专题研究

2020 年 11 月 24 日

中诚信国际

宏观经济

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

——宏观经济与大类资产配置月报（2020 年 11 月）

联络人

作者

研究院

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

曾淑桂（实习）

其他联系人

中诚信国际研究院副院长

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

相关报告：

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；

复工复产推进经济改善，海外疫情阴霾犹存，2020 年 5 月 20 日。

概述

■ **宏观经济：数据全面向好，修复力量或趋于“筑顶”**

➢ **供需继续改善，但多重压力下后续改善空间受限。**经济持续恢复，各项经济指标均明显向好。工业增加值同比增速连续三个月高于去年同期，投资增速持续回升，消费持续改善且餐饮收入单月首次转正，出口同比增速攀升至 10%以上，先行指标连续八个月处于景气区间。但数据全面向好中也存在修复边际放缓的隐忧：工业生产的修复力量正在逐步弱化，地产和基建投资进一步改善仍面临一定制约，消费能力与消费信心不足对消费的掣肘仍存，随着疫苗投入使用发达经济体供给的恢复，或给 2021 年出口增长带来一定压力。

➢ **CPI 同比连创年内新低，PPI 短期仍难转降为升。**CPI 继续回落，上行动力不足，或持续处于低位运行；PPI 同比跌幅与上月持平，考虑到大宗商品价格持续低位运行，PPI 短期难以实现正增长。

➢ **社融季节性回落，信贷结构改善。**新增社融季节性回落，M2 增速略有回落，企业投资动能回升推动 M1 继续上行。整体来看，年内 M2 平稳波动，M1 将稳定回升，信贷结构有望继续优化，社融总体保持平稳运行。

➢ **跨境资本市场运行平稳，人民币汇率维持升值态势。**跨境资本市场运行平稳，外汇占款连续 9 个月下降，银行收付款和结售汇顺差扩大；人民币汇率短期内维持升值态势，后续随着美国疫苗投入使用，美国经济复苏加快，美元或从弱转强，人民币升值态势或有所扭转。

■ **经济修复或边际放缓，信用风险释放加速，政策需保持延续性和可持续性**

➢ **国内外不确定性犹存，经济修复或边际放缓。**从外部环境来看，中美博弈仍存，不确定性持续存在；从国内因素来看，随着宏观政策进一步正常化，政策性因素的修复面临的制约加大，市场性因素修复虽然存在较大空间但短期难以显著改善，经济修复动能趋弱趋势未改，虽然受低基数效应影响明年一季度有望出现疫后经济增长高峰，但经济环比修复空间收窄。

➢ **债务风险仍居高位，信用风险爆发加速。**近期以来，信用风险爆发加速，债券市场违约频现，且从民企向国企蔓延，政策仍需关注防风险。

➢ 考虑经济修复和金融风险的压力，宏观政策仍需将保持延续性和稳定性，避免“政策悬崖效应”的出现。。

■ **美国大选落定短期风险偏好提升，仍然看好商品和股票**

➢ **股票市场估值偏高，但仍具有结构性机会。**短期仍以顺周期板块为主，建议关注估值偏低的股票。

➢ **受信用违约事件影响，债市情绪受挫。**短期内债市或面临一定调整压力，或呈区间波动走势。

➢ **大宗商品波动上行，黑色系短期上涨动力或不足。建**议关注受全球气候影响的农产品。

➢ **黄金先升后降，或维持高位震荡。**短期内疫苗研究进展加快提升市场信心、黄金需求放缓或对黄金价格不利，但在海外疫情反复、避险情绪升温的背景下，黄金价格或难以大幅下滑，仍维持短期内黄金价格高位震荡的判断。

一、宏观经济：数据全面向好，修复力量或趋于“筑顶”

10 月经济持续恢复，各项经济指标均明显向好。从供给端来看，工业生产同比增速连续三个月高于上年同期。从需求端来看，基建与房地产投资增速继续上行，制造业投资降幅收窄，投资改善势头延续；消费继续回暖，尤其是在价格上涨放缓的背景下社零额实际增速出现较大幅度的回升；出口错峰增长持续，同比增速进一步加快。从金融数据来看，社融虽然出现季节性回落，但信贷结构进一步优化，跨境资本流动运行基本平稳，人民币汇率对美元维持相对强势。但是，虽然 10 月份主要宏观经济指标全面向好，但考虑到政策性支撑的因素随着稳增长政策力度的收缩面临一定的制约，市场性因素修复空间虽然持续存在但短期内大幅上行的动力较小，经济的修复力量或已经趋于“筑顶”，后续经济边际修复节奏或放缓。

表 1　2020 年 10 月中国宏观经济核心指标一览表

	2020 年										去年同期	最新变化
	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(%)	6.9	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	NA	NA	4.7	↔
固定资产投资累计同比（%）	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(%)	4.3	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	NA	NA		↑
出口：当月同比（%,美元）	11.4	9.9	9.5	7.2	0.5	-3.3	3.5	-6.6	NA	NA	-0.8	↑
进口：当月同比（%,美元）	4.7	13.2	-2.1	-1.4	2.7	-16.7	-14.2	-0.9	NA	NA	-6.1	↓
贸易顺差（亿美元）	584.4	370.0	589.3	623.3	464.2	629.3	453.4	199	NA	NA	423.1	↑
CPI	0.5	1.7	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	3.8	↓
PPI	-2.1	-2.1	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-1.6	↔
M2：同比	10.5	10.9	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.4	↓
社会融资规模（亿元）	14173	34693	35800	16900	34342	31900	30900	51492	8578	50697	8680	↓

（注：↓、↑、↔分别表示与上月相比，2020 年 10 月指标出现下降、上升或持平）

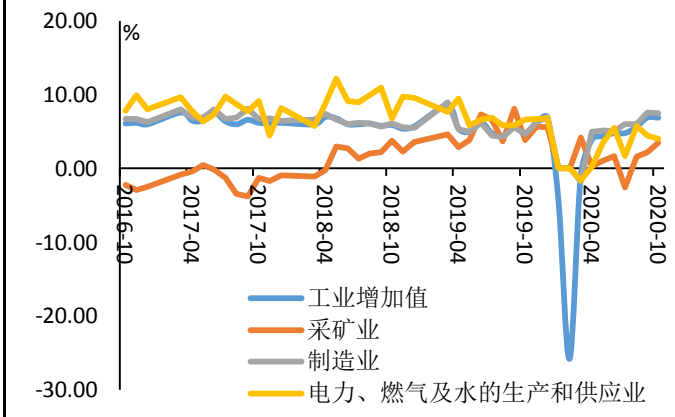
（一）工业生产平稳修复，需求整体改善，但后续制约因素仍存

从 10 月份数据来看，供需两端均延续此前全面向好的态势。工业增加值增速连续三个月高于上年 t 哦那个其，投资延续回升态势，社零额增速继续回升并且餐饮收入单月首次转正，季节性因素下进出口有所波动，不过季调后进出口增速高位，景气指数连续八个月处于荣枯线以上。但数据全面向好中也存在经济修复边际放缓的隐忧：工业增加值环比增速降为 3 月份以来新低，后续上行空间受限；地产和基建投资的仍面临一定制约；消费能力与消费信心不足对消费的掣肘仍存；虽然当前来看欧美等发达经济体仍面临二次爆发压力，短期出口“错峰增长”势头仍将延续，但当前来看疫苗进展较为顺利，随着疫苗的逐步应用，主要出口经济体的生产或进一步修复，错峰增长效应在明年将有所弱化，进而影响出

