

宏观周观点

2022年12月3日

地产政策进一步放松，美国非农就业韧性保持

宏观周观点 20221203

核心内容：

- **地产股权融资进一步放松，长端LPR可能继续下行：**2022年5月开始监管层对于房地产的各种政策就保持着小步放松的态势，尤其是11月11日16条措施明确支持房地产在信贷和债券市场融资功能的逐步修复。11月28日进一步股票市场对于房地产上市公司开放；至此，信贷、债券、股权“三只箭”全部落地。股权融资放松的象征意义更大，但也有利于房地产市场供给端的加速稳定。房地产的资产回报率可以简单理解为房租回报率加上房地产价格预期上行幅度：现阶段房地产价格环比下行并且未来并不明朗，市场信心不足，单纯的房地产租金回报率和房地产贷款利率之间差距较大，私人部门除刚性需求者之外并不倾向于杠杆购房。未来1个季度，房地产贷款利率下降仍然是可以期待的选项，即长端LPR利率可能继续下行以降低购房成本、支持需求端恢复。
- **主要央行加息潮将迎来边际缓和：**鲍威尔在布鲁金斯学会的发言、美国PCE通胀的如期回落、ISM制造业PMI跌破荣枯线以及欧元区CPI环比终于走弱均指向主要央行加息狂潮的边际缓和，美联储在12月削减加息幅度至50bps的概率较大，同时欧央行在通胀终于可能见顶以及美联储缓和的情况下也有望放缓至50bps。
- **非农数据韧性仍在，警惕2023下半年通胀粘性：**11月新增非农就业26.3万人，超出20万人的市场预期，失业率保持了3.7%的低位。非农时薪同比增速5.09%，环比增速0.55%且比前两个月加快，劳动参与率下滑0.1%至62.1%，55岁及以上参与率下滑0.3%至38.6%。总体上，非农就业数据反映了劳动市场的韧性，供需依然严重不平衡，工资还在上涨，工资-物价螺旋对通胀的压力持续。由于就业数据的变动通常滞后于美联储紧缩和经济下行，非农的韧性仍在意料之中。这种韧性进一步得到确认至少意味着（1）美国CPI在2023年虽然会在高基数下回落，但下半年部分能源和商品进入负增长后，服务主宰的核心通胀将高于名义CPI且回落较慢。（2）劳动市场的强劲和结构性供给不足将阻止美国经济快速陷入衰退，2023年即使出现“技术性衰退”，仍可能向2022年上半年一样被较强的就业对冲。
- **债券收益率整体上行，美元指数下行，猪肉价格下行，原油价格上行，高频数据延续弱势：**本周市场利率下行，流动性整体宽裕。猪肉价格下行，蔬菜价格上升，通胀近期无需担忧但需持续观察警惕温和通胀的可能性。原油价格上行，螺纹钢价格回升，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	12月5日(周一)	中国11月财新服务业PMI
	12月6日(周二)	国内成品油开启新一轮调价窗口
	12月7日(周三)	中国11月外汇储备(亿美元), 中国11月成品油进口量-精炼石油产品-能源(万吨), 中国11月贸易帐-人民币计价(亿元)
	12月9日(周五)	中国11月CPI年率(%), 中国11月PPI年率(%)
欧洲	12月5日(周一)	欧元区10月零售销售月率(%), 英国11月Markit服务业PMI终值, 欧元区12月Sentix投资者信心指数
	12月6日(周二)	欧元区第三季度季调后GDP季率终值(%), 德国10月季调后工业产出月率(%)
美国	12月5日(周一)	美国10月工厂订单月率(%), 美国11月ISM非制造业PMI, 美国10月耐用品订单月率修正值(%)
	12月7日(周三)	美国截至12月2日当周API原油库存变动(万桶), 美国截至12月2日当周API每周成品油进口(万桶)
	12月8日(周四)	美国截至12月3日当周初请失业金人数(万)
	12月9日(周五)	美国11月PPI年率(%), 美国11月核心PPI年率(%), 美国12月密歇根大学消费者信心指数初值
其他	12月8日(周四)	日本第三季度季调后实际GDP季率修正值(%)

目录

一、地产股权融资进一步放松, 长端LPR可能继续下行	3
二、主要央行加息潮将迎来边际缓和	5
三、非农数据韧性仍在, 警惕2023下半年通胀粘性	6
四、债券收益率整体上行, 美元指数下行	8
五、猪肉价格继续回落, 蔬菜价格上升明显	10
六、原油上行, 钢铁价格回升、库存下行	11
(一) 原油价格上行, 煤炭价格上行	11
(二) 高炉开工率下行, 动力煤价格上行	13

一、地产股权融资进一步放松，长端 LPR 可能继续下行

11月28日，证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问，表示证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，包括：1)恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2)恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3)调整完善房地产企业境外市场上市政策；4)进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；5)积极发挥私募股权投资基金作用。

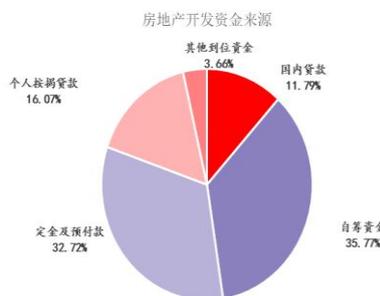
2022年5月开始监管层对于房地产的各种政策就保持着小步放松的态势，尤其是11月11日16条措施明确支持房地产在信贷和债券市场融资功能的逐步修复。11月28日进一步股票市场对于房地产上市公司开放；至此，信贷、债券、股权“三只箭”全部落地。

股权融资放松的象征意义更大，但也有利于房地产市场供给端的加速稳定。现阶段房地产行业的资金来源现主要是自筹资金和定金预付款，上市房地产公司股票IPO和再融资的补充有限。首先，上市房地产公司占整个房地产行业的数量较少；其次，股票市场能提供给房地产行业的资金也相对有限。股票市场对房地产行业的放开仍然有较大的象征意义，历史上两轮融资高潮分别发生在2009年和2016年，均是房地产政策相对最为开放的时期。当然，对于上市公司而言，资产负债表的改善会较为明显。

稳定需求侧固然重要，但需求侧的恢复才是地产能否较快企稳的决定性因素。房地产需求侧的非线性下行是疫情封控、居民收入下降、商品房价格下跌、行业严厉监管与经济下行的综合影响，而现阶段政策的利好仍然不足以启动居民杠杆。

房地产的资产回报率可以简单理解为房租回报率加上房地产价格预期上行幅度：现阶段房地产价格环比下行并且未来并不明朗，市场信心不足，单纯的房地产租金回报率和房地产贷款利率之间差距较大，私人部门除刚性需求者之外并不倾向于杠杆购房。因此，稳定需求端需要(1)房地产贷款利率下行，或者(2)房地产价格大幅走低。房地产价格的快速走低可能会带来房地产开发商资产负债表大幅失衡、银行系统的混乱继而带来系统性金融风险，短时间实现代价较大。未来1个季度，房地产贷款利率下降仍然是可以期待的选项，即长端LPR利率可能继续下行以降低购房成本、支持需求端恢复。

