国元期货 Guoyuan Futures Co . Ltd .

2020.11.30

宏观月报

宏观金融

国元期货研究咨询部

国内经济稳健增长

主要结论：

新冠疫情使得 2020 年全球经济增长前景黯淡，秋冬季全球经济面临疫情再次冲击的风险。

我国疫情控制领先全球主要经济体。在疫情防控常态化的背景下，经济运行逐步正常化，中国经济增长更加依赖于经济内生动力的强弱。在各项宏观政策支持之下中国经济会逐步企稳，年内内部经济大概率回归常态。

现阶段内部经济正在经历持续修复的过程。金九银十期间国内经济大概率保持较高增速，之后可能小幅回落。在十四五精神的指引下，2021 年将出现新经济增长模式。

电话：010-59544994

相关报告

目　　录

一、经济加速修复 1
二、价格指标小幅上升 11
三、进出口好于预期 13
四、金融数据持续高增长 15
五、后期宏观趋势研判 18

附　图

图 1：制造业 PMI 1
图 2：非制造业 PMI 1
图 3：PMI 生产和新订单指数 3
图 4：各类型企业 PMI 3
图 5：工业增加值 4
图 6：工业增加值 4
图 7：固定资产投资 6
图 8：基础设施投资 6
图 9：财政收入 7
图 10：财政支出 7
图 11：房地产开发投资 8
图 12：社会消费品零售总额 8
图 13：工业企业利润总额累计值 10
图 14：当月利润 10
图 15：CPI 12
图 16：CPI 新涨价因素与翘尾因素 12

图 17：PPI 13
图 18：PPI 新涨价因素与翘尾因素 13
图 19：进出口同比 14
图 20：月度进出口数据 14
图 21：外汇储备 15
图 22：外汇占款 15
图 23：货币供应 16
图 24：社会融资规模 16
图 25：M2、社会融资剪刀差 18
图 26：贷款余额同比增速 18

全球经济因新冠疫情陷入衰退风险，货币政策普遍宽松，全球贸易活动受到打击。在疫情控制上，中国具有领先优势，中国经济将率先摆脱疫情影响进入正常运转状态。其他国家也先后重启经济，经济数据逐步恢复，不过秋冬季节欧美疫情第二波冲击来袭，欧洲国家疫情失控，给全球经济复苏带来较大不确定性。

受疫情影响上半年国内经济大幅波动，小幅负增长。二季度以来由于国内新冠疫情得到有效控制，经济形势逐步好转，经济修复过程渐进加速。下半年经济增长的压力依然切实存在，但在各项宏观政策支持之下会逐步企稳，年内国内经济大概率回归常态。

一、经济加速修复

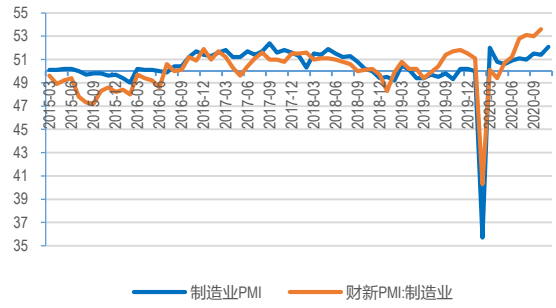
2020 年中国经济下行压力增大，但下行幅度或许有限。在一季度经济增速大幅下滑之后，二季度经济加速修复，后续三个季度逐步回升至接近疫情之前的水平。下半年经济形势应好于上半年，年内国内经济将大概率逐步摆脱疫情的影响回归正常化。

领先指标来看，11 月份制造业 PMI 创 3 年新高，制造业加速修复。受疫情影响 PMI 数据在一季度波动较大，二季度开始 PMI 数据一直较为平稳，表示制造业景气度持续改善。11 月份 PMI 数据显示国内经济运行状况较好，四季度继续稳健增长。

图 1：制造业 PMI

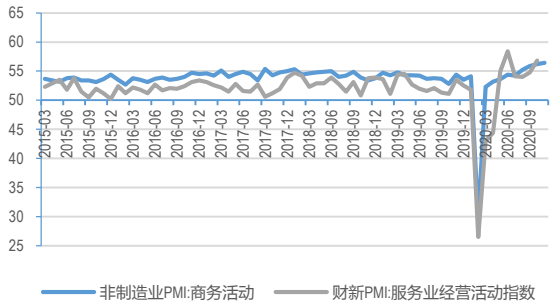
图 2：非制造业 PMI

中国制造业采购经理指数（PMI）



数据来源：Wind、国元期货

非制造业PMI



数据来源：Wind、国元期货

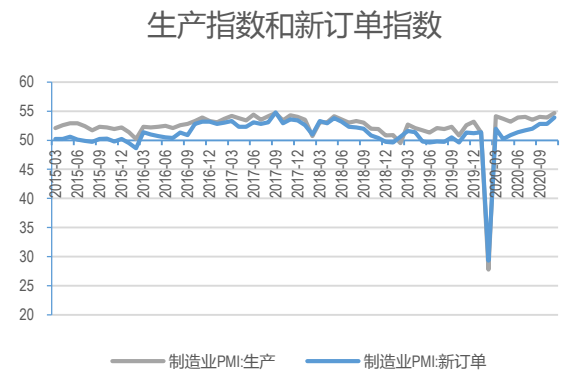
2020 年 11 月 PMI 数据全面上行，各项指标多超预期。11 月官方制造业 PMI 为 52.1%，较 10 月份上升 0.7 个百分点创三年新高，连续 9 个月处于临界点上方，制造业景气度走好。10 月官方非制造业 PMI 为 56.4%，较 10 月上升 0.2 个百分点，亦为年内高点。非制造业维持较高景气，非制造业的韧性与各方面恢复情况好于制造业。

