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2日 / 第38期/总第279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
奶牛养殖企业盈亏平衡分析 / 01

02 热点聚焦
保险：银保监会就人身险保单质押贷款新规征求意见 / 9
租赁：中国融资租赁（西湖）论坛第七次主题峰会在杭州举办 / 11

03 精彩推荐
基建为何低增，钱都去哪儿了？ / 13

04 共同关注
宏观经济 / 20　政策法规 / 20　产业信息 / 20
金融行业 / 21　宁夏财经 / 21

05 云数据
农产品 / 23　工业品 / 24
金融类 / 29　经济类 / 31

内容提要

本期需重点关注的内容有：

1、原创天地：《奶牛养殖企业盈亏平衡分析》

自 2015 年以后，原奶价格在经历了两年的震荡期后进入上涨期，截止 2020 年 9 月，原奶销售均价为 3.85 元/kg，比近 5 年的最低价 3.37 元高出 14.24%。为了判断不同规模奶牛养殖企业经营利润情况，本文分别对只考虑单头成乳牛投入产出和牛群结构两种情况下的盈亏平衡进行了测算。结果显示，在只考虑单头成乳牛投入与产出的情况下，小规模奶牛养殖企业盈亏平衡点的原奶价格最低，大规模最高。但盈亏平衡点的原奶价格仍然远低于市场上销售价格，各类规模的奶牛养殖企业都有足够的安全区间，平均能够承受原奶价格下降幅度约 15%。也就是说，就目前原奶价格来说，各类奶牛养殖企业均能够获得经营利润。而考虑牛群结构情况下，会使盈亏平衡时的原奶价格提高，但从提高的幅度来看，大规模养殖奶企反而提升幅度最小，最有利。因此综合来看，在考虑盈利能力和前景的情况下，规模化养殖更具优势，与奶企相关的金融服务风险最小。

2、精彩推荐：《基建为何低增，钱都去哪儿了？》

受到新冠疫情影响，今年财政支持基建的力度明显加大，政府债券比去年多发行 3.6 万亿，但基建增速却一直维持在低位，最近两月还有所下滑，远远低于年初的预期。究其原因主要体现在以下几个方面：第一，财政资金支出增速较低。基建投资是否到位，主要看财政花钱速度能否跟上，然而今年一般财政支出和政府性基金支出加总，前 9 个月财政支出端的增速只有 5.4%，增速并不高，一般财政支出还处于负增长的状态。第二，各类财政资金投向基建的比例下滑，也是制约基建增长的重要因素。尽管最近几个月财政支出的增速有所回暖，例如，预算内+基金支出的单月增速在三季度就已经上升到了 10%以上，但基建投资增速反而下降了，主要原因在于财政支出的结构也发生了变化。第三，利率中枢抬升，城投融资增速下降。随着下半年利率中枢的抬升，城投平台债务的扩张速度也会受到影响，当前城投债净融资规模已经大幅萎缩，未来广义财政支出增速也会回落，从而制约基建的进一步增长。

3、云数据提示

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%。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。

10 月，赖氨酸 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，氨基酸价格大幅上涨。

上周，主要大型电厂补库、供暖、民用和工业用煤仍然处于相对较高的位置，煤价上涨。截至周五，秦皇岛动力煤（Q5500）市场价上涨至 611.5 元/吨，涨幅 1.80%。

上周，受疫情影响，需求预期降低，国际油价跌至五个月以来最低。截至周五，布伦特原油、西得克萨斯州中级轻质原油、欧佩克原油和国内原油价格现货价分别降至 36.42 美元/桶、36.17 美元/桶、37.12 美元/桶和 33.45 美元/桶，降幅分别为 13.51%、10.17%、10.59%和 9.42%。

奶牛养殖企业盈亏平衡分析

一、不同养殖规模成本构成和产出

（一）小规模养殖企业单头奶牛养殖成本最低

上篇文章我们分析过，不同规模的奶牛养殖企业，在整个奶制品产业链中的议价权不同。除此之外，不同的规模，其养殖成本和单产差异较大，如下表所示。

图表 1、不同规模的奶牛养殖企业每头奶牛平均年养殖成本和产出

项目	散养	小规模	中规模	大规模
平均产奶量（kg/头）	**5400.91**	**5619.26**	**6318.31**	**7703.78**
总成本（元/头）	**17159.37**	**16923.09**	**21097.78**	**25717.43**
生产成本	17118.12	16867.06	21017.23	25632.03
物质与服务费用	13051.93	13666.74	17851.54	22524.11
（一）直接费用	10855.99	11513.00	14588.67	18844.84
1.仔畜费	0.00	0.00	0.00	0.00
2.精饲料费	7858.99	8317.57	9080.75	10607.27
3.青粗饲料费	2367.53	2585.72	4515.75	6417.59
4.饲料加工费	39.71	28.23	34.43	27.15
5.水费	33.72	37.96	73.24	92.46
6.燃料动力费	115.69	114.03	263.26	459.70
电费	70.26	80.58	181.02	349.53
煤费	31.86	28.07	38.52	49.33
其他燃料动力费	13.57	5.38	43.72	60.84
7.医疗防疫费	162.88	155.33	233.97	427.76
8.死亡损失费	92.08	71.78	68.49	166.15
9.技术服务费	11.56	10.23	42.50	21.92
10.工具材料费	37.30	39.14	65.30	204.89
11.修理维护费	29.28	31.27	65.05	137.69
12.其他直接费用	107.25	121.74	145.93	282.26
（二）间接费用	2195.94	2153.74	3262.87	3679.27
1.固定资产折旧	2068.73	1986.92	2717.13	2989.55
2.保险费	50.00	37.11	134.57	84.18
3.管理费	8.15	14.29	194.21	414.41
4.财务费	0.00	0.23	96.96	95.70
5.销售费	69.06	115.19	120.00	95.43
人工成本	4066.19	3200.32	3165.69	3107.92
1.家庭用工折价	4003.16	2943.90	550.43	106.88
家庭用工天数	47.16	34.68	6.48	1.26
劳动日工价	84.89	84.89	84.89	84.89
2.雇工费用	63.03	256.42	2615.26	3001.04
雇工天数	0.56	2.53	24.29	25.70
雇工工价	112.55	101.35	107.67	116.77

土地成本	41.25	56.03	80.55	85.4

数据来源:《全国农产品成本收益汇编 2019》，西部担保研发部

图表 1 给出了四种不同养殖规模的奶牛养殖成本，从表中数据可以看出，大规模养殖企业单头牛的养殖成本最高，为 25717.43 元/头。小规模养殖成本最低，16923.09 元/头。从产出来看，大规模养殖的年单产最高，达到 7703.78kg/头；散养的年单产最低，为 5400.91kg/头。仅从产出的角度来看，规模化养殖能够增加奶牛单产。

（二）不同规模奶牛养殖企业单头奶牛盈亏平衡测算

对于奶牛养殖企业来说，能否实现盈亏平衡，至关重要。原奶价格不仅影响着着奶牛价值，同时还是关系着奶牛养殖盈亏平衡的重要指标。以上图表 1 给出数据来看，假定在成本不变的情况下，设原奶价格的盈亏平衡点为 x：

图表 2、不同养殖规模的奶企盈亏平衡对应的原奶价格

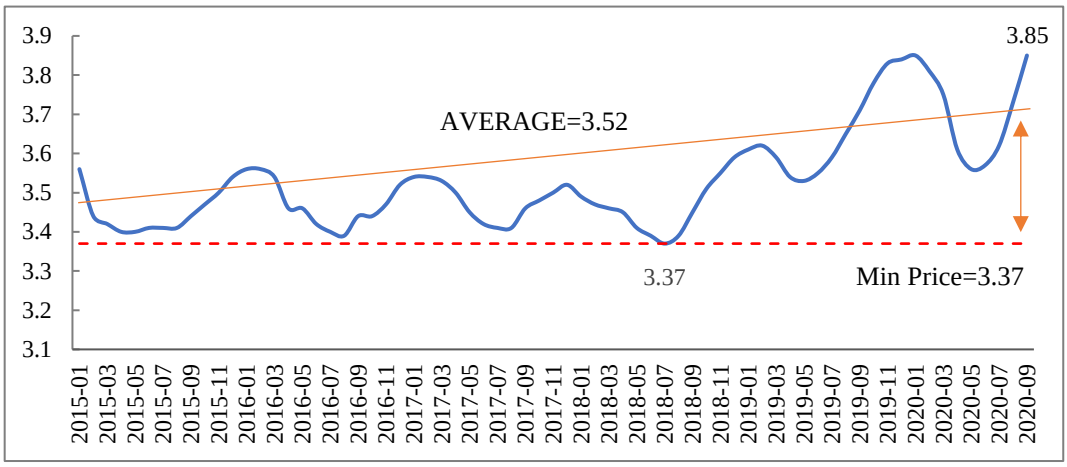
项目	散养	小规模	中规模	大规模
平均产奶量（kg/头）	5400.91	5619.26	6318.31	7703.78
总成本（元/头）	17159.37	16923.09	21097.78	25717.43
假设单价为 x 元/kg	x	x	x	x
计算公式	产量*单价=总成本			
得 x 为：	3.18	3.01	3.34	3.35

数据来源：西部担保研发部

从图表 2 中数据可以看出，四种不同养殖规模中，小规模养殖的盈亏平衡的原奶价格最低，为 3.01 元/kg，大规模最高，为 3.35 元/kg。从单头奶牛盈亏平衡点原奶的价格来看，小规模和散养更具竞争优势，之所以会表现出这种结果，主要因为国内规模化养殖仍在起步阶段，需要大量投入研发技术和设施才能达到更高的单产（主要表现在折旧成本较高）。在转型的过渡期中面临奶牛单产并没有远高于散养奶牛单产，但又必须得继续加大投入的困境。其次是原奶质量差价很小，导致大规模养殖相对收入没有明显的增加。但是从与大型乳制品企业合作关系来看，散养和小规模养殖户受原奶产量的限制很难成为大型奶企的供货商，议价能力有限。

2015 以后，原奶价格进入波动上升期。2015 至今的原奶价格进入震荡上升期，截止 2020 年 9 月，原奶价格 3.85 元/kg，比近 5 年的最低价 3.37 元高出 14.24%，从当前的趋势来看，原奶价格仍处于上涨期，与最低价的差额会更大，利好于奶牛养殖企业。

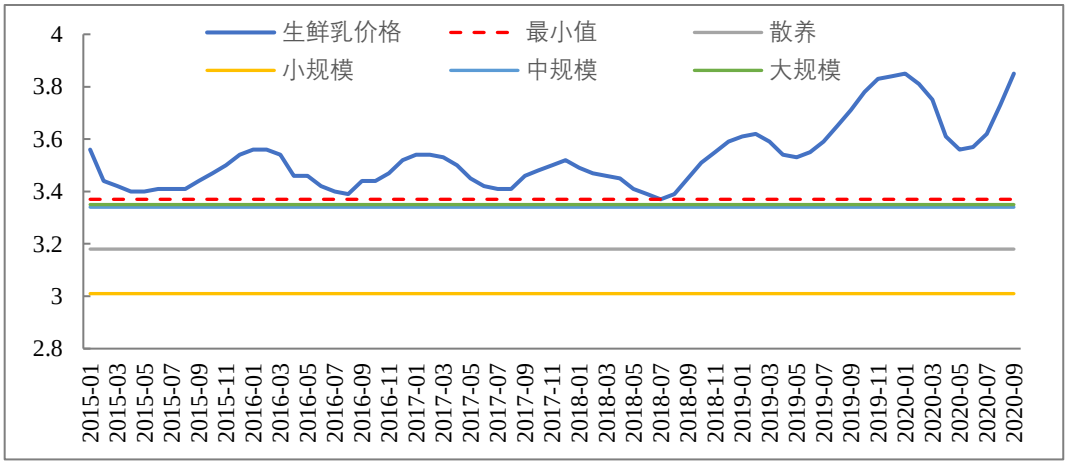
图表 3、近几年原奶价格变化情况



数据来源：wind，西部担保研发部

近几年原奶的最低价格为 3.37 元/kg，对应的散养奶企的安全区间[1]为 0.19 元/kg（3.37-3.18=0.19），同理，小规模奶企的安全区间为 0.36 元/kg；中规模奶企为 0.03 元/kg；大规模奶企为 0.02 元/kg。从安全区间来看，就单头奶牛来说，小规模奶企的安全距离最大，说明小规模奶企抗原奶价格下降的能力更强。但从利润的角度来看，只需大规模养殖奶企的销量为小规模奶企的 18 倍（0.36/0.02=18）时，两者的利润相等。大规模养殖牧场一般成年泌乳牛大于 1000 头，假设按 1000 头算，年产原奶 7703.78 吨。小规模养殖一般在 50~100 头，假设按平均 75 头计算，年产原奶 421.44 吨。两者的差距为 18.28 倍，从总利润的角度来看，规模化养殖占优。

图表 4、不同养殖规模盈亏平衡点价格与实际价格的差距



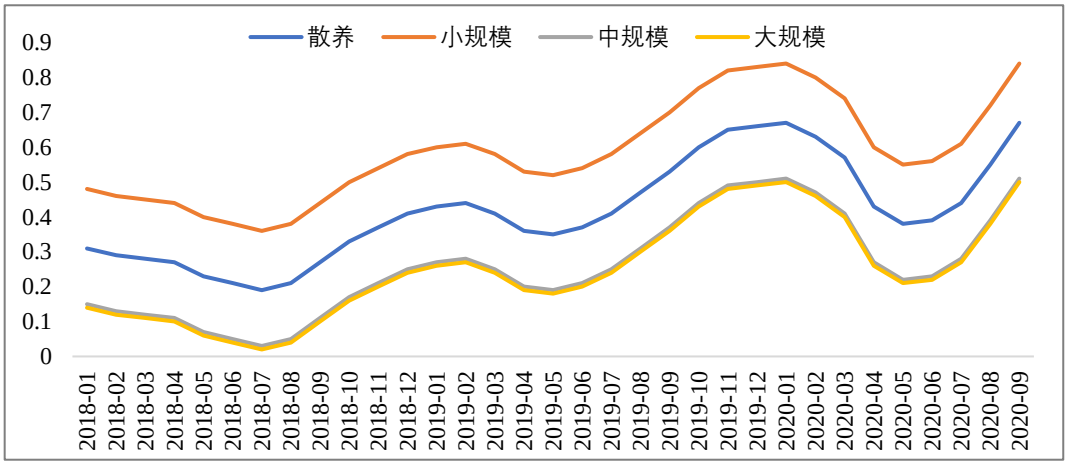
数据来源：wind，西部担保研发部

以上考虑原奶最低价的安全距离，以实际原奶价格来看，2020 年 9 月原奶价格为 3.85 元/kg，对应的散养奶企安全距离为 0.67 元/kg；小规模为 0.84 元/kg；中规模为 0.51 元/kg；大规模为 0.50 元/kg。也就是说以目前的原奶价格为基础，奶企能够承担原奶价

