出口保持高增，社融拐点隐现

摘要

一、外需加快修复，出口保持高增。11 月出口增速进一步回升至 21.1%，我国出口持续保持超预期的增长，主要原因一是，海外经济加快修复，外需保持强劲；二是，疫情持续升级下，防疫物资出口持续保持高增；三是，海外生产端仍未恢复，我们产业链优势得以体现，出口替代效应发力。**往后看，尽管疫情持续升级，但并未改变全球经济复苏的趋势，主要经济体的 PMI 持续保持扩张，显示外需仍在回升，不过，疫苗研究取得积极的进展，一旦疫苗得以普及，那么海外经济体的生产端将加快修复，出口替代效应或减弱。**

综合来看，海外经济加快修复以及我国产业链优势的替代效应，持续促进我国出口保持高增长，从而支撑净出口保持扩张，外贸对经济保持超预期的贡献。

二、货币回归中性，社融拐点隐现。11 月社融增速小幅下滑至 13.6%，社融拐点隐现，这当中既有信用违约事件暴发造成信用市场偏紧的情况，也有货币政策回归中性导致融资扩张速度放缓的因素。我们认为随着经济逐渐恢复到疫情前水平，特殊时期的政策工具可能逐步退出，趋向中性和常态化将是未来一段时间货币政策的主基调。与此同时，银行间超储率处于较低水平、同业存单利率仍维持高位，银行间流动性仍有一定的收紧压力；国内经济虽持续修复，但还难言过热，需求端仍有较大修复的空间，且 CPI 转负而 PPI 尚未转正，货币进一步收紧的条件尚不成熟，或维持适度宽松的环境。

三、利多因素集中发酵，大宗商品持续走高。国内外经济同步复苏、疫苗加快投放市场、美国财政刺激法案取得进展、供给端扰动不断等利多因素集中发酵，大宗商品持续走高，其中尤以黑色系涨幅最大。对于未来的走势，我们维持前期的观点，在复苏周期里大宗商品长期走势依旧向好，铜、铝、钢材等金属有望延续强势表现，原油化工有望随着疫苗的普及和疫情的逐渐结束而迎来爆发。不过，在经过一轮的大幅上涨过后，我们需要注意节奏的变化，警惕可能出现的技术性调整，短期可以重点关注下周的 MLF 续作情况、11 月宏观经济数据公布情况。

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）经济持续稳健复苏

1、外需加快修复，出口保持高增

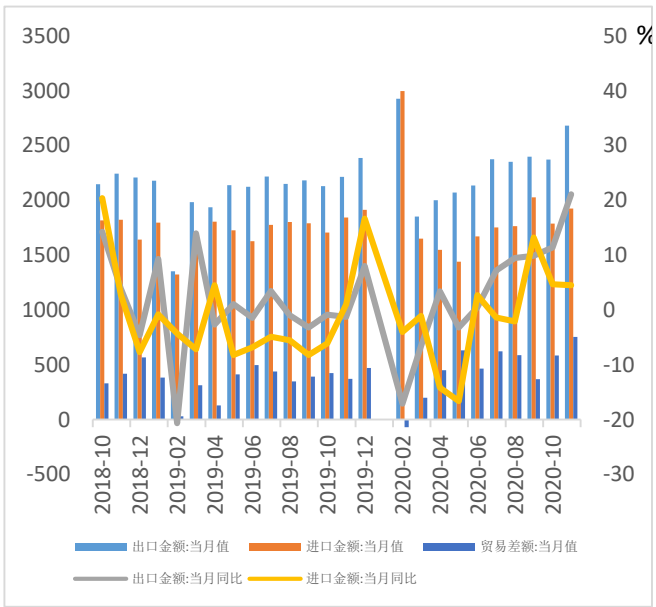
海关总署网站信息显示，按美元计价，11 月份我国外贸进出口 4607.2 亿美元，增长 13.6%。其中，出口 2680.7 亿美元，增长 21.1%；进口 1926.5 亿美元，增长 4.5%；贸易顺差 754.2 亿美元，增加 102.9%，前值 584.4 亿美元。前 11 个月，我国进出口总值 4.17 万亿美元，增长 0.6%（同比；下同）。其中，出口 2.31 万亿美元，增长 2.5%；进口 1.86 万亿美元，下降 1.6%；贸易顺差 4599.2 亿美元，增加 23%。

