宏观环境偏紧，商品震荡调整

摘要

一、外贸表现持续超预期。12 月出口维持强劲，但增速略低于前值，一方面由于海外节日消费需求“旺季”结束导致 12 月消费品出口回落，另一方面，海外经济复苏带动与生产相关的商品出口高增。往后看。在供给替代效应犹存和外需持续回升的共同影响下，叠加 2020 年一季度疫情冲击造成的低基数，预计 2021 年我国出口有望在短中期内维持高位增长。

12 月进口增长有所起色，主要受国内经济需求稳定修复的较强支撑。往后看，在“国内国外双循环”的政策指引下以及促消费的政策红利下，内需稳健回升有望对进口带来较强的支撑。不过，近期国内疫情出现反弹，全国多地出现多例新冠确诊病例，生产生活受到一定的限制，或对内需修复带来一定的扰动，需密切关注国内疫情防控的情况。

二、货币政策维持稳健中性。央行开展一年期 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，对冲 1 月到期的 5405 亿元 MLF 和 TMLF，低于市场预期。我们认为央行小幅续作 MLF 的原因是，在去年 11 月和 12 月均大幅操作 MLF 之后，市场流动性整体较为充裕，本次央行选择不再超额续作，既维护资金稳定又不至于“大水漫灌”，体现了稳健的货币政策要求。按照往年的经验来看，受春节取现等因素扰动，银行间市场流动性将出现波动。我们预计短期内至春节前，央行将采用小额逆回购精准投放+CRA（临时准备金安排）的组合，既保持流动性总量稳定，减少市场波动，又避免了“大水漫灌”，保持稳健的货币政策灵活适度。

三、宏观环境偏紧，商品震荡调整。近一段时间以来，疫情的反复、政策预期的变化导致了大宗商品的调整，一方面，疫情加速在全球扩散，主要经济体纷纷收紧防疫措施，对全球经济复苏带来负面影响，另一方面，市场对美联储政策边际收紧以及财政刺激进一步扩大预期有所升温，美债走升，美元指数反弹。我们认为全球经济复苏是大趋势，而主要经济体政策仍将维持宽松的主基调，美国拜登政府有望推出更大规模的财政刺激法案，这将进一步削弱疫情的影响；美国债务规模不断扩大，且相对其他发达经济体的优势也在缩小，这将削弱美元的全球吸引力，意味着美元指数很难长期维持强势，大宗商品大幅调整的空间有限。

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

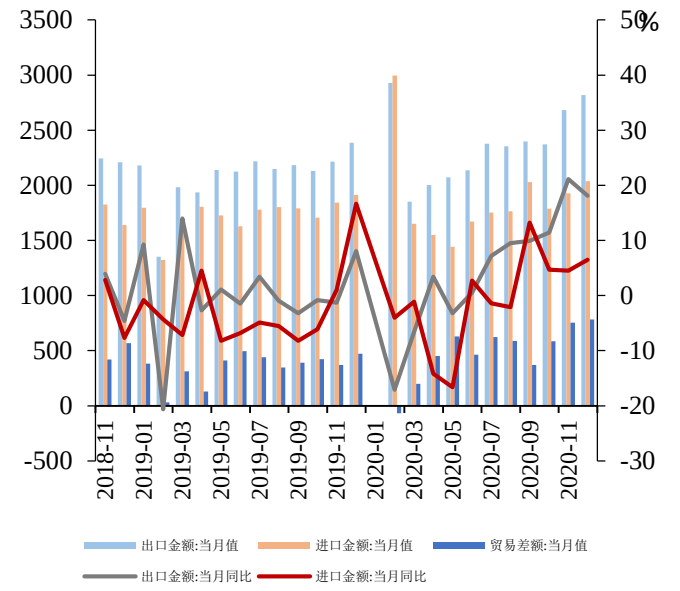
1）外贸表现持续超预期，货币政策维持稳健中性

1、外贸表现持续超预期。海关总署公布数据显示，我国 2020 年 12 月（以美元计）出口同比增 18.1%，预期增 15.2%，前值增 21.1%；进口增 6.5%，预期增 4.6%，前值增 4.5%；贸易顺差 781.7 亿美元，前值 754 亿美元。

12 月出口维持强劲，但增速略低于前值，一方面由于海外节日消费需求“旺季”结束导致 12 月消费品出口回落，另一方面，海外经济复苏带动与生产相关的商品出口高增。往后看。在供给替代效应犹存和外需持续回升的共同影响下，叠加 2020 年一季度疫情冲击造成的低基数，预计 2021 年我国出口有望在短中期内维持高位增长。

