西部担保
WEST GUARANTEE



FINANCIAL DYNAMIC
WEEKLY

一周金融动态

西部（银川）担保有限公司研发部编写

2020年11月16日 / 第40期/总第281期

西部担保
WEST GUARANTEE



主办

西部(银川)担保有限公司研发部

主编/校稿

白　芳

分析师

张博铭　梁俊茹　刘元鹏　张小娣　郭东强

编辑

张小娣

美工编辑

马淑倩　张凯琦

目录

01 原创天地
奶牛养殖行业副产品——奶牛肉用的效益分析 / 01

02 热点聚焦
保险：银保监会放开险资财务性股权投资行业限制 / 10
租赁：金融租赁公司“增资+发债”协调发力（节选） / 14

03 精彩推荐
从“包容审慎”到“科学管理” 互联网平台经济进入强监管时代 / 17

04 共同关注
宏观经济 / 22　政策法规 / 22　产业信息 / 23
金融行业 / 23　宁夏财经 / 24

05 云数据
农产品 / 25　工业品 / 26
金融类 / 31　经济类 / 33

内容提要

本期需重点关注的内容有：

1、原创天地：《奶牛养殖行业副产品——奶牛肉用的效益分析》

奶牛养殖企业获利的方式除原奶销售外，其次为副产品奶公牛和淘汰母牛的销售。本文通过对荷斯坦、安格斯和欧洲肉牛育肥性能和屠宰性能的对比，2019年奶牛养殖行业贡献肉用量达到70万吨，进一步分析奶牛肉用的效益。另外，根据2019年四家上市公司的年报分析对比得出奶公犊以及淘汰母牛的销售额占总营业收入平均比率为12.89%，充分说明其对于企业现金流补充的重要性。奶公牛肉用化养殖将成为奶牛养殖业新的利润增长点和优化奶牛养殖产业结构的重点之一所在，奶公牛养殖业作为传统奶牛养殖产业链的一环继续向专业化、规模化和深度开发化发展。

2、精彩推荐：《从“包容审慎”到“科学管理” 互联网平台经济进入强监管时代》

11月10日，市场监管总局起草《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿)》(以下简称“《指南》”)，向社会公开征求意见；文件明确了要预防和制止平台经济领域垄断行为，引导平台经济领域经营者依法合规经营的目标。在以往经营过程中，为了抢占市场份额、提升盈利水平，部分平台经营者存在利用大数据“杀熟”、虚假报价、捆绑销售以及要求商家在竞争性平台间“二选一”等行为。而《指南》出台，相关平台不得继续实施“二选一”限制等，有利于商家在对平台的选择上拥有更多自主权，维护商家合法权益。短期来看，新规将使板块估值承压；长期来看，马太效应导致互联网行业天然具有高集中度等属性，相关龙头在规模效应、技术积累上已拥有较多优势，其核心能力并未有本质变化。《指南》的意义更多地在于震慑平台经济，规范其经营行为，保护消费者和商家正当权益。同时，维护行业健康生态有利于所有市场参与者受益。

3、云数据提示

上周，受下游工程需求较为强劲，建筑钢材库存加速消化，市场信心增强，钢价走势偏强。截至周五，热轧板卷价格上涨至4080元/吨，涨幅0.98%。螺纹钢价格上涨至4115元/吨，涨幅3.89%。

上周，国内市场需求继续保持较旺盛态势，铝厂出货稳定，国内库存持续去库，支撑铝价走高。截至周五，铝A00市场价上涨至15650元/吨，涨幅3.64%。

上周,部分地区装置的检修和原油价格的变动在一定程度上助推甲醇价格的上涨。截至周五，甲醇价格上涨至 1795 元/吨，涨幅 11.98%。

上周，美债收益率上升诱发黄金价格崩盘，创下 7 年以来最大跌幅。截至上周五，COMEX 期金报价 1888.2 美元/盎司，周降 3.24%。

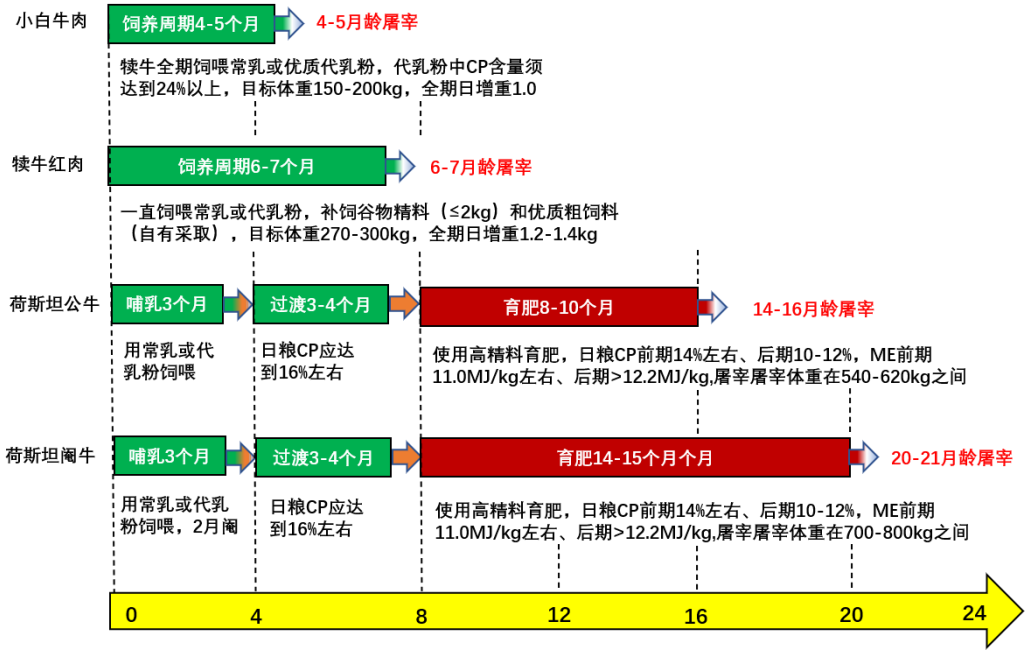
奶牛养殖行业副产品——奶牛肉用的效益分析

一、奶牛肉用情况分析

（一）肉用奶公犊

奶公犊生产小白牛肉（4-5 月龄屠宰）和犊牛红肉（6-7 月龄屠宰或 10 月龄屠宰）；如果对荷斯坦公牛进行直线育肥，则一般在 14-16 月龄屠宰；如果对奶公牛进行阉割后直线育肥，则一般在 20-21 月龄左右屠宰。荷斯坦公牛与阉牛在育肥生产牛肉方面各有优缺点，公牛在育肥过程中饲料转化效率较高且胴体瘦肉率更好，而阉牛在育肥过程中沉积脂肪的能力更强，因而在肉质方面更有优势。

图表、奶公牛不同阶段屠宰情况

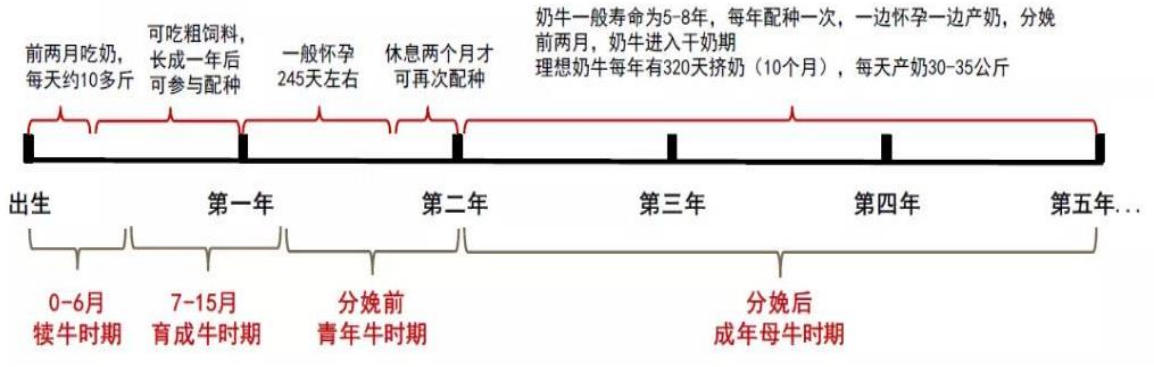


资料来源：网络资料，西部担保研发部

奶公犊牛断奶后，直线育肥到 12 月龄出栏，体重达到 450～500kg 左右；或者断奶后吊架子饲养到 l2 月龄，再育肥 4 个月出栏，体重达到 540～620kg。奶公牛的最佳出栏月龄为 20-21 月，但是因为养殖成本以及融资成本较高致使企业不得不提前出售，缓解资金压力。

（二）淘汰母牛

图表、奶牛的生命周期



资料来源：方正证券研究所，西部担保研发部

奶牛的寿命为一般为 5-8 年，6 年左右就会因为产奶量下降而被淘汰，但是因为疾病等原因造成部分奶牛 2-3 年就会被淘汰。奶牛淘汰率高达 15-30%，最主要的原因就是疾病。其中三大淘汰疾病分别是泌乳系统疾病、肢蹄病和繁殖障碍疾病，所占总淘汰牛比例分别为 32.96%、23.85%和 19.83%，此外消化系统疾病、心血管疾病也是引起奶牛淘汰的重要因素。奶牛乳房炎、肢蹄病和繁殖障碍疾病一直是引起奶牛淘汰的三大原因，三大疾病引起的淘汰占总淘汰奶牛数的 76.64%。一般淘汰母牛育肥 3～4 个月出栏，体重达到 600～650kg，进行屠宰销售。

（三）荷斯坦与肉牛的区别分析

图表、淘汰母牛 VS 奶公牛

序号	淘汰母牛	奶公牛
1	周期更长，不能随时变现	相对短，随时可卖
2	需要大活动场，应激能力较弱	适合圈养，小活动场
3	资金占用大	投资小，见效快，周转率高
4	技术要求高，投入精力大	饲喂简单，舍得投入就行
5	效益不确定	稳定高收益，投入产比高

资料来源：网络资料，西部担保研发部

图表、肉牛 VS 奶公牛

序号	肉牛	奶公牛
1	价格不确定，需谈价，被抬价，买价高 1500-2000 元/头	采购价+运费+合理服务费，透明，比肉牛肉单价低 1-2 元
2	饲养 14-16 个月，体重 570-700kg，基本定型，育肥增长空间不大	饲养 14-16 个月，540-620kg，17-21 个月育肥率较高
3	应激大，牛越大，应激越大	牛越小，应激越小
4	内脏小，胴体率高	内脏重，胴体率不如肉牛

资料来源：网络资料，西部担保研发部

从图表中可以看出奶公牛育肥天数远高于肉牛育肥天数，但日增重以及饲料转化率远高于肉牛，每天的饲养成本更低，但每增重 1kg 奶牛的饲料成本以及生产成本更高。

图表、荷斯坦和肉牛品种的育肥性能比较

品种	安格斯牛	欧洲的品种	和牛杂交 F1 代	荷斯坦牛
育肥天数	109	102	386	187
进栏体重（kg）	333	412	289	242
出栏体重（kg）	537	598	706	534
日增重（kg/d）	1.85	1.83	1.08	1.57
采食量（kg/d）	13.09	14.61	11.86	12.91
干物质采食量（kg/的）	9.4	10.35	8.03	8.98
干物质采食量占体重比例	2.13%	2.05%	1.61%	2.31%
饲料转化率	5.2	5.57	7.45	5.73
饲料成本（AUS/d）	4.11	4.6	3.65	3.94
饲料成本（AUS/kg）	2.21	2.51	3.38	2.51
生产成本（AUS/kg）	2.72	3.01	3.97	2.93

资料来源：网络资料，西部担保研发部

注：AUS 澳元，d 每天

肉牛的胴体率比奶公牛要高，主要因为奶公牛的内脏要比肉牛的内脏重。大理石纹以及肉色相差无几，奶公牛脂肪颜色更浅，但整体食用指标与安格斯以及欧洲品种基本相同。

图表、荷斯坦和肉牛品种的屠宰性能比较

品种	安格斯牛	欧洲的品种	和牛杂交 F1 代	荷斯坦牛
HCWT（kg）	291	357	434	298
胴体率（%）	53.39%	55.52%	57.94%	52.74%
臀部脂肪厚度（mm）	9.3	13.6	21.5	5.1
EMA(m m²)	76	76	87	71
大理石纹	376	367	704	374
肉色	2	2	2.2	2.1
脂肪颜色	0.8	0.9	0.5	0.6
肋部脂肪厚度（mm）	7.9	8.9	16.4	7.7
食用品质指标（HAS）	61.9	61.4	66.7	61.65

资料来源：网络资料，西部担保研发部

注：HCWT 胴体重量，EMA 平滑和美观曲线

二、奶牛肉用成本收益分析

（一）奶公牛和淘汰奶牛肉用量估算

目前，奶公牛和淘汰母牛资源主要分布在我国奶牛养殖区域，分布于自然草场资源丰富的东北、内蒙古、西北、青海地区及农区养殖的华北地区和大城市的都市农业经济带，其存在基数决定于我国可繁殖奶牛的存栏量，我国人口占世界人口的四分之一，无论牛奶还是牛肉都是世界消费大国，随着人们生活水平的提高，人均牛肉消费量逐渐增加，人们对牛肉认知程度也在逐渐加强。这与我国肉牛产业基础母牛数量和架子牛供应量急剧减少形成强烈的反差和矛盾。牛源不足已经成为制约肉牛产业发展的主要矛盾之

一。2019 年我国出生奶公牛约 260 万头，用于育肥奶公牛 140 万头，淘汰母牛 130 万头，奶公牛产肉量 37 万吨，淘汰母牛产肉量 33 万吨，总产肉量 70 万吨。

奶公牛育肥从 2008 年的 30%提升至 2019 年 54%，其中，18%的奶牛养殖者选择自己育肥，36%的养殖者将奶公犊出售给他人育肥。出生后用于提炼血清的奶公犊占 31%，出生即宰杀卖肉和烧烤等其他方式共占 15%，总体来看育肥率在逐年提升。

图表、奶公牛和淘汰母牛产肉量测算表

日期	出生奶公牛（万头）	育肥奶公牛（万头）	淘汰母牛（万头）	奶公牛产肉量（万吨）	淘汰母牛产肉量（万吨）	产肉总量（万吨）
2010	342.41	184.90	171.21	47.77	43.66	91.43
2011	347.27	187.52	173.63	48.38	44.28	92.65
2012	360.21	194.52	180.11	50.00	45.93	95.93
2013	347.47	187.63	173.73	48.40	44.30	92.70
2014	361.47	195.19	180.73	50.16	46.09	96.25
2015	363.42	196.25	181.71	50.41	46.34	96.74
2016	343.67	185.58	171.84	47.93	43.82	91.74
2017	260.37	140.60	130.18	37.47	33.20	70.67
2018	250.21	135.12	125.11	36.19	31.90	68.10
2019	260.52	140.68	130.26	37.49	33.22	70.71

