

宏观周观点

2022年11月27日

降准维持流动性合理充裕，美联储预计放缓加息幅度

宏观周观点 20221127

核心内容：

- **央行全面降准 25bps，稳经济、充裕流动性，支持地产融资：**11月22日国常会提出“适时适度运用降准等货币政策工具”后，降准如期落地。11月25日，央行宣布从12月5日起全面降准0.25个百分点，加权存款准备金率从8.1%下降至7.8%。预计释放长期资金约5000亿元，降低金融机构资金成本每年约56亿元。降准的主要考量稳定经济、保持年末流动性合理充裕以及支持近期地产行业融资。央行选择25bps而非更大规模降准可能由于外部因素通过汇率对货币政策形成限制、市场的短期和中长期流动性整体充裕、对通胀保持谨慎以及对降准空间的珍惜。目前中国经济的增长压力依然来自于疫情和地产，问题集中在需求端，未来消费恢复和投资整体稳定的预期程度是短期左右权益和债券市场的表现的重要因素。
- **房地产增信快速落实，商行保交楼贷款征求意见：**11月21日，人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会上宣布，将面向6家商业银行再推出2000亿元“保交楼”再贷款并为金融机构提供“零成本”支持。其次，相关披露数据显示截至11月24日，六大行已经向17家房企提供意向授信额度超1.27万亿元。两者都显示金融政策支持优质房企融资和交楼的力度继续加大，有助于缩小房企资金缺口，助力行业更快企稳。需要注意到中国房企2023年海外债券偿还规模1439亿美元，国内偿还规模3718亿人民币，稳定地产信贷意义重大。
- **美联储纪要显示12月放缓加息概率较大：**美联储于11月23日公布了当月FOMC会议的纪要。纪要没有包含更鹰派的信息，利率终值比9月预测更高这一信息在11月FOMC会后就已经被市场定价，且纪要确实反映了美联储对衰退和货币政策滞后效果的重视，因此市场对纪要的理解偏鸽派。从近期发言来看，除了圣路易斯布拉德以外，大部分官员目前的合意利率终值在4.75%-5.25%之间；12月份放缓加息也得到了不少官员的赞成。因此，美联储加息幅度势必进入放缓阶段，利率峰值可能在2023年一季度达到，美元和美债的顶部开始确认。但是，美联储目前的态度仅是鹰派边际软化，降息在2023年上半年恐怕并不具备条件。
- **市场利率下行，猪菜价格回落，大宗商品价格上升但油价下行，高频数据延续弱势：**本周市场利率下行，流动性整体宽裕。猪肉和蔬菜价格下行，通胀近期无需担忧。原油价格下跌，欧盟对俄能源品限价暂未达成；钢铁价格回升，库存整体下行，政策支持下地产预期有所改善。交通、航运和地产销售继续低于往年同期。

核心风险：疫情和防控政策超预期变化，中美欧经济更快下行

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	11月30日(周三)	中国11月官方制造业PMI
	11月28日(周一)	欧元区10月家庭贷款年率(%), 欧元区10月M3广义货币(亿欧元), 英国11月CBI零售销售差值
	11月29日(周二)	欧元区11月经济景气指数, 欧元区11月消费者信心指数终值, 德国11月CPI年率初值(%)
欧洲	11月30日(周三)	欧元区11月调和CPI和核心CPI年率-未季调初值(%), 德国11月季调后失业率(%), 法国第三季度GDP年率终值(%)
	12月1日(周四)	欧元区11月Markit制造业PMI终值, 欧元区10月失业率(%), 德国11月Markit制造业PMI终值, 法国11月Markit制造业PMI终值, 德国10月实际零售销售月率(%)
	12月2日(周五)	德国10月季调后贸易帐(亿欧元)
美国	11月28日(周一)	---
	11月29日(周二)	美国11月谘商会消费者信心指数
	11月30日(周三)	美国11月ADP就业人数(万), 美国第三季度实际GDP年化季率修正值(%), 美国10月批发库存月率初值(%), 美国11月芝加哥PMI, 美国10月JOLTs职位空缺(万), 美国10月季调后成屋签约销售指数月率(%), API和EIA原油与汽油库存变动
	12月1日(周四)	美国10月PCE和核心PCE物价指数年率(%), 美国截至11月26日当周初请和续请失业金人数(万), 美国10月个人支出月率(%), 美国11月ISM制造业PMI
	12月2日(周五)	美国11月非农就业人口变动、失业率、劳动参与率、工资增速
其他	11月29日(周二)	日本10月失业率(%)

目录

一、央行降准25bps, 稳经济、充裕流动性、支持地产融资.....	3
二、房地产增信紧跟“十六条”和“第二支箭”落实.....	4
三、美联储纪要显示12月放缓加息概率较大.....	5
四、市场利率整体回落, 美元指数下行.....	7
五、猪菜价格继续回落.....	9
六、原油下跌, 钢铁价格回升、库存下行.....	10
(一) 原油价格下跌, 煤炭基本持平.....	10
(二) 钢铁价格回升, 社会库存下行.....	11

一、央行降准 25bps，稳经济、充裕流动性、支持地产融资

11月22日国常会提出“适时适度运用降准等货币政策工具”后，降准如期落地。11月25日，央行宣布从12月5日起全面降准0.25个百分点，加权存款准备金率从8.1%下降至7.8%。预计释放长期资金约5000亿元，降低金融机构资金成本每年约56亿元。

