西部担保
WEST GUARANTEE



FINANCIAL DYNAMIC
WEEKLY

一周金融动态

西部（银川）担保有限公司研发部编写

2020年12月07日 / 第43期/总第284期

西部担保
WEST GUARANTEE



主办

西部(银川)担保有限公司研发部

主编/校稿

白　芳

分析师

张博铭　梁俊茹　刘元鹏　张小娣　郭东强

编辑

张小娣

美工编辑

马淑倩　张凯琦

目录

01 原创天地
宁夏饲料原料价格的变动及后市走势对奶牛养殖产业的影响 / 01

02 热点聚焦
担保：深交所首批信用保护凭证试点项目成功发行 / 9
信托：三季度信托资产规模持续压降 业务结构改善 / 11

03 精彩推荐
如何理解央行的货币政策？ / 13

04 共同关注
宏观经济 / 22　政策法规 / 22　产业信息 / 23
金融行业 / 23　宁夏财经 / 24

05 云数据
农产品 / 25　工业品 / 26
金融类 / 31　经济类 / 33

内容提要

本期需重点关注的内容有：

1、原创天地：《宁夏饲料原料价格的变动及后市走势对奶牛养殖产业的影响》

奶牛养殖业是乳制品制造行业原料端，而饲料又是奶牛养殖的原料端。目前，奶牛的养殖成本中饲料占比在60%-70%，其中粗料占比13%-25%，精料占比40%-50%。而且饲料价格的变化会引起奶牛价值的变化，其中精饲料与奶牛价值之间的敏感系数为-0.958（奶牛价值下降9.58%/精料价格上涨10%=-0.958）；粗饲料与奶牛价值之间的敏感系数为-0.216。可见，对当前饲料原料市场行情分析以及后市走势的研判，对宁夏奶牛养殖企业来说至关重要。本文主要分析了苜蓿、青贮、玉米、豆粕等主要饲料当前价格及后市走势，进而测算了在三种不同情况下饲料原料价格的变动对奶牛价值的影响。

2、精彩推荐：《如何理解央行的货币政策？》

货币政策的出台往往会引起社会各界的关注，它是引起债市、股市、房市等多个市场的剧烈变动主要原因之一。之所以会有这么大的反响，主要在于货币政策的目标较多，主要有四个：1、经济增长和就业；2、通货膨胀；3、金融风险；4、内外平衡。货币政策要同时兼顾这四个目标很困难，一方面这些目标会经常性地相互冲突，另一方面彻底解决冲突的完备工具箱可能并不存在，央行通常根据实际情况有所侧重的兼顾。我们以此框架来回顾2020年前三个季度的货币政策。年初受疫情影响，货币政策偏向于保就业，适当的宽松；进入下半年，随着国内疫情得到有效控制，部分疫情期间的政策适当退出，货币政策偏向防金融风险；而当下货币政策更多趋于正常化，兼顾4个目标平衡。未来随着货币政策的小幅度调整，市场可能经历一小段下行或一小段震荡。但是，长期风险不可忽视，通胀预期已成为各方一致的共识，未来在全球复苏超预期的背景下，国内在通胀预期一致的影响下，货币政策极有可能向控通胀的方向偏移。

3、云数据提示

2020年11月，交易所共发行105只公司债，环比减少11.76%，发行规模1389.83亿元，环比减少11.59%。总体看，国企违约事件打乱了部分发行人发行计划，造成11月发行量出现小幅减少。信用利差进一步走扩，AAA债券利率走

低，AA+及 AA 级债券发行利率中枢抬升近 50bp。

2020 年 11 月，赖氨酸均价为 8.65 元/千克，较上月上涨 11.76%；苏氨酸为 9.67 元/千克,较上月上涨 7.33%;色氨酸为 58.48 元/千克,较上月上涨 14.60%。受原材料成本及海外主要氨基酸品种市场价格高位运行的双轮驱动,国内氨基酸价格趋强运行。

上周，电解铜库存维持跌势，铜价得到有效支撑，价格上涨。截至周五，电解铜价格上涨至 73000 元/吨，涨幅 2.05%。

上周，波罗的海干散货运价指数（BDI）先降后升，周五报 1197.00 点，本周累跌 2.7%，为三周以来首次录得下跌。

宁夏饲料原料价格的变动及后市走势对奶牛养殖产业的影响

奶牛养殖业是乳制品制造行业原料端，而饲料又是奶牛养殖的原料端，在报告《原奶及饲料价格对奶牛价值的传导分析》、《奶牛养殖企业盈亏平衡分析》中我们已经分析过，奶牛的养殖成本中饲料占比达 60%~70%，其中粗料占比 13%~25%，精料占比 40%~50%。而且饲料价格的变化会引起奶牛价值的变化，其中精饲料与奶牛价值之间的敏感系数为-0.958（奶牛价值下降 9.58%/精料价格上涨 10%=-0.958）；粗饲料与奶牛价值之间的敏感系数为-0.216。可见，对当前饲料原料的市场行情分析以及后市走势的研判，对宁夏奶牛养殖企业来说至关重要。

一、奶牛饲料的主要成分及价格

（一）宁夏奶牛养殖业粗饲料的主要构成及供需分析

粗饲料是奶牛日粮的重要组成部分，通常占奶牛日粮的 40%～70%，是奶牛养殖日粮中不可缺少的组分。奶牛常用的粗饲料包括：青干草（苜蓿、青玉米、蔬菜类），秸秆类（玉米秸、麦秸、稻谷草），秕壳类（稻壳、花生壳等）和部分糟渣等。

图表、年产 7 吨的成乳牛及后备牛全年饲料需求量（单位：kg）

分类	单产 7 吨成乳牛	后备牛		
		6 月之前	7~15 月龄	16 月龄到投产
粗饲料合计	约 11800	约 1000	约 4000	约 7800
青贮玉米	5000~7500	400	2200	4000~5000
苜蓿干草	1500~2200	500	900	1400~1600
稻草、麦秆等	4000~6000	0	最好不用	1600~2500
精饲料合计	3500~3800	200~240	700~850	1500~1700
豆粕	1000~1100	——	——	——
玉米	1000~1200	——	——	——
其他	1300~2500	——	——	——

资料来源：公开资料整理，西部担保研发部

粗饲料体积大、粗纤维含量高 18%，是最适合奶牛类反刍动物。年产 7 吨的成年奶牛年消耗粗饲料量大约在 11.8 吨左右，不同产量奶牛，消耗有所差别。宁夏本地牧场根据本身地理环境和饲养规模的不同，通常以苜蓿、青贮、稻草作为主要的粗饲料来喂养奶牛。

1.宁夏奶牛产业苜蓿的供给与需求

苜蓿是发展畜牧业特别是奶牛养殖业的主要饲草，宁夏作为优质奶源主要产地，对苜蓿的需求比较大，特别是 2003 年以来，宁夏全境列入退耕还林还草的范围，实行草

场禁牧，禁牧对草料的需要更大。目前以每头成乳牛年需求 2 吨苜蓿干草计算，以 2019 年底宁夏全区奶牛存栏 43.73 万头来计算，仅奶牛年苜蓿需求大约 87.46 万吨。统计显示，2010 年宁夏以紫花苜蓿为主的人工种植面积为 594.2 万亩，其中水地 35.99 万亩，旱地 558.21 万亩。分区看，固原市 335.47 万亩，中卫市 100.28 万亩，吴忠市 134.81 万亩，银川市 16.06 万亩，石嘴山市的 7.58 万亩。尽管近几年宁夏养殖业发展迅速，但受整个耕地面积的限制，苜蓿种植面积基本未变。以 2010 年种植面积计算，水地苜蓿年产干草量大约 1243kg/亩，旱地苜蓿年产大约 666.7kg/亩[1]。依据上述单产，宁夏地区每年苜蓿干草产量共计 416.9 万吨。仅从宁夏本地奶牛养殖来考察苜蓿供需，目前宁夏本地苜蓿供给充足，从外地采购需求为 0。分区域看，苜蓿种植面积的分布反映宁夏主要养殖产地的分布，其中固原市以肉牛养殖为主，因此本地的苜蓿主要用于肉牛饲养，吴忠市是全区主要的奶牛养殖基地，这些地方种植的苜蓿主要用于奶牛饲养。吴忠的苜蓿年产量大约在 94.5 万吨，完全可以满足吴忠市奶牛养殖需求。

2.宁夏奶牛产业青贮的供给与需求

青贮玉米也是常用的奶牛饲料，玉米在宁夏的种植面积中占比第一位，但青贮玉米种植面积不大，根据宁夏统计显示宁夏试点县完成青贮玉米种植面积达到 47.43 万亩。青贮玉米产量较高，一般可以达到 4000~6000kg/亩，平均共计能生产青贮饲料 237.15 万吨。成乳牛每年消耗的青贮饲料大约在 5~7.5 吨。宁夏 2019 年奶牛存栏量 43.73 万头，共计消耗青贮饲料 262.38 万吨，仅奶牛产业青贮饲料缺口 25.23 万吨。

（二）宁夏奶牛养殖业精饲料的主要构成及供需分析

精饲料作为奶牛主要营养物质，占奶牛养殖成本的 40%~50%。目前精饲料主要有玉米、豆粕、矿物质、添加剂等。从用量的角度来看，矿物和添加剂仅用来改善精饲料的营养价值，用量很少。因此玉米和豆粕成为精饲料的主要原料。

1.奶牛养殖用玉米供需情况

玉米是奶牛精饲料的主要原料，根据国内奶牛营养专家测算，年产 7 吨的成乳牛每年消耗的精饲料大约 3500~3800kg，其中玉米 1000~1200kg。以 2019 年宁夏奶牛存栏数来估计，奶牛养殖精饲料需求大约在 160 万吨。根据宁夏统计局数据，宁夏全区粮食种植面积 1016.05 万亩，其中，玉米种植面积 449.67 万亩，籽粒产量 230.47 万吨。仅从供

[1] 以上数据均来自于马建军、赵爱桃在 2013 的第四届中国苜蓿发展大会上的报告《宁夏苜蓿产业发展现状与对策》

需看，宁夏本地玉米产量能够满足奶牛养殖，但考虑到宁夏还大约有 100 万头的肉牛存栏量、滩羊等，本地玉米供给明显不足。

2.奶牛养殖用豆粕供需情况

豆粕是奶牛养殖精饲料中用量仅次于玉米，根据国内奶牛营养专家测算，年产 7 吨的成乳牛每年消耗的豆粕饲料大约 1000~1200kg，宁夏仅奶牛豆粕年消耗量 48 万吨。宁夏并非大豆的主要产地，据不完全统计，年产大豆大约 2~5 万吨，远远不能满足养殖行业，需要从外地大量采购。

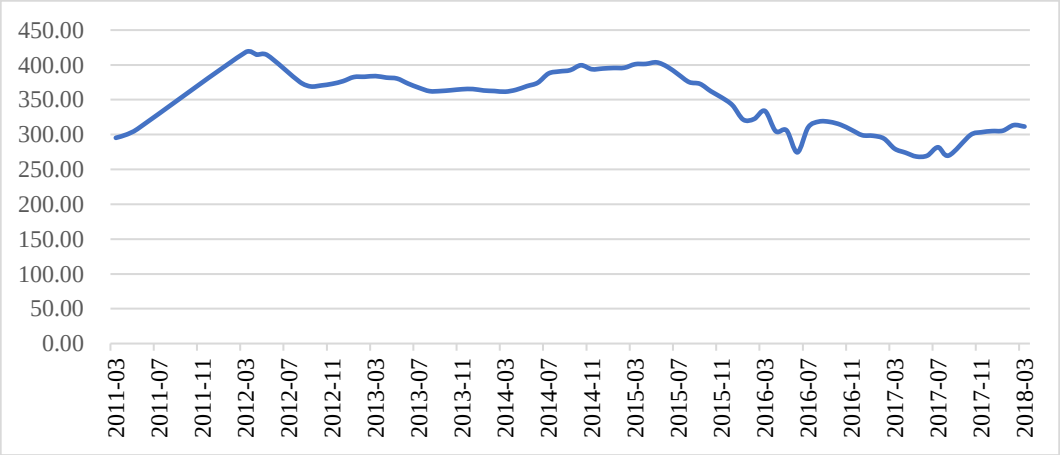
二、饲料原料价格及后市走势

（一）饲料原料价格后市研判

1.苜蓿价格后市走势

作为粗饲料的两大主力之一的苜蓿，其国内价格长期参照进口定价。国内苜蓿进口有 90%来自于美国，因此中美贸易摩擦推动苜蓿价格上涨。根据中国海关总署数据，最新 2018 年 3 月苜蓿草到岸价为 320 美元/吨，考虑中美贸易摩擦加征 25%关税的情况下，以人民币对美元汇率为 6.8 来计算，目前苜蓿干草的市场价格为 2720 元/吨。近几年的价格都相对比较稳定，目前也未到历史最高价，但处于上升期。

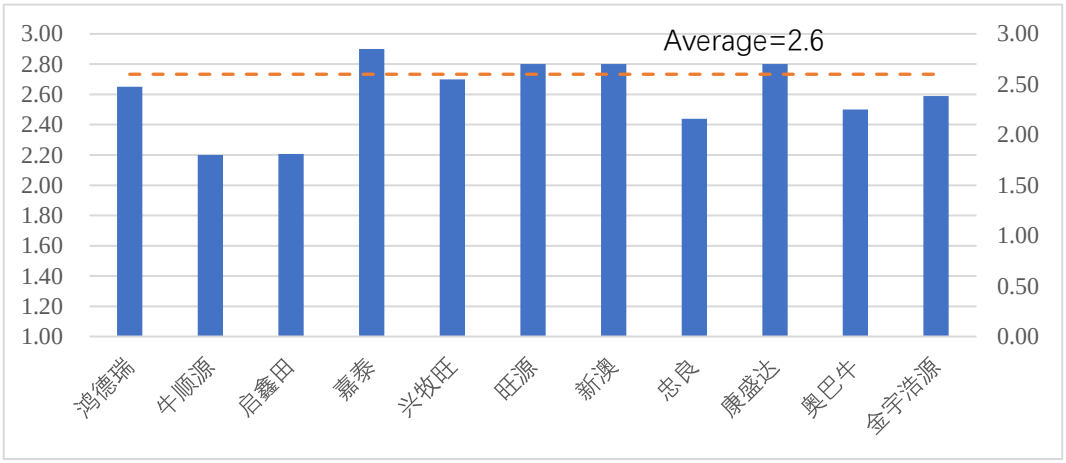
图表、2011-2018 年进口苜蓿干草的到岸价（单位：美元/吨）



数据来源：wind，西部担保研发部

从宁夏本地市场来看，苜蓿干草供大于求，总体价格变化趋势与全国基本一致，采购价格预计在 2200~2900 元/吨，平均 2600 元/吨左右。从目前整个苜蓿市场来看，苜蓿的需求会随着国内奶牛养殖数量的增加而增加。仅宁夏市场来说，在供大于求的情况下目前的价格并不算低，上升的空间有限。后期中美贸易摩擦若能够消除，苜蓿进口不加征关税的话，苜蓿的市场价格有望能够下降 500~600 元/吨。

