专题研究

2020 年 12 月 23 日

中诚信国际

宏观经济

经济修复稳中有进，黄金债券短期难有趋势性走势

——宏观经济与大类资产配置月报（2020 年 12 月）

联络人

作者

中诚信国际　研究院

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

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

相关报告：

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，2020 年 11 月 24 日；

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。

概述

■ **宏观经济：宏观数据继续改善，内生动能有所增强**

➢ 工业修复边际加快，连续四个月同比增速高于去年同期，且环比短期内继续改善。不过，当前工业生产开始出现资金周转压力加大、库存去化放缓的迹象，工业修复或趋于见顶。

➢ 投资同比增速继续回升，但环比增速小幅回落。专项债持续落地基建投资增速稳步回升，企业加快资金周转房地产投资短期继续加快；制造业投资降幅加快收窄，民间投资增速年内首次转正，内生性投资对投资的支撑作用加大。后续来看，2021 年二季度后基建和地产投资增长趋势或均有所放缓，制造业和民间投资等市场性因素或将成为投资的主要支撑。

➢ 11 月社零额增速延续此前的回升趋势，“双十一”支撑消费环比增速反弹。后续来看，居民消费正常化仍受制于消费信心恢复缓慢、居民收入结构性分化以及国内零星散发病例和局部暴发疫情的风险等因素。

➢ 出口超预期增长，疫情与中美关系或主导明年外贸走势。11 月份我国外贸超预期增长，展望 2021 年，疫情缓和下国际供给的反弹或快于需求，明年出口仍有一定的回调压力。此外，中美关系也是影响明年出口需要关注的一个重要变量。

➢ 制造业 PMI 连续 9 个月位于荣枯线上方，供需两端延续扩张。随着市场复苏逐渐接近疫情前水平，制造业 PMI 连续 9 个月位于荣枯线上方。

➢ 猪周期走弱拉低 CPI，PPI 有望回升，通胀通缩无需过分担忧。

➢ 新增社融基本平稳运行，货币政策总量适度精准导向基调延续。11 月新增社融基本平稳运行，不过短期在信用风险爆发加速下表外与债券融资受挫明显。M2 同比增长 10.7%，M1 增速再回两位数，经济修复企业投资动力改善持续。

➢ 跨境资本市场运行平稳，外汇占款再度回升，银行收付款和结售汇差额呈增长态势。国内经济修复为人民币提供了良好的基本面，同时海外疫情的持续冲击以及持续的宽松政策导致主要币种均走弱，人民币兑美元汇率延续了此前升值趋势。

■ **中国经济复苏仍面临内外多重挑战**

➢ 从外部环境来看，新冠疫情演化的不确定性依然存在，拜登当选并不会改变中美博弈大势，外部不确定性、不稳定性持续存在。

➢ 经济复苏基础仍不稳固。从当前宏观经济运行来看，工业生产修复趋于见顶，未来基建与地产投资均面临压力，同时国内需求仍相对疲软，短期内难以修复至正常水平，经济复苏动能存在边际弱化的压力。

➢ 债务风险持续存在，并有可能进一步显化。

■ **黄金和债券短期内难有趋势性走势，仍建议关注风险资产**

➢ 股票方面，股票型新发基金规模有所放缓，但海外资金持续流入或对 A 股走势形成一定支撑。在国内经济延续改善背景下，建议关注低估值的顺周期行业。

➢ 债券方面，海外资金持续流入或支撑债市走势，但考虑到目前信用风险释放以及跨年跨春节可能存在的流动性扰动，短期债市或呈波动走势。

➢ 商品方面，目前海外疫情仍较为严重，但疫苗研发取得突破或提振市场信心，叠加美国新一轮经济刺激政策预期升温以及低息环境持续，或支撑大宗商品走势。

➢ 黄金方面，全球经济复苏以及疫苗利好消息或对黄金价格不利，短期内黄金上行动力仍不足；但在美元疲软、通胀预期上升的背景下，黄金价格或难以有大幅下滑趋势，预计仍维持震荡走势。

一、 宏观经济：宏观数据继续改善，内生动能有所增强

11 月经济持续恢复，各项经济指标延续修复趋势，总体呈现出“稳中有进”的特点：从稳的角度来看，工业生产平稳运行，投资同比继续改善环比增速虽然回落但降幅较小，海外疫情二次反弹下出口继续保持高增长；从“进”的角度来看，经济内生修复动能持续增强，民间投资增速由负转正，制造业投资降幅继续收窄，此外物价的下降以及居民收入的改善使得消费延续此前的改善趋势，环比增速反弹。新增社融总体保持平稳运行，不过短期在信用风险爆发加速下表外与债券融资受挫明显。跨境资本流动运行延续平稳，人民币汇率对美元相对强势地位持续。不过数据全面向好中仍存一定的制约因素，地产和基建大幅回升的动力不足，消费能力与消费信心不足对消费仍存掣肘，随着疫苗在全球范围内的大范围开展应用，主要经济体生产修复，中国替代作用或有所弱化，出口增长或将有所放缓。

表 1　2020 年 11 月中国宏观经济核心指标一览表

	2020 年											去年同期	最新变化
	11 月	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(%)	7.0	6.9	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	NA	NA	6.2	↑
固定资产投资累计同比（%）	2.6	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(%)	5.0	4.3	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	NA	NA	8.0	↑
出口：当月同比（%,美元）	21.1	11.4	9.9	9.5	7.2	0.5	-3.3	3.5	-6.6	NA	NA	-1.3	↑
进口：当月同比（%,美元）	4.5	4.7	13.2	-2.1	-1.4	2.7	-16.7	-14.2	-0.9	NA	NA	1.0	↓
贸易顺差（亿美元）	754.3	584.4	370.0	589.3	623.3	464.2	629.3	453.4	199	NA	NA	371.8	↑
CPI	-0.5	0.5	1.7	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	↓
PPI	-1.5	-2.1	-2.1	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-1.4	↑
M2：同比	10.7	10.5	10.9	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	↑
社会融资规模（亿元）	21300	14173	34693	35800	16900	34342	31900	30900	51492	8578	50697	19937	↑

（注：↓、↑、↔分别表示与上月相比，2020 年 11 月指标出现下降、上升或持平）

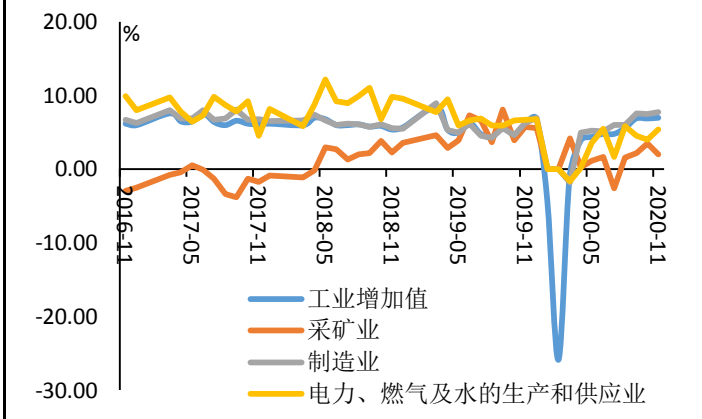
（一） 供需两端修复稳中有进，但结构性问题仍存

从 11 月份数据来看，疫情得到有效控制下供需两端向好态势延续，工业增加值增速自 8 月份以来持续高于去年同期，制造业投资显著改善，民间投资年内首度转正，汽车消费高增速下社零额增速持续回升，欧美疫情反复导致其生产再遭冲击，中国替代强化出口超预期增长，PMI 连续 9 个月位于荣枯线上方。不过，数据全面向好中仍存结构性问题，投资、消费、出口未来继续修复仍存在不同程度的制约。

