基本面复苏延续，内外需共振向好

——宏观月报

报告要点：

- **PMI 保持强势，供需稳中向好**

作为我国经济的重要先行指标，10 月中采制造业 PMI 指数为 51.4%，较上月回落 0.1 个百分点，略高于市场预期，连续 8 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 56.2%，较上月上升 0.3 个百分点。综合 PMI 产出指数为 55.3%，较上月上升 0.2 个百分点。总体来看，生产平稳，需求向好。供给端良好趋势不变，原材料价格和出厂价格均小幅度回升；需求端服务业景气上升，建筑业保持高景气度，但就业压力仍然存在。

- **猪价回落拉低 CPI，工业增加值维持高增**

10 月 CPI 同比上涨 0.5%，较上月减少 1.2 个百分点，猪肉价格同比由增转降为主要驱动因素。10 月 PPI 同比变动-2.1%（前值-2.1%），维持温和修复趋势。10 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速较上月持平；1-10 月工业增加值累计同比增长 1.8%，较上期回升 0.6 个百分点。工业增加值增速超出市场预期，经济持续恢复。

- **消费、投资均向好，出口数据表现亮眼**

消费方面，10 月社零同比增速 4.3%，较上月回升 1 个百分点，略低于市场预期。必选消费稳定增长，可选品消费维持高景气。必选品中粮油食品、日用品保持高增。汽车销量维持高景气。投资方面，制造业投资继续修复，1-10 月制造业投资累计增速回升至-5.3%，降幅较 1-9 月收窄 1.2 个百分点，医药、计算机设备维持高增，有色冶炼，铁路船舶回暖。伴随工业企业利润的持续修复，预计制造业投资的温和恢复趋势有望延续。进出口方面，10 月我国进出口同比增长 8.4%。其中，出口同比增长 11.4%，较上月回升 1.5 个百分点；进口方面，由于双节商家提前备货及疫情对海外供给的影响，同比增长 4.7%，较前值 13.2%出现大幅回落。

- **政府债券拉动社融，信贷结构持续改善**

10 月社融余额同比增速 13.7%，比上月高出 0.2 个百分点。伴随经济修复，M2 增速仍维持高位，信贷结构持续改善。本月政府债券对社融的拉动作用仍然较大，表外融资出现回落。四季度政府债券发行趋于回落，表外融资或将进一步边际下滑，但在基本面延续修复的大背景下，社融增速可能尚未达到拐点。

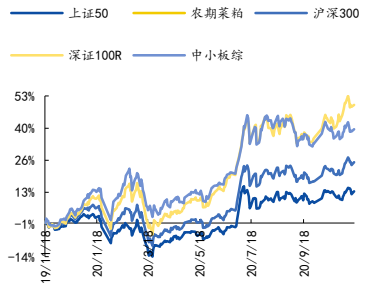
整体上看，10 月宏观经济延续修复趋势。PMI 保持强势，工业增加值稳步回升，制造业加速回暖。消费总体高景气，投资继续好转，出口数据表现亮眼。货币金融方面，在适度灵活的稳健货币政策下，政府债继续拉动社融增长，M1 持续回升。预计年末我国基本面将持续向好，考虑到中国与日韩、东盟正式签署《区域全面经济伙伴关系协定》，有利于对外贸易长期发展。需关注信用债市场波动及对金融监管政策的影响情况。

风险提示：疫情变化超预期，中美摩擦超预期，政策不及预期

主要数据：

上证综指：	
深圳成指：	13850.83
沪深 300：	4904.17
中小盘指：	4434.14
创业板指：	2712.41

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元宏观-消费高景气，投资有韧性-10 月经济数据点评》2020.11.17

《国元宏观-政府债券拉动社融，信贷结构持续改善-10 月金融数据点评》2020.11.12

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyzq.com.cn
电话 021-68880637-2174

内容目录

1. PMI 保持强势，供需稳中向好 4
1.1 PMI 连续 8 个月站上荣枯线，需求提升 4
1.2 原材料价格、出厂价格小幅回升 4
1.3 大型企业保持扩张，服务业景气上升 5
2. 猪价回落拉低 CPI，PPI 修复趋势不改 6
2.1 猪肉价格回落拉低 CPI 6
2.2 原油价格震荡下行，PPI 温和修复 7
3. 10 月工业增加值维持高增 7
4. 必选消费稳定增长，可选消费维持高景气 8
5. 投资略超预期，基建平稳回升 9
6. 出口数据表现亮眼，后续趋势仍向好 11
6.1 出口数据表现亮眼 11
6.2 进口增速出现回落 11
7. 政府债券拉动社融，信贷结构持续改善 12
7.1 M2 增速保持高位，M1 增速达年内峰值 12
7.2 中长期贷款超季节性增长，信贷结构持续改善 13
7.3 社融维持高增，表外融资出现回落 13

图表目录

图 1：生产与新订单 4
图 2：中采 PMI 分项 4
图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数 4
图 4：大型企业 PMI 保持扩张 5
图 5：建筑业生产加快 5
图 6：10 月 CPI 加速回落 6
图 7：10 月核心 CPI 与小幅回落 6
图 8：猪肉价格同比继续回落 6
图 9：猪肉拉动 CPI 由增转降 6
图 10：10 月 PPI 同比降幅持平 7

