

专题研究

2020 年 11 月 24 日

中诚信国际
宏观经济风险释放加快经济修复或“筑顶”，
政策稳中求进关注风险资产结构性机会

——宏观经济与大类资产配置月报（2020 年 11 月）

概述

联络人

作者

研究院

王秋凤 010-66428877-452
qfwang01@ccxi.com.cn李路易 010-66428877-511
lyli01@ccxi.com.cn王晨 010-66428877-397
chwang01@ccxi.com.cn

曾淑桂（实习）

其他联系人

中诚信国际研究院副院长

袁海霞 010-66428877-261
hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

经济稳步修复持续，风险资产结构性机会仍存，2020 年 10 月 29 日；

经济修复持续挑战仍存，商品股票机会或好于债券，2020 年 9 月 28 日；

生产平稳需求短期改善，结构分化拖累经济修复，2020 年 8 月 18 日；

内外三重压力不减，政策“两难”中求平衡，2020 年 7 月 27 日

需求改善弱于供给，制约经济复苏节奏，2020 年 6 月 17 日；

复工复产推进经济改善，海外疫情阴霾犹存，2020 年 5 月 20 日。

■ 宏观经济：数据全面向好，修复力量或趋于“筑顶”

➤ 供需继续改善，但多重压力下后续改善空间受限。经济持续恢复，各项经济指标均明显向好。工业增加值同比增速连续三个月高于去年同期，投资增速持续回升，消费持续改善且餐饮收入单月首次转正，出口同比增速攀升至 10% 以上，先行指标连续八个月处于景气区间。但数据全面向好中也存在修复边际放缓的隐忧：工业生产的修复力量正在逐步弱化，地产和基建投资进一步改善仍面临一定制约，消费能力与消费信心不足对消费的掣肘仍存，随着疫苗投入使用发达经济体供给的恢复，或给 2021 年出口增长带来一定压力。

➤ CPI 同比连创年内新低，PPI 短期仍难转降为升。CPI 继续回落，上行动力不足，或持续处于低位运行；PPI 同比跌幅与上月持平，考虑到大宗商品价格持续低位运行，PPI 短期难以实现正增长。

➤ 社融季节性回落，信贷结构改善。新增社融季节性回落，M2 增速略有回落，企业投资动能回升推动 M1 继续上行。整体来看，年内 M2 平稳波动，M1 将稳定回升，信贷结构有望继续优化，社融总体保持平稳运行。

➤ 跨境资本市场运行平稳，人民币汇率维持升值态势。跨境资本市场运行平稳，外汇占款连续 9 个月下降，银行收付款和结售汇顺差扩大；人民币汇率短期内维持升值态势，后续随着美国疫苗投入使用，美国经济复苏加快，美元或从弱转强，人民币升值态势或有所扭转。

■ 经济修复或边际放缓，信用风险释放加速，政策需保持延续性和可持续性

➤ 国内外不确定性犹存，经济修复或边际放缓。从外部环境来看，中美博弈仍存，不确定性持续存在；从国内因素来看，随着宏观政策进一步正常化，政策性因素的修复面临的制约加大，市场性因素修复虽然存在较大空间但短期难以显著改善，经济修复动能趋弱趋势未改，虽然受低基数效应影响明年一季度有望出现疫后经济增长高峰，但经济环比修复空间收窄。

➤ 债务风险仍居高位，信用风险爆发加速。近期以来，信用风险爆发加速，债券市场违约频现，且从民企向国企蔓延，政策仍需关注防风险。

➤ 考虑经济修复和金融风险的压力，宏观政策仍需保持延续性和稳定性，避免“政策悬崖效应”的出现。。

■ 美国大选落定短期风险偏好提升，仍然看好商品和股票

➤ 股票市场估值偏高，但仍具有结构性机会。短期仍以顺周期板块为主，建议关注估值偏低的股票。

➤ 受信用违约事件影响，债市情绪受挫。短期内债市或面临一定调整压力，或呈区间波动走势。

➤ 大宗商品波动上行，黑色系短期上涨动力或不足。建议关注受全球气候影响的农产品。

➤ 黄金先升后降，或维持高位震荡。短期内疫苗研究进展加快提升市场信心、黄金需求放缓或对黄金价格不利，但在海外疫情反复、避险情绪升温的背景下，黄金价格或难以大幅下滑，仍维持短期内黄金价格高位震荡的判断。

一、宏观经济：数据全面向好，修复力量或趋于“筑顶”

