国贸期货研发出品

国贸期货
大宗商品研究报告

宏观金融板块

2020.11.16-2020.11.22

资讯周报



期市有风险，入市需谨慎

目　　录

【宏　　观】RCEP 协定正式签署，美国大选“意犹未尽”----------3

【股　　指】A 股向下调整空间有限，或维持震荡走势----------9

【国　　债】信用债暴雷，警惕短期利率债抛压----------19

RCEP 协定正式签署，美国大选“意犹未尽”

摘要

一、RCEP 协定正式签署。北京时间 11 月 15 日，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）签署仪式以视频方式进行，15 个成员国经贸部长正式签署该协定。1）RCEP 各成员之间关税减让以立即降至零关税、十年内降至零关税的承诺为主，自贸区有望在较短时间内取得重大阶段性建设成果。其中，中国和日本首次达成了双边关税减让安排，实现了历史性突破。财政部官网显示，下一步，财政部将积极做好协定关税减让相关工作。2）RCEP 协定旨在形成区域内统一的规则体系，降低经营成本，减少企业经营的不确定性风险。3）在投资方面，协定则采用更高效的负面清单的方式进行投资准入谈判，这意味着中小企业进入域内“国家”的门槛将大大降低。

RCEP 成员均是我国重要的经贸伙伴，截至 2020 年 1-9 月，我国与其他 RCEP 成员贸易总额达 10550 亿美元，约占我对外贸易总额的三分之一。因此，RCEP 的达成将有助于扩大中国的出口市场空间，满足国内进口消费需求，加强区域产业链供应链，有利于稳外贸、稳外资。RCEP 协定有力支持了自由贸易和多边贸易体制，有助于对全球经济形成正向预期，拉动全球经济疫后复苏

二、美国大选意犹未尽，风险扰动仍存。尽管多数美国媒体均报道拜登将以（306 对 232）的选举人票优势战胜特朗普，但是特朗普目前拒绝认输，仍在筹集资金用于法律诉讼，而美国国内也爆发了特朗普支持者与反对者之间的示威游行，美国国内局势仍然混乱。与此同时，特朗普团队仍在利用最后的执政时间打击遏制中国，而且海外疫情仍在持续蔓延，部分国家进一步采取封锁措施，因此，海外风险扰动仍存。

三、需求仍然稳健，商品市场长期看好。美国大选落地，市场风险偏好明显回归，大宗商品迎来反弹。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。当前，国内基建项目加速落地，各地赶工仍在有序进行，钢材等需求较为稳健，价格或持续偏强运行，而疫苗研究取得突破，消费加快复苏，油脂及部分能化产品或延续反弹。不过，美国局势依旧动荡，疫情影响仍在，谨防海外因素的扰动。

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）RCEP 协定正式签署，有望促进多边贸易

北京时间 11 月 15 日，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）签署仪式以视频方式进行，15 个成员国经贸部长正式签署该协定。

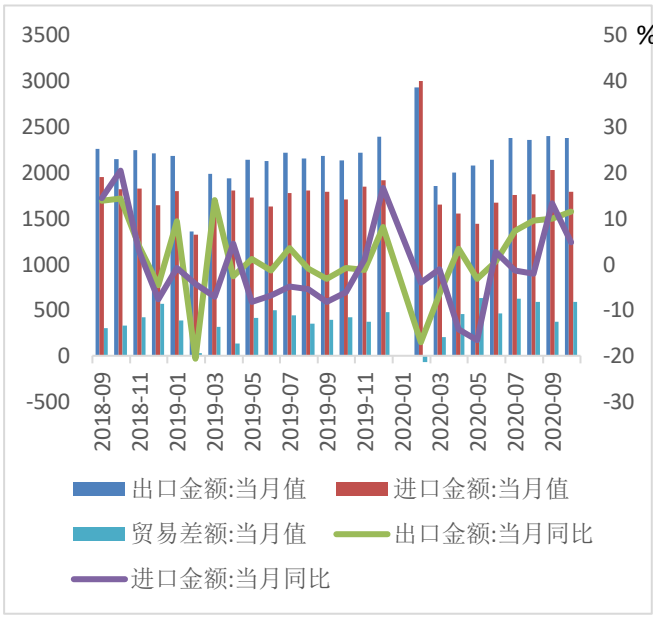
RCEP 协定由东盟 10 国发起，邀请中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰、印度 6 个对话伙伴国参加，旨在通过削减关税及非关税壁垒，建立一个 16 国统一市场的自由贸易协定（印度因“有重要问题尚未得到解决”而暂时没有加入协定），涉及中小企业、投资、经济技术合作、货物和服务贸易等十多个领域。

1）RCEP 各成员之间关税减让以立即降至零关税、十年内降至零关税的承诺为主，自贸区有望在较短时间内取得重大阶段性建设成果。其中，中国和日本首次达成了双边关税减让安排，实现了历史性突破。财政部官网显示，下一步，财政部将积极做好协定关税减让相关工作。

2）RCEP 协定旨在形成区域内统一的规则体系，降低经营成本，减少企业经营的不确定性风险。加速商品流动、技术流动、服务流动、资本流动，域内企业均可参与原产地的价值积累，对促进区域内相互贸易投资大有裨益。

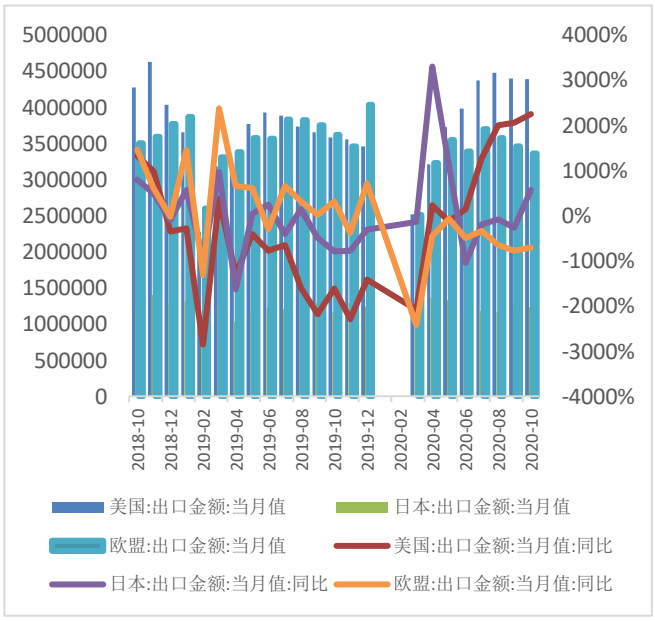
3）在投资方面，协定则采用更高效的负面清单的方式进行投资准入谈判，这意味着中小企业进入域内“国家”的门槛将大大降低。

图表 1：外贸表现持续超预期



数据来源：Wind

图表 2：对 G3 出口情况



数据来源：Wind

总体而言，RCEP 协定的签署这将有力提振区域贸易投资的信心，加强域内国家产业链供应链的协

作，提升各方合作抗疫的能力，助推域内各国经济复苏，并促进本地区长期繁荣发展。RCEP 协定有力支持了自由贸易和多边贸易体制，有助于对全球经济形成正向预期，拉动全球经济疫后复苏。同时，RCEP 成员均是我国重要的经贸伙伴，截至 2020 年 1-9 月，我国与其他 RCEP 成员贸易总额达 10550 亿美元，约占我对外贸易总额的三分之一。因此，RCEP 的达成将有助于扩大中国的出口市场空间，满足国内进口消费需求，加强区域产业链供应链，有利于稳外贸、稳外资。

2）工业生产触底回暖

钢材产量增速回升，库存持续去化。上周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率进一步回落至 67.1%，但钢材产量增速震荡上行至 4.5%，表明钢厂生产开始见底回升。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大幅去化。上周钢价螺纹、热板双双回升，钢价回升也带动吨钢毛利螺纹、热板均有走高。

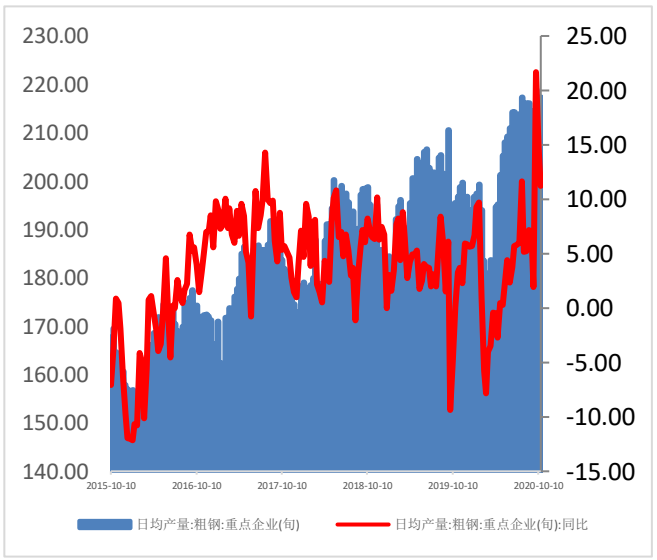
化工：需求偏弱，生产走低。需求方面，受上游原油价格回落以及下游织造需求整体仍偏弱的影响，上周 PTA 产业链产品价格普遍下滑，其中 PTA、聚酯切片和涤纶 POY 价格均降。生产端继续走强，上周 PTA 产业链负荷率涨多跌少，其中仅江浙织机略降，而 PTA 工厂、聚酯工厂均出现回升。生产较需求走强使得库存稳在高位。

图表 3：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 4：日均粗钢产量



数据来源：Wind

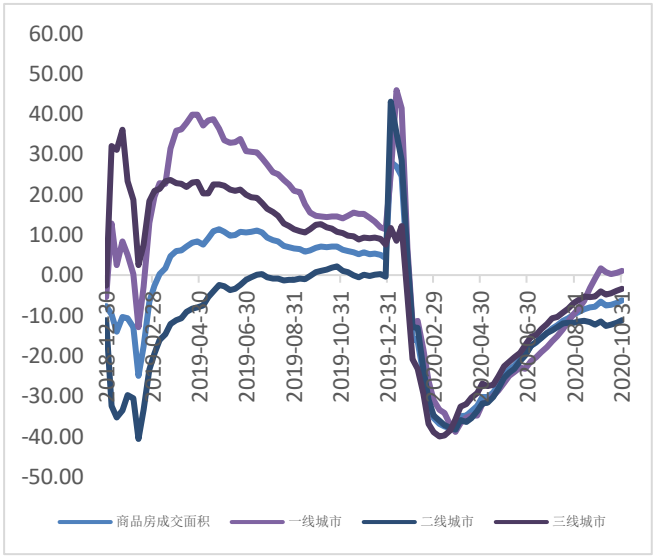
3）地产销售增速回落，汽车产销明显改善

10 月房市量缩价升，土地成交依然冷清。10 月房市量缩价升，百城房价同比、环比增速分别升至 3.5%、0.4%，但地产销量增速明显回落，30 大中城市地产销量增速回落并转负至-2.30%。进入 11 月，地产销售增速显著改善，30 城第一周地产销售增速回升至 15.11%，其中，一线城市大幅回升至 39.87%，