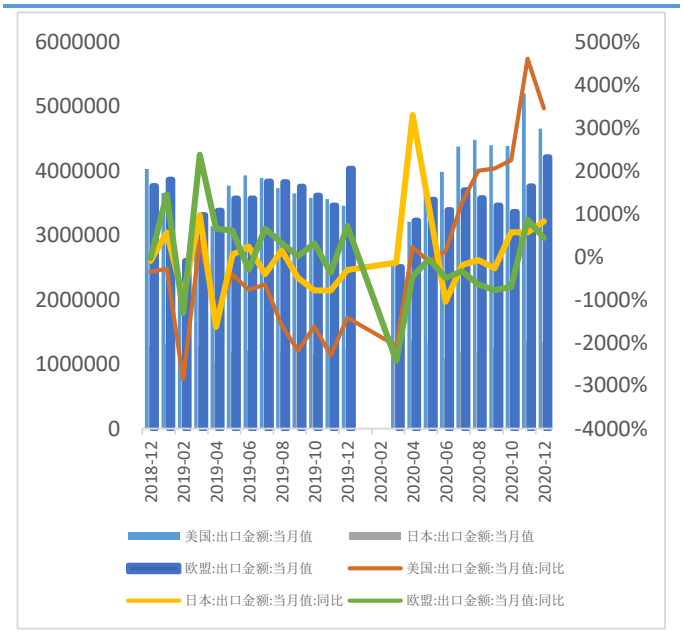
12 月进口增长有所起色，主要受国内经济需求稳定修复的较强支撑。往后看，在“国内国外双循环”的政策指引下以及促消费的政策红利下，内需稳健回升有望对进口带来较强的支撑。不过，近期国内疫情出现反弹，全国多地出现多例新冠确诊病例，生产生活受到一定的限制，或对内需修复带来一定的扰动，需密切关注国内疫情防控的情况。

图表 1：外贸表现持续超预期



数据来源：Wind

图表 2：对 G3 国家的出口情况



数据来源：Wind

2、全球疫情频发，防控措施升级。截据 Worldometers 实时统计数据显示，截至美西时间 1 月 16 日 15 时 34 分，全球新冠病毒确诊病例达 9490 万例，新增 622938 例至 94908085 例，死亡病例达 202 万例，新增 12753 例至 2029492 例。美国新冠病毒确诊病例达 2429 万例，新增 190668 例至 24293823 例，占全球确诊病例的近四分之一；死亡病例达 40.5 万例，新增 3320 例至 405188 例，占全球死亡人数的近五分之一。

国内方面，家卫健委通报称，截至 1 月 16 日 24 时，据 31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产

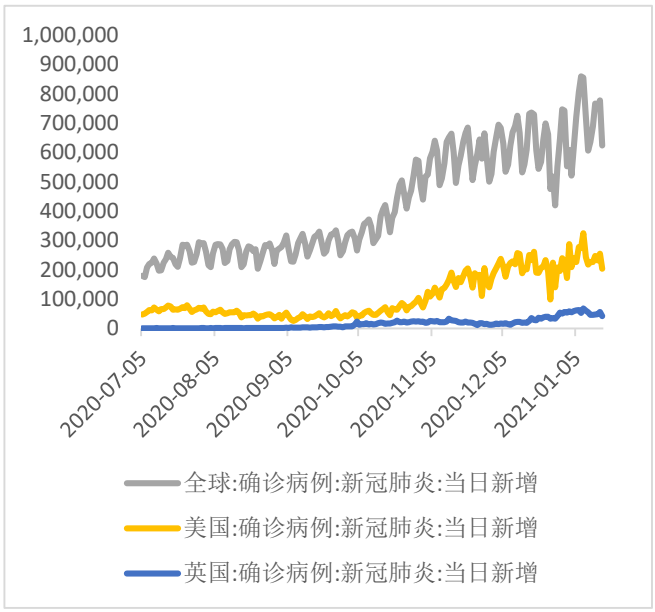
专业·诚信·进取·共赢

建设兵团报告，现有确诊病例 1205 例，累计报告确诊病例 88227 例，现有疑似病例 2 例。国家卫健委表示，2020 年 12 月以来，北京、四川、辽宁、河北、黑龙江等地发生的聚集性疫情均为境外入境人员或被污染的冷链进口物品引发，波及农村地区、感染人数增长迅速、扩散范围广。