10 月经济持续恢复，各项经济指标均明显向好。从供给端来看，工业生产同比增速连续三个月高于上年同期。从需求端来看，基建与房地产投资增速继续上行，制造业投资降幅收窄，投资改善势头延续；消费继续回暖，尤其是在价格上涨放缓的背景下社零额实际增速出现较大幅度的回升；出口错峰增长持续，同比增速进一步加快。从金融数据来看，社融虽然出现季节性回落，但信贷结构进一步优化，跨境资本流动运行基本平稳，人民币汇率对美元维持相对强势。但是，虽然 10 月份主要宏观经济指标全面向好，但考虑到政策性支撑的因素随着稳增长政策力度的收缩面临一定的制约，市场性因素修复空间虽然持续存在但短期内大幅上行的动力较小，经济的修复力量或已经趋于“筑顶”，后续经济边际修复节奏或放缓。

表 1 2020 年 10 月中国宏观经济核心指标一览表

	2020 年										去年同期	最新变化
	10 月	9 月	8 月	7 月	6 月	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月		
工业增加值同比(%)	6.9	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	NA	NA	4.7	↔
固定资产投资累计同比(%)	1.8	0.8	-0.3	-3.1	-4.6	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	NA	5.2	↑
社会消费品零售额同比(%)	4.3	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	NA	NA		↑
出口：当月同比(%, 美元)	11.4	9.9	9.5	7.2	0.5	-3.3	3.5	-6.6	NA	NA	-0.8	↑
进口：当月同比(%, 美元)	4.7	13.2	-2.1	-1.4	2.7	-16.7	-14.2	-0.9	NA	NA	-6.1	↓
贸易顺差(亿美元)	584.4	370.0	589.3	623.3	464.2	629.3	453.4	199	NA	NA	423.1	↑
CPI	0.5	1.7	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	3.8	↓
PPI	-2.1	-2.1	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-1.6	↔
M2：同比	10.5	10.9	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.4	↓
社会融资规模(亿元)	14173	34693	35800	16900	34342	31900	30900	51492	8578	50697	8680	↓

(注：↓、↑、↔分别表示与上月相比，2020 年 10 月指标出现下降、上升或持平)

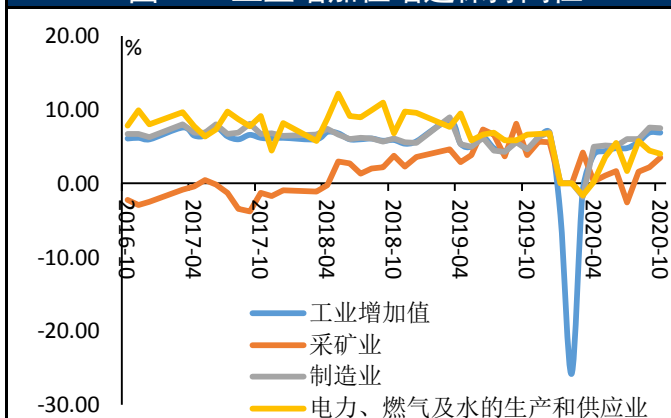
(一) 工业生产平稳修复，需求整体改善，但后续制约因素仍存

从 10 月份数据来看，供需两端均延续此前全面向好的态势。工业增加值增速连续三个月高于上年同期，投资延续回升态势，社零额增速继续回升并且餐饮收入单月首次转正，季节性因素下进出口有所波动，不过季调后进出口增速高位，景气指数连续八个月处于荣枯线以上。但数据全面向好中也存在经济修复边际放缓的隐忧：工业增加值环比增速降为 3 月份以来新低，后续上行空间受限；地产和基建投资的仍面临一定制约；消费能力与消费信心不足对消费的掣肘仍存；虽然当前来看欧美等发达经济体仍面临二次爆发压力，短期出口“错峰增长”势头仍将延续，但当前来看疫苗进展较为顺利，随着疫苗的逐步应用，主要出口经济体的生产或进一步修复，错峰增长效应在明年将有所弱化，进而影响出

