



# 宏观金融商品**月**报

## INVESTMENT OUTLOOK



中财期货研究院

2020年11月5日 总第十四期

# 目录

<b>宏观：</b> 供需缺口收敛 顺周期力量加强 .....	2
<b>国债：</b> 期债企稳上涨 .....	20
<b>股指：</b> 继续震荡 关注成交量 .....	26
<b>贵金属：</b> 金价可能延续震荡 .....	33

**主编：** 陶玮玮

**编辑：** 中财期货研究院

**美术编辑：** 王扬扬

**电话：** 021-61701586

**邮箱：** tzzx@zcfutures.com

## 供需缺口收敛 顺周期力量加强

宏观月报

2020年11月5日

### ■ 观点逻辑

近期经济延续回升态势，且供需缺口逐渐收敛。生产端来看夏季过后生产表现依然较强；9月来看，外需恢复超预期，制造业投资及消费等顺周期力量逐渐恢复，但基建不及预期；通胀方面，CPI下行、PPI上行趋势仍在；社融增速仍在较高位置，且中长期贷款表现较好。年内经济逐级修复、再通胀进程大概率继续。小型企业景气度回落且结构性失业压力仍存，或制约宏观政策退出节奏。近几月央行维持利率不变但连续三个月超额续作MLF，表明央行正在向银行体系补充中长期流动性，释放“稳货币”信号，有助于遏制市场利率上行；财政方面，今年财政支出进度较慢，四季度赤字空间较大，政府支出有望延续较快增长，或对于基建反弹有所支撑。

海外方面，10月欧美经济尤其是制造业延续复苏态势，但疫情反弹显著拖累了欧元区服务业复苏节奏，尤其是欧元区，随着疫情反复并采取更多限制措施，欧元区10月服务业环比继续下行；通胀方面则是美强欧弱，市场对于12月欧央行加码宽松及调整政策框架均有预期。近期美国及欧洲主要国家如英法德意新增病例均明显上升，并且日新增病例已超过第一波疫情，是否会引引起经济复苏放缓甚至再度休克值得关注。此外美国大选尚未尘埃落定，选情胶着下后续不确定性仍存，两位候选人施政方针对于经济及市场的不同影响也需重点关注。

### ■ 宏观驱动

国内经济持续恢复或利好股指和商品，但后续恢复斜率不确定性尚存；流动性边际放缓对资产价格形成一定压制；疫情反复及外部风险事件利空风险资产

### ■ 风险提示

经济恢复不及预期；政策边际收紧；美国大选不确定性；中美关系恶化；海外疫情反复

### ■ 本月关注

国内外10月议息会议；国内外经济数据；美国大选；中美关系；海外疫情发展及疫苗研发

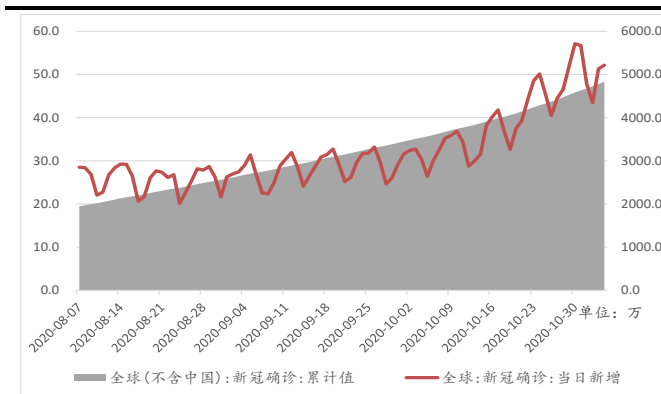


## 一、海内外疫情追踪

**海外疫情更新：**11月4日海外累计确诊4834.0万，新增52.1万；欧洲主要国家如英法德意等疫情均有所抬升，并采取更多限制性措施；美国新增确诊延续抬升；新兴市场国家分化。美国单日新增确诊10.9万（前一日12.5万）。印度单日新增50465，巴西新增确诊24892，近期均呈下降态势；俄罗斯19768，明显抬升。

