中财期货
ZHONGCAI FUTURES



宏观金融商品月报
INVESTMENT OUTLOOK

中财期货研究院

2020 年 12 月 4 日 总第十五期

目录

宏观：疫苗研发超预期 顺周期力量加强 2
国债：可能震荡企稳 18
股指：关注跨年行情 23
贵金属：金价可能企稳 30

主编：陶玮玮
编辑：中财期货研究院
美术编辑：王扬扬　王陆心
电话：021-61701586
邮箱：tzzx@zcfutures.com

疫苗研发超预期 顺周期力量加强

宏观金融

宏观月报

2020 年 12 月 4 日

■ 观点逻辑

近期经济延续回升态势，且供需缺口逐渐收敛，表明四季度经济动能修复的强度超预期。生产端来看夏季过后生产表现依然较强；外需恢复继续超预期，制造业投资及消费等顺周期力量逐渐恢复，但基建弹性偏弱；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。小型企业景气度回升，对宏观政策退出掣肘有所减弱。在近期信用债违约事件扰动下，货币政策短期或保持相对稳定；中期来看，基本面修复下，货币政策逆周期色彩淡化。财政方面，今年财政支出进度较慢，政府支出有望延续较快增长，或对于基建反弹有一定支撑。

海外方面，11 月二次疫情仍为海外经济增长主要扰动项，其中对欧洲影响大于美国；欧洲封锁措施短期对于经济尤其是服务业虽然有一定利空，但相对影响有限、低于市场的预期及第一波疫情期间封锁影响，且欧洲新增确诊得到一定控制。11 月疫苗研发利好频现，市场对于疫苗提前量产分发比较乐观，全球主要股指、工业品的价格上涨体现了全球经济复苏预期回暖。在疫苗大批分发之前，疫情仍对欧美的经济复苏造成一定扰动；若疫苗实现量产并推动欧美经济重启，叠加财政货币政策加码，美欧经济复苏及通胀分化有望逐渐收敛。

■ 宏观驱动

国内经济持续恢复或利好股指和商品；流动性边际放缓对资产价格形成一定压制；疫苗研发超预期利好风险资产；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；疫苗分发不及预期；中美关系恶化；海外疫情反复

■ 本月关注

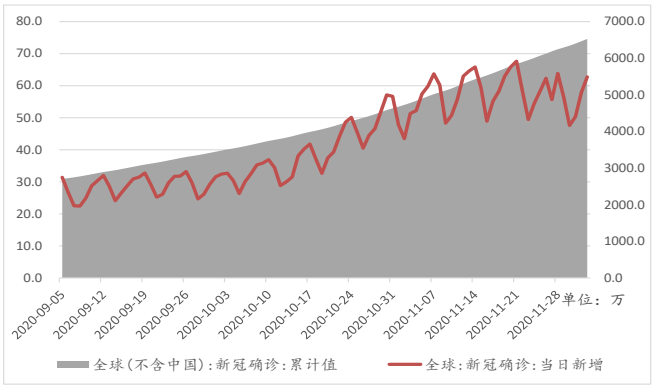
中央经济工作会议；国内外 12 月议息会议；国内外经济数据；美国大选及内阁提名；中美关系；海外疫情发展；疫苗量产分发



一、 疫情及疫苗研发追踪

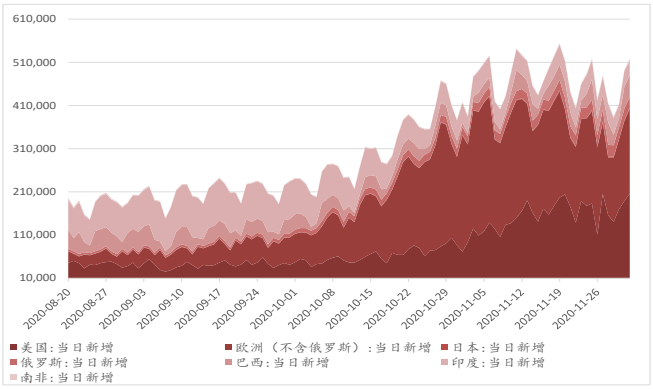
海外疫情：12 月 3 日海外累计确诊 6528.8 万，新增 54.98 万；欧洲主要国家如英法德意等在采取更多限制性措施下逐渐回落，美国新增确诊仍然抬升；新兴市场国家分化：俄罗斯、巴西等仍抬升，印度回落。**国内疫情：**12 月 3 日新增确诊病例 17 例，新增无症状感染者 12 例；国内疫情整体相对平稳。11 月以来辉瑞、Moderna 及阿斯利康等疫苗有效性连超预期，使得市场对于全球经济增长的预期提升、提振市场情绪。11 月全球主要股指、工业品较 10 月底均上涨、而避险资产则走弱。12 月 2 日英国批准使用辉瑞-BioNTech 疫苗，市场普遍预期主要发达国家有望于 2021 年一季度实现高危人群接种、有助于发达国家摆脱疫情影响。

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. 欧洲疫情缓和、美国仍抬升



数据来源：Wind，中财期货研究院

二、 经济：内生增长动力改善

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	584	370	上升
外汇储备	月	31280	31426	下降
M1:同比	月	9.1	8.1	上升
M2:同比	月	10.5	10.9	下降
社会融资规模:当月值	月	14173	34693	下降
新增人民币贷款:当月值	月	6898	19000	下降
CPI:当月同比	月	0.5	1.7	下降
PPI:全部工业品:当月同比	月	-2.1	-2.1	持平
工业增加值:当月同比	月	6.9	6.9	持平
固定资产投资完成额:累计同比	月	1.8	0.8	上升
社会消费品零售总额:当月同比	月	4.3	3.3	上升
工业企业利润:累计同比	月	0.7	-2.4	上升
制造业 PMI	月	52.1	51.4	上升

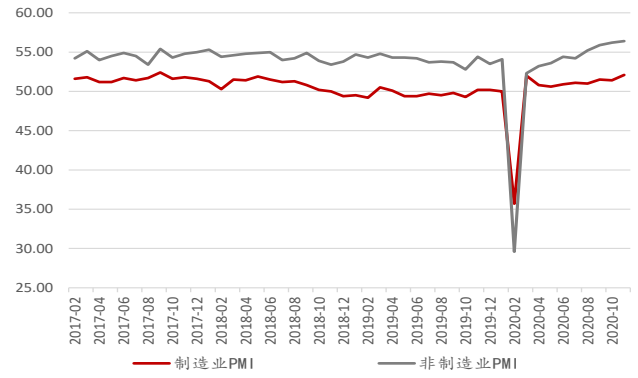
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.1 供需缺口再收敛，经济内生动力改善

11 月官方制造业 PMI 为 52.1，比上月上升 0.7 个百分点；非制造业 PMI 为 56.4，比上月上升 0.2 个百分点；综合 PMI 产出指数为 55.7，比上月上升 0.4 个百分点；三大指数均为年内高点，且连续 9 个月高于荣枯线；制造业和服务业均处于扩张区间，且恢复性增长有所加快。建筑业 PMI 为 60.5，较 10 月回升 0.7 个点，且地产弹性强于基建。从企业规模看，不同规模企业景气度均有所上升：大、中、小型企业 PMI 分别为 53.0、52.0 和 50.1，分别比上月上升 0.4、1.4 和 0.7 个百分点，均位于临界点之上；尤其是小型企业生产经营状况有所改善，表明前期针对小微企业的金融扶持及纾困政策措施效果显现；从业人员指数回升，就业问题对宏观政策退出掣肘弱化。

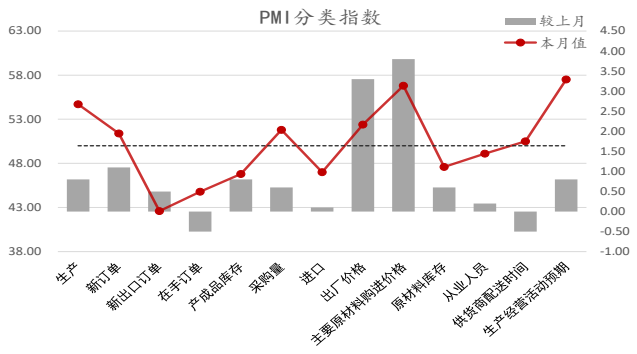
主要分类指数普遍改善，产需两端协同发力：11 月 PMI 生产指数为 54.7，比上月上升 0.8 个百分点，表明制造业生产增长有所加快；新订单指数为 53.9，比上月上升 1.1 个百分点，表明制造业需求加快复苏；二者差值自 6 月以来逐月缩小，从 2.5 缩窄至 0.8，扩内需政策下供需缺口持续收窄，制造业内生动能不断改善。进出口持续改善，疫情导致国外防疫物资、居家生活办公设施设备等需求持续上升，同时对部分国家的生产供给也造成一定冲击，从而带动了我国相关行业出口持续上升；11 月原材料进口增加，进口总量连续趋增。新出口订单指数为 51.5，比上月上升 0.5 个百分点；进口指数为 50.9，比上月上升 0.1 个百分点；均保持回升态势且连续 3 个月处于荣枯线以上，表明进出口恢复持续向好；但近期人民币升值对出口负面影响逐渐显现。价格指数大幅回升，11 月原材料购进价格延续前期较快上升势头，受市场需求带动企业产品出厂价格也加快上升。出厂价格指数和原材料购进价格指数分别为 56.5 和 62.6，比上月分别上升 3.3、3.8 个百分点，也均为年内高点。11 月以来疫苗研发利好频传、美国大选不确定性降低下原油等大宗商品价格明显回升，或有带动 PPI 回升。

图 3. 11 月制造业 PMI 上升



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 4. 主要分类指数改善



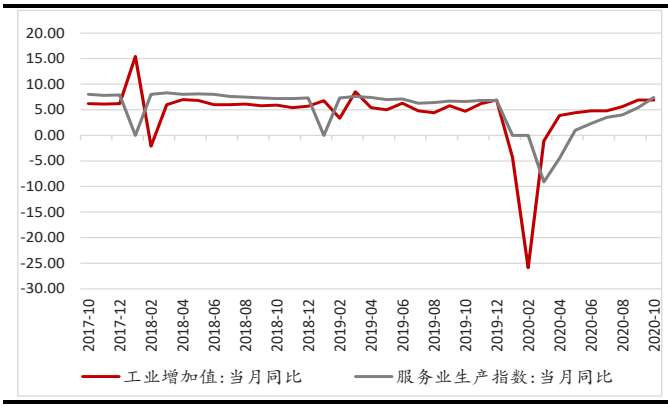
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.2 生产维持较高增速，利润继续回升

10 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速与 9 月持平，明显超市场预期，除了需求恢复拉动外去年低基数也是部分原因；1-10 月工业增加值累计同比增 1.8%（+0.6%）。分门类看，10 月采矿业增加值同比增长 3.5%（+1.3%）；制造业增长 7.5%（-0.1%），继续保持较高增速；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.0%（-0.5%）；制造业生产继续保持较高增长速度，且汽车制造、地产及出口相关产业链表现相对较好。10 月工业利润同比增 28.2%（+18.1%），累计增速年内首次转正。主要因去年同期基数较低、本月投资收益增加等，剔除低基数因素大体与上月相当；其中制造业利润累计同比增 4.2%（+3.1%），连续两个月实现累计正增长。总体看，工业企业利润稳定恢复态势进一步巩固，但同时工业企业应收账款增速上升，企业经营压力有所增加。

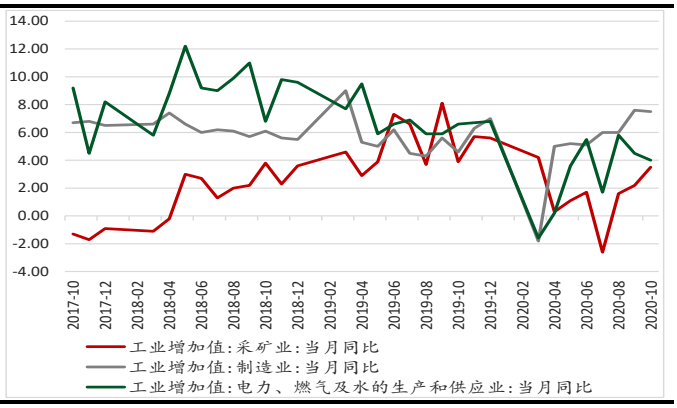
10 月服务业生产指数同比增长 7.4%，比 9 月份上升 2.0 个百分点，单月增速基本已恢复疫前水平，但累计同比仍下降 1.6%;从主要行业看,房地产业,交通运输、仓储和邮政业,其他服务业生产指数同比分别增长 9.9%、9.2%、8.4%，租赁和商务服务业生产指数年内首次由负转正，住宿和餐饮业生产指数降幅继续收窄。一方面，从制造业 PMI 指数来看，11 月生产分项上行至 54.7；另一方面，当前需求侧投资、出口增速均保持较高位置，消费也有望进一步恢复，因此工业及服务业生产均有望维持较高增速区间。

图 5. 10 月工业增加值持续高增



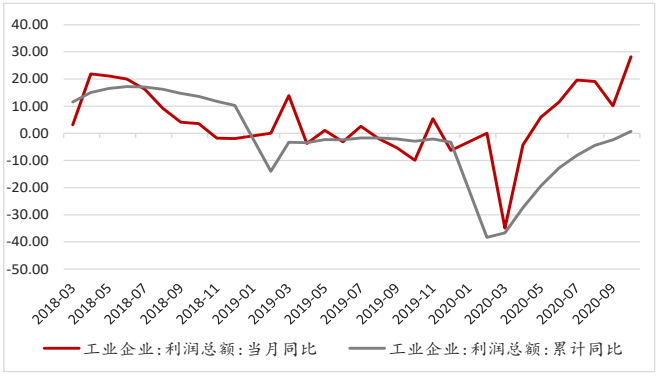
数据来源：Wind,中财期货研究院

图 6. 制造业增速仍高达 7.5%



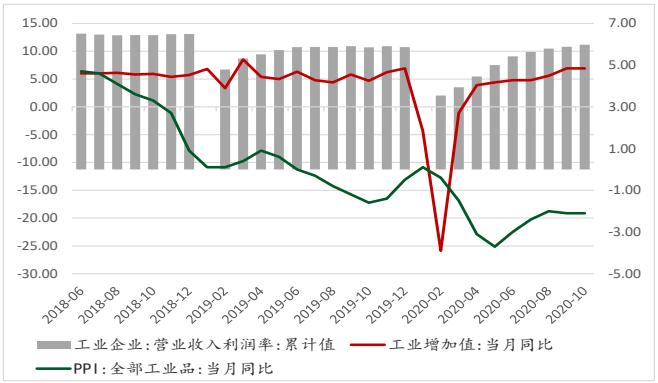
数据来源：Wind,中财期货研究院

图 7. 10 月工业利润增速再创新高



数据来源：Wind,中财期货研究院

图 8. 生产及利润率继续走高



数据来源：Wind,中财期货研究院

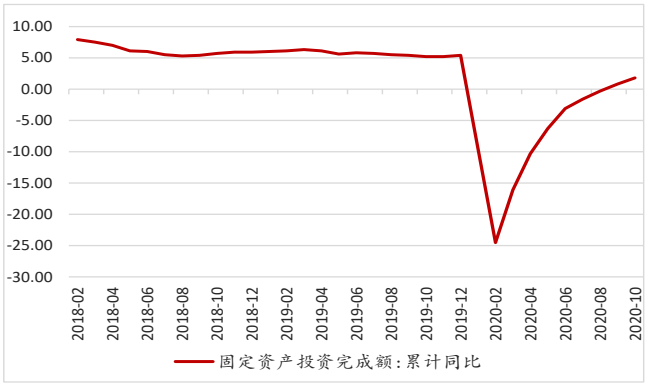
2.3 投资：房地产、制造业及基建单月均回升

1-10 月固定资产投资同比增长 1.8%（+1.0%），继续回升，累计增速继续上升；其中民间固定资产投资同比下降 0.7%（+0.8%），累计增速仍旧为负，恢复仍慢于整体投资增速。三大领域中，房地产增速超预期继续上扬，制造业、基建投资单月均回升：房地产开发投资增长 6.3%（+0.7%），制造业投资-5.3%（+1.2%），基建投资（狭义）同比增长 0.7%（+0.5%），广义基建则增长 3.0%（+0.6%）。从当月增速来看，制造业投资增速约为 3.7%，连续三个月单月增速为正，考虑去年 10 月基数不低，制造业投资表现不错；房地产投资增速为 12.7%（+0.7%），继续高位；10 月地产销售增速上升至 15.3%，新开工、施工单月增速分别为 3.5%、-1.9%，较上月回升明显；或是房地产投资维持韧性的重要因素。广义基建投资增速约为 7.3%，较上月上升 2.5 个百分点，狭义基建单月增速大幅下行至 4.4%（+1.2%）；因去年 10 月低基数。