11 月大型企业 PMI 为 53%比上月升 0.4 个百分点、中型企业 PMI 为 52%回升 1.4 个百分点、小型企业 PMI 为 50.1%回升 0.1 个百分点，景气整体扩张。中大型企业的景气度要相对好于小型企业，小型企业的景气偏弱，对制造业就业造成负面影响。

从分类指数来看，11 月 5 个分类指数全部上升。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数升至临界点之上。其中生产指数为 54.7%上升 0.8 个百分点，生产扩张加快；新订单指数为 53.9%上升 1.1 个百分点，需求增加；供应商配送时间指数 50.6%回落 0.1 个百分点，交货平稳。临界点以下的有原料库存指数 48.6%回升 0.6 个百分点；从业人员指数

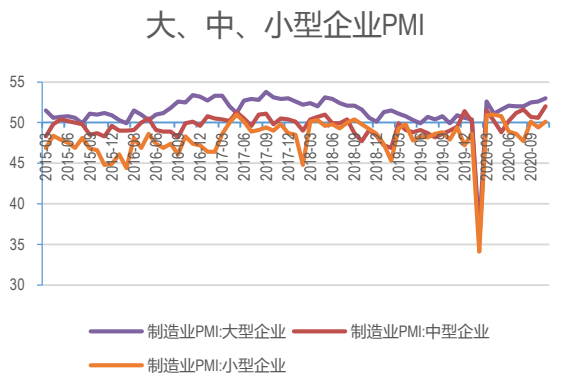
为 49.5%回升 0.2 个百分点，制造业就业景气较低。

图 3：PMI 生产和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

图 4：各类型企业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

进出口重要指标显示，出口新订单指数 51.5%上升 0.5 个百分点，进口指数为 50.9 %上升 0.1 个百分点，均为年内高点，内外需走强，外贸领域景气度大幅改善。

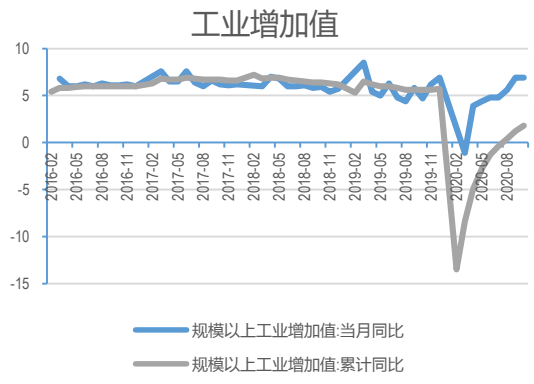
生产方面，工业生产显著回升，工业增加值同比增速接近 2019 年的水平。一季度工业生产受到疫情影响严重下滑，二季度开始生产端加速恢复，一直以来生产表现较强势，9 月份工业增加值增速已经恢复至 2019 年末的水平，之后生产端一直保持强势。

2020 年 10 月中国工业增加值同比增长 6.9%，与 9 月份持平，高于上年同期 2.2 个百分点。环比增长 0.78%，环比增速较 9 月份回落，有季节性因素在内。从单月数据来看，生产端持续强势，恢复情况已经接近疫情之前的水平。1-10 月规模以上工业增加值同比增长 1.8%。

10 月份三大门类中采矿业增加值同比增长 3.5%增速加快 1.3 个百分点，制造业增长 7.5%增速回落 0.1 个百分点，电热燃气水增长 4.0%增速回落 0.5 个百分点。制造业持续保持了较高增速。采矿业拖累整体工业生产。41 个行业大类中有 34 个行业增加值保持同比增长，较 9 月减少 1 个；612 种产品中有 427 种产品同比增长，较 9 月增加 1 种。工业生产数据中结构特征依旧明显，汽车产业链景气度持续修复，建筑业景气度好建材生产较强，下游偏消费类行业生产疲弱态势一定改善。

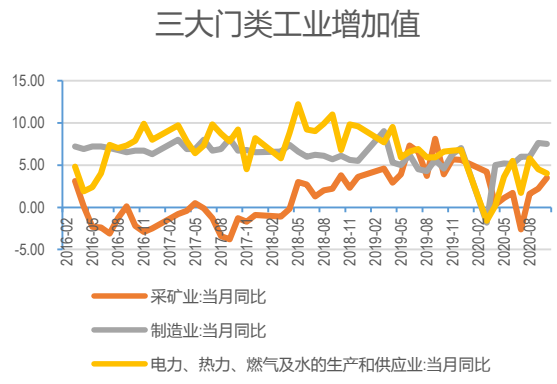
国内生产端已经接近疫情之前的水平，需求响应相对滞后，9 月份消费增速继续回升，需求端走强，由于需求端响应逐步增强可望形成“生产-消费-生产”相互促进的正向循环，市场对于生产端增长能够保持较长的持续性偏向乐观。今年二季度好于一季度，下半年好于上半年，经济将很快平稳恢复到潜在产出水平。

图 5：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

图 6：工业增加值



数据来源：Wind、国元期货

投资方面，固定资产投资增速走高。国内疫情受控之后投资持续反弹，整体上投资恢复的进程较为迟缓，其中地产投资表现较强、基建投资偏弱、工业投资最弱。疫情的负面影响消退之后，正常的投资需求应成为投资增长的主要动力，主动投资的意向逐步走强。投资的主要成分中地产投资继续向好，基建投资当月增速略有放缓，制造业投资恢复较弱。

1-10 月份中国固定资产投资 48.3 万亿元，同比增长 1.8%，较 1-9 月提高 1 个百分点。其中民间投资 26.9 万亿元，同比下降 0.7%，较 1-9 月份收窄 0.8 个百分点，民间投资的恢复弱于投资整体。10 月份固定资产投资环比增长 3.22%。10 月单月投资增速 11.1%，较 9 月增速提升 3 个百分点。