[1] 安全区间指分析时所选的价格与盈亏平衡点的价格之差

格下降空间为：散养奶企 19.88%；小规模 24.93%；中规模 15.13%；大规模 14.84%。从实际原奶价格波动来看，自 2015 年以来，原奶价格平均降幅为 4.52%，因此就目前原奶价格来说，各类养殖企业均处在相对安全区间，企业能够通过奶牛养殖获利，金融中介从事奶企金融服务风险可控。

图表 5、2018-2020.9 各类奶牛养殖企业安全区间变化情况



数据来源：西部担保研发部

二、不同养殖规模的奶牛最佳结构

第一节的分析建立在假设奶企只有产奶期的成乳牛，但是实际中奶企的牛群结构并非只有成乳牛，还有大量的青年牛和牛犊[2]等。由于非产奶牛的存在，会使得奶企的盈亏平衡点发生变化。

图表 6、全国奶牛养殖 20 强企业成乳牛占比

牧场名	牧场个数	存栏量（万头）	成乳牛（万头）	单个牧场养殖规模（头）	成乳牛占比
现代牧业	26	23.2	13.4	8923	57.76%
辉山	80	16	9.3	2000	58.13%
悠然牧业	38	11	5.4	2895	49.09%
圣牧高科	35	11.12	7.28	3177	65.47%
赛科星	27	13.2	6.5	4889	49.24%
澳亚牧场	7	8.23	4.48	11757	54.43%
光明牧业	27	7.1	4.5	2630	63.38%
首农牧业	32	8.47	4.5	2647	53.13%
恒天然	7	6	3.2	8571	53.33%
河北乐源牧业	8	6.2	3.22	7750	51.94%
中地牧业	8	6.47	3.61	8088	55.80%
富源牧业	14	6.1	3.1	4357	50.82%
原生态牧业	7	6.36	3.24	9086	50.94%
宁夏农垦贺兰山奶业	15	4.5	2.2	3000	48.89%

[2]青年牛指 6-24 个月的育成牛；牛犊指 0-6 个月的小牛。

中垦乳业	19	4	2	2105	50.00%
天津嘉立荷牧业	14	3.35	1.69	2393	50.45%
中鼎联合牧业	50	4	2	800	50.00%
前进牧业	12	3	1.6	2500	53.33%
新疆军垦牧业	18	2.99	1.5	1661	50.17%
新疆天澳牧业	13	2.21	1.08	1700	48.87%
平均值	——				53.26%

数据来源:《全国农产品成本收益汇编 2019》，西部担保研发部

从图表 6 中数据可以看出，全国奶牛养殖前 20 强企业的成乳牛占比大多在 50%~60%之间，其余为干奶牛、青年牛以及牛犊。根据我们上篇研究报告《原奶及饲料价格对奶牛价值的传导分析》，0-12 月的牛犊年饲养成本大约在 3669 元，青年牛年饲养成本大约在 7966 元，两种牛的平均成本为 5817.5 元。养殖场成乳牛平均占比为 53.26%，以大规模奶牛养殖牧场为例，假设整个牧场牛奶存栏量为 A，则为了使整个牧场盈亏平衡，原奶价格为 y，有：

25717.43*53.26%A+5817.5*（1-53.26%）A=53.26%A*7703.78*y

从而得到 y=4.00 元/kg，显然这个价格下，几乎所有的大规模牧场都面临着亏损。为了能够盈利，通常做法是降低养殖成本，提高单产、提高原奶销售价格。除此之外，还可以调整牛群结构，采用是逐步尝试法，假如成乳牛比例提升至 60%时，y 的取值为 3.84 元/kg，成乳牛比例上升至 70%时，y 取值为 3.66 元/kg。即随着成乳牛占比提升，y 取值下降，直到成乳牛占比达 100%，y 取值为 3.35 元/kg，与第一节分析结论相同。该结论基于成乳牛占比越高，牧场总产奶量越多。但是根据上篇研究报告《原奶及饲料价格对奶牛价值的传导分析》，我们发现，不同年龄段的成乳牛所产奶量不同。通常 3 岁左右的成乳牛整个生命周期能够产奶 45 吨原奶，4 岁成乳牛能够产奶 37.5 吨。因此考虑的成乳牛生命周期全部产奶量，并不是成乳牛占比越高越好。根据牧场养殖经验，当牧场中成乳牛占比在 50%~60%，牛犊占比 10%，青年占比 20%~30%时，整个牧场产奶量最高。结合上文成乳牛占比越高，y 取值越小，因此假设牧场成乳牛最优占比为 60%。

图表 7、考虑牛群结构时的原奶价格

项目	散养	小规模	中规模	大规模
平均产奶量（kg/头）	5400.91	5619.26	6318.31	7703.78
成乳牛养殖成本（元/头）	17159.37	16923.09	21097.78	25717.43
牛犊成本	3669	3669	3669	3669
育成牛成本	7966	7966	7966	7966
存栏量为 A	A	A	A	A
成乳牛产比	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

假设原奶单价为 y 元/kg	y	y	y	y
计算公式	成乳牛养殖成本*成乳牛占比 A+牛犊成本*牛犊占比 A+育成牛成本*育成牛占比 A* =成乳牛占比 A*单产*y			
得 y 为：	4.03	3.83	4.07	3.93

数据来源：西部担保研发部

注：不同规模的养殖场，牛犊和青年年饲养成本相差不大，因此在测算时假设一样。即牧场牛犊+育成牛的成本= 3669*10%A+7966*30%A

从图表 7 中数据可以看出，在考虑牛群结构后，大规模养殖场牛奶价格已经优于中规模养殖，很接近散养的奶牛价格。但从绝对数来看，以此得到的 y 值较高，已经略高于市场销售原奶平均价格（10 月以来原奶价格均高于 3.9 元/kg）。而且均高于近 5 年原奶销售的最低价格 3.37 元/kg。从以上数据的变化我们可以得出以下结论：

（1）考虑牛群结构后，奶牛养殖场盈亏平衡时的奶牛价格明显提升。其中散养提高了 26.30%，小规模提升了 27.22%，中规模提升了 21.75%，大规模提升了 14.45%。规模越大提升的越小，即考虑牛群结构后，规模越大的奶企反而更有利。

（2）以上得到的 y 值依旧偏大，本部分所用的成乳牛养殖成本数据直接从图表 1 获得,而图表 1 中的养殖成本是平均到每头奶牛身上的成本,随着牛场奶牛数量的提升，平均到每头牛身上的成本会下降，也就是说，随着奶牛养殖规模的增加，单头养殖成本下降，在单产不变的情况下，平衡价格也会下降。

（3）图表 7 中的 y 的取值最小的为 3.83 元，略低于原奶市场价格（3.85 元），其余规模养殖企业平衡价格均高于市场均价。主要因为图表 7 的测算仅考虑奶企原奶销售收入，并没有考虑淘汰奶牛和公牛等副产品收入，用副产品收入去消减养殖成本，会使奶企养殖成本大大下降。如大规模奶牛养殖平均每头奶牛副产品收入为 2855 元，消减相应的养殖成本，使成乳牛养殖成本下降 11.1%。而且考虑消减后的成本，大规模养殖的平衡 y 值为 3.56 元/kg，低于目前原奶平均销售价格，奶企有正的经营利润。

图表 8、考虑副产品后的不同规模奶牛养殖场的盈亏平衡原奶价格

项目	散养	小规模	中规模	大规模
副产品	2237	2477	2480	2855
考虑副产品消减后的成本	14922.37	14446.09	18617.78	22862.43
成本下降	13.04%	14.64%	11.75%	11.10%
考虑副产品后的平衡价格 y	3.60	3.39	3.67	3.56

数据来源：西部担保研发部

注：本表根据图表 7 的数据测算取得

为了进一步研究规模养殖能否更有利，我们对标美国的奶牛养殖业。在美国大规模奶牛牧场的经营利润高于小规模牧场。本文根据陈秀凤等研究结果发现，在 2006-2015

年美国各个规模的奶牛牧场几乎都持续拥有正向的经营会计利润，这说明了小规模牧场依然具备短期存在的基本条件和基础。但从利润的角度考虑，规模越大，经营会计利润越高，因此较小规模的牧场的规模扩张是其未来发展的必由之路。此外，当牧场规模从50头提升到500头时，每单位牛奶的成本会降低近一半；当超过500头规模时，成本依然会下降，但下降幅度变小，规模效应在奶牛养殖业同样存在。

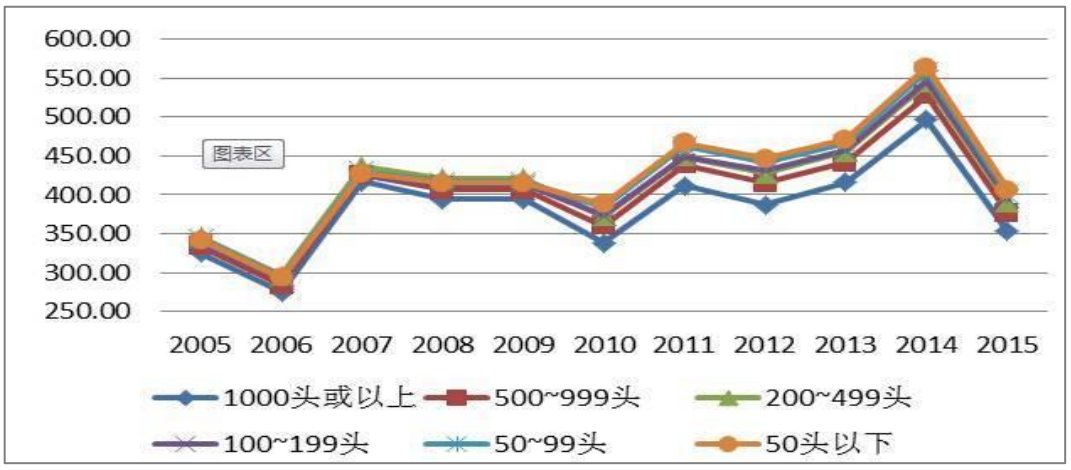
图表9、2006-2015年美国不同规模奶牛牧场的经营利润（美元/吨）

牧场规模	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1000头及以上	90.8	199.3	119.5	119.5	128.1	149.9	119.9	116.6	195.3	58.2
500-999头	60.2	163.1	163.1	84.2	116.2	130.3	91.3	76.3	166.4	33.7
200-499头	70.1	177.7	177.7	114.4	89.5	103.8	50.7	30.9	134.7	11.9
100-199头	70.8	166.7	166.7	114	95	115.3	49.6	31.3	148.6	33.5
50-99头	45.4	143.1	143.1	88.6	86.6	111.6	37.3	9.7	132.9	19.6
50头以下	71.9	167.8	167.8	116	68.6	87.1	8.4	-23.4	107.4	-3.3
全国平均	72.1	176.1	176.1	108.5	109.3	129.2	84	70.8	166.2	38.4

数据来源:《美国牧场牛奶生产规模效益研究》作者：陈秀凤。李胜利，曹志军

在美国，最大规模（存栏量≥1000头以上）的牧场的牛奶价格最低。2010年之后，牧场规模越小，其生产的牛奶价格越高。大规模牧场由于规模效应，成本控制能力较强，故即使在原奶售价较低的情况下，依然可以维护较高的毛利率。

图表10、2006-2015年美国不同规模奶牛牧场原奶价格变化



数据来源:《美国牧场牛奶生产规模效益研究》作者：陈秀凤，李胜利，曹志军

三、结论

（一）从综合盈利能力和前景来看，大规模奶牛养殖更具优势

根据上文的分析，只考虑单头成乳牛成本与产出的情况下，小规模奶牛养殖企业盈亏平衡点的原奶价格最低，为3.01元/kg。以目前市场平均奶价3.85元/kg计算，小规模养殖企业的经营利润率最高，为27.91%，其次为散养20.13%，中规模为15.27%，最后

是大规模 14.93%。主要因为国内规模化养殖仍在起步阶段，需要大量投入研发技术和设施才能达到更高的单产，因此大规模养殖单只成乳牛的生产成本高于小规模，主要体现在饲料成本和间接费用。饲料成本的高出可以通过奶牛单产的增加来弥补，如大规模养殖的奶牛饲料成本高出小规模 6121.57 元，而奶牛单产的提高能 8025.4 元（（7703.78-5619.26）*3.85=8025.4），而间接费用的高出可以通过销量来填补，当大规模奶企的销量是小规模奶企的 18 倍时，两者的利润相等。此外，还要考虑奶企的议价能力和供奶能力，通常乳制品企业更愿意和供奶量充足的企业合作。大规模奶企不但原奶质量好且稳定，而且供奶充足，是乳制品企业的首选合作对象。因此，综合来看大规模奶企的未来前景更好，相对风险更低。

（二）原奶价格处于上涨期，利好于奶企

自 2015 年以后，原奶价格在经历了两年的震荡期后进入上涨期，从奶牛养殖企业的安全区间来看，目前所有的奶企的安全区间都比较高。其中散养奶企安全距离为 0.67 元/kg；小规模为 0.84 元/kg；中规模为 0.51 元/kg；大规模为 0.50 元/kg。以目前的原奶价格为基础，奶企能够承担原奶价格下降空间为：散养奶企 19.88%；小规模 24.93%；中规模 15.13%；大规模 14.84%。自 2015 年以来，原奶价格最大降幅为 8.15%，平均降幅为 4.52%。因此就目前原奶价格来说，各类养殖企业均处在相对安全区间，企业能够通过奶牛养殖获利。

