中财期货
ZHONGCAI FUTURES



宏观金融商品月报
INVESTMENT OUTLOOK

中财期货研究院

2020 年 11 月 5 日 总第十四期

目录

宏观：供需缺口收敛 顺周期力量加强 2
国债：期债企稳上涨 20
股指：继续震荡 关注成交量 26
贵金属：金价可能延续震荡 33

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

供需缺口收敛 顺周期力量加强

宏观月报

2020 年 11 月 5 日

宏观金融

■ 观点逻辑

近期经济延续回升态势，且供需缺口逐渐收敛。生产端来看夏季过后生产表现依然较强；9 月来看，外需恢复超预期，制造业投资及消费等顺周期力量逐渐恢复，但基建不及预期；通胀方面，CPI 下行、PPI 上行趋势仍在；社融增速仍在较高位置，且中长期贷款表现较好。年内经济逐级修复、再通胀进程大概率继续。小型企业景气度回落且结构性失业压力仍存，或制约宏观政策退出节奏。近几月央行维持利率不变但连续三个月超额续作 MLF，表明央行正在向银行体系补充中长期流动性，释放“稳货币”信号，有助于遏制市场利率上行；财政方面，今年财政支出进度较慢，四季度赤字空间较大，政府支出有望延续较快增长，或对于基建反弹有所支撑。

海外方面，10 月欧美经济尤其是制造业延续复苏态势，但疫情反弹显著拖累了欧元区服务业复苏节奏，尤其是欧元区，随着疫情反复并采取更多限制措施，欧元区 10 月服务业环比继续下行；通胀方面则是美强欧弱，市场对于 12 月欧央行加码宽松及调整政策框架均有预期。近期美国及欧洲主要国家如英法德意新增病例均明显上升，并且日新增病例已超过第一波疫情，是否会引起经济复苏放缓甚至再度休克值得关注。此外美国大选尚未尘埃落定，选情胶着下后续不确定性仍存，两位候选人施政方针对于经济及市场的不同影响也需重点关注。

■ 宏观驱动

国内经济持续恢复或利好股指和商品，但后续恢复斜率不确定性尚存；流动性边际放缓对资产价格形成一定压制；疫情反复及外部风险事件利空风险资产

■ 风险提示

经济恢复不及预期；政策边际收紧；美国大选不确定性；中美关系恶化；海外疫情反复

■ 本月关注

国内外 10 月议息会议；国内外经济数据；美国大选；中美关系；海外疫情发展及疫苗研发

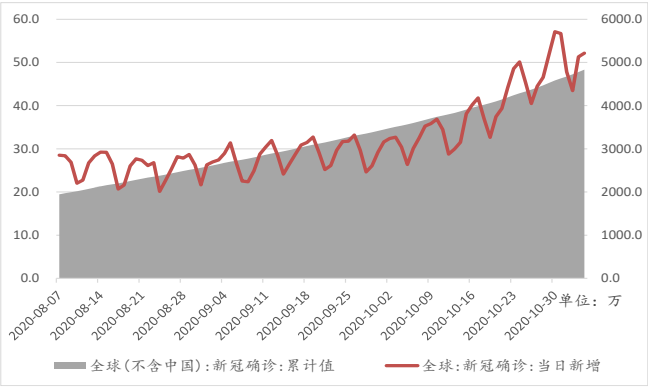


一、 海内外疫情追踪

海外疫情更新：11 月 4 日海外累计确诊 4834.0 万，新增 52.1 万；欧洲主要国家如英法德意等疫情均有所抬升，并采取更多限制性措施；美国新增确诊延续抬升；新兴市场国家分化。美国单日新增确诊 10.9 万（前一日 12.5 万）。印度单日新增 50465，巴西新增确诊 24892，近期均呈下降态势；俄罗斯 19768，明显抬升。

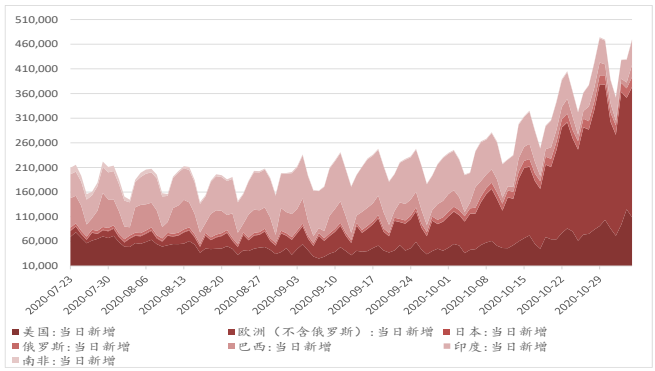
国内疫情更新：11 月 4 日新增确诊病例 28 例，其中 20 例为境外输入病例；新增疑似病例 3 例；新增无症状感染者 22 例（其中 22 例为境外输入病例）。

图 1. 海外新增病例继续抬升



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 2. 欧美疫情均有所抬升



数据来源：Wind，中财期货研究院

二、 经济：主要经济指标转正，顺周期力量接力

表 1.上月经济数据回顾

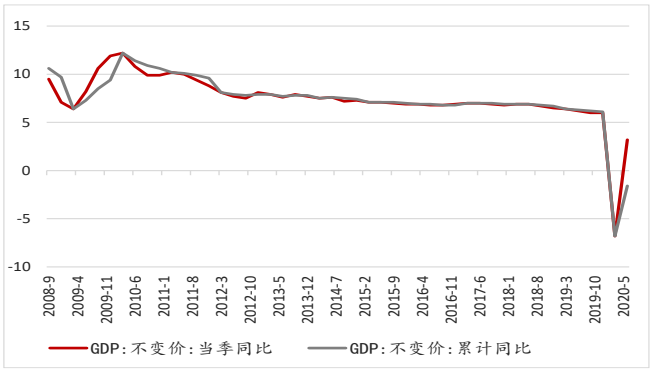
指标名称	频率	现值	前值	变化方向
贸易差额:当月值	月	370	589	下降
外汇储备	月	31426	31646	下降
M1:同比	月	8.1	8	上升
M2:同比	月	10.9	10.4	上升
社会融资规模:当月值	月	34772	35873	下降
新增人民币贷款:当月值	月	19000	12800	上升
CPI:当月同比	月	1.7	2.4	下降
PPI:全部工业品:当月同比	月	-2.1	-2	下降
工业增加值:当月同比	月	6.9	5.6	上升
固定资产投资完成额:累计同比	月	0.8	-0.3	上升
社会消费品零售总额:当月同比	月	3.3	0.5	上升
工业企业利润:累计同比	月	-2.4	-4.4	上升
制造业 PMI	月	51.4	51.5	下降
GDP 不变价:当季同比	季	4.9	3.2	上升

数据来源：Wind，中财期货研究院

2.1 经济累计增速转正，供需缺口收敛

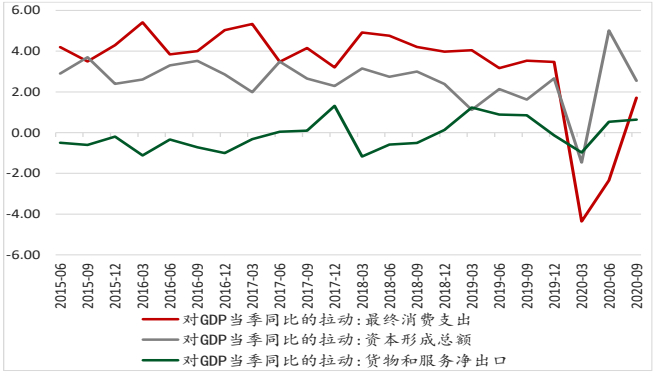
三季度 GDP 同比增长 4.9%，增速较二季度（3.2%）继续回升但不及预期；前三季度 GDP 累计同比增 0.7%，年内首次转正，经济逐步回归常态的趋势明显。分产业看，第一产业累计增 2.3%，第二产业增 0.9%，第三产业增 0.4%；单季增速第一产业同比 3.9%（+0.6%），第二产业 6.0%（+1.7%），第三产业 4.3%（+2.4%）；整体看二产恢复优于三产，服务业修复目前仍一定程度受疫情防控约束。从三大需求来看，投资对于 GDP 的拉动较二季度有所回落，消费的拉动回升为正但仍低于历史均值。四季度 GDP 增速将较三季度继续改善，但在政策未超预期前提下大概率仍会低于疫情前。

图 3. 三季度 GDP 同比增长 4.9%



数据来源：Wind，中财期货研究院

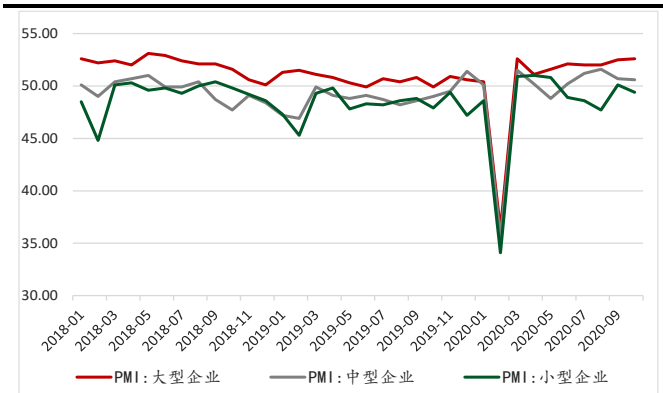
图 4. 消费的拉动回升为正



数据来源：Wind，中财期货研究院

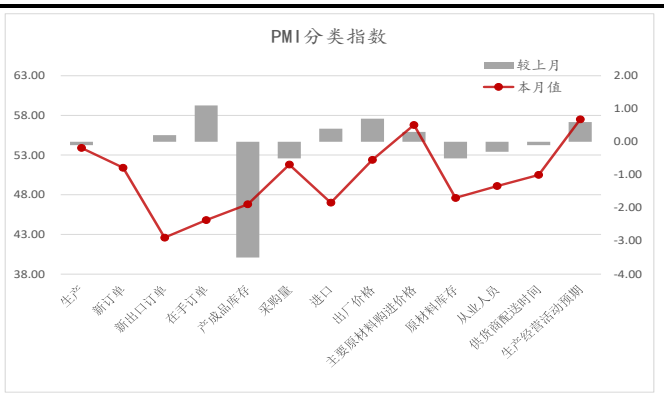
10 月官方制造业 PMI 为 51.4，高于预期，比上月下降 0.1 个百分点；非制造业 PMI 为 56.2，也高于市场预期，比上月上升 0.3 个百分点，连续 8 个月高于临界点，综合 PMI 产出指数为 55.3，比上月上升 0.2 个百分点。整体来看，制造业和服务业均处于扩张区间，且在节假日因素推动下服务业加速修复。建筑业 PMI 为 59.8%，较 9 月小幅回落 0.4 个点，建筑活动高景气区间企稳且基建表现强于地产。从企业规模看，小型企业 PMI 比上月下降 0.7 个百分点且重回荣枯线下，仍将对政策退出速率带来制约。10 月 PMI 生产指标分项，较 9 月小幅回落 0.1 个点至 53.9，生产端整体景气度在高位保持平稳；需求端，新订单持平 9 月，新出口订单较 9 月提升 0.2 个点，外需的支撑依旧强于内需，出口高景气度延续；供需缺口继续提升，经济动能延续上行；进口指数回升 0.4 个点至 50.8。出厂价格指数和原材料购进价格指数回升，库存指数回落，主要源于 10 月需求的显著改善。当前海外疫情二次爆发下出口或仍有韧性，如国内疫情受控服务业修复有望持续加速，四季度经济动能修复延续。

图 5. 10 月 PMI 比上月下降 0.1 个百分点



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 6. 供需缺口收窄



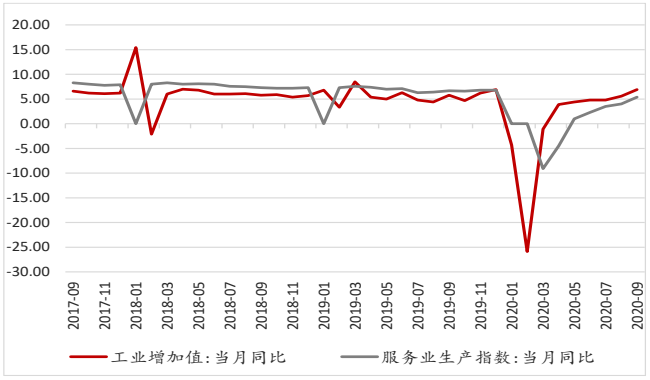
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.2 生产增速回升，利润单月回落

9 月工业增加值同比增长 6.9%（+1.3%），连续 6 个月实现正增长，大幅超过市场预期；经历了夏季的生产扰动后，生产端修复斜率已经连续两个月加快，显示了生产端复苏的较强动力，可能受到工作日较多的影响，以及需求端的支撑。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.2%（+0.6%），制造业增长 7.6%（+1.6%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.5%（-1.3%）；制造业生产超预期反弹是 9 月工业增加值增速超预期的主要因素，其中高技术制造业增加值同比小幅增至 7.8%(+0.2%)，其他制造业相对贡献更大。中上游行业增速总体仍维持高位，多数下游行业增速较上月大幅提高，表现出共振修复态势。工业利润当月同比增速回落至 10.1%，仍保持两位数增长；其中三季度利润增长 15.9%，增速比二季度加快 11.1 个百分点。9 月生产高增下营业收入仍呈回升态势，但工业品出厂价格和购进价格差回落挤压企业利润空间，加之企业计提资产减值损失、高基数等因素，单月增速回落。

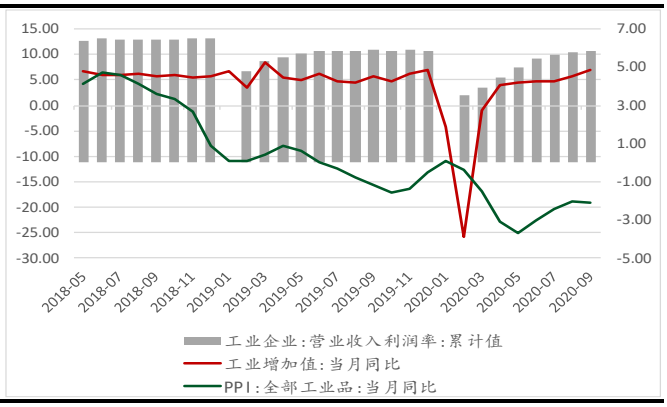
9 月服务业生产指数同比增长 5.4%，较 8 月提高 1.4 个百分点，修复速度快于 5-8 月；说明服务业生产修复速度进一步加快，与疫情前差距进一步缩小。后续影响四季度工业生产的因素主要是需求和供需缺口，需求方面，海外疫情反复下出口仍有韧性、十一黄金周等利好因素推动消费继续修复，但投资动能可能边际减弱；疫情后需求修复持续慢于供给，但近期供需缺口有收窄趋势、且 10 月 PMI 库存指数下降，我们认为后续供需缺口收窄是否可持续、企业库存或对工业生产形成一定制约。

图 7. 9 月工业增加值超预期增长



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 8. 工业品价格回落挤压企业利润空间



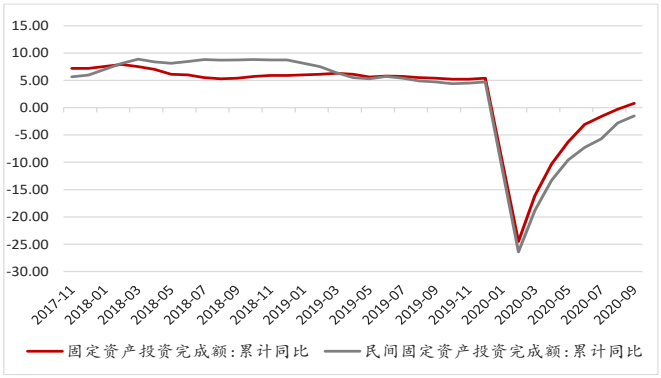
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.3 投资：房地产、制造业较强，基建单月回落

1-9 月固定资产投资同比增长 0.8%(+1.1%)，累计增速年内首次转正；其中民间固定资产投资同比下降 1.5%（+1.3%），恢复仍慢于整体投资增速。1-9 月制造业投资累计同比-6.5%（+1.6%），当月同比制造业投资增速约为 3%且环比仍然较强，制造业资本开支仍维持正向改善态势；且下游消费行业投资边际改善力度居前、疫情及逆周期受益投资改善幅度收窄。向前展望，我们认为制造业投资顺周期修复力量仍存，近期消费提速、产能利润率修复、盈利改善，且融资端制造业中长期贷款和外商直接投资都保持较高增速，四季度制造业环比增速有望保持强劲但同比改善面临高基数阻力，年内可能还难以摆脱全年负增长局面；明年融资及政策环境可能趋紧、需求改善斜率放缓下改善动能或趋于弱化。房地产开发投资累计增长 5.6%（+1.0%），单月投资增速为 12%，连续三月高位；1-9 月商品房销售额累计同比 3.7%（+2.1%），当月同比 16%，销售端边际放缓并带动资金趋紧；9 月土地购置面积同比-4.8%（+2.8%）、新开工面积同比-1.9%（-4.4%），竣工面积同比-17.7%（-7.8%），1-9 月施

