国信期货宏观月报

宏观

RCEP 提振市场情绪 人民币中间价或小幅回调

2020 年 11 月 29 日

主要结论

中国加入 RCEP 对大宗商品的影响：RCEP（Regional Comprehensive Economic Partnership）这个协议覆盖了全球约 36 亿的人口，GDP 总计 26.2 万亿美元，成员国的经济总量和贸易额都占全球份额的 1/3。签署这个协议代表中国向世界释放出了坚定支持多边主义和自由贸易的鲜明信号。对于中国的影响方面，首先从从贸易的角度看，中国加入 RCEP 能在一定程度上消除中美贸易摩擦对于中国外贸进出口的影响，有助于中国更好的实现“一带一路”的建设，为中国构建全球贸易体系争取主动权。从产业的方向来看，对于机电、机械设备和零部件、化工品、纺织品等行业的出口有较为明显的利好，但是值得注意的是，整体的关税减让的过渡期在 10 年左右，所以中国加入 RCEP 对于市场的利好的短期不明显，但长期战略影响将会逐渐体现。

拜登当选对大宗商品的影响：不同于特朗普致力于最大化美国油气的产量，拜登认为气候变化威胁人类“生存”，并表示如果当选，或将着手恢复被特朗普废除的几十项环境保护措施，并启动史上最大胆的气候变化计划。所以从需求的角度来看，拜登上台后较为利空原油。同时拜登在竞选时重申有关重新与伊朗和委内瑞拉建立外交联系的承诺，可能为这两个国家恢复石油出口开辟一条道路，虽然协议至少还需要一段时间的核查、谈判和交易决策，但伊朗和委内瑞拉作为原油出口大国，或将从供给的角度利空原油。所以拜登当选，从其对待环保以及伊朗问题的政策主张的角度来看，**将从供需角度利空原油。**对于铜而言，拜登承诺使用联邦政府的采购系统（每年花费 5000 亿美元）来实现能源 100%的清洁和车辆零排放。这项环保政策的出台将有利于美国新能源产业的发展，而铜矿作为电池产业的主要原料，从政策的角度或将持续利好铜价。对于黄金而言，当前市场普遍预期拜登当选后或将通过较大规模的财政刺激计划，利好美国国内通胀预期的抬升，凸显贵金属作为资产配置的价值。

需注意疫情好转后人民币中间价回调的风险：人民币汇率近半年升值了 8%左右，成为了当前市场表现最好的资产之一。受益于风险偏好，中美货币政策不同步，以及中国疫情管控得力这三个因素，我们预计 12 月人民币大概率依然保持强势走势，但值得注意的是，当前推动人民币上涨的三个主要因素，主要的核心逻辑是中国和海外疫情阶段的不同步。但是随着疫苗的推出以及秋冬季的结束，全球风险偏好回暖，全球主要央行或将逐步退出非常规的货币政策，预计人民币升值的进程或将在 2021 年 1 季度左右结束。

分析师：顾琛
从业资格号：F3038154
电话：021-55007766
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

1.1 中国加入 RCEP 的影响

经过 8 年的谈判，中国终于加入了当前世界上规模最大的区域自由贸易协议《区域全面经济伙伴关系协定》-RCEP（Regional Comprehensive Economic Partnership）。这个协议覆盖了 36 亿的人口，GDP 总计 26.2 万亿美元，成员国的经济总量和贸易额都占全球份额的 1/3。国务院总理李克强指出，RCEP 与世界贸易组织（WTO）规则相衔接，与其他区域自由贸易安排相辅相成，是多边贸易体制的有益补充，有利于促进经济全球化和贸易自由化。此次协议的签署代表中国向世界释放出了坚定支持多边主义和自由贸易的鲜明信号。

RCEP 协议的主要内容是，通过为东亚区域全面经济伙伴关系削减关税以及非关税壁垒，并建立一个包含 16 个国家的统一市场的自由贸易协定。同时不同于跨太平洋伙伴关系协定(TPP)，RCEP 协议在知识产权、国有企业、劳工、环境等方面对于成员国并没有非常明显的约束， RCEP 更专注于贸易领域合作伙伴的发展关系。

对于中国的影响方面，首先从从贸易的角度看，中国加入 RCEP 能在一定程度上消除中美贸易摩擦对于中国外贸进出口的影响，有助于中国实现“一带一路”，为中国构建全球贸易体系争取主动权。从产业的方向来看，对于机电、机械设备和零部件、化工品、纺织品等行业的出口有较为明显的利好，但是整体的关税减让的过渡期在 10 年左右，所以中国加入 RCEP 对于经济的利好的短期不明显，但是长期战略影响正在逐渐体现。

