

M  
A  
R  
K  
E  
T  
  
R  
E  
S  
E  
A  
R  
C  
H  
  
R  
E  
P  
O  
R  
T

# 市场研报



瑞达期货  
RUIDA FUTURES



金尝发

## 宏观：全球疫情持续恶化 国内经济加速修复

2020-12-1

瑞达期货张昕  
从业资格号：F3073677  
咨询证号 Z0015602  
TEL：4008-878766  
www.rdqh.cmo

本期导读：

全球经济在三季度强劲复苏，但四季度以来多国疫情再次恶化，服务业再次遭受打击，经济前景仍不容乐观。11月以来，全球新冠疫情进一步恶化，美国单日新增确诊已连续多日超10万人，不过好消息是多国新冠疫苗取得积极进展。从各国的PMI来看，美国制造、服务业PMI均维持强劲扩张，而欧洲由于重启封锁措施，11月服务业PMI再次陷入萎缩。全球供需有所回暖，但通胀仍维持低位，日本及欧洲通缩压力增大。新冠疫情的持续恶化仍是全球经济复苏的主要威胁，各国的封锁措施将对经济造成二次打击，四季度全球经济复苏料将放缓。

中国第4季度仍然处于后疫情时代，生产恢复加快，需求在缓慢回升。从三驾马车来看，投资增速持续增长，基建表现延续改善，房地产平稳增长，制造业稳步回升。贸易方面，进出口持续增长，外贸稳中提质态势更趋明显，10月出口值再创新高。餐饮消费由降转增，10月社零消费增速继续提升。通胀方面，猪肉价格下滑带动10月CPI大幅下滑，PPI保持稳定。整体来看，国内经济正稳步恢复，复苏形势将继续延续。预计未来货币政策或边际收紧，更偏向精准滴灌。而对于财政政策来说，财政收入持续回升，财政支出倾向民生。

RUIDA FUTURES

## 目录

一、	全球疫情和经济形势 .....	4
二、	海外经济与重大事件 .....	5
	(一) 美国：商业活动强劲扩张，新冠疫情持续恶化 .....	5
	(二) 欧元区：疫情防控限制商业活动，经济二次衰退风险上升 .....	10
	(三) 英国：消费通胀持续回暖，经济前景仍不明朗 .....	10
	(四) 日本：三季度经济大幅反弹，但前景仍不容乐观 .....	12
三、	国内经济企稳复苏，供需两端持续回暖 .....	14
	(一) PMI 再创年内新高，非制造业稳中向好 .....	15
	(二) 工业生产稳中求升，国民经济持续稳定恢复 .....	16
	(三) 固投增速持续增长，基建表现延续改善 .....	17
	(四) 餐饮消费由降转增，消费市场稳步复苏 .....	19
	(五) 进出口持续增长，外贸稳中提质态势更趋明显 .....	20
	(六) CPI 涨幅继续回落，PPI 同比降幅与上月持平 .....	21
	(七) 社融信贷季节性回落，M2 增速触顶回落 .....	22
四、	国内宏观政策展望 .....	24
	(一) 货币政策：维持常态、精准滴灌 .....	24
	(二) 财政政策：财政收入持续回升，财政支出倾向民生 .....	25

RUIDA FUTURES

## 一、全球疫情和经济形势

全球疫情仍持续恶化，新冠疫苗研发取得进展。据世卫组织 11 月 30 日的统计数据，全球新冠肺炎确诊病例累计超 6236 万例，累计死亡病例超 145 万例。其中，美国累计确诊超 1391 万例，累计死亡超 27.4 万例，11 月以来单日新增确诊病例持续超过 10 万例。11 月 29 日，美国顶级传染病专家福奇警告说，由于感恩节假期的旅行和庆祝活动，未来几周确诊病例数量将会激增。而且随着秋冬季来临，美国 22 州的疫情出现明显抬头趋势。欧洲多国疫情也持续恶化，德国单日新增再创半年来新高，英国 23 所高校出现疫情，法国官方当地时间 23 日晚宣布抗击疫情的新措施，其中马赛等地将关闭餐馆和酒吧，巴黎等地限制聚会人数。印度新冠疫情继续恶化，确诊病例正迅速逼近目前排名第一的美国。在全球疫情持续恶化之际，近期新冠疫苗研发捷报频传。辉瑞新冠疫苗三期最终数据显示有效率达到 95%，美国 Moderna 公司、英国阿利斯康的疫苗三期中期分析结果分别为有效率 94.5% 和 90%。各国已向世界卫生组织报告的在研候选新冠疫苗超过 200 种，其中 48 种处于临床试验阶段，多款候选疫苗已提前量产。世卫组织总干事谭德塞近日表示，通过结合使用疫苗和其他经过测试证明有效的公共卫生措施来结束这场疫情，“现在有了真正的希望”。

图 1 全球新增确诊病例维持高位

Globally, as of 3:37pm CET, 30 November 2020, there have been **62,363,527** confirmed cases of COVID-19, including **1,456,687** deaths, reported to WHO.

Global Situation

**62,363,527**

confirmed cases

**1,456,687**

deaths

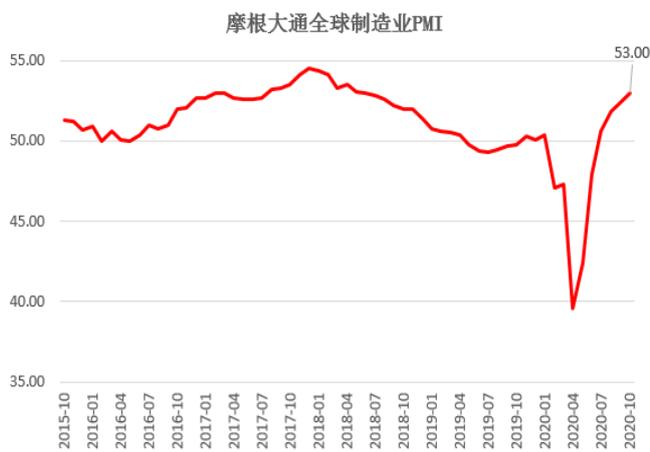
Source: World Health Organization  
Data may be incomplete for the current day or week.

资料来源：WHO，瑞达期货研究院

全球三季度经济强劲复苏，但四季度经济仍面临困难。从领先指标来看，10 月摩根大通全球制造业 PMI 指数录得 53，显示四季度初全球制造业仍强势复苏。尽管美国疫情持续恶化，但

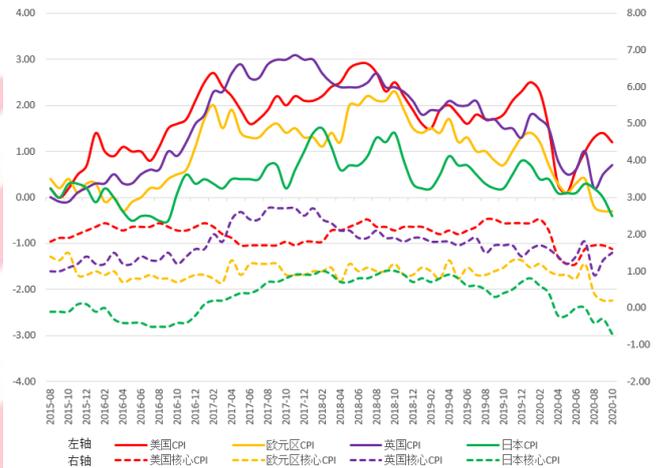
美国 11 月 Markit 制造业、服务业 PMI 初值均创新高。英国、欧元区 11 月制造业 PMI 仍维持高位，但在疫情影响下，服务业 PMI 进一步下行。而日本商业活动仍然疲弱，11 月制造业、服务业 PMI 均有所回落，仍处于萎缩区间。整体来看，各国疫情反弹并重启封锁措施给服务业带来了较大打击，而制造业仍维持较高的景气度，全球就业、消费市场仍然承压，通胀料维持疲弱，预计四季度全球经济复苏的步伐将放缓，部分地区经济或陷入二次衰退。

图 2 摩根大通全球制造业 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 3 全球通胀疲弱



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

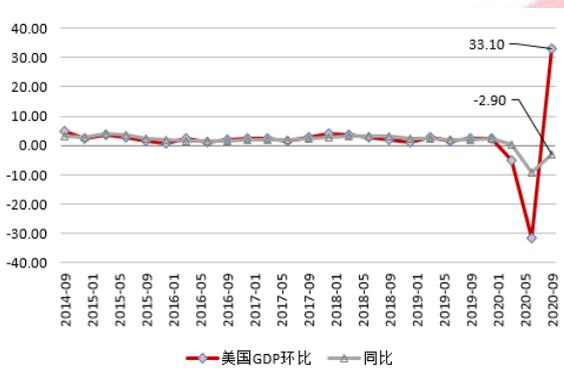
## 二、海外经济与重大事件

### (一) 美国：商业活动强劲扩张，新冠疫情持续恶化

美国 11 月 PMI 维持强劲扩张，但财政刺激僵局以及疫情的反弹或拖累今年四季度及明年一季度的复苏。美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值升至 56.7，创 2015 年 3 月以来新高。其中，产出分项指数初值上升至 58.7，供应商交付时间初值环比下滑，创 2007 年 5 月份以来新低。数据显示美国制造业维持强劲扩张，供需两端均有所回暖。而 Markit 服务业 PMI 初值较上月升 0.8 个百分点至 57.7，远超市场预期，创 2015 年 3 月以来初值新高，为连续第五个月扩张。其中，就业分项指数初值上升至 58.6，创 2009 年 10 月份有数据记录以来的初值新高，连续五个月扩张。整体来看，10、11 月 PMI 均维持加速扩张的趋势，供需两端及服务业就业有所改善，显示美国四季度经济维持强劲复苏。值得注意的是，11 月 9 日，美国辉瑞制药表示，初