（三）牛群结构会改变平衡点原奶价格

根据我们的则算结果，一旦考虑牛群结构，就会使盈亏平衡时的原奶价格提高，而且成乳牛占比越高时，对应的盈亏平衡的原奶价格越低，但考虑到牛龄对产奶的影响，故成乳牛占比不能过高，实践发现，当成乳牛占比为 60%时，奶企的综合产奶量最高。此时不同规模的奶牛养殖企业的盈亏平衡点原奶价格也相应的提高，但仍低于目前市场上的原奶价格，说明奶业仍然有盈利空间，只要供奶量提升，企业的经营利润会增加。也就是说随着原奶价格的上涨，奶企的盈利空间更大，奶企相关的金融服务风险可控。（作者：西部（银川）担保有限公司 研发部）

热点聚焦

保险

银保监会就人身险保单质押贷款新规征求意见

10 月 29 日，银保监会就《人身保险公司保单质押贷款管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）向社会公开征求意见。银保监会表示，近年来，随着人身险业务的快速发展，保单质押贷款业务规模不断增长，而为完善监管规则和内控规范，防控业务经营和金融风险，切实保护保险消费者利益，才形成了《征求意见稿》。

据了解，保单质押贷款是指人身险公司按照保险合同的约定，以投保人持有的保单现金价值为质，向投保人提供的一种短期资金支持。而人身险公司开展的保单质押贷款是基于保险主业的一项附属业务，是为便利投保人而对其开展的保单增值服务。

因此，《征求意见稿》也主要围绕保单质押贷款定义、业务规则、管理要求等纬度入手，规范人身险公司的保单质押贷款业务。

具体来看，保险公司在签订贷款协议时，应要求投保人如实告知贷款用途，并进行记录。投保人不得违反国家法律法规和政策规定，将所借款项用于房地产和股票投资，不得用于购买非法金融产品或参与非法集资，不得用于未上市股权投资。

此外，保单质押贷款申请办理时间应在保险合同犹豫期满后，贷款期限应在保单保险期间内，保单质押贷款期限不得超过 12 个月。

同时，《征求意见稿》还规范了人身险公司开展保单质押贷款业务的管理要求，包括管理制度和信息系统、偿付能力及流动性管理、反洗钱及案件风险和内控要求等。对于保单质押贷款业务，保险公司应当按照监管规定计提偿付能力最低资本，并达到相应资本要求。

有业内人士表示，《征求意见稿》提出了建立贷后管理体系、加强反洗钱和案件风险管理、完善内控体系、严禁监管套利等要求，具有较强的现实针对性，有利于遏制该领域的突出风险和问题。另外，将贷款期限由原来的 6 个月调整为 12 个月，避免投保人频繁贷款还款，且支付较高利息，突出了保险消费者的权益保护。

银保监会表示，将广泛听取各方面意见建议，根据各界反馈意见进一步完善修改《征求意见稿》并适时发布。

（文章来源：每日经济新闻）

解读：

热点聚焦

保单质押贷款是指人身保险公司按照保险合同的约定，以投保人持有的保单现金价值为质，向投保人提供的一种短期资金支持，是基于保险主业的一项附属业务。近年来，随着人身险业务的快速发展，保单质押贷款业务规模不断增长。然而，关于保单质押贷款的监管规定散见于各监管文件、通知甚至批复里，并未独立成文。此次是继 2020 年 4 月下发《人身保险公司保单质押贷款管理办法（征求意见稿）》之后，银保监会再次下发的征求意见稿并向社会公开征求意见。可以预见，保单质押贷款这项业务即将迎来其第一个专项管理规定。

精彩推荐

租赁

中国融资租赁（西湖）论坛第七次主题峰会在杭州举办

2020 年 10 月 23 日，“中国融资租赁（西湖）论坛第七次主题峰会”在杭州举行。本次峰会由广州南沙经济技术开发区金融工作局指导，中国融资租赁（西湖）论坛（以下简称“西湖论坛”）主办，浙江大学（经济学院、金融研究院）融资租赁研究中心、融资租赁西湖论坛（南沙）研究院、南沙融资租赁创新服务基地联合承办。来自高校专家学者、租赁从业人士等共话我国融资租赁行业当下面临的新机遇及新挑战，以促进融资租赁行业思想交流、业务合作，推动行业持续健康发展。

国银金融租赁股份有限公司总裁彭忠在致辞中表示，今年新冠疫情给整个世界经济带来了很大波折，也给租赁行业发展带来了很多挑战。在此背景下，融资租赁行业的健康发展面临着前所未有的挑战，需要我们的租赁同业围绕着监管政策的趋势、转型发展的路径等热点问题进行研讨，分享新的理念、新的举措和取得的一些成功的应对的经验，进一步深化租赁同业的交流，加强协同合作，实现共赢。

“融资租赁作为支持实体经济的非常重要的创新的金融工具，已经成为连接金融业与实体业的重要桥梁，” 中国外商投资企业协会融资租赁工作委员会会长杨钢表示，以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新的发展格局，表示中国未来经济发展的大趋势。推动融资租赁业的聚集性发展，促进与科技产业的创新融合，将是融资租赁行业切入双循环经济的重要的路径。对于我国制造业的转型升级实现高质量发展具有重要的意义。

在主题峰会上，西湖论坛发布了《2020 年第三季度中国融资租赁发展展望指数》行业研究报告。中国融资租赁（西湖）论坛研究员陈奥杰表示，今年三季度，从行业展望指数来看，环比上涨了 70.92%，主要问题是基准利率成本维持在低位运行，而整个租赁行业高度同质化竞争也会促使租赁公司走专业化发展道路。中国融资租赁发展展望指数是中国融资租赁（西湖）论坛特别推出的一个课题，该指数旨在通过对当前租赁业数据收集、调查、整理，对行业未来发展进行展望并提出合理化的建议。

（文章来源：金融时报）

解读：

今年新冠疫情给整个世界经济带来了很大波折，也给租赁行业发展带来了很多挑战。在此背景下，融资租赁行业的健康发展面临着前所未有的挑战。如监管日益趋

严，空壳企业和僵尸企业数量众多，转型发展的方向尚未明确等。但作为支持实体经济的非常重要的创新金融工具，融资租赁已经成为连接金融业与实体业的重要桥梁。此次开展的“中国融资租赁（西湖）论坛第七次主题峰会”，进一步对接下来融资租赁面临的监管政策趋势，转型发展的路径等实质性问题进行了讨论，指出在目前基准利率成本维持在低位运行时，整个租赁行业存在高度同质化竞争的短板。峰会强调，未来融资租赁将在国内国际双循环相互促进的发展格局框架下，以新基建为切入点，持续在大数据中心、新能源汽车充电桩、城市基础设施建设等“新基建”重点领域发力，充分发挥融资租赁兼具融资融物和产融结合的优势。未来，会有更多的租赁公司投入基建领域，因为融资租赁兼具融资融物特点，天然具有服务基础设施建设和产融结合的优势。

基建为何低增，钱都去哪儿了?

摘要

1、政府债高增长，而基建却偏低。疫情冲击经济以后，今年我国财政政策明显更加积极，政府融资存量增速升至20%以上。以往在经济走弱、财政政策更加积极的情况下，基建增速都会有明显的走高，但今年基建增速一直偏低，最近几个月反而还明显下滑。

2、支出不多、收入大减，财政缺口扩大。今年前9个月一般财政+基金支出增速只有5.4%，而同期财政收入也明显下滑。尽管政府债多发行3.6万亿，但其中有2.1万亿需要弥补前9个月扩大的财政缺口。这也是今年政府债大量发行、但基建增速却偏低的重要原因。

3、财政资金淤积？主要在融资平台。财政存款余额负增长，说明近一年来财政资金是在净消耗的，并没有明显的淤积现象。不过地方融资平台层面的资金淤积可能是存在的。上半年城投公司的债务增速升至14.8%，同时货币资金也在明显增加，一方面和低利率环境有关，另一方面可能存在一定的资金套利现象，导致资金并没有很快流到基建领域。

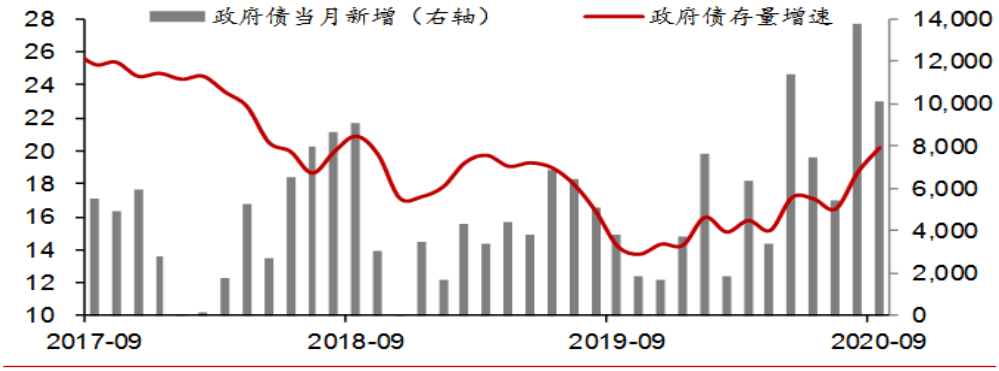
4、支出确有回暖，但基建占比下降。近几个月财政支出的增速确实有所回暖，但基建投资增速反而还下降了，主要原因在于财政支出的结构也发生了变化。预算内资金中投向基建的比例比去年同期回落了2个百分点，5月棚改债恢复发行以后，地方专项债投向棚改的比例也在明显上升。

5、基建或仍有抬升，幅度不宜高估。今年受到疫情影响，财政支出的进度是偏慢的。按年初预算来看，四季度仍是财政支出的投放期。基建增速也会有所抬升，但幅度或会受到一定压制。一方面基建支出占比在边际回落；另一方面随着利率中枢抬升，城投平台债务的扩张速度也会受到影响。预计全年不含电力的基建增速或达到2%附近，包含电力的基建增速回升至4.5%附近。

政府债高增长，而基建却偏低

疫情冲击经济以后，今年我国财政政策明显更加积极。预计今年我国政府债券净发行量将达到8.5万亿，比去年增加了3.6万亿人民币，其中财政赤字比去年扩大1万亿，地方专项债多增1.6万亿，还增加发行了1万亿的特别国债。所以政府融资存量增速从去年底的14%，不断提升到了9月末的20%以上。

图表 1：政府债券发行高增长（%，亿元）

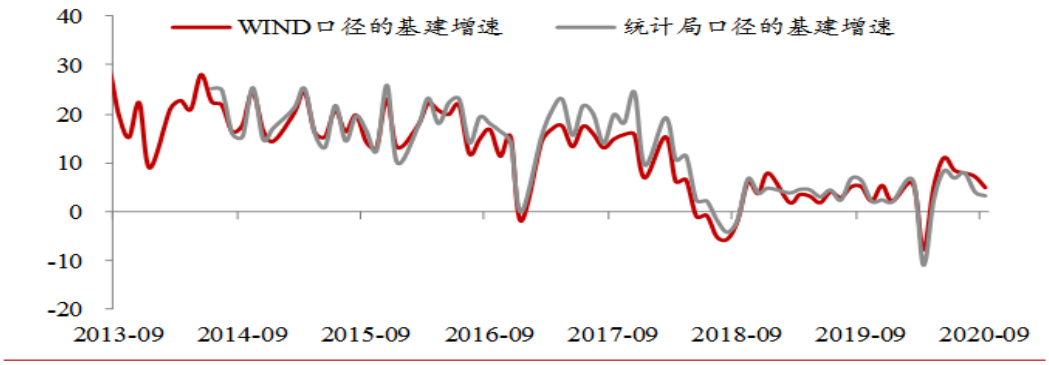


来源：WIND，中泰证券研究所

根据以往的经验，在经济走弱、财政政策更加积极的情况下，基建增速都会有明显的走高，例如 2014 年我国基建增速达到将近 22%，2015、2016 年的基建增速也都在 15%以上。

但是今年财政政策更加积极以后，我国的基建增速一直偏低。截至 9 月末，统计局口径的基建增速（不含电力）只有 0.2%，Wind 口径的基建增速也只有 2.4%。即使考虑到之前受到疫情影响，施工时间较短，可能会拖累基建增速，但疫情防控住以后，基建增速也没有明显加快。例如最近几个月基建投资的当月同比增速还明显下滑，当前都在 5%以内。

图表 2：基建投资当月同比（%）



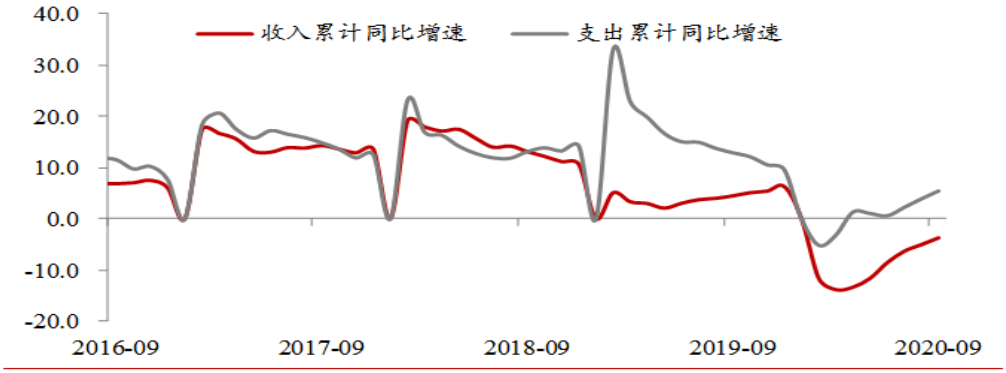
来源：WIND，中泰证券研究所

支出不多、收入大减，财政缺口扩大

其实看财政对经济支持的力度有多大，并不是看政府发了多少债，而是要看其花了多少钱。如果我们将一般财政支出和政府性基金支出加总一块算的话，今年前 9 个月财政支出端的增速只有 5.4%，增速并不高，一般财政支出这块还处于负增长的状态。

虽然支出增速低，但财政收入是明显减少的。今年受到疫情影响，经济总量走弱，前 9 个月一般财政和政府性基金收入同比减少了 3.7%。

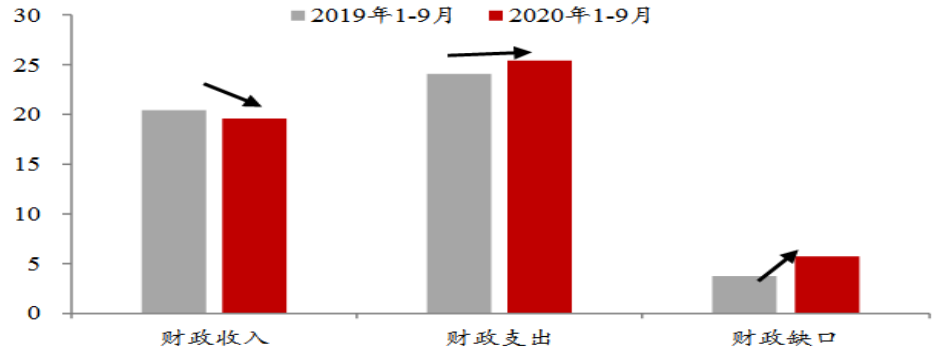
图表 3：公共财政和政府性基金收支增速（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