口高增长的可持续性。

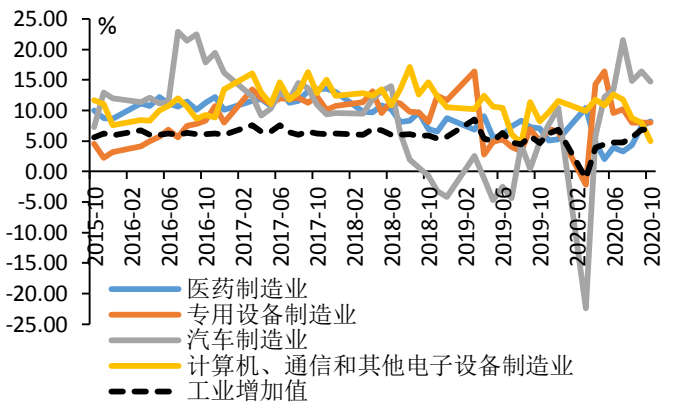
工业增长平稳修复，后续或存放缓压力。10 月，工业增加值同比增长 6.9%，与上月持平，高出去年同期 2 个百分点。分行业来看，基建投资的持续回升带动相关工业产业走高，挖掘、铲土运输机械同比增长 30.2%；汽车消费回升，特别是新能源汽车在政策利好下同比大幅增长 94.1%；出口维持高位提振了相关产业生产，微型计算机设备、集成电路均实现 20%以上的快速增长。尤为值得一提的是，制造业和私营企业生产同比增速均保持高位，工业生产的市场性支撑因素修复有所加快。**值得一提的是**，工业增加值环比增速是 3 月份以来的新低，说明工业生产的修复力量正在逐步弱化，在需求改善有限的背景下，工业生产或难以延续近期的上升势头，增速或将有所放缓。

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

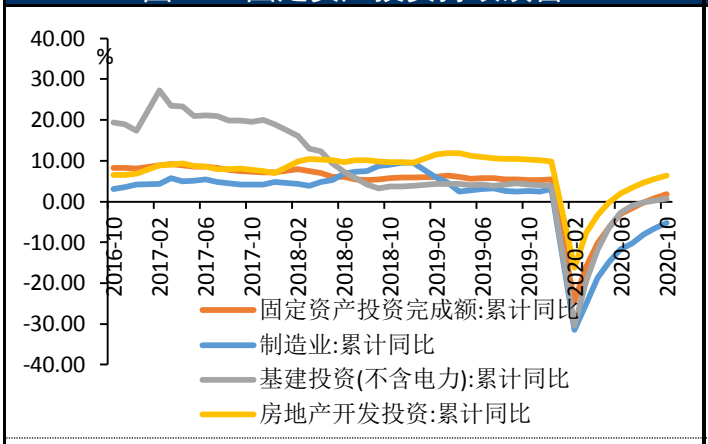
图 2： 主要制造业走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

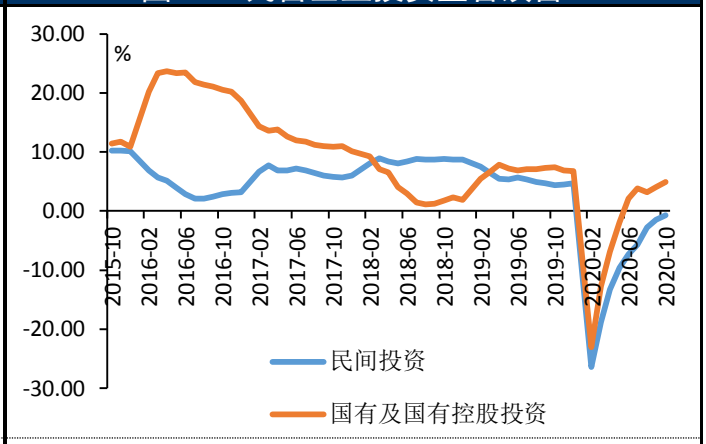
投资持续回暖，后续在基建和地产投资受到制约情况下仍取决于内生性投资的恢复程度。1-10 月，投资同比增长 1.8%，较 1-9 月加快 1.0 个百分点。分类别来看，基建投资增速稳步回升，房地产投资继续加快，制造业投资降幅进一步收窄。从具体行业来看，高新技术行业投资增速高位上升，医药制造业和计算机及办公设备制造业投资保持两位数的增速，电子商务服务业、科技成果转化服务业和信息服务业增速均超过 15%。分所有制来看，私营企业投资下滑幅度进一步收窄，同比下降 0.7%，较前三季度收窄 0.8 个百分点，转正在即。展望未来，投资的制约因素依然持续存在：从地产投资来看，当前库存较低，且地产企业存在资金回笼的需求，同时考虑到今年有可能出现冷冬，部分企业可能在近期加快施工，短时内新开工和竣工将加快，短期仍支撑房地产投资，但地产在行业周期底部与政策调控之下仍面临约束，地产投资难以大幅上行；基建投资虽然持续回升，但面临地方政府收支压力加大、2021 年积极财政政策或边际收缩、基建项目不足等多重约束；制造业投资低位，在低基数背景下，后续仍有一定的增长空间，对投资形成一定的支撑，但仍受限于企业的投资能力和消费的恢复程度。总体来看，在基建和房地产投资在明年存在增长放缓可能，制造业投资对整体投资的支撑作用将愈加凸显，后续投资能否保持改善势头还取决于制造业投资和民间投资等内生性投资的恢复程度。

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

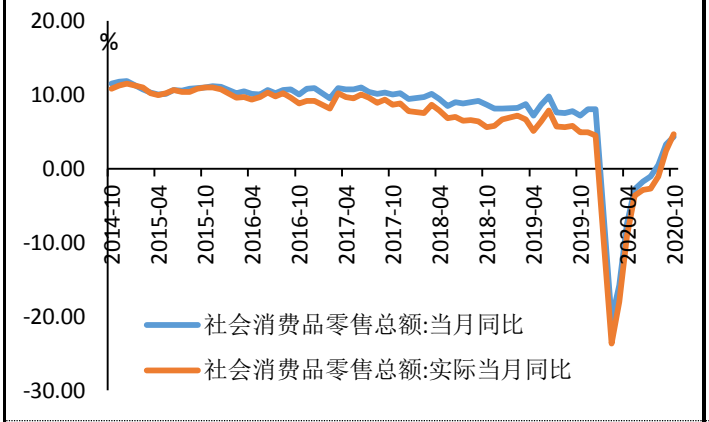
图 4： 民营企业投资显著改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