图 1：房地产开发资金来源 (%)



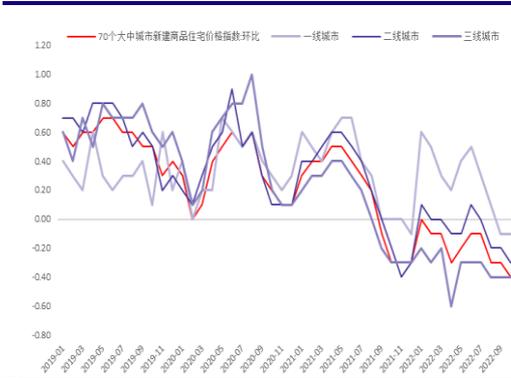
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：房地产股票融资规模并不高 (亿元)



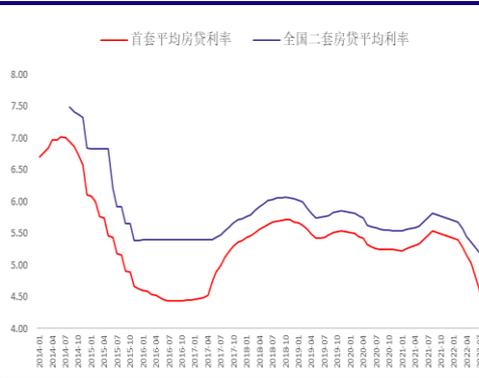
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：房地产价格环比下行 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：房地产贷款利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 1：供给端政策加力支持房地产业

时间	来源	主要内容
2022年11月28日	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。允许符合条件的房地产企业实施重组上市，重组对象须为房地产行业上市公司。允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。 二、恢复上市公司和涉房上市公司再融资。允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。允许其他涉房企业境外上市再融资，要求再融资募集资金投向主业。 三、调整完善房地产企业境外上市政策。与境内A股政策保持一致，恢复以房地产为主业的H股上市公司再融资；恢复主业非房地产业务的其他涉房H股上市公司再融资。 四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。会同有关方面加大工作力度，推动保障性租赁住房REITs常态化发行，努力打造REITs市场的“租房板块”。鼓励优质房地产企业依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施REITs，或作为已上市基础设施REITs的扩募资产。 五、积极发挥私募基金投资作用。开展不动产私募基金试点，允许符合条件的私募基金管理人设立不动产私募基金，引入机构资金，投资存量住宅地产、商业地产、基础设施，促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。
2022年11月21日-23日	金融街论坛	易纲：人民银行配合有关部门和地方政府，“一城一策”用好政策工具箱，降低了个人住房贷款利率和首付比例，支持刚性和改善性住房需求... 人民银行出台了2000亿元保交楼专项借款，支持已售住房的建设交付，并研究设立了鼓励商业银行支持保交楼结构性政策工具。最近人民银行扩大了支持民企发债的“第二支箭”，为民企发债提供风险分担，民营房地产企业也在支持范围以内。 郭树清：最近一段时期，海外媒体持续炒作中国“房地产危机”和“建筑业衰落”，实际上我国仍然处于城市化的高峰时期和乡村振兴的起步阶段，全社会固定资产投资具有很大的增长潜能。 潘功胜：金融部门支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资平稳有序，加大保交楼金融支持力度，保护住房消费者合法权益，坚决阻断、弱化风险外溢，稳定市场预期与信心。
2022年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潘功胜副行长的发言	在前期推出的2000亿“保交楼”专项借款的基础上，人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供低成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。目前该结构性政策工具具体操作方案正在向商业银行征求意见，并将于近期推出。
2022年11月11日	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	央行和银保监会出台6大举措支持房地产，重点包括： (1) 对国有、民营等各类房地产企业一视同仁，鼓励金融机构重点支持治理完善、聚焦主业、资质良好的房地产企业稳健发展。 (2) 金融机构要合理区分项目于公司风险与集团控股公司风险... 推动专业信用增进机构为财务总体健康、面临短期困难的房地产企业债券发行提供增信支持... 支持债券发行人在境内外市场回购债券... 对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持。 (3) 自本通知印发之日起，房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，未来半年内到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类。 (4) 支持金融机构优化新市民住房金融服务，合理确定符合购房条件新市民首套住房个人住房贷款的标准... 依法合规为房地产企业项目并购、商业养老地产、租赁住房建设等提供金融支持... 鼓励金融机构特别是项目个人住房贷款的主融资商业银行或其牵头组建的银团为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，推动化解未交接个人住房贷款风险。 (5) 对于受疫情等客观原因影响不能如期满足房地产贷款集中度管理要求的银行业金融机构，人民银行、银保监会经过评估后可以合理延长其过渡期。
2022年11月8日	中国银行间市场交易商协会“第二支箭”	“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资，预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022年11月1日	交易商协会与房地产业协会联合召开民营房企座谈会	交易商协会、房地产业协会和中债信用增进公司召集21家民营房企召开座谈会，明确中债增信将加大对民营房企发债的支持力度。
2022年10月20日	证监会相关人士	在确保融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资。具体条件为：(1) 自身及控股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过10%；(2) 参股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务产生的投资收益占企业当期利润的比例不超过10%。
2022年9月	市场消息	央行和银保监会两部门要求中国建设银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国邮政储蓄银行、交通银行等六家国有银行，加大对房地产融资的支持力度。每家银行年内至少提供1000亿元融资支持，形式包括抵押贷、按揭贷、开发贷或购买债券等。
2022年8月29日	市场消息	专项用于“保交楼”2000亿元全国性纾困基金启动。专项借款初期规模达2000亿元，由央行指导国家开发银行、中国农业发展银行在现有贷款额度中安排，中央财政将根据实际借款金额，对政策性银行予以1%的贴息，贴息期限不超过两年。
2022年8月19日	交易商协会与民企座谈会	探讨通过中债增信的方式支持民营企业发债，参加的地产企业包括碧桂园、龙湖、旭辉、金地、远洋、新城控股、滨江、美的等8家地产企业，此前5家示范性企业新增了3家，即金地、远洋和滨江。
2022年5月16日	市场消息	碧桂园、龙湖、美的置业、新城控股和旭辉5家民营房地产企业相继被监管机构选定为示范房企，获准通过信用保护工具的方式发行人民币债券，也是信用保护工具首次被用于地产企业。随后，五家试点民营房地产企业均在信用保护工具的支持下，已完成了相关债券的发行工作，发行规模合计34.02亿元，发行利率在3.50-6.50%之间。
2022年5月11日	证监会	证监会表示，为贯彻落实党中央、国务院关于支持民营企业发展的决策部署，落实政府工作报告关于完善民营企业债券融资支持机制的工作要求，交易所债券市场推出民营企业债券融资专项支持计划，以稳定和促进民营企业债券融资。