图：RCEP 组织图



数据来源：NIKKEI ASIA 国信期货整理

2.2 拜登当选美国总统对于全球政经关系以及大宗商品市场的影响

A、对全球经济及金融市场将产生哪些影响？

美国总统大选尘埃落定，我们认为拜登的当选将有利于全球政经关系的稳定发展，对于金融市场而言整体风险偏好有所上升。主要有两个原因：1、在政策力度上，拜登更符合传统政客的形象，政治主张相对而言也更加温和，其行为模式也更有前瞻性，黑天鹅事件发生的可能性变小，或将降低市场的避险情绪。2、从外交政策的角度来看，拜登承诺，他上任后第一项外交方面的工作就是尽快修复与各盟友之间的关系，以及恢复美国在国际间的领导作用。例如重新修复美国和北约的关系以及重返世界卫生组织。从气候变化的角度看，拜登当选后或将重返巴黎气候变化协议，并建立以清洁能源驱动的经济系统。在对于伊朗的政策方面，拜登可能会加强和伊朗的谈判，并表示如果伊朗重新严格遵守协议，或将重新考虑美国与伊

朗签订的核协议。所以从拜登政治主张来看，**其上台有利于全球政经关系的稳定发展。**同时，拜登承诺在上任百日内会废除特朗普任期内的移民政策，包括在墨西哥边境强行分离偷渡者家长与子女的做法。还将废除特朗普对申请政治庇护的年度配额限制，以及对一些穆斯林国家公民的签证禁令。所以拜登的上台也有利于美国整体社会环境的稳定，进而带动市场风险偏好的回升。

B、对于中国的影响

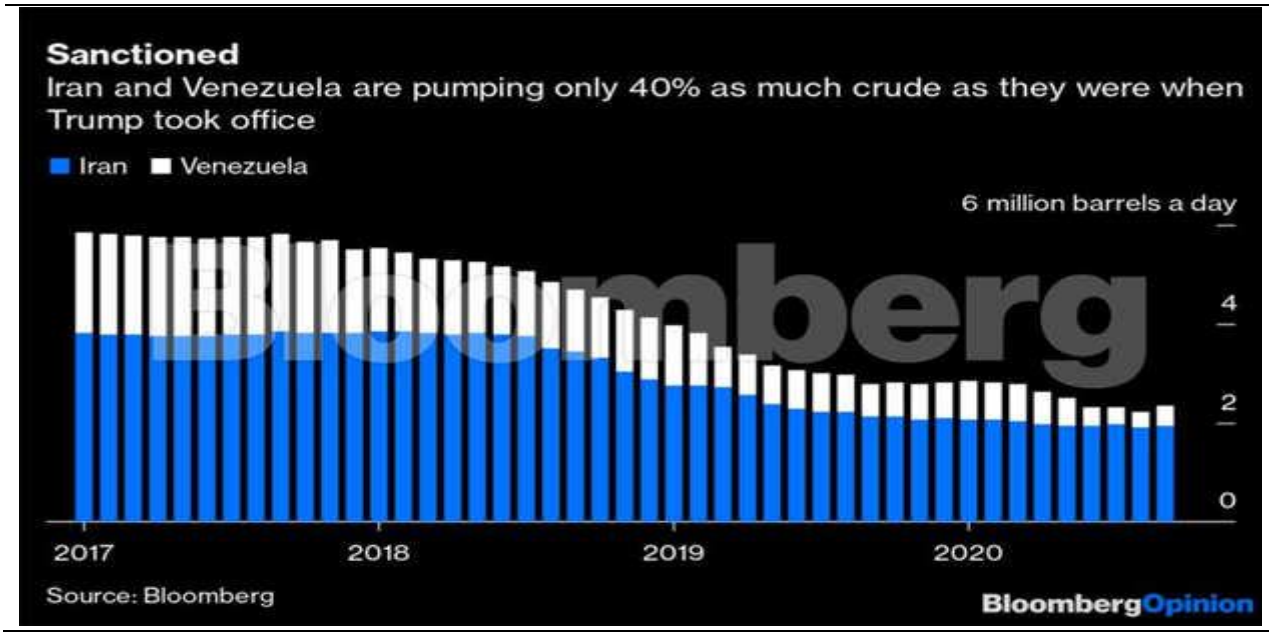
我们认为虽然共和党和民主党对于美国国内的某些问题的政治主张有一定的分歧，但是在对待中国的态度问题上却较为一致。当前美国已经在《国家安全战略》中将中国列为主要的战略竞争对象。拜登和特朗普比较大的区别可能是在处理与中国经贸关系的方式方法上的不同，拜登作为传统意义上的政客，更加强调多边主义，并希望通过依照国际法律和秩序来共同应对来自中国崛起的挑战。但值得注意的是，当前拜登已经 77 岁，一旦当选，宣誓就职时就已满 78 岁，如果再连任，他最终将以 86 岁高龄卸任，刷新美国历史上总统年龄的纪录。所以市场普遍认为拜登只有一任任期，拜登或将在这四年中更专注于修复美国与盟友之间的关系，以恢复美国在国际间的领导作用，他或将更加专注于美国国内问题，而非中国。在这种预期下，拜登的当选不会改变美国对于中国的长期的策略方向，但由于任期时长的限制，或将给中国一定的宽松发展的窗口期。