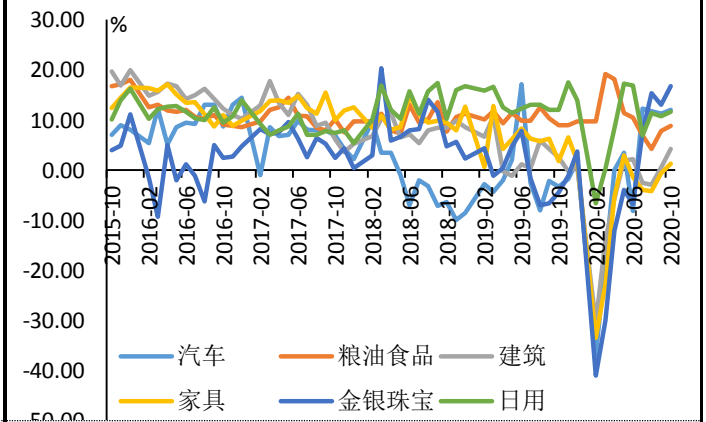
社零额延续改善趋势，消费者消费信心和消费能力恢复较慢仍制约消费修复。10 月，社零额增速延续此前的上升趋势，同比增长 4.3%，较上月加快 1 个百分点，考虑到 10 月份物价水平有所下降，实际同比增速较上月加快 2.2 个百分点达到 4.6%，累计增速同比延续收窄趋势，同比下降 5.9%，较上月收窄 1.3 个百分点。分类别来看，疫情中受到冲击最大餐饮行业年内增速首度转正，同比增长 0.8%，较上月提高 3.7 个百分点。限额以上商品零售额 18 个大类当中有 17 个实现了增长，其中有 9 个大类保持了两位数的增长，消费升级产品如金银珠宝与汽车类消费增速均达到两位数。**后续来看，**虽然当前失业率下降居民收入回升，但居民消费意愿仍未走出疫情的阴影，城镇居民收入与支出仍存在较大的缺口。在年内最大的购物节——“双十一”期间，头部电商在 11 月 11 日当天同比口径下数据弱于去年同期，而且今年电商的营销政策对“双十一”当前的销售有所高估，这个数据在一定程度上也反应出了居民消费意愿仍处于低位，居民消费的修复仍需一定的时间，短期内消费增长空间有限。

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

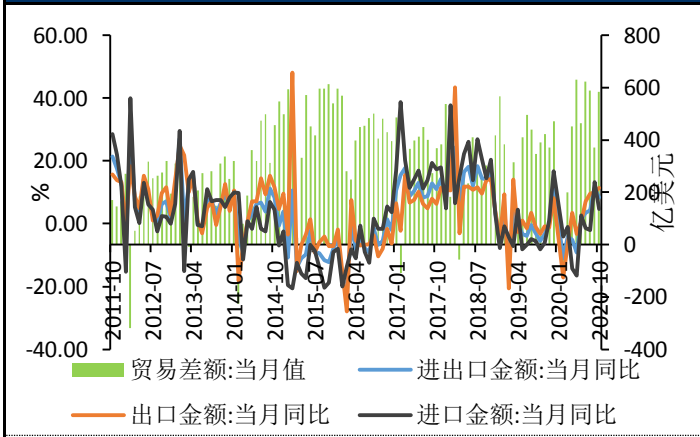


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

出口增速继续走高，短期仍将保持平稳增长趋势，但 2021 年增长压力或加大。10 月，以美元计价的进出口总额同比增长 8.4%，涨幅回落 3 个百分点。其中，出口同比增长 11.4%，年内以美元计价的出口累计增速已经转负为正；10 月份进口同比增长 4.7%，增速较上月回落 8.5 个百分点，但考虑到 10 月

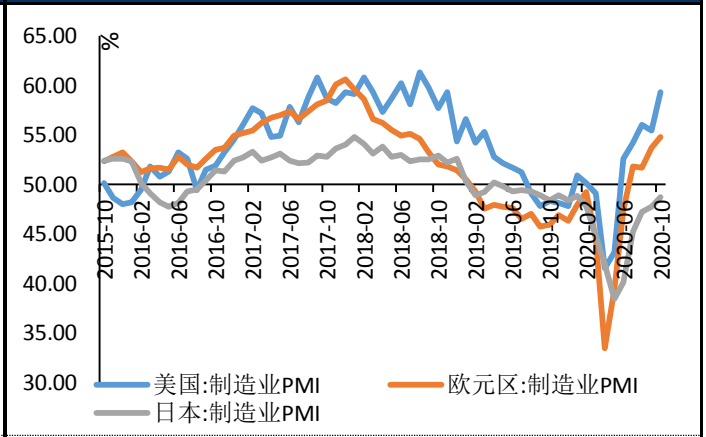
国庆假期较长，这一回落并未超出季节性。当月实现贸易顺差 584 亿美元，较上月增加 214 亿美元。**后续在支撑与拖累因素并存情况下，贸易仍将保持平稳增长。**当前欧美疫情的控制不力，疫情第二波爆发迅速到来，随着进入秋冬季，疫情遏制难度加大，全球供需或将再度受到冲击，但我国疫情得到有效控制，对全球供给和需求均起到一定的支撑作用。从出口来看，欧美日 PMI 虽然延续此前持续上升的趋势，PMI 新出口订单指数持续站在荣枯线以上，我国出口短期内仍有望保持一定的韧性。从进口来看，虽然进口 PMI 指数时维持在荣枯线以上，但海外生产受到冲击难以避免，进而对全球的供应体系产生一定的影响，短期内对疫情重点区域的进口将受到一定的冲击，不过在落实中美贸易第一阶段协议的背景下，对美进口将进一步加大，同时国内经济持续修复，在基本面上对进口形成一定支撑，故短期内进口或仍有望保持平稳增长。近期 RCEP 正式签订，虽然从中长期来看，这将有助于加强东亚和东南亚经济的联系，对我国的外贸形成进一步的支撑，但 RCEP 对外贸提振作用的显现仍需要一定时间，短期内效果或并不明显；后续随着全球范围内疫苗陆续研制成功和使用，海外国家生产持续恢复，我屁股 IP 出口错峰增长的优势减弱，在中美冲突持续、全球需求整体疲弱背景下，2021 年我国进出口仍面临一定压力，这在 2021 年下半年或体现得较为明显。

图 7：出口保持高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

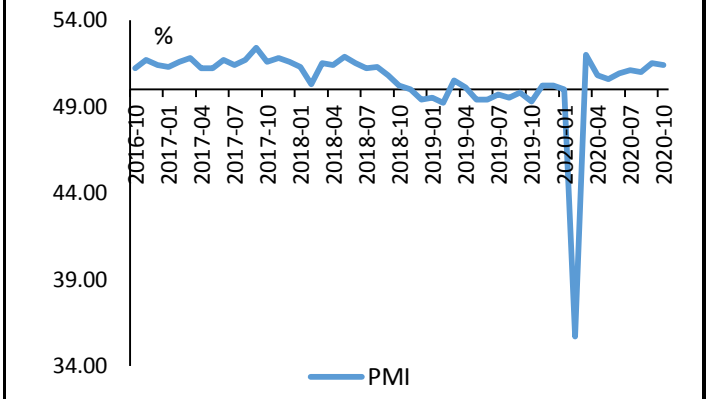
图 8： 欧美日 PMI 指数均上升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