我们认为央行在当前时点降准的主要考量有三，即稳定经济、保持年末流动性合理充裕以及支持近期房地产行业“第二支箭”、“十六条”和保交楼等政策的推进，进而稳定信贷。

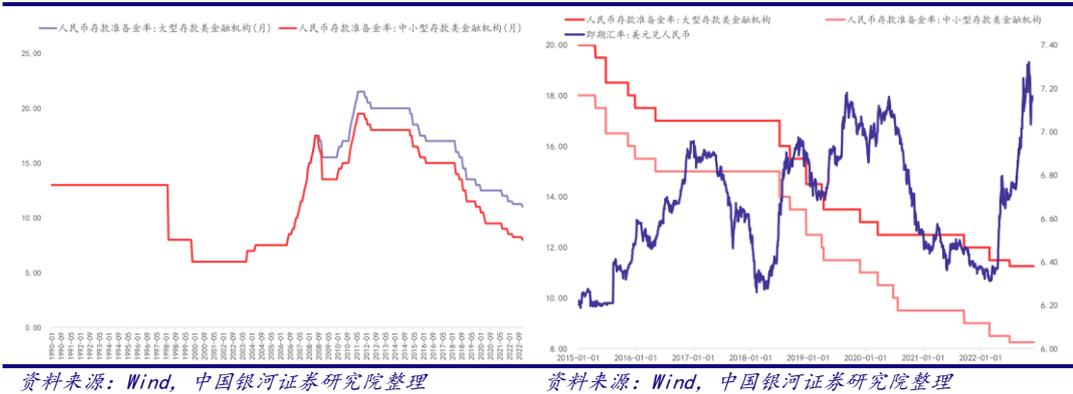
首先，11月份疫情形势严峻、感染快速上升，对生产和需求形成压制，外需下行压力同样较大，需要进一步降低融资成本，支持实体并稳定贷款投放；此前国债收益率跳升和理财产品大规模赎回的背后也有对央行收紧资金的担忧，央行的降准反映出流动性将继续保持宽裕以稳定经济的趋势。第二，央行三季度货币政策执行报告中强调流动性会继续保持“合理充裕”，11月MLF到期后的缩量续作主要是由于PSL和其他结构性工具投放了充足的中长期流动性，12月和2023年1月仍有5000亿和7000亿MLF到期以及其他年末资金需求，本次降准是为“年末经济工作提供适宜的流动性环境”。第三，除疫情外，房地产也是拖累中国经济表现的重要因素，针对房企融资困难2023年大量债券到期的压力，各部门近期多策并举、多管齐下以支持优质房企融资和保交楼。当然，稳地产也可以理解为稳经济的一部分。

央行选择25bps而非更大规模降准可能由于外部因素通过汇率对货币政策形成限制、市场的短期和中长期流动性整体充裕、对通胀保持谨慎以及对降准空间的珍惜。虽然美联储加息预期可能见顶，但中美利差和疫情对经济的反复冲击仍对人民币形成一定压力；更大规模总量型政策有加深人民币贬值预期的危险。其次，不论是DR007还是银行同业存贷都仍低于同期限政策利率，流动性整体宽裕，问题更多是需求端的疲弱，因此过量流动性可能导致银行间杠杆购债行为短期进一步加深，也容易为未来债市像上周一样做出猛烈调整下隐患。再者，央行对2023年消费恢复和前期M2高增速的滞后效应对通胀的影响保持警惕。最后，7.8%的加权存款准备金率处于历史低位，在利率由于需求问题偏低时也应珍惜未来的政策空间。在此基础上，如果LPR未来进行下调，幅度可能同样有限，且更可能视房地产市场的运行情况单独降调长端利率。

目前中国经济的增长压力依然来自于疫情和地产，问题集中在需求端，未来消费恢复和投资整体稳定的预期程度是短期左右权益和债券市场的表现的重要因素。

图 1：存款准备金率处于相对低位（%）

图 2：降准在经济压力大时易造成人民币贬值（%）



二、房地产增信紧跟“十六条”和“第二支箭”落实

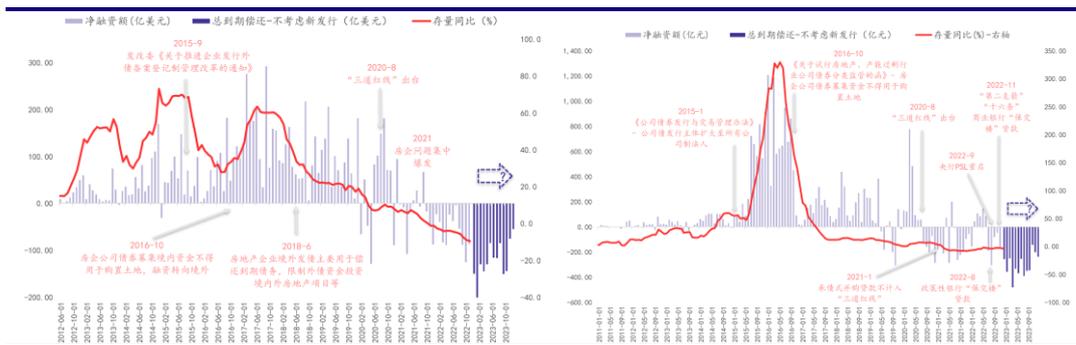
本周房地产增信跟随“十六条”和“第二支箭”开始加力落实。首先，11月21日中国证券网报道，人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，除了此前8月29日的2000亿“保交楼”专项借款外，将面向6家商业银行再推出2000亿元“保交楼”再贷款为金融机构提供“零成本”支持。其次，相关披露数据显示截至11月24日，六大行已经向17家房企提供意向授信额度超1.27万亿元。两个消息都显示金融政策支持优质房企融资和交楼的力度继续加大，有助于缩小房企资金缺口，助力行业更快企稳。需要注意到中国房企2023年海外债券偿还规模1439亿美元，国内偿还规模3718亿人民币，稳定地产信贷意义重大。

六大行向房企的授信主要是对“十六条”指示的落实，在此不多做赘述，更多对比一下2000亿元的商业银行“保交楼”再贷款的机制。除了和此前的政策性银行“保交楼”专项借款的审批流程不同外，两者的补充资金来源不同。

政策性银行保交楼贷款发放后，由财政部进行期限两年以内、利率为1%的贴息。目前征求意见的商业银行贷款则是由人民银行进行“零息”再贷款，更有利于地产贷款经验丰富的银行按照市场化原则挑选重点和优质项目。鉴于“保交楼”的系统性、政策性意义，其利率可以参照央行政策性贷款的水平，预计利率可能低至1.75%至2%左右，并且放贷银行享有零利率再贷款；如此，六大行所获得的息差和目前的市场水平类似。另外，央行三季度货币政策执行报告专栏中提到，政策性银行金融工具目前并不计入贷款，可能造成存贷差扩大的误解。如果保交楼资金可以从不计入贷款的政策性金融工具转为商业银行贷款，对平抑社融波动、稳定中长期贷款也有帮助。因此，商业银行“保交楼”贷款一方面可以进一步降低困难房企的融资成本，加快落实项目完工；另一方面，银行放贷得到央行资金激励，也更利于融资数据的稳定。