就像一个人一样，如果收入明显减少了，即使要维持正常的支出增长，可能也需要依靠增加负债来完成。财政收入大幅下滑，尽管支出增速不高，但今年前 9 个月的财政缺口依然扩大到了 5.7 万亿，而去年同期只有 3.6 万亿，财政缺口扩大了 2.1 万亿。所以尽管今年政府债券多发行 3.6 万亿，但有 2.1 万亿需要弥补前 9 个月扩大的财政缺口。这也是今年政府债大量发行、但基建增速却相对偏低的重要原因。

图表 4：前 9 月财政缺口同比扩大 2.1 万亿（万亿）



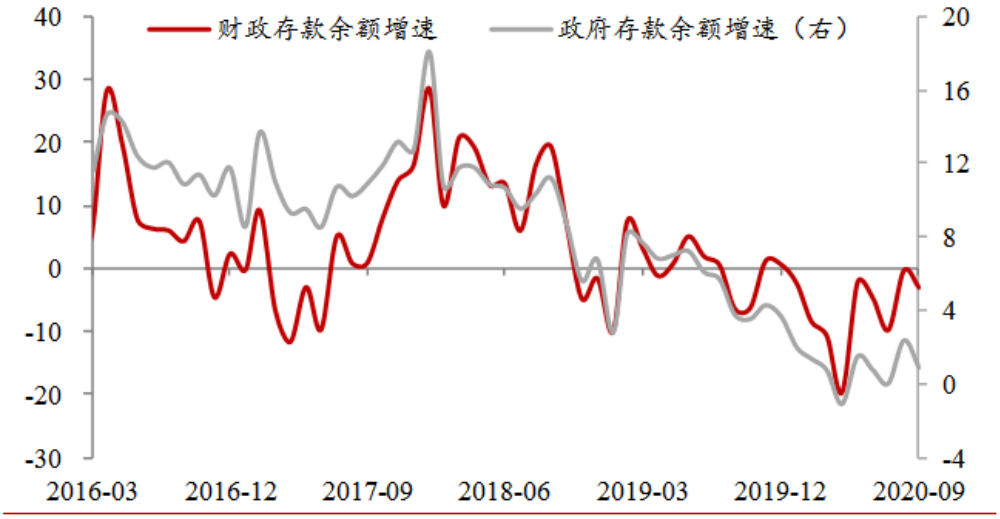
来源：WIND，中泰证券研究所

财政资金淤积？主要在融资平台

除了收支缺口扩大以外，基建低增长，是否因为财政资金有淤积呢？我们发现，公共财政和政府性基金这块的资金淤积并不明显。财政收入也好，发债融来的钱也好，如果没有及时花出去，都会体现在财政存款上。但今年以来财政存款并没有明显增加，前 9 个月，财政存款只增加了 6000 多亿，反而低于往年平均水平。而且财政存款余额目前也是负增长的，意味着近一年来财政存款还是净消耗的。

因此，单个月份财政存款的大增（例如 8 月份），主要是受到发债节奏和缴税等季节性因素的影响，财政资金暂时淤积，但一般隔月就会投放，并没有出现持续淤积的现象。

图表 5：政府存款持续低增长（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

如果我们考虑到更广义的财政的话，地方融资平台层面的资金淤积可能是存在的。我们统计了 2000 多家城投平台的债务规模，今年上半年城投公司有息负债余额已经扩张至 47 万亿，相比去年年末增加了 3 万多亿。如果用平衡面板来测算的话，今年上半年城投公司的债务增速也上升到了 14.8%。

图表 6：2020 年上半年城投平台债务有所扩张（万亿）



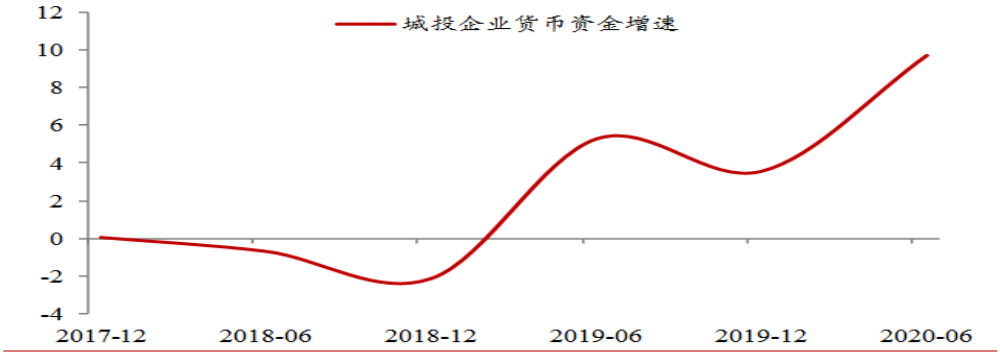
来源：WIND，中泰证券研究所

备注：为保证所取时间段内可比，这里采用平衡面板的方法选择了 1000 多家城投平台的样本。

在债务扩张的同时，我们发现这些城投公司的现金也是有明显增加的。今年上半年城投公司的货币资金增速高达 9.7%，远远高于去年末 3.6%的水平，这说明大量负债融到的资金可能并没有很快花出去，有一部分转化成了存款。

资金的暂时淤积可能一方面和低利率环境有关。在今年货币宽松的时候，低利率可能会造成企业先融资、再花钱的现象。另一方面也可能存在一定的资金套利现象，比如企业通过发行较低成本的债券去融资，再把融到的钱去投资收益更高的金融产品，这些钱可能并没有很快流到基建领域去。

图表 7：城投企业货币资金增速上升（%）



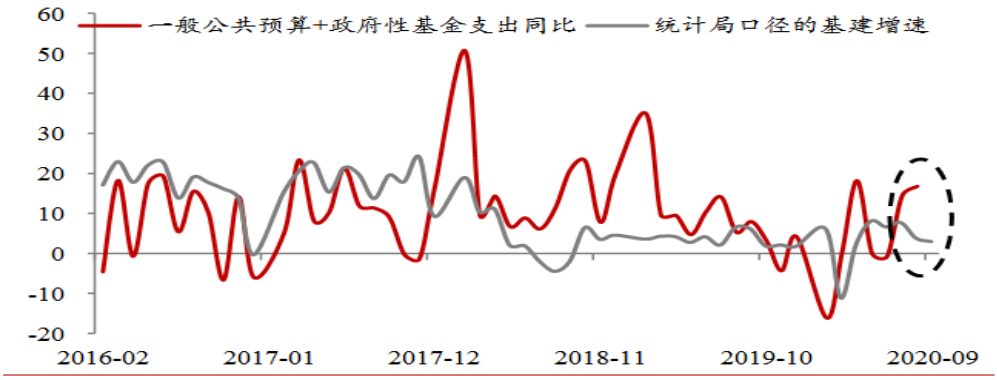
来源：WIND，中泰证券研究所

备注：为保证所取时间段内可比，这里采用平衡面板的方法选择了 1700 多家城投平台的样本。

支出确有回暖，但基建占比下降

此外，各类财政资金投向基建的比例下滑，也是制约基建增长的重要因素。尽管最近几个月财政支出的增速有所回暖，例如，预算内+基金支出的单月增速在三季度就已经上升到了 10%以上，但是也没有看到基建投资增速的边际上升，反而还下降了，主要原因在于财政支出的结构也发生了变化。

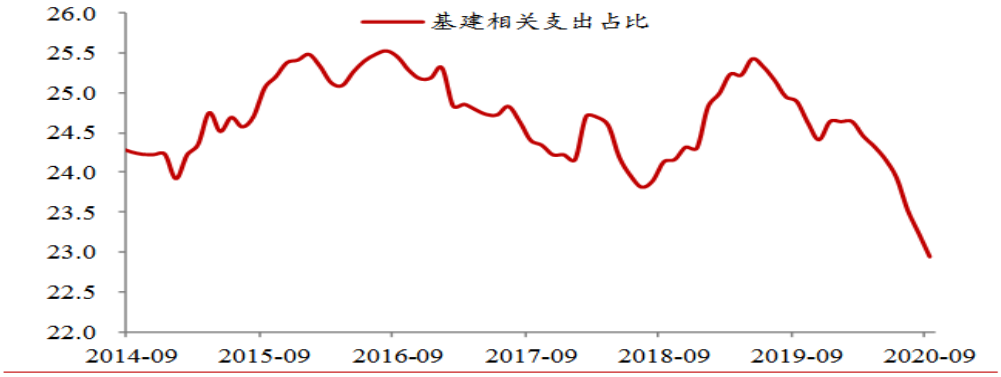
图表 8：财政支出增速和基建增速（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

我们发现，预算内资金中投向基建的比例在减少。从交通运输、农林水事务和城乡社区事务三大类基建支出的占比来看，今年以来是趋于回落的，截至 9 月份该比例差不多比去年同期回落了 2 个百分点。

图表 9：预算内基建相关支出占比下滑（%，1 年平滑）

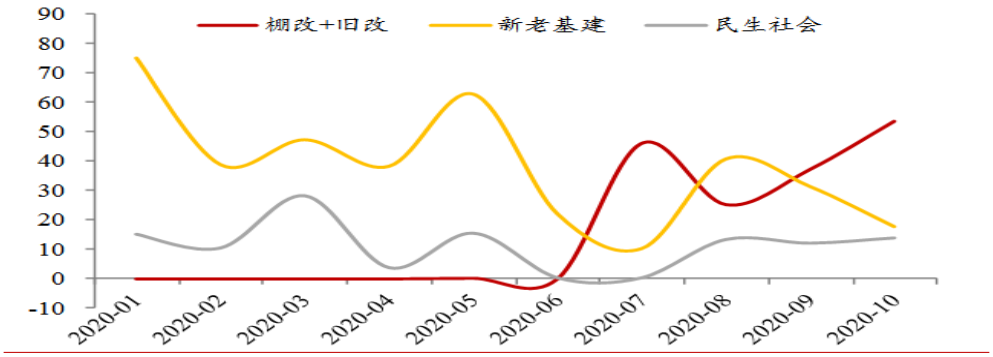


来源：WIND，中泰证券研究所

地方专项债的投向结构也在发生变化，棚改债的比例明显上升。今年 5 月棚改专项债恢复发行以后，专项债中投向基建的比例就趋于回落了，而投向棚户区改造、保障性安居工程、以及老旧小区改造的比例快速上升。据统计，三季度发行的新增专项债中，投向棚改等相关项目的比例已经上升到了 30.6%，而 10 月以来部分地区超大额棚改债的投放，使得这一比例进一步上行至 54%。

究其原因，或许是专项债对于投资项目的收益要求较为严格，而棚改债作为较易发行的品种，解封之后便大幅增加。目前已经临近发行尾声，寻找可匹配的基建项目难度较大，预计 10 月份棚改债的比例会是年内新高。

图表 10：地方政府专项债投向各领域的占比（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

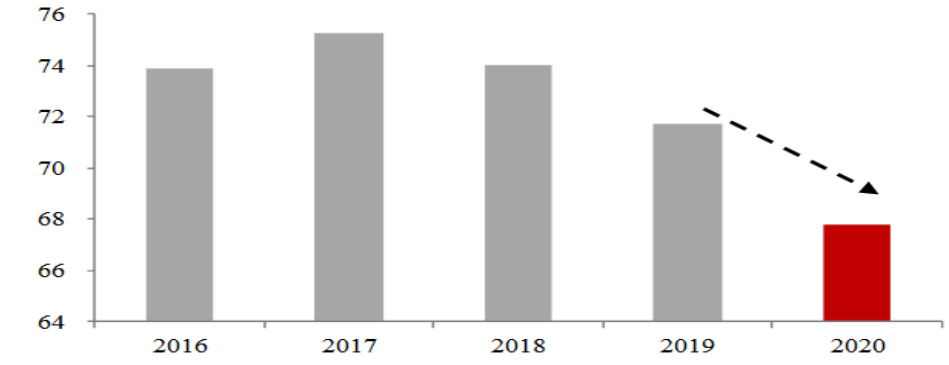
备注：10 月统计的数据截至 25 日。

基建或仍有抬升，幅度不宜高估

如果按照年初确定的财政支出预算来算的话，今年由于受到疫情影响，财政支出的进度还是偏慢的。截至 9 月份，今年一般公共预算和政府性支出的金额占年初预算值的 67.8%，而该比例在往年基本上是 70%以上。特别是一般公共预算部分，比去年同期的进度慢了 5 个百分点。所以为了完成财政预算，四季度仍是财政支出的投放期。

往前看，基建增速有望继续抬升。按照财政预算数据进行测算，今年年末预算内+基金支出累计增速或升至 13%，其中四季度一般公共预算支出的平均增速或达到 20%左右，加上政府性基金的话，四季度支出增速或能升至 30%以上。

图表 11：一般公共预算+政府性基金支出进度（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

但是基建回升的幅度可能也会受到一定压制。一方面基建在财政支出中的占比在边际回落；另一方面，随着利率中枢的抬升，城投平台债务的扩张速度也会受到影响，当前城投债净融资规模已经大幅萎缩，未来广义财政支出增速也会回落，从而制约基建的进一步增长。预计全年不含电力的基建增速或达到 2%附近，包含电力的基建增速回升至 4.5%附近。

（资料来源：扑克投资家）

解读：

受到新冠疫情影响，今年财政支持基建的力度明显加大，政府债券比去年多发行 3.6 万亿，但基建增速却一直维持在低位，最近两月还有所下滑，远远低于年初的预期。究其原因主要体现在以下几个方面：第一，财政资金支出增速较低。基建投资是否到位，主要看财政花钱速度能否跟上，然而今年一般财政支出和政府性基金支出加总一块算的话，前 9 个月财政支出端的增速只有 5.4%，增速并不高，一般财政支出这块还处于负增长的状态。第二，各类财政资金投向基建的比例下滑，也是制约基建增长的重要因素。尽管最近几个月财政支出的增速有所回暖，例如，预算内+基金支出的单月增速在三季度就已经上升到了 10%以上，但基建投资增速反而下降了，主要原因在于财政支出的结构也发生了变化。第三，利率中枢抬升，城投融资增速下降。随着下半年利率中枢的抬升，城投平台债务的扩张速度也会受到影响，当前城投债净融资规模已经大幅萎缩，未来广义财政支出增速也会回落，从而制约基建的进一步增长。

