经济稳健复苏，央行超额续作 MLF

摘要

一、内外需同步改善，国内经济持续稳健复苏。10 月国内经济继续稳健复苏，其中，投资、消费、出口三驾马车均出现回升。尽管海外疫情持续升级，但全球经济复苏势头向好，外需改善带动出口保持高增长；随着项目资金的到位，基建投资增长有所加快，地产投资则在前期高开工的支撑下保持较强韧性，制造业投资仍然较弱但修复势头向好；居民的消费信心逐步回归，社会消费持续回暖。需求逐步改善的同时，我们看到生产端保持较高的积极性，工业生产已经恢复至疫情前的正常增长趋势，保持较快的增长。总体而言，我们认为四季度中国经济将继续稳健复苏，消费有望成为新的亮点。

二、央行超额续作 MLF，缓解流动性压力。11 月 16 日，央行开展 8000 亿元 MLF 操作，对冲本月到期的 6000 亿元 MLF 后，超额投放 2000 亿元，这是连续第四个月 MLF 净投放；从净投放规模来看，最近三个月的净投放规模依次下降。一方面，近期资金面紧平衡，央行超额续作 MLF 有利于缓解资金面压力；另一方面，在近期信用债违约频出的背景下，MLF 超额续作有利于提振市场情绪。

总体来看，在资金面趋紧和信用事件频发的背景下，央行加大公开市场操作，表明当前的货币政策仍然维持稳健中性，市场不必过度悲观。往后看，随着经济的不断复苏，疫情期间推出的非常规货币政策将逐步退出，货币政策边际趋紧的趋势较为明确，流动性仍面临阶段性趋紧的压力。

三、坚定看好大宗商品的长期表现。国内经济复苏势头持续向好，为风险资产提供了强劲的基本面支撑，央行超额续作 MLF 将改善市场流动性，缓解市场的对政策方面的忧虑，而 RCEP 协定正式签署，有望进一步提振市场信心，加快区域乃至全球经济复苏的势头，我们长期看好大宗商品市场。

随着项目资金的到位，基建开工加速，而地产保持韧性，下游赶工需求将带动钢材、金属等需求持续改善，短期价格有望维持强势。而海外疫情持续升级，能源化工类需求仍受到压制，短期表现较为谨慎。需求向好、库存走低、通胀预期升温，油脂油粕类商品或继续有亮眼表现。

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

期市有风险，入市需谨慎

专业·诚信·进取·共赢

一、经济

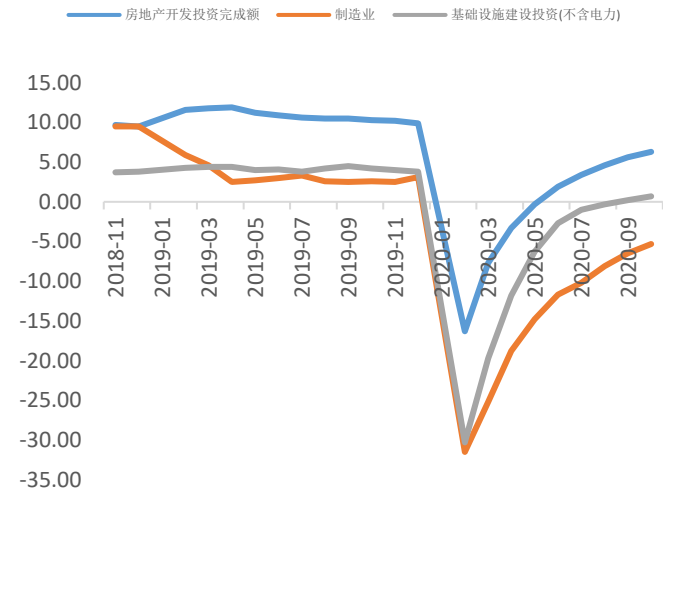
1）经济稳健复苏，央行超额续作 MLF

1、内外需同步发力，经济稳健复苏

10 月工业增加值同比增长 6.9%，增速与前值持平，略高于预期。1-10 月，固定资产投资累计同比增 1.8%，较前值回升 1 个百分点，略高于预期；其中，制造业投资累计同比下降 5.3%，降幅较前值收窄 1.2 个百分点；地产投资累计同比增长 6.3%，增幅较前值扩大 0.7 个百分点；基础设施投资同比增长 0.7%，比 1-9 月份提高 0.5%。10 月份，社会消费品零售同比增长 4.3%，较 9 月份加快 1.0 个百分点，略低于预期。