疫苗：全球接种 3579 万剂；美国已接种 1228 万、每天接种速度接近 80 万。

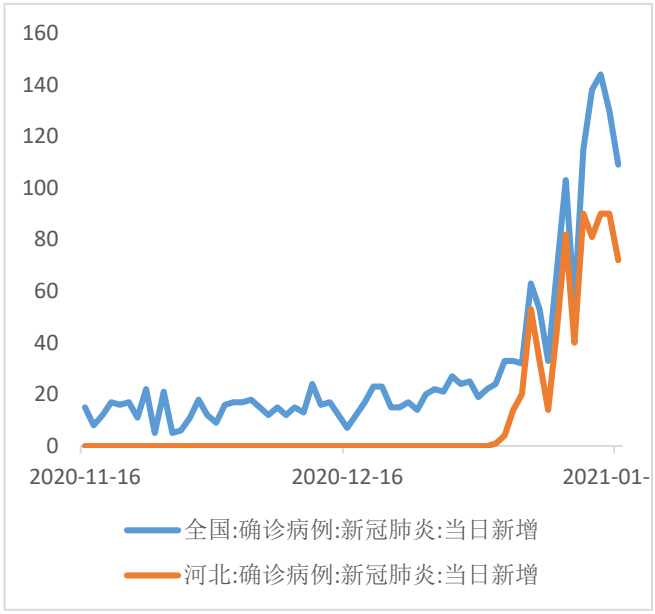
我们认为，冬季的来临更有利于病毒的传播，疫情频发也使得各地不断收紧防控措施，采取减少公共交通的运营，降低人员的流动，防止人员大规模聚集等措施，短期对经济具有一定的负面影响。但国内疫情防控经验丰富，措施及时得力，后续全国尤其中高风险地区有望进一步提升防控强度，国内疫情或仍以地方报告零星病例为主，大概率不会出现大规模流行，全国性的影响仍然较弱。

图表 3：全球新增确诊病例



数据来源：Wind

图表 4：中国新增确诊病例



数据来源：Wind

3、货币政策维持稳健中性。2021 年 1 月 15 日，人民银行开展一年期 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作。中标利率 2.95%，与上次持平。此次 MLF 操作是对本月到期的 MLF 和 TMLF 一次性续作，充分满足了金融机构需求。同时，15 日央行还开展了 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 2.20%。

1 月共有 5405 亿元 MLF 和 TMLF 到期，其中 1 月 15 日到期 3000 亿元 MLF，1 月 25 日到期 2405 亿元 TMLF。央行今日续作 5000 亿元 MLF，相对净回笼 405 亿元，改变了过去五个月 MLF 超量续作的趋势。我们认为央行小幅续作 MLF 的原因是，在去年 11 月和 12 月均大幅操作 MLF 之后，市场流动性整体较为充裕，本次央行选择不超额续作，既维护资金稳定又不至于“大水漫灌”，体现了稳健的货币政策要求。

对于后续的政策走向，央行行长易纲谈 2021 年金融热点问题时表示：2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。同时 1 月 6 日央行定调 2021 年十大重点工作时也表示，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。按照往年的经验来看，受春节取现等因素扰动，银行间市场流动性将出现波动。我们预计短期内至春节前，央行将采用小额逆回购精准投放+CRA（临时准备

专业·诚信·进取·共赢

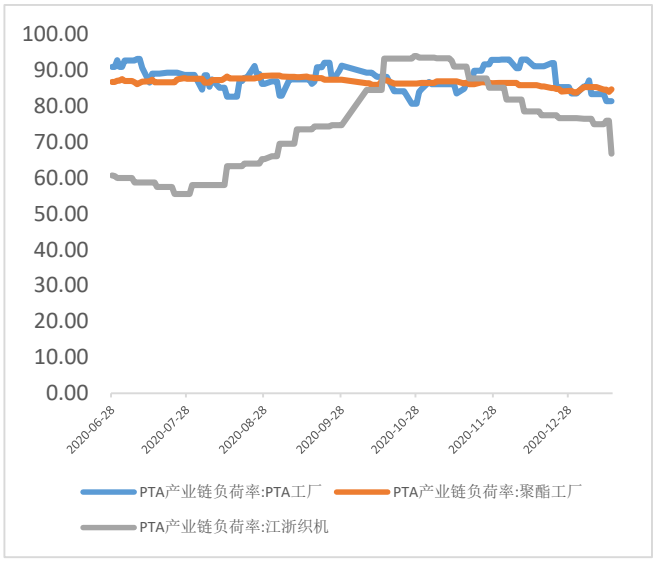
金安排）的组合，既保持流动性总量稳定，减少市场波动，又避免了“大水漫灌”，保持稳健的货币政策灵活适度。从中长期来看，当前我国经济仍保持稳中向好的恢复态势，中央多次强调“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，在此背景下，我们预计 2021 年内央行将更多采用 OMO 维护货币供应量的基本增速。