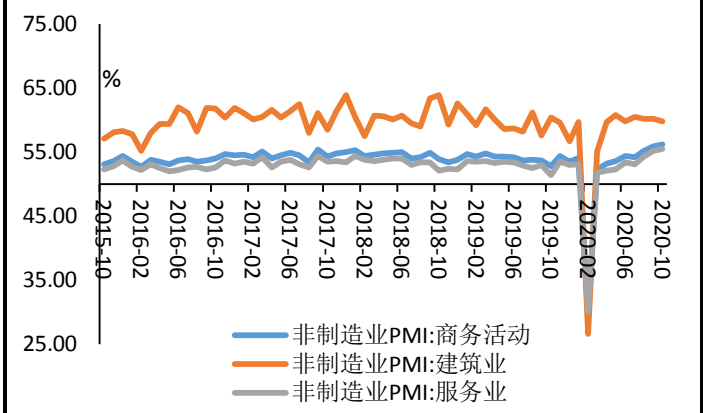
先行指标略微回调，但依然维持在景气指标之上。10 月，制造业 PMI 为 51.4%，较前值略微回调 0.1 个百分点，总体延续了 9 月供需回暖的态势连续 8 个月位于荣枯线上方。非制造业商务活动指数上升 0.3 个百分点至 56.2%，保持了疫情以来的稳步回升态势。其中服务业指数上升 0.3 个百分点至 55.5%，建筑业商务活动较上月下降 0.4 个百分点至 59.8%。10 月，制造业 PMI、非制造业 PMI 总体延续了 9 月的供需回暖态势，反映出国内市场需求逐步向好、经济复苏更加有力，特别是受疫情冲击较大的运输、零售、餐饮等行业加快复苏，消费端对经济修复的带动力有所改善。

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

（二）CPI 同比连创年内新低，PPI 短期仍难转降为升

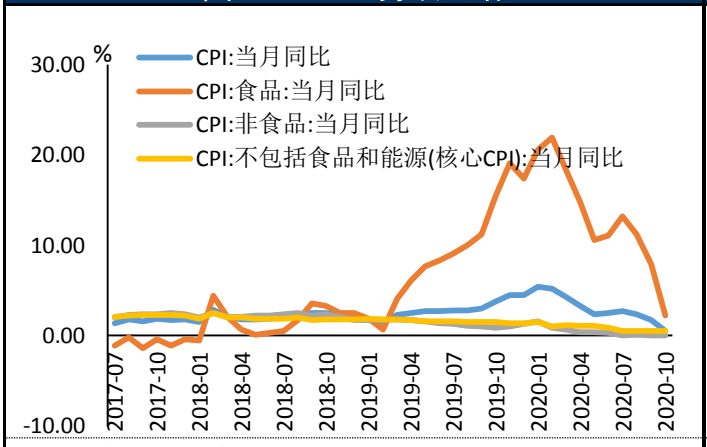
CPI 继续回落，运行至 2010 年以来的低位。10 月，CPI 同比上涨 0.5%，较前值回落 1.2 个百分点。核心 CPI 同比上涨 0.5%，与上月持平，继续处在 2013 年以来的低位。2019 年猪肉价格受非洲猪瘟疫情冲击量减价增，2020 年以来新冠疫情冲击等因素影响猪肉产量持续降低，在此背景下，此前猪肉价格同比已连续 19 个月正增长，不过 3 月份以来，增速呈放缓趋势，且本月为猪肉价格首次转负，“猪周期”再度运行至下行区间。非食品类价格保持平稳，处于近年来的低位。10 月非食品价格同比涨幅为 0.0%，与上月持平，处于 2010 年以来的最低位区间。

PPI 同比跌幅较上月持平，生产价格持续低位运行。10 月 PPI 同比下跌 2.1%，跌幅较上月持平，已连续 9 个月处于负区间。10 月 PPI 生产资料同比下降-2.7%，跌幅较上月小幅收窄 0.1 个百分点；生活资料同比下降 0.5%，跌幅较上月扩大 0.4 个百分点。**PPIRM 跌幅上升，与 PPI 剪刀有所扩大。**10 月 PPIRM 同比跌幅扩大 0.1 个百分点至 2.4%，与 PPI 剪刀差从上月 0.2%小幅扩大至 0.3%。分行业看，上游燃料、动力类价格同比跌幅扩大 0.6 个百分点至 9.9%；黑色金属材料由上月 1.8%上升为 2.2%，有色金属材料价格较上月小幅提高 0.1 个百分点至 3.0%。总体上生产处于稳定状态。

CPI 同比上行动力不足，或持续处于低位运行；PPI 同比延续下降趋势，短期难以进入扩张周期。CPI 方面，核心 CPI 稳定于低位运行，或表明目前仍缺乏物价普遍上涨的基础；同时，产量持续增长背景下猪肉价格或进入同比下跌周期，食品类价格持续上涨的基础较弱；此外，当前消费需求逐步复苏，但消费类产品生产供给能力充足、服务类价格上涨的空间也较小，非食品类价格也不存在大幅上行的条件，年内 CPI 呈现前高后稳走势，同比上行动力不足，年内 3.5%目标可控。PPI 方面，受同期原油价格回落影响，10 月下跌的部分主要集中于能源类，尤其是石油开采、石油加工；且 PPIRM 上涨的部分也主要体现为黑色及有色金属材料领域，燃料及动力类价格跌幅则延续扩大。**后续来看，**从海外因素看，国际油价虽然短期震荡但整体仍呈现上升趋势，加之美国大选落定、疫苗研发取得新进展等，全球经济增长预期有所调升，叠加海外主要经济体 PMI 仍处于景气区间，相关工业品价格也将维持稳定，年内 PPI 将继续平稳运行；从国内看，10 月新增专项债发行基本完毕，后续基建对 PPI 支撑或有所减弱，且

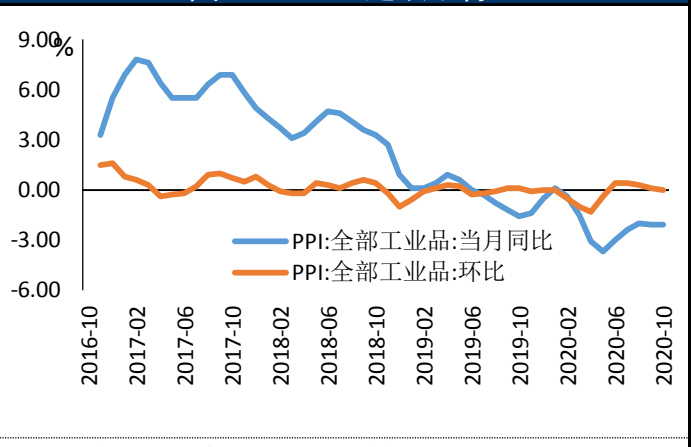
扩内需政策效果尚难较快显现，PPI 同比转降为升仍需时日。CPI 回落 PPI 跌幅收窄，通胀通缩仍在可控范围内。

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



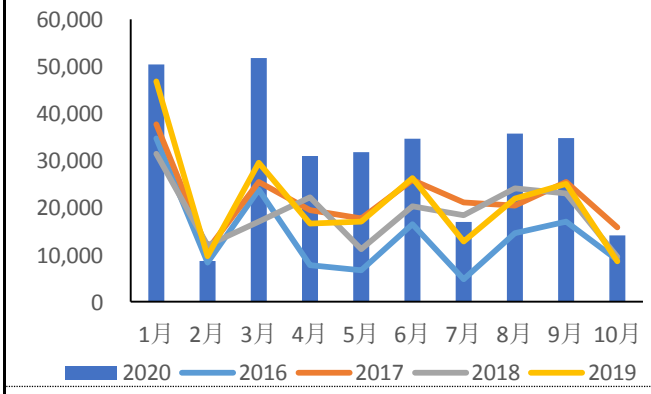
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）社融季节性回落，信贷结构改善