向前展望，我们认为投资仍将保持韧性。11 月建筑业 PMI 仍然超预期上行，因此房地产、基建投资仍将保持较高增速，且短期看房地产投资仍将优于基建； 11 月高频数据显示地产销售仍将保持两位数以上、维持在高

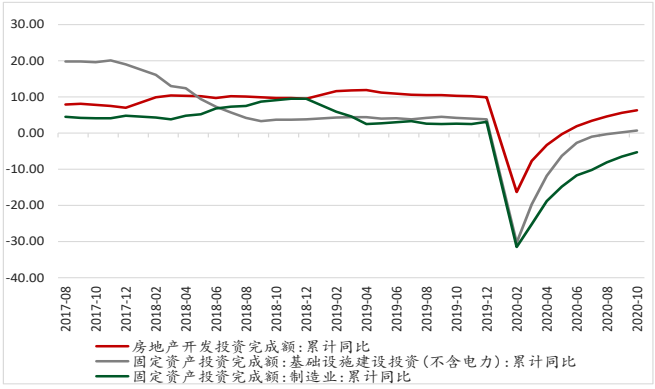
位；需求拉动下制造业盈利持续改善、且年内制造业中长期贷款保持较高增速。制造业环比增速有望保持强劲但 12 月同比改善面临高基数阻力，年内可能还难以摆脱全年负增长局面。对于房地产投资我们仍旧认为处于逐渐筑顶过程，由于经济逐级改善、明年经济指标大概率低基数反弹，政策重心从稳增长切换到防风险，货币政策易紧难松，且中长期房住不炒基调仍在，房地产投资难言乐观。基建由于近期专项债用作资本金的比例不高、棚改分流等略低于市场预期，但今年财政预算支出进度偏慢，或为年末基建小幅反弹提供了可能性，明年基建逆周期力量或偏平稳。

图 9. 固定资产投资累计增长 1.8%



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 10. 房地产、制造业及基建单月均回升



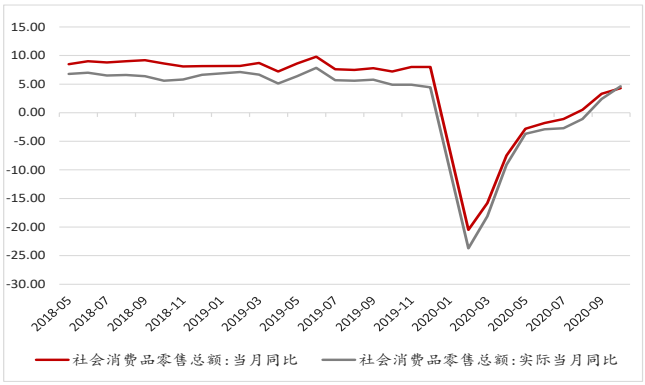
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.4 消费：CPI 通缩拖累名义表现

10 月社会消费品零售总额同比增长 4.3%，高于上月 1.0 个百分点，实际增长 4.6%，高于上月 2.2 个百分点；但环比增 0.68%，不及市场预期。10 月 CPI 同比只有 0.5%，消费品通缩使得消费名义增速被低估；实际增速表现不差，高于疫情前的 2019 年 12 月增速（4.5%）。汽车销售则为 12.0%，连续四个月在 11%以上的高增长区间；服装鞋帽、化妆品等同比增速也均为两位数，而石油制品类为最大拖累，同比仅-11.0%。10 月商品零售同比增长 4.8%（+0.7%）；餐饮收入同比增长 0.8%（+3.7%），为今年 2 月以来首次转正；实物商品网上零售额占社零的比重，继续下滑到 24.2%（-0.1%），说明疫情防控对于消费的拖累减弱，驱动服务消费和线下消费加速回暖。

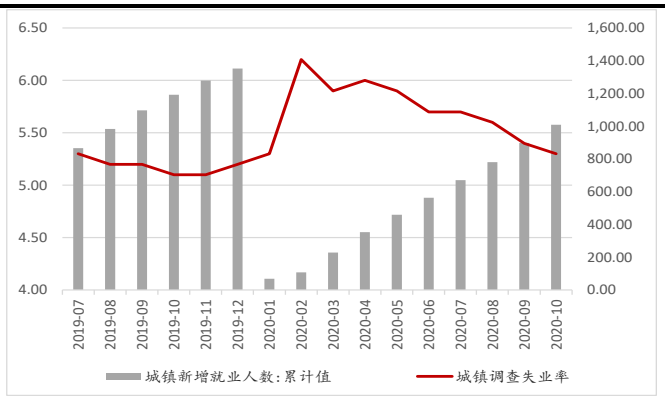
10 月全国城镇调查失业率为 5.3%（-0.1%），与今年 1 月持平；25-59 岁人口调查失业率为 4.8%（+0.0%），仍略高于疫情前。全国城镇新增就业 1009 万人，提前完成全年目标任务，失业压力大幅减轻。这意味就业问题对于宏观政策的掣肘也在减弱。前三季度全国居民人均可支配收入同比增长 3.9%，人均消费支出同比下降 3.5%，消费支出修复明显慢于收入。我们认为年内消费仍将维持回升趋势，但秋冬疫情防控压力、就业及收入恢复状况仍将一定程度制约消费恢复的高度，此外 CPI 下行年内或将持续也意味着名义消费增速可能会被继续低估。

图 11. 10 月社零同比增长 4.3%



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 12. 10 月全国城镇调查失业率为 5.3%

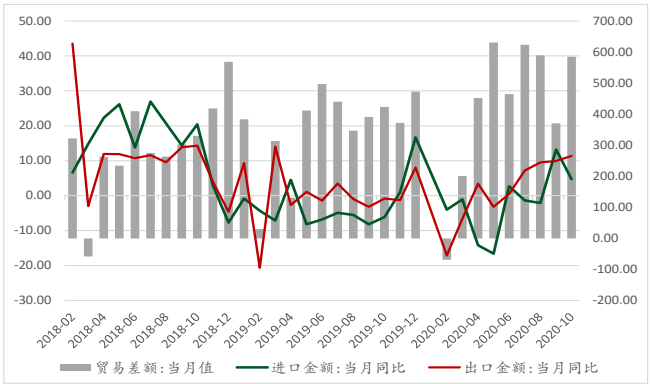


数据来源：Wind，中财期货研究院

2.5 贸易：出口再创新高

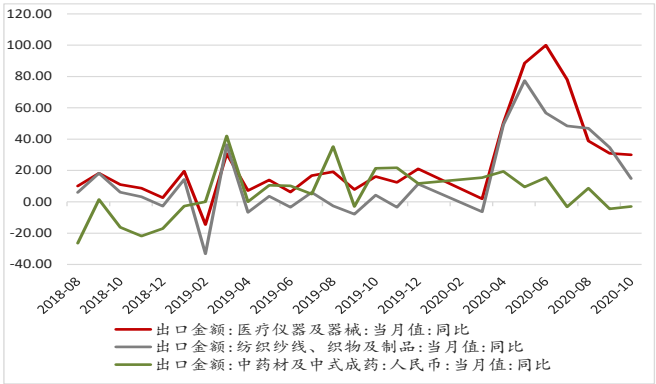
按美元计价，10 月出口同比+11.4%（前值+9.9%）；进口同比+4.7%（前值+13.2%）；贸易顺差 584.4 亿美元（前值 370 亿美元）。10 月出口延续高景气源于海外供需缺口仍高企，劳动密集型产品、车辆等消费品出口需求持续提升；高新技术及机电产品方面出口维持较高增速；防疫物资持续回落。10 月进口增速低于预期，主因高新技术产品与机电产品工业品需求较 9 月显著回落及能源价格回落继续对进口形成拖累。预计年内出口将持续具有韧性，2021 年出口的弹性取决于供给替代下降和海外需求回升的博弈：海外疫苗大规模接种前防疫物资仍具有一定韧性；短期欧美疫情高企供给替代逻辑仍在，尤其是欧洲部分国家重返封锁，整体利好我国出口份额替代；外部政策经济环境则从需求角度支撑出口，欧央行面对疫情反弹 12 月份加码刺激基本落定，美国方面财政刺激仍有望出台；明年疫苗接种后海外需求有望共振修复，对我国出口端形成拉动，但同时供给替代份额及防疫物资动能下降，最终 2021 年出口的弹性取决于二者的博弈。

图 13. 10 月出口维持高景气



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 14. 防疫物资增速回落



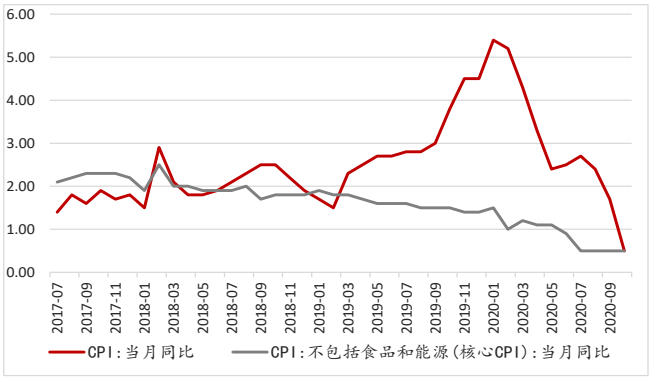
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.6 物价：CPI 回落，PPI 持平

10 月 CPI 同比涨 0.5%，较 9 月回落 1.2 个百分点；核心 CPI 同比 0.5%，与上月持平；整体来看，猪周期下行下及去年同期高基数、年底翘尾因素大幅下滑是 10 月 CPI 同比大幅下滑的主要因素。10 月 CPI 食品同比 2.2%，较 9 月回落 5.7 个百分点，是拉低 10 月 CPI 大幅回落的主要因素；CPI 非食品同比 0%（-0.1%），除交通通信

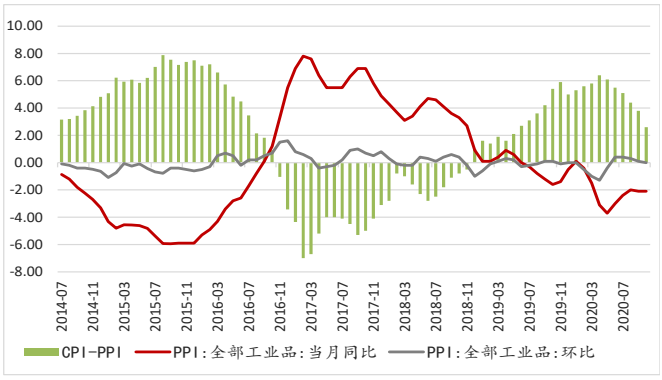
外，衣着、居住、文娱、医疗及生活服务等分项同比均较上月改善，反映线下及终端消费改善。此外，10 月 CPI 服务同比为 0.3%，较上月继续回升。10 月工业生产价格总体平稳：PPI 同比降 2.1%，环比则与上月持平；分项看，PPI 生产资料同比-2.7%、环比 0.1%，生活资料同比-0.5%、环比-0.1%，消费品价格走弱是 PPI 同比较弱的主要因素；同时生产资料同比也仅比上月反弹 0.1 个百分点，受国际原油价格震荡下行影响，石油开采及石油加工相关行业降幅扩大。11 月以来食品价格下降将带动 CPI 同比下行至负区间，但在需求转好下核心 CPI 及服务 CPI 有望上行；年末春节备货或导致 CPI 短期震荡。由于宏观方面进出口和投资都表现不弱，且疫苗利好下 11 月国际油价上行，PPI 同比有望重新回升。

图 15. 10 月 CPI 同比超预期下降



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 16. 10 月 PPI 同比亦不及预期

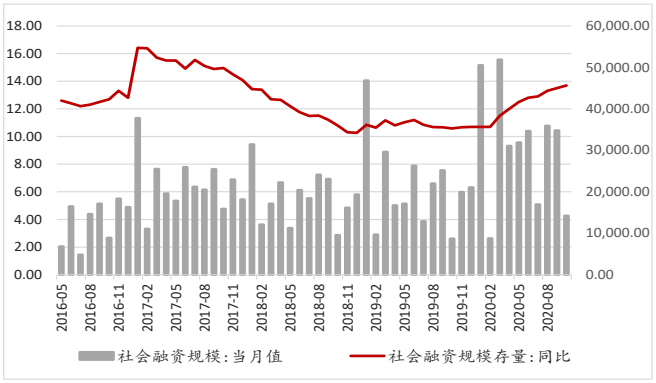


数据来源：Wind，中财期货研究院

2.7 金融数据

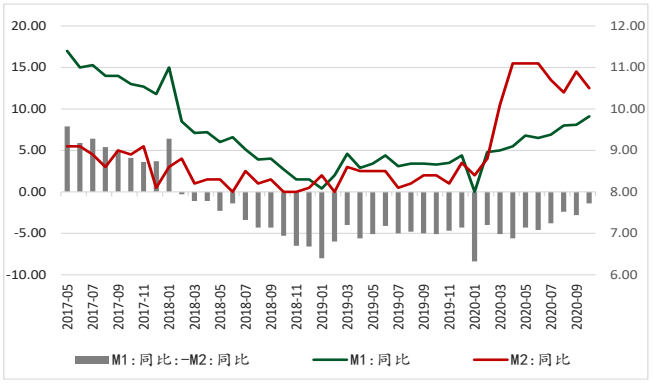
10 月新增社会融资规模 1.42 万亿元，较前值大幅下滑，但同比仍然多增 5520 亿元；10 月社融存量同比增长 13.7%，比上月高 0.2 个百分点。政府债券和一般贷款仍然是拉动社融同比多增的主要分项：10 月扣除票据的一般贷款同比多增了 2531 亿元，政府债券同比多增 3060 亿元。中长期信贷投放仍偏强，票据融资和短贷偏弱：10 月投资改善下新增企业中长期贷款 4113 亿元，同比仍多增 1897 亿元；居民端新增中长期贷款 4059 亿元，同比多增 472 亿元，因地产销售仍热。10 月 M1 同比 9.1%，较上月提高 1.0 个百分点，或表明经济活力上升；M2 同比 10.5%，符合预期，较上月回落 0.4 个百分点，或与当月贷款增速回落及财政存款增加有关；M2 与 M1 剪刀差收窄。预计 11 月新增社融仍将维持同比多增，政府债券及贷款将仍高于去年同期形成支撑，尤其是长期贷款或仍好于去年同期；而企业债、非标净融资或同比减少。企业生产向好、地产销售不弱下 M1 将继续上行，而 M2 大概率基本持平。