资料来源：中国银河证券研究院整理

二、主要央行加息潮将迎来边际缓和

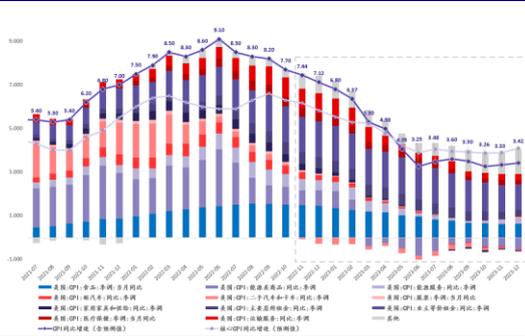
本周多项重要数据和事件指向主要央行加息狂潮的边际缓和，美联储在 12 月削减加息幅度至 50bps 的概率较大，同时欧央行在通胀终于可能见顶以及美联储缓和的情况下也有望放缓至 50bps。下面将回顾主要数据和事件：

(1) 鲍威尔在布鲁金斯学会上的讲话：指标方面，仍然最关注 PCE 核心通胀，因其对未来整体通胀的变化更加精确。继续重申通胀走势的不确定性以及利率终值需要高于 9 月份经济预测中数值。鲍威尔将通胀划分为核心商品、居住成本和其他的核心服务三部分。随着供应链问题的解决和其他因素，商品通胀在未来几个月将继续下行；居住成本将在 2023 年某一时段开始下行；最大的不确定性是核心服务的走向（权重超过核心 PCE 的一半）。劳动市场持续影响核心服务走向，而劳动市场存在至少 350 万人的缺口，这是由于人口增长低于预期以及更低的劳动参与率（超额退休、新冠相关健康问题和劳动力人口增长放缓）。劳动市场的紧张也造成了工资上行的压力保持（这在较强的 11 月非农数据中再次得到印证）。最后，鲍威尔又一次重申历史的教训是不能过早放松货币政策。整体上，本次讲话关于利率路径的表述没有变化，通胀部分中商品和居住成本的下行趋势相对确定，问题还是和劳动市场相关的服务业，这些担心并不会影响 12 月 FOMC 会议边际放缓加息活动。

(2) 美国的 PCE 通胀和核心增速从 6.27%和 5.18%放缓至 6.02%和 4.98%，也在确认缓慢下行的趋势。另外，美国 ISM 的 11 月制造业 PMI 大幅下滑 1.2 至 49.0，新订单萎缩 2.0 至 47.2，产出下滑 0.8 至 51.5。PMI 自 5 月份开始缓慢下行后终于进入不景气区间，需求和产出都在放缓且需求下行幅度较大，这也进一步证明美国制造业在商品消费放缓、库存较高后跟随下行。这两个数据也反映商品通胀的回落将继续，汽车、家具和家用产品、其他耐用品等项目将和能源类一起拉动名义通胀走低。

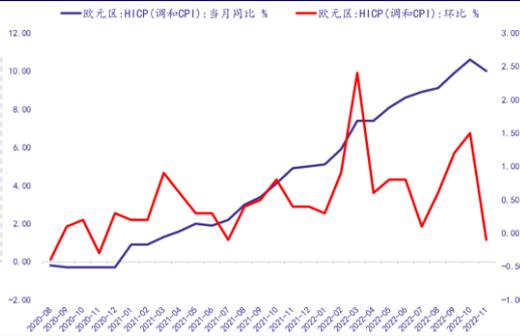
(3) 欧元区 CPI 终于出现边际放缓，同比降低至 10%，环比下行 0.1，结束了连续 17 月的大幅增长。预计本次通胀的回落主要由于能源类大宗商品价格放缓在 CPI 中开始体现，但冬季欧洲能源面临的不确定性意味着通胀仍可能在高位反复震荡；住房和服务类预计继续保持增长。虽然欧元区 CPI 的下行趋势还有待确定，但通胀终于展现出放缓的可能仍有望推动欧央行放缓加息至 50bps。德国与意大利 10 年国债的利差近期有所收敛，但南欧国家的借款利率依然远高于其经济增速，对国债到期量较大的意大利来说仍是风险。欧央行已经加息至 2%，在美联储加息边际放松、欧元回升的基础上，保持加息节奏但幅度放缓至 50bps 不失为一种稳妥的政策，在防范金融风险的同时也给欧央行更多时间观察通胀变化。

图 5：美国 CPI 增速预测 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：欧元区通胀终于放缓 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：各国 PMI 近期变化 (%)

制造业 PMI		趋势 (右边为最新)									
		2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
全球		48.80	49.40	49.80	50.30	51.10	52.20	52.30	52.30	52.90	
中国		48.00	49.20	50.10	49.40	49.00	50.20	49.60	47.40	49.50	
美国		49.00	50.20	50.90	52.80	52.80	53.00	56.10	55.40	57.10	
欧元区		47.10	46.40	48.40	49.60	49.80	52.10	54.60	55.50	56.50	
德国		46.20	45.10	47.80	49.10	49.30	52.00	54.80	54.60	56.90	
英国		46.50	46.20	48.40	47.30	52.10	52.80	54.60	55.80	55.20	
日本		49.00	50.70	50.80	51.50	52.10	52.70	53.30	53.50	54.10	
韩国		49.00	48.20	47.30	47.60	49.80	51.30	51.80	52.10	51.20	
澳大利亚		44.70	49.60	50.20	49.30	52.50	54.00	52.40	58.50	55.70	
印度		55.70	55.30	55.10	56.20	56.40	53.90	54.60	54.70	54.00	
越南		47.40	50.60	52.50	52.70	51.20	54.00	54.70	51.70	51.70	
巴西		44.30	50.80	51.10	51.90	54.00	54.10	54.20	51.80	52.30	
墨西哥		50.60	50.30	50.30	48.50	48.50	52.20	50.60	49.30	49.20	

三、非农数据韧性仍在，警惕 2023 下半年通胀粘性

美国劳工数据局 (BLS) 12 月 2 日公布了 11 月非农就业相关数据。11 月新增非农就业 26.3 万人，超出 20 万人的市场预期，失业率保持了 3.7% 的低位。非农时薪同比增速 5.09%，环比增速 0.55% 且比前两个月加快，劳动参与率下滑 0.1% 至 62.1%，55 岁及以上参与率下滑 0.3 至 38.6%。总体上，非农就业数据反映了劳动市场的韧性，供需依然严重不平衡，工资还在上涨，工资-物价螺旋对通胀的压力持续。