新增社融季节性回落。10 月新增社融 1.42 万亿元，在季末因素影响情况下较上月少增 2.06 万亿元，不过仍较去年同期多增 5493 万亿元。其中，新增表内融资 6488 亿元，表外融资减少 2138 亿元，新增直接融资 3449 亿元，主要原因是股票融资同比显著多增所推动。随着地方政府专项债发行收尾，10 月份新增政府债券融资显著回落，为 4931 亿元，较上月少增 5172 亿元。虽然 10 月份新增社融高于去年同期，但并不是历史同期最高，并未延续 8 月、9 月的强势高增态势，表明当前货币政策向正常化化回归。

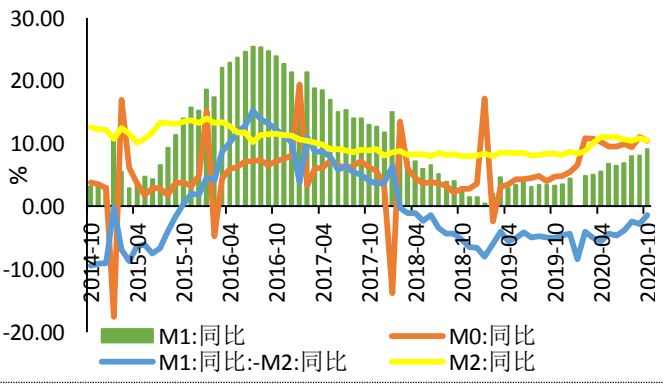
M2 小幅回落， M1 高位上升。10 月份，M2 同比增长 10.5%，较上月回落 0.4 个百分点，M2 增速回落主要是由于新增财政存款强于同期，导致债券资金落地有所滞后，进而对企业存款有所挤出。M1 同比增长 9.1%；M1 增速为 2018 年 2 月份以来的新高，M1 的显著上升表明企业存款结构上出现改善，定期存款转活期，企业投资动力增强，实体经济活跃程度上升。**从贷款结构来看**，新增企业与居民贷款中长期占比均有所上升，表明当前支持实体经济持续落实，在企业投资信心恢复的背景下，有助于加快企业投资的落地。

图 13：新增社融走势



数据来源：中诚信国际整理

图 14：M1 与 M2 走势



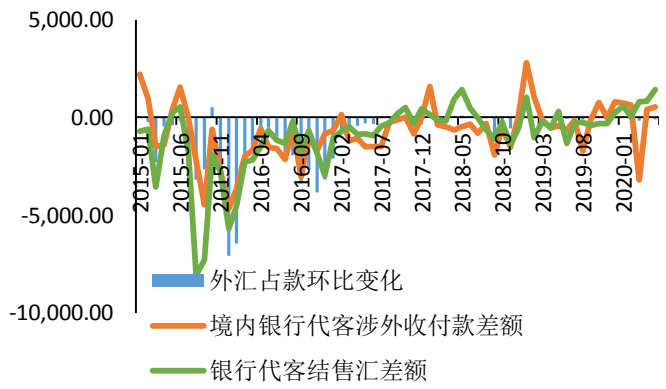
数据来源：中诚信国际整理

（四）跨境资本市场运行平稳，人民币汇率维持升值态势

跨境资本市场运行平稳，外汇占款连续九个月度下降，银行收付款和结售汇差额呈增长态势。从外汇占款来看， 10 月末央行口径外汇占款为 211577.49，环比减少 47.91 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，此后逐月降低，截至 10 月末，已连续九个月下降，表明外汇规模下降、市场流动性略有收紧；从境内银行代客涉外收付款差额来看，9 月为 899.19 亿元，较 8 月增加 15.66 亿元，仍延续增长态势；从银行代客结售汇差额来看，由负转正，9 月为 674.85 亿元，较 8 月增加 842.08 亿元，环比增长 125%，这表明短期内人民币贬值压力较小。

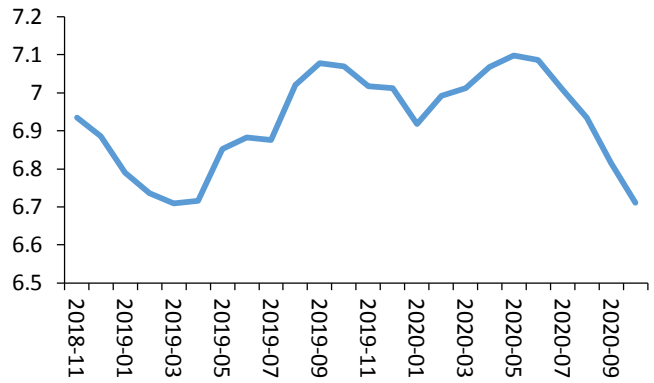
人民币汇率短期内维持升值态势，但随着疫苗使用欧美经济修复人民币升值态势或将扭转。自今年 5 月以来，人民币开始了升值阶段，5 月 29 日至 11 月 3 日期间，人民币对美元升值了 6.40%。10 月 27 日外汇交易中心宣布，人民币对美元中间价报价调整报价模型，淡出报价模型中“逆周期因子”的使用，10 月美元对人民币的平均汇率仍然为 6.7111，较 9 月升值了 1.52%，这体现出人民币汇率市场化更进一步，央行对人民币汇率走势和波动的态度上越来越自信。短期内人民币对美元将维持相对强势的低位，但如果今年年底和明年年初美国疫苗投入使用，美国经济复苏加快，美元或从弱转强，人民币对美元可能有所贬值。

图 15：跨境资本流动（亿元）



数据来源：中诚信国际整理

图 16：人民币汇率走势（美元兑人民币）



数据来源：中诚信国际整理

二、经济修复或边际放缓，信用风险爆发加速，政策仍需保持延续性和可持续性

修复力量趋于筑顶，经济修复存在边际放缓压力。虽然 10 月份宏观经济数据全面向好，但后续经济修复的制约因素也将进一步显现，疫后修复的力量或在近期“筑顶”。就外围环境而言，由于国内疫情控制得当赢得错峰发展机遇，我国出口持续增长，但随着疫苗的研发和推广，主要经济体的生产的修复或将在明年加快，出口的错峰增长优势或遭到削弱；拜登胜选不意味着美国对华的总体立场会出现转变，外部不确定性不稳定性持续；从国内经济运行来看，虽然制造业投资、民间投资、居民消费等市场性因素仍处于持续修复过程，但这是一个循序渐进的过程，短期内也很难见到大幅度的改善；而随着稳增长政策的边际收紧，虽然货币政策可能大概率维持稳健，但 2021 年积极财政政策空间将收窄，基建投资的支撑力量减弱，房住不炒基调下房地产投资上行同样受到一定限制，政策性因素的上行空间受限。综合来看，虽然明年一季度在同比基数偏低的情况下有望出现疫后增长高峰，但经济运行中实际的