图 11：石化产业链拖累 PPI 7
图 12：10 月工业增加值维持高增 8
图 13：四大产业工业增加值同比 8
图 14：上游行业继续回升 8
图 15：主要工业品产量维持高增 8
图 16：10 月社零继续修复 9
图 17：必选消费回升 9
图 18：汽车仍是社零增长的拉动项 9
图 19：固定资产投资完成额继续回升 10
图 20：房地产维持高景气 10
图 21：制造业投资平稳修复 10
图 22：房地产累计销售年内即将转正 10
图 23：办公楼投资回升较快 10
图 24：商品房销售面积回升 10
图 25：进出口仍保持高景气度 12
图 26：机电产品出口回暖，防疫物品维持高增 12
图 27：外需进一步回暖 12
图 28：大宗商品进口金额维持较高增速 12
图 29：M1 与 M2 剪刀差边际收缩 12
图 30：新增人民币存款情况 12
图 61：居民中长期贷款仍维持高景气度 13
图 32：企业中长期贷款超季节性增长 13
图 33：10 月社融维持高增 14
图 34：政府债券对社融拉动作用仍较大 14

1. PMI 保持强势，供需稳中向好

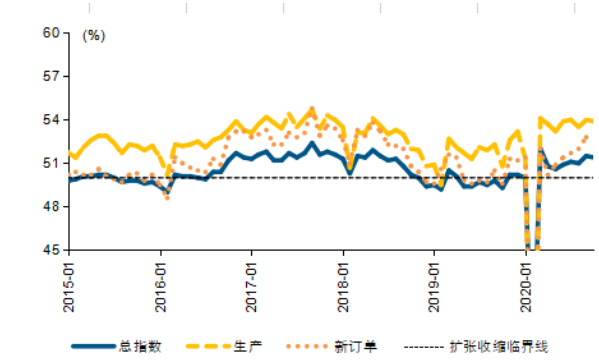
1.1 PMI 连续 8 个月站上荣枯线，需求提升

10 月中采制造业 PMI 指数为 51.4%，较上月数据基本持平，略高于市场预期，连续 8 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 56.2%，较上月上升 0.3 个百分点。综合 PMI 产出指数为 55.3%，较上月上升 0.2 个百分点。

从细分项来看，10 月生产指数为 53.9%，较上月回落 0.1 个百分点，连续 8 个月维持在 53%以上，工业生产良好趋势继续延续。新订单指数较上个月保持不变，维持在 52.8%，其中新出口定单指数上行 0.2 个百分点至 51.0%，继续保持在荣枯线以上。内需方面，制造业生产继续回升，需求稳步改善。外需方面，海外疫情的持续恶化加速了订单转移到国内，出口替代优势明显。

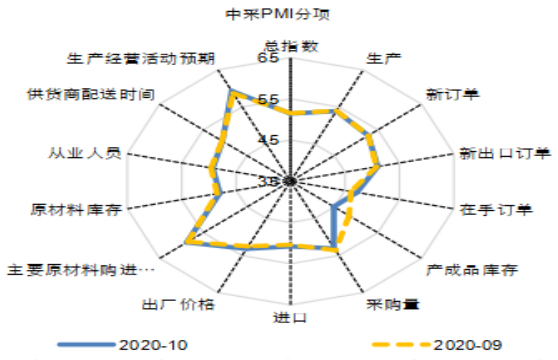
在库存方面，原材料库存指数回落 0.5 个百分点至 48.0%；产成品库存指数回落 3.5 个百分点至 44.9%。制造业主要原材料、产成品库存量减少，但生产指数相对平稳，反映了需求端的提升较好。在就业方面，从业人员指数小幅回落 0.3 个百分点至 49.3%，仍处于荣枯线之下，就业压力仍然存在。

图 1：生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 2：中采 PMI 分项

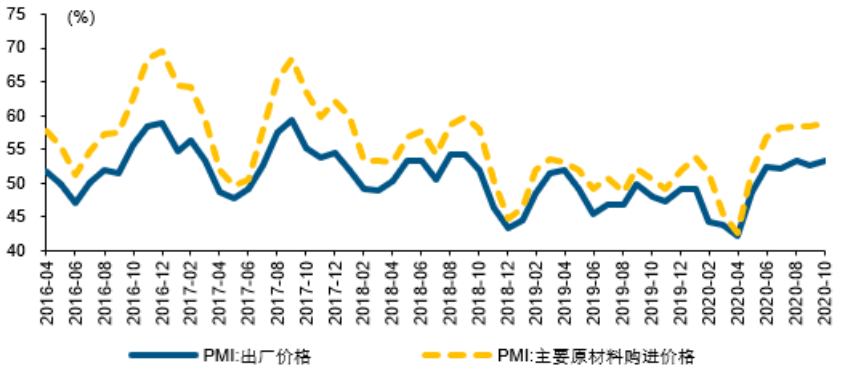


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 原材料价格、出厂价格小幅回升

10 月主要原材料购进价格指数为 58.8%，较上月小幅回升 0.3 个百分点；出厂价格指数为 53.2%，较上月回升了 0.7 个百分点。10 月煤炭和钢铁等原材料价格还是维持高位，考虑到冬天的煤炭需求量会增加，价格下降的概率较小，原材料购进价格指数与出厂价格指数的剪刀差相比上个月有所收窄，或许是由市场需求回升向企业利润传导的信号。

图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数



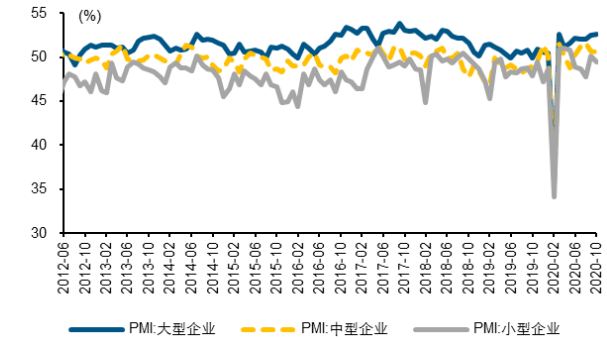
资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.3 大型企业保持扩张，服务业景气上升