资料来源：wind，西部担保研发部

2000 年至 2008 年伴随着奶业市场的发展，奶业利润较高，可繁育奶牛存栏量逐年攀升，奶公牛存量也呈现出加速增长的态势，2008 年之后，奶牛养殖业面临的市场和自身的问题使得行业利润率下降，奶牛养殖企业纷纷缩减养殖规模和寻求转型，奶母牛淘汰力度加大。2015 年由于奶价急剧下滑，“倒奶杀牛”事件频发，淘汰奶牛数量继续增加。导致 2016 年奶牛存栏量下降，奶公犊和淘汰母牛数量受此影响也急剧下滑，牛肉缺口逐年增大，提高奶牛肉育肥率以及相关养殖技术刻不容缓。

（二）奶牛肉用成本收益分析

1、奶公牛成本收益分析

肉牛场为了缓解资金压力，一般情况会出现分阶段饲养，通常分为 4 个阶段。犊牛阶段收和小架子牛阶段饲养周期最短、成本最低、收益也相对较低，但资金回笼较快。面对饲养成本以及融资成本压力，大架子牛阶段是大多数企业饲养的最后阶段，很少一部分会饲养至育成牛阶段。

图表、奶公牛分阶段饲养模式下的收益情况

阶段	购买月龄	购买价	饲养周期	年龄	饲养成本	平均售价	收益
犊牛阶段	4 个月	3500	3 个月	7 月	1500	6000	1000
小架子牛阶段	7 个月	6500	3 个月	10 月	1200	8700	1000

大架子牛阶段	10 个月	9000	4 个月	14 月	2000	12600	1600
育成牛阶段	14 个月	13000	6 个月	20 月	3500	19500	3000
合计					8200		6600

资料来源：《中国乳业》，西部担保研发部

2、淘汰母牛成本收益分析

奶牛育成期为 15 个月，育成期后在产奶期间年养殖成本 11421 元（犊牛+育成），我们按照原奶价格 2019 年全国均价 3.52 元/kg、年产按 7500kg 测算，产奶销售收入 26400 元，成本方面以《全国农产品成本收益汇编 2019》为准，为 22025 元/年，则每头奶牛每年的产奶收益是 4375 元。

而一般情况下，奶牛在第五年就会被淘汰，对于无法获得高收益产奶的淘汰母牛通常情况下采取育肥 4 个月后，进行销售体重能够达到 625kg，其中胴体 255kg，单价按 2019 年平均单价 80%来计算，销售收入可达 15492 元，我们估算育肥 4 个月每月成本 500 元，合计成本 2000 元，育肥期收益 10903 元。

我们估算每年出生小牛每头收益约为 3000 元，最终每头奶牛全生命周期的收益约为 28982 元。具体测算结果见下表。

图表、淘汰母牛成本收益测算表

项目	体重（kg）	胴体（kg）	单价（元/kg）	奶销售收入（元）	年成本（元）	收益	出生小牛
育成期（15 个月）					11421		
产奶 1 期				26400	22025	4375	3000
产奶 2 期				26400	22025	4375	3000
产奶 3 期				26400	22025	4375	3000
产奶 4 期				26400	22025	4375	3000
项目	**体重（kg）**	**胴体（kg）**	**单价（元/kg）**	**肉牛销售收入（元）**	**年成本（元）**	**收益**	
育肥 4 个月	**625**	**255**	**51**	**12903**	**2000**	**10903**	
最终收益	**28982**						

资料来源：《原奶及饲料价格对奶牛价值的传导分析》，网络资料搜集，西部担保研发部

注：不考虑牛犊差异以及死亡等情况，淘汰母牛净肉率 40.80%；淘汰牛肉价格：2019 年平均牛肉价格*80%

3、奶公牛和奶母牛销售对上市公司收入的支撑

如下图所示，上市牧场销售净利率相对较低，甚至部分公司 2019 年以前，由于奶价过低，净利率为负值。

图表、上市公司利润分析

名称	日期	毛利(%)	净利率（%）
现代牧业	2020 年 6 月	37.20	8.00

	2019 年	38.12	6.33
	2018 年	31.19	-10.21
平均值		**35.50**	**1.38**
中国圣牧	2020 年 6 月	3.93	11.86
	2018 年	4.29	6.83
	2017 年	4.00	7.10
平均值		**4.07**	**8.59**
中地乳业	2020 年 6 月	37.63	13.25
	2018 年	36.90	5.34
	2017 年	37.02	-1.73
平均值		**37.19**	**5.62**
原生态牧业	2020 年 6 月	28.91	16.49
	2018 年	27.33	16.05
	2017 年	26.54	5.15
平均值		**27.59**	**12.56**

资料来源：上市公司公告，西部担保研发部

根据 2019 年四家上市公司的年报可知奶公犊以及淘汰母牛的销售额占总营业收入平均比率为 12.89%，充分说明了奶公牛以及淘汰母牛对于企业资金补充的重要性。

图表、2019 年上市公司奶公牛和淘汰母牛出售情况（单位：亿元）

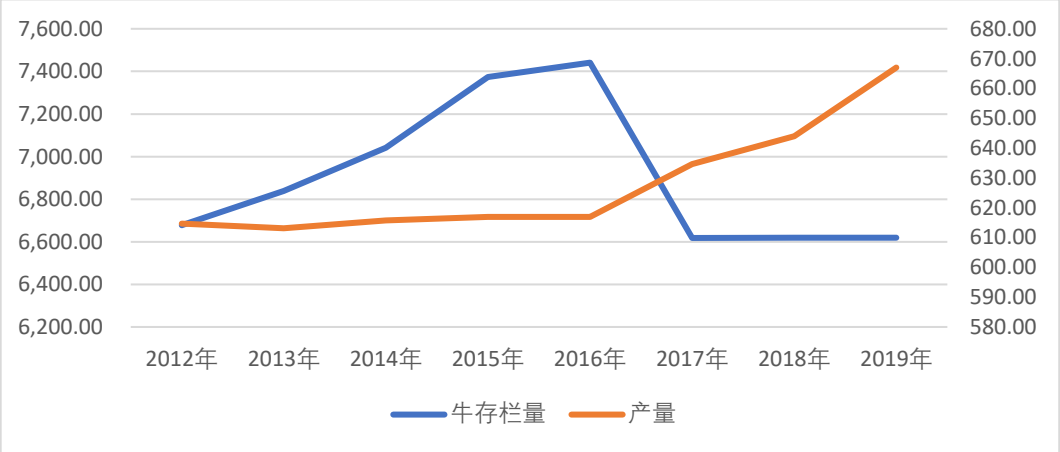
名称	奶公牛	奶母牛	合计	主营业务收入	占主营业务比重
现代牧业	0.93	5.13	6.07	55.22	10.99%
中地乳业	0.94	1.37	2.31	14.99	15.39%
中国圣牧	1.44	3.31	4.75	25.40	18.72%
原生态牧业	0.32	0.58	0.90	13.90	6.47%

资料来源：上市公司公告，西部担保研发部

（三）奶牛肉用的意义

1、补充牛源缓解国外牛肉进口冲击

图表、全国牛肉产量和消费量（单位：万头、万吨）



资料来源：农开基金，西部担保研发部

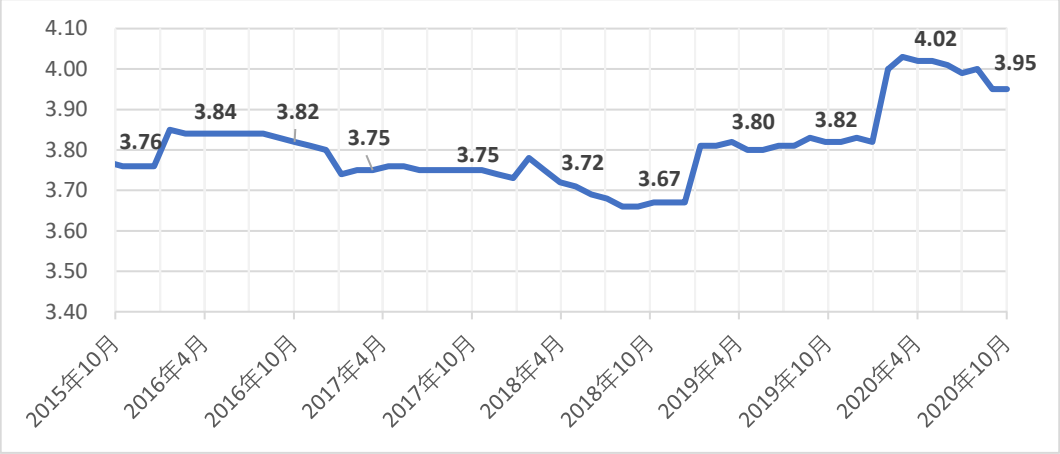
注：2019 年存栏数据为预测值

全国居民人均牛肉消费量由 2012 年的 1.5kg/年上升到 2019 年的 2.2kg/年。消费量平均增长率 6.12%，而产量平均增长率仅为 1.59%，总消费缺口 24.43%，全部从国外进口，供需关系严重失衡。其中 10.60%牛肉产量来自于荷斯坦淘汰母牛和育肥后的奶公牛对其的补充，减轻了国外牛肉对国内的冲击。

2、牧场净利率过低，奶公犊销售可以快速资金回笼

2015-2019 年生鲜乳收购价格一般维持在 3.50 元/公斤左右，2020 年生鲜乳价格虽攀升到 4.00 元/公斤以上，但很快就下滑至 3.95 元/公斤，2019 年我国规模牛场每公斤牛奶成本为 3.0-3.4 元（见《奶牛养殖企业盈亏平衡分析》报告），大幅高于世界平均 1.8-2.2 元的水平。高成本带来高奶价，造成我国奶牛养殖业仍然处于微利状态，价格稍有波动就会造成奶牛场亏损，发展奶公牛肉产业能延长奶业在产业链，寻求奶业新的市场增长点。

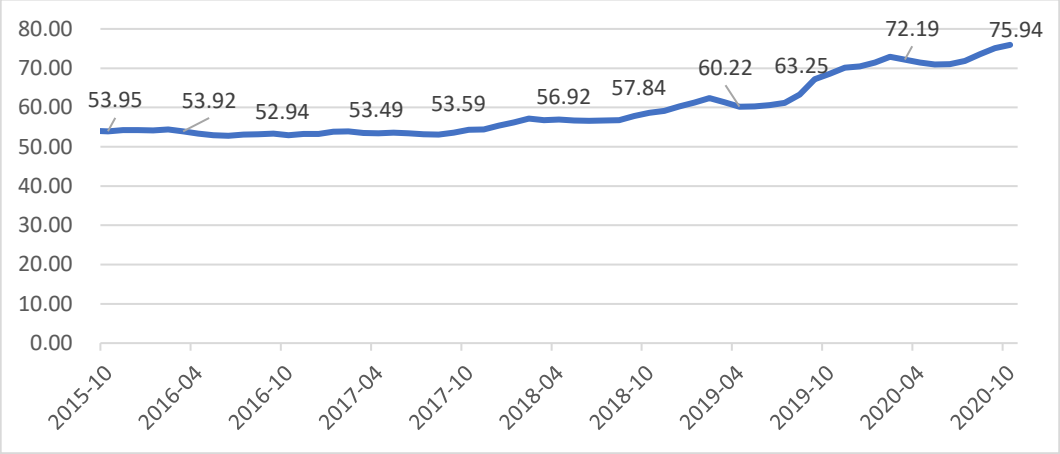
图表、2015-2020 年生鲜乳各月平均价格变化（单位：元/kg）



资料来源：全国畜牧兽医信息网，西部担保研发部

2015-2020 年牛肉价格一直处于上涨阶段，涨幅 28.29%，荷斯坦奶公牛价格一般比安格斯肉牛价格便宜 1-2 元/公斤，在奶价不景气时，大型牧场可以通过销售奶公犊以及淘汰母牛给肉牛养殖厂，快速回笼资金，减少资金压力，小型奶牛场可以通过混合经营模式，售卖生鲜乳和育肥奶公牛来获得更多的利润，缓解公司资金压力。

图表、全国牛肉平均批发价（单位：元/kg）



资料来源：wind，西部担保研发部

四、我国肉用奶公牛养殖产业面临的问题

经过近 40 年发展，我国对奶公牛资源的利用从提取动物血清到逐步实现了规模化养殖。在奶公牛肉用化率提高的同时，奶公牛养殖产业也面临着诸多问题，从全国范围来看，我国在奶公牛资源利用及产业化养殖方面主要存在以下问题。

（一）经济价值和营养价值认识不足导致的资源利用率较低

由于奶公牛在生物特性上的屠宰率低的现象加之传统粗放饲养方式导致的牛肉口感不佳，奶公牛肉市场认可度较低，再加上传统提取血清利用方式所导致的惯性思维，一度导致奶公牛的肉用化程度较低。多数养殖户认为饲养奶公犊牛浪费了大量可以商品化的奶产品，且饲养奶公牛导致了投资和精力的分散，而只有在奶产品收益下降时为寻求新的利润增长空间和降低损失的情况下才会进行奶公牛的肉用化养殖。

（二）奶公牛肉层次低，分级标准尚未建立

在西方国家，利用奶公牛资源已经开发出了不同市场售价和档次的牛肉产品，依据出栏奶公牛的出栏月龄和培育方式，依此开发出了 3-4 周龄的低脂高蛋白、氨基酸含量丰富的幼仔犊牛肉、16-18 周龄的味道鲜美且有乳香气味的小白牛肉（通常为市场的高档牛肉品种）、6 月龄出栏的肉色鲜红的犊牛红肉、8-9 月龄出栏而产出的嫩牛肉、育肥至 13 月龄左右而出栏的普通牛肉。而在我国由于养殖的专业化程度较低，奶公牛育肥大致有两种方式，一种是喂养至断奶后出栏。断奶后售价在 3000 元以上。相比于经过分类开发后的养殖收益明显较低；另一种是经粗放式的育肥至 12-13 月龄、体重达到 500-600 公斤出栏。可以看出相比较而言我国奶公牛养殖方式较为粗放、牛肉产品开发程度低，背后则是落后的专业化技术、管理经验和市场理念。