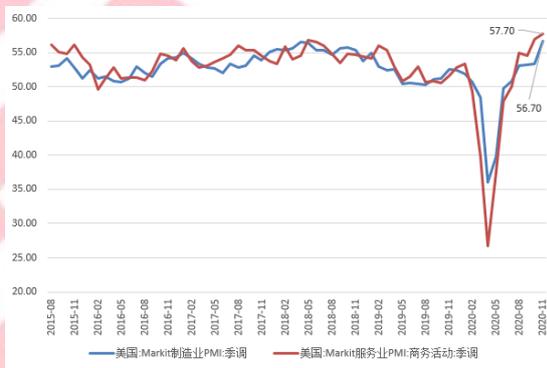
步的三期临床数据显示该公司与德国药厂 BioNTech 合作研发的一款新冠疫苗不仅有效率超 90%，且试验者也暂时没有出现不良反应。该公司正准备在 11 月下旬向美国食药监局申请“紧急使用授权”（EUA），如果申请成功，意味着该疫苗可能在今年年底在美国面世。不过，在疫情反弹和缺乏财政支撑的背景下，美国经济复苏有放缓迹象，10 月个人支出及耐用品订单等消费数据均有所下滑。美联储主席鲍威尔指出，美国经济目前面临的主要风险之一为病毒感染率的再次上升可能会再次严重限制经济活动。而高盛也将四季度美国 GDP 预期从此前的 4.5% 下调至 3.5%，并将下一年一季度预期从此前的 3.5% 下调至 1%。

图 4 美国三季度经济大幅反弹



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

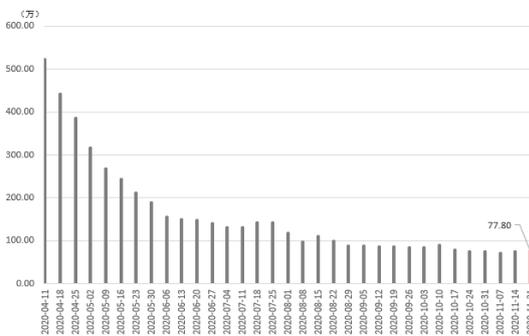
图 5 美国 Markit PMI 指数



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

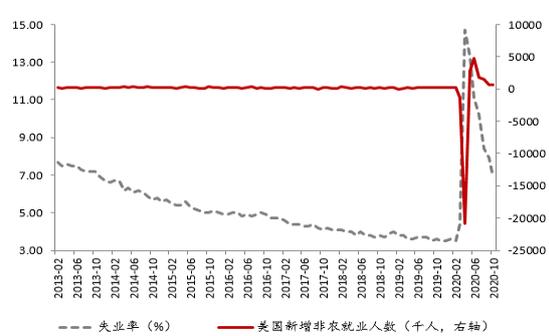
美国就业数据延续好转，但复苏前景仍不容乐观。美国劳工部此前公布的数据显示，10 月非农就业人口新增 63.8 万人，超市场预期，但就业增长已连续四个月减速。失业率由 9 月的 7.9% 下降至 6.9%，与 PMI 就业指数的回升相互印证，服务业及制造业的回暖给就业市场提供了动力。不过，近几周的高频数据显示美国就业市场仍面临压力，11 月 21 日当周初请失业金人数连续两周上升至 77.8 万人，显示美国持续恶化的疫情对就业市场的影响。

图 6 美国周初请失业金人数小幅反弹



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 7 美国 10 月失业率继续下滑

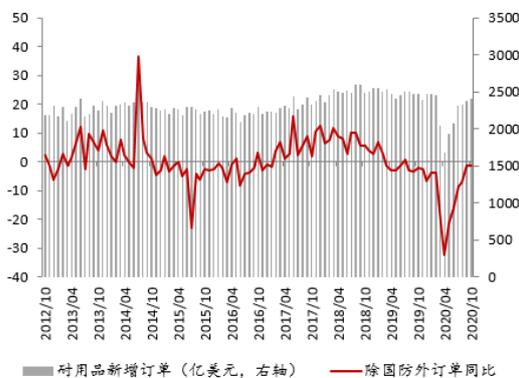


资料来源：Wind、瑞达期货研究院

10月消费市场改善幅度有所回落，耐用品订单、零售销售、消费者信心指数均出现下滑。具体来看，美国10月零售销售录得0.3%，较上月大幅下滑，创下六个月来最小增长幅度。其中，服装、运动商品、业务爱好物品、书及音乐商店销售额下降明显。而受疫情反弹影响，餐厅和酒吧等餐饮业零售销售额出现自4月份疫情最严重时期以来首次下滑。另一方面，美国10月耐用品订单环比仍增长1.3%，略超市场预期，但较上月下降了0.6个百分点，改善幅度有所缩减，而美国10月个人支出月率也下滑至0.5%。整体来看，数据显示美国消费市场改善幅度正明显放缓。另外，由于疫情的重燃以及对经济和就业市场的预期下降，美国11月消费者信心指数环比大幅下降8.7个点至89.5，创下7月以来最大降幅。

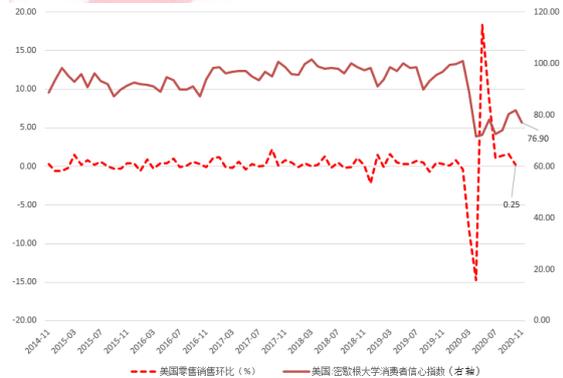
通胀方面，美国10月季调后CPI月率录得零增长，不及市场预期，较上月下滑0.2个百分点。未季调CPI年率录得1.2%，较上月下滑0.2个百分点。核心CPI指数同比上涨1.6%，较上月下滑0.1个百分点。10月PPI同比增长0.5%，与上个月持平。虽然随着美国经济重启，叠加宽松的货币政策，美国通胀在疫情后有所回升。但新一轮财政僵局和不断恶化的疫情正拖累美国经济复苏的步伐，预计短期内通胀或维持温和增长，大幅回升的可能性较小。

图8 美国10月耐用品订单延续回升



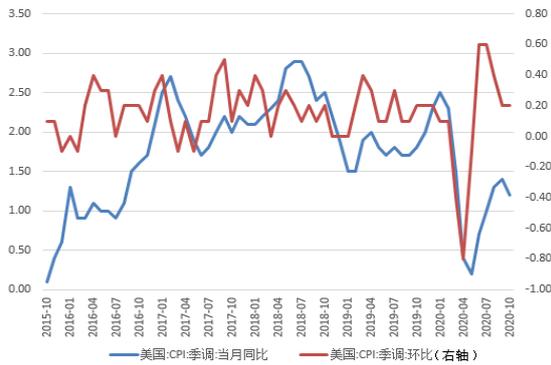
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图9 美国10月零售销售环比下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 10 美国通胀小幅回落



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

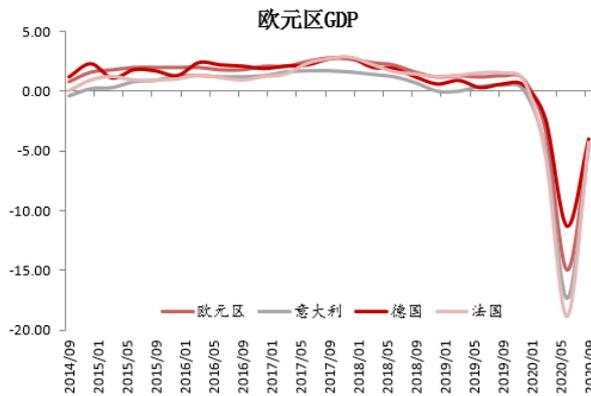
展望四季度末，疫情的持续恶化将导致美国经济复放缓，疫苗将给经济带来新的希望。虽然 PMI 数据显示美国 11 月商业活动仍维持强劲扩张。但自 11 月初以来，美国日增新冠确诊病例均超过 10 万例，加州、纽约在内的几个大洲纷纷重启限制措施以抑制疫情蔓延，而目前正值圣诞节假期的购物季，消费者信心及居民收入承压或不利于消费支出及零售增长，因此消费及就业市场仍面临较大压力。不过值得注意的是，美国政府已经开始权利交接，胜选总统拜登上台后或将促进两党达成新一轮财政刺激。另一方面，此前有报到称辉瑞的疫苗预计将在 12 月中旬获得美国食品药品监督管理局的批准，这意味着 12 月底及明年一季度美国有望开始接种疫苗。货币政策方面，美联储 11 月会议纪要显示其并不考虑立即调整资产购买的步伐和构成，预计未来几个月美联储将“至少以目前的速度”增持资产。美联储主席鲍威尔表示，他认为美联储仍有充足的政策“弹药”，并承诺联邦公开市场委员会将“坚定地致力于使用这些强大的工具来支持经济”。整体来看，美联储仍将在较长的一段时间内维持宽松的货币政策。大选方面，虽然特朗普仍不承认败选，但美国国务院表示已与即将上任的拜登政府一起展开权力移交工作。11 月 30 日，美国亚利桑那州和威斯康星州完成了重新计票，并正式将选举人票授予拜登。至此美国大选已基本尘埃落地。