10 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 52.6%、50.6%、49.4%，较上月分别上升 0.1，回落 0.1，回落 0.7 个百分点。自 3 月以来，大型企业 PMI 指数已连续 8 个月处于荣枯线以上，仍处于较高景气区间。小型企业 PMI 再次回到荣枯线以下，可能与建筑业景气放缓有关。

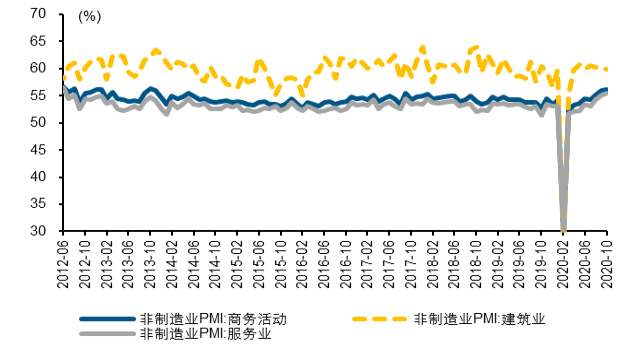
10 月非制造业 PMI 为 56.2%，较上月上升 0.3 个百分点。其中服务业 PMI 指数为 55.5%，较上月上升 0.3 个百分点。建筑业 PMI 指数为 59.8%，较上月回落 0.4 个百分点。服务业恢复态势向好。服务业商务活动指数继续回升，在国庆、中秋双节带动下，居民出行意愿增强，消费需求加快释放。建筑业指数虽回落，但仍保持较高景气水平，运行总体平稳。随着新签订的工程合同量增长，企业用工量增加，基础设施建设生产活动有所加快，未来方向明确。

图 4：大型企业 PMI 保持扩张



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：建筑业生产加快



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2. 猪价回落拉低 CPI，PPI 修复趋势不改

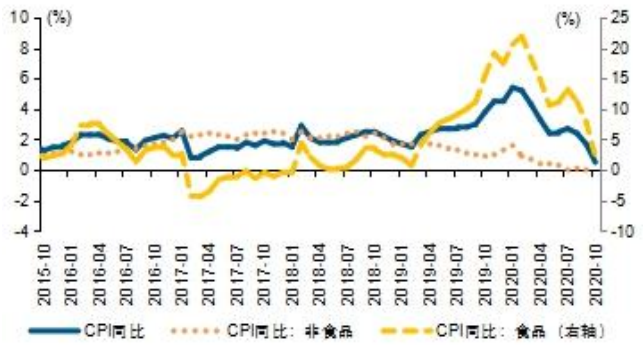
2.1 猪肉价格回落拉低 CPI

国家统计局 11 月 10 日公布数据显示，10 月 CPI 同比+0.5%（前值+1.7%），较上月减少 1.2 个百分点；环比-0.3%（前值+0.2%），较上月减少 0.5 个百分点。10 月 PPI 同比-2.1%（前值-2.1%），与上月持平；环比变动 0%（前值+0.1%），较上月回落 0.1 个百分点。CPI 略低于市场预期，PPI 基本符合市场预期。

10 月食品 CPI 同比+2.2%，增速较上月回落 5.7 个百分点；非食品 CPI 同比 0%，与上月持平。核心 CPI 同比+0.5%，与上月持平。

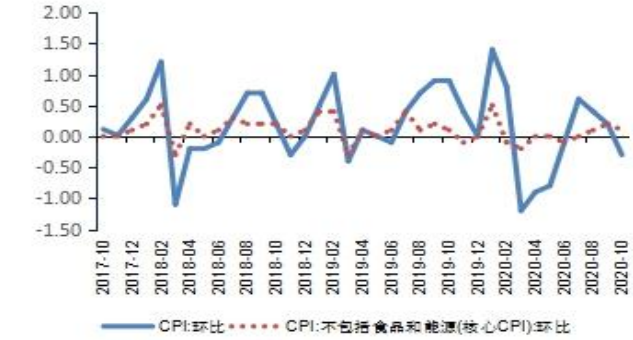
10 月食品烟酒类价格同比+2.4%，拉动 CPI 约 0.76 个百分点，仍是带动 CPI 上涨的主要因素。食品中猪肉价格环比下跌 7%，同比由上月+25.5%转为-2.8%，拖累 CPI 约 0.13 个百分点；鲜菜价格同比+16.7%，略有放缓，拉动 CPI 约 0.38 个百分点。生猪生产持续恢复，存栏不断改善，猪肉价格环比降幅扩大。受天气好转，供给量改善影响，鲜菜价格环比由上月+2.4%转为-2.1%。其他七大类中，教育文娱，衣着用品需求继续恢复，价格环比小幅上行，房租价格环比持平，同比下降 1.1%仍在低位。

图 6：10 月 CPI 加速回落



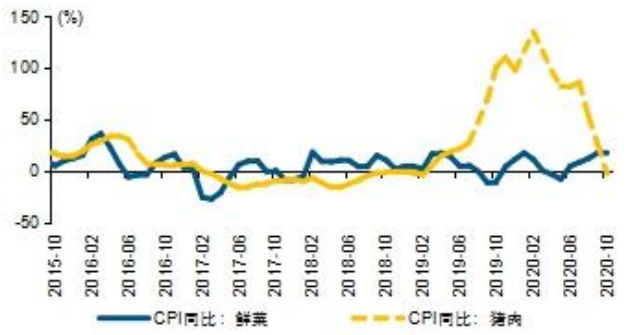
资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究中心

图 7：10 月核心 CPI 与小幅回落



资料来源：中国生活用纸年鉴，国元证券研究中心

图 8：猪肉价格同比继续回落



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 9：猪肉拉动 CPI 由增转降



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2.2 原油价格震荡下行，PPI 温和修复

10 月 PPI 生产资料价格同比变动-2.7%，降幅收窄 0.1 个百分点；环比变动+0.1%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点；生活资料价格同比变动-0.5%，降幅较上月扩大 0.4 个百分点；环比变动-0.1%，降幅与上月相同。