（三）专门化饲料研发及投资程度低

出于育肥出不同档次和品质的奶公牛牛肉产品的需要，国外在开展实践中的奶公牛饲料有别于传统肉牛育肥饲料和奶牛养殖饲料，在培育不同牛肉产品和不同饲养月龄中投喂有区别的专门化饲料。就我国目前整体情况而言，在专门化饲料研发和投入上较少，现阶段由于奶公牛养殖大多与奶牛养殖进行混养，奶公牛育肥饲料与奶牛养殖饲料基本无异，以青贮饲料为主、辅助以一定量的精饲料和粗草料。专门化饲料的缺乏在一定程度上影响了对奶公牛肉产品的深度开发，奶公牛的育肥养殖收益受到相当程度的影响。

（四）忽视品种改良而导致的品种退化

奶公牛育肥养殖可以看成是传统奶牛养殖业的分支或者产业链延伸，在养殖牛源获取上依赖于传统的奶牛养殖业。而传统奶牛养殖业的品种培育和生产的主要目的在于获取产奶水平更高的母犊牛，在品种改良时以后代母犊的产奶水平为主要指标，而肉用水平则不在考虑之列。因此长期以来我国奶公牛资源基本属于未经过专门的肉用品质改良的奶公牛，长期粗放繁殖在导致奶公牛品种资源退化的同时也影响了奶公牛肉产品的深度开发，不利于开发出不同品质和口感的奶公牛肉产品。

五、结论

奶牛养殖企业获利的方式除原奶的销售，还有奶公牛以及淘汰母牛的出售。一般在奶公牛 3-4 月龄将其卖给肉牛场，极少数企业会饲养至 6 个月后进行售卖。淘汰母牛育肥 3～4 个月出栏，体重达到 600～650kg，进行屠宰销售。通过对荷斯坦、安格斯和欧洲肉牛品种肉质可知三个品种的牛的肉质相差无几，整体食用指标基本相同。根据我们对奶牛养殖企业的肉用量计算，2019 年奶牛养殖行业贡献肉用量达到 70 万吨。另外，2019 年四家上市公司的年报可知奶公犊以及淘汰母牛的销售额占总营业收入平均比率为 12.89%，充分说明了奶公牛以及淘汰母牛对于企业现金流补充的重要性。

奶牛养殖企业面临的市场和自身的问题为奶公牛肉用化养殖产业发展提供了机遇。奶公牛肉用化养殖成为奶牛养殖业新的利润增长点和优化奶牛养殖产业结构的关键。大型肉牛养殖企业开始关注奶公牛育肥养殖，奶公牛的肉用化率得到提高，奶公牛养殖业作为传统奶牛养殖产业链的一环继续向专业化、规模化和深度开发化发展。

（作者：西部（银川）担保有限公司 研发部）

热点聚焦

保险

银保监会放开险资财务性股权投资行业限制

股权投资具有长期性、抗经济周期能力强等特点，与传统投资资产的相关性弱，和保险资金期限长、追求长期收益的特点相一致。

保险资金再迎利好。

11 月 13 日，中国银保监会发布《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》（下称“《通知》”）。

《通知》共十条，核心内容是取消保险资金财务性股权投资的行业限制，通过“负面清单+正面引导”机制，提升保险资金服务实体经济能力。

截至 2020 年 9 月末，保险资金通过股权直接投资、股权投资计划、股权投资基金等方式，投资企业股权规模 2 万亿元，占保险资金运用余额的 10%，成为金融业可提供股权性资本的主要机构投资者。

普华永道中国金融行业管理咨询合伙人周瑾认为，《通知》进一步拓宽了保险资金运用的范围，丰富了险资的投资选择，有利于保险发挥自身资金优势支持实体经济，并可分享优质股权价值成长带来的收益。同时，《通知》也强调了加强股权投资能力建设，完善内部控制流程的要求。

扩大保险资金股权投资选择面

保险机构及其关联方对所投资企业不构成控制或共同控制的，即为财务性股权投资。

《通知》取消了财务性股权投资行业限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗等特定企业要求，允许保险机构自主选择投资行业范围，扩大保险资金股权投资选择面。

某保险资管公司负责人表示，保险资管机构可积极开发专业产品，提升服务大众的能力。股权资产配置能更好地服务实体经济、顺应经济转型升级的融资要求。

截至 2020 年 9 月末，保险资金通过股权直接投资、股权投资计划、股权投资基金等方式，投资企业股权规模 2 万亿元。-甘俊 摄

值得一提的是，《通知》建立了财务性股权投资负面清单，禁止保险资金投资存在十类情形的企业，同时鼓励保险资金开展市场化、法治化债转股项目。

具体包括，不具有稳定现金流回报预期和确定的分红制度，或者不具有市场、技术、资源、竞争优势和资产增值价值；最近三年发生重大违约事件；面临或出现核心管理及业务人员大量流失、目标市场或者核心业务竞争力丧失等重大不利变化；

控股股东或高级管理人员最近三年受到行政或监管机构重大处罚，或者被纳入失信被执行人名单；涉及巨额民事赔偿、重大法律纠纷，或者股权权属存在严重法律瑕疵或重大风险隐患，可能导致权属争议、权限落空或受损；与保险机构聘请的投资咨询、法律服务、财务审计和资产评估等专业服务机构存在关联关系；所属行业或领域不符合宏观政策导向及宏观政策调控方向，或者被列为产业政策禁止准入、限制投资类名单，或者对保险机构构成潜在声誉风险；高污染、高耗能、未达到国家节能和环保标准、产能过剩、技术附加值较低；直接从事房地产开发建设，包括开发或者销售商业住宅；银保监会规定的其他审慎性条件。

《通知》明确了资金性质要求，允许保险机构运用自有资金和责任准备金开展财务性股权投资。

自有资金包括保险机构本级实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润及其他自有资金。

此外，《通知》要求保险机构承担开展财务性股权投资的主体责任，完善股权投资管理制度，加强股权投资管理能力建设，审慎开展投资运作，不得利用股权投资开展内幕交易或利益输送。

周瑾指出，此前，银保监会发布《关于优化保险机构投资管理能力监管有关事项的通知》，对保险机构的投资管理能力提出更明确的要求，并通过公司自评估、信息披露和持续监管相结合的方式，加强对保险机构投资管理能力的管理监督。在督促鼓励保险机构投资管理能力提升的同时，银保监会放宽对保险资金运用的监管限制，让保险机构有更多投资选择权，充分发挥保险机构的自主决策能力，在更好支持实体经济发展的同时，也可提升保险资金的收益率水平。

兴业证券报告称，保险资金是权益市场的重要机构投资者，此次正式取消保险资金财务性股权投资行业限制既是服务整体宏观经济及稳就业的需要，亦符合保险行业放松投资端限制的趋势，为市场引来新活水。

为战略性新兴产业提供长期资金

股权投资具有长期性、抗经济周期能力强等特点，与传统投资资产的相关性弱，和保险资金期限长、追求长期收益的特点相一致。

自 2010 年《保险资金投资股权暂行办法》发布以来，保险机构按照依法合规、自主决策、风险可控、商业可持续原则开展股权投资，投资能力和运作水平持续提升。经过多年发展，企业股权已经成为保险资产配置的重要品种。

银保监会相关负责人表示，保险资金开展的股权投资在满足行业资产配置需要、分散投资风险的同时，为战略性新兴产业等现代产业体系发展提供了长期稳定资金，促进了产业整合和优化升级。

下一步，银保监会将持续深化“放管服”改革，完善保险资金股权投资监管政策，加强事中事后监管，加大保险资金对实体经济特别是中小企业和科技企业的股权融资支持，切实降低实体经济企业成本，推动经济体系优化升级。

截至 2020 年 9 月底，保险资金运用余额 20.71 万亿元。其中，银行存款 2.58 万亿元，占比 12.5%；债券 7.58 万亿元，占比 36.6%；股票和证券投资基金 2.68 万亿元，占比 12.9%；其他投资 7.87 万亿元，占比 38%。

中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云指出，作为大资管市场的重要组成部分，保险资管机构面向保险资金配置需要，创设发展了债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划、组合类资管产品、保险系私募基金等系列产品，从产品质量、收益回报、安全稳健等方面得到了市场的高度认可，打造了良好的品牌形象。未来，保险资管机构要找准市场定位和竞争优势，加快专业化、市场化、产品化、创新化建设，进一步疏通资产管理、金融服务、助力经济的渠道和路径，为各类投资者提供更丰富的优质产品。

（文章来源：21 世纪经济报道）

解读：

近日，银保监会发布《关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知》（简称“通知”）意味着酝酿 2 年有余的保险资金股权投资行业限制“松绑”终于落地。《通知》核心即取消险资财务性股权投资的行业限制，改为“负面清单+正面引导”机制，允许险资综合考虑自身实际，自主选择投资企业的行业范围。保险资金股权投资主要包括直接和间接两种方式。此前，间接股权投资行业范围一直没有限制，但直接股权投资仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股

权。而此次《通知》下发将会促进保险公司更积极开展股权投资，为战略性新兴产业等现代产业体系发展提供长期稳定资金，促进产业整合和优化升级。长期来看，《通知》进一步拓宽保险资金运用的范围，丰富险资的投资选择，也有利于保险资金投资收益率的稳定。

精彩推荐

租赁

金融租赁公司“增资+发债”协调发力（节选）

发债：规模略增 热度持续

在金融债的发行上，疫情发生至今，多家金融租赁公司已有布局，发债热度仍在持续。

《金融时报》记者根据银保监会官网披露的公示信息统计，今年前 10 个月，已有江苏金融租赁、重庆鈊渝金融租赁、浙江稠州金融租赁等 19 家公司获得监管部门批准发行金融债券，总获准发行规模达 945 亿元。

作为资本密集型产业，金融租赁公司特别是开展飞机、大型船舶、海工平台、大型设备等租赁项目的头部公司，需要充足且稳定、持续的资金流来支撑业务的推进与发展。受到今年复杂的内外部经济形势的影响，为补充中长期资金，金融租赁公司主导发行的金融债稳步提速，从统计数据看，发行规模较去年同期略有增长。

其中，工银租赁于 4 月份准予发行的不超过 150 亿元的金融债为今年以来单笔金融债获批规模最高。据天津银监局的信息显示，2016 年至今，工银租赁获准发行的金融债总规模达到了 270 亿元。除工银租赁外，其他头部的银行系租赁公司也展现出较强的融资能力。建信金融租赁今年的金融债批准额度也超过了百亿元，达到 110 亿元。

增资：需求减少 着力转型

今年 3 月，交银航空航运金融租赁完成增资 55 亿元，总注册资本升至 140 亿元，引发同业关注。

增资一直都是金融租赁公司优化资金结构、夯实资本实力、提升企业能力、做大做强做优主业的基础。《金融时报》记者根据银保监会网站公布的信息统计，今年以来，可查询到的批准变更注册资本的金融租赁公司有永赢金融租赁、苏州金融租赁、华融航运金融租赁、山东通达金融租赁以及交银航空航运金融租赁和建信金融租赁，总增资规模达 104 亿元。

值得注意的是，今年截至目前，苏州金融租赁和建信金融租赁是仅有的既增资又发行金融债的两家金租公司。

相比火热的金融债发行行情，不同于前两年大规模的增资，今年金租行业的“增资潮”暂缓。究其原因，一方面，受到疫情影响，相关业务增长停滞或放缓，金租公司对于增资并没有特别大的需求；另一方面，也从侧面反映出，在深化金融供给侧结构性改

革与监管趋严的大背景下，规模扩张已不再是各个金租公司的主要追求，而是将重心放在了主业发展以及推动业务转型、提升服务质量方面。

不过，当前，租赁公司面临的最大挑战在于监管政策趋严、环境复杂多变以及数字经济时代下商业模式、业务模式、经营模式的重构与优化。虽然不再过度追求规模扩张，但由于面临净资本等相关监管指标的约束，金租公司的增资对其确保监管合规、增强资本实力、扩大业务规模仍有重要意义；同时，夯实资本实力也是防范各类风险的必要途径。

转型：服务实体 面向中长期

随着金融租赁公司转型的深入，行业已逐渐由追求规模扩张的外延式发展转为注重业务质量的内涵式发展，这在各大公司的年报、半年报中已有所体现。

国银租赁 2020 年半年报显示，公司主动把握市场趋势，及时调整投融资策略，积极开拓业务来源，大力开展业务创新，不断提升管理水准，在持续发展的基础上推动业务稳健转型。

江苏金租也在其半年报中表示，面对复杂的外部形势，公司坚定“转型+增长”战略定力，深入推进拓展市场、防控风险、深化改革等重点工作。

在深入推进转型的过程中，金融租赁公司依据自身优势与资源禀赋，对业务有不同侧重，产业系金租公司会根据所处的产业背景，如交通运输、清洁能源等进行深耕细作，推进专业化、体系化的租赁服务；而银行系金租公司会充分发挥自身的资本优势，在飞机租赁、船舶租赁等项目上积极布局，帮助中国企业“走出去”。

实践证明，租赁公司的业务转型必须要在发挥租赁“融资+融物”这一特性的基础上，以服务实体经济发展为根本目标，才能更好地把握发展大方向，突破固有认知和束缚，面向中长期实现高质量发展。

不过，还需注意的是，在融资层面，金融租赁公司仍需走好“增资+发债”两条路，重视与资本市场与实体企业的连接，在防范系统性金融风险的底线思维下，持续提高风险意识，强化资本管理，以抵御潜在风险。

（文章来源：金融时报）

解读：

今年以来，为夯实融资渠道、缓解流动性问题、稳定主业发展、优化负债结构并降低融资成本，金融租赁公司在发行金融债券和扩充资本金方面量质齐升。根据官

方数据统计，今年前 10 个月，19 家金融租赁公司获得监管部门批准的 945 亿元金融债券，发行规模较去年同期略有增长。今年以来，有多家金融租赁公司变更注册资本，总资规模达 104 亿元，相比以往今年金租行业的“增资潮”暂缓。而增资+发债的背后是租赁公司面临着更多的挑战，如监管政策趋严、经营环境变化、经营模式的重构与优化等。面对这些挑战，金租公司一方面增资以确保监管合规、增强资本实力，另一方面发债来增加自身长期流动性以应对复杂多变的环境。但最终的出路，依然是发挥好租赁公司“融资+融物”这一特性，以自身优势推进业务转型，在走好“增资+发债”两条路的同时，在防范系统性金融风险的底线思维下，持续提高风险意识，强化资本和债务管理，以抵御潜在风险。

