



# 宏观金融商品**周**报

## INVESTMENT OUTLOOK



中财期货研究院

2020年11月1日 总第七十九期

# 目录

宏观：国内经济恢复较好 海外下行风险增大 .....	2
国债：T 多单持有 .....	14
股指：警惕风险 .....	19
贵金属：美元进入强势状态 .....	24

# 国内经济恢复较好 海外下行风险增大

宏观周报

2020年11月1日

## ■ 观点逻辑

受制于前期价格走弱等因素，9月工业利润下行。10月经济持续修复，且供需缺口缩小、价格回升、库存去化，经济动能持续改善。展望未来，国内疫情受控下服务业修复有望持续加速、海外疫情二次爆发有可能使得进出口仍然保持较高景气区间，四季度经济有望延续修复。但中小企业景气度下行及就业问题或仍将制约政策退出速率。近三个月央行维持利率不变但连续两个月超额续作MLF，表明央行正在向银行体系补充中长期流动性，有助于稳定市场预期并遏制市场利率上行。十九届五中全会公报发布，“双循环”格局下内需和创新地位有所提高；11月初将发布“十四五”规划建议全文，建议重点关注。

海外方面，欧美近期公布三季度GDP数据，环比均录得可观增长但同比增速仍为负。整体来看，三季度欧美经济维持修复态势；但近期欧美疫情反弹、新增病例创纪录及限制措施叠加美国大选结果未决、美国财政政策仍处于僵局，引起市场担忧、欧美股市大跌。欧央行10月议息会议无新变化，市场普遍期待在一系列不确定性明朗后12月会议上欧元区宽松加码，届时其对于经济及市场的影响值得重点关注。

## ■ 宏观驱动

国内经济持续恢复或利好股指和商品，但欧美疫情反复及国际油价下跌形成拖累；政策边际放缓对资产价格形成一定压制；疫情反复等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；海外疫情超预期恶化

## ■ 近期关注

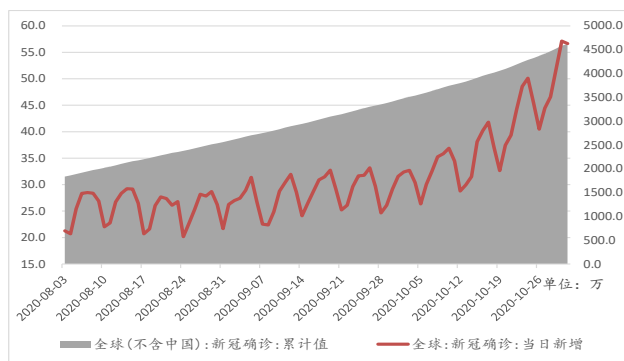
10月贸易差额；十四五规划建议；欧美PMI终值、美国议息会议、9月失业数据、欧元区9月PPI；美国大选揭盲；中美关系；欧美疫情发展及疫苗研发

## 一、海内外疫情追踪

**海外疫情更新：**10月31日海外累计确诊4621.0万，新增56.7万；欧美疫情均再度反弹，美国第三波升级，欧洲继续走高，死亡率均仍维持低位。欧洲主要国家如英德法等单日新增病例持续走高并收紧防疫限制；美国新增新冠病例再创新高，单日8.6万（前一日10.35万），中西部各州仍开放。新兴市场国家分化：印度略有回落，单日新增46730；巴西新增确诊18802；俄罗斯18140，继续上涨。美国传染病学专家福奇表示美国的新冠疫苗最早要到明年1月份才能面世；随着北半球秋冬季节来临，在疫苗上市前欧美疫情或将持续反弹。

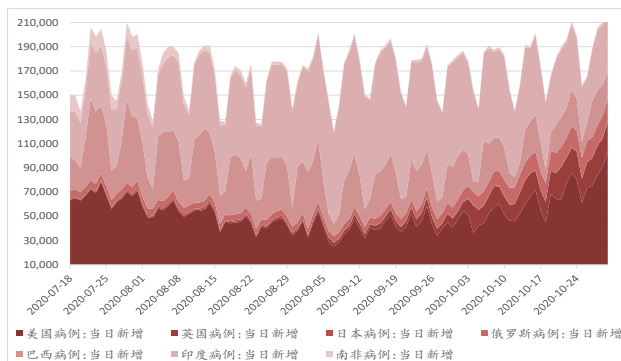
**国内疫情更新：**10月31日新增确诊病例24例，其中21例为境外输入病例；新增疑似病例0例；报告新增无症状感染者69例（其中8例为境外输入）。