由于就业数据的变动通常滞后于美联储紧缩和经济下行，非农的韧性仍在意料之中。这种韧性进一步得到确认至少意味着 (1) 美国 CPI 在 2023 年虽然会在高基数下回落，但下半年部分能源和商品进入负增长后，服务主宰的核心通胀将高于名义 CPI 且回落较慢。(2) 劳动市场的强劲和结构性供给不足将阻止美国经济快速陷入衰退，2023 年即使出现“技术性衰退”，仍可能向 2022 年上半年一样被较强的就业对冲。

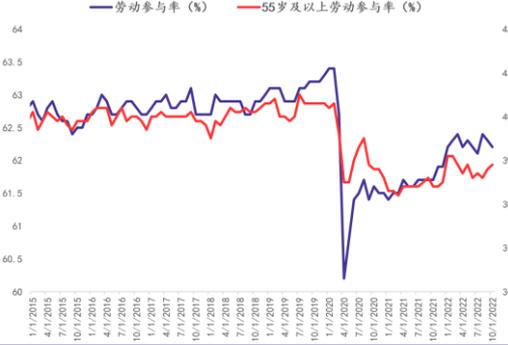
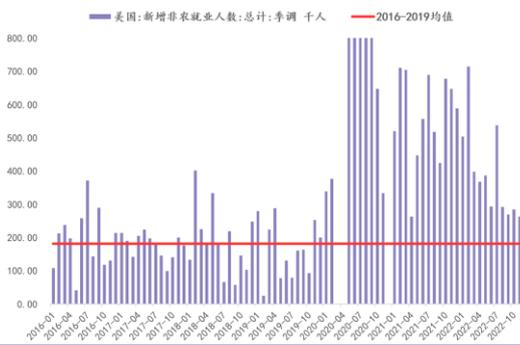
以上信息不显著影响我们对于美联储紧缩的路径的判断。短期来看，10 月 PCE 通胀数据也证实了通胀见顶回落的趋势，结合美联储官员近期的表态，12 月加息放缓至 50bps

是大概率事件。美联储关于加息“更高更久”的判断没有显著变化，预计加息终值仍在5%左右，但非农强劲可能“推迟”美国陷入衰退的时点，因此我们倾向于美联储的降息需要等到2023年末或更晚，除非意想不到的低概率金融风险爆发。美元和美债的顶部在确定，预计难以超过此前的高点。

从目前的就业和工资数据看，美国2023年上半年陷入衰退的可能较小，即使2022年三到四季度的GDP基数抬升导致负增长，劳动市场也难以大幅恶化，但衰退的整体概率在继续上升。观察实际失业率和长期自然失业率可以看出，在失业率超过长期趋势时，美国或将陷入衰退，或已经处于衰退中。当前长期失业率处于4.4%左右，这也是美联储9月经济预测中的2023和2024年失业率，而经济学家普遍预测本轮通胀后的失业率将超过5%。而从实际工资角度考虑，历史上多次实际工资大幅下滑或持续为负都触发了衰退。不过因为美国劳动缺口仍在且劳动参与率难以恢复到疫情前、居民资产负债表健康、超额储蓄充足等因素，劳动市场的强劲意味着衰退的延后。即使失业率短期出现连续上升，在通胀中枢不迅速向2%靠拢的情况下，美联储也不会选择降息。

图 8：新增非农就业（千人）

图 9：劳动参与率再次下滑（%）

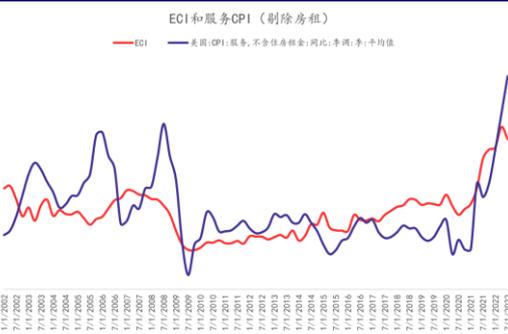
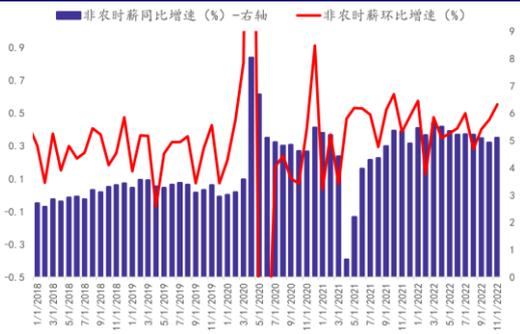


资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 10：非农时薪增速（%）

图 11：工资向物价传导压力尚存（%）



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：非农数据概览

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调(美元)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2022-11	2022-10	2022-09	2022-11	2022-10	2022-09	2022-10	2022-09	2022-08	
非农总计	263.0	284.0	269.0				-240.0	-858.0	478.0	
非农私人合计	221.0	248.0	255.0	32.8	32.5	32.4	-186.0	-798.0	399.0	
商品生产	37.0	47.0	43.0	32.9	32.7	32.6				
采矿业	3.0	2.0	3.0	36.8	36.5	36.6	1.0	-2.0	1.0	
建筑业	20.0	9.0	23.0	35.4	35.1	34.9	23.0	-78.0	-6.0	
制造业	14.0	36.0	17.0	31.3	31.1	31.0	0.0	-104.0	55.0	
耐用品	11.0	27.0	9.0	32.9	32.7	32.6	-12.0	-62.0	35.0	
非耐用品	3.0	9.0	8.0	28.7	28.4	28.4	13.0	-42.0	20.0	
服务生产	184.0	201.0	212.0	32.8	32.4	32.3				
批发业	-3.3	9.2	6.5	28.5	27.9	27.8	3.0	-15.0	22.0	
零售业	-29.9	-2.6	-29.9	35.8	35.3	35.3	16.0	-149.0	127.0	
运输仓储业	-15.1	-3.4	-18.1	23.5	23.1	23.0				
公用事业	-0.5	1.1	-0.1	29.5	28.4	28.2				
信息业	19.0	6.0	8.0	48.0	47.9	47.2	-28.0	-12.0	20.0	
金融活动	14.0	13.0	3.0	48.4	47.7	47.2	7.0	-38.0	13.0	
专业和商务服务	6.0	26.0	25.0	42.2	42.1	41.8	-83.0	-14.0	-119.0	
教育和保健服务	82.0	80.0	82.0	39.5	39.0	38.9	21.0	-122.0	58.0	
休闲和酒店业	88.0	60.0	111.0	32.2	32.0	32.0	-70.0	-224.0	170.0	
其他服务业	24.0	12.0	25.0	20.5	20.3	20.3	-41.0	-9.0	30.0	
政府	42.0	36.0	14.0							

单元格标红：大于前值

资料来源：BLS、Wind，中国银河证券研究院整理

四、债券收益率整体上行，美元指数下行

本周流动性保持宽裕，公开市场投放 3220 亿，回笼 280 亿，净投放 2940 亿，央行在公开市场释放流动性。DR007 周五依低于 7 天逆回购利率 38.11bps，差值扩大。预计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。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”。