近几个月，我国出口持续保持超预期的增长，主要原因一是，海外经济加快修复，外需保持强劲；二是，疫情持续升级下，防疫物资出口持续保持高增；三是，海外生产端仍未恢复，我们产业链优势得以体现，出口替代效应发力。往后看，尽管疫情持续升级，但并未改变全球经济复苏的趋势，主要经济体的 PMI 持续保持扩张，显示外需仍在回升，不过，疫苗研究取得积极的进展，一旦疫苗得以普及，那么海外经济体的生产端将加快修复，出口替代效应或减弱。

随着疫情好转，我国内需逐步恢复，进口保持增长，不过，11 月大宗商品进口数量稍稍有点下行，可能与地缘政治关系和价格大幅上行有关，持续性需要进一步观察。往后看，国内率先控制住疫情，经济持续稳健复苏，内需较为强劲，预计进口有望保持增长。

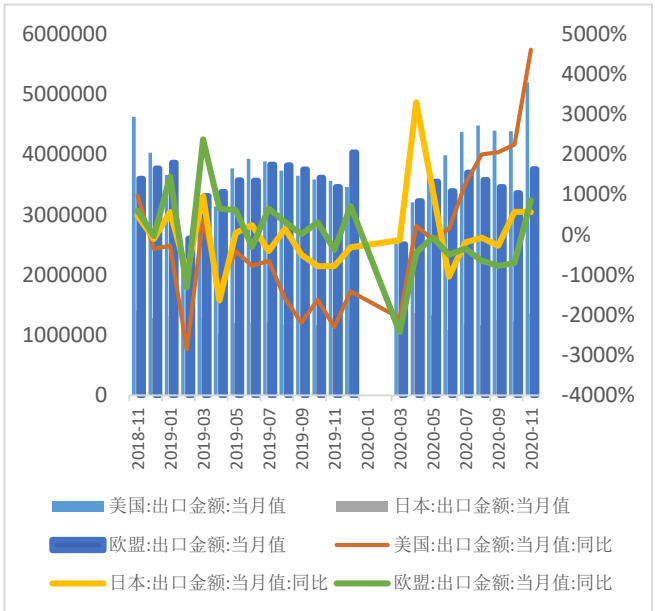
综合来看，海外经济加快修复以及我国产业链优势的替代效应，持续促进我国出口保持高增长，从而支撑净出口保持扩张，外贸对经济保持超预期的贡献。

图表 1：当月进出口情况



数据来源：Wind

图表 2：对主要经济体的出口情况



数据来源：Wind

2、社融拐点隐现

专业·诚信·进取·共赢

11 月我国新增人民币贷款 1.43 万亿（预期值 1.36 万亿），M2 同比增长 10.7%（预期值 10.6%），新增社融 2.13 万亿（预期值 1.98 万亿），均略高于市场预期。