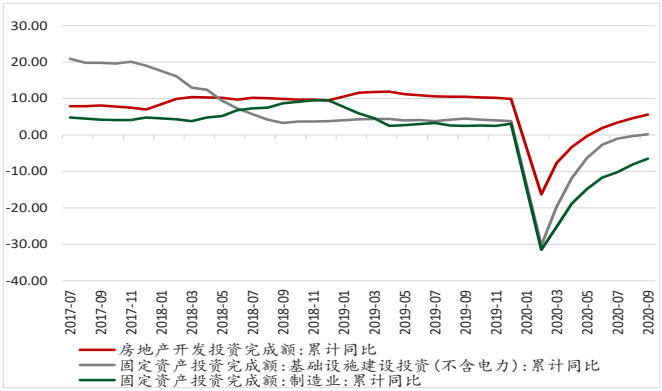
工面积累计同比 3.1%（-0.2%）。购地面积连续 3 个月同比负增长、新开工与竣工两端放缓、施工面积增速也再度出现下行，地产投资韧性或趋于弱化。10 月大中城市商品房成交增速大幅回落，或反映居民购房抢跑进入尾声；由于经济逐级改善、货币政策难以转松，明年经济各项指标大概率实现低基数反弹，政策重心从稳增长切换到防风险，货币政策易紧难松，加之中长期房住不炒基调仍在，房地产投资难言乐观。1-9 月基建投资（狭义）同比增长 0.2%（+0.5%），单月增速大幅下行至 3.2%（-0.8%）、连续两个月放缓，与市场预期有较大差距。专项债用作资本金的比例不高、棚改债解禁与补充中小银行资本金等导致专项债额度分流、公共财政侧重于防疫、就业与脱贫而对基建领域支持力度下降、财政支出进度偏慢可能是主要原因。此外随着疫情稳定、经济与就业持续好转，政策重心在稳增长与防风险再平衡或也是基建力度收敛的重要原因。明年是十四五规划开局之年、新项目可能留至明年年初开工，年内基建投资可能以存量项目为主、保持相对温和态势；截至 9 月底财政预算支出进度偏慢，或为年末基建小幅反弹提供了可能性，明年基建逆周期力量或仍偏平稳。

图 9. 固定资产投资累计增速转正



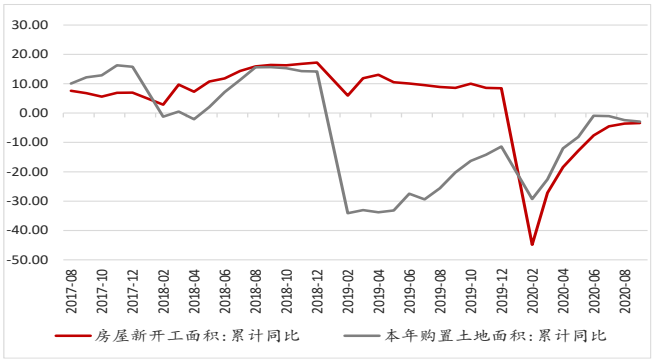
数据来源：Wind，中财期货研究院

图 10. 房地产、制造业较强，基建单月回落



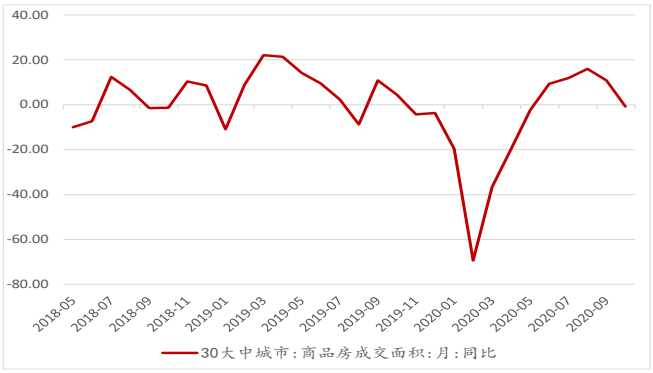
数据来源：Wind，中财期货研究院

图 11. 新开工放缓、土地购置下行



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 12. 10 月商品房成交增速回落



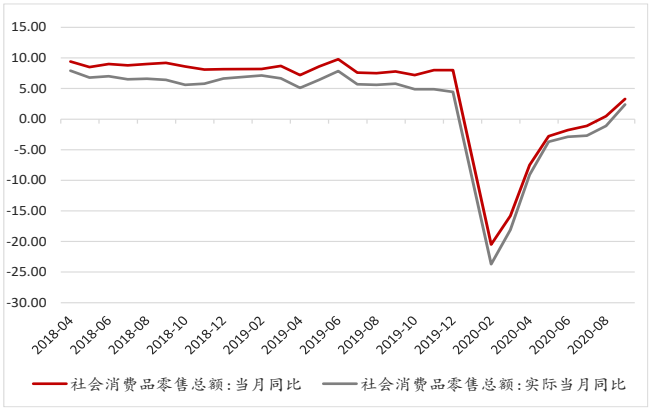
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.3 消费：超预期好转

9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%，高于上月 2.个百分点，实际增长 2.4%，，明显超过市场预期；季调后环比增 2.3%，较连续两个月加快；且限额以下零售额恢复较快、增速转正，体现了消费全局恢复的态势；汽车消费连续三个月保持两位数增速，服装及餐饮等“社交经济”加速，表明疫情对于生产生活影响快速减退。我们认为消费进入加速修复阶段，主要得益于国内疫情稳定、防控措施减少与恐惧心理淡化以及经济复苏下居民就业与收入修复；四季度促销活动等消费亮点较多，随着线下服务等方面的逐步恢复，消费可能成为四季度

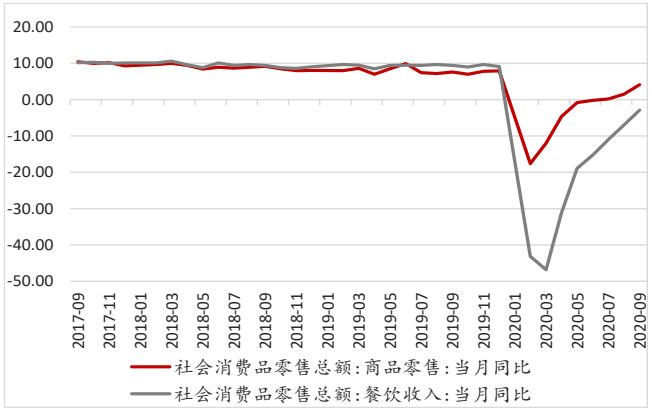
经济恢复的重要拉动力。

图 13. 9 月社零同比增长 3.3%



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 14. 餐饮收入仍为负增长

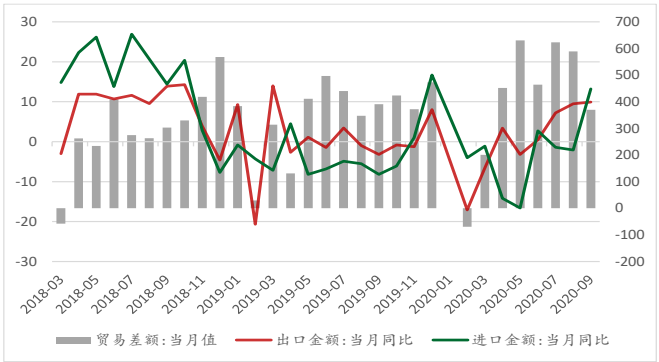


数据来源：Wind，中财期货研究院

2.4 贸易：出口再创新高，进口大超预期

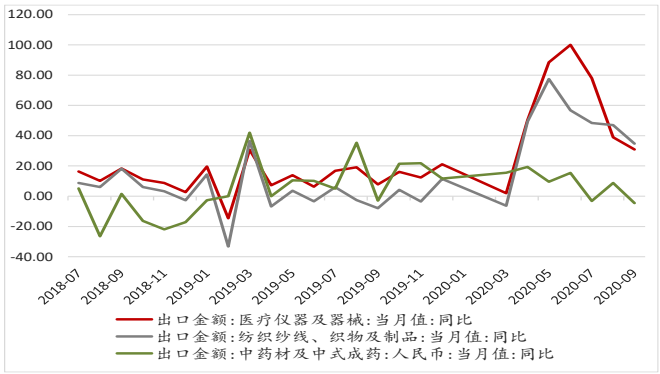
9 月出口（以美元计价）同比增长 9.9%（+0.4%），再创年内新高；9 月进口同比+13.2%（+15.3%），大幅反弹，显著高于预期；对农产品、铜铁原材料及集成电路等进口大幅提高，或与落实中美第一阶段经贸协议及预防美国对高科技产品出口采取限制等有关。贸易差额进一步降至 370 亿美元，环比减少 219.3 亿美元。疫情以来，我国出口增速持续超预期，同时本月进口回升势头较强。出口方面，疫情爆发导致海外对口罩、防护服及医疗器械等抗疫物资需求大幅上升，居家需求也推升了机电产品的需求；此外，欧美各国采取的抗疫补贴等政策刺激了外需、海内外的疫情及供需错位下替代性出口补位也是出口持续超预期的重要因素。随着海外各国物资储备逐步充实及本国生产恢复，9 月防疫物资及替代性出口逐步回落，但随着海外需求修复传统劳动密集型产品如服装玩具等出口逐渐修复。10 月以来的欧美疫情爆发或导致外需修复的不确定性，但我们预计海外经济大概率不会出现第一波期间的大幅停摆，出口短期仍将具有一定韧性；但人民币汇率升值及新兴国家生产逐步恢复下明年出口增速或将一定程度承压；中长期来看，随着疫苗问世和全球产业链恢复，逆全球化和产业链重构问题或使得我国出口增速有回落压力。进口方面，中美第一阶段贸易协议履行等因素或使得进口依然较强，不确定性在于国内疫情反复对于生产和需求的扰动。

图 15. 进出口均再度回升



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 16. 防疫物资边际动能继续回落

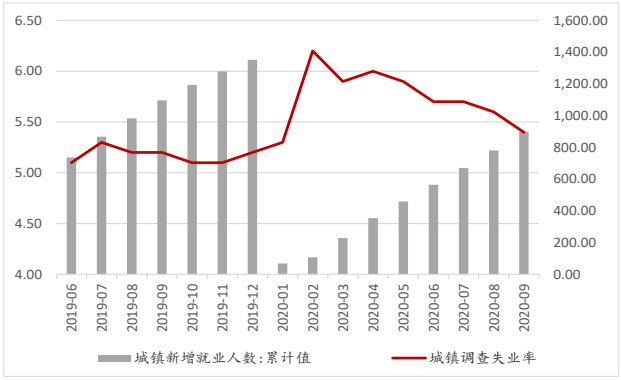


数据来源：Wind，中财期货研究院

2.5 就业整体改善，重点群体就业压力仍存

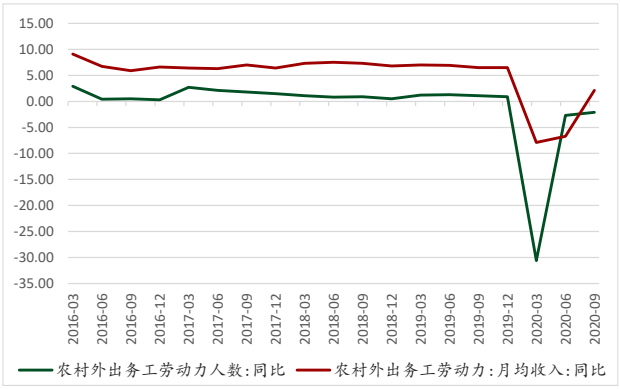
9 月全国城镇调查失业率为 5.4%，比 8 月份下降 0.2 个百分点；1-9 月全国城镇新增就业人员 898 万人，完成全年目标任务的 99.8%。9 月 20-24 岁大专及以上人员调查失业率较 8 月下降 2.4%，但比去年同期仍上升了 4%，说明毕业季过后毕业生就业环比改善，但整体就业压力仍高于往年水平；农民工方面，三季度末外出务工劳动力人数为 1.79 亿人，较二季度末增加 200 万人，但较去年同比下降 2.1%，说明农民工就业同样呈现出环比改善但同比压力较大的现象。整体看，稳就业政策效果显著，但部分重点群体的就业压力仍存；劳动力市场对宏观政策退出节奏的掣肘较前几月有所减轻。

图 17. 9 月全国城镇调查失业率为 5.4%



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 18. 农村外出务工劳动力同比降 2.1%

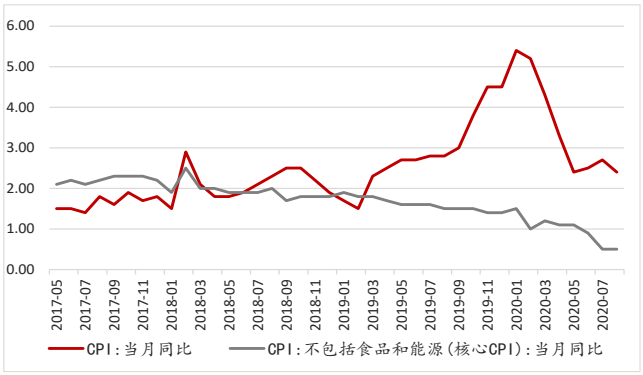


数据来源：Wind，中财期货研究院

2.6 物价：CPI 回落，PPI 回升

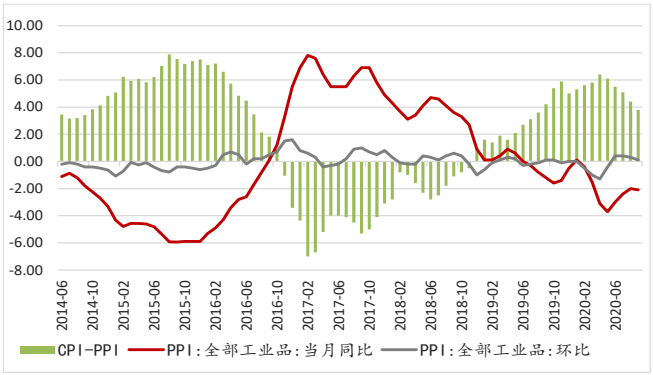
9 月 CPI 同比涨 1.7%，较 8 月（2.4%）继续回落，核心 CPI 同比 0.5%，与上月持平。9 月 CPI 食品同比 7.9%（-3.3%），其中 CPI 猪肉价格同比 25.5%（-27.1%），仍是拉低 CPI 的关键项，鲜果和鲜菜同比分别为-6.9%（+12.9%）和 17.2%（+5.6%）；CPI 非食品同比 0%（-0.1%），其中文娱及衣着价格同比反弹，反映线下消费改善。9 月 PPI 同比下降 2.1%（-0.1%），同比下降幅度超预期；分项看，PPI 生产资料同比-2.8%、环比 0.2%，生活资料同比-0.1%、环比-0.1%，消费弱复苏使得生活资料价格走弱。国内投资需求提振国内黑色建材等大宗价格，但海外疫情再次爆发及美国刺激计划迟迟无法落地对国际油价有所拖累。10 月以来猪肉价格持续下行，年内猪周期下行及高基数下 CPI 或维持下行趋势；PPI 仍面临海外疫情反复和国际油价下跌的压力，但前期社融数据高增及国内外经济复苏下，年内 PPI 同比仍趋于回升。整体来看，由于今年国内宏观政策相对克制，明年再通胀压力预计可控。

图 19. CPI 如期下行



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 20. PPI 下降 2.1%，不及预期



数据来源：Wind，中财期货研究院

三、政策端：十四五规划建议全文发布

3.1 十四五规划建议发布

十九届五中全会于 10 月 26 日至 29 日在北京举行，审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，11 月 3 日，新华社受权发布建议稿全文，对“十四五”以及 2035 年的方向进行了明确；“十四五”规划正式纲要将于明年 3 月的两会后公布。

十四五规划“建议稿”充分肯定了全面建设小康社会的成就，同时对 2021-2025 五年规划以及到 2035 年的远景目标做了展望。对于十四五主要目标，“建议稿”主要给出定性描述，具体细化的指标还要等到明年两会后发布的《十四五规划纲要》中列出。

表 2. 十四五规划时间表

日程	时间	内容
全面调研	2018年12月	发改委在京召开“十四五”规划编制工作座谈会，启动“十四五”规划编制前期调研
前期研究	2020年7月	政治局会议决定在10月召开的五中全会中研究制定“十四五”规划
思路确定	2020年10月	十九届五中全会于10月26日至29日召开，审议“十四五”建议稿
规划编制与论证	2020年10月起	结合国家、上级规划思路及要求，编制“十四五”经济和社会发展规划纲要，并对纲要进行论证
人大会议审查	2021年3月	“十四五”经济和社会发展规划纲要上报人大审核
纲要发布	2021年1月起	各省陆续发布“十四五规划”建议与纲要
	2021年6月起	国家级专项规划陆续发布
中期评估	2023年	开展“十四五”规划纲要实施情况中期评估报告审议工作

数据来源：中国政府网，中财期货研究院

目标设定突出共同富裕；强调“农业发展，文化建设，国家安全”；强调处理好政府和市场、开放和自由、发展与安全的关系，特别是防范和化解影响我国现代化进程的各种风险；实施渐进式延迟、法定退休年龄；保持制造业比重基本稳定；全面实行注册制、建立常态化退市机制等等。