工业增长继续加快，生产修复或趋于见顶。11 月，工业增加值同比增长 7%，较上月提高 0.1 个百分点，高出去年同期 0.8 个百分点，连续四个月增速高于去年同期，在出口高增、出口交货值保持较高增速的背景下，季调后的环比增速为 1.03%，较上月提高 0.25 个百分点，工业生产环比短期内仍保持改

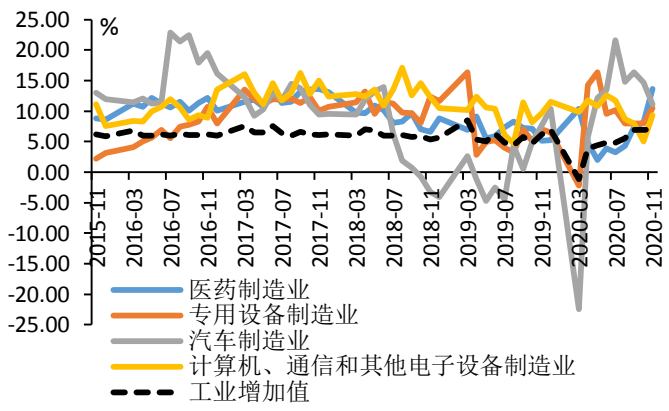
善态势。分行业来看，基建投资的持续修复继续带动相关工业生产走高，挖掘、铲土运输机械同比增长49.9%；汽车消费保持快速增长情况下，汽车业工业增加值保持在两位数的增速，特别是新能源汽车在政策利好的背景下，同比增速连续两个月接近翻倍。值得一提的是，高技术制造业增加值同比增长10.8%，较上月大幅加快4.5个百分点。其中，医药制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业均实现两位数增长。后续来看，短期内中国替代增强出口仍能对工业生产形成一定支撑，但当前工业生产开始出现资金周转压力加大、库存去化放缓的迹象，同时考虑到全球供给随着疫情得到控制后有所恢复出口交货值对工业生产的带动作用或减弱，工业生产修复或趋于见顶。

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

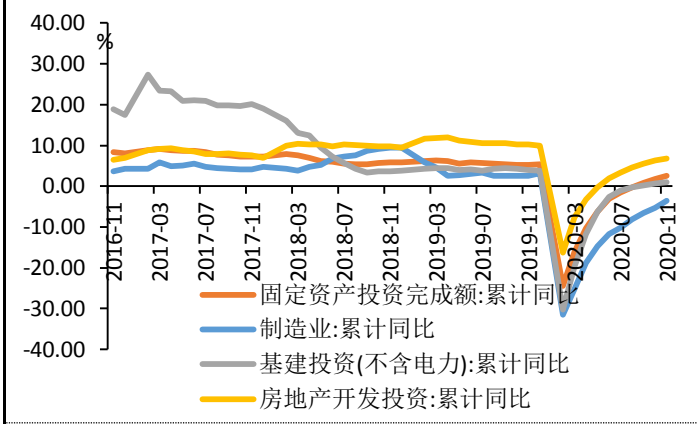
图2： 主要制造业行业走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

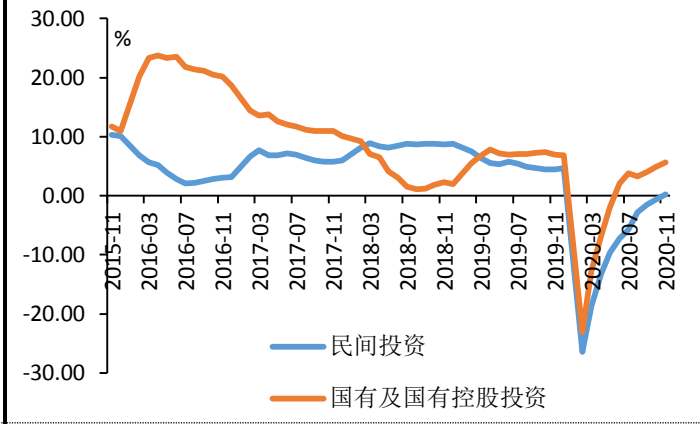
民间投资年内首次转正，内生性投资对投资的支撑作用加大。1-11月，投资同比增长2.6%，较1-10月加快0.8个百分点，季调后环比增长2.8%，较上月小幅放缓0.13个百分点，投资环比基本保持平缓回落势头，暂无大幅下滑之忧。分类别来看，基建投资增速稳步回升，房地产投资继续加快，制造业投资降幅加快收窄，其中，制造业投资累计下降3.5%，在上月收窄1.2个百分点的基础上进一步收窄1.8个百分点。从具体行业来看，高新技术行业投资快速增长，医药制造业和计算机及办公设备制造业投资增速均在20%以上，电子商务服务业、科技成果转化服务业和信息服务业增速均超过15%。分所有制来看，民间投资增速年内首次转正，同比增长0.2%，较1-10月提高0.9个百分点，表明当前内生性动能增强，对经济的修复提供进一步的支撑。后续来看，基建投资虽持续回升，但是当前项目不足，导致财政资金不能有效利用，这个问题短期内难以解决，同时2021年财政政策或边际收缩，不再发行特别国债，新增专项债额度收窄，赤字率下调，整体来看基建投资未来恢复的空间受限；融资新规下，地产企业融资压力加大，出于地产企业加快资金回笼的考虑加快施工与新开工，支撑未来半年地产投资保持平稳运行，但考虑到行业周期底部运行和“房住不炒”下地产严调控不改，房地产投资大幅回升的动力不足；制造业投资在工业企业利润增速转正和出口超预期增长的情况下降幅或将加快收窄速度，但年内转正希望不大，不过2021年有望在低基数效应下保持同比高增长，或成为支撑投资的主要因素。综合来看，2021年二季度后基建和房地产投资增长趋势或均有所放缓，制造业和民间投资等内生动能或将成为投资的主要支撑。

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

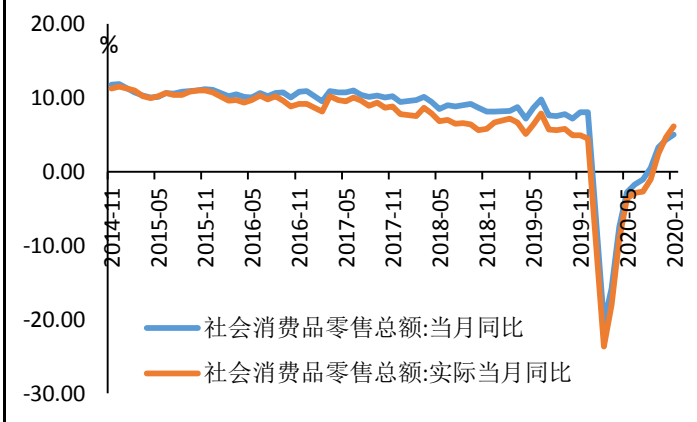
图 4：民间投资显著改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

