国贸期货

国贸期货研发出品

国贸期货
大宗商品研究报告

宏观金融研究中心

2020.12.07-2020.12.11

资讯周报



期市有风险，入市需谨慎

目　　录

【宏　　观】国内经济持续复苏，美国非农不及预期----------3

【股　　指】内外因素共同作用下，A 股有望维持涨势----------10

【国　　债】利空因素钝化，央行呵护犹存----------21

国内经济持续复苏，美国非农不及预期

摘要

一、国内经济持续稳健复苏。11 月官方制造业 PMI 为 52.1，较前值回升 0.7 个百分点，好于预期，连续 9 个月处于扩张区间，主要分项指标不同程度回升，表明国内经济持续稳健复苏，一是，海外疫情的冲击明显减弱，外需保持较强的景气度；二是，基建项目年底前赶工迹象较为明显，带动投资保持高增；三是，地产企业加快资金周转，投资保持较强的韧性；四是，疫情得到有效控制，居民实际收入水平改善，消费信心逐步回归，社会消费加速修复；五是，在内外需同步回升的带动下，生产端保持较高的积极性，企业有望开启新一轮的补库存周期。**往后看，随着基建、地产、外需的不断修复，制造业需求正在加快回归，企业利润明显改善，产能扩张的动力得到强化，后续制造业投资有望加速修复；而疫苗研究取得积极进展，有望在明年逐渐普及，受疫情压制的消费如文化旅游等消费有望进一步回归，社会消费将成为经济增长的重要支撑。总体来看，我们认为经济有望持续稳健复苏，而制造业和消费将成为新的亮点。**

二、美国非农数据远低于预期，宽松政策或加快推出。美国 11 月季调后非农就业人数增加 24.5 万人，远低于预期的 46.9 万人；11 月失业率为 6.7%，略低于预期值的 6.8%。11 月非农就业大幅低于预期，失业率虽然略低于预期，但主要是因为劳动参与率下降所致，实际就业人数反而有所下降。**疫情仍处于加速蔓延的阶段，而疫苗的普及最快要等待至明年一季度之后，因此第三波疫情对就业市场，尤其是服务业就业的冲击或将延续。但就业市场增长的明显放缓实际上增加了宽松政策出台的紧迫性，美国或加快推出新一轮的财政刺激法案，美联储也有望延续宽松节奏。**

三、风险资产注意节奏的变化。近期风险资产表现亮眼，商品、股市纷纷大涨，而债市、黄金则表现较为纠结，主要是因为全球经济同步复苏，主要经济体政策维持宽松，疫苗进展较为积极，市场情绪乐观。对于未来走势，我们维持前期的观点，在全球经济同步复苏的大趋势中，风险资产长期走势依旧向好，但短期需要注意节奏的变化，一是，特朗普政府再度挑战中美关系，二是，疫情对经济复苏节奏仍有扰动，三是，连续大涨之后，获利了结或引发技术性调整需求。

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

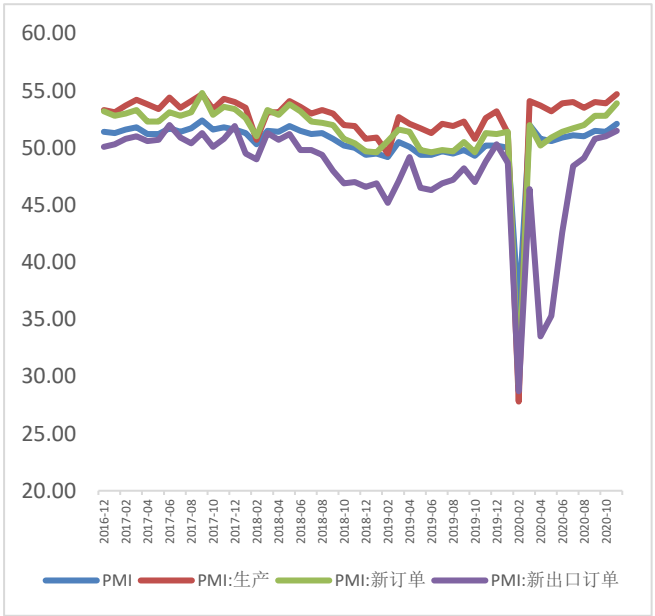
1）经济持续稳健复苏

1、PMI 指数持续扩张

11 月官方制造业 PMI 为 52.1，较前值回升 0.7 个百分点，好于预期，连续 9 个月处于扩张区间，主要分项指标不同程度回升，其中，新订单、新出口订单、进口订单、产成品库存、原材料库存、主要原材料购进价格、出厂价格等指标均回升。随着资金的陆续到位，基建项目加快开工、地产投资保持较强的韧性、外需持续回暖、社会消费稳健修复，共同带动制造业 PMI 加快回升，表明国内经济复苏势头持续向好。

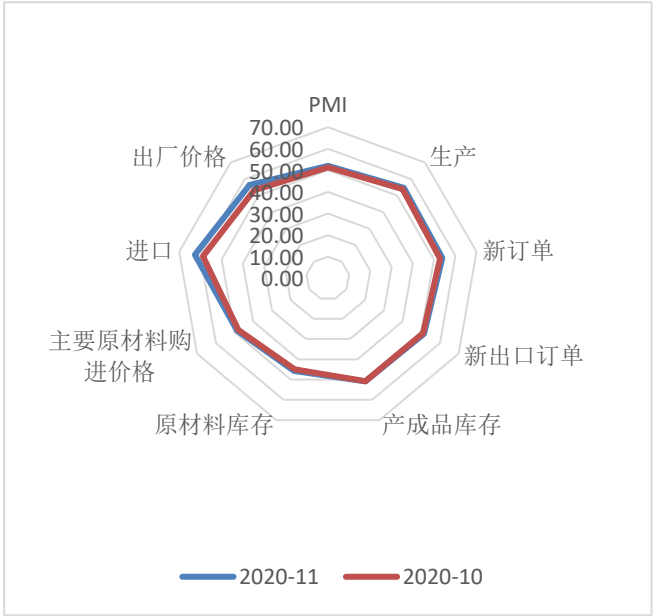
总体来看，国内经济持续稳健复苏，一是，海外疫情的冲击明显减弱，外需保持较强的景气度；二是，随着资金的落地，基建项目年底前赶工迹象较为明显，带动投资保持高增；三是，地产企业加快资金周转，投资保持较强的韧性；四是，疫情得到有效控制，居民实际收入水平改善，消费信心逐步回归，社会消费加速修复；五是，在内外需同步回升的带动下，生产端保持较高的积极性，企业有望开启新一轮的补库存周期。

图表 1：官方制造业 PMI 指数



数据来源：Wind

图表 2：PMI 主要分项指标继续得到修复



数据来源：Wind

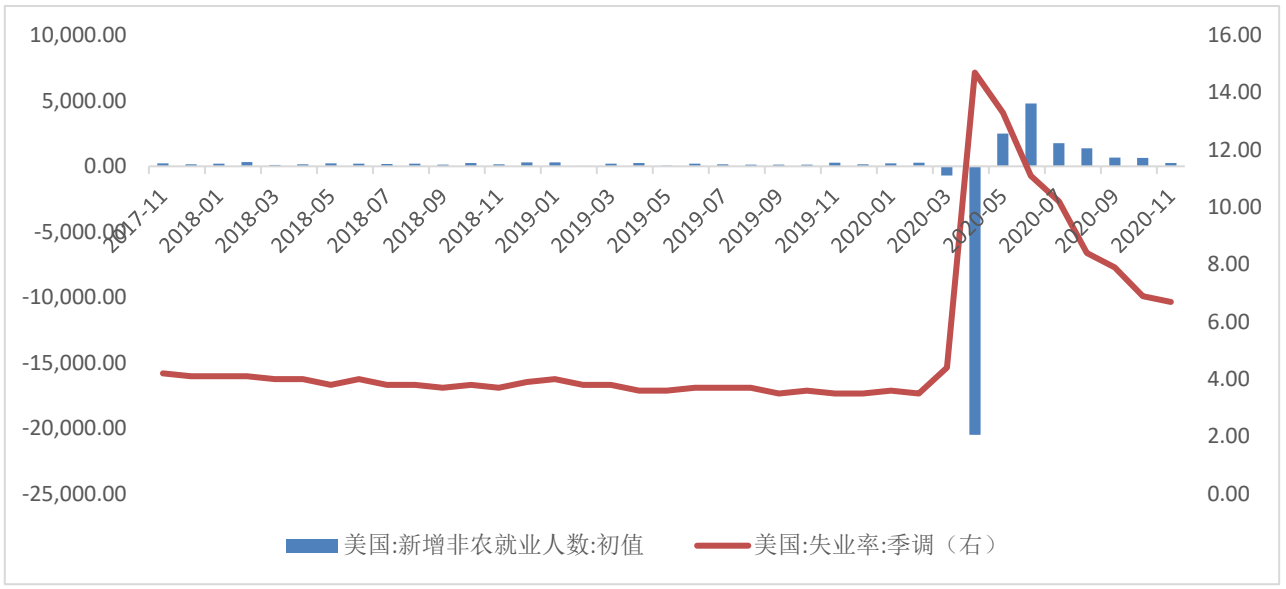
2、美国非农数据远低于预期

美国 11 月季调后非农就业人数增加 24.5 万人，远低于预期的 46.9 万人；11 月失业率为 6.7%，略低于预期值的 6.8%。11 月非农就业大幅低于预期，失业率虽然略低于预期，但主要是因为劳动参与率下降 0.2 个百分点至 61.5%所致，实际就业人数反而有所下降。当前，美国疫情处于第三波爆发阶

段，每日新增确证人数超过 20 万，大大超过第二波疫情（每日新增 6.5 万），表明劳动力市场的复苏节奏仍受到疫情的拖累。

疫情仍处于加速蔓延的阶段，而疫苗的普及最快要等待至明年一季度之后，因此第三波疫情对就业市场，尤其是服务业就业的冲击或将延续。但就业市场增长的明显放缓实际上增加了宽松政策出台的紧迫性，此前参议院两党最新提出的 9000 亿美元财政刺激计划有望取得进展，而美联储也透露可能会在 12 月调整资产购买计划，延长购债的平均到期日。

图表 3：美国非农远低于预期



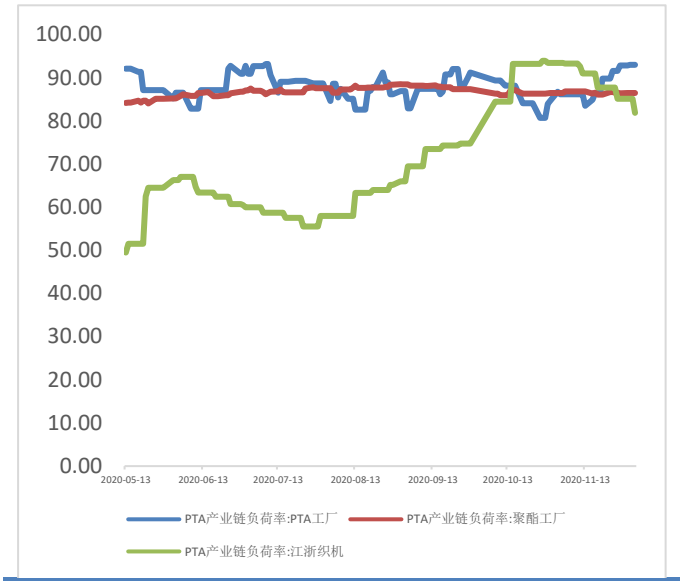
数据来源：Wind

2）工业生产尚属稳健

化工：需求有所回暖，生产同步改善。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 价格均涨，显示需求端有所回暖。与此同时，生产端随需求同步出现改善，上周 PTA 产业链负荷率涨多跌少，其中仅江浙织机略降，而 PTA 工厂、江浙织机均回升。