加快构建双循环新发展格局，是十四五的基本脉络。政策不再单纯地强调经济增长速度，更加注重结构调整和高质量发展，未来一个阶段总体政策调控可能仍然以防风险和稳增长平衡为主，逆周期政策也不会再大开大合。“十三五”规划对经济发展动力依然着眼于传统的消费、投资、出口，“十四五”规划“建议稿”着重强

调扩大内需和国内消费，“全面促进消费”；对于投资，“发挥投资对优化供给结构的关键作用”，不再强调投资对稳增长的作用；对于出口，更加强调优化国际市场布局、提高进出口质量。虽然十四五建议中未明确提及经济发展目标，但总书记的说明文中有所提及，似有暗示 2035 年经济总量翻一番是依然可能的潜在目标，意味着未来 15 年平均增速 4.73%。建议稿中对“十四五”和到 2035 年经济发展目标采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式，而且明确“编制规划《纲要》时可以在认真测算基础上提出相应的量化目标”，或意味着明年两会后发布的《纲要》会有更加定量的目标。

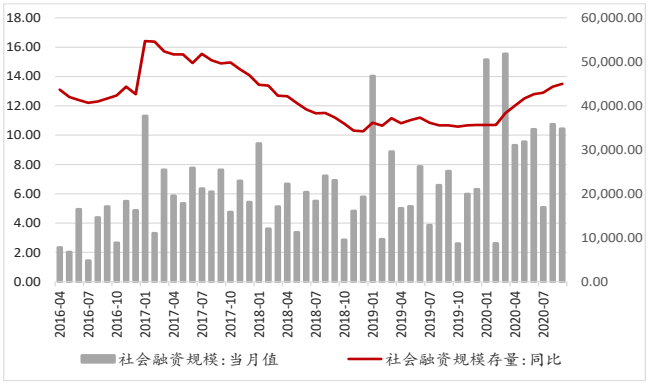
2035 远景规划中强调“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”，这是党的全会文件中第一次如此表述；“安全”的重要性有所提升，十四五建议中“安全”提及 66 次，而十三五中只提及 4 次，安全几乎体现在发展的所有方面；十四五的发展环境变化：新科技革命、美国对华战略遏制、新冠疫情深远影响、老龄化、进入高质量发展阶段、全球化退潮引发全球产业链供应链受挫等；更加强调创新与科技发展：包括核心技术的战略突破，创新体系的战略重构，现代产业体系建设；对于宏观调控、财政、货币、金融监管等政策方面：全面推行注册制、建立常态化退市机制；搞好跨周期设计，提高逆周期调节能力；建设现代中央银行制度，完善货币供应调控机制。

3.1 货币端：利率不变但融资需求改善

MLF 连续 3 月超额续作，利率继续保持不变。10 月 15 日，央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕开展 5000 亿元 1 年期中期借贷便利（MLF）操作（含对 10 月 16 日 2000 亿元 MLF 到期的续做）和 500 亿元 7 天期逆回购操作；7 天期逆回购中标利率 2.20%，1 年期 MLF 中标利率 2.95%，均保持不变。10 月 20 日银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率为：1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%；均与上次持平，并已连续 6 月保持不动，显示在经济逐级复苏背景下央行政策大幅宽松的阶段已经过去。MLF 连续 3 月超额续作表明央行正在向银行体系补充中长期流动性，释放“稳货币”信号，有助于稳定市场预期，遏制市场利率上行——市场利率的持续上行将不利于银行下调企业的实际贷款利率，预计央行将继续利用多种货币政策工具组合保持市场流动性合理充裕。10 月 21 日易纲行长在金融街论坛年会上表示，在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升，明年 GDP 增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些，货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动；这意味着若后期国内经济持续修复，货币政策大概率不会再大幅宽松，央行的政策将更注重“防风险”这一目标，近期蚂蚁集团遭监管谈话并且 IPO 计划遭暂停，我们认为即一定程度体现了监管部门对于防范金融风险的重视。

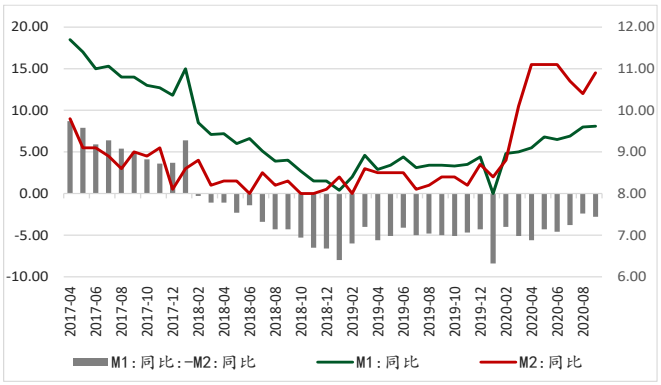
金融数据：融资需求改善。9 月社会融资规模增量为 3.48 万亿元（同比+9658 亿元），存量增速进一步上升至 13.5%（+0.2%）；9 月社融继续超出市场预期，除政府债券发行高增外，主要源于信贷与非标融资好于预期，显示实体融资需求较强，且预示经济还在修复通道。结构来看，企业中长期贷款、居民信贷延续同比多增，或与企业端基建及制造业中长期贷款等较高增长及居民端购房需求继续释放与消费顺周期改善有关。M2 同比增长 10.9%（+0.5%），M1 同比 8.1%(+0.1%)，M2 提速主因信贷强劲及财政资金加快投放， M1 走高因地产销售持续韧性，同时也反映实体流动性继续改善、经济内生修复动能较强；企业与居民流动性改善，有利于后续投资或消费表现。10 月份国债与地方债净供给仍然较高，有望拉动社融增速超前值；但年内社融增速中枢仍偏于下行。

图 21. 社融存量同比再创新高



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 22. M1 及 M2 同比均回升



数据来源：Wind，中财期货研究院

3.2 财政：收入支出同比均高

财政收入和支出均保持较快增长。1-9 月一般公共预算收入同比下降 6.4%，一般公共预算支出同比下降 1.9%：9 月当月财政收入 14234 亿元（较上月+2091 亿元），同比 4.53%，政府性基金收入增速从 7.7%加快至 13.9%。一般公共预算收入和政府性基金收入合计，9 月同比增长 7.8%，较 8 月 6.2%加快。经济复苏带动政府收入增速加快。9 月当月财政支出 25260 亿元（较上月+8834 亿元），同比下降 1.11%，主要因去年高基数，9 月财政支出较 8 月明显增多，其中交通运输、农林水事务增速较快，当月同比分别为 145.19%、75.33%。一般公共预算收入和政府性基金收入合计，9 月同比增长 14.5%，低于 8 月 16.8%，但仍然保持较快增长。9 月一般公共预算和政府性基金赤字合计 17178 亿元，较上年同比扩大 3405 亿元；三季度以来，财政支出增速明显增快。按照今年财政预算，四季度还有超 5 万亿的赤字空间远高于去年同期；即使全年赤字低于预算，四季度赤字规模大概率仍将高于去年同期，政府支出增速有望延续较快增长。

四、流动性及信用债跟踪

4.1 流动性跟踪

图 25. 信用利差

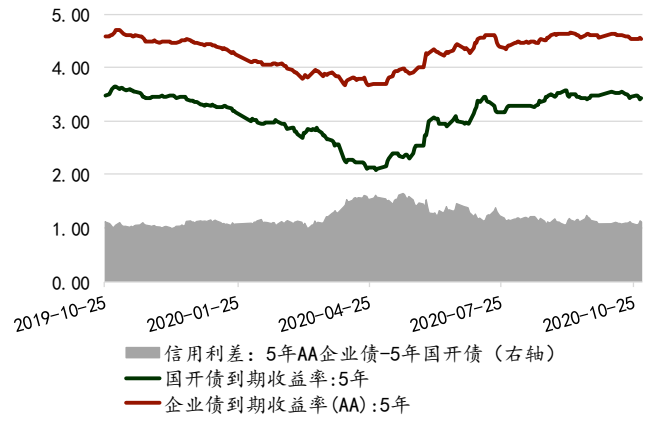


图 26. 利率

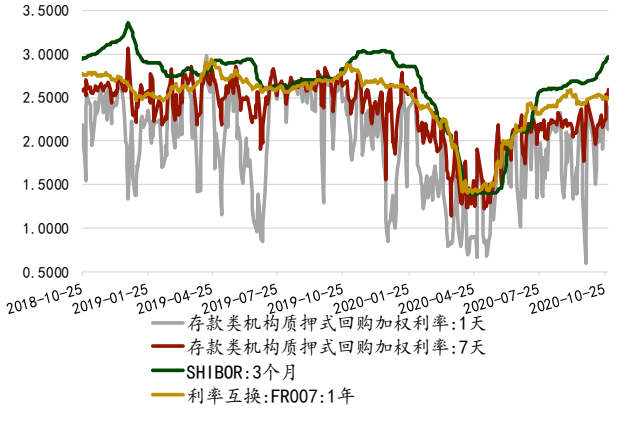
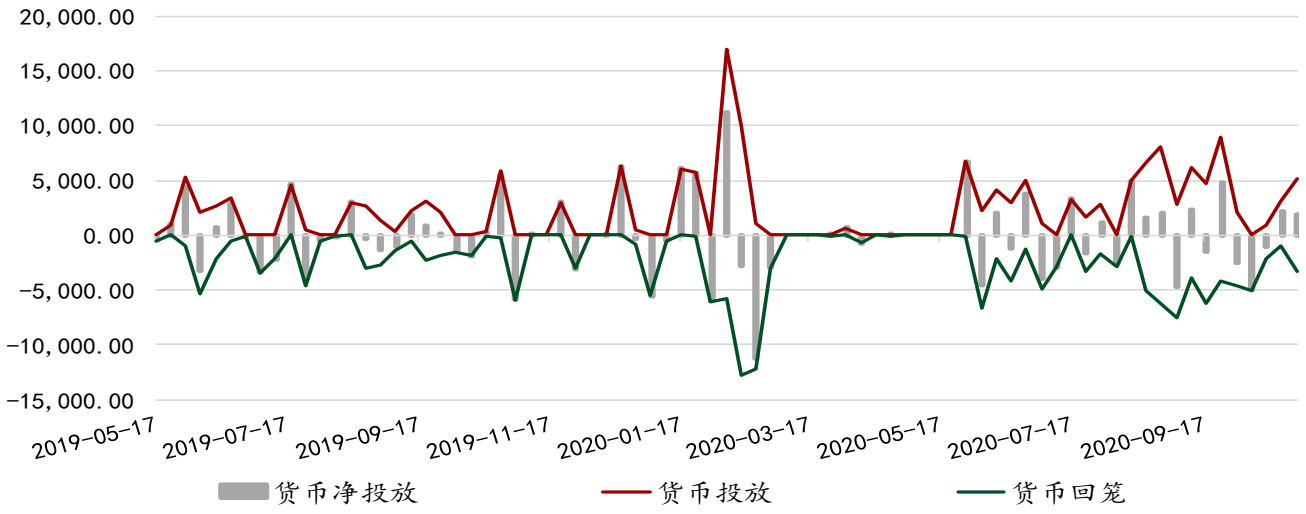


图 27. 公开市场操作

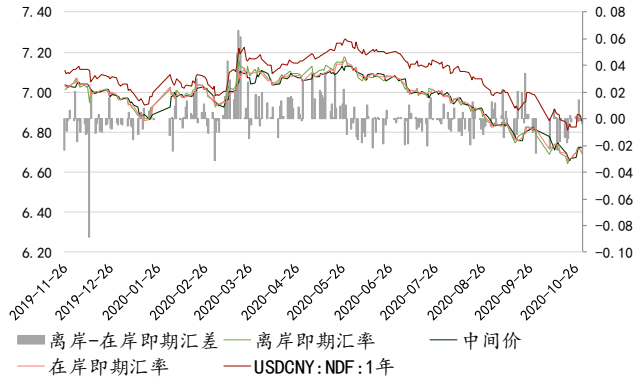


数据来源： Wind、中财期货研究院

4.2 人民币汇率：先升值后贬值

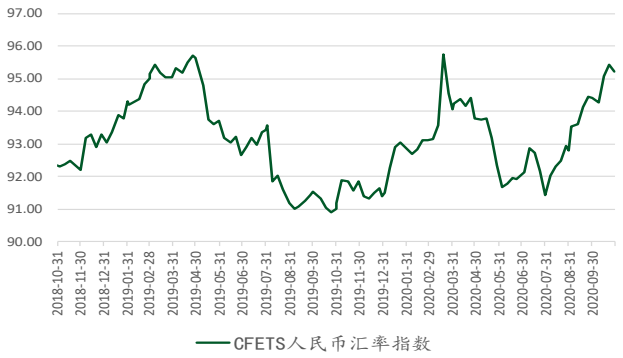
10 月份人民币兑美元汇率走势呈现先升值后贬值态势。具体来看，10 月 31 日，人民币兑美元中间价汇率为 6.7232，相比 9 月底的 6.8101，变动 869 个 BP，升值幅度为 1.28%；人民币兑美元即期汇率为 6.7002，相比 9 月底的 6.8106，变动 1104 个 BP，升值幅度为 1.62%。10 月份美元指数先震荡走弱再走强，由 9 月底的 93.85 上行到 10 月底的 94.02，升值幅度为 0.18%。10 月人民币、美元指数双双走强，人民币整体的升值幅度略高于美元指数的升值幅度。央行下调远期售汇业务外汇风险准备金率至 0，并且近期各报价行淡化对于逆周期因子的使用，意在遏制人民币单边升值的预期。从基本面来看，人民币均有较强升值基础，但短期仍有扰动。

图 28. 人民币兑美元汇率



数据来源： Wind、中财期货研究院

图 29. 人民币汇率指数



数据来源： Wind、中财期货研究院

4.3 信用债违约统计

10 月信用债违约个数与 9 月持平，但金额有所下降；比上年 9 月下降，但金额略高。行业分布相对分散，主要为房地产活动、建筑工程、汽车制造等；主要有民营企业、公众企业、地方国企等；违约类型主要为未按时兑付利息及未按时兑付本息等。

表 3. 10 月信用债违约统计

2019 及 2020 年 10 月信用债违约统计（实质违约）							
总量统计		违约只数		违约金额（亿）		首次违约只数	
		2019	2020	2019	2020	2019	2020
		10	8	98.01	99.48	4	2
所属行业	多样化房地产活动		1		7		
	房地产开发		1		15.98		
	互联网软件与服务		1		15.5		
	环境与设施服务		1		4		1
	机动车零配件与设备	1		20			
	建筑与工程	3	1	22	12	1	
	金属非金属	1		1.16		1	
	汽车制造		1		10		1
	石油与天然气的炼制和销售	1		4.5			
	食品加工与肉类	1		10		1	
	水务		1		5		
	中药	1		3		1	
	综合类行业	2	1	37.35	30		
企业性质	民营企业	7	2	54.85	19.98	2	1
	公众企业	3	2	43.16	42	2	
	中央国有企业		1		15.5		
	地方国有企业		2		17		1
	中外合资企业		1		5		
违约类型	未按时兑付本息	4	3	18.66	55.98	3	1
	未按时兑付回售款		1		4		1
	未按时兑付回售款和利息	5		49.35		1	
	未按时兑付利息	1	4	30	39.5		

数据来源： Wind、中财期货研究院

五、海外宏观

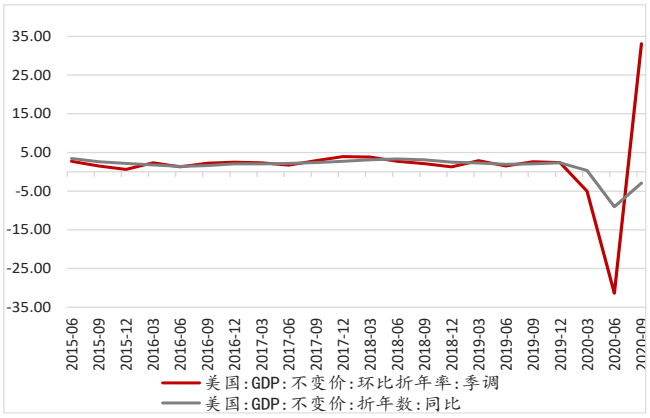
综合来看，10 月欧美经济尤其是制造业延续复苏态势，但疫情反弹显著拖累了欧元区服务业复苏节奏，尤其是欧元区，随着疫情反复并采取更多限制措施，欧元区 10 月服务业环比继续下行；通胀方面则是美强欧弱，市场对于 12 月欧央行加码宽松及调整政策框架均有预期。近期美国及欧洲主要国家如英法德意新增病例均明显上升，并且日新增病例已超过第一波疫情，后期疫情反复拖累经济复苏的风险仍需重点关注。此外美国大选尚未尘埃落定，选情胶着下后续不确定性仍存，两位候选人施政方针对于经济及市场的不同影响也需重点关注。

5.1 经济

欧美三季度经济维持修复状态。美国第三季度 GDP 环比增长 7.4%，环比折年率为 33.1%，高于经济学家预期的 32%，且远高于三个月前 18%的预期；个人消费的增长极大促进了经济反弹，美国第三季度个人消费支出环