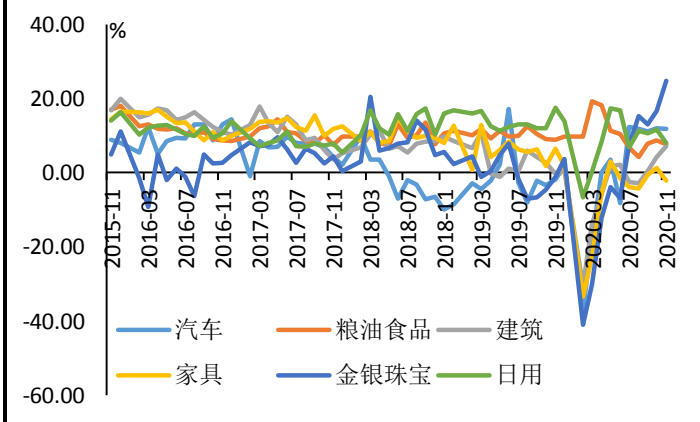
消费延续改善趋势，消费者消费信心和消费能力恢复较慢仍制约消费修复。11 月，社零额增速延续此前的回升趋势，同比增长 5%，较上月加快 0.7 个百分点，由于 11 月份物价水平负增长，实际同比增速较上月加快 1.5 个百分点达到 6.1%，累计增速同比延续收窄趋势，同比下降 4.8%，较上月收窄 1.1 个百分点，受“双 11”等因素影响，消费环比增速出现反弹，季调后的社零额环比增速较上月提高 0.59 个百分点至 1.31%，但后续能否持续仍需观察。分类别来看，在国内零星散发病例和局部暴发疫情的背景下，餐饮行业年内增速在上月转正后，本月再度转负，同比下降 0.6%，较上月回落 1.4 个百分点。限额以上商品零售额 18 个大类当中有 15 个实现了增长，其中有 10 个大类保持了两位数的增长，消高端消费产品如金银珠宝与汽车类消费增速均保持高速增长。**后续来看，**虽然明年一季度在低基数的背景下消费或出现高增长，居民消费正常化仍受制于消费信心恢复缓慢、居民收入结构性分化以及国内零星散发病例和局部暴发疫情的风险等因素，特别是聚集型和接触式消费仍有待进一步恢复，扩大内需在客观上仍面临着制约，所以消费的恢复仍面临一定压力。

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

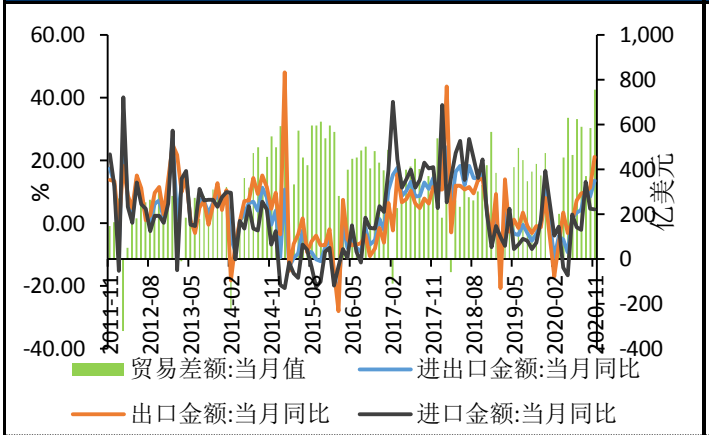


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

出口超预期增长，疫情与中美关系或主导明年外贸走势。从 11 月份进出口数据来看，以美元计价的进出口总额同比增长 13.6%；其中，在欧美疫情再度加剧背景下，中国替代再度强化，出口同比增长 21.1%；10 月份进口同比增长 4.5%；当月实现贸易顺差 751.3 亿美元。考虑到民营企业是我国出口企业

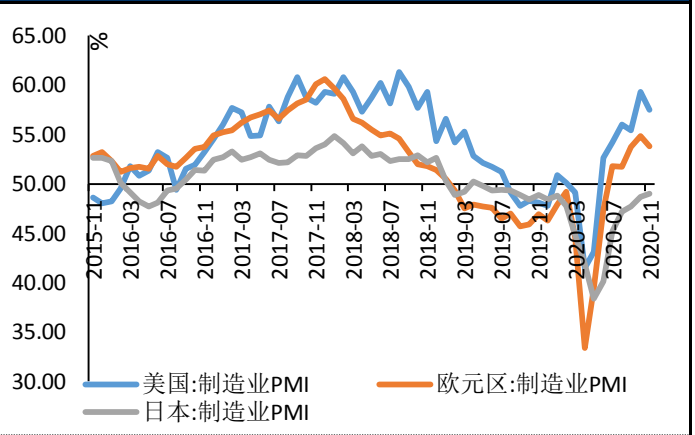
的主导力量，出口的高速增长有助于民营企业投资信心的恢复，故民营企业投资加速修复，其增速在 11 月份首次转正。**展望 2021 年，**随着各国疫苗陆续投入使用，未来疫情对全球经济的冲击或逐步弱化，但考虑到新冠感染人数较大，在短期内难以实现群体免疫，疫情对全球经济的影响仍在持续一段时间。对中国出口而言，疫情对出口的影响主要取决于全球供给、需求恢复哪一方面的影响相对更大，我们认为，供给的反弹或快于需求，从这个角度来看，明年出口仍有一定的回调压力。此外，中美关系也是影响明年出口需要关注的一个重要变量。

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

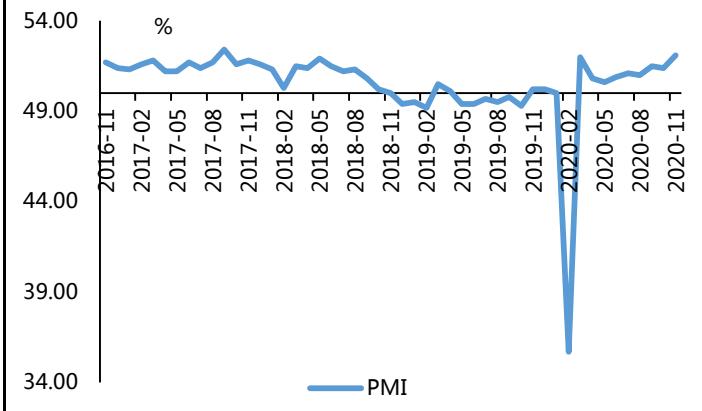


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二） 制造业 PMI 连续 9 个月位于荣枯线上方，供需两端延续扩张

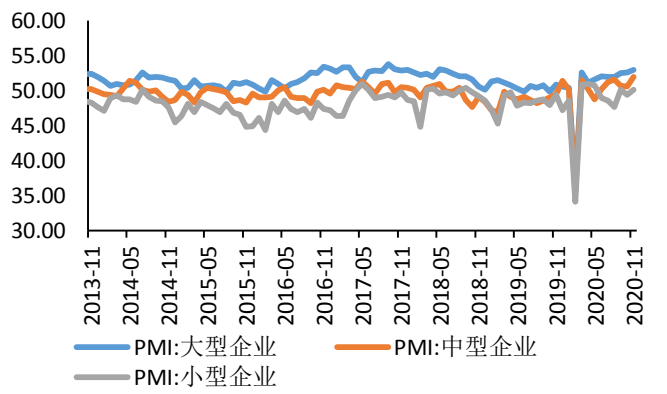
11 月，制造业 PMI 为 52.1%，较前值调升 0.7 个百分点。随着市场复苏逐渐接近疫情前水平，制造业 PMI 连续 9 个月位于荣枯线上方。从国内来看，生产消费循环加快，本月新订单指数保持在 53.9%，较上月提升 1.1 个百分点，处于 2018 年 7 月以来的高位，显示市场活跃度持续提升。从海外来看，欧美主要经济体的消费端刺激计划带动了需求复苏，我国出口形势当前依然乐观，本月新出口订单指数为 51.5%，较上月提升了 0.5 个百分点，连续 3 个月处于扩张区间。分企业规模来看，11 月大、中型、小企业 PMI 依次为 53.0%、52.0%和 50.1%，均高于上月，表明供需扩张下小微企业经营也在改善，经济底层的复苏动力有所增强。**后续来看，**随着市场活跃程度逐步逼近疫情前水平，居民消费意愿及企业生产动力或持续走强，经济增长内生动力将会有所提升。但随着人民币汇率持续升高，出口部门的利润空间或被压缩，新增出口订单变动情况值得关注。此外随着天气转冷，建筑行业、零售餐饮等行业也将进入淡季，PMI 走势或将受到一定拖累。海外方面，疫苗研制出现利好情况下经济预期趋于好转，石油等大宗商品价格近来呈现上涨态势预示全球需求有所修复，或将对中国出口形成一定支撑，但仍需关注疫苗投入使用后全球供给持续修复后中国出口错峰增长能否持续的问题。