从“包容审慎”到“科学管理” 互联网平台经济进入强监管时代

11 月 10 日到 11 日，一个理财群里哀鸿遍野，连续两天，中国科技股暴跌，有个股两天跌幅 19%，重仓科技股的人两天赔掉了大半年赚到的收益。

阿里巴巴暴跌，腾讯暴跌，美团暴跌，京东暴跌，两天时间内累计蒸发超 2 万亿港元市值，不仅如此，在国内数得上名字排的上名号的大型互联网公司均纷纷暴跌。即使在今年美股连续四次熔断的时刻，中国科技股也是相对坚挺的，而这一次它们却集体暴跌了。

起因是 11 月 10 日国家市场监管总局发布的一则反垄断指南，这份全文 8849 字的法规将是从顶层设计上重塑了互联网公司的生长生态。比较引人注意的是，法规中 25 次提到技术，22 次提到数据，10 次提到算法，这代表了监管层的态度。反垄断指南明确的说明，平台即互联网公司，指南直接管理的对象是互联网平台经济。

在互联网行业近 20 年发展中，市场对于这种“新经济”的质疑，还是第一次。在大成律师事务所高级合伙人、资深反垄断律师邓志松的记忆中，之前相关政策对于互联网公司的态度都是“包容审慎”，但这一次反对垄断指南一反常态，首次使用了“科学管理”的字样。

“对于互联网行业而言，意味着一个宽松监管时代的结束，一个强监管时代的开启。”邓志松说。就在反垄断指南发布当天，博鳌亚洲论坛副理事长、中国央行原行长周小川对互联网科技巨头的垄断行为发出预警。他说，互联网科技巨头掌控大量数据和市场份额，形成垄断抑制公平竞争。

对于今年疫情下又一次实现大跃进的互联网，毫无疑问这将是一个新变迁开始的信号。

01 靴子落地

在反垄断指南出台前夕，蚂蚁集团 IPO 被暂停，邓志松就嗅到了一丝不同的味道。在指南出台后，他向记者判断说：这是对互联网平台公司强监管时代的开启。

反垄断指南发布时间也被认为是具有深意。11 月 11 日正在是电商购物节“双十一”前夕，这被认为是针对电商行业存在已久的“二选一”、“大数据杀熟”等问题而采取的规范性措施。之后几天的资本市场表现证明，互联网反垄断大锤落下，受到影响的不仅仅是电商。

从股价来看，目前受影响最大的公司是阿里巴巴与腾讯。11 月 11 日，阿里巴巴港股大跌 9.8%，腾讯大跌 7.3%。其他互联网次巨头们也在普跌：美团下跌 9.67%，京东下跌 5.6%。两天时间，四家公司累计蒸发超过 2 万亿港元，超过工商银行总市值。

“行情大跌有恐慌因素存在”，IT 专栏作家信海光说。但长远看，反垄断指南对互联网公司有深远影响。在反垄断指南出台前期，其实已有迹象表说明监管层要“动真格”。

11 月 6 日，中央网信办、市场监管总局、税务总局三部门联合约谈 27 家平台。平台包括电商、社交、旅游、搜索、房产、短视频。三部门针对平台经济，对一些看起来非垄断性质的平台，也进行约谈。

这些被约谈的平台公司包括京东、美团、58 同城、百度、奇虎 360、搜狗、字节跳动、快手、滴滴、微店、新浪微博、多点、贝壳找房、拼多多、国美在线、饿了么、小红书、携程、苏宁、同程、阿里巴巴、贝贝网、云集网、蘑菇街、兴盛优选、唯品会、腾讯。这个名单几乎囊括了现在知名的头部互联网平台。

11 月 10 日-11 日，上述公司中在二级市场有交易的，无一例外，均股价下跌。除上述公司外，小米也在 11 日大跌 8.1%，跌幅排名靠前。当日甚至因此出现了新的段子：“科技股双十一大折扣，万亿补贴打到骨折”。

对于此次约谈和反垄断指南，经济观察报记者向这 27 家公司中近 80%的企业进行询问，他们均未做出官方回应。11 月 12 日，腾讯在财报电话会上称，正与监管合作以确保符合文件要求。腾讯称，监管或将更聚焦在交易平台上，而它的游戏、视频等数字娱乐内容，可能并不是聚焦的重点。

上述三部门的态度是，“平台不是反垄断的法外之地，也不是孕育不正当竞争的温床。”平台专指互联网平台。三部门还称，将持续推动整治线上平台垄断、不公平竞争和假冒伪劣等违法违规行为，趋利避害，创造良好的线上经济发展制度环境和法制环境。

邓志松告诉记者，中国《反垄断法》自 2008 年生效，执行 12 年，相关行政判例金额高达 120 亿元，主要集中在汽车、医药、化工、专利技术、通讯等领域，互联网行业罕有处罚。

这一次，反垄断的重锤落到了互联网平台身上。

02 当公司成为巨无霸

互联网行业有句流传已久的名言，“学成文武艺，卖给 BAT。”创业者们或主动，或被动的想法是：把公司做到一定规模，然后被 BAT 收购或投资。随着百度在移动互联网时代的沉寂，创业公司投奔的对象，变成 A 和 T，即阿里巴巴和腾讯。

新兴的互联网次巨头们也不甘示弱。字节跳动 2019 年投资次数为 29 次，1 年投资次数就是前 6 年的 30%；美团战投这 5 年投出 38 笔投资，贯穿吃住行上下游；滴滴的触角已经从出行渗入金融、社区团购；小米的生态链公司已经多达 400 多家。

平台公司在其自身行业有优势地位，且不断把触角衍生到其他领域。“这里边其实涉及到一些垄断的嫌疑。”一位互联网从业者说，国外，苹果公司很少去投资依赖苹果为生的 APP 公司们。国内，巨头在各个领域四面出击。其区别在于，国外有反垄断的传统，导致国外大公司天然受到约束。

平台经济已经渗透到中国人生活的方方面面。中国 14 亿人口，其中微信用户 12 亿，支付宝用户 10 亿，淘宝用户 8 亿。根据 QM 数据，腾讯系、阿里系、百度系、头条系、快手系 APP 五大平台的 APP 使用时长，占据了所有 APP 使用时长的近 80%。

规模扩大的同时，问题开始出现，“二选一”就是其中重要的一种。二选一，翻译成反垄断法律术语，指的是滥用市场支配地位中的独家交易。今年 9 月，爱库存在微博发文指责唯品会二选一。爱库存母公司梦饷集团 CEO 冷静告诉记者，“一些不合规、不合法经营行为正冲击着网络经济市场秩序。”

同样的苦主还有一长串。去年双十一，格兰仕起诉天猫二选一，广州知识产权法院已受理。更早些时候，三只松鼠、苏泊尔、美的、九阳被牵涉进阿里巴巴和拼多多的二选一口水战。

电商之外，也有类似的矛盾。2018 年，腾讯与字节跳动掀起轰动一时的口水战，字节跳动指责腾讯封链抖音，但抖音在自身进入电商行业后，它选择了和腾讯一样的策略，封链淘宝和京东。

当竞争陷于混乱，没有人是最终赢家。“垄断不一定代表坏，代表不好，如果你滥用垄断地位，那就是比较糟糕的一种行为，那是需要被监管的。”互联网观察家尹生告诉记者。

03 创新与公平的选择

在平台成长过程中，也有些行为会伤害到用户的利益，大数据杀熟就是典型的一种。

出行行业的滴滴与酒旅行业的携程，都曾陷入大数据杀熟的争议中。2018 年 3 月，有用户测试后发微博称，两个人使用滴滴打车软件，从同样的地点出发、到同样的目的地，但价格却不同。携程在近几年，多次被推上了大数据杀熟的风口浪尖。还有更多大数据杀熟方式，比如使用 iPhone 的人和使用安卓手机的人，在同一个电商平台购买同样的商品，会有不同价格。

有互联网人士告诉记者，以“苹果税”为代表的渠道抽成费用也是一种涉嫌垄断的方式。在 iOS 平台上，APP 开发者需要向苹果支付 30%抽成费用，这会导致 APP 价格上升，“它不是直接税，而是间接税。最终还是损害了消费者的利益。”

尹生更为担忧的是，当平台大到一定程度后，很有可能走上不通过创新竞争，却通过已有资源竞争的路，“这对于整个社会经济的危害会比较大。”近几年新的次巨头、独角兽，除字节跳动外，背后都有巨头的身影，“你得到巨头的青睐，你很快就起来了。你得不到青睐，你就有可能在竞争中处于下风，甚至最后就消失了。”

2015 年以后层出不穷的并购案，背后也是巨头的意志。华兴资本 CEO 包凡曾多次讲过滴滴快的合并时的故事：合并的最后关头，滴滴和快的管理层在两个房间分头给阿里巴巴创办人之一蔡崇信和腾讯总裁刘炽平打电话征求意见，“BAT 就像天上的神仙，神仙在看人间打仗。”

“巨头会产生平台经济的优势，可以对后来者通过交叉补贴的方式去竞争，或是通过一些排他性合作竞争。”尹生认为，这种竞争不是在用户体验或技术方面创新，而是通过资本方式竞争，“危害是非常大的，它其实扼杀竞争，扼杀创新，也扼杀了用户的选择权。”

04 指南的价值

指南发布后，《比较》研究部主管陈永伟研究了整整一下午，他认为这份草案的完成度是“超出预料的”，但对有些问题的处理方法仍有待进一步讨论。“它不仅对二选一等现实中已经比较常见的竞争问题给出了处理思路，还对算法合谋等现实中不太常见的竞争问题进行了探讨，既有现实性，又有前瞻性。”

根据指南，互联网平台的二选一、大数据杀熟、个人数据收集与共享、屏蔽竞争对手或拒绝开放 API 接口、平台红包和补贴、搜索降权、捆绑销售产品或服务、VIE 结构申报等争议已久且反垄断风险比较突出的商业行为，都有了解释和风险提示。

在全球范围内，对于大型互联网公司的反垄断早已有之。2020 年 10 月 20 日，美国司法部对谷歌发起最大规模反垄断诉讼，这是 2000 年微软案以来全球最重大的反垄断案件。

高盛及方正证券发布研报称，指南的出台，有助于为中小企业的发展和创新模式的出现留出发展空间，也能更好地协调商家、消费者和平台的利益。“指南最大的意义在于警示平台企业，并不是要马上处理企业，而是让他们不要太过火。”信海光说，这对于平台也是好事，“如果平台没有这个自我意识的话，将来会很危险”。

尹生告诉记者，反垄断监管如果实施得当，会给平台经济注入一种创新的活力，这也是给整个社会注入创新的活力。

（资料来源：经济观察报）

解读：

11 月 10 日，市场监管总局起草《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》（以下简称“《指南》”），向社会公开征求意见；文件明确了要预防和制止平台经济领域垄断行为，引导平台经济领域经营者依法合规经营的目标。在以往经营过程中，为了抢占市场份额、提升盈利水平，部分平台经营者存在利用大数据“杀熟”、虚假报价、捆绑销售以及要求商家在竞争性平台间“二选一”等行为。而《指南》出台，相关平台不得继续实施“二选一”限制等，有利于商家在对平台的选择上拥有更多自主权，维护商家合法权益。短期来看，新规将使板块估值承压；长期来看，马太效应导致互联网行业天然具有高集中度等属性，相关龙头在规模效应、技术积累上已拥有较多优势，其核心能力并未有本质变化。《指南》的意义更多地在于震慑平台经济，规范其经营行为，保护消费者和商家正当权益。同时，维护行业健康生态有利于所有市场参与者受益。

共同关注

[宏观经济]

- 商务部：今年前三季度我国肉类进口 741 万吨，同比增长 72%；进口金额 231 亿美元，同比增长 83%，均创下历史新高。肉类进口规模不断扩大的同时，进口品种和来源地也日益多元化。截至目前，中国已同近 40 个国家和地区进口猪、牛、羊、禽等肉类产品，基本涵盖了全球的肉类生产国。
- 水利部：1-10 月，全国落实水利建设投资超过 7300 亿元，其中地方政府专项债券达到 1366 亿元，为 2019 年实际落实的 5.3 倍。今年以来，雄安新区防洪骨干工程、山东恩县洼滞洪区建设等 32 项重大水利工程开工建设，新增投资规模达 1170 亿元。截至目前，全国水利建设投资完成 5170 亿元。
- 统计局：1—10 月份，全国网上零售额 91275 亿元，同比增长 10.9%，增速比 1—9 月提高 1.2 个百分点。其中，实物商品网上零售额 75619 亿元，增长 16.0%，占社会消费品零售总额的比重为 24.2%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 34.3%、5.6%和 17.4%。
- 统计局：1—10 月份，全国固定资产投资（不含农户）483292 亿元，同比增长 1.8%，增速比 1—9 月份提高 1.0 个百分点。其中，民间固定资产投资 269183 亿元，下降 0.7%，降幅收窄 0.8 个百分点。从环比速度看，10 月份固定资产投资（不含农户）增长 3.22%。

[政策法规]

- 国务院办公厅：印发《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》。坚定维护以世界贸易组织为核心的多边贸易体制，积极商签更多高标准自贸协定和区域贸易协定。优化国内区域布局，提高东部地区贸易质量，提升中西部地区贸易占比，扩大东北地区对外开放。培育具有全球竞争力的龙头企业，增强中小企业贸易竞争力。促进跨境电商等新业态发展，推进市场采购贸易方式试点建设。积极推进二手车出口，加快贸易数字化发展。
- 市场监管总局：发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》。具有市场支配地位的平台经济领域经营者，可能滥用其市场支配地位，无正当理由拒绝与交易相对人进行交易，排除、限制市场竞争。分析是否构成拒绝交易，可以考虑以下因素：停止、拖延、中断与交易相对人的现有交易；拒绝与交易相对人开展新的交易；在平台规则、算法、技术、流量分配等方面设置限制和障碍等。
- 农业农村部：印发《关于加快水产养殖机械化发展的意见》，到 2025 年，水产养殖机械化水平总体达到 50%以上，育种育苗、防疫处置、起捕采收、尾水处理等薄弱环节机械化取得长足进步，主要养殖模式、重点生产环节的机械化、设施化、信息化水平显著提升。

共同关注

- 国家药监局：就《药品网络销售监督管理办法》公开征求意见。疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品、药品类易制毒化学品等国家实行特殊管理的药品，不得通过网络销售。药品零售企业通过网络销售药品，不得以买药品赠药品、买商品赠药品等方式向公众赠送处方药和甲类非处方药。

[产业信息]