分产业看，第一产业投资 1.19 万亿元，同比增长 17.3%，增速较 1-9 月加快 2.8 个百分点；第二产业投资 13.9 万亿元，同比降 2.1%降幅收窄 1.3 个百分点；第三产业投资 33.3 万亿元，同比增长 3%增速提高 0.7 个百分点。前期第二产业投资恢复进展较慢，三季度开始加速。其中制造业投资在出口回暖带动下维持弱复苏，对投资整体拖累减轻。第三产业的进展比较稳健，可以部分对冲制造业投资需求不足的影响。

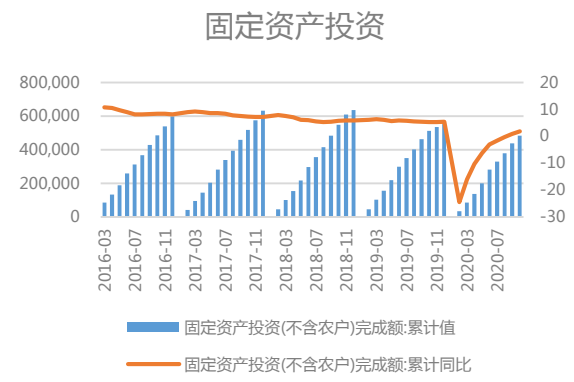
固定资产投资自 3 月份开始渐进式修复，7 月份修复趋势走弱，投资大概率在下半年回归正常化。从政策方向看，年内政府扩张性的财政政策会托底基础设施投资，但政策面上还是以底线思维为主导，政策发力的幅度或低于市场预期。经过修复 2020 年年内固定投资增速最终会稳在低位。。

基础设施投资方面，年内逐步好转、起到托底作用，三季度基建投资增速

逐月小幅放缓。2019 年基础设施投资增速本身处于较低，在此基础上受疫情冲击大幅下降，之后在宏观政策逆周期调节的作用下开始修复，增速逐月提升，起到托底投资、托底经济的作用。

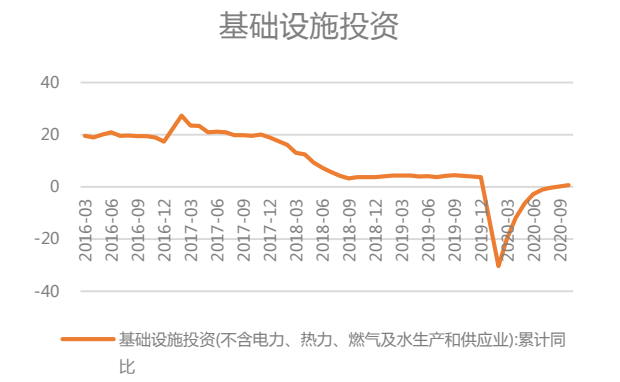
1-10 月基础设施投资增速同比增长 0.7%较 1-9 月提高 0.5 个百分点。财政支出提速带动基建投资进一步上行。基建对投资领域起到了托底、拉动作用。基础设施投资仍处于底部区域，年末基建投资增速大概率继续回升维持小幅正增长。

图 7：固定资产投资



数据来源：Wind、国元期货

图 8：基础设施投资



数据来源：Wind、国元期货

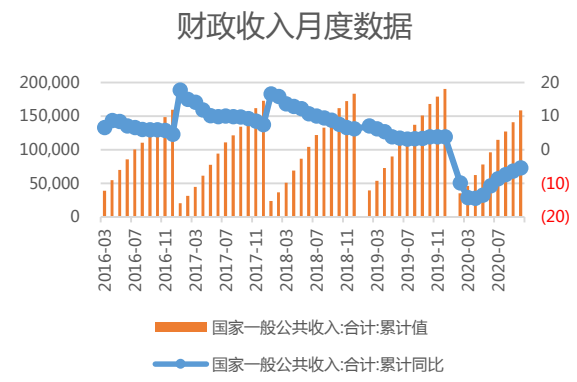
今年财政政策持续发力，在国内国际形势复杂严峻的背景下，起到了托底民生、托底经济的作用。财政支出改善基本公共服务，刺激居民消费、改善营商环境、支持经济增长。从财政约束的角度来看，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。

2020 年 1-10 月全国一般公共预算收入 15.9 万亿，同比下降 5.5%，降幅较 1-9 月收窄 0.9 个百分点。10 月份全国税收收入增长 11.2%一般公共财政收入已经实

现连续 5 个月单月同比增长。1-10 月全国一般公共预算支出 18.9 万亿，同比下降 0.6%，降幅收窄 1.3 个百分点。财政平衡的压力仍较大。

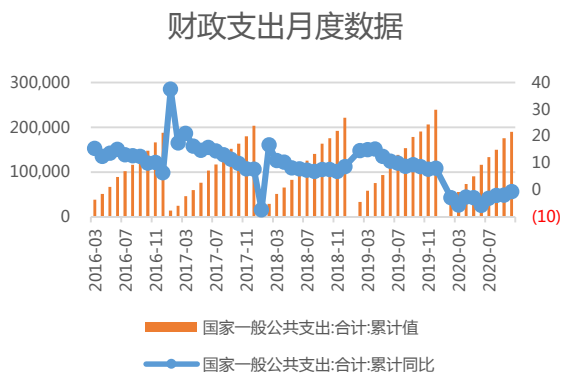
一方面我国经济稳步回升带动财政税收持续好转。另一方面，今年受疫情影响财政方面的压力增加，舒困政策、经济下滑会减少税收收入，特殊历史时期政府也不会与民争利。受疫情影响之后诸多民生、就业等问题还需要政府扩大支出解决，年内财政支出能消减的地方少。因此对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。。