## （二）欧元区：疫情防控限制商业活动，经济二次衰退风险上升

欧洲疫情大幅反弹，德、法等主要经济体重启限制措施，四季度经济前景承压。由于 11 月以来采取了更加严厉的疫情防控措施，欧元区商业活动再次受到冲击。11 月制造业 PMI 初值录得 53.6，较前值下滑 1.2 个百分点，这是自 7 月复苏以来的首次放缓。服务业 PMI 初值录得 41.3，较前值大幅下滑 5.6 个百分点，其中酒店、旅游和面向消费者的需求尤其疲弱。分国家来看，

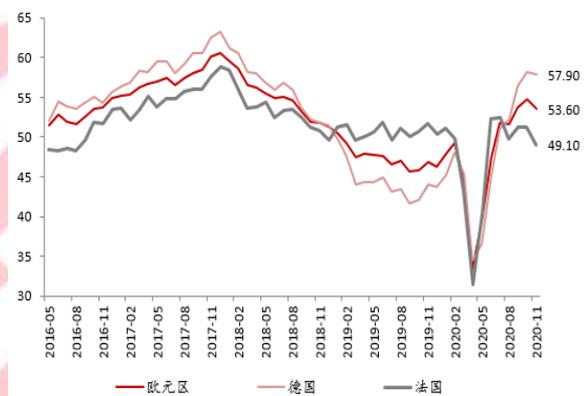
德国 11 月制造业 PMI 初值 57.9，较前值小幅下滑 0.3 个百分点，仍维持在较高水平。法国 11 月制造业 PMI 初值 49.1，较前值下滑 2.2 个百分点，重新跌入萎缩区间。整体来看，随着四季度第二波疫情高峰的到来，欧元区主要经济体陆续加强限制措施，服务业再次受到巨大冲击，并深陷萎缩区间。另一方面，虽然制造业仍维持扩张，但需求的下滑也给制造业带来一定影响，且欧元区制造业的扩张几乎是由德国复苏所带动。数据显示欧元区四季度经济或将再次出现下滑，不过考虑到新冠疫苗研发取得突破，预计 2021 年经济前景将较为明朗。

图 11 欧元区二季度 GDP 同比大幅下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 12 欧元区制造业 PMI



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

受疫情反弹和需求下滑的影响，欧元区零售及就业市场再次承压。欧元区 9 月零售销售月率录得-2%，下降幅度超过市场预期，较上月大幅下滑 6.4 个百分点，主要由于 8 月激增的在线服装销售在 9 月大幅回落。就业方面，欧元区失业率持续攀升，9 月失业率继续上升 0.2 个百分点至 8.3%，已连续六个月走高，创下 2018 年 7 月以来新高。通胀方面，欧元区 10 月 CPI 同比跌至-0.3%，核心 CPI 同比录得 0.4%，刷新最低纪录，显示疫情带来的通缩压力仍存。另外，欧元区 11 月工业景气指数下滑至-10.1%。经济景气指数下滑至 87.6，为 7 个月以来首次下跌。

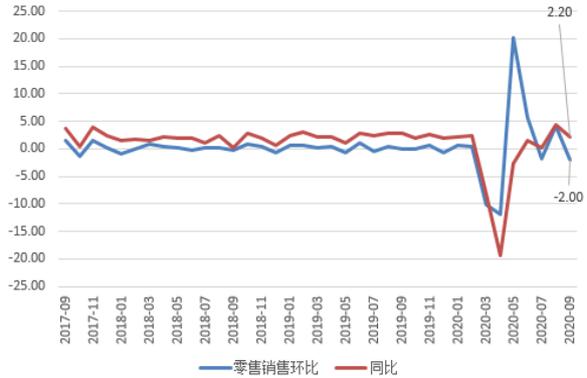
展望四季度，随着欧洲多国新冠疫情的显著反弹，欧元区经济在四季度经济或再次萎缩。欧洲央行最新发布的会议纪要显示，新冠疫情恶化可能会对供给和需求产生更持久的影响，从而降低潜在增长率，不能排除欧元区出现双重触底的衰退情况。除此之外，会议纪要还显示第二波疫情可能导致更多的企业倒闭。另外，在疫情冲击下，欧元区就业可能进一步萎缩，大量工作岗位面临风险，且直至 2021 年初，通胀将维持在负值水平。而由于经济增长动能的放缓以及通胀的疲弱，欧洲央行有可能在 12 月进一步加码购债计划，并向银行提供超低利率贷款。

图 13 欧元区通胀率维持低位



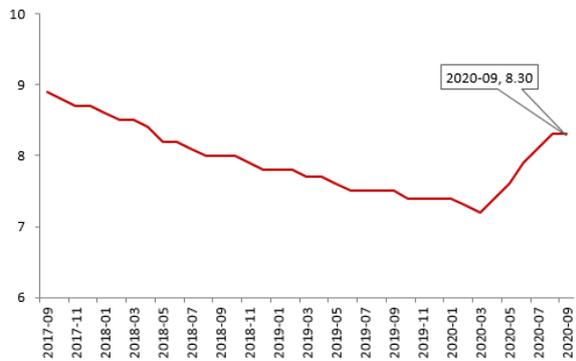
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 9月零售销售环比持续回落



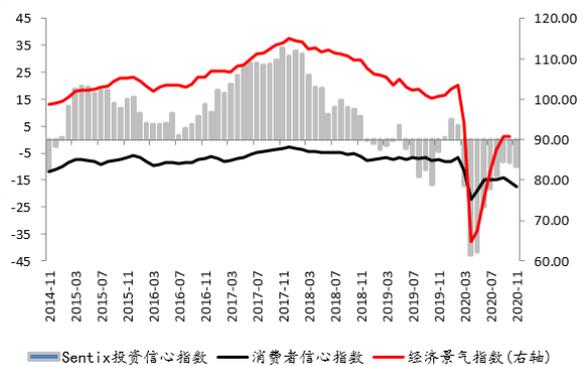
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 15 欧元区失业率持平



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 16 欧元区消费者信心小幅下滑



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

### (三) 英国：消费通胀持续回暖，经济前景仍不明朗

疫情反弹及脱欧谈判的不确定性将拖累英国四季度经济的复苏。从领先指标来看，英国 11 月综合 PMI 为 47.4，创 6 个月以来的最低水平。其中，11 月制造业 PMI 较上月上升 1.5 个百分点至 55.2，创 3 个月新高。但服务业 PMI 较上月下滑 5.6 个百分点至 45.8，再次陷入萎缩区间。应对疫情采取的第二轮封锁措施是影响英国经济表现的主要原因，服务业受到的影响较大，而制造业则继续回暖。

英国消费市场持续回暖，通胀水平有所回升。英国 10 月零售销售环比增长 1.2%，为连续第六个月增长。同比增长 5.8%，超市场预期，较上月上升 0.2 个百分点。英国国家统计局表示，10 月零售的增长可能由于今年消费者较往常更早开始圣诞采购，且一系列店铺也较早提供折扣，

提振了消费意愿。受到消费回暖所提振，英国 10 月 CPI 同比上涨 0.7%，较于前一月的 0.5% 有所上升，服装和食品价格的提高是通胀上涨的主要原因。整体来看，虽然英国 10 月消费及通胀均有所回升，但 11 月以英国由于疫情反弹重启了限制措施，未来一段时间消费和通胀水平的改善幅度或将缩小。

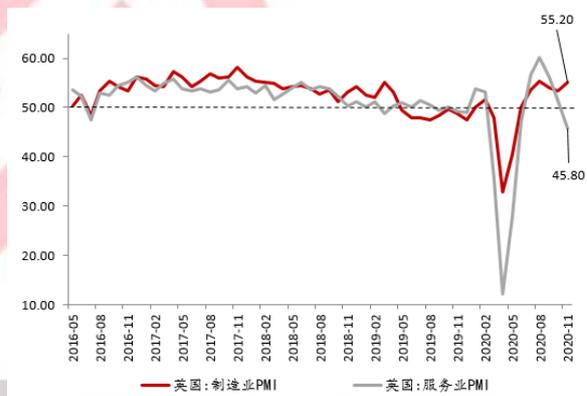
就业方面，英国 9 月三个月 ILO 失业率较上月上升 0.3 个百分点至 4.8%。而 9 月的裁员人数在 3 个月内达到创纪录的 31.4 万人。英国国家统计局表示，职位空缺继续回升，但仍低于新冠大流行影响之前的水平。随着更多的员工结束休假回到工作岗位，员工薪酬的年度增长继续加强，但薪酬增长仍然低迷。数据显示英国就业市场仍然低迷，而由于近 10、11 月疫情反弹导致英国重启封锁措施，未来几月就业数据或将进一步恶化。