C、对原油、铜及黄金等大宗商品的影响

对于原油的影响：不同于特朗普在位期间，致力于最大限度的提升美国的油气产量。拜登认为气候变化威胁人类“生存”，并表示如果当选，将立即重新加入《巴黎气候协定》。他还明确表示，将在 2025 年实现美国温室气体排放量同比 2005 年减少 28%的目标。他提议联邦政府未来 10 年内斥资 1.7 万亿美元投入绿色科技研发，并希望美国能在 2050 年前实现零排放目标。所以从需求的角度来看，较为利空原油。同时拜登在竞选时有关重新与伊朗和委内瑞拉建立外交联系的承诺，可能为这两个国家恢复石油出口开辟一条道路，虽然至少还需要一段时间的核查、谈判和交易决策，但伊朗和委内瑞拉作为原油出口大国，或将在从供给的角度利空原油。所以拜登当选，从其对待环保以及伊朗问题的政策主张的角度来看，从供需的角度均利空原油。

对于铜及黄金等大宗商品的影响：对于铜而言，拜登承诺使用联邦政府的采购系统（每年花费 5000 亿美元）来实现能源 100%的清洁和车辆零排放。这项环保政策的出台将有利于美国新能源产业的发展，而铜矿作为电池产业的主要原料，从政策的角度或将持续利好铜价。对于黄金而言，当前市场普遍预期拜登当选后或将通过较大规模的财政刺激计划，利好美国国内通胀预期的抬升，使得贵金属作为资产配置的价值更加凸显。

图：特朗普上台时伊朗和委内瑞拉石油出口量只有 40%，但是预计拜登上台后石油出口数能上升

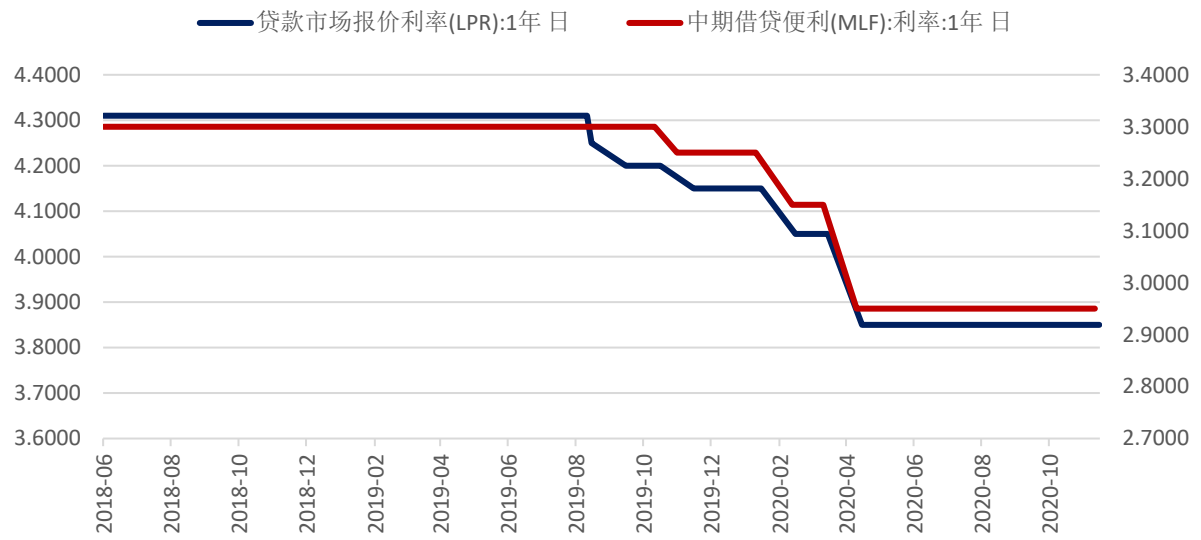


数据来源：BLOOMBERG 国信期货整理

1.3、国内货币政策方向判断：以三个确定来应对不确定性

根据央行副行长对于货币政策的定调来看，央行副行长在国务院政策例行吹风会上表示，政策需要通过确定性来应对当前全球的不确定性。货币政策主要有三个确定性的方面，即总量政策适度，融资成本明显下降以及支持实体经济。根据中国科学院金融研究所的数据，今年中国宏观杠杆率出现了较快幅度的上升，前三季度上升了27.7个半分点，当前杠杆率已经超过了270%。为了避免债务扩展速度长期快于经济增长速度，预计12月的货币政策或更加注重把握货币政策操作的力度、节奏和重点，增强结构性货币政策工具的精准滴管作用，提高政策的直达性。虽然当前国内经济复苏态势良好，疫情管控也好于全球，但政府债务率一旦超过阈值，可能会对长期经济增长产生负向影响，降低经济增长速度。所以预计12月货币政策的方向依然保持中性为主。