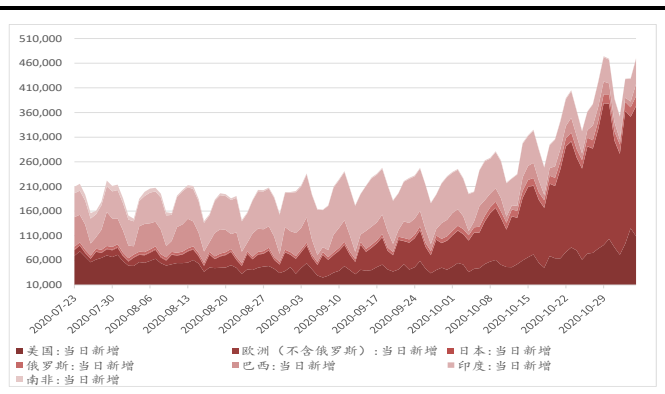
**国内疫情更新：**11月4日新增确诊病例28例，其中20例为境外输入病例；新增疑似病例3例；新增无症状感染者22例（其中22例为境外输入病例）。

图1. 海外新增病例继续抬升



数据来源：Wind, 中财期货研究院

图2. 欧美疫情均有所抬升



数据来源：Wind, 中财期货研究院

## 二、经济：主要经济指标转正，顺周期力量接力

表1. 上月经济数据回顾

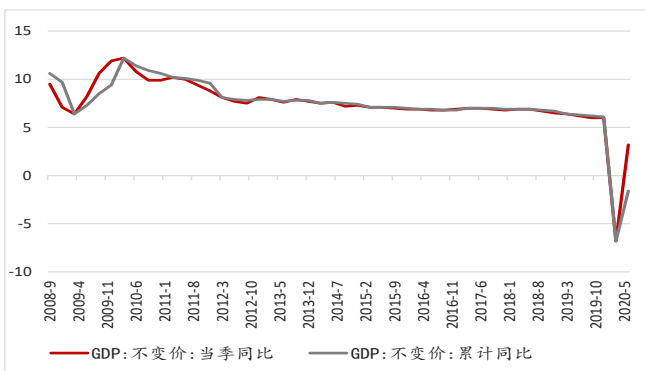
指标名称	频率	现值	前值	变化方向
贸易差额:当月值	月	370	589	下降
外汇储备	月	31426	31646	下降
M1:同比	月	8.1	8	上升
M2:同比	月	10.9	10.4	上升
社会融资规模:当月值	月	34772	35873	下降
新增人民币贷款:当月值	月	19000	12800	上升
CPI:当月同比	月	1.7	2.4	下降
PPI:全部工业品:当月同比	月	-2.1	-2	下降
工业增加值:当月同比	月	6.9	5.6	上升
固定资产投资完成额:累计同比	月	0.8	-0.3	上升
社会消费品零售总额:当月同比	月	3.3	0.5	上升
工业企业利润:累计同比	月	-2.4	-4.4	上升
制造业PMI	月	51.4	51.5	下降
GDP不变价:当季同比	季	4.9	3.2	上升