二线城市同比回升至 12.75%，三线城市回升至 4.67%。10 月土地市场稍显冷清，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。

10 月乘用车销量增速回升，生产同比改善。根据最新的数据，10 月中汽协、乘联会乘用车销量增速分别回升至 8%、9.5%，说明汽车消费需求继续改善。进入 11 月，乘用车销售仍较强劲，11 月前 8 天乘联会乘用车批发销量增速略降至 8%，而零售销量增速则明显上行至 20%。生产随需求同步回暖，上周半钢胎开工率继续回升至 71.2%，创 2017 年以来同期新高。

图表 5：30 大中城市地产销售情况



数据来源：Wind

图表 6：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

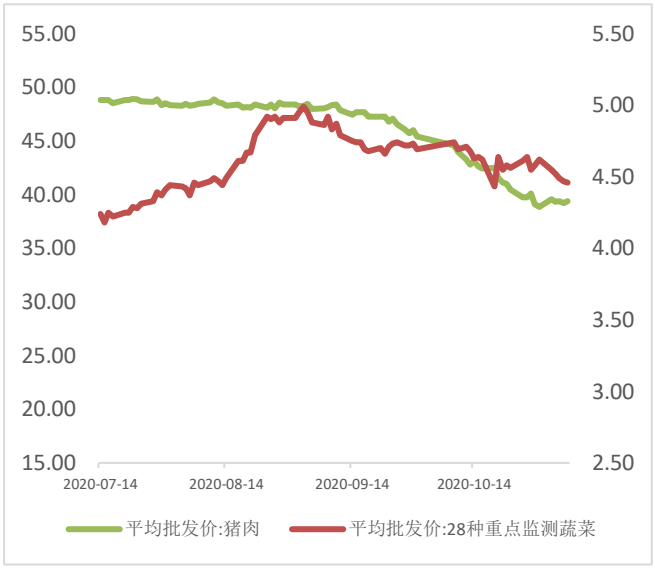
二、物价：通胀或逐月回落

1）本周食品价格继续回落。随着供给的加快恢复，食品价格环比下降 0.3%，猪肉供给持续改善，降幅明显扩大，鸡蛋和鲜菜等也多数下跌。

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。

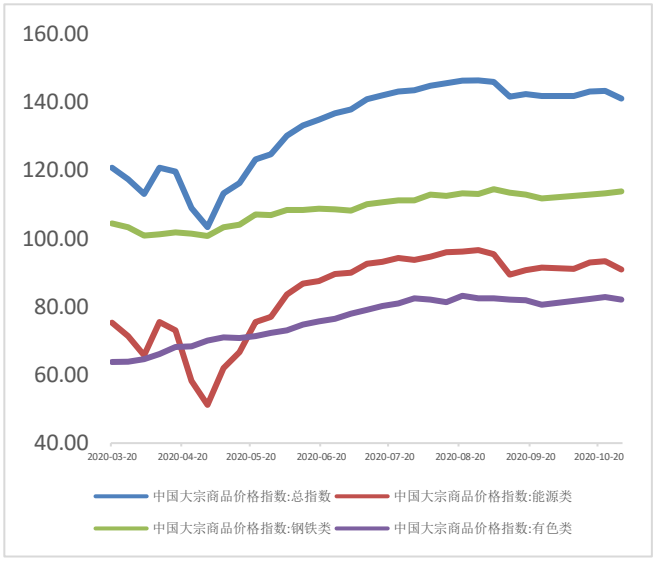
3）疫情影响需求，PPI 修复速度有所放缓。进入秋冬季节，欧美疫情持续升级，部分国家采取新的限制措施，国际油价明显回落，国内煤价上涨、钢价回落，短期 PPI 修复速度有所放缓。不过，我们认为本轮疫情的影响明显减弱，只会影响经济复苏的节奏，不会改变全球经济复苏的趋势，工业品需求仍有改善的空间，价格有望在中期重新反弹，PPI 或逐渐得到改善。

图表 7：主要食品价格



数据来源：Wind

图表 8：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、国务院领导人表示，现在可以有把握地说，中国经济今年可以实现正增长。在世界主要经济体中，中国率先实现了恢复性增长。

2、证监会全面启动上市公司治理专项行动，强化公司治理底线要求。明确要抓好退市制度改革落地实施，拓宽多元化退出渠道，重点推动重整一批、重组一批、主动退一批，促进存量上市公司风险有序出清。要依法查处资金占用和违规担保，持续压降上市公司股票质押风险，从严打击违法违规行为。

3、全国政协经济委员会主任尚福林表示，不管是传统的金融业态，还是像蚂蚁金服这样的金融业态，都应该遵循金融业的一些基本规律。要提高市场效率，同时还要防范风险。要优化融资结构，提升直接融资比重，我国资本市场在金融市场当中还确实是个短板，要深化银行体系改革，加快构建多层次、广覆盖、有差异的大中小合理分工的银行机构体系，继续完善公司治理，强化股东股权和关联交易监管。

4、国务院常务会议决定在浦东新区开展市场准入“一业一证”试点，选取电影院等 31 个行业建立综合许可制度，并在全国大幅压减建设工程企业和测绘资质并加强监管，更大激发市场活力，为扩大消费和有效投资创造条件。

5、农业农村部部长韩长赋表示，十四五时期将发展休闲农业、农村电商等新产业、新业态。中国粮食安全形势处于中国最好的时期，今年中国粮食丰收已成定局，产量有望创历史新高。

6、国务院办公厅印发《全国深化“放管服”改革优化营商环境电视电话会议重点任务分工方案》提出：今年年底前制定出台深化汽车生产流通领域“放管服”改革和引导平台经济有序竞争的有关文件，明年 6 月底前制定出台网络交易监督管理规定；修订出台 2020 年版鼓励外商投资产业目录，制定发布外商投资指引。

国际：

1、美联储布拉德：当前的货币政策处于一个非常好的位置，美联储仍然“没有考虑”加息，对经济来说仍然是一个漫长的攀升过程；随着疫苗的临近，投资将“大幅度”增加，新冠疫情将结束的可能性上升。

美联储威廉姆斯：近期新冠肺炎病例激增后，经济可能会有所放缓，美联储在利率和货币政策方面的决定将取决于经济的发展。

美联储卡普兰：负利率不在美联储的讨论范围之内，如果通胀率快速上升，美联储可能会采取更激进的措施；预计 2021 年美国经济增速为 3.5%。

美国 11 月密歇根大学消费者信心指数初值 77，预期 82，前值 81.8。

2、欧元区第三季度 GDP 同比修正值降 4.4%，预期降 4.3%，初值降 4.3%。欧元区 9 月季调后贸易帐为顺差 240 亿欧元，为 2020 年 2 月以来新高，预期顺差 225 亿欧元，前值顺差 219 亿欧元。

欧元区 11 月 ZEW 经济景气指数 32.8，前值 52.3。德国 11 月 ZEW 经济景气指数 39，预期 41.7，前值 56.1。德国智库 ZEW：经济景气指数在 11 月再度显著下滑，暗示德国经济复苏放缓，担心德国经济可能会再次陷入衰退。

欧洲央行行长拉加德：刺激措施的持续时间以及水平同等重要，货币政策确保对整个经济有利的融资条件至关重要，财政政策必须继续处于稳定努力的核心；汇率的发展可能会对通货膨胀的路径产生负面影响，紧急抗疫购债计划（PEPP）和定向长期再融资操作（TLTRO）可能仍将作为工具。

3、韩国财政部发布的《最近经济动向》指出，虽然韩国出口呈恢复趋势，部分经济指标得到改善，但受新冠疫情在全球再次扩散的影响，服务业和就业指标不尽如人意，韩国实体经济的不确定性犹存。

4、新西兰联储维持基准利率在 0.25%的历史低位，同时继续推行规模高达 1000 亿新西兰元的债券购买计划。新西兰联储表示，实施负利率讨论取得进展，银行系统正为负利率做好准备。

5、英国 10 月失业率为 7.3%，前值 7.6%，10 月失业金申请人数减少 2.98 万人，预期增 5 万人，前值增 2.81 万人。

股指期货·周度报告

2020 年 11 月 15 日 星期日

A 股向下调整空间有限，或维持震荡走势

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

本周内盘走势相对独立，国内方面，基本面表现依旧良好，随着外部不确定性事件相继落地，股指迎来一日大涨行情，但随着银行间流动性的收紧，对货币政策收紧的担忧压制市场风险偏好，股指呈现冲高回落的走势；美国大选尘埃落定，新冠疫苗研发取得重大进展，为全球经济复苏注入信心，风险偏好显著回升，推动欧美股市连续大涨，贵金属黄金、白银重挫。本周沪深 300 本周跌 0.59%，上证 50 本周跌 0.62%，中证 500 本周微涨 0.09%，中证 500>沪深 300>上证 50。相应期指中，IF 加权日线和周线均突破前期高点，从技术分析层面来看，有望继续上探。

在美国大选、疫情、疫苗等海外因素扰动过后，市场逐渐关注国内政策预期的变化，一方面，央行高层对货币政策的表态愈发谨慎，对防止金融泡沫和杠杆上涨过快的考量更加明确，市场对货币政策收紧的担忧有增无减；另一方面，永煤债暴雷，信用债市场经历了类似于股灾的暴跌，进一步导致流动性趋紧的担忧，国内资本市场经历了股债双杀的局面。