图 17. 10 月社融存量同比增速高于上月



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 18. M1 同比回升、M2 回落



数据来源：Wind，中财期货研究院

三、政策端：流动性投放加大，财政支出加速

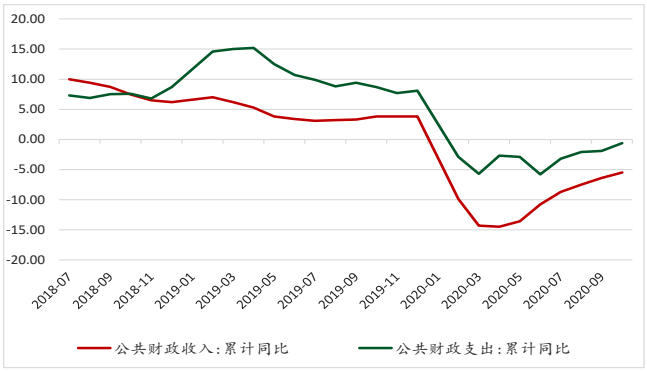
3.1 货币端：利率不变但流动性投放加大

11 月 16 日央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，11 月 16 日人民银行开展 8000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，为连续第四个月超额续作；11 月 20 日 1 年期 LPR 报 3.85%，5 年期报 4.65%，均与上月持平并连续第七个月维持不变，符合市场预期。11 月 30 日央行开展 2000 亿元中期借贷便利（MLF）操作和 1500 亿元逆回购操作，其中新作 2000 亿元 MLF 超市场预期；此外人民银行将于 12 月 15 日开展中期借贷便利（MLF）操作。央行最近增加流动性投放，一方面是为了应对最近信用违约事件的流动性冲击、平熨流动性的波动；另一方面也可以一定程度缓解银行负债端的压力。由于近期信用风险事件冲击，短期货币政策对于维稳有所侧重，维持流动性合理充裕、相对平稳或是常态。中期来看，基本面渐进修复下，货币政策逆周期色彩淡化，防风险和控杠杆重要性提升：央行在三季度货币政策执行报告中再提“坚决不让局部风险发展成系统性风险”；郭树清书记近日发表文章表示房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”，对于房地产行业杠杆或呈偏抑制态度，明年房地产增速中枢或有所下行；对金融科技巨头的发展也表示要“防风险、防垄断”，防止过度加杠杆。

3.2 财政：收入放缓、支出加快

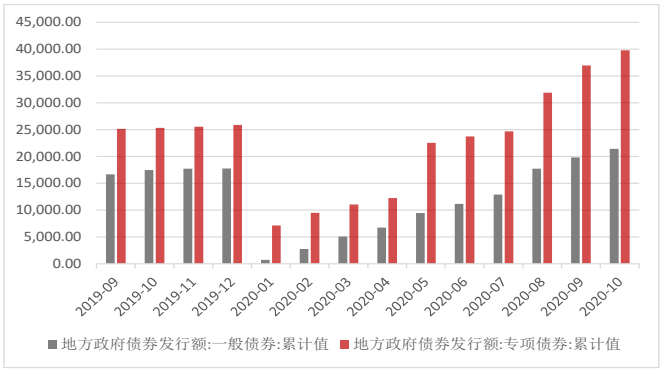
10 月一般公共预算收入同比增长 3%，较 9 月增速 4.5%放缓。税收收入增速从 9 月 8.2%进一步加快至 10 月 11.2%；土地出让收入同比增长 9.2%，较 9 月同比增速 18.7%回落，9 月以来房地产融资政策收紧影响到土地收入。10 月一般公共预算支出同比增长 19%，增速较 9 月-1.1%大幅回升；总体而言，财政对基建投资支持力度加大，公共设施管理业投资增速明显加快。从季节性来看，年底财政收入下降，财政支出可能加快继续支持基建投资增长；但随着经济逐步回归常态，2021 年财政宽松力度可能边际减弱。

图 19. 财政支出回升



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 20. 专项债发行放缓



数据来源：Wind，中财期货研究院

3.3 其他

11 月 15 日区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）在东亚合作领导人系列会议期间正式签署，为世界上人口数量最多、成员结构最多元、发展潜力最大的自贸区。RCEP 覆盖全球近三分之一经济产出，包括东盟的 10 个成员国以及澳大利亚、中国、日本、新西兰和韩国。旨在削减关税及非关税壁垒，扩大贸易和投资自由化、便利化程度，建立一个统一市场的自由贸易协定；涉及中小企业、投资、经济技术合作、货物和服务贸易等 10 多个领域；此外还纳入了电子商务等多种新的贸易形式。RCEP 签署是东亚区域经济一体化也是我国多边贸易谈判进程的重大里程碑，有助于推动我国的“双循环”发展和进出口贸易增长；或一定程度削弱美国的地区影响力。11 月习主席与默克尔通话表示愿推动中欧投资协定谈判，王毅与日、韩外长分别达成积极推进中日韩自贸协定谈判进程、共同推动区域全面经济伙伴关系协定尽快生效的共识。但需警惕拜登上台后回归传统的外交及贸易政策对我国贸易谈判及贸易格局可能产生的不利影响。

四、流动性及信用债跟踪

4.1 流动性跟踪

本月信用债违约事件造成流动性阶段性紧张、利率上升，信用利差上升；之后监管开始表态稳定市场情绪并加大流动性投放，11 月 16 日-20 日央行净投放 3500 亿；流动性及信用恶化趋势暂停。

图 21. 信用利差

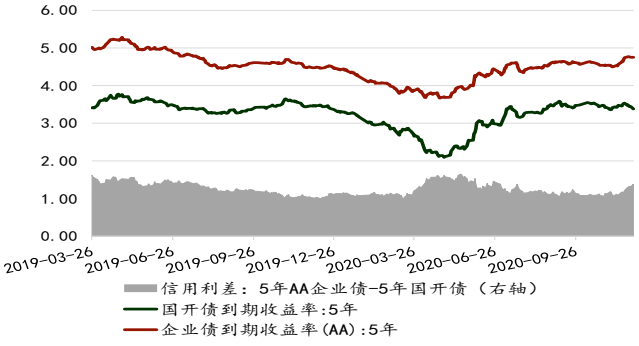


图 22. 利率

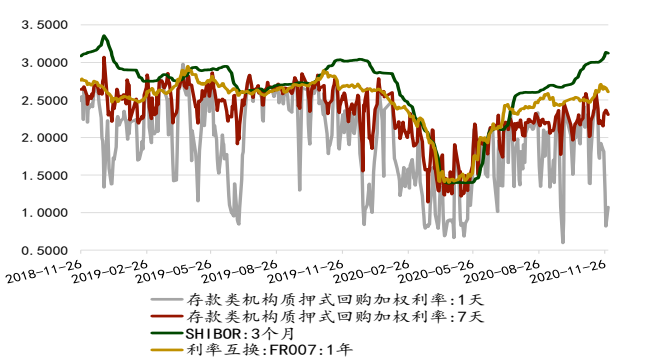
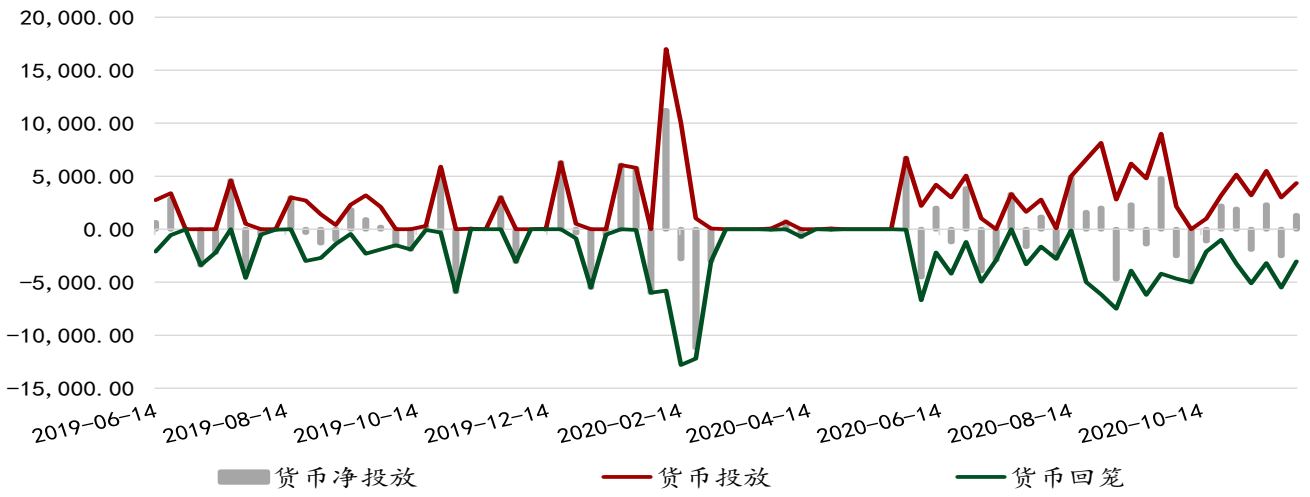


图 23. 公开市场操作

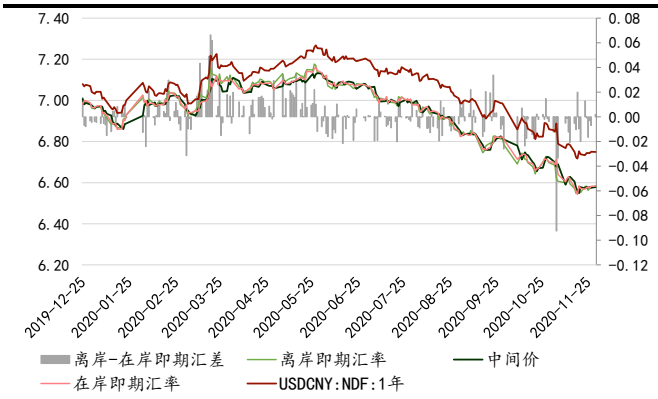


数据来源： Wind、中财期货研究院

4.2 人民币汇率：先升值后震荡

11 月份人民币兑美元汇率走势呈现先升值后震荡态势。具体来看，11 月 30 日，人民币兑美元中间价汇率为 6.5782，相比 10 月底的 6.7232，变动 1450 个 BP，升值幅度为 2.16%；人民币兑美元即期汇率为 6.5827，相比 10 月底的 6.7002，变动 1175 个 BP，升值幅度为 1.75%。11 月份美元指数走弱，由 10 月底的 94.02 下行到 11 月底的 92.03，贬值幅度为 2.11%。11 月人民币走强、美元指数走弱，人民币升值幅度大致与美元指数的贬值幅度持平。11 月下旬人民币震荡或与疫苗研发利好提升海外经济增长预期有关，中期基本面对于人民币升值或仍有支撑，且单边升值可能触发央行调控措施。

图 24. 人民币兑美元汇率



数据来源： Wind、中财期货研究院

图 25. 人民币汇率指数



数据来源： Wind、中财期货研究院

4.3 信用债违约统计

11 月信用债违约个数及金额均较 10 月上升，较上年 11 月上升。行业分布相对分散，主要为电力、电子元件、建筑与工程等；违约类型主要为未按时兑付本息及未按时兑付利息等；主要为民营企业，同时国企违约个数和金额较往年明显上升，并且在违约过程中一度出现“逃废债”现象，一定程度打破了国企信仰。近期永煤控股等违约事件导致部分相关债券遭抛售及市场阶段性流动性紧张，并且企业 11 月信用债融资受到一定不利影

响。之后监管开始表态稳定市场情绪并加大流动性投放，最重要的表态是 11 月 21 日，金稳会要求严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益；流动性及信用恶化趋势暂停。

表 2.11 月信用债违约统计

2019 及 2020 年 11 月信用债违约统计（实质违约）							
总量统计		违约只数		违约金额（亿元）		首次违约只数	
		2019 年	2020 年	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
		11	16	100.85	151.73	4	5
所属行业	白银	1		6.85		1	
	百货商店	1		5			
	电力		2		24		
	电子元件	2	2	30	30	1	
	多元化工	1	1	5	5		
	服装、服饰与奢侈品	2	1	10	5	2	
	贵金属与矿石		1		1		1
	互联网软件与服务		1		14		
	建筑与工程		2		12		2
	煤炭与消费用燃料	2	2	24	20		1
	水务		1		5		
	通信设备		1		13		1
	综合类行业	2	2	20	22.73		
企业性质	民营企业	10	11	90.85	99.73	4	3
	中央国有企业		2		27		1
	地方国有企业		2		20		1
	其他	1	1	10	5		
违约类型	触发交叉违约		2		20		1
	未按时兑付本息	3	7	21.85	65.73	2	2
	未按时兑付回售款和利息	1	2	22	12	1	2
	未按时兑付利息	7	5	57	54	1	

数据来源： Wind，中财期货研究院

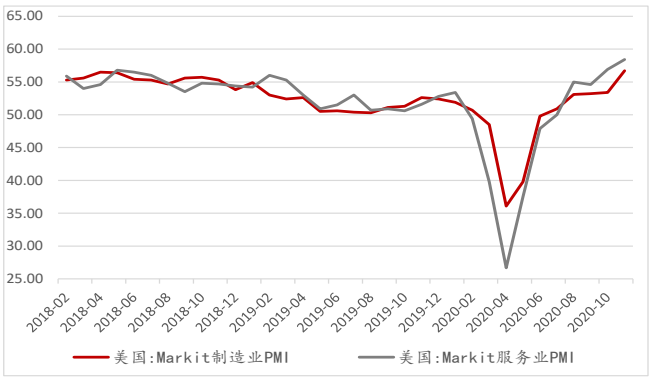
五、海外宏观

综合来看，11 月二次疫情仍为海外经济增长主要扰动项，其中对欧洲影响大于美国；欧洲封锁措施短期对于经济尤其是服务业虽然有一定利空，但相对影响有限、低于市场的预期及第一波疫情期间封锁影响，且欧洲新增确诊得到一定控制。11 月疫苗研发利好频现，市场对于疫苗提前量产分发比较乐观，多类工业品的价格上涨体现了全球经济复苏预期回暖。在疫苗大批分发之前，疫情仍对欧美的经济复苏造成一定扰动；若疫苗实现量产并推动欧美经济重启，美欧经济复苏及通胀分化有望逐渐收敛。

5.1 经济

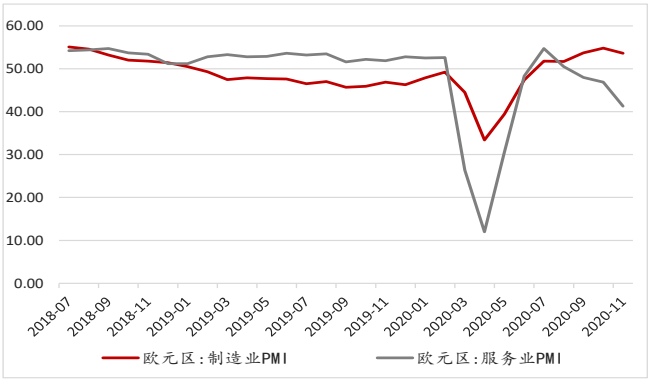
经济：美国好于欧元区。美国 11 月 Markit 制造业 PMI 上扬至 56.7，服务业 PMI 上升至 58.4，均连续第五个月扩张；11 月 ISM 制造业及非制造业 PMI 则分别小幅下滑至 57.5、55.9，仍在较高景气区间。整体来看，尽管美国第三波疫情持续处于高位，但由于其防控措施严格程度低于欧元区，暂时经济扩张状况好于欧元区，但近期随着美国疫情不断恶化更多州采取防疫措施，短期或对经济仍有影响。欧元区 11 月制造业 PMI 53.8，略超预期，尽管较上月有所下降但仍大幅高于荣枯线，表明欧元区制造业继续修复；服务业 PMI 41.7，低于预期且较前值 46.9 继续大幅下降，主要因欧元区疫情反弹、多个国家采取相对较严格的防疫措施，对经济复苏尤其是服务业产生显著负面影响；欧元区 11 月综合 PMI 则为 45.1，落入荣枯线以下。欧洲主要国家中，德英 11 月制造业 PMI 均持续线上、法国则落入荣枯线以下，服务业 PMI 主要国家则均落入线下。