图 17 英国三季度 GDP 有所反弹



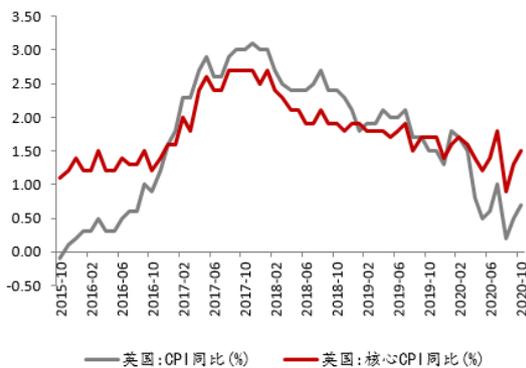
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 18 11 月服务业 PMI 大幅回落



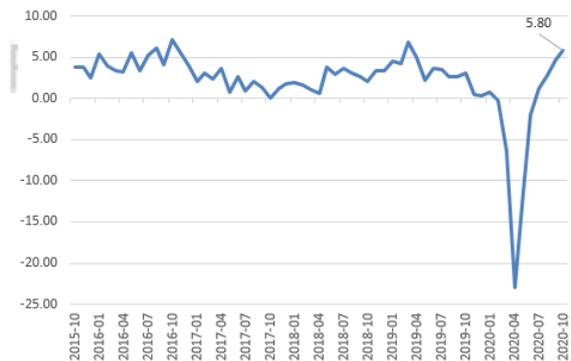
资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 19 10 月 CPI 小幅反弹



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 20 英国 10 月零售销售延续回升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

英国四季度经济料放缓，货币政策将维持宽松。近几月英国新冠疫情也仍在持续恶化，英

国政府已重启限制措施，这将对经济复苏产生不利影响，导致 11 月的服务业 PMI 大幅回落至萎缩区间。而另一方面，英国脱欧谈判也将进入最后阶段，但英欧双方仍未达成协议。英国首相约翰逊在此前的采访中表示，英国“脱欧”协议将取决于欧盟。即便无法达成贸易协议，英国仍将致力于与各国商签独立贸易协议。截至目前，英国已与日本达成首份“脱欧”后重大自贸协议，与美国、澳大利亚、新西兰的自贸协议正在谈判，并计划明年与加拿大启动自贸谈判。英国疫情反弹以及脱欧的不确定性使英国经济前景承压，11 月 25 日，英国公共机构预算责任办公室（OBR）发布的一份文件中指出，英国今年的 GDP 预计将缩减 11.3%，这将创下了英国 300 年来的最大经济跌幅。预算赤字将达到 3940 亿英镑，占 GDP 的 19%，为第二次世界大战以来的最高值；同时，英国预算责任办公室还将 2021 年英国的 GDP 增长从 8.7% 下调至 5.5%。

#### （四）日本：三季度经济大幅反弹，但前景仍不容乐观

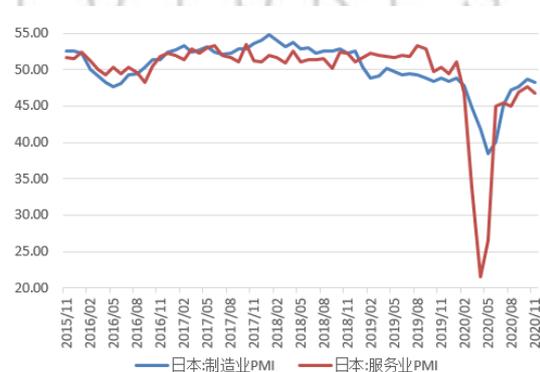
日本三季度经济大幅反弹，但经济前景仍不容乐观。日本经济第三季度年化增长率为 21.4%，为四个季度以来的首次增长，经济大幅反弹主要是受出口回暖所带动。从领先指标 PMI 来看，日本 11 月制造业 PMI 录得 48.3，较前值下滑 0.4 个百分点，已连续 19 个月低于荣枯线。服务业 PMI 下滑 1 个百分点至 46.7。11 月以来日本疫情有所反弹，商业活动受到一定冲击，其中服务业下降幅度较为明显。而在各国制造业维持高景气度的背景下，日本 10 月出口同比降幅大幅缩窄至 0.2%，已接近去年同期水平。中国需求的复苏仍是日本出口的主要拉动因素，日本对华出口同比增长 10.2%，连续 4 个月保持正增长。另一方面，随着美国汽车市场的回暖，对美出口当月同比增长 2.5%，连续 2 个月保持正增长。

图 21 日本三季度 GDP 显著回升



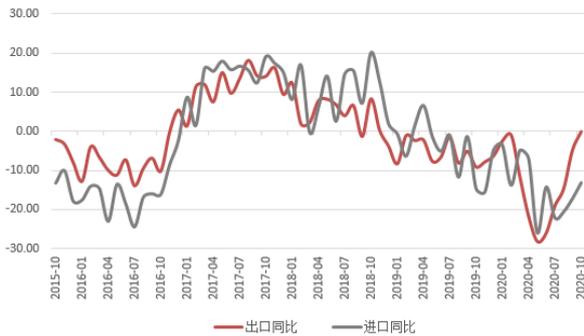
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 日本制造业 PMI 持续低迷



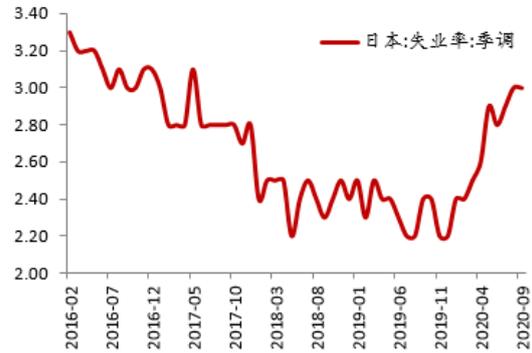
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 23 日本进出口持续回暖



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 24 日本失业率维持高位



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

消费需求小幅回暖，9月CPI仍然疲弱。日本9月实际家庭消费同比下降10.2%，降幅较上月扩大3.3个百分点，已连续12个月同比下降。一方面是因为去年9月由于日本将于当年10月提高消费税税率，诱发大量提前消费，导致同比基数较大。另一方面原因是近期疫情的反弹对消费起到抑制作用。9月日本实际家庭消费环比增长3.8%，主要原因是日本政府推出的旅游促销等政策产生了一定拉动效果，住宿费的同比降幅由上月的47.1%缩小至25.7%。在外就餐开支的同比降幅也明显缩小。另一项数据显示，9月份经通胀调整后的实际工资较上年同期下降1.1%，较上月降幅缩小了0.3个百分点，迎来了连续第七个月下降，显示日本国内需求有所改善，但整体仍然疲软。受需求疲弱的影响，日本10月CPI同比较9月下滑0.4个百分点至-0.4%。10月核心CPI同比录得-0.7%，已连续三个月下降，主要原因是能源价格下跌导致汽油、电力等价格同比下降，而受全国范围旅游促销活动影响，包括酒店住宿在内的文化娱乐服务价格继续同比走低。疲弱的通胀数据显示日本通货紧缩压力进一步加大。就业方面，日本10月失业率有所恶化，由9月的3%上升至3.1%，不过季调后有效求人倍率上升至1.04倍，这是自19年4月以来首次出现改善。

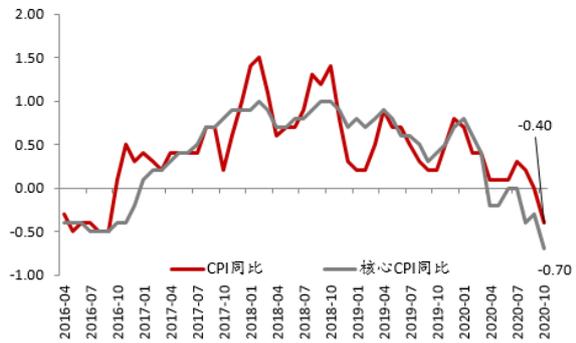
整体来看，随着全球经济复苏，外需的边际回暖带动日本出口拉动经济，不过四季度由于全球疫情的恶化，经济复苏放缓或导致一直外需回暖，从而影响日本出口和经济复苏。另外，日本本国的疫情也在持续恶化，疲弱的通胀及就业也导致经济前景不明朗。日本央行近期表示，日本经济已经复苏，但经济活动前景展望、物价仍“非常不确定”；日本进出口正在回升，与汽车相关的出口暂时增加。受到政府措施的支持，私人消费也正在增加。日本央行预计短期和长期利率会维持在当前水平、甚至是更低水平。下调2020财年GDP和通胀预期，其中GDP增速预期从-4.7%下调至-5.5%，核心通胀预期从-0.5%下调至-0.6%。