12 月 2 日，SHIBOR 隔夜收于 1.1570%，比上周上行 13.60bps，7 天利率收于 1.6930%，比上周下行 5.1bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.6189%，比上周下行 11.34bps，降幅明显。12 月 2 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 2.1632%、2.4437% 和 2.6696%，分别比上周上升 7.00bps、2.74bps、5.69bps，10 年期国债收益率收于 2.8653%，比上周上行 2.81bps。

经济恢复预期升温，债券收益率整体上行。货币市场流动性继续宽裕，通胀暂时不制约货币政策。

图 13：SHIBOR 利率 (%)

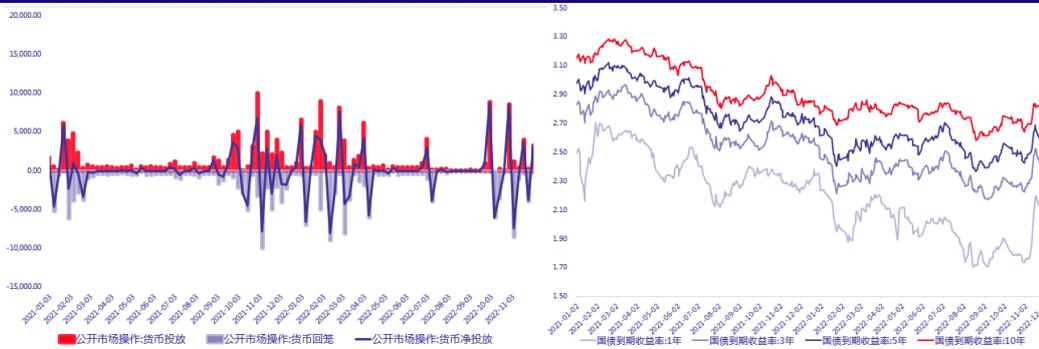
图 14：DR007 利率 (%)



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

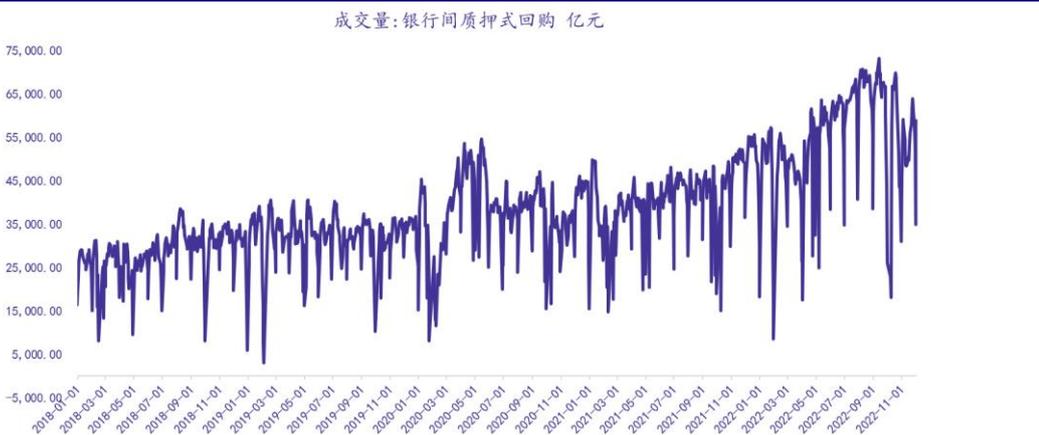
图 15: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 16: 国债收益率 (%)



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 17: 银行间质押式回购成交量 (亿)

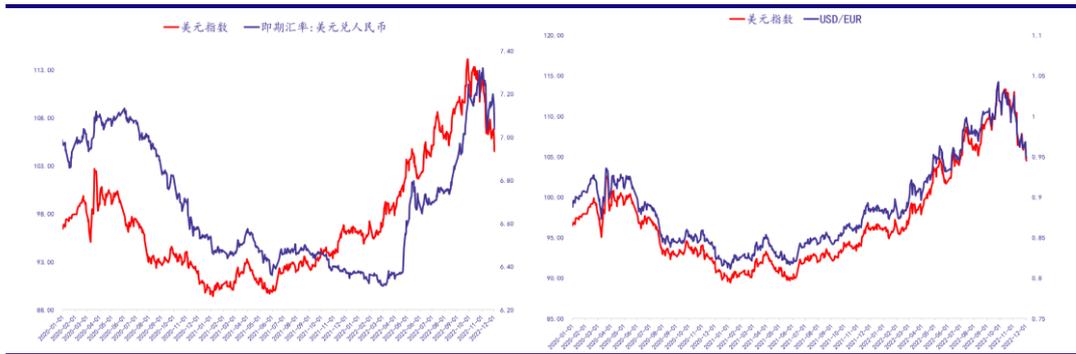


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

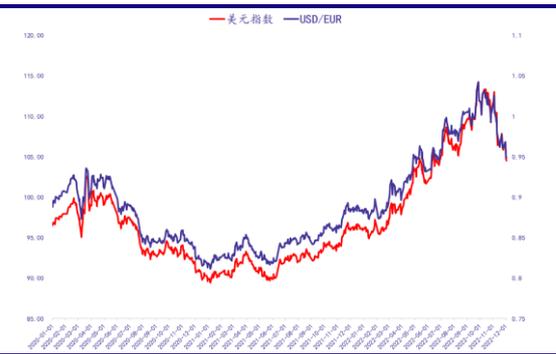
本周五美元指数收于 104.51, 继续回落。美元兑主要货币汇率在上周下行, 兑人民币为 7.0380, 兑欧元至 0.9484, 兑日元至 134.29; 人民币对美元小幅升值。本周美联储主席鲍威尔的讲话没有释放更鹰派的信息, 12 月加息放缓概率较大, 美国通胀缓慢走低的趋势也更加明朗, 各国与美国利差预计将开始收敛。通胀的下行意味着美元顶部开始确认, 对美元变动最敏感的日元和英镑值得关注。

图 18: 美元兑人民币 (元)

图 19: 欧元与美元指数 (%)



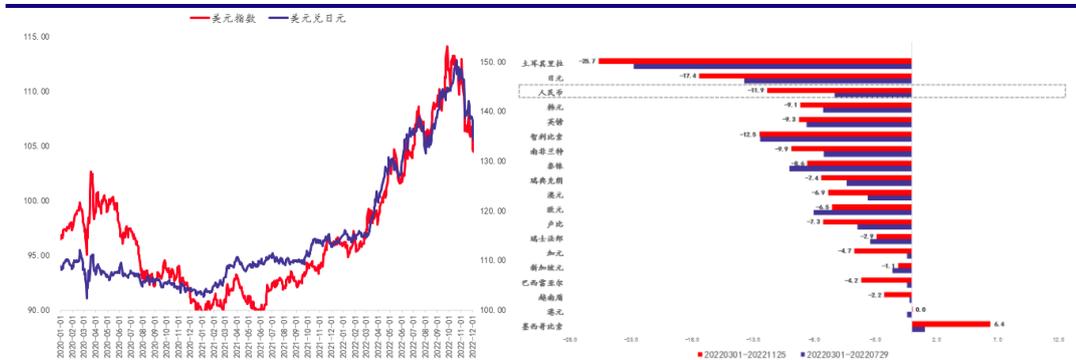
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 美元兑日元 (元)