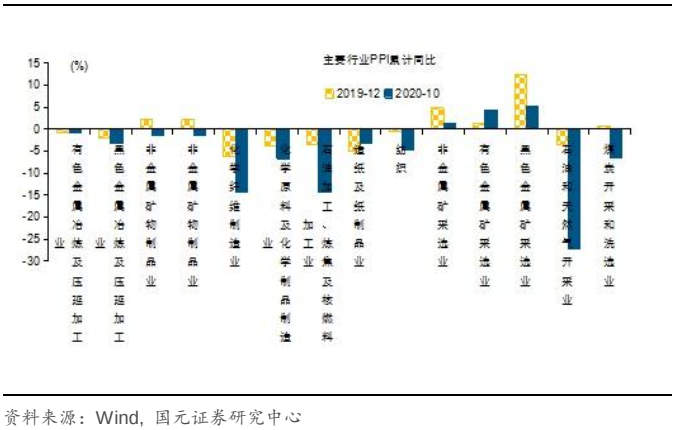
国际原油价格本月继续震荡下行，石油天然气产业链出厂价格环比继续回落。细分行业看，石油天然气开采业（-4.9%），石油煤炭及其他燃料加工业（-1.6%）环比跌幅靠前。煤炭迎来冬储需求推动价格上行，煤炭开采和洗选业（+2.1%）环比增幅扩大 1.8 个百分点。其他行业中，化学原料和化学制品制造业（+1.1%），化学纤维制造业（+1%），黑色金属矿采选业（+0.7%）环比涨幅靠前；有色金属矿采选业（-0.3%），有色金属冶炼和压延加工业（-0.3%），铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（-0.3%）环比跌幅靠前。

图 10：10 月 PPI 同比降幅持平



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 11：石化产业链拖累 PPI



资料来源：Wind，国元证券研究中心

预计年内 CPI 继续下行，PPI 温和修复趋势不变。年内非食品方面，消费逐步回暖但难以大幅上行。食品方面，猪肉价格同比由升转降，随猪肉供需进一步改善，猪肉分项有望进一步拉低 CPI。从 PPI 看，国际原油价格 11 月止跌回升，短期将带动相关产业链价格回升；中期看全球流动性在年内边际收紧的可能性较小，同时受美大选后可能出台财政刺激政策，辉瑞新冠疫苗研发等利好消息影响，市场信心提振，全球经济复苏期望增强，预计 PPI 年内将维持温和修复趋势，但仍需关注地产政策收紧对未来需求端的影响。

3. 10 月工业增加值维持高增

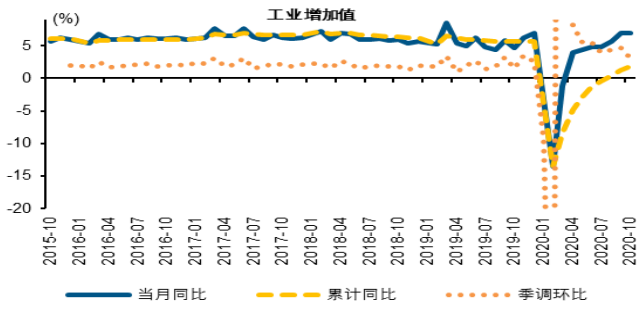
10 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速较上月持平；1-10 月工业增加值累计同比增长 1.8%，较上期回升 0.6 个百分点。工业增加值增速超出市场预期，经济持续恢复。

行业大类看，制造业维持高景气，10 月同比增 7.5%，增速较上月回落了 0.1 个百分点。采矿业增加值同比增 3.5%，增速较 9 月回升了 1.3 个百分点；公用事业增 4%，增速较上月小幅回落。子行业看，上游行业继续回升，钢铁（+11.2%），化工（+8.8%）增速较上月分别回升 2.2，1.3 个百分点。出口持续高景气，纺织（+9.5%）继续高

增。汽车制造业（+14.7%）小幅回落。投资维持高位带动橡胶塑料（+11.5%）、金属制品（+14.1%）较上月分别回升 3.1、1.5 个百分点。

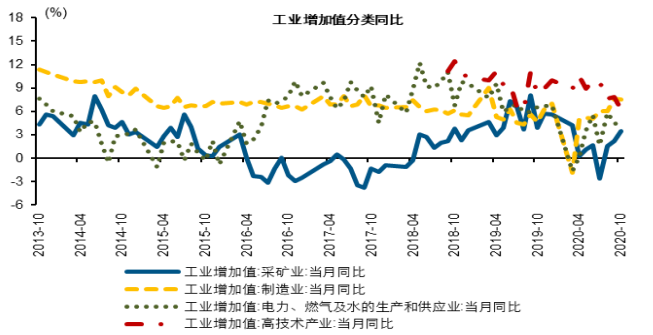
从主要工业品看，10 月发电量同比上升 4.6%，增速较上月小幅回落 0.7 个百分点；钢材产量当月同比上升 14.2%，增速较上月大幅回升 1.9 个百分点；水泥产量当月同比上升 9.6%，增速较上月大幅回升 3.2 个百分点；而汽车产量当月同比上升 11.1%，增速较上月小幅回落但仍处于高增区间。