图 26. 美国 11 月 PMI 继续上升



数据来源：Wind，中财期货研究院

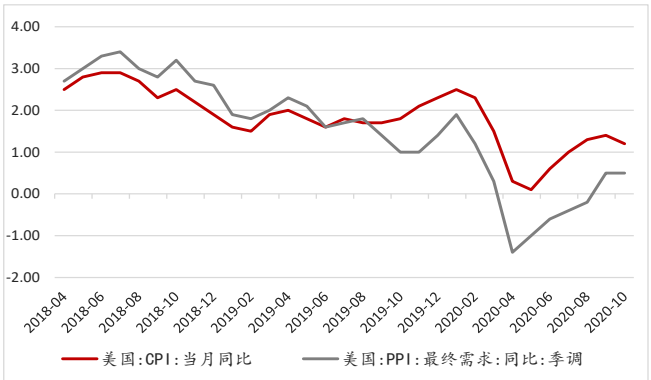
图 27. 欧元区 11 月 PMI 持续分化



数据来源：Wind，中财期货研究院

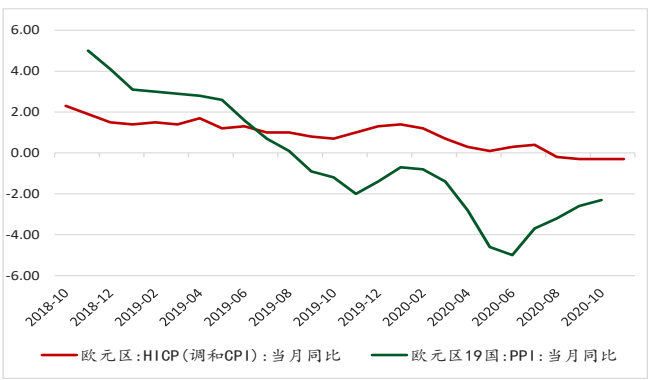
通胀：美欧仍分化。美国 10 月 CPI 同比增长 1.2%，增速低于预期值和前值；核心 CPI 同比 1.6%，也低于预期；或因受油价下跌、医疗成本和服装价格下降影响。10 月 PPI 同比上涨 0.5%，持平于 9 月，核心 PPI 同比上涨 1.1%，较上月回落，整体亦不及预期。由于疫情反弹及财政刺激放缓，10 月美国通胀增长放慢；但 11 月以来疫苗利好推升通胀预期，11 月美国通胀有望重回反弹通道。欧元区 11 月 HICP 同比仍在-0.3%的低位徘徊，10 月 PPI 也仅为-2%，表明了疫情的通缩影响。基于此，市场预计欧央行年底前将宣布追加约 4000 亿欧元左右的资产购买计划。欧央行今年也开启了对货币政策框架包括通胀目标的审查，将允许通胀超调以提高预期。

图 28. 美国 10 月 CPI 同比回落



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 29. 欧元区通胀低于预期

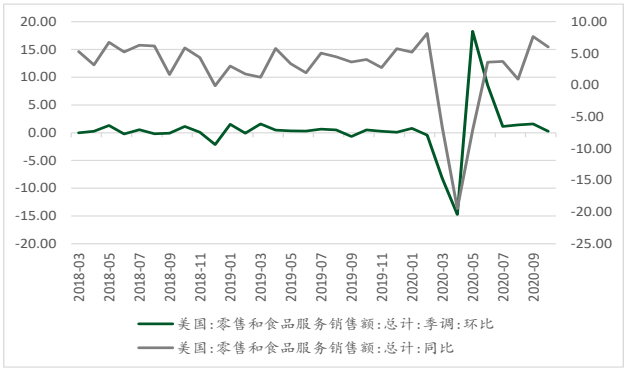


数据来源：Wind，中财期货研究院

美国 10 月零售销售数据，环比录得为 0.3%，增速为六个月来最低，预期值为 0.5%，前值由 1.90%下修至 1.6%。这表明消费者在疫情加剧和联邦政府缺乏新的刺激措施的情况下开始较低支出。零售销售报告显示：13 个主要零售业类别中有 8 个出现下滑，主要是服装、体育用品和爱好商店。占美国经济三分之二的消费者支出势头减弱，表明经济增长可能会进一步放缓。11 月和 12 月情况可能会更加严重，因为各州和各大城市将重新实施限制措施。

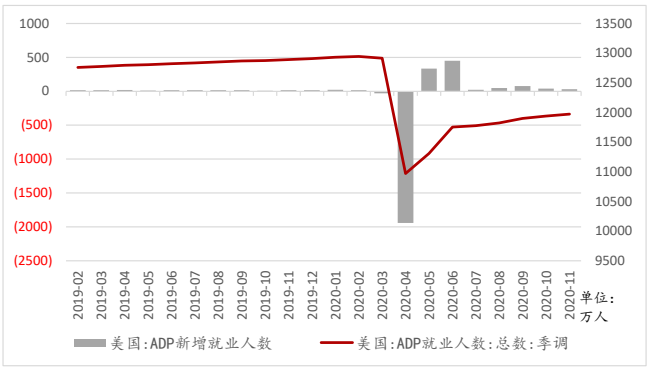
就业复苏放缓。美国 11 月 ADP 就业人数增加 30.7 万人，低于市场预期；11 月 28 日当周初请失业金人数 71.2 万人，连续七周处于 70-80 万区间。表明随着第三波疫情持续高位以及部分州开始实施限制措施，劳动力市场复苏动能放缓。市场将更多目光聚焦在美国财政政策及 12 月 FOMC 会议可能出台的宽松政策上。

图 30. 美国零售数据不及预期



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 31. 美国 11 月就业市场改善继续放缓



数据来源：Wind，中财期货研究院

5.2 政策

11 月 23 日美国总务署通知拜登开始交接，尽管特朗普仍在诉讼，**但拜登成为下一任总统已为大概率事件。**拜登政府的施政方针可能与特朗普有较大差别。对内政策方面，拜登希望实施较大规模的财政支出刺激；但同时，其也希望提高企业所得税以及高收入人群所得税税率。当然，如共和党掌握参议院可能对这些政策推进形成一定约束。对外政策方面，拜登可能改变特朗普“美国优先”导向，回归传统外交理念。这一情形下，美国可能寻求重塑其全球领导地位，增强国际合作，减少单边制裁。如此，美国与传统盟友关系可能改善，中美关系也有希望边际缓和；但对中国与其他国家的经贸关系却未必是利好。

12 月 1 日**美国两党议员提议 9080 亿美元刺激方案。**支出较高的措施包括 2880 亿美元用于小企业援助，为失业救济分配 1800 亿美元，并向州和地方政府提供 1600 亿美元。这项刺激提案的规模低于 9 月民主党人在众议院通过的逾 2 万亿美元的刺激方案，但高于参议院共和党人差不多同时提出的 5000 亿美元刺激计划。众议院议长佩洛西（民主党）表示，最近的 9080 亿美元两党提案“应该被用作立即进行两党，两院谈判的基础”。虽然她在发言中还说，应该对这项提议作出改进，但这仍然是一项重大的立场改变。共和党国麦康纳尔周四称，国会两党达成新一轮经济刺激协议“指日可待”。由于两党均有让步，年底达成刺激概率升高。

近期美国财政部致信美联储，**要求在今年 12 月 31 日到期后，对美联储大部分信贷工具停止支持**；美联储虽表示不赞同但回复将遵从财政部决定；在疫情恶化经济复苏面临的不确定加大背景下此项决定令市场感到担忧。财政部因此可以获得 4550 亿美元资金可使用；尽管结束使用直接影响有限，但在当前不确定环境下撤除部分工具可能增加金融市场脆弱性。

美联储 11 月议息会议按兵不动。11 月 6 日美联储公布了 11 月 FOMC 议息会议决议。美联储此次会议上按兵不动，维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25%不变，维持每月 1200 亿美元的资产购买节奏不变，与市场的预期一致。此外会议纪要显示多名官员讨论增强购债指引。当前新一轮疫情反弹给复工进展及短期经济增长蒙上阴影，此次反弹核心的中西部各州仍未采取较大规模封锁和防控措施，基于此鲍威尔依然强调财政刺激的重要性。若财政政策及联储信贷工具退出过快且财政政策不能尽快达成协议，美联储将被动承担托底角色、美联储 12 月 FOMC 会议加码宽松概率进一步上升，或增加资产购买额度或延长购买期限。

前美联储主席耶伦将出任财政部长。从历史上来看，耶伦在两党接受度较高，其提名在参议院通过的概率也较高。2014 年出任美联储主席后，在 2015-16 年只加息一次，反映了耶伦偏鸽派的风格。今年疫情发生后，耶伦曾多次在公开场合对美联储在疫情期间实行的货币宽松政策表示肯定，同时呼吁财政政策起到关键作用，一定程度反映了耶伦对于当前美国财政货币政策的立场。耶伦一旦就任财政部长，大概率会倾向发挥财政政策的作用进一步改善就业市场。此外，耶伦前美联储主席的身份还意味着若担任财政部长，财政政策与货币政策配合将更加默契；上周美国财政部要求停止部分抗疫紧急贷款工具，而尽管鲍威尔认为这些工具应该继续发挥作用但还是表示会按财政部要求退还未使用资金，这一定程度反映了财政部和美联储政策方面的分歧；若耶伦上任或将从财政方面给予美联储更多支持。

欧央行 12 月有望加码宽松，拉加德暗示瞄准 PEPP 和 TLTRO。欧洲央行行长拉加德表示，将把下一波刺激计划的重点放在大流行紧急购买计划（PEPP）和长期贷款上，实际上排除了通过降息来提振经济的可能性。市场普遍预计欧洲央行将在 12 月的会议上增加并延长其 1.35 万亿欧元的 PEPP 计划，预计扩大 5000 亿欧元，期限延长到明年末，并且将 PEPP 再投资期限延长至 2023 年。欧洲央行还可能修改 TLTRO 的条款或准备金豁免乘数，以抵消更高的超额流动性规模对银行的副作用。

欧盟 1.8 万亿欧元预算和刺激措施再遇阻碍。欧盟众多谈判员 11 月 10 日围绕 1.8 万亿欧元的财政预算达成协议，但 16 日匈牙利和波兰两国对此进行了否决，欧盟复苏计划再遇阻碍。该项为期 7 年的预算不仅需要成员国的一致同意，还需要赢得欧洲议会和理事会支持，才能够真正形成预算案法律文本；欧盟委员会预计，该复苏计划可以在未来数年给欧盟经济带来 2.0%的增长贡献。

其他：1）英国央行 QE 加码 1500 亿英镑，因二轮封锁可能使英国面临 W 型复苏。英国央行公布利率决议，央行利率决定维持 0.10%不变，将政府债券购买规模上调 1500 亿英镑至 8750 亿英镑，同时一致维持企业债购买规模在 200 亿英镑不变，总 QE 总规模为 8950 亿英镑，高于预期。**2）澳洲联储下调利率，并宣布了一项新的债券购买计划**，以确保目前刚摆脱封锁的澳大利亚经济迅速复苏。澳洲联储将官方现金利率（基准利率）以及 3 年期国债收益率目标，均从 0.25%下调至 0.1%，符合市场预期；商业银行在央行的存款利率也降至零。还将实施新一轮 QE 计划，规模为 1000 亿澳元，并准备购买任何数量的债券以达到 3 年期控制目标。同时澳洲联储主席 Philip Lowe 表示，仍然不考虑负利率。**3）新西兰央行推出新借贷便利工具，为负利率政策打开大门。**新西兰央行推出贷款换融资（FLF，类似于欧央行的 LTRO 和中国央行的 MLF）计划，将在数周内开始向银行提供低息贷款，以进一步降低借贷成本，支持经济从疫情中复苏；维持基准利率在 0.25%不变，符合市场预期；并将继续实施规模高达 1000 亿新元的大规模资产购买（LSAP）计划。会议记录显示，银行体系有望在年底前为负利率做好操作准备。

六、全球大类资产表现

图 32. 国内大类资产涨跌幅（%）

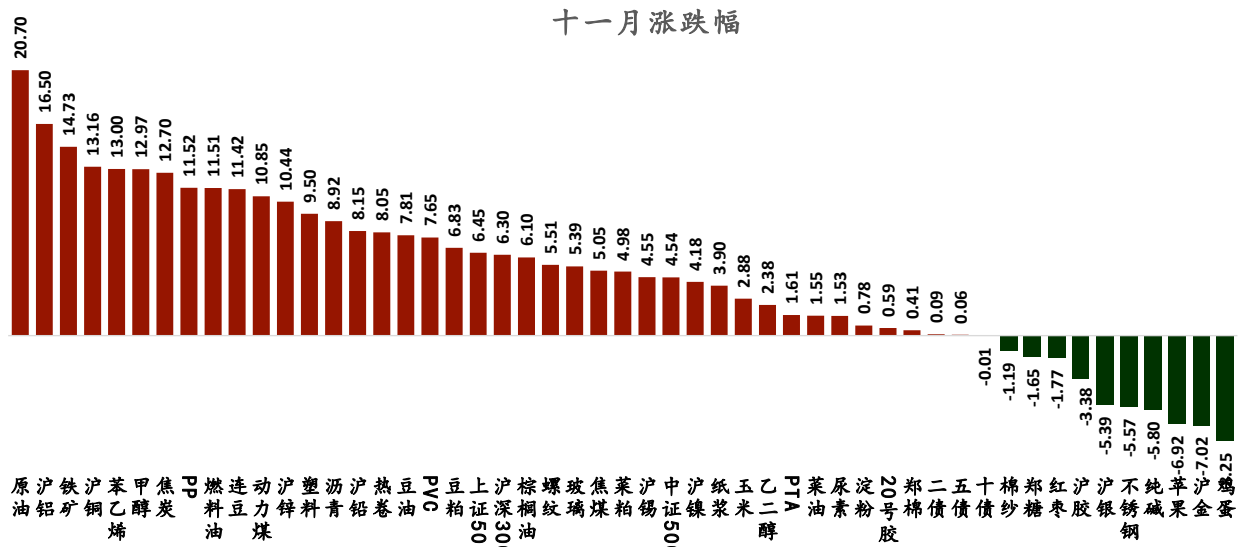


图 33. 文华指数涨跌幅（%）

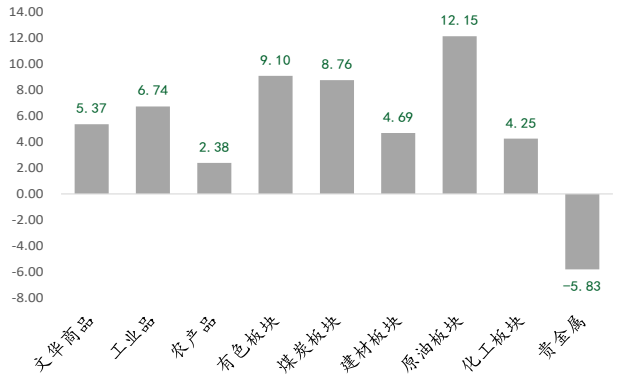


图 34. 全球主要货币兑美元（%）

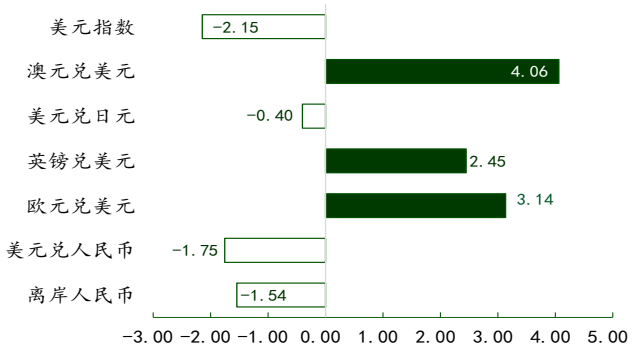


图 35. 全球股指涨跌幅（%）

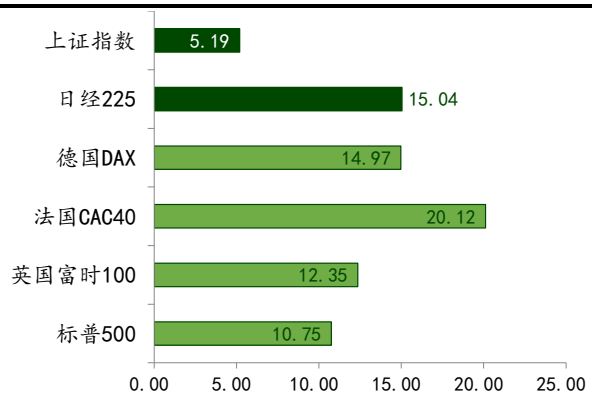
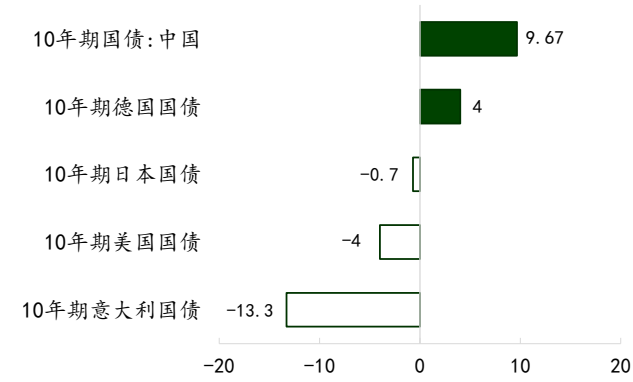