图：LPR 和 MLF 利率连续 7 个月没有进行调整



数据来源：wind 国信期货

1.4、从汇率角度来看，美元长期走弱趋势不变，人民币大概率震荡为主

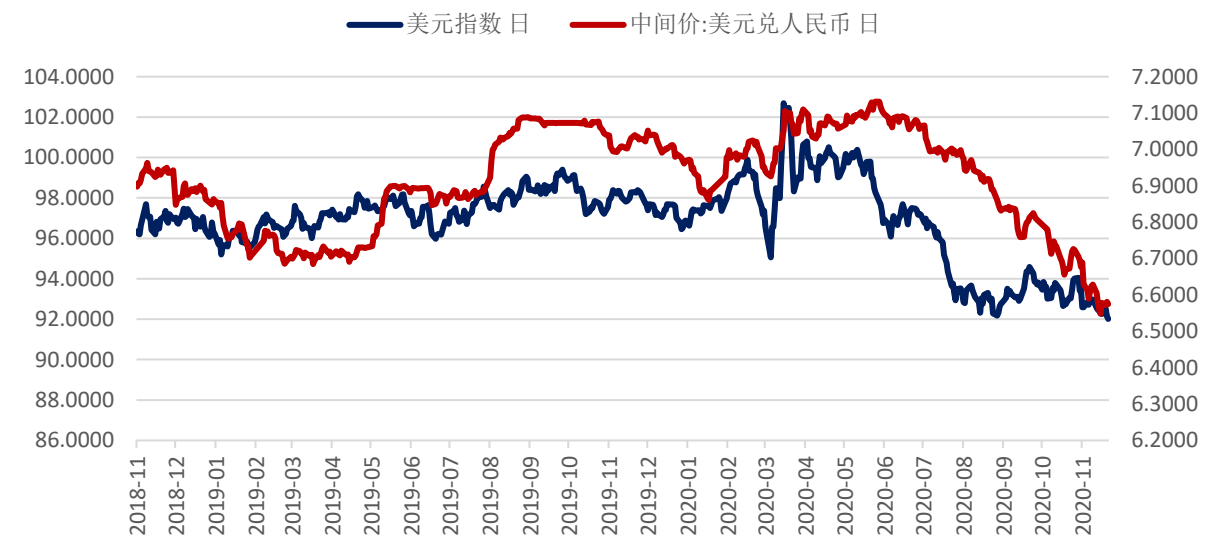
从美元角度来看：我们认为12月美元指数或将持续维持弱势震荡。主要有两个原因，首先，当前拜登大概率当选美国总统，市场不确定性回落，同时市场对于美联储未来宽松财政刺激政策的推出抱有一定的期待，在这两个核心应随的推动美国通胀指数的回升以及美元指数的回落。其次，从欧洲的角度来看，虽然秋冬疫情的二次抬头或将放缓欧洲经济恢复的速度，但是总体来看，当前欧洲央行的政策空间大于美国，同时欧洲经济恢复的程度以及对于疫情控制的力度也强于美国，预计12月整体欧元走势依然强于美元。结合这两点因素来看，预计美元在12月依然维持在93关口附近震荡。

从人民币中间价来看：人民币汇率近期创29个月的新高。人民币汇率近半年升值了8%左右，成为了当前市场表现最好的资产之一。我们预计12月人民币大概率依然保持强势走势，主要有三个原因：首先先，从风险偏好的角度来看，当前全球大多数国家都在遭受疫情冲击或者地缘政治的影响，但是中国整体经济都处于稳步修复的状况中，所以人民币计价的资产安全价值相对更高。所以人民币资产暂时成为了外部风险资产的“避风港”。其次，从国内外疫情防控的角度来看，当前东南亚以及欧洲等国家依然

处于疫情秋冬二次复发的情况，在这种情况下，会出现制造业以及纺织业海外订单回流至国内的情况，带来国际贸易的双顺差，从而带动人民币的升值。最后，由于中美两国的货币政策不同步，当前中美10年期国债利差持续创新高，这也是推动人民币上涨的重要因素之一。

但值得注意的是，当前推动人民币上涨的三个主要因素，主要的核心逻辑是中国和海外疫情阶段的不同步。但是随着疫苗的推出以及秋冬季的结束，预计人民币升值的进程或将在2021年1季度左右结束。