钢材需求稳健，生产小幅回落。上周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率微降至 66.85%，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 3.8%。需求端尚属稳健，使得上周钢材社会库存继续去化，不过，钢厂库存开始累积。上周钢价螺纹回落而热板继续上行，受到原料价格走高的影响，吨钢毛利螺纹、热板双双回落。

图表 4：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 5：钢厂高炉开工率



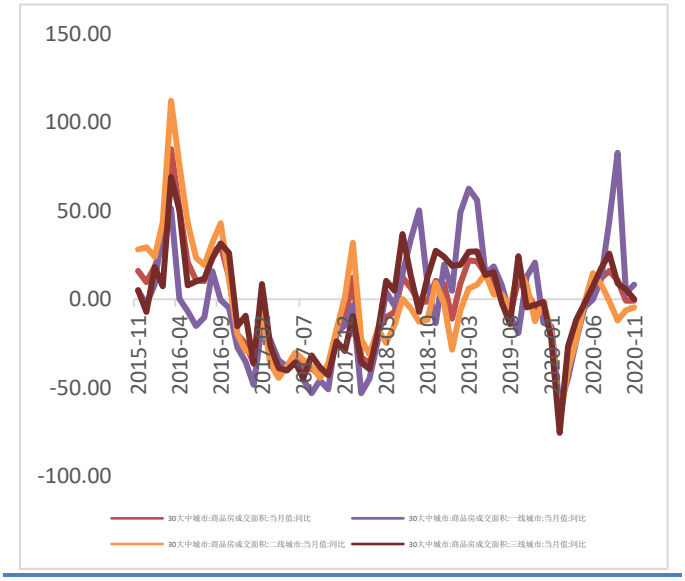
数据来源：Wind

3）地产销售增速小幅回升，汽车销售增速有所回落

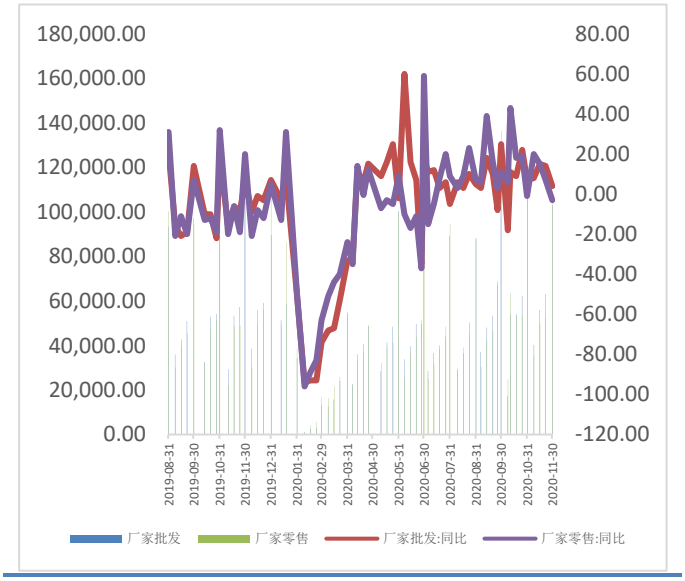
11 月地产销量小幅回升，土地市场依旧冷清。11 月 41 城首套房贷利率继续持平在 5.24%，11 月地产销售增速有所回落，30 大中城市地产销售增速降幅小幅缩小至-0.75%，其中，一线城市同比增速回升至 8.28%，二线城市同比降幅缩小至-4.57%，三线城市同比增速缩小至 0.07%。11 月土地市场成交仍显冷清，上周百城土地成交面积同比降幅明显扩大，溢价率也同步回落。

11 月乘用车批零增速双双回落，汽车开工率继续回升。11 月乘联会乘用车批发、零售销量增速分别降至 8%、5%，说明下游需求略微有所回落，但仍然处于高位；生产端继续向好，上周半钢胎开工率继续回升至 71.3%，仍处近四年以来同期新高。

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



数据来源：Wind

数据来源：Wind

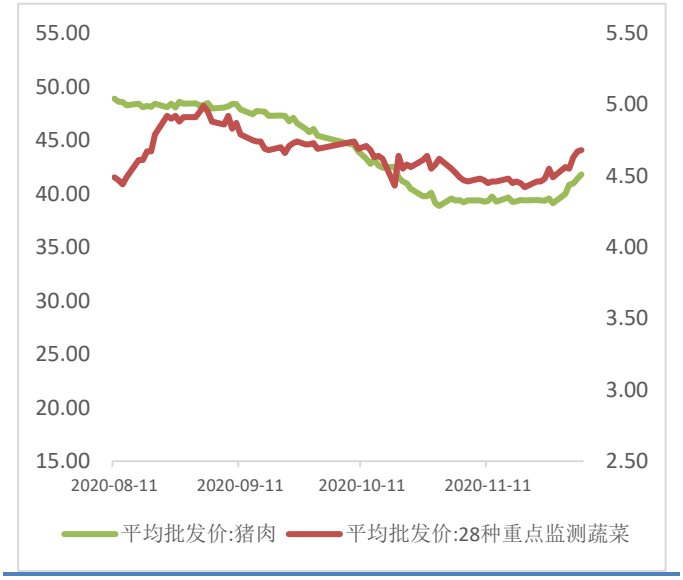
二、物价：年内的通胀压力较小

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4.17%，蔬菜均价环比上涨2.90%，鸡蛋、水果等涨跌互现。

2）食品价格小幅回升，但年内通胀压力依旧较小。进入季节性供给淡季，猪肉、蔬菜等食品价格小幅回升，但随着生猪存栏的不断增长，猪肉供给持续改善，价格反弹高度有限，在高基数下，其对通胀的影响或由拉动转为拖累。非食品方面，尽管国内消费稳步复苏有望带动部分非食品价格的上涨，但疫情的影响未能消除，油价反弹高度或有限，对非食品价格短期的拉动有限。综合来看，食品价格反弹高度有限，在高基数下，年内的通胀压力依旧较小。

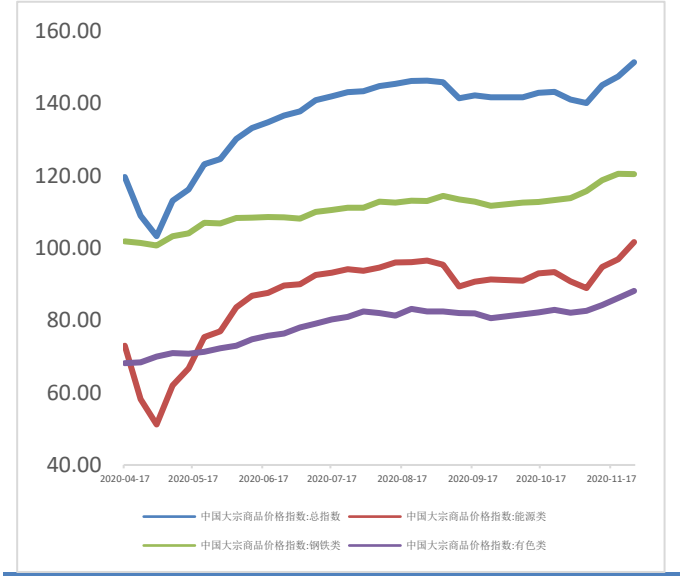
3）经济复苏预期下，PPI 或加快修复。疫情对经济的冲击明显减弱，国际油价触底回升，国内煤碳、钢材、金属等价格纷纷上涨，PMI 原材料和产成品价格双双回升，PPI 通缩压力将明显缓解。我们认为本轮疫情的影响明显减弱，只会影响经济复苏的节奏，不会改变全球经济复苏的趋势，工业品需求仍有改善的空间，价格有望在中期继续反弹，PPI 或加快修复。

图表 8：主要食品价格



数据来源：Wind

图表 9：中国大宗商品价格指数



数据来源：Wind

三、政策与消息面

国内：

1、央行、银保监会发布《系统重要性银行评估办法》，明确了我国系统重要性银行的评估方法、评估范围、评估流程和工作分工，从规模、关联度、可替代性和复杂性四个维度确立了我国系统重要性银行的评估指标体系。央行答记者问称，**《评估办法》发布后，拟从附加资本、杠杆率、大额风险暴**

露、公司治理、恢复处置计划、信息披露和数据报送等方面对系统重要性银行提出监管要求，还将建立早期纠正机制，推动系统重要性银行降低复杂性和系统性风险，建立健全资本内在约束机制，提升银行抵御风险和吸收损失的能力，提高自救能力，防范“大而不能倒”风险。

2、高层领导人在住房城乡建设部召开座谈会强调，不把房地产作为短期刺激经济的手段，时刻绷紧房地产市场调控这根弦，从实际出发不断完善政策工具箱。

3、国务院常务会议部署加快做好区域全面经济伙伴关系协定生效实施有关工作，维护自由贸易，拓展合作共赢新空间。针对协定实施后区域内货物贸易零关税产品数量整体上将达 90%等，要在关税减让等方面，抓紧拿出实施协定的措施，对快运、易腐等货物争取实现 6 小时内放行。协定中服务贸易总体开放承诺显著高于成员国间现有自贸协定水平，要按照我国对研发、养老服务等诸多服务部门作出的新开放承诺，逐一落实开放措施。落实投资负面清单承诺，清单之外不得新增外商投资限制。

4、高层领导就加强我国知识产权保护工作举行第二十五次集体学习。高层强调，全面建设社会主义现代化国家，必须从国家战略高度和进入新发展阶段要求出发，全面加强知识产权保护工作，促进建设现代化经济体系，激发全社会创新活力，推动构建新发展格局。

国际：

1、经合组织：预计 2020 年全球 GDP 增速为-4.2%（此前预期为-4.5%），美国经济增速为-3.7%（此前预期为-3.8%），欧元区经济增速为-7.5%（此前预期为-7.9%）；预计 2021 年全球 GDP 增速为 4.2%（此前预期为 5%），美国经济增速为 3.2%（此前预期为 4%），欧元区经济增速为 3.6%（此前预期为 5.1%）。

2、美国民主、共和两党参议员表示，将公布一个规模 9080 亿美元的经济刺激方案，以打破目前的僵局。对此，参议院多数党共和党的领导人麦康奈尔拒不接受。

美联储主席鲍威尔：美联储将继续提供非常强有力的支持；也许我们在财政政策方面需要更多；中期范围内，风险偏向上行；有些经济领域可能需要帮助才能摆脱疫情的影响；美国经济表现好于预期；经济复苏还有很长的路要走。

美联储埃文斯：经济衰退需要补救措施；利率很可能在 2023 年甚至之后保持在接近零的水平；耶伦担任财政部长会很棒；更多的财政支持将是有利的。

美联储戴利：预计在当前确诊病例激增的情况下，经济增长将“适度”放缓，趋于平稳；量化宽松政策不如利率和前瞻性指引强大；现在不是大力刺激经济的时候，那样做不安全；还没准备好在 12 月美国联邦公开市场委员会（FOMC）会议上呼吁美联储改变政策；美联储下一步将出台美联储购买债券的指导方针。

美国 11 月季调后非农就业人口增加 24.5 万人，不及市场预期，且连续第 5 个月增幅下滑。美国 11 月失业率录得 6.7%，连续第 7 个月回落，并创下 3 月以来新低。

美联储卡什卡利：6.7%的失业率具有误导性，实际失业率约为 10%，与大萧条时期的峰值相当；随着病毒的爆发，经济将会陷入低迷；12 月、1 月、2 月将是经济困难时期；没有看到高通胀的迹象；适度的通胀是受欢迎的。

3、欧元区 10 月失业率为 8.4%，预期为 8.4%，前值由 8.3%修正为 8.5%；10 月 PPI 环比升 0.4%，预期升 0.2%，前值由升 0.3%修正为升 0.4%；同比降 2%，预期降 2.4%，前值由降 2.4%修正为降 2.3%。