口高增长的可持续性。

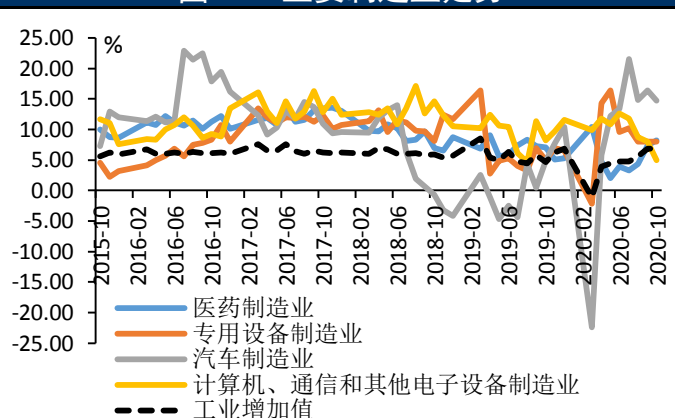
工业增长平稳修复，后续或存放缓压力。10月，工业增加值同比增长6.9%，与上月持平，高出去年同期2个百分点。分行业来看，基建投资的持续回升带动相关工业产业走高，挖掘、铲土运输机械同比增长30.2%；汽车消费回升，特别是新能源汽车在政策利好下同比大幅增长94.1%；出口维持高位提振了相关产业生产，微型计算机设备、集成电路均实现20%以上的快速增长。尤为值得一提的是，制造业和私营企业生产同比增速均保持高位，工业生产的市场性支撑因素修复有所加快。**值得一提的是**，工业增加值环比增速是3月份以来的新低，说明工业生产的修复力量正在逐步弱化，在需求改善有限的背景下，工业生产或难以延续近期的上升势头，增速或将有所放缓。

图1：工业增加值增速保持高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

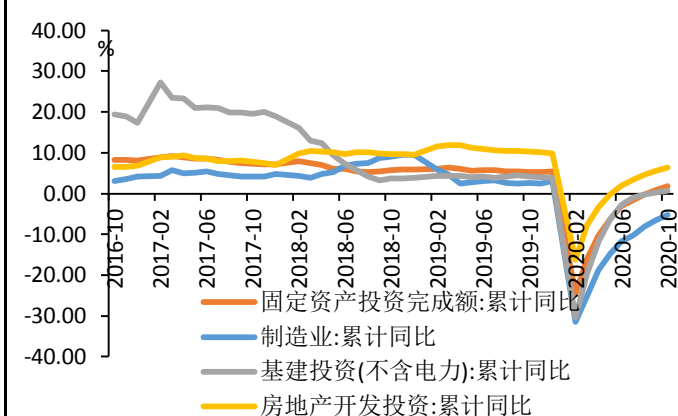
图2：主要制造业走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

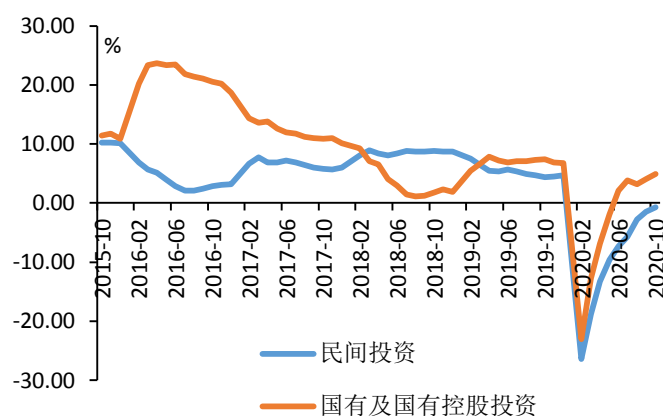
投资持续回暖，后续在基建和地产投资受到制约情况下仍取决于内生性投资的恢复程度。1-10月，投资同比增长1.8%，较1-9月加快1.0个百分点。分类别来看，基建投资增速稳步回升，房地产投资继续加快，制造业投资降幅进一步收窄。从具体行业来看，高新技术行业投资增速高位上升，医药制造业和计算机及办公设备制造业投资保持两位数的增速，电子商务服务业、科技成果转化服务业和信息服务业增速均超过15%。分所有制来看，私营企业投资下滑幅度进一步收窄，同比下降0.7%，较前三季度收窄0.8个百分点，转正在即。展望未来，投资的制约因素依然持续存在：从地产投资来看，当前库存较低，且地产企业存在资金回笼的需求，同时考虑到今年有可能出现冷冬，部分企业可能在近期加快施工，短时期内新开工和竣工将加快，短期仍支撑房地产投资，但地产在行业周期底部与政策调控之下仍面临约束，地产投资难以大幅上行；基建投资虽然持续回升，但面临地方政府收支压力加大、2021年积极财政政策或边际收缩、基建项目不足等多重约束；制造业投资低位，在低基数背景下，后续仍有一定的增长空间，对投资形成一定的支撑，但仍受限于企业的投资能力和消费的恢复程度。总体来看，在基建和房地产投资在明年存在增长放缓可能，制造业投资对整体投资的支撑作用将愈加凸显，后续投资能否保持改善势头还取决于制造业投资和民间投资等内生性投资的恢复程度。