图 12：10 月工业增加值维持高增



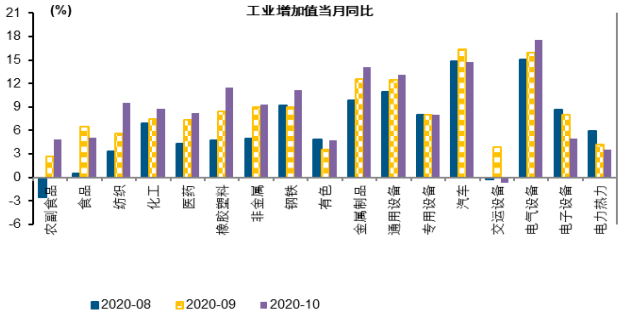
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 13：四大产业工业增加值同比



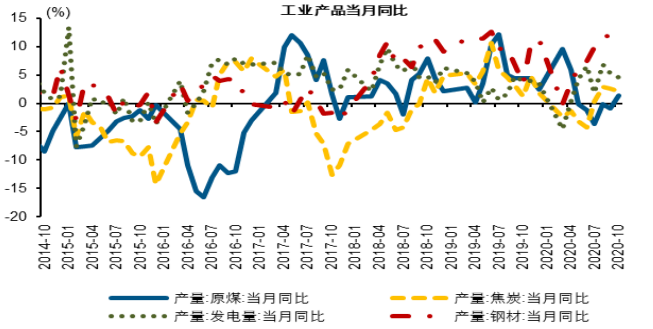
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 14：上游行业继续回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 15：主要工业品产量维持高增



资料来源：Wind，国元证券研究中心

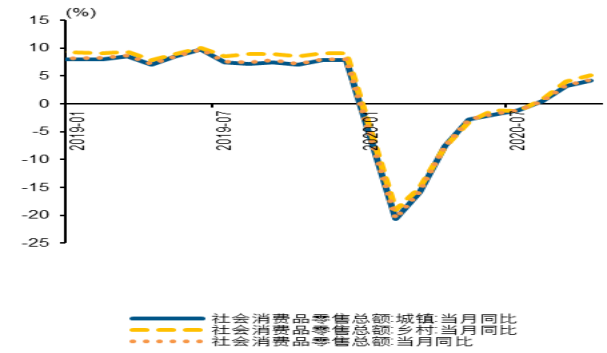
4. 必选消费稳定增长，可选消费维持高景气

10 月社零同比增速为 4.3%，较上月回升了 1 个百分点，略低于市场预期。1-10 月社零累计同比增速为-5.9%，较 1-9 月回升了 1.3 个百分点。社零继续回暖。

必选消费稳定增长，可选品消费改善明显。必选品中限额以上粮油食品（+8.8%）、日用品（+11.7%）保持高增；可选品中汽车（+12%）消费高景气度持续，连续 6 个月高增长。受双节效应影响，纺织服装（+12.2%）、化妆品类（+18.3%）、金银珠

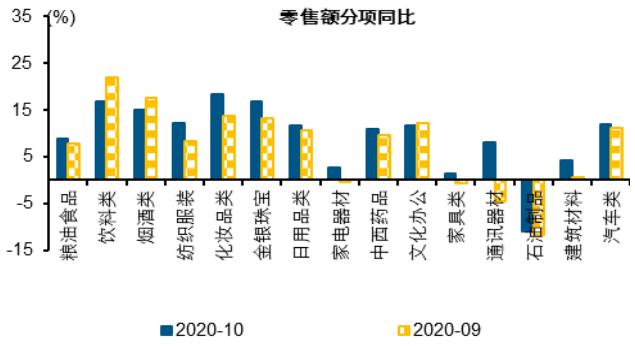
宝（+16.7%）增速继续向好。国内疫情可控，餐饮服务持续继续改善，同比再度上行 3.7 个百分点至 0.8%，年内首次转正。

图 16：10 月社零继续修复



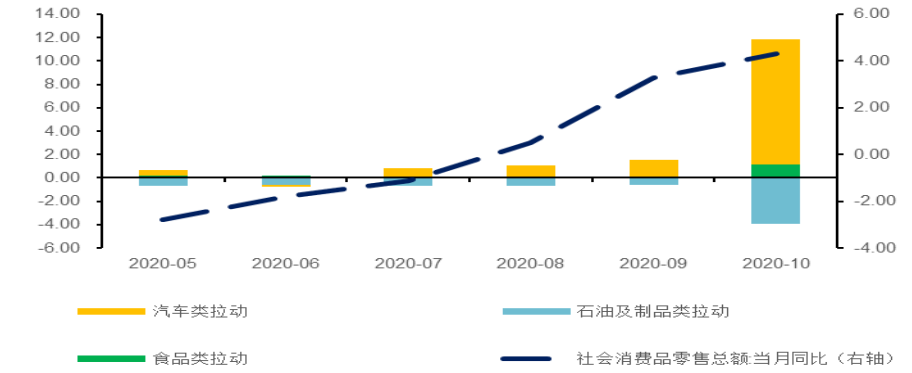
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 17：必选消费回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 18：汽车仍是社零增长的拉动项



资料来源：Wind，国元证券研究中心

5. 投资略超预期，基建平稳回升

1-10 月全国固定资产投资同比增长 1.8%，较 1-9 月回升了 1 个百分点，略高于市场预期。

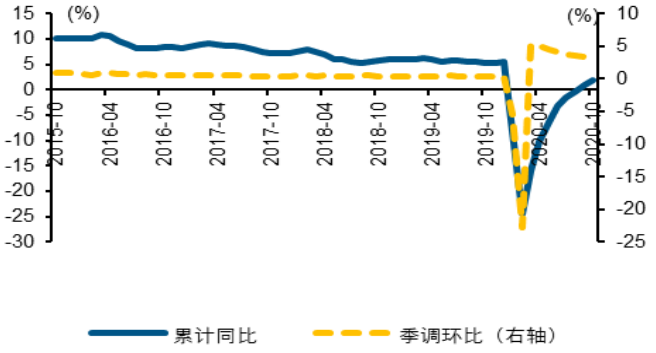
制造业投资平稳修复。1-10 月，制造业投资累计增速回升至-5.3%，降幅较 1-9 月收窄 1.2 个百分点。1-10 月高新技术制造业投资同比增长 10%，较 1-9 月份提高 0.9 个百分点，连续 6 个月正增长。细分行业看，10 月医药、计算机设备维持高增，有色冶炼，铁路船舶回暖。伴随工业企业利润的持续修复，预计制造业投资的温和恢复趋势有望延续。