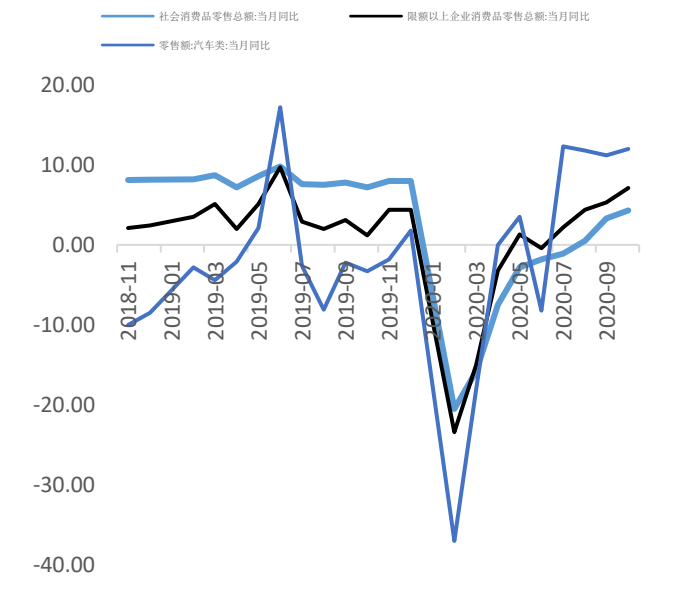
10 月国内经济继续稳健复苏，其中，投资、消费、出口三驾马车均出现回升。尽管海外疫情持续升级，但全球经济复苏势头向好，外需改善带动出口保持高增长；随着项目资金的到位，基建投资增长有所加快，地产投资则在前期高开工的支撑下保持较强韧性，制造业投资仍然较弱但修复势头向好；居民的消费信心逐步回归，社会消费持续回暖。需求逐步改善的同时，我们看到生产端保持较高的积极性，工业生产已经恢复至疫情前的正常增长趋势，保持较快的增长。总体而言，我们认为四季度中国经济将继续稳健复苏，消费有望成为新的亮点。