4、英国首相约翰逊和欧盟委员会主席冯德莱恩 5 日通电话后说，他们已指示双方团队 6 日重启以贸易协议为核心的未来关系谈判。**但如果无法化解公平竞争环境、履约管理和渔业三大核心分歧，就不可能达成贸易协议。**泰晤士报报道，欧盟消息人士称，（谈判）“进展不顺利”，公平竞争环境方面的分歧看来“无法克服”。

5、11 月 PMI 数据陆续公布：欧元区 11 月制造业 PMI 终值为 53.8，初值 53.6；英国 11 月制造业 PMI 为 55.6，前值修正为 55.6；德国 11 月制造业 PMI 终值 57.8，前值 57.9；意大利 11 月制造业 PMI 为 51.5，前值修正为 53.8；法国 11 月制造业 PMI 终值为 49.6，初值 49.1；印度 11 月日经制造业 PMI 为 56.3，前值为 58.9；韩国 11 月汇丰制造业 PMI 为 52.9，前值 51.2；日本 11 月制造业 PMI 终值为 49，前值 48.3。

6、澳洲联储维持基准利率 0.1%不变，维持 3 年期国债收益率目标在 0.1%不变，均符合预期。澳洲联储在政策声明中表示，将继续审查债券购买计划规模，准备在必要时采取更多行动；预计至少 3 年内不会提高现金利率，在实际通胀达到目标之前不会加息；仍预计到 2022 年底失业率将在 6%左右。

股指期货·周度报告 2020 年 12 月 6 日 星期日

内外因素共同作用下，A 股有望维持涨势

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

摘要

本周国内三大指数均大幅上涨，其中，上证 50 涨 1.23%，沪深 300 涨 1.71%，中证 500 涨 1.78%，中证 500>沪深 300>上证 50，中证 500 周表现整体较强，主要是由于周四不同板块走势切换，顺周期、大金融板块出现大幅回调，医药科技等题材板块表现强势。

对于后期走势，我们认为除了强劲的基本面支撑之外，压制 A 股走势的利空因素有所弱化，集中体现在市场对货币政策收紧的预期有所减弱。疫情得到有效控制之后，国内经济稳步复苏，央行边际上收紧了货币政策，流动性明显趋紧，信用市场暴雷不断，市场对货币政策预期发生根本性变化，压制了 A 股的估值。随着央行连日来不断投放流动性，并超预期地进行了 MLF 操作，表明了当前央行维护流动性保持合理充裕的态度没有变化，货币政策短期之内不会全面收紧，资金面趋于宽松，市场的悲观预期有所缓解，从而驱动了新一轮的上涨行情。

当前，官方制造业 PMI、财新 PMI 等数据纷纷超预期，表明国内经济复苏趋势持续向好，企业盈利环境不断改善，而金融供给侧改革加快推进、十四五时期将全面实行注册制，国内政策环境较为友好。海外方面，美国非农不及预期，提升了推出财政刺激的紧迫性，美国两党重启财政刺激法案的谈判，美联储也可能调整购债计划。因此，在内外因素的共同作用之下，A 股中长期走势依旧较为乐观。

短期来看，从技术上看，IF、IH 均突破了 7 月以来形成的震荡区间，走出新一轮上升趋势，日线、周线上呈现多头格局。从量价上看，A 股当前市场量能不强，沪深两市成交量维持在 8500 上下，能否支撑 A 股继续向上突破仍然存疑。**因此短期内 A 股能否继续上探，需重点关注市场量能的变化。**

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、市场概述

1.行情回顾。国内方面，中国 PMI、财新制造业 PMI 纷纷超预期，叠加央行周一“意外”续作 MLF，市场风险偏好有所提升。国外方面，美国参议院两党提出一项 9080 亿美元的经济刺激计划，并以此为基础展开谈判，极大提振了市场情绪，并推动风险资产价格上涨。三大指数大幅上涨，上证 50 上周涨 1.23%，沪深 300 上周涨 1.71%，中证 500 上周涨 1.78%，中证 500>沪深 300>上证 50，中证 500 周表现整体较强，主要由于周四不同板块走势切换，顺周期、大金融板块大幅回调，医药科技等题材板块表现强势。

申万一级行业中，医药生物（5.98%）、计算机（2.85%）、电子（2.79%）等题材板块强势回归，表现较佳；钢铁（-2.30%）、房地产（-1.56%）等顺周期板块大幅下跌，此外，前期表现强势的汽车板块（-1.36%）已连续两周回调。

图 1：沪深 300 日 K 线



图 2：上证 50 日 K 线



图 3：中证 500 日 K 线



图 4：指数与期货的周涨跌幅（%）

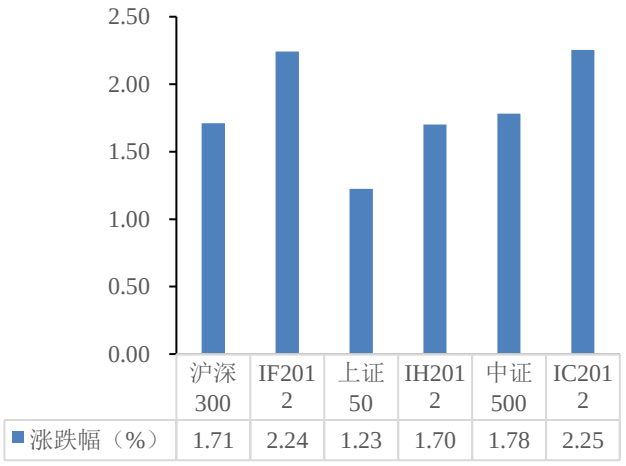
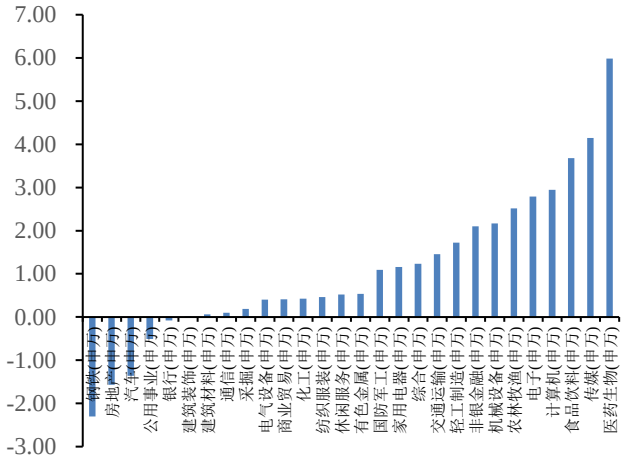


图 5：行业周涨跌幅（%）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

2. 周成交量与周持仓量。成交量方面，三大期指的成交量大幅上升，IF 所有合约周成交量为 479935 手（+9.21%）；IH 所有合约周成交量为 229491 手（+23.17%）；IC 所有合约周成交量为 429534 手（5.96%）。

持仓量方面，由于基数效应（前两周的持仓量创下 9 月以来的最高水平），三大期指的持仓量大幅缩减。IF 所有合约持仓量为 110195 手（-9.03）；IH 所有合约持仓量为 47729 手（-4.32%）；IC 所有合约持仓量为 113529 手（-15.06%）。**会员持仓情况：**截止周四，IF 前五大主力总净空持仓增加 318 手，IH 前五大主力总净空持仓增加 1013 手，IC 前五大主力总净空持仓增加 147 手。中信 IF 总净空持仓增加 289 手，国泰君安 IH 总净空持仓增加 577 手，海通 IC 总净空持仓增加 844 手，从会员持仓情况来看，主力持仓传递信号总体偏空。

图 6：股指期货成交量与成交量变动

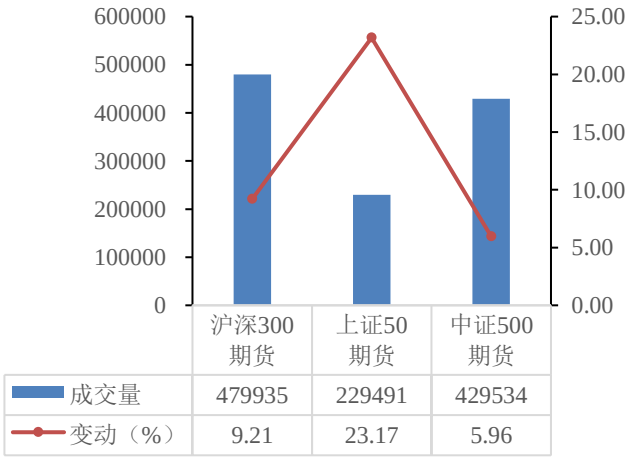
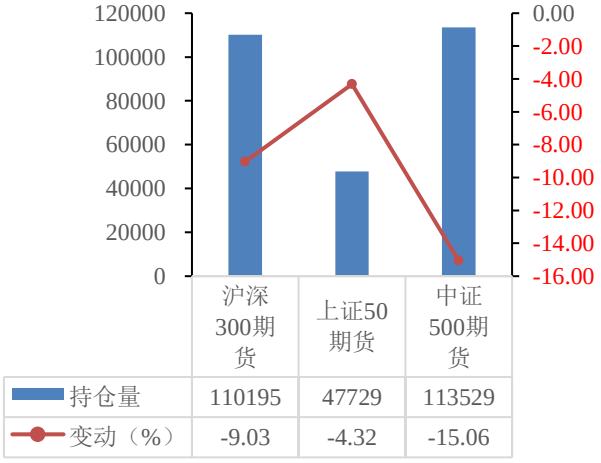


图 7：股指期货持仓量与持仓量变动



数据来源：国贸期货研究院&Wind

3. 价差走势

1）基差方面，上周伊始 IF2012、IH2012 维持之前的升水结构，年化升水率分别为 3.12%、4.83%，存在一定的正套空间。截至周三，IF2012 升贴水结构发生改变，基差转正，可获利止盈；而 IH2012 可继续持有，待本周基差扩大时获利了结。。