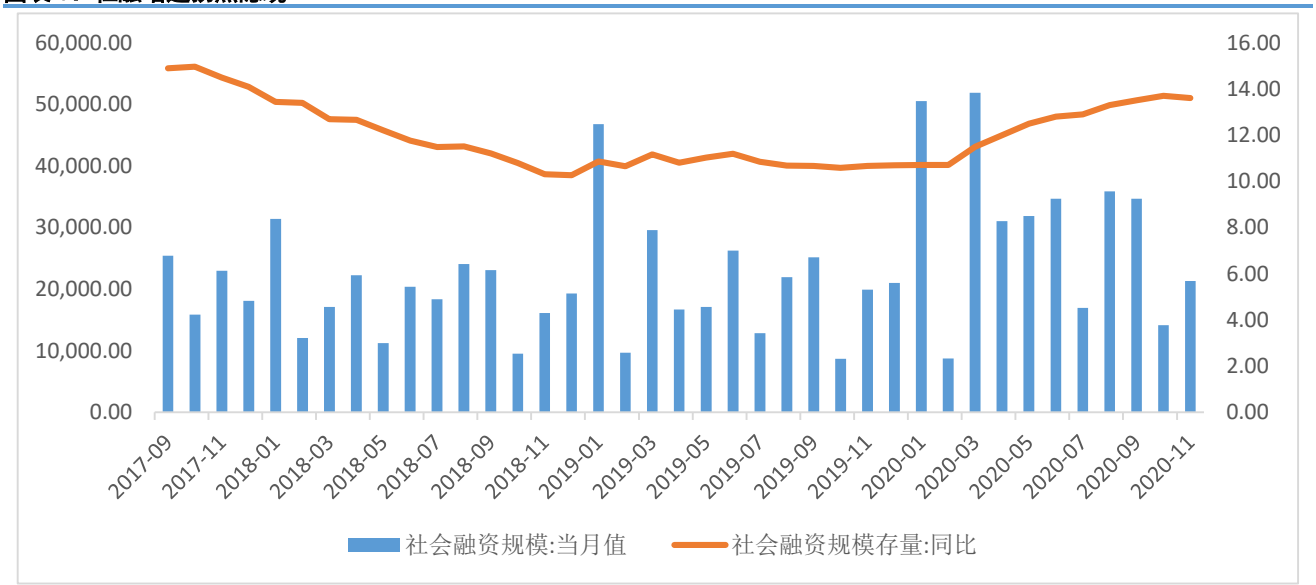
首先，从新增贷款的结构来看，国内经济持续稳健复苏叠加政策引导的背景下，企业对未来的预计明显改善，实体融资需求向好，带动企业中长期贷款表现持续亮眼；而疫情的有效控制增强了居民的消费信心，居民消费加速改善，房地产销售延续高景气度，居民短期、中长贷均保持高增。

其次，从社融的情况来看，一是，10 月以来国企违约事件明显增多，冲击国内信用市场，导致国内多只信用债取消发行；二是，随着资管新规过渡期末的临近，非标压降力度明显上升，委托贷款、信托贷款等均有所减少；三是，今年计划发行的一些地方政府债券均已按计划发行至尾声，政府债券融资大幅减少。

最后， M1 同比增速大幅调升，M2 同比增速小幅回升，M2-M1 剪刀差有所收窄。主要原因是 11 月财政实现净投放，且信贷渠道的货币派生动能较强，居民存款和企业存款均保持高增；其中，我们发现 M1 连续数月保持高增，说明企业的投资进程继续提速，实体经济修复动能明显增强。

不过，我们发现 11 月社融增速出现下滑，社融拐点隐现。这当中既有信用违约事件暴发造成信用市场偏紧的情况，也有货币政策回归中性导致融资扩张速度放缓的因素。我们认为随着经济逐渐恢复到疫情前水平，特殊时期的政策工具可能逐步退出，趋向中性和常态化将是未来一段时间货币政策的主基调。与此同时，银行间超储率处于较低水平、同业存单利率仍维持高位，银行间流动性仍有一定的收紧压力；国内经济虽持续修复，但还难言过热，需求端仍有较大修复的空间，且 CPI 转负而 PPI 尚未转正，货币进一步收紧的条件尚不成熟，或维持适度宽松的环境。