图 3: 房企海外债券融资状况

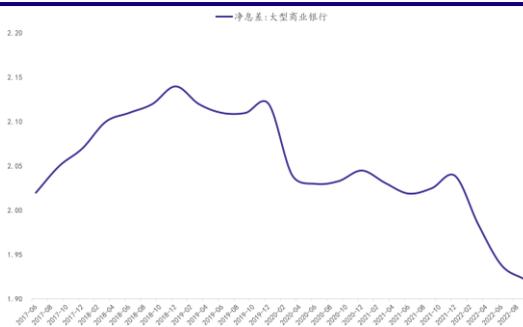
图 4: 房企境内债券融资状况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5: 大型商业银行净息差 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、美联储纪要显示 12 月放缓加息概率较大

美联储于 11 月 23 日公布了当月 FOMC 会议的纪要。纪要自身蕴含的增量信息不多，基本符合鲍威尔在 FOMC 发布会上的表述：（1）官员们在考虑未来加息时，更加注意货币政策效果的滞后。（2）随着货币政策收紧，未来放缓加息幅度是合适的。（3）加息终值可能比 9 月份预想的要高。纪要中值得注意的细节有：

（1）美联储工作人员在经济展望部分表示，在对实际经济活动预测中，美国在 2023 年某一时点陷入衰退的概率已经与基本假设的概率接近。明确表示衰退风险和基础经济假设相当是之前所没有的，美联储工作人员未来向官员们做出数据汇报时会更加重视评估高利率对经济的滞后影响。衰退概率的上行反映总需求的下滑，这有利于促进供需平衡来减轻价格压力，也暗示加息幅度难以再大幅提升。不过我们维持衰退预期难以在短期左右美联储政策方向的判断，决定加息频次和幅度的核心仍是通胀走势，而预估未来通胀走势的核心变量是基数、信贷状况和劳动市场表现。

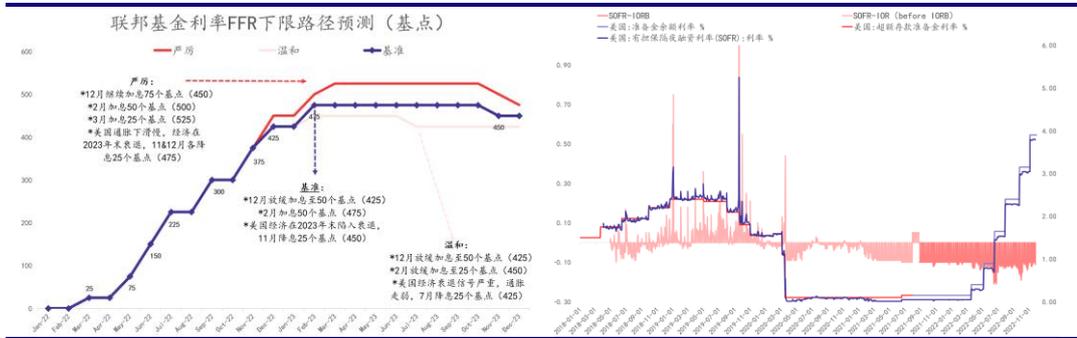
（2）劳动者工资增速是官员们关注的重点。工资的上行不仅由于劳动供给的不足，更因为劳动生产率的下降，这种趋势和美联储 2% 的长期通胀目标是不匹配的。这一问题也是对中长期通胀的担忧，因为服务部门劳动力短缺和劳动生产率下行是结构性问题，并非货币政策可以直接调整的范畴。美联储可以在短期通过打击经济而减少劳动需求，但劳动市场的结构性问题可能抬升中长期利率中枢。

(3) 美联储官员认为并没有标志显示通胀压力明显缓和，在巨大不确定性之下，利率终值和未来行动仍取决于数据。(纪要形成时，美国10月CPI数据尚未出炉。)10月CPI数据的超预期走弱主要反映出高基数效应的显现，这一趋势应该可使美联储将利率终值控制在5%左右，但通胀的粘性仍支持美联储在达到利率峰值后保持较长一段时间不降息，而我们的基准假设是降息至少要等到2023年末才会出现。

总而言之，纪要没有包含更鹰派的信息，利率终值比9月预测更高这一信息在11月FOMC会后就已经被市场定价，且纪要确实反映了美联储对衰退和货币政策滞后效果的重视，因此市场对纪要的理解偏鸽派。从近期发言来看，除了圣路易斯布拉德以外，大部分官员目前的合意利率终值在4.75%-5.25%之间；12月份放缓加息也得到了不少官员的赞成。因此，美联储加息幅度势必进入放缓阶段，利率峰值可能在2023年一季度达到，美元和美债的顶部开始确认。但是，美联储目前的态度仅是鹰派边际软化，降息在2023年上半年恐怕并不具备条件。

图 6: 美联储加息路径假设 (%)

图 7: 美国市场流动性短期仍相对宽裕 (%)



资料来源: 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美联储官员近期观点

机构	票数	票委	投票人	观点
美联储 Fed Board	1	主席	Jerome H. Powell	11月2日，最快在12月就会放缓加息速度；仍有必要继续加息；没有过度加息。
	1		Michelle W. Bowman	/
	1		Lael Brainard	11月14日，尽快放缓加息步伐，迅速收紧政策会导致经济出现溢出效应。
	1		Christopher J. Waller	11月13日，在有明确、有力的证据表明通胀正在下降之前，美联储不会降息。美联储可以开始考虑放缓加息步伐；考虑下次会议可能加息50个基点，或者12月之后也会加息50个基点。
美联储银行 Fed Banks	1	纽约New York	John C. Williams	/
	1	波士顿Boston (2022)	Susan Collins	11月4日，如果需要，仍可以加息75个基点。美联储转向较小幅度的加息非常合理，预计终端基金利率将高于美联储9月的预期。
	1	费城Philadelphia (2023)	Patrick T. Harker	11月10日，加息50个基点仍然意义重大。预计美联储将在明年的某个时候暂停缩紧政策，需要看到通胀指标持续下降；支持在基金利率达到4.5%左右时暂停加息。预计美联储限制性的政策利率水平将超过4%。
	1	里士满Richmond (2024)	Thomas I. Barkin	11月4日，即便加息放缓，利率也有可能达到更高的终点。如果通胀继续，将需要作出适当的反应；准备对利率采取更审慎的行动。
	1	克利夫兰Cleveland (2022)	Loretta J. Mester	11月21日，放慢一点加息速度是有意义的；对12月份加息幅度降至低于75个基点没有异议。
	1	芝加哥Chicago (2023)	Charles L. Evans	11月9日，尽快调整美联储的行动节奏是有好处的；并对通胀很快开始缓解充满希望。
	1	亚特兰大Atlanta (2024)	Raphael W. Bostic	11月15日，预计需要更多的加息。
	1	圣路易斯St. Louis (2022)	James Bullard	11月17日，迄今为止，美联储加息对观察到的通胀影响有限；据估计，政策尚未处于足够限制性的范围内，不足以降低通胀；根据泰勒规则，最低利率终值也应该在5.00%-5.25%。
	1	达拉斯Dallas (2023)	Lorie Logan	11月10日，可能很快就应该放缓加息速度；不认为放缓加息速度的决定与即将公布的数据有特别密切的关系。
	1	明尼阿波利斯Minneapolis (2023)	Neel Kashkari	11月17日，一旦确定通胀已经停止攀升，就可以停止加息；如果通胀稳定，美联储将在2023年停止加息；利率路径将由通胀数据决定。
1	堪萨斯城Kansas City(2022)	Esther L. George	11月16日，美联储需要继续提高利率，但应该放缓加息步伐。	
1	旧金山San Francisco (2024)	Mary C. Daly	11月21日，目前预计联邦基金利率将在5%左右封顶；利率在4.75%至5.25%区间内见顶是合理的；如果通胀没有降温，美联储可以加息至5%以上。	