图 36. 全球债市涨跌点数（bp）



数据来源： Wind、中财期货研究院

七、十二月经济数据日历

	日期	国家	数据/事件	时间	前值	预期
第一周	2020/12/1	欧盟	11 月欧元区:制造业 PMI	17:00	54.8	53.6
		美国	11 月制造业 PMI	23:00	59.3	--
	2020/12/2	欧盟	10 月欧盟:PPI:同比(%)	18:00	-2.2	--
			10 月欧元区:失业率:季调(%)	18:00	8.3	8.4
	2020/12/3	美国	11 月 ADP 就业人数:环比:季调(%)	21:15	0.3	--
			11 月非制造业 PMI	23:00	56.6	--
	2020/12/4		11 月失业率:季调(%)	21:30	6.9	--
			11 月新增非农就业人数:季调(千人)	21:30	638	--
			10 月全部制造业:新增订单(百万美元)	23:00	491635	--
第二周	2020/12/7	中国	11 月外汇储备(亿美元)	待定	31280	--
	2020/12/8	欧盟	12 月欧元区:ZEW 经济景气指数	18:00	32.8	--
			第三季度欧元区:实际 GDP(终值)同比	0.75	-14.8	-15.0
	2020/12/9	中国	11 月 CPI:同比(%)	9:30	0.5	0.3
			11 月 PPI:同比(%)	9:30	-2.1	-1.4
			11 月 M1:同比(%)	待定	9.1	--
			11 月 M2:同比(%)	待定	10.5	10.5
	2020/12/10		11 月社会融资规模:当月值(亿元)	待定	14200	--
			11 月新增人民币贷款(亿元)	待定	6898	15000
		美国	11 月 CPI:同比(%)	21:30	1.2	--
		欧盟	12 月欧洲央行公布利率决议	21:45		
	2020/12/11	德国	11 月 CPI:同比(%)	15:00	-0.2	-0.2
		美国	11 月 PPI:最终需求:同比:季调(%)	21:30	0.5	--
第三周	2020/12/15	中国	11 月工业增加值:当月同比(%)	10:00	6.9	7.1
			11 月固定资产投资:累计同比(%)	10:00	1.8	3.1
			11 月社会消费品零售总额:当月同比(%)	10:00	4.3	7.0
	2020/12/16	德国	12 月制造业 PMI(初值)	16:30	57.9	--
		美国	11 月零售和食品服务销售:同比:季调(%)	21:30	5.7	--
			联邦基金目标利率	3:00	0.3	--
	2020/12/17	欧盟	11 月欧元区:CPI:同比(%)	18:00	-0.3	-0.2
		美国	11 月新屋开工:私人住宅(千套)	21:30	132	--
	2020/12/18	日本	11 月 CPI:环比(%)	7:50	-0.1	--
第四周	2020/12/22	美国	第三季度 GDP(终值):环比折年率(%)	21:30	-31.4	--
			11 月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	21:30	52965	--
	2020/12/23		11 月个人消费支出:季调(十亿美元)	22:30	14641	--
			11 月核心 PCE 物价指数:同比(%)	22:30	1.4	--
			11 月新房销售(千套)	23:00	80	--

注：以上数据前值，预期值及公布时间未来均有调整可能

可能震荡企稳

■ 观点逻辑

当前主要利空因素是经济增长动能强劲，提升市场风险偏好，致使股强债弱。12 月份关键点在于需求增长能不能达到市场预期，将会影响主要资产走势。央行超额操作 MLF，释放维稳资金面信号，支撑期债价格。走势来看，期债结束了 4 月份以来的下跌趋势转入震荡走势。总体判断期债价格企稳回升概率大。

■ 操作建议

建议 97-97.5 尝试多 T2103，参考 96.75 止损。

■ 风险提示

期价下跌风险主要是经济增长继续超预期。

国债月报

2020 年 12 月 4 日



一、行情回顾

11 月期债价格创出新低，主要是因为受到信用债违约造成的流动性冲击影响。不过总体上仍然是震荡走势。收益率曲线小幅上移。

图 1：国债收益率走势

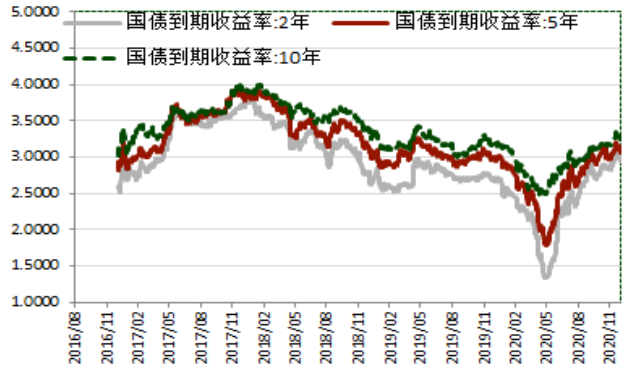


图 2：国债收益率曲线变化

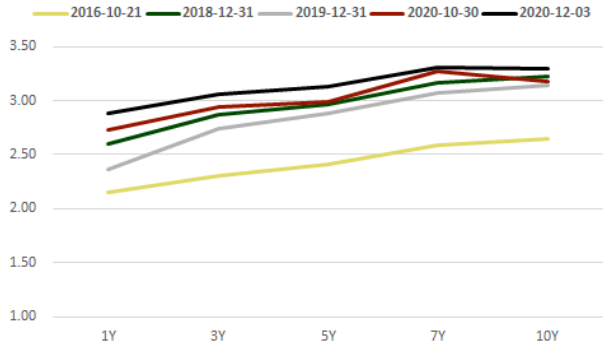
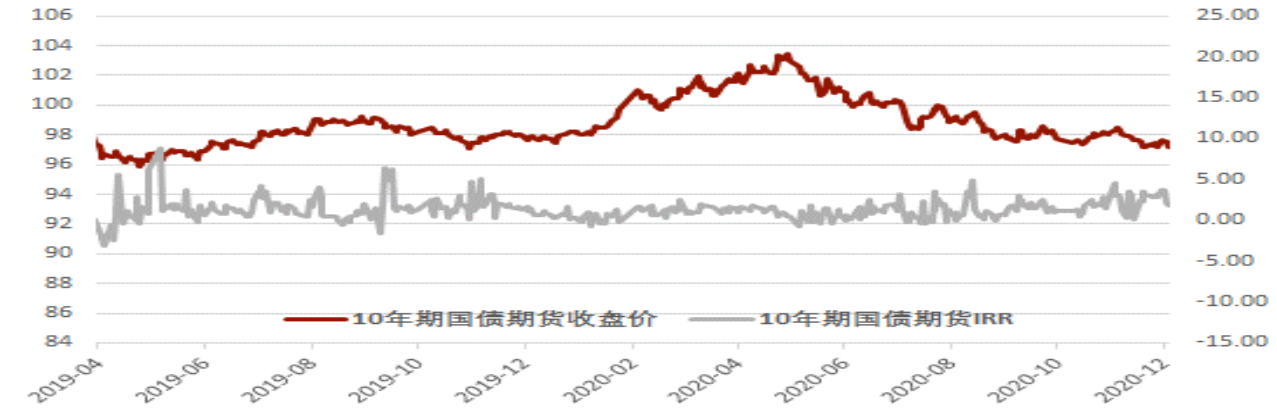


图 3：国债期货与 IRR



资料来源：Wind、中财期货

二、经济延续复苏

11 月 PMI 指数显示经济持续向好。制造业 PMI 为 52.1，较上月上升 0.7，表明制造业复苏有所加快。从分项看，新订单和生产指数上行幅度最大，分别上升至 53.9 和 54.7。新订单与产成品库存之差明显走阔，表明制造业增长动能非常强势，预示 11 月份经济数据表现较好。当前的势头是强劲的，从历史来看，动能已经处于高峰附近，所以也应警惕后期增长放缓风险。11 月迄今，资金紧平衡、经济数据亮眼的条件下，国债价格并未明显下跌，也可能说明对于需求的持续性，市场仍然存在分歧。

通胀方面，10 月 CPI 同比降至 0.5%，核心 CPI 同比维持在 0.5%，PPI 同比降幅维持在 2.1%，。11 月份预计 CPI 保持低位，PPI 降幅收窄，关注预期差影响。12 月初，商品仍然表现强势，但我们认为风险已经偏大，如果转跌，可能下跌速度比较快，或驱动期债企稳上涨，所以建议重点关注其变化对市场的影响。

图 4：制造业与服务业 PMI

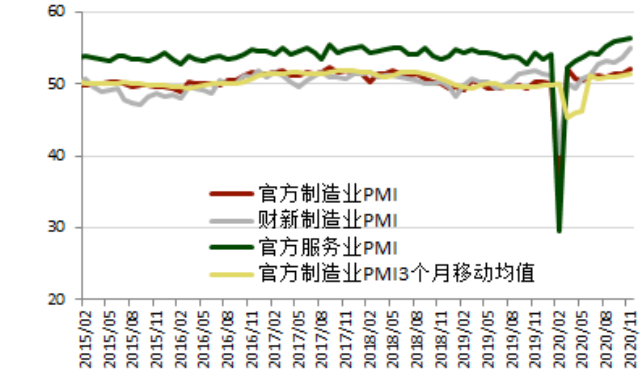


图 5：制造业 PMI 新订单-产成品库存差

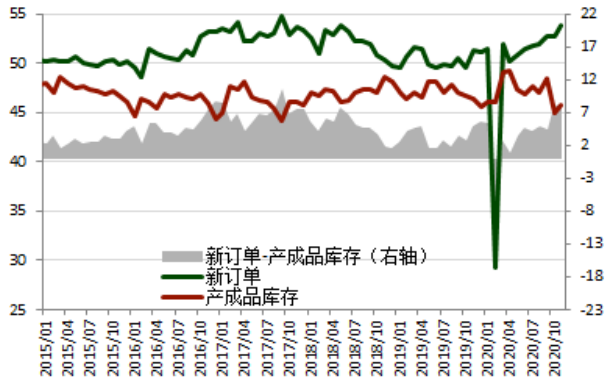


图 6：社融存量同比及 M1 同比

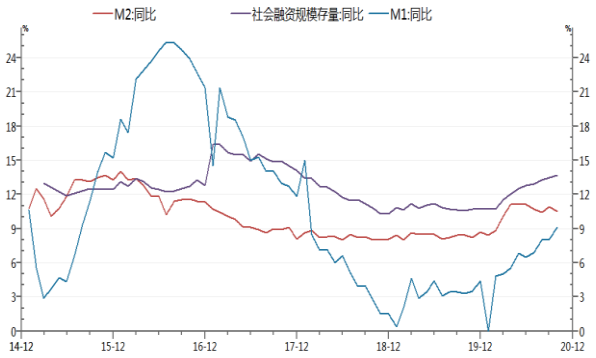


图 7： 进出口同比及贸易顺差

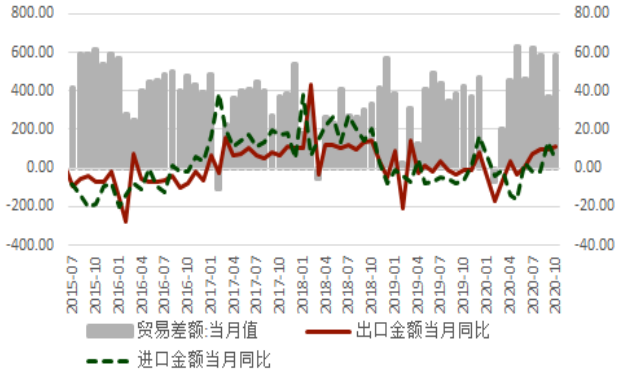


图 8：房地产销售、投资与资金来源累计同比

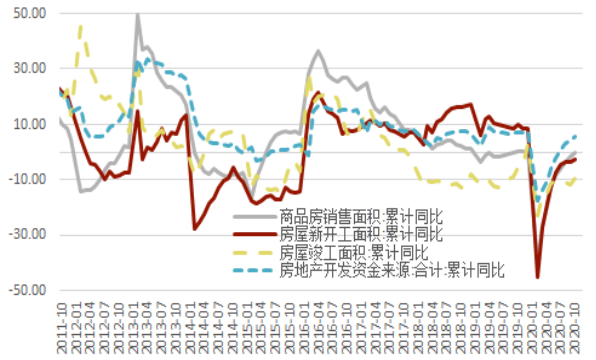


图 9：30 大中城市商品房成交面积

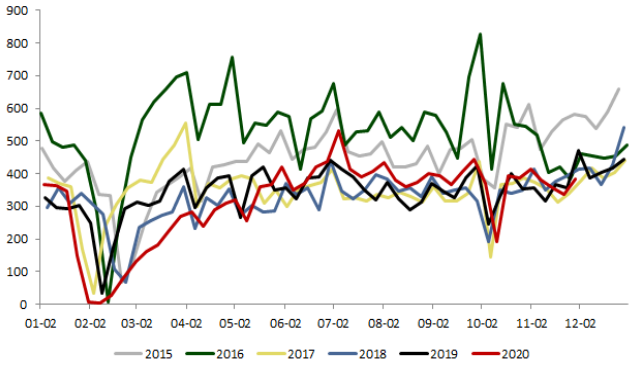


图 10：22 省市猪肉均价及同比

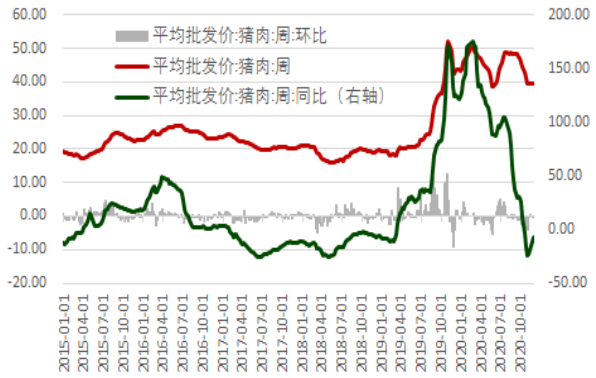
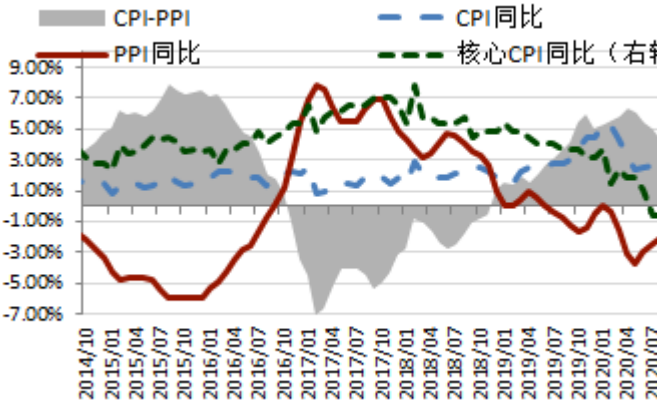