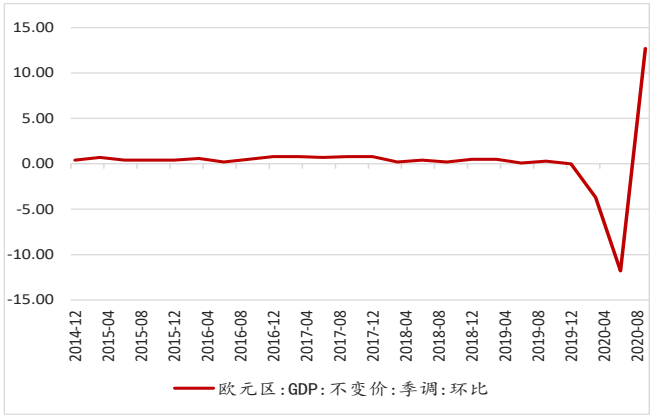
比折年率达到 40.7%，也创历史新高，此外商业投资和房地产市场也出现了强劲增长。欧元区三季度 GDP 季环比初值 12.7%，超过预期的 9.6%，前值为-11.8%；三季度 GDP 同比初值-4.3%，高于预期（-7%）。整体来看，欧美三季度经济维持修复状态。

图 30. 美国三季度 GDP 年化季环比 33.1%



数据来源：Wind，中财期货研究院

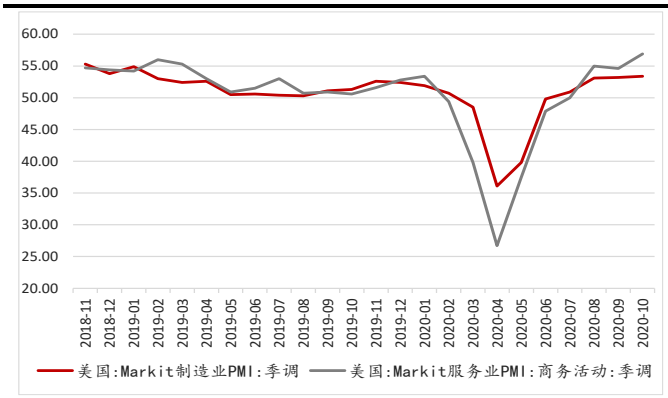
图 31. 欧元区三季度 GDP 季环比初值 12.7%



数据来源：Wind，中财期货研究院

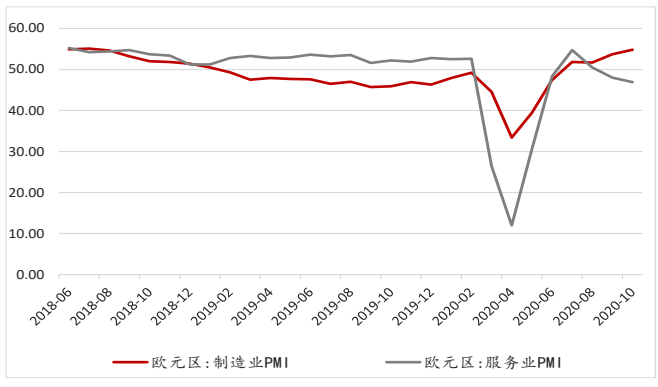
美国 10 月制造业及服务业均延续复苏。美国 10 月 Markit 制造业 PMI 为 53.4，较上月上升 0.2 个百分点但低于预期；服务业 PMI 为 56.9，高于上月并好于预期，表明美国 10 月经济维持修复状态。**欧元区 10 月制造业继续修复但服务业受到拖累。**欧元区 10 月制造业 PMI 为 54.8，继续回升并且高于预期；但服务业 PMI 仅为 46.9，连续 3 个月回落；综合 PMI 为 50，低于上月 0.4 个百分点。分国家来看，制造业 PMI 主要受德国拉动，服务业 PMI 则是德法英等国均下降。欧元区主要国家近期疫情反弹拖累了经济尤其是服务业复苏节奏。欧洲央行管委维斯科称，疫情的恶化可能会打击意大利和欧洲其他国家的经济复苏，全球经济政策需要保持扩张性。近期来看，海外经济复苏整体呈现美强欧弱格局，或是因为欧洲主要国家管控措施力度强于美国。欧美疫情近期均反弹并且日新增病例超过第一波，如果疫情持续恶化，在疫苗上市前可能会对欧美尤其是欧元区的经济复苏形成明显拖累；此外，美国大选最终结果尚未尘埃落定，大选结束后财政刺激方案的谈判及防疫措施可能的变化也可能对美国经济产生明显影响。

图 32. 美国 10 月 Markit 制造业 PMI 超预期



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 33. 欧元区 10 月制造业 PMI 为 54.8

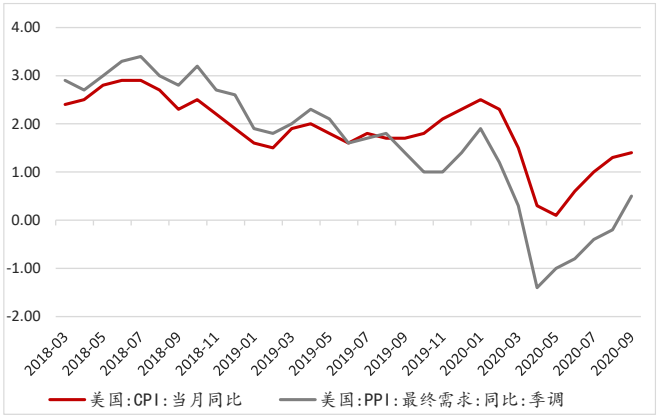


数据来源：Wind，中财期货研究院

通胀：美强欧弱。美国 9 月 CPI 同比录得 1.4%，略高于 1.3%的前值；核心 CPI 指数同比上涨 1.7%，持平市场预期和前值。PPI 同比增长 0.4%，超市场预期，为 6 个月来首次转正，主要推动是来自于食品价格；核心 PPI 同比增长 1.2%，也超过市场预期的 1%，核心 PPI 已经连续 4 月呈现通胀趋势。整体来看，美国通胀表现符合预

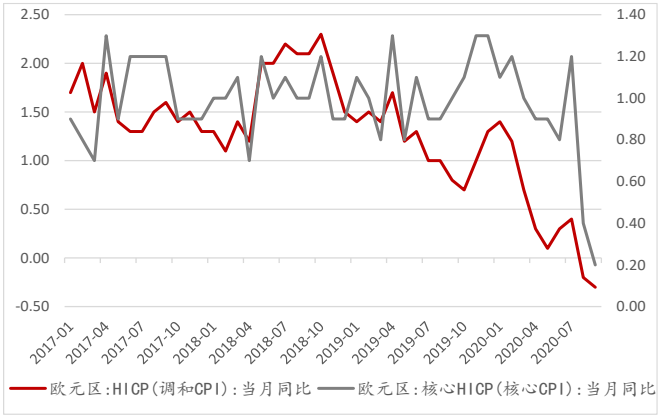
期，随着疫情管控措施放松，需求持续好转，通胀同比持续回升；而需求集中释放后趋于稳定，新的财政刺激措施陷入困境对物价的提振作用下降，故通胀环比出现回落。欧元区 10 月 HICP 通胀再次出人意料地下降。欧元区 9 月 HICP 同比下降到-0.3%，核心通货膨胀率在 10 月份仅为 0.2%，这是自欧元创立以来的最低水平；表明了疫情的通缩影响。基于此，多数分析师预计，欧洲央行年底前将宣布追加约 4000 亿欧元左右的资产购买计划。欧央行今年也开启了对货币政策框架包括通胀目标的审查，将允许通胀超调以提高预期。

图 34. 美国通胀持续回升



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 35. 欧元区 10 月 HICP 下降

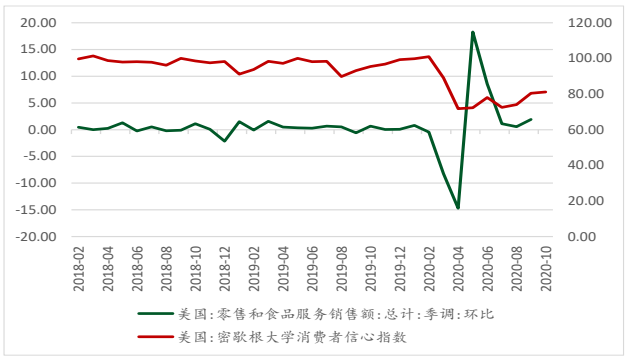


数据来源：Wind，中财期货研究院

美国零售数据好于预期。美国 9 月份零售额增长了 1.9%，是普遍预期的两倍多；对 9 月份零售额的贡献最大的是汽车、服装和餐馆，唯一出现下滑的类别是电子产品商店，主因前几个月的高增长后的回落。美国不同经济数据继续出现好转迹象，但是短时间内难以恢复到疫情前的水平；大选后可能落地的政策或对经济有所提振，但疫情反弹和大选相关的不确定性有可能对经济持续复苏形成拖累。

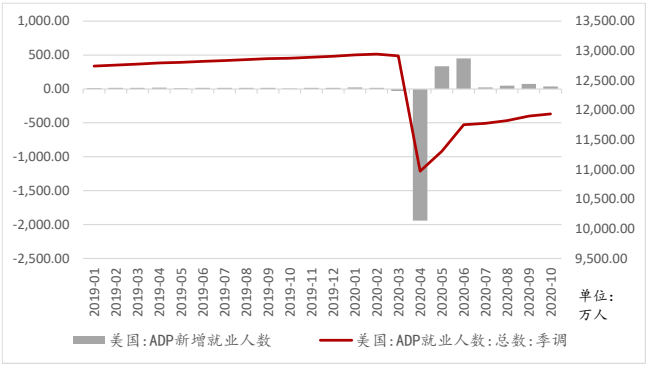
就业数据回暖。美国 10 月 ADP 就业人数增加 36.5 万人，低于市场预期，前值为增加 74.9 万人。所有行业和规模的岗位都在增长：贸易/运输/公用事业增加 5.3 万人，专业/商业服务增加 6 万人，制造业增加 0.7 万人， 10 月金融服务业增加 0.6 万人，建筑业增加 0.7 万人。10 月就业岗位持续增加，但增速有所放缓。截至 10 月 24 日当周，美国首次申请失业救济金的人数降至 75.1 万人，连续 6 周低于 100 万人；持续申请失业救济人数继续降至 775.6 万，就业市场继续改善但时有波折。9 月永久性失业仍处于增加趋势中，叠加美国疫情再度爆发并创新高，不排除后续就业恢复继续放缓甚至出现部分逆转。

图 36. 美国零售数据超预期



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 37. 美国 10 月就业市场延续改善

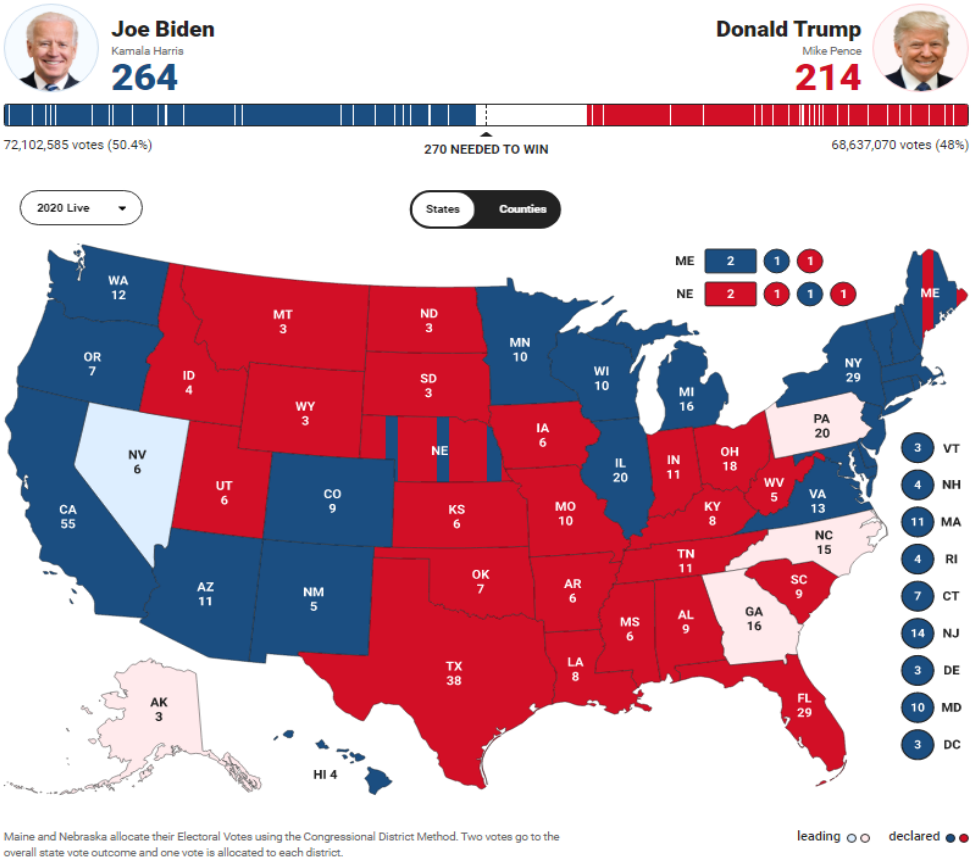


数据来源：Wind，中财期货研究院

5.2 政策

美国大选概况及不同选举结果可能影响。北京时间 11 月 4 日 8 时起，美国大选进入开票程序。截至北京时间 11 月 5 日 15 时，拜登选举人票暂时领先，拜登已取得 264 张选举人票，而特朗普已取得 214 张选举人票；按照当前形势计算，拜登将取得 270 张选举人票，特朗普将取得 268 张。尽管前期民调及市场预期多是拜登获胜概率较大，但开票后北京时间 11 月 4 日晚，特朗普选情一度领先，但随着密歇根、威斯康星等摇摆州翻蓝，选情逆转。但关键摇摆州中宾夕法尼亚州、北卡罗莱纳以及乔治亚州、内华达州、阿拉斯加仍未完全开票，结果也有可能随着邮寄选票计票而再度改变。当前选情依然胶着，一旦拜登占优特朗普很有可能拒绝承认结果并寻求重新计票；此前特朗普总统已经发表演讲表示胜选，同时质疑部分州邮寄选票的问题，且特朗普竞选团队已在三个州就总统选举提诉讼。此外，截止当前参议院共和党暂时领先，众议院则是民主党占优。美国国会大概率将延续当下参议院共和党主导、众议院民主党主导的分裂形势。

图 38. 美国大选选举人票统计情况（截至北京时间 11 月 5 日 15 时）



数据来源：Foxnews，中财期货研究院

特朗普连任和拜登当选影响对比。特朗普连任背景下，由于共和党的复工意愿高于防疫，只要致死率及重症率可控，防疫将继续让位于经济恢复，此外由于两院大概率仍是分裂状态，因此只要致死率、重症率仍处于低位第二轮纾困刺激未必能够落地；减税倾向下，特朗普连任会令未来两年美国政府杠杆率继续维持高位，美联储宽货币政策暂时难以转向，明年市场出现系统性风险的概率下降；此外，由于从特朗普上一任期看中期选举和大选年份特朗普对华和对外政策偏鹰，非中期选举和大选年对华和对外政策相对偏鸽，假若特朗普连任短期看明年美国对外政策也将略温和。拜登在执政纲领中指出将制定规模高达 1.3 万美元的基建、反对关税、实

施更为积极的防疫措施及相关财政刺激，因此拜登当选情形下，且其对外贸易政策或回归到奥巴马政府的框架下，全球贸易不确定性降温，风险偏好回暖短期内令顺周期资产受益；但民主党对大型科技公司整体不太友好，加税倾向下，拜登当选将令美国政府杠杆率更快回落、宽货币政策更早退出，未来两年美国科技牛可能会落幕。

中长期来看，在对华关系上，美国两党已达成对华强硬共识，与谁当选美国总统无关。2020 年 5 月 20 日，白宫发布《美国对中华人民共和国战略方针》，明确中美关系的性质是大国竞争。特朗普 2017 年底发布的《国防战略报告》已将中国定义为“战略性竞争对手”，其 2020 年发布的《美国对中华人民共和国的战略方针》进一步明确了对华遏制战略思想，未来将延续既有态度，不断出台新的对华遏制举措；拜登自 2019 年 6 月以来其对中国态度由温和也逐步转为强硬，认为美国“正在与中国竞争”、“需要对中国强硬”，他虽支持自由贸易、反对关税，但也支持修改对华贸易政策，认为“中美问题不在于贸易逆差，而在于中国知识产权和钢铁倾销问题”。民主党新党纲称将在对华政策方面持“强硬立场”，将“拉上美国的发达国家盟友”共同对抗中国。此外，美国两党议员在对华问题上态度趋于统一，国会选举结果亦难以改变美国对华政策取向。