共同关注

[宏观经济]

- 财政部：9 月，国有企业营业总收入同比增长 9.2%。1-9 月，营业总收入 440846.4 亿元，同比下降 0.7%；利润总额 22833.0 亿元，同比下降 16.0%，较 1-8 月降幅收窄 8.2 个百分点。9 月末，国有企业资产负债率 64.5%，较去年同期提高 0.3 个百分点。
- 商务部：跨境电商零售进口额同比增长超过 17%。从产地国看，自日本、美国、澳大利亚进口额排名前三，占比分别为 16.3%、15.1%和 8.9%。从品类看，化妆品、粮油食品和服装鞋帽进口额排名前三，占比分别为 32.7%、24.4%和 12.9%。
- 外管局：9 月，国际收支口径的国际货物和服务贸易收入 17161 亿元，支出 15588 亿元，顺差 1573 亿元。其中，货物贸易顺差 2548 亿元，服务贸易逆差 974 亿元。
- 工信部：前三季度，我国规模以上互联网和相关服务企业完成业务收入 8956 亿元，同比增长 13.7%，增速较上半年回落 0.4 个百分点，低于去年同期 6 个百分点。分业务看，信息服务收入增速继续小幅回落；网络游戏、音视频服务收入由高速增长逐步走向常态化增长。

[政策法规]

- 生态环境部等五部门：印发《关于促进应对气候变化投融资的指导意见》。到 2025 年，促进应对气候变化政策与投资、金融、产业、能源和环境等各领域政策协同高效推进，气候投融资政策和标准体系逐步完善，投入应对气候变化领域的资金规模明显增加。
- 商务部：《亚太贸易协定》秘书处通知各成员方，蒙古国已向亚太经社会交存接受书，完成《协定》加入程序，并拟于 2021 年 1 月 1 日与有关成员相互实施关税减让安排。根据关税减让安排，蒙古国将对 366 个税目削减关税，主要涉及水产品、蔬菜水果、动植物油、矿产品、化学制品、木材、棉纱、化学纤维、机械产品、运输设备等，平均降税幅度 24.2%。同时，蒙古国可享受中国等其他成员现有关税减让安排。
- 国务院：公布修订后的《国家科学技术奖励条例》，自 2020 年 12 月 1 日起施行。国家科学技术奖应当与国家重大战略需要和中长期科技发展规划紧密结合。国家加大对自然科学基础研究和应用基础研究的奖励。
- 发改委等十四部门：印发《近期扩内需促消费的工作方案》。在坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位基础上，加快落实支持城镇老旧小区居民提取住房公积金，用于加装电梯等自住住房改造个人支付部分的政策。鼓励各地对城镇老旧小区有条件的楼栋加装电梯。

[产业信息]

- 中钢协：1-9 月，重点统计钢铁企业销售收入 33970 亿元，同比增长 5.44%；销售成本 30661 亿

元，同比增长 6.13%；利润总额 1375 亿元，同比下降 9.46%，降幅呈大幅收窄态势。9 月，我国进口铁矿石 10855 万吨，环比增长 8.16%；进口铁矿石均价 110.75 美元，环比上涨 7.08%，持续高位运行。

- 中国物流与采购联合会：前三季度，全国社会物流总额为 202.5 万亿元，同比增长 2.0%，增速比 1-8 月提高 0.8 个百分点。前三季度，物流业总收入 7.4 万亿元，由 1-8 月同比下降 1.1%转为增长 0.1%，显示物流市场规模已接近正常水平。
- 国家能源局：截至 9 月底，我国可再生能源发电装机达到 8.37 亿千瓦，同比增长 9.6%。1-9 月，可再生能源发电量达 15305 亿千瓦时，同比增长约 6.5%。其中，风电 3317 亿千瓦时，同比增长 13.8%；光伏发电 2005 亿千瓦时，同比增长 16.9%；生物质发电 958 亿千瓦时，同比增长 19.2%。
- Canalys：第三季度，中国智能手机市场出货 8300 万台，较上季度下滑 8%，较去年同期下降 15%。其中华为三季度的国内手机出货量为 3420 万台，为有史以来首次下跌，但仍以 41.2%的市场份额占据第一名。此外，Vivo（18.4%）、OPPO（16.8%）、小米（12.6%）、苹果（6.2%）分别位列市场份额的第二至五位。

[金融行业]

- 证券时报：海南出台《海南自由贸易港制度集成创新行动方案（2020-2022 年）》，制定 18 项行动、60 项任务清单。创新设立一体化知识产权保护机制，建设综合性知识产权保护中心。分阶段开放资本项目，建立自由贸易港跨境融资宏观审慎管理体系，开展 QFLP 和 QDLP 试点，建立健全新的跨境融资管理体制。
- 中国基金业协会：截至 9 月底，我国公募基金规模达 17.8 万亿元，公募基金数量达 7644 只。目前境内共有基金管理公司 130 家，取得公募基金管理资格的证券公司或证券公司资产管理子公司共 12 家，保险资产管理公司 2 家。
- 财政部：9 月，新入库 PPP 项目 87 个、投资额 1041 亿元，同比减少 1723 亿元、下降 61.9%。今年以来，新入库项目 771 个、投资额 13545 亿元，同比减少 3491 亿元、下降 20.5%。
- 证监会：《首发企业现场检查规定（征求意见稿）》公开征求意见。证券交易所各板块的首发申请企业均予以适用，检查内容为首发企业信息披露质量及中介机构执业质量。对于检查发现违法违规行为以及有关人员不予配合检查的情形，将依法依规采取自律监管措施或行政监管措施、予以行政处罚，或者移送有关部门。

[宁夏财经]

- 10 月 26 日，宁夏回族自治区将《宁夏枸杞全产业链生产技能培训班》《葡萄酒生产关键技术研究

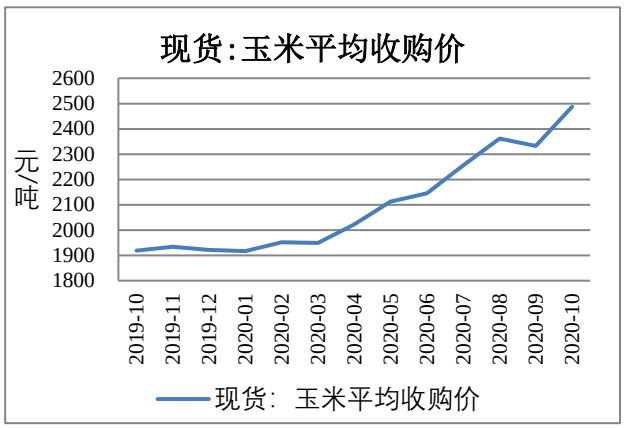
与示范高级研修班》《宁夏奶牛主要疫病防控及奶质提升技术培训班》等 18 个培训项目列入年度专业技术人才知识更新工程项目，计划培训 1600 余名专业技术人才，推动“人才链”与“产业链”深度融合。

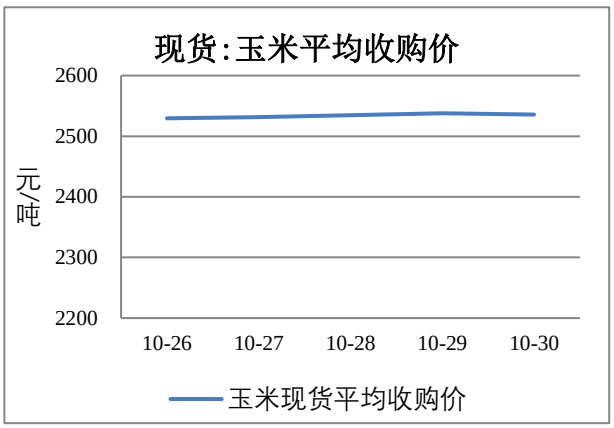
✧ 10 月 30 日，宁夏回族自治区制定下发《关于落实深化“放管服”改革优化营商环境若干措施的通知》，其中包括便利办税缴费改革措施 10 条，配合起草其他部门与税收相关的措施 14 条。明确落实改革措施的任务清单、责任部门和完成时限，形成优化税收营商环境的时间表、路线图和任务书。截至 8 月底，24 条改革措施任务已完成 20 条，4 条在持续推进中。

✧ 10 月 30 日，自治区生态环境保护办公室印发《2020-2021 年全区冬春季大气污染综合治理攻坚行动方案》。各地要深化工业污染治理，继续保持对银川都市圈范围内生物发酵及制药企业环境监管的高压态势。2020 年 11 月底前，要将频繁超标车辆纳入黑名单并动态更新，实施生态环境、公安、交通等部门信息共享和联合惩戒。2020 年 11 月 15 日至 2021 年 3 月 15 日期间，停止各类土石方作业和房屋拆迁施工（特殊项目除外）。

云数据

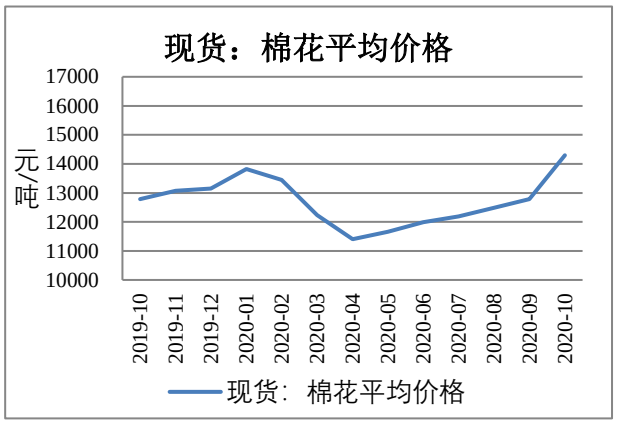
农产品

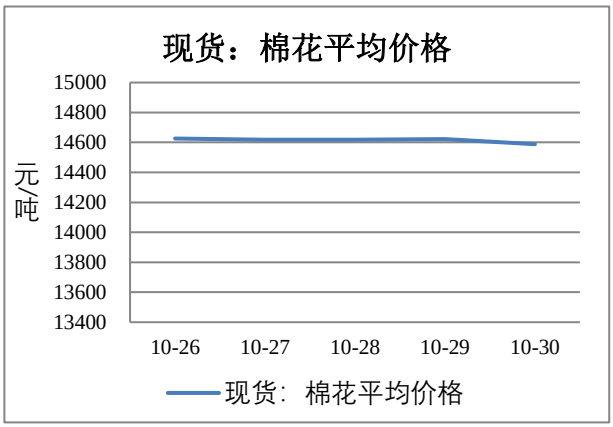




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，玉米现货平均价格为 2487.30 元/吨，较上月上涨 6.63%。生猪存栏恢复，玉米需求旺盛，叠加受灾地区玉米出现倒伏，收获成本增加，玉米价格联动上涨。

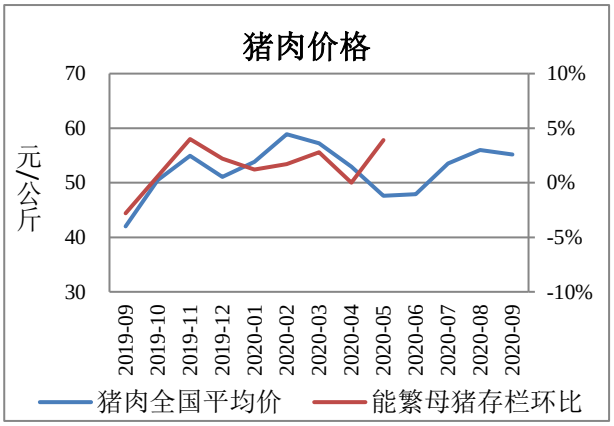
上周，玉米现货价格上涨，收于 2535.52 元/吨，较前一周上涨 0.49%。生猪生产加快恢复，玉米需求的增长致使玉米原料供给偏紧推动玉米价格的上涨，预计玉米价格仍会持续上涨。

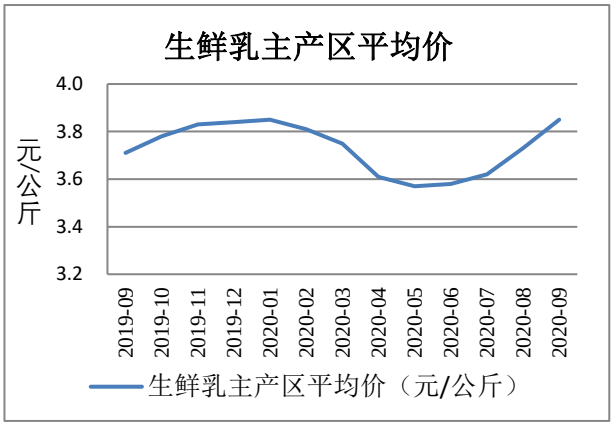




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，棉花现货平均价格为 14295.47 元/吨，较上月上涨 10.53%。进入“金九银十“旺季，又是新棉上市之际，由于新疆轧花厂激增，棉花价格一路上涨，叠加印度等东南亚国家因新冠疫情愈发严重，纺织订单回流至国内，下游成品库存减少，需求增加，从而推动棉花价格的上升。

上周，棉花现货收于 14588.46 元/吨，较前一周下降 0.26%。市场下游需求缓慢恢复，出口订单因疫情影响不确定性增强，叠加美国大选对市场影响较大，近期棉花市场价格利空因素较多。