图 11：CPI 与 PPI 同比



资料来源：Wind、中财期货

三、央行维稳资金面

11 月中下旬，债市受到信用违约事件扰动，永煤违约后，市场担忧上升，债券流动性遭遇冲击，利率债也被抛售，使得期债价格跌出新低。但央行加大了公开市场操作力度，并且超额投放 MLF，表现出维稳资金面的态度。同时，监管部门严罚“逃废债”的表态也帮助稳定了市场信心。因此，期债价格随后止跌反弹。

央行公布的 3 季度货币政策执行报告重提“把好货币供应总闸门”，但仍保留 2 季度报告中的“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”表述。“总闸门+市场利率围绕政策利率”的组合意味着政策可能不会通过传统的加息方式收紧货币，资金利率大概率维持紧平衡，但波动可能放大。

因此，流动性预期的改善可能需要看到实体融资需求的回落，尤其是地产、基建部门融资需求的下降。

图 12：银行间货币市场利率

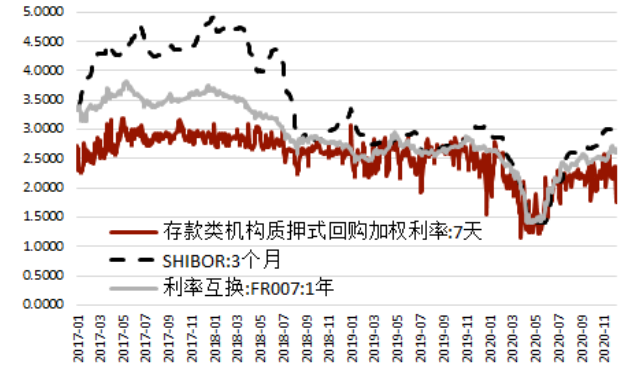


图 13：人民币兑美元

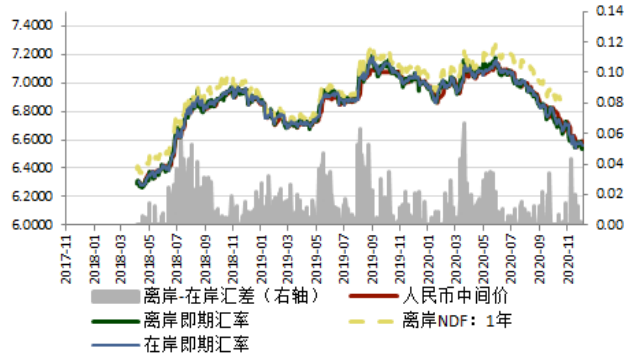


图 14：大行理财品年化收益率



图 15：10 年期国债与 1 年期 IRS 利差

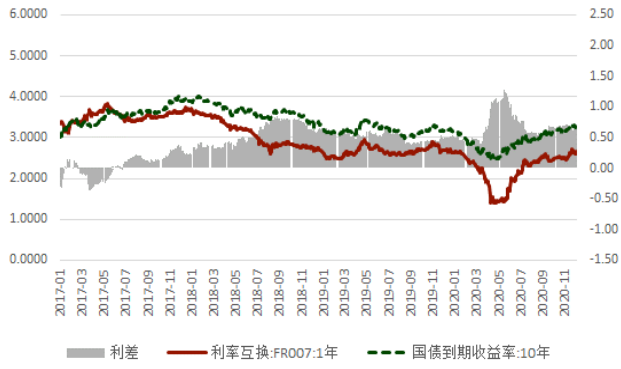


图 16：中美 2 年期国债利差

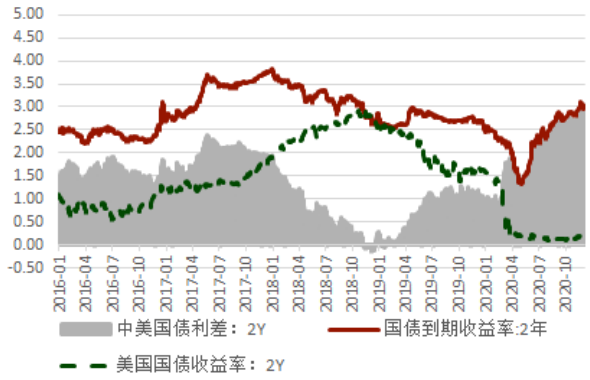
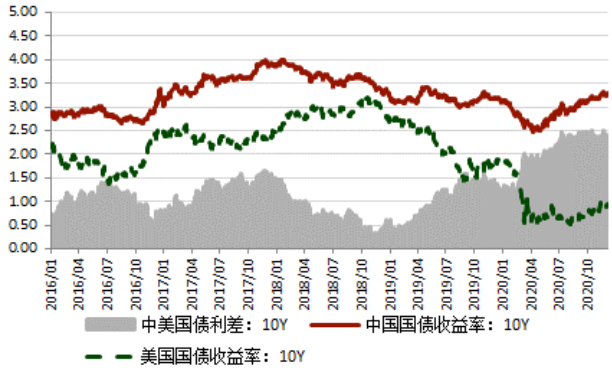


图 17：中美 10 年期国债利差



资料来源：Wind、中财期货

四、股债关系

上证 50 与期债价格呈现负相关性。由于利率反弹，股权风险溢价大幅下降，股价的上升依赖于未来企业盈利改善。未来主要有几种组合：第一，企业盈利持续改善，股市继续上升，国债继续下跌；第二，企业盈利不及预期，股市下跌，国债上涨；第三种，货币宽松预期上升，利率下降，支撑股市价格。由于当前市场的预期是非常乐观的，因此关键点就在于未来企业盈利的修复，是否能到达到甚至超出当前预期。从估值来看，目前股债相对价值处于十年均值附近。

图 18：T 与上证 50 走势



图 19：A 股市盈率倒数/10 年期国债收益率



资料来源：Wind、中财期货

五、行情展望

当前主要利空因素是经济增长动能强劲，提升市场风险偏好，致使股强债弱。12 月份关键点在于需求增长能不能达到市场预期，将会影响主要资产走势。央行超额操作 MLF，释放维稳资金面信号，支撑期债价格。走势来看，期债结束了 4 月份以来的下跌趋势转入震荡走势。

建议 97-98 尝试做多 T2103，参考 96.75 止损。期价下跌风险主要是经济增长超预期。

关注跨年行情

■ 观点逻辑

股指较上月震荡上涨，但仍不能判断是否结束震荡，目前股指仍未向上突破，可能形成中枢上移的新震荡，十二月股指可以震荡偏强看待，IF【4800,5400】，IH【3300,3800】，IC【6100,6900】。目前市场的主要驱动是企业盈利的增长，一季度可能会成为年内企业盈利增长的高点，基于这一预期市场可能会出现跨年行情。经济的良好增长可以使得市场对经济持续恢复的预期兑现，从而为股指的估值提供支撑，同时也会使市场继续保持甚至提升对企业盈利增长的预期，进而推动股价上涨。需要注意的是，目前的股指估值已经合理偏高，部分行业显著高估，一定程度上反映出市场已经给出了乐观的预期，那么一旦出现盈利增长不及预期的情况，可能会对股价形成压制。

股指间来看，在盈利修复预期的驱动下，顺周期板块在这一阶段持续占优，目前 IC 与 IH 的比价基本已经下降到 2 月初的水平，短期来看这种格局可能仍在继续。但是中长期来看，享受政策红利的成长板块可能具有更高的景气度和上涨空间。后续关注是否会出现蓝筹搭台，成长唱戏的行情，即在蓝筹的带动下，风险偏好好转，而风险偏好的好转又推动具有高景气度的成长股出现快速抬升。

■ 主要矛盾点

利多：经济增长情况良好，2021Q1 可能会出现企业盈利增长的高峰

利空：估值合理偏高；宏观流动性收紧；外部风险扰动

■ 操作建议

震荡偏强，关注跨年行情

■ 风险提示

美股高位回调；人民币贬值风险；中美摩擦加剧

股指月报

2020 年 12 月 4 日



一、行情回顾

股指在 11 月震荡上涨，结构性明显，蓝筹股继续跑赢成长股占优，沪深 300 指数涨 5.64%，上证 50 涨 5.76%，中证 500 指数涨 3.43%。板块普涨，申万一级行业中，有色金属涨 20.5%，采掘涨 15%领涨；医药生物、计算机、商业贸易、综合逆市下跌。从市场风格来看，受疫苗和经济复苏预期的影响，顺周期板块持续占优，蓝筹继续跑赢成长股。IC 当月/IH 当月比值从 11.2 日的 1.87 下降到 11.30 日的 1.81。

11/2-11/30期间沪深300板块贡献以及子指数、个股涨跌幅

行业/股数	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点
银行/21	16.74	6.48	53.98	食品农业/8	4.76	3.36	-1.83	商贸物流/13	2.24	2.19	4.44
地产/11	4.00	2.26	12.47	新能源/7	1.59	9.18	6.48	传媒/7	1.29	1.72	2.15
券商/28	8.21	7.99	13.52	钢铁水泥/7	1.75	0.19	1.97	通信/7	2.00	2.43	2.91
保险/5	9.68	4.13	50.83	机械/5	1.56	1.29	6.38	电气/5	1.07	0.94	3.60
医药/28	6.05	7.96	-10.70	电力/10	2.22	0.64	5.30	自贸区/4	0.57	0.89	4.48
煤炭/6	0.97	0.77	6.64	石油/6	1.31	0.59	3.75	综合/6	1.58	1.71	-0.38
有色/15	2.05	4.33	17.67	汽车/11	2.40	4.87	8.73	航天/6	0.70	1.82	4.77
建工/16	3.67	2.81	7.38	环保/3	0.19	0.21	0.15	铁路/3	1.01	1.45	7.97
家电/10	5.47	4.58	25.09	信息/32	6.98	15.72	6.71	航空/5	0.96	0.63	4.22
酿酒/5	7.34	5.75	9.58	化工/10	1.65	3.09	6.67	沪深300	100	2824亿/天	264.92

贡献	成份股	权重	涨跌幅%	贡献点	拖累	成份股	权重	涨跌幅%	拖累点
1	中国平安	7.803	15.68	45.11	1	伊利股份	1.6383	-4.88	-2.95
2	兴业银行	2.1203	18.09	14.14	2	恒瑞医药	1.6568	-3.21	-1.96
3	格力电器	2.2115	15.78	12.87	3	美年健康	0.1863	-25.94	-1.78

子指数	涨跌幅%
300国防	19.16
300材料	16.36
300保险	13.20
300汽车	12.06
300地产	9.19
300银行	9.03
300电力	6.33
300券商	5.32
300电信	4.10
300饮料	3.70
300电气	3.45
300媒体	2.17
300硬件	0.53
300软件	-2.93
300制药	-3.27

来源：中财期货研究院 Wind

沪深 300 指数上涨，主要是受到了大金融板块的推动，银行、保险成最大贡献。从沪深 300 子指数涨跌幅来看，国防军工、材料、保险、汽车的涨幅均超过了 10%；软件和制药逆市下跌。个股方面，中国平安、兴业银行、格力电器成最大贡献；伊利股份、恒瑞医药、美年健康成最大拖累。

11/2-11/30期间中证500板块贡献以及子指数、个股涨跌幅

行业/股数	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点
硬件/35	8.968	15.86	15.35	建工/18	4.175	1.93	6.70	煤炭/7	2.072	1.43	13.57
软件/25	4.084	5.72	-7.70	综合/14	2.506	2.04	5.49	环保/13	2.172	0.48	0.94
房地产/35	5.853	2.56	9.33	建材/7	1.720	2.69	4.30	生物/7	1.193	1.69	-1.49
医药/41	8.242	7.37	-5.25	军工/9	2.044	2.30	4.30	酿酒/4	0.419	1.27	1.51
机械/23	5.243	6.98	20.02	食品农业/21	3.236	4.32	1.84	电力/13	2.696	3.24	3.29
化工/28	5.949	5.34	30.16	家电/10	2.288	1.13	-2.35	造纸印刷/7	1.170	1.60	1.42
有色/21	4.965	6.91	44.45	服装/6	0.850	1.12	3.36	金融/12	3.117	3.31	5.42
电气/19	2.967	2.91	5.71	消费/11	1.318	1.00	2.80	新能源/11	1.868	5.06	3.43
物流/13	2.502	1.67	10.64	港口/7	1.658	0.61	1.87	公用/6	1.475	0.64	2.51
传媒/24	3.684	1.61	3.36	汽车汽配/16	3.258	5.27	12.60	钢铁/11	2.341	1.67	8.33
电商零售/18	4.196	2.45	1.72	通信/8	1.765	1.39	1.83	中证500	100	日均1347.4亿	209.46

贡献	成份股	权重	涨跌幅%	贡献点	拖累	成份股	权重	涨跌幅%	拖累点
1	小康股份	0.21	116.89	9.59	1	万里扬	0.367	-17.84	-2.608
2	云铝股份	0.324	72.13	9.31	2	蓝盾股份	0.235	-27.09	-2.536
3	云南铜业	0.634	32.45	8.19	3	海信电器	0.481	-11.44	-2.191

子指数	涨跌幅%
500能源	17.85
500原料	12.29
500金地	4.74
500工业	4.43
500可选	4.06
中证500	3.43
500公用	2.89
500电信	1.86
500信息	1.05
500消费	-2.60
500医药	-5.29

来源：中财期货研究院 Wind

中证 500 指数上涨，主要是受到了有色、化工板块的推动。从中证 500 子指数的表现来看，能源、原料的涨幅均超 10%，明显高于其他指数；消费和医药逆市下跌。个股方面，小康股份暴涨 116.89%成最大贡献，云铝股份、云南铜业成第二、三大贡献；万里扬、蓝盾股份、海信电器成最大拖累。