图 25 日本家庭支出持续下滑



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 26 日本通胀延续疲弱

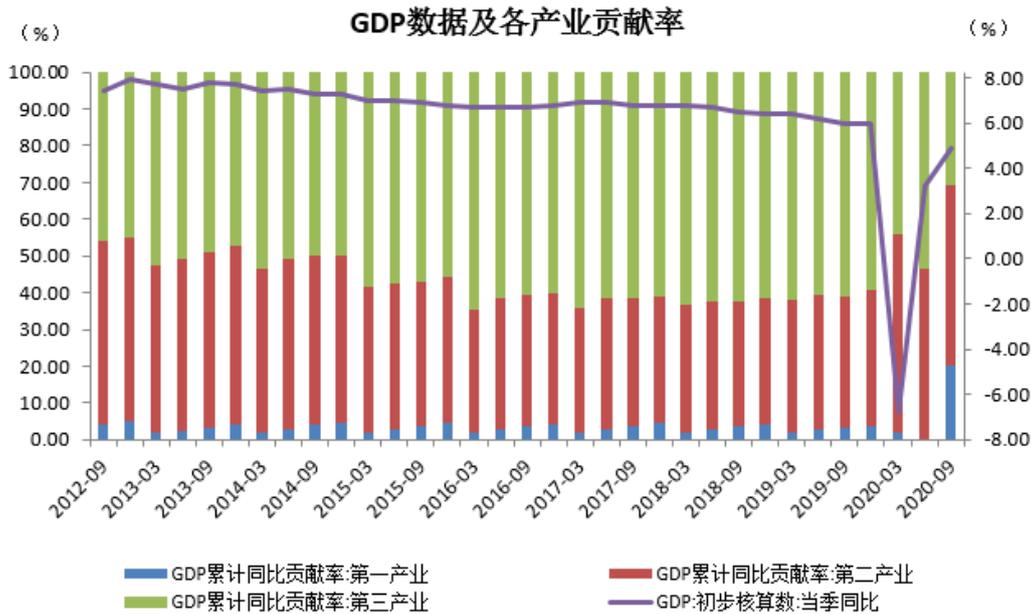


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### 三、国内经济企稳复苏，供需两端持续回暖

2020年4季度仍然处于后疫情时代，生产恢复加快，需求在缓慢回升。经济增长的传统动能与增量动能均表现强劲，国内经济表现整体优于预期。从10月的数据来看，投资继续修复，固定资产投资继上月由负转正后继续加快1.0个百分点增长，基建投资小幅提升但不及预期，房地产、制造业投资稳步提升。贸易方面，10月出口值持再创年内新高，进口值增速回落不及预期。社零消费增速持续增长，餐饮行业由降转增，饮料类、烟酒类消费维持两位数高增速水平。物价增速随着猪肉价格的大幅下降而回落。整体上看，10月宏观经济延续修复趋势，未来货币政策强调“精准滴灌”，而财政政策将逐步回归正常化。“六稳”“六保”任务落实成效有所显现，供需持续改善，生产保持平稳，需求气温回升，就业改善好转，物价总体平稳，市场预期继续向好。但也要看到，国际环境仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较多；国内疫情外防输入、内防反弹的压力不小，经济仍处在恢复进程中，持续复苏向好基础仍需巩固。

图 27 中国 GDP 及各产业贡献率



### （一）PMI 再创年内新高，非制造业稳中向好

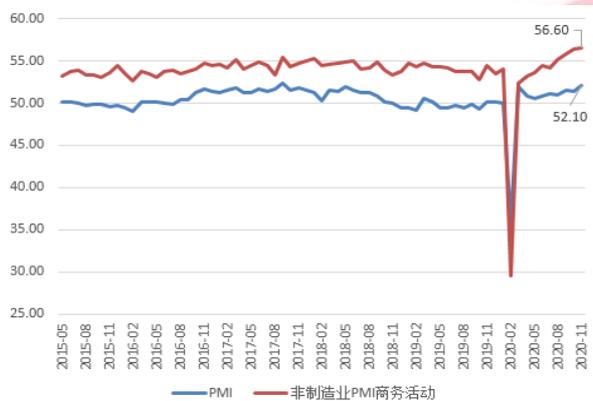
经济增长进一步稳定，制造业景气度回升。随着统筹疫情防控和经济社会发展取得显著成效，我国经济继续稳定恢复。中国 11 月制造业 PMI 录得 52.1，较 10 月份上升 0.7 个百分点，连续 9 个月处于扩张区间，企业生产活动已回归常态。从分项上看，生产指数，新订单指数为 54.7%和 53.9%，分别高于上月 0.8 和 1.1 个百分点，均上升至年内高点，且两者差值自 6 月份以来逐月缩小，从 2.5 个百分点降至 0.8 个百分点，表明制造业内生动力不断增强，供需循环持续改善。11 月制造业进出口景气度稳步回升。新出口订单指数和进口指数为 51.5%和 50.9%，分别高于上月 0.5 和 0.1 个百分点，均为年内高点，且连续 3 个月位于扩张区间，保持逐月回升走势，显示我国供需两端正加快回暖。大、中、小型企业 PMI 分别为 53.0%、52.0%和 50.1%，高于上月 0.4、1.4 和 0.7 个百分点，均位于临界点以上，不同规模企业景气度均有所回升，小型企业 PMI 重回荣枯线以上，表明前期出台的助企纾困以及针对小微企业的金融扶持等政策措施效果显现。

非制造业延续稳中向好的恢复趋势。11 月份非制造业商务活动指数为 56.4%，环比九月进一步攀升 0.2 个百分点，再创历史新高。具体来看，本月服务业 PMI 指数较上月上升 0.2 个百分点至 55.7%，销售价格指数也较上月上升 2 个百分点至 50.9%，在坚持常态化精准防控和局部应急处置的有机结合下，消费市场逐步恢复，服务业稳健复苏。随着制造业的持续恢复，流动环节日渐活跃，铁路运

输、航空运输、批发业的商务活动指数位于较高的景气区间。从市场预期看，业务活动预期指数为61.1%，连续5个月高于61.0%，表明近期多数服务业企业对行业发展持有信心。

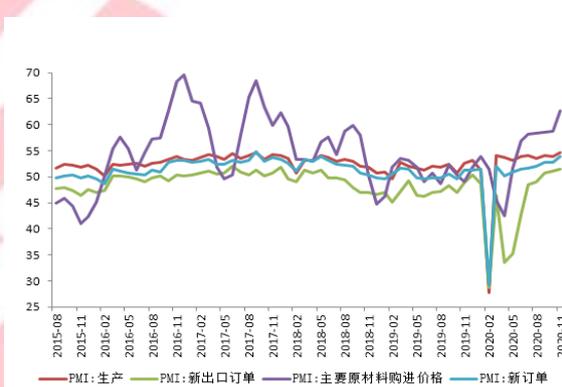
总体来看，11月PMI指数创年内新高，提示经济复苏力度超预期。服务业持续位于扩张区间，对我国经济增长形成新支撑。随着疫苗研发不断推进，疫情影响日渐可控，全球经济已经进入复苏通道，未来出口有望维持在高景气区间。同时也需要注意海内外疫情的二次爆发以及短期内汇率变化对我国外贸的进出口影响。

图 28 中国 11 月 PMI 维持扩张



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 29 制造业新订单有所上升



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

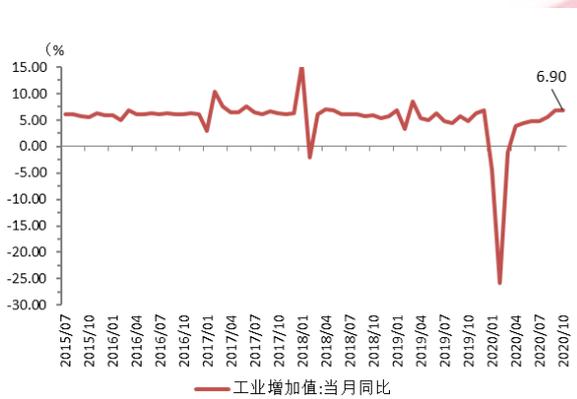
## （二）工业生产稳中求升，国民经济持续稳定恢复

10月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，增速与9月份持平；环比增长0.78%，工业生产较快增长，累计增速持续回升。主要原因在于需求持续回暖支撑，海外供给回复不足，以及补库需要渐强，使的海外需求仍然是我国生产供给的有力支撑。10月份，采矿业增速持续增加，同比增长3.5%，增速较9月份加快1.3个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.0%，回落0.5个百分点。41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长。其中，通用设备、汽车、电气机械和器材制造业同比增长13.1%、14.7%、17.6%，仍维持两位数增长，制造业需求持续扩大。企业利润方面，1-10月工业企业利润同比上升0.7%，累计利润实现正增长。10月当月同比增长28.2%，增速较9月上漲18.1个百分点。主要是去年同期基数较低、本月投资收益增加等因素共同作用的结果。从工业企业营收状况看，1—10月份工业企业实现营业收入83.78万亿元，同比下降0.6%，降幅较1-9月份收窄0.9个百分点；在大规模减税降费，降低用电、用地成本以及金融让利实体等惠企政策的呵护下，1-10月份营业收入利润率为5.98%，同比提升了0.08个百分点，较前值提升了0.14

个百分点，改善明显。库存由此前的动态平衡转向库存去化。产成品存货周转天数为 18.8 天，较前值减少 0.1 天，也从侧面表明库存压力初现缓解。

总体来看，工业企业利润稳定恢复态势进一步巩固，累计利润实现正增长。同时需要注意的是，10 月末规模以上工业企业应收账款增速同比增长 15.9%，加大企业的现金流压力，从而对企业生产经营有抑制作用，下一步仍需扎实做好“六稳”“六保”任务，推动构建国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局。