短期来看，在强劲的基本面支撑之下，A 股向下调整的空间有限。16 日，统计局将公布 10 月份的宏观经济数据，同一日央行将对到期的 MLF 进行续作，我们预计经济将进一步得到修复，流动性紧张局面也有望随着央行 OMO 投放量的增多而出现缓和。

中长期来看，我们认为除了强劲的国内基本面之外，仍存在两个因素的扰动，一方面，海外疫情持续升级、美国大选变数犹存、特朗普正在最后的疯狂，风险偏好有压制因素；另一方面，国内流动性边际收紧，历史流动性收紧阶段估值贡献难以占优，盈利修复放缓。因此，股指四季度或保持震荡走势。

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。本周内盘走势相对独立，国内方面，基本面表现依旧良好，随着外部不确定性事件相继落地，股指迎来一日大涨行情，但随着银行间流动性的收紧，对货币政策收紧的担忧压制市场风险偏好，股指呈现冲高回落的走势；美国大选尘埃落定，新冠疫苗研发取得重大进展，为全球经济复苏注入信心，风险偏好显著回升，推动欧美股市连续大涨，贵金属黄金、白银重挫。本周沪深 300 本周跌 0.59%，上证 50 本周跌 0.62%，中证 500 本周微涨 0.09%，中证 500>沪深 300>上证 50。**相应期指中，IF 加权日线和周线均突破前期高点，从技术分析层面来看，有望继续上探。**

申万一级行业中，化工（3.57%）、钢铁（3.53%）、采掘（2.81%）、建材（2.67%）等上游行业表现强劲，汽车（-3.50%）、传媒（-2.36%）、商业贸易（-1.65%）、非银金融（-1.29%）等下游消费行业表现疲弱。

图 1：沪深 300 日 K 线



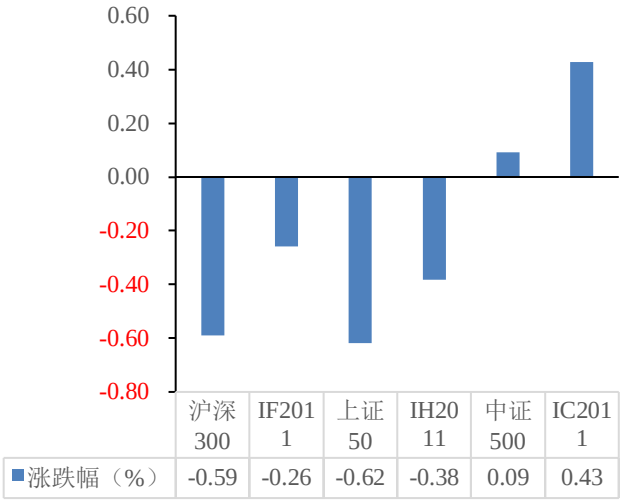
图 2：上证 50 日 K 线



图 3：中证 500 日 K 线

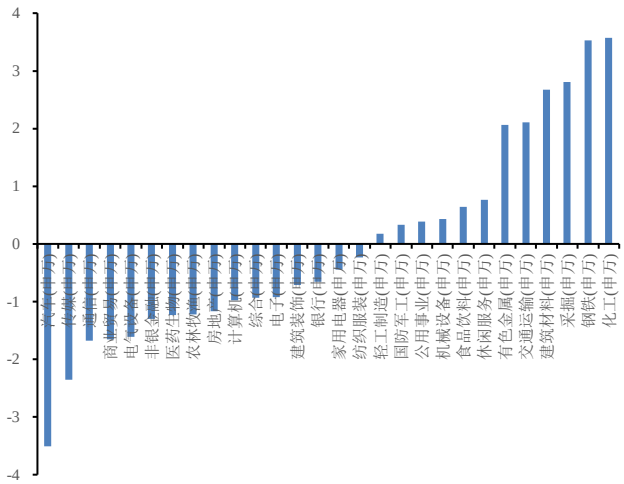


图 4：指数与期货的周涨跌幅（%）



	沪深300	IF2011	上证50	IH2011	中证500	IC2011
涨跌幅（%）	-0.59	-0.26	-0.62	-0.38	0.09	0.43

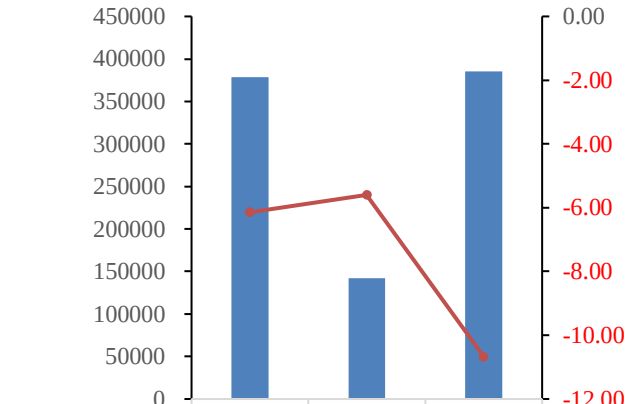
图 5：行业周涨跌幅（%）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

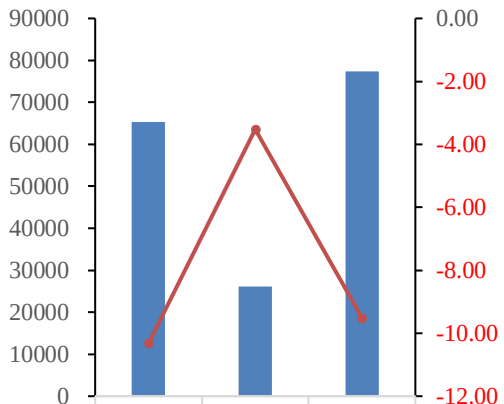
2. 周成交量与周持仓量。成交量方面，三大期指成交活跃度明显下降，尤其 IC 表现低迷。IF 所有合约周成交量为 378759 手，周环比减少 6.14%；IH 所有合约周成交量为 142438 手，周环比减少 5.60%；IC 所有合约周成交量为 385333 手，周环比减少 10.67%。**持仓量方面，IH、IF、IC 持仓量持续大幅缩量。**IF 所有合约持仓量为 65284 手，周环比减少 10.32%；IH 所有合约持仓量为 26128 手，周环比减少 3.52%；IC 所有合约持仓量为 77356 手，周环比减少 9.52%。**会员持仓情况，**截止周四，IF 前五大主力总净空持仓增加 533 手，IH 前五大主力总净空持仓增加 322 手，IC 前五大主力总净空持仓增加 273 手。

图 6：股指期货成交量与成交量变动



	IF2011	IH2011	IC2011
成交量	378759	142438	385333
变动（%）	-6.14	-5.60	-10.67

图 7：股指期货持仓量与持仓量变动



	IF2011	IH2011	IC2011
持仓量	65284	26128	77356
变动（%）	-10.32	-3.52	-9.52

数据来源：国贸期货研究院&Wind

3. 价差走势

1）基差方面，临近到期日，IF、IH、IC 主力合约周贴水幅度有所收窄。其中，周三 IH2011 和 IF2011 的升贴水结构发生改变，分别升水（年化）5.03%、1.84%，IH 存在正套机会；周四截至收盘，IC2011 的贴水率（年化）高达 18.02%，存在反套机会；目前，IF2011 合约贴水 7.83%（年化），IH2011 合约贴水 6.76%（年化），IC2010 合约贴水 14.25%（年化）。