资料来源: 美联储官员发言, 中国银河证券研究院整理

四、市场利率整体回落，美元指数下行

本周流动性保持宽裕，公开市场投放 230 亿，回笼 4010 亿，净回笼 3780 亿；主要是央行回收了前一周为稳定市场利率释放的流动性。DR007 周五依低于 7 天逆回购利率 26.77bps。央行周五宣布 12 月 5 日开始降准 25bps，流动性将继续保持合理宽裕，不排除未来单独降调 LPR 长端的可能。疫情的反复、经济的弱势和地产融资的需求以及央行的举措都显示资金不会收紧，货币政策强调“适度”，债券收益率在疫情不发生显著变化之下，短期难以上行。

11 月 25 日，SHIBOR 隔夜收于 1.0210%，比上周下行 34.30bps，7 天利率收于 1.7440%，比上周下行 4.70bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.7323%，比上周上升 1.10bps，基本维持不变。11 月 25 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 2.0932%、2.4163%和 2.6127%，分别比上周变化-8.30bps、-6.40bps、-2.66bps，10 年期国债收益率收于 2.8372%，比上周上行 1.99bps。

债券收益率整体下行，长端小幅回升。货币市场流动性继续宽裕，通胀暂时不制约货币政策。

图 8: SHIBOR 利率 (%)

图 9: DR007 利率 (%)

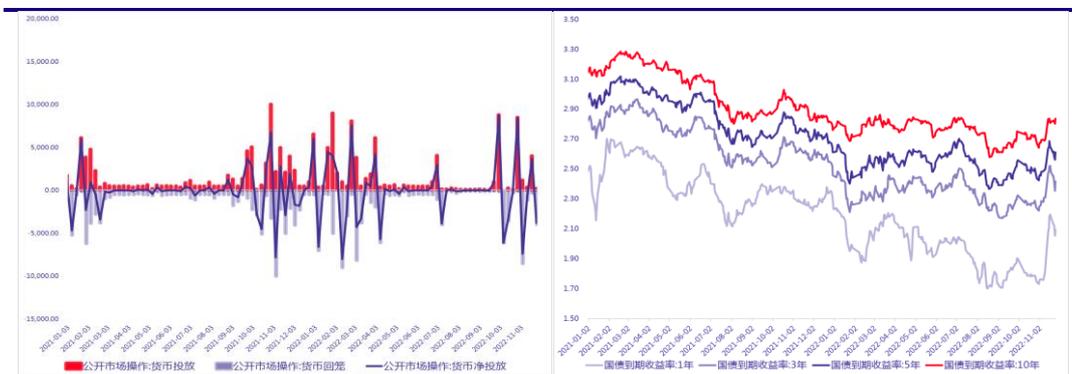


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)

图 11: 国债收益率 (%)

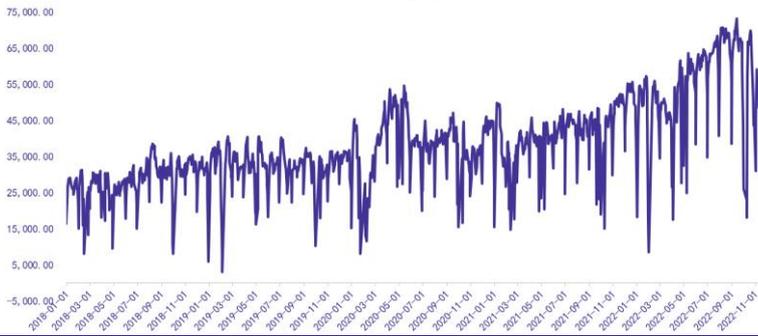


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 银行间质押式回购成交量 (亿)