图 30 中国 10 月工业增加值



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 31 中国 10 月工业企业利润



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

### （三）固投增速持续增长，基建表现延续改善

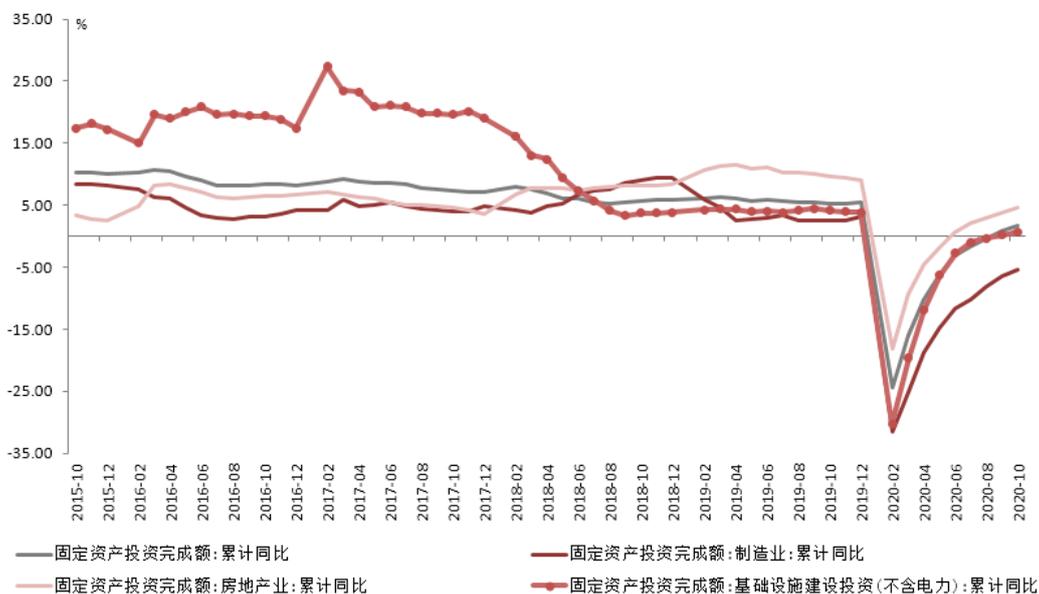
固定投资保持加快增长趋势，基建投资增速回落。中国 1—10 月份固定资产投资 483292 亿元，同比增长 1.8%，增速较 1—9 月份提高 1.0 个百分点；环比增长 3.22%，显示我国 10 月份国民经济持续恢复增长，“六稳”“六保”任务落实成效进一步显现。具体来看，1-10 月基建同比增长 0.7%，较前 9 月提高 0.5 个百分点，投资表现延续改善。10 月专项债投向棚改的比例较 9 月有所下降，未进一步挤压投向基建项目的专项债资金，基建投资有良好回升空间；然而，截至 10 月底地方政府债券和已下达专项债额度已基本发行完毕，因此后续基建投资中资金到位效应将消退。整体来看，短期内专项债发行对基建投资有支撑，长期随着经济恢复对逆周期调节需求将逐步减少。

房地产投资平稳增长，1-10 月份，全国房地产开发投资 116556 亿元，同比增速 6.3%，增速比 1-9 月份提高 0.7 个百分点。其中，住宅投资 86298 亿元，增长 7.0%，增速提高 0.9 个百分点。1—10 月份，商品房销售面积 133294 万平方米，同比持平，1—9 月份为下降 1.8%。1-10 月份住宅施工面积 621836 万平方米，增长 3.8%。房屋新开工面积 180718 万平方米，下降 2.6%，降幅收窄 0.8 个

百分点。直至今日，疫情防控取得重大成果，稳投资政策不断落地见效，房企高周转策略效果良好，资金仍较为充裕，配合着“房住不炒”的政策基调，预计四季度房地产投资增速将继续增长。整体而言，地产行业在10月保持了较强的韧性，在“三道红线”标准下，开发商要“降杠杆”，加快竣工进度，对房地产投资带来较强支撑。投资相对趋稳的态势预计将维持一段时间，而相对超预期的地产投资预计也将持续成为固定资产投资回升的主要推动力之一。

随着供需两端持续回暖，制造业投资稳步回升。1-10月同比下降5.3%，降幅较前9月收窄1.2个百分点。外需逐步回暖，使得传统制造业逐渐回升，但仍处于较低水平。1-10月高技术产业投资同比增长9.7%，增速比前三季度加快0.6个百分点，连续六个月正增长。整体来看，四季度我国经济增长有望进一步加快，预计在企业预期持续修复下，制造业投资将保持正增长。不过当前国内外环境仍然复杂严峻，不稳定性不确定性因素依然存在，企业投资大幅度提高的可能性不大。企业投资意愿和能力增强；出口持续高增长提振对应出口行业投资力度。

图 32 固定投资完成额及分项累计同比 (%)

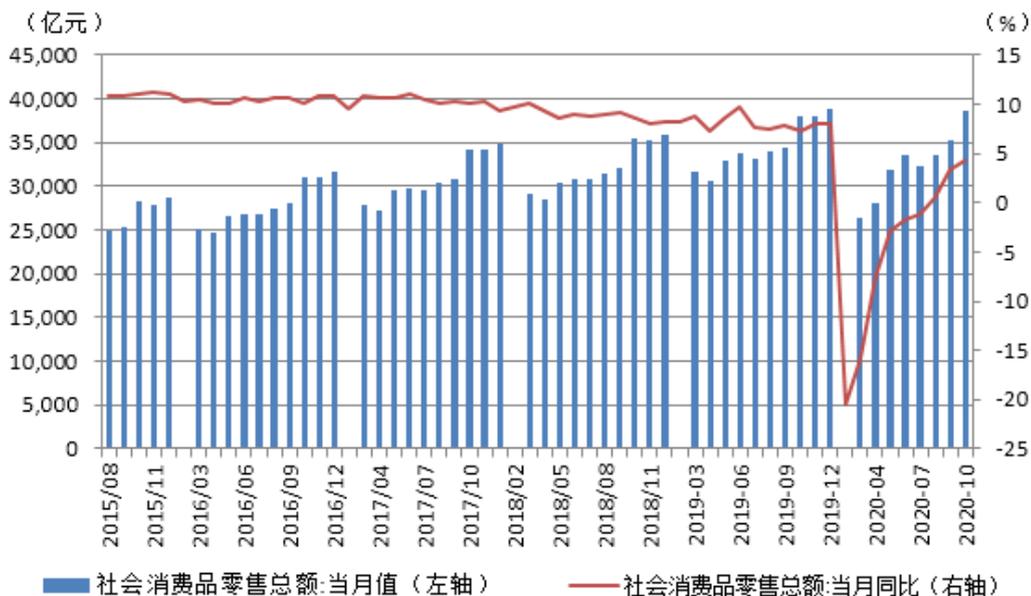


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

#### （四）餐饮消费由降转增，消费市场稳步复苏

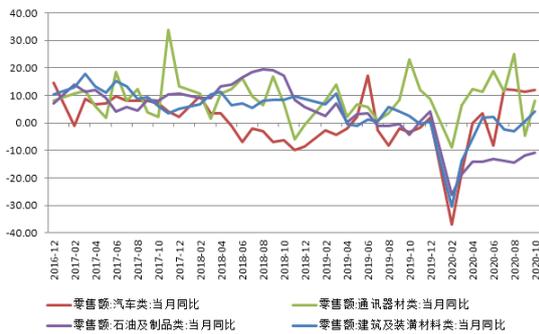
随着国内经济逐渐企稳，供需两端逐渐恢复，10月消费增速继续提升。1-10月份社会消费品零售总额311901亿元，同比下降5.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额281428亿元，下降6.0%。10月份社零同比增长4.3%，增速比上月加快1.0个百分点。具体来看，国庆和中秋双节提振消费水平，10月餐饮行业同比增长0.8%，增速年内首次转正；饮料类、烟酒类和食品类消费同比增长分别为16.9%、15.1%以及8.8%，增速进一步上升；商品零售增长4.8%，连续4个月正增长。随着国民经济持续稳定恢复，居民消费信心增强，汽车换购需求持续释放，特别是在促进汽车消费政策的带动下，汽车市场销售明显回暖。10月份，限额以上单位汽车类商品零售额同比增长12.0%，增速比9月份加快0.8个百分点，连续四个月保持两位数增长。整体来看，10月消费水平持续改善，餐饮、汽车类消费仍是主要支出因素。展望四季度，国内经济逐渐企稳，供需两端逐渐恢复，消费市场呈现出稳定恢复的态势，重点商品销售回暖，餐饮消费稳步回升，新型消费方式快速发展，叠加保就业、促销费等宏观政策的支持，预计社零增速将维持稳步增长。10月失业率稳步下降，已接近疫前水平，但仍显著低于往年，稳就业仍是重要目标，居民收入仍处于逐步恢复的阶段，对消费反弹有着一定的制约作用，消费市场回升程度收到一定的影响。

图 33 社会消费品零售总额（亿元）和同比增速（%）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 34 汽车零售大幅回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 35 消费者信心指数持续回升