图 8：IF 各合约升贴水率（%）

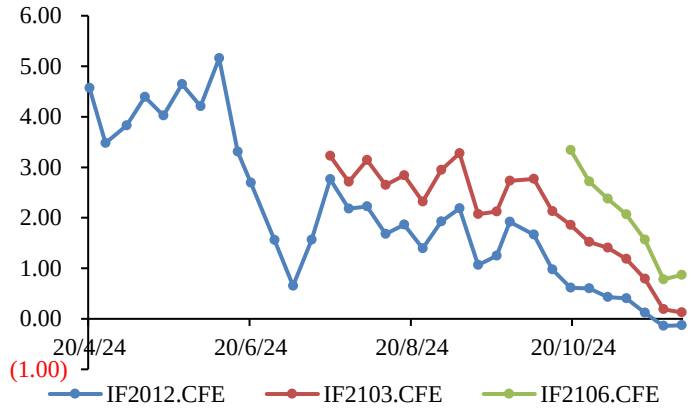


图 9：IF2011 升贴水（指数点）

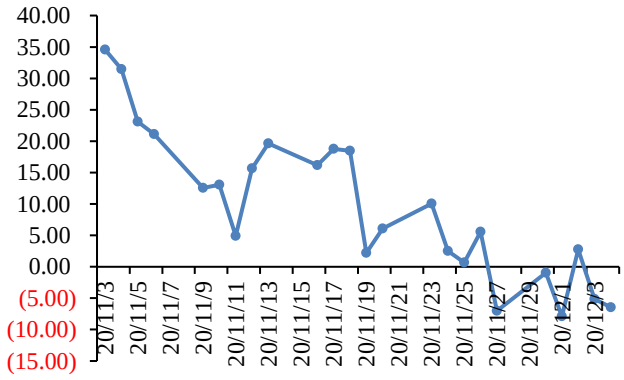


图 10：IH 各合约升贴水率（%）

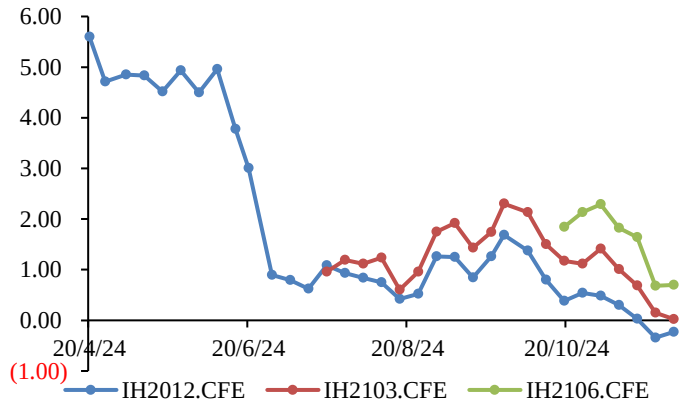


图 11：IH2011 升贴水（指数点）

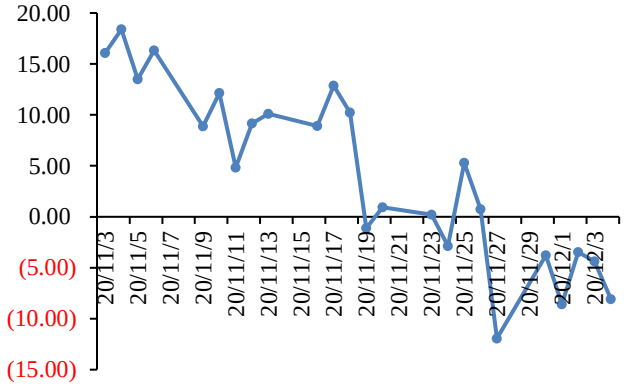


图 12：IC 各合约升贴水率（%）

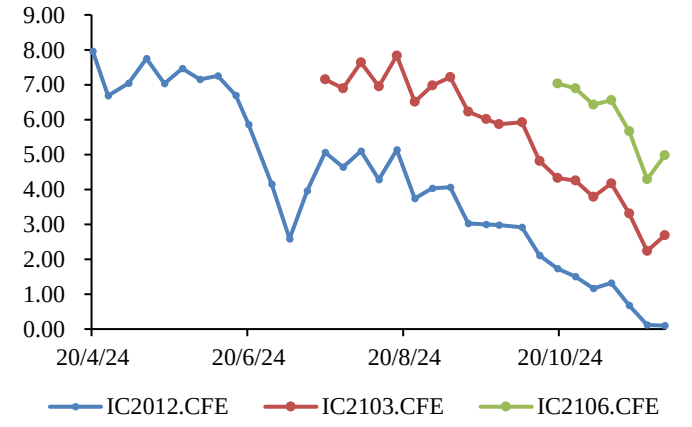
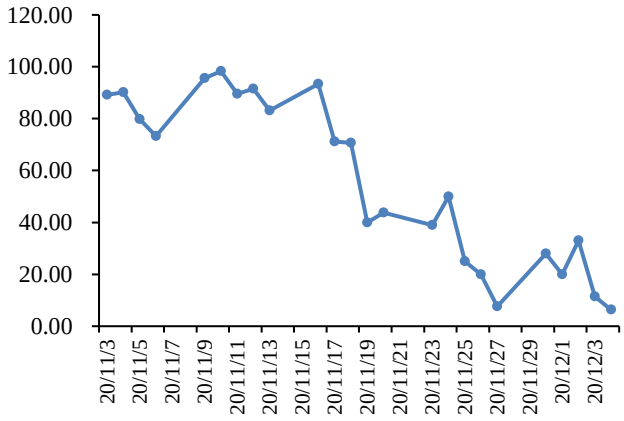


图 13：IC2011 升贴水（指数点）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

2）**跨期价差方面。**本周三大期指的近远月合约价差小幅扩大，无明显的价差套利机会。

图 14：IF 各合约周度价差（指数点）

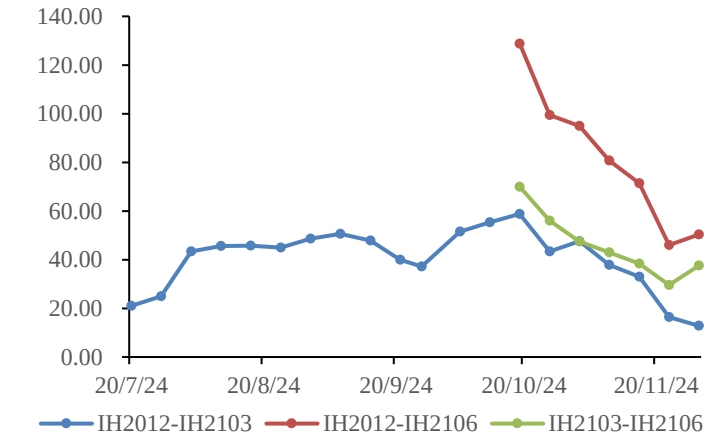


图 15：IF2011-IF2012（指数点）

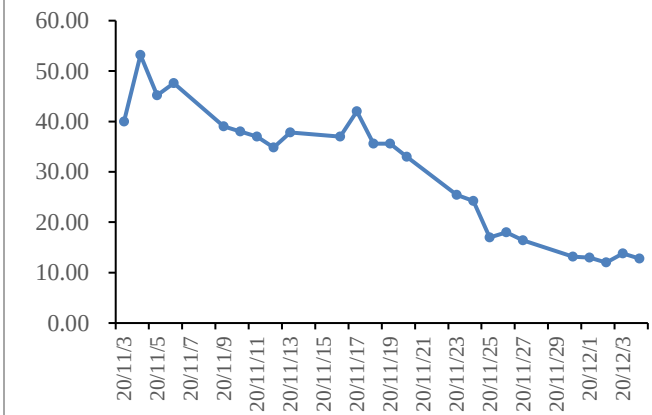


图 16：IH 各合约周度价差（指数点）

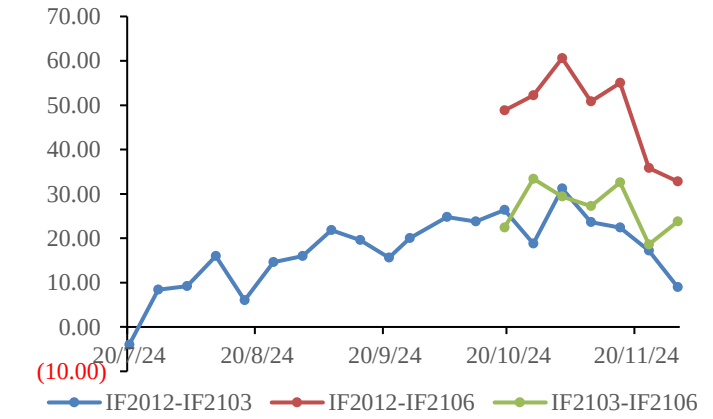


图 17：IH2011-IH2012（指数点）

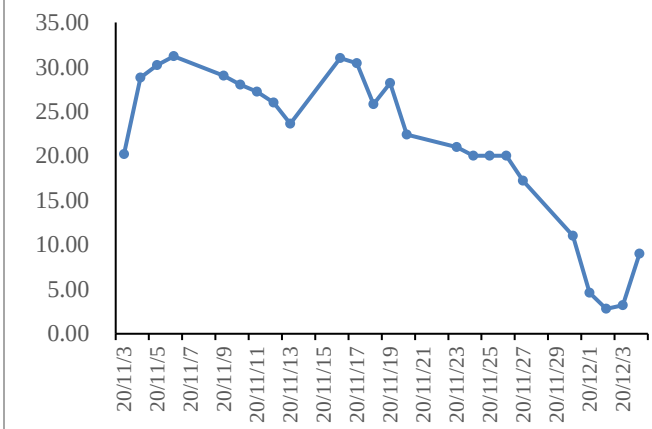


图 18：IC 各合约周度价差（指数点）

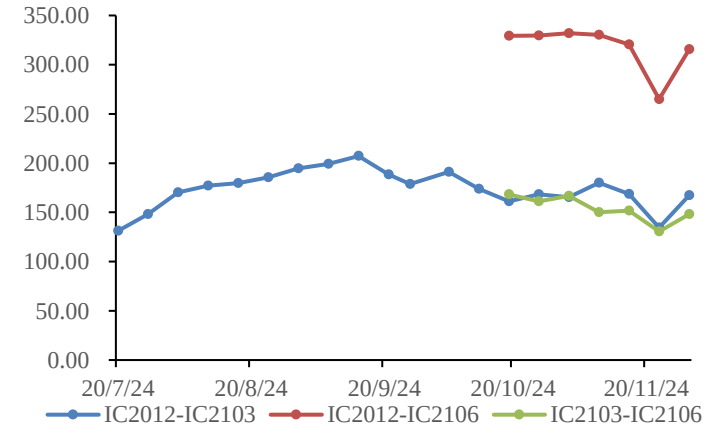
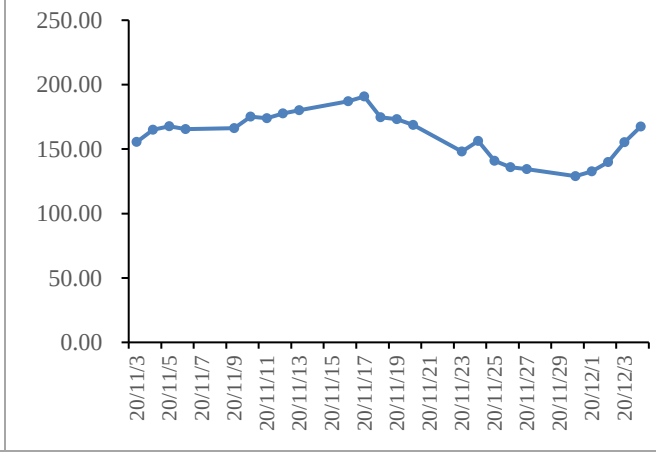


图 19：IC011-IC2012（指数点）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

3）**跨品种价差方面。上周顺周期、金融板块整体走势较弱，IH、IF 走势弱于 IC，前期多 IH 空 IC 的策略可获利止盈。**

二、资金面与流动性

本周资金中枢明显下移，资金面有所放宽。央行逆回购投放 2000 亿元，逆回购到期 4300 亿元，MLF 投放 2000 亿元，公开市场净回笼 300 亿元。具体来说，R001 均值下行 52bp 至 1.01%，R007 均值下行 51bp 至 2.26%。DR001 均值下行 55bp 至 0.91%，DR007 均值下行 31bp 至 1.99%。3M Shibor 持续下降，3M 存单发行利率先降后升。本周沪深两市融资余额持续回升，截止 12 月 3 日，融资余额报 14701.41 亿元，较上周增加 128.19 亿元。沪深港通北上资金大幅净流入，截止 12 月 3 日，沪股通资金当周累计净流入 136.82 亿元，深股通资金累计净流入 71.10 亿元。

其中，周一央行超预期进行 MLF 操作，中长端货币利率有所修复。继 11 月 25 日交易所大量 7 天回购资金投放后，11 月 30 日央行又“意外”开展了 2000 亿的 MLF 操作，为一年多以来首次在月末开展 MLF 操作。超预期的 MLF 投放显示了央行呵护流动性合理充裕的态度不变，有利于稳定跨月跨年资金，并缓解近期超预期信用违约事件对市场的冲击，缓解银行负债端压力。本周 1 年期 FR007 互换利率、1 年期存单发行利率和 Shibor 3M 先后自 11 月 20 日、26 日、27 日见顶回落，中长端货币利率有所修复。