图表、宁夏部分奶牛牧场苜蓿采购价格（单位：元/kg）

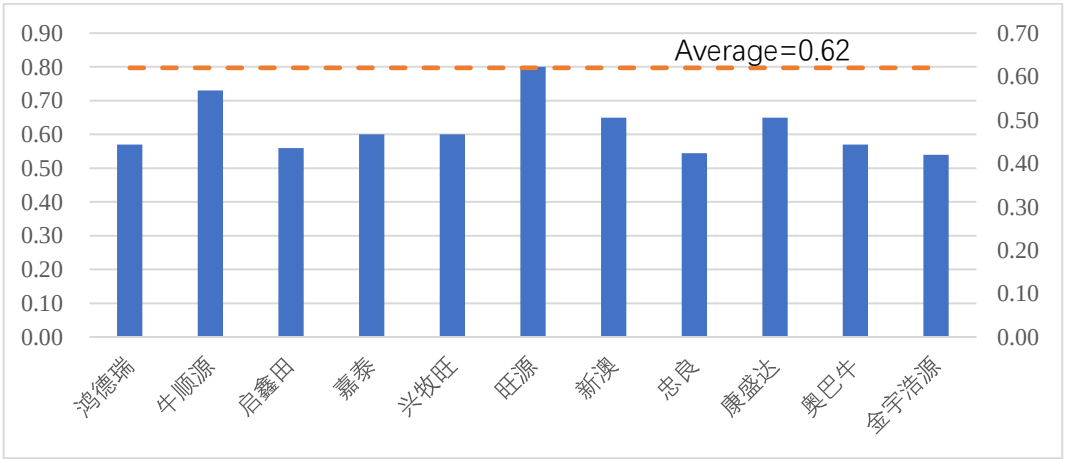


数据来源：西部担保研发部

2.青贮的价格及后市走势

相较于苜蓿干草青贮亩产高、易储藏，尽管营养价值低于苜蓿，但深受养殖场的青睐。此外青贮流通成本较高，供应半径小。从上文的供需来看，宁夏青贮缺口较大，从而导致宁夏的青贮采购价较高，2019-2020 年的采购价大约 550~800 元/吨，高于全国均价 450 元/吨。加之近两年宁夏奶牛和肉牛养殖规模进一步扩大，2018-2019 年宁夏奶牛存栏增速为 8.19%，2020 上半年新增奶牛 9.4 多万头，增速上升到 21%。随着宁夏打造千亿级奶牛产业，奶牛养殖规模有望进一步提高，对青贮的需求会更大，青贮的价格有可能进一步提高。

图表、宁夏部分奶牛牧场青贮玉米采购价格（单位：元/kg）



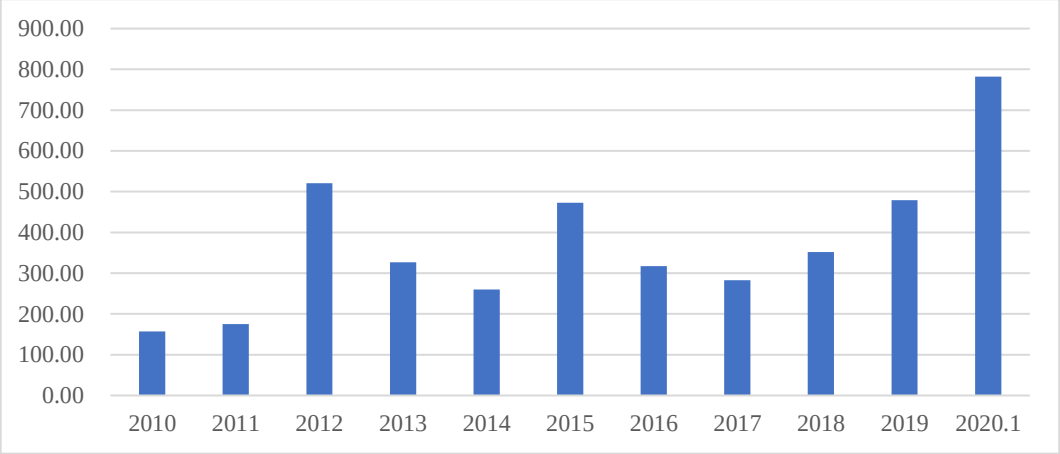
数据来源：西部担保研发部

3.玉米的价格及后市走势

尽管中国是全球第二大玉米种植国，但从全国市场来看，玉米缺口明显。据 Wind 数据显示，2017 年开始国内玉米受临储政策取消、种植面积减少影响，供需缺口开始出

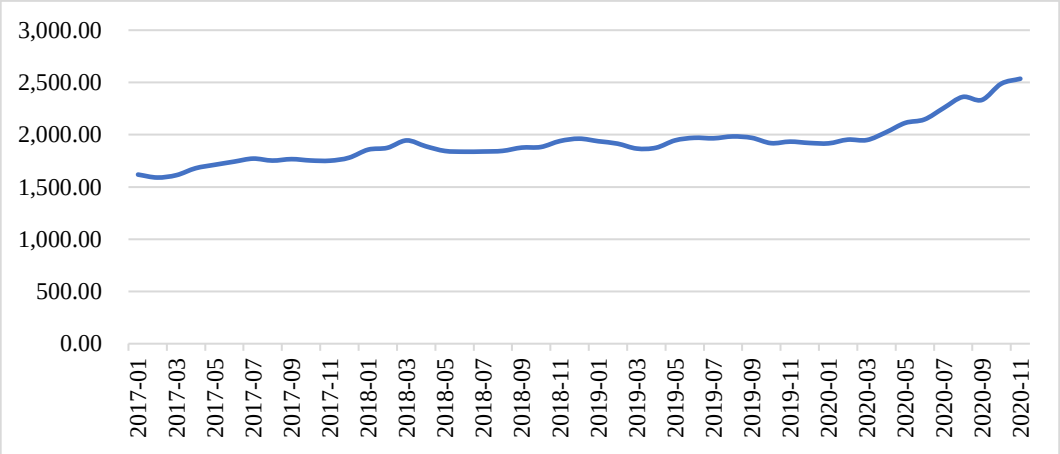
现，预计 2021 年供需持续偏紧，缺口将扩大至 1648 万吨。玉米缺口的逐渐拉大进一步推动了玉米价格，已持续了 3 年的上涨。

图表、中国每年进口的玉米量（单位： 万吨）



数据来源：wind，西部担保研发部

图表、国内玉米价格变化趋势（单位：元/吨）



数据来源：wind，西部担保研发部

宁夏本地市场上玉米缺口也比较大，仅奶牛需求大约在 160 万吨，加上其他养殖业和工业用量，宁夏本地有很大一部分需求需要从其他区域采购。因此宁夏本地的玉米采购价格与全国基本一致，目前维持在 2500 元/吨。随着玉米本轮价格的上涨，预计还有上涨的空间。

图表、宁夏本地玉米采购市场报价（单位：元/吨）

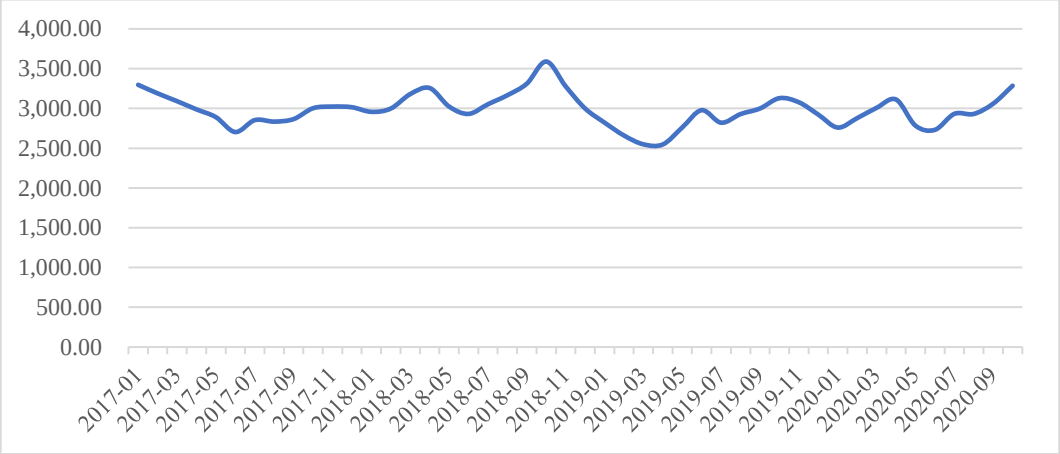
日期	地区	品种	分类	价格
11-29	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-28	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-26	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-25	固原市	玉米	15%水分	2530.00
11-25	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-22	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-20	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-19	固原市	玉米	15%水分	2520.00
11-18	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-12	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-09	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-08	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-07	银川市	玉米	15%水分	2500.00
11-05	银川市	玉米	15%水分	2500.00

数据来源：公开资料整理（https://bj.zhue.com.cn/mobi/list.php?c_id=29&sort=3&s_id=8）

4.豆粕的价格及后市走势

尽管中国的大豆种植面积不少，但大豆的对外依赖程度依旧很高，据 wind 统计，中国每年需要进口大豆 8800 万吨，大豆经过提取豆油之后形成豆粕。由于国内大豆消耗比较大，所以豆粕的供给比较充分，因此豆粕市场价较为稳定。宁夏所需豆粕基本都是外购，本地豆粕价格与全国基本一致，预计后期价格在 3000 元上下波动。

图表、豆粕现货价格（单位：元/吨）



数据来源：wind，西部担保研发部

（二）未来 2-3 年饲料价格的变动对奶牛养殖业产值的影响

经过上文分析，粗饲料方面，宁夏本地苜蓿和青贮的价格都有上升的趋势，一方面在于宁夏奶牛养殖产业蓬勃发展，对粗饲料的需求明显增加，另一方面其他养殖业的分流明显，宁夏不但要打造奶牛养殖产业，同样对滩羊、肉牛养殖等的投入也很大。精饲料方面，玉米和豆粕价格均与全国保持一致。目前来看玉米价格上涨趋势明显，豆粕基本在稳定区间波动。

年产 7 吨原奶的成年奶牛年消耗粗饲料量大约在 11.8 吨左右，其中苜蓿大约为 2 吨，占比 16.94%，青贮大约 6.5 吨，占比 55.08%，其余如稻草、玉米秸秆等，占比 27.98%。稻草、玉米秸秆、麦草等价格相对比较稳定，年化差异较小。年产 7 吨原奶的成乳牛精饲料年消耗量大约 3.6 吨，其中玉米消耗大约 1.1 吨，占比 30.56%；豆粕 1.05 吨，占比 29.17%。为此，我们假设在原奶价格稳定的情况下，未来 2-3 年饲料原料价格有三种不同的变化趋势，分别是乐观（价格上涨）、中观（价格不变）、悲观（价格下降）。其中，中观下饲料原料价格基本稳定，不会影响奶牛价值。乐观下饲料原料价格上涨，奶牛养殖成本增加，奶牛价值下降，降幅大约为 1.89%（0.46%+1.43%）；悲观情况下饲料原料价格下降，奶牛养殖企业下降，奶牛价值上升，涨幅大约为 1.75%（0.32%+1.43%）。

图表、饲料原料价格的变化对奶牛价值的影响

项目		粗饲料		精饲料	
		苜蓿	青贮	玉米	豆粕
目前价格（单位：元/吨）		2600	600	2500	3000
主要饲料原料价格未来不同的变化趋势	乐观	2730	660	2750	3150
	中观	2600	600	2500	3000
	悲观	2470	570	2250	2850
用量占比		16.94%	55.08%	30.56%	29.17%

主要饲料价格变化幅度	乐观	55.07	120.155
	中观	0	0
	悲观	-38.546	-120.155
涨跌幅	乐观	2.15%	1.50%
	中观	0	0
	悲观	-1.50%	-1.50%
敏感系数		-0.216	-0.958
对奶牛价值的影响	**乐观**	**-0.46%**	**-1.43%**
	中观	**0**	**0**
	悲观	**0.32%**	**1.43%**

数据来源：西部担保研发部

注：1、乐观情况下，苜蓿价格年上涨 5%，青贮年上涨 10%；玉米年上涨 10%，豆粕年上涨 5%；其余饲料价格不变。2、悲观情况下，苜蓿价格年下降 5%，青贮年下降 5%；玉米年下降-10%，豆粕年下降-5%；其余饲料价格不变。3、假设价格变动不同会有不同结果。

三、结论

宁夏地处北纬 38 度，是国际公认的“黄金奶源带”，奶产业是宁夏传统优势特色产业。近年来，宁夏在各级党委和政府的支持下，在相关企业和社会各方的积极努力下，全区奶产业保持了持续、健康、快速发展的良好势头，吸引来了众多品牌奶企投资建厂，原奶的需求进一部提高，催生了更多的散养奶牛户以及原有奶企的扩产。统计显示，截止 2019 年底宁夏奶牛存栏量 43.73 万头，同比上涨了 8.19%，2020 上半年新增奶牛 9.4 多万头，增速上升到 21%。奶牛存栏量的增加势必增加对饲料的需求，从而推动苜蓿、青贮、玉米、豆粕等价格的上涨。目前来看，苜蓿和豆粕的价格较为稳定，上涨可能性较小；青贮和玉米供给有限，价格上涨的可能较大。饲料原料价格的上涨，必将对各类奶牛养殖户造成一定的冲击。当玉米和青贮价格分别上涨 10%，豆粕和苜蓿价格上涨 5%，对应奶牛价值下降 2%；当玉米和青贮价格上涨 20%，即使苜蓿和豆粕价格不变，对应奶牛价值下降 2.38%。因此在全区大力发展奶牛养殖的同时，相应饲料种植也要同步跟上，特别是青贮的种植面积还需进一步增加，防止因饲料原料供应短缺造成本地饲料价格快速上涨，进而影响奶牛养殖产业。

（作者：西部（银川）担保有限公司 研发部）

热点聚焦

担保

深交所首批信用保护凭证试点项目成功发行

12 月 2 日，根据深交所公告显示，该所首批信用保护凭证试点项目成功发行，标志着深市信用保护凭证业务正式落地。

信用保护凭证与信用保护合约同为信用保护工具的一种形式。作为信用风险管理工具，金融机构可以在相关企业债券发行时，提供针对该企业的信用保护工具，以起到提升投资者信心、促进发行、改善融资效率的作用。

统计数据显示，深交所自 2018 年 11 月推出信用保护合约业务试点以来，业务运行平稳有序，已有 17 家机构备案成为深交所合约核心交易商，累计达成信用保护合约交易 67 笔，合约规模 30 亿元，实际支持实体企业融资规模 180 亿元。其中，受保护债务主体绝大部分为民营企业，对于提升投资者认购积极性、助力民企债券发行、降低民企融资成本起到了积极作用。在此基础上，深交所推出信用保护凭证业务试点，鼓励更多市场机构参与信用保护工具业务。