数据来源：Wind, 中财期货研究院

## 2.1 经济累计增速转正，供需缺口收敛

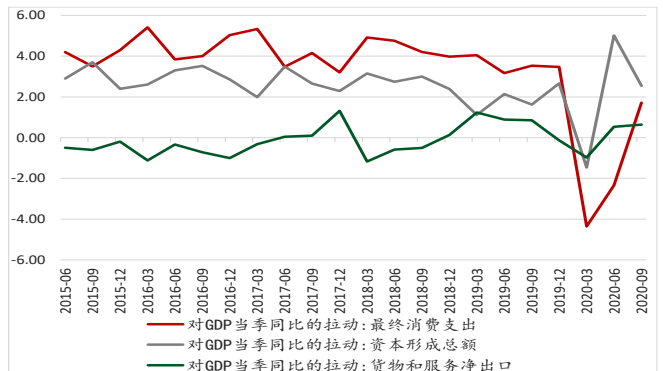
三季度 GDP 同比增长 4.9%，增速较二季度（3.2%）继续回升但不及预期；前三季度 GDP 累计同比增 0.7%，年内首次转正，经济逐步回归常态的趋势明显。分产业看，第一产业累计增 2.3%，第二产业增 0.9%，第三产业增 0.4%；单季增速第一产业同比 3.9%（+0.6%），第二产业 6.0%（+1.7%），第三产业 4.3%（+2.4%）；整体看二产恢复优于三产，服务业修复目前仍一定程度受疫情防控约束。从三大需求来看，投资对于 GDP 的拉动较二季度有所回落，消费的拉动回升为正但仍低于历史均值。四季度 GDP 增速将较三季度继续改善，但在政策未超预期前提下大概率仍会低于疫情前。

图 3. 三季度 GDP 同比增长 4.9%



数据来源: Wind, 中财期货研究院

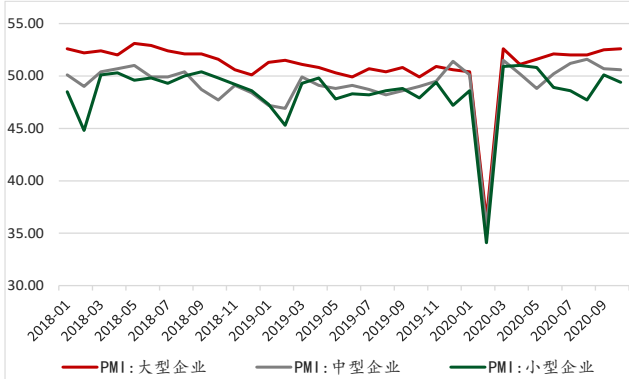
图 4. 消费的拉动回升为正



数据来源: Wind, 中财期货研究院

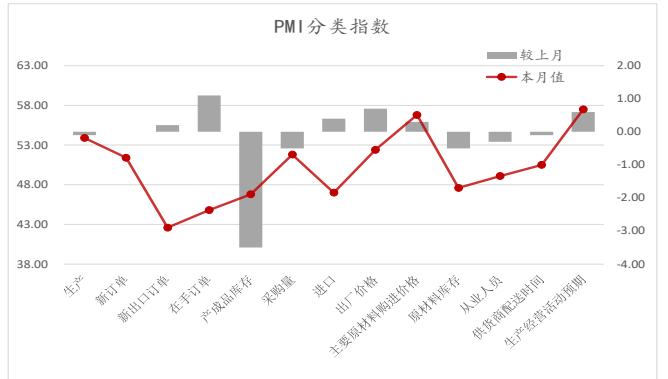
10月官方制造业 PMI 为 51.4，高于预期，比上月下降 0.1 个百分点；非制造业 PMI 为 56.2，也高于市场预期，比上月上升 0.3 个百分点，连续 8 个月高于临界点，综合 PMI 产出指数为 55.3，比上月上升 0.2 个百分点。整体来看，制造业和服务业均处于扩张区间，且在节假日因素推动下服务业加速修复。建筑业 PMI 为 59.8%，较 9 月小幅回落 0.4 个点，建筑活动高景气区间企稳且基建表现强于地产。从企业规模看，小型企业 PMI 比上月下降 0.7 个百分点且重回荣枯线下，仍将对政策退出速率带来制约。10 月 PMI 生产指标分项，较 9 月小幅回落 0.1 个点至 53.9，生产端整体景气度在高位保持平稳；需求端，新订单持平 9 月，新出口订单较 9 月提升 0.2 个点，外需的支撑依旧强于内需，出口高景气度延续；供需缺口继续提升，经济动能延续上行；进口指数回升 0.4 个点至 50.8。出厂价格指数和原材料购进价格指数回升，库存指数回落，主要源于 10 月需求的显著改善。当前海外疫情二次爆发下出口或仍有韧性，如国内疫情受控服务业修复有望持续加速，四季度经济动能修复延续。