图：美元及人民币中间价走势



数据来源：wind 国信期货

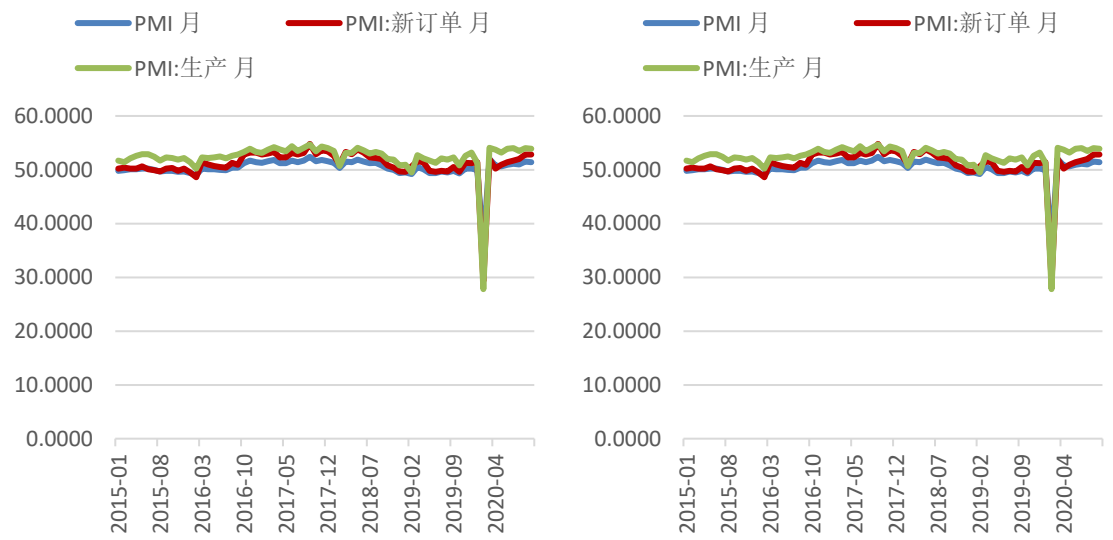
二、国内经济概述

1、PMI数据：在稳定区间运行

10月制造业PMI由前值51.5微落至51.4，高于预期值51；非制造业PMI由前值55.9升至56.2，高于预期值56。

本次数据有两点值得关注：1、从细分项数据来看，从企业规模看，大型企业PMI为52.6%，略高于上月0.1个百分点；中型企业PMI为50.6%，比上月微落0.1个百分点；小型企业PMI为49.4%，比上月下降0.7个百分点。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。生产指数为53.9%，虽比上月微落0.1个百分点，但仍高于临界点，表明制造业生产量继续增长。新订单指数为52.8%，与上月持平，表明制造业市场需求保持稳定恢复。原材料库存指数为48.0%，比上月下降0.5个百分点，表明制造业主要原材料库存量有所减少。从业人员指数为49.3%，比上月下降0.3个百分点，表明制造业企业用工景气度小幅降低。供应商配送时间指数为50.6%，虽比上月微落0.1个百分点，但仍高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月加快。2、总体来看，虽然10月PMI相较于9月PMI小幅回落0.1%，但是整体上依然保持在一个较为稳定的区间。当前值得注意的是欧美疫情二次扩散的情况，如果出现强度高于3月份疫情扩散的情况，则会对外需产生一定的影响，或将短暂拖累经济恢复的状态。

图：PMI 数据



数据来源：wind 国信期货

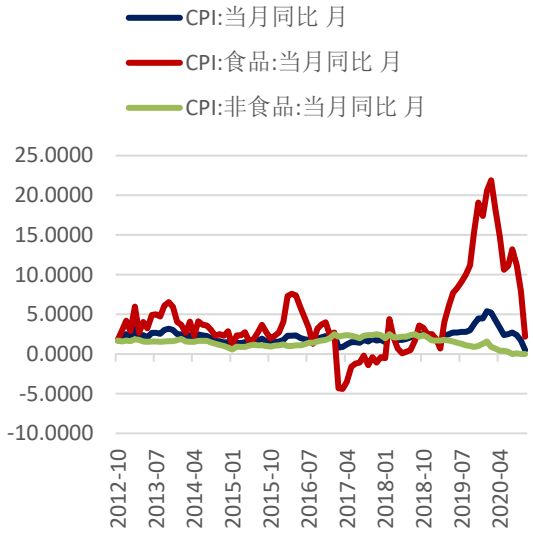
2、通胀数据：剪刀差小幅扩大

2020年10月份，全国居民消费价格同比上涨0.5%。其中，城市上涨0.5%，农村上涨0.4%；食品价格上涨2.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨0.6%，服务价格上涨0.3%。1—10月，全国居民消费价格比去年同期上涨3.0%。 2020年10月份，全国工业生产者出厂价格同比下降2.1%，环比持平；工业生产者购进价格同比下降2.4%，环比上涨0.2%。1—10月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降2.0%，工业生产者购进价格下降2.6%。

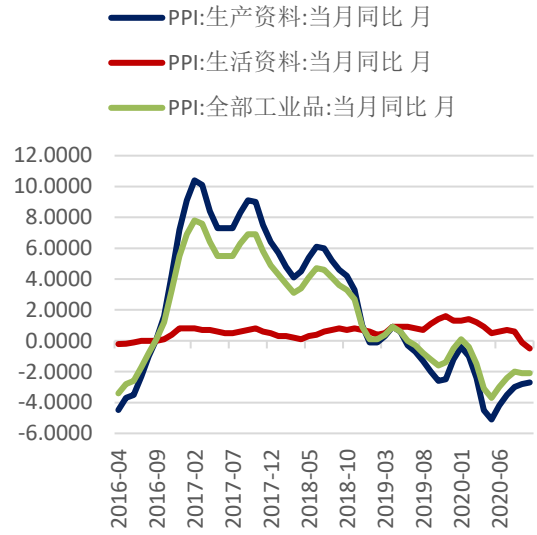
本次数据有两点值得关注：1、从CPI的角度看，食品中，鲜菜价格上涨16.7%，影响CPI上涨约0.38个百分点；水产品价格上涨2.5%，影响CPI上涨约0.04个百分点；畜肉类价格上涨2.0%，影响CPI上涨约0.14个百分点，其中猪肉价格下降2.8%，影响CPI下降约0.13个百分点；粮食价格上涨1.5%，影响CPI上涨约0.03个百分点；鲜果价格上涨0.4%，影响CPI上涨约0.01个百分点；蛋类价格下降16.3%，影响CPI下降约0.11个百分点。食品价格的下降是造成本月CPI回落的主要原因，但值得注意的是剔除食品价格后的核心CPI数据也出现了小幅的回落，表明整体社会的需求依然相对疲软。从PPI角度来看，主要受到生产资料和生活资料下跌的影响，生产资料价格上涨0.1%，涨幅回落0.1个百分点；生活资料价格下降0.1%。主要行业中，价格涨幅回落的有农副食品加工业、有色金属冶炼和压延加工业，降幅扩大的包括石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业。2、总体来看10月通胀数据回落幅度较小，不会对我国当前的货币政策的方向产生过大的影响。并且值得注意的是，扣除食品和原油价格的核心CPI依然保持较为合理的增速。同时，虽然10月CPI和PPI双降，但值得注意的是CPI-PPI的剪刀差持续修复，有助于上下游成本的转移，工业企业利润或将得到持续的改善，并减轻一定的通缩压力。