成交量:银行间质押式回购 亿元

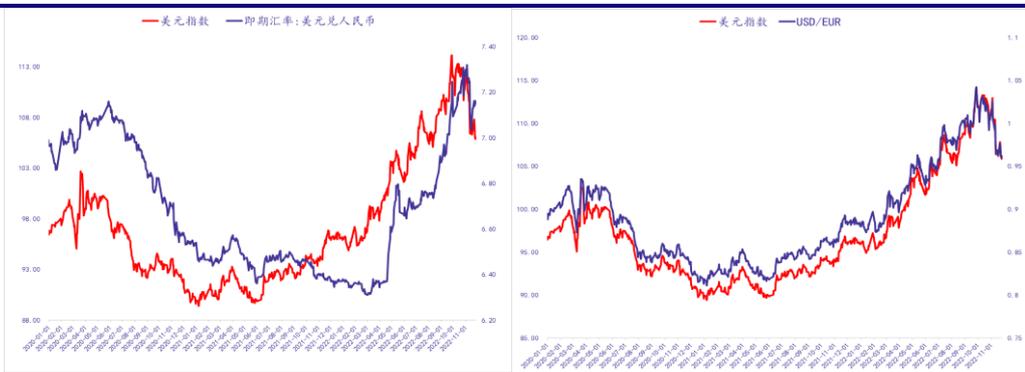


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

本周五美元指数收于 106.07, 小幅回落。美联储 11 月 FOMC 会议纪要中没有特别的增量信息, 基本反映出美联储 12 月将放缓加息至 50bps, 同时更注意货币紧缩对经济的滞后影响, 委员们的相关发言也整体偏鸽派。因此, 美元兑主要货币汇率在上周下行, 兑人民币为 7.1615, 兑欧元至 0.9618, 兑日元至 139.16; 人民币对美元小幅贬值。通胀的下行意味着美元顶部开始确认, 对美元变动最敏感的日元和英镑值得关注。11 月 24 日, 欧洲央行公布 10 月货币政策会议纪要。在货币政策方面, “绝大多数”官员支持在 10 月加息 75 个基点。欧洲央行执委施纳贝尔 (Schnabel) 表示放缓加息步伐的空间有限。整体上, 美国和其他国家的利差预计缩小的预期将带动美元指数高位回落, 但欧央行的加息仍可能受到货币政策碎片化的限制。

图 13: 美元兑人民币 (元)

图 14: 欧元与美元指数 (%)

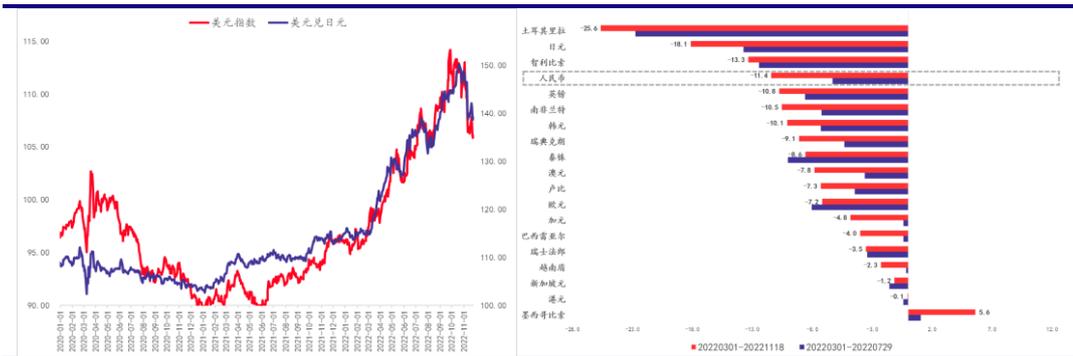


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 美元兑日元 (元)

图 16: 各国货币兑美元变动幅度 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

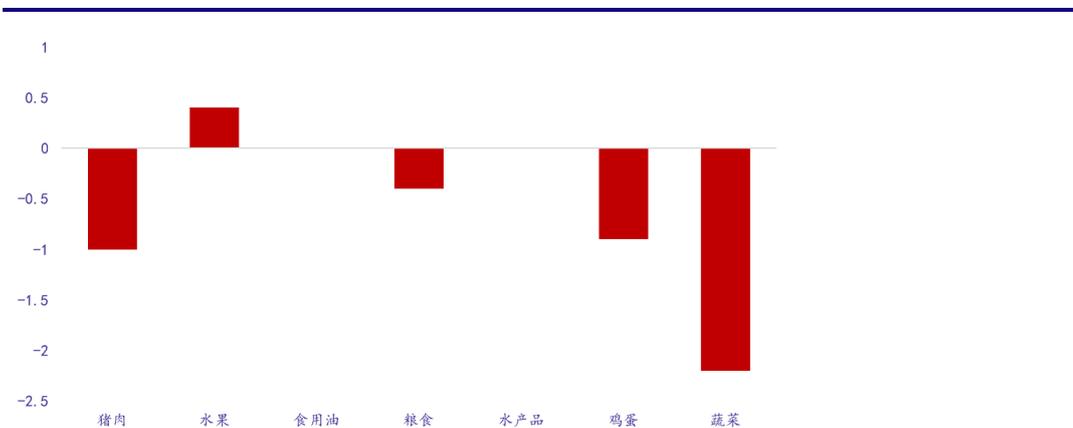
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、猪菜价格继续回落

商务部数据显示, 11月14日至20日, 全国食用农产品市场价格比前一周环比下降0.5%。本周猪肉和蔬菜价格继续下行。根据搜猪网数据显示, 全国瘦肉型生猪出栏均价11月27日为22.40元/公斤, 比上周下行5.40个百分点。能繁母猪9月增加至4,362万头, 同比负增长缩小至2.8%, 母猪价格上升, 中长期供给充足, 但产能转化需要大约1年左右的时间: 母猪存栏低点在2022年3、4月份出现, 生猪出栏的改善可能要等到2023年一季度后。本周猪价回落, 供给强于需求导致猪价持续下行。四季度是猪肉消费的旺季, 尽管疫情反复会压制需求, 但天气转寒和节日到来将会整体推升猪肉需求, 不过消费偏弱和发改委调控下, 供需维持弱平衡, 价格难以明显大幅上涨。综合来看, 猪价难以上行到到2019年猪瘟时期的水平, 但冬季还有一定上涨空间, 食品温和带动通胀可能较大。

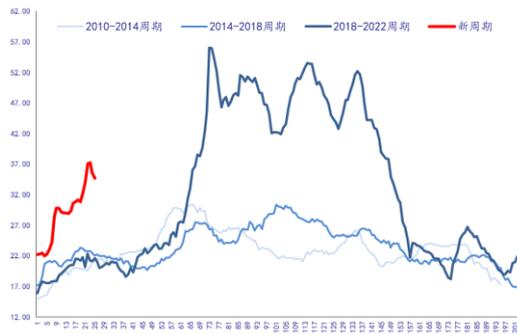
蔬菜方面, 本周寿光农产品物流园蔬菜价格指数环比下跌4.07%。菜价下行幅度较大。一方面, 气温偏暖, 冬菜上市量较大使供给相对充足; 另一方面, 疫情导致消费不足。未来天气开始转冷, 北方产量将逐渐减少。按季节性经验来看, 菜价可能开始在震荡中小幅上行, 消费弱勢限制蔬菜上涨空间, 通胀年内不构成问题。

图 17: 商务部统计 11 月 14 日-20 日物价变动 (%)