图 9：财政收入



数据来源：Wind、国元期货

图 10：财政支出



数据来源：Wind、国元期货

房地产开发投资表现强于其他领域。由于需求支撑较强，在受疫情冲击的主要投资板块中，房地产投资属于跌幅相对较少的部分，之后房地产投资增速持续回升，累计增速于 6 月率先转正。2020 年 1-10 月中国房地产开发投资 11.6 万亿，同比增长 6.3%，涨幅扩大 0.7 个百分点，恢复情况明显好于其他领域的投资。

施工方面，1-10 月房屋施工面积 88 亿平方米，同比增长 3.0%回落 0.1 个百

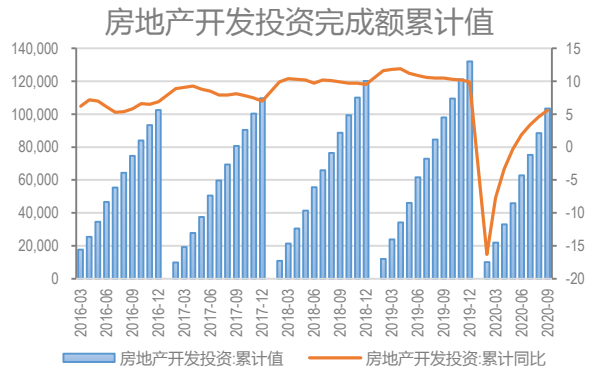
分点；新开工面积 18.1 亿平方米，同比下降 2.6%收窄 0.8 个百分点；竣工面积 4.9 亿平方米，同比下降 9.2%收窄 2.4 个百分点。竣工增速恢复相对较慢，施工面积累积速度较快。

销售方面，1-10 月商品房销售面积 13.3 亿平方米，同比持平；销售额 13.2 万亿元，同比增长 5.8%提高 2.1 个百分点。地产销售持续好转，二季度以来月份销售数据一直比较乐观。

地产政策导向上中央一直坚持房住不炒，又以因城施策为补充，市场主流观点认为年内房地产投资增速不会太高，而实际表现非常强势。

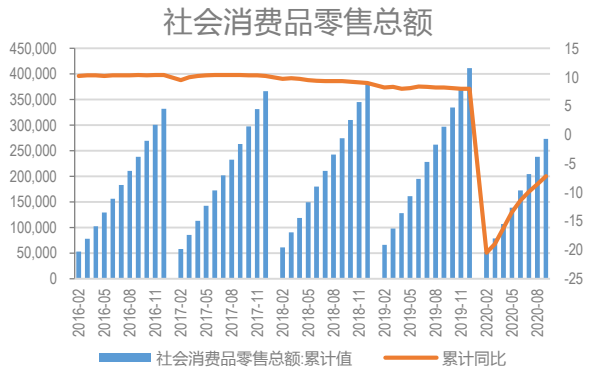
整体而言，基建投资由财政出面托底稳在低位的概率高，若制造业投资若能如期回升并企稳在正常水平，则年内投资表现尚可。今年年内扩张性的财政政策在投资领域起到重要作用，财政逆周期调节政策会起到托底作用。

图 11：房地产开发投资



数据来源：Wind、国元期货

图 12：社会消费品零售总额



数据来源：Wind、国元期货

消费方面，社会消费品零售增速稳步回升。2014 年以来社会消费品零售总

额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，没有明显改善。2020 年初消费领域受到了严重的打击，3 月份之后疫情有效管控，消费逐步回升。由于年内经济压力较大，就业、居民收入均受影响，消费恢复也有一定的阻力。三季度消费加速好转，8 月份单月社会消费品零售总额数据年内首次正增长，三季度社销增速稳步回升。

总的来说消费相对于其他领域恢复的较为乏力，是需求端恢复最差的部分，2020 年 1-10 月社会消费品零售总额 31.2 万亿，名义同比下降 5.9%，降幅较 1-9 月份收窄 1.3 个百分点。单月来看消费也是在好转，10 月份社会消费品零售总额 3.9 万亿元，同比增长 4.3%，较上月加快 1 个百分点。 可以观察到在疫情的影响下全国居民的消费行为发生了显著的结构性变化。

疫情结束后居民收入增长受经济下行影响的可能性较大，从而对消费的恢复过程造成负面影响。前三季度，全国居民人均可支配收入 23781 元，同比名义增长 3.9%，实际增长 0.6%。9 月份全国城镇调查失业率是 5.4%较 8 月下降 0.2 个百分点，就业压力仍存。可以说与疫情前相比居民就业、收入方面的增长还面临压力。就业与收入压力可能会对消费持续回升造成不利影响。

企业经营方面，工业企业利润稳步恢复。一季度新冠疫情对工业企业经营状况造成了重大的影响，二季度经营环境好转各方面经营指标逐步修复，显示出国内企业的韧性较强，企业经营向乐观的方向发展。三季度工业企业利润延续快速回暖趋势，7、8 月份各项经营指标加速修复，9 月份利润增速有所回落。10 月份继续走强为年内最好水平，企业经营恢复到疫情之前的程度指日可待。

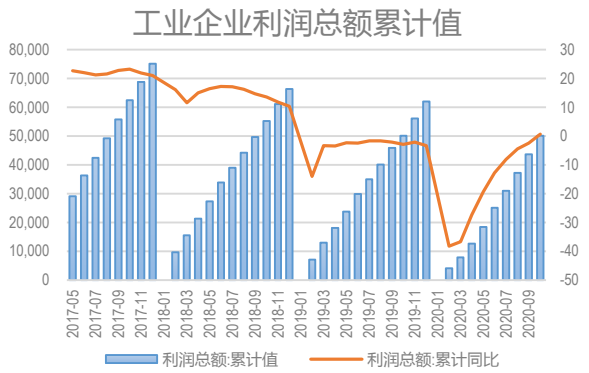
2020年1-10月份规模以上工业企业实现利润总额5万亿元，同比增长0.7%，1-9月为下降2.4%，年内首次由负转正。在41个工业大类行业中，25个行业利润总额同比增加，较上期增加4个，26个行业减少，其中装备制造业持续强势对工业企业利润增长贡献最大，另一方面随着下游需求，石油加工、有色等行业利润增速改善幅度较大，对工业企业利润的拖累作用逐渐降低。10月当月规模以上工业企业实现利润同比增长28.2%，增速比9月份加快18.1个百分点，当月数据大幅好转与去年基数有很大关系无需过分解读。