- 乘联会：10 月，乘用车市场零售达到 199.2 万辆，同比增长 8.0%，实现了连续 4 个月 8%左右的近两年高位增速。其中新能源乘用车批发销量突破 14.4 万辆，同比增长 119.8%，环比增长 15.9%。1-10 月，乘用车市场零售累计增速-10.2%，较 1-9 月提升 2 个百分点，体现行业的稳步回暖态势。
- 民航局：10 月，民航运输生产恢复速度有所放缓，共完成运输总周转量 86.7 亿吨公里，恢复至去年同期的 77.5%；完成旅客运输量 5032.3 万人次，恢复至去年同期的 88.3%；完成货邮运输量 62.1 万吨，同比下降 6.8%，其中，全货机货邮运输量继续保持较快增长，共完成 22.9 万吨，同比增长 21.8%。
- 信通院：10 月，国内手机市场总体出货量 2615.3 万部，同比下降 27.3%。其中，国内市场 5G 手机出货量 1676 万部，占同期手机出货量的 64.1%。此外，国内手机上市新机型 28 款，同比下降 42.9%，其中，国产品牌上市新机型 21 款，同比下降 53.3%，占同期手机上市新机型数量的 75.0%。
- 携程：11 月以来，滑雪主题游产品预订量增长超 350%，滑雪门票和玩乐产品的订单量爆发式增加，热门滑雪酒店房价也随之上涨，张家口、长白山、亚布力、松花湖、北大湖等地热度上升。“双 11 旅游狂欢节”滑雪门票和玩乐产品的订单量，同比去年增长 860%。此外，今年 12 月，国内热门滑雪酒店房价上涨 60%，热度堪比“春节的三亚”。

[金融行业]

- 证券时报：银保监会办公厅向各地银保监局下发《关于促进消费金融公司和汽车金融公司增强可持续发展能力、提升金融服务质效的通知》文件。将加大监管政策支持力度，包括适当降低拨备监管要求，拨备覆盖率可以从现有的 150%降低至 130%、拓宽市场化融资手段和增加资本补充方式，例如消金公司也可发行与银行同等待遇的二级资本债，以提升可持续发展能力，促进消费升级。
- 中信证券：预计退市制度改革将在 2020 年底前开始征求意见，从简化退市流程、改革财务标准、引入市值标准等五方面入手。改革总体上有助加速优胜劣汰，利好优质标的。短期上（1 年左右）或以预期影响为主，或有 8000 亿的年成交额转移至优质标的；中期上（1-3 年）退市率或可提升 5 倍以上；长期上（3-5 年）主动退市或渐成主流。

共同关注

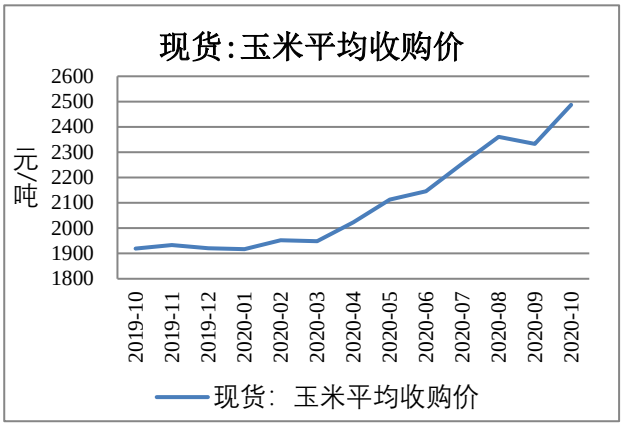
- 证监会：召开贯彻落实《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》动员部署会。把好“入口关”，为市场引入源头活水。深刻理解注册制改革的初心和使命，从源头上提升上市公司质量。畅通“出口关”，抓好退市制度改革落地实施。坚决打击各类恶意规避退市行为，严肃处置通过煽动缠访闹访等方式对抗监管的行为。拓宽多元化退出渠道，重点推动重整一批、重组一批、主动退一批，促进存量上市公司风险有序出清。
- 银保监会：前三季度，商业银行累计实现净利润 1.5 万亿元，同比下降 8.3%，平均资本利润率为 10.05%。商业银行平均资产利润率为 0.80%，较上季末下降 0.02 个百分点。三季度末，商业银行不良贷款余额 2.84 万亿元，较上季末增加 987 亿元；商业银行不良贷款率 1.96%，较上季末增加 0.02 个百分点。

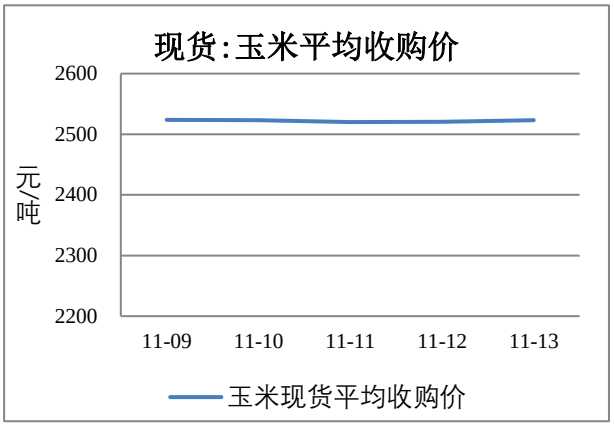
[宁夏财经]

- 11 月 9 日，2020 年，银川市对标国家《优化营商环境条例》制定出台了一系列优化营商环境“政策包”，向“打造西部最优全国一流的营商环境”阔步迈进。从“减证”到“掌上办事之城”“无证明之城”，银川“放管服”改革持续升级，已经成为国家“放管服”改革的排头兵。近 3 年来，银川市市场主体每年新增 18%，高端装备制造、新材料、新能源等十大产业效能每年递增 12%。
- 11 月 10 日，银川市将启动居家和社区养老服务改革试点，到 2022 年底，各类养老服务设施将覆盖 85%的城市社区，农村老年人幸福院、老饭桌等为老服务设施将覆盖 80%的行政村，居家老年人生活照料、医疗护理、精神慰藉、紧急救援、助餐助行等服务将实现全覆盖。
- 11 月 10 日，银川市苏银产业园紧盯建设年发展目标，全力完善基础设施配套建设，今年园区共实施项目 24 个，总投资 38 亿元，目前项目均已开工。预计今年苏银产业园将完成规上工业总产值 33 亿元，同比增长 12.6%。固定资产投资 10 亿元，同比增长 179%。完成全口径税收 1.34 亿元。

云数据

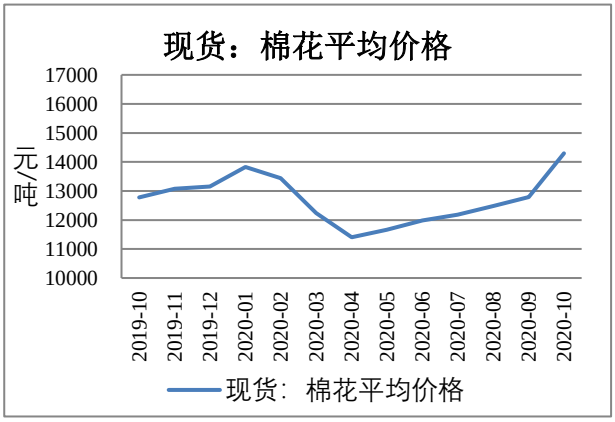
农产品

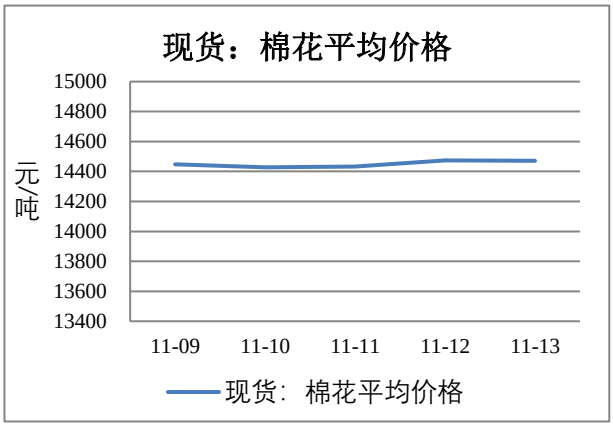




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，玉米现货平均价格为 2487.30 元/吨，较上月上涨 6.63%。生猪存栏恢复，玉米需求旺盛，叠加受灾地区玉米出现倒伏，收获成本增加，玉米价格联动上涨。

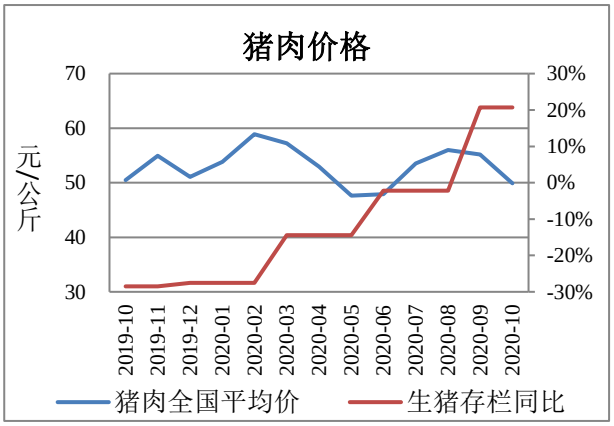
上周，玉米现货价格下降，收于 2523.23 元/吨，较前一周下降 0.18%。国内玉米已经完成了收割，近期玉米供应加大，玉米市场供应面宽松价格出现小幅下降，短期内玉米价格保持小幅微调。

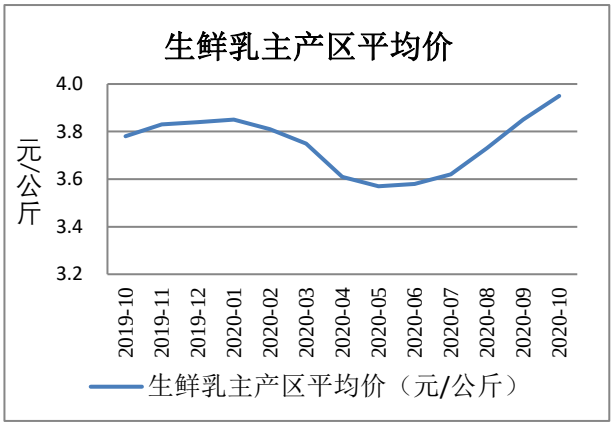




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，棉花现货平均价格为 14295.47 元/吨，较上月上涨 10.53%。进入“金九银十“旺季，又是新棉上市之际，由于新疆轧花厂激增，棉花价格一路上涨，叠加印度等东南亚国家因新冠疫情愈发严重，纺织订单回流至国内，下游成品库存减少，需求增加，从而推动棉花价格的上升。

上周，棉花现货收于 14472.31 元/吨，较前一周下降 0.73%。新棉采摘接近尾声，供应面得到补充，但国内市场下游需求缓慢恢复，出口订单因疫情影响不确定性较大，棉花价格出现小幅下降。

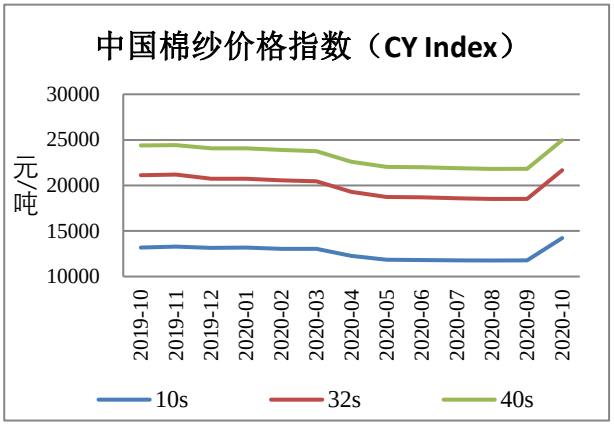


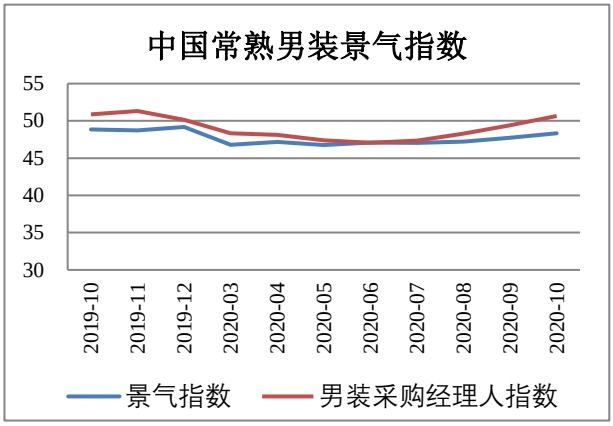


解读：从上图可看出，2020 年 10 月，全国猪肉价格为 49.91 元/公斤，环比下降 9.57%，跌幅进一步扩大，同比下降 1.15%，实现了 2020 年首次下跌。目前全国能繁母猪已恢复到非洲猪瘟前的 5-6 成，生猪供应持续增加，叠加进口猪肉和中央储备肉的投放亦增加了市场猪肉补给，平抑了猪肉价格。而且正遇年底生猪集中出栏，预计猪肉价格大方向会继续下降。

从上图可看出，2020 年 10 月，生鲜乳价格为 3.95 元/公斤，环比上涨 2.6%，同比上涨 4.5%。目前，随着玉米等饲料原材料价格的持续上涨，助推奶牛养殖成本的持续增加，进而带动生鲜乳价格上涨。

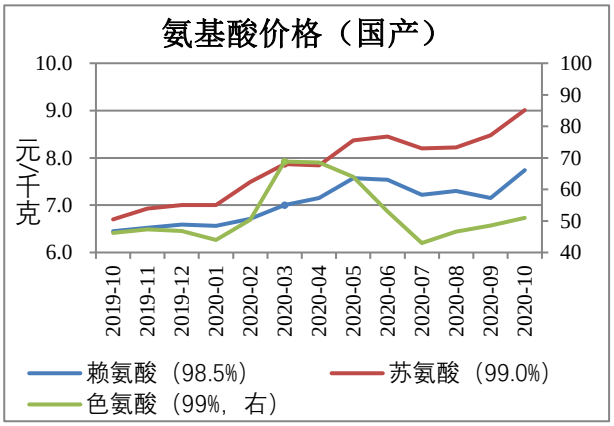
工业品

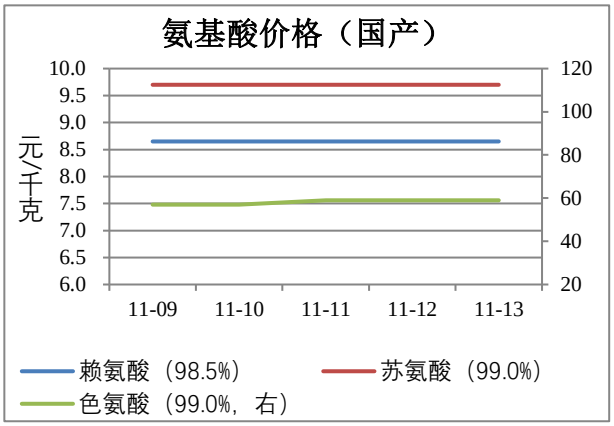




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，10s 价格为 14223.53 元/吨，环比上涨 20.86%；32s 价格为 21667.65 元/吨，环比上涨 17.04%；40s 价格为 24967.65 元/吨，环比上涨 14.43%。“金九银十”，订单增量低于往年，但由于东南亚疫情加重，疫情再度在欧洲爆发，进口纱价格上涨，国内纱线价格倒挂，出现了大幅上涨。