图表 1：三大门类投资稳健回升



数据来源：Wind

图表 2：消费修复有望加速



数据来源：Wind

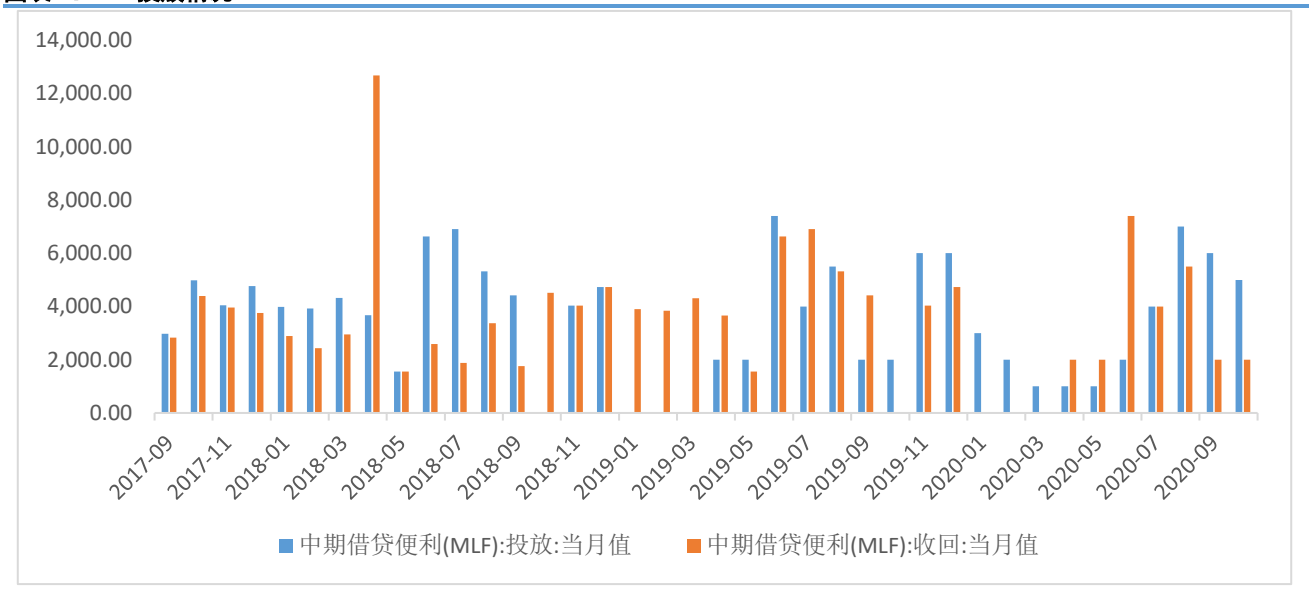
2、央行超额续作 MLF，缓解流动性压力

11 月 16 日，央行开展 8000 亿元 MLF 操作，对冲本月到期的 6000 亿元 MLF 后，超额投放 2000 亿元，这是连续第四个月 MLF 净投放；从净投放规模来看，最近三个月的净投放规模依次下降。一方面，近期资金面紧平衡，央行超额续作 MLF 有利于缓解资金面压力；另一方面，在近期信用债违约频出的背景下，MLF 超额续作有利于提振市场情绪。

专业·诚信·进取·共赢

总体来看，在资金面趋紧和信用事件频发的背景下，央行加大公开市场操作，表明当前的货币政策仍然维持稳健中性，市场不必过度悲观。往后看，随着经济的不断复苏，疫情期间推出的非常规货币政策将逐步退出，货币政策边际趋紧的趋势较为明确，流动性仍面临阶段性趋紧的压力。

图表 3：MLF 投放情况



数据来源：Wind

2）工业生产持续回暖

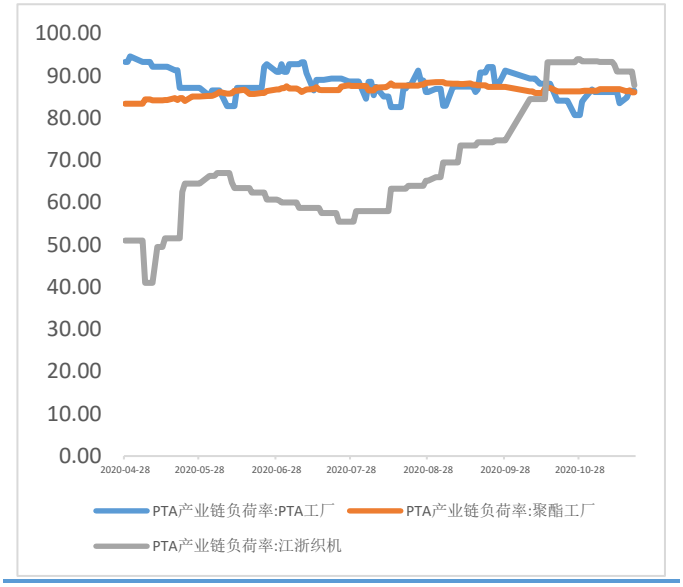
钢材产销两旺，库存持续去化。10 月钢材产销两旺，全国粗钢产量增速回升至 12.7%，表观消费量增速虽略有回落至 15.9%，但仍处于年内增速次高点。上周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率回升至 67.4%，样本钢厂钢材产量增速上行至 5.4%，表明钢厂生产持续向好。需求继续改善，下游实际成交持续高增，使得上周钢厂钢材库存和钢材社会库存双双去化。上周钢价螺纹、热板均升，钢价回升也带动吨钢毛利螺纹、热板双双走高。

化工：需求回暖，生产走强。需求方面，受益于下游织造需求持续回暖以及上游原油价格回升，上周 PTA 产业链产品价格多数上涨。与此同时，生产端继续走强，上周 PTA 产业链负荷率涨少跌多，其中仅聚酯工厂略升，而 PTA 工厂、江浙织机均降，但江浙织机仍处于 2014 年以来同期新高，反映生产依然偏强。