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

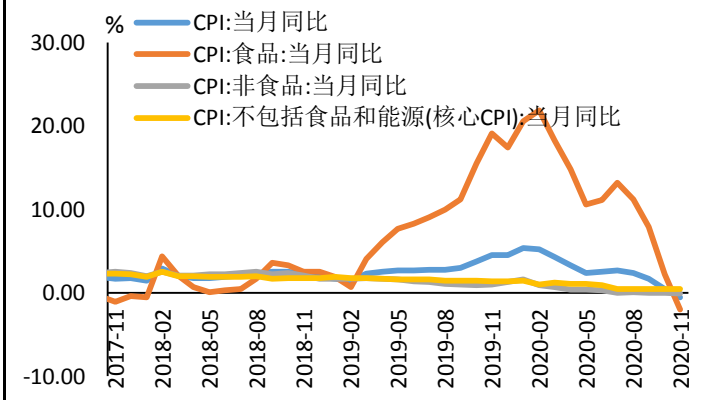
（三） 猪周期走弱拉低 CPI，PPI 有望回升，通胀通缩无需过分担忧

CPI 继续回落，2010 年以来首次转负。11 月 CPI 同比下降 0.5%，较前值回落 1.0 个百分点，核心 CPI 同比上涨 0.5%，连续 5 个月持平。1-11 月，CPI 累计同比上涨 2.7%，较前值回落 0.3 个百分点，累计同比延续下行趋势。食品价格走低，拖累 CPI 由正转负。11 月食品价格同比下降 2.0%，较上月回落 4.2 个百分点，影响 CPI 下降 0.44 个百分点，是带动 CPI 由正转负的主要原因。在前期的分析中，我们认为随着生产恢复以及上半年高价格拉动下肉禽供给将快速增加，并会对肉禽及其制品价格形成向下的压力。当前该压力仍在持续，11 月猪肉价格同比下降 12.5%，较上月下跌 9.7 个百分点。

PPI 同比跌幅收窄，工业品价格有所回升。随着市场活跃需求回暖，11 月 PPI 同比下跌 1.5%，跌幅较上月收窄 0.6 个百分点，翘尾因素影响为 0.0%，新涨价因素为-1.5%。其中生产资料同比下降 1.8%，较上月跌幅收窄涨 0.9 个百分点；生活资料同比下降 0.8%，较上月跌幅扩大 0.3 个百分点。1-11 月，PPI 累计同比下跌 2.0%，与前值持平。

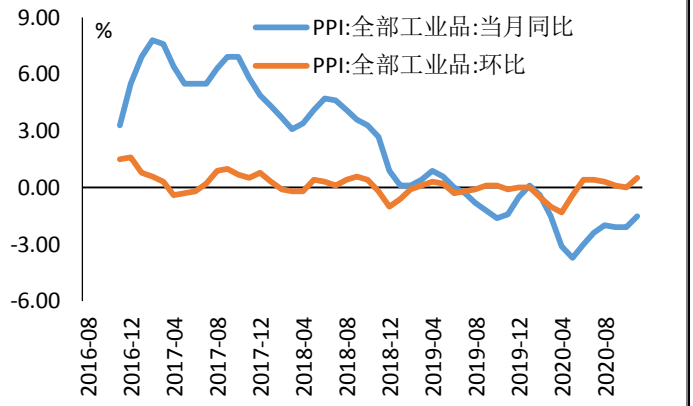
CPI 或持续处于低位运行，PPI 同比有望上升。展望 2021 年，随着猪周期走弱和翘尾因素低位运行，CPI 同比大概率低于今年水平，高点在二季度，重点关注全球经济边际修复下油价走势对 CPI 影响，随着中国经济和全球经济的边际修复，大宗商品价格对 PPI 的支撑或有增强，PPI 同比有望高于今年水平，高点同样在二季度，但全球需求低迷叠加翘尾维持低位，不会出现大幅上行。

图 11： CPI 持续回落



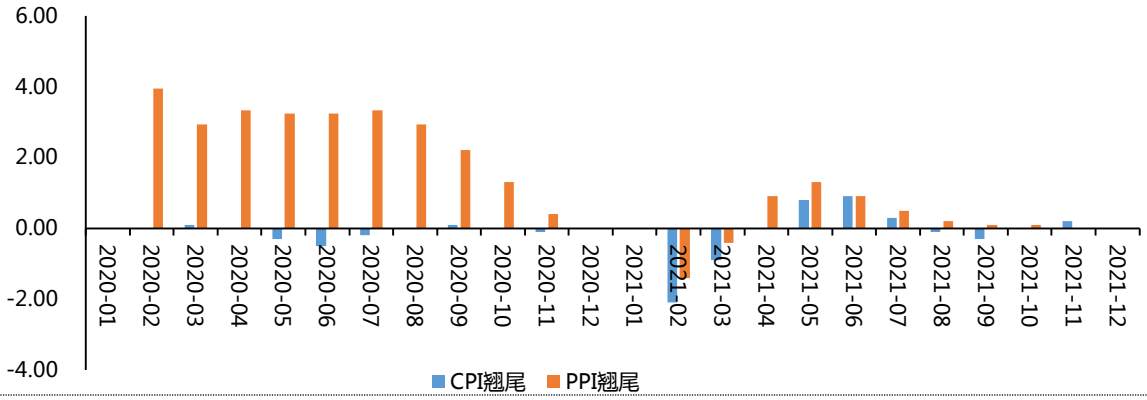
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 12： PPI 延续下行



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 13：2021 年翘尾因素低位运行



数据来源：中诚信国际整理

（四） 新增社融基本平稳运行，货币政策总量适度精准导向基调延续

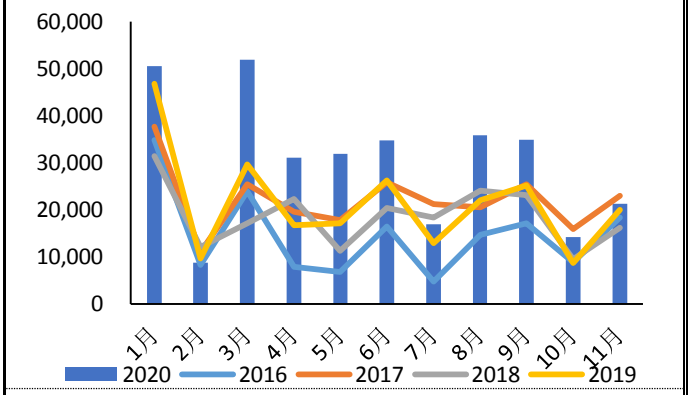
新增社融保持稳定，信用风险爆发加速下表外与债券融资受挫。11 月新增社融 2.13 万亿元，较上月多增 7127 亿元，较去年同期多增 1363 亿元，并未超出季节性。其中，新增表内融资 1.49 万亿元，较去年同期多增 1469 亿元元。表外融资减少 2044 亿元，较同期多减 981 亿元，从细分项来看，新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别减少 31 亿元、1387 亿元和 626 亿元，整体延续着收窄的趋势，在近期信用风险加速爆发背景下信托贷款压缩较快。直接融资新增 1633 亿元，较上月大幅少增 1816 亿元，较上年同期少增 2221 亿元，新增直接融资显著少增的主要是受近期信用风险事件的影响，投资者对债券市场持悲观态度，大量债券推迟或取消发行，新增债券融资 862 亿元，较去年同期少增 2468 亿元。随着地方政府专项债发行结束，11 月份政府债券继续回落，新增政府债券融资 4000 亿元，较去年同期多增 2284 亿元。