图 3： 固定资产投资持续改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

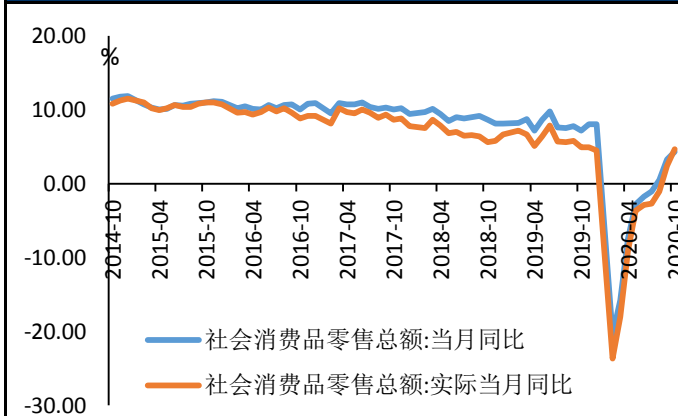
图 4： 民营企业投资显著改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

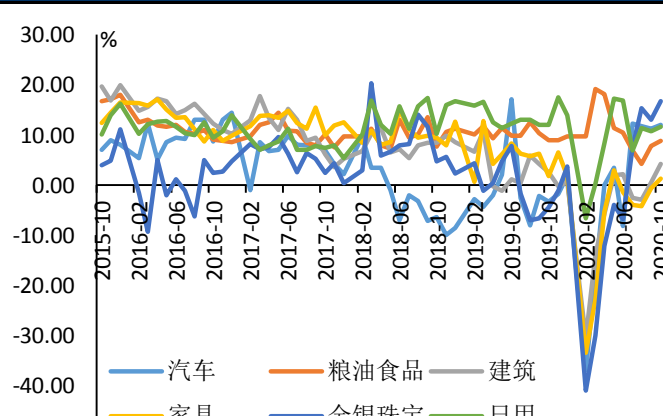
社零额延续改善趋势，消费者消费信心和消费能力恢复较慢仍制约消费修复。10月，社零额增速延续此前的上升趋势，同比增长4.3%，较上月加快1个百分点，考虑到10月份物价水平有所下降，实际同比增速较上月加快2.2个百分点达到4.6%，累计增速同比延续收窄趋势，同比下降5.9%，较上月收窄1.3个百分点。分类别来看，疫情中受到冲击最大餐饮行业年内增速首度转正，同比增长0.8%，较上月提高3.7个百分点。限额以上商品零售额18个大类当中有17个实现了增长，其中有9个大类保持了两位数的增长，消费升级产品如金银珠宝与汽车类消费增速均达到两位数。后续来看，虽然当前失业率下降居民收入回升，但居民消费意愿仍未走出疫情的阴影，城镇居民收入与支出仍存在较大的缺口。在年内最大的购物节——“双十一”期间，头部电商在11月11日当天同比口径下数据弱于去年同期，而且今年电商的营销政策对“双十一”当前的销售有所高估，这个数据在一定程度上也反应出了居民消费意愿仍处于低位，居民消费的修复仍需一定的时间，短期内消费增长空间有限。

图 5： 社零额持续修复



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6： 主要消费品均加快修复

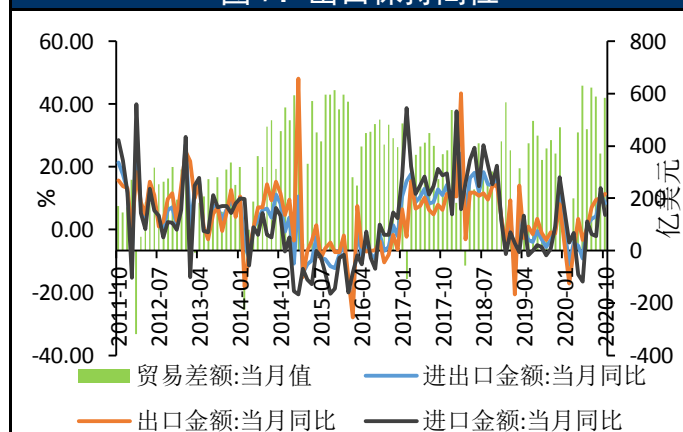


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

出口增速继续走高，短期仍将保持平稳增长趋势，但2021年增长压力或加大。10月，以美元计价的进出口总额同比增长8.4%，涨幅回落3个百分点。其中，出口同比增长11.4%，年内以美元计价的出口累计增速已经转负为正；10月份进口同比增长4.7%，增速较上月回落8.5个百分点，但考虑到10月