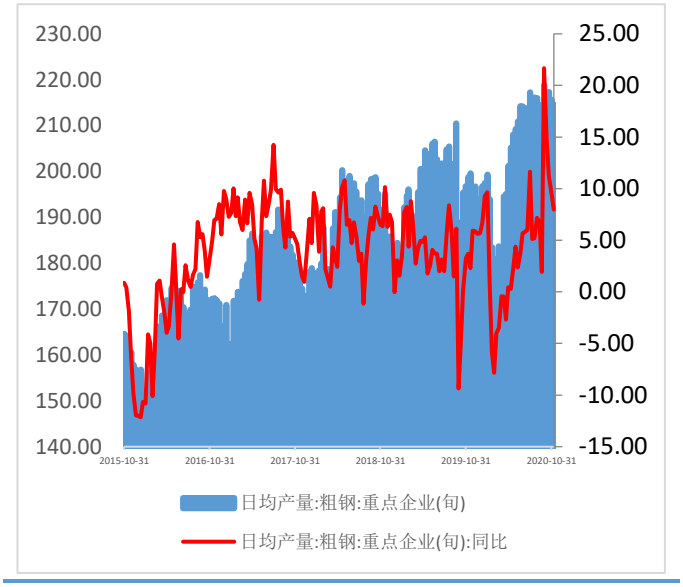
图表 4：PTA 产业链负荷

图表 5：日均粗钢产量

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind



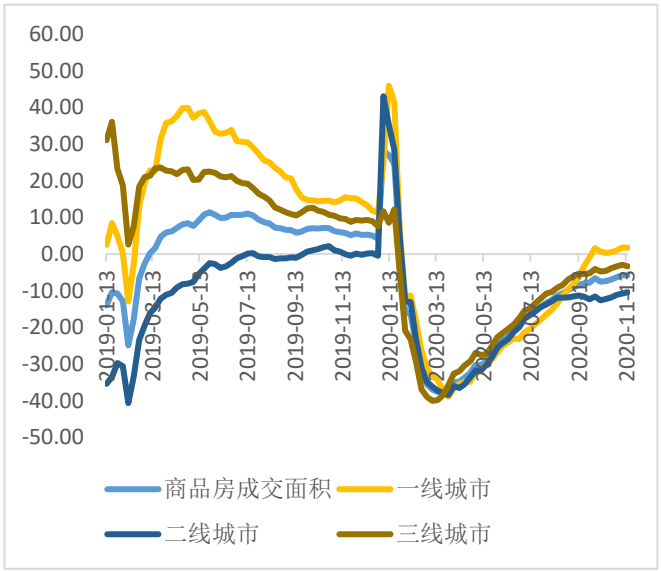
数据来源：Wind

3）地产销售回暖，汽车产销明显改善

房市有所回暖，土地成交依然冷清。10 月 70 城房价同比、环比增速分别下滑至 4. 2%、0. 2%，而口径更广的百城房价同比增速有所回升，10 月份全国地产销售面积和销售额增速也明显走高。受益于去年同期基数走低，11 月地产销售增速继续改善，前三周 30 大中城市地产销售增速降幅收窄至-2. 05%。10 月全国土地购置面积增速降幅扩大至-5. 6%，而上周土地市场成交依然偏冷。

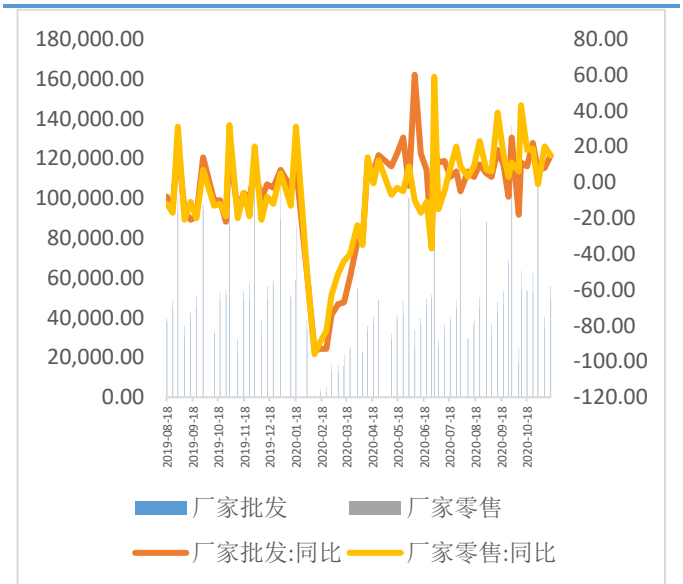
乘用车供需保持旺盛。10 月汽车产销仍保持旺盛态势，受益于去年同期基数走低，限额以上汽车零售额同比增速由降转升至 12%，创下今年年内次高点，全国汽车产量增速略有回落至 11. 1%，但仍维持两位数以上的增长。而根据最新的数据，11 月前 15 天乘联会乘用车批发、零售销量增速分别升至 11%、17%，表明乘用车需求依旧较为旺盛。上周半钢胎开工率略有回落至 71%，但仍处于 2017 年以来同期新高。