图1. 海外新增病例再创新高



数据来源：Wind, 中财期货研究院

图2. 主要海外经济体疫情反弹



数据来源：Wind, 中财期货研究院

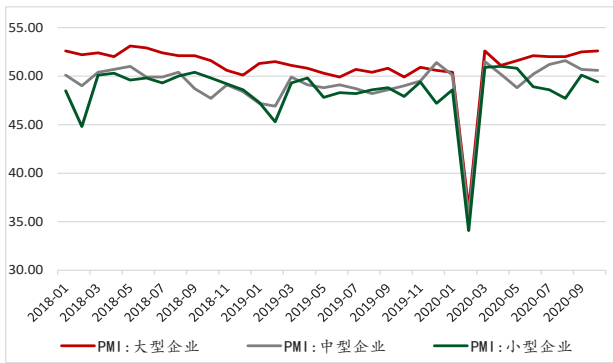
## 二、供需缺口收窄

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，大型企业PMI为52.6%，略高于上月0.1个百分点；中型企业PMI为50.6%，比上月微落0.1个百分点；小型企业PMI为49.4%，比上月下降0.7个百分点，小型企业重回荣枯线下，叠加从业人员小幅回落，就业情况与小企业运行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。供需缺口继续提升，经济动能延续上行。10月PMI新出口订单指数提升0.2个点至51%，荣枯线之上继续回升，进口指数回升0.4个点至50.8%，二者均达到2018年以来的相对高位，出口高景气度延续。出厂价格指数和原材料购进价格指数较9月回升，前者提升0.7个点，后者提升0.3个点。出厂价格和需求改善阶段出现涨幅提升，体现需求走强，盈利或好转，预计10月PPI环比正增长但涨幅或一定程度受制于国际油价下跌。原材料库存指数48%，较8月回落0.5个点，产成品库存指数44.9%，较9月回落3.5个点，10月产成品库存较9月显著

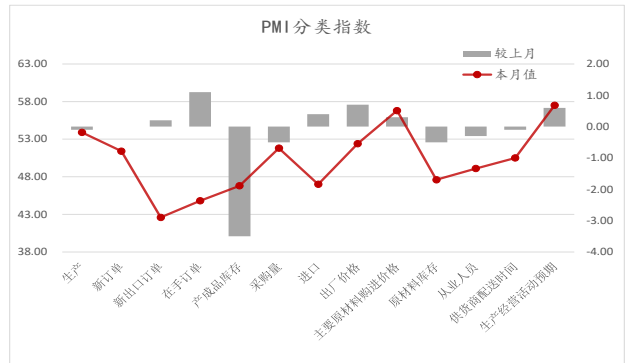
回落，在连续多月去库趋缓之后出现加速，主要源于10月需求的显著改善。当前海外疫情二次爆发或使得出口高景气延续，如国内疫情受控服务业修复有望持续加速，四季度经济动能修复延续。