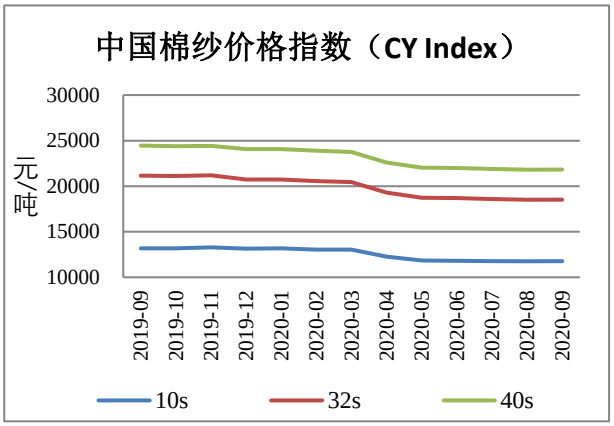


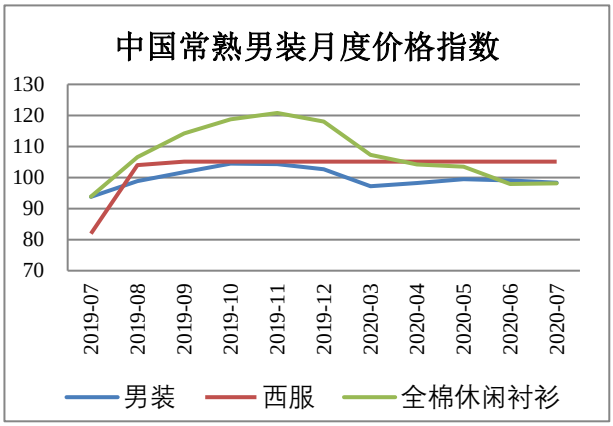
云数据

解读：从上图可看出，2020 年 9 月，全国猪肉价格为 55.19 元/公斤，环比下降 1.48%，同比上涨 31.40%。前期生猪养殖户抗价惜售，压栏较为严重，随着国家对市场供给的调配，叠加生猪开始陆续出栏，猪肉价格开始下降。

从上图可看出，2020 年 9 月，生鲜乳价格为 3.85 元/公斤，环比上涨 3.22%。随着饲料原材料价格的上涨，养殖成本的增加带动生鲜乳价格上涨。

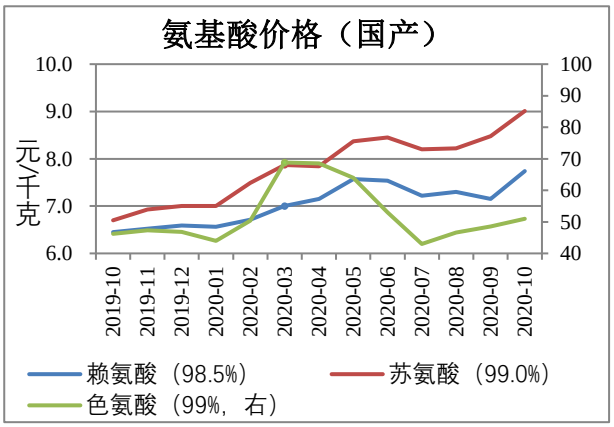
工业品

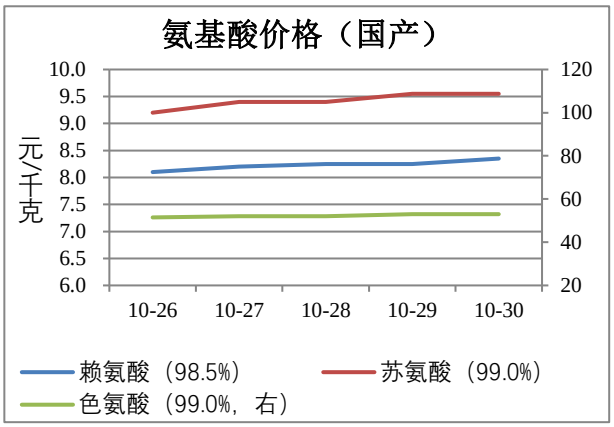




解读：从上图可看出，2020 年 9 月，10s 价格为 11768.26 元/吨，环比上涨 0.09%；32s 价格为 18513.04，环比下降 0.001%；40s 价格为 21820.00 元/吨，环比上涨 0.05%。“金九银十”，订单增量低于往年，进口纱价格上涨，国内纱线价格倒挂。

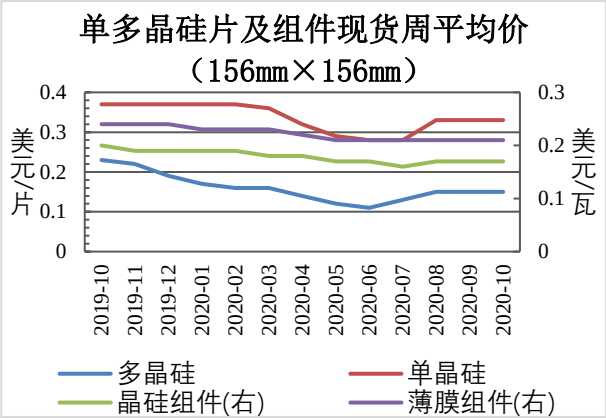
从上图可看出，2020 年 7 月，男装指数收于 98.29，环比下降 0.75%。本月市场仍处于秋装上新的换季整理期，整体交易较为冷清。

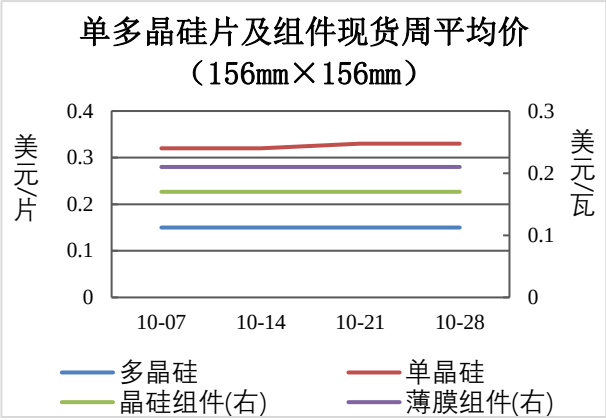




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，赖氨酸均价为 7.74 元/千克，较上月上涨 8.25%；苏氨酸为 9.01 元/千克，较上月上涨 6.25%；色氨酸为 51.03 元/千克，较上月上涨 5.17%。受原材料价格高开高走的影响，氨基酸生产成本压力增加，叠加库存较少，氨基酸价格继续上涨。

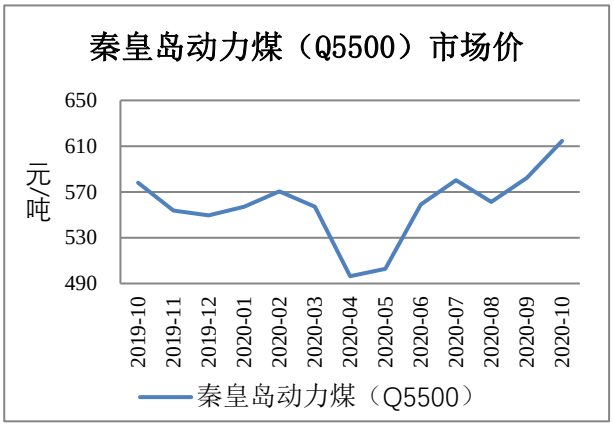
上周，赖氨酸价格收于 8.35 元/千克，较前一周上涨 4.38%；苏氨酸价格收于 9.00 元/千克，较前期上涨 6.11%；色氨酸价格收于 53.00 元/千克，较前期上涨 2.91%。需求向好，原材料价格大幅上涨叠加出口量的增加，氨基酸价格持续上涨。

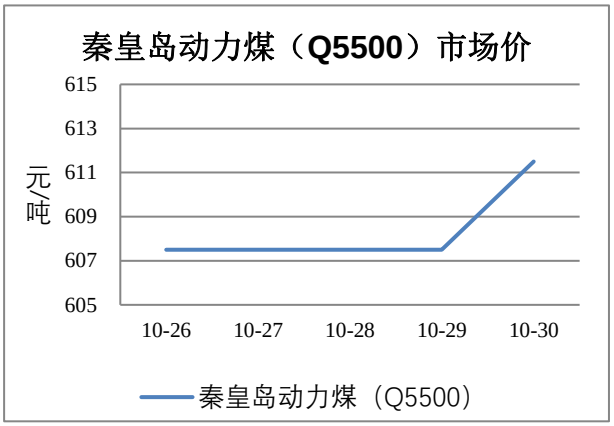




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，光伏产业链各产品价格与 9 月一致，其中单晶硅片均价 0.33 美元/片，同比-10.81%，跌幅继续收窄，环比 0.00%；多晶硅片均价 0.15 美元/片，同比-34.78%，环比 0.00%，同比和环比均不变。晶硅光伏组件和薄膜光伏组件均价分别为 0.17 美元/瓦和 0.21 美元/瓦，同比分别为-15.00%和-12.50%，跌幅较上月一致，环比分别为 0.00%和 0.00%。进入 4 季度以来，光伏产业各产品价格进入稳定期，价格基本保持不变。目前，国际市场上光伏产品市场需求趋于稳定，国内 2020 年装机容量也基本完成，后续各产品价格继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

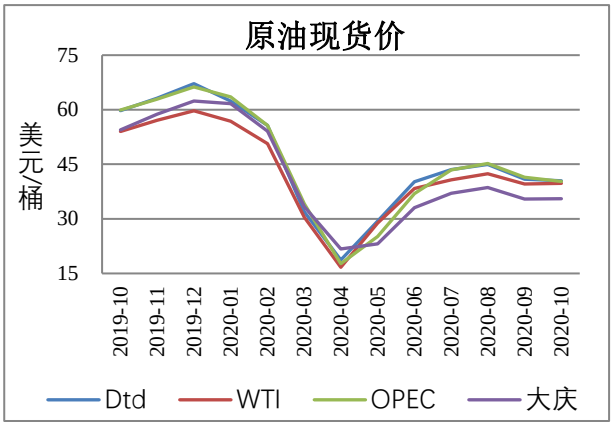
上周，单晶硅片、多晶硅片均价分别为 0.33 美元/片和 0.15 美元/片，晶硅光伏组件和薄膜光伏组件均价分别为 0.17 美元/瓦和 0.21 美元/瓦。各产品价格继续保持不变，整个光伏行业继续持稳运行，预计短期价格不会有大的变化。

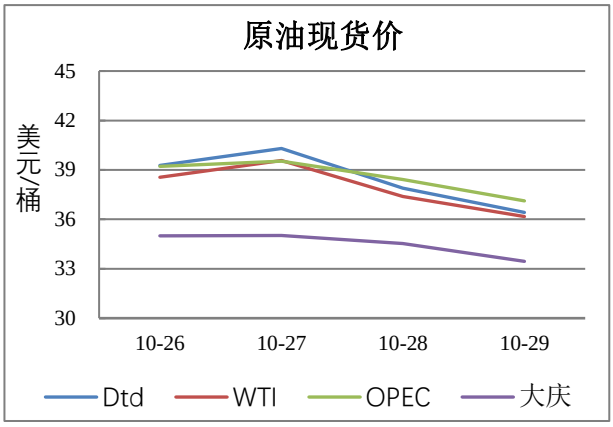




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，秦皇岛动力煤（Q5500）平均价为 615 元/吨，环比上涨 5.53%，同比上涨 6.32%。10 月初，受到大秦线进入检修、坑口方面销售好，进口煤管控等的影响，煤价上涨。月中，北方地区开始供暖，煤炭需求量增加，煤价继续上涨，月末，内蒙古鄂尔多斯地区多数煤矿煤管票放松，产量增加，部分下游采购有所放缓，煤价下降。

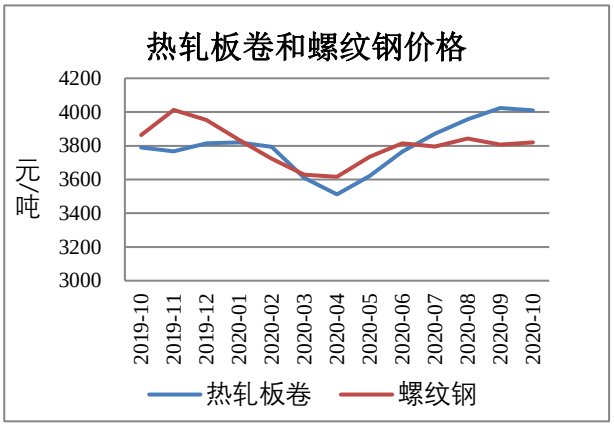
上周，主要大型电厂补库、供暖、民用和工业用煤仍然处于相对较高的位置，煤价上涨。截至周五，秦皇岛动力煤（Q5500）市场价上涨至 611.5 元/吨，涨幅 1.80%。

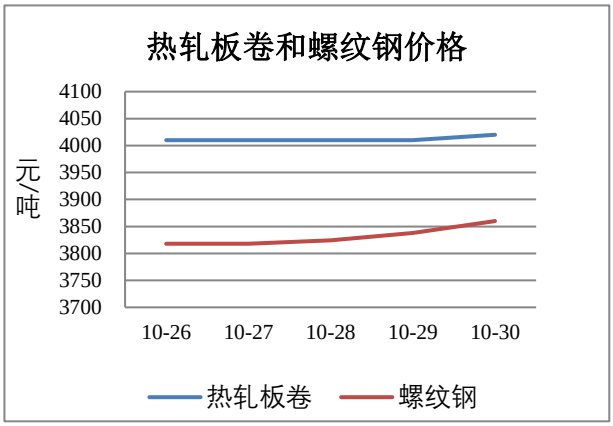




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，布伦特原油价格 40.51 美元/桶，环比下降 1.08%，同比下降 32.17%。西得克萨斯州中级轻质原油价格 39.73 美元/桶，环比上涨 0.31%，同比下降 26.43%。欧佩克原油价格 40.25 美元/桶，环比下降 2.94%，同比下降 32.79%。国内原油价格 35.56 美元/桶，环比上涨 0.36%，同比下降 34.74%。10 月，国际原油价格涨跌不一，欧洲一些国家疫情加剧，造成市场担忧布伦特原油和欧佩克原油价格下滑。