欧央行 10 月议息会议维持关键利率和资产购买计划不变，符合市场预期。主要再融资操作利率维持在 0.00%，边际贷款便利利率维持在 0.25%，存款便利利率维持在-0.50%不变；继续根据 PEPP 进行资产购买，APP 下的净购买将继续以每月 200 亿欧元的速度进行，和额外的 1200 亿欧元临时额度均持续到今年年底；继续通过再融资操作提供充足流动性。在发布会上，拉加德表示，由于疫情反弹及再度封锁给欧元区经济增长带来挑战，12 月会议将评估所有政策工具，“几乎无疑”就新的货币刺激方案达成共识；欧元区复苏减弱的速度快于预期，拉加德承诺将充分利用购债计划的灵活性，表明购债计划可能会加快。截至 10 月 16 日 PEPP 额度仅用了 6000 亿欧元出头，剩余 7500 亿欧元左右，因而欧央行有足够时间评估是否需对 PEPP 做出调整。近期欧元区通胀不断下滑及疫情反弹对经济复苏带来挑战，市场普遍预期在一系列不确定性如美国大选、英国脱欧及欧盟各国新一年财政预算逐渐明朗后，12 月欧央行将宽松加码：包括 PEPP 展期至 2021 年底、并增加 4000 亿欧元额度，TLTRO-III 展期、同时利率优惠期限延长至 2021 年底。此外，欧洲央行今年也开启了对货币政策框架包括通胀目标的审查，并且也愿意容忍通胀暂时超过目标；但并不打算照搬美联储的平均通胀目标制，而是倾向 2%的中期目标，允许通胀超调以提高预期。

日本央行按兵不动，下调经济预期。周四，日本央行公布利率决议，将基准利率维持在-0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近不变，维持资产购买规模不变，符合市场预期。同时，日本央行下调 2020 财年 GDP 和通胀预期，其中 GDP 增速预期从-4.7%下调至-5.5%，核心通胀预期从-0.5%下调至-0.6%。日本央行表示，日本经济已经复苏，但经济活动前景展望、物价“非常不确定”，还需要密切关注金融体系风险；预计短期和长期利率会维持在当前水平、甚至是更低水平。

四位政府和执政党直接知情人士表示，日本首相菅义伟将宣布新一轮刺激计划，刺激计划规模尚待确定。之前为抗疫紧急需要而预留的 10 万亿日元资金还剩余约 7 万亿日元，构成此项新刺激计划的大部分资金来源；其余资金将来自新支出计划。计划可能包括延长现有企业补贴措施，以及延长国内旅行折扣的政策到 1 月以后。

5.3 其他

英日正式签署贸易协议。10 月 23 日，英国和日本正式签署贸易协议，为英国脱欧后首个重大贸易协议。10 月 22 日，英国与挪威、瑞士、冰岛和列支敦斯登 4 个 EFTA 成员国达成临时贸易协议，有望明年达成正式自由贸易协定。

英欧谈判无进展。10 月 21 日欧盟首席谈判代表巴尼耶在欧盟议会上表示欧盟将会重启英欧贸易谈判；隔

日英国表示同意重启谈判。双方于周三结束了持续两周的贸易协议谈判，此协议将确定脱欧过渡期结束后的英欧关系；欧盟及英方谈判代表均表示双方仍然存在分歧，谈判没有进展。

六、全球大类资产表现

图 39. 国内大类资产涨跌幅（%）

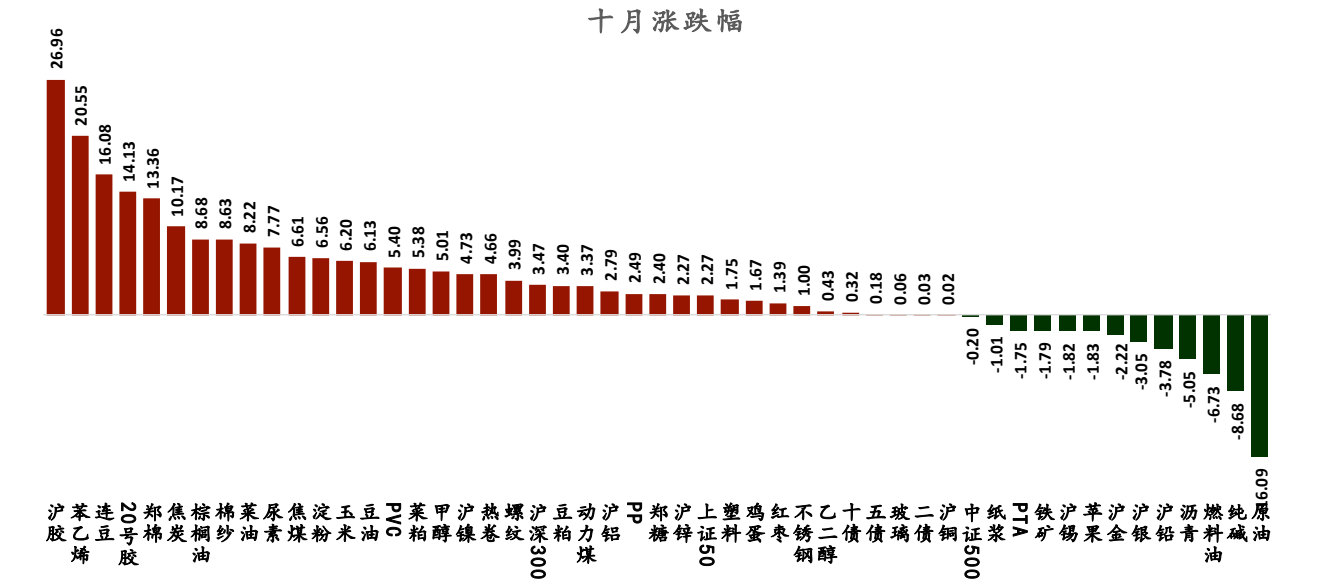


图 40. 文华指数涨跌幅（%）

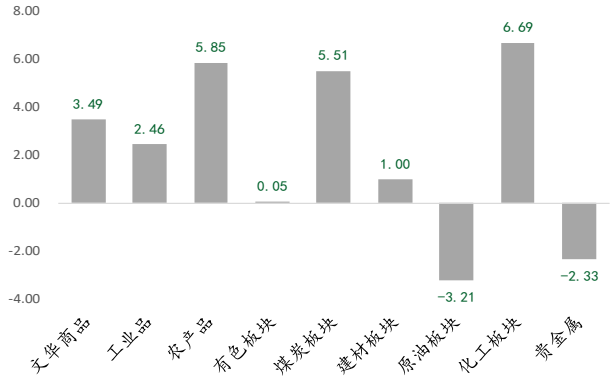


图 41. 全球主要货币兑美元（%）

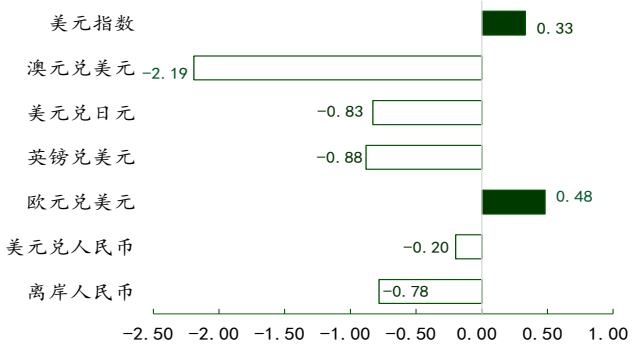


图 42. 全球股指涨跌幅（%）

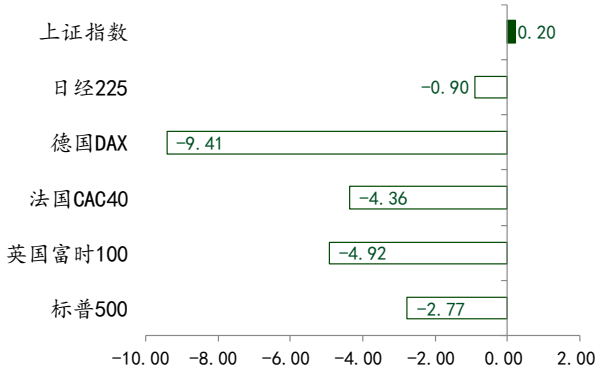
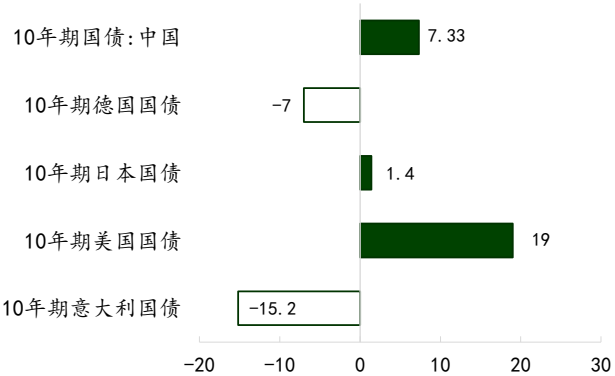


图 43. 全球债市涨跌点数（bp）



数据来源： Wind、中财期货研究院

七、十一月经济数据日历

	日期	国家	数据/事件	时间	前值	预期
第一周		德国	10月制造业PMI	16:55	56.4	56.6
	2020/11/2	欧盟	10月欧元区:制造业PMI	17:00	53.7	53.7
		美国	10月制造业PMI	23:00	55.4	55.8
	2020/11/3		9月耐用品:新增订单:季调:环比	21:30	0.4	--
		欧盟	9月欧盟:PPI:同比(%)	18:00	-2.3	--
	2020/11/4	美国	10月ADP就业人数:环比:季调(%)	21:15	0.6	--
			10月非制造业PMI	23:00	57.8	--
			联邦基金目标利率	3:00	0.3	--
	2020/11/6		10月失业率:季调(%)	21:30	7.9	--
			10月新增非农就业人数:季调(千人)	21:30	661	--
第二周	2020/11/9	中国	10月外汇储备(亿美元)	待定	31426	--
			10月CPI:同比(%)	9:30	1.7	0.9
	2020/11/10		10月PPI:同比(%)	9:30	-2.1	-2.2
		欧盟	11月欧元区:ZEW经济景气指数	18:00	52.3	--
	2020/11/11	中国	10月M1:同比(%)	待定	8.1	--
			10月M2:同比(%)	待定	10.9	10.5
			10月社会融资规模:当月值(亿元)	待定	34800	--
			10月新增人民币贷款(亿元)	待定	19000	7500
		英国	第三季度GDP(初值):同比:季调(%)	15:00	-21.5	--
	2020/11/12	德国	10月CPI:同比(%)	15:00	-0.2	-0.3
		美国	10月CPI:同比(%)	21:30	1.4	--
	2020/11/13		10月PPI:最终需求:同比:季调(%)	21:30	0.5	--
第三周		日本	第三季度GDP(初值):同比(%)	7:50	-9.9	--
	2020/11/16	中国	10月工业增加值:当月同比(%)	10:00	6.9	6.2
			10月固定资产投资:累计同比(%)	10:00	0.8	1.7
	2020/11/17	美国	10月零售总额:季调:环比(%)	21:30	1.9	--
	2020/11/18	欧盟	10月欧元区:CPI:同比(%)	18:00	-0.3	-0.3
		美国	10月新屋开工:私人住宅(千套)	21:30	125	--
	2020/11/20	日本	10月CPI:环比(%)	7:50	-0.1	--
第四&五周	2020/11/23	德国	11月制造业PMI(初值)	16:30	58.0	--
		欧盟	11月欧元区:制造业PMI(初值)	17:00	54.4	--
	2020/11/25	美国	10月个人消费支出:季调(十亿美元)	22:30	14578	--
			10月核心PCE物价指数:同比(%)	22:30	1.6	--
			10月新房销售(千套)	23:00	75	--
	2020/11/26		10月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	21:30	53214	--
	2020/11/30	中国	11月官方制造业PMI	9:00	51.4	--

注：以上数据前值，预期值及公布时间未来均有调整可能

期债企稳上涨

国债月报

2020 年 11 月 5 日

■ 观点逻辑

当前期债估值偏低，具有配置价值。11 月通胀压力不大，期债走势可能主要取决于国内地产和避险因素影响。当前银行超额准备金率处于低位，需求不能再差很多，期债下跌空间有限，再加上汇率升值太快，可以博弈央行边际放松。走势来看，目前结束了 4 月份以来的下跌趋势转入震荡走势。如果进入周线级别上涨，T2012 可能到 100 附近。

■ 操作建议

建议 T2012 多单持有，参考 97.255 止损。

■ 风险提示

期价下跌风险主要是，房地产成交加速或者通胀预期上升。



宏观金融组

一、行情回顾

10 月期债止跌企稳。三季度经济数据落地，GDP 增长略微不及预期。低估值的国债吸引了买盘。

图 1：国债收益率走势

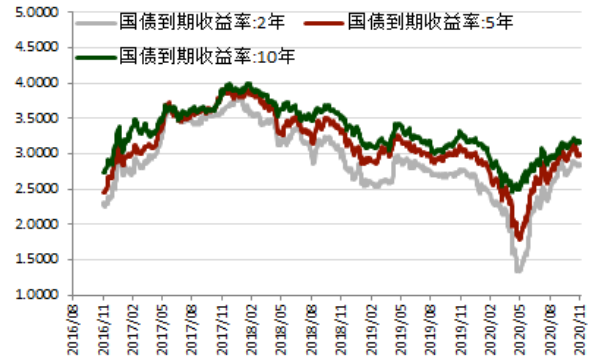


图 2：国债收益率曲线变化

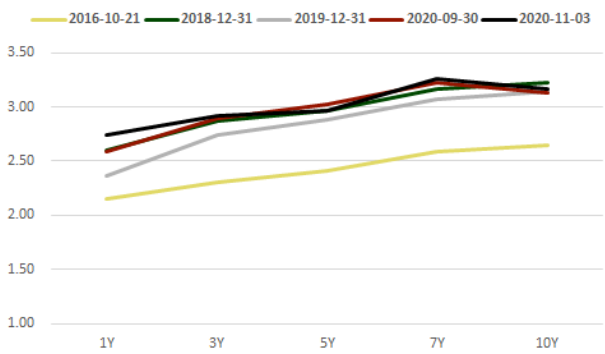
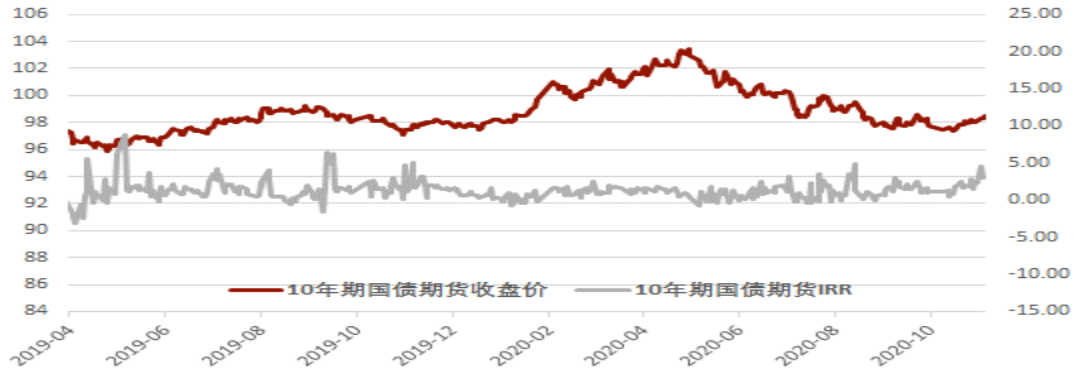


图 3：国债期货与 IRR



资料来源：Wind、中财期货

二、经济缓慢复苏 关注地产需求持续性

10 月 31 日公布的制造业 PMI 数据录得 51.4%，环比回落 0.1pct，非制造业 PMI 数据录得 56.2%，环比提升 0.3pct，综合 PMI 产出指数为 55.3%，环比提升 0.2pct。10 月建筑业 PMI 高位回落，录得 59.8%，较上月回落 0.4pct，建筑业新订单指数录得 53.1%，较上月大幅回落 3.8pct，可能反映地产投资增长趋于放缓。CRIC 发布 2020 年 10 月百强房企销售排行榜，百强房企单月销售金额同比增长 21.5%，销售面积同比下降 5.6%；百强销售均价 1.40 万元，环比增长 4.9%，同比增长 28.7%。销售面积增速高位回落，预计后期房地产投资增长放缓。

通胀方面，9 月 CPI 同比降至 1.7%，核心 CPI 同比涨幅维持在 0.5%，侧面表明内需仍疲软。考虑到猪价同比涨幅转负，未来 CPI 同比大概率下行，不会是货币政策的掣肘。PPI 方面，9 月同比降幅 2.1%，市场对未来预期颇为乐观，但由于油价出现回落，并且地产需求可能放缓，因此我们认为未来 PPI 表现可能会弱于市场预期。

总体我们判断，经济仍然在缓慢复苏，但是回升幅度不强，前期期债下跌基本反映了利空。未来关注房地产增长会否放缓。如果地产成交放缓，社融增速趋降，期债价格将进一步反弹，如果地产成交超预期，将继续压制期债表现。