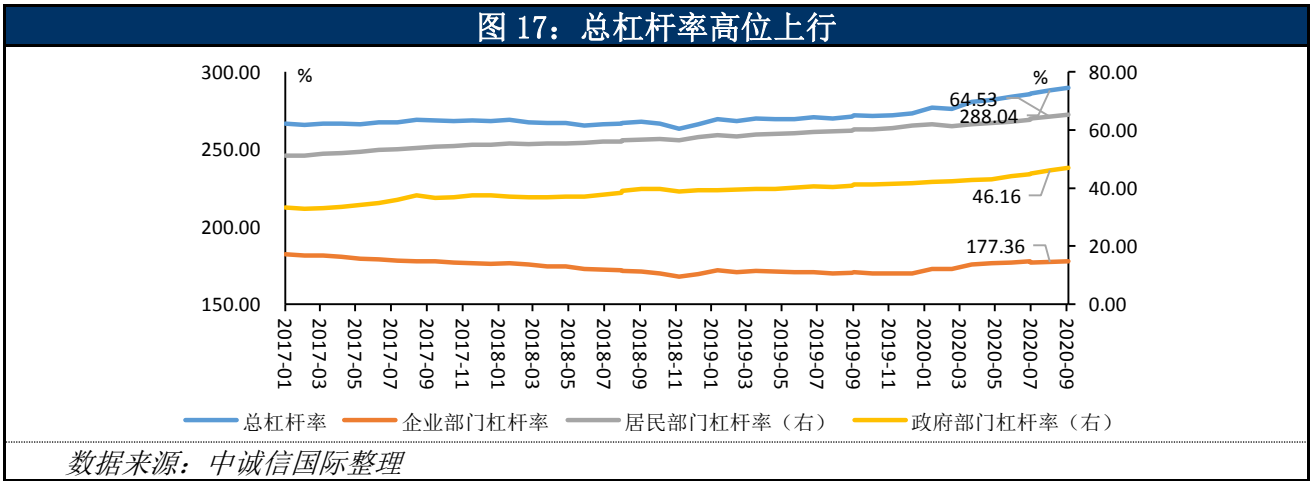
修复动能正在趋于弱化，经济环比增速或进一步放缓。

表 2 拜登集团的对华政策纲领

序号	方面	政策纲领
1	对华立场	总体立场，尤其是在经济问题上的立场不会出现显著改变。
2	自由贸易	并非全然拥护自由贸易，继续着力维持美国在技术领域的领先地位，在大量投资流入美国制造业前不会签订新的贸易协定。
3	关税	会取消部分对华关税，但会维持现有对大部分中国商品施加的关税；预计将取消特朗普政府在 4a 清单下对 1100 亿美元中国消费品施加的 7.5%关税，在展现善意的同时减轻美国企业及消费者的负担。
4	产业政策	将针对中国产业政策 (如为企业提供补贴) 、国有企业在中国经济扮演的角色，并要求中国为外国企业提供公平的竞争环境、更好地保护知识产权。
5	外交	会与美国传统盟友抱团向中国施压。

金融风险仍处于高位，信用风险爆发加速。今年以来，为了应对疫情冲击出台的稳增长政策导致宏观杠杆率快速上行，虽然三季度以来随着政策的边际调整宏观杠杆率增长边际放缓，但仍位于高位，9 月总杠杆率已达 289.81%，其中企业部门 177.65%,居民部门 65.21%，政府部门 46.95%，债务风险仍处于高位。尤其是对企业部门而言，微观企业生产经营并未完成从疫情冲击中修复，伴随着政策的边际调整，近期以来企业信用风险爆发呈现加速态势。10 月以来，债券市场共有 9 支债券发生违约，涉及发行人 8 家，其中新增违约主体有 5 家，受这些违约事件影响，近期市场情绪明显受挫。特别地，几家国企的债券偿还到期违约事件冲击了债券市场恢复的信心，更是表明信用风险爆发加速，已经从民企蔓延到国企。后续要更加关注因经营不佳，业绩亏损、流动资金紧张等原因导致企业流动性风险。

图 17：总杠杆率高位上行



数据来源：中诚信国际整理

考虑经济修复和金融风险的压力，宏观政策仍需将保持延续性和稳定性，避免“政策悬崖效应”的出现。随着国内经济的持续修复，虽然短期内应急性政策的迫切性明显降低，但我们认为，这并不意味着稳增长政策到了需要退出的时候，相反，考虑到当前经济修复的基础仍不稳固，金融风险压力持续存在，宏观政策仍需保持一定的延续性和稳定性，避免出现“政策悬崖效应”。具体而言，货币政策仍需保持稳健基调，保持市场流动性合理充裕，与此同时继续向实体经济尤其是中小企业倾斜。目前年内贷

款利率下降目标还未达成，结合年内公开市场到期分布、央行跨年呵护流动性考虑，预计四季度或仍有1次（定向）降准机会，时间窗口或在年末。在财政政策上，伴随疫情影响逐步消退，考虑到财政政策空间的限制，可以进行适当的边际调整。未来专项债将继续聚焦既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”，并加快专项债补充中小银行资本金的工作，助力尽快化解中小企业经营风险。

三、美国大选落定短期风险偏好提升，仍然看好商品和股票

2020年10月16日-11月16日，各资产表现分化，风险资产表现较好。股票方面，国内经济仍在改善但节奏放缓，叠加大盘、消费股估值偏高，配置价值较此前或所有降低，但仍具有结构性机会；短期仍以顺周期板块为主，建议关注估值偏低的股票。**债券方面，**货币政策坚持稳健取向不变，全面宽松概率较小。海外疫情再度反弹以及国内经济修复节奏放缓，短期或利好债市；但近期信用债违约事件增多，市场情绪明显受挫，短期内债市仍面临一定调整压力，或呈区间波动走势。**商品方面，**全球经济仍在逐步修复中，美国大选落地后新一轮刺激政策推出以及低息环境持续，或支撑大宗商品走势；受国内气温下降、开工率走低等因素的影响，黑色系短期内上涨动力或不足，建议关注受全球气候影响的农产品。**黄金方面，**短期内疫苗研究进展、黄金需求放缓或对黄金价格不利，但在海外疫情反复、避险情绪升温的背景下，黄金价格或难以大幅下滑，仍维持短期内黄金价格高位震荡的判断。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[1]，10月16日-11月16日模型资产配置收益率为2.19%。**整体看，风险资产表现仍相对较强，结合模型配置权重，建议超配商品（建议关注受全球气候影响的农产品），标配股票（顺周期、低估值），低配黄金和债券，但仍需关注疫情反复、中美博弈对我国经济回稳进程中带来的不确定性[2]。**

（一） 股票市场估值偏高，但仍具有结构性机会

2020年10月16日-11月16日，国内股票市场整体呈V型走势，上证综指、深证成指分别上涨0.32%、2.35%，其中周期指数表现强势，涨幅约为5.74%，与此前我们在8月报及三季报中对股票市场结构化走势的判断一致[3]。资金方面，北向资金净流量由负转正，整体以净流入为主，流入总额约为103.52亿元；10月新成立基金发行份额整体较上月大幅下滑，其中股票型基金较上月下滑30.93%，下降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；目前上证综指、深证成指市盈率分别处于近五年68.24%、82.35%分位点，近十年74.61%、87.50%分位点。**从不同风格指数来看，**周期指数、大盘指数表现强势，分别上涨5.74%、2.62%，而金融指数、成长指数表现相对较弱。