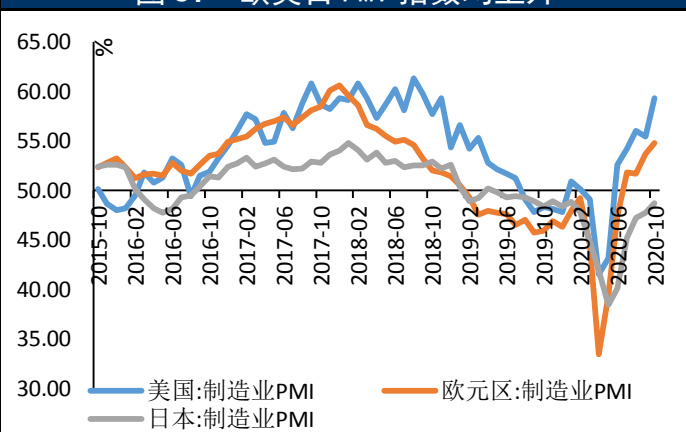
国庆假期较长，这一回落并未超出季节性。当月实现贸易顺差 584 亿美元，较上月增加 214 亿美元。后续在支撑与拖累因素并存情况下，贸易仍将保持平稳增长。当前欧美疫情的控制不力，疫情第二波爆发迅速到来，随着进入秋冬季，疫情遏制难度加大，全球供需或将再度受到冲击，但我国疫情得到有效控制，对全球供给和需求均起到一定的支撑作用。从出口来看，欧美日 PMI 虽然延续此前持续上升的趋势，PMI 新出口订单指数持续站在荣枯线以上，我国出口短期内仍有望保持一定的韧性。从进口来看，虽然进口 PMI 指数时维持在荣枯线以上，但海外生产受到冲击难以避免，进而对全球的供应体系产生一定的影响，短期内对疫情重点区域的进口将受到一定的冲击，不过在落实中美贸易第一阶段协议的背景下，对美进口将进一步加大，同时国内经济持续修复，在基本面上对进口形成一定支撑，故短期内进口或仍有望保持平稳增长。近期 RCEP 正式签订，虽然从中长期来看，这将有助于加强东亚和东南亚经济的联系，对我国的外贸形成进一步的支撑，但 RCEP 对外贸提振作用的显现仍需要一定时间，短期内效果或并不明显；后续随着全球范围内疫苗陆续研制成功和使用，海外国家生产持续恢复，我国出口错峰增长的优势减弱，在中美冲突持续、全球需求整体疲弱背景下，2021 年我国进出口仍面临一定压力，这在 2021 年下半年或体现得较为明显。

图 7：出口保持高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

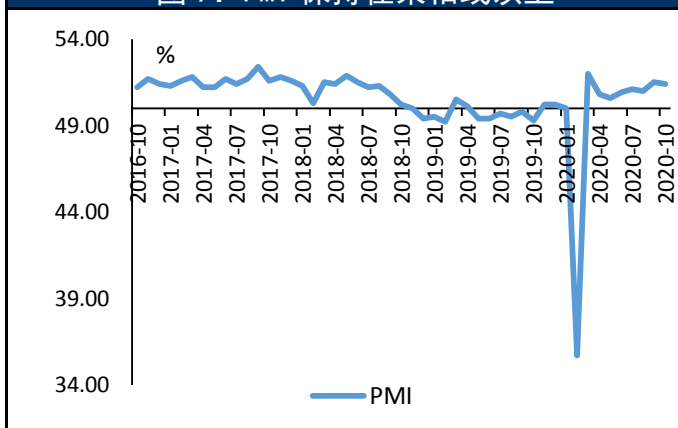
图 8：欧美日 PMI 指数均上升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