1-10月规模以上工业企业实现营业收入84.8万亿元，同比下降0.6%，降幅较1-9月收窄0.9个百分点，营业收入数据进一步好转。各项指标均相互印证显示企业经营压力缓解，业绩逐步改善，中工业品价格止跌企稳也对企业经营好转有正面的贡献。

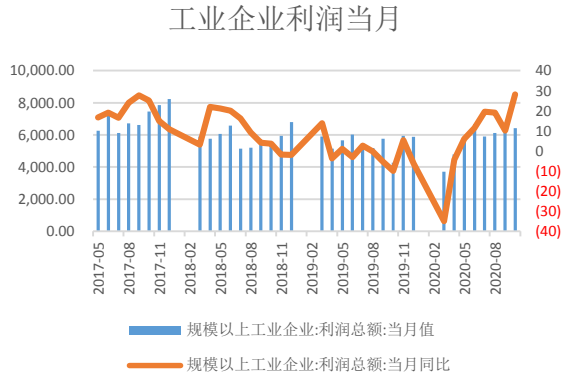
上半年企业经营受到疫情的拖累，下半年以来进入加速攻坚阶段，单月来说，营收、利润都实现了快速修复。2019年全年工业企业利润总额增速为3.3%，目前企业经营状况正在逐步接近疫情之前的水平。以目前的修复节奏估算，2020年工业企业利润总额增速应低于2019年水平。疫情打破了市场对于实体企业盈利在2020年起稳回升的预期，另一方面考虑2021年的基数影响特别值得关注，2021年形成底部攀升趋势应该概率较高。

图13：工业企业利润总额累计值

图14：当月利润



数据来源：Wind、国元期货



数据来源：Wind、国元期货

二、价格指标小幅上升

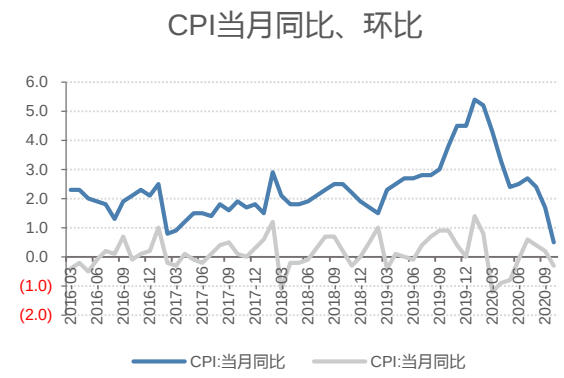
10 月份价格指标快速下降，市场通缩预期抬头。CPI 同比上涨 0.5%，环比下降 0.3%，延续下行趋势；PPI 同比下降 2.1 %，环比持平，PPI 持续处于低位。CPI-PPI 剪刀差自 4 月份达到高点之后逐渐回落，下半年消费品价格由于需求不足、猪肉价格回落等因素带动逐步下滑，工业品价格较为稳定，CPI-PPI 剪刀差跟随 CPI 下降而快速回落。

CPI 方面，2020 年 10 月 CPI 同比上涨 0.5%，较上月回落 1.2 个百分点，CPI 同比涨幅创下 2009 年 11 月以来新低，也是 2017 年 3 月以来首次降到 1%以下。其中，食品价格上涨 2.2%，较上月回落 5.7 个百分点，主要是猪肉价格较上年同期回落所致，10 月猪肉价格同比下降 2.8%，较 9 月份的上涨 25.5%大幅回落。因此 10 月份 CPI 大幅回落主要是由于基数原因以及猪肉价格下降的影响。

在 0.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.4 个百分点，较上月下降 0.8 个百分点，新涨价影响约为 0.1 个百分点，新涨价动能较弱。现阶段猪肉价格下行、原油价格稳在低位，尚未有其他的新的价格驱动因素出现。叠加

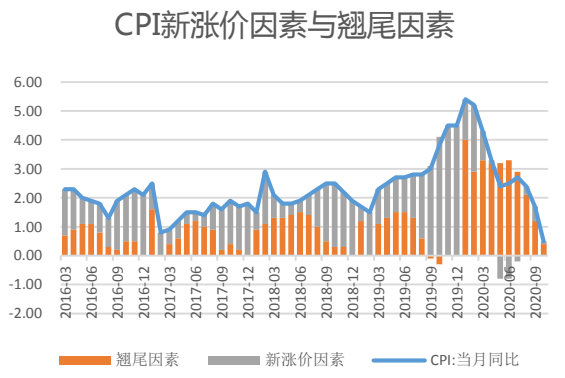
翘尾因素的影响，四季度 CPI 大概率持续回落至低位。

图 15：CPI



数据来源：Wind，国元期货

图 16：CPI 新涨价因素与翘尾因素



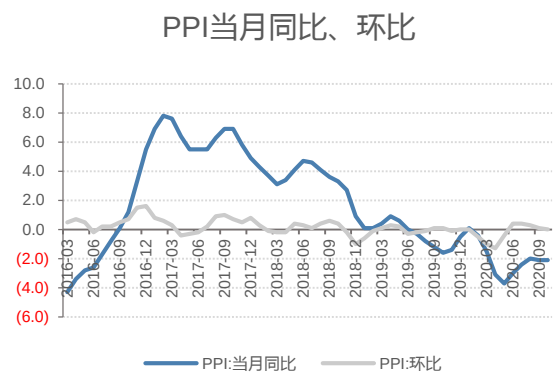
数据来源：Wind、国元期货

PPI 方面，工业品价格盘桓在低位。2020 年 10 月 PPI 同比下降 2.1%，环比持平。PPI 同比已经连续 3 个月大体持平，工业品价格修复趋势放缓。在 10 月份 2.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.1 个百分点，新涨价影响约为-2.0 个百分点，新涨价动能仍弱。国内复工复产进度较快，产出增长相对较快，而需求恢复的相对略慢，后期工业品价格还是看需求反馈。