M1 增速再回两位数，经济修复企业投资动力改善持续。11 月份，M2 同比增长 10.7%，较上月上升 0.2 个百分点。M1 同比增长 10%，较上月上升 0.9 个百分点，较去年同期上升 6.5 个百分点，2018 年 2 月份以来首次增速达到两位数。其中，单位活期存款新增 8854 亿元，较同期多增 5090 亿元，在当前经济持续向好的情况下，活期存款的上升表明企业投资意愿增强，实体经济活跃程度进一步上升。经济向好情况下居民收入上升，居民存款新增 6334 亿元，较同期提高 3868 亿元，财政存款虽有所减

少，但较去年同期有所收窄，企业存款保持稳定，故对 M2 有所支撑，后续随着财政存款进一步落地，短期内 M2 将保持平稳上升趋势。

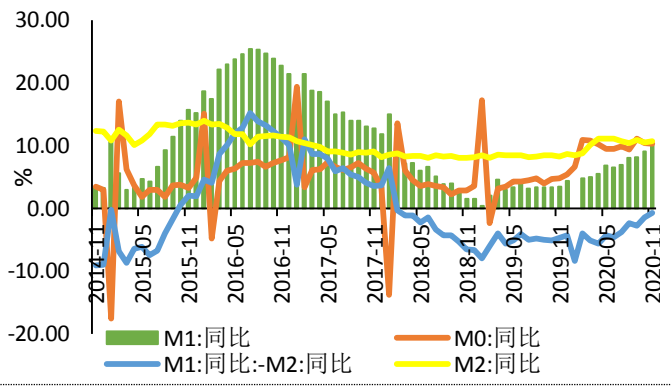
货币政策总量适度，精准导向，后续社融将平稳运行。虽然 M2、社融的增速远高于名义 GDP 增速，明年货币政策有进一步常态化的必要；但考虑到信用风险仍有加速释放的压力，货币政策不宜快速收紧。在具体的政策操作上，为避免实际利率快速上行导致“债务—通缩”循环，同时考虑到 MLF 存量已经较大，或可以采用“量缩价降”策略，或可适时重启（定向）降准替代 MLF，同时要充分考虑明年下半年经济修复走弱的风险，在节奏上“前紧后松”。整体而言，总量适度、降成本、支持实体经济或将继续成为后续货币政策的三大方向，稳健货币政策将把好总闸门，根据宏观形势和市场需要进一步加强结构性工具的精准滴灌作用，提高政策直达性，并深化贷款市场报价利率改革，推动社会融资成本明显下降。

图 14：新增社融走势



数据来源：中诚信国际整理

图 15：M1 与 M2 走势



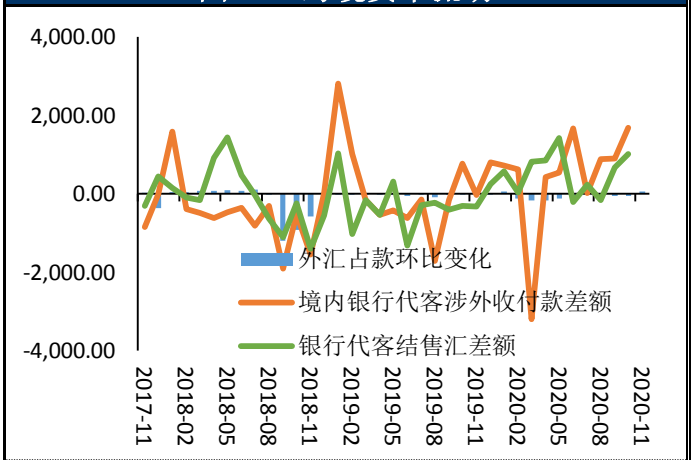
数据来源：中诚信国际整理

（五）跨境资本市场运行平稳，人民币汇率短期仍维持升值态势

跨境资本市场运行平稳，外汇占款再度回升，银行收付款和结售汇差额呈增长态势。从外汇占款来看，11 月末央行口径占款为 211637 亿元，环比增加 59.31 亿元。自 1 月末央行口径外汇占款比 2019 年 12 月增加 57.17 亿元后，年内环比再度增加，虽然年内黄金、美债等国际资产价格波动对外汇占款增长造成一定压力，但近期出口的强劲增长对外汇占款增长形成了有效的支撑。10 月境内银行代客涉外收付款差额为 1687.50 亿元，较 9 月增加 788.32 亿元，延续增长态势；10 月银行代客结售汇差额为 1014.59 亿元，较 8 月增加 339.74 亿元。

人民币汇率短期内升值态势延续。当前国内经济的持续向好为人民币提供了良好的基本面，同时海外疫情的持续冲击以及持续的宽松政策导致主要币种均走弱，为此 11 月份人民币兑美元汇率延续了此前的升值趋势，月度平均汇率为 6.61，较上月升值 1.53%，是 2018 年 7 月份以来的新高。后续来看，**中国利率相对走高，人民币仍有一定的升值压力。**虽然当前疫苗在全球范围内开展实用，但由于产能受限，短期内对人民币地位的影响有限，不过中长期随着全球范围内疫苗广泛使用，美国经济修复，美元可能略有走强，在一定程度上缓解人民币升值压力，但仍需关注中美利差扩大背景下人民币走势。

图 16：跨境资本流动



数据来源：中诚信国际整理

图 17：人民币汇率走势



数据来源：中诚信国际整理

二、 中国经济复苏仍面临内外多重挑战

尽管当前经济复苏态势持续向好，但疫情不确定因素的冲击、中美博弈下不稳定性持续存在、经济内部复苏基础并不牢靠、债务风险持续存在并存在加速释放压力对我国经济修复带来一定挑战。

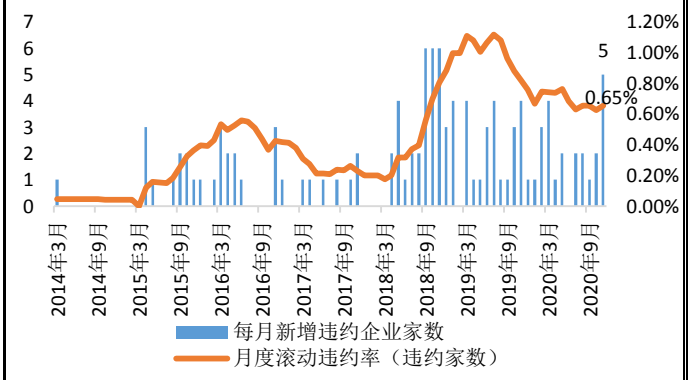
从外部环境看，中国经济面临疫情以及中美关系带来的多重不确定性一方面，新冠疫情给中国经济带来的不确定性仍存。疫情的不确定性仍对供需产生较大的影响，如果疫情得到有效控制，在全球供给恢复的情况下，将冲击中国出口的可持续性；如果疫情防控进展低于预期，则疫情对全球需求仍将产生持续的冲击，同时还将对我国的疫情防控带来持续的压力。**从中美关系来看，**遏制中国基本上已经成了美国两党的共识，拜登的当选不会改变中美博弈大势，特别是近期拜登在接受采访时透露出了未来仍将保持对中国的限制，大国博弈持续仍是当前我国面临的一大不确定性。