图 21: 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

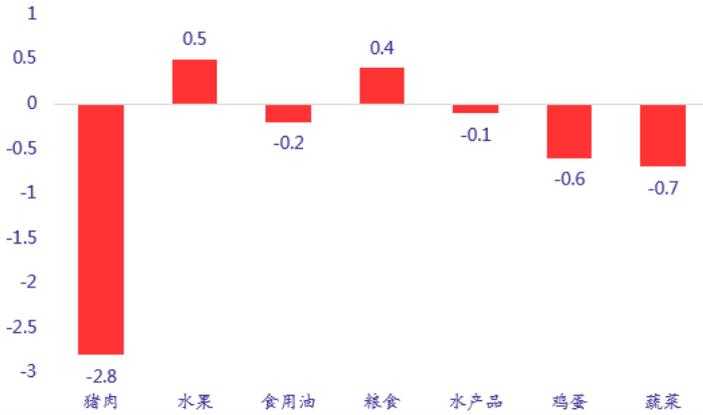
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、猪肉价格继续回落，蔬菜价格上升明显

商务部数据显示，11月21日至27日，全国食用农产品市场价格比前一周下降0.7%。根据搜猪网数据显示，全国瘦肉型生猪出栏均价12月2日为22.09元/公斤，比上周下行0.52个百分点。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上升11.60%。菜价上行幅度较大。随着天气转冷，冬菜上市开始减少，整体产量也将下行。按季节性经验来看，菜价可能开始小幅上行，而各地防控优化是否能在需求上体现有待观察，年内食品部分对通胀难有过大影响。

图 22: 商务部统计 11 月 21 日-27 日物价变动 (%)



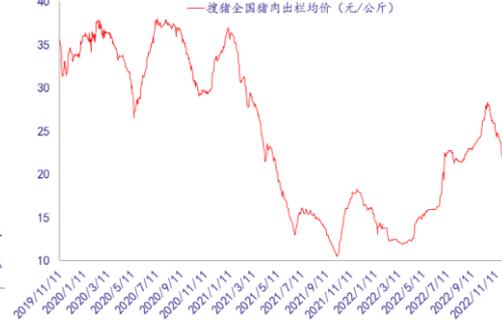
资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 23：22 省市猪肉价格（元/公斤）

图 24：搜猪网猪肉价格（元/公斤）

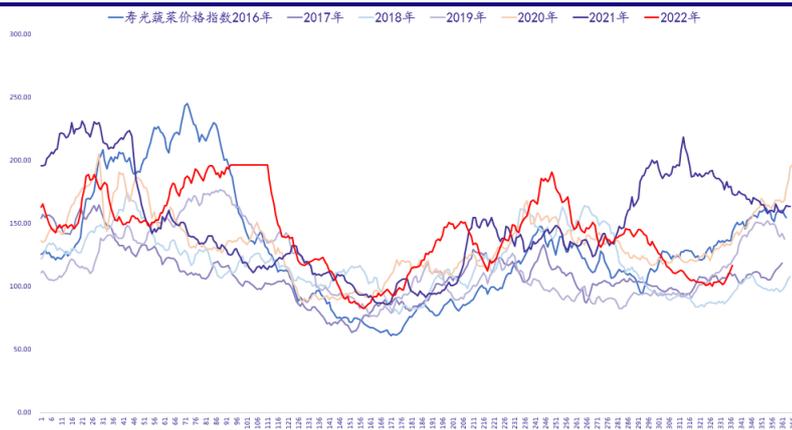


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

图 25：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、原油上行，钢铁价格回升、库存下行

（一）原油价格上行，煤炭价格上行

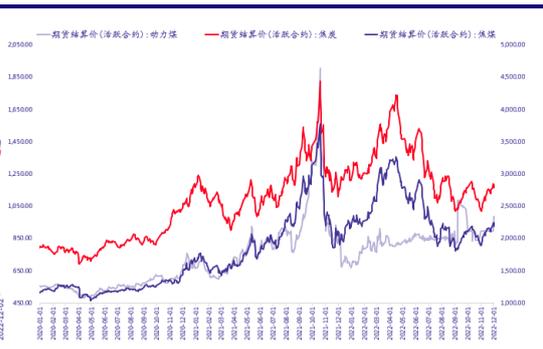
本周国际油价小幅上行，冬季能源价格仍可能上行。12月2日布伦特原油 85.57 美元/桶，WTI 原油 79.98 美元/桶，分别较上周上行 2.32%和 4.85%。山东地炼 12月1日柴油价格下行 4.50 个百分点至 8,194 元/吨，汽油价格下行 4.00 个百分点至 7,720 元/吨。山东地炼开工率由上周的 65.50%下行至 64.31%。铁矿石期货价格上涨至 738.00 元/吨，较上周上行 5.22%。

图 26: 原油价格 (美元/桶)



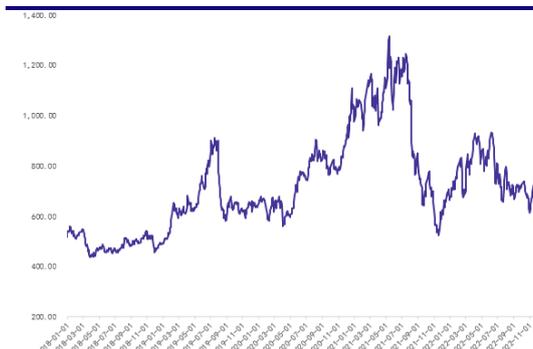
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 27: 煤炭期货价格 (吨/元)



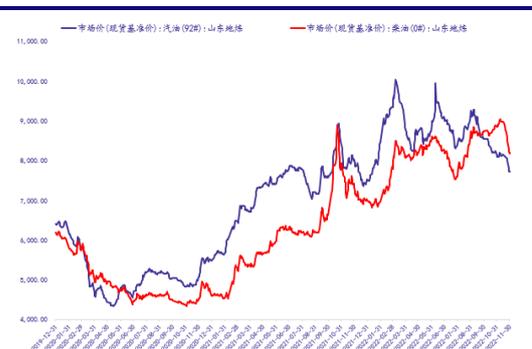
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 28: 铁矿石价格 (元/吨)