图 4：制造业与服务业 PMI

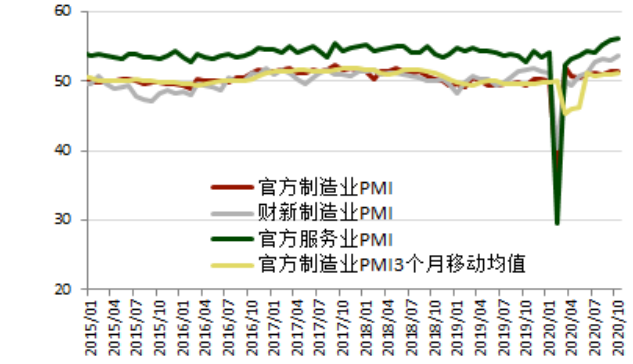


图 5：制造业 PMI 新订单-产成品库存差

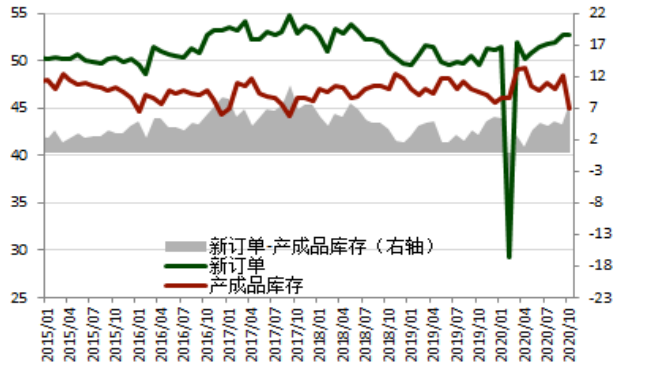


图 6：社融存量同比及 M1 同比

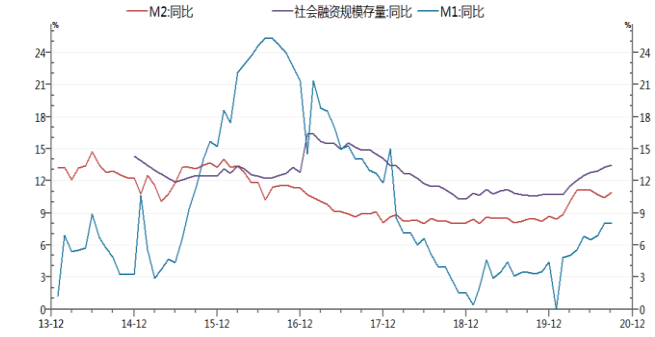


图 7： 进出口同比及贸易顺差

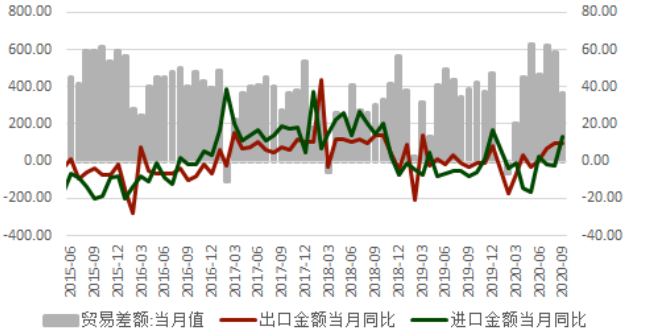


图 8：房地产销售、投资与资金来源累计同比

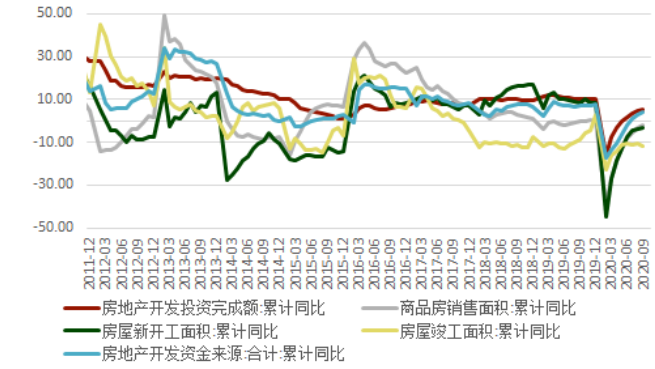


图 9：30 大中城市商品房成交面积

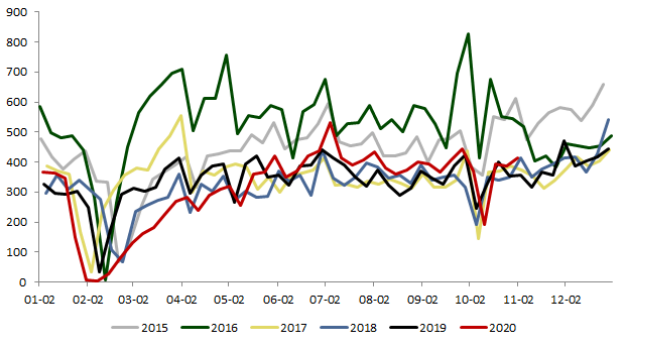
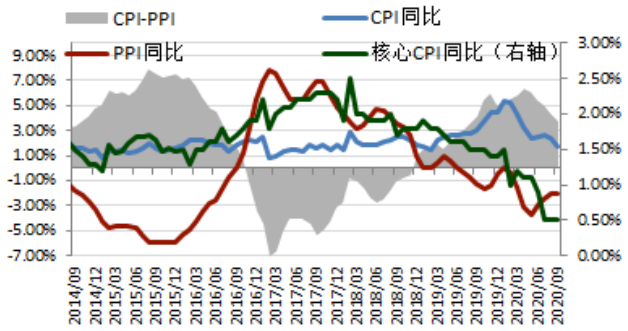


图 10：22 省市猪肉均价及同比



图 11：CPI 与 PPI 同比



资料来源：Wind、中财期货

三、人民币引起央行关注

央行货币政策保持中性。10 月公开市场小额净投放，资金利率中枢抬升。10 月公开市场共有逆回购投放 9300 亿元，逆回购到期 11900 亿元，MLF 投放 5000 亿元，MLF 到期 2000 亿元，另有国库现金定存投放 500 亿元，国库现金定存到期 800 亿元，全月广义公开市场累计净投放 100 亿元。10 月 20 日公布的最新贷款市场报价利率（LPR）维持不变，1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%,LPR 报价已经连续 6 个月按兵不动。10 月 DR007 均值 2.24%,较上月抬升 7BP。

央行从 2020 年 10 月 12 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0。结合前几次准备金率调整的政策意图和市场环境看，此次调整风险准备金率释放出人民币升值过快已经超过央行容忍度的信号。10 月底 11 月初，人民币汇率再次快速升值，建议关注央行会不会有新的动作。如果央行结合利率工具调节，会利多国债。

图 12：银行间货币市场利率

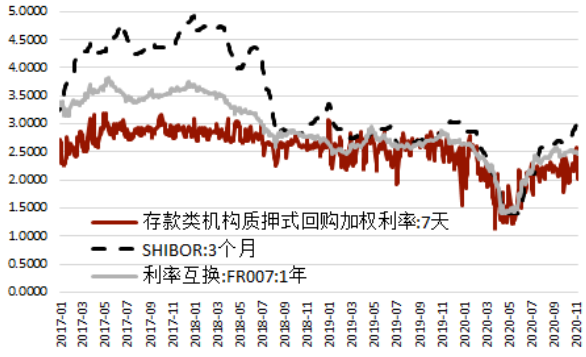


图 13：人民币兑美元

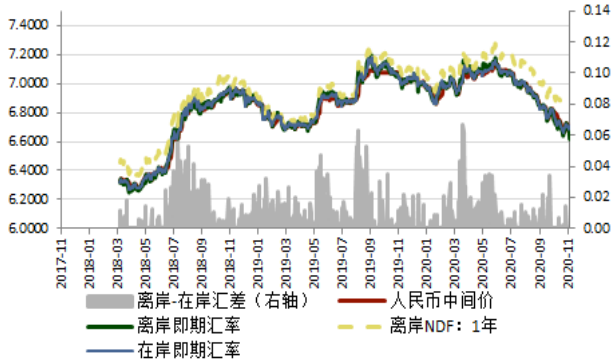


图 14：大行理财品年化收益率



图 15：10 年期国债与 1 年期 IRS 利差

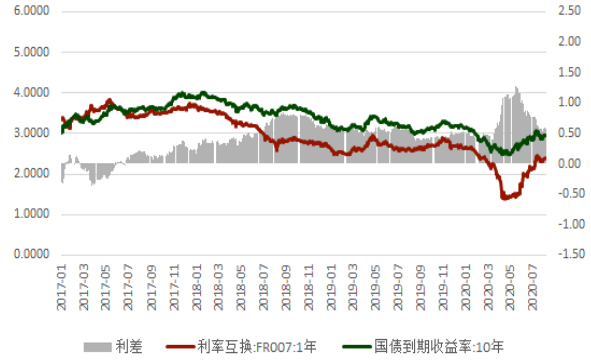


图 16：中美 2 年期国债利差

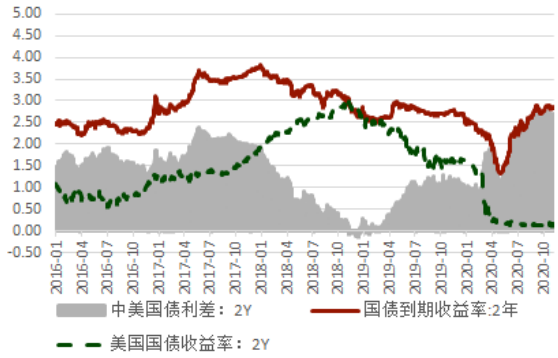
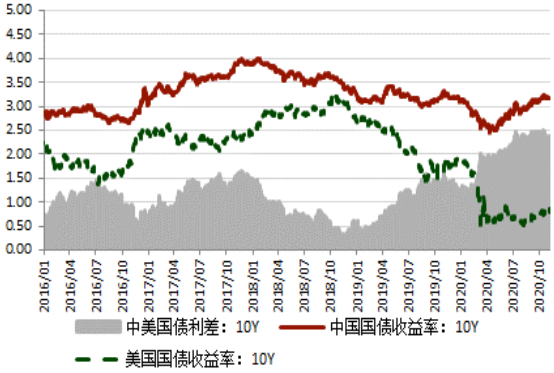


图 17：中美 10 年期国债利差



资料来源：Wind、中财期货

四、股债关系

上证 50 与期债价格负相关性减弱。由于前期利率反弹，股市上涨，股权风险溢价大幅降低，买债价值提升。当前主要是需要等待驱动因素的产生。股市估值修复之后，大盘继续上涨受到流动性和基本面制约。我们认为，股债价格上升，均有赖于货币宽松力度加大。

图 18：T 与上证 50 走势



图 19：A 股市盈率倒数/10 年期国债收益率



资料来源：Wind、中财期货

五、行情展望

当前期债估值偏低，具有配置价值。11 月通胀压力不大，期债走势可能主要取决于国内地产和避险因素影响。当前银行超额准备金率处于低位，需求不能再差很多，期债下跌空间有限，再加上汇率升值太快，可以博弈央行边际放松。

走势来看，目前结束了 4 月份以来的下跌趋势转入震荡走势。如果进入周线级别上涨，T2012 可能到 100 附近。

建议 T2012 多单持有，参考 97.255 止损。期价下跌风险主要是，房地产成交加速或者通胀预期上升。

继续震荡 关注成交量

宏观金融

股指月报

2020 年 11 月 5 日

■ 观点逻辑

股指目前仍然处于震荡行情中，市场的中期主线仍然是流动性与基本面的博弈。经济的良好增长无疑为市场的上涨提供了基本面的支撑，使得股指大幅下跌的可能性比较低。但另一方面，从估值角度来看，股价相对于企业盈利依然偏高，而流动性的收紧也抑制了股指估值的继续扩张。叠加外部风险等因素的压制，股指向上的驱动也不足。表现在盘面上，就是股指持续的低量震荡，市场动能不足，缺乏突破的驱动。

外部风险成为了短期的重要扰动因素。一是美国大选进入冲刺阶段，如果美国大选尘埃落定，那么由此所产生的不确定性可能会消除，短期可能会存在一段消息的真空期，但是美国的刺激政策、中美关系等不确定性仍然会长期存在。二是海外疫情风险，海外疫情的二次高峰可能会影响市场对于世界经济恢复的预期，从而抑制全球市场的风险偏好。如果全球风险资产均回调，那么 A 股可能也难独善其身。A 股大概率会彰显韧性，但偏弱的可能性很大。

综合来看，目前市场仍然比较缺乏突破的驱动，A 股可能会继续震荡。随着三季报披露、美国大选、蚂蚁集团上市等不确定性的落地，A 股可能会迎来消息的真空期，并出现反弹，但是反弹的力度有很大不确定性。从估值和流动性的角度来看，反弹空间可能不会很大。盘面上建议关注成交量，如果量能没有明显的放大，那么股指大概率仍然在震荡结构中。

■ 主要矛盾点

利多：经济增长情况良好；三季报、蚂蚁上市等不确定性落地

利空：宏观流动性收紧；外部风险扰动

■ 操作建议

震荡，IF【4400,5000】，IH【3100,3500】，IC【6100,6900】

■ 风险提示

美股高位回调；海外疫情二次爆发；中美摩擦加剧



一、行情回顾

股指在 10 月继续震荡，结构性明显，蓝筹股相对成长股占优，沪深 300 指数涨 2.35%，上证 50 涨 1.48%，中证 500 指数跌 1.31%。板块涨跌分化，汽车、家用电器、电器设备领涨，涨幅均超 6%；休闲服务下跌 9.2%领跌。从市场风格来看，蓝筹股相对成长股占优，IC 当月/IH 当月比值从 10.9 日的 1.93 下降到 10.30 日的 1.85。

10/1-11/2期间沪深300板块贡献以及子指数、个股涨跌幅

行业/股数	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点
银行/21	16.74	7.78	39.46	食品农业/8	4.76	4.41	3.33	商贸物流/13	2.24	2.13	3.70
地产/11	4.00	2.34	-10.41	新能源/7	1.59	7.29	15.31	传媒/7	1.29	2.41	-0.14
券商/28	8.21	8.36	-22.02	钢铁水泥/7	1.75	0.13	-1.12	通信/7	2.00	2.41	3.41
保险/5	9.68	4.58	5.03	机械/5	1.56	1.41	2.26	电气/5	1.07	1.24	3.14
医药/28	6.05	10.04	4.80	电力/10	2.22	0.60	0.57	自贸区/4	0.57	0.23	0.83
煤炭/6	0.97	0.58	1.90	石油/6	1.31	0.33	-0.85	综合/6	1.58	2.41	-6.33
有色/15	2.05	1.89	3.53	汽车/11	2.40	3.66	28.07	航天/6	0.70	1.49	2.14
建工/16	3.67	2.66	2.67	环保/3	0.19	0.30	-0.03	铁路/3	1.01	1.05	0.56
家电/10	5.47	3.76	40.25	信息/32	6.98	16.72	14.73	航空/5	0.96	0.54	4.78
酿酒/5	7.34	6.76	34.08	化工/10	1.65	2.48	5.15	沪深300	100	2268亿/天	133.44

贡献	成份股	权重	涨跌幅%	贡献点	拖累	成份股	权重	涨跌幅%	拖累点
1	招商银行	2.9852	11.81	19.68	1	中信证券	1.505	-6.49	-5.46
2	美的集团	1.9617	14.88	16.30	2	中国国旅	0.6906	-12.80	-4.94
3	格力电器	2.2115	12.93	15.96	3	上海机场	0.6537	-8.19	-2.99

子指数	涨跌幅%
300汽车	29.85
300媒体	11.19
300饮料	7.04
300电气	6.10
300材料	4.90
300硬件	4.79
300银行	4.44
300保险	0.88
300电力	0.79
300制药	-0.23
300软件	-3.60
300地产	-3.68
300券商	-5.47
300电信	-5.72
300国防	-6.27

来源：中财期货研究院 Wind

沪深 300 指数上涨，主要是受到了家电、银行、酿酒行业的推动。从沪深 300 子指数的表现来看，汽车的涨幅最大，达到了将近 30%；国防军工、电信、券商的跌幅靠前。个股方面，招商银行、美的集团、格力电器成最大贡献；中信证券、中国国旅、上海机场成最大拖累。

10/1-11/2期间中证500板块贡献以及子指数、个股涨跌幅

行业/股数	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点
硬件/35	8.968	15.06	-12.37	建工/18	4.175	1.71	-15.07	煤炭/7	2.072	1.37	4.72
软件/25	4.084	8.42	-21.09	综合/14	2.506	2.52	-20.77	环保/13	2.172	0.65	-7.87
房地产/35	5.853	2.53	-30.09	建材/7	1.720	1.98	0.84	生物/7	1.193	2.89	-1.91
医药/41	8.242	9.49	-24.43	军工/9	2.044	2.64	-7.66	酿酒/4	0.419	0.61	3.49
机械/23	5.243	5.70	25.00	食品农业/21	3.236	4.59	-19.59	电力/13	2.696	2.86	19.39
化工/28	5.949	3.92	46.32	家电/10	2.288	1.06	3.02	造纸印刷/7	1.170	1.42	3.63
有色/21	4.965	3.53	-3.47	服装/6	0.850	0.97	12.93	金融/12	3.117	4.60	-22.41
电气/19	2.967	3.82	8.69	消费/11	1.318	0.93	-7.91	新能源/11	1.868	6.26	23.74
物流/13	2.502	0.84	-0.72	港口/7	1.658	0.36	1.39	公用/6	1.475	0.76	-1.39
传媒/24	3.684	2.51	-22.00	汽车汽配/16	3.258	4.25	48.42	钢铁/11	2.341	1.18	-7.21
电商零售/18	4.196	2.69	-4.40	通信/8	1.765	1.58	-11.17	中证500	100	日均1121.2亿	-49.39