资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 18：22 省市猪肉价格（元/公斤）



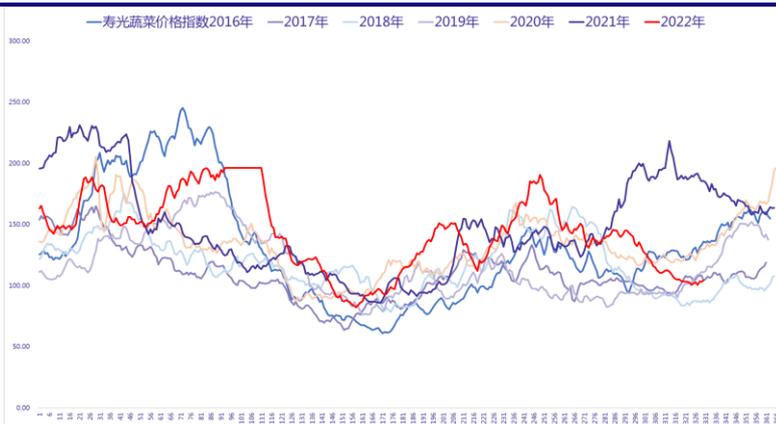
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 19：搜猪网猪肉价格（元/公斤）



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

图 20：寿光蔬菜价格指数（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

六、原油下跌，钢铁价格回升、库存下行

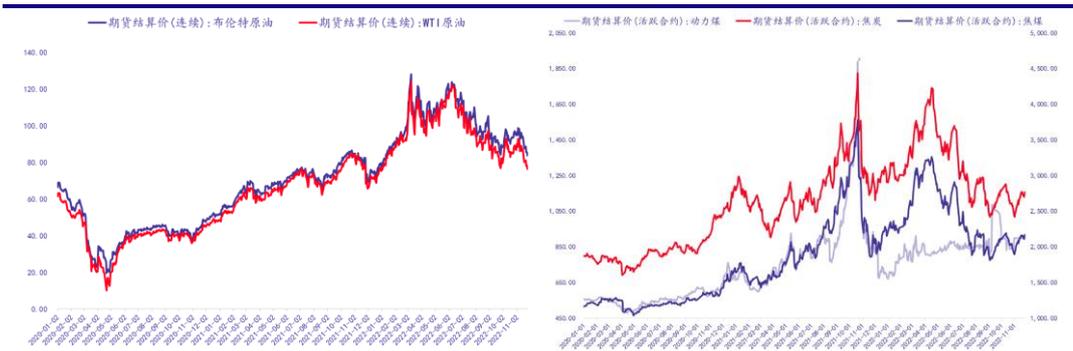
（一）原油价格下跌，煤炭基本持平

本周国际油价继续保持下行态势，但欧盟并未能就俄罗斯能源品限价达成共识，冬季能源价格仍可能上行。11月25日布伦特原油 83.63 美元/桶，WTI 原油 76.28 美元/桶，分别较上周下行 4.55%和 4.75%。山东地炼 11月24日柴油价格下行 4.09 个百分点至 8,580 元/吨，汽油价格下行 1.20 个百分点至 8,042 元/吨。山东地炼开工率由上周的 66.39%下行至 65.50%。

我国港口铁矿石库存上行，由上周的 13,319 万吨至 13,484 万吨，增加 165 万吨。铁矿石期货价格下跌至 738.00 元/吨，较上周下行 1.00%。11月13日澳大利亚铁矿石至中国的周发货量下行 30 万吨至 1447 万吨。

图 21：原油价格（美元/桶）

图 22：煤炭期货价格（吨/元）

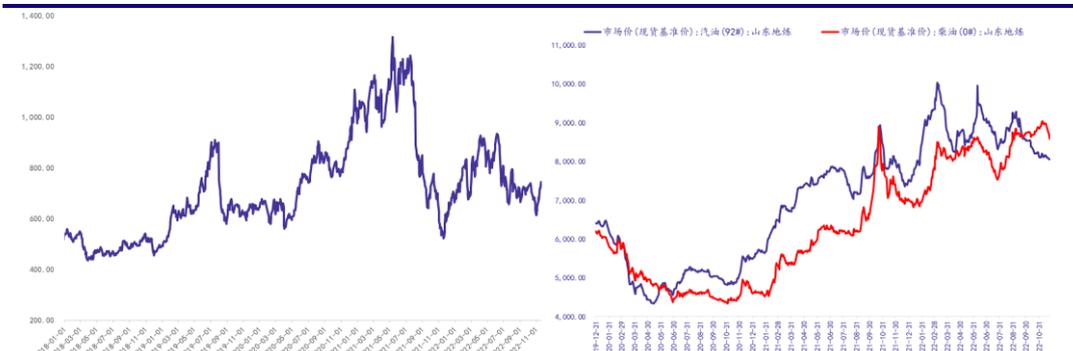


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 铁矿石价格 (元/吨)

图 24: 山东地炼价格 (元/吨)

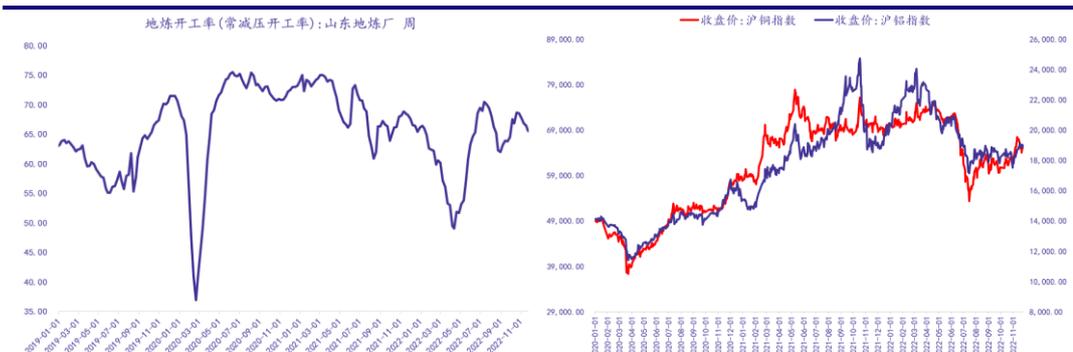


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 25: 山东地炼开工率 (%)

图 26: 沪铜、沪铝收盘价指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 钢铁价格回升, 社会库存下行

高炉开工率: 全国高炉开工率 77.03%, 比上周上行 0.68%, 唐山高炉开工率 52.38%, 与上周持平。废钢本周价格 2,640 元/吨, 与上周持平。高炉开工率显示生产活动有所回复, 可持续性有待观察。