2020 年 PPI 的翘尾因素整体较低且平缓，因此今年 PPI 的波动主要由新涨价动能决定。疫情受控制后工业品价格逐步修复，从上游至中下游渐进传导，但由于需求不足，推动工业品价格全面上涨的动力不够，因此 PPI 恢复过程阶段性放缓。经济修复渐进式推进的过程没有结束，中长期来看 PPI 仍处于低位回升的过程中，只是大幅上涨的可能性也不高。

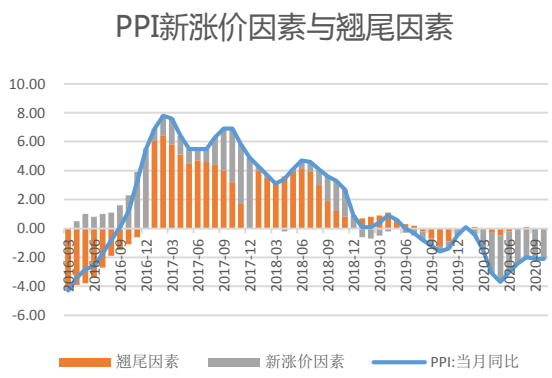
整体来看，四季度 CPI 继续回落、PPI 低位攀升，CPI-PPI 剪刀差将会继续收窄。

图 17：PPI



数据来源：Wind、国元期货

图 18：PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源：Wind、国元期货

三、进出口好于预期

今年进出口受到冠疫情的影响，可喜的是下滑幅度好于市场预期。年初疫情对贸易领域的冲击较大，二季度开始由于中国的疫情率先受控，外贸领域逐渐修复，于 6 月当月进出口实现了正增长，前三季度我国进出口累计增速实现了正增长。主因在于国内经济稳步增长叠加外部需求好转带动外贸领域景气度提高，贸易领域逐渐走向正常化。

10 月出口增速延续上行趋势。2020 年 1-10 月份中国进出口总值 25.95 万亿，同比增长 1.1%较 1-9 月提高了 0.4 个百分点；出口 14.33 万亿，同比增长 2.4%，较上月提高 0.6 个百分点；进口 11.62 万亿，同比下降 0.5%，降幅收窄 0.1 个百分点；贸易顺差 2.71 亿元。外部主要经济体快速修复，外需增强出口增速提高。

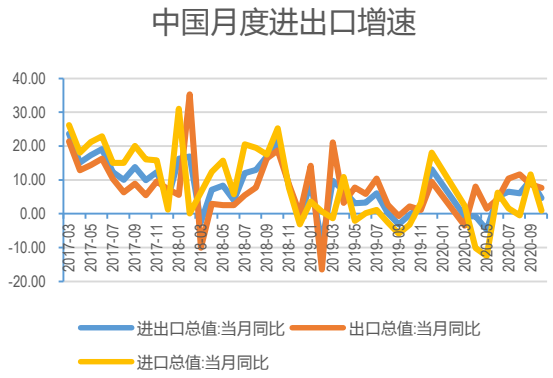
当月来看 10 月份的进出口数据较 9 月份小幅回落。10 月中国进出口总值 2.84 万亿，同比增长 4.6%，环比下降 7.5%；出口 1.62 万亿，同比增长 7.6%，环比下降 2.4%；进口 1.22 万亿，同比增长 0.9%，环比下降 12.9%；顺差 4017.5 亿。整

体上 10 月份进出口数据延续了强势。

内需方面国内经济复苏势头良好，内需稳步恢复。外需方面全球经济恢复是带动出口强劲的主要因素，目前来看海外经济复工与复苏的前景并不悲观，远好于市场预期。2020 年净出口大概率对 GDP 增速构成正贡献。

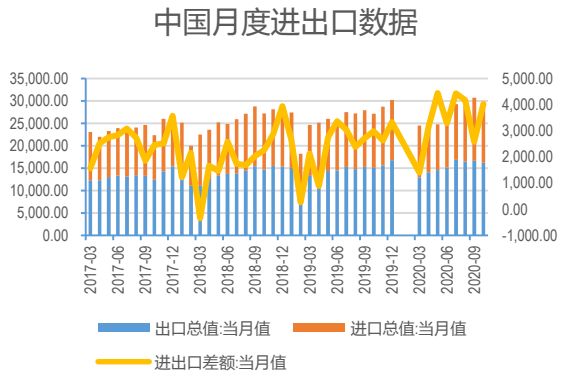
由于全球主要经济体尚未摆脱疫情阴影，经济增长压力依旧较高，经济复苏节奏也不稳固，2020 年的进出口前低后高，全年来看大概率仍在低位正增长区间运行。