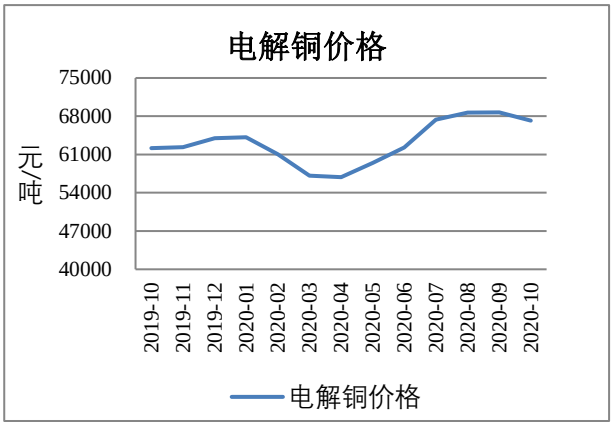
上周，欧洲一些国家和美国新冠病毒感染病例激增，加剧对需求滑坡的担忧，国际油价跌至五个月以来最低。截至周五，布伦特原油、西得克萨斯州中级轻质原油、欧佩克原油和国内原油价格现货价分别降至 36.42 美元/桶、36.17 美元/桶、37.12 美元/桶和 33.45 美元/桶，降幅分别为 13.51%、10.17%、10.59%和 9.42%。

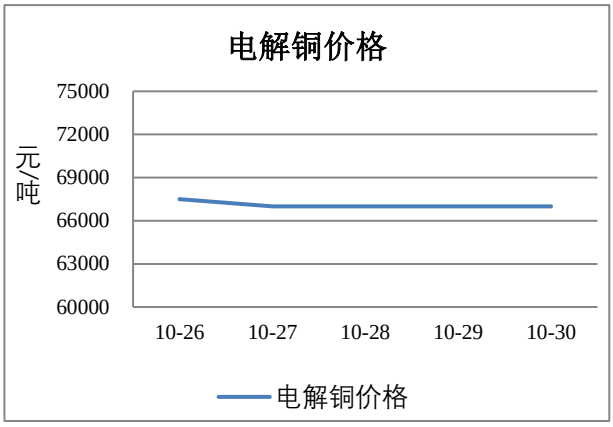




解读：从上图可看出，2020 年 10 月热轧板卷均价为 4011 元/吨，环比下降 0.33%，同比上涨 5.81%；螺纹钢均价为 3821 元/吨，环比上涨 0.35%，同比下降 1.12%。10 月份，在“银十”季节国内宏观经济不如预期，市场需求减弱，热轧板卷价格下降。螺纹钢需求端相对表现良好，库存持续快速去化，带动价格低位回升。

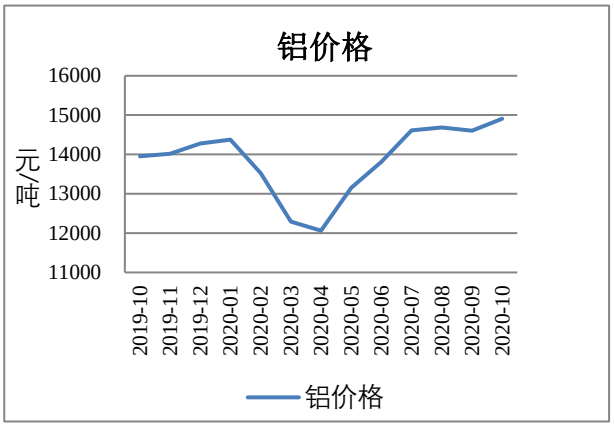
上周，部分地区受环保限产影响下游成品材价格稳中趋强，价格小幅上涨。截至周五，热轧板卷价格上涨至 4020 元/吨，涨幅 0.25%。螺纹钢价格上涨至 3860 元/吨，涨幅 1.06%。

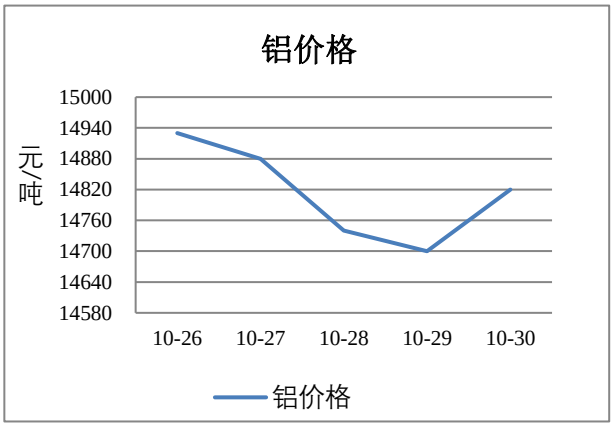




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，电解铜均价为 67219 元/吨，环比下降 2.16%，同比上涨 8.18%。10 月份，铜价先涨后跌，月初，因“金九银十”国内市场向好，需求量增加，铜价上涨。月末，全球疫情形势再度严峻，削弱海外需求，铜价下跌。

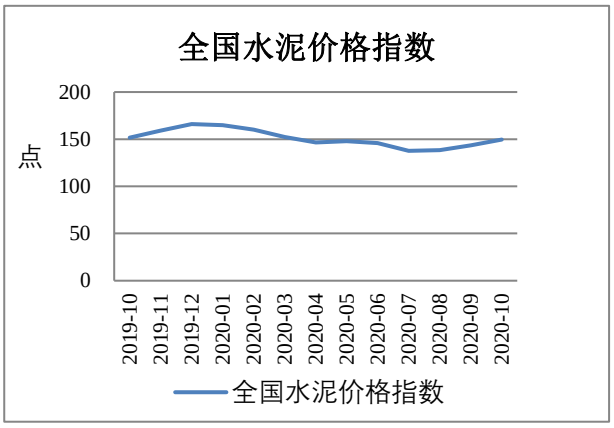
上周，欧洲正经历新冠二次疫情的强烈冲击，国外市场需求下降，铜价下降。截至周五，电解铜价格跌至 67000 元/吨，降幅 1.49%。（按照电解铜的加工成本 3550 元/吨估算，其生产成本约为 34700 元/吨。）

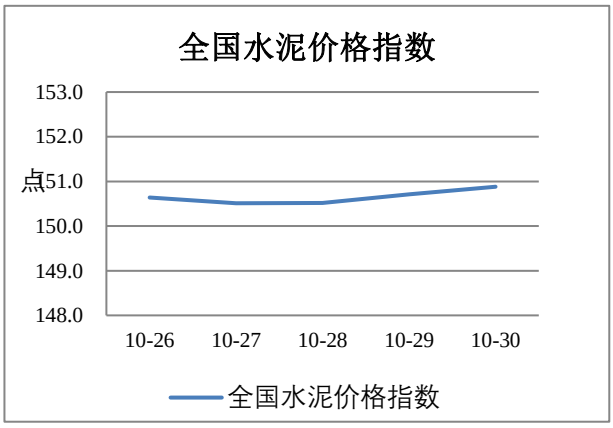




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，铝均价为 14907 元/吨，环比上涨 2.10%，同比上涨 6.82%。10 月份，在电解铝现货库存持续下滑的背景下，铝价大幅走高。

上周，国内原铝市场呈供应上升消费偏弱的态势，供应逐渐向过剩过渡，铝价走弱。截至周五，铝 A00 市场价下降至 14820 元/吨，降幅 0.81%。（电解铝的成本价约为 13000 元/吨左右。）

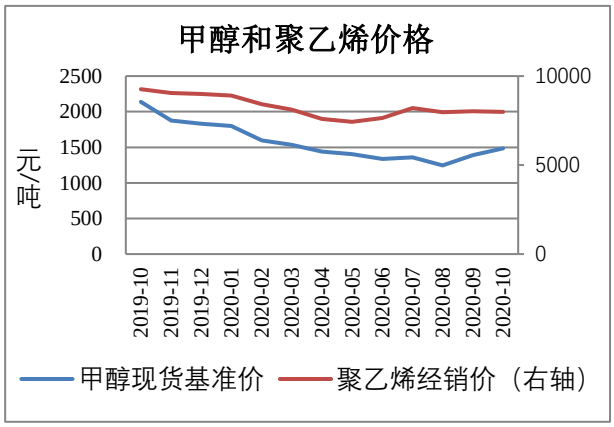


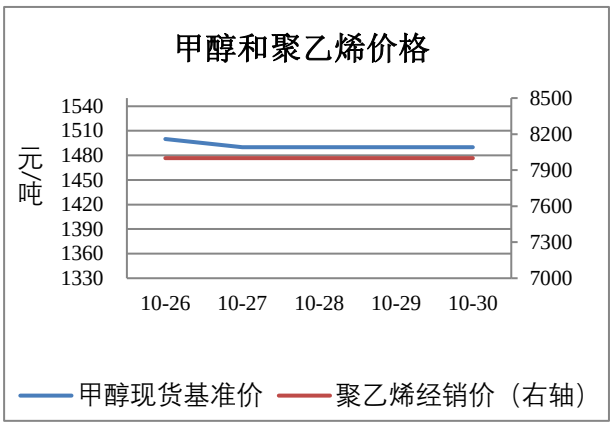


解读：从上图可看出，2020 年 10 月，全国水泥价格指数均值为 149.52 点，环比上涨 6.15 点，同比下降 2.12 点。10 月份，部分地区发布四季度错峰生产停窑计划以及环保政策趋严，市场需求向好，

水泥价格持续上涨。

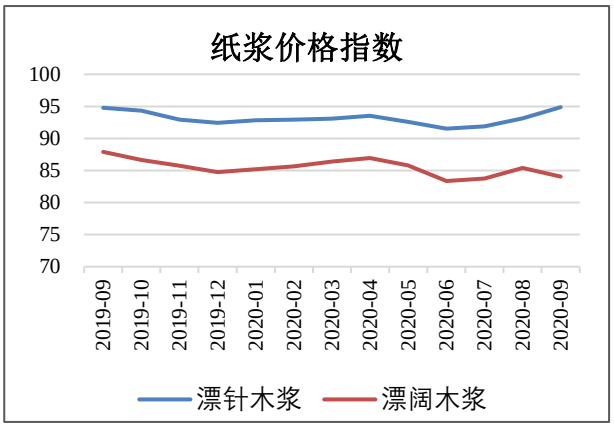
上周，市场需求向好，企业出货量回升，水泥价格上涨。截至周五，全国水泥价格指数涨至 150.88 点，涨幅 0.47 点。银川 42.5 级袋装水泥价格为 361 元/吨，散装水泥价格为 347 元/吨。





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。

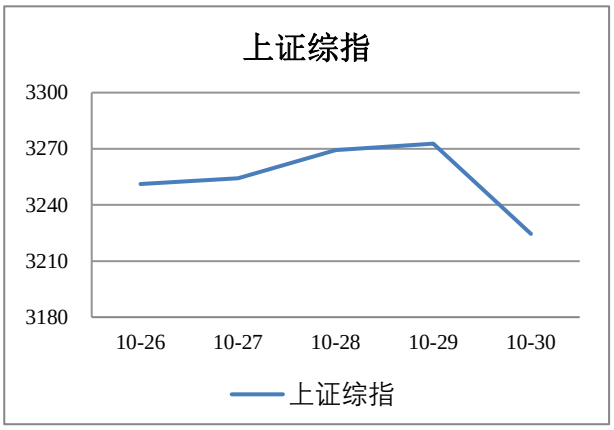
上周，国际原油价格下跌，带动甲醇价格下跌。截至周五，甲醇价格下降至 1490 元/吨，降幅 0.67%。聚乙烯价格较前一周持平为 8000 元/吨。（根据原材料的不同，天然气制甲醇的生产成本一般在 1300-1700 元/吨；聚乙烯的生产成本约在 8100-8400 元/吨。）



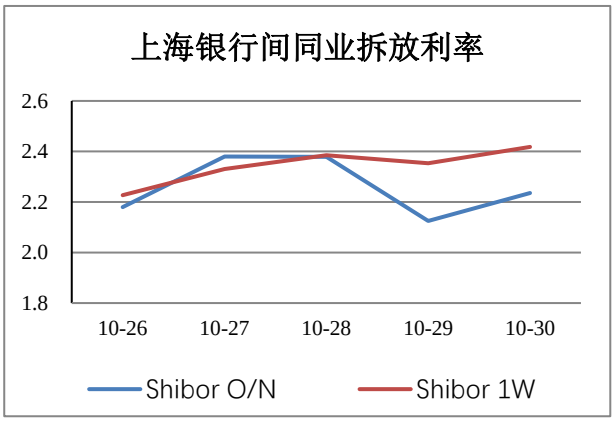
解读：从上图可看出，2019 年 9 月，漂针木浆价格指数继续走高，漂阔木浆价格指数略有下降。分别收于 94.88 和 84.07，环比分别为 1.86%和-1.53%。与去年同期相比，漂针木浆微涨 0.08%，今年同比首次为正，漂阔木浆下降 4.37%，跌幅略有扩大。9 月纸浆市场成交量较上月相比有所增加，但下游市场需求并未完全释放，纸浆市场行情表现基本为维持平稳，浆价上涨空间受限。针木浆随着造纸行业进入传统旺季，叠加国外部分浆厂计划性减产，贸易商对针叶浆现货价格提涨意向增强，但下游终端需求较为有限，客户对高价位纸浆拿货积极性不高，针木浆整体上涨幅度有限。漂阔木浆市场成交均量增价减，客户采购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

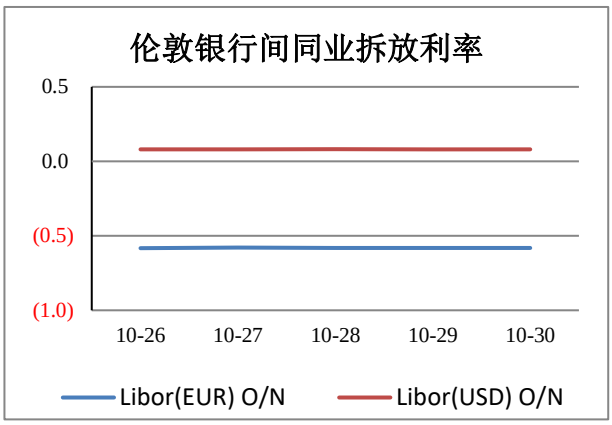
云数据

金融类

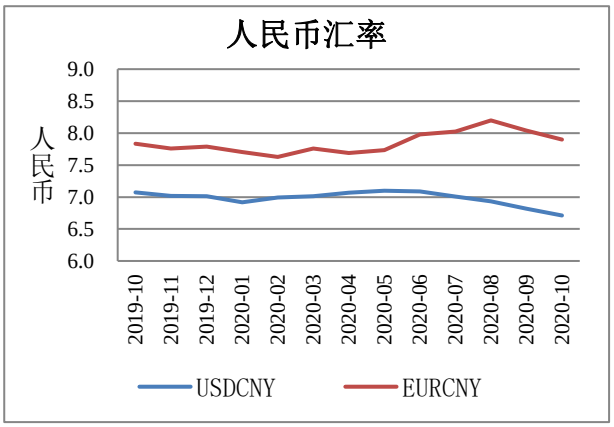


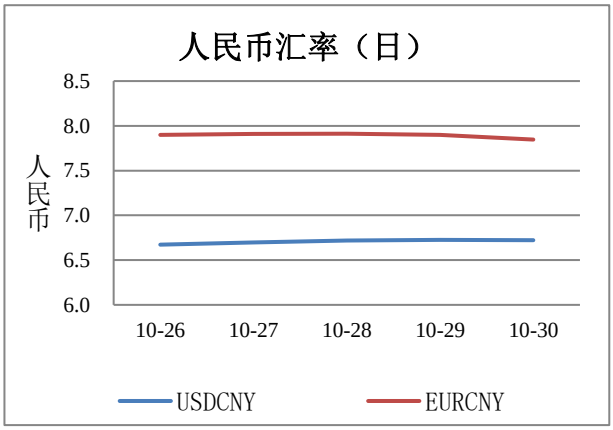
解读：上周，因临近美国大选，市场交投相对谨慎，A 股市场再度跌回底部，其中上证综指周五尾盘时已跌至 3224.53 点，一周跌去 53.47 点。自 9 月以来，上证综指反复上演“折返跑”，在缺乏基本面支持下，短期内难见趋势性突破。