贡献	成份股	权重	涨跌幅%	贡献点	拖累	成份股	权重	涨跌幅%	拖累点
1	蓝盾股份	0.24	60.79	17.38	1	恒源煤电	0.446	-15.73	-8.535
2	中集集团	0.298	43.42	15.74	2	海航基础	0.237	-24.30	-7.007
3	先导智能	0.243	36.39	10.76	3	云南铜业	0.634	-8.35	-6.438

子指数	涨跌幅%
500原料	2.61
500工业	2.53
500公用	2.16
500可选	2.12
中证500	-0.80
500能源	-1.79
500医药	-2.20
500消费	-4.09
500信息	-5.10
500电信	-5.32
500金地	-6.02

来源：中财期货研究院 Wind

中证 500 指数下跌，主要是受到了软件、房地产、医药、传媒、综合、金融等板块的拖累，虽然汽车汽配和化工表现强势，但指数整体仍然偏弱。从子指数的涨跌幅来看，原料和工业涨幅较大；金地、电信、信息、消费跌幅靠前。个股方面，蓝盾股份大涨超 60%成最大贡献，恒源煤电成最大拖累。

图 1：IF 基差走势

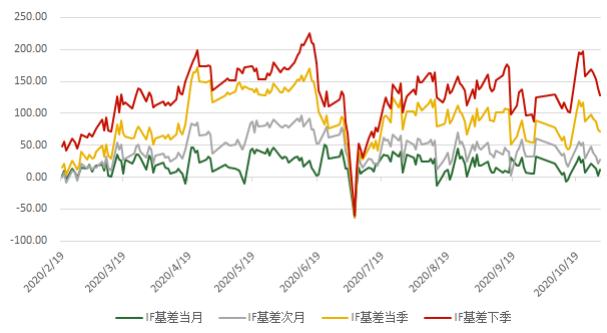


图 2: IH 基差走势

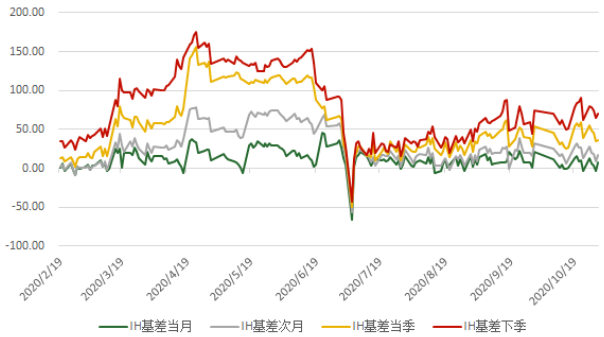


图 3：IC 基差走势

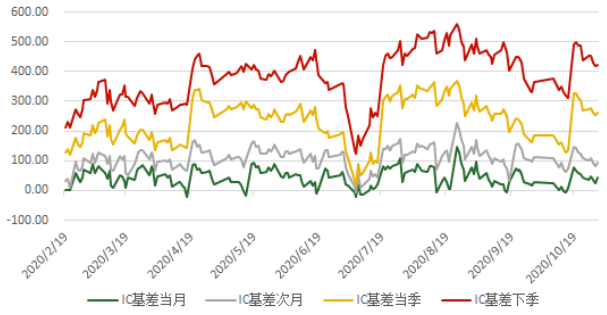


图 4: IC 当月/IH 当月



资料来源：wind、中财期货

二、市场数据

图 5：股权融资规模（亿元）

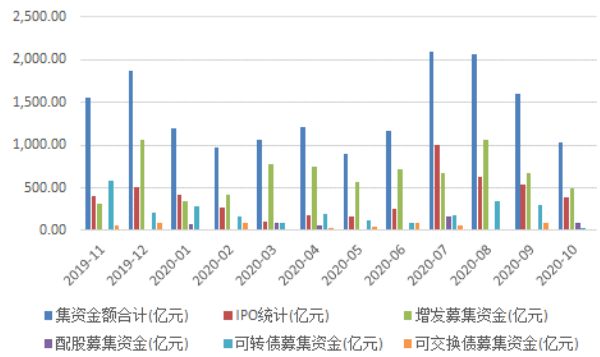


图 6：解禁市值（万元）

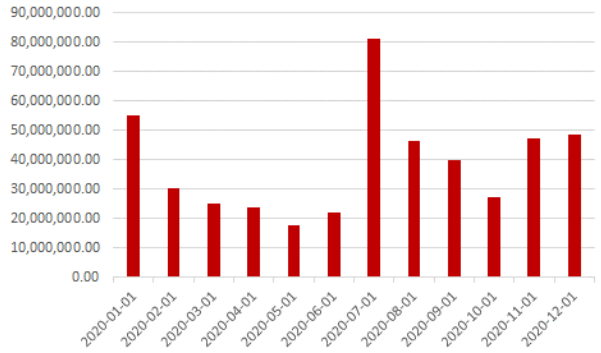


图 7：两市成交额（亿元）

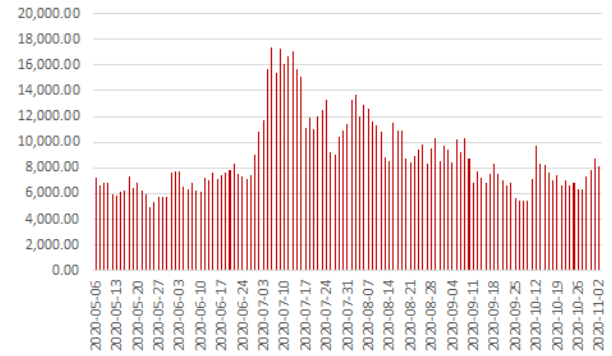


图 8：两融规模

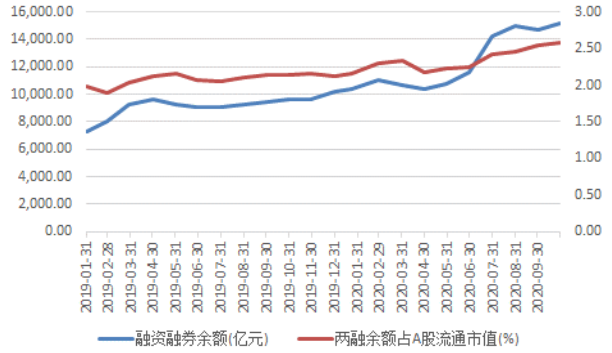


图 9：北向资金成交统计（亿元）

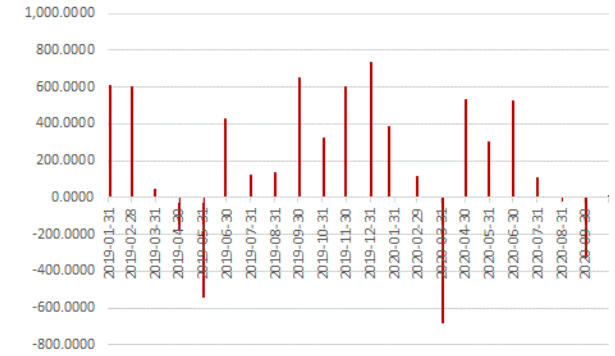


图 10： 市值因子表现

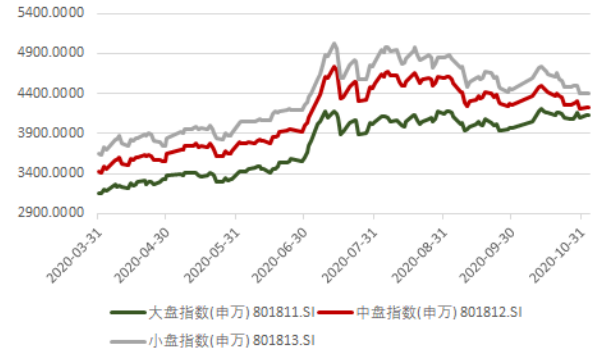


图 11：估值因子表现

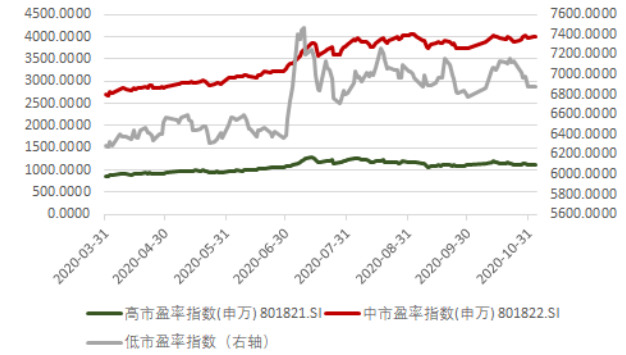


图 12：盈利因子表现

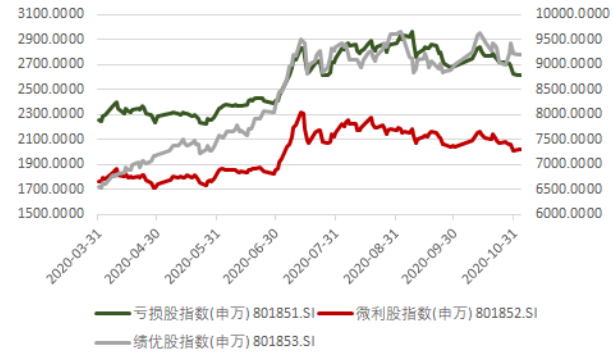


图 13：市盈率 TTM

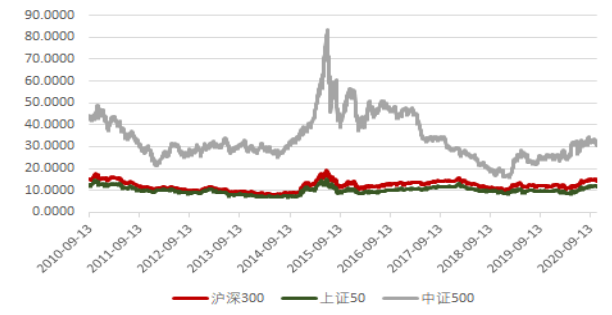
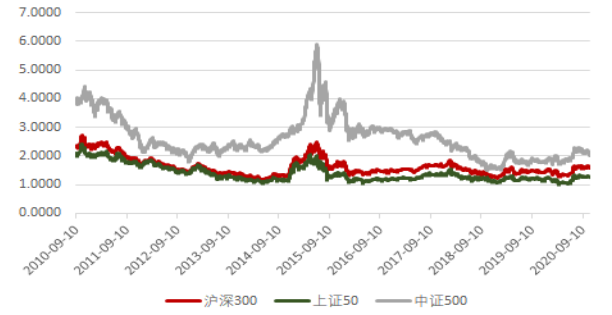


图 14：市净率 PB



资料来源：Wind，中财期货

10 月的股权融资规模较 9 月继续下降，已经降至年内较低位置。10 月股权融资共募集资金 1027 亿元，其中主要来自 IPO、增发以及配股。10 月 IPO 共 26 家，募集资金 395 亿元；增发 26 家，募集资金 491 亿元；配股 3 家，募集资金 96 亿元。

从成交量上来看，10 月的两市成交额较 9 月末有所放量，主要区间在【6300 亿，9000 亿】，其中 10.12 日达到了 9710 亿元，录得峰值。北向资金 10 月共流入 0.2 亿元，较 9 月出现明显好转。其中，10.9 日净流入 112.7 亿元，10.12 日净流入 135.1 亿元。融资盘仍处于高位，10.30 日的融资余额为 14149 亿元，较上月继续增加。

估值方面，沪深 300 市盈率 TTM 为 14.4，上证 50 市盈率 TTM 为 11.4，中证 500 市盈率 TTM 为 30.3。目前股指的市盈率处于历史较高位置，沪深 300 指数的市盈率位于近 5 年 91%分位点，近 10 年 90%分位点。上证 50 指数位于近 5 年 83%分位点，近 10 年 88%分位点。中证 500 的市盈率位于近 5 年 53%分位点，近 10 年 53%分位点。

市场风格方面，蓝筹股继续占优，IC 当月/IH 当月比值从 9.9 日的 1.96 下降到 10.30 日的 1.85。蓝筹股在本阶段相对占优的原因主要是由于流动性和外部风险的双重压制抑制了股指估值的继续扩张，资金趋向于防御性，蓝筹股属性明显的 IH 相对 IC 占优。

三、重点关注事件

3.1 美国大选成为了市场上目前的重要关注点，截至 11.4 日，根据目前的结果来看，特朗普连任的可能性较大，但目前仍存在变数。一是邮寄选票增多，相比 2016 年 3300 万张的邮寄选票，今年总计 9101 万张的邮寄选票接近翻了三番，由于邮寄选票寄送时间的延迟、计票时间更长、以及可能造成误差的争议，如此大比例的邮寄选票将使得今年的选情变得更为复杂。二是，选举双方可能会拒绝承认结果，如果这一情况发生，那么选举周可能会变成选举月，由此带来的不确定性大幅增加。从本次大选候选人的主要观点看。拜登提高个人所得税和企业所得税的政策对中长期盈利预期的削弱可能将打压市场风险偏好，同时在金融监管方面致力于维持和扩大将零售银行机构与高风险投资业务分开的保护措施短期也可能对市场风险偏好形成抑制，但也会降低杠杆资金投机炒作，促使市场定价更回归基本面，降低不合理波动；而特朗普放松金融监管，加上对美联储宽松政策施压，虽然利好股市流动性改善，但同时暗含更大的金融风险。综合来看，拜登当选可能利空美股、利多贵金属。而对于 A 股来说，拜登当选最直接的利好是有助于缓解中美贸易冲突，改善 A 股市场风险偏好，前期受贸易战打压受损的行业与公司有望得到修复。

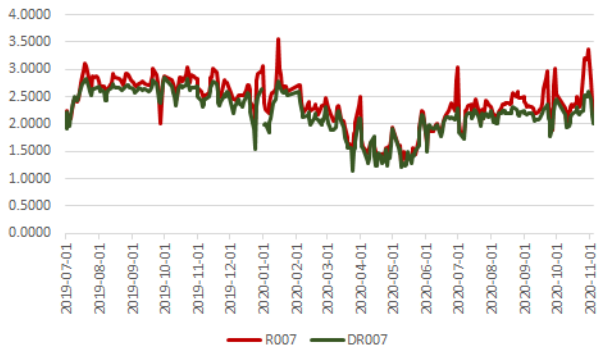
3.2 11 月 3 日晚间，蚂蚁集团宣布暂缓上市。回顾蚂蚁集团上市重要时间线：8 月 25 日，上交所受理蚂蚁集团科创版上市申请。蚂蚁集团同时向上交所和港交所递交了招股书，上市迈出了关键性的一步；10 月 21 日，证监会同意蚂蚁科技集团股份有限公司科创版 IPO 注册；10 月 29 日，开启线上线下同步申购；11 月 2 日，公布网上打新中签结果；11 月 3 日，蚂蚁集团暂缓上市。目前蚂蚁集团已经宣布推迟上市，按照相关规定估计，蚂蚁重新上市的时间至少要被推迟半年左右。蚂蚁上市的推迟短期内对蚂蚁概念及其它互联网金融股票大概率会造成比较大的冲击，需要注意风险，同时网络小贷新规的收紧可能短期会利好银行股。而对于股市的存量资金来说，是否会因为蚂蚁集团推迟上市而出现资金回流的现象则仍有很大的不确定性。

四、宏观面分析

图 15：10 月 PMI 为 51.4



图 16：利率



资料来源：wind，中财研究院

2020 年 10 月中国官方制造业 PMI 为 51.4%，前值 51.5%。分项来看，10 月生产指数下降 0.1 个百分点至 53.9%，整体景气度在高位保持平稳。10 月新订单指数 52.8%，持平于 9 月，其中，新出口订单较 9 月提升 0.2 个点，新出口订单指数连续 7 个月回升，显示出外需持续回暖。从企业规模来看，大中型企业维持在景气区间，小型企业景气度小幅回落，大中小型企业景气度分别为 52、50.6 和 49.4。

近期需求端加速回暖，内外需双双向好，可谓是给市场打了一针强心剂。目前国内经济恢复情况良好，并且生产端与需求端的差距正在收敛，强生产弱需求的情况在逐渐改善，为经济恢复的持续性提供了支撑。值得一提的是外需方面，虽然欧美正面临二次疫情爆发的风险，但是海外经济重启的趋势仍在，外需改善明显。同时由于发展中国家经济恢复可能会慢于发达国家，从而可能出现生产无法补给欧美需求，订单转移到中国的情况，因此对外需恢复的持续性仍可以保持一个乐观的态度。

对于 A 股来说，主线仍然是基本面与货币政策的博弈，经济的良好增长无疑为市场的上涨提供了基本面的支撑，使得股指大幅下跌的可能性比较低。但另一方面，从估值角度来看，股价相对于企业盈利依然偏高，而流动性的收紧也抑制了股指估值的继续扩张。叠加外部风险等因素的压制，股指向上的驱动也不足。表现在盘面上，就是股指持续的低量震荡，市场动能不足，缺乏突破的驱动。