10 月易纲行长的发言和 2020 年三季度货币政策报告重提“把好货币供应总闸门”，显示了我国货币政策在稳增长的同时，逐渐提升对防风险目标的考量。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 PPI 尚未转正，货币进一步收紧的条件尚不成熟。

综合来看，随着经济稳定复苏，货币政策由全面宽松转向精准调控，工作重心由稳增长向调结构倾斜。但由于银行间流动性仍有收紧压力，叠加国内经济修复存在结构不均的现象，短期内不具备全面收紧的条件，预计无风险利率仍将维持低位，企业融资成本有望进一步下降。

图 20：质押式回购利率（%）

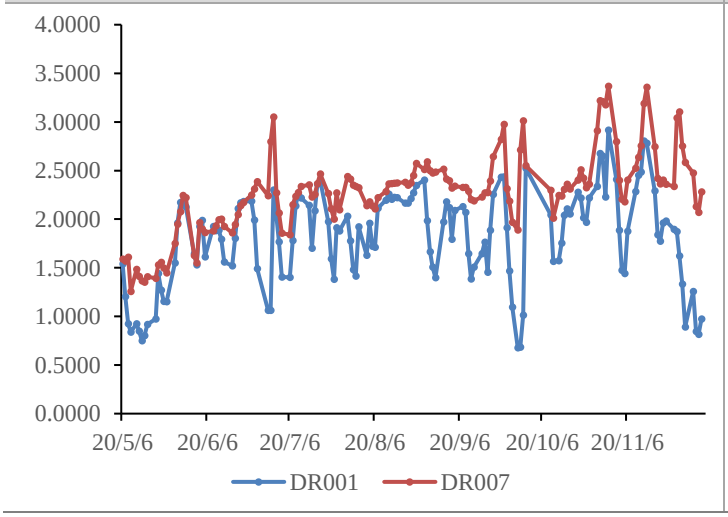


图 21：SHIBOR 利率

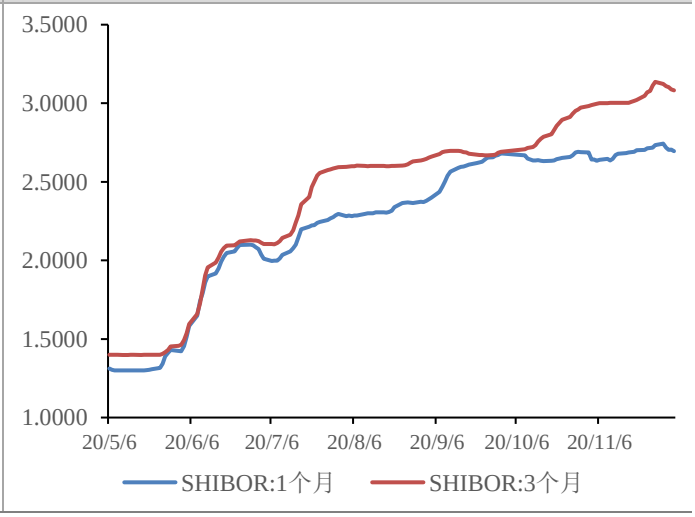


图 22：社融规模同比与 M2 同比走势

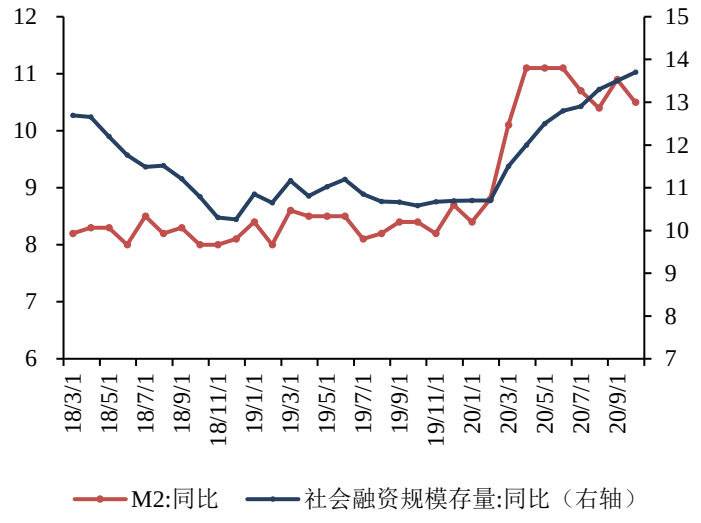
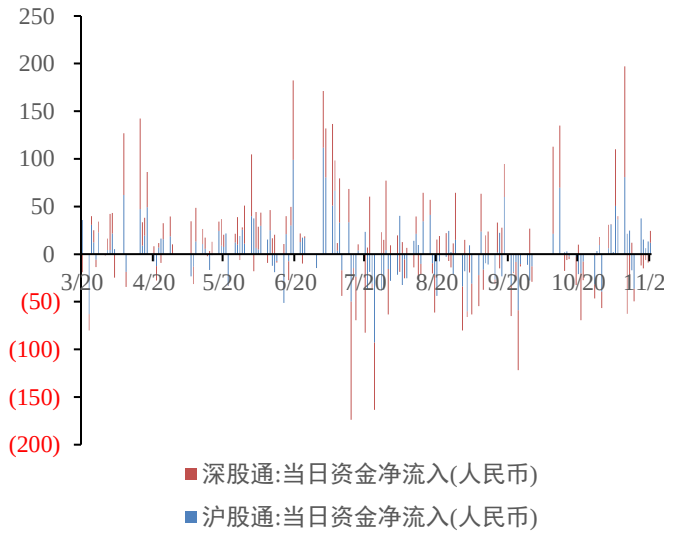


图 23：央行的公开市场操作（亿元）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

三、基本面分析

1．基本面分析

（1）PMI 指数再创新高，国内经济景气度持续回升。11 月制造业 PMI 指数为 52.1%，为 2017 年 10 月以来的最高点。从各分项上来看，除供应商配送时间外，各分项指数均有所上升，生产和新订单指数均达到 2017 年 10 月以来的最高点。

从生产方面来看，11 月 PMI 生产指数为 54.7%，较上月上升 0.8 个百分点，连续 9 个月位于临界点以上。医药、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等高技术制造相关行业生产指数均高于 56.0%，位于较高景气区间，对制造业总体引领带动作用进一步增强，制造业有望持续修复。

从内需方面来看，11 月 PMI 新订单指数为 53.9%，较上月上升 1.1 个百分点，在以“加快构建国内大循环为主题、国内国际双循环促进的新发展格局”下，11 月需求端的景气度有所提升，内需的持续修复有望逐渐替代基建、地产对经济的支撑作用。结合生产指数与新订单指数，它们之间的差值为 0.8%，较上月回落 0.3 个百分点，反映经济复苏之下，供需结构持续优化。

从出口方面来看，11 月 PMI 新出口订单为 51.5%，较上月上升 0.5 个百分点，PMI 进口为 50.9%，较上月上升 0.1 个百分点，出口整体表现维持强劲。往后看，随着冬季的到来，海外疫情防控或仍维持着较高需求，叠加海外财政刺激计划，外需有望保持强劲。

从就业方面来看，11 月制造业 PMI 从业人员项为 49.5%，较上月上升 0.2 个百分点。非制造业从业人员项为 48.9%，较上月回落 0.5 个百分点。受供需两旺的影响，制造业企业用工需求得到提振，就业压力有所缓解。往后看，在“十四五规划”的政策布局下，随着国内相关稳就业政策的落地，国内就业情况有望持续改善。

图 24：国内制造业 PMI 走势（%）

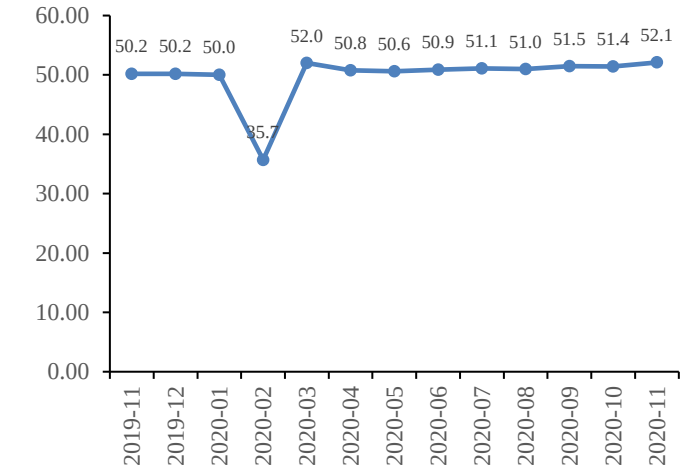
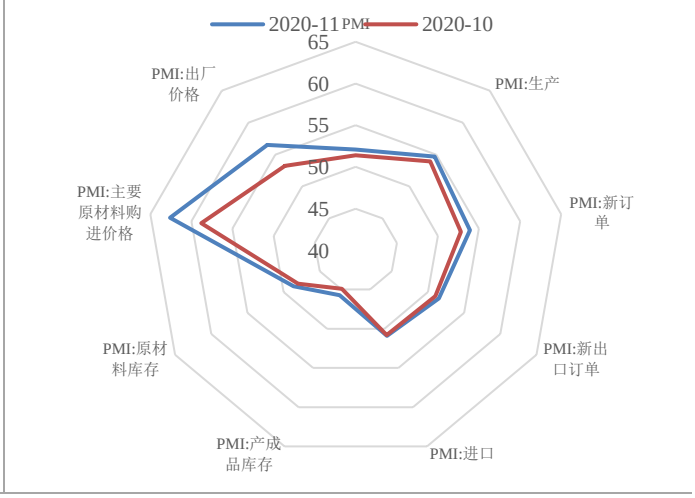


图 25：10 月和 11 月制造业 PMI 各分项对比（%）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

（2）美国非农不及预期，财政刺激紧迫性有所提升。美国 11 月季调后非农就业人数增加 24.5 万人，远低于预期的 46.9 万人；11 月失业率为 6.7%，略低于预期值的 6.8%。11 月非农就业大幅低于预期，失业率略低于预期，主要由于劳动参与率下降了 0.2 个百分点至 61.5%，而实际就业人数其实有所下降。非农数据显示美国第三波疫情对就业市场的冲击较大，结合当前美国的每日新增确诊人数仍维持在高位，已超 20 万人，大幅高于第二波疫情的峰值的 6.5 万人，综合来看，美国就业市场复苏节奏已受到疫情的拖累。

往后看，疫情反复可能继续对美国就业恢复产生拖累，相关宽松政策或加速出台。从疫苗最新进展来看，疫苗的大范围推广仍尚待时日，或需等待至明年一季度之后，因此第三波疫情对就业市场，尤其是服务业就业的冲击或将延续。就业方面修复的明显放缓增加了宽松政策出台的紧迫性，此前参议院两党最新提出的 9000 亿美元财政刺激计划已被众议院议长洛佩西认为是“两党两院谈判的基础”，与此同时，美联储也透露可能会在 12 月调整资产购买计划，延长购债的平均到期日。综合来看，当前大幅不及预期的就业数据可能会加速宽松政策的出台，对海外经济、资本市场形成一定的提振作用。