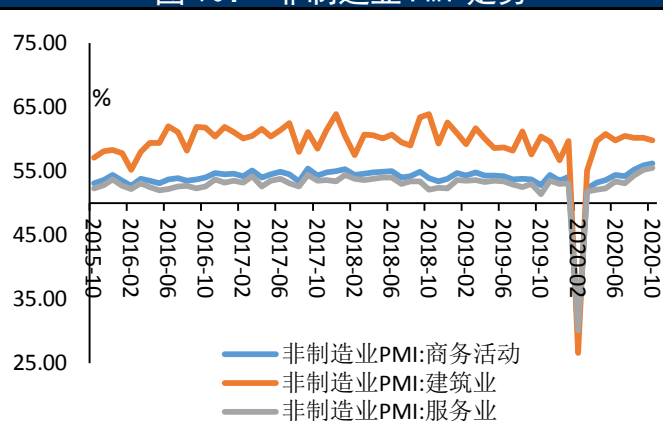
先行指标略微回调，但依然维持在景气指标之上。10 月，制造业 PMI 为 51.4%，较前值略微回调 0.1 个百分点，总体延续了 9 月供需回暖的态势连续 8 个月位于荣枯线上方。非制造业商务活动指数上升 0.3 个百分点至 56.2%，保持了疫情以来的稳步回升态势。其中服务业指数上升 0.3 个百分点至 55.5%，建筑业商务活动较上月下降 0.4 个百分点至 59.8%。10 月，制造业 PMI、非制造业 PMI 总体延续了 9 月的供需回暖态势，反映出国内市场需求逐步向好、经济复苏更加有力，特别是受疫情冲击较大的运输、零售、餐饮等行业加快复苏，消费端对经济修复的带动力有所改善。

图 9: PMI 保持在荣枯线以上



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 10: 非制造业 PMI 走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）CPI 同比连创年内新低，PPI 短期仍难转降为升

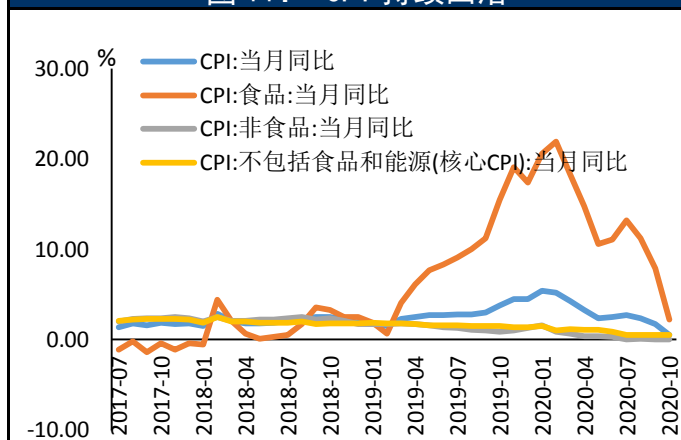
CPI 继续回落，运行至 2010 年以来的低位。10 月，CPI 同比上涨 0.5%，较前值回落 1.2 个百分点。核心 CPI 同比上涨 0.5%，与上月持平，继续处在 2013 年以来的低位。2019 年猪肉价格受非洲猪瘟疫情冲击量减价增，2020 年以来新冠疫情冲击等因素影响猪肉产量持续降低，在此背景下，此前猪肉价格同比已连续 19 个月正增长，不过 3 月份以来，增速呈放缓趋势，且本月为猪肉价格首次转负，“猪周期”再度运行至下行区间。非食品类价格保持平稳，处于近年来的低位。10 月非食品价格同比涨幅为 0.0%，与上月持平，处于 2010 年以来的最低位区间。

PPI 同比跌幅较上月持平，生产价格持续低位运行。10 月 PPI 同比下跌 2.1%，跌幅较上月持平，已连续 9 个月处于负区间。10 月 PPI 生产资料同比下降-2.7%，跌幅较上月小幅收窄 0.1 个百分点；生活资料同比下降 0.5%，跌幅较上月扩大 0.4 个百分点。**PPIRM 跌幅上升，与 PPI 剪刀差有所扩大。**10 月 PPIRM 同比跌幅扩大 0.1 个百分点至 2.4%，与 PPI 剪刀差从上月 0.2% 小幅扩大至 0.3%。分行业看，上游燃料、动力类价格同比跌幅扩大 0.6 个百分点至 9.9%；黑色金属材料由上月 1.8% 上升为 2.2%，有色金属材料价格较上月小幅提高 0.1 个百分点至 3.0%。总体上生产处于稳定状态。