图 8：IF 各合约升贴水率（年化%）

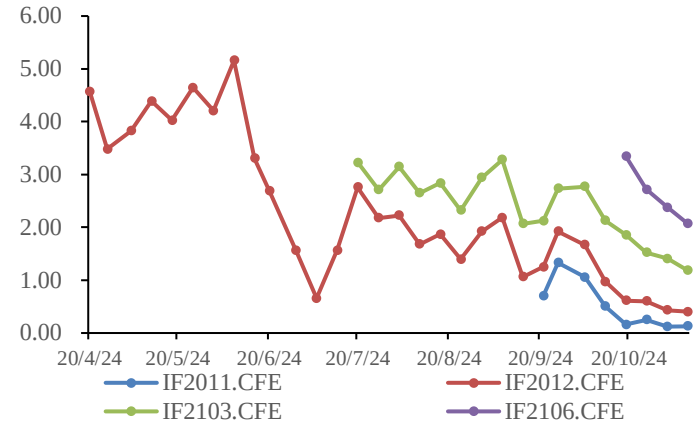


图 9：IF 主力合约升贴水（指数点）

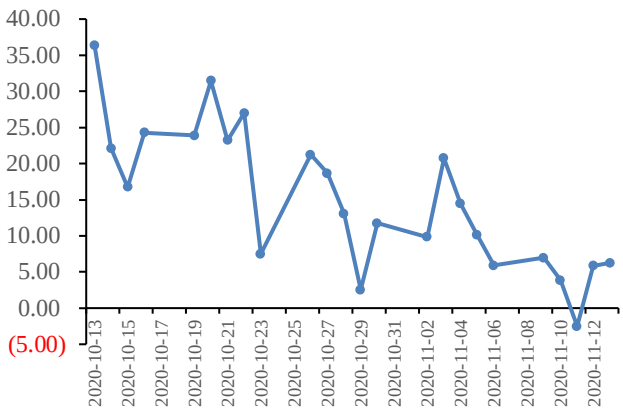


图 10：IH 各合约升贴水率（年化%）

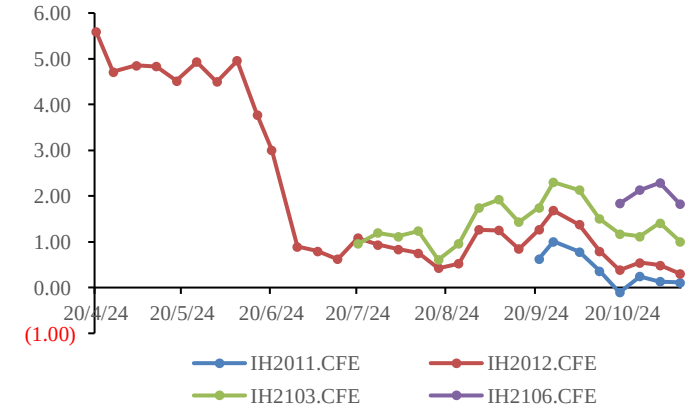


图 11：IH 主力合约升贴水（指数点）

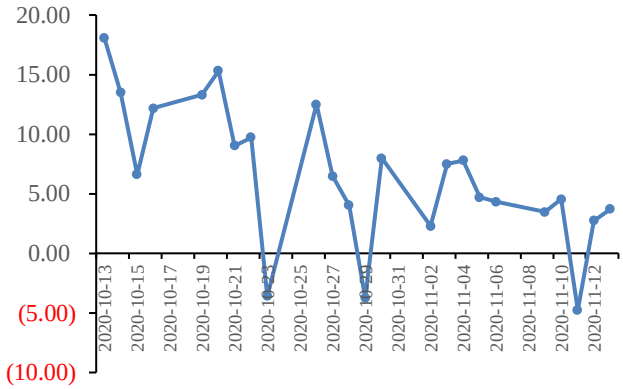


图 12：IC 各合约升贴水率（年化%）

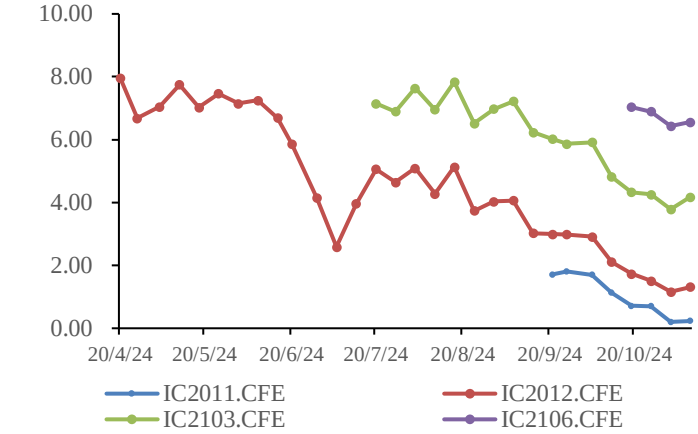
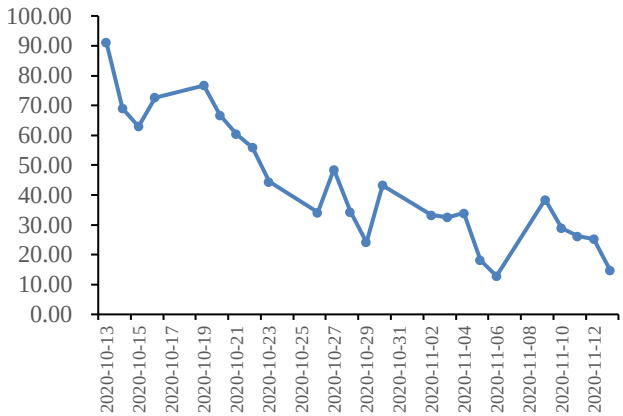


图 13：IC 主力合约升贴水（指数点）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

2）跨期价差方面。本周 IF、IH 的近远月合约价差缩小，IC 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）

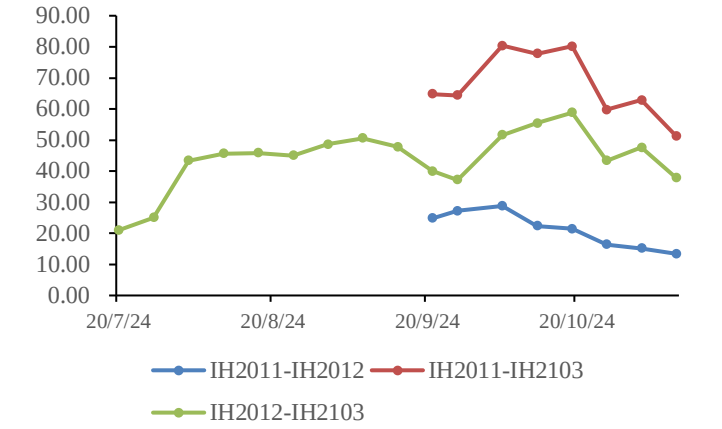


图 15：IF2011-IF2012（指数点）

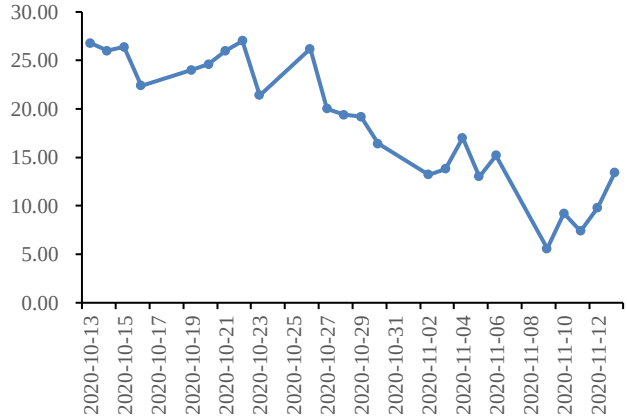


图 16：IH 各合约周度价差（指数点）

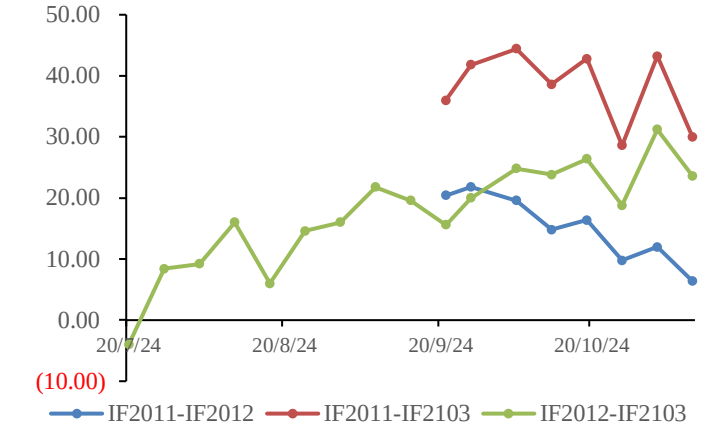


图 17：IH2011-IH2012（指数点）

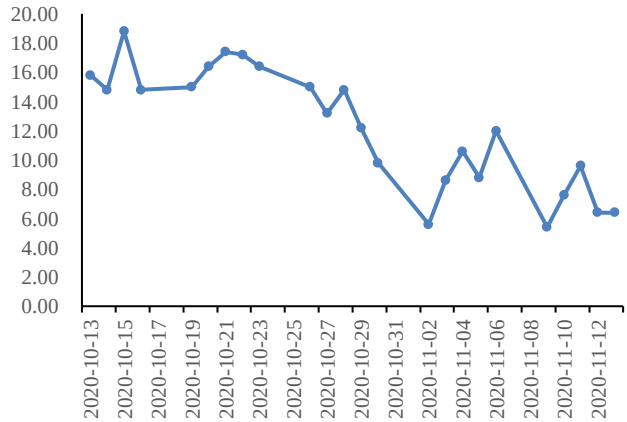


图 18：IC 各合约周度价差（指数点）

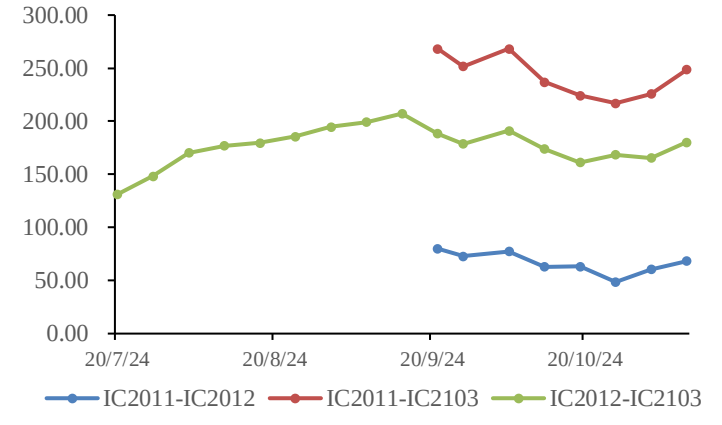
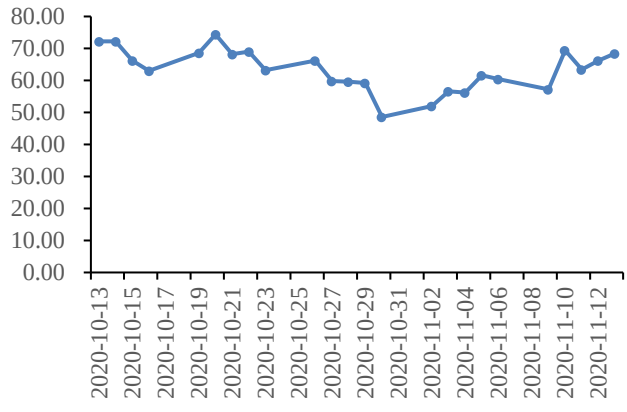


图 19：IC011-IC2012（指数点）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

二、资金面与流动性

11 月 9-13 日期间，央行公开市场净投放资金 2300 亿元，国债和地方债消耗 664.5 亿元，对超储形成补充 1635.5 亿元。但双 11 支付机构的备付金锁定流动性，资金面收紧。再加上信用事件使得信用债质押困难，非银机构流动性受到影响。**11 月 13 日，R001 涨至 2.7809%**，R007 涨至 3.3582%，DR001 涨至 2.5323%，DR007 涨至 2.6061%。11 月 13 日，**DR007 与 7 天逆回购利率的利差达 41bp**，攀升至今年 7 月以来最高水平。

短期来看，预计下周资金面仍较为紧张。一方面，16 日为本月申报纳税截止日，从历史的经验来看，截止日之后 2-3 日走款使得流动性有所收紧。另一方面，下周国债缴款金额较大，约 2057 亿元，主要是周一和周四。需**关注央行 11 月 16 日的 MLF 投放情况，**16 日有 2000 亿 MLF 到期（之前 11 月 5 日 MLF 到期 4000 亿），关注央行的 MLF 投放的体量以及其对冲税期和国债缴款的影响。

长期来看，资金面面临收紧风险，需密切关注央行的表态与措施。从近期央行的操作风格和高层的表态来看，监管层对于金融服务实体的同时抑制金融泡沫和防止杠杆过快上升的态度是较为明确的。当前，国内经济的修复势头良好，一些疫情期间推出的超常规货币政策或逐步退出，避免引发金融泡沫和杠杆率过快上升。因此，资金面或难以长时间维持宽松的状态，面临阶段性收紧的状况。不过，我们也要强调，当前海外疫情持续升级，全球经济复苏前景仍面临不确定性，同时，国内经济修复速度有所放缓（消费仍然疲软，投资内生动力不足等），通胀压力逐月减弱，货币政策不具备大幅收紧的条件。预计货币政策将依然保持中性，并根据实际情况预调微调，注重灵活，重点是支持实体经济。