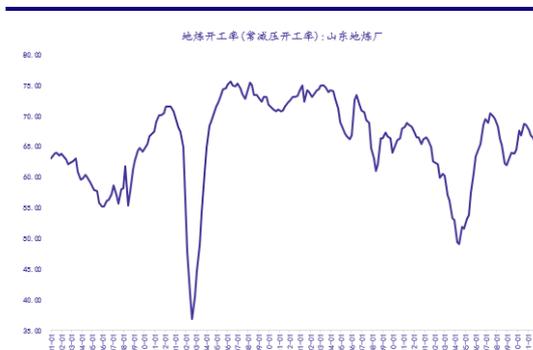
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 29: 山东地炼价格 (元/吨)



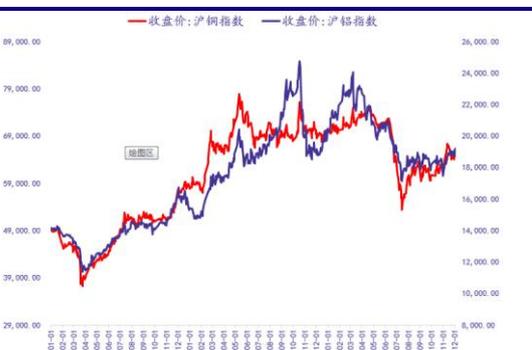
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 山东地炼开工率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 31: 沪铜、沪铝收盘价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 高炉开工率下行，动力煤价格上行

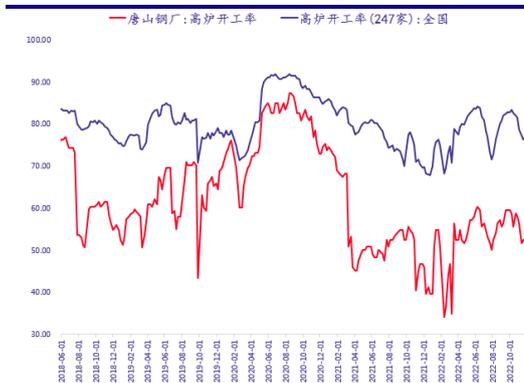
高炉开工率：全国高炉开工率 75.61%，比上周下行 1.42%，唐山高炉开工率 50.79%，比上周下行 1.59%。废钢本周价格 2,690 元/吨，上行 1.89%。高炉开工率下行显示生产活动有所放缓，结合 PMI 来看，企业在低库存下继续减少生产，对未来预期并不乐观，期待地产政策进一步发力稳定企业预期。

产品价格：螺纹钢和热卷价格继续维持回升态势，上行幅度有所扩大。螺纹钢价格 3,808 元/吨，上行 1.93 个百分点，热卷价格为 3,918 元/吨，上行 2.16 个百分点。煤炭价格上涨，焦煤涨 0.69% 至 2,187 元/吨，焦炭上行 0.94% 至 2,794 元/吨。动力煤价格上行至 988 元/吨。房地产销售套数连续两周回升，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：螺纹钢库存上行，热卷、线材库存下行。螺纹钢社会库存本周上行 1.2 吨至 354.57 万吨，热卷下行 3.82 万吨至 196.68 万吨。钢厂螺纹钢库存上行 3.17 万吨至 182.07 万吨，钢厂线材库存下行 0.75 万吨至 48.77 万吨。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。汽车销量同比下降，环比回升。

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 和经济数据年内将保持弱势。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 32：高炉开工率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 33：废钢价格 (元/吨)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 34：螺纹钢和热卷价格 (元/吨)

图 35：铜价格 (元/吨)

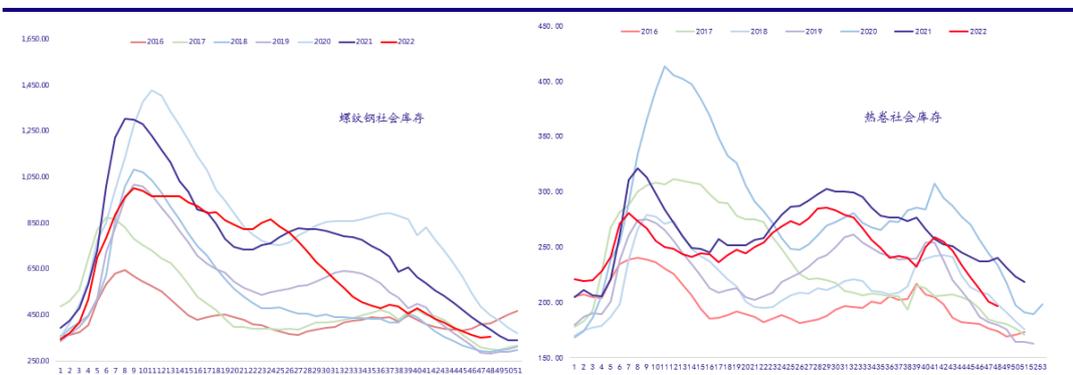


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 螺纹钢社会库存 (万吨)

图 37: 热卷社会库存 (万吨)

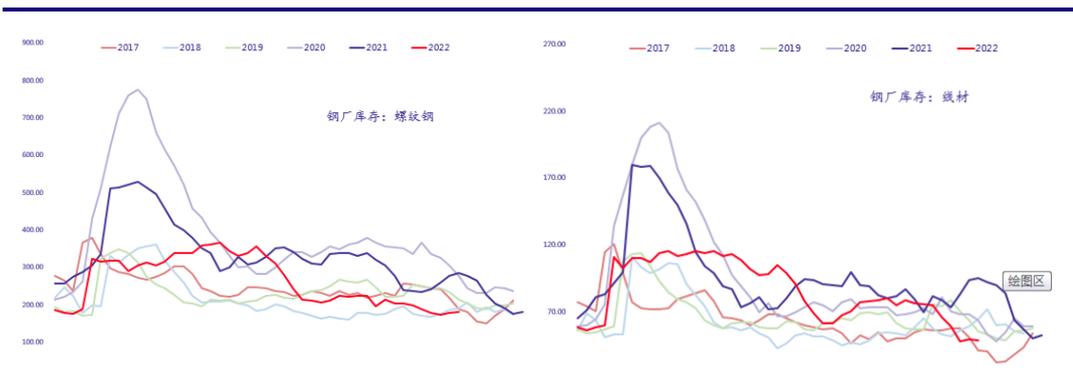


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 钢厂螺纹钢库存 (万吨)

图 39: 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 40: 粗钢产量 (万吨/天)

图 41: 汽车轮胎开工率 (%)