图表 3：社融增速拐点隐现



数据来源：Wind

2）工业生产尚属稳健

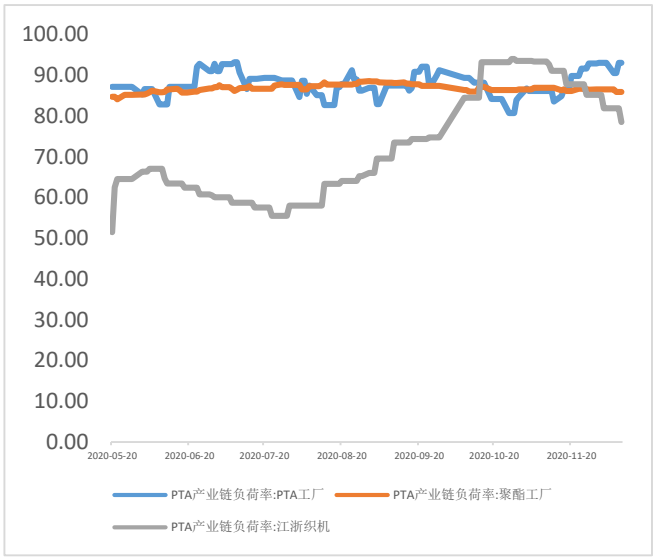
化工：需求有所回暖，生产高位回落。需求方面，上周 PTA 产业链产品价格普遍上行，其中 PTA、

专业·诚信·进取·共赢

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 产业链负荷率涨少跌多，其中仅 PTA 工厂上升，聚酯工厂、江浙织机均有下降。

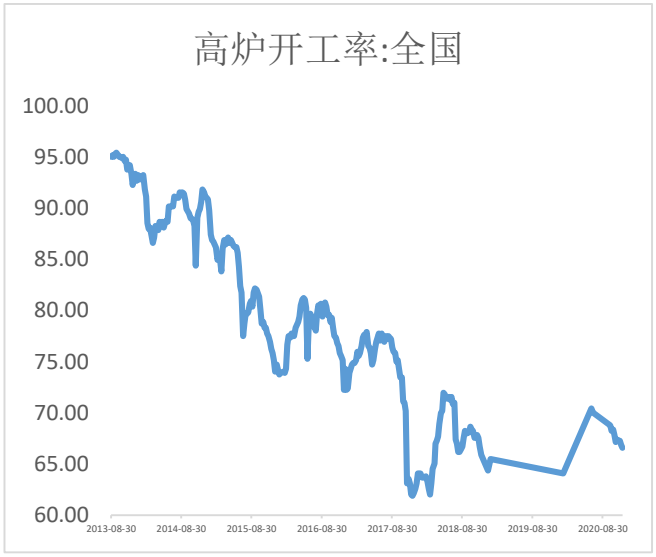
钢材需求强劲，生产小幅回落。本周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率微降至 66.6%，受去年同期高基数影响，样本钢厂钢材产量增速进一步下滑至 1.9%。需求端尚属稳健，使得本周钢材社会库存和厂库去化速度双双有所加快。本周钢价走势有所分化，螺纹续降而热板价格继续上行，两者缺口进一步扩大。

图表 4：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 5：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

3）地产销售增速回升，汽车销售保持稳健

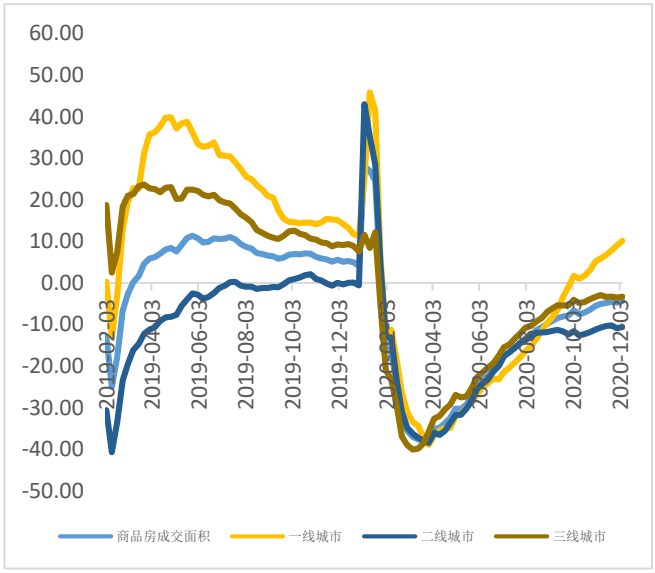
百城房价回升，地产销售继续回暖。11 月百城房价同比增速上行至 4.3%，而环比有所回落至 0.3%。截至 12 月 6 日，30 大中城市地产销售年度累计降幅小幅缩小至-4.31%，其中，一线城市同比增速回升至 10.13%，二线城市同比累计降幅缩小至-10.58%，三线城市同比累计降幅缩小至-3.24%。土地市场成交依旧冷清，上周百城土地成交面积和同比增速均有下滑，成交溢价率也同步走低。