图3. 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

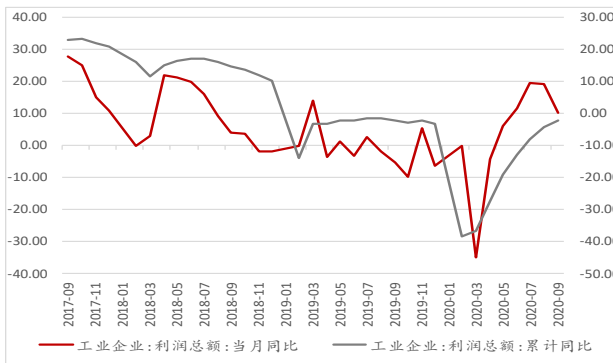
图4. 供需缺口收窄



数据来源: Wind, 中财期货研究院

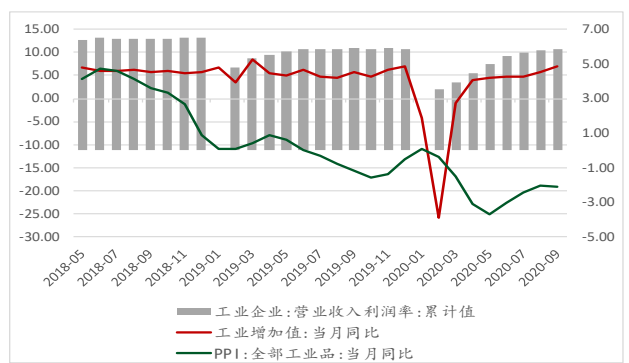
9月工业利润当月同比增速回落至10.1%，但仍保持两位数增长；1-9月规模以上工业利润同比下降2.4%，降幅收窄2.0个百分点，各类型企业利润降幅均收窄；其中，三季度利润增长15.9%，增速比二季度加快11.1个百分点。1-9月营业收入同比降1.5%，营业收入利润率为5.88%（同比-0.03%）；每百元营业收入中的成本84.24元，同比增0.07元；每百元营业收入中的费用8.94元，同比增0.15元，同比增幅均回落。9月企业库存明显回补，产成品存货增速继续上行至8.2%，连续两个月回升。9月生产高增下营业收入同比仍呈回升态势，但成本及费用回升给企业生产经营带来一定压力，加之企业计提资产减值损失对利润增长产生影响；9月工业品出厂价格和购进价格差值回落挤压企业利润空间；去年同期工业利润高基数也是9月同比增速回落的重要因素。分三大门类，1-9月采矿业利润同比下降37.2%，制造业利润增长1.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业利润增长2.6%；41个工业大类行业中，21个行业利润总额同比增加，20个行业减少；其中专用设备制造业增长22.3%，农副食品加工业增长16.7%，通用设备制造业增长10.7%，石油和天然气开采业下降70.2%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降66.2%，煤炭开采和洗选业下降30.1%，黑色金属冶炼和压延加工业下降18.7%，化学原料和化学制品制造业下降17.7%。9月计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比下降25%，较8月增速13.5%大幅下滑，可能受当月销售增速下滑拖累；汽车制造业利润增速从8月份55.4%的同比增速回落至9月份12.8%；两个行业共拉低工业企业利润增速7.2个百分点。

图5. 9月工业利润当月同比回落至10.1%



数据来源: Wind, 中财期货研究院

图6. 工业品出厂价格回落挤压企业利润空间



数据来源: Wind, 中财期货研究院



十九届五中全会于10月26日至29日在北京举行，审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，并发布了会议公报。中央关于制定十四五规划建议的全文预计将于11月初公布，“十四五”规划正式纲要将于明年3月的两会后公布。

表 1. 十四五规划时间表

日程	时间	内容
全面调研	2018年12月	发改委在京召开“十四五”规划编制工作座谈会，启动“十四五”规划编制前期调研
前期研究	2020年7月	政治局会议决定在10月召开的五中全会中研究制定“十四五”规划
思路确定	2020年10月	十九届五中全会于10月26日至29日召开，审议“十四五”建议稿
规划编制与论证	2020年10月起	结合国家、上级规划思路及要求，编制“十四五”经济和社会发展规划纲要，并对纲要进行论证
人大会议审查	2021年3月	“十四五”经济和社会发展规划纲要上报人大审核
纲要发布	2021年1月起	各省陆续发布“十四五规划”建议与纲要
	2021年6月起	国家级专项规划陆续发布
中期评估	2023年	开展“十四五”规划纲要实施情况中期评估报告审议工作