经济复苏基础仍不稳固，复苏动力边际弱。从供给端来看，工业增长持续高位，工业修复趋于见顶。虽然工业生产连续四个月增速高于去年同期，但是在供需缺口持续不断扩大的背景下，短期内工业增长难以进一步提高。同时工业生产开始出现资金周转压力加大、库存去化放缓的迹象，同时考虑到全球供给随着疫情得到控制后有所恢复，出口交货值对工业生产的带动作用或减弱，工业生产修复或趋于见顶。**从投资来看，**融资新规下，地产企业融资压力加大，短期内地产企业加快资金回笼支撑未来半年地产投资保持平稳运行，但在行业周期底部运行和“房住不炒”下地产严调控不改情况下，房地产投资大幅回升的动力不足；财政收支压力加大和基建项目数量不足制约了基建投资空间。**从消费来看，**虽然遏制消费下行的主要两个因素均已显著缓和，但是疫情对居民信心的冲击短期内难以缓和，居民消费保守化，而且疫情对高收入群体的冲击要远小于中低收入者，为此高消费和投资类消费领域如汽车、金银珠宝和化妆品类消费保持高增长。其中城镇居民消费支出中除了食品和居住支出，其余六大类支出仍弱于去年同期。**从就业来看，**前三季度 GDP 同比增长 0.7%，新增就业接近 900 万人，按照往年的数据，GDP 增长 1 个百分点，能够带动 200 万人的就业，但是当前 GDP 增长不到 1 个百分点就带来了 900 万人的就业，那么就业的质量是不容乐观的，延迟就业、就业促进政策的到期或导致明年就业问题显化。对于带动就业最大的服务业如批发零售、住宿餐饮和租赁商务服务业均恢复缓慢，同时恢复较快的金融业、信息传输和软件信息技术服务业就业门槛较高，难以吸收传统服务业所转移的失业人口，故就业问

题或将滞后显现。

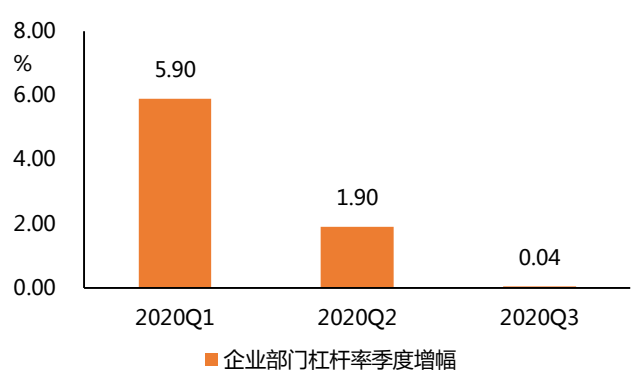
从金融风险上来看，疫情冲击下债务风险或进一步显化。在今年的疫情冲击下，杠杆率再度攀升，上半年共抬升近 13 个百分点至 285.9%，三季度以来增长有所放缓，但仍处于较高水平。近期以来，大型地方国企超预期违约事件对市场形成较大冲击。个体风险事件导致投资者对地方国企信用担忧的快速上升，高信用评级国企利率水平明显抬升，信用利差及区域利差纷纷走阔。超 2021 年随着超常规政策陆续退出，信用风险或将进一步抬升，特别是上半年随着债券到期高峰的到来，违约风险存在短期集中暴露的可能，部分行业经营风险或有所抬高，需警惕周期性行业风险和个体债务压力较大的企业风险，防风险仍是明年的主要任务，市场各参与方均应从各自的角度完善信用风险评估和预警机制，加强信用风险甄别。

图 18：公募债券市场月度滚动违约率边际上行



数据来源：中诚信国际整理

图 19：企业部门加杠杆节奏快速放缓



数据来源：中诚信国际整理

小结与展望：2021 年经济走势“前高后低”，需高度关注微观主体运行

2020 年开始我国的经济在疫情冲击下遭受重创，但在有效的疫情防控和稳健的复工复产背景下，我国的经济持续修复，工业生产同比增速持续高于去年同期，投资和消费不断改善，外贸超预期增长。在取得这些成就的情况下，当前一定要意识到经济复苏的基础并不牢靠，仍面临着内外多重因素的压力——外部不确定性仍存持续、经济复苏的基础并不稳固、债务风险仍然处于高位，等等。经济复苏态势及内外风险的存在使得明年的政策在一定程度上将保持连续性。本月召开的中央经济工作会议明确提出“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这也就意味着宏观政策将不会出现“断崖式”变化。但随着经济的逐步修复，政策有望边际调整，中央经济工作会议强调，“积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度”，“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，逐步向常态化回归。此外，宏观政策仍将高度关注防风险，“保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系”，尤其将对近年来平台经济以及金融创新所带来的风险提出了明确的监管方向，“强化反垄断和防止资本无序扩张”、“金融创新必须在审慎监管的前提下进行”，“防风险”措施指向十分明确。综合考虑经济复苏态势及政策走势，展望 2021 年，在基数效应的影响下，2021 年一季度各项数据料将取得大幅增长，后续随着基数效应的衰退，各项数据的增速将有所放缓，全年将呈现“前高后低”走势。尤为值得一提的是，宏观经济数据同比的高位运行与微观主体的感受分化较大，对 2021 年宏观经济的分析需要高度关注微观主体运行所面临的实际困

难及宏观经济数据的环比变化。

三、 黄金和债券短期内难有趋势性走势，仍建议关注风险资产

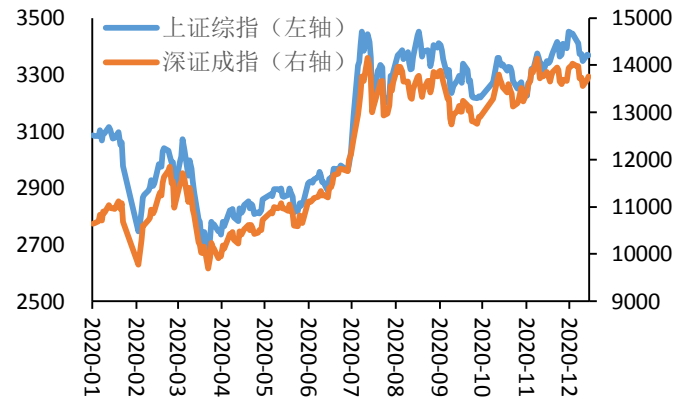
2020 年 11 月 16 日-12 月 15 日，各资产表现分化，大宗商品表现强势。股票方面，股票型新发基金规模有所放缓，但海外资金持续流入或对 A 股走势形成一定支撑。在国内经济延续改善、供需两端持续修复的背景下，建议关注低估值的顺周期行业。**债券方面，**海外资金持续流入或支撑债市走势，但考虑到目前信用风险释放以及跨年跨春节可能存在的流动性扰动，短期债市或呈波动走势。**商品方面，**目前海外疫情仍较为严重，但疫苗研发取得突破或提振市场信心，叠加美国新一轮经济刺激政策预期升温以及低息环境持续，或支撑大宗商品走势。**商品方面，**目前海外疫情仍较为严重，但疫苗研发取得突破或提振市场信心，叠加美国新一轮经济刺激政策预期升温以及低息环境持续，或支撑大宗商品走势。**黄金方面，**全球经济复苏以及疫苗利好消息或对黄金价格不利，短期内黄金上行动力仍不足；但在美元疲软、通胀预期上升的背景下，黄金价格或难以有大幅下滑趋势，预计仍维持震荡走势。我们以股票、债券、商品和黄金为基础资产构建了月度调仓的均值方差模型，11 月 16 日-12 月 15 日模型资产配置收益率为 4.1%，高于同期沪深 300 指数 1.8%的收益。**整体看，风险资产表现仍相对较强，黄金和债券短期内或难有趋势性走势，结合模型配置权重，建议超配商品（工业品和农产品均衡配置），标配股票（顺周期、低估值），低配黄金和债券。**