图 1：IF 基差走势

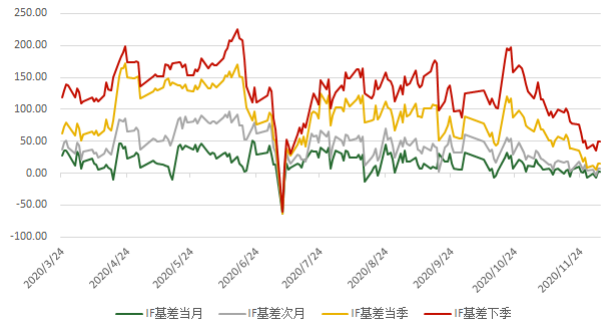


图 2: IH 基差走势

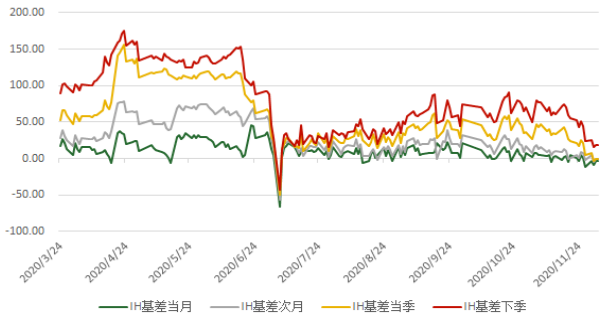


图 3：IC 基差走势

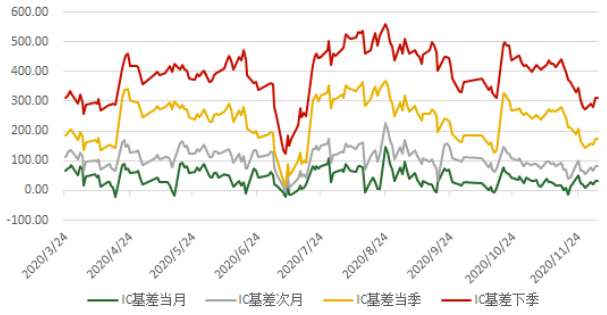


图 4: IC 当月/IH 当月



资料来源：wind、中财期货

二、市场数据

图 5：股权融资规模（亿元）

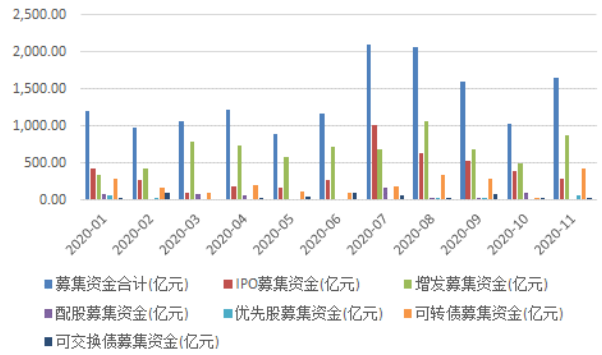


图 6：解禁市值（万元）

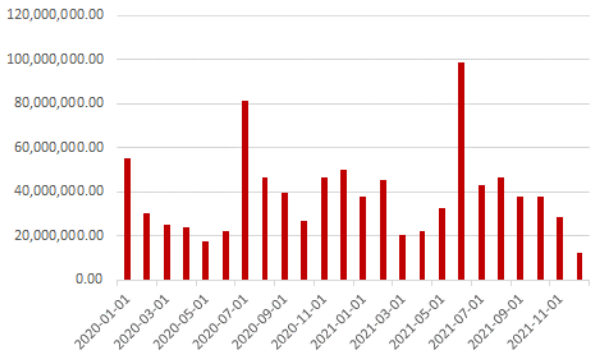


图 7：两市成交额（亿元）

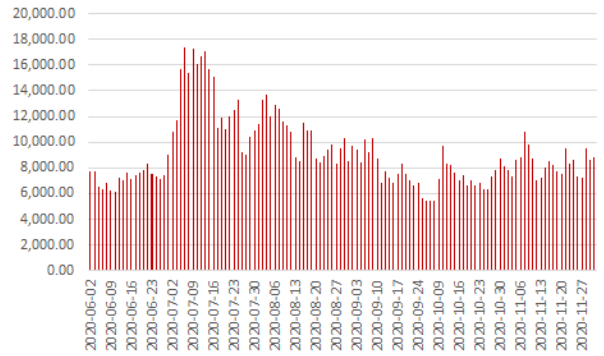


图 8：两融规模（亿元）

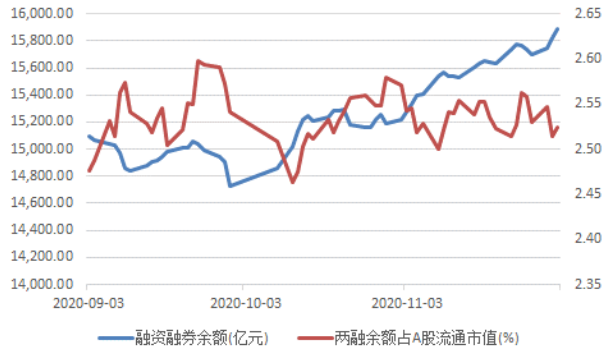


图 9：北向资金成交统计（亿元）

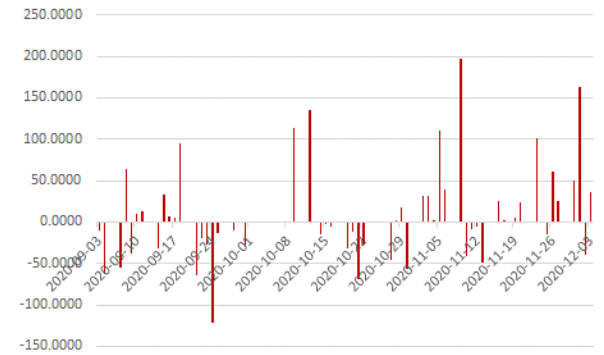


图 10： 市值因子表现



图 11：估值因子表现



图 12：盈利因子表现

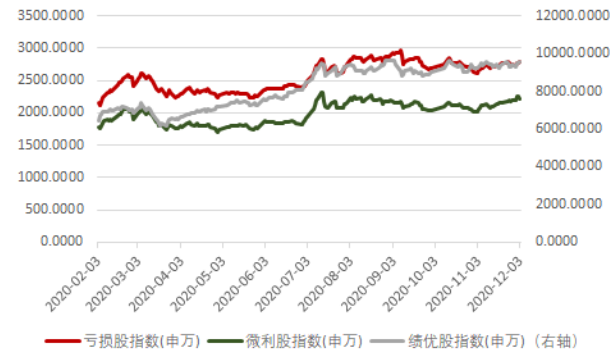


图 13：市盈率 TTM

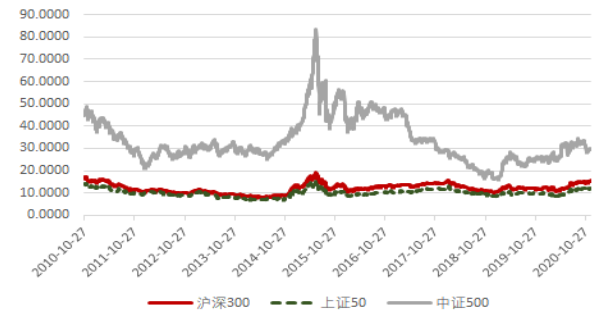
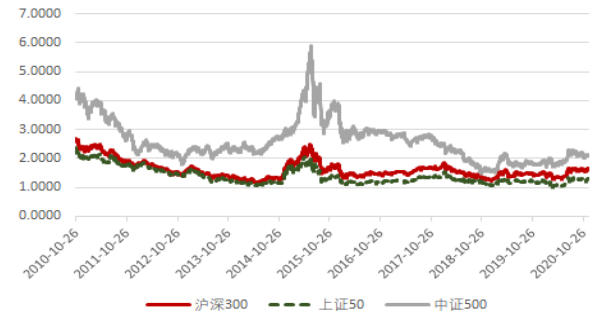


图 14：市净率 PB



资料来源：Wind，中财期货

11 月的股权融资规模较 10 月显著上升，募集资金总和上升至 1652 亿元。主要来自 IPO、增发、可转债。11 月 IPO 共 21 家，募资 287 亿元；增发 54 家，募资 865 亿元；可转债 21 家，募资 428 亿元。

从成交量上来看，11 月的成交量较 10 月显著增加，10 月成交额为 119277 亿元，11 月成交额为 174874 亿元。11 月成交额的主要区间在【7000 亿，11000 亿】，其中 11.9 日录得峰值 10832 亿元。

北向资金流入情况也大幅转好，从 10 月的 0.2 亿元增至 579 亿元。其中 11.9 日录得峰值 197 亿元，11.5 日、11.23 日也均超 100 亿元。融资盘水平也处于高位，11.30 日融资余额为 14571 亿元，较上月继续增加。

估值方面，沪深 300 市盈率 TTM 为 15.4，上证 50 市盈率 TTM 为 12.1，中证 500 市盈率 TTM 为 29.5.目前股指的市盈率处于合理偏高的位置，沪深 300 指数的市盈率位于近 5 年 99%分位点，近 10 年 95%分位点。上证 50 指数位于近 5 年 98%分位点，近 10 年 93%分位点。中证 500 的市盈率位于近 5 年 52%分位点，近 10 年 46%分位点。

市场风格方面，蓝筹股继续占优，IC 当月/IH 当月比值从 11.2 日的 1.87 下降到 11.30 日的 1.81，但驱动逻辑可能略有变化，之前蓝筹股相对占优的原因主要是由于流动性和外部风险的双重压制抑制了股指估值的继续扩张，资金趋向于防御性。而现在则是在疫苗和经济复苏预期的推动下，出现了顺周期板块的补涨。

三、重点关注事件

美国大选无疑是 11 月关注的重点，目前来看，拜登大概率将成为新的美国总统。单从本次大选候选人的主要观点看，拜登提高个人所得税和企业所得税的政策对中长期盈利预期的削弱可能将打压市场风险偏好，同时在金融监管方面致力于维持和扩大将零售银行机构与高风险投资业务分开的保护措施短期也可能对市场风险偏好形成抑制，但也会降低杠杆资金投机炒作，促使市场定价更回归基本面，降低不合理波动；而特朗普放松金融监管，加上对美联储宽松政策施压，虽然利好股市流动性改善，但同时暗含更大的金融风险。但是短期来看，不论谁当选总统，美国货币政策短期都将继续保持宽松，支撑美股的估值水平；而拜登上台有助于增强政策的可预测性和经贸环境的稳定性，相对提升市场的风险偏好，反而可能在短期内更加利好美股。而对于 A 股来说，拜登当选最直接的利好是有助于缓解中美贸易冲突，改善 A 股市场风险偏好，前期受贸易战打压受损的行业与公司有望得到修复。此外，需要注意的是汇率方面，对比特朗普，拜登上台后可能会取消对华贸易关税，利好我国出口，短期可能会提振人民币汇率，但是中长期来看，中国利率的上升最终会导致信用的再次紧缩，因而中国利率的上升以及中美利差的扩大并不可持续，人民币不会长期升值，需要警惕人民币汇率高位回调风险。

四、宏观面分析

图 15：11 月 PMI 为 52.1

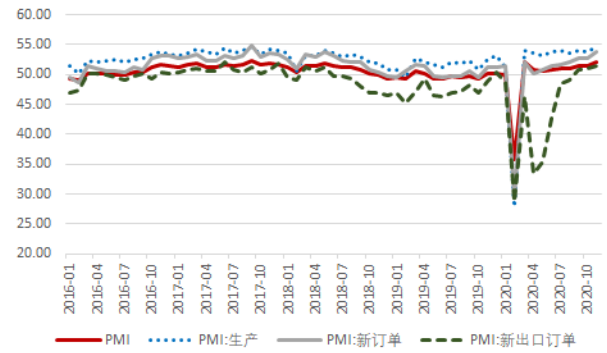
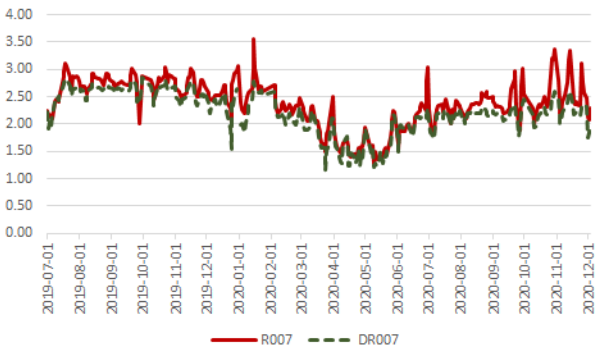


图 16：利率



资料来源：wind，中财研究院

11 月 PMI 指数显示四季度经济持续向好。制造业 PMI 为 52.1，较上月上升 0.7，表明制造业复苏有所加快。从分项看，新订单和生产指数上行幅度最大，分别上升至 53.9 和 54.7，原材料库存、从业人员指数亦有所改善。11 月，新订单指数与生产指数差值收窄至 0.8，前者代表需求，后者代表供给，说明需求与供给的差距继续缩小，且两者均向好。

出口也维持向好态势，11 月新出口订单指数升至 51.5，为今年最高水平，也是连续第三个月处于扩张区间。当前的出口同时受益于供给与需求两方面因素。供给侧，四季度欧美疫情反复，使得前期订单转移的逻辑仍在演绎。需求侧，圣诞季海外消费不弱，加上一些国家生产恢复，同时拉动对消费品、工业原材料和资本品的需求。鉴于此，我们预计四季度出口仍将保持比较强的扩张态势。

对于股指来说，上市公司的盈利将受益于宏观经济的持续增长，延续改善趋势，为股指的估值提供支撑，一季度可能会成为年内企业盈利增长的高点，基于这一预期市场可能会出现跨年行情。经济的良好增长可以使得市场对经济持续恢复的预期兑现，从而为股指的估值提供支撑，同时也会使市场继续保持甚至提升对企业盈利增长的预期，进而推动股价上涨。需要注意的是，目前的股指估值已经合理偏高，部分行业显著高估，一定程度上反映出市场已经给出了乐观的预期，那么一旦出现盈利增长不及预期的情况，可能会对股价形成压制。

五、后市分析

股指较上月震荡上涨，但仍不能判断是否结束震荡，目前股指仍未向上突破，可能形成中枢上移的新震荡，十二月股指可以震荡偏强看待，IF【4800,5400】，IH【3300,3800】，IC【6100,6900】。目前市场的主要驱动是企业盈利的增长，一季度可能会成为年内企业盈利增长的高点，基于这一预期市场可能会出现跨年行情。经济的良好增长可以使得市场对经济持续恢复的预期兑现，从而为股指的估值提供支撑，同时也会使市场继续保持甚至提升对企业盈利增长的预期，进而推动股价上涨。需要注意的是，目前的股指估值已经合理偏高，部分行业显著高估，一定程度上反映出市场已经给出了乐观的预期，那么一旦出现盈利增长不及预期的情况，可能会对股价形成压制。

股指间来看，在盈利修复预期的驱动下，顺周期板块在这一阶段持续占优，目前 IC 与 IH 的比价基本已经下降到 2 月初的水平，短期来看这种格局可能仍在继续。但是中长期来看，享受政策红利的成长板块可能具有更高的景气度和上涨空间。后续关注是否会出现蓝筹搭台，成长唱戏的行情，即在蓝筹的带动下，风险偏好好转，而风险偏好的好转又推动具有高景气度的成长股出现快速抬升。

金价可能企稳

■ 观点逻辑

12 月美元回升的概率比较大，但是对黄金的影响要看其是由哪种因素驱动。通胀预期回升可能放缓，但政策刺激预期将上升，又对金价形成支撑。“拜登交易”预期充分，后期波动率可能提升。总体上对金价偏乐观看待。。

■ 主要关注点

美元指数、VIX、美国大选、通胀预期

■ 操作建议

轻仓多黄金，或做多金银比。

■ 风险提示

金价下行风险主要是通胀预期下降或政策刺激不及预期；金价上行风险主要是欧美刺激力度超预期或市场风险偏好急剧转弱。

贵金属月报

2020 年 12 月 4 日



宏观金融组

一、行情回顾

11 月金价弱势下跌，实际利率保持低位，美元走弱，金价走势主要受市场风险偏好影响。

图 1：COMEX 黄金指数日 K 线走势



资料来源：文华财经、中财期货

表 1：黄金与美元等的相关系数

	COMEX金		
	最近三个月	最近半年	最近一年
美元指数	0.34	-0.71	-0.75
美国十年期TIPS	-0.44	-0.89	-0.97
美国十年期国债收益率	-0.52	-0.26	-0.73
标普500VIX	0.34	-0.40	-0.02
WTI原油	-0.68	0.16	-0.26
通胀预期	-0.39	0.68	0.26