CPI 同比上行动力不足，或持续处于低位运行；PPI 同比延续下降趋势，短期难以进入扩张周期。CPI 方面，核心 CPI 稳定于低位运行，或表明目前仍缺乏物价普遍上涨的基础；同时，产量持续增长背景下猪肉价格或进入同比下跌周期，食品类价格持续上涨的基础较弱；此外，当前消费需求逐步复苏，但消费类产品生产供给能力充足、服务类价格上涨的空间也较小，非食品类价格也不存在大幅上行的条件，年内 CPI 呈现前高后稳走势，同比上行动力不足，年内 3.5% 目标可控。PPI 方面，受同期原油价格回落影响，10 月下跌的部分主要集中于能源类，尤其是石油开采、石油加工；且 PPIRM 上涨的部分也主要体现为黑色及有色金属材料领域，燃料及动力类价格跌幅则延续扩大。**后续来看**，从海外因素看，国际油价虽然短期震荡但整体仍呈现上升趋势，加之美国大选落定、疫苗研发取得新进展等，全球经济增长预期有所调升，叠加海外主要经济体 PMI 仍处于景气区间，相关工业品价格也将维持稳定，年内 PPI 将继续平稳运行；从国内看，10 月新增专项债发行基本完毕，后续基建对 PPI 支撑或有所减弱，且

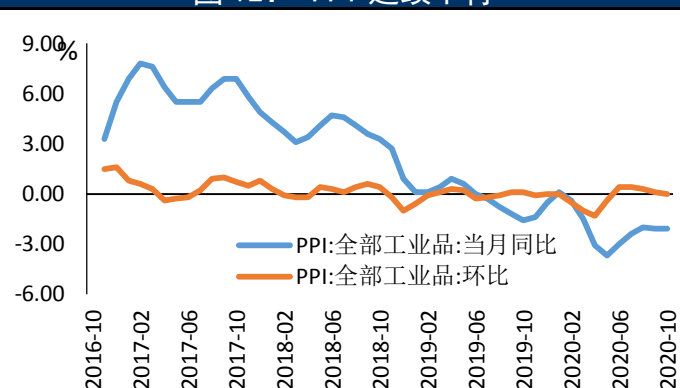
扩内需政策效果尚难较快显现，PPI 同比转降为升仍需时日。CPI 回落 PPI 跌幅收窄，通胀通缩仍在可控范围内。

图 11: CPI 持续回落



数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

图 12: PPI 延续下行



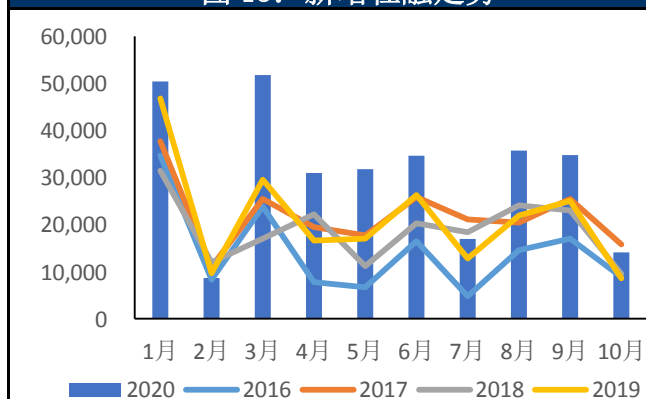
数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

（三）社融季节性回落，信贷结构改善

新增社融季节性回落。10 月新增社融 1.42 万亿元，在季末因素影响情况下较上月少增 2.06 万亿元，不过仍较去年同期多增 5493 万亿元。其中，新增表内融资 6488 亿元，表外融资减少 2138 亿元，新增直接融资 3449 亿元，主要原因是股票融资同比显著多增所推动。随着地方政府专项债发行收尾，10 月份新增政府债券融资显著回落，为 4931 亿元，较上月少增 5172 亿元。虽然 10 月份新增社融高于去年同期，但并不是历史同期最高，并未延续 8 月、9 月的强势高增态势，表明当前货币政策向正常化回归。