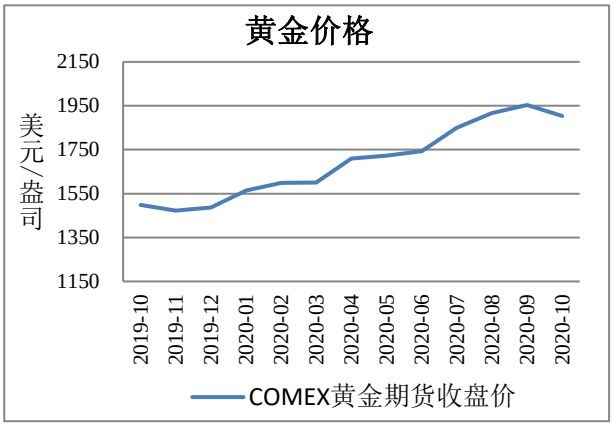
解读：上周，因资金跨月影响，上海银行间同业拆放利率短期产品经历大幅波动。截至上周五，Shibor 隔夜和 7 天分别报价 2.2360%和 2.4180%，周涨 7.50 点和 21.30 点。尽管，央行连续开展公开市场操作熨平资金波动，但资金面仍偏紧。伦敦银行间市场方面，Libor(EUR)隔夜和 Libor(USD)隔夜波动很小。截至上周五，Libor(EUR)隔夜和 Libor(USD)隔夜分别报价-0.58200%、0.08100%。

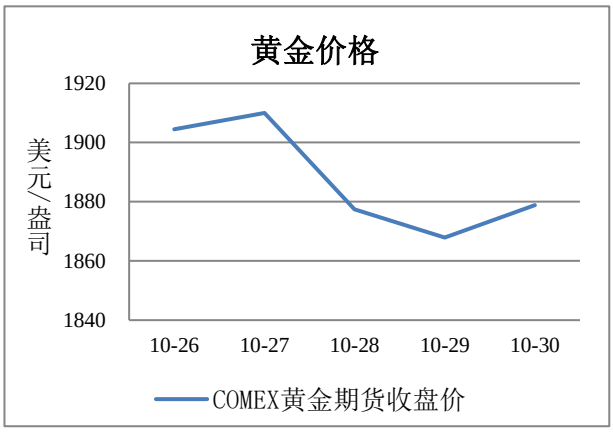




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，中国经济复苏领先全球、出口份额快速恢复，美元持续贬值以及欧美疫情卷土重来等因素作用下，人民币汇率保持升值。截至 2020 年 10 月底，人民币兑美元、欧元汇率分别报价 6.7111 和 7.9009，较 9 月环比分别下降 1037 个基点和 1369 个基点。

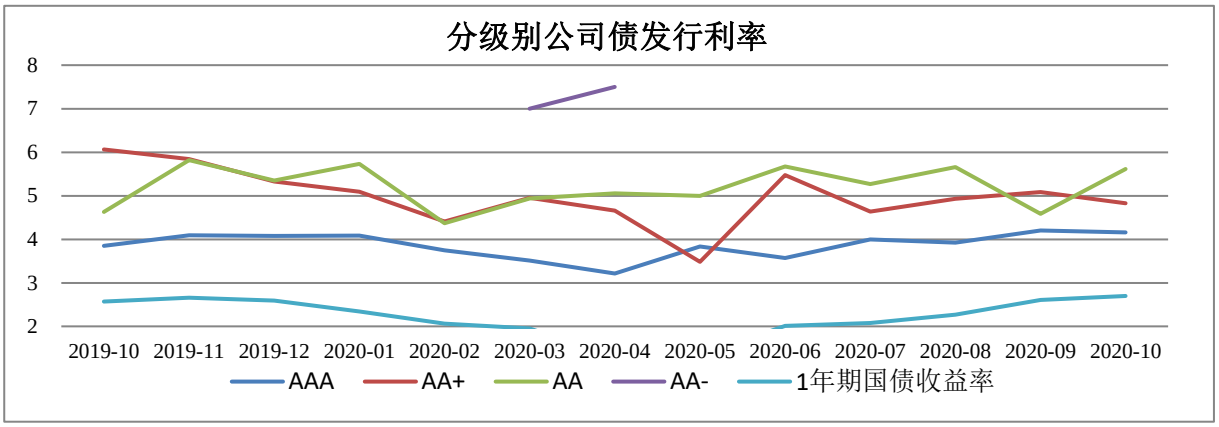
上周，市场情绪偏谨慎，人民币汇率以窄幅波动为主。截至上周五，人民币对美元、欧元分别报价 6.7232 和 7.8463，周升 529 个基点和降 299 个基点。

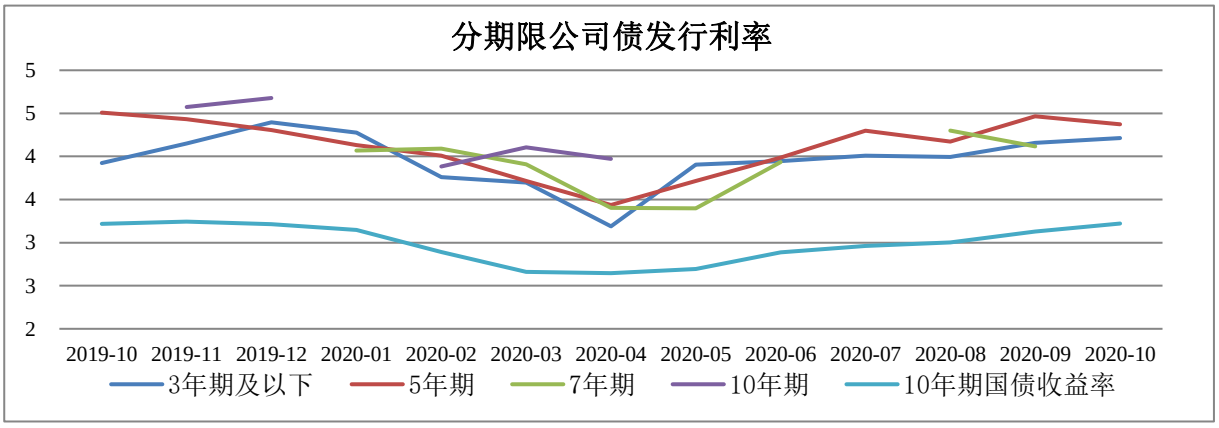




解读：从上图可看出，2020 年 10 月，国际黄金涨势放缓已连续三个月价格回落，随着市场避险情绪消退，大量投资者开始寻求低位抄底的机会，国际黄金跌多涨少。截至 2020 年 10 月底，COMEX 期金均价为 1903.5 美元/盎司，较 9 月，跌约 50 美元。

上周，黄金在周初跌破 1900 美元之后遭到大幅抛售，国际黄金震荡下跌。截至上周五，COMEX 期金报价 1878.8 美元/盎司，周跌 1.29%。(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。)

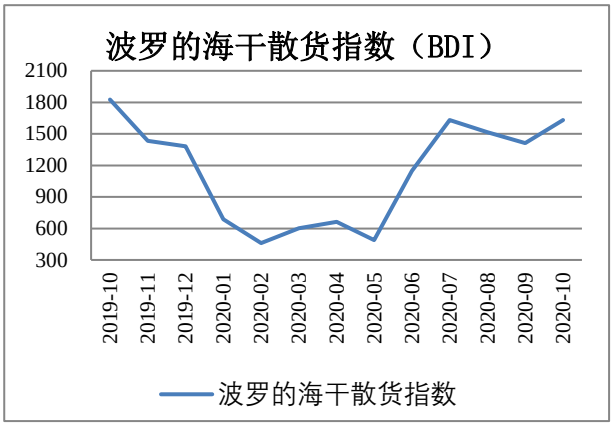


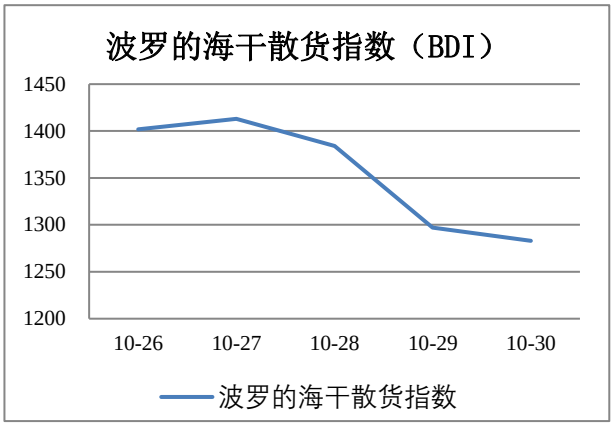


解读：从上图可看出，2020 年 10 月，交易所共发行 119 只公司债，环比增加 2.59%，发行规模 1368.7 亿元，环比下降 21.05%。**分级别看**，2020 年 10 月 AAA 级债券发行量达 94 只，占比 78.99%，利率区间为 3.25%-6.67%；AA+级债券 21 只，占比 17.65%，利率区间为 3.79%-7.80%。低评级债券中，AA 级债券 4 只，利率区间为 3.99%-7.50%；无 AA-级债券发行。**分期限看**，3 年期及以下债券发

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。

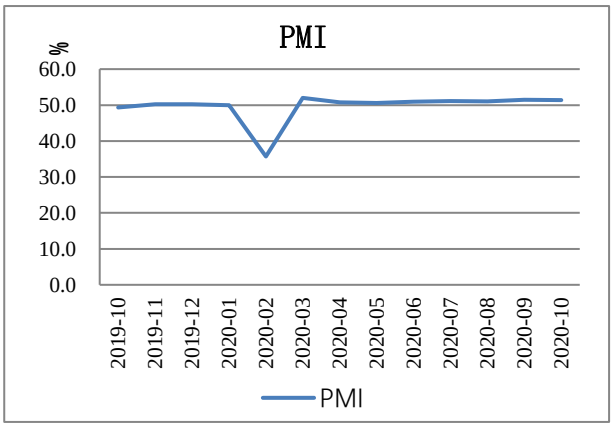
经济类

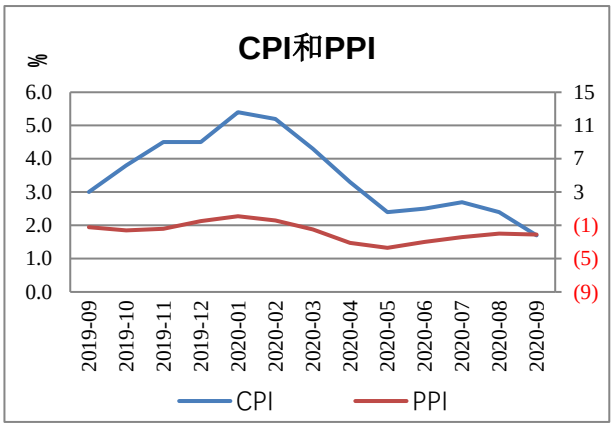




解读：波罗的海指数是目前世界上衡量海运情况的权威指数，是反映国际间贸易情况的领先指数，波罗的海干散货运价指数（BDI）主要衡量铁矿石、煤炭、水泥、化肥和谷物等资源的运输费用。从上图可看出，2020 年 10 月，波罗的海指数（BDI）开始上升，均值为 1630.77 点，环比上升 15.59%，同比下降 10.71%。近期海运行业需求提升，价格上行。

上周，波罗的海干散货运价指数（BDI）先升后降，周五报 1283 点，因所有船舶运费下跌。





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。

9 月份，CPI 同比上涨 1.7%，涨幅比上月回落 0.7 个百分点。其中，食品价格上涨 7.9%，涨幅比上月回落 3.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.69 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 25.5%，涨幅比上月大幅回落 27.1 个百分点；鲜菜价格上涨 17.2%，涨幅扩大 5.5 个百分点；牛肉和羊肉价格分别上涨 9.0%和 5.4%，涨幅分别回落 5.4 和 4.3 个百分点；鲜果价格下降 6.9%，降幅收窄 12.9 个百分点；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 17.7%、9.1%和 4.7%，降幅分别扩大 5.3、7.5 和 3.8 个百分点。非食品价格由上月上涨 0.1%转为持平。非食品中，医疗保健价格上涨 1.5%，教育文化和娱乐价格上涨 0.7%，交通和通信价格下降 3.6%，其中汽油和柴油价格分别下降 15.0%和 16.6%。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 9 月份 1.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.2 个百分点，新涨价影响约为 0.5 个百分点。

9 月份，PPI 同比下降 2.1%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 2.8%，降幅收窄 0.2 个百分点；生活资料价格由涨转降，下降 0.1%。主要行业中，价格涨幅回落的有农副食品加工业，上涨 3.9%，回落 1.6 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业，上涨 2.9%，回落 0.5 个百分点。价格降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降 7.5%，收窄 0.5 个百分点；非金属矿物制品业，下降 2.3%，收窄 0.2 个百分点。价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 26.2%，扩大 1.0 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 16.9%，扩大 0.2 个百分点。此外，黑色金属冶炼和压延加工业价格由上月下降转为持平。据测算，在 9 月份 2.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响为 0，新涨价影响约为-2.1 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”。