房地产投资仍然强劲。1-10 月房地产开发投资同比增长 6.3%，较 1-9 月回升了 0.7 个百分点，按测算 10 月房地产投资同比仍增 12.2%，仍处于年内高位区间。分类看，住宅投资、办公楼、商业地产同比分别增 7%、3.5%、下降 2.8%，分别较 1-9 月回

升 0.9、3.0 和回落 0.3 个百分点。从需求端看，1-10 月土地购置面积同比下降 3.3%，较 1-9 月回落了 0.4 个百分点。1-10 月商品房销售面积同比增长 0.0%，较 1-9 月回升了 1.8 个百分点；单月看，10 月地产销售面积增长 15.3%，较 9 月回升了 8 个百分点。其他指标看，1-10 月房屋施工面积同比增长 3%，较 1-9 月份回落 0.1 个百分点；房屋新开工面积同比下滑 2.6%，较 1-9 月回升了 0.8 个百分点；1-10 月房屋竣工面积下降 9.2%，较上期降幅收窄 2.4 个百分点。房地产投资仍有韧性，但是考虑到房地产融资政策边际收紧，预计未来房地产投资增速有放缓风险。

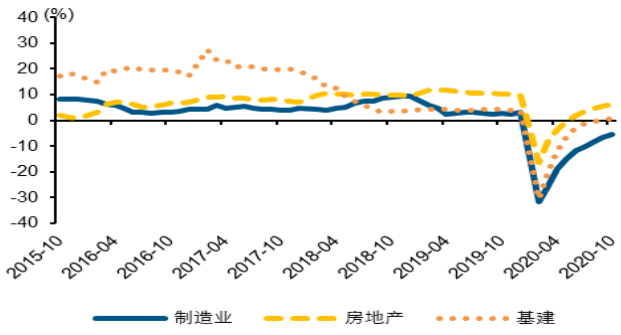
1-10 月基建投资同比增长 0.7%，增速较 1-9 月回升了 0.5 个百分点，10 月单月同比增 7.3%，较上月回升 2.5 个百分点。10 月天气恢复正常，同时财政支出进一步落地转化为实际投资，随着财政资金加快拨付使用，预计能够支撑四季度的基建投资保持平稳增长。

图 19：固定资产投资完成额继续回升



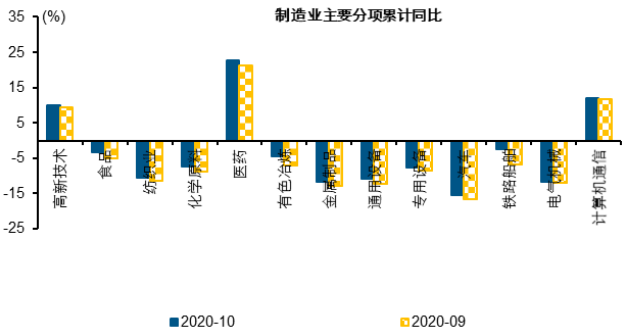
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 20：房地产维持高景气



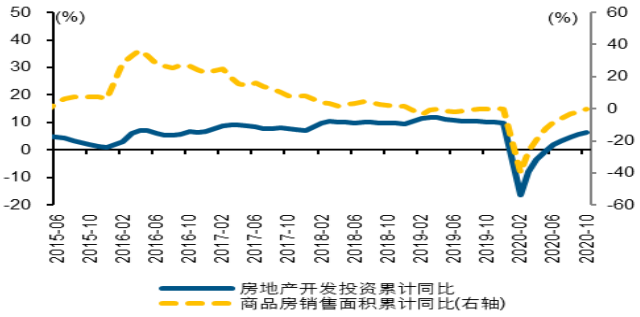
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 21：制造业投资平稳修复



资料来源：Wind，国元证券研究中心

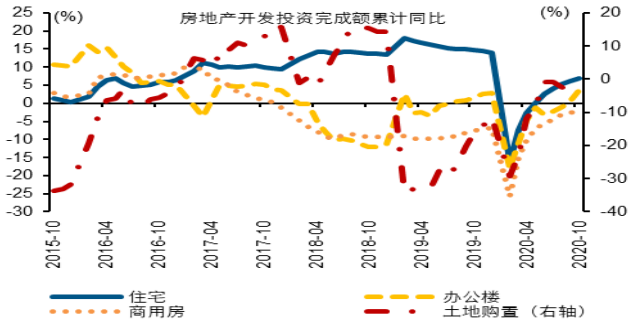
图 22：房地产累计销售年内即将转正



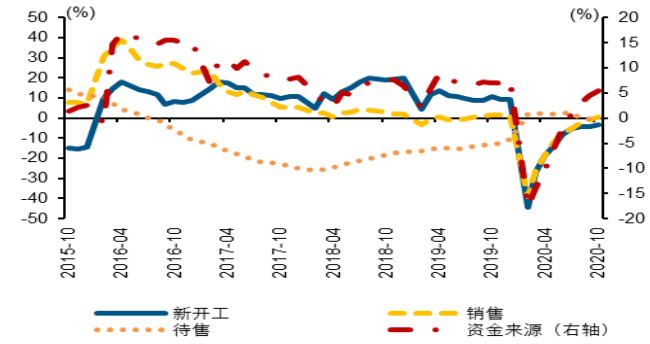
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 23：办公楼投资回升较快