图表 6：30 大中城市地产销售情况



数据来源：Wind

图表 7：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

专业·诚信·进取·共赢

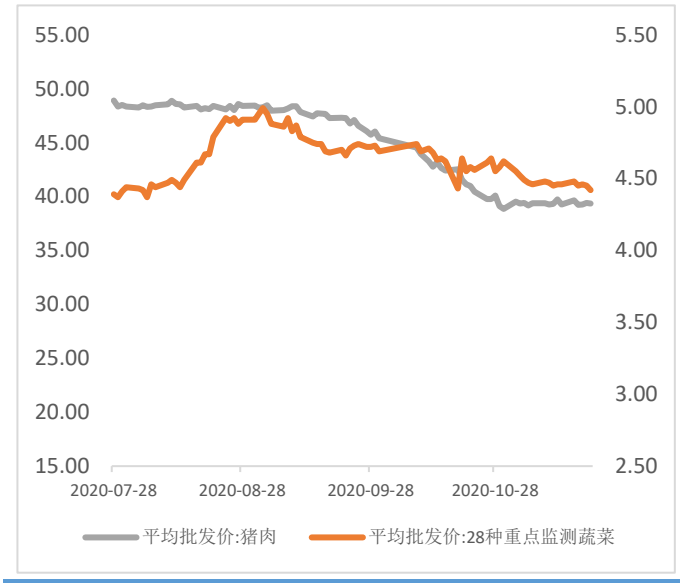
二、物价：通胀压力明显走低

1）本周食品价格继续回落。随着供给的加快恢复，本周食品价格继续回落，其中，猪肉均价环比下降 0.02%，蔬菜均价环比下降 0.27%。

2）CPI 持续回落，通缩预期升温。随着生猪存栏的不断增长，猪肉供给持续改善，价格持续下降，在高基数下，其对通胀的影响或由拉动转为拖累。进入秋季，蔬菜、鲜果等供给明显增多，价格高位回落，其对食品价格的拉动有限，预计食品价格同比增速将继续回落。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，但国际油价持续低位徘徊将继续拖累非食品价格。综合来看，随着食品价格的持续走低，在高基数下，短期的通缩压力有所升温。

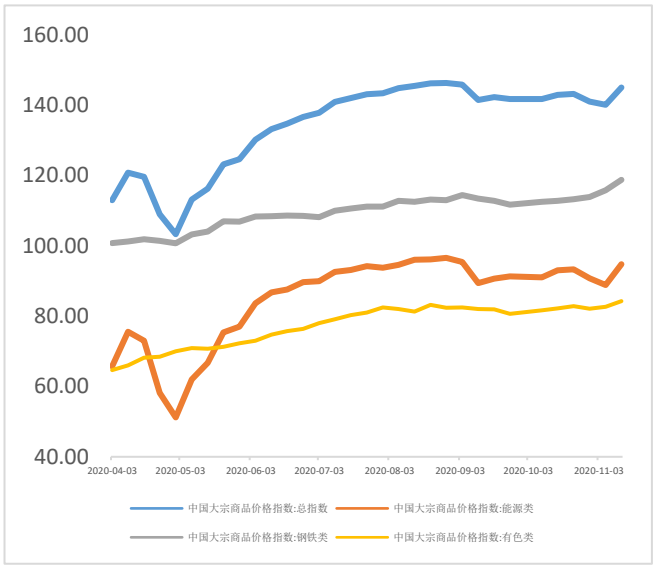
3）疫情影响需求，PPI 修复速度有所放缓。进入秋冬季节，欧美疫情持续升级，部分国家采取新的限制措施，国际油价明显回落，国内煤价上涨、钢价回落，短期 PPI 修复速度有所放缓。不过，我们认为本轮疫情的影响明显减弱，只会影响经济复苏的节奏，不会改变全球经济复苏的趋势，工业品需求仍有改善的空间，价格有望在中期重新反弹，PPI 或逐渐得到改善。