图 26：美国新增非农就业人数（千人）

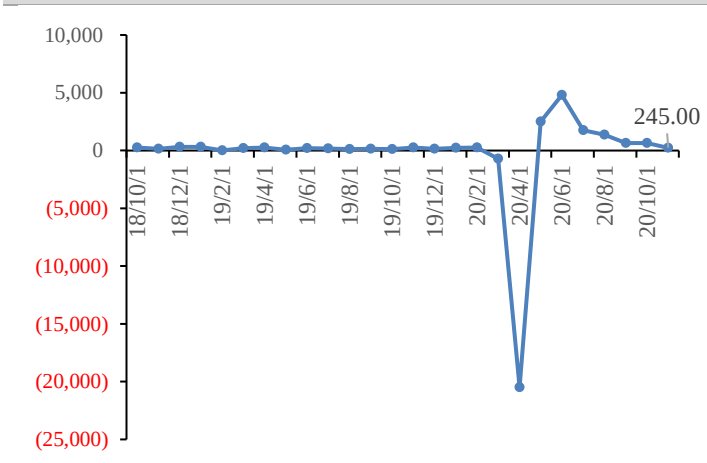
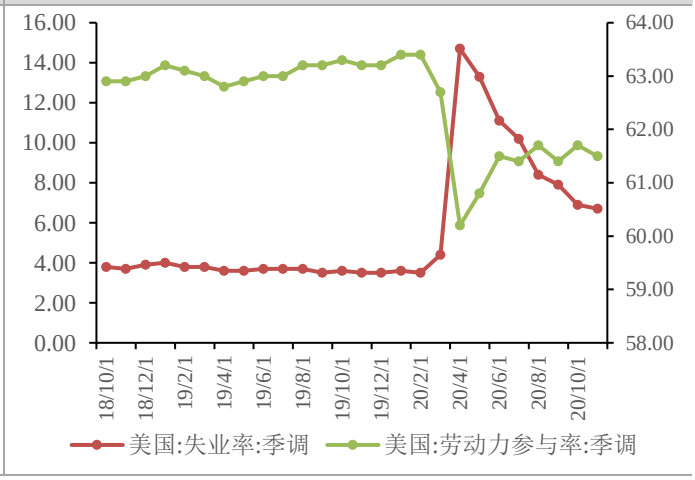


图 27：美国失业率与劳动参与率（%）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

2．盈利情况分析

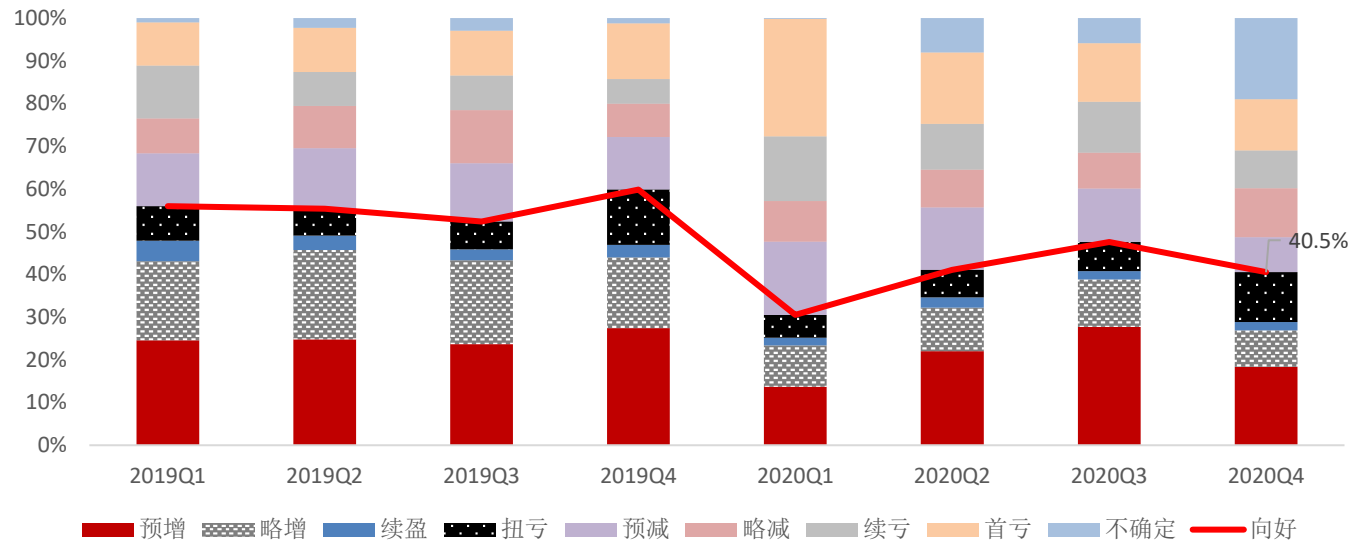
2020 年全年上市公司业绩预告喜忧参半。截至 12 月 4 日，共有 610 家公司发布 2020 年年度业绩预告。其中业绩预增公司 112 家，续盈 12 家，略增 52 家，扭亏 71 家，合计报喜公司共 247 家；反之，73 家公司上市以来首次出现亏损，业绩预减公司有 50 家，略减 70 家。除此之外，还有 116 家处于业绩不确定状态。

在预喜的上市公司中，174 家公司披露了具体的业绩预计数据。有 139 家公司预计净利润同比增幅在 30%以上，其中，126 家公司预计净利润同比增幅在 50%以上，90 家公司预计净利润同比增幅在 1 倍以上，26 家公司预计净利润同比增幅在 2 倍以上，10 家公司预计净利润同比增幅在 5 倍以上。

在业绩预期不佳的上市公司中，有 95 家披露了具体的业绩预计数据。有 86 家公司预计净利润同比下滑，其中，58 家公司预计净利润同比下滑 30%以上，46 家公司预计净利润同比下滑 50%以上，24 家公司预计净利润同比下滑 1 倍以上，13 家公司预计净利润同比下滑 5 倍以上，7 家公司预计净利润同比下滑 10 倍以上。

综合来看，A 股净利累计同比增速仍有继续回升的趋势，企业盈利的持续修复或继续对年底的 A 股形成强力支撑。

图 28：沪深两市 2020 年全年财报预告情况



数据来源：国贸期货研究院&Wind

3．估值分析

截至 12 月 4 日，沪深 300、上证 50、中证 500PE-TTM 分别为 15.54 倍、12.27 倍、29.77 倍，处于 2011 年以来的 95.11%、92.56%、46.77%分位数水平。沪深 300、上证 50 的估值分位仍维持在较高水平，且本周继续小幅上抬；中证 500 由于前期医药科技等题材股的大幅回调，估值中枢有所回落。

图 29：三大指数 PE（倍）

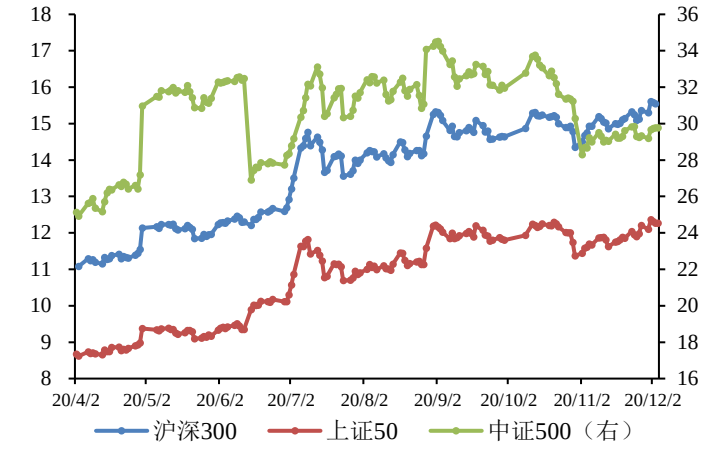


图 30：沪深 300PE（倍）

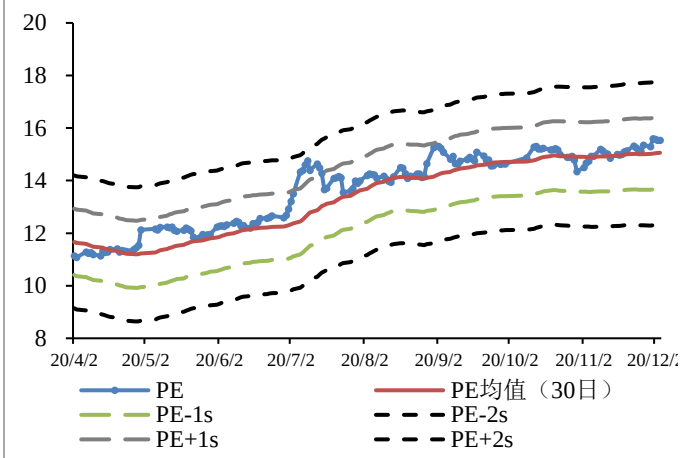


图 31：上证 50PE（倍）

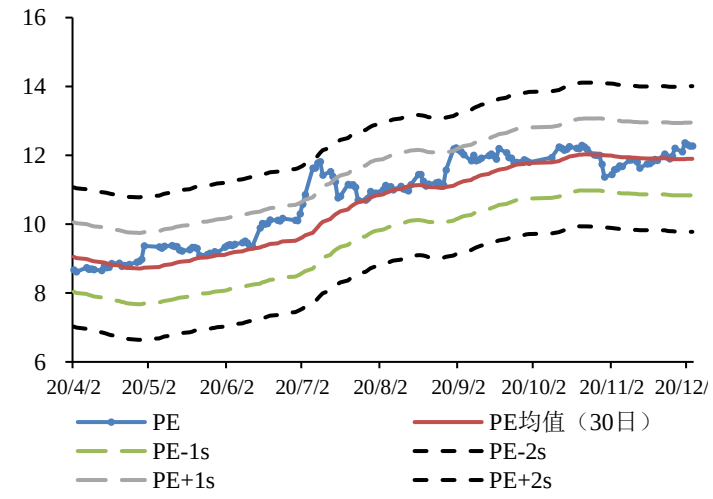
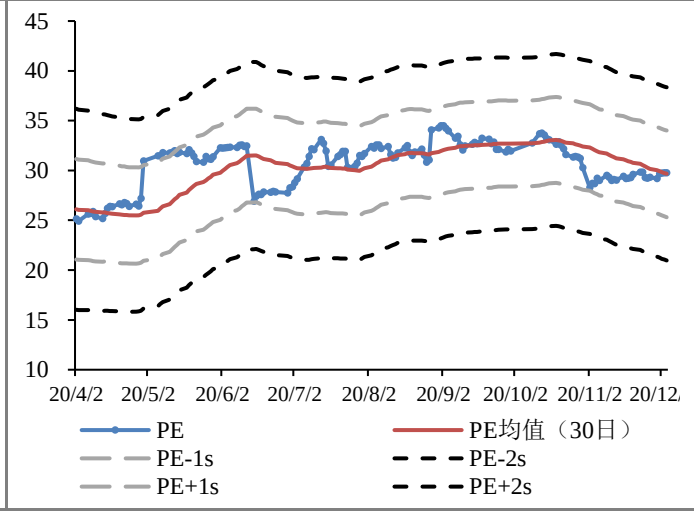


图 32：中证 500PE（倍）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

四、 观点：内外因素共同作用下，A 股有望维持涨势

综合来看，我们认为除了强劲的基本面支撑之外，压制 A 股走势的利空因素有所弱化，集中体现在市场对货币政策收紧的预期有所减弱。疫情得到有效控制之后，国内经济稳步复苏，央行边际上收紧了货币政策，流动性明显趋紧，信用市场暴雷不断，市场对货币政策预期发生根本性变化，压制了 A 股的估值。随着央行连日来不断投放流动性，并超预期地进行了 MLF 操作，表明了当前央行维护流动性保持合理充裕的态度没有变化，货币政策短期之内不会全面收紧，资金面趋于宽松，市场的悲观预期有所缓解，从了驱动了新一轮的上涨行情。

当前，官方制造业 PMI、财新 PMI 等数据纷纷超预期，表明国内经济复苏趋势持续向好，企业盈利环境不断改善，而金融供给侧改革加快推进、十四五时期将全面实行注册制，国内政策环境较为友好。海外方面，美国非农不及预期，提升了推出财政刺激的紧迫性，美国两党重启财政刺激法案的谈判，美联储也可能调整购债计划。因此，在内外因素的共同作用之下，A 股中长期走势依旧较为乐观。