（一） 股票市场内部走势分化，仍建议关注低估值的顺周期品

2020 年 11 月 16 日-12 月 15 日，国内股票市场波动较大，不同指数走势分化，上证综指、创业板指分别上涨 0.61%、1.71%，深证成指下跌 0.63%。资金方面，北向资金持续流入，净流入规模 537.33 亿元，同比大幅增长 433.81 亿元；11 月新成立基金发行份额整体较上月大幅上涨 94.6%，但股票型基金较上月仅上涨 7.7%，上涨幅度低于混合型基金和债券型基金。**估值方面，**从当前价格处于历史分位点水平来看，股票市场整体估值仍偏高，但内部风格有所分化，大盘股估值分位高于中盘股，部分顺周期板块估值仍相对较低；目前上证综指、深证成指市盈率分别处于近五年 72.55%、69.80%分位点，近十年 76.76%、80.08%分位点，上证综指估值分位小幅升高，深证成指估值分位有所回落。**从不同风格指数来看，**大盘、消费、金融指数表现较好，分别上涨 1.48%、1.07%、1.02%，其余指数均下跌。

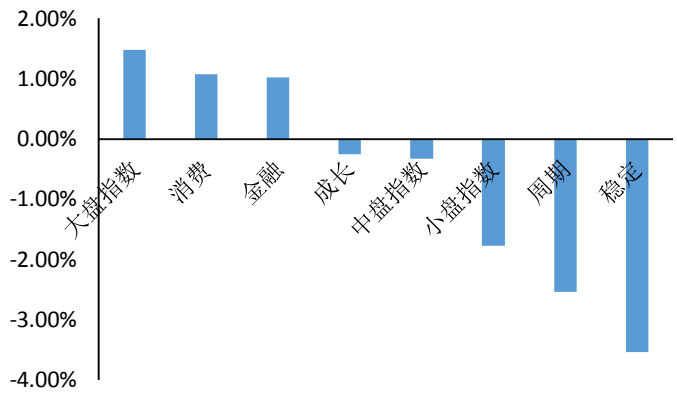
11 月下半月，宏观数据显示经济延续修复以及北向资金持续流入对股票市场走势形成一定支撑；但同时信用风险事件导致市场担忧情绪加重，风险偏好有所下降，利空股票市场；多空因素交织，上证综指整体呈震荡走势。**12 月上半月，**海外增持 A 股热情不减，北向资金连续多日净流入，但股票市场经过前期的上涨，估值已处于较高水平，部分获利盘止盈了结，上证综指有所回调。**整体看，新发基金规模有所放缓，但海外资金持续流入或对 A 股走势形成一定支撑。目前股票市场整体估值仍偏高，大盘股估值高于中小盘，医药、计算机等行业经过前期的上涨阶段，市盈率已超过近十年 90%分位，后续盈利若不及预期或不足以支撑当前估值。同时，在国内经济持续改善的背景下，受疫情影响严重的顺周期板块或受益，建议关注低估值的顺周期行业，中长期可关注“十四五”规划、美国大选后续政策等主题，但仍需关注疫情反复、中美贸易博弈进展对我国经济回稳进程中带来的不确定性。**

图 20： 上证综指和深证成指走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 21： 风格指数涨跌幅（11.16-12.15）

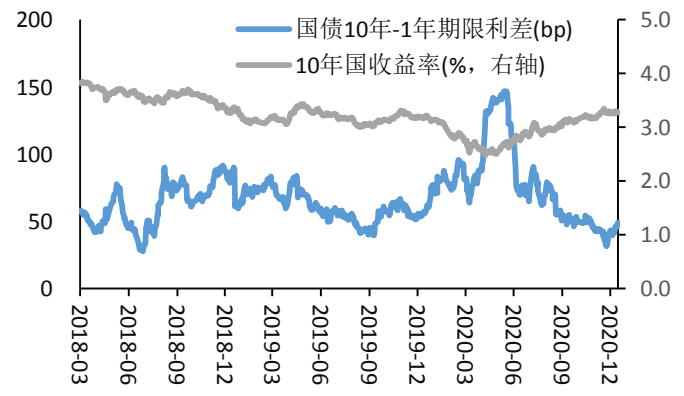


数据来源： Wind，中诚信国际整理

（二）债券市场呈震荡走势，10 年国债收益率一度突破 3.3%

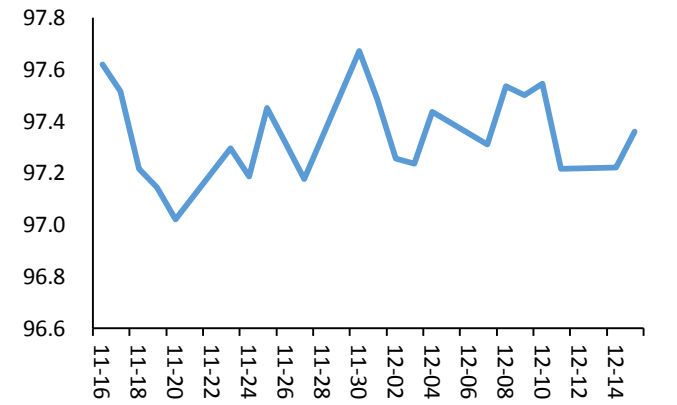
2020 年 11 月 16 日-12 月 15 日，10 年国债收益率迅速拉升后回落、随后维持震荡走势，20 日升至 3.3487%，创年内新高。具体来看，10 年国债收益率小幅上行 0.36BP 至 3.2777%，国债 10Y-1Y 利差上行 11.96BP 至 54.4BP；10 年国债期货主力合约呈波动走势，小幅下行 0.27%。**11 月中，**信用风险事件发酵，市场担忧情绪明显加重，10 年国债收益呈上行趋势，一度升至年内高位 3.3487%，期限利差小幅下行。**11 月下旬，**央行净投放力度加大，银行间流动性逐步充裕，债市紧张情绪有所缓和，10 年国债收益率由升转降、波动下行，国债 10Y-1Y 利差先降后升，月末达 41.9BP，较上月末小幅下行 3.47BP。**12 月上半月，**通胀、贸易等宏观数据发布，但对债市情绪影响不大；同时，银行间流动性维持紧平衡，对债市影响相对有限，上半月债市整体扰动因素不多，10 年国债收益率呈震荡走势。**国内经济延续改善但对债市或不会有较大利空，在海外资金的持续流入下，债市收益率短期仍有小幅回调空间，但考虑到目前信用风险释放以及跨年跨春节可能存在的流动性扰动，不排除期间部分时点收益率波动加大、小幅反弹的可能。**