图 19：进出口同比



数据来源：Wind、国元期货

图 20：月度进出口数据

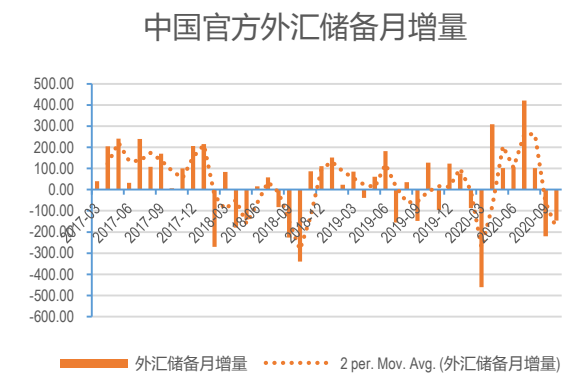


数据来源：Wind、国元期货

外汇储备平稳，环比下降。中国 10 月外汇储备为 3.128 万亿美元，环比下降 146 亿美元，外储规模连续两个月下降。黄金储备为 6264 万盎司，连续 13 个月持平。外汇储备规模有所下降的原因是汇率折算和资产价格变化等因素综合作用。

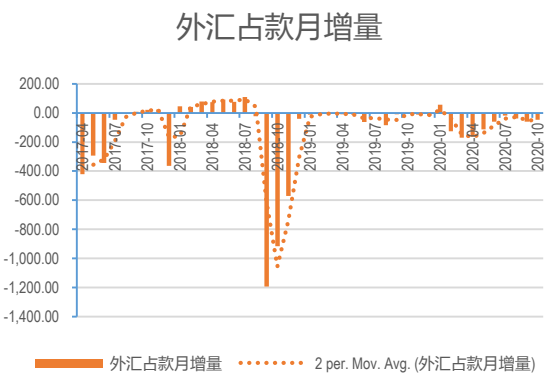
中国在全球主要经济体中率先控制疫情，疫情对经济的影响逐步弱化，中长期基本面依然稳健，年内中国外汇储备规模稳定在 3 万亿上方。

图 21：外汇储备



数据来源：Wind、国元期货

图 22：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

外汇占款连续小幅下降，规模基本稳定在 21 万亿。中国 10 月末央行口径外汇占款余额为 21.158 万亿元，环比减少 47.91 亿元，为连续 9 个月下降。10 月的情况是贸易顺差、外储下降、外占下降、人民币升值。

四、金融数据持续高增长

现阶段央行在货币政策执行过程中比较注重保持货币供应量和社会融资规模合理增长，使资金平稳有序地投向实体经济，支持经济增长向潜在增速回归。上半年宽货币、宽财政的格局已经改变，货币政策更加灵活适度、精准导向。在当前的经济环境下保持总量适度，有助于在稳增长与防风险之间取得政策平衡。目前高层领导讲话谈及已经到了研究宽松货币政策有序退出的时候。

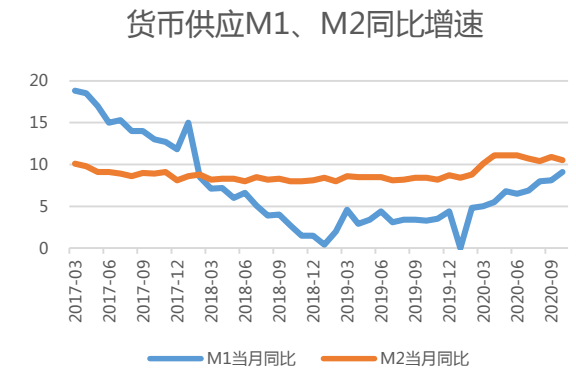
10 月份金融数据继续保持较高增速。2020 年 10 月 M2 余额 214.97 万亿元，同比增长 10.5%；社会融资规模存量 281.28 万亿元，同比增长 13.7%；人民币贷款余额 170.06 万亿元，同比增长 12.9%。整体来看，货币供应、社融、信贷保持高增长的势头，货币供应、信贷增速较 9 月小幅回落。比较符合今年以来季末

上升季初回落的节奏。现阶段的货币政策需要兼顾协调稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的多个政策目标，在整体宽松的大方向下可能会因为某个目标的重要性提高而出现阶段性微调，金融数据继续高增长的空间有限，大概率在现有水平上小幅回落。

货币供应方面，货币供应增速回落。10 月末 M2 余额 214.97 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上月下降 0.4 个百分点，较上年提高 2.1 个百分点；M1 余额 60.92 万亿，同比增长 9.1%，较上月提高 1 个百分点，较上年升 5.8 个百分点；M0 余额 8.1 万亿，同比增长 10.4%，较上月下降 0.7 个百分点，较上年升 5.7 个百分点，净投放现金-1334 亿元。M1 增速持续回升达到年内高位，单位活期存款趋势好转，企业融资现金流改善。

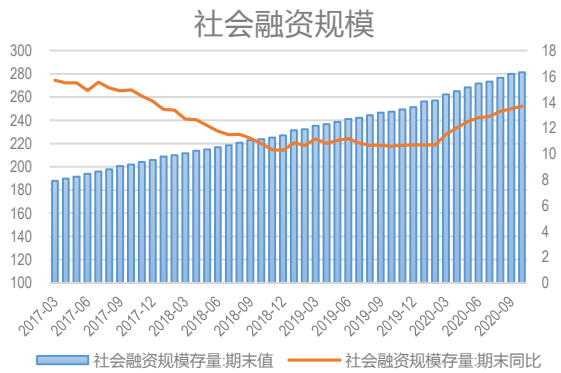
年内货币政策加大了对实体经济的支持力度，降低企业实际融资利率，引导金融机构加大对小微、民营企业和制造业的信贷支持。过于宽松的流动性容易引发通胀担忧等问题，明年宽松货币政策有序退出的概率较大。

图 23：货币供应



数据来源：Wind、国元期货

图 24：社会融资规模



数据来源：Wind、国元期货

社会融资方面，年内社会融资规模快速上升，社融增速加速上行，在经济恢复进程中，央行维持宽松的政策基调、通过多项政策工具推动社会融资规模加快增长。

存量看 10 月社会融资规模存量为 281.28 万亿，同比增长 13.7%，比上月加快 0.2 个百分点，较去年同期上行 3.03 个百分点，创 2018 年 1 月以来新高。