图：CPI 数据

图：PPI 数据



数据来源：wind 国信期货



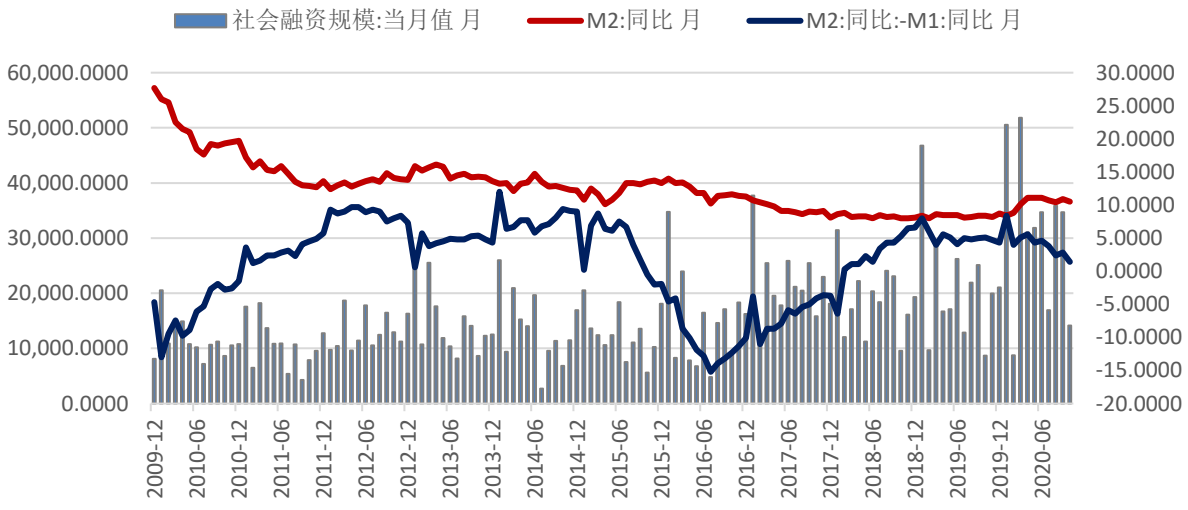
数据来源：wind 国信期货

3、社融数据点评：社融回暖

中国央行周三公布，10月新增人民币贷款6,898亿元，低于路透8,000亿的调查中值，并创一年来低点，但中长期贷款增量仍不低，显示经济活力还在；当月末广义货币供应量(M2)同比增长10.5%，亦低于此前10.9%的路透调查中值。

10月数据有两点值得关注：1、从细分数据项来看，10月社融增量同比维持两位数增长，居民中长期贷款也出现了正增长，但是值得注意的是，新增居民存款增速出现了较明显的下滑。结合来看，表明当前政府债券融资、企业中长期贷款都出现了较为明显的改善。2、但同时值得注意的是M2和M1的剪刀差在逐步缩小，说明当前社会信用扩张的程度较强，但同时也意味着当前货币政策的力度不会再度放松，适度紧货币和宽信用或将成为未来政策的主要方向，预计近期降息降准的可能性依然较低，对于债市依然较为利空。

图：社融增速表现



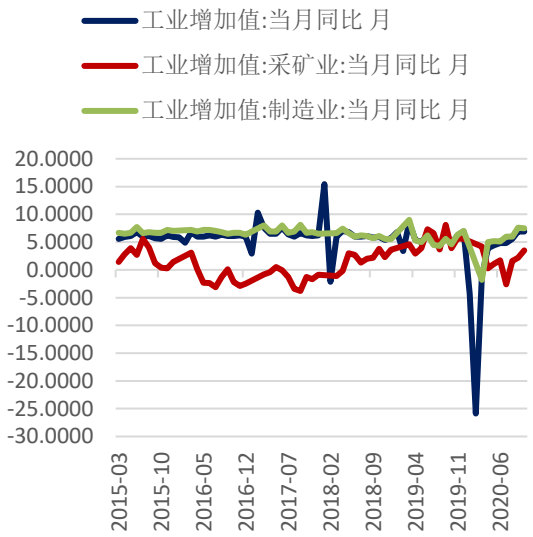
数据来源：wind 国信期货

4、工业增加值及社会消费品零售数据

10月份，社会消费品零售总额38576亿元，同比增长4.3%，增速比上月加快1.0个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额34868亿元，增长3.6%。10月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.9%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速与9月份持平。从环比看，10月份，规模以上工业增加值比上月增长0.78%。1—10月份，规模以上工业增加值同比增长1.8%。