10月下半月，欧美疫情再次爆发以及美国大选在即、不确定性因素增加，市场避险性情绪升温，风险资产承压，叠加国内三季度宏观数据显示经济修复节奏放缓，股票市场普遍下跌，中小盘、金融、成长类跌幅较大。**11月上旬，**美国大选尘埃落定，风险偏好提升，在中美利差维持高位、国内经济错

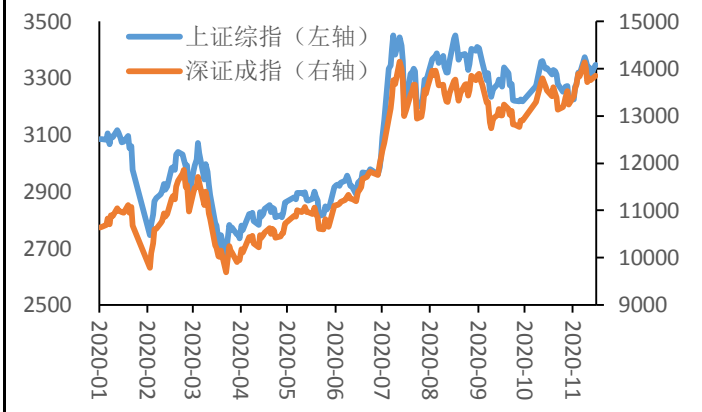
[1] 模型介绍见附录

[2] 大类资产配置权重0-15%视为低配，15%-35%视为标配，35%以上视为超配

[3] 详见中诚信国际报告：《经济修复持续挑战仍存，商品股票机会或好于债券——宏观经济与大类资产配置月报（2020年8月）》、《经济稳步修复持续，风险资产结构性机会仍存——2020年三季度宏观经济及资产配置分析与展望》

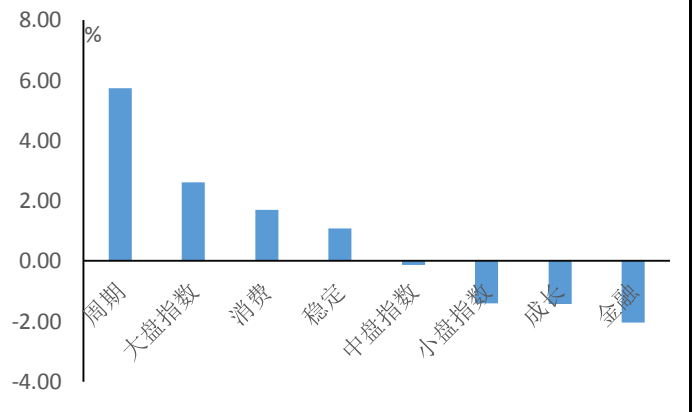
峰发展的背景下，海外资金配置需求凸显，北向资金连续 5 日净流入，上证综指持续走高，进入中旬小幅回落。**整体看，股票市场估值整体偏高，但内部风格有所分化，大盘股估值高于中小盘；公募基金新增 A 股资金有所下滑，但海外资金配置需求仍存，支撑 A 股价格走势。目前国内经济仍在改善，但节奏放缓，叠加大盘、消费股估值偏高，配置价值较此前或所有降低，但仍具有结构性机会；短期仍以顺周期板块为主，建议关注估值偏低的股票，中长期可关注“十四五”规划、美国大选后续政策等主题，但仍需关注疫情反复、中美博弈对我国经济回稳进程中带来的不确定性。**

图 18： 股票市场价格走势



数据来源：中诚信国际整理

图 19： 风格指数涨跌幅（10.16-11.16）

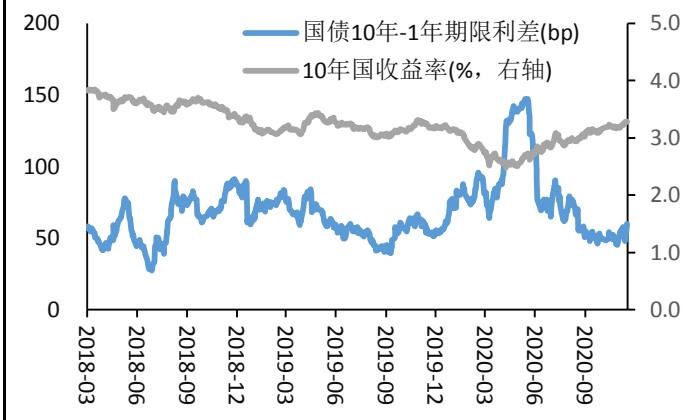


数据来源：中诚信国际整理

（二） 受信用违约事件影响，债市情绪受挫

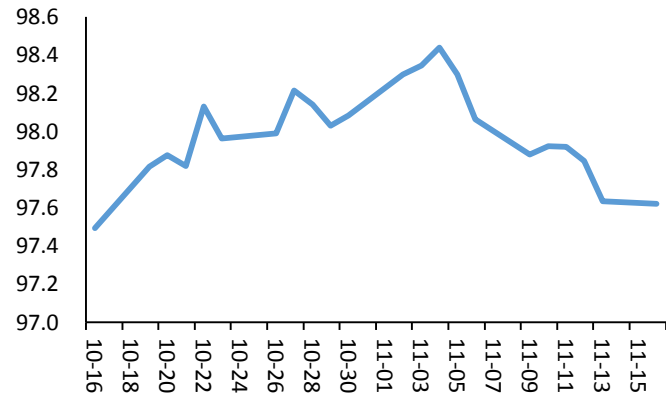
2020 年 10 月 16 日-11 月 16 日，国债收益率先降后升，呈 V 型走势，10 期国债收益率创年内新高。具体来看，10 年国债收益率上升 5.39BP 至 3.2866%，1 年国债收益上行 15.36BP 至 2.8634%，期限利差收窄 9.97BP 至 42.44BP。**10 月中下旬，**宏观数据显示三季度经济继续修复，但修复节奏放缓，叠加股债“跷跷板”效应逆转、央行净投放规模加大以及海外疫情再次爆发推升避险情绪，债市走高，10 年国债收益率波动下行、降至 3.16%，期限利差收窄。**10 月底，**非银机构流动性压力加大，资金利率上行，叠加缴税因素扰动，债券收益率出现小幅反弹，短端上行幅度高于长端，期限利差继续收窄，国债 10Y-1Y 利差降至 45.38BP。**进入 11 月，**利率债供给压力减小，但在信用债违约事件增多的影响下，债市情绪整体偏弱，国债期货持续下跌，央行虽然加大公开市场操作力度，但债市收益率仍呈上行趋势，截至 19 日 10 年国债收益率达 3.3487%，创年内新高。**整体看，货币政策坚持稳健取向不变、延续“以我为主”，伴随国内经济持续修复，货币政策全面宽松概率较小，将更注重精准导向。短期收益率走势或主要受到外围环境、国内基本面修复、市场情绪情况影响。近期海外疫情再度反弹，以及人民币债券吸引力持续提高，短期内仍将对债市有一定支撑；与此同时，国内经济基本面大概率延续改善，但年内修复节奏或继续放缓，对债市的负面影响或进一步减弱。但近期信用债违约事件增多，市场情绪明显受挫，短期内债市或面临一定调整压力。**