11 月乘用车销售保持稳健，汽车开工率持稳。乘联会发布的最新数据显示，国内狭义乘用车 11 月销量为 208.1 万辆，同比增长 8%，连续 5 个月增速保持在 8%左右。1-11 月，国内狭义乘用车累计零售 1700.2 万辆，同比增速为-8.3%，较 1-10 月累计-10.2%增速提升了 2 个百分点，体现出汽车行业稳步回暖的趋势。而生产端趋于平稳，上周半钢胎开工率基本稳定在 71.3%。仍处 2017 年以来同期新高。

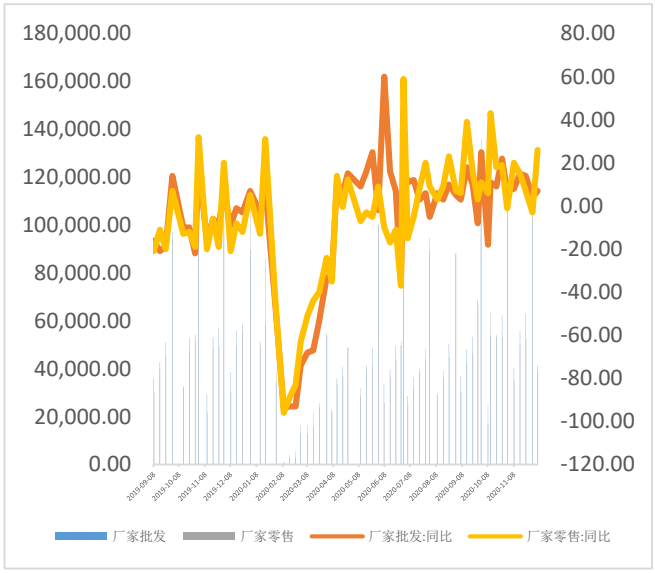
图表 6：30 大中城市地产销售情况

图表 7：当周日均销量:乘用车

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind



数据来源：Wind

二、物价：短期通缩预期升温

1）本周食品价格多数上涨。受供给端扰动，本周食品价格多数上涨，其中，猪肉均价环比上涨4.05%，蔬菜均价环比上涨3.81%，鸡蛋、水果等涨跌互现。

2）高基数下，国内通缩预期有所升温。随着供给的不断增加，猪肉、蔬菜等价格持续走弱，拖累11月食品价格整体回落，CPI快速转负至-0.5%。往后看，冬季食品的生产运输易受天气影响，叠加生活消费需求回升，食品价格跌幅或放缓，不过，高基数下，食品价格的或继续拖累CPI；非食品方面，主要产品的供需矛盾不大，非食品价格或继续地位波动。