图 20：质押式回购利率（%）

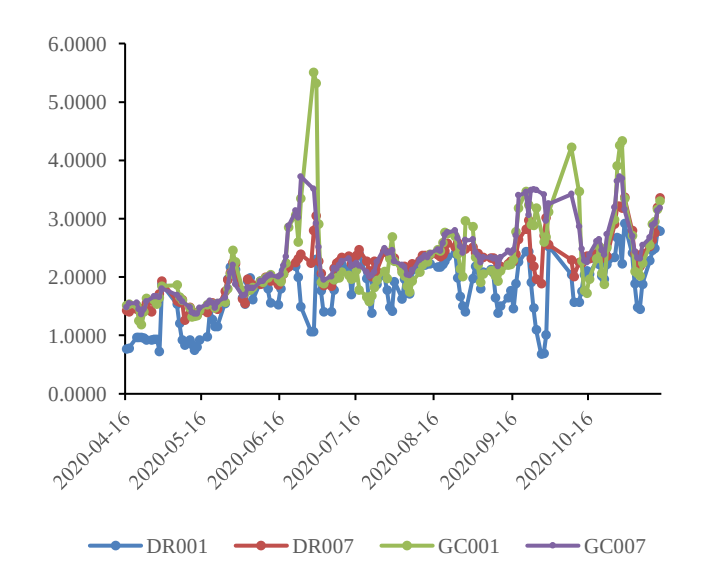
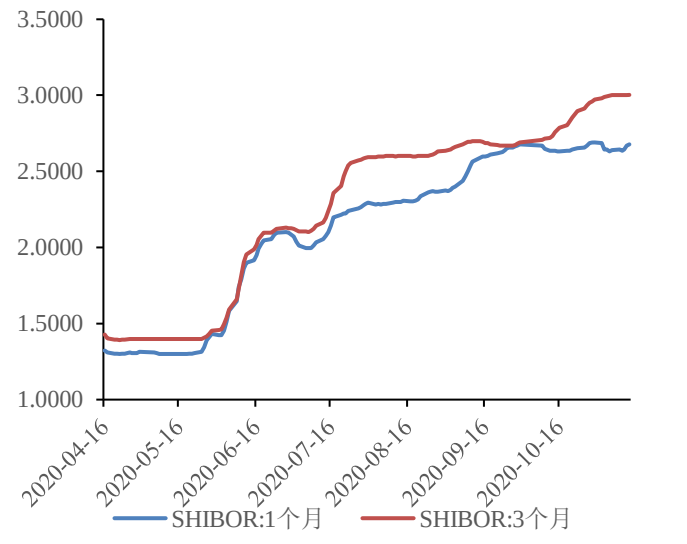


图 21：SHIBOR 利率



数据来源：国贸期货研究院&Wind

图 22：两市融资融券余额（%）

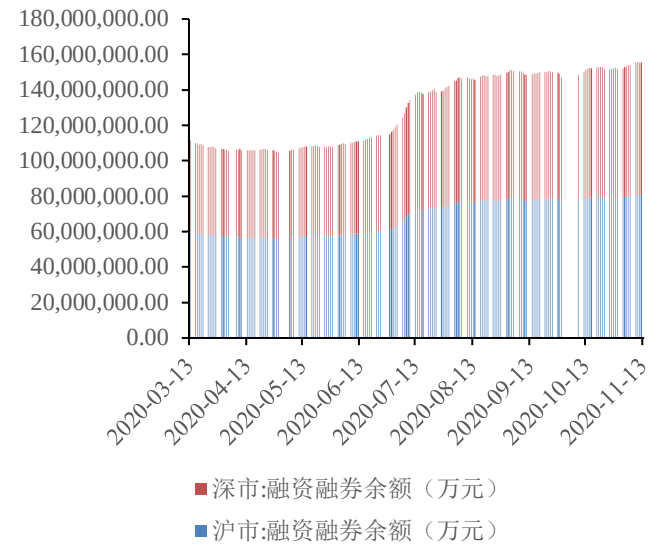
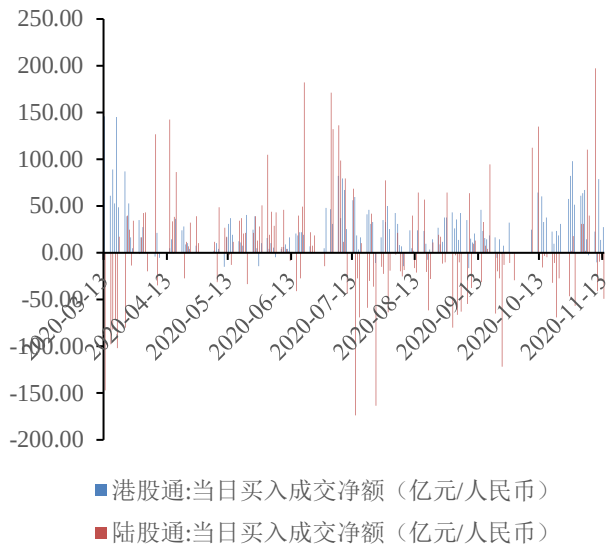


图 23：北上资金流入情况



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）外贸情况：10 月外贸数据显示出口持续高增，进口大幅回落。出口端：2020 年 10 月出口增速为 11.4%（预期 10.2%，前值 9.9%）。出口增速的持续高增主要得益于海外生产需求的复苏以及圣诞等节日临近的消费需求的增长。**进口端：**10 月进口增速为 4.7%（预期 10.2%，前值 13.2%）。我们认为国内生产活动较 9 月有一定的放缓，主要原因可能是 10 月国庆长假对生产活动有一定的拖累，9 月进口大幅跳升有提前备货的可能，因此 10 月出现了较大幅度的回落。

全球产业链持续恢复，外部不确定性逐渐落地，进出口有望维持韧性。国内方面，10 月 PMI 前瞻数据反映当前国内供需恢复韧性还在扩散。海外方面，随着美国大选的尘埃落定，欧洲疫情虽扩散、部分国家二次封锁，但全球产业链恢复难被阻断，运价数据还在恢复，外需韧性或将保持，进出口韧性有望持续。

（2）物价情况：国家统计局发布的 10 月份全国居民消费价格指数(CPI)和工业生产者出厂价格指数(PPI)显示，10 月份 CPI 同比上涨 0.5%，时隔 42 个月重回“1”以内。10 月份 CPI 同比涨幅明显走低，主要是由于猪肉价格下降带动食品价格涨幅回落。由于生猪产能持续恢复，猪肉供给改善，10 月份猪肉价格在连续上涨 19 个月之后首次出现同比回落，下降了 2.8%。从环比上看，猪肉价格下降 7%。**但在 CPI 涨幅回落至“1”以内的同时，非食品价格基本保持平稳，核心 CPI 涨幅保持在 0.5%水平，并且同比增幅与前两个月持平，且环比已连续 3 个月维持在正增长区间，说明当前物价中枢运行总体稳定。**

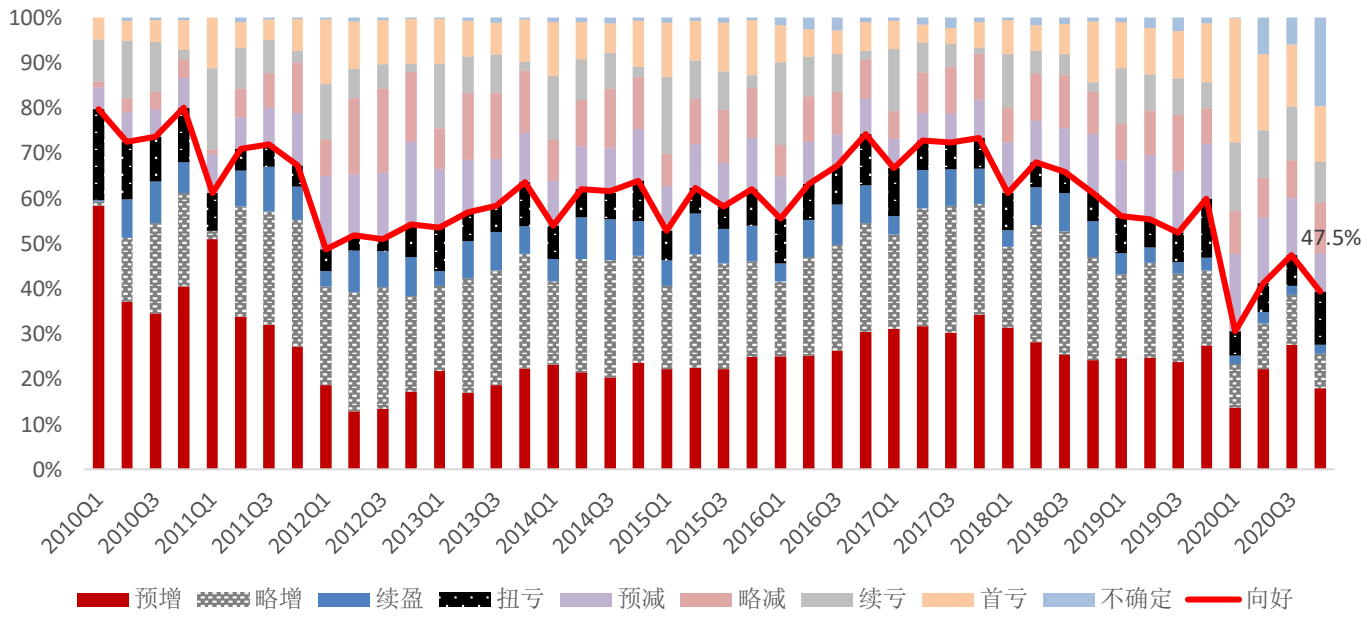
（3）疫苗进展。近期疫苗进展进入加速期，辉瑞和 BioNTech SE 共同研发的新冠疫苗有效性超过 90%，预料将在本月稍晚申请美国紧急使用授权。如果获批，两家企业估计今年可以生产多达 5,000 万剂，足以给 2,500 万人接种，然后在 2021 年将生产多达 13 亿剂。辉瑞疫苗的消息引起了全球股市的狂欢，欧洲、美国等地区股当日纷纷上扬。**疫苗的有效推广有望使海外疫情情况得到良好控制，经济有望得到有力复苏。**