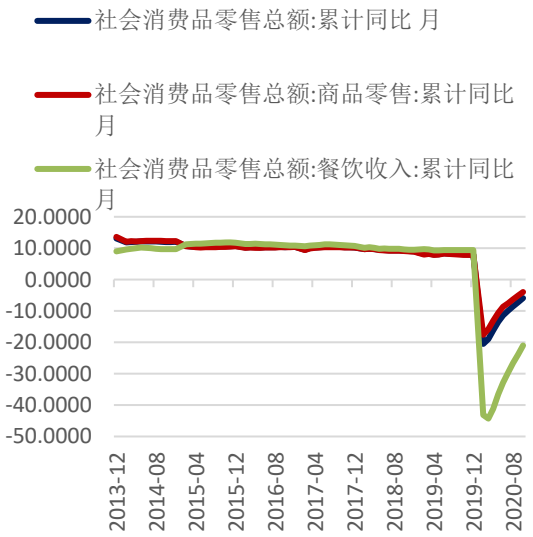
本次数据有两点值得关注：1、从社会消费品零售总额来看，数据出现了较为明显回升，1-10月份，全国网上零售额91275亿元，同比增长10.9%，增速比1—9月提高1.2个百分点。其中，实物商品网上零售额75619亿元，增长16.0%，占社会消费品零售总额的比重为24.2%。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长34.3%、5.6%和17.4%。总体来看，在内循环的政策的对于消费的指引落地后，对于实体经济的引导较为明显。当前内循环带动的消费回升速度已初见成效。2、从工业增加值的角度来看，10月41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长4.8%，纺织业增长9.5%，化学原料和化学制品制造业增长8.8%，非金属矿物制品业增长9.3%，黑色金属冶炼和压延加工业增长11.2%，有色金属冶炼和压延加工业增长4.7%，通用设备制造业增长13.1%，专用设备制造业增长8.0%，汽车制造业增长14.7%。总体来看工业增加值方面实现了平稳较快增长，装备制造业的增速相对较高，是带来本月工业增加值数据回升的主要因素。四季度有望保持国内经济稳定恢复的趋势。

图：工业增加值



数据来源：wind 国信期货

图：社会消费品零售总额



数据来源：wind 国信期货

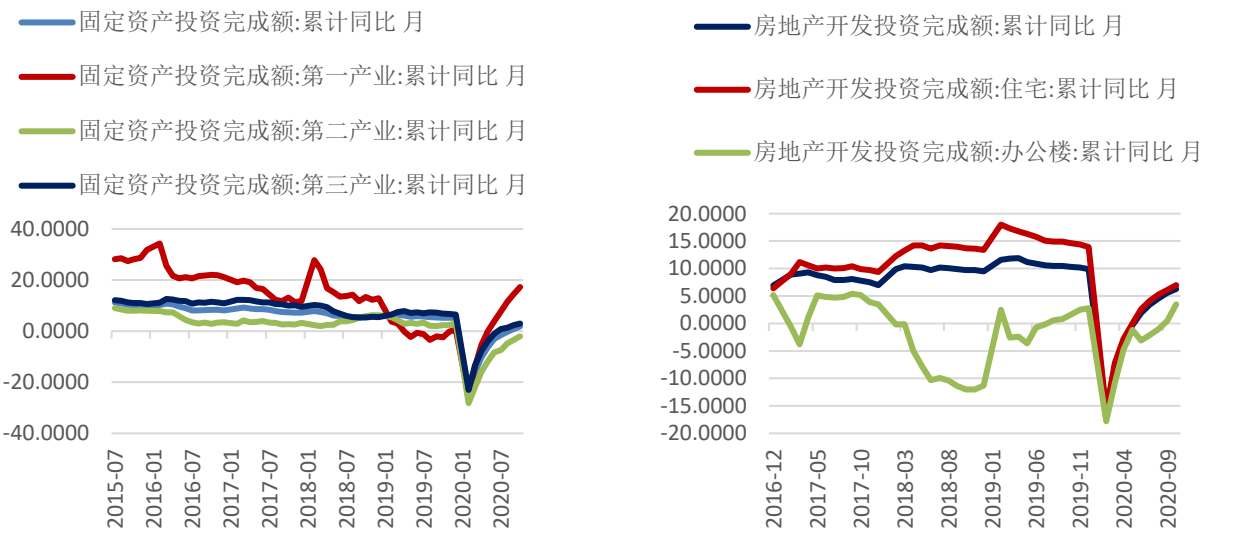
5、房地产和固定投资数据

1-10月份，全国房地产开发投资116556亿元，同比增长6.3%，增速比1—9月份提高0.7个百分点。其中，住宅投资86298亿元，增长7.0%，增速提高0.9个百分点。1-10月份，全国固定资产投资（不含农户）483292亿元，同比增长1.8%，增速比1—9月份提高1.0个百分点。其中，民间固定资产投资269183亿元，下降0.7%，降幅收窄0.8个百分点。从环比速度看，10月份固定资产投资（不含农户）增长3.22%。