图 24：商品房销售面积回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心



资料来源：Wind，国元证券研究中心

6. 出口数据表现亮眼，后续趋势仍向好

根据海关总署统计，10 月我国进出口总值为 4159.2 亿美元，同比增长 8.4%，增幅较上月小幅回落。其中出口 2371.8 亿美元，同比增长 11.4%，较上月回升 1.5 个百分点；进口 1787.4 亿美元，同比增长 4.7%，低于预期增速，同时相较于前值 13.2%出现大幅回落；贸易差额为 584.4 亿美元，较上月小幅上升。

6.1 出口数据表现亮眼

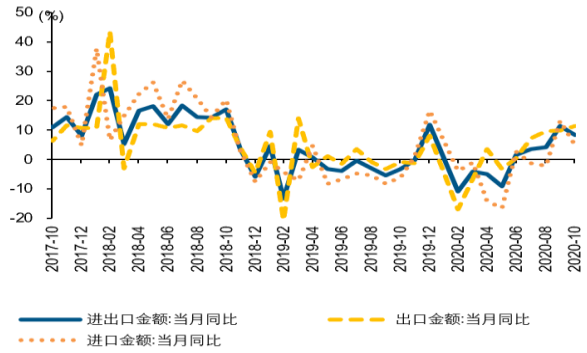
10 月出口保持强劲，数据超市场预期。从国别来看，10 月我国对美国、日本、韩国、欧盟与东盟的出口增速分别为 22.5%、5.7%、5.4%、-7.1%、7.3%，对美国、日本与欧盟的出口增速出现小幅回升，对韩国及东盟出口增速略有回落，其中对美国的出口同比增速已连续三月维持在 20%以上。从出口产品类别上看，伴随海外疫情仍未消退，新冠疫苗也未到大规模接种阶段，海外各国对医疗物资需求仍然旺盛，防疫物品出口增速维持高位，对整体出口增速仍提供较强支撑；同时随着海外经济边际修复，包括机电产品在内的传统外需产品持续回暖，出口韧性进一步延续。

6.2 进口增速出现回落

10 月进口数据出现回落，数据低于市场预期。从进口产品类别上看，10 月大豆、钢铁进口增速仍维持高位，其中大豆进口金额及数量同比增速均出现大幅上升；原油进口增速进一步回落。10 月进口低于预期或一是由于 Q3 以来经济持续修复，需求侧包括投资，消费端均表现亮眼，PPI 边际修复叠加对于节假日、“双十一”的消费预期，部分行业企业已出现大量提前备货补库情况，采购量 PMI 连续 8 月达到荣枯线以上，到了 10 月补库行为冲高回落导致进口增速亦出现回落情况；二是因为部分海外国家疫情出现反弹，从而影响海外对于国内的供给；同时随着国内各行各业生产边际修复，国内生产对国外供给形成替代，进口需求回落。

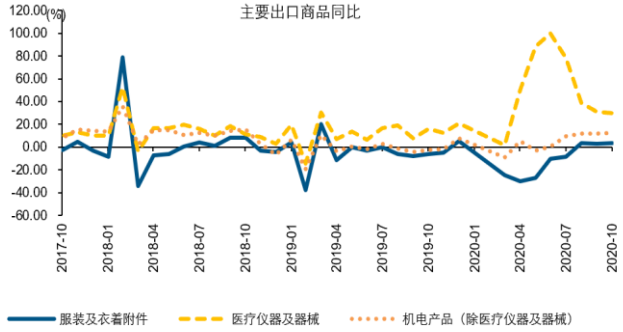
整体上看，10 月我国进出口数据表现良好，仍处于高景气区间。展望后续，考虑到我国经济仍在持续修复，海外经济虽受到疫情反弹影响但也在回暖。预计我国四季度进出口数据或仍将维持向好趋势，但需重点关注海外各国疫情反弹情况，高汇率问题以及美国大选后中美贸易走势。

图 25：进出口仍保持高景气度



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 26：机电产品出口回暖，防疫物品维持高增



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 27：外需进一步回暖



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 28：大宗商品进口金额维持较高增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心

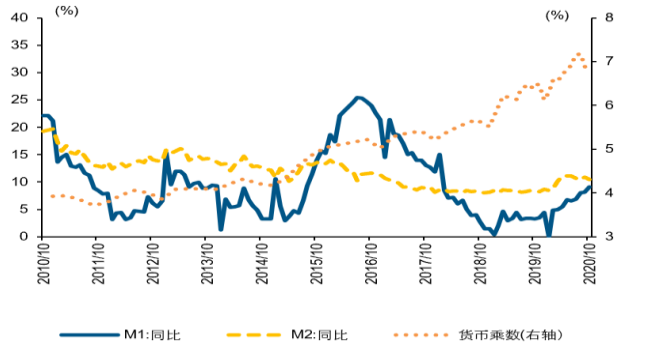
7. 政府债券拉动社融，信贷结构持续改善

7.1 M2 增速保持高位，M1 增速达年内峰值

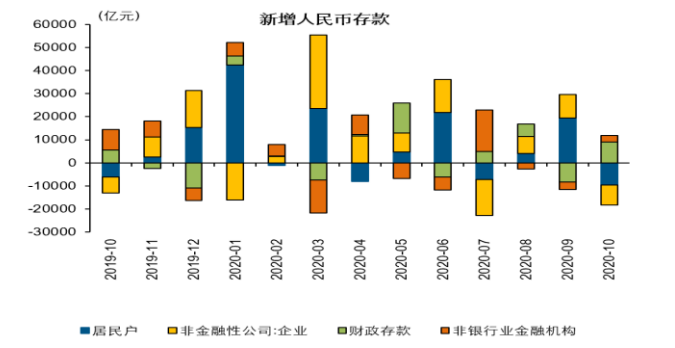
10 月 M2 当月同比增速 10.5%，增速较上月回落 0.4 个百分点，比去年同期高 2.1 个百分点；M1 当月同比增速 9.1%，增速较上月回升 1 个百分点，比去年同期高 5.8 个百分点。可以看到随着经济基本面的持续修复叠加节假日居民消费以及企业备货的增长，M1 同比增速上升到年内峰值；同时伴随信贷保持相对强劲，M2 增速仍维持高位。

