产者出厂价格中，生产资料价格下降0.5%，降幅比上月收窄1.3个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.33个百分点。其中，采掘工业价格下降0.4%，原材料工业价格下降1.6%，加工工业价格持平。生活资料价格下降0.4%，降幅比上月收窄0.4个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.11个百分点。其中，食品价格上涨0.9%，衣着和耐用

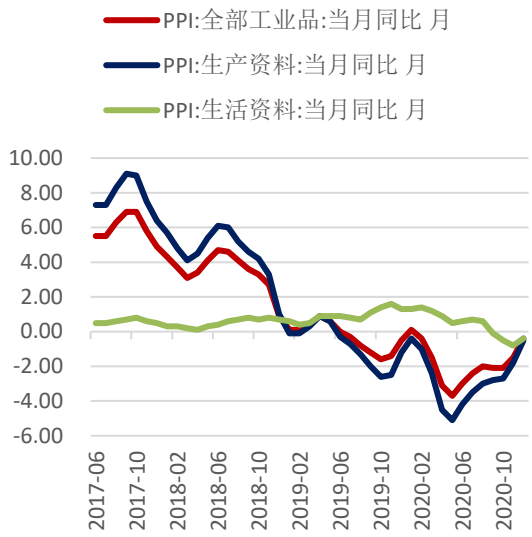
消费品价格均下降1.8%，一般日用品价格下降0.4%。总体来看当前经济复苏的预期不变，整体通胀依然处于较为温和的状态。

图：CPI 数据



数据来源：wind 国信期货

图：PPI 数据



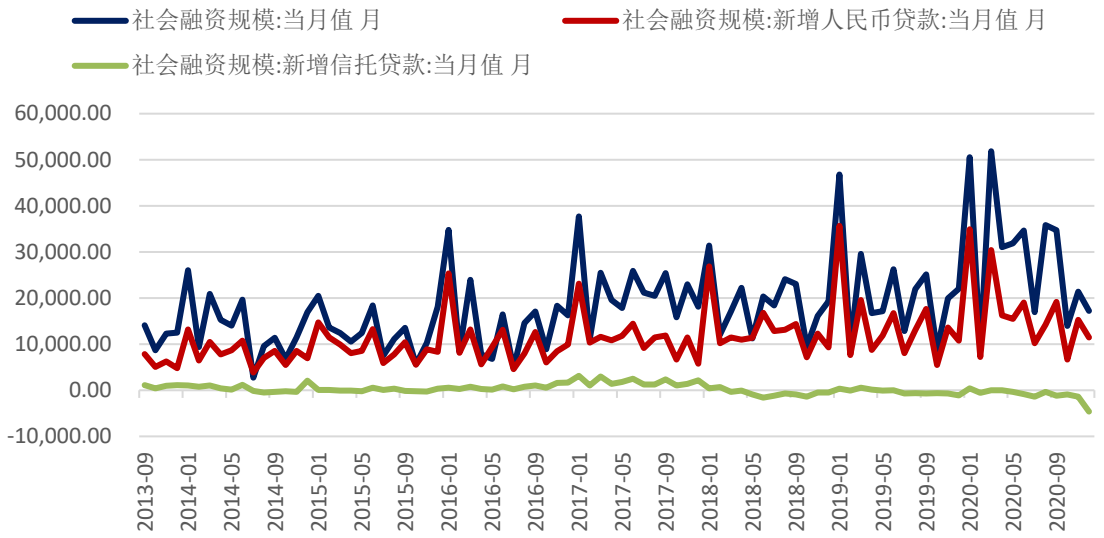
数据来源：wind 国信期货

2.2、社融数据

中国12月新增社会融资规模为1.72万亿元，预期为2.18万亿，前值为2.13万亿元。12月新增人民币贷款1.26万亿元，预期为1.21万亿元，前值为1.43万亿元。M2同比增长10.1%，预期为10.7%，前值为10.7%。

12月的数据有两点值得关注。1、为了符合广义货币M2增速与国内生产总值（GDP）名义增速相匹配，12月的社融数据延续了4季度以来的下行势头，且降幅小幅小于市场普遍预期，表明当前政策正在逐步退出“宽信用”的预期。2、从细分数据来看，12月社融数据回落主要是受到非标融资以及新增企业债券融资的拖累，但我们也注意到新增人民币贷款增速出现了较大幅度的增长，主要是靠企业中长期贷款的拉动，表明当前企业投资意愿较强，对于经济复苏的预期较好。同时M1和M2的剪刀差有所扩大，也表明了企业对未来经济增长前景乐观，准备补库存或者扩大资本开支，以充足的现金流应对生产中的需求。