本次数据有两点值得关注：1、从固定增加值的角度来看，分产业看，第一产业投资11861亿元，同比增长17.3%，增速比1—9月份提高2.8个百分点；第二产业投资138736亿元，下降2.1%，降幅收窄1.3个

百分点；第三产业投资332695亿元，增长3.0%，增速提高0.7个百分点。。分领域看，基础设施投资同比增长0.7%，比1-9月份加快0.5个百分点；制造业投资下降5.3%，降幅比1-9月份收窄1.2个百分点。值得注意的是，中国1-10月制造业投资累计下降5.3%，在三大投资中恢复最慢；民间投资亦未转正，同比下降0.7%。说明当前制造业主要还是靠政策支持的引导，未来制造业是否能持续复苏，还需要继续观察民间投资的内生性的恢复程度。2、从房地产开发投资数据来看，1—10月份，商品房销售面积133294万平方米，同比持平，1—9月份为下降1.8%。其中，住宅销售面积增长0.8%，办公楼销售面积下降14.5%，商业营业用房销售面积下降14.0%。商品房销售额131665亿元，增长5.8%，增速提高2.1个百分点。其中，住宅销售额增长8.2%，办公楼销售额下降12.8%，商业营业用房销售额下降15.8%。当前房地产开发投资数据小幅增长，但在房住不炒的政策下，预计很难持续成为未来固定资产投资以及经济增长的主力。在当前货币政策较为中性，逐步退出非常规的货币政策的前提下，房地产开发投资增速的数据还有待观察。

图：房地产和固定资产投资数据



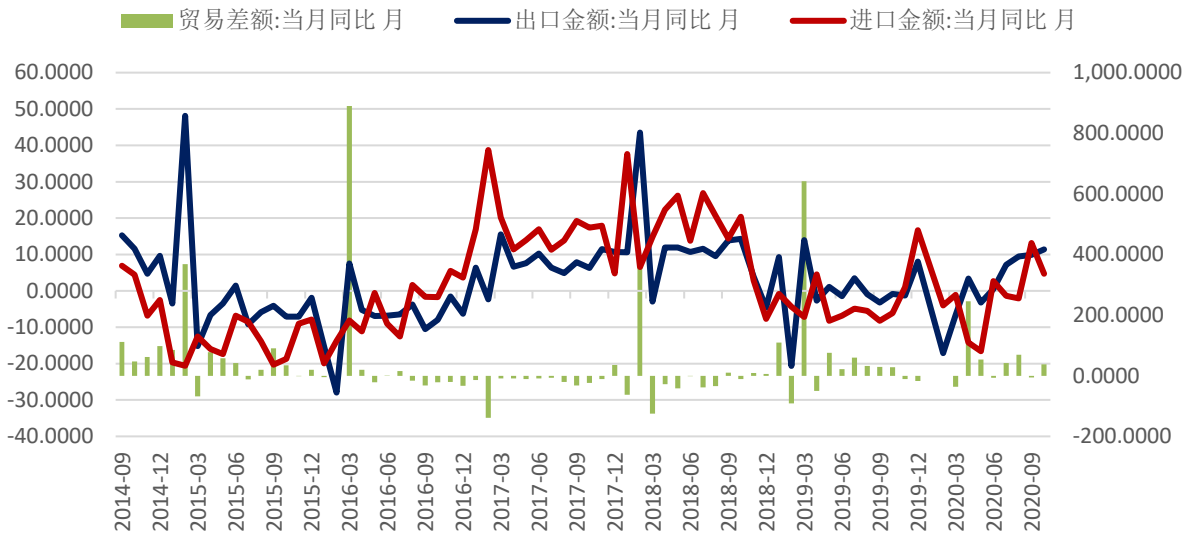
数据来源：wind 国信期货

6、进出口数据点评：

10 月美元计价出口同比增长 11.4%（路透调查预估中值为 9.3%），10 月美元计价进口同比增长 4.7%（路透调查预估中值为 9.5%），10 月贸易顺差为 584.4 亿美元（路透调查预估中值为 460 亿美元），10 月以人民币计价出口同比增长 7.6%，进口增长 0.9%，10 月贸易顺差 4,017.5 亿元人民币

本次贸易数据有两点值得关注：1、从出口的角度来看，由于全球较多国家依然处于防疫的状态，中国国内疫情管控得力率先进行复产复工，而国外疫情进程的错位，使得部分国家的制造业回流至中国，带动近期中国的制造业和纺织业的订单数量的上升，是带动 10 月出口数据上升的主要原因。2、进口方面，受到原油价格回落的影响，大宗商品整体进口价格出现了一定的回落，同时国内由于内生经济生产动能的增强，对于外部进口产品的依存度出现了一定的下降，这是 10 月进口数据相较于 9 月回落的主要原因。总体来看，当前欧洲疫情尚未能得到有效的控制，国内进出口数据能否持续保持较高速的增长依然需要持续观察。

图：进出口贸易数据



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，仅为投资者教育用途而准备，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。