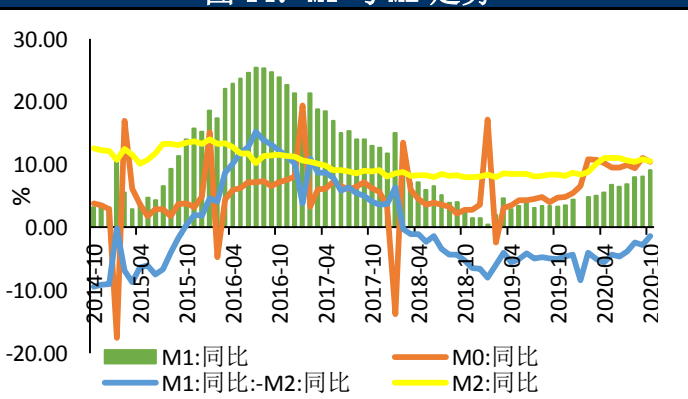
M2 小幅回落，M1 高位上升。10 月份，M2 同比增长 10.5%，较上月回落 0.4 个百分点，M2 增速回落主要是由于新增财政存款强于同期，导致债券资金落地有所滞后，进而对企业存款有所挤出。M1 同比增长 9.1%；M1 增速为 2018 年 2 月份以来的新高，M1 的显著上升表明企业存款结构上出现改善，定期存款转活期，企业投资动力增强，实体经济活跃程度上升。从贷款结构来看，新增企业与居民贷款中长期占比均有所上升，表明当前支持实体经济持续落实，在企业投资信心恢复的背景下，有助于加快企业投资的落地。

图 13: 新增社融走势



数据来源: 中诚信国际整理

图 14: M1 与 M2 走势



数据来源: 中诚信国际整理

（四）跨境资本市场运行平稳，人民币汇率维持升值态势

跨境资本市场运行平稳，外汇占款连续九个月度下降，银行收付款和结售汇差额呈增长态势。从外汇占款来看，10月末央行口径外汇占款为211577.49，环比减少47.91亿元。自1月末央行口径外汇占款比2019年12月增加57.17亿元，此后逐月降低，截至10月末，已连续九个月下降，表明外汇规模下降、市场流动性略有收紧；从境内银行代客涉外收付款差额来看，9月为899.19亿元，较8月增加15.66亿元，仍延续增长态势；从银行代客结售汇差额来看，由负转正，9月为674.85亿元，较8月增加842.08亿元，环比增长125%，这表明短期内人民币贬值压力较小。

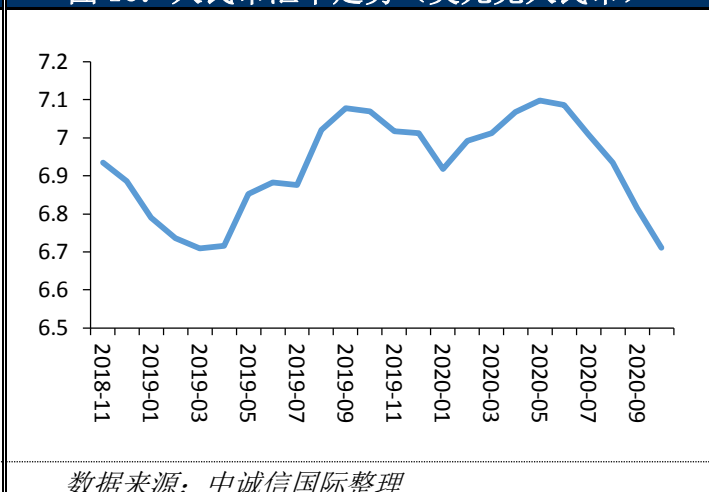
人民币汇率短期内维持升值态势，但随着疫苗使用欧美经济修复人民币升值态势或将扭转。自今年5月以来，人民币开始了升值阶段，5月29日至11月3日期间，人民币对美元升值了6.40%。10月27日外汇交易中心宣布，人民币对美元中间价报价调整报价模型，淡出报价模型中“逆周期因子”的使用，10月美元对人民币的平均汇率仍然为6.7111，较9月升值了1.52%，这体现出人民币汇率市场化更进一步，央行对人民币汇率走势和波动的态度上越来越自信。短期内人民币对美元将维持相对强势的低位，但如果今年年底和明年年初美国疫苗投入使用，美国经济复苏加快，美元或从弱转强，人民币对美元可能有所贬值。

图 15：跨境资本流动（亿元）



数据来源：中诚信国际整理

图 16：人民币汇率走势（美元兑人民币）



数据来源：中诚信国际整理

二、经济修复或边际放缓，信用风险爆发加速，政策仍需保持延续性和可持续性

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1271