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

### (五) 进出口持续增长, 外贸稳中提质态势更趋明显

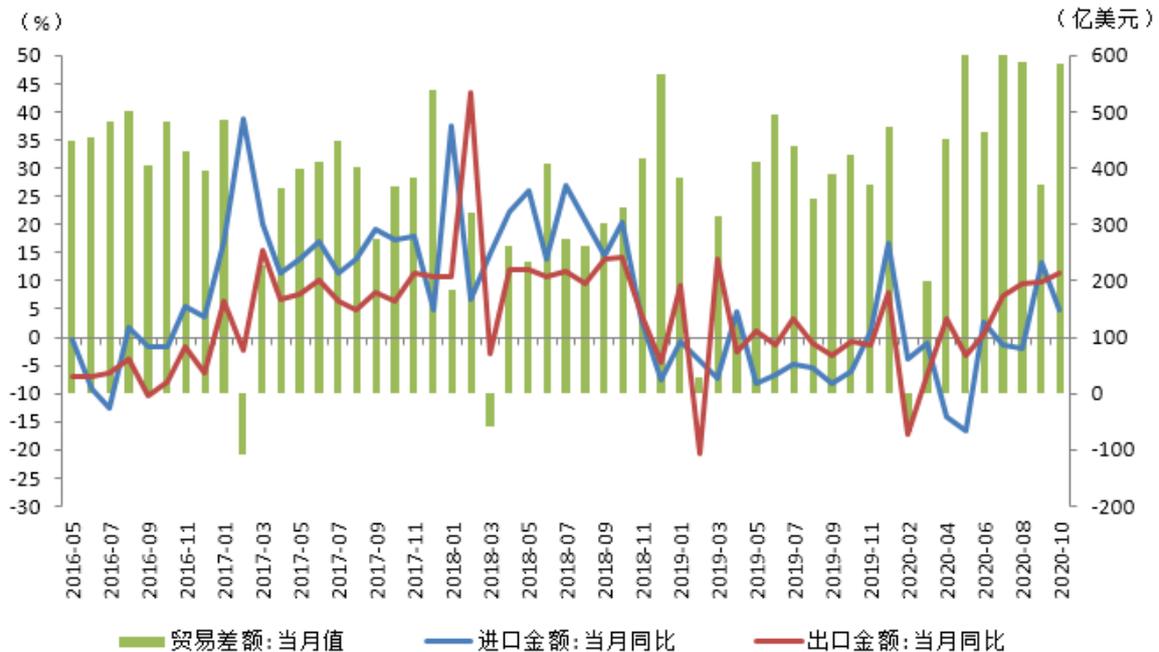
外需改善叠加替代效应, 10月出口值再创年内新高。今年前10个月, 我国货物贸易进出口25.95万亿元, 同比增长1.1%。其中, 出口14.33万亿元, 增长2.4%; 进口11.62万亿元, 下降0.5%; 贸易顺差2.71万亿元, 增加16.9%。我国外贸进出口自6月开始已连续5个月正增长, 前10个月进出口累计增长1.1%。具体来看, 以美元计价, 中国10月出口同比增长11.4%, 超市场预期, 较9月份再度上升1.5个百分点。出口的持续高增, 主要与海内外疫情再度失控、供应链受到影响有关。此外, 海外复工也在持续推进, 也加大了对我国产品的需求。机电产品出口增速维持高位; 农产品出口增速则由正转负。10月进口同比增长4.7个百分点, 较9月下跌8.5个百分点。一方面原因是10月人民币兑美元持续升值的趋势减弱, 进口增速不及预期。另一方面是铁矿砂等大宗商品进口价格提升, 对进口增速存在抑制效应。铁矿砂、集成电路、未锻轧铜和大豆等同比增速维持较高增长。

分经济体来看, 我国10月对主要经济体出口增速存在明显分化, 对美国出口增速扩大至22.5%, 较上月上升1.9个百分点, 为18年2月以来新高, 是主要贡献; 对欧盟出口增速扩大至12.6%, 较上月上升0.7个百分点, 贡献也较大; 对东盟出口增速回落至7.3%, 较上月下滑7.1个百分点。而对日本出口增速由负转正至5.7%, 较上月大幅上升8.4个百分点。

整体来看, 10月出口继续维持强势, 从出口产品结构来看, 劳动密集型产品、车辆的出口拉动率持续提升, 也反映了目前海外存在消费需求旺盛、但消费品生产短缺而形成的供需缺口, 对我国出口、尤其是消费品出口带来持续拉动。叠加四季度海外圣诞节消费旺季, 对国内消费品出口有望进一步形成正向拉动。进口方面, 10月进口增速不及预期, 较9月有所回落, 源于人民币对美元

汇率一反升值趋势，趋于稳定，且铁矿砂等大宗商品进口价格提升，进口增速有所回落。随着海外复工复产进程不断持续推进，全球经济重启指日可待，我国进口有望上行。

图 36 进出口月度同比增速 (%) 及贸易差额 (亿美元)



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

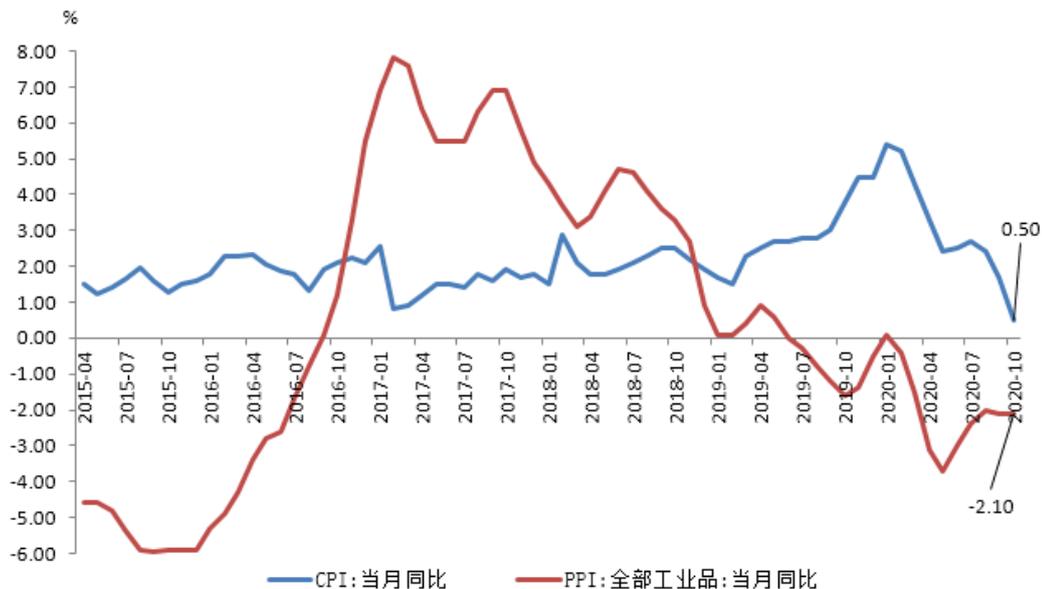
### (六) CPI 涨幅继续回落、PPI 同比降幅与上月持平

猪肉价格下滑带动CPI大幅下滑，中国10月CPI同比0.5%，较上月下降1.2个百分点；环比-0.1%，较上月下降0.3个百分点。猪肉价格下滑是本月CPI环比下行的主要原因，食品中，生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善，价格下降7.0%，降幅比上月扩大5.4个百分点；食品价格由上月上涨0.4%转为下降1.8%，影响CPI下降约0.41个百分点。食品中，生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善，价格下降7.0%，降幅比上月扩大5.4个百分点；鸡蛋和鲜菜供应充足，价格分别下降2.3%和2.1%；部分地区苹果、梨等新果上市，鲜果价格略涨1.8%，涨幅比上月回落5.5个百分点。非食品价格上涨0.1%，涨幅比上月回落0.1个百分点，影响CPI上涨约0.08个百分点。非食品中，国庆中秋假期居民出行增多，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别上涨9.4%、4.1%和2.8%；受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别下降2.3%和2.6%。展望四季度，猪肉价格可能进入周期下行，压低了整个CPI的涨幅，食品价格仍延续下降趋势。另一方面，服务业仍处于恢复阶段，价格上行较为困难，

其他食品价格平稳，预计四季度 CPI 同比将继续回落。

随着国内工业生产持续恢复，10 月份工业生产价格总体平稳。10 月 PPI 同比-2.1%，环比由上月微涨转为持平。其中，生产资料价格下降 2.7%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.5%，降幅扩大 0.4 个百分点。主要行业中，价格降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降 5.5%，收窄 2.0 个百分点；燃气生产和供应业，下降 5.4%，收窄 0.1 个百分点。价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 30.4%，扩大 4.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 18.5%，扩大 1.6 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.9%，涨幅与上月相同；黑色金属冶炼和压延加工业价格由平转涨，上涨 0.3%。农副食品加工业价格上涨 1.9%，涨幅回落 2.0 个百分点。展望四季度，尽管经济持续修复，但国内建筑开工降温、国际油价回升放缓，PPI 回升力度不强，难以迅速摆脱负区间。预计 PPI 将维持低位。

图 37 CPI、和 PPI 月度增速同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

### （七）社融信贷季节性回落，M2 增速触顶回落

10 月人民币贷款不及预期，社融、信贷增量季节性回落，社融增速继续回升，经济延续复苏。数据显示，10 月份社会融资规模增加 14200 亿元，同比少增 1661 亿元，环比少增 20572 亿元。社融存量同比增长 13.7%，较上月上升 0.2 个百分点。具体来看，新增人民币贷款 6663 亿元，同比多增 28 亿元；新增表外融资-2138 亿元，由于监管治理市场乱象，融资类信托压降，表外融资中委托