短期来看，从技术上看，IF、IH 均突破了 7 月以来形成的震荡区间，走出新一轮上升趋势，日线、周线上呈现多头格局。从量价上看，A 股当前市场量能不强，沪深两市成交量维持在 8500 上下，能否支撑 A 股继续向上突破仍然存疑。因此短期内 A 股能否继续上探，需重点关注市场量能的变化。

利空因素钝化，央行呵护犹存

国贸期货
宏观金融研究中心

摘要

本周债期表现平淡，窄幅震荡为主，周一和周五明显收红，其余时间小幅调整，十年期主力周涨跌幅为 0.02%。周一央行除了 OMO 净投放 1100 亿元，还“意外”投放了 2000 亿元 MLF，打破了此前月中集中投放的惯例。期限为 1 年期，旨在解决长期的流动性压力，有利于缓解银行负债端压力。上周以来，隔夜资金利率已回落至 1 下方，但央行不紧反松，对于流动性的呵护不减，一方面如此前判断，应对信用冲击的对冲窗口尚未结束，另一方面，给予市场货币政策短期不会收紧的信号。此外，央行将于 12 月 15 日开展中期借贷便利（MLF）操作（含对 12 月 7 日和 16 日两次 MLF 到期的一次性续做），具体操作金额将根据市场需求等情况确定。债期无惧 PMI 向好，周一表现强势。周二以来，央行开启 OMO 回笼，但不改资金面维持宽松，叠加国债一级市场招标，债期情绪不高。周五债期下午突然拉升，除了 30Y 的火爆行情带动外，30Y 的招标缩量也是一个因素。

利率进一步上行空间有限，3.4%~3.5%的水平将吸引配置盘积极入场，抑制进一步上行的空间。但这不意味着利率趋势性下行机会的到来，在牛熊转换之间或经历一段宽幅震荡磨顶的过程。在目前的利率水平下，单纯比较投资回报率，5Y 及以上期限的利率债的性价比已经超越了信贷，如果不考虑政策因素的影响，银行在资产配置方面的理性考虑应该是增加利率债的配置而非信贷，配置力量将大概率陆续入场。操作建议：1. 超跌之后把握短期反弹的机会，反弹空间可能相对有限；2. 在目前这个点位继续做空的安全性不高，盈利空间相对有限。若要继续做空，建议等反弹乏力后入场 3. 左侧买入长期布局不可操之过急。

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

行情回顾



代码	名称	收盘价	周涨跌幅	周成交量	周成交量变化	周持仓量	周持仓量变化
T2012.CFE	T2012	97.210	0.02%	105	-53170	1172	-2218
T2103.CFE	T2103	97.435	0.27%	271183	-1329	106728	992
TF2012.CFE	TF2012	99.270	0.07%	285	-29979	1399	-1080
TF2103.CFE	TF2103	99.410	0.24%	113586	-3288	50131	2907
TS2012.CFE	TS2012	100.045	0.14%	104	-24344	3489	-757
TS2103.CFE	TS2103	100.135	0.15%	28887	1020	16125	3135

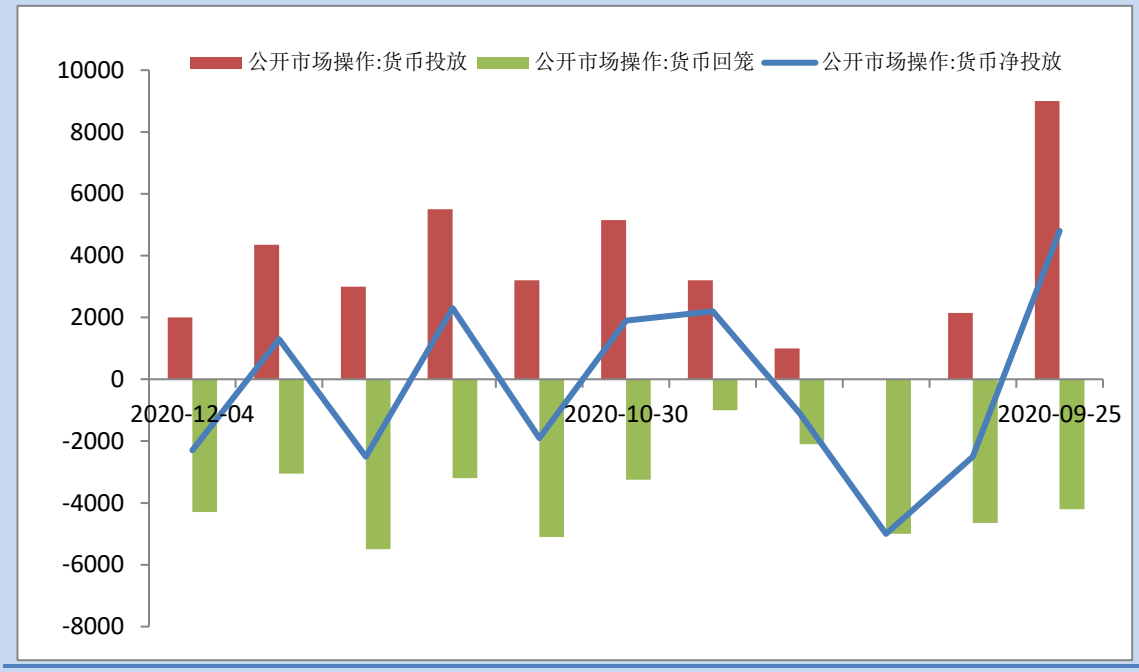
总结	行情解析：本周债期表现平淡，窄幅震荡为主，周一和周五明显收红，其余时间小幅调整，十年期主力周涨跌幅为 0.02%。周一央行除了 OMO 净投放 1100 亿元，还“意外”投放了 2000 亿元 MLF，打破了此前月中集中投放的惯例。期限为 1 年期，旨在解决长期的流动性压力，有利于缓解银行负债端压力。上周以来，隔夜资金利率已回落至 1 下方，但央行不紧反松，对于流动性的呵护不减，一方面如此前判断，应对信用冲击的对冲窗口尚未结束，另一方面，给予市场货币政策短期不会收紧的信号。此外，央行将于 12 月 15 日开展中期借贷便利（MLF）操作（含对 12 月 7 日和 16 日两次 MLF 到期的一次性续做），具体操作金额将根据市场需求等情况确定。债期无惧 PMI 向好，周一表现强势。周二以来，央行开启 OMO 回笼，但不改资金面维持宽松，叠加国债一级市场招标，债期情绪不高。周五债期下午突然拉升，除了 30Y 的火爆行情带动外，30Y 的招标缩量也是一个因素。

资金面

央行净回笼 2300 亿元

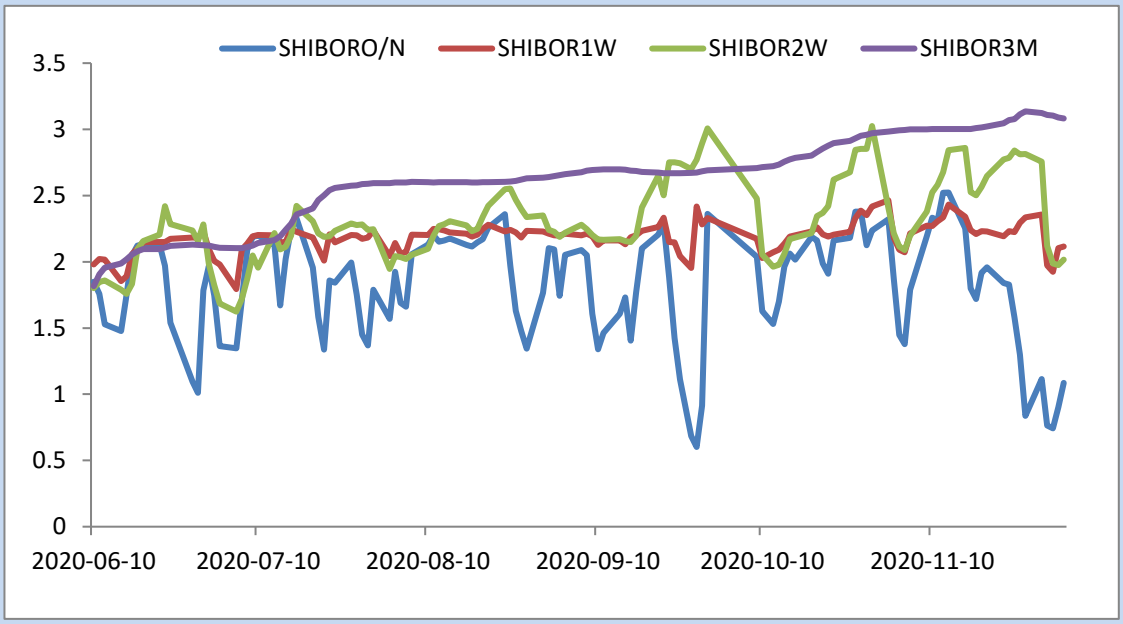
本周央行公开市场净回笼 2300 亿元。其中，净投放 2000 亿元，净回笼 4300 亿元。央行已经连续 14 个工作日开展逆回购操作。

图表 1：公开市场操作



数据来源：Wind

图表 2：Shibor 利率



数据来源：Wind

Shibor 多数回落

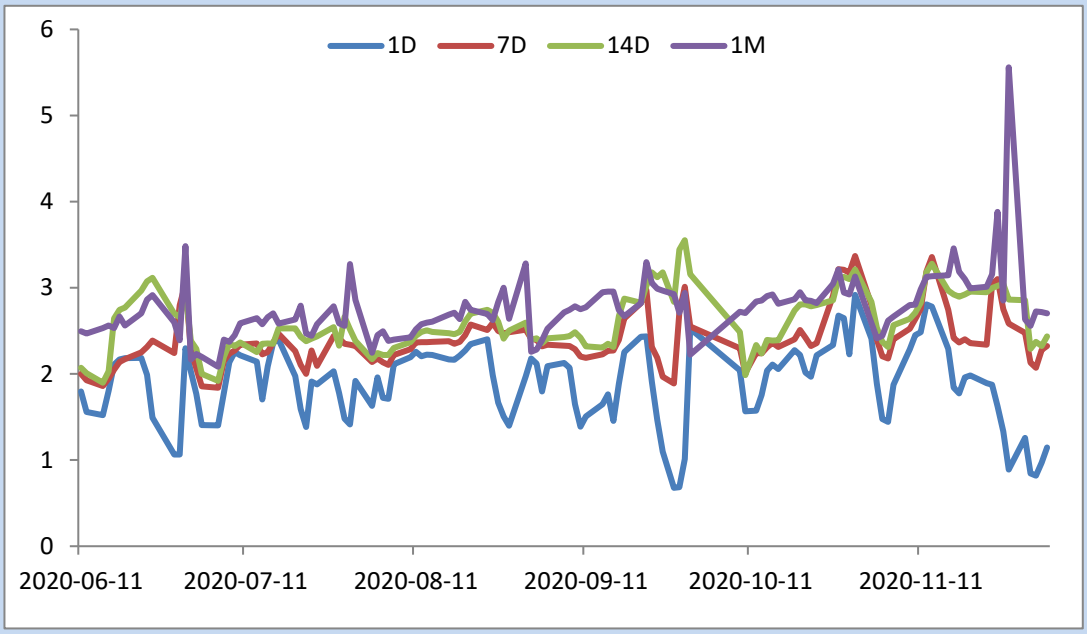
shibor 隔夜为 1.086%，较上周涨 25 个基点；shibor1 周为 2.116%，较上周跌 22 个基点；shibor2 周为 2.017%，较上周跌 79.8 个基点；shibor3 月为 3.083%，较上周跌 5.3 个基点。

图表 3：银行间质押式回购加权利率

银行间质押式回购利率多数回落

R001 加权平均利率为 1.147%，较上周涨 25.56 个基点；R007 加权平均利率为 2.3257%，较上周跌

25.8 个基点；R0014 加权平均利率为 2.4356%，较上周跌 42.92 个基点；R1M 加权平均利率为 2.7018%，较上周跌 285.78 个基点。