2．盈利情况分析

2020 年全年业绩预告显示企业盈利继续修复。截至 11 月 8 日，沪深两市共有 590 家上市公司发布 2020 年年报业绩预告，其中，有 231 家公司（含预增、略增、扭亏、续盈）年报业绩预喜，占比 47.3%。预喜公司中有 111 家净利润同比有望实现翻番。从申万一级行业来看，上述年报预喜公司，主要扎堆在化工、医药生物、机械设备、电气设备和电子等行业，分别为 28 家、27 家、24 家、21 家和 20 家。

截止 11 月 15 日，沪深两市共有 592 家上市公司公布 20 全年的财务预告，其中业绩向好的 233 家，占比为 39.4%（1 季度 74.6%，2 季度 57.2%，3 季度 53.5%），业绩向差的占比 52.9%（1 季度 74.6%，2 季度 57.2%，3 季度 53.5%）。预增 106 家、略增 45 家、续盈 12 家、扭亏 70 家、预减 50 家、略减 66 家、续亏 54 家、首亏 73 家、不确定 116 家。

图 25：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 11 月 8 日，沪深 300、上证 50、中证 500PE-TTM 分别为 14.86 倍、11.63 倍、29.04 倍，处于 2011 年以来的 90.41%、86.11%、40.12%分位数水平。中证 500 估值走势弱于沪深 300 和上证 50，主要由于前期受到大量投机资金追捧的芯片、科技、医药生物等行业仍处于回调盘整期。

图 26：三大指数 PE（倍）

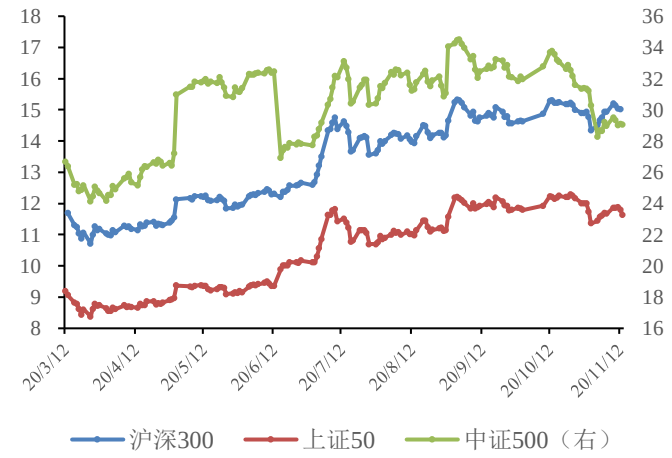


图 27：沪深 300PE（倍）

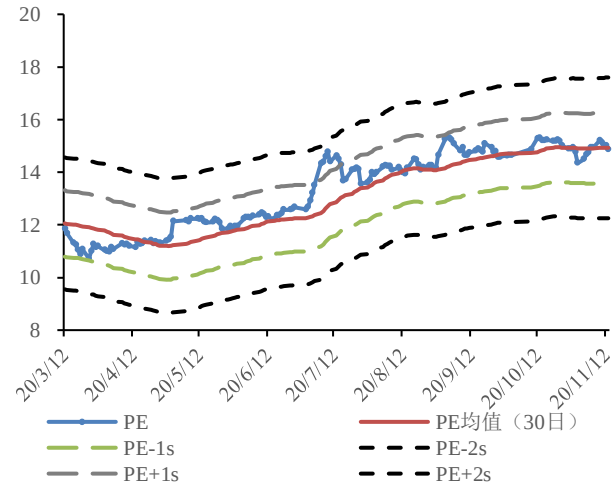


图 28：上证 50PE（倍）

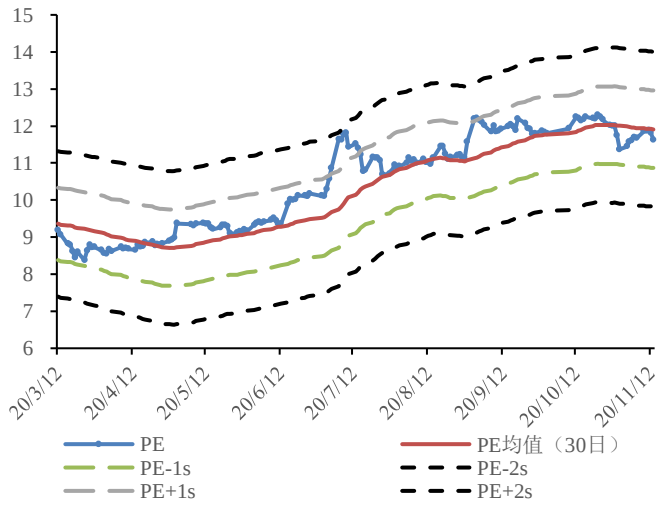
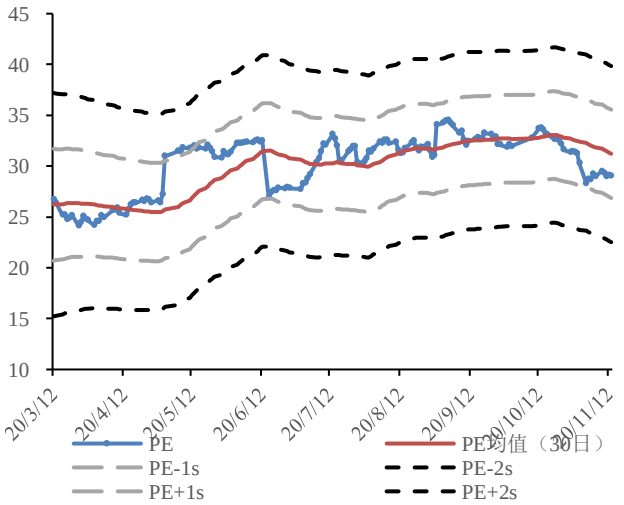


图 29：中证 500PE（倍）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

四、 观点：A 股向下调整空间有限，或维持震荡走势

本周内盘走势相对独立，国内方面，基本面表现依旧良好，随着外部不确定性事件相继落地，股指迎来一日大涨行情，但随着银行间流动性的收紧，对货币政策收紧的担忧压制市场风险偏好，股指呈现冲高回落的走势；美国大选尘埃落定，新冠疫苗研发取得重大进展，为全球经济复苏注入信心，风险偏好显著回升，推动欧美股市连续大涨，贵金属黄金、白银重挫。本周沪深 300 本周跌 0.59%，上证 50 本周跌 0.62%，中证 500 本周微涨 0.09%，中证 500>沪深 300>上证 50。相应期指中，IF 加权日线和周线均突破前期高点，从技术分析层面来看，有望继续上探。

在美国大选、疫情、疫苗等海外因素扰动过后，市场逐渐关注国内政策预期的变化，一方面，央行高层对货币政策的表态愈发谨慎，对防止金融泡沫和杠杆上涨过快的考量更加明确，市场对货币政策收紧的担忧有增无减；另一方面，永煤债暴雷，信用债市场经历了类似于股灾的暴跌，进一步导致流动性趋紧的担忧，国内资本市场经历了股债双杀的局面。

短期来看，在强劲的基本面支撑之下，A 股向下调整的空间有限。16 日，统计局将公布 10 月份的宏观经济数据，同一日央行将对到期的 MLF 进行续作，我们预计经济将进一步得到修复，流动性紧张局面也有望随着央行 OMO 投放量的增多而出现缓和。

中长期来看，我们认为除了强劲的国内基本面之外，仍存在两个因素的扰动，一方面，海外疫情持续升级、美国大选变数犹存、特朗普正在最后的疯狂，风险偏好有压制因素；另一方面，国内流动性边际收紧，历史流动性收紧阶段估值贡献难以占优，盈利修复放缓。因此，股指四季度或保持震荡走势。

信用债暴雷，警惕短期利率债抛压

国贸期货
宏观金融研究中心

樊梦真
联系方式：021-51969270
投资咨询号：Z0014706
从业资格号：F3035483

摘要

债期本周单边下挫，十年期主力合约收跌 0.68%，五年期主力合约跌 0.55%。尽管周内公布通胀数据显示 CPI 和 PPI 双降，通缩压力更大，但难改债期跌势。下挫压力来自于三个方面，一是资金面延续紧张，隔夜利率攀升至 2.5%左右，央行转向资金净投放的效果尚未显现，关注下周 MLF 的续作。二是金融数据显示实体经济复苏窗口有望延长。10 月金融数据与预期基本持平，环比回落符合季节性规律，同比来看金融对实体的支持是强于季节性的。贷款中长期化的趋势强化，有利于经济景气度的维持，金融服务实体的政策效果显著。10 月值得关注的是居民端短期和中长期贷款同比增量回落，房产“急刹车”和非理性消费贷均受到打压。消费拉动经济的模式需要更长时间的培养，而房产政策的收紧也将逐步在信贷数据中体现。三是信用市场暴雷，短期利率债面临抛压。国企永煤违约引发信用债市场遭遇冲击，信用恐慌情绪蔓延。信用风险对利率债的影响短期体现在流动性上，信用环境的明显恶化才会凸显利率债的避险属性。短期内，债基产品的赎回压力将直接导致流动性较好的利率债或转债被抛售，利率中枢或进一步抬升。

对债券市场而言，流动性难以明显好转，大概率维持窄幅波动的格局，继续制约银行配置的热情。尽管利率债供给压力继续减轻，成为前期反弹的导火索，但阶段性利好释放后，基本面和流动性层面短期难以出现拐点，债期的趋势性行情仍需等待。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。

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	97.635	-0.68%	284482	-25909	76740	-23507
T2103.CFE	T2103	97.320	-0.55%	77935	44080	48141	26956
TF2012.CFE	TF2012	99.355	-0.49%	119420	11691	41342	-15573
TF2103.CFE	TF2103	99.270	-0.33%	31450	23037	21570	15771
TS2012.CFE	TS2012	100.000	-0.21%	35415	161	23335	-2257
TS2103.CFE	TS2103	100.045	-0.17%	8556	3791	5794	2205