数据来源：中国政府网，中财期货研究院

**现代化建设开启新征程。**两个一百年”奋斗目标要求在2020年全面建成小康社会基础上，到新中国成立一百周年时基本实现现代化、把中国建设成社会主义现代化国家。因此十九大报告将2020年到本世纪中叶分成两个阶段：2020年至2035年基本实现现代化；2035年至本世纪中叶，建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。因此本轮规划兼顾了中期和长期，既对下一个五年进行了规划，又对未来15年的远景目标进行了展望。《公报》提出了到二〇三五年基本实现社会主义现代化远景目标，对经济、科技、国家治理、文化、生态环境、对外开放及安全等多方面进行了展望。对于经济，不仅强调了“我国经济实力、科技实力、综合国力将大幅跃升”“人均国内生产总值达到中等发达国家水平”，而且强调了均衡发展，“中等收入群体显著扩大”“基本公共服务实现均等化，城乡区域发展差距和居民生活水平差距显著缩小”，以实现“全体人民共同富裕”。十四五规划呼应远景目标，对于经济、科技、民生、国家治理、文化、生态环境、改革开放等的五年中期目标提出了展望。**延续高质量增长，或淡化经济增长目标。**本次会议并未提及到2025年要实现的具体经济增长目标。在外部环境不确定性下，十四五规划可能延续今年两会的做法，淡化对GDP增长具体的要求，但可能设立通胀、就业、研发投入、环保及收入分配等多方面目标，以引导高质量发展。如2020年受新冠疫情影响并未设立全年经济增速具体目标，但两会提出以“六保六稳”为底线、重点保障就业，构成经济增长底线；此外3.6%的赤字率和财政赤字规模增加1万亿元仍隐含着5%左右名义增长目标。**坚持创新核心地位，产业链升级优化。**全会尤其强调了创新在现代化建设全局中的核心地位，“十四五”目标中也要求“产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高”，体现了产业链升级的愿景。进入高质量发展阶段后，面临人口红利消退、金融周期压制等不利因素，需要转变增长动力来源，由以往更多依靠要素投入向更多依靠生产率提高转变。鉴于科技领域面临的限制可能增多，中国可能会加大在基础研究、前沿科技领域研究和存在瓶颈的技术攻坚方面的投入。**“双循环”下更加注重提升内需。**“十三五”期间我国内需对于经济增长的贡献率即不断上升，疫情等突发事件下过度依赖外需也会使得产业链较为脆弱、经济发展受到掣肘。全会提出了扩大内需，并把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。我国拥有全球最大的单一市场，不仅意味着国内潜在的消费市场较为可观，而且也可以为国内的技术创新提供良好的基础。从供给端来看，产业升级可以创造人民群众所需要的高质量供给；从需求端来看，推动新型城镇化、区域协调发展，改善居民收入分配结构、健全社会保障体系，提升中等收入群体占比都将有益于内需潜力进一步释放，推动经济持续健康发展。**改革释放增长红利，开放促进“双循环”。**会议还提出推进产权制度改革和要

素市场化配置改革，并充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。我们预计将通过新型城镇化建设来促进生产要素的自由流动、并加强对于知识产权的保护、深化供给侧结构性改革及国企改革；从而破除不利于经济增长的制度要素并提高生产率，并降低“内循环”的成本。以国内大循环为主体的“双循环”也不是“闭关锁国”，会议提出全面提高对外开放水平、推动贸易和投资自由化便利化；一方面海外的供需依然是当前我国经济发展不可或缺的一部分，另一方面来自海外的竞争也将提升国内主体的活力和经营效率。我们预计十四五期间，对外贸易便利度和金融市场对外开放程度都将持续提高；人民币可兑换性和国际化也有望持续推进。**对于安全的重视度有所提高。**会议提出统筹安全和发展，把安全发展贯穿国家发展各领域和全过程，“统筹传统安全和非传统安全”；我们认为处于比较重要地位的是经济安全和国家安全。面对新冠肺炎疫情的严重冲击以及日趋复杂的国际环境，“安全”对于发展的重要性进一步提升；以产业链安全为例，虽然近年来整体上中国对于全球价值链的进口依赖度逐渐降低，但是部分初级产品（如原油、铁矿石）和关键技术（如集成电路）的进口依赖度较高，能否得到保证是一个重要的安全问题。会议也提出保障粮食安全，虽然我国整体粮食对于进口依赖度不高，但是部分品种如大豆的进口依赖度高达 83.1%。高进口依赖可以通过发展替代技术或进口来源地的多样化来保证供给。会议也提出加快国防和军队现代化建设。**绿色发展及生态和谐仍将是“十四五”的重点之一。**会议也提出推动绿色低碳发展、促进人与自然和谐共生。习主席今年 9 月 22 日在第七十五届联合国大会上宣布，中国将力争于 2030 年前二氧化碳排放达到峰值，2060 年前实现碳中和；一定程度为我国未来工业特别是能源产业发展定下了基调。预计“十四五”中国将设定更为严格的环保和排污标准，包括继续提高非化石能源占能源消费比重，以及进一步降低单位 GDP 的二氧化碳和二氧化硫排放量；相关的环保设备、服务和投资可能会持续快速增长。