图 5. 10 月 PMI 比上月下降 0.1 个百分点



数据来源: Wind, 中财期货研究院

图 6. 供需缺口收窄



数据来源: Wind, 中财期货研究院

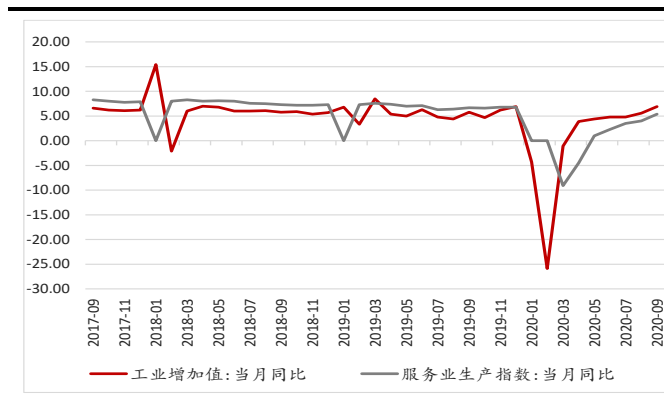


## 2.2 生产增速回升，利润单月回落

9月工业增加值同比增长6.9% (+1.3%)，连续6个月实现正增长，大幅超过市场预期；经历了夏季的生产扰动后，生产端修复斜率已经连续两个月加快，显示了生产端复苏的较强动力，可能受到工作日较多的影响，以及需求端的支撑。分三大门类看，采矿业增加值同比增长2.2% (+0.6%)，制造业增长7.6% (+1.6%)，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.5% (-1.3%)；制造业生产超预期反弹是9月工业增加值增速超预期的主要因素，其中高技术制造业增加值同比小幅增至7.8% (+0.2%)，其他制造业相对贡献更大。中上游行业增速总体仍维持高位，多数下游行业增速较上月大幅提高，表现出共振修复态势。工业利润当月同比增速回落至10.1%，仍保持两位数增长；其中三季度利润增长15.9%，增速比二季度加快11.1个百分点。9月生产高增下营业收入仍呈回升态势，但工业品出厂价格和购进价格差回落挤压企业利润空间，加之企业计提资产减值损失、高基数等因素，单月增速回落。

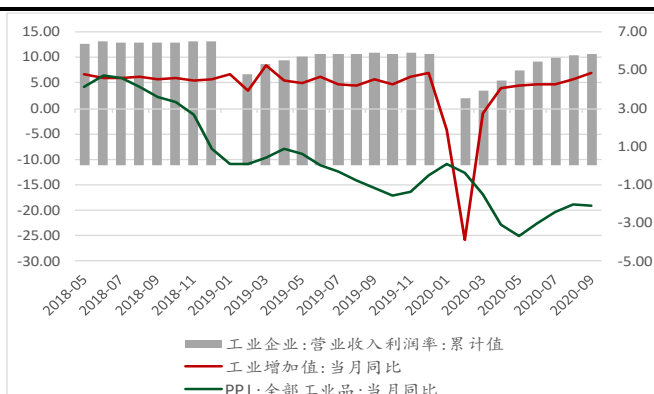
9月服务业生产指数同比增长5.4%，较8月提高1.4个百分点，修复速度快于5-8月；说明服务业生产修复速度进一步加快，与疫情前差距进一步缩小。后续影响四季度工业生产的因素主要是需求和供需缺口，需求方面，海外疫情反复下出口仍有韧性、十一黄金周等利好因素推动消费继续修复，但投资动能可能边际减弱；疫情后需求修复持续慢于供给，但近期供需缺口有收窄趋势、且10月PMI库存指数下降，我们认为后续供需缺口收窄是否可持续、企业库存或对工业生产形成一定制约。