分项来看同比上升的有：实体经济人民币贷款 168.92 万亿元同比增 13.3%较上月上升 0.1 个百分点；政府债券 44.95 万亿同比增 20.9%较上月提高 0.7 个百分点；企业债券 27.53 万亿同比增 20.4%较上月下降 0.2 个百分点；非金融企业境内股票 8.06 万亿同比增 11%较上月加快 1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.79 万亿元，同比增长 19.3%较上月加快 0.5 个百分点。信贷维持在高位，政府债券、企业债券融资增长较快，社融增速加速上升。

同比下降的有：委托贷款 11.12 万亿同比降 4.7%降幅较上月收窄 0.4 个百分点；信托贷款 6.94 万亿同比降 8.9%降幅扩大 0.4 个百分点；表外融资持续下降，表外融资收缩对社融的影响逐步降低。

从增量看，10 月社会融资规模增量为 1.42 万亿元，同比多增 5493 亿元。同比多增幅度较大的有：人民币贷款增加 6663 万亿同比多增 1193 亿元；政府债券增加 4931 亿多增 3060 亿元；新增股票融资 927 亿元，同比多 747 亿元。企业生产活动和中长期融资的活跃，政府债务增加较多。

现阶段货币环境宽松且经济上行，社会融资规模增速将会维持较高增速。

图 25：M2、社会融资剪刀差

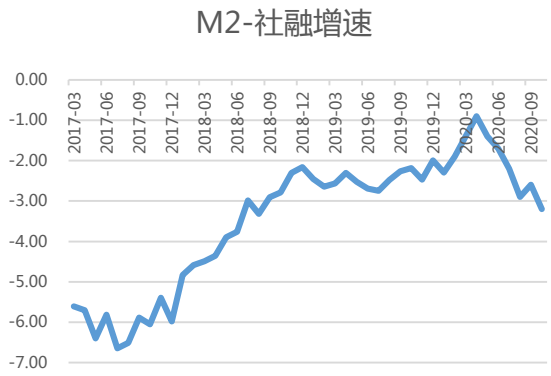
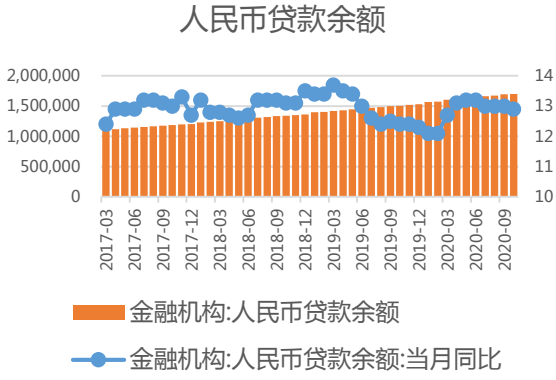


图 26：贷款余额同比增速



存贷款方面，10 月份新增人民币贷款增速略微下降。存量看 10 月末人民币贷款余额 170.06 万亿元，同比增长 12.9%，增速较上月回落 0.1 个百分点。增量看 10 月当月新增人民币贷款 6898 亿同比多增 285 亿元，信贷增长速度较高。其中居民户新增人民币贷款 4331 亿元，企业贷款增加 2335 亿元，居民中长期贷款持续增长。存款增长平稳，10 月份人民币存款余额 210.68 万亿，同比增长 10.3%，增速较上月回落 0.4 个百分点。10 月当月存款减少 3971 亿，同比多减 6343 亿。10 月存贷款较 9 月走弱，符合季节性规律。

2020 年 2 月份之后金融数据加速上升，一直保持高增长。为对冲经济下行压力，达到货币政策逆周期调节的效果，人民银行将保持金融环境稳健并提供充足的流动性，年内整体金融环境将保持适度宽松。明年宽松货币政策大概率退出。

五、后期宏观趋势研判

目前中国经济尚处于长期下行趋势之中，短期内达到底部均衡的可能性不高，此次疫情加速经济进入新均衡的过程。受新冠疫情影响 2020 年我国宏观经济大概

率延续下行趋势，上半年经济负增长，下半年企稳回升回归常态。经济运行的风险或来自于内需不能有效跟进、外部疫情严重影响外需的恢复步调、中美之间复杂多变等。

现阶段内部经济正在经历加速修复的过程。下半年在疫情防控常态化的背景下，三季度经济运行逐步正常化，正常化之后的经济增长更加依赖于经济内生动力的强弱。四季度我国经济大概率保持较高增速。

2020 年通胀指标将会全年保持较高增长，上半年处于高位区间，下半年或大幅回落，2020 年 CPI 中枢大概率会高于 2019 年。PPI 继续处于低位，后期走势受需求影响较大，目前来看 PPI 继续从底部回升的概率较大。

新冠疫情在欧洲、美国、中东、南亚等地区扩散，不但时刻干扰市场情绪，也对各国经济形成实质性的负面影响。全球经济下行风险依然突出。美联储货币政策极度宽松，其他全球主要央行大多跟随美联储的货币政策方向。相对而言中国央行的货币政策更加稳健务实。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部
地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000
合肥分公司
地址：合肥市金寨路 329 号国轩凯旋大厦 4 层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115908
福建分公司
地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522
大连分公司
地址:大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840
西安分公司
地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088
上海分公司
地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区
电话：021-68400292
通辽营业部
地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818
合肥营业部
地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888
郑州营业部
地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话 ：0371-53386892/53386809
青岛营业部
地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532-66728681
深圳营业部
地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269
唐山营业部
地址：唐山市路北区北新西道 24 号中环商务 20 层 2003-2005 室
电话：0315-5105115
杭州营业部
地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300