五、后市分析

短期来看，股指仍然处于震荡行情中，市场的中期主线仍然是流动性与基本面的博弈。经济的良好增长无疑为市场的上涨提供了基本面的支撑，使得股指大幅下跌的可能性比较低。但另一方面，从估值角度来看，股价相对于企业盈利依然偏高，而流动性的收紧也抑制了股指估值的继续扩张。叠加外部风险等因素的压制，股指向上的驱动也不足。表现在盘面上，就是股指持续的低量震荡，市场动能不足，缺乏突破的驱动。

外部风险成为了短期的重要扰动因素。一是美国大选进入冲刺阶段，目前尚未决出最终胜者，如果美国大选尘埃落定，那么由此所产生的不确定性可能会消除，短期可能会存在一段消息的真空期，但是美国的刺激政策、中美关系等不确定性仍然会长期存在。二是海外疫情风险，随

着海外疫情的二次高峰，德法等国再次宣布封城，这可能会影响市场对于世界经济恢复的预期，从而抑制全球市场的风险偏好。如果全球风险资产均回调，那么A股可能也难独善其身，尤其是美国科技股的下跌，可能会使A股相关概念股受到比较大的影响。A股大概率会彰显韧性，但偏弱的可能性很大。

综合来看，目前市场仍然比较缺乏突破的驱动，A股可能会继续震荡。随着三季报披露、美国大选、蚂蚁集团上市等不确定性的落地，A股可能会迎来消息的真空期，并出现反弹，但是反弹的力度有很大不确定性。从估值和流动性的角度来看，反弹空间可能不会很大。盘面上建议关注成交量，如果量能没有明显的放大，那么股指大概率仍然在震荡结构中，震荡区间为IF【4400,5000】，IH【3100,3500】，IC【6100,6900】。股指间来看，如果受到美国大选落地等因素的影响，纳斯达克指数可以继续表现强势，那么IC可能会在震荡反弹的过程中相对占优，目前IC与IH的比价基本已经下降到2月中旬的水平，向上的空间较大；而如果发生全球股市高位持续回调的情况，那么防御性和确定性更高的IH则可能继续占优。

金价可能延续震荡

贵金属月报

2020 年 11 月 5 日

■ 观点逻辑

避险属性可能短期支撑黄金表现，但美元走强概率偏大，加上疫情对通胀预期的打压可能会拖累金价。11 月可能维持震荡走势，参考区间 390-415。长期仍然看涨。

■ 主要关注点

欧元与美元指数、美国大选

■ 操作建议

推荐目前做多金银比，参考区间 70-80，未来等待时机平掉白银空单留下黄金多单。

■ 风险提示

金价下行风险主要是美元走强，通胀预期下降；金价上行风险主要是美元持续走弱，或者欧美刺激力度超预期。



一、行情回顾

10 月金价震荡无方向。金价走势与美元保持比较高的负相关性。

图 1：COMEX 黄金指数日 K 线走势



资料来源：文华财经、中财期货

表 1：黄金与美元等的相关系数

	COMEX金		
	最近三个月	最近半年	最近一年
美元指数	-0.60	-0.91	-0.73
美国十年期TIPS	-0.74	-0.95	-0.98
美国十年期国债收益率	-0.55	-0.18	-0.79
标普500VIX	-0.59	-0.48	0.14
WTI原油	0.46	0.61	-0.38
通胀预期	0.02	0.88	0.12

资料来源：Wind，中财期货

图 2：金价与 10 年期国债实际收益率



图 3：金价与美元指数



图 4：金价与标普 500 指数

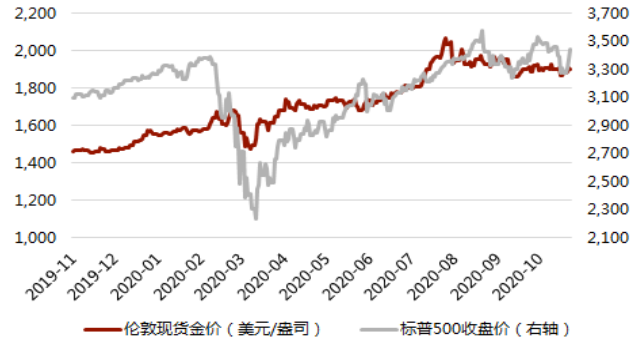
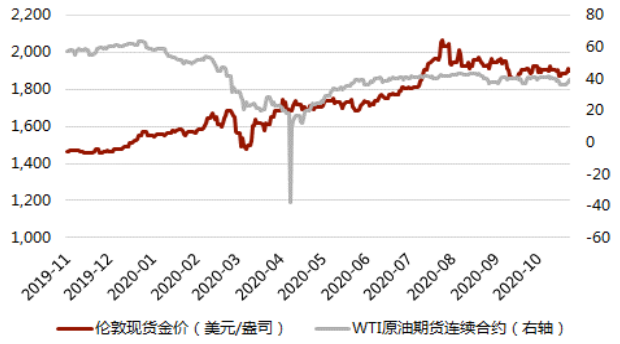


图 5：金价与 WTI 原油价格



资料来源：Wind、中财期货

二、欧元承压 美指走强概率大

欧美疫情再次大爆发，德国总理默克尔将在德国施行自春季全国性封锁以来最严厉的防疫限制，关闭酒吧、餐馆等以遏制新冠病毒迅速传播，法国总统马克龙宣布因新冠肺炎病例激增，在法国实施全国范围的新封锁，封锁措施持续至 12 月 1 日。封锁政策导致欧美通胀预期分化，美欧实际利差降至相对低位，未来欧元区加大宽松力度几率偏大，或将推升美元指数走强，并打压贵金属价格。经济方面来看，由于欧洲疫情严重拖累其服务业发展，而美国数据表现偏强，因此基本面上美国强于欧洲，也支持美元走强。如果美元走强，可能引发贵金属价格调整。

长期来看，我们认为政府将继续推出刺激政策，流动性将维持宽松，长期通胀预期趋于上升，金价走势仍然向上。

图 6：全球新冠肺炎确诊:当日新增

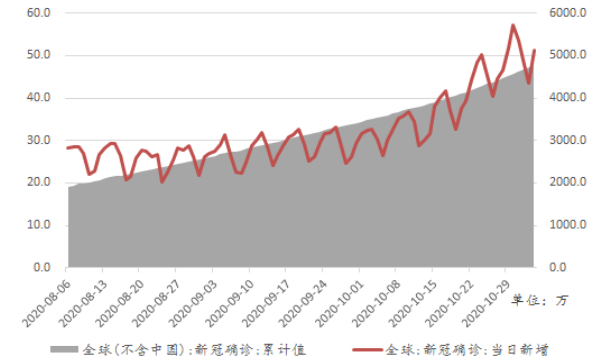


图 7：分国家当日新增确诊人数

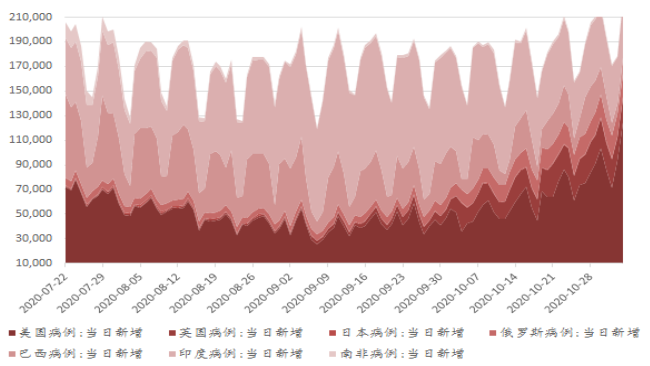


图 8：美欧实际利差与美元指数

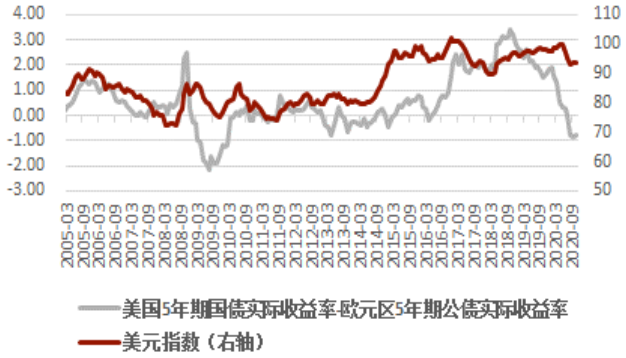


图 9：美国通胀预期与实际利率

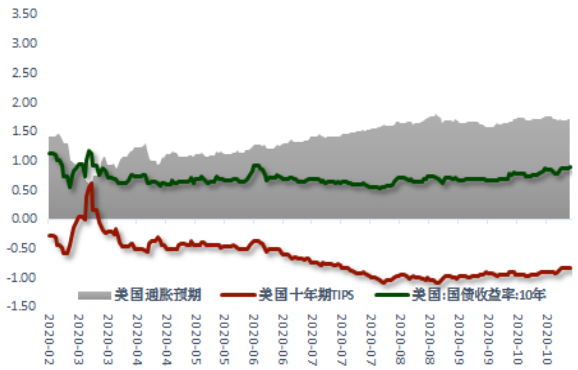


图 10：美国制造业 PMI 与耐用品新订单同比增速

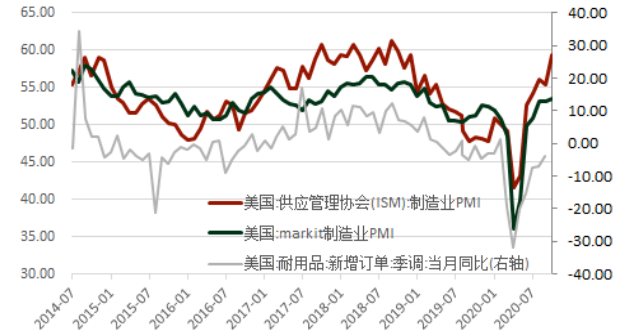
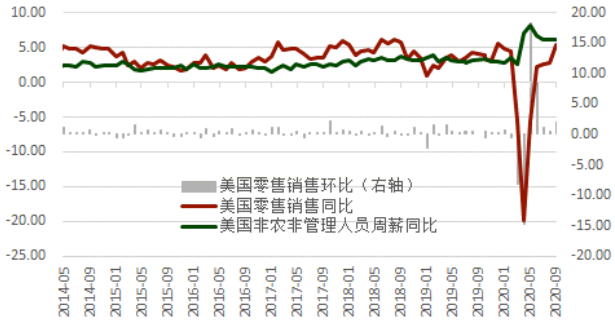


图 11：美国零售销售与非农周薪同比



资料来源：Wind、中财期货

三、美国大选胜负难料

美国总统大选结果悬而未决。据爱迪生研究的数据，拜登的支持率为 49.4%，特朗普为 48.8%，目前计票已完成 99%。法律专家称，选举结果可能会在各州因为一系列问题的诉讼而难产，这些问题包括迟到的选票能否被计入。差距太小叠加争议，现在比较还比较难以判定谁会出任下一届美国总统。目前来看，双方争执不下，未来最高法院可能会介入。在不确定性的环境下，黄金适合作为多头对冲品种，也有利于金银比抬升。但如果不确定性消失，则相反。

图 12：恐慌指数

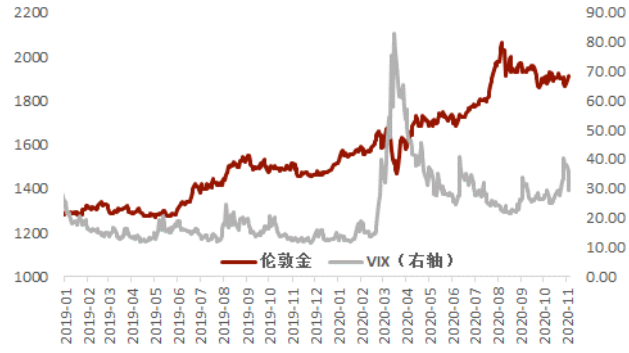
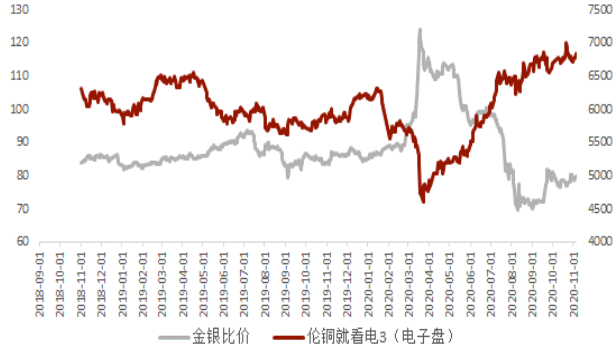


图 13：伦敦金/伦敦银

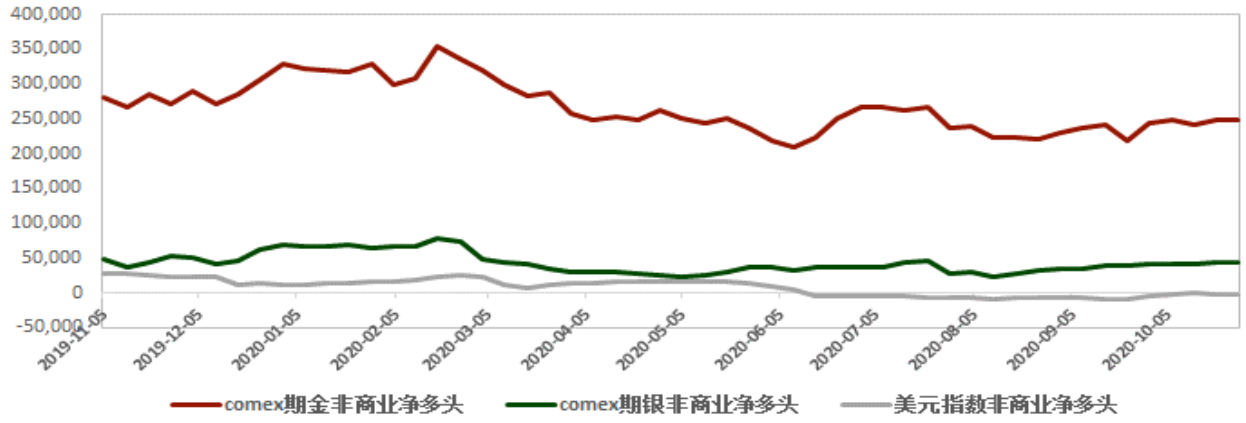


资料来源：Wind、中财期货

四、持仓数据

CFTC 报告显示，截至 2020/10/27，Comex 黄金非商业净多头寸 248634 手，Comex 白银非商业净多头寸 44631 手，美元指数非商业净多头寸-1254 手。

图 14：CFTC 美元指数和黄金白银期货非商业净多持仓



资料来源：Wind、中财期货

截至 2020/11/4，SPDR 黄金 ETF 持仓量 1252.42 吨，SLV 白银 ETF 持仓量 17462.08 吨。

图 15： SPDR 黄金 ETF 持仓（吨）

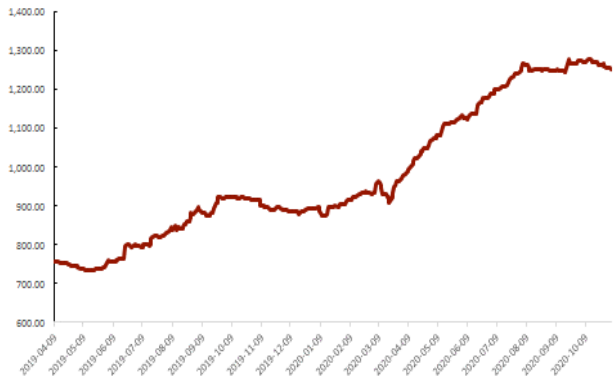
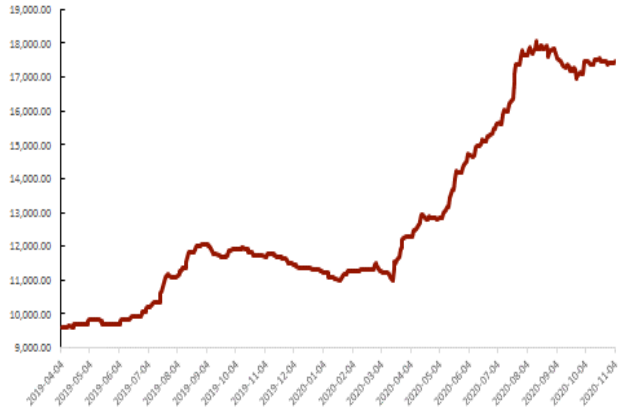


图 16： SLV 白银 ETF 持仓（吨）



资料来源：Wind、中财期货

五、行情展望

避险属性可能短期支撑黄金表现，但美元走强概率偏大，加上疫情对通胀预期的打压可能会拖累金价。11 月可能维持震荡走势，参考区间 390-415。长期仍然看涨。

综合考虑，推荐目前做多金银比，参考区间 70-80，未来等待时机平掉白银空单留黄金多单。

中财期货有限公司

地址：上海市浦东新区陆家嘴华能联合大厦 23 楼
总机：021-68866688　传真：021-68866666　全国客服：400 888 0958　网站：http://www.zcqh.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

郑州营业部
河南省郑州市金水区未来路 69 号未来公寓 707、716、816 室
电话：0371-65611075

太原营业部
山西省太原市小店区晋阳街天骄科技园 1003 室
电话：0351-7091380

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

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

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

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

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

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

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

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

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

特别声明：

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