图 22： 国债收益率和期限利差



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 23：10 年国债期货主力合约走势

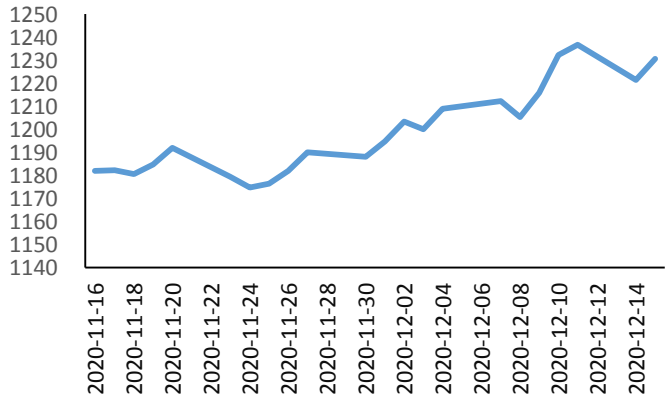


数据来源：Wind，中诚信国际整理

（三） 工业品表现强势，农产品和贵金属走弱

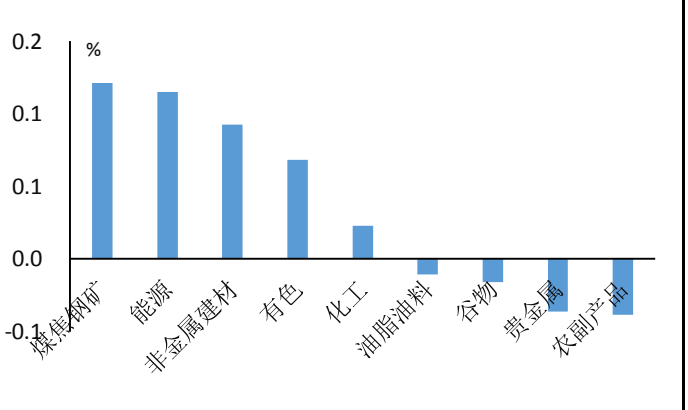
2020 年 11 月 16 日-12 月 15 日，商品指数波动上行，涨幅约 4.13%，其中煤焦钢矿和能源指数表现亮眼，涨幅均超 10%；农副产品、贵金属指数表现较弱，跌幅均超 3%。今年以来商品指数波动较高，在 4 月达阶段性底部后波动上行，9 月小幅回落后持续走高，目前商品指数处于近两年高位，但从长期看，仍处于较低水平，约位于近十年的三分之一分位。**11 月下半月，**商品指数整体维持震荡走势，但内部走势有所分化，工业品在有色金属和煤焦钢矿领涨下持续走高，农产品在前期持续上行、部分获利资金止盈了结的背景下有所回调。**12 月上半月，**商品指数整体呈上行趋势，涨幅约为 3.01%，其中工业板块涨幅较高，农产品板块表现偏弱；具体来看，疫苗利好消息以及全球经济复苏乐观预期推动工业品价格上行，煤焦钢矿和有色金属板块涨幅居前；农产品方面，巴西降雨降低大豆减产风险，同时美国农业部供需报告下调全球大豆库存幅度不及预期，大豆价格短期承压，此外油脂油料仍偏弱运行，农产品整体呈下跌态势。**目前海外疫情仍较为严重，但疫苗研发取得突破或短期内提振市场信心，叠加美国新一轮经济刺激政策预期升温以及低息环境持续，或支撑大宗商品走势。同时，全球经济仍在逐步修复中，市场对经济复苏保持乐观预期，短期内或支撑工业板块走势，但中长期仍需警惕经济复苏不达预期、国内气温下降开工率走低等因素的影响。**

图 24：Wind 商品指数走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 25：各类商品指数涨跌幅（11.16-12.15）



数据来源：Wind，中诚信国际整理

（四） 黄金呈 V 型走势，短期或仍维持震荡

2020 年 11 月 16 日-12 月 15 日，黄金整体先降后升，呈 V 型走势，伦敦金在 1777.04-1888.41 美元/盎司之间波动，当前价格仍处于年内高位，但距 8 月高点已跌超 10%。11 月下半月，美国 11 月 Markit 制造业 PMI 数据改善，海外新增新冠确诊病例数量有所回落，叠加疫苗利好消息提振市场信息，黄金短期承压，价格下跌，伦敦金价格一度跌至 1777.04 美元/盎司。**12 月上旬，**美元指数整体走弱，市场重燃对美国财政刺激计划的乐观预期，同时世界黄金协会数据显示全球央行 10 月净购金量由负转正，黄金价格小幅回升。**进入中旬，**美国财政刺激计划谈判暂时陷入僵局，美国黄金价格在经历小幅反弹后维持震荡走势。**整体看，全球经济复苏以及疫苗利好消息或对黄金价格不利，短**

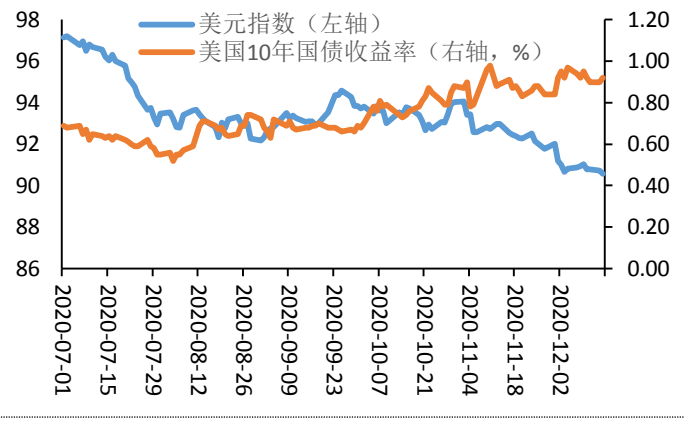
期内黄金上行动力仍不足；但在美元疲软、通胀预期上升的背景下，黄金价格或难以有大幅下滑趋势，仍维持短期内黄金价格震荡的判断。

图 26： 黄金价格走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 27：美元指数和美国国债收益率



数据来源：Wind，中诚信国际整理

附录：均值方差模型介绍

本文大类资产配置观点主要依据基本面分析和模型结果，模型采用改进的均值方差模型。均值方差模基于理性投资行为特点，在给定风险条件下最大化收益（或是在给定收益下最小化风险）为规划目标，求解资产配置组合，原理如下：

假设存在 n 种资产标的，其期望收益率 $R=(r_1,r_2,\mathrm{L}\ r_n)^T$ ，各标的权重 $w=(w_1,w_2,\mathrm{L}\ w_3)$ ，Σ表示收益率的协方差矩阵，λ表示风险厌恶水平。以投资者效用最大为目标，可建立模型：

$$\max w^T R-\frac{\lambda}{2}w^T\sum w$$

$$s.t.\quad 1^T w=1$$

$$w^i\geq 0$$

均值方差模型将收益和风险量化，寻找出收益和风险之间的均衡点，但同时收益和风险的微小变化会改变有效组合构成，影响模型的稳健性。本文通过对各类标的资产设置最小配置权重、止损条件（短期内某一类资产亏损超过 10%，设置下期该类资产权重不超过某一数值）来提高模型的稳健性，并分别测试了不同滚动期限（30/60/90/120 个交易日）、止损条件下模型的表现结果，发现滚动期限[1]设置为 90 个交易日、止损条件设置为 30 个交易日内某一类资产亏损超过 10%时调低资产权重效果较好。

[1] 这里滚动期限是指求解当期模型权重所需的历史数据时间长度

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。