资料来源：Wind，中财期货

图 2：金价与 10 年期国债实际收益率



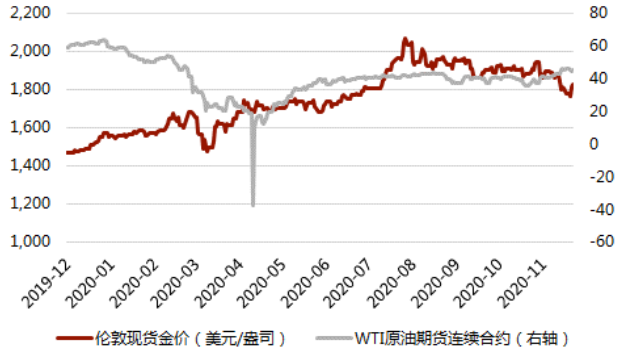
图 3：金价与美元指数



图 4：金价与标普 500 指数



图 5：金价与 WTI 原油价格



资料来源：Wind、中财期货

二、金融驱动关注美元与通胀预期

当前全球经济正从疫情冲击中恢复，海外经济呈现美强欧弱格局，无论是制造业或服务业，美国的表现都好于欧洲。新冠疫苗于 11 月取得实质性进展，据称美国辉瑞公司的新冠疫苗 BNT162b2 三期临床试验的有效性分析部分已经完成，该疫苗可以预防 95%的新冠肺炎病例，至于大规模投放可能要到 2021 年。疫苗的突破提升市场对经济的信心，利空贵金属。但疫苗大规模接种时间可能要等到明年 4 月份，当前新冠确诊新增人数居高不下，因此欧美经济复苏有弱于市场预期的可能。

当前美欧实际利差已经处于低位，我们预计未来美元指数将从底部回升。一方面是因为美国经济恢复相对较强，美联储最宽松的时刻已经过去，另一方面是因为欧元区名义有效汇率已经处于高位，欧央行可能会推出新的宽松政策以刺激通胀。由于当前还难以判断美国是否进入了新一轮补库存周期，预计美联储大概率仍会保持宽松姿态。

如果美元回升由欧元区宽松政策，或者风险事件驱动，对黄金都是偏利多的。但是，如果美元回升是由美国经济修复力度超预期驱动，则会降低美联储宽松预期，利空于黄金。

实际利率是影响金价走势的最关键因素，主要取决于名义利率和通胀预期。12 月 3 日，欧佩克及非欧佩克部长级联合声明指出，自 2021 年 1 月开始，成员国决定自愿将减产数目自 770 万桶/日调整至 720 万桶/日，即增产 50 万桶/日。成员国同意从 2021 年 1 月起每月召开欧佩克和非欧佩克部长级会议，以评估市场状况，并决定下个月的进一步调整产量，每月调整不超过 50 万桶/日。原油供给增长或施压通胀预期，利空黄金。

总体来看，金融属性短期驱动力不明确。美元回升的概率比较大，但是对黄金的影响要看其是由哪种因素驱动。通胀预期回升可能放缓，但政策刺激预期可能上升，又对金价形成支撑。

图 6：全球新冠肺炎确诊:当日新增

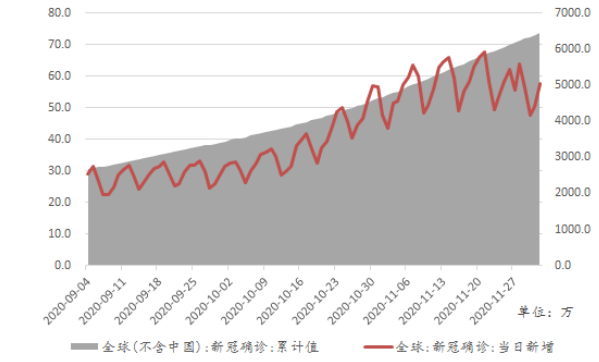


图 7：分国家当日新增确诊人数

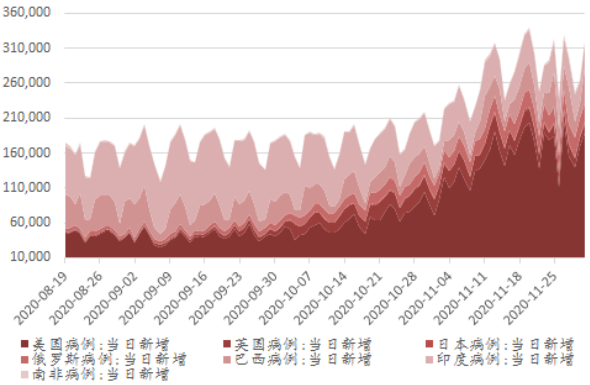


图 8：美欧实际利差与美元指数

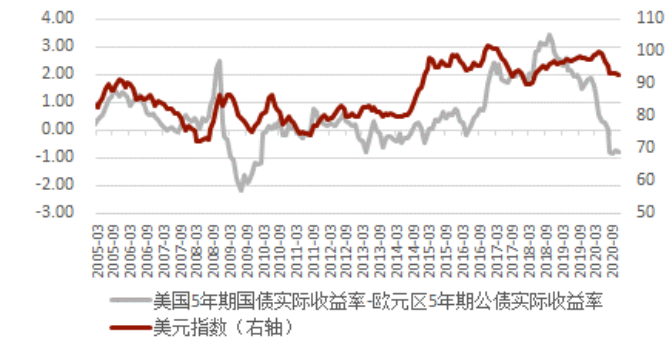


图 9：美国通胀预期与实际利率

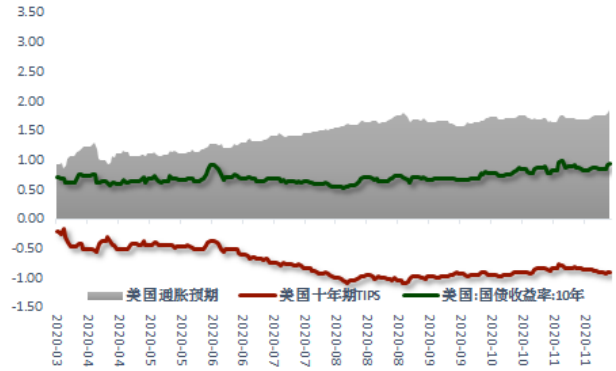


图 10：美国制造业 PMI 与耐用品新订单同比增速

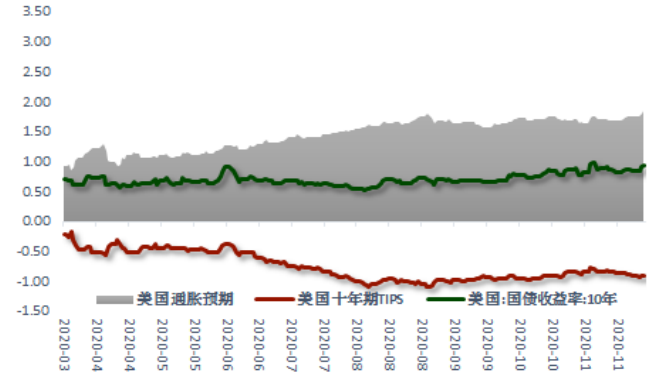
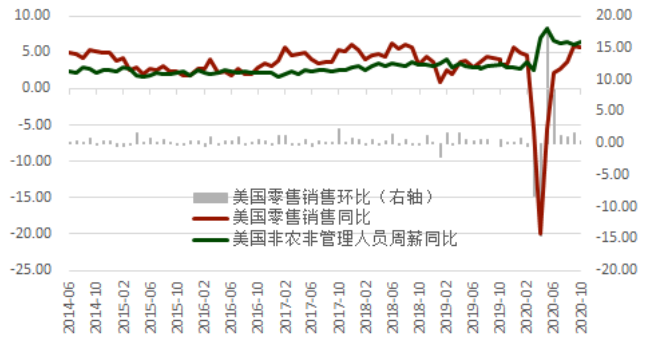


图 11：美国零售销售与非农周薪同比



资料来源：Wind、中财期货

三、关注市场风险偏好

11 月迄今 11 月宏观上两个交易主线：一是拜登交易；二是疫苗交易。巧合的是，拜登刚胜选，即不断披露出疫苗取得实质性进展的消息，市场风险偏好得到大幅提振。

关于拜登交易：拜登当选是大概率，但还不是定局，即便是拜登赢了，民主党也大概率不能同时掌控两院，所以拜登赢了，也不能太乐观，特别是市场价格已经充分反映预期。特朗普的底牌是 7000 多万张选票，号称是“历史得票数最高输家”，大量的群众支持给特朗普争取到了共和党大佬的支持，而且民主党对资本和媒体舆论的操控威胁到了共和党的长期利益，所以

共和党更团结了，近期两党斗争白热化。涉及大选的信息不对称应该是很严重的，媒体立场又不公正，所以媒体消息可信度存疑。

恐慌指数降至前期低位之后，不确定加大，12 月需重点关注这一块的影响。我们倾向于认为市场风险偏好可能急剧转弱，波动率回升。

图 12：恐慌指数



图 13：伦敦金/伦敦银

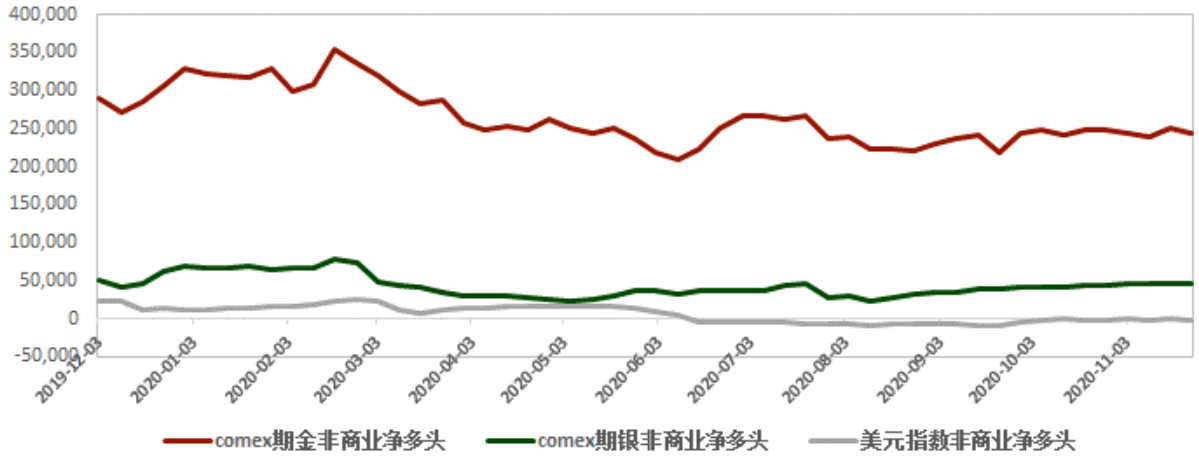


资料来源：Wind、中财期货

四、持仓数据

CFTC 报告显示，截至 2020/11/24，Comex 黄金非商业净多头寸 243902 手，Comex 白银非商业净多头寸 45680 手，美元指数非商业净多头寸-2754 手。

图 14：CFTC 美元指数和黄金白银期货非商业净多持仓



资料来源：Wind、中财期货

截至 2020/12/2，SPDR 黄金 ETF 持仓量 1191.28 吨，SLV 白银 ETF 持仓量 16992.04 吨。

图 15： SPDR 黄金 ETF 持仓（吨）

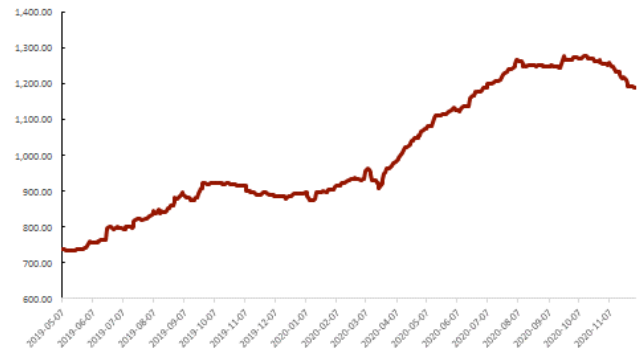
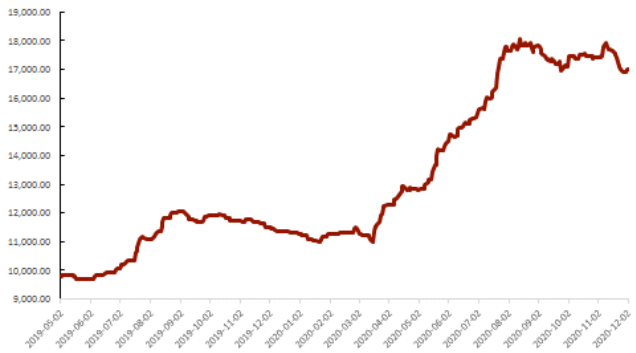


图 16： SLV 白银 ETF 持仓（吨）



资料来源：Wind、中财期货

五、行情展望

12 月美元回升的概率比较大，但是对黄金的影响要看其是由哪种因素驱动。通胀预期回升可能放缓，但政策刺激预期将上升，又对金价形成支撑。“拜登交易”预期充分，后期波动率可能提升。总体上对金价偏乐观看待。

投资方面，推荐轻仓做多黄金，套利方面，做多金银比，参考区间 70-80。

中财期货有限公司

地址：上海市浦东新区陆家嘴华能联合大厦 23 楼

总机：021-68866688　传真：021-68866666　全国客服：400 888 0958　网站：http://www.zcqh.com

浙江分公司
杭州市体育场路 458 号中财金融广角二楼
电话：0571-56080568

江苏分公司
南京市建邺区江东中路 311 号中泰国际大厦 5 栋 703-704
电话：025-58802700

中原分公司
郑州市郑东新区东风南路东、金水东路北 2 号楼 1 单元 12 层 1205 室
电话：0371-55981205

上海陆家嘴环路营业部
上海市浦东新区陆家嘴环路 958 号 2301 室
电话：　021-38600929

上海襄阳南路营业部
上海市徐汇区襄阳南路 365 号 B 栋
电话：021-61701609

北京海淀营业部
北京市海淀区莲花苑 5 号楼华宝大厦 1119 室
电话：010-63942832

深圳营业部
广东省深圳市福田区中深花园大厦 A 座 1209
电话：0755-82881599

天津营业部
天津市和平区马场道 114 号中财金融广角
电话：022-58228155

重庆营业部
重庆市江北区庆云路 6 号（国金中心 T5）510 单元
电话：023-62753894

沈阳营业部
沈阳市和平区三好街 100-4 号华强广场 A 座 20 层 05 单元
电话：024-31872006

武汉营业部
湖北武汉市硚口区沿河大道 236-237 号 A 栋 10 层
电话：027-85661611

西安营业部
西安市碑林区和平路 22 号中财金融大厦 3 楼 304 室
电话：029-87938496

杭州营业部
杭州市体育场路 458 号中财金融广角二楼 206,208 室
电话：0571-56080560

济南营业部
济南市历下区文化东路 63 号恒大帝景 9 号楼 11 楼 1119A 室
电话：0531-83196220

无锡营业部
江苏省无锡市梁溪区运河东路 555 号时代国际 A 座 1808
电话：0510-81665977

日照营业部
山东省日照市东港区济南路 257 号兴业财富广场 B 座 10 楼 1001
电话：0633-2297817

太原营业部
山西省太原市长治路 306 号火炬创业大厦 B 座 8005 室
电话：0351-7091380

长沙营业部
湖南长沙市天心区芙蓉中路三段 426 号中财大厦 5 楼
电话：0731-85559932

南昌营业部
江西省南昌市青云谱区解放西路 49 号明珠广场 H 栋 602 室
电话：0791-88457727

合肥营业部
合肥市庐阳区淮河路 288 号香港广场 1306 室
电话：0551-62651811

唐山营业部
唐山市路南区万达广场购物中心区 2 单元 B 座 1804
电话：0315-2222072

郑州营业部
郑州市金水区未来路 69 号未来公寓 816 室、716 室、707 室
电话：0371-65613146

赤峰营业部
内蒙古赤峰市红山区万达广场甲 B20 楼 2010 室
电话：0476-5951139

南通营业部
江苏南通市崇山区中南世纪城 34 栋 2202、2203 室
电话：0513-85666899

常州营业部
常州市钟楼区怀德中路 48 号申龙商务广场东座 602
电话：0519-86805789

厦门营业部
福建省厦门市湖里区象屿路 97 号厦门国际航运中心 D 栋 10 层 015 单元
电话：0592-5637891

特别声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。