图7. 9月工业增加值超预期增长



数据来源：Wind, 中财期货研究院

图8. 工业品价格回落挤压企业利润空间



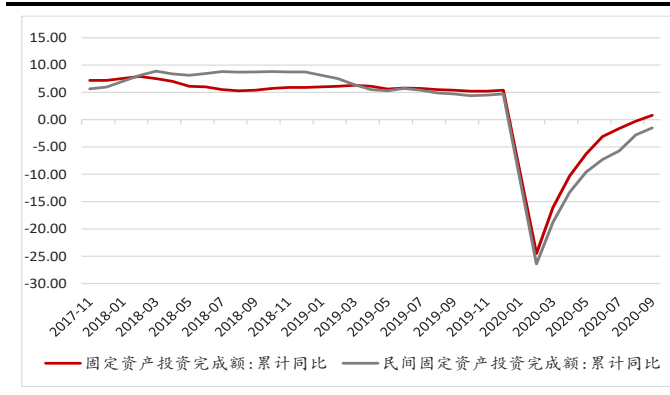
数据来源：Wind, 中财期货研究院

## 2.3 投资：房地产、制造业较强，基建单月回落

1-9月固定资产投资同比增长0.8% (+1.1%)，累计增速年内首次转正；其中民间固定资产投资同比下降1.5% (+1.3%)，恢复仍慢于整体投资增速。1-9月制造业投资累计同比-6.5% (+1.6%)，当月同比制造业投资增速约为3%且环比仍然较强，制造业资本开支仍维持正向改善态势；且下游消费行业投资边际改善力度居前、疫情及逆周期受益投资改善幅度收窄。向前展望，我们认为制造业投资顺周期修复力量仍存，近期消费提速、产能利润率修复、盈利改善，且融资端制造业中长期贷款和外商直接投资都保持较高增速，四季度制造业环比增速有望保持强劲但同比改善面临高基数阻力，年内可能还难以摆脱全年负增长局面；明年融资及政策环境可能趋紧、需求改善斜率放缓下改善动能或趋于弱化。房地产开发投资累计增长5.6% (+1.0%)，单月投资增速为12%，连续三月高位；1-9月商品房销售额累计同比3.7% (+2.1%)，当月同比16%，销售端边际放缓并带动资金趋紧；9月土地购置面积同比-4.8% (+2.8%)、新开工面积同比-1.9% (-4.4%)，竣工面积同比-17.7% (-7.8%)，1-9月施

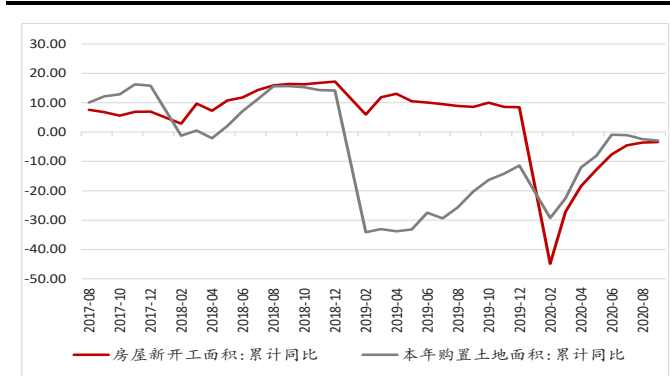
工面积累计同比 3.1% (-0.2%)。购地面积连续 3 个月同比负增长、新开工与竣工两端放缓、施工面积增速也再度出现下行，地产投资韧性或趋于弱化。10 月大中城市商品房成交增速大幅回落，或反映居民购房抢跑进入尾声；由于经济逐级改善、货币政策难以转松，明年经济各项指标大概率实现低基数反弹，政策重心从稳增长切换到防风险，货币政策易紧难松，加之中长期房贷不炒基调仍在，房地产投资难言乐观。1-9 月基建投资（狭义）同比增长 0.2% (+0.5%)，单月增速大幅下行至 3.2% (-0.8%)、连续两个月放缓，与市场预期有较大差距。专项债用作资本金的比例不高、棚改债解禁与补充中小银行资本金等导致专项债额度分流、公共财政侧重于防疫、就业与脱贫而对基建领域支持力度下降、财政支出进度偏慢可能是主要原因。此外随着疫情稳定、经济与就业持续好转，政策重心在稳增长与防风险再平衡或也是基建力度收敛的重要原因。明年是十四五规划开局之年、新项目可能留至明年年初开工，年内基建投资可能以存量项目为主、保持相对温和态势；截至 9 月底财政预算支出进度偏慢，或为年末基建小幅反弹提供了可能性，明年基建逆周期力量或仍偏平稳。