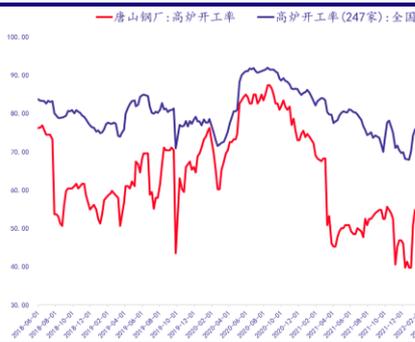
产品价格: 螺纹钢和热卷价格继续维持回升态势, 上行幅度有所减缓。螺纹钢价格 3,736 元/吨, 上行 0.54 个百分点, 热卷价格为 3,835 元/吨, 上行 0.74 个百分点。煤炭价格有所分化, 焦煤涨 0.18% 至 2,173 元/吨, 焦炭下行 0.13% 至 2,769 元/吨。动力煤价

格保持 899 元/吨。动力煤供给并不存在缺口，海外订单走弱且内需恢复偏弱，未来工业用电需求可能不及去年同期，保供稳价防止动力煤过度波动。房地产销售套数依然显著弱于往年同期，但与往年差距没有继续扩大。政策加大地产供需两端的支持，地产融资纾困力度加大，政策密集推进，预期向好下需求的改善可能逐步显现，带动钢铁和煤炭上行。

库存：钢铁社会库存持续下行，钢厂库存上升。螺纹钢社会库存本周下行 10.43 万吨至 353.37 万吨，热卷下行 11.59 万吨至 200.50 万吨。钢厂螺纹钢库存上行 4.05 万吨至 178.90 万吨，钢厂线材库存上行 1.21 万吨至 49.52 万吨。社会钢材库存整体下行，钢厂开工回升，钢价从低位回升。热卷库存下行，制造业回暖速度仍受到需求恢复不确定的限制。汽车销量环比回升，相关消费政策支持使行业景气度相对较好，同时一般车型表现继续好于重型汽车。

交通运输方面，11 月疫情严重，拥堵指数和地铁客运量指数低于历年正常水平；居民活动半径受限，消费继续受到压制，预计 PMI 和经济数据表现较为弱势。上海集装箱指数保持下行，BDI 指数上升，我国出口增速转负，外需下行背景下还需提振内需，以政策支持消费和投资的恢复。

图 27：高炉开工率 (%)



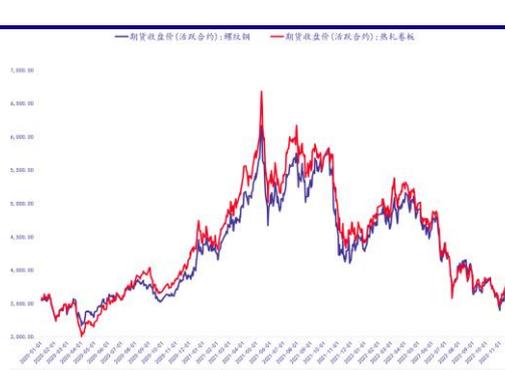
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 28：废钢价格 (元/吨)



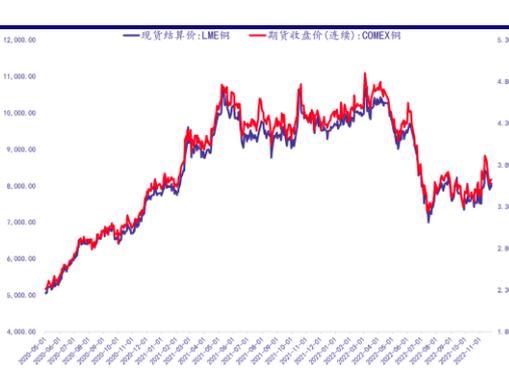
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 29：螺纹钢和热卷价格 (元/吨)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

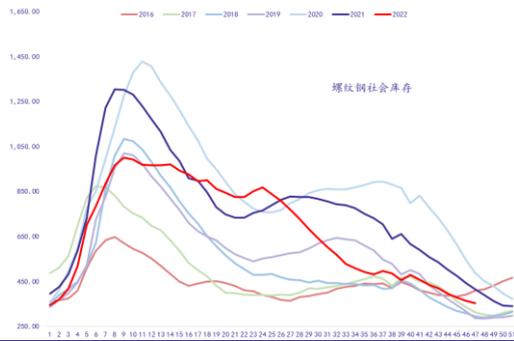
图 30：铜价格 (元/吨)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 31：螺纹钢社会库存 (万吨)

图 32：热卷社会库存 (万吨)



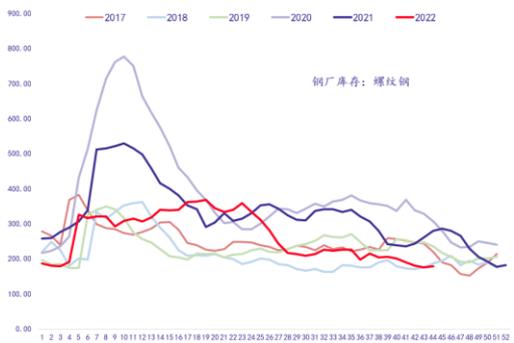
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



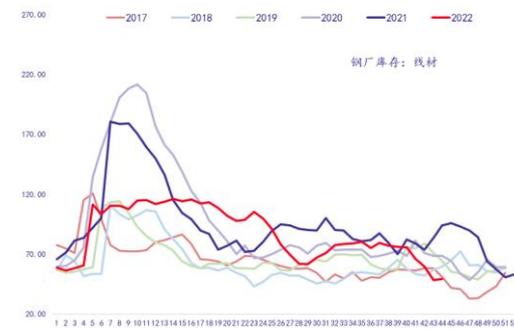
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 33: 钢厂螺纹钢库存 (万吨)

图 34: 钢厂线材库存 (万吨)



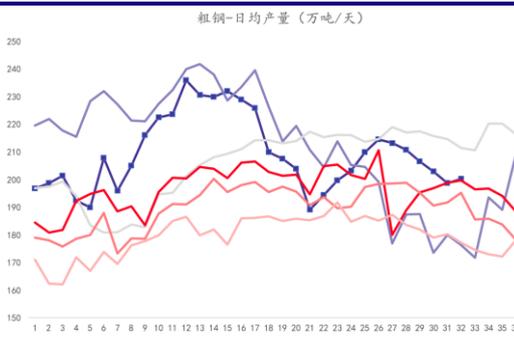
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