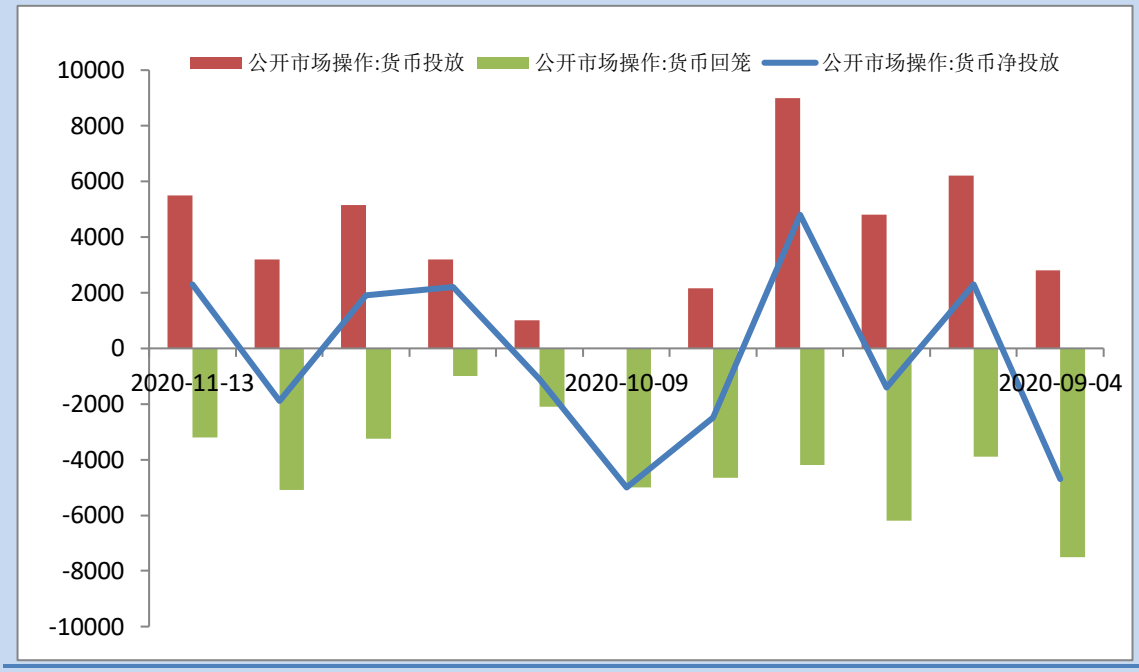
总结	行情解析：债期本周单边下挫，十年期主力合约收跌 0.68%，五年期主力合约跌 0.55%。尽管周内公布通胀数据显示 CPI 和 PPI 双降，通缩压力更大，但难改债期跌势。下挫压力来自于三个方面，一是资金面延续紧张，隔夜利率攀升至 2.5%左右，央行转向资金净投放的效果尚未显现，关注下周 MLF 的续作。二是金融数据显示实体经济复苏窗口有望延长。10 月金融数据与预期基本持平，环比回落符合季节性规律，同比来看金融对实体的支持是强于季节性的。贷款中长期化的趋势强化，有利于经济景气度的维持，金融服务实体的政策效果显著。10 月值得关注的是居民端短期和中长期贷款同比增量回落，房产“急刹车”和非理性消费贷均受到打压。消费拉动经济的模式需要更长时间的培养，而房产政策的收紧也将逐步在信贷数据中体现。三是信用市场暴雷，短期利率债面临抛压。国企永煤违约引发信用债市场遭遇冲击，信用恐慌情绪蔓延。信用风险对利率债的影响短期体现在流动性上，信用环境的明显恶化才会凸显利率债的避险属性。短期内，债基产品的赎回压力将直接导致流动性较好的利率债或转债被抛售，利率中枢或进一步抬升。

资金面

央行净投放 2300 亿元

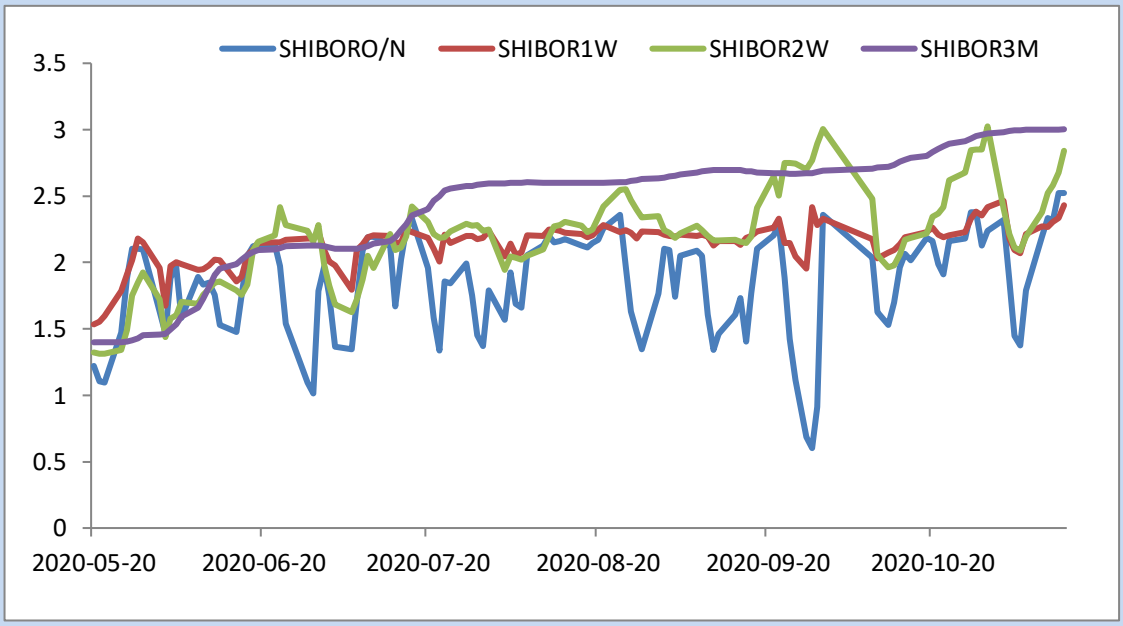
本周央行公开市场有 3200 亿元逆回购到期，累计进行了 5500 亿元逆回购操作，因此本周净投放 2300 亿元。

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 大幅抬升

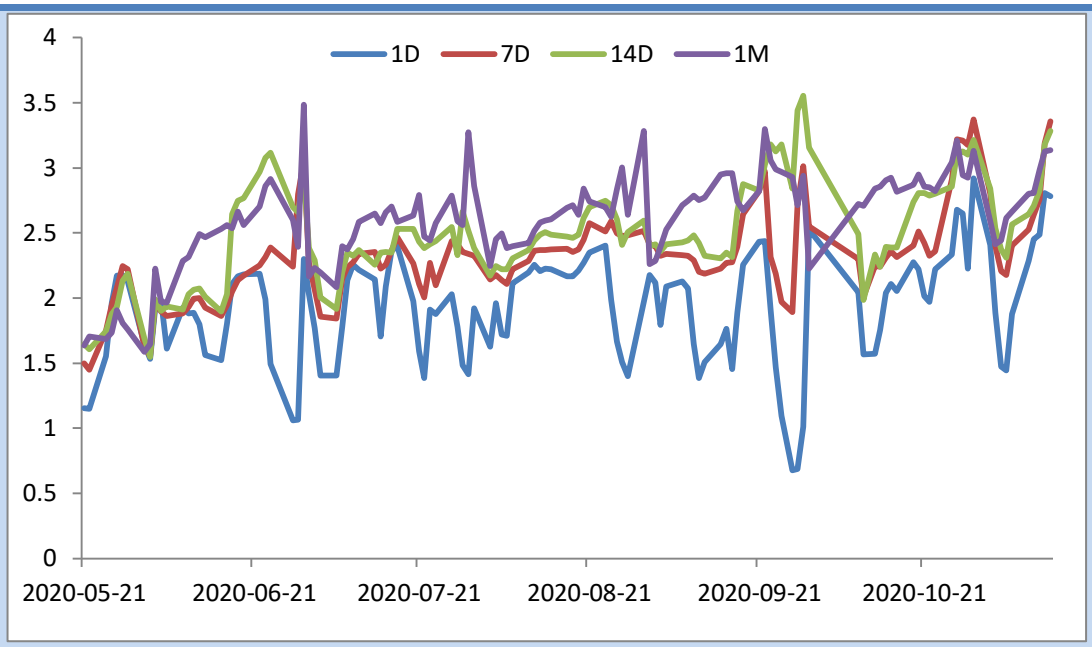
shibor 隔夜为 2.523%，较上周涨 73.3 个基点；shibor1 周为 2.433%，较上周涨 21.8 个基点；shibor2 周为 2.842%，较上周涨 64.5 个基点；shibor3 月为 3.003%，较上周涨 0.2 个基点。

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全线回升

R001 加权平均利率为 2.7809%，较上周涨 90.45 个基点；R007 加权平均利率为 3.3582%，较上周涨 95.6 个基点；R0014 加权平均利率为 3.2811%，较上周涨 71.4