从上图可看出，2020 年 10 月，中国常熟男装景气指数收于 48.34，环比上涨 1.24%，同比下降 1.1%，跌幅继续收窄。男装采购经理人指数收于 50.64，环比上涨 2.51%，同比下降 0.24%。四季度是服装销售的旺季，叠加各大电商平台的双十一促销，常熟男装景气指数和采购经理人指数双双上涨。后期随着冬季换季服装的持续上市，常熟男装景气度预计进一步上升。

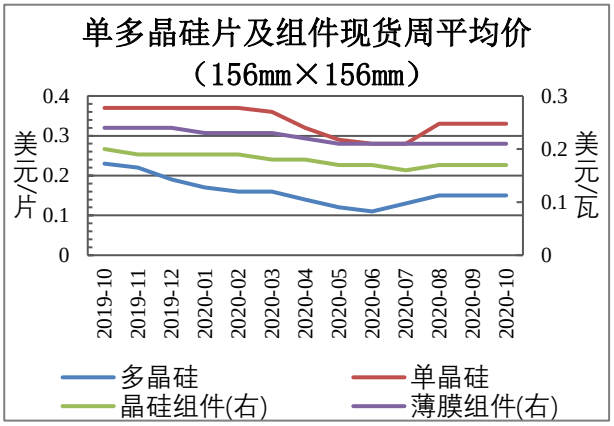


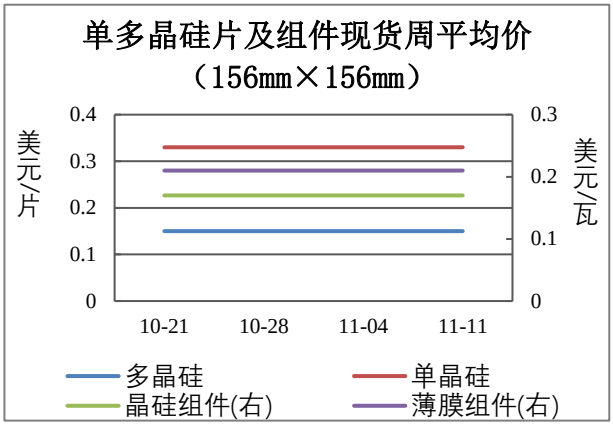


解读：从上图可看出，2020 年 10 月，赖氨酸均价为 7.74 元/千克，较上月上涨 8.25%；苏氨酸为 9.01 元/千克，较上月上涨 6.25%；色氨酸为 51.03 元/千克，较上月上涨 5.17%。受原材料价格高开高走的影响，氨基酸生产成本压力增加，叠加库存较少，氨基酸价格继续上涨。

上周，赖氨酸价格收于 8.65 元/千克，较前一周保持不变；苏氨酸价格收于 9.70 元/千克，较前一周保持不变；色氨酸价格收于 59.00 元/千克，较前一周上涨 3.51%。受原料市场价格趋稳，氨基酸主要品种表现不一：赖氨酸、苏氨酸市场整体以稳定运行为主，色氨酸下游终端刚需支撑，市场价格上

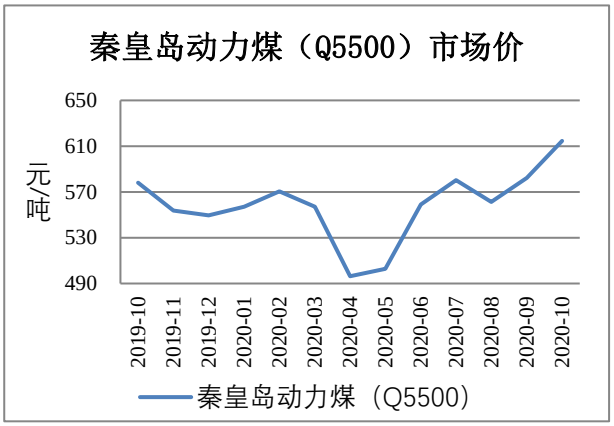
涨。

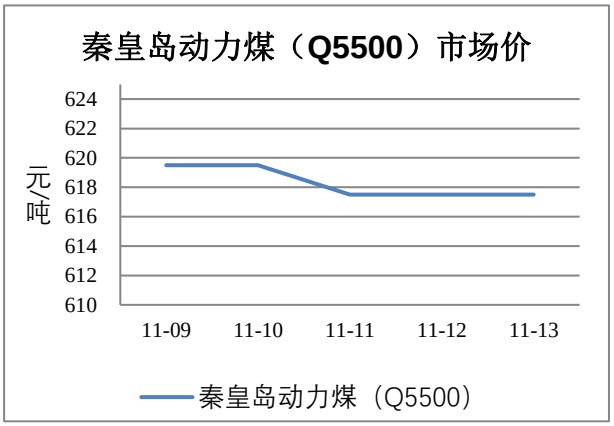




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，光伏产业链各产品价格与 9 月一致，其中单晶硅片均价 0.33 美元/片，同比-10.81%，跌幅继续收窄，环比 0.00%；多晶硅片均价 0.15 美元/片，同比-34.78%，环比 0.00%，同比和环比均不变。晶硅光伏组件和薄膜光伏组件均价分别为 0.17 美元/瓦和 0.21 美元/瓦，同比分别为-15.00%和-12.50%，跌幅较上月一致，环比分别为 0.00%和 0.00%。进入 4 季度以来，光伏产业各产品价格进入稳定期，价格基本保持不变。目前，国际市场上光伏产品市场需求趋于稳定，国内 2020 年装机容量也基本完成，后续各产品价格继续以稳为主。

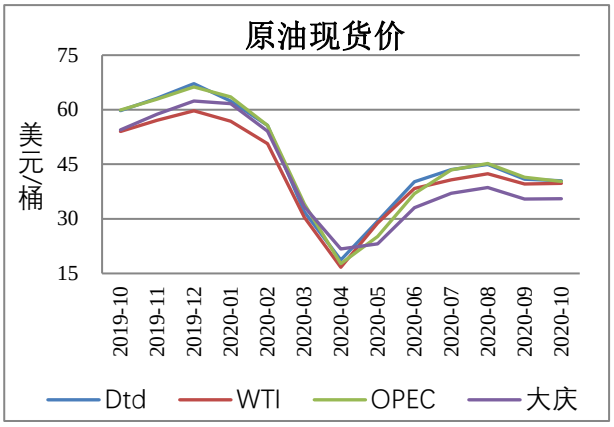
上周，单晶硅片、多晶硅片均价分别为 0.33 美元/片和 0.15 美元/片，晶硅光伏组件和薄膜光伏组件均价分别为 0.17 美元/瓦和 0.21 美元/瓦。各产品价格继续保持不变，已连续 4 周持稳运行。

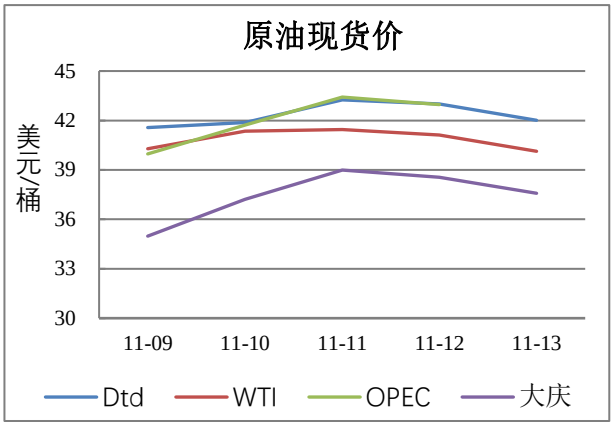




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，秦皇岛动力煤（Q5500）平均价为 615 元/吨，环比上涨 5.53%，同比上涨 6.32%。10 月初，受到大秦线进入检修、坑口方面销售好，进口煤管控等的影响，煤价上涨。月中，北方地区开始供暖，煤炭需求量增加，煤价继续上涨，月末，内蒙古鄂尔多斯地区多数煤矿煤管票放松，产量增加，部分下游采购有所放缓，煤价下降。

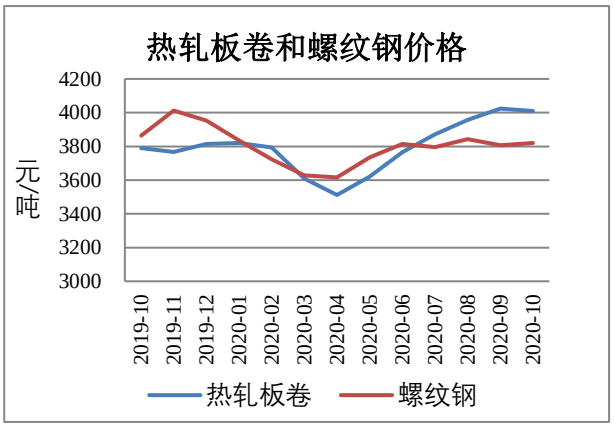
上周，受保供稳价政策影响，市场不确定性因素较多，下游观望情绪浓厚，采购需求偏弱，煤价下降。截至周五，秦皇岛动力煤（Q5500）市场价下降至 617.5 元/吨，降幅 0.32%。

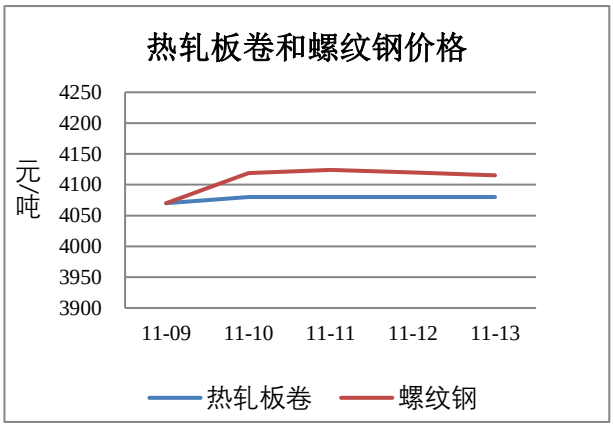




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，布伦特原油价格 40.51 美元/桶，环比下降 1.08%，同比下降 32.17%。西得克萨斯州中级轻质原油价格 39.73 美元/桶，环比上涨 0.31%，同比下降 26.43%。欧佩克原油价格 40.25 美元/桶，环比下降 2.94%，同比下降 32.79%。国内原油价格 35.56 美元/桶，环比上涨 0.36%，同比下降 34.74%。10 月，国际原油价格涨跌不一，欧洲一些国家疫情加剧，造成市场担忧布伦特原油和欧佩克原油价格下滑。

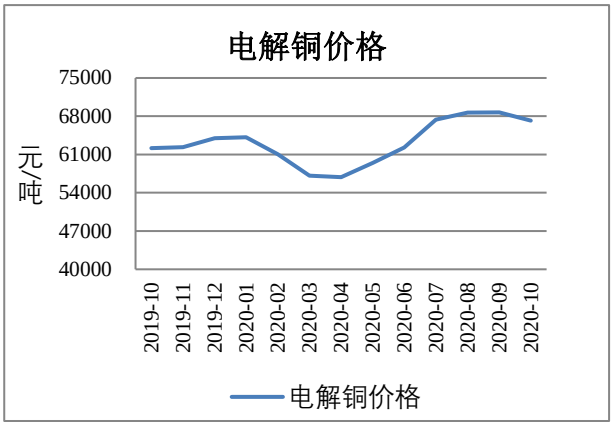
上周，周初，新冠疫苗研发取得重大突破，市场信心得到极大提振，国际油价大幅回升。周中，美国原油库存意外增加，石油钻井平台数量连续九周增长，另外美国新增新冠病毒感染病例再创新高，市场对于疫苗研发带来的积极情绪开始消退，国际原油价回落。截至周五，布伦特原油、欧佩克原油和国内原油价格现货价分别涨至 42.02 美元/桶、40.13 美元/桶和 37.59 美元/桶，涨幅分别为 1.07%、6.98%和 6.94%。西得克萨斯州中级轻质原油价格由 40.29 美元/桶降至 40.13 美元/桶，降幅 0.40%。

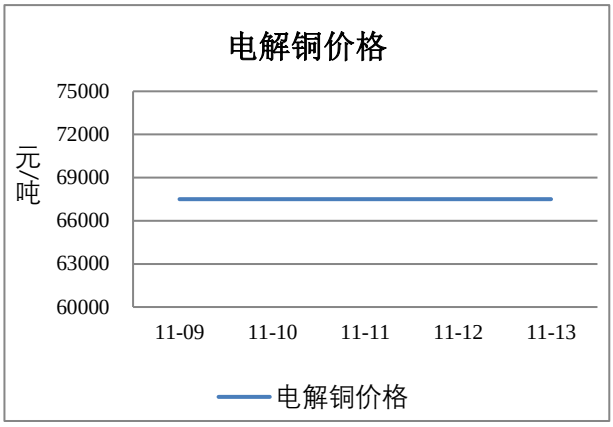




解读：从上图可看出，2020 年 10 月热轧板卷均价为 4011 元/吨，环比下降 0.33%，同比上涨 5.81%；螺纹钢均价为 3821 元/吨，环比上涨 0.35%，同比下降 1.12%。10 月份，在“银十”季节国内宏观经济不如预期，市场需求减弱，热轧板卷价格下降。螺纹钢需求端相对表现良好，库存持续快速去化，带动价格低位回升。

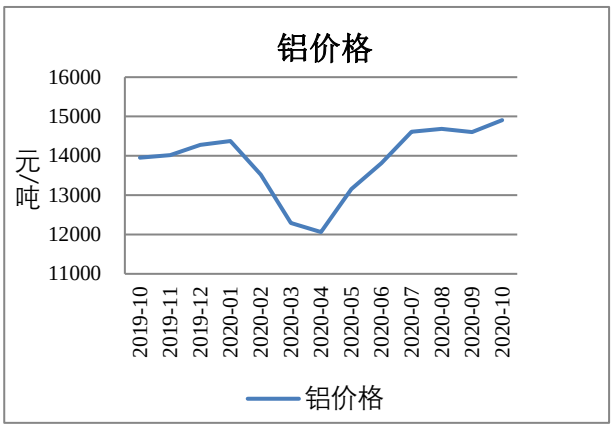
上周，目前下游工程需求较为强劲，建筑钢材库存加速消化，市场信心增强，钢价走势偏强。截至周五，热轧板卷价格上涨至 4080 元/吨，涨幅 0.98%。螺纹钢价格上涨至 4115 元/吨，涨幅 3.89%。