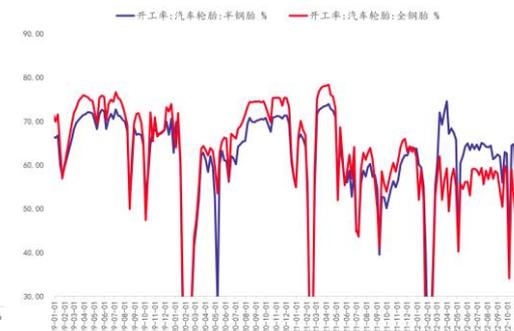
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 35: 粗钢产量 (万吨/天)

图 36: 汽车轮胎开工率 (%)



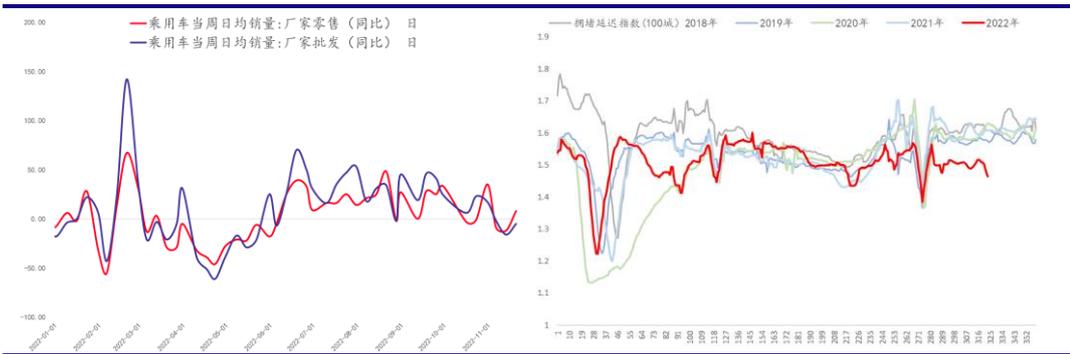
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 乘用车日均销量同比 (%)

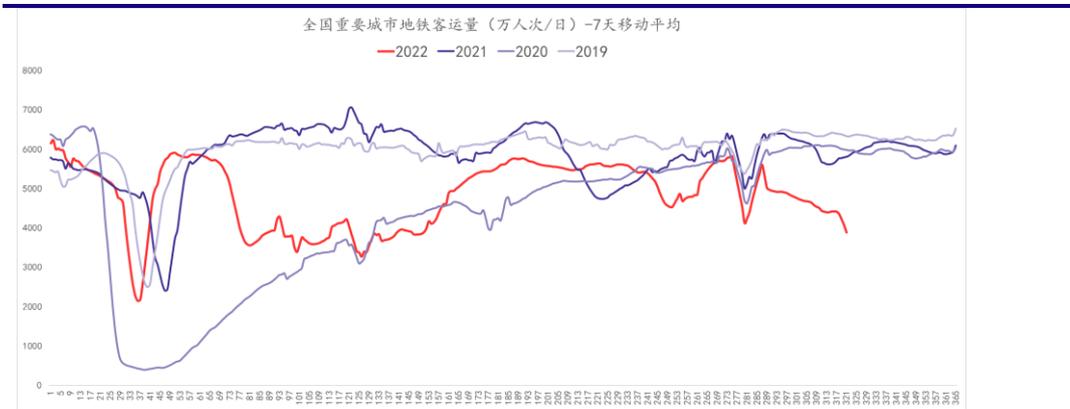
图 38: 交通拥堵延迟指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

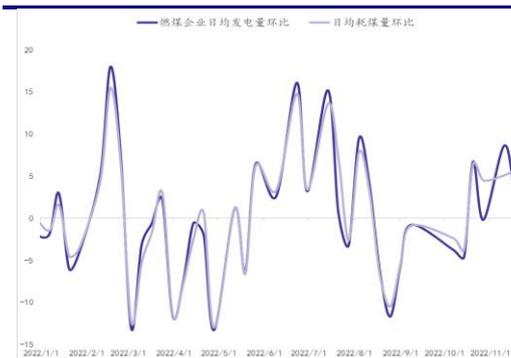
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 全国重要城市地铁客流量 (万人次/日)



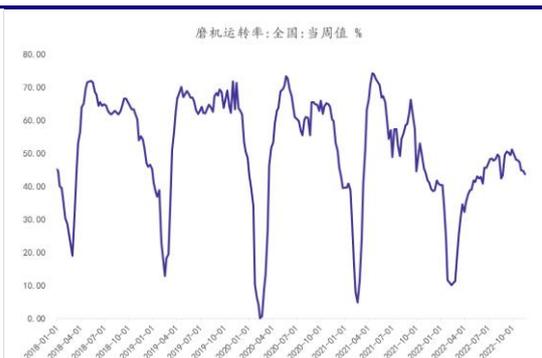
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 中电联煤企日均发电量环比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 全国水泥磨机运转率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: PTA 和 PVC 开工率 (%)

图 43: 30 大中城市商品房成交 (套/日)

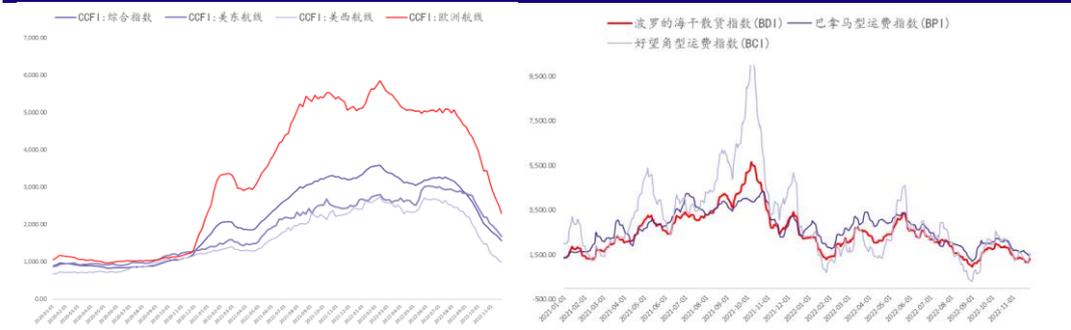


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: 上海集装箱出口指数

图 45: BDI 指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn