

## 人民币贬值对出口的刺激作用有多大？

宏观经济周报

## 专题摘要（专题报告全文请见本报告第 3 页）

人民币贬值有益于出口回升。2015 年 8 月中人民币汇率定价机制改革之后，人民币兑美元汇率出现了显著贬值。在经济疲弱环境下，稳定经济增长被普遍认为是人民币贬值目的之一。然而对汇率贬值能否有效促进经济增长尚存在争议。部分观点认为汇率贬值将提高国内商品的国际竞争力，通过促进出口抑制进口来推升经济增速。而另一类观点则相信汇率贬值将加大汇率波动性，降低贸易商签订订单意愿，进而对出口形成抑制。我们在国际和国内经验数据的基础上，借鉴 IMF 方法，通过计量分析，得出汇率贬值对经济影响的定量估测结果，力图较为准确的回答人民币汇率贬值对出口和经济的影响。从分析结果看，人民币贬值将对我国出口带来相当明显的促进作用，人民币名义有效汇率贬值 1% 将推高出口增速 1.5 个百分点左右。

虽然人民币贬值对经济企稳具有显著推动作用，但决策层考虑到汇率贬值带来的负面效应，在使用汇率工具方面依然表现谨慎。人民币汇率贬值在推动经济企稳的同时，也可能带来不可忽视的负面效应。首先，汇率贬值将加大资本流出并制约国内货币政策空间；其次，人民币贬值可能带动周边货币贬值，削弱人民币贬值效果的同时可能带来贸易保护主义抬头以及竞争性贬值发生等；再次，人民币国际化背景下，人民币汇率有必要保持稳定，强势人民币有助于推进人民币国际化，持续贬值的外汇将减少境外居民和机构持有人民币意愿，不利于人民币国际化推进。决策层在人民币贬值方面表现谨慎可能主要出于对贬值负面效应的考虑。

## 光大最新观点

实体经济依然偏弱，12 月高频数据未呈现明显改善。高频数据显示稳增长政策下生产面并未明显企稳。六大发电集团耗煤量同比依然保持下跌状态。房地产销售略有回暖，30 大中城市房地产销售单周同比增速小幅改善。实体经济依然较为疲弱，企业景气状况持续恶化，经济增速持续回升依然需要宽松政策保驾护航。

中央经济工作会议继续强调稳增长重要性，刺激政策或显著加码。中央经济工作会议虽然提出了供给侧改革，但会议内容实际上更加偏向通过总需求的扩张来稳定增长，从而实现小康社会这一目标。而目前经济下行压力持续，今年 3 季度，由工业和建筑业组成的第二产业，其 GDP 增速已经下滑到 5.8%，总体 GDP 增速维持在 7% 附近主要依赖金融业。随着金融业增速放缓，实体经济需要明显复苏来推动总体 GDP 企稳。因此，刺激政策将显著加码，一方面，货币政策继续保持宽松，除降准降息之外，将继续通过地方政府债务置换、专项金融债以及城投债加速发行等推动社会融资总量扩张；另一方面，财政政策将有效发力，财政赤字率将突破 3%。更为重要的是，随着决策层将稳增长作为最重要政策目标的态度日益清晰，刺激政策的穿透力将显著加强，实体经济投资意愿将出现改善，宽松政策传导渠道趋于畅通。

分析师：

徐高

010-58452002

gaoxu@ebcn.com

执业证书编号：

S0930512080004

联系人：

杨业伟

010-58452024

yangyewei@ebcn.com

肖成哲对本报告亦有贡献

## 周度数据跟踪

	本周	上周
食品价格周环比 (%)	0.1	0.8
1/ 生资价格周环比 (%)	-0.2	-0.6
公开市场净投放(十亿)	10	-80
7 天回购 (%)	2.37	2.36
人民币兑美元中间价	6.481	6.436
人民币收盘价对中间价升值 (%)	-0.002	-0.302

资料来源：CEIC，Wind



关注光大宏观  
把握经济脉搏

## 资本市场观点

**资本市场对经济前景继续持偏悲观态度。**光大证券宏观信心指数本周为-0.67，较上周下降 0.17。大部分机构认为虽然 11 月工业增速短期反弹，但房地产投资、出口等需求侧已经陆续探底，而供给侧尚未产能出清。预计未来工业和固定资产投资仍将进一步下滑，经济增长仍处于下行趋势。二、三线城市房市回暖程度相对一线城市来说比较有限，对经济增速和地方财政带来的压力仍不容忽视。流动性方面，在美联储加息落地以及国内经济下行的背景下，资本外流预计仍将持续，加之临近年末，央行或随时降准，补充基础货币投放，货币宽松格局未变。

**资本市场对股市走势判断趋于乐观。**光大证券市场策略信心指数本周为 0.83，较上周环比改善 0.52。多方认为美国加息靴子落地，新兴市场进入反弹周期，可控的人民币贬值对于中国自身风险的释放以及短周期的修复有积极意义。推荐行业包括：**代表转型升级的成长行业**（VR、大数据、通信、电子、生物医药）；**传统周期性行业**（化工、有色、钢铁、建材）；**股息率高、流动性好的蓝筹股**（券商、银行、房地产）；**主题投资领域**（农业工业化、国企改革、新兴消费、智慧城市、量子通信、虚拟现实、无人驾驶等）。

## 流动性

**央行公开市场净投放货币，短期利率低位平稳。**央行继续逆回购，上周推出700亿元逆回购，由于有400亿元逆回购到期，公开市场净投放资金300亿元，环比增加200亿元。央行投放7天逆回购利率继续保持2.25%水平。同时，上周央行对13家金融机构继续开展中期借贷便利操作共计1000亿元，期限6个月，利率为3.25%。央行继续投放货币，银行间市场流动性继续维持宽松。短期利率低位波动。上周7天质押式回购利率下降1.8个bps至2.40%水平。

**资本流出压力持续，年末流动性紧张，降准可能性显著上升。**随着美联储加息落地，资本流出压力持续上升，近期汇率贬值进一步增加了资本流出规模，外汇占款下降规模可能再度回到高位。而资本流出压力之下央行将继续通过公开市场操作、SLO、SLF、MLF等多种工具向市场投放流动性，维持短期利率低位平稳。资本流出压力叠加年末流动性紧张，央行可能继续通过调降存款准备金率为市场注入流动性。

**人民币汇率显著升值。**本周人民币汇率结束前期的快速贬值，兑美元汇率中间价本周显著升值101个基点至6.471。而人民币即期汇率升值52个基点至6.476，离岸市场及其汇率同样出回升，当前人民币汇率波动幅度大幅上升。本周美元指数小幅下行86个基点至97.8。美国进入加息周期导致资本流出压力加大，未来人民币兑美元汇率面临一定贬值压力。

## 实体经济

**实体经济出现企稳迹象，但基础仍不稳固。**高频数据显示稳增长政策下生产面并未明显企稳。六大发电集团耗煤量同比依然保持下跌状态。房地产销售略有回暖，30 大中城市房地产销售单周同比增速小幅改善。实体经济依然较为疲弱，企业景气状况持续恶化，经济增速持续回升依然需要宽松政策保驾护航。

## 物价

**菜价冲击趋缓，通胀短期平稳。**本周商务部数据显示，食品价格周环比增速 0.0%，增速较上周收窄 0.1 个百分点。猪肉价格环比上涨 0.2%，涨幅较上周持平；菜价环比上涨 0.2%，涨幅较上周收窄 0.5 个百分点。虽然近期异常天气因素导致菜价攀升，但根据最新商务部的周度价格监测数据显示，菜价冲击已经趋缓，在整体需求疲弱的背景下，通胀短期波动后仍将趋于弱势。我们预测 12 月 CPI 为 1.5%。

**工业需求疲弱带动工业品价格持续下行。**12 月 14 日至 12 月 20 日这周，商务部生产资料价格下降 0.2%，跌幅较上周持平。其中有煤炭、钢铁等价格继续出现下跌。受实体经济投资意愿制约，带动工业品通缩持续。12 月 PPI 可能继续维持同比大幅下跌态势，受基期因素推动，跌幅可能有所收窄，预计在 5.6%左右。

## 股市及其它资本市场

**股票市场快速反弹，融资盘规模显著扩大。**上周股市快速反弹，上证综指上周累计上行 1.4%至 3628 点。股市回升带动融资额出现攀升，上周融资余额累计增加 374 亿元，环比上升 3.1%，融资余额为 1.21 万亿元。然而监管层控制融资盘规模意图并未改变，监管力度加强将对资金面形成持续抑制，形成股市调整压力。

## 1. 专题——人民币贬值对出口的刺激作用有多大？

2015 年 8 月中人民币汇率定价机制改革之后，人民币兑美元汇率出现了显著贬值。在经济疲弱环境下，稳定经济增长被普遍认为是人民币贬值目的之一。然而对汇率贬值能否有效促进经济增长尚存在争议。部分观点认为汇率贬值将提高国内商品的国际竞争力，通过促进出口抑制进口来推升经济增速。而另一类观点则相信汇率贬值将加大汇率波动性，降低贸易商签订订单意愿，进而对出口形成抑制。准确的回答汇率贬值对出口以及经济的影响，是判断汇率贬值目的，预测汇率走势的重要基础。因此，本文试图在国际和国内经验数据的基础上，通过计量分析，得出汇率贬值对经济影响的定量估测结果，力图较为准确的回答人民币贬值对出口和经济的影响。

### 1.1 利用国际经验分析人民币汇率贬值影响

本部分利用国际经验参数估算人民币汇率贬值对中国出口和经济产生的影响。IMF 近期的研究中利用 60 个国家的经验数据，估计得到汇率贬值对出口和经济影响的参数。将此参数结合中国进出口在经济中占比，估算出人民币实际有效汇率贬值 10% 对中国经济的影响。

IMF 首先分析了汇率变化对出口、进口的影响，然后结合进出口在 GDP 中的占比估算汇率变化对经济增长的影响。在分析汇率变化对出口和进口影响过程中，IMF 分两个步骤进行。第一步分析实际有效汇率变化对进出口价格的传导效应，利用实际有效汇率和控制变量对进出口价格做对数回归得到进出口价格对真实有效汇率的弹性系数；第二步分析进出口价格对进出口量的传导效应，同样通过进出口价格和其它控制变量对进出口量做对数回归，得到出口量对出口价格的弹性系数。而结合汇率对贸易价格的传导效应和贸易价格对贸易量的传导效应，可以估算得到贸易量对汇率的弹性系数。

估计结果显示汇率贬值对出口有明显的促进作用，对进口有显著的抑制作用。IMF 利用 60 个经济体 1980-2014 年历史数据，以 CPI 和 PPI 两种方式计算的真实有效汇率进行了估计。结果显示，汇率贬值对出口价格有显著负向抑制作用，而出口价格对出口量具有明显抑制作用，因而汇率贬值对出口量有促进作用（表 1）。汇率贬值刺激出口而抑制进口，意味着贸易顺差将会明显拉大。

**表格 1. 汇率向价格的传导以及贸易的价格弹性**

	汇率向价格的传导		贸易量的价格弹性		是否满足马歇尔-勒纳条件
	出口价格	进口价格	出口量	进口量	
基于 PPI 的估算					
长期效应	0.552	-0.605	-0.321	-0.298	是
1 年内的效应	0.625	-0.580	-0.260	-0.258	是
基于 CPI 的估算					
长期效应	0.457	-0.608	-0.328	-0.333	是
1 年内的效应	0.599	-0.546	-0.200	-0.200	是

来源：IMF《世界经济展望》第三章。

注：对 60 个经济体单独做回归（1980-2014 年），表中数字为 60 个估算值的简单算术平均。

我们采用 IMF 估计得到进出口的汇率弹性参数来分析人民币汇率贬值对中国经济的影响。选取 IMF 对 60 个国家 1980-2012 年数据估计得到的参数作为中国进出口对人民币汇率的弹性（表 1），选取 2012 年中国出口和进口占 GDP 的比重 27% 和 24% 进行估算。结果显示中国的实际有效汇率贬值 10% 可使其净出口增加规模约为 GDP 的 0.91%。即人民币实际有效汇率贬值 10% 将推动经济增速提高 0.91%。人民币汇率贬值对中国经济的促进作用小于全球平均水平。

### 1.2 利用中国经验数据估测人民币汇率贬值影响



为了更为全面的分析，本节使用 IMF 分析方法，结合中国经验数据估计汇率变化对贸易的影响。在估计过程中，对 IMF 估计方法稍加修改，主要是将汇率对贸易价格影响以及贸易价格对贸易量影响两步估计合并为一次，即直接估计汇率变化对贸易额的影响。进而通过进出口在经济中占比估计汇率贬值对经济增速的影响。使用过去 20 年数据估计结果显示，人民币名义有效汇率贬值 10% 将推高经济增速 0.77 个百分点，而加入世贸组织后汇率对经济影响显著加强，汇率贬值 10% 将推动经济增速提高 1.16 个百分点。

利用附录中公式（1）回归结果显示汇率贬值对出口增速具有显著推动作用（表 2）。利用 1995-2014 年的月度数据回归结果显示，汇率对出口的影响非常显著，人民币名义有效汇率贬值 1% 将推高出口增速 1.58 个百分点。分时期估计结果显示，加入世贸组织前，汇率对出口影响并不显著。而加入世贸组织之后，汇率对出口促进作用显著增强且非常显著。

**表格 2 人民币名义有效汇率对出口和进口回归结果**

	export			import		
	1995M1-2014M12	1995M1-2001M12	2002M1-2014M12	1995M1-2014M12	1995M1-2001M12	2002M1-2014M12
neer	-1.58*** (-9.83)	-0.29 (-0.75)	-1.62*** (-9.63)	-1.44*** (-8.52)	-1.42*** (-3.90)	-1.30*** (-7.09)
VAIO(OECD)	0.64*** (4.58)	2.40*** (3.93)	0.07 (0.28)			
VAIO(China)				2.12*** (9.40)	1.58** (2.61)	2.16*** (8.98)
CPI(OECD)	4.03*** (4.14)	0.14 (0.03)	7.27*** (6.06)	2.92*** (4.24)	0.28 (0.08)	4.54*** (3.82)
CPI(China)	0.64*** (2.65)	2.68*** (4.98)	0.30 (0.51)	-0.79*** (-3.55)	-0.69 (-1.42)	0.55 (1.25)
_cons	-54.38*** (-3.54)	-204.88*** (-3.06)	-2.98 (-0.12)	-13.00*** (-3.56)	3.47 (0.26)	-20.44*** (-5.35)
N	240	84	156	240	84	156
R <sup>2</sup>	0.396	0.378	0.552	0.579	0.287	0.713

t statistics in parentheses

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

从分析结果看，人民币贬值将对我国出口带来相当明显的促进作用，进而推动经济增速回升。在经济下行压力加剧环境下，决策层并未选择人民币汇率大幅度持续贬值。中国 GDP 增速在 15 年 3 季度下滑至 6.9%，除去金融业之后的实体经济增速在 3 季度仅为 6.1%，虽然较 2 季度略有回升，但依然处于金融危机后最低水平附近。然而经济下行压力之下人民币并未持续大幅贬值，在 8 月 13 日之后基本维持平稳。决策层不断表态人民币汇率不存在长期贬值的基础，维持人民币汇率稳定的意图明显。同时，8 月 11 日以来人民币兑美元汇率最大贬值幅度仅为 4.8%，而 9 月名义有效汇率与实际有效汇率分别近贬值 1.2% 和 0.9%。

### 1.3 人民币汇率政策选择讨论

从分析结果看，人民币贬值将对我国出口带来相当明显的促进作用，进而推动经济增速回升。在经济下行压力加剧环境下，决策层并未选择人民币汇率大幅度持续贬值。中国 GDP 增速在 15 年 3 季度下滑至 6.9%，除去金融业之后的实体经济增速在 3 季度仅为 6.1%，虽然较 2 季度略有回升，但依然处于金融危机后最低水平附近。然而经济下行压力之下人民币并未持续大幅贬值，持续在 6.3-6.5 之间震荡。决策层不断表态人民币汇率不存在长期贬值的基础，维持人民币汇率稳定的意图明显。同时，8 月 11 日以来人民币兑美元汇率中间价累计贬值幅度仅为 5.9%，而名义有效汇率较 7 月仅贬值 0.1%，实际有效汇率反而升值 0.1%。

虽然人民币贬值对经济企稳具有显著推动作用，但决策层在使用汇率工具方面依然表现谨慎。人民币汇率

贬值在推动经济企稳的同时，也可能带来不可忽视的负面效应。汇率贬值将加大资本流出并制约国内货币政策空间；人民币贬值可能带动周边货币贬值，削弱人民币贬值效果的同时可能带来贸易保护主义抬头以及竞争性贬值发生等；同时，人民币国际化背景下，人民币汇率有必要保持稳定，强势人民币有助于推进人民币国际化，持续贬值的外汇将减少境外居民和机构持有人民币意愿，不利于人民币国际化推进。决策层在人民币贬值方面表现谨慎可能主要出于对贬值负面效应的考虑。

**首先，人民币汇率持续贬值可能加强汇率贬值预期**，加大资本流出压力，并制约国内货币政策空间。学术界对持续贬值后汇率贬值预期变化有诸多讨论，大部分观点支持贬值预期将因为持续贬值而加强，这将加大资本流出压力。15年8月、9月外汇占款分别减少7238亿元和7613亿元，创历史最大降幅。资本的大幅流出很大程度上削弱了信贷和社融加速投放的效果，导致稳增长政策效果有限。从这个角度看，汇率贬值对稳增长具有负面效应。

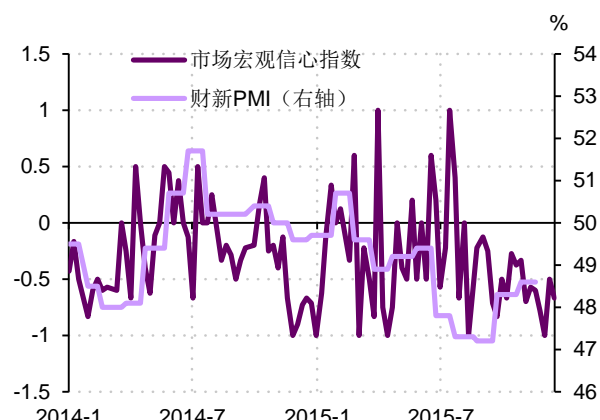
**其次，作为世界第二大经济体和区域性经济大国，人民币贬值将带动周边货币贬值，甚至引发汇率竞相贬值和贸易战。**8月11日人民币大幅贬值之后，韩元、林吉特、印尼卢比、巴西雷亚尔等周边国家以及新兴市场国家货币均出现显著贬值。其中8月13日至9月8日马来西亚林吉特和巴西雷亚尔的贬值幅度达7.6%和8.4%。周边货币的贬值削弱了人民币贬值效果，人民币名义和实际有效汇率在8月仅较7月贬值1.0%和0.6%。同时，周边国家也出现诸多反对人民币贬值的声浪。如果人民币继续大幅贬值，不排除出现各国货币竞相贬值和贸易战爆发的可能。

**再次，人民币国际化背景下，人民币汇率有必要保持稳定。**强势人民币对推进人民币国际化是必要的。人民币国际化需要庞大的人民币离岸市场，而目前离岸人民币规模依然较为有限，离岸市场的扩大需要境外居民和企业有意愿持有人民币，而这需要强势货币作保障。在8月份人民币汇率贬值之后，香港人民币存款大幅减少，7月至10月累计减少1398亿元至8543亿元，9月单月降幅创有史以来最大。人民币国际化是长期进程，在此过程中人民币汇率需要保持稳定或强势，为人民币国际化提供保障。

中国作为经济大国，人民币汇率的变化将对各方变量产生影响，汇率贬值的总和影响是复杂的，通过进出口对经济产生的推进作用仅仅是其中的一个方面。因而中国决策层对人民币汇率贬值保持谨慎，并未因为汇率贬值能够促进经济企稳就大幅度使用汇率工具，而是在多个目标之间需求平衡，因而人民币汇率总体上维持了平稳格局。

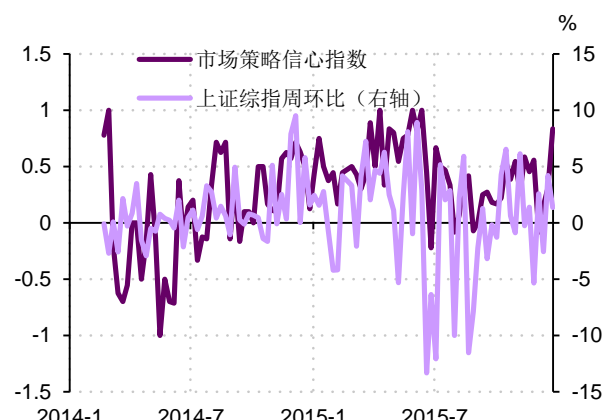
## 2. 资本市场观点综述

图 1. 光大宏观信心指数



资料来源：Wind

图 2. 光大策略信心指数



资料来源：Wind

### 宏观观点：经济企稳有待确认

**整体经济：**4家券商看空，认为虽然11月工业增速短期反弹，但房地产投资、出口等需求侧已经陆续探底，而供给侧尚未产能出清。预计未来工业和固定资产投资仍将进一步下滑，经济增长仍处于下行趋势。二、三线城市房市回暖程度相对一线城市来说比较有限，对经济增速和地方财政带来的压力仍不容忽视。2家券商看中，认为受益于汽车地产、财政加码等短期刺激，工业生产、基建投资、财政支出、汽车地产销售、出口等改善，显示微刺激见效。但12月以来地产销量增速再度下滑，发电耗煤降幅仍大，工业品价格继续下跌，指向工业未稳、回升动力不足。

**通胀：**猪肉进入消费旺季，但当前经济形势低迷，终端消费较弱，一般以需定产，抑制猪价上涨，预计猪价总体保持平稳小幅上涨的势头。受北方雨雪天气影响，CPI略升。油价、煤价等大宗继续下挫，短期内工业通缩局面难改。

**流动性：**近期资金面表现平稳，央行MLF操作释放流动性。在美联储加息落地以及国内经济下行的背景下，资本外流预计仍将持续，加之临近年末，央行或随时降准，补充基础货币投放，货币宽松格局未变。

### 策略观点：市场震荡回升，看好春季行情

本周卖方策略观点中，10多2平。

**多方认为**应无惧震荡，积极看待年内以及春季市场行情。美联储首次加息靴子落地，新兴市场进入反弹周期，可控的人民币贬值对于中国自身风险的释放以及短周期的修复有积极意义。中央经济工作会议召开进一步提升风险偏好，强调供给侧改革并不意味着需求侧刺激会有所减弱，明年一季度很可能是本次会议稳增长政策落实的阶段，而后任何时刻出现经济数据上的企稳都不应过于惊讶。险资频繁举牌是利率下行背景下的资产配置行为，提升市场对增量资金的预期，产业资本有限减持不改变市场上扬格局。

**平方认为**不能过于乐观，还需后续跟踪评估。险资频频举牌上市，资产荒折射回报率低困局。新股申购冻结资金可能会对市场资金面造成波动，中小盘将面临注册制改革以及减持带来的压力。中期来看，中央经济工作会议的政策是否能落实是关键；持续多年的超级宽松货币政策结束，需要后续跟踪评估其影响。

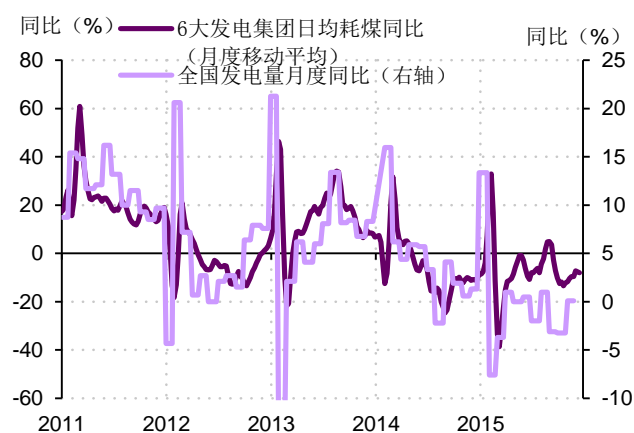
**投资策略：**主动择时，仓位灵活，提防市场风格的切换，精选转型和改革领域的机会。**代表转型升级的成长行业**（VR、大数据、通信、电子、生物医药）；**传统周期性行业**（化工、有色、钢铁、建材）；**股息率高、流动性好的蓝筹股**（券商、银行、房地产）；**主题投资领域**（农业工业化、国企改革、新兴消费、智慧城市、量子通信、虚拟现实、无人驾驶等）。

### 3.1. 实体经济

耗煤量同比跌幅小幅扩大，产能利用率保持低位。

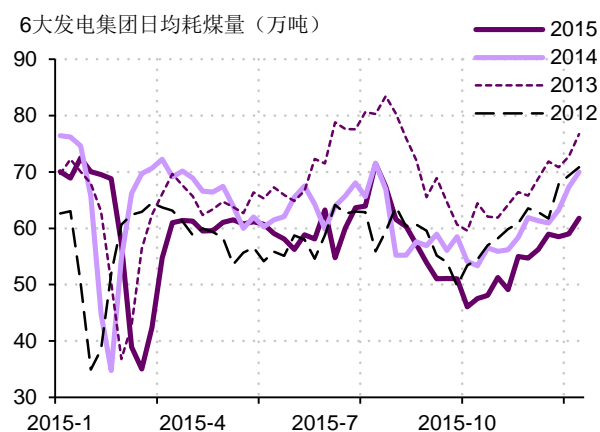
- 6大发电集团耗煤量4周平均同比跌幅较上周扩大1.0个百分点，为8.9%，单周同比跌幅缩小0.7个百分点至11.7%。
- 铁矿石库存规模同比跌幅缩小2.2个百分点至6.1%。
- 产能利用率保持低位。上周全国高炉开工率下降0.7个百分点至75.1%，而焦化企业开工率保持低位。浮法玻璃产能利用率保持平稳，为70.4%的水平。

图3. 六大发电集团日耗煤量及同比



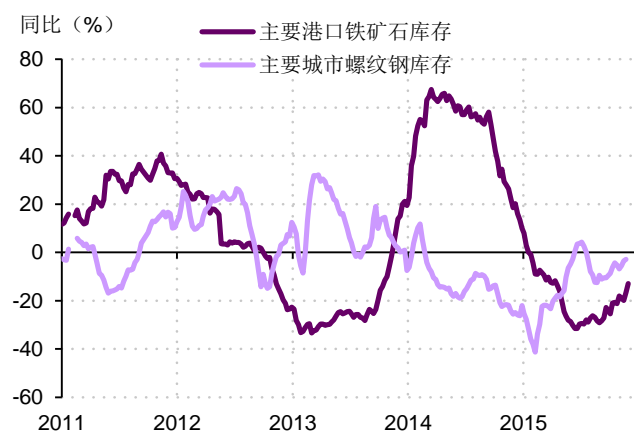
资料来源：Wind

图4. 历年六大发电集团耗煤量



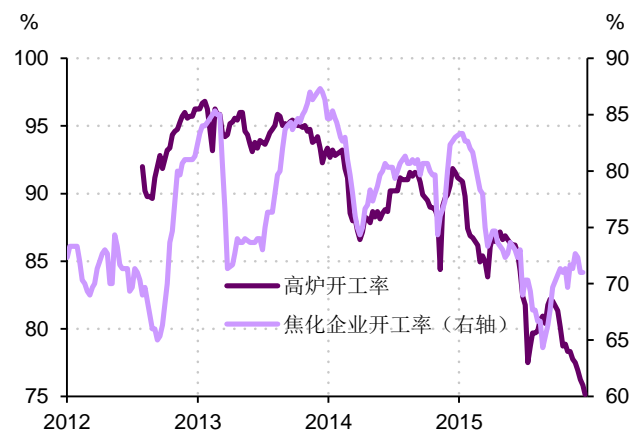
资料来源：Wind

图5. 螺纹钢与铁矿石库存



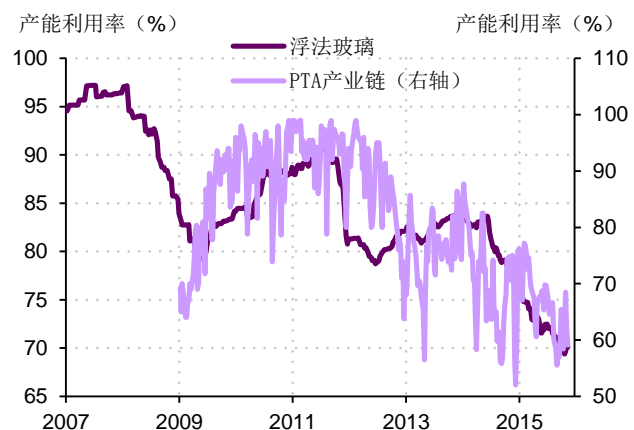
资料来源：Wind

图6. 高炉与焦化企业开工率



资料来源：Wind

图7. 浮法玻璃与PTA产业链产能利用率



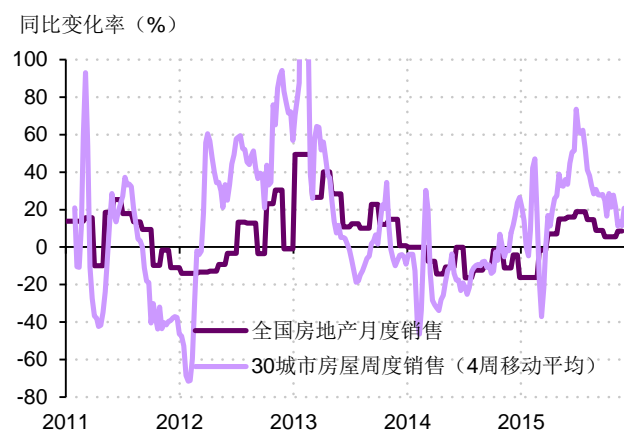
资料来源：Wind

## 3.2. 房地产市场

### 房地产需求再度放缓，宽松效果有待观察

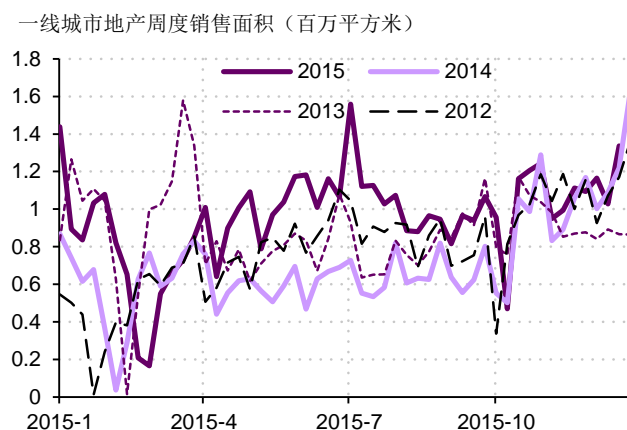
- 上周 30 城市房屋销售面积 4 周移动平均增速同比上涨 13.3%，增速较上周下降 2.9 个百分点。单周同比小幅回升，单周同比上涨 5.8%。
- 一线城市同比增速明显放缓，4 周移动平均同比增速环比上升 0.2 个百分点，至 7.0%；二线城市 4 周移动平均同比增速环比下降 3.0 个百分点至 27.1%；三线城市同比增速跌幅扩大 4.5 个百分点，4 周移动平均同比增速为-7.7%。

图 8. 房地产销售同比增速



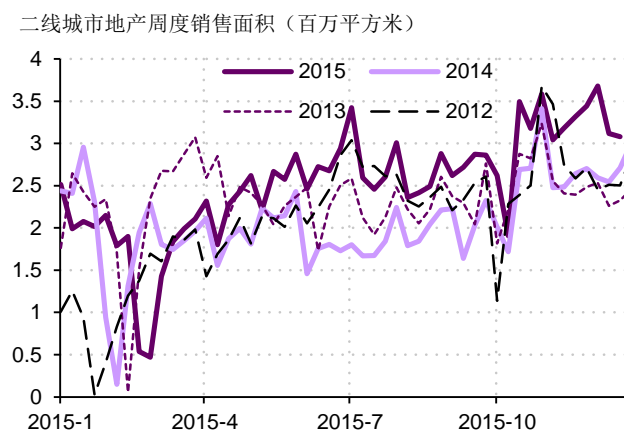
资料来源：Wind

图 9. 历年一线城市 30 城市房地产周度销售



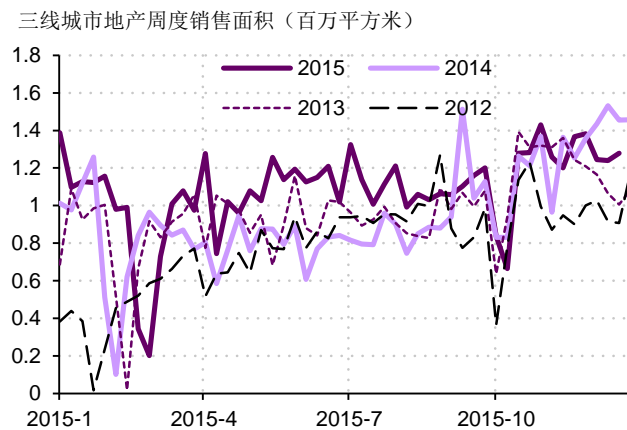
资料来源：Wind

图 10. 历年二线城市 30 城市房地产周度销售



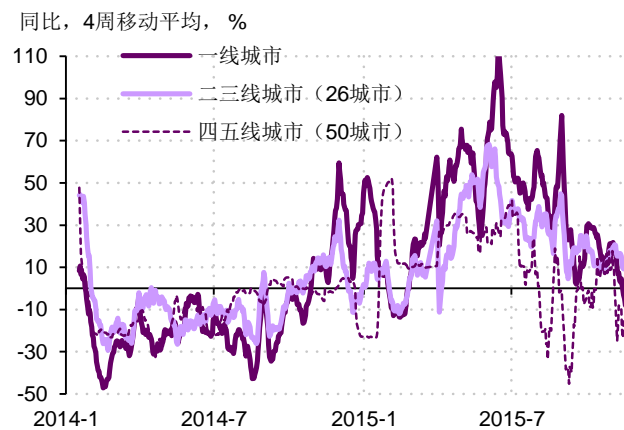
资料来源：Wind

图 11. 历年三线城市 30 城市房地产周度销售



资料来源：Wind

图 12. 80 城市房地产销售同比增速



资料来源：Wind

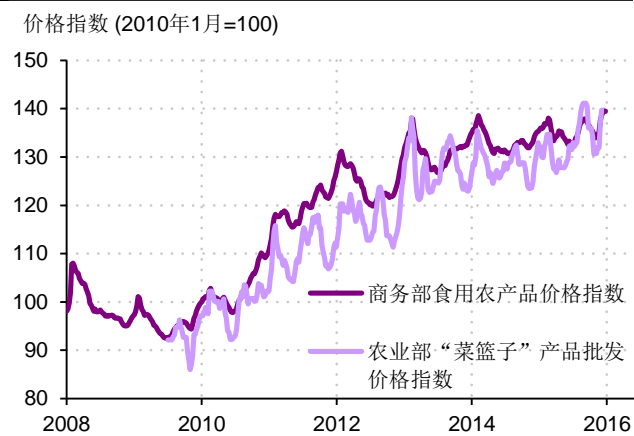


### 3.3. 食品价格走势

菜价冲击减缓，通胀短期波动。

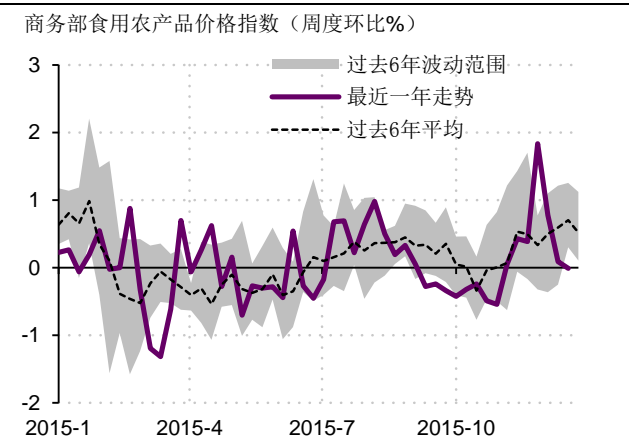
- 12月14日至12月20日当周，食品价格周环比增速为0.0%，涨幅较上周收窄0.1个百分点。
- 蔬菜价格环比上涨0.2%，涨幅较上周收窄0.5个百分点。
- 猪肉价格环比上涨0.2%，涨幅较上周持平。
- 菜价冲击减缓，通胀短期波动，我们预计12月CPI在1.5%左右。

图 13. 农产品价格指数



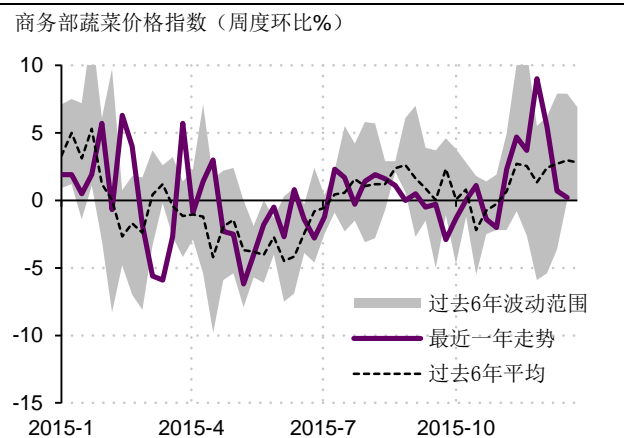
资料来源：Wind

图 14. 食品价格周环比涨幅



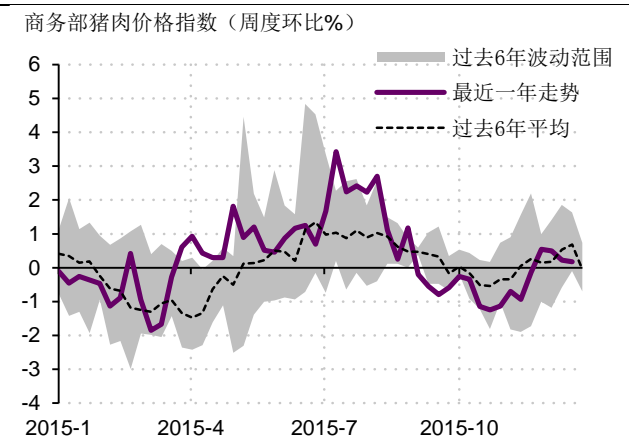
资料来源：CEIC

图 15. 蔬菜价格涨幅



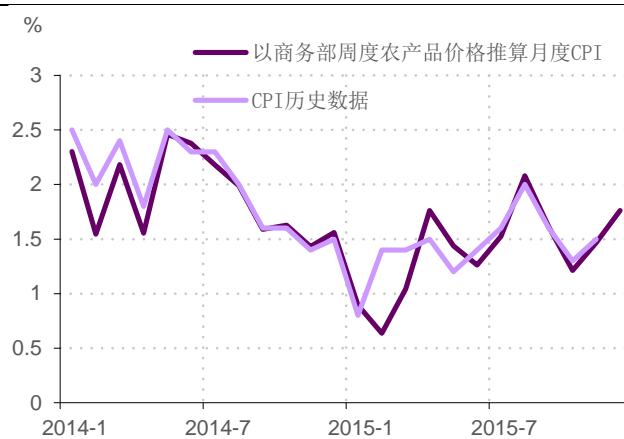
资料来源：Wind

图 16. 猪肉价格涨幅



资料来源：CEIC

图 17. 利用商务部周度食品数据对 CPI 预测



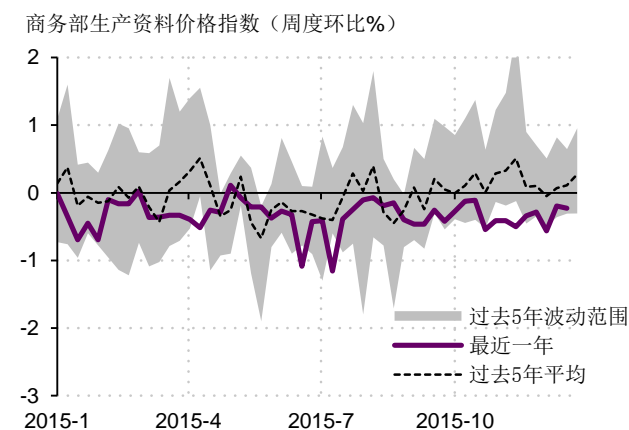
资料来源：Wind

### 3.4.生产资料价格走势

生产资料持续下跌态势，幅度有所收窄。

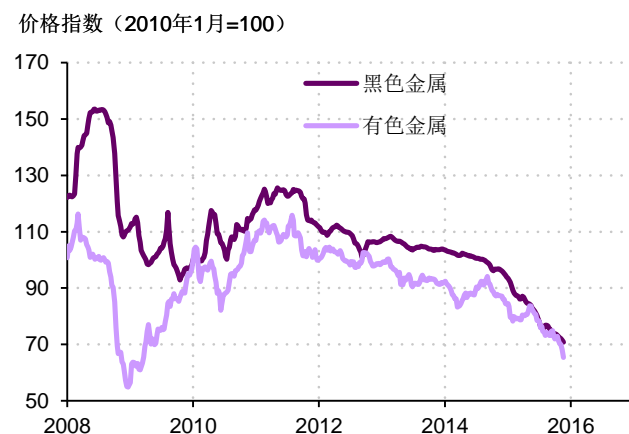
- 12月14日至12月20日这周，生产资料价格下降0.2%，跌幅较上周持平。
- 有色金属价格环比上涨0.1%，黑色金属价格环比下跌0.6%，煤炭价格保持平稳。
- 12月PPI同比继续维持下跌态势，但幅度有所收窄，预计在5.6%左右。

图 18. 生产资料价格周环比涨幅



资料来源：Wind

图 19. 金属价格走势



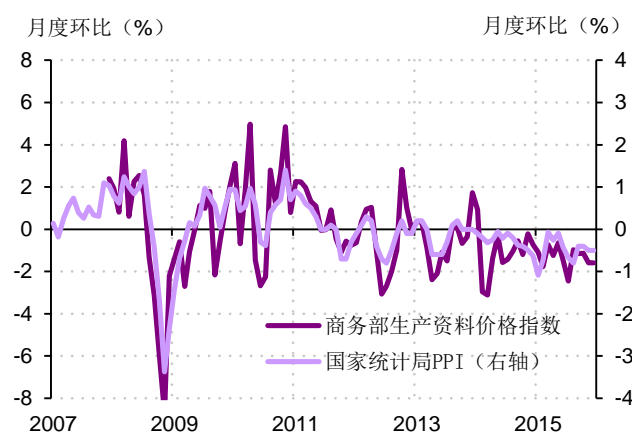
资料来源：CEIC

图 20. 能源与橡胶价格走势



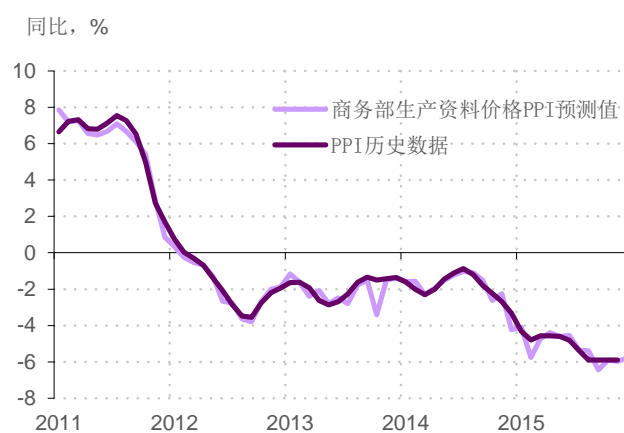
资料来源：Wind

图 21. 商务部生产资料价格指数及统计局 PPI



资料来源：CEIC

图 22. 利用商务部周度生产资料价格对 PPI 预测



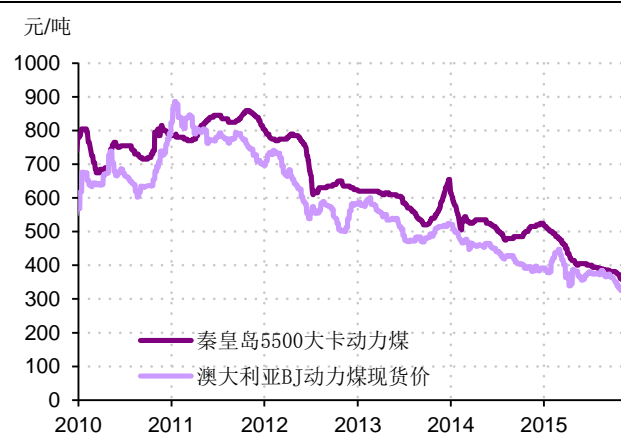
资料来源：Wind

### 3.5. 实体经济价格

实体经济价格持续下跌，工业品通缩压力持续。

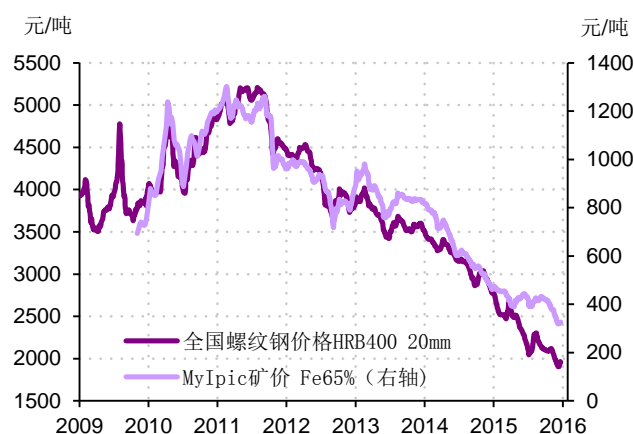
- 煤炭价格基本维持平稳，上周秦皇岛 5500 大卡动力煤价格上升 2 元至 361.0 元/吨。
- 全国螺纹钢价格小幅上升，上周上升 43 元至 1963 元/吨。铁矿石价格保持稳定，MyIpic 铁矿石价格环比上升 4.9 元至 325.1 元/吨。
- 全国水泥平均价格上周小幅下降，较前一周下降 1 元/吨至 270.3 元/吨。
- PTA 价格小幅上涨，本周环比上涨 55 元/吨至 4265 元/吨。

图 23. 秦皇岛与澳大利亚动力煤价格



资料来源：Wind

图 24. 螺纹钢与铁矿石价格



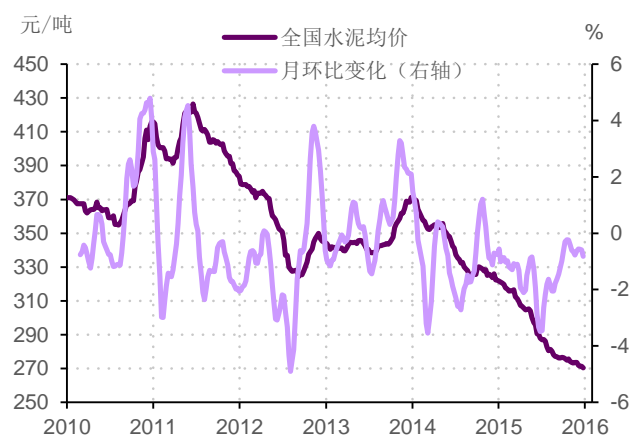
资料来源：CEIC

图 25. 螺纹钢期货价格与铁矿石价格指数



资料来源：Wind

图 26. 水泥平均价格及变化率



资料来源：CEIC

图 27. PTA 平均价格



资料来源：Wind

### 3.6. 期货市场

期货价格回升、大宗商品价格稳中有降。

- 南华综合指数上周上升 1.6% 至 851 点。除了能源指数下降外，金属、农产品、工业、贵金属等期货价格指数均不同程度上升。
- 上周螺纹钢期货价格显著上升，螺纹钢指数上周环比上升 1.5% 至 307.0。
- 大宗商品价格稳中有降。CRB 指数上周小幅下降 5 个点至 372 点的水平，WTI 原油价格下降至 35.4 美元/桶。黄金价格有所回升，上周上行 10 美元/盎司至 1075.9 美元/盎司。

图 28. 期指变化

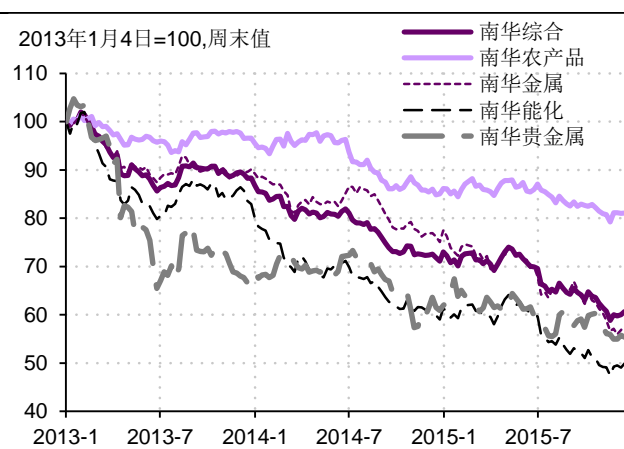


图 29. 期货工业指数与螺纹钢指数



图 30. CRB 指数

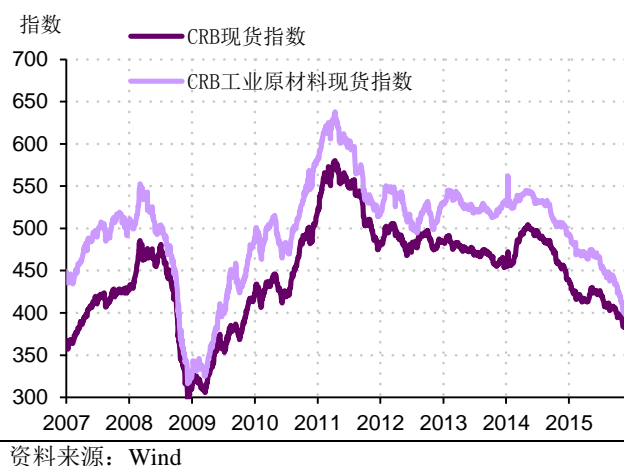


图 31. 原油期货价格

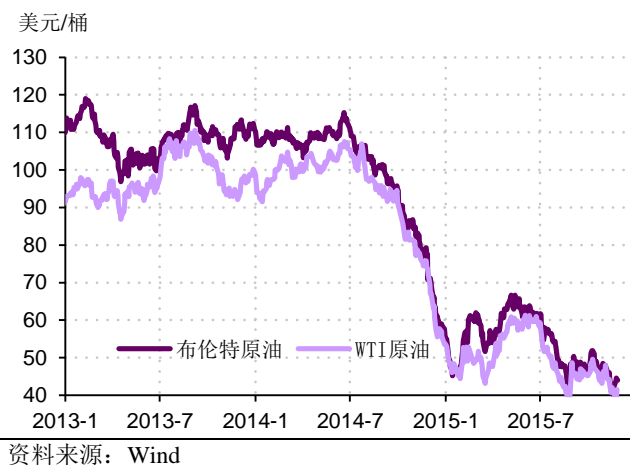
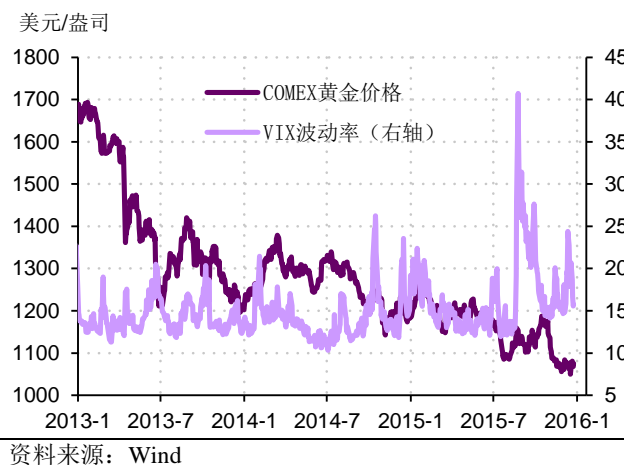


图 32. 黄金价格与 VIX 波动率指数



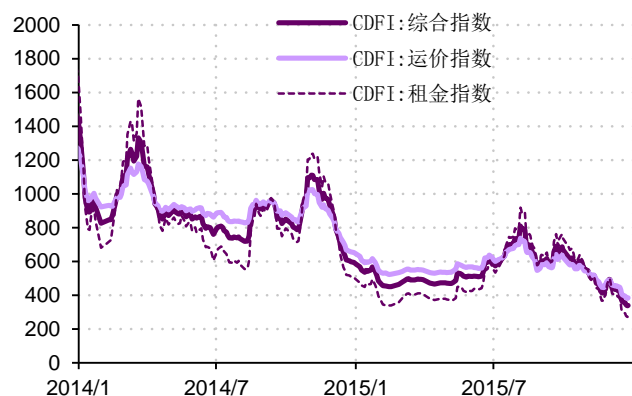


### 3.7. 航运价格

航运价格整体下降，外需未见改善。

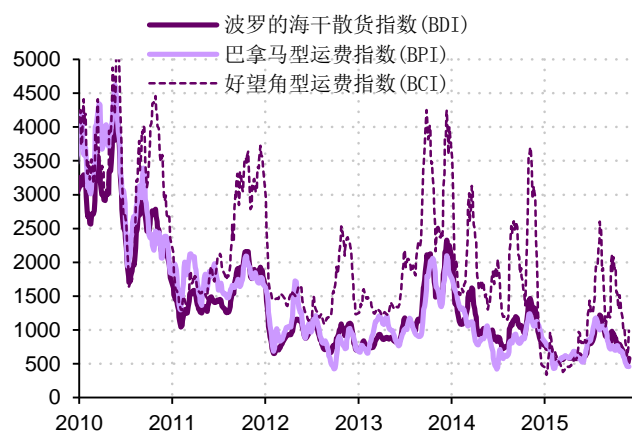
- 沿海集装箱运价指数下降 20.5 至 711.6，北方国际集装箱运价指数上升至 439.2。
- 上周中国进口干散货运价综合指数（CDFI）下降 19.4 至 340.7，进口干散货运价指数和货船租金价格同样小幅下降。
- 西澳至青岛的铁矿石运价下降 0.31 美元/吨至 2.93 美元/吨，而国内煤炭运价综合指数下降 50 至 612。
- 国际运价方面 BDI 指数上升 1 至 478.0，油品运价指数 BDTI 下降 28 至 869.0。

图 34. 中国进口干散货运价指数（CDFI）



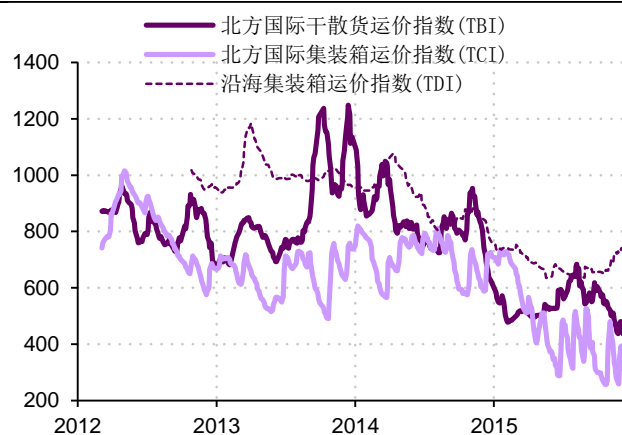
资料来源：Wind

图 36. 国际干散货运价指数



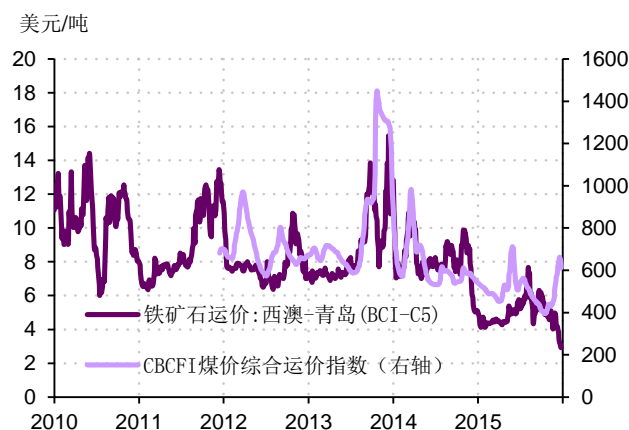
资料来源：Wind

图 33. 主要出口运价指数



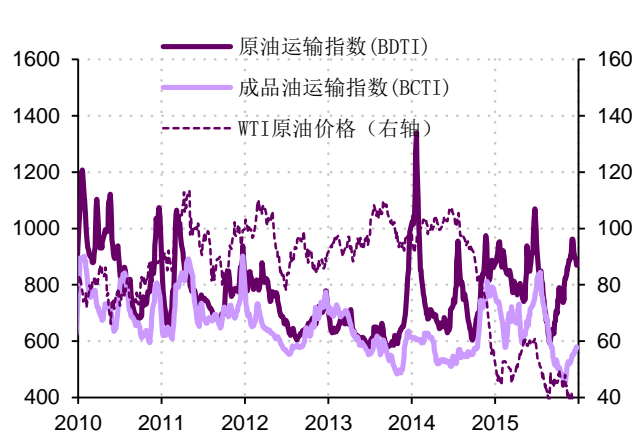
资料来源：Wind

图 35. 铁矿石与煤炭运价



资料来源：Wind

图 37. 油品运价指数



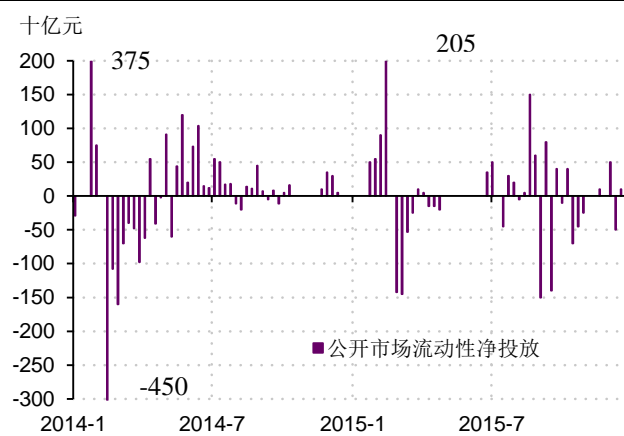
资料来源：Wind

### 3.8. 银行间利率与公开市场操作

央行净投放 300 亿元，短期利率持续低位波动。

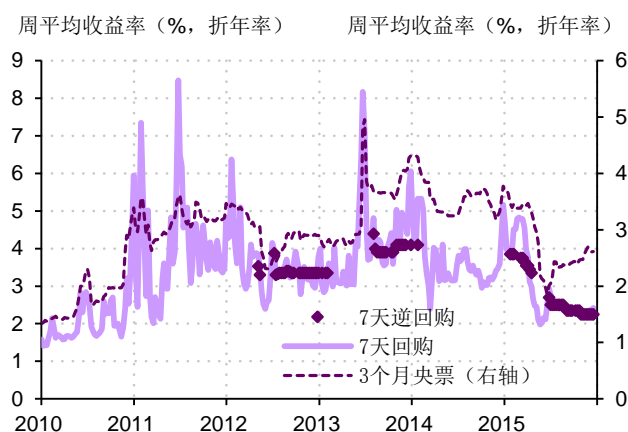
- 央行继续逆回购，上周推出 700 亿元逆回购，由于有 400 亿元逆回购到期，公开市场净投放 300 亿元。银行间市场流动性维持宽松。
- 短期利率低位波动。上周 7 天质押式回购利率下降 1.8 个 bp 至 2.400%
- 央行逆回购利率保持稳定，为 2.250%
- 3 个月 Shibor 保持稳定，微升 3.3bp 至 3.083%

图 38. 公开市场流动性投放



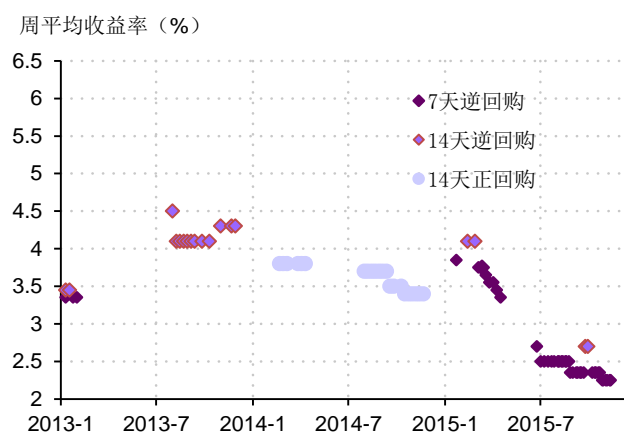
资料来源：Wind

图 39. 银行间市场利率



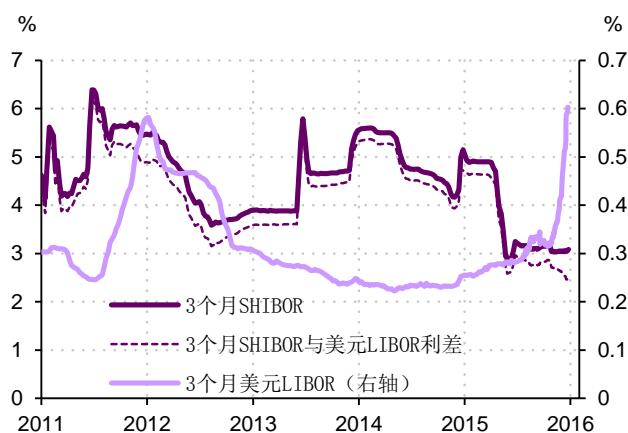
资料来源：CEIC

图 40. 央行正回购与逆回购利率



资料来源：Wind

图 41. SHIBOR 与 LIBOR 利率



资料来源：CEIC

图 42. 10 年期国债及 1 年期央票利率



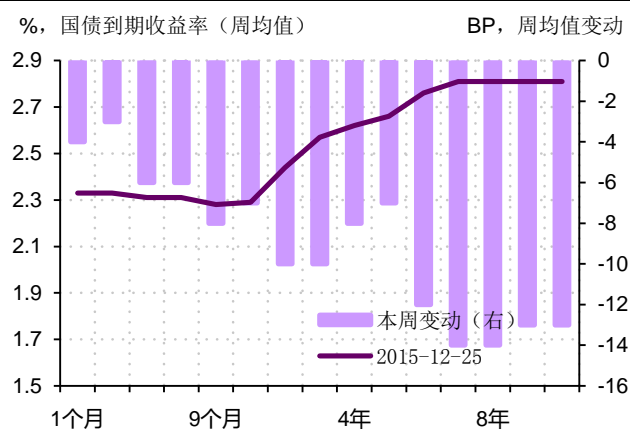
资料来源：Wind

## 3.9. 中长期债券利率（一）

## 国债、国开债收益率下行，国债期货基本平稳

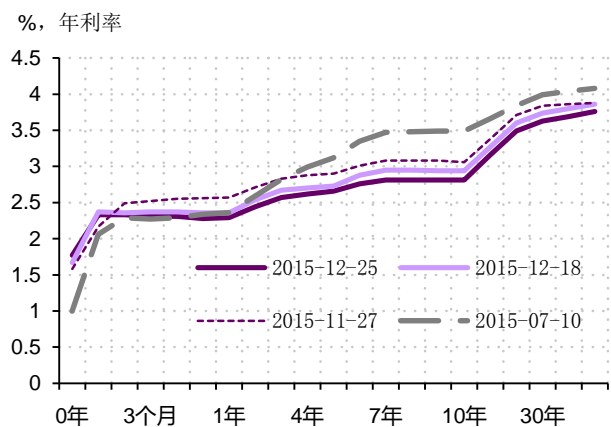
- 国债长端利率普遍下行 7-10bp 左右，国开债中长端利率则下行幅度较大，3-10 年期下降 15-20bp 不等。
- 国债收益率长端利率下行 7-15 个 bp，国债收益曲线平坦化。
- 国债期货价格总体平稳，上周 5 年期国债期货累计上升 0.2 至 100.8
- 期限利差和信用利差均小幅收窄。

图 43. 国债收益率曲线变化



资料来源：Wind

图 44. 中国国债收益率曲线



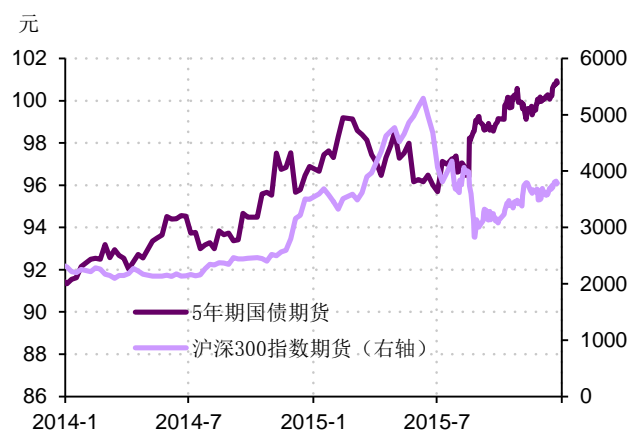
资料来源：CEIC

图 45. 利率债利差走势



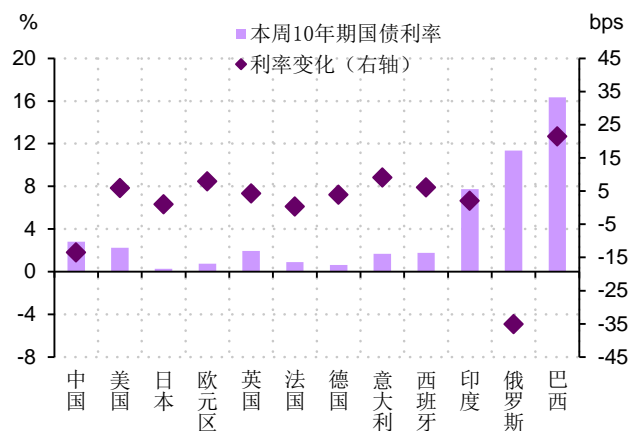
资料来源：Wind

图 46. 国债期货与沪深 300 指数期货



资料来源：CEIC

图 47. 各国 10 年期国债利率及周环比变化



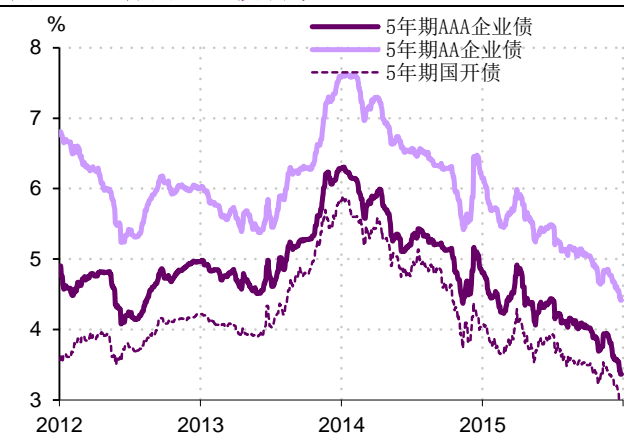
资料来源：Wind

### 3.9. 中长期债券利（二）

#### 城投债、企业债收益率大幅下降，利差窄幅波动

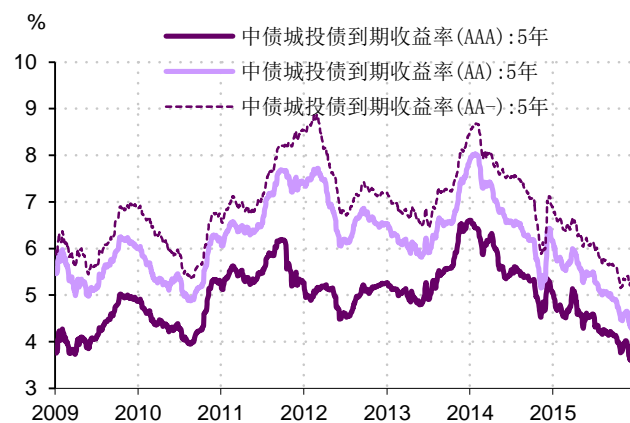
- 信用债和城投债利率显著下降。上周，AAA、AA、AA-评级 5 年期城投债下降 15bp 左右；5 年期 AAA、AA 企业债利率下行 20bp 左右。
- 信用利差小幅扩大，10 年期各等级企业债与国开债利差均扩大 2bp 左右。
- 等级利差有所扩大，10 年期 AAA 和 AA 企业债利差收窄 1bp，5 年期扩大 4bp，1 年期扩大 11bp；
- 期限利差小幅收窄，AAA、AA 等级 10 年期和 1 年期企业债利差分别收窄 2bp 和 4bp。

图 48. 银行间企业债利率



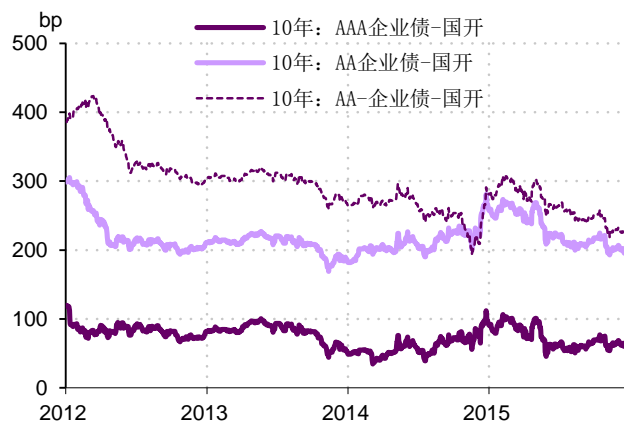
资料来源：Wind

图 49. 城投债利率



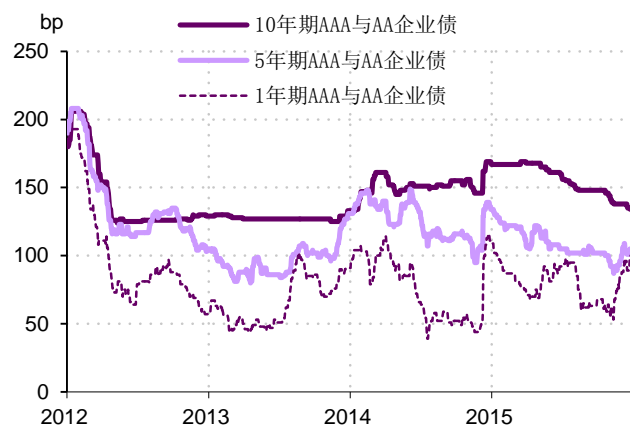
资料来源：CEIC

图 50. 信用债信用利差



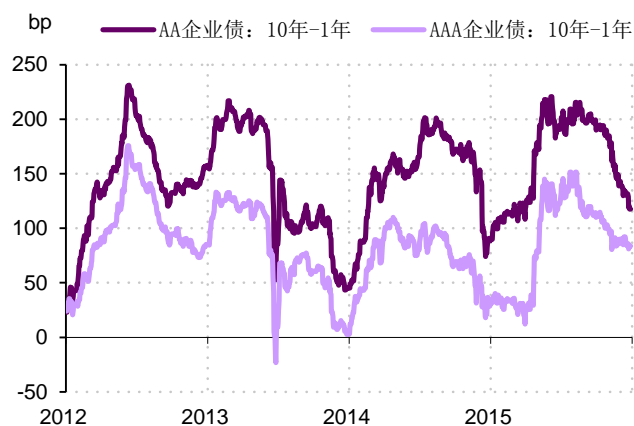
资料来源：Wind

图 51. 信用债等级利差



资料来源：CEIC

图 52. 信用债期限利差



资料来源：Wind

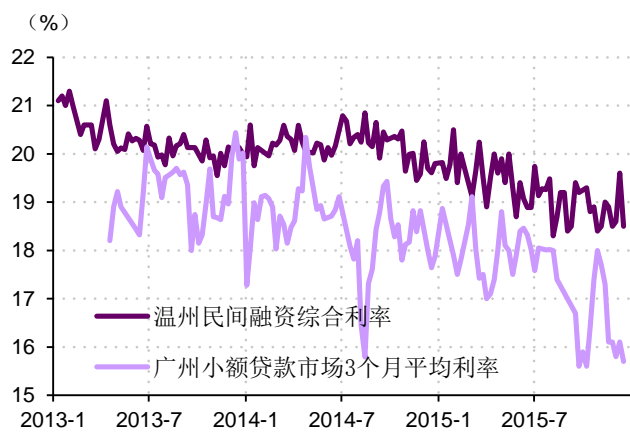


### 3.10. 实体经济利率

实体经济利率维持平稳。

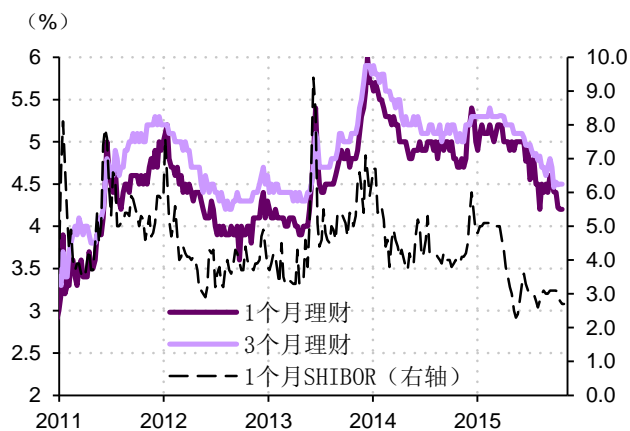
- 票据直贴利率基本维持平稳。6 个月票据直贴利率上升 1bp 至 2.50% 水平。
- 民间借贷利率保持平稳，温州民间融资利率下降 20bp 至 18.3%，广州小额贷款 3 个月平均利率由 15.7% 上上升至 15.8% 的水平。
- 网贷利率保持 10.3%，期限下降至 5.3 个月
- 上周新发信托平均收益率下降至 7.6%。
- 理财产品收益率基本稳定。

图 54. 民间借贷利率



资料来源：Wind

图 56. 理财产品平均收益率



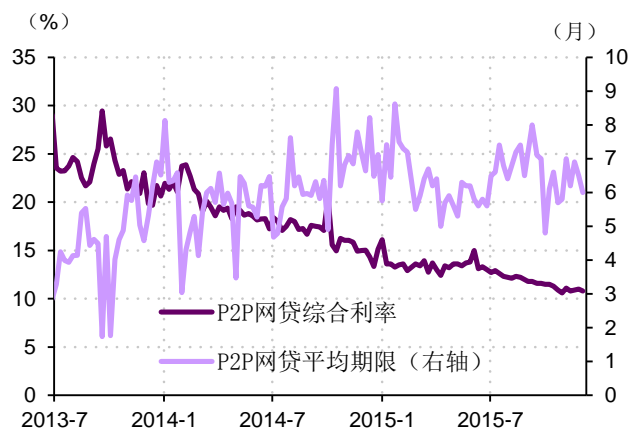
资料来源：Wind

图 53. 票据利率



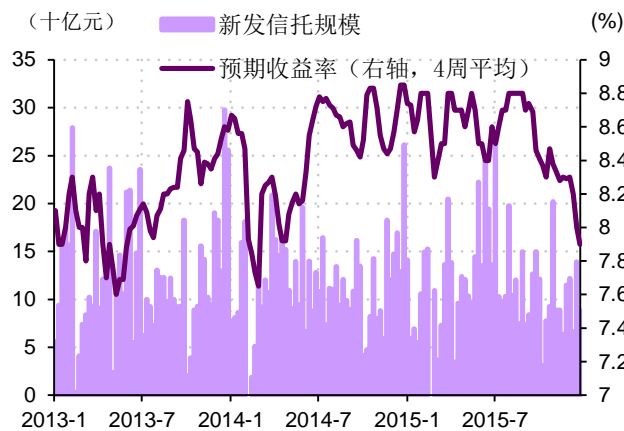
资料来源：Wind

图 55. P2P 网贷利率与期限



资料来源：Wind

图 57. 新发信托规模与预期收益率



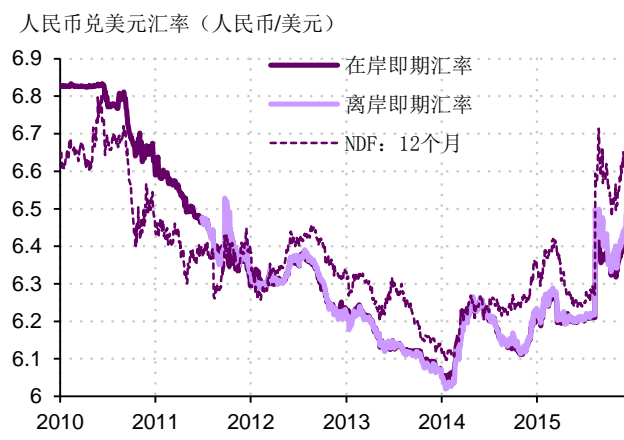
资料来源：Wind

### 3.11. 汇率

人民币结束前期大幅贬值，显著升值。

- 人民币中间价显著升值，兑美元汇率上周升值 101 个基点至 6.4713
- 人民币即期汇率（在岸）同样小幅升值，上周升值 52bps 至 6.4763
- 美元上周小幅贬值，美元指数上周累计下行 86 个基点至 97.8。

图 58. 即期汇率和 NDF



资料来源：Wind

图 59. 人民币及美元名义有效汇率（NEER）指数



资料来源：Wind

图 60. 在岸与离岸人民币即期汇率



资料来源：Wind

图 61. 中美国债利差与人民币即期汇率



资料来源：Wind

图 62. 人民币 NDF 与隐含升值率与人民币 NEER



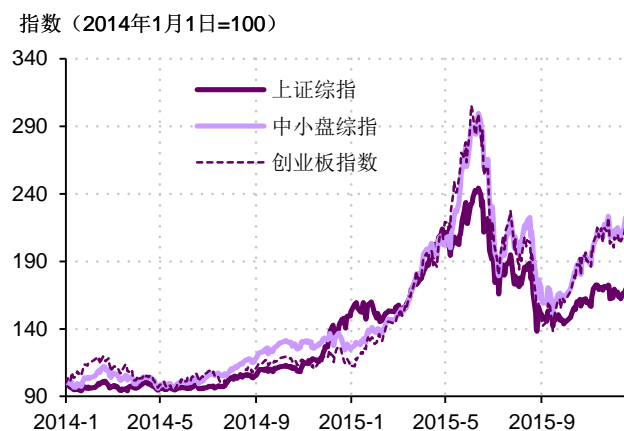
资料来源：Wind

### 3.12. 股票市场

#### 股市继续上涨，融资盘规模增加

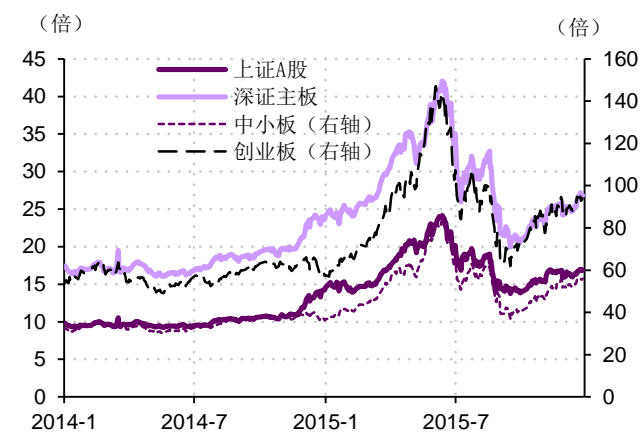
- 上周股市显著上涨。上证综指上周累计上 1.4% 至 3628
- 伴随股市快速上涨，融资规模出现上涨。上周融资余额累计增加 374 亿元，至 1.21 万亿元。

图 63. 股指变化



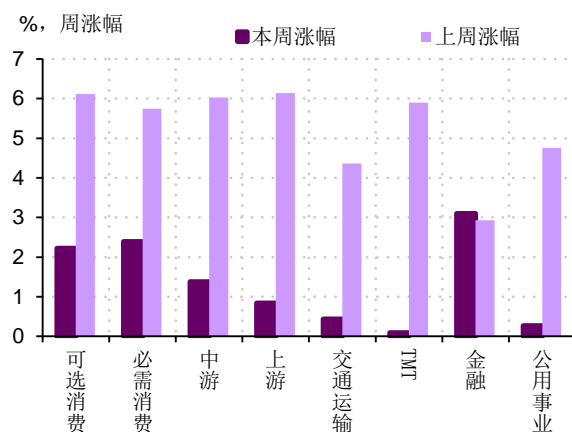
资料来源：Wind

图 64. 股市市盈率变动



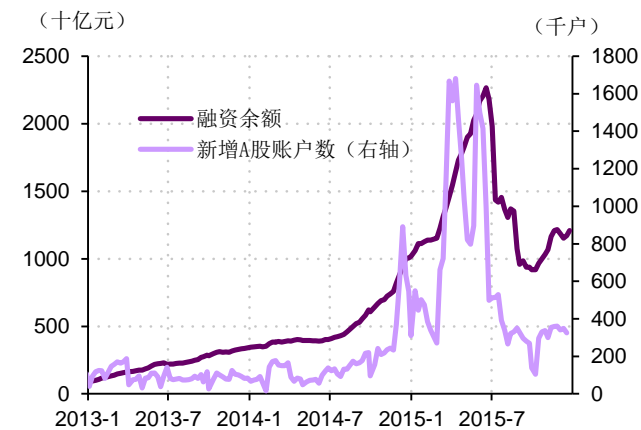
资料来源：Wind

图 65. 股市周度分板块表现



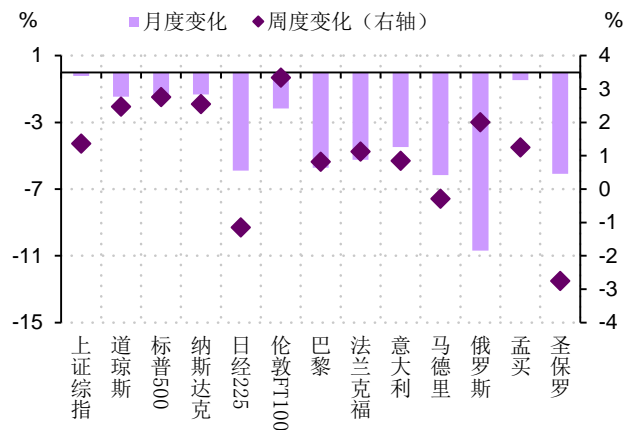
资料来源：Wind

图 66. 融资余额与新增 A 股账户数



资料来源：Wind

图 67. 全球主要股指变化



资料来源：Wind

## 4. 政策跟踪

本周值得关注的政治热点：

- **中央经济工作会议：**中央经济工作会议 12 月 18 日至 21 日在北京举行，习近平、李克强作重要讲话。中央经济工作会议报告显示，明年中国将采取一系列举措降低企业负担。中国要解决工业产能过剩，供给过剩是中国经济增长面临的主要挑战。2016 年经济政策重心仍聚焦于供给侧改革。中国承诺坚持改革开放。中国明年主要任务之一是去杠杆，将进一步采取措施化解金融风险，继续采取措施防范金融风险。明年主要任务之一是降低企业成本，将继续创新驱动的策略。将鼓励大众创新和万众创新，将扩大有效供给来支持增长乏力的领域。
- **注册制提速：授权决定草案提交人大，通过后再走两道程序。**21 日在京召开的第十二届全国人大常委会第十八次会议上，证监会主席肖钢受国务院委托就《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用有关规定的决定(草案)》作出说明。这意味着，备受市场关注的 IPO 注册制正式进入捷径模式——全国人大授权国务院先按注册制操作，而非以往的先修订《证券法》。不过，按照法律界人士的分析预测，即使此次顺利获得全国人大常委会授权，IPO 注册制正式实施依然还有两道程序必走。
- **国务院：下调全国燃煤发电上网电价，建立上交所战略新兴板。**国务院总理李克强 12 月 23 日主持召开国务院常务会议，部署推进农村一二三产业融合发展，以结构性改革强农惠农；确定进一步显著提高直接融资比重措施，提升金融服务实体经济效率，建立上海证券交易所战略新兴板；决定下调全国燃煤发电上网电价，减轻企业负担促进结构优化。
- **楼继伟：继续发行地方政府债券置换非政府债券形式的政府存量债务。**中国财政部部长楼继伟周二(12 月 22 日)称，要督促地方政府统筹包括债券资金在内的财政预算资金偿还政府存量债务，切实履行偿债责任，必要时可以处置政府资产；并继续发行地方政府债券置换非政府债券形式的政府存量债务，降低地方利息负担。
- **央行：将在银行间债券市场推出绿色金融债券。**央行公布，为贯彻落实《生态文明体制改革总体方案》和十八届五中全会精神，日前，中国人民银行发布 2015 年 39 号公告，在银行间债券市场推出绿色金融债券。
- **工信部部署 2016 年工作：规模以上工业增加值增长 6%左右。**12 月 24 日，全国工业和信息化工作会议在京召开。会议提出的 2016 年主要预期目标是，规模以上工业增加值增长 6%左右、能耗降低 4%，单位工业增加值用水量降低 4.5%。电信业、互联网行业、软件和信息技术服务业收入分别增长 3%、25%和 14%左右。
- **外管局：中国将有序推进人民币资本项目可兑换，加快外汇市场发展。**国家外汇管理局召开局党组中心组理论学习扩大会议，传达学习中央经济工作会议精神，研究部署贯彻落实措施。局党组书记、局长易纲主持会议，局党组成员出席会议。局机关各单位主要负责同志列席会议。
- **证监会官员：战略新兴板将在明年有实质性进展。**证监会市场部主任霍达 25 日称，战略新兴板相关标准和制度正在研讨，上市条件、交易制度、持续监管等方面要吸取创业板的经验教训，开展制度创新，与创业板错位发展、适度竞争。随着注册制改革推进，战略新兴板的设立将在明年有实质性进展。



表格 3. 国内股票市场主要指数涨跌 (%)

	最新 点位	1 周	1 月	2 月	3 月	6 月	1 年	年初 至今	最新 PE	市值占 比	去年 盈增
<b>主要股指</b>											
上证综合指数	3628	1.4	-0.5	5.8	17.3	-13.5	14.6	12.2	10.1	65.3	13.8
深证成份指数	1298	1.2	0.7	11.1	31.1	-9.8	21.1	17.8	14.6	6.4	17.4
沪深 300 指数	3838	1.9	1.5	6.9	18.8	-11.5	11.0	8.6	18.0	15.1	13.6
中小板综指	1369	1.1	0.2	15.5	38.9	-4.9	79.5	77.9	44.0	14.8	6.0
创业板指数	2795	-1.3	-3.5	10.6	38.3	-4.3	91.4	89.9	58.3	3.5	27.4
<b>行业指数</b>											
可选消费	5182	2.2	4.8	14.8	33.9	-7.1	50.1	46.2	18.0	12.8	25.0
房地产	6102	1.8	12.3	22.2	42.8	-0.1	57.7	49.4	14.4	3.7	13.2
建筑装饰	3317	1.0	-5.0	0.0	13.3	-17.6	17.2	17.0	9.2	2.4	41.6
汽车	5850	2.5	2.2	13.6	34.9	-6.4	50.9	48.7	16.0	3.7	24.1
家用电器	5228	4.6	7.0	17.8	35.8	-12.2	48.4	45.0	13.9	1.7	33.8
轻工制造	3999	0.9	-0.5	11.0	27.7	-10.2	91.9	90.8	55.2	1.3	-3.6
必需消费	7650	2.4	2.7	9.8	26.9	-6.6	53.1	51.8	32.8	12.5	7.7
医药生物	9167	2.3	1.6	8.9	28.3	-5.1	60.8	59.4	39.2	5.8	14.4
纺织服装	4197	1.4	0.8	15.9	38.0	-5.2	93.6	91.5	28.1	1.1	9.3
食品饮料	7096	3.3	5.4	10.5	21.0	-7.5	29.7	28.8	20.9	3.2	-4.2
餐饮旅游	7238	0.8	8.2	20.7	35.8	2.5	83.2	80.7	53.7	0.6	-14.3
商业贸易	6091	2.3	1.7	6.7	25.6	-14.9	51.0	49.7	29.5	1.8	29.7
中游	3982	1.4	-0.4	11.1	30.7	-12.8	51.2	49.4	37.7	15.9	15.9
化工	3646	2.3	2.4	17.3	37.0	-8.8	59.8	58.4	21.1	6.2	8.4
钢铁	3074	0.4	-3.8	-2.7	5.8	-35.2	4.9	3.1	93.8	1.2	182.9
建筑材料	5777	1.5	3.4	13.0	26.6	-10.9	30.3	29.5	16.2	1.3	46.9
电气设备	7158	0.7	-2.9	7.9	31.6	-11.6	64.5	61.8	58.9	2.9	1.4
机械设备	1983	1.1	-2.6	9.1	29.8	-13.9	50.9	49.1	37.7	4.3	-10.4
上游	3790	0.8	-0.2	6.9	19.1	-24.2	8.3	6.4	25.2	11.1	-3.1
采掘	3738	0.9	-0.9	4.5	14.6	-26.8	4.4	2.4	12.0	8.1	-5.3
有色金属	3928	0.6	1.7	13.6	32.5	-16.9	19.4	18.4	60.4	3.1	28.1
交通运输	3645	0.4	-2.6	-0.5	8.4	-19.0	38.6	37.0	19.6	3.3	1.5
港口航运	5141	-0.1	-4.6	-3.7	8.6	-18.1	16.8	15.3	43.8	1.3	34.1
机场航空	3508	-1.0	-1.1	0.2	12.9	-23.8	47.4	46.4	18.3	0.6	-19.1
高速铁路物流	4966	1.5	-2.3	0.7	4.8	-18.6	60.5	58.3	13.8	1.2	7.2
TMT	4126	0.1	-1.6	15.2	42.5	-7.5	90.5	88.9	54.5	10.9	47.3
传媒	1846	-0.9	-2.2	11.5	32.3	-6.2	82.9	82.7	52.0	2.8	27.4
通信	3470	0.0	1.0	13.6	39.5	-5.2	75.3	74.5	51.7	1.5	98.3
计算机	6841	-0.3	-2.5	14.0	45.2	-8.7	104.	102.	54.8	3.4	17.9
电子元器件	3552	1.3	-0.5	20.3	43.5	-6.8	75.9	74.1	57.6	3.2	70.1
金融	3119	3.1	3.3	9.9	15.6	-1.9	0.5	-1.9	7.8	26.1	15.3
银行	3451	3.2	3.6	8.7	12.4	0.3	3.2	0.6	4.7	19.9	12.8
非银金融	2052	2.8	1.5	17.4	36.7	-12.1	-12.2	-13.4	18.0	6.2	51.9
公用事业	3577	0.3	-4.4	1.4	14.8	-20.8	28.1	25.4	14.4	3.6	48.0
电力	3650	-0.1	-4.0	-2.0	8.1	-26.2	24.7	21.1	11.3	2.4	53.2
环保	3069	-0.2	-6.5	8.9	28.2	-5.6	54.5	52.7	43.3	0.6	10.2
其他											
农林牧渔	3788	2.7	1.4	14.3	34.5	-5.5	73.7	72.1	71.2	1.4	-4.1
综合行业	4218	0.9	4.8	25.4	42.6	-2.3	79.8	78.3	59.6	0.8	-21.7
国防军工	1920	-0.9	-11.4	-5.2	13.6	-28.0	32.6	30.4	99.0	1.6	-8.1

数据来源: Wind

表格 4. 短期利率及银行间固定收益债券到期收益率涨跌情况

(单位: 债券净价指数最新值为“点”、变动值为“%”, 利率最新值为“%”, 其余为 bp)

	最新值	1 周	1 个月	2 个月	3 个月	6 个月	1 年	年初至今
<b>债券净价指数</b>								
中债国债总净价指数	120.3	0.7	1.5	0.8	2.3	3.2	4.3	4.3
中债中短期债券净价指数	118.4	0.6	1.5	0.9	2.0	2.6	3.3	3.3
中债长期债券净价指数	122.4	1.7	2.8	1.9	4.7	8.4	9.0	9.0
中债央票总净价指数	103.0	0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.6	0.7	0.7
中债短融总净价指数	99.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	0.3
中债企业债总净价指数	94.5	0.3	0.7	-0.3	0.5	1.0	1.4	1.4
<b>利率</b>								
SHIBOR: 隔夜	1.93	11.8	14.9	13.8	2.6	57.7	-144.6	-159.4
SHIBOR: 1 周	2.36	3.7	6.9	6.3	-4.6	-52.9	-228.4	-228.4
SHIBOR: 1 个月	3.00	18.2	30.4	20.8	-8.2	-56.7	-252.6	-258.4
SHIBOR: 3 个月	3.08	3.2	3.3	4.5	-6.4	-16.8	-205.7	-205.3
回购利率: 7 天	2.35	-10.0	2.0	5.0	1.0	-67.0	-239.0	-246.0
国债: 1 年	2.29	-7.0	-28.6	-7.5	-1.4	58.2	-95.4	-96.4
国债: 3 年	2.57	-9.7	-29.1	-15.5	-44.0	-30.1	-79.6	-79.4
国债: 5 年	2.66	-7.8	-28.5	-16.5	-49.4	-55.6	-86.6	-85.6
国债: 10 年	2.81	-13.5	-27.9	-18.1	-52.9	-79.7	-81.5	-81.6
国开债: 1 年	2.45	-18.8	-35.4	-15.4	-26.0	-30.3	-150.6	-150.5
国开债: 3 年	2.73	-14.7	-44.3	-28.3	-62.1	-87.7	-122.3	-122.6
国开债: 5 年	2.94	-16.8	-44.9	-28.9	-59.7	-93.8	-112.3	-113.3
国开债: 10 年	3.12	-19.2	-35.9	-24.9	-65.2	-98.8	-96.1	-97.1
短融: AAA 1 年	2.97	-14.1	-27.4	-8.2	-33.1	-52.2	-176.0	-175.0
中票: AAA 3 年	3.14	-21.1	-53.5	-30.5	-66.5	-95.0	-160.5	-158.5
中票: AAA 5 年	3.38	-17.8	-50.7	-33.7	-71.1	-104.8	-149.3	-147.3
企业债: AAA 1 年	2.96	-14.1	-27.4	-8.2	-33.7	-52.4	-173.1	-172.1
企业债: AAA 3 年	3.11	-21.1	-53.6	-31.5	-68.0	-97.1	-160.9	-158.9
企业债: AAA 5 年	3.37	-17.8	-50.5	-34.9	-70.3	-105.7	-146.2	-144.2
企业债: AAA 10 年	3.80	-16.0	-33.7	-27.3	-61.8	-91.1	-120.1	-120.0
<b>利差</b>								
<b>期限利差</b>								
国债: 10 年-1 年	51.2	-6.5	0.6	-10.6	-51.5	-137.9	13.9	14.8
国债: 5 年-1 年	36.2	-0.8	0.1	-9.0	-48.0	-113.8	8.8	10.8
国债: 3 年-1 年	27.5	-2.7	-0.5	-8.0	-42.6	-88.2	15.8	17.0
<b>信用利差</b>								
10 年 AAA 企债-国债	99.2	-2.5	-5.8	-9.2	-8.8	-11.4	-38.6	-38.4
10 年 AA+企债-国债	170.2	-3.5	-12.8	-19.2	-21.8	-37.4	-65.6	-65.4
10 年 AA 企债-国债	233.2	-3.5	-9.8	-21.2	-22.8	-38.4	-71.6	-71.4
10 年 AA-企债-国债	258.9	-3.5	-10.8	-20.8	-30.4	-54.0	-69.2	-69.0
10 年 A+企债-国债	586.2	-3.5	-9.8	-15.2	-16.8	-26.4	-54.6	-54.4
<b>隐含税收利差</b>								
10 年国开-10 年国债	31.6	-5.8	-8.0	-6.8	-12.3	-19.1	-14.5	-15.5

数据来源: Wind、CEIC

表格 5. 国内主要商品期货价格走势 (%)

	最新数值	1 周	1 个月	2 个月	3 个月	6 个月	1 年	年初至今
<b>商品期货</b>								
南华综合指数	851 点	1.6	3.1	-1.5	-3.6	-11.5	-13.2	-15.6
南华工业品指数	114 点	1.8	3.6	-0.8	-4.6	-14.9	-17.6	-20.3
南华农产品指数	737 点	0.6	1.3	-0.4	-1.1	-6.0	-3.7	-5.4
南华黄豆指数	107 点	-1.6	-1.3	-4.9	-9.2	-13.0	-19.2	-21.4
南华豆油指数	946 点	1.9	1.5	4.8	9.4	-0.4	0.7	-1.9
南华玉米指数	100 点	-0.9	1.8	4.4	3.4	-1.3	-4.5	-4.8
南华强麦指数	514 点	-0.2	2.2	4.2	5.9	3.6	6.0	6.2
南华棉一指数	514 点	0.8	-2.9	-1.9	-5.0	-10.6	-13.1	-15.3
南华郑糖指数	737 点	1.4	1.1	1.4	1.9	0.3	17.8	16.2
南华豆粕指数	155 点	0.0	2.3	-5.4	-8.7	-11.0	-13.2	-14.3
南华早籼稻指数	660 点	0.0	2.0	3.5	6.1	-2.2	3.9	3.0
南华棕榈油指数	373 点	3.6	5.8	0.5	3.3	-13.2	-10.5	-13.1
南华菜籽油指数	718 点	0.9	-0.5	4.0	5.5	-4.4	-1.6	-4.8
南华菜籽粕指数	114 点	-0.4	3.5	-6.3	-8.7	-11.3	-9.4	-10.7
南华金属指数	136 点	1.9	3.6	-4.2	-7.3	-13.9	-22.0	-24.1
南华沪锌指数	329 点	4.0	3.2	-6.1	-2.2	-13.8	-18.1	-20.1
南华沪铜指数	303 点	1.5	5.2	-6.2	-5.9	-12.3	-17.0	-17.3
南华沪铝指数	499 点	2.2	11.5	6.8	-6.7	-13.5	-17.9	-17.4
南华螺纹钢指数	307 点	1.5	3.6	-3.8	-9.4	-20.4	-35.1	-37.6
南华铅指数	631 点	2.6	5.9	0.7	1.4	5.1	11.6	12.7
南华铁矿石指数	426 点	1.3	-0.6	-5.9	-11.1	-11.9	-21.7	-26.6
南华能化指数	732 点	-2.4	-0.9	-1.9	-6.5	-18.8	-17.4	-20.7
南华塑料指数	735 点	3.1	9.6	5.9	3.0	-7.0	14.8	12.4
南华 PTA 指数	474 点	1.2	-3.2	-0.9	-1.8	-12.4	-10.4	-11.8
南华天胶指数	543 点	3.5	7.9	7.4	1.2	-19.0	-8.4	-16.9
南华 PVC 指数	477 点	5.0	5.4	2.5	0.0	-8.5	-4.0	-5.7
南华焦炭指数	207 点	0.2	0.6	-2.5	-8.3	-18.2	-29.8	-31.2
南华甲醇指数	573 点	2.5	-0.3	-2.1	-8.2	-27.1	-12.9	-11.4
南华玻璃指数	783 点	-1.0	-1.9	1.9	5.5	0.0	4.1	-0.5
南华焦煤指数	449 点	1.2	6.9	10.5	5.2	-9.1	-11.1	-12.5
南华动力煤指数	550 点	0.1	4.1	-3.5	-13.2	-24.2	-34.5	-35.7
南华贵金属指数	505 点	2.2	2.1	-5.9	-3.2	-4.8	-6.7	-8.6
南华黄金指数	997 点	1.9	1.5	-6.2	-3.5	-4.4	-6.6	-7.9
南华白银指数	490 点	2.3	2.5	-5.8	-3.1	-5.1	-6.4	-8.9
<b>金融期货</b>								
沪深 300 指数期货	378 点	2.4	2.9	10.9	19.6	-6.8	16.7	5.8
5 年期国债期货	100. 元	0.2	1.0	0.6	2.2	5.4	4.1	4.3

数据来源: Wind

## 下周经济日历

表格 4. 未来一周中国重要宏观数据公布时间

	公布日期	公布时间	指标时间	指标名称	上期值	本期预测
中国	2016-1-1	9:00	2015 年 1 月	制造业 PMI	49.6	

数据来源: Wind, 国家统计局

## 附录 1

首先我们估计汇率贬值对出口的影响。选取人民币名义有效汇率同比增速对出口额同比增速进行回归，引入 OECD 国家工业增加值同比增速作为代表外需的控制变量。名义有效汇率回归系数即出口对汇率的弹性系数。具体估计方程如下：

$$\text{export} = \alpha_1 + \beta_1 * \text{neer} + \gamma_1 * \text{VAIO}_{\text{oecd}} + \rho_1 * \text{CPI}_{\text{oecd}} + \delta_1 * \text{CPI}_{\text{china}} \quad (1)$$

其中 export 为出口同比增速，neer 为人民币名义有效汇率指数同比增速，VAIO<sub>oecd</sub> 为 OECD 国家工业增加值同比增速，CPI<sub>oecd</sub> 为 OECD 国家 CPI 同比增速，CPI<sub>china</sub> 为中国 CPI 同比增速。而回归系数  $\beta_1$  即为出口对人民币名义有效汇率弹性。



## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

徐高，光大证券首席经济学家。加入光大证券前，他曾任瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家及研究助理等职。徐高目前还是中国首席经济学家论坛理事、世界银行顾问、以及华尔街日报和财新网专栏作家。徐高拥有北京大学颁发的经济学博士学位，以及西南交通大学颁发的工学硕士、学士学位。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司销售交易团队

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-22169086	13611990668	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	18621181721	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	郝辉			haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨		-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029		liugongzhi@ebsecn.com
	朱林			zhulin1@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378		lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409		zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋			wangyuanfeng@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com