图：社融增速



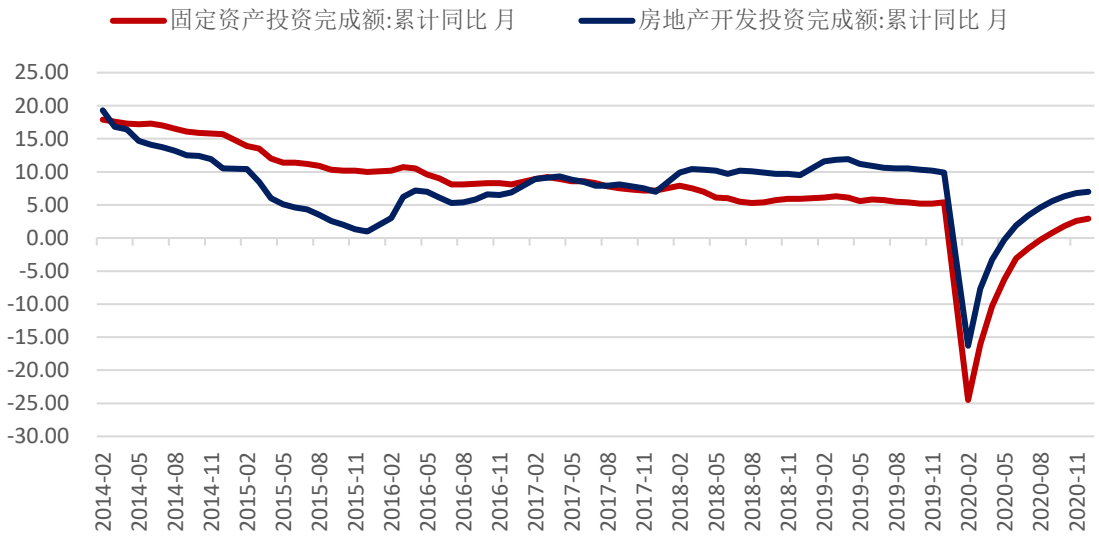
数据来源：wind 国信期货

2.3 固定资产投资和房地产开发投资数据

2020 年 1—12 月份，全国固定资产投资（不含农户）518907 亿元，比上年增长 2.9%，增速比 1—11 月份提高 0.3 个百分点。其中，民间固定资产投资 289264 亿元，增长 1.0%，增速提高 0.8 个百分点。从环比速度看，12 月份固定资产投资（不含农户）增长 2.32%。2020 年 1—12 月份，全国房地产开发投资 141443 亿元，比上年增长 7.0%，增速比 1—11 月份提高 0.2 个百分点，比上年回落 2.9 个百分点。其中，住宅投资 104446 亿元，增长 7.6%，增速比 1—11 月份提高 0.2 个百分点，比上年回落 6.3 个百分点。2020 年 1—12 月份，全国房地产开发投资 141443 亿元，比上年增长 7.0%，增速比 1—11 月份提高 0.2 个百分点，比上年回落 2.9 个百分点。其中，住宅投资 104446 亿元，增长 7.6%，增速比 1—11 月份提高 0.2 个百分点，比上年回落 6.3 个百分点。

本次数据有两点值得关注：1、从固定资产投资的角度来看，投资稳步复苏，结构持续优化，分产业看，第一产业投资 13302 亿元，比上年增长 19.5%，增速比 1—11 月份提高 1.3 个百分点；第二产业投资 149154 亿元，增长 0.1%，1—11 月份为下降 0.7%；第三产业投资 356451 亿元，增长 3.6%，增速提高 0.1 个百分点。同时值得注意的是，2020 年，高技术产业投资比上年增长 10.6%，增速高于全部投资 7.7 个百分点，拉动全部投资增长 0.8 个百分点。社会领域投资比上年增长 11.9%，增速比 1—11 月份加快 0.7 个百分点。其中，教育投资增长 12.3%，卫生投资增长 29.9%。表明当前高技术产业以及民生领域投资出现了较快的增长。2、从房地产开发投资的角度来看，我们看到了房地产销售增速上涨和投资增速下降的剪刀差在扩大。2020 年，商品房销售面积 176086 万平方米，比上年增长 2.6%，其中依然是住宅对于销售总量增长的助力较大。但 2020 年，房地产开发企业房屋施工面积 926759 万平方米，增速比上年回落 5.0 个百分点。同时我们也注意到当前房地产市场投资出现了过热的情况，各地房地产贷款和限购政策也有所缩紧，预计房地产调控不会放松，“稳”依然是今年房地产市场的主旋律。

图：固定资产投资和房地产开发投资



数据来源：wind 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。