图 29：M1 与 M2 剪刀差边际收缩

图 30：新增人民币存款情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

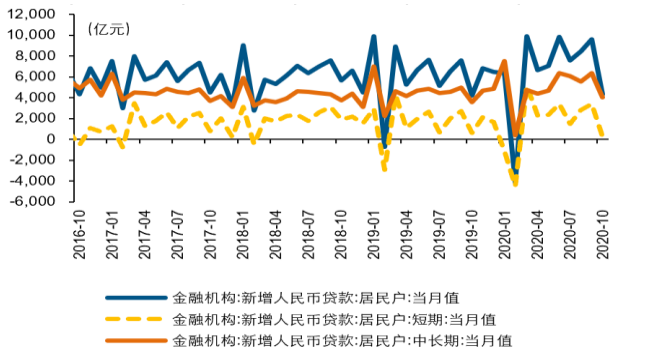


资料来源：Wind，国元证券研究中心

7.2 中长期贷款超季节性增长，信贷结构持续改善

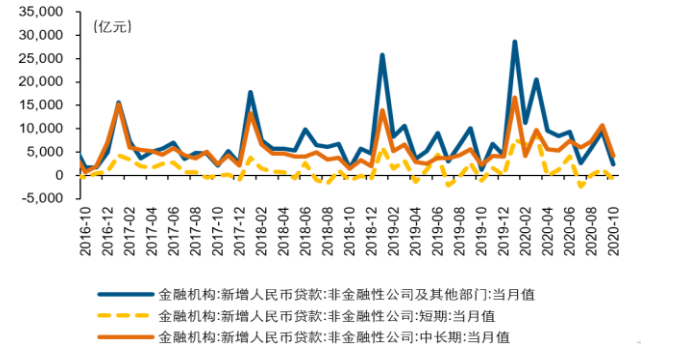
10 月份新增人民币贷款 6898 亿元，相比去年同期多增加 285 亿元，略低于预期。（1）居民层面，新增居民贷款 4331 亿元，比去年同期多增 121 亿元。新增居民中长期贷款 4059 亿元，比去年同期多增 472 亿元，仍维持在较高景气度区间，房地产销售热度持续。（2）企业融资层面，新增企业贷款 2335 亿元，比去年同期多增 1073 亿元，其中企业中长期贷款新增 4113 亿元，较去年同期多增 1897 亿元，企业中长期贷款的超季节性增长体现基本面修复下企业生产活动的进一步改善；同时企业短期贷款减少 837 亿元，打击资金空转及商业银行信贷偏好转移至中长期贷款的趋势仍将延续。

图 61：居民中长期贷款仍维持高景气度



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 32：企业中长期贷款超季节性增长



资料来源：Wind，国元证券研究中心

7.3 社融维持高增，表外融资出现回落

10 月社融余额同比增速 13.7%，比上月高出 0.2 个百分点。当月社融规模增量为 1.42 万亿，比去年同期多增 5520 亿元。从细分项来看，政府债券当月融资 4931 亿元，比去年同期多增 3060 亿元，对社融的拉动作用仍然较大，考虑到政府专项债 10 月底前已发行完毕，后续政府债券对社融的影响或将减小。

当月表外融资减少 2138 亿元，同比多增 206 亿元，其中当月未贴现银行承兑汇票融资减少 1089 亿元，同比减少 36 亿元，或与打击票据套利与实体经济活动改善有关。

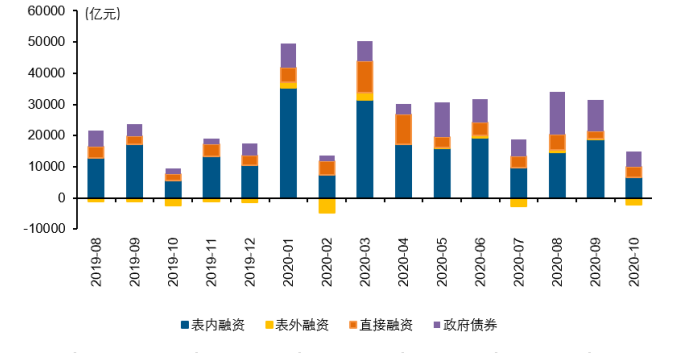
委托贷款及信托贷款融资规模继续下滑，伴随房地产融资监管趋紧，房地产及相关企业表外融资或将进一步萎缩。直接融资方面，企业债券融资 2522 亿元，股票融资 927 亿元，分别同比多增 490 亿元与 747 亿元，直接融资已逐渐成为社融增长的重要增长点。

图 33：10 月社融维持高增



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 34：政府债券对社融拉动作用仍较大



资料来源：Wind，国元证券研究中心

整体上看，10 月份社融与信贷数据仍处于较高景气区间。伴随信贷保持相对强劲以及财政资金的进一步投放，M2 增速仍维持高位。企业及居民中长期贷款超季节性增长，信贷结构持续改善。社融维持高增，政府债券对社融的拉动作用仍然较大，表外融资出现回落。虽然四季度政府债券发行趋于回落，表外融资也或将进一步边际下滑，但在基本面延续修复的大背景下，社融增速可能尚未达到拐点。

风险提示：疫情变化超预期，中美摩擦超预期，政策不及预期

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188