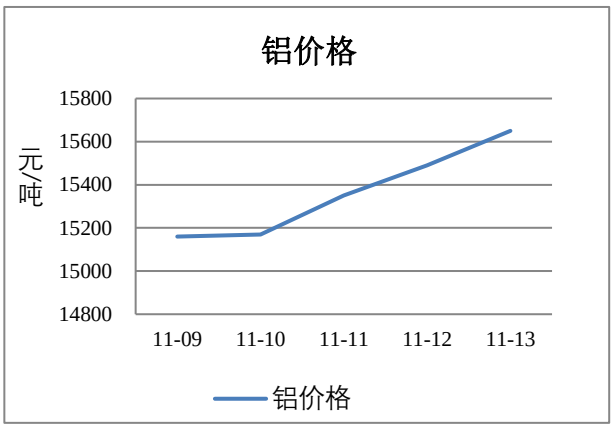




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，电解铜均价为 67219 元/吨，环比下降 2.16%，同比上涨 8.18%。10 月份，铜价先涨后跌，月初，因“金九银十”国内市场向好，需求量增加，铜价上涨。月末，全球疫情形势再度严峻，削弱海外需求，铜价下跌。

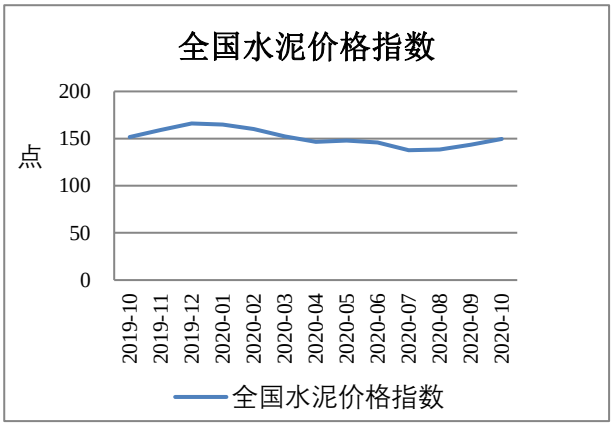
上周，国内市场相对稳定，电解铜价格较上周相比同比持平。截至周五，电解铜价为 67500 元/吨。（按照电解铜的加工成本 3550 元/吨估算，其生产成本约为 34700 元/吨。）

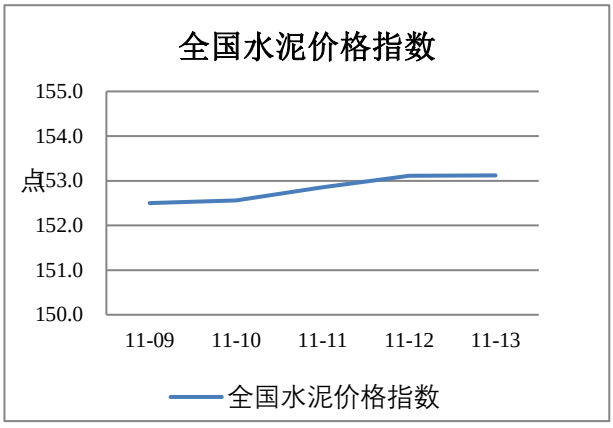




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，铝均价为 14907 元/吨，环比上涨 2.10%，同比上涨 6.82%。10 月份，在电解铝现货库存持续下滑的背景下，铝价大幅走高。

上周，国内市场需求继续保持较旺盛态势，铝厂出货稳定，国内库存持续去库，支撑铝价走高。截至周五，铝 A00 市场价上涨至 15650 元/吨，涨幅 3.64%。（电解铝的成本价约为 13000 元/吨左右。）

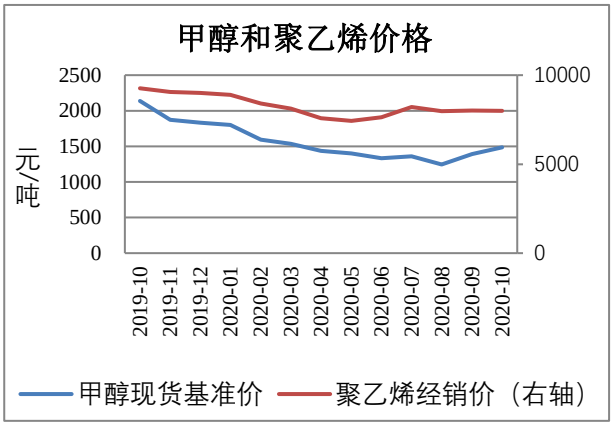


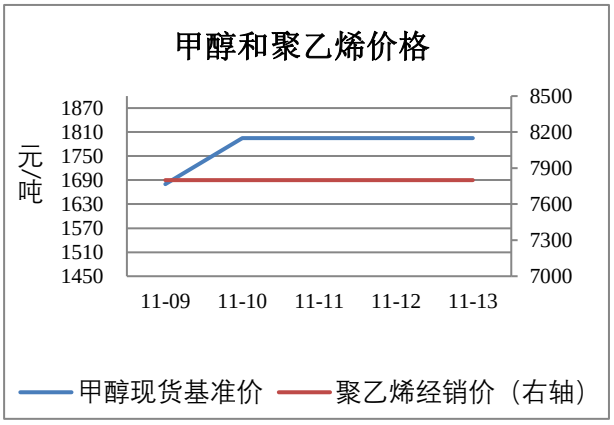


解读：从上图可看出，2020 年 10 月，全国水泥价格指数均值为 149.52 点，环比上涨 6.15 点，同比下降 2.12 点。10 月份，部分地区发布四季度错峰生产停窑计划以及环保政策趋严，市场需求向好，水泥价格持续上涨。

云数据

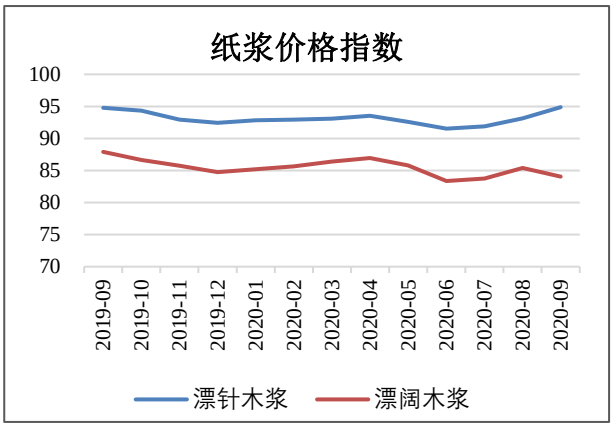
上周，环保形势严峻，重污染天气预警，水泥停窑限产力度进一步加大，水泥价格上调。截至周五，全国水泥价格指数涨至 153.12 点，涨幅 1.01 点。银川 42.5 级袋装水泥价格为 361 元/吨，散装水泥价格为 347 元/吨。





解读：从上图可看出，2020 年 10 月，甲醇均价为 1485 元/吨，环比上涨 6.80%，同比下跌 30.55%；聚乙烯均价为 7994 元/吨，环比下降 0.32%，同比下跌 13.70%。10 月份，受环保检查以及生产线冬季检修影响，库存下降，价格上涨。聚乙烯下游成交不佳，下游观望等降价情绪居多，造成价格震荡下行。

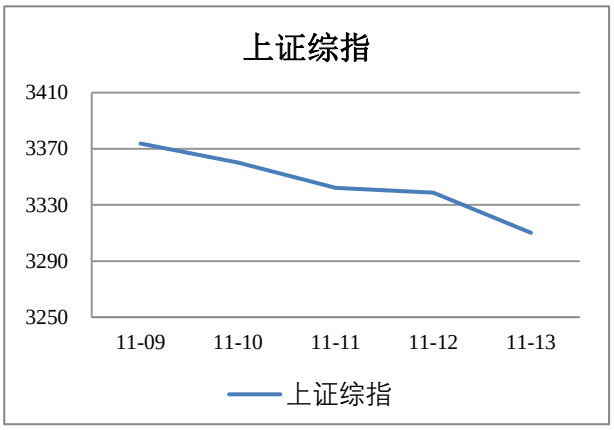
上周，部分地区装置的检修和原油价格的变动在一定程度上助推甲醇价格的上涨。截至周五，甲醇价格上涨至 1795 元/吨，涨幅 11.98%。聚乙烯价格较上周相比同比持平为 7800 元/吨。（根据原材料的不同，天然气制甲醇的生产成本一般在 1300-1700 元/吨；聚乙烯的生产成本约在 8100-8400 元/吨。）



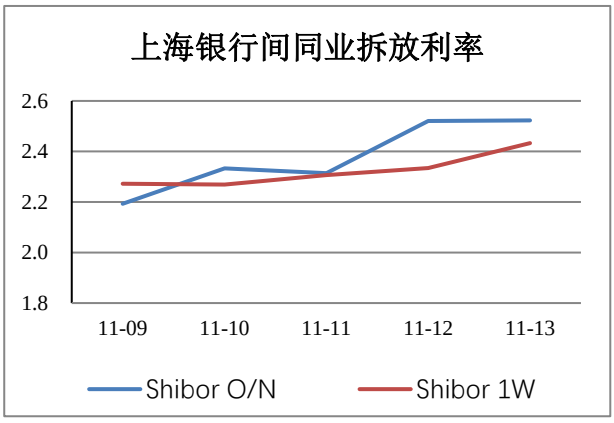
解读：从上图可看出，2019 年 9 月，漂针木浆价格指数继续走高，漂阔木浆价格指数略有下降。分别收于 94.88 和 84.07，环比分别为 1.86%和-1.53%。与去年同期相比，漂针木浆微涨 0.08%，今年同比首次为正，漂阔木浆下降 4.37%，跌幅略有扩大。9 月纸浆市场成交量较上月相比有所增加，但下游市场需求并未完全释放，纸浆市场行情表现基本为维持平稳，浆价上涨空间受限。针木浆随着造纸行业进入传统旺季，叠加国外部分浆厂计划性减产，贸易商对针叶浆现货价格提涨意向增强，但下游终端需求较为有限，客户对高价位纸浆拿货积极性不高，针木浆整体上涨幅度有限。漂阔木浆市场成交均量增价减，客户采购略有放量，在外盘价格下调的带动下，阔叶浆现货价格小幅下行。预计未来木浆市场行情将以稳为主。

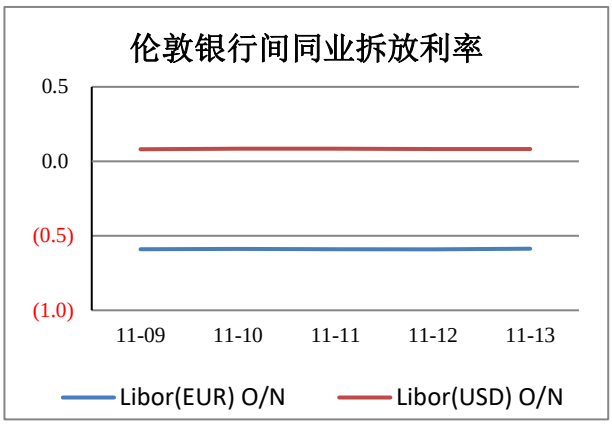
云数据

金融类

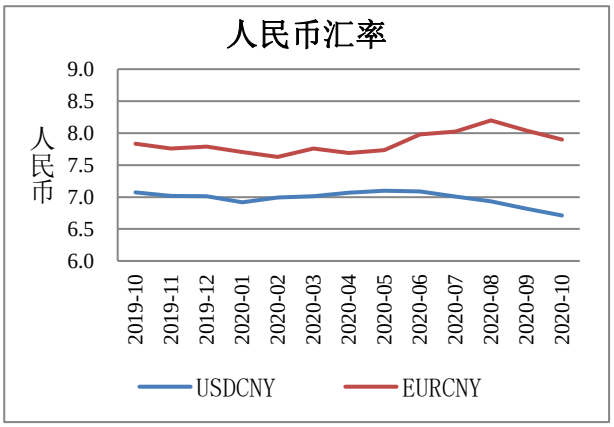


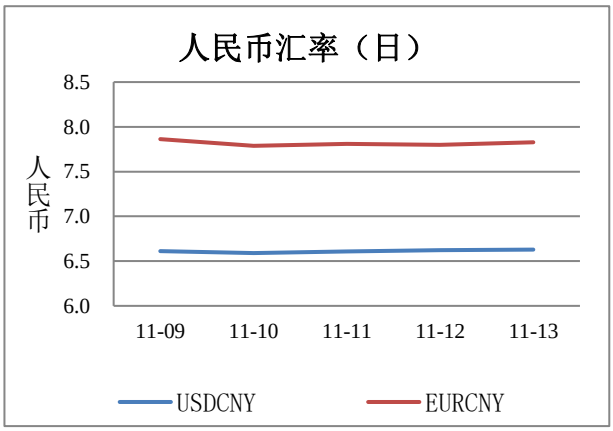
解读：上周，随着美国大选再生波折，A 股市场震荡下行，冲高回落。截至周五，上证综指报收 3310.1 点，周跌 2.06%。从近期走势看，拜登当选对 A 股市场的提振作用有限，往上冲破 3400 点阻力位还需基本面释放出更加明显改善信号。





解读：上周，银行超储率处于相对低位叠加央行未到期续作 MLF 造成短端利率大幅上行，并持续出现期限倒挂。截至上周五，Shibor 隔夜和 7 天分别报价 2.5230%和 2.4330%，周涨 73.30 点和 21.80 点。伦敦银行间市场方面，Libor(EUR)隔夜和 Libor(USD)隔夜品种波动上升。截至上周五，Libor(EUR)隔夜和 Libor(USD)隔夜分别报价-0.58657%、0.08325%，周涨 0.34bp 和 0.06bp。