2）工业生产平稳运行

化工：需求持续回暖，生产稳中有落。需求方面，上周 PTA 产业链产品价格普遍上行，其中 PTA、聚酯切片、涤纶 POY 价格同步上涨。不过，生产端高位回落，上周 PTA 产业链负荷率稳中有落，其中，聚酯工厂负荷率小幅回升，而 PTA 开工率持稳，江浙织机负荷率大幅下降。

钢材需求走弱，生产小幅下滑。淡季效应尽显，钢材供需两弱，本周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率进一步降至 66.30%，受去年同期高基数影响，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，使得本周钢材库存继续累积。本周钢价小幅上涨，原料价格小涨，钢材利润改善。

图表 5：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 6：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

3）地产销售维持暖势，汽车消费略有下滑

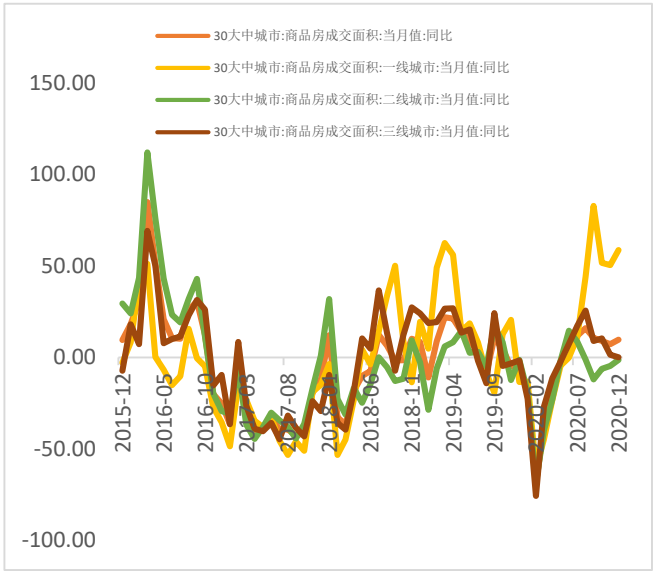
地产销售同比高增，土地成交整体偏弱。截至 1 月 13 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 3.11%，按均值计，月环比下降 19.34%，月同比上涨 58.55%，一、二、三线城市月同比增速分别为 83.20%、47.82%和 59.31%；上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速-78.30%，一、二、三线城市环比增速分别为-10.11%、-91.58%和-73.73%。上周，100 大中城市土地成交溢价率回升至 15.16%。

1 月乘用车销售有所放缓，生产大幅回暖。1 月 14 日，乘联会数据显示，乘用车市场 1 月第 1 周的日均零售是 4.7 万辆，同比下降 7%，环比 12 月第一周增长 3%，1 月初乘用车销量尚未有效恢复，随着春节临近预计车市零售将拉升。受前期销售不断好转的刺激，汽车生产持续走高，本周半钢胎开