贷款和信托贷款继续减少；新增直接融资 3449 亿元，同比多增 1220 亿元，环比多增 916 亿元，其中企业债券和股票融资分别增加 2522 亿元和 927 亿元，在 A 股注册制改革的环境下，新增股票融资保持高位，有力支撑了实体经济融资。新增政府债券融资是整体社融高于贷款增速的主要原因，达到 4931 亿元，较去年同期多增 3060 亿元。扣除掉政府债券，社融增速仍有 12.4%，与 9 月份社融增速相持平，增速稳定，与经济复苏形势相一致。10 月份人民币贷款增加 6898 亿元，同比多增 266 亿元，环比少增 12102 亿元低于市场普遍预期，信贷总量季节性回落。具体来看，居民短期和中长期贷款分别增 272 亿元和 4059 亿元，新增企业贷款 2335 亿元，同比增长 193 亿元，环比少增 7123 亿元。其中，新增票据融资-1124 亿元，同比减少 746 亿元；新增企业短期贷款-837 亿元；新增企业中长期贷款 4113 亿元，同比多增 1747 亿元，环比少增 6567 亿元，企业短期贷款同比减少，中长期贷款同比增加，在监管引导和经济复苏的推动下，企业信贷结构进一步优化，信贷结构趋于合理，表现出一定程度“脱虚向实”的特征。长期信用扩张的需求较为旺盛，企业对未来经济预期较乐观，内生动能有望加速修复。居民贷款中长期贷款相对稳定，与汽车、房地产消费相吻合，居民消费需求得到持续释放。

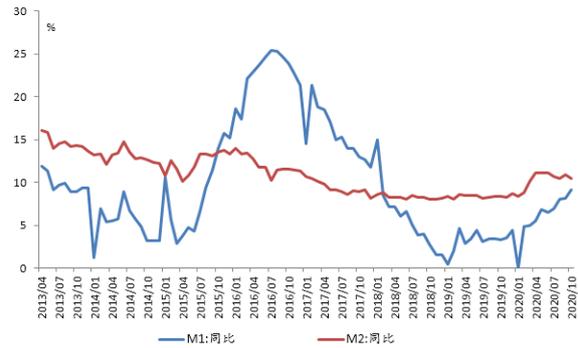
货币供应方面，M2 增速下行，M1 小幅上涨，M2-M1 剪刀差继续收窄。10 月 M2 同比增长 10.5%，增速比上月末低 0.5 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点，为连续 8 个月保持双位数增长，10 月末 M2 增速降幅较大回落，与财政存款同比多增直接相关，而下半年以来信贷投放渐趋平稳，存款派生速度相应下降，驱动 M2 增速触顶回落。是 M2 增速触顶回落的根本原因。M1 同比增长 9.1%，增速分别比上月末和上年同期高 1 个和 5.8 个百分点，增速创新高，对于经济而言无疑是一个积极信号。企业和存款活期化程度逐步上升，企业资金状况相对较好，经济活力有所提高，经济修复动能较好；股市相对较好的环境下，新增股票融资保持高位，也有力支撑了实体经济融资，广义流动性充裕，对股市构成利好。

图 38 社融规模存量同比持续上升



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 39 7月 M1、M2



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

## 四、国内宏观政策展望

### （一）货币政策：维持常态、精准滴灌

从“勇于担当”到“功成身退”，货币政策危机应对模式已结束。今年以来，为对冲疫情，维持流动性合理充裕，央行运用多种货币政策工具，引导 MLF 中标利率下行 0.3 个百分点，并增发再贷款、再贴现规模 1.8 万亿元，企业融资成本稳中有降。在“宽信用”方面，央行改善中小微企业融资环境，积极运用中小微企业贷款延期还本付息政策、普惠小微信用贷款支持政策两大直达工具，实现对中小微企业的精准滴灌。10 月金融数据体现出在中国经济持续复苏背景下，货币政策正常化仍在进行时。经过今年前三季度的大力宽信用后，进入四季度银行贷款额度趋紧，新增贷款回归往年平均水平，且主要向企业和居民中长期贷款倾斜。中国经济持续复苏，带动 M1 增速攀升，企业融资需求继续改善，在寻求贷款之余再度诉诸债券融资。

11 月 26 日，央行第三季度货币政策执行报告提出，“保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”，重提“把好货币供应总闸门”，显示货币政策大概率边际收紧。在对后续货币政策的定调上，中国人民银行副行长刘国强指出，后续货币政策要延续稳定性，“把已经出台的政策用好”，预计 2021 年货币政策有望维持稳健，利率市场化改革进程有望持续加速。此外，刘副行长强调，要进一步增强各项政策的精准性和直达性，四季度乃至 2021 年货币政策有望向小微企业延续倾斜，TMLF、小微延期付息等结构性政策仍值得期待。后疫时代政策退出是方向，但节奏相机抉择，加息和升准概率都不大，再贷款等逐步退出，降准替换 MLF 是中性政策。

## （二）财政政策：财政收入持续回升，财政支出倾向民生

今年 1-10 月累计，全国一般公共预算收入 158533 亿元，同比下降 5.5%。降幅较前 9 月收窄 0.9 个百分点，连续六个月回升。从单个月份来看，10 月财政收入同比增长 3%，增速连续五个月转正回升，但增速较上月下降 1.5 个百分点，主要是因为去年同期特定国有金融机构和央企上缴利润等抬高基数因素，扣除之后实际增幅较上月继续提高，表明经济仍处于稳步复苏阶段。10 月份，税收收入延续改善，同比增长 11.2%。契税、车购税、印花税分别同比增长 38.6%、21.3%、15.5%，高于税收总体增速，分别受房地产、汽车、股票等市场高景气的提振。财政支出方面，1-10 月全国一般公共预算支出 189439 亿元，同比下降 0.6%，降幅继续收窄 1.3 个百分点。单月来看，10 月财政支出同比增长 19%，增速跳升 20.1 个百分点，创下 2019 年以来单月增速新高。财政支出同比大幅上行，呈现超季节性特征，这应与支出进度落后背景下年底加快节奏有关。部分分项加快支出进度，对总量形成提振，表现较强的分项主要有城乡社区、卫生健康、科技、教育、社保就业等。基建类支出受城乡社区的低基数影响大幅上行，但交通运输、农林水事务等分项表现一般。显示今年财政支出的方向，主要以疫情防控、“六保”、脱贫为重点。

整体来看，伴随疫情态势减弱，经济逐步修复，财政收入基本面趋于好转，财政支出继续向民生领域倾斜。根据今年 5 月财政部发布的 2020 年度预算，今年全国一般公共预算支出为 247850 亿元，前 10 个月财政支出仅完成计划的 76.4%，还有四分之一预算支出尚未使用，预计今年最后两个月财政支出规模将大幅增加。财政政策将更加注重政策的“质”与“效”。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 【瑞达期货分支机构】

### 上海成都北路营业部

上海市静安区成都北路199号401室

### 成都营业部

成都市锦江区一环路东五段46号1栋1单元16层

### 南京营业部

南京市庐山路158号嘉业国际城3幢2510室

### 厦门营业部

厦门市思明区湖滨西路9号15C单元

### 贵阳营业部

贵阳市云岩区富水北路68号贵州省物资综合大楼15楼3-6号

### 汕头营业部

广东省汕头市金平区金砂路99号君悦华庭1栋514、519、520号

### 泉州营业部

泉州市丰泽区浦西万达广场商业综合体1号建筑（甲级写字楼1A塔）A1207

### 石狮营业部

石狮市金林路兴业大厦21层

### 晋江营业部

晋江市梅岭街道世纪大道东侧万达广场商业综合体3幢B座B1603、1605、1606

### 莆田营业部

莆田市城厢区霞林街道荔华东大道8号莆田万达广场3号楼2007-2009室

### 漳州营业部

福建省漳州市芗城区胜利东路3号漳州发展广场18层1803室

### 三明营业部

三明市梅列区崇桂新村46幢二层

### 龙岩营业部

龙岩市新罗区西陂街道龙岩大道383号（龙岩国际商贸中心）A幢17层1726

### 广州营业部

广东省广州市天河区天河北路183-187号房1001房

### 长沙营业部

长沙市天心区劳动西路289号嘉盛国际大厦21层21005-21007室

### 杭州营业部

杭州市江干区香樟路2号泛海国际中心1幢1003、1004室

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2403、2404号

### 深圳深南大道营业部

深圳市福田区福田街道中心区26-3中国凤凰大厦2座14B

### 厦门嘉禾路营业部

福建省厦门市思明区嘉禾路21号2203单元

### 深圳营业部

深圳市福田区联合广场A栋塔楼A1510、A1511

### 武汉营业部

武汉市江汉区唐家墩路菱角湖万达广场A栋A2单元7层2-9室

### 福州营业部

福州市鼓楼区温泉街道东大路92号华源大厦8层05、07-10室

### 乐山营业部

四川省乐山市市中区凤凰路南段211号1栋19楼3号

### 鄂尔多斯市营业部

鄂尔多斯市东胜区鄂托克西街博源大厦11层1109室

### 梧州营业部

梧州市新兴三路8号西侧二楼

### 南昌营业部

南昌市洪城路8号2幢B座1102室

### 昆明营业部

昆明市环城西路611-613号A幢15层3、4号

### 郑州营业部

郑州市金水区未来路69号未来大厦909室

### 柳州营业部

柳州市景行路19号方东大厦6楼

### 绵阳营业部

绵阳市涪城区临园路东段72号新益大厦写字楼25楼05-08号

### 徐州营业部

徐州市云龙区和平路帝都大厦1#-1-302室

### 赣州营业部

江西省赣州市长征大道6号金鹏雅典园17号写字楼

### 上海向城路营业部

上海市浦东新区向城路288号1203室

### 北京营业部

北京市海淀区大柳树路17号富海中心3号楼602室

### 济南营业部

山东省济南市槐荫区经七纬十二路银座中心1号楼1-1802室

### 南宁营业部

南宁市民族大道141号中鼎万象东方D单元D401号、D402号

### 宜春营业部

宜春市宜阳大道505号永益翡翠城35栋2层2-1室