图 20： 国债收益率和期限利差



数据来源：中诚信国际整理

图 21：10 年国债期货主力合约走势

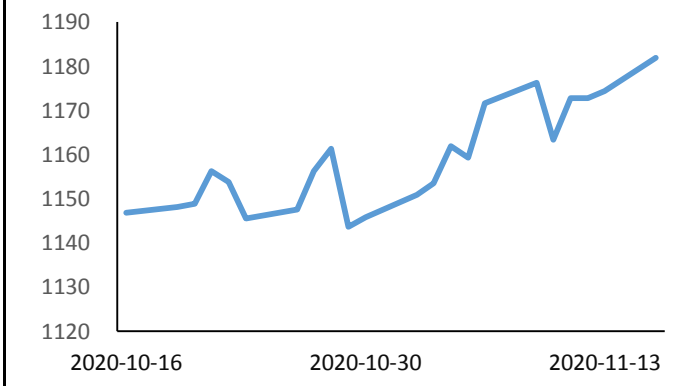


数据来源：中诚信国际整理

（三） 大宗商品波动上行，黑色系短期上涨动力或不足

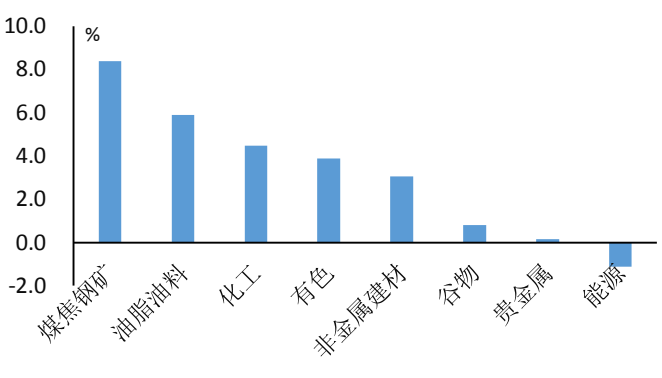
2020 年 10 月 16 日-11 月 16 日，商品指数波动上行，涨幅约 3.06%，其中煤焦钢矿、油脂油料、化工指数涨势较好，能源指数下跌。8 月以来，商品指数呈波动走势，9 月小幅回落后持续走高，目前商品指数处于近两年高位，但从长期看，仍处于较低水平，约位于近十年的 35%分位。**10 月下半月，**美国大选临近、不确定因素增加，叠加海外疫情反复，风险资产短期承压，商品指数表现偏弱，维持震荡走势，月末小幅下跌。分品种来看，农产品在油脂类、玉米等商品价格上涨的影响下整体表现相对较强、指数小幅上升；避险性情绪升温下原油价格大幅下跌，拖累商品指数走势，能源指数大幅回落、跌幅超 10%；黑色系商品指数在地产加快施工进度背景下有所上升。**11 月上半月，**美国大选基本落定以及疫苗研究取得重大进展，市场风险偏好提升，商品指数波动上行，受原油价格大涨影响能源指数涨幅居前，基本收复 10 月下半月跌幅。农产品方面，美国农业部下调对美国大豆单产预估，叠加南美干旱气候持续、美豆出口旺盛，油脂类商品延续上涨趋势。工业品方面，黑色系商品需求旺盛，带动价格进一步上行，但考虑到今年有可能出现冷冬，后续低温影响下需求强劲格局难以延续。**整体看，全球经济仍在逐步修复中，美国大选落地后新一轮刺激政策推出以及低息环境持续，或支撑大宗商品走势，但短期内仍需警惕海外疫情反复、政策力度不及预期等因素的影响；从不同品种来看，受国内气温下降、开工率走低等因素的影响，黑色系商品短期内上涨动力或不足，建议关注受全球气候影响的农产品。**

图 22： Wind 商品指数走势



数据来源：中诚信国际整理

图 23：各类商品指数涨跌幅（10.16-11.16）

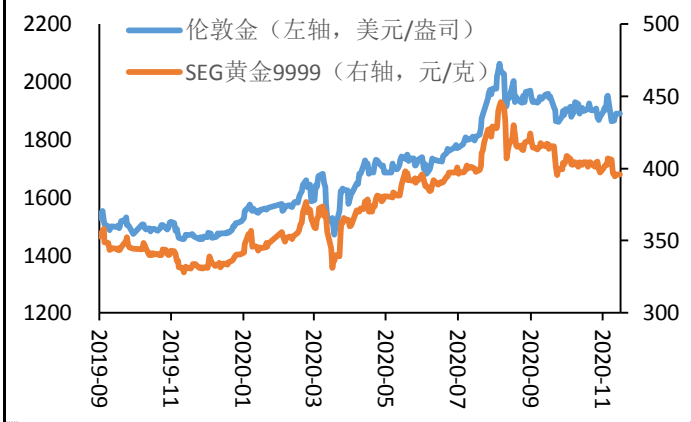


数据来源：中诚信国际整理

（四） 黄金先升后降，或维持高位震荡

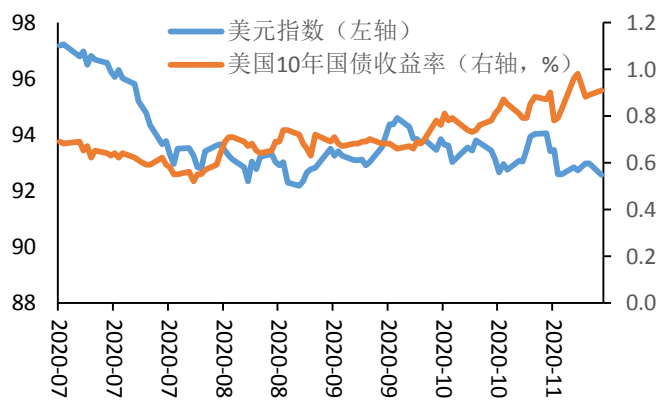
2020 年 10 月 16 日-11 月 16 日，**黄金整体先升后降、小幅回落，伦敦金在 1862.63-1950.95 美元/盎司之间波动，仍处于年内高位，但在 8 月高点后震荡走低。10 月中下旬，**美元指数回落的同时美债收益率上行，多空因素交织，黄金价格震荡走平。**10 月底，**美国宏观数据多数向好，叠加三季度黄金需求放缓、全球央行 10 年来首次减持黄金，黄金承压、价格回落。**11 月初，**海外疫情反复推动避险情绪升温以及市场对财政刺激政策保持乐观预期，黄金价格反弹。**11 月中上旬，**疫苗取得重大进展消息提振市场风险偏好，叠加美国大选落定、不确定因素降低，黄金价格再次承压，临近月中小幅回升。**整体看，短期内疫苗研究进展加快提升市场信心、黄金需求放缓或对黄金价格不利，但在海外疫情反复、避险情绪升温的背景下，黄金价格或难以大幅下滑，仍维持短期内黄金价格高位震荡的判断。**

图 24： 黄金价格走势



数据来源：中诚信国际整理

图 25：美元指数和美国国债收益率



数据来源：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[4]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。

[4] 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。