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、国家主席习近平在二十国集团领导人第十五次峰会第一阶段会议上发表讲话，要坚定维护以规则为基础、透明、非歧视、开放、包容的多边贸易体制，支持世界贸易组织改革，增强其有效性和权威性，促进自由贸易，反对单边主义和保护主义，维护公平竞争。中方支持围绕人工智能加强对话，倡议适时召开专题会议，推动落实二十国集团人工智能原则，引领全球人工智能健康发展。二十国集团还要以开放和包容方式探讨制定法定数字货币标准和原则，在共同推动国际货币体系向前发展过程中，妥善应对各类风险挑战。

专业·诚信·进取·共赢

2、国务院副总理刘鹤主持召开国务院金融稳定发展委员会第四十三次会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作。会议要求，秉持“零容忍”态度，依法严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益；强化市场约束机制，发债企业及其股东、金融机构、中介机构等各类市场主体必须严守法律法规和市场规则；加强部门协调合作，牢牢守住不发生系统性风险的底线；深化债券市场改革，建立健全市场制度，完善市场结构，丰富产品服务。

3、国务院办公厅督查室、银保监会办公厅通报《部分银行保险机构助贷机构违规抬升小微企业综合融资成本典型问题》，涉及工商银行部分分支机构、民生银行总行集团金融部等。通报指出，各银行保险机构和助贷机构要引以为戒、举一反三，积极为企业纾困解难，不得利用市场优势地位附加不合理条件、强制捆绑销售、转嫁成本、违规收费，变相增加小微企业隐性融资成本。对无视禁令、顶风违规的，金融监管部门将发现一起、处理一起，绝不姑息。

4、国务院常务会议要求按时间表抓紧做好 RCEP 落地实施国内相关工作；部署提振汽车消费、家电家具家装消费、餐饮消费、农村消费、旅游消费，开展新一轮汽车下乡和以旧换新，确定支持“互联网+旅游”发展的措施。

5、国务院领导人主持召开经济形势专家和企业家座谈会强调，要统筹考虑下一步宏观政策，增强政策有效性和可持续性。要站稳扩大内需的战略基点；发挥有效投资关键性作用，调动社会力量积极参与，谋划实施一批重大项目和民生工程。

国际：

1、美联储主席鲍威尔：美联储将按照要求将未使用的资金退还给财政部；如果未来有为美联储便利工具提供资金的需要，财政部外汇稳定基金中的其他资金也可使用。

美联储埃文斯：针对新冠肺炎的贷款计划将终止，病毒传播加剧带来经济风险，正在研究美联储资产购买的规模和作用；将保持利率在零，直到就业最大化，通胀实现 2%的目标；扩大到期期限是美联储工具箱中工具的一部分，也可以在适当的情况下更快地增加资产负债表。

2、美国财政部官网显示，美国财长努钦致信美联储主席鲍威尔，要求延长商业票据融资工具（CPFF）、一级交易商信贷工具（PDCF）、货币市场共同基金流动性工具（MMLF）和薪酬保障计划流动性工具（PPPLF）90 天。

3、美国上周初请失业金人数意外增至 74.2 万人，高于预期的 70.7 万人，为五周来首次上升，表明在疫情复燃和防控收紧的情况下，劳动力市场的复苏正在放缓。

4、日本 10 月核心 CPI 同比降 0.7%，降幅为 2011 年 3 月以来最大，前值降 0.3%。日本 11 月 Markit 制造业 PMI 初值 48.3，前值 48.7。

专业·诚信·进取·共赢

5、世贸组织最新一期货物贸易晴雨表显示，随着三季度封锁措施放松，全球货物贸易出现强劲反弹迹象，但尚不清楚能否持续增长。随着被压抑的需求将耗尽，以及完成库存补充，四季度的增长可能会放缓。

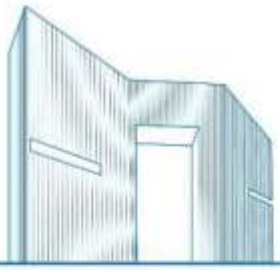
6、欧洲央行行长拉加德：新冠疫苗并未对预期产生根本性影响；必须确保危机不会传导至金融领域；欧洲央行准备重新调整措施；紧急抗疫购债计划（PEPP）和定向长期再融资操作（TLTRO）在提供支持方面有效。

7、澳洲联储会议纪要：委员会准备在必要时采取更多行动，政策重点是购买债券；失业率将维持在高位，CPI 在一段时期内将受抑；将密切关注量化宽松对经济和市场功能的影响；经济前景取决于能否成功抑制住疫情。

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

长按二维码进入小程序