图 9. 固定资产投资累计增速转正



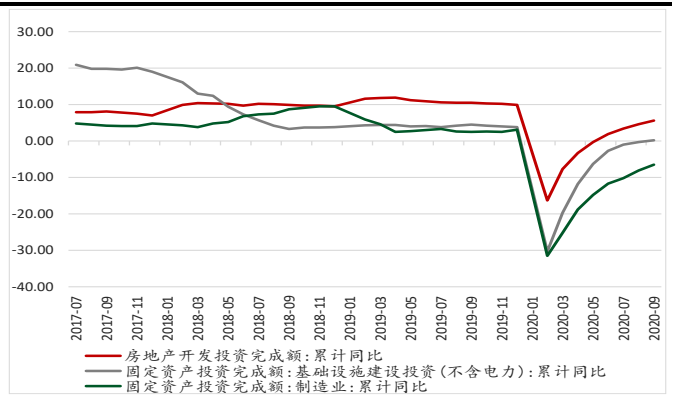
数据来源：Wind, 中财期货研究院

图 11. 新开工放缓、土地购置下行



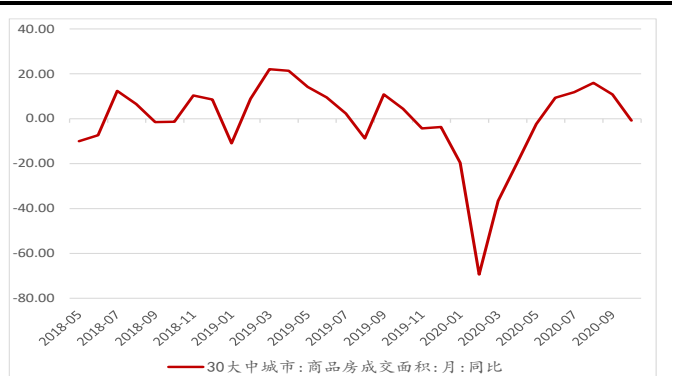
数据来源：Wind, 中财期货研究院

图 10. 房地产、制造业较强，基建单月回落



数据来源：Wind, 中财期货研究院

图 12. 10 月商品房成交增速回落



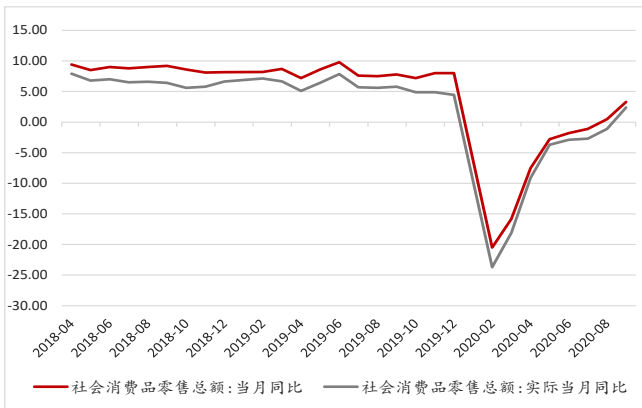
数据来源：Wind, 中财期货研究院

## 2.3 消费：超预期好转

9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%，高于上月 2. 个百分点，实际增长 2.4%，明显超过市场预期；季调后环比增 2.3%，较连续两个月加快；且限额以下零售额恢复较快、增速转正，体现了消费全局恢复的态势；汽车消费连续三个月保持两位数增速，服装及餐饮等“社会经济”加速，表明疫情对于生产生活影响快速减退。我们认为消费进入加速修复阶段，主要得益于国内疫情稳定、防控措施减少与恐惧心理淡化以及经济复苏下居民就业与收入修复；四季度促销活动等消费亮点较多，随着线下服务等方面的逐步恢复，消费可能成为四季度

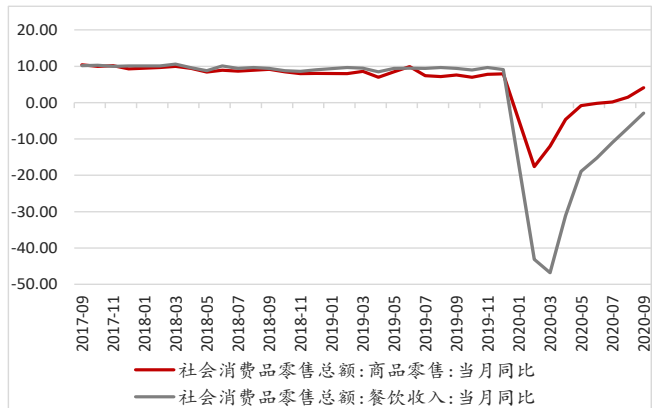
经济恢复的重要拉动力。

图 13. 9月社零同比增长 3.3%



数据来源: Wind, 中财期货研究院

图 14. 餐饮收入仍为负增长



数据来源: Wind, 中财期货研究院