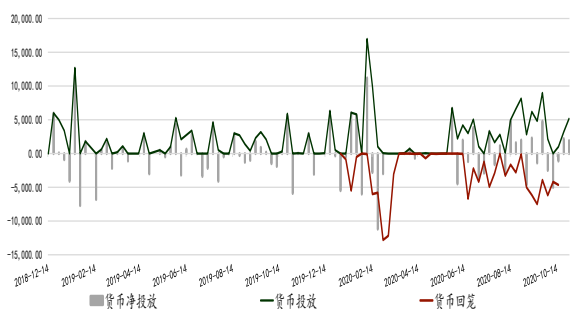
**其他：**1) 10 月 27 日中国外汇交易中心公告称，近期部分人民币对美元中间价报价行陆续主动将“逆周期因子”淡出使用；调整后的报价模型有利于提升报价行中间价报价的透明度、基准性和有效性，体现出稳汇率的政策意图。考虑到逆周期因子是重要的宏观审慎调控工具，本次淡出使用是仅仅代表短期回归中性还是汇率形成机制改革还需要央行的进一步解释和明确。2) 商务部表示，今年以来，中欧双方克服疫情影响，加快谈判节奏，已经举行了 8 轮正式谈判，文本和清单谈判不断取得积极进展。目前谈判正在聚焦遗留的文本问题和市场准入问题。上周，中欧双方举行了第 33 轮中欧投资协定谈判。根据 9 月 14 日中德欧领导人视频会晤关于确认年内完成谈判的共识，本轮谈判中，双方聚焦遗留问题，积极务实地探讨解决方案，取得积极进展。3) 发改委印发《近期扩内需促消费的工作方案》，要求落实好 2020 年版外商投资准入负面清单，扩大鼓励外商投资产业目录，制定出台 2020 年版海南自由贸易港外商投资准入负面清单。

## 三、金融市场

### 3.1 流动性

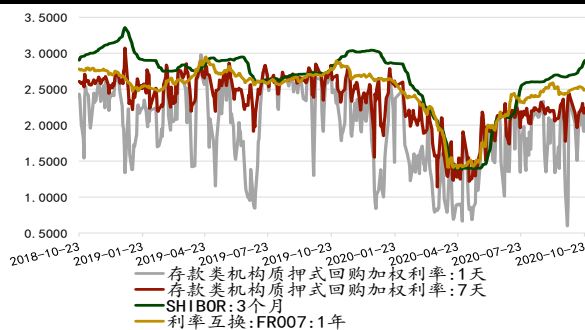
具体来看，DR007 周均值上升了 25.48bp 至 2.48%；一年期 IRS 下降了-35.29bp 至 2.13%；三个月 SHIBOR 上升了 8.30bp 至 2.96%。

图 7. 公开市场操作



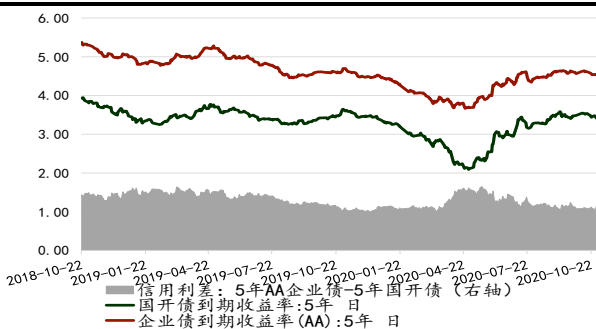
数据来源: Wind, 中财期货研究院

图 8. 利率



数据来源: Wind, 中财期货研究院

图 9. 信用利差



数据来源: Wind, 中财期货研究院

### 3.2 汇率

截至 10 月 30 日, 离岸人民币兑美元即期汇率收于 6.70, 上周 6.71; 在岸人民币兑美元即期汇率收于 6.70, 上周 6.71; 离岸一年期 NDF 收于 6.86, 上周 6.88; 截至 10 月 23 日, 人民币汇率指数收于 95。

图 10. 人民币兑美元汇率

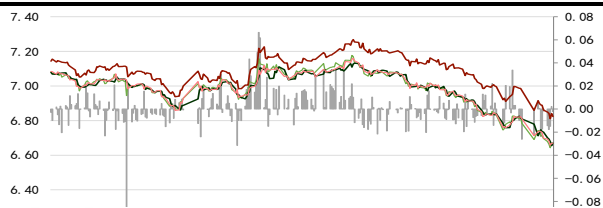
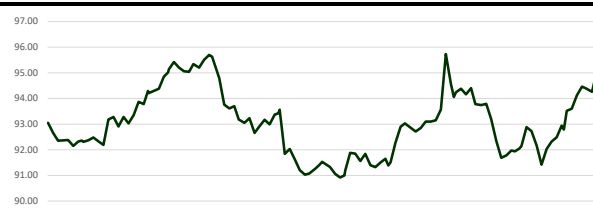


图 11. 人民币汇率指数



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\\_1673](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1673)