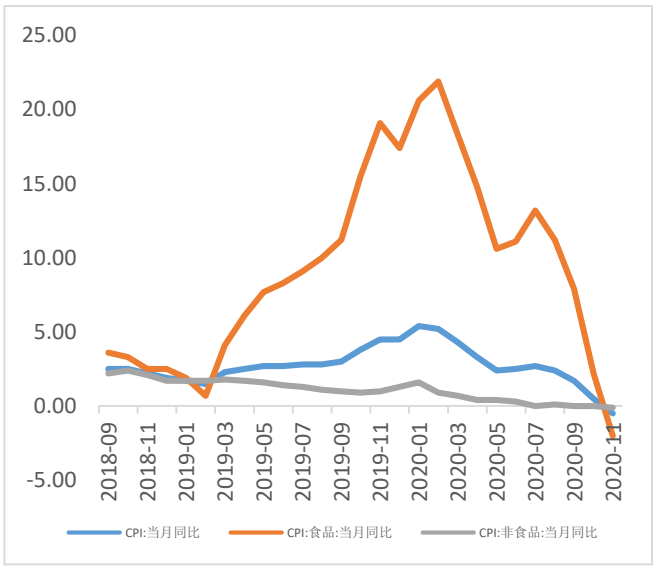
总的来看，到明年1月份之前，随着基数的抬升，CPI还能继续下降，通缩预期有所升温。不过，随着经济的复苏以及商品价格的回暖，明年的通胀或重新回升。实际上，本轮的结构性通胀和通缩主要是食品价格引发的，扣除食品和能源价格后的核心CPI，连续5个月保持稳定，后续则有望随着消费的进一步恢复而抬升。

3）需求加快复苏，PPI进入修复通道。工业品价格普遍上涨，11月PPI降幅缩窄至-1.5%，疫情的影响显著减弱，后续随着疫苗的普及，全球经济将加快复苏，工业品需求持续改善将延续，PPI将继续处于向上的修复通道中。进一步考虑基数的因素，明年PPI的高点可能出现在5-6月份。

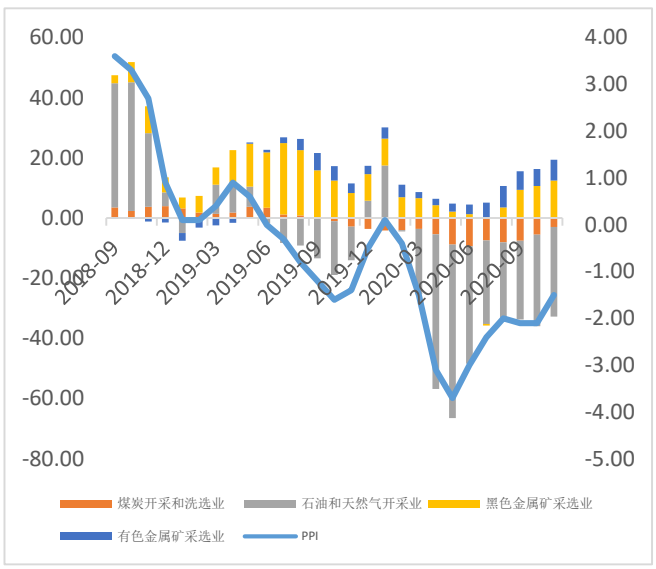
图表8：CPI单月同比

图表9：PPI单月同比

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、中共中央政治局召开会议，分析研究 2021 年经济工作。会议指出，明年是我国现代化建设进程中具有特殊重要性的一年，做好经济工作意义重大。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。

2、国务院常务会议部署促进人身保险扩面提质稳健发展的措施。会议指出，提升保险资金长期投资能力，防止保险资金运用投机化，强化资产负债管理，加强风险防控；对保险资金投资权益类资产设置差异化监管比例，最高可至公司总资产的 45%，鼓励保险资金参与基础设施和新型城镇化等重大工程建设，更好发挥支持实体经济作用。

3、证监会召开新闻发布会，宣布开展上市公司治理专项行动，推动提高上市公司治理水平。针对近期部分企业 IPO 暂缓，证监会表示，这是交易所依法依规作出的界定，不存在刻意收紧 IPO 的情况。针对当前退市中存在的问题，在简化退市程序等六个方面进一步提出改革措施，拟在全市场开展退市制度改革。目前，交易所正在修订退市相关规则，拟于近期公开征求意见。