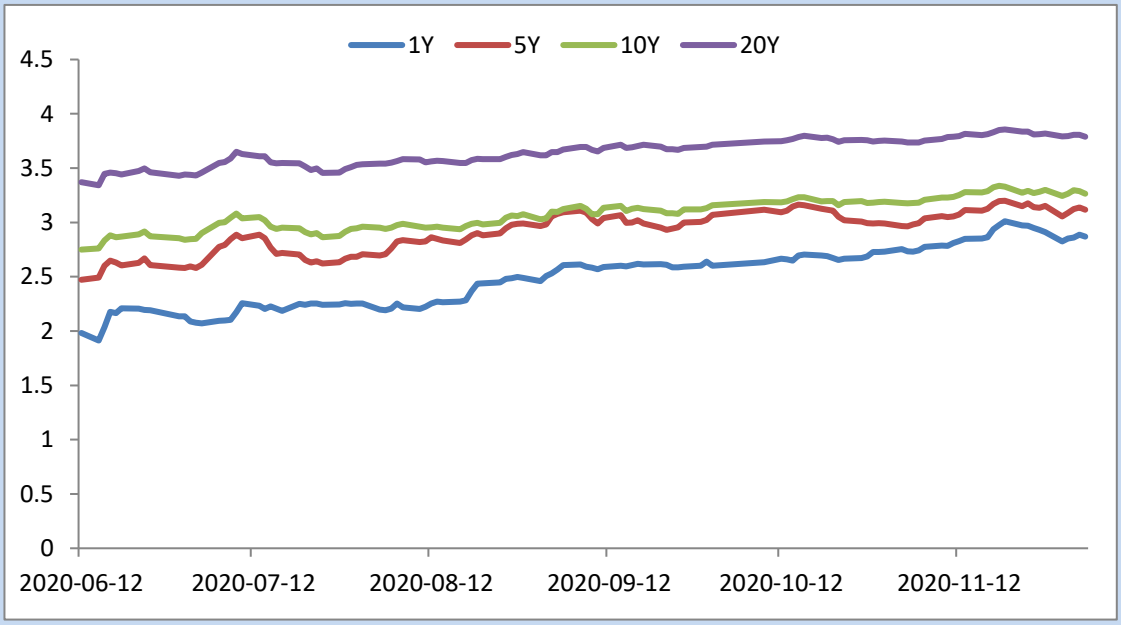
数据来源：Wind

现券分析

现券收益率小幅回落

一年期国债收益率为 2.871%，较上周跌 3.96BP；五年期国债收益率为 3.1183%，较上周跌 3.32BP；十年期国债收益率为 3.2653%，较上周跌 3.48BP；二十年国债收益率为 3.7896%，较上周跌 2.96 BP。

图表 4：现券收益率

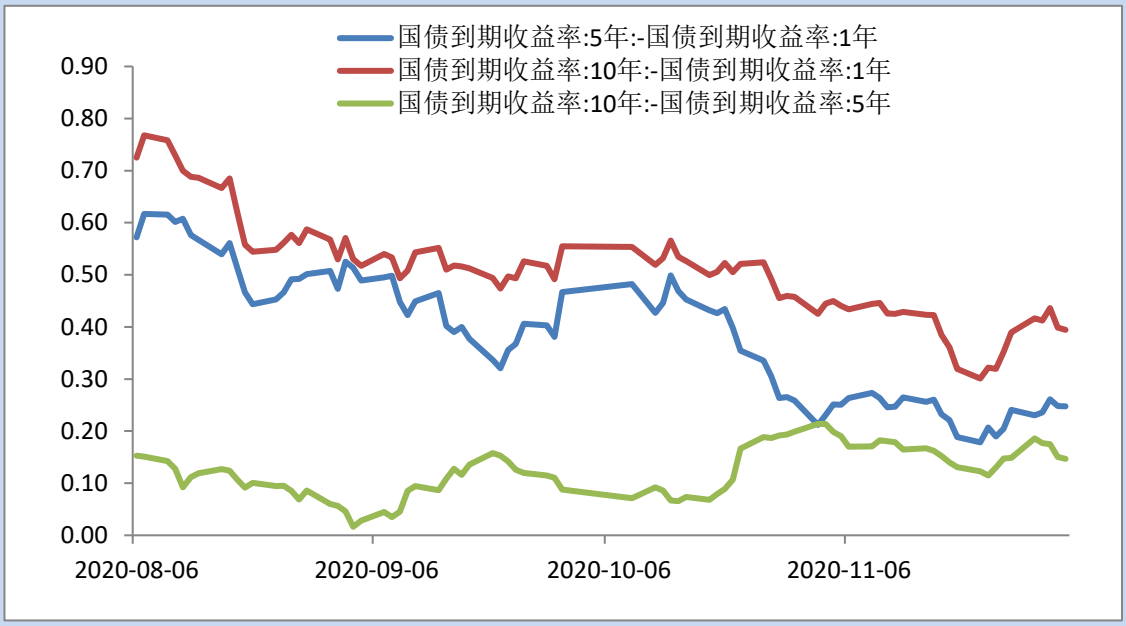


数据来源：Wind

图表 5：国债期限利差

期限利差回升

中证 5Y-1Y 国债利差为 0.2484%，较上周涨 4.38BP；中证 10Y-1Y 国债利差为 0.3989%，较上周涨 4.69BP；中证 10Y-5Y 国债利差为 0.1505%，较上周涨 0.31BP。

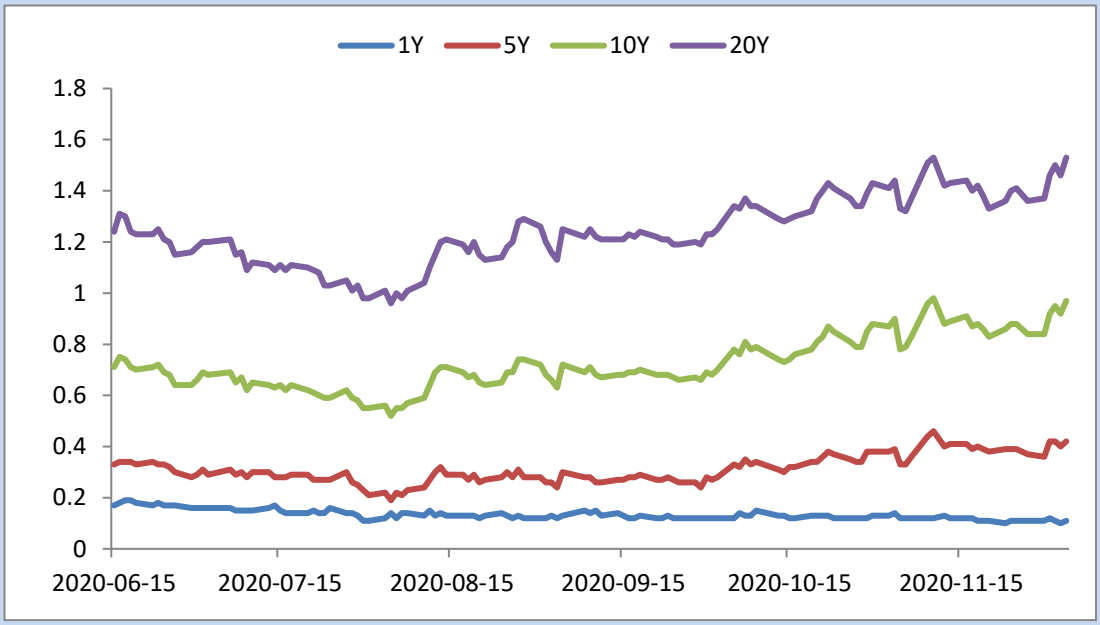


数据来源：Wind

图表 6：美债收益率

美债收益率明显抬升

一年期美债收益率为 0.11%，较上周跌 1BP；五年美债收益率为 0.42%，较上周涨 3BP；十年期美债收益率为 0.97%，较上周涨 13BP；二十年美债收益率为 1.53%，较上周涨 10 BP。

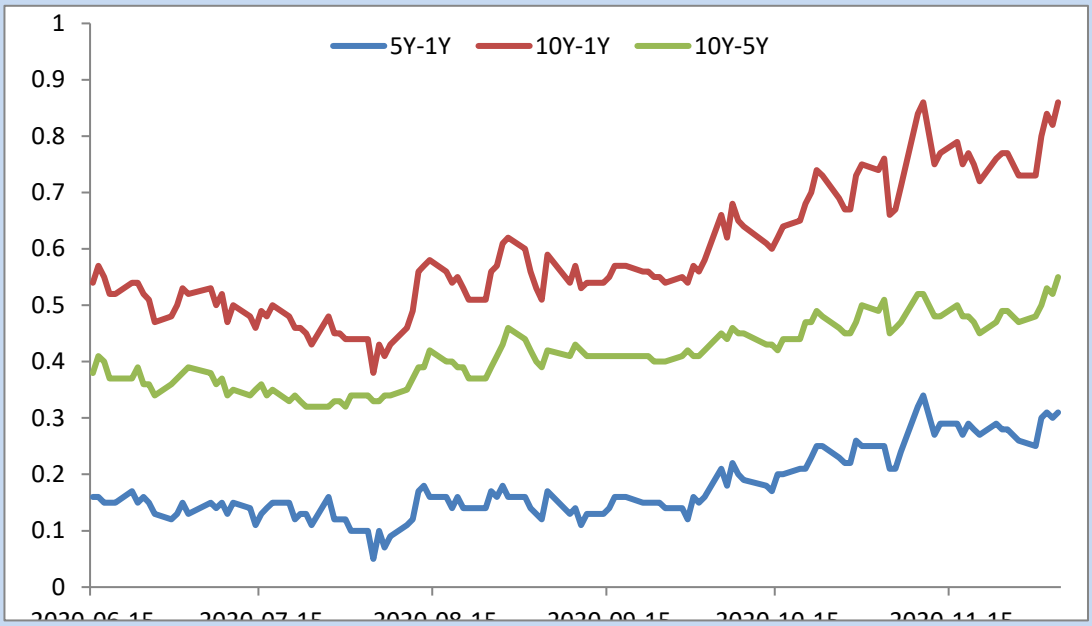


数据来源：Wind

图表 7：美债期限利差

美债利差走扩

美债 5Y-1Y 利差为 0.31%，较上周涨 5BP；美债 10Y-1Y 利差为 0.86%，较上周涨 13BP；美债 10Y-5Y 利差为 0.55%，较上周涨 8BP。



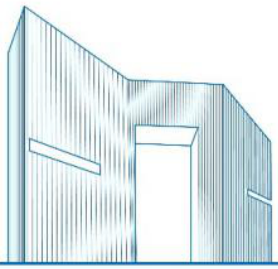
数据来源：Wind

下周展望

利率进一步上行空间有限，3.4%~3.5%的水平将吸引配置盘积极入场，抑制进一步上行的空间。但这不意味着利率趋势性下行机会的到来，在牛熊转换之间或经历一段宽幅震荡磨顶的过程。在目前的利率水平下，单纯比较投资回报率，5Y 及以上期限的利率债的性价比已经超越了信贷，如果不考虑政策因素的影响，银行在资产配置方面的理性考虑应该是增加利率债的配置而非信贷，配置力量将大概率陆续入场。操作建议：1.超跌之后把握短期反弹的机会，反弹空间可能相对有限；2.在目前这个点位继续做空的安全性不高，盈利空间相对有限。若要继续做空，建议等反弹乏力后入场 3.左侧买入长期布局不可操之过急，重点关注两个方面，一是明确的经济转弱的信号，可监测房地产销售和金融数据等指标；二是央行货币政策的变化，主要影响因素有人民币汇率和经济基本面。

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