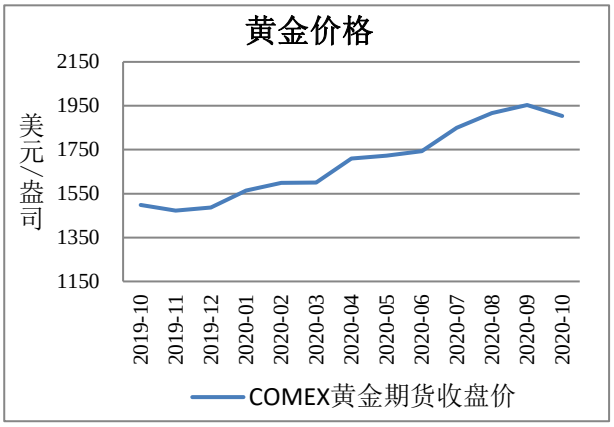


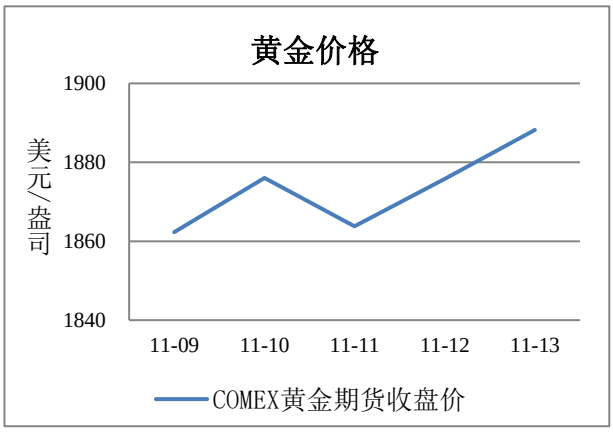


解读：从上图可看出，2020 年 10 月，中国经济复苏领先全球、出口份额快速恢复，美元持续贬值以及欧美疫情卷土重来等因素作用下，人民币汇率保持升值。截至 2020 年 10 月底，人民币兑美元、欧元汇率分别报价 6.7111 和 7.9009，较 9 月环比分别下降 1037 个基点和 1369 个基点。

云数据

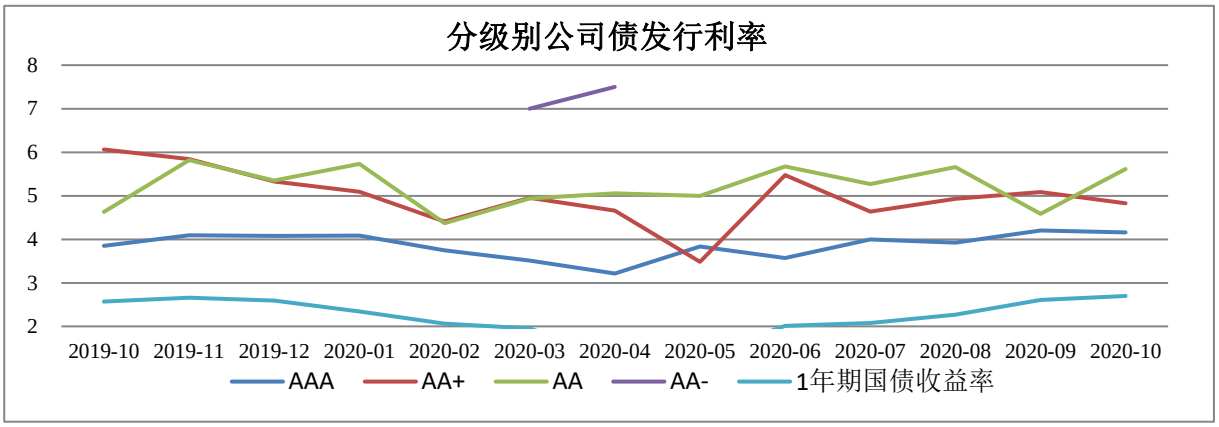
上周，随着拜登当选影响逐步消退人民币汇率进入震荡市。截至上周五，人民币对美元、欧元分别报价 6.6285 和 7.8257，周降 5 个基点和 21 个基点。

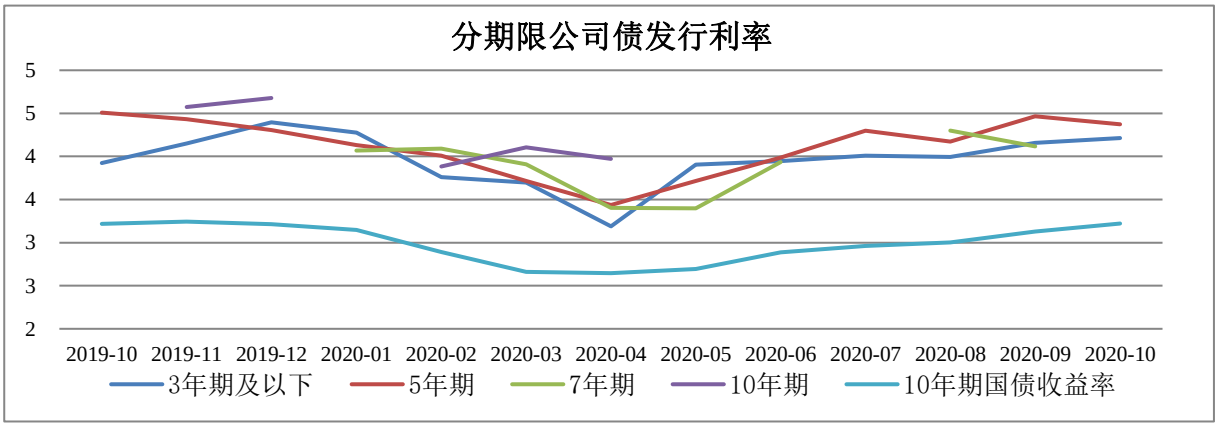




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，国际黄金涨势放缓已连续三月价格回落，随着市场避险情绪消退，大量投资者开始寻求低位抄底的机会，国际黄金跌多涨少。截至 2020 年 10 月底，COMEX 期金均价为 1903.5 美元/盎司，较 9 月，跌约 50 美元。

上周，美债收益率上升诱发黄金价格崩盘，创下 7 年以来最大跌幅。截至上周五，COMEX 期金报价 1888.2 美元/盎司，周降 3.24%。(美国黄金开采成本为 733 美元/盎司，亚洲为 824 美元/盎司，非洲为 957 美元/盎司；全球十大黄金开采企业中，7 家企业平均开采成本达 1201 美元/盎司。)

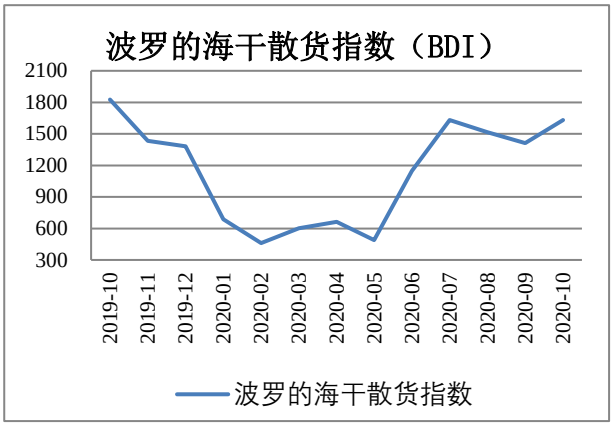


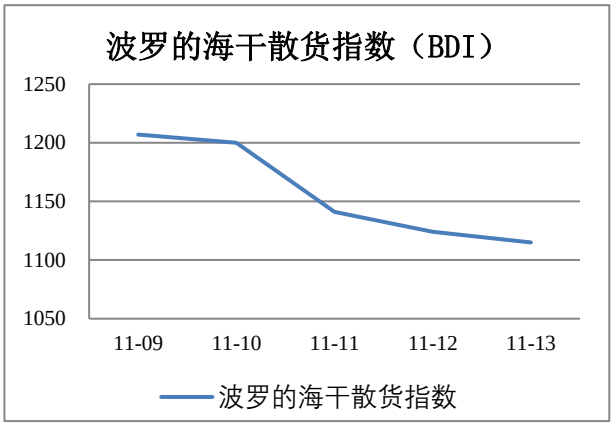


解读：从上图可看出，2020 年 10 月，交易所共发行 119 只公司债，环比增加 2.59%，发行规模 1368.7 亿元，环比下降 21.05%。**分级别看**，2020 年 10 月 AAA 级债券发行量达 94 只，占比 78.99%，利率区间为 3.25%-6.67%；AA+级债券 21 只，占比 17.65%，利率区间为 3.79%-7.80%。低评级债券中，AA 级债券 4 只，利率区间为 3.99%-7.50%；无 AA-级债券发行。**分期限看**，3 年期及以下债券发

行 70 只，平均利率 4.21%；5 年期债券发行 28 只，平均利率 4.37%；无 7 年期和 10 年期债券发行。总体看，市场基准利率依然处于上行通道，债券融资成本保持近期高位。单只债券平均发行规模有所下降，或意味着高资质发行人发行热情有所减退。

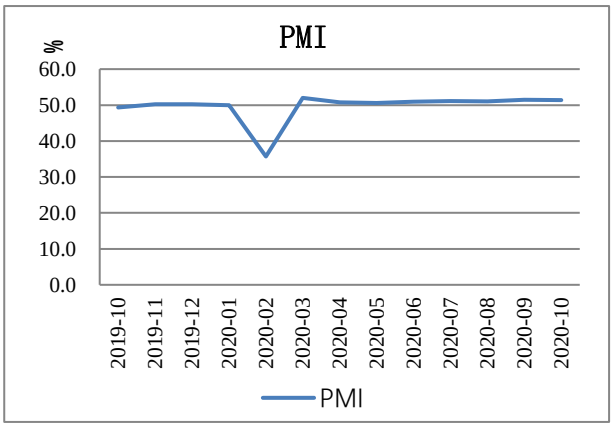
经济类

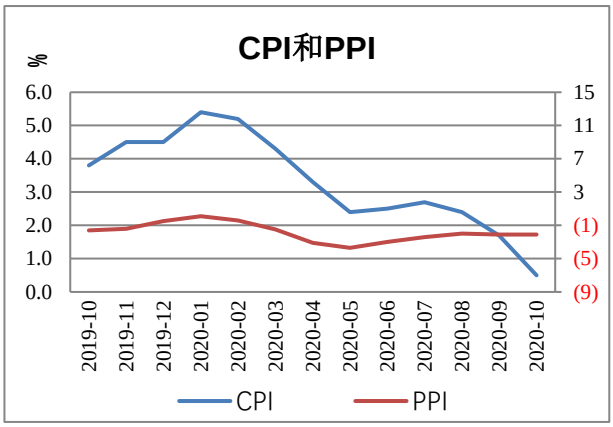




解读：波罗的海指数是目前世界上衡量海运情况的权威指数，是反映国际间贸易情况的领先指数，波罗的海干散货运价指数（BDI）主要衡量铁矿石、煤炭、水泥、化肥和谷物等资源的运输费用。从上图可看出，2020 年 10 月，波罗的海指数（BDI）开始上升，均值为 1630.77 点，环比上升 15.59%，同比下降 10.71%。

上周，波罗的海干散货运价指数（BDI）持续下降，周五报 1115 点，因海岬型船费走低。





解读：2020 年 10 月份，中国制造业采购经理指数为 51.4%，虽略低于上月 0.1 个百分点，但自 7 月份以来始终位于 51.0%及以上，已连续 8 个月处于扩张区间，制造业总体持续回暖。本月主要特点：一是产需保持较快恢复。生产指数为 53.9%，比上月微落 0.1 个百分点，新订单指数为 52.8%，与上月持平，均持续位于临界点以上，表明制造业生产继续回升，需求稳步改善。从行业情况看，部分传统制造业恢复有所加快，其中，纺织、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工、金属制品等行业生产指数和新订单指数较上月均有不同程度上升。二是进出口指数在荣枯线以上同步回升。本月新出口订单指数和进口指数为 51.0%和 50.8%，分别高于上月 0.2 和 0.4 个百分点，均连续两个月位于扩张区间，主要是稳外贸稳外资政策效应持续显现，叠加近期世界主要经济体制造业恢复性改善，我国进出口进一步回暖。三是需求持续回暖带动价格回升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 58.8%和 53.2%，分别高于上月 0.3 和 0.7 个百分点，均为近期高点。在调查的 21 个行业中，有 9 个行业的主要原材料购进价格指数和 11 个行业的出厂价格指数高于上月。其中，纺织、化学原料及化学制品、化学纤维及橡胶塑料制品等行业的两个价格指数升幅最为明显，反映相关行业市场活跃度有所提升。四是企业信心不断增强。本月企业生产经营活动预期指数升至

59.3%，高于上月 0.6 个百分点，企业对行业发展信心加快恢复。从行业情况看，纺织、有色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备、汽车等 12 个行业的生产经营活动预期指数均位于 60.0%及以上的高位景气区间，表明企业对市场预期较为乐观。调查结果还显示，大、中型企业 PMI 分别为 52.6%和 50.6%，均与上月基本持平，运行总体稳定。小型企业 PMI 为 49.4%，低于上月 0.7 个百分点，降至荣枯线以下；同时，小型企业新订单指数有所回落，明显低于制造业总体水平，显示出小型企业市场需求尤显不足。此外，部分调查企业反映，随着近期境外多国疫情出现反弹，企业面临进口原料采购周期加长，运输成本增加等压力。

10 月份，CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 1.2 个百分点。同比涨幅回落较多，主要是受去年同期对比基数较高、翘尾因素减少以及猪肉价格由升转降的影响。其中，食品价格上涨 2.2%，涨幅比上月回落 5.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.49 个百分点。猪肉价格在连续上涨 19 个月后首次转降，下降 2.8%；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 18.3%、13.2%和 6.5%，降幅分别扩大 0.6、4.1 和 1.8 个百分点。非食品价格持平。其中，医疗保健价格上涨 1.5%；教育文化和娱乐价格上涨 1.1%；交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格分别下降 17.4%和 19.1%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与上月相同。据测算，在 10 月份 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，比上月回落 0.8 个百分点，新涨价影响约为 0.1 个百分点。

10 月份 PPI 为-2.1%，降幅与上月相同。其中，生产资料价格下降 2.7%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.5%，降幅扩大 0.4 个百分点。主要行业中，价格降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降 5.5%，收窄 2.0 个百分点；燃气生产和供应业，下降 5.4%，收窄 0.1 个百分点。价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 30.4%，扩大 4.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 18.5%，扩大 1.6 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.9%，涨幅与上月相同；黑色金属冶炼和压延加工业价格由平转涨，上涨 0.3%。农副食品加工业价格上涨 1.9%，涨幅回落 2.0 个百分点。据测算，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。

免责申明

本报告仅在法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发布，概不构成广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本报告对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本报告所载资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资意见。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如需引用，请注明来源“西部担保”。