4、央行副行长刘国强在《中国金融》杂志撰文称，要搞好货币政策跨周期设计，健全结构性货币政策工具体系，设计和创新具有撬动作用的直达工具；对疫情防控特殊时期出台的政策要适时适度调整，做好政策接续。

5、财政部长刘昆在《学习时报》撰文称，要坚定实施扩大内需战略，强化财税政策支持和引导，促进国内市场实现良性循环，不断释放经济增长的内需潜力；针对影响经济安全的薄弱环节和短板不足，加大财税政策支持力度；依法构建管理规范、责任清晰、公开透明、风险可控的地方政府举债融资机制，强化地方政府隐性债务风险防范。

专业·诚信·进取·共赢

6、商务部：将着力推动扩大重点商品消费，比如鼓励相关地区优化汽车限购措施，开展新一轮汽车下乡和以旧换新；落实全面取消二手车限迁政策，健全报废汽车回收利用体系。

7、银保监会主席郭树清：关注新型“大而不能倒”风险。少数科技公司在小额支付市场占据主导地位，涉及广大公众利益，具备重要金融基础设施的特征；一些大型科技公司涉足各类金融和科技领域，跨界混业经营；必须关注这些机构风险的复杂性和外溢性，及时精准拆弹，消除新的系统性风险隐患。

国际：

1、美国国会参议院通过一项为期一周的临时拨款法案，为联邦政府提供资金，以避免政府“关门”。美国会两院须在 12 月 18 日之前通过 2021 财年全面支出法案，否则将再次面临联邦资金耗尽、政府“关门”窘境。

美国 12 月 5 日当周初请失业金人数为 85.3 万人，创近 3 个月新高，预期 72.5 万人，前值由 71.2 万人修正为 71.6 万人；11 月 28 日当周续请失业金人数 575.7 万人，533.5 万人，前值 552 万人。

2、欧洲央行维持主要再融资利率在 0%不变，维持存款利率在-0.50%不变，维持边际贷款利率在 0.25%不变，符合预期。欧洲央行将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模增加 5000 亿欧元，期限延长 9 个月至 2022 年 3 月底；将第三轮定向长期再融资操作（TLTRO）优惠利率到期日延长一年至 2022 年 6 月；将重新投资到期的 PEPP 债券至少持续至 2023 年底，此前为持续至 2022 年 12 月底。

欧洲央行行长拉加德指出，欧洲央行将调整资产购买计划，以保持宽松的融资条件；如果融资条件恶化，将增加购债；如有需要，将重新考虑紧急抗疫购债计划（PEPP）时间表。

3、英国央行行长贝利表示，正就负利率实际问题与银行业开展广泛合作，有关负利率工作正在进行中。银行系统可以承受 2000 亿英镑损失；即使产出明显低于预期，英国银行体系仍具有弹性；预计银行会利用资本来支持贷款。

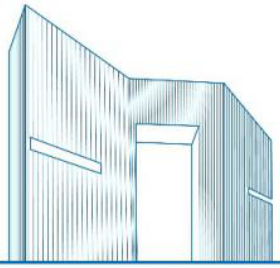
英国至 10 月三个月 GDP 环比升 10.1%，预期升 10.1%，前值升 15.5%；10 月 GDP 同比降 8.3%，预期降 8.3%，前值降 8.4%；环比升 0.4%，预期升 0.4%，前值升 1.1%。

4、日本政府 2020 年度预算一般会计税收降至 55 万亿日元左右，比最初估计少 8 万亿日元，为全球金融危机期间的 2009 财年以来最大缺口。因需追加发行赤字国债，日本 2020 年度新增国债发行额很可能首次突破 100 万亿日元。

日本首相菅义伟宣布一项预期中的经济刺激方案，总价值将达到 73.6 万亿日元（合 7080 亿美元），其中有 40 万亿日元将涉及财政措施。

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