专业·诚信·进取·共赢

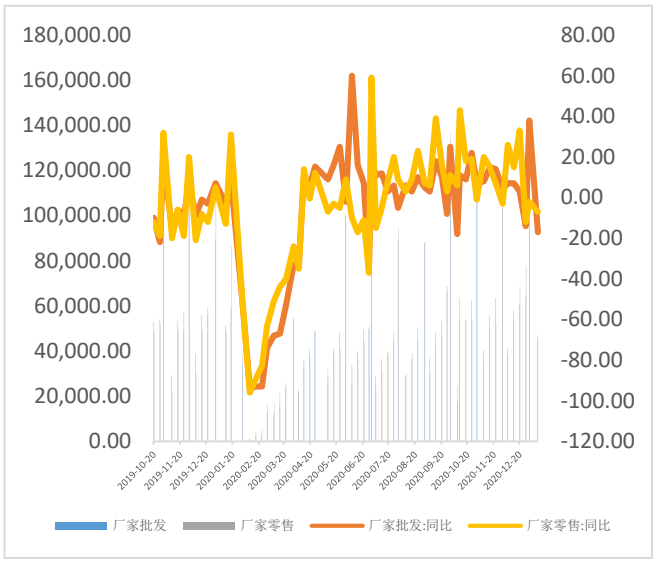
工率大幅走高至 66.95%

图表 7：30 大中城市地产销售情况



数据来源：Wind

图表 8：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

二、物价：受天气影响，物价短期回升

1）本周食品价格多数上涨。截至 2021 年 1 月 14 日，本周农产品价格指数均值 135.85，环比上周上涨 2.33%。蔬菜、猪肉价格继续回升。截至 1 月 14 日，本周 28 种重点监测蔬菜批发均价为 5.83 元/公斤，较上周上升 5.91%，猪肉平均批发价较上周上涨 1.82%至 46.96 元/公斤。

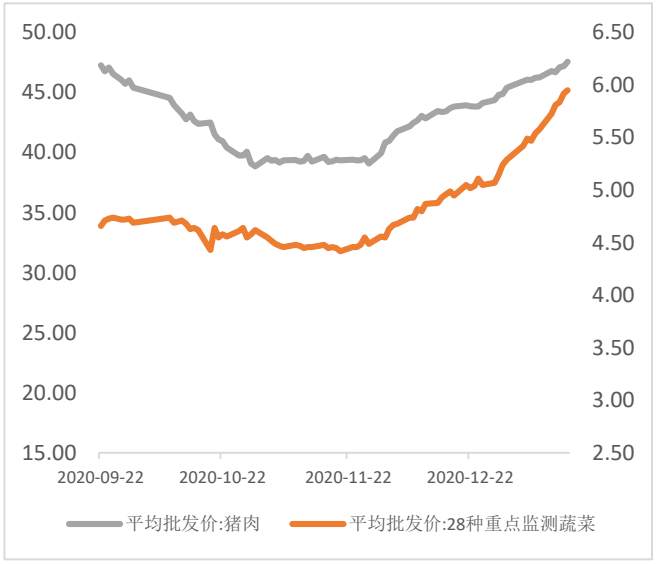
2）物价短期回升，通胀压力无忧。短期由于天气因素的影响，蔬菜等食品运输成本增加，叠加进入传统的消费旺季，食品价格多数回升，带动 CPI 再度转正。展望 2021 年，猪周期下行仍是主导 CPI 走势的关键因素，随着生猪产能的持续恢复，猪肉价格将逐步下行，从而拖累食品价格。而国际油价仍将面临供需两端的扰动，中枢有所抬升，但对非食品价格整体的提振作用较为有限。进一步考虑基数因素，2021 年一季度 CPI 将继续走低，二季度或是全年的高点，三季度重新下行，四季度小幅走高，重点关注食品和油价的走势，同时，关注 2021 年 CPI 基期轮换调整的影响。

3）需求加快复苏，PPI 有望持续修复。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。

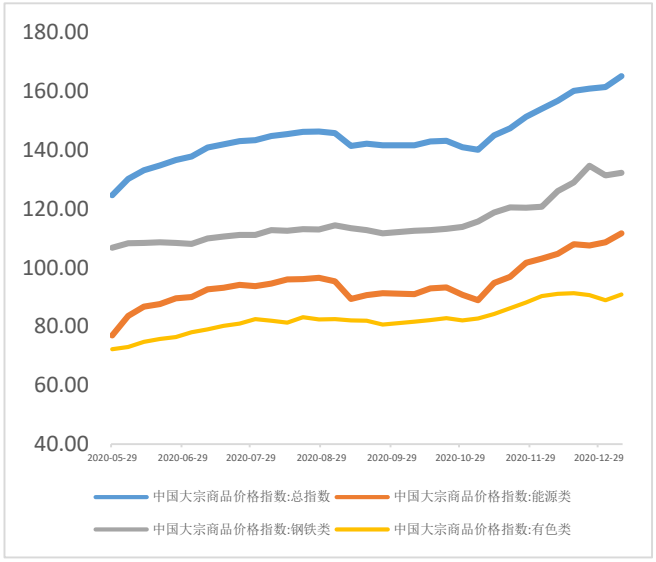
图表 9：本周食品价格多数上涨

图表 10：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、发改委党组发文称，完善宏观政策组合，努力保持经济运行在合理区间。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复必要支持力度。推进“十四五”重大工程项目建设，加大新型基础设施投资力度。扎实推进以人为核心的新型城镇化，推动大中城市提升功能品质，解决好大城市住房突出问题，加快县城补短板强弱项。