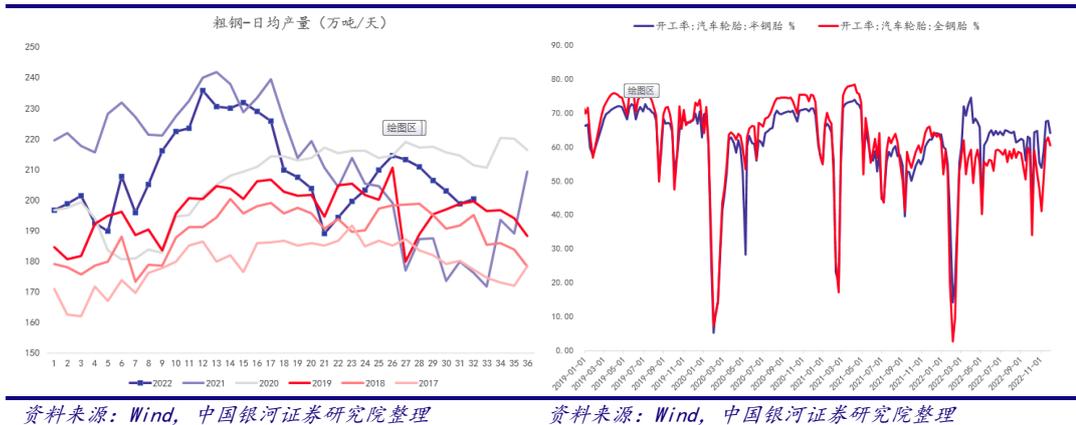


图 42: 乘用车日均销量同比 (%)

图 43: 交通拥堵延迟指数

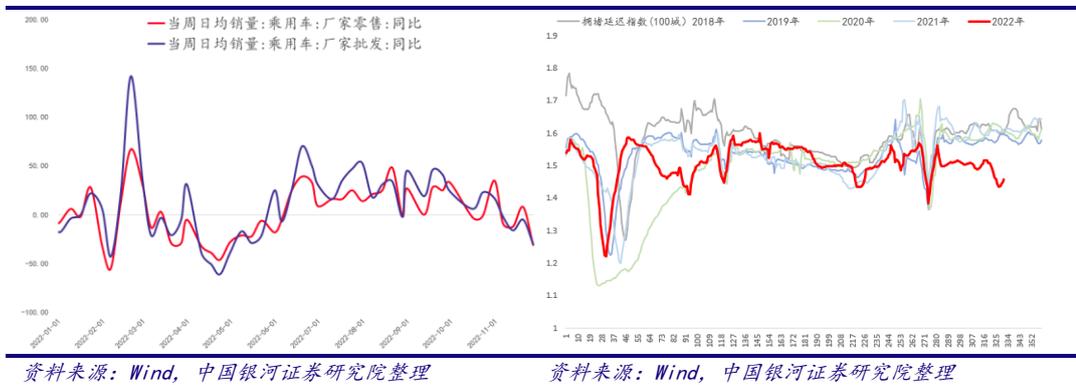


图 44: 全国重要城市地铁客运量 (万人次/日)

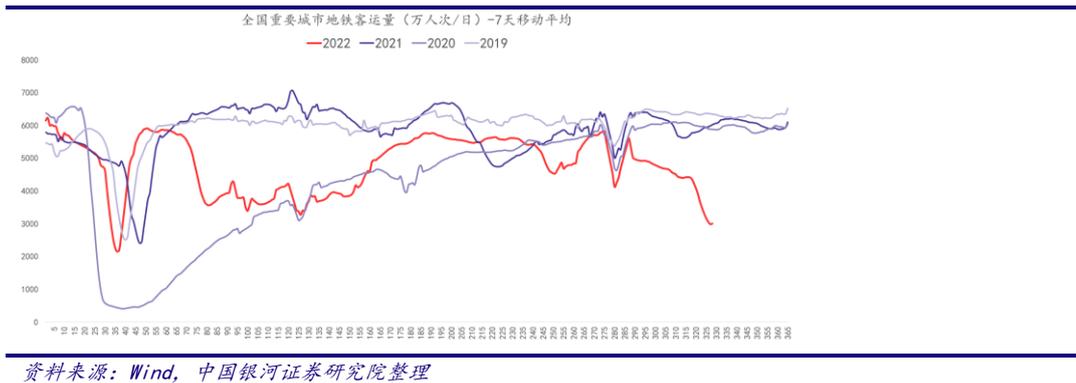
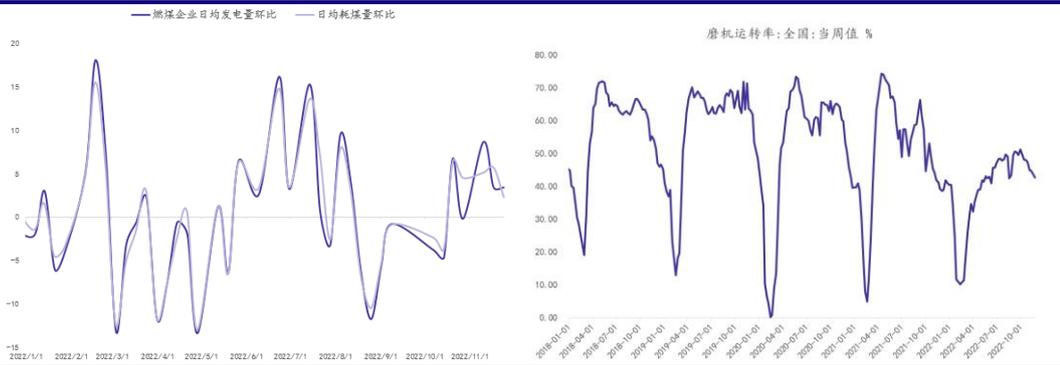


图 45: 中电联煤企日均发电量环比 (%)

图 46: 全国水泥磨机运转率 (%)

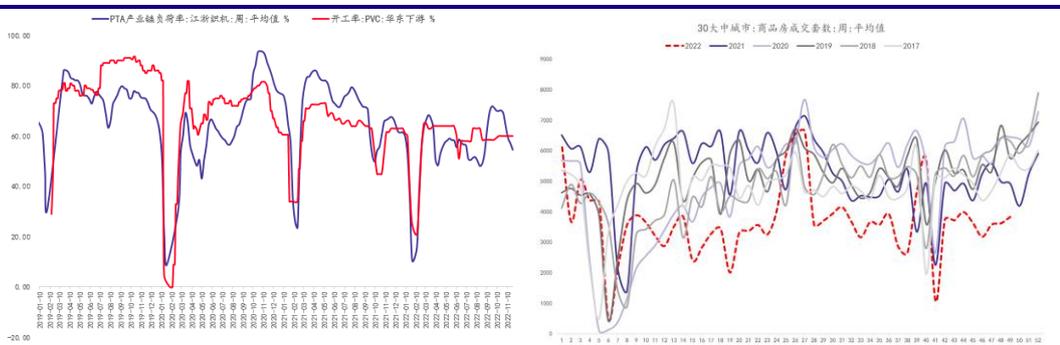


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 47: PTA 和 PVC 开工率 (%)

图 48: 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 49: 上海集装箱出口指数

图 50: 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、未来也将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