与一对一达成、个性化较强的信用保护合约相比，信用保护凭证具有三个不同的特点：一是可流通转让，便于投资者灵活调整其风险对冲需要；二是参与便捷，交易双方无需签署主协议，相关条款均体现在凭证创设说明书中；三则是要素较为标准化，且对凭证存续期间有较严格的信息披露要求；四是定价市场化，凭证创设采用簿记建档等方式，有助于充分发挥价格发现功能。

据了解，此次深市首批 3 单信用保护凭证分别由国泰君安、中信证券和招商证券创设发行，名义本金合计 7100 万元，参考实体分别为 TCL 科技集团股份有限公司、狮桥-中信证券胜冠 2 期资产支持专项计划、华能贵诚-招商-牧原惠融供应链 2 期资产支持专项计划，受保护债务涵盖公司债券和资产支持证券，凭证买方涵盖受保护债务一级市场及二级市场投资人。

深交所方面指出，首批凭证试点项目受保护债务主体均为民营企业，凭证创设有效提高了投资者认购及持有民企债券积极性，助力民企降低融资成本、提升融资效率。其中，国泰君安通过创设发行以 TCL 科技集团为参考实体的信用保护凭证，帮助债券持有人释放授信用于新增民企债券投资。中信证券创设的信用保护凭证受保护债务底层资产为狮桥融资租赁向约 3500 个小型运输企业和个体运输户发放的租赁贷款，招商证券

创设的信用保护凭证受保护债务实际资金用途为向牧原股份供应链上游中小企业供应商支付采购价款，有助于中小微企业获得融资支持。

近年来，深交所持续深化债券市场改革创新，不断丰富产品服务，于2018年11月推出信用保护合约业务试点，并在合约业务稳健运行基础上，于2020年10月正式发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》，鼓励更多市场机构参与信用保护工具业务。

截至目前，深市累计已通过信用保护工具支持14家民营企业融资180亿元。公告表示，下一步，深交所将继续引导市场机构有序开展凭证创设等工作，稳步扩大试点范围，建立健全市场制度，完善技术保障系统，进一步发挥创新型金融工具对拓展实体企业融资渠道、提高直接融资比重的支持作用，处理好促发展与防风险的关系，推动提升交易所债券市场运行质量和效率。

（文章来源：经济观察报）

解读：

继深交所10月27日发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》后，首批信用保护凭证试点项目于12月2日成功发行，标志着深市信用保护业务正式落地。交易所信用保护工具包括信用保护合约和信用保护凭证两类产品。信用保护合约2018年推出，目前已有17家机构备案成为深交所合约核心交易商，累计达成信用保护合约交易67笔，合约规模30亿元。在此基础上，深交所推出信用保护凭证业务试点，进一步丰富信用保护工具种类。与一对一达成、个性化较强的信用保护合约相比，信用保护凭证更为标准化，具有可流通转让、无需签署主协议、集中簿记建档、定价市场化等突出优势，更适合在信用风险管理工具发展初期进行推广。

精彩推荐

信托

三季度信托资产规模持续压降 业务结构改善

中国信托业协会日前发布的数据显示，三季度末，我国信托资产规模为20.86万亿元，同比下降5.16%，降幅较二季度末收窄0.4个百分点。专家表示，信托资产规模持续压降，但业务结构延续改善趋势，投资类信托业务的拓展力度明显加大。

数据显示，三季度末，信托资产规模较年初减少7432.79亿元，但同比降幅较二季度末有所收窄。中国信托业协会特约研究员邓婷认为，信托资产规模的持续下降主要是顺应监管导向、主动控增速、调结构的结果，表明行业正从注重规模转向注重发展质量。

截至三季度末，单一资金信托和事务管理类信托占比已连续11个季度持续下降；与此同时，投资类信托业务规模较二季度末增加了4257.06亿元。专家认为，这表明行业在坚定走“去通道”、提高主动管理能力的转型之路。

近年来，信托业服务实体经济部门的资金占比保持较快增长。今年以来，信托业综合运用贷款、债券投资、资产证券化等手段积极响应基建投资、企业复工复产，切实引导更多资金进入实体经济领域。

统计数据显示，三季度末，信托行业直接投入实体经济（不含房地产业）的信托资产余额达13.14万亿元，占全部信托资产余额的62.97%，其中投向小微企业的信托资产余额2.41万亿元。

三季度末，投向工商企业的信托资金总额为5.42万亿元，占比仍居首位。尽管资金总额比上年末减少662.4亿元，但资金占比提升了0.87个百分点，达31.47%。邓婷认为，工商企业信托规模占比提升，表明信托公司顺应监管导向持续调整业务结构，加大对实体经济发展的支持力度，助力经济复苏反弹。

服务实体经济发展是金融机构的核心使命。业内人士表示，信托公司应摆脱对传统融资业务模式和领域的路径依赖，积极提升自身的专业能力，灵活运用股权投资、股债结合、夹层投资、资产证券化等多种金融工具来为实体经济的发展提供综合投融资支持。

自资管新规实施以来，信托公司一直处于“去通道”的过程中。由于通道和融资类业务是信托公司收入的主要来源，压降给信托公司带来的短期阵痛难以避免。

邓婷认为，信托公司要主动谋求转型、坚定走新的转型发展道路，积极培育投资信托、服务信托、财富管理信托等业务的发展，不断提高风险控制能力和资本实力，保障自身稳健发展。

（文章来源：新华网）

解读：

自资管新规实施以来，信托公司一直处于“去通道”的过程中。由于通道和融资类业务是信托公司收入的主要来源，压降给信托公司带来的短期阵痛难以避免。三季度末，我国信托资产规模为 20.86 万亿元，同比下降 5.16%，降幅较二季度末收窄 0.4 个百分点。信托资产规模持续压降，但业务结构延续改善趋势，投资类信托业务的拓展力度明显加大。统计显示，三季度末，信托行业直接投入实体经济（不含房地产业）的信托资产余额达 13.14 万亿元，占全部信托资产余额的 62.97%，其中投向小微企业的信托资产余额 2.41 万亿元。金融机构的核心使命是服务实体经济，信托公司应摆脱对传统融资业务模式和领域的路径依赖，应该积极提升自身的专业能力，灵活运用股权投资、股债结合、夹层投资、资产证券化等多种金融工具来为实体经济的发展提供综合投融资支持。

如何理解央行的货币政策?

对债券市场而言，2020 年 11 月真的有些复杂。先是一波三折的美国大选，然后是突如其来的辉瑞疫苗，紧接着就是急剧恶化的永煤事件，然后是一锤定音的金稳会，临到月底，本来以为不会有什么波动了，央行在 30 号超预期做了 2000 亿的 MLF。



如上图所示，一系列事件让债券收益率来来回回，走成了心电图，也给我们理解当下的债市的主线逻辑制造了很大的困难。

理解历史的困难之处在于：在历史进程中，人们容易被情绪和繁杂的细节裹挟，根本抓不住主要矛盾，在进程结束后，人们又容易遗漏掉很多重要的要素，把那段历史压缩得不成样子。现在则是一个合适的时间点，风暴过去，情绪已经平复，但我们形成的共同记忆还在那里，并未消退。

本篇文章将把 11 月份的市场波动和债市的历史波动做了很多交叉比对，并结合新作的货币政策框架，来回答以下几个问题，哪些矛盾是债市的次要矛盾？哪些矛盾是债市的主要矛盾？为什么投资者总是容易误解央行？什么又是正常化的货币政策？未来债市可能的演化路径又是怎样的？

01 海外事件的冲击

本月债市遭遇的海外事件冲击有两次，一次是美国大选，另一次是辉瑞的新冠疫苗。

受疫情影响，这次大选与以往不同，有很多邮寄选票，并且拜登的很多支持者选择邮寄。所以，特朗普一开始领先，随着邮寄选票开得越来越多，特朗普被反超。国内债券收益率跟着开票情况，先下后上，几个交易日把美国大选的影响消化完毕，并未影响收益率中枢。

11 月 9 日晚间，海外市场传出消息：在大型研究中，辉瑞的新冠疫苗阻止了 90%的新冠感染。美股和欧股飙升，海外债券收益率也大幅度升高。由于国内疫情控制得很好，

所以，辉瑞的疫苗对国内只有微弱的间接影响。国内的股市当天高开低走，最后收绿；债市大幅下探，最后收红，以十年国开债活跃券 200210 为例，当天利率最高升到 3.795%，最低触到 3.7375%，振幅达 5.75bp，最终以 3.74%收盘，较前一交易日下行了 1.25bp。

美国大选影响了国内债市几个交易日的时间，辉瑞疫苗只影响了一个交易日。不难发现，除非海外事件直接作用到国内身上——如关税，否则，海外事件对国内的影响主要是情绪上的，持续时间很短，作用幅度不大，根本谈不上什么影响收益率中枢了，这些因素往往是次要矛盾。

这段时间真正抬升收益率中枢的因素有两个：一、央行吹风会；二、社融同比增速继续超预期地创新高。一个代表央行货币政策态度，另一个代表整个社会资金的需求状况，都是主要矛盾。

02 国内事件的冲击

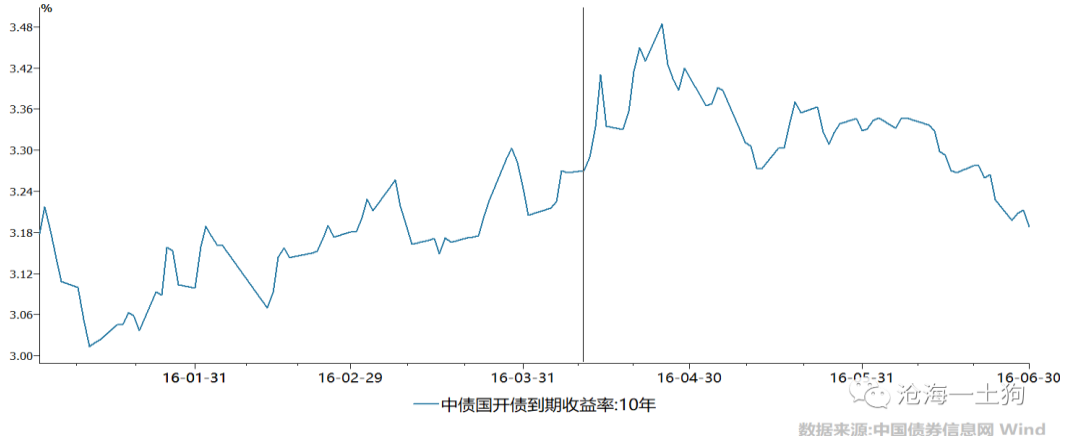
永煤事件肇始于 11 月 10 日的一则公告：20 永煤 SCP003 未能按期足额偿付本息。一开始市场没有理会，直到 11 月 12 日有些不好的传言，事件才开始发酵。违约之后，永煤还有 10 个工作日的宽限期，也就是说 11 月 24 日（含）之前，足额偿还或者展期，则不构成交叉违约条款。一旦触发交叉违约条款，永煤相关的 300 多亿债券也会一同违约。离宽限期的 deadline 越来越近，事件迟迟无法得到解决，11 月 17 日开始，市场开始交易“触发交叉违约条款”，收益率持续上行，期间某新闻媒体的一篇报道把市场情绪推向了巅峰。11 月 20 日，市场极度恐慌，十年国开债 200210 的收益率最高触及到 3.835%。

11 月 21 日，金稳会召开会议，一锤定音：严处各种“逃废债”行为，牢牢守住不发生系统性风险的底线。事件才真正宣告结束。

最后监管层又来了两次呵护市场的操作，一、11 月 25 日，交易所定价大量投放 7 天回购；二、11 月 30 日，央行超预期做了 2000 亿 MLF。

这两个动作之后，市场收益率大幅下行，11 月 30 日，收益率回到了永煤事件之前的水平。

这次事件可以和 2016 年 4 月 11 日的铁物资事件作对比，那一次的大背景是保定天威、中钢股份等企业违约，铁物资在 4 月 11 日发公告，申请 168 亿债务融资工具暂停交易。



于是，客户疯了，开始疯狂地赎回，基金被迫卖出利率债应对赎回，十年国开的估值从 4 月 11 日的 3.27%提高到了 4 月 25 日的 3.48%，上升了 21bp，直到 5 月 11 日才重新回到了 3.27%。

要知道那一波的大背景是债券牛市，市场花了一个月，利率波动了 21bp，影响才被完全消化。不得不说，有金稳委作为金融风险的最终看护人，信用风险事件的烈度和所带来影响的持续时间都降低了不少。

通过此次事件，不难发现，国内事件冲击要比海外事件，强度大，持续时间长，但和海外事件一样——不改变利率中枢。

03 作为预期枢纽的央行

诚如上文所言，美国大选也好，辉瑞疫苗也罢，甚至是轰轰烈烈的永煤事件，都是暂时性的次要矛盾，不影响利率中枢。

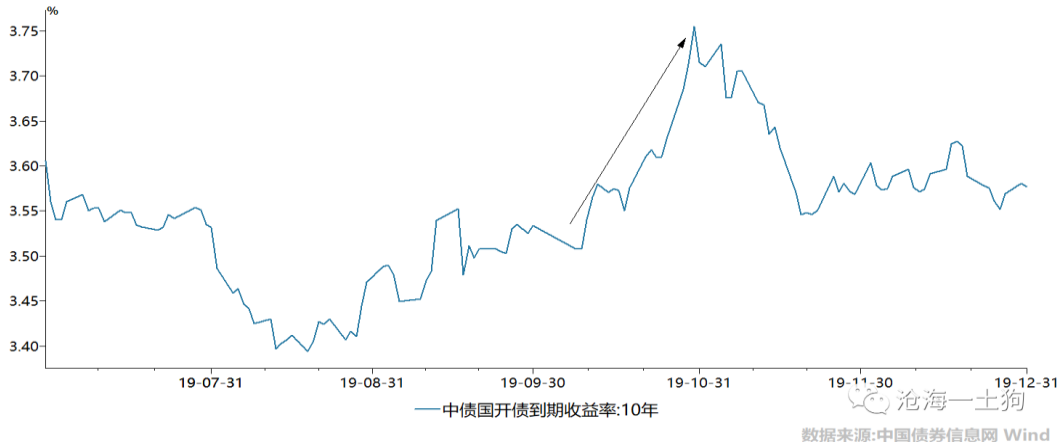
那么，什么因素会影响利率中枢呢？真正影响利率中枢的是一系列宏观因素，譬如，经济增长、通胀、金融风险等等。

这些因素会通过供需和预期两方面来影响利率。供需方面，我们可以用可贷资金模型考察非银市场资金的供需，经济景气，产业资本对资金的需求旺盛，会推高非银市场的资金利率。供需往往变化得很慢，对市场的影响也很缓慢。

预期方面，市场会预期央行关心经济增长、通胀等因素，当经济状况不好的时候，市场参与者会预期央行降息刺激经济；当通胀较高时，市场参与者会预期央行加息遏制通胀。预期在投资者的脑子里，不用实际交易就可以发生变化，所以，它的变化剧烈而迅速。

2019 年底就有一次央行预期管理的典型案例。那年猪瘟导致猪肉价格大幅上涨，CPI 也不断爬升。开始的时候，市场并不担心通胀，因为大家知道通胀的原因在于猪肉

价格大涨，甚至有人调侃，剔除猪肉都是通缩。但是，十一之后猪肉价格继续快速飙升，市场终于恐慌了。



狂暴的通胀预期使得十年国开债的估值从 10 月 9 日的 3.51%上升到 10 月 30 日的 3.76%，上升了近 25bp，市场一片哀嚎。后来央行终于出手了，它在 11 月 5 日宣布降低 MLF 利率 5bp，紧接着预期反转，收益率一路向下，市场不再关心通胀，因为央行用实际行动告诉市场：我不关心猪肉造成的通胀。

因此，每一个市场参与者都在揣摩央行对于不同宏观变量的看法，央行是管理市场预期的枢纽。

04 如何理解央行的货币政策

人心隔肚皮，猜测一个人的想法是困难的。但是，如果我们知道这个人的理想、目标和信念，我们就很容易猜测这个人对某件事情的想法是什么。

所以，要正确的理解央行的想法，就得站在央行的角度去想问题，尝试去完成央行的“人生目标”。

央行有很多目标，最主要的是以下四个：1、经济增长和就业；2、通货膨胀；3、金融风险；4、内外平衡。要同时兼顾这四个目标很困难，一方面这些目标会经常性地相互冲突，另一方面彻底解决冲突的完备工具箱可能并不存在。

对于多目标的央行，我们不能往下面走，不能盯着他们的动作和工具，而是，要往上面走，去思考如何同时兼顾它们？有些分析师总是错误地解读央行的动作，就是因为他们工作做的太细，沉迷于细节。

因此我们要和央行想的一样宏观——如何兼顾四个宏观目标，其实，逼来逼去，只有一条路：根据实际情况有所侧重的兼顾。

按照这个思路作逻辑上的推演，我们可以构建一个货币政策统筹重心的框架，在这个框架下，央行的货币政策可以分作五类：

一、偏向保就业的货币政策（年初）；

二、偏向防金融风险的货币政策（今年下半年）；

三、偏向防通胀风险的货币政策（未来的某个节点）；

四、偏向内外平衡的货币政策（2015 年 811 汇改）；

五、正常化的货币政策（四个目标均衡）

05 现实中的对照

2020 年以来货币政策的重心已经完成了两次切换：第一次切换到经济增长和就业——“六保”，第二次切换到金融防风险。

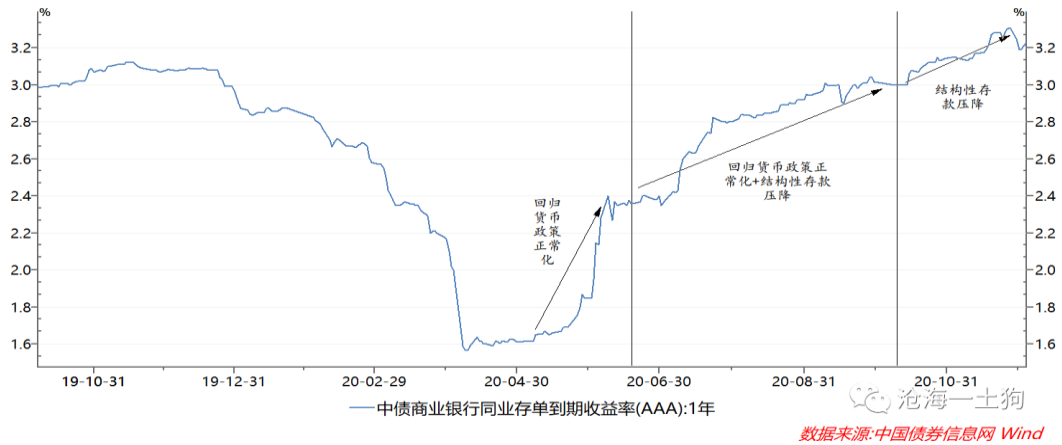
今年上半年，疫情爆发，经济增长和就业更重要，所以，央行出台托底和纾困政策；下半年疫情得到控制，经济复苏态势良好，金融防风险变得很重要，于是，央行采取了两个重要措施：1、货币政策回归正常化；2、压降结构性存款。二者共同导致了同业存单利率快速上行。

根据《如何解读目前的货币政策？》一文的框架，我们可以把一年存单利率当成央行的影子中介货币政策目标。再结合上文的货币政策统筹重心框架，根据主要驱动因素的不同，央行今年的货币政策可以分为三个阶段：

一、5 月初至 6 月初，主要驱动力是货币政策回归正常化；

二、6 月 10 日至 9 月底，主要驱动力是货币政策回归正常化和压降结构性存款；

三、十月初至今，主要驱动力是压降结构性存款；



数据来源:中国债券信息网 Wind

其实，压降结构性存款的传言开始于六月上旬，起初市场不以为意，六月中下旬存单利率也没有什么变动。当时市场还流行一种观点，压降结构性存款有利于降低银行的

负债成本，推动利率的下行。我也专门写了一篇文章分析其影响《宽信用对债市的影响——兼论压降结构性存款》。那时，我只知道这是个比较大的利空，但没想到这个利空如此之大：都到 12 月份了，它还在持续性地影响债市。

最近市场又被央行搞得很困惑，不是说好了市场利率围绕政策利率波动吗？为啥国股存单的利率一度比同期限 MLF 高 40bp？

五月份以来，市场总是被央行拖着走。归根结底在于，央行思考的重点在于如何兼顾四大目标，它下半年理性地把重心切换到金融防风险，但是，市场盯的只是四大目标本身，或者是一些比四大目标更微观更具体的东西。这如何能想到一块去？

实际上，太细节的东西都没资格成为央行的货币政策目标的。

总之，央行被市场误解是一个常态，有三个根深蒂固的原因：

1、央行有多个相互制约的货币政策目标，统筹这些目标比这些目标本身更重要；

2、央行看的更宏观，市场看的更微观、更细节；

3、市场想赚钱，总会站在自己的立场想问题，很难和央行的立场一致。

06 正常化的货币政策

最近，央行经常出来喊正常化的货币政策，上面的框架已经告诉我们正常化的货币政的对立面是什么（从不是什么的角度想问题）。

但正常化货币政策的内涵又是什么呢(从具体由什么构成的角度想问题)？我认为，正常化的货币政策是指央行的四大宏观目标并驾齐驱，没有一个目标有必要放在极其突出的地位。

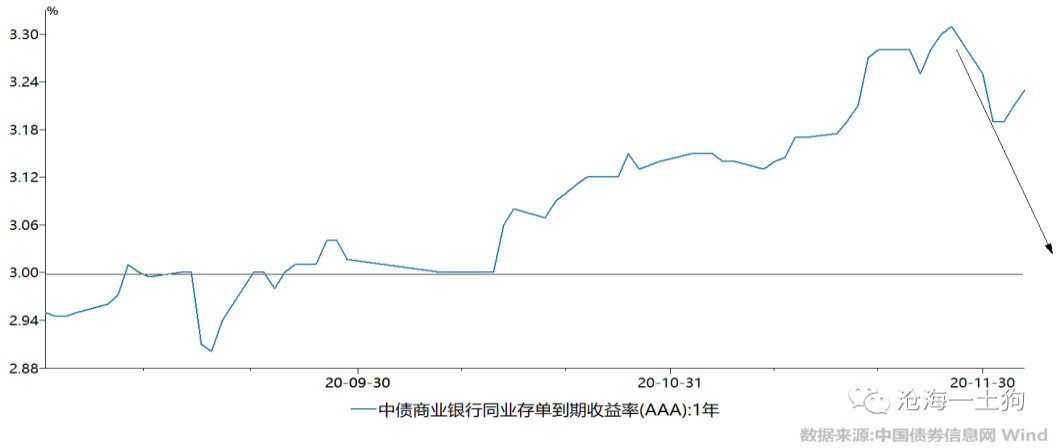
一般来说，侧重任何一个目标都是因为有坏事发生，需要纠偏，上半年是因为疫情，下半年是因为救市力度大而猛，需要赶紧处理后遗症。现在这些坏事都被解决个七七八八了，央行比谁都希望回归货币政策正常化，这是央行最希望维持的状态。

这也无怪乎央行在最近的货币政策报告中写道，尽可能长时间实施正常的货币政策。

在正常化的货币政策中，央行的存在感会很弱，市场也不会有什么大的起伏。现在的市场还不是这个状态，大家还是很关注央行的动向，因为偏向金融防风险的政策还没结束，也可能是，这个政策已经收尾但它的影响还没结束。

今年是三大攻坚战的收官之年，既然是收官之年，那就意味着把金融防风险作为货币政策的工作重心必将成为过去。

也就是说，今年还会有第三次重心切换——切换到正常化的货币政策。这次切换会导致影子货币中介利率从超调利率回归正常。



其实，11 月 30 日超预期投放的 2000 亿 MLF 就很可能暗含类似的意图。一方面是压降结构性存款的进程快要结束，另一方面是利率还处于一个超调的位置，央行存在一定的动机加快货币政策向正常化切换。



目前，市场已经隐含了较高的降准预期，超过了 19 年初。

虽然市场隐含的降准预期很高，并且加速货币政策正常化的切换客观上需要投放长期资金来解决银行的负债问题，但是，降准自有其缺陷，它的信号意义太强了，会让市场对货币政策产生误解，与央行“不缺不溢”的初衷有些冲突。

07 结束语

基于前文的货币政策统筹重心的框架，我们可以自然而然地有以下推断：未来的市场可能经历一小段下行或一小段震荡，这一小段时间就像两团风暴之间的世外桃源，过去之后就是巨大的灰犀牛风险——通胀。

最近听了一些路演，我发现，大家对明年上半年的通胀有一致预期，但对它的演化路径存在很大的分歧。我个人是比较悲观的，因为我的内心还是被 2019 年猪周期的阴影笼罩：大家一开始觉得没事，但十一假期之后被飙涨的猪肉价格打爆。

投资总是充斥着意外，春节之后，疫情彻底地成为现实，我们对未来的预计也极其不充分，遭遇了三个大的意外：

1、出口超预期，经济复苏超预期；

2、本来觉得接那么多债没问题，实际上却很费劲，等了半天的社融拐点也迟迟不来；

3、金融防风险的政策切换得如此迅速，执行得如此坚决；

在债牛最后的狂欢时刻，我们可能会想到其中的一条或两条风险，但对它们的程度和持续的时间显然是低估了。

既然如此，我们不妨把明年的意外提前估计得再严重一些：

1、全球需求超预期复苏；

2、国内通胀超预期；

在这样的大背景下，眼前较为确定的机会弥足珍贵：

一、央行货币政策正常化；

二、11 月社融大概率出拐点；

三、利率债供给减弱，明年低财政赤字；

四、央行大概率呵护跨年和跨春节资金；

总而言之，我对未来债市的看法是短期有机会，中长期有巨大的风险。

（资料来源：扑克投资家）

解读：

货币政策的出台往往会引起社会各界的关注，它是引起债市、股市、房市等多个市场的剧烈变动主要原因之一。之所以会有这么大的反响，主要在于货币政策的目标较多，主要有四个：1、经济增长和就业；2、通货膨胀；3、金融风险；4、内外平衡。货币政策要同时兼顾这四个目标很困难，一方面这些目标会经常性地相互冲突，另一方面彻底解决冲突的完备工具箱可能并不存在，央行通常根据实际情况有所侧重的兼顾。我们以此框架来回顾 2020 年前三个季度的货币政策。年初受疫情影响，货币政策偏向于保就业，适当的宽松；进入下半年，随着国内疫情得到有效控制，部分疫情期间的政策适当

退出，货币政策偏向防金融风险；而当下货币政策更多趋于正常化，兼顾 4 个目标平衡。未来随着货币政策的小幅度调整，市场可能经历一小段下行或一小段震荡。但是，长期风险不可忽视，通胀预期已成为各方一致的共识，未来在全球复苏超预期的背景下，国内在通胀预期一致的影响下，货币政策极有可能向控通胀的方向偏移。

共同关注

[宏观经济]

- 统计局：11 月，制造业 PMI 为 52.1%，比上月上升 0.7 个百分点，连续 9 个月位于临界点以上，表明制造业恢复性增长有所加快。随着近期大宗商品价格普遍上涨，以及企业生产、采购活动加快，本月制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。但制造业行业恢复情况仍不均衡，其中纺织服装服饰业 PMI 今年以来始终位于临界点以下，行业景气度持续偏弱。
- 工信部：前三季度，我国软件业完成软件业务收入 58387 亿元，同比增长 11.3%，增速较去年同期回落 3.9 个百分点。分季度看，一、二、三季度全行业软件业务收入增速分别为-6.2%、17.1%、19.3%，呈逐季上升态势；全行业实现利润总额 7066 亿元，同比增长 7.0%，增速较上半年提高 5.7 个百分点。
- 工信部：1-10 月，全国电池制造业主要产品中，锂离子电池产量 146.4 亿只，同比增长 10.9%；铅酸蓄电池产量 18204.7 万千伏安时，同比增长 15.3%；原电池及原电池组（非扣式）产量 330.5 亿只，同比下降 0.8%。此外，1-10 月，全国规模以上电池制造企业营业收入 6119.8 亿元，同比下降 3.0%，实现利润总额 315.2 亿元，同比增长 12.3%。
- 欧盟统计局：今年前 9 个月欧盟与中国货物贸易总额为 4255 亿欧元，同比增长 3%，中国继续保持欧盟最大贸易伙伴地位。此前数据显示，今年前 7 个月，欧盟 27 个成员国与中国进出口总额为 3287 亿欧元，同比增长约 2.6%。中国首次超越美国成为欧盟第一大贸易伙伴。

[政策法规]

- 文旅部等十部门：联合印发《关于深化“互联网+旅游”推动旅游业高质量发展的意见》。到 2022 年，建成一批智慧旅游景区、度假区、村镇和城市，全国旅游接待总人数和旅游消费恢复至新冠肺炎疫情前水平。
- 网信办：发布《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围（征求意见稿）》，规定了地图导航、网络约车、即时通信等 38 类常见类型 App 必要个人信息范围。其中，即时通信类必要个人信息包括注册用户移动电话号码或其他真实身份信息、账号信息（账号、联系人账号列表）。
- 住房城乡建设部：根据《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》，包括北京、上海、深圳在内的 46 个重点城市，将在 2020 年底力争实现生活垃圾分类投放、分类收集基本覆盖、分类运输体系基本建成，分类处理能力明显增强。同时，力争再用 5 年左右时间，地级及以上城市因地制宜基本建立生活垃圾分类系统。目前，46 个重点城市生活垃圾回收利用率平均为 30.4%。有 15 个城市达到或超过 35%。
- 中国城市规划设计研究院：发布《全国主要城市通勤时耗监测报告》显示，4 个超大城市的平均

通勤距离为 9.3 公里，而北京的平均通勤距离则达到 11.1 公里。36 个全国重点城市中，共有超过 1000 万人正在承受 60 分钟以上的极端通勤之苦，占通勤人口的 13%。

[产业信息]

- 中国汽车流通协会：11 月，汽车经销商库存预警指数为 60.5%，较上月上升了 6.4 个百分点，较去年同期下降 2.0 个百分点，库存预警指数位于荣枯线之上。12 月，多数促汽车销费政策时效到期，加上年底冲量及营销活动的展开，将促进汽车销量，预计 12 月销量环比上升，但同比将有所下降。
- 世界黄金协会：在连续两个月的净抛售之后，各国央行于 10 月份恢复黄金购买，全球官方黄金储备净增加 22.8 吨。黄金买入水平与前两月保持一致，但卖出水平大大降低。截至 12 月 3 日，美国仍为全球黄金储备头号国家，储备黄金达 8133.5 吨，占其总外汇储备比高达 79.3%。中国大陆地区排名第七，黄金储备值为 1948.3 吨，占外汇储备比仅 3.6%。
- 教育部：我国高等教育毛入学率由 2015 年的 40.0%提升至 2019 年的 51.6%，在学总人数达到 4002 万，已建成世界规模最大的高等教育体系。此外，目前中国慕课数量和应用规模位居世界第一，上线慕课数量已增至 3.2 万门，学习人数达 4.9 亿人次，在校生获得慕课学分人数 1.4 亿人次。下周，将召开世界慕课大会，发起成立首个世界慕课联盟，推动在线教育发展。
- 半导体行业协会：前三季度，中国集成电路产业销售收入为 5905.8 亿元，同比增长 16.9%。其中，集成电路设计业销售收入为 2634.2 亿元，同比增长 24.1%；集成电路晶圆制造业销售收入为 1560.6 亿元，同比增长 18.2%；集成电路封测业销售收入为 1711.0 亿元，同比增长 6.2%。

[金融行业]

- 央行：就《修订银行间债券市场债券交易流通有关公告（征求意见稿）》向社会公开征求意见。意见稿将公告第四条第一款修改为“中央国债登记结算有限责任公司和银行间市场清算所股份有限公司应与同业拆借中心建立系统直连，在债券登记当日以电子化方式交互传输债券交易流通要素信息”，进一步提高债券交易流通要素信息传输效率。
- 央行：11 月，对金融机构开展常备借贷便利操作共 81.5 亿元，11 月末常备借贷便利余额为 81.0 亿元；11 月，对金融机构开展中期借贷便利操作共 10000 亿元，11 月末中期借贷便利余额为 48000 亿元。11 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净归还抵押补充贷款 1588 亿元。
- 央行、银保监会：发布《系统重要性银行评估办法》，主要内容包括：明确评估目的，识别出我国系统重要性银行，每年发布名单，根据名单对系统重要性银行进行差异化监管，切实维护金融稳

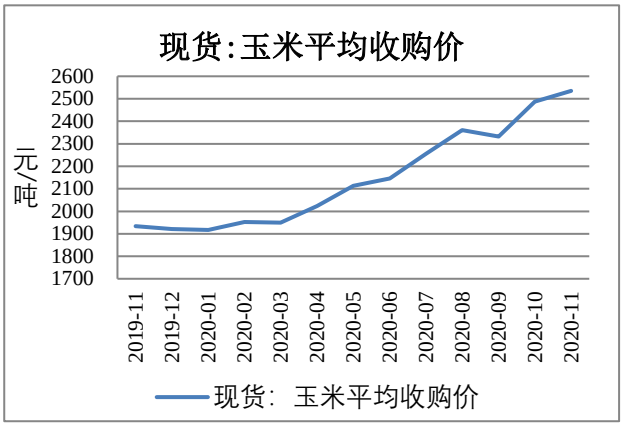
定；确定评估方法。采用定量评估指标计算参评银行的系统重要性得分，再结合其他定量和定性信息作出监管判断；明确评估流程。每年确定参评银行范围，收集参评银行数据进行测算，提出系统重要性银行初始名单，结合监管判断，对初始名单进行必要调整，经国务院金融稳定发展委员会确定后发布。

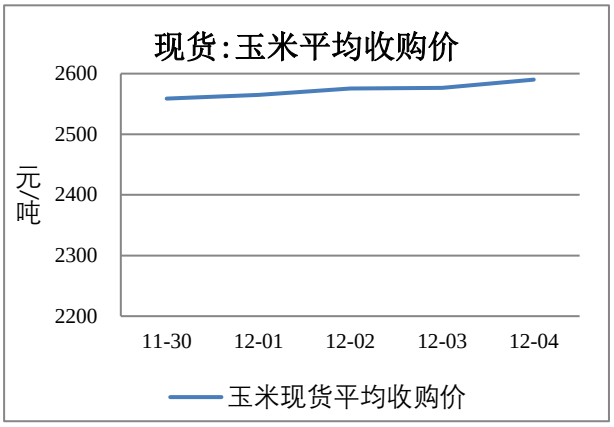
[宁夏财经]

- ✧ 宁夏回族自治区远高集团旗下债券“18 远高 01”发生实质性违约，发行规模为 1 亿元。此前大公国际曾披露信息：远高集团短期债务负担有所加重，经营获现能力持续下降，且其间接控股股东华电房地产股权归属问题导致远高集团股权结构不明晰，未来或将对远高集团融资与经营活动产生一定影响。
- ✧ 12 月 2 日，宁夏回族自治区石嘴山银行发布 2020 年三季度信息报告。该行今年前 9 个月营业收入和净利润都出现超过 30%的负增长。多项信披数据“打架”两名主要股东成失信被执行人。
- ✧ 12 月 2 日，自治区住房和城乡建设厅获悉，该厅日前联合自治区发展和改革委、自治区统计局和中国人民银行银川中心支行等 9 个部门，修订完善制定《宁夏回族自治区房地产开发企业信用信息管理办法（试行）》（以下简称《办法》），同时编制《房地产开发企业良好、不良行为认定标准》，对房地产开发企业各方行为进行量化记分，对各级别企业的预售许可和预售资金监管实施分级管理，规范房地产市场秩序。

云数据

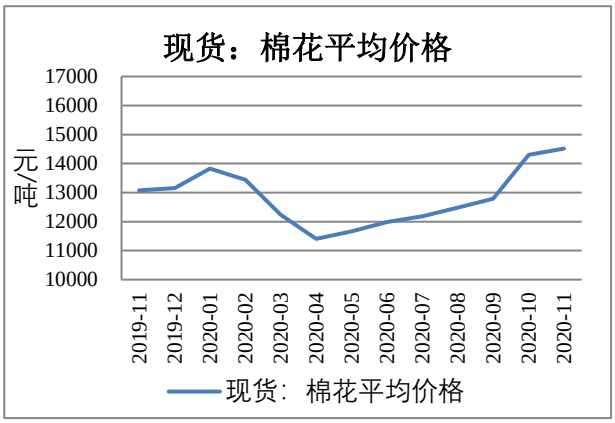
农产品

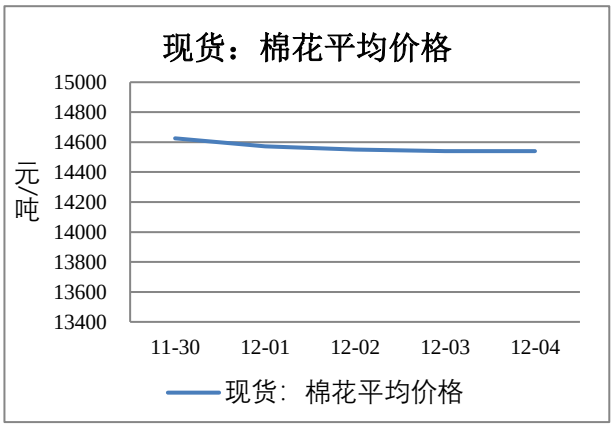




解读：从上图可看出，2020 年 11 月，玉米现货平均价格为 2535.24 元/吨，较上月上涨 1.93%。一方面受到台风及雨雪灾害天气影响，玉米价格上涨；另一方面国家玉米库存降低，中储粮高价入市收购，给予玉米市场“高价托底”的强力支撑。

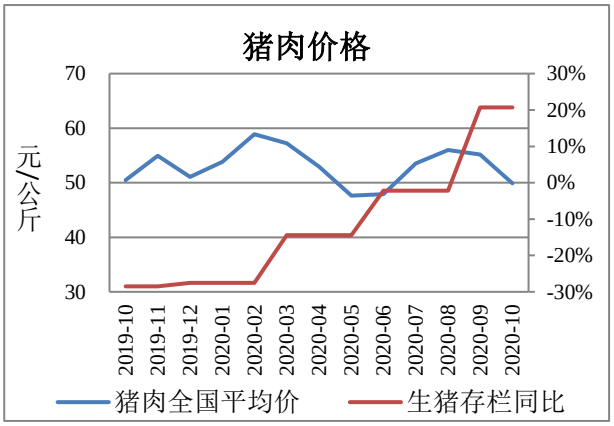
上周，玉米现货价格继续上涨，收于 2590.10 元/吨，较前一周上涨 1.34%。主要由于降雪引发的阶段性供应减少，支撑了玉米市场价格。

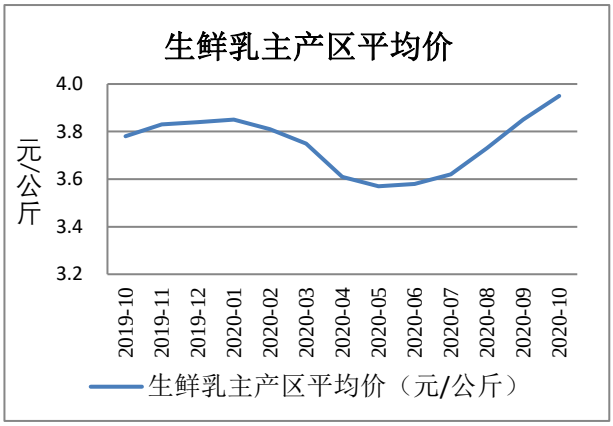




解读：从上图可看出，2020 年 11 月，棉花现货平均价格为 14514.03 元/吨，较上月上涨 1.53%。因欧洲各国新冠疫情卷土重来及美国大选的不确定性，国外出口订单回流，叠加新疆籽棉抢收，棉花价格上涨。

上周，棉价依旧先涨后跌，棉花现货收于 14540.00 元/吨，较前一周下降 0.07%。因棉花需求进入淡季，相对疲软，美国大选基本尘埃落定，棉价小幅回调。

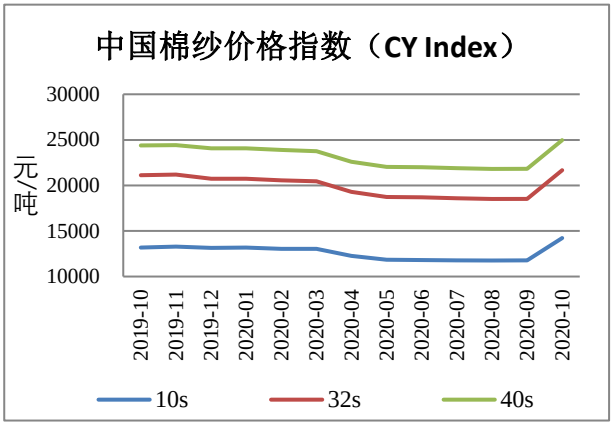


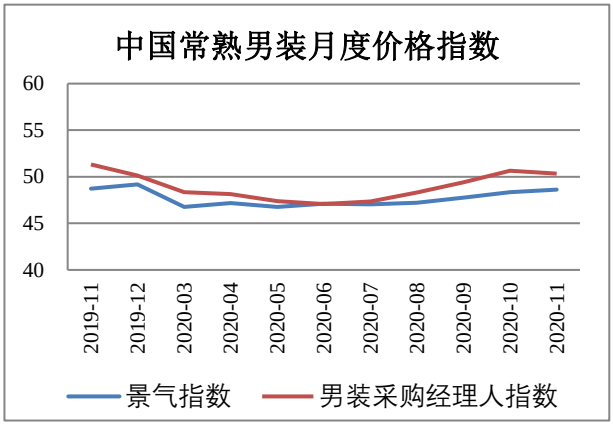


解读：从上图可看出，2020 年 10 月，全国猪肉价格为 49.91 元/公斤，环比下降 9.57%，跌幅进一步扩大，同比下降 1.15%，实现了 2020 年首次下跌。目前全国能繁母猪已恢复到非洲猪瘟前的 5-6 成，生猪供应持续增加，叠加进口猪肉和中央储备肉的投放亦增加了市场猪肉补给，平抑了猪肉价格。而且正遇年底生猪集中出栏，预计猪肉价格大方向会继续下降。

从上图可看出，2020 年 10 月，生鲜乳价格为 3.95 元/公斤，环比上涨 2.6%，同比上涨 4.5%。目前，随着玉米等饲料原材料价格的持续上涨，助推奶牛养殖成本的持续增加，进而带动生鲜乳价格上涨。

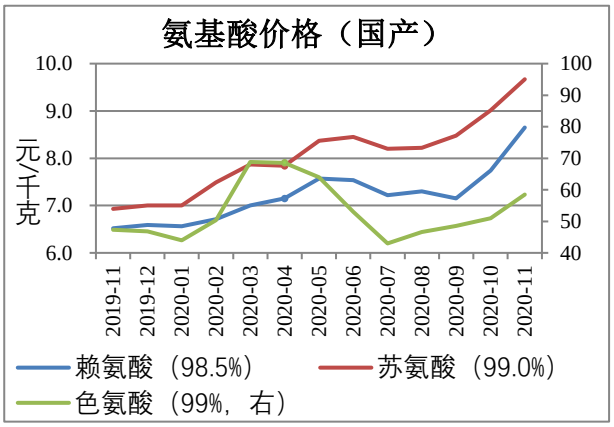
工业品

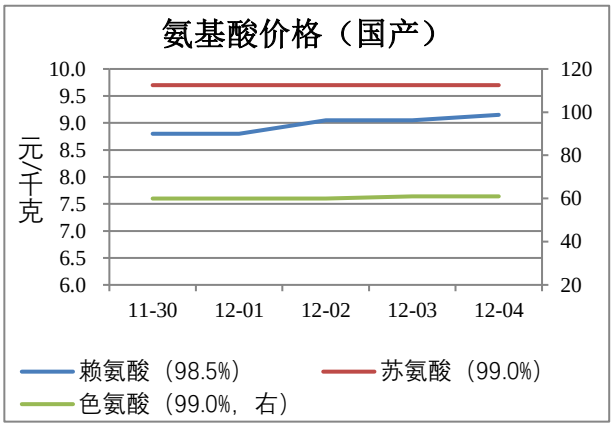




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，10s 价格为 14223.53 元/吨，环比上涨 20.86%；32s 价格为 21667.65 元/吨，环比上涨 17.04%；40s 价格为 24967.65 元/吨，环比上涨 14.43%。“金九银十”，订单增量低于往年，但由于东南亚疫情加重，疫情再度在欧洲爆发，进口纱价格上涨，国内纱线价格倒挂，出现了大幅上涨。

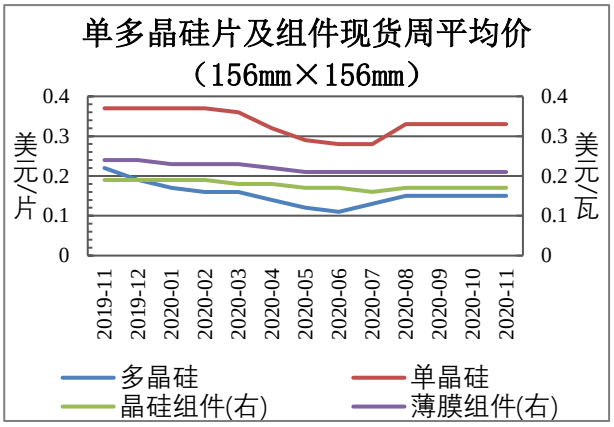
从上图可看出，2020 年 11 月，中国常熟男装景气指数收于 48.62，环比上涨 0.58%，同比下降 0.18%，跌幅继续收窄；男装采购经理人指数收于 50.34，环比下降 0.59%，同比下降 1.91%。由于全国范围内气温普降，冬装销售旺季到来，常熟男装景气指数有所提高。

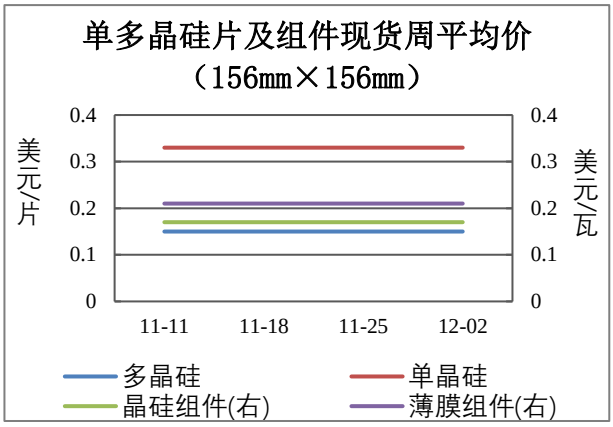




解读：从上图可看出，2020 年 11 月，赖氨酸均价为 8.65 元/千克，较上月上涨 11.76%；苏氨酸为 9.67 元/千克，较上月上涨 7.33%；色氨酸为 58.48 元/千克，较上月上涨 14.60%。受原材料成本及海外主要氨基酸品种市场价格高位运行的双轮驱动，国内氨基酸价格趋强运行。

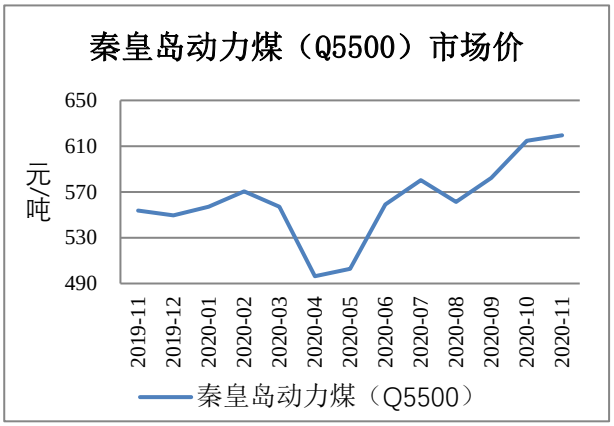
上周，赖氨酸价格收于 9.15 元/千克，较前一周上涨 3.98%；苏氨酸价格收于 9.70 元/千克，较前一周保持不变，色氨酸价格收于 61.00 元/千克，较前一周上涨 1.67%。受成本及下游刚性需求支撑，赖氨酸、色氨酸市场价格稳中趋强运行。

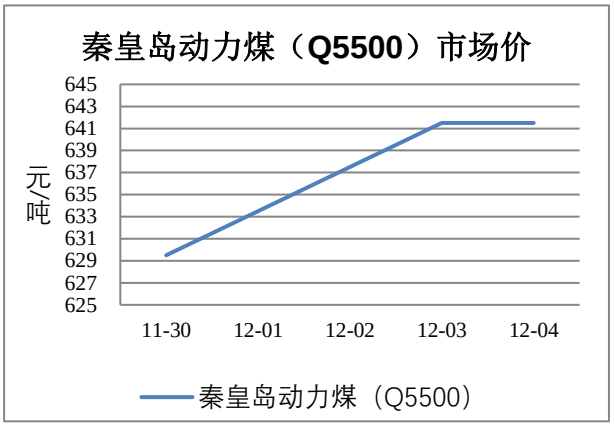




解读：从上图可看出，2020 年 11 月，光伏产业链各产品价格与 10 月一致，其中单晶硅片均价 0.33 美元/片，同比-10.81%，环比 0.00%，同比和环比均与上月一致；多晶硅片均价 0.15 美元/片，同比-31.82%，跌幅较上月收窄 2.96 个百分点，环比 0.00%。晶硅光伏组件和薄膜光伏组件均价分别为 0.17 美元/瓦和 0.21 美元/瓦，同比分别为-10.53%和-12.50%，环比分别为 0.00%和 0.00%。进入 4 季度以来，光伏产业各产品价格进入稳定期，价格基本保持不变。目前，国际市场上光伏产品市场需求趋于稳定，国内 2020 年装机容量也基本完成，2021 年装机需求还未公布，后续各产品价格继续以稳为主。

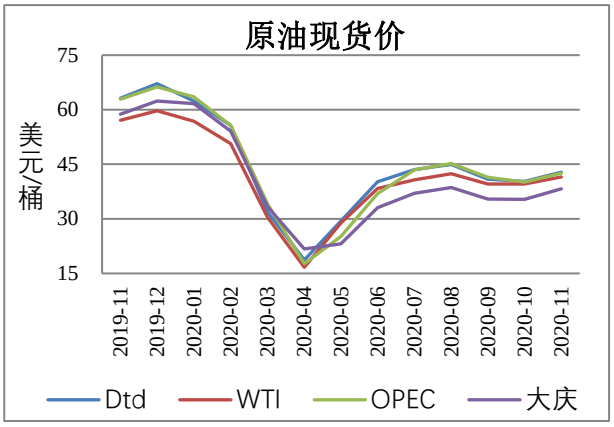
上周，单晶硅片、多晶硅片均价分别为 0.33 美元/片和 0.15 美元/片，晶硅光伏组件和薄膜光伏组件均价分别为 0.17 美元/瓦和 0.21 美元/瓦。各产品价格继续保持不变，已连续 7 周持稳运行。

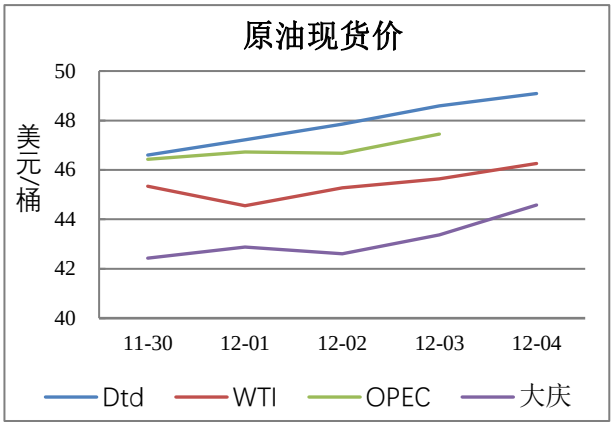




解读：从上图可看出，2020 年 11 月，秦皇岛动力煤（Q5500）平均价为 620 元/吨，环比上涨 0.80%，同比上涨 11.88%。11 月初，在水电供电减少之后火电厂日耗有所增加，供暖、民用和工业用电仍然处于高位，煤价上涨。月中，受保供稳价政策影响，市场不确定性因素较多，下游观望情绪浓厚，采购需求偏弱，煤价回调。月末，内蒙古鄂尔多斯地区多数煤矿煤管票放松，产量增加，部分下游采购有所放缓，煤价进一步回调。

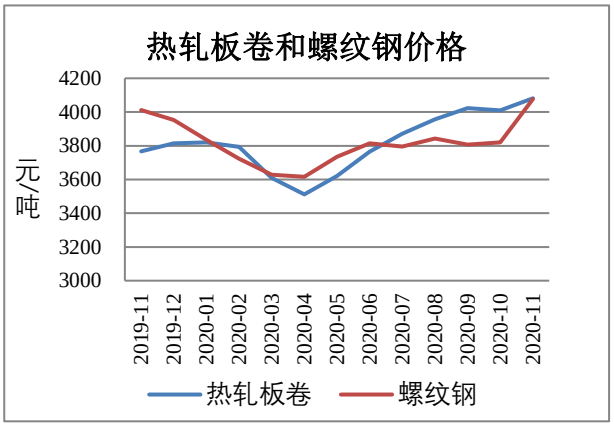
上周，临近年末各地安全形势严峻，加之陕蒙部分煤矿煤管票限制，货源供应偏紧，煤价上涨。截至周五，秦皇岛动力煤（Q5500）市场价上涨至 641.50 元/吨，涨幅 1.87%。

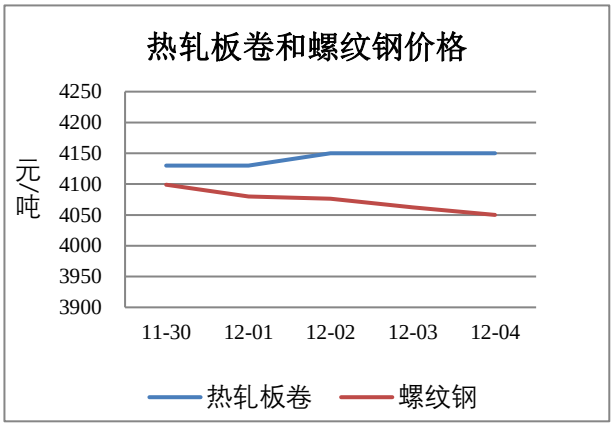




解读：从上图可看出，2020 年 11 月，布伦特原油价格 42.80 美元/桶，环比上涨 6.17%，同比下降 32.23%。西得克萨斯州中级轻质原油价格 41.52 美元/桶，环比上涨 4.96%，同比下降 27.32%。欧佩克原油价格 42.61 美元/桶，环比上涨 6.32%，同比下降 32.31%。国内原油价格 35.56 美元/桶，环比上涨 0.36%，同比下降 34.74%。11 月，美国及部分欧洲产油国纷纷减产以及新冠疫苗研发取得重大突破，市场信心得到极大提振，国际油价大幅回升。

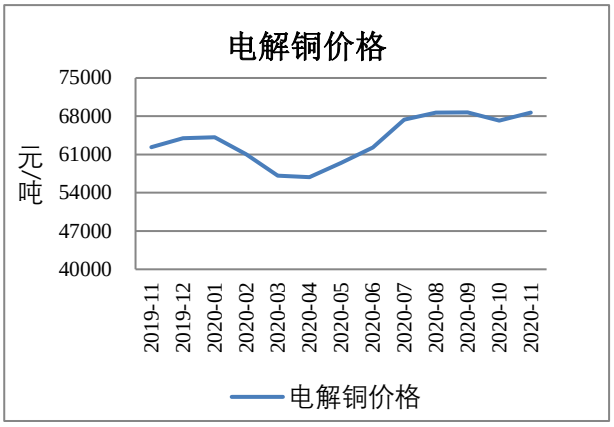
上周，OPEC+达成逐步增产的妥协性协议，自 2021 年 1 月开始，成员国决定自愿将减产数目自 770 万桶/日调整至 720 万桶/日，国际原油连续上涨。截至周五，布伦特原油、西得克萨斯州中级轻质原油、欧佩克原油和国内原油价格现货价分别涨至 49.09 美元/桶、46.26 美元/桶、47.45 美元/桶和 44.58 美元/桶，涨幅分别为 4.11%、1.58%、1.39%和 0.02%。

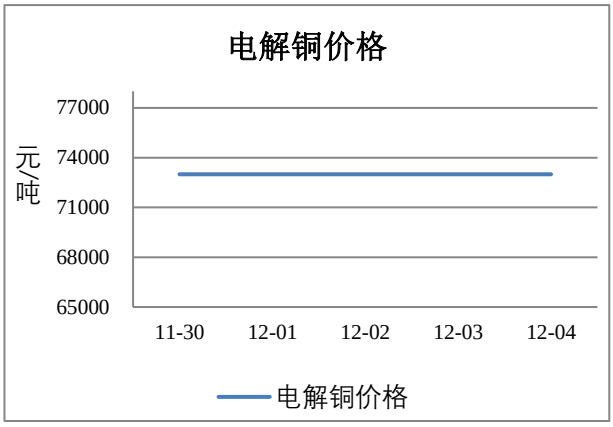




解读：从上图可看出，2020 年 11 月热轧板卷均价为 4081 元/吨，环比上涨 1.77%，同比上涨 8.33%；螺纹钢均价为 4077 元/吨，环比上涨 6.71%，同比上涨 1.61%。11 月份，受年末赶工影响，下游工程需求较为强劲，市场库存均加速消化，部分地区建筑钢材现货资源较为紧俏，钢厂挺价意愿比较强烈，钢价上涨。

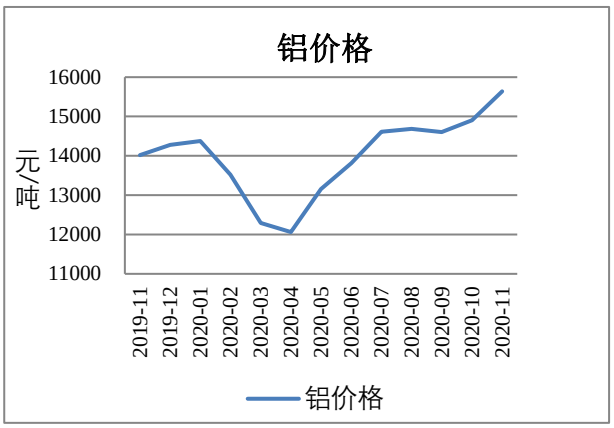
上周，进入取暖季，部分地区空气质量与下游环保停限产影响，热轧钢卷产量下降，价格上涨。天气转冷，工地停工，建筑钢材需求下降，螺纹钢价格走低。截至周五，热轧板卷价格上涨至 4150 元/吨，涨幅 0.48%。螺纹钢价格下降至 4050 元/吨，降幅 1.56%。

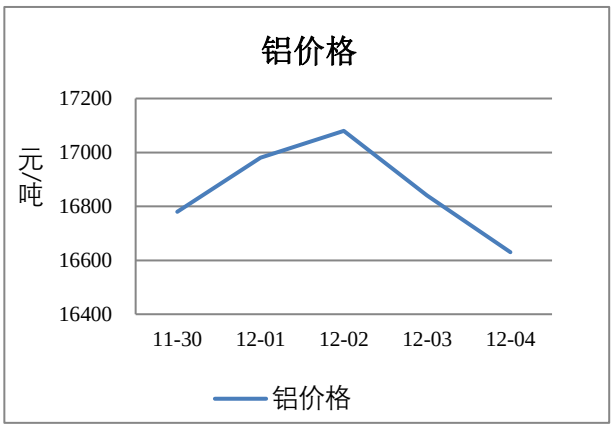




解读：从上图可看出，2020 年 11 月，电解铜均价为 68690 元/吨，环比上涨 2.19%，同比上涨 10.16%。11 月份，国外疫苗利好频传，叠加全球经济运行良好，多国制造业数据表现亮眼，提振市场情绪，铜价拉升。

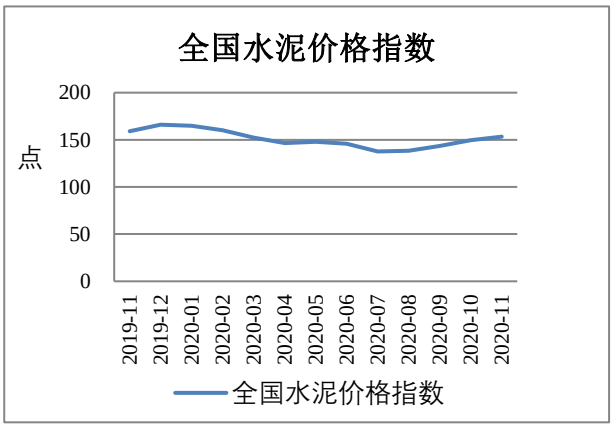
上周，电解铜库存维持跌势，铜价得到有效支撑，价格上涨。截至周五，电解铜价格上涨至 73000 元/吨，涨幅 2.05%。（按照电解铜的加工成本 3550 元/吨估算，其生产成本约为 34700 元/吨。）

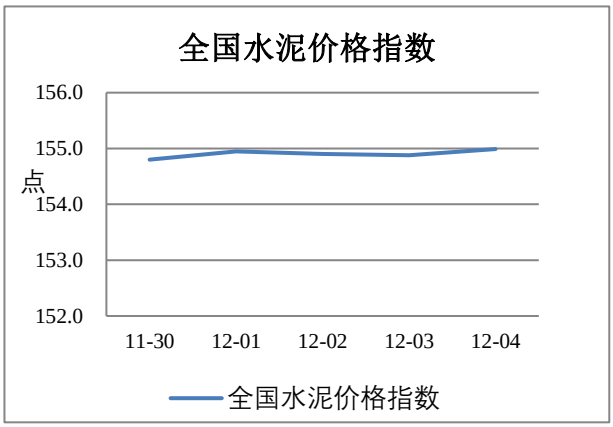




解读：从上图可看出，2020 年 11 月，铝均价为 15639 元/吨，环比上涨 4.91%，同比上涨 11.55%。11 月初电解铝库存小幅累库，铝价维持短期震荡后。月中随着现货库存再次进入去库状态，现货货源持续偏紧，铝价一路走高，相继突破 15500 元/吨、16000 元/吨。

上周，周初铝进口货源连续减少，供应面压力有所减弱，对铝价形成一定支撑，铝价上涨。周中部分厂家赶工，市场货源大量释放，市场供应短时间内由偏紧变为宽松，铝价回落。截至周五，铝 A00 市场价上涨至 16630 元/吨，涨幅 1.80%。（电解铝的成本价约为 13000 元/吨左右。）

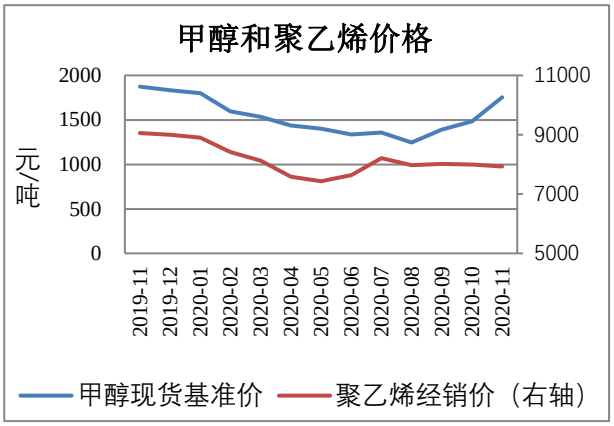


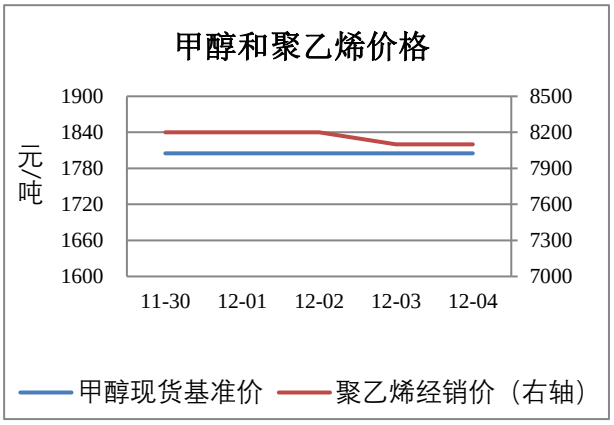


解读：从上图可看出，2020 年 11 月，全国水泥价格指数均值为 153.46 点，环比上涨 3.94 点，同

比下降 5.67 点。11 月份，多地执行错峰生产，供应偏紧以及年末工地赶工，需求增加，水泥价格连续上涨。

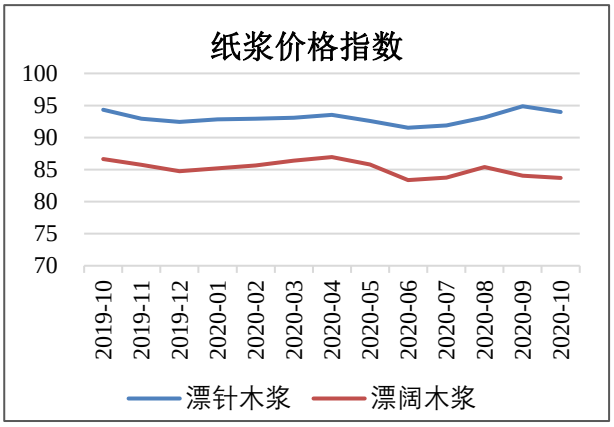
上周，水泥协会发布水泥行业错峰生产工作的通知，部分厂家库存下降较快，水泥价格上涨。截至周五，全国水泥价格指数涨至 154.99 点，涨幅 0.20 点。银川 42.5 级袋装水泥价格为 361 元/吨，散装水泥价格为 347 元/吨。





解读：从上图可看出，2020 年 11 月，甲醇均价为 1753 元/吨，环比上涨 18.09%，同比下跌 6.43%；聚乙烯均价为 7933 元/吨，环比下降 0.76%，同比下跌 12.41%。11 月甲醇主力合约受到供应偏紧而需求偏强的基本面支撑，价格大幅上行，但中下旬随着基本面利好的逐渐消化，甲醇期价有所回调。聚乙烯下游农膜开工率大幅下滑，同时北方受环保限产影响，部分企业面临停车，需求无力，在无新利好刺激下聚乙烯价格回落。

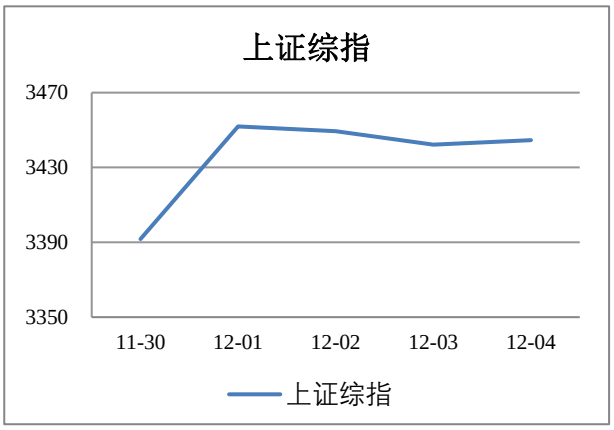
上周，周初区域内甲醇供应增加，市场需求走弱，价格下降。截至周五，甲醇价格下降至 1805 元/吨，降幅 0.55%。聚乙烯前期价格持续走高后市场成交阻力增加，终端企业采购谨慎，维持小单灵活为主，石化库存消化放缓，市场价格跟跌下行。聚乙烯价格下降至 8100 元/吨，降幅 1.23%。（根据原材料的不同，天然气制甲醇的生产成本一般在 1300-1700 元/吨；聚乙烯的生产成本约在 8100-8400 元/吨。）



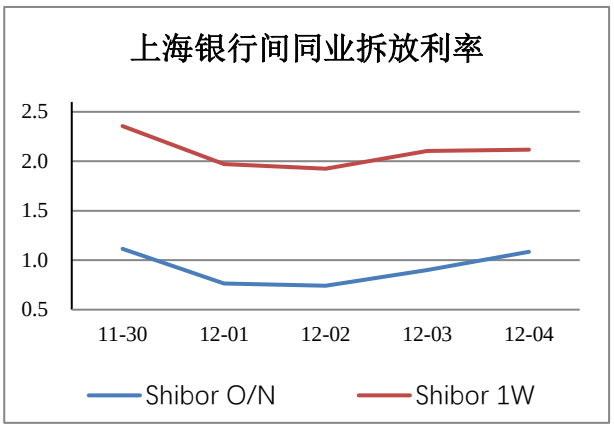
解读：从上图可看出，2020 年 10 月，纸浆市场行情整体呈窄幅震荡趋势，下游纸企维持刚需补库，除本色浆价格小幅上涨外，其余纸浆现货价格均有所下跌。其中，漂针木浆价格指数环比下滑 0.96%至 93.97 点；漂阔木浆价格指数环比下滑 0.46%至 83.68 点。与去年同期相比，漂针木浆下降 0.36%，漂阔木浆下降 3.41%，跌幅略有收窄。10 月纸浆市场现货成交量较上月相比有所增加，但下游市场需求并未完全释放，其中，客户对针叶浆依旧维持刚需采购，浆价大稳小动，短期内预计针叶浆现货市场行情或将维持窄幅盘整态势；阔叶浆市场交投氛围平淡，下游纸厂以消耗自身原料库存为主，故采购意愿不高，阔叶浆到港压力依然较高，浆价维持弱势，短期内预计阔叶浆现货市场行情或将延续盘整格局。

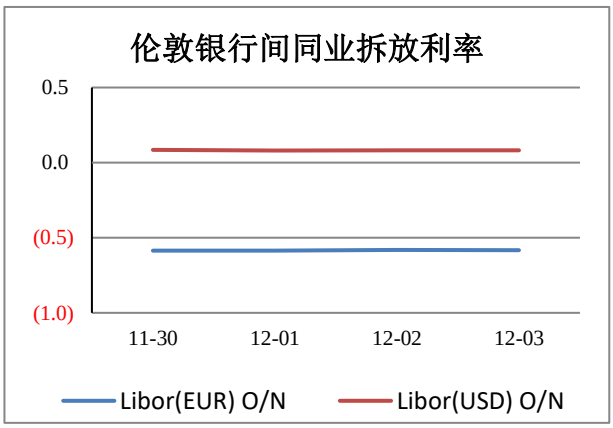
云数据

金融类

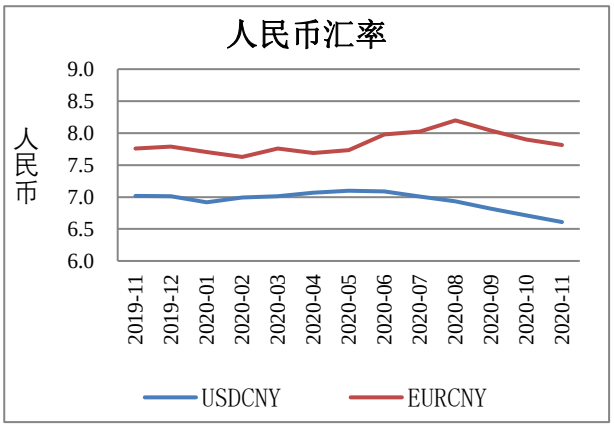


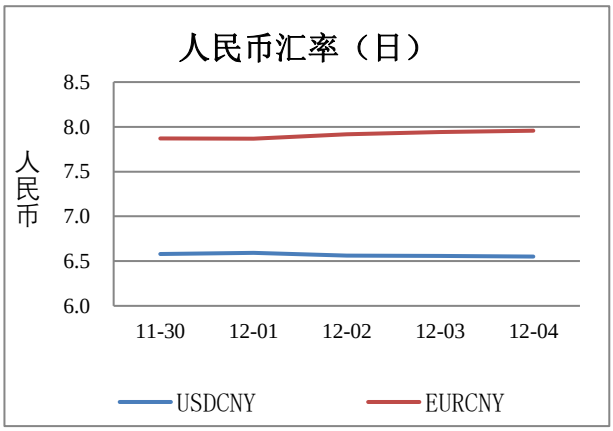
解读：上周，上证综指周一收复 3400 点后继续上攻，随后在 3450 点附近连续 4 天震荡，于周五收在 3444.58 点。总体看，大盘在上攻途中仍有反复，上涨动能稍显不足，预计短期大盘或将延续震荡格局。





解读：上周，因国企违约事件持续发酵，银行间资金需求偏弱，资金利率维持在近期低位。截至上周五，Shibor 隔夜和 7 天分别报价 1.0860%和 2.1160%，环比分别上涨 25 点、下降 22 点。伦敦银行间市场方面，因假日等因素影响，Libor(EUR)隔夜和 Libor(USD)隔夜品种小幅上升。截至上周五，Libor(EUR)隔夜和 Libor(USD)隔夜分别报价-0.58229%、0.08275%。

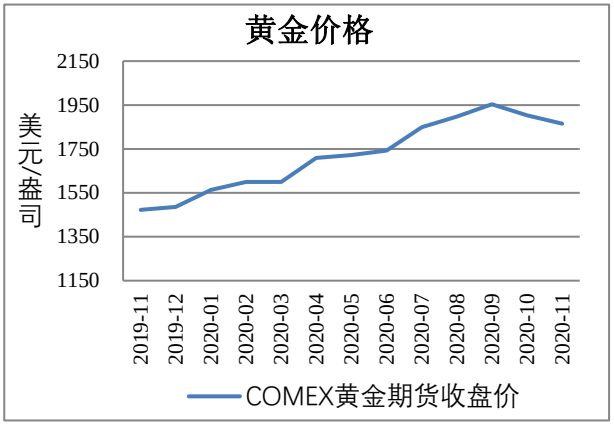


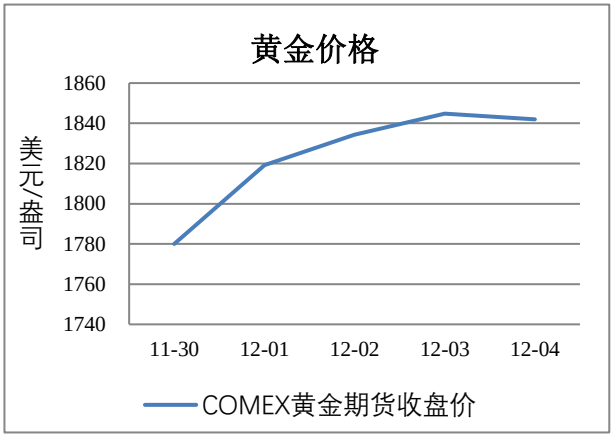


解读：从上图可看出，2020 年 11 月，受欧美等国家传统节假日临近等因素影响，国内出口商品需求持续旺盛，人民币结汇需求阶段性增强，进一步推动人民币对美元、欧元继续升值。截至 2020 年

11 月底，人民币兑美元、欧元汇率分别报价 6.6088 和 7.8152，分别较 10 月下降 1023 个基点和 857 个基点。

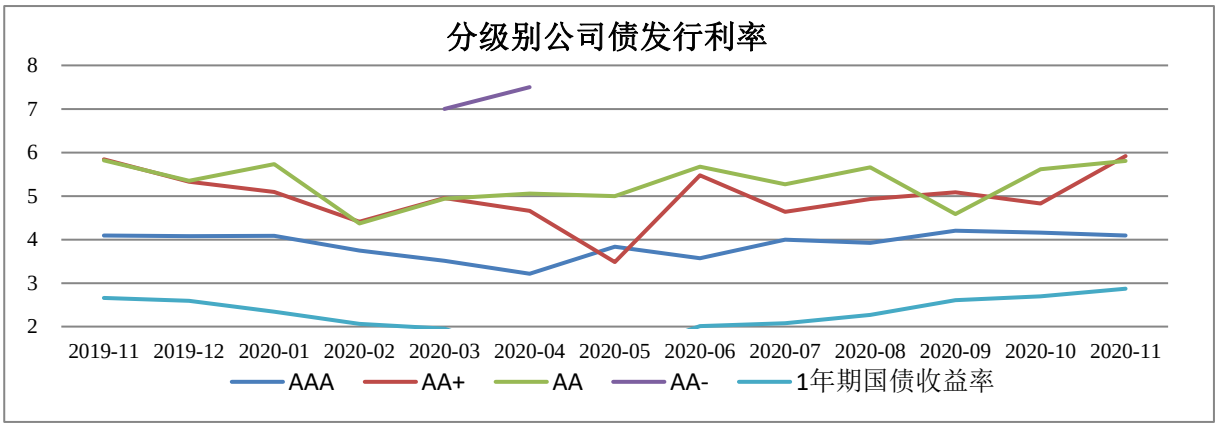
上周，因美元走势持续低迷影响，人民币对美元保持升值，周五报价 6.5507，周降 248 个基点。而欧元则继续走强，受此影响，人民币对欧元汇率出现贬值，周五报价 7.9568，周涨 1246 个基点。

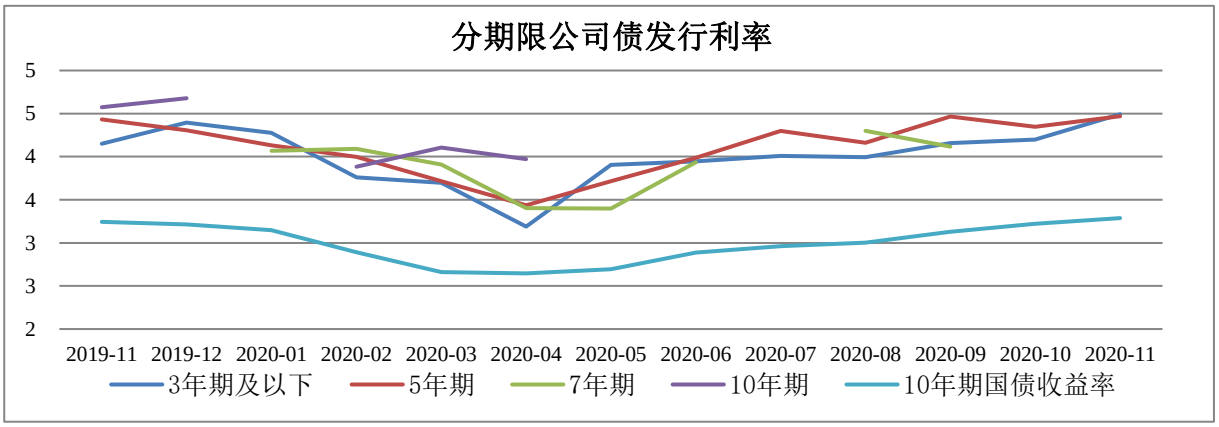




解读：从上图可看出，2020 年 11 月，随着疫苗开发持续释放利好消息以及美国大选落幕，支撑黄金走强的因素消退大半，国际金价大幅回落。截至 2020 年 11 月底，COMEX 期金均价为 1865.3 美元/盎司，较 10 月，跌约 38.2 美元。

上周，受美元指数及美债收益率双降影响，国际金价反弹。截至上周五，COMEX 报收 1842 美元/盎司，周涨 3.22%。(美国黄金开采成本为 733 美元/盎司，亚洲为 824 美元/盎司，非洲为 957 美元/盎司；全球十大黄金开采企业中，7 家企业平均开采成本达 1201 美元/盎司。)

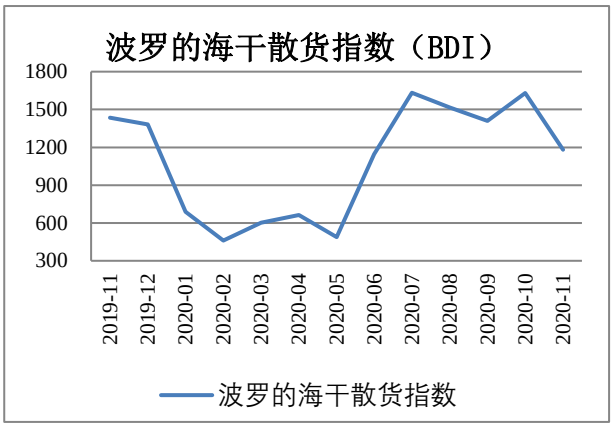


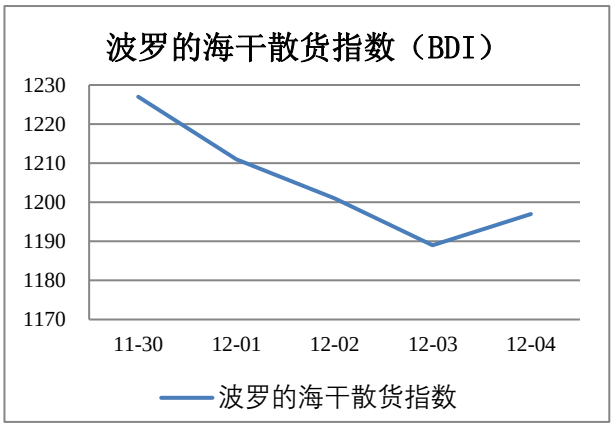


解读：从上图可看出，2020 年 11 月，交易所共发行 105 只公司债，环比减少 11.76%，发行规模 1389.83 亿元，环比减少 11.59%。**分级别看**，2020 年 11 月 AAA 级债券发行 78 只，占比 74.29%，利

率区间为 3.18%-5.90%；AA+级债券 19 只，占比 18.10%，利率区间为 3.80%-7.60%。低评级债券中，AA 级债券 8 只，利率区间为 3.67%-7.50%；无 AA-级债券发行。**分期限看**，3 年期及以下债券发行 53 只，平均利率 4.49%；5 年期债券发行 35 只，平均利率 4.47%；7 年期债券发行 1 只，票面利率 4.11%；10 年期债券发行 2 只，票面利率分别为 4.53%和 4.46%。总体看，国企违约事件打乱了部分发行人发行计划，造成 11 月发行量出现小幅减少。信用利差进一步走扩，AAA 债券利率走低，AA+及 AA 级债券发行利率中枢抬升近 50bp。

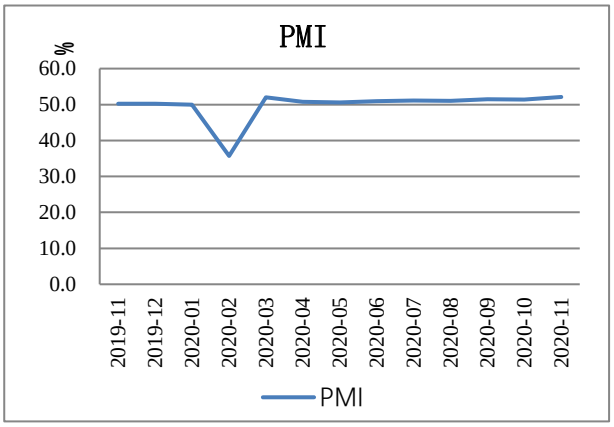
经济类

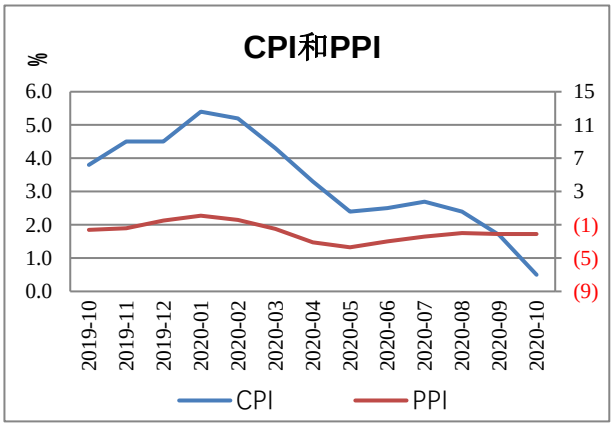




解读：波罗的海指数是目前世界上衡量海运情况的权威指数，是反映国际间贸易情况的领先指数，波罗的海干散货运价指数（BDI）主要衡量铁矿石、煤炭、水泥、化肥和谷物等资源的运输费用。从上图可看出，2020 年 11 月，波罗的海指数（BDI）开始下降，均值为 1180.38 点，环比下降 27.62%，同比下降 17.68%。

上周，波罗的海干散货运价指数（BDI）先降后升，周五报 1197.00 点，本周累跌 2.7%，为三周以来首次录得下跌。





解读：2020 年 11 月份，中国制造业采购经理指数 52.1%，且各项分类指数普遍改善，制造业市场活力进一步增强，恢复性增长明显加快。在调查的 21 个行业中，PMI 位于扩张区间的增加至 19 个，制造业景气面有所扩大。本月主要特点：一是产需两端协同发力。生产指数和新订单指数为 54.7%和 53.9%，分别高于上月 0.8 和 1.1 个百分点，均上升至年内高点，且两者差值自 6 月份以来逐月缩小，从 2.5 个百分点降至 0.8 个百分点，表明制造业内生动力不断增强，供需循环持续改善。从行业情况看，与高技术制造相关的医药、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数均高于 56.0%，位于较高景气区间，产需加快释放，对制造业总体引领带动作用进一步增强。二是进出口景气度稳步回升。本月新出口订单指数和进口指数为 51.5%和 50.9%，分别高于上月 0.5 和 0.1 个百分点，均为年内高点，且连续 3 个月位于扩张区间，保持逐月回升走势，我国进出口持续恢

复向好。三是价格指数升幅较大。随着近期大宗商品价格普遍上涨，以及企业生产、采购活动加快，本月制造业原材料采购价格和产品销售价格均有明显上升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为62.6%和56.5%，分别高于上月3.8和3.3个百分点，均为年内高点。从行业情况看，受下游行业需求拉动，上游产品价格上涨幅度更为明显。本月石油加工煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均位于60.0%以上高位景气区间。四是大中小型企业景气度均有所回升。大、中、小型企业PMI分别为53.0%、52.0%和50.1%，高于上月0.4、1.4和0.7个百分点，均位于临界点以上，不同规模企业景气度均有所回升。调查结果显示，本月小型企业生产经营状况有所改善，反映资金紧张的小型企业占比为42.3%，低于上月2.6个百分点，是今年以来的低点，表明前期出台的助企纾困以及针对小微企业的金融扶持等政策措施效果显现。调查结果还显示，制造业行业恢复情况仍不均衡，其中纺织服装服饰业PMI今年以来始终位于临界点以下，行业景气度持续偏弱。此外，出口企业中反映受人民币汇率波动影响的企业占比为18.8%，高于上月1.7个百分点；有的企业表示，随着近期人民币持续升值，企业利润承压，出口订单有所减少。

10月份，CPI同比上涨0.5%，涨幅比上月回落1.2个百分点。同比涨幅回落较多，主要是受去年同期对比基数较高、翘尾因素减少以及猪肉价格由升转降的影响。其中，食品价格上涨2.2%，涨幅比上月回落5.7个百分点，影响CPI上涨约0.49个百分点。食品中，鲜菜、牛肉和羊肉价格分别上涨16.7%、7.0%和3.6%，涨幅分别回落0.5、2.0和1.8个百分点；猪肉价格在连续上涨19个月后首次转降，下降2.8%；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降18.3%、13.2%和6.5%，降幅分别扩大0.6、4.1和1.8个百分点。非食品价格持平。其中，医疗保健价格上涨1.5%；教育文化和娱乐价格上涨1.1%；交通和通信价格下降3.9%，其中汽油和柴油价格分别下降17.4%和19.1%。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.5%，涨幅与上月相同。据测算，在10月份0.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0.4个百分点，比上月回落0.8个百分点，新涨价影响约为0.1个百分点。

10月份PPI下降2.1%，降幅与上月相同。其中，生产资料价格下降2.7%，降幅收窄0.1个百分点；生活资料价格下降0.5%，降幅扩大0.4个百分点。主要行业中，价格降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降5.5%，收窄2.0个百分点；燃气生产和供应业，下降5.4%，收窄0.1个百分点。价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降30.4%，扩大4.2个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降18.5%，扩大1.6个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨2.9%，涨幅与上月相同；黑色金属冶炼和压延加工业价格由平转涨，上涨0.3%。农副食品加工业价格上涨1.9%，涨幅回落2.0个百分点。据测算，在10月份2.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.1个百分点，新涨价影响约为-2.0个百分点。

免责申明

本报告仅在法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发布，概不构成广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本报告对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本报告所载资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资意见。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如需引用，请注明来源“西部担保”。