个基点；R1M 加权平均利率为 3.133%，较上周涨 46.83 个基点。



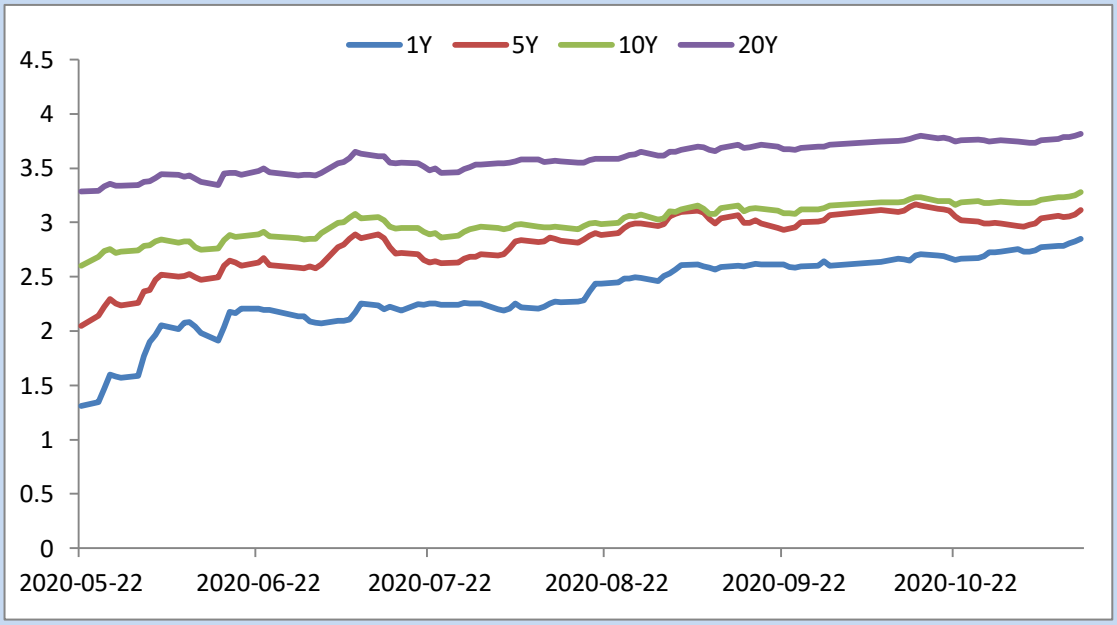
数据来源：Wind

现券分析

现券收益率小幅抬升

一年期国债收益率为 2.8489%，较上周涨 7.49BP；五年期国债收益率为 3.1136%，较上周涨 7.62BP；十年期国债收益率为 3.2779%，较上周涨 7.04BP；二十年国债收益率为 3.8154%，较上周涨 6.09 BP。

图表 4：现券收益率

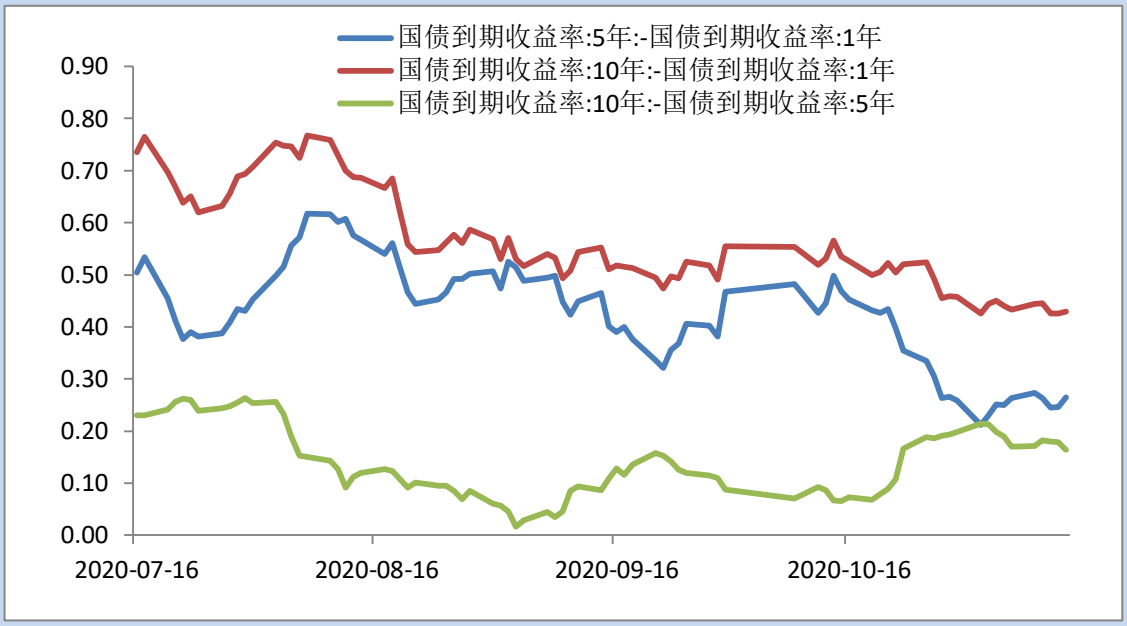


数据来源：Wind

图表 5：国债期限利差

期限利差分化

中证 5Y-1Y 国债利差为 0.2468%，较上周跌 0.35BP；中证 10Y-1Y 国债利差为 0.4254%，较上周跌 1.51BP；中证 10Y-5Y 国债利差为 0.1786%，较上周跌 1.16BP。

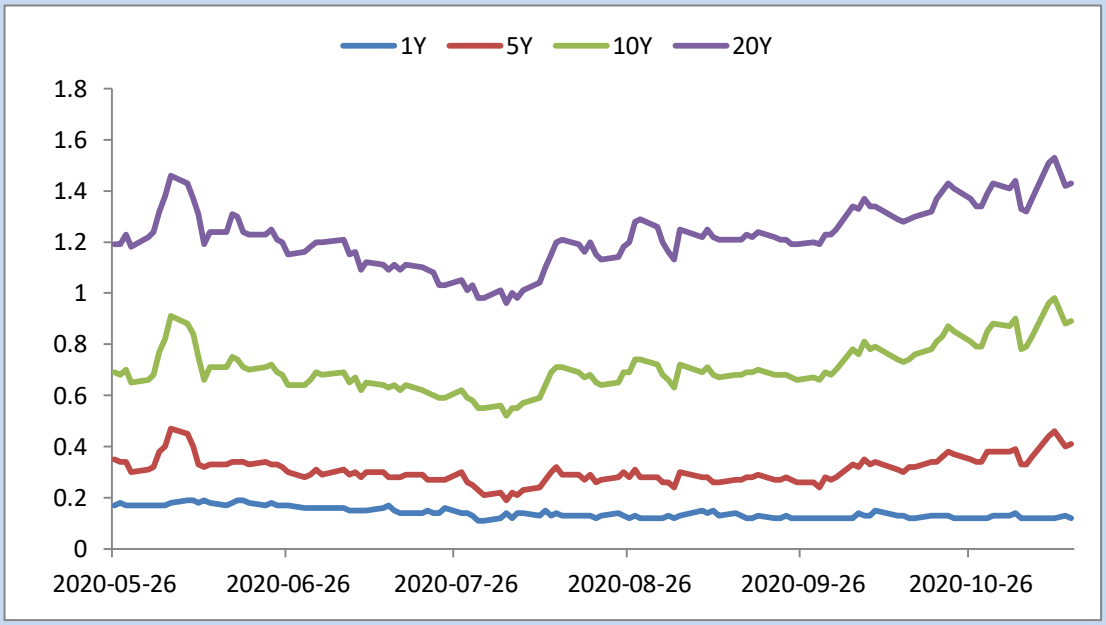


数据来源：Wind

图表 6：美债收益率

美债收益率缓慢抬升

一年期美债收益率为 0.12%，较上周涨 1BP；五年美债收益率为 0.41%，较上周涨 7BP；十年期美债收益率为 0.89%，较上周涨 10BP；二十年美债收益率为 1.43%，较上周涨 10 BP。

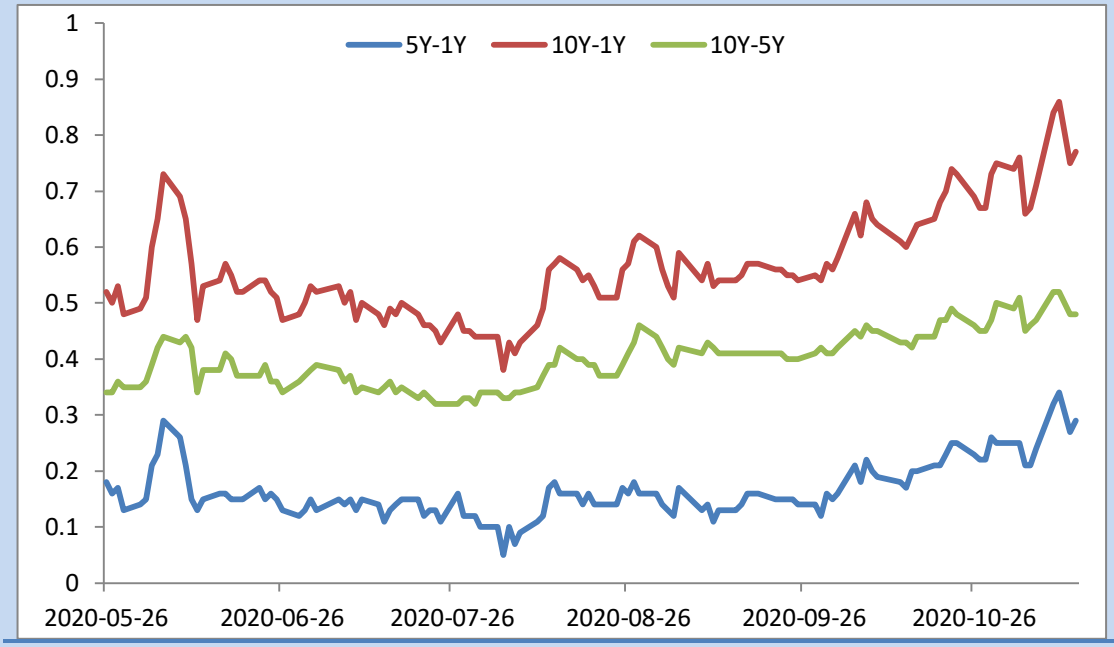


数据来源：Wind

图表 7：美债期限利差

美债利差走扩

美债 5Y-1Y 利差为 0.29%，较上周涨 8BP；美债 10Y-1Y 利差为 0.77%，较上周涨 10BP；美债 10Y-5Y 利差为 0.48%，较上周涨 2BP。



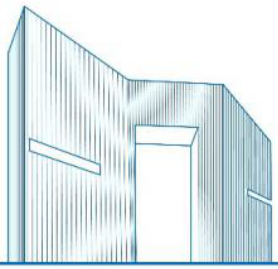
数据来源：Wind

下周展望

防风险和支持实体是下一阶段政策的重点。稳健的货币政策将更加灵活适度，一方面特殊时期出台的政策将适时适度调整，另一方面对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度。央行将加大工具箱的创新，实现跨周期的政策过渡，防止金融套利的同时加大对实体的支持，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。对债券市场而言，流动性难以明显好转，大概率维持窄幅波动的格局，继续制约银行配置的热情。尽管利率债供给压力继续减轻，成为近期反弹的导火索，但阶段性利好释放后，基本面和流动性层面短期难以出现拐点，债期的趋势性行情仍需等待。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