## 2.4 贸易: 出口再创新高, 进口大超预期

9月出口(以美元计价)同比增长9.9% (+0.4%), 再创年内新高; 9月进口同比+13.2% (+15.3%), 大幅反弹, 显著高于预期; 对农产品、钢铁原材料及集成电路等进口大幅提高, 或与落实中美第一阶段经贸协议及预防美国对高科技产品出口采取限制等有关。贸易差额进一步降至370亿美元, 环比减少219.3亿美元。疫情以来, 我国出口增速持续超预期, 同时本月进口回升势头较强。出口方面, 疫情爆发导致海外对口罩、防护服及医疗器械等抗疫物资需求大幅上升, 居家需求也推升了机电产品的需求; 此外, 欧美各国采取的抗疫补贴等政策刺激了外需、海内外的疫情及供需错位下替代性出口补位也是出口持续超预期的重要因素。随着海外各国物资储备逐步充实及本国生产恢复, 9月防疫物资及替代性出口逐步回落, 但随着海外需求修复传统劳动密集型产品如服装玩具等出口逐渐修复。10月以来的欧美疫情爆发或导致外需修复的不确定性, 但我们预计海外经济大概率不会出现第一波期间的大幅停摆, 出口短期仍将具有一定韧性; 但人民币汇率升值及新兴国家生产逐步恢复下明年出口增速或将一定程度承压; 中长期来看, 随着疫苗问世和全球产业链恢复, 逆全球化和产业链重构问题或使得我国出口增速有回落压力。进口方面, 中美第一阶段贸易协议履行等因素或使得进口依然较强, 不确定性在于国内疫情反复对于生产和需求的扰动。

图 15. 进出口均再度回升

图 16. 防疫物资边际动能继续回落

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\\_1626](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1626)