2、以“中国资本市场 30 年”为主题的第二十五届中国资本市场论坛在京召开。发改委副主任宁吉喆表示，应提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展，健全货币政策和宏观审慎政策的双支柱调控政策框架，深化利率和汇率市场化改革，同时健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。

3、央行金融市场司司长邹澜表示，近年来央行坚持房住不炒定位，重点开展以下几方面工作：一是加强房地产金融调控，牵头各部门加强对各类资金流入房地产的情况监测，2020 年房地产贷款增速为 8 年来首次低于各项贷款增速。二是实施房地产金融审慎管理制度，形成重点房地产企业资金监测和管理规则等。三是完善住房租赁金融政策。

4、央行：下一步将坚持“房住不炒”定位，租购并举，因城施策，保持房地产金融政策连续性、一致性、稳定性，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁市场发展的金融支持，促进房地产市场平稳健康发展。

5、央行副行长陈雨露表示，2021 年稳健货币政策会更加合理适度、灵活精准，央行会坚持稳字当头，不急转弯，灵活把握货币政策力度、节奏和重点，以适度货币增长支持经济持续恢复和高质量发展。陈雨露指出，M2 和社会融资规模增速可以根据经济形势和宏观经济治理需要，略高或者略低于名义经济增速，以此体现中长期内货币政策逆周期调节。

专业·诚信·进取·共赢

6、银保监会、央行发文规范互联网揽存，银行借助互联网平台吸存模式终结。《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》明确，商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款等业务，意味着金融消费者不再能通过支付宝、腾讯理财通等平台购买一度火爆的互联网存款产品。

国际：

1、拜登公布“美国拯救计划”，建议刺激 1.9 万亿美元。拜登将呼吁实施 15 美元的最低时薪，要求更新带薪休假制度，建议实施 3500 亿美元州政府救助、向新冠肺炎疫苗（接种）和病毒筛检提供 1600 亿美元资金。此外，拜登提议给美国国民直接发现金 1400 美元，加上 12 月的 600 美元在内合计 2000 美元。

美联储主席鲍威尔：除非出现令人不安的通胀和失衡，否则将不会加息；美联储加息时间点“不会很快到来”，经济离美联储的目标还很远；现在还不是退出宽松货币政策的时候，且利率和资产购买指引不是基于时间，而是基于结果；短期内会看到物价上行的压力，价格一度上涨不意味着会出现持续的通胀；美联储将非常透明，当讨论缩减宽松的具体日期变得合适时，会让市场知晓。

美联储罗森格伦：需要扩张性财政政策帮助经济；在利率接近于零的情况下，正是利用财政援助的大好时机；现在经济的主要问题是我们制定了错误的防疫政策；房地产市场强劲是由于美联储提供支持，以及购买住房抵押贷款支持证券。

美联储理事布雷纳德：资产购买是美联储应对疫情措施的重要组成部分；如有需要，美联储准备好增加购债额度。

2、欧盟委员会主席冯德莱恩呼吁，欧盟各成员国快速批准欧盟恢复基金，力争半年内开始发放恢复基金。欧盟 2020 年 7 月推出总规模逾 1.8 万亿欧元经济复苏计划，其中包括 7500 亿欧元恢复基金。12 月欧盟领导人就落实复苏计划达成协议。

欧洲央行会议纪要显示，在当前高度不确定性的疫情下，紧急抗疫购债计划（PEPP）比降息更有效。委员们普遍同意首席经济学家连恩提出的一揽子货币政策，有委员提出赞成扩大紧急抗疫购债计划（PEPP）规模的意见。

欧洲央行行长拉加德表示，将拥有一个数字欧元，希望五年内推出。如果需要更大的紧急抗疫购债计划（PEPP）额度，将重新调整。非常谨慎地监控外汇走势，而不是将其作为目标。

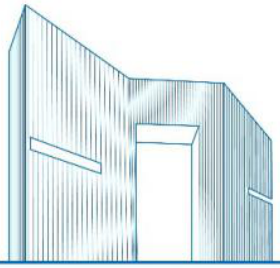
法国财长勒梅尔：一季度法国经济仍将困难重重，相信下半年将会非常好，今年 6%的增长预期并非遥不可及，但必须保持谨慎；只要疫情危机持续，就将继续支持受疫情打击的行业。

3、日本央行上调 9 个地区中 3 个地区经济评估，下调 1 个地区经济评估，维持对 5 个地区评估不变。日本央行表示，许多地区看到经济出现回升迹象，但由于疫情影响，形势依然严峻，主要是服务业对新冠疫情影响感到担忧。

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