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 10 月 9 日 总第十三期

目录

宏观：供需维持修复且分化收敛 2
国债：期债多头思路操作 19
股指：继续震荡 等待驱动 25
贵金属：看好金银比继续抬升 31

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

供需维持修复且分化收敛

宏观月报

2020 年 10 月 9 日

宏观金融

■ 观点逻辑

近期经济数据总体表现较好，其中出口、制造业和房地产投资较强，消费同比增速今年首次转正，进而带动生产进一步走强，但基建投资意外放缓。9 月以来供需均维持恢复且分化收敛，外需依然较强但工业品价格回升放缓；小型企业景气度回升但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两个月超额续作 MLF，第三季度例会也未提及总量方面的表述，或反映出央行对流动性总量目标边际有所放松；财政方面，下半年专项债发行及财政支出均有望保持较快增长。

海外方面，9 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其服务业复苏节奏，尤其是欧元区。美国方面，近期疫情反复及美国两党在大选之下就财政刺激谈判反复博弈造成“财政真空”期，美国经济及就业市场复苏均放缓；但当前欧美经济修复的大方向仍未改变。美联储官员在 9 月会议中也呼吁出台进一步的财政刺激措施，但由于两党的分歧，在大选前达成协议较为困难。

■ 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；货币政策适度宽松但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；海外政策边际收紧；美国大选不确定性；中美关系恶化；海外疫情反复

■ 本月关注

“十四五”规划；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

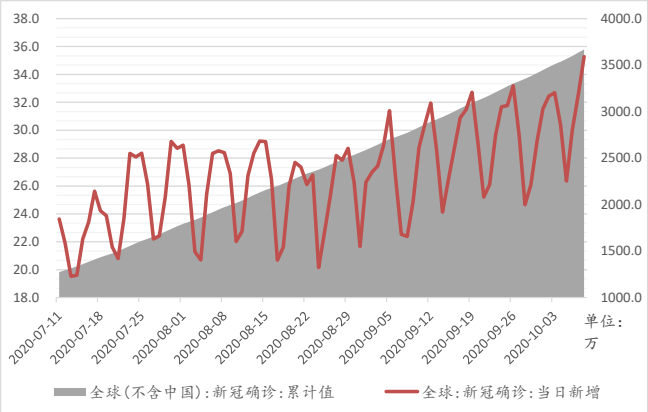


一、 海内外疫情追踪

海外疫情更新：10 月 8 日海外累计确诊 3669.3 万，新增 34.9 万；欧洲主要国家（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 5.75 万。印度单日新增 70824，持续高位；巴西新增确诊 28845，大致平稳；俄罗斯 11493，明显抬升。

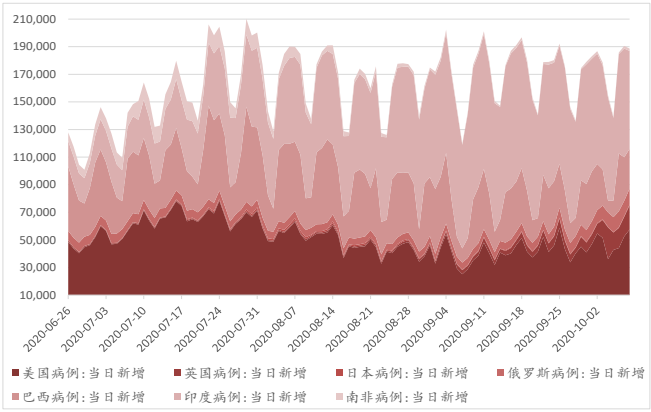
国内疫情更新：10 月 8 日新增确诊病例 21 例，均为境外输入病例；新增疑似病例 0 例，均为境外输入病例；报告新增无症状感染者 15 例（均为境外输入）。

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：供需分化收敛

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	589	623	下降
外汇储备	月	31646	31544	上升
M1:同比	月	8	6.9	上升
M2:同比	月	10.4	10.7	下降
社会融资规模:当月值	月	35823	16928	上升
新增人民币贷款:当月值	月	12800	9927	上升
CPI:当月同比	月	2.4	2.7	下降
PPI:全部工业品:当月同比	月	-2	-2.4	上升
工业增加值:当月同比	月	5.6	4.8	上升
固定资产投资完成额:累计同比	月	-0.3	-1.6	上升
社会消费品零售总额:当月同比	月	0.5	-1.1	上升
工业企业利润:累计同比	月	-4.4	-8.1	上升
制造业 PMI	月	51.5	51	上升

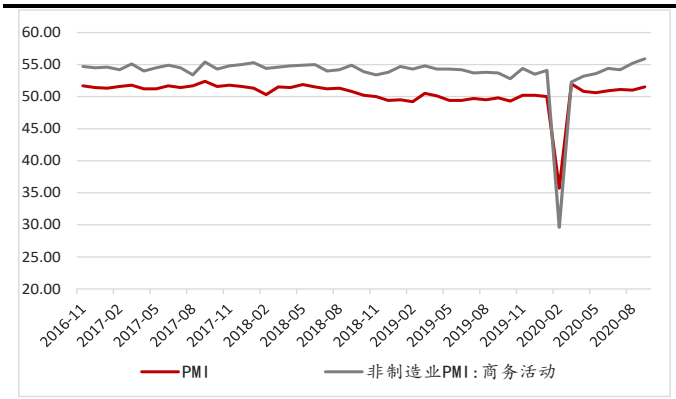
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.1 供需维持回升、分化收敛

9 月我国制造业 PMI 指数为 51.5，较上月扩张 0.5 个百分点，并持续处于扩张区间；非制造业 PMI 为 55.9，较上月上升 0.7 个百分点，且建筑业及服务业均维持在高景气区间，分别为 60.2（+0）、55.2（+0.9），国内疫情受控背景下，餐饮住宿、旅游等行业加速恢复，而建筑业也有望保持较高景气。随着洪涝灾害影响减退，制造业生产指数回升 0.5 个百分点至 54；新订单指数回升 0.8 个百分点至 52.8。外贸方面，新出口订单大幅上升 1.7 个百分点至 50.8，年内首次上升至扩张区间，9 月出口可能依然较强；进口指数回升 1.4 个百分点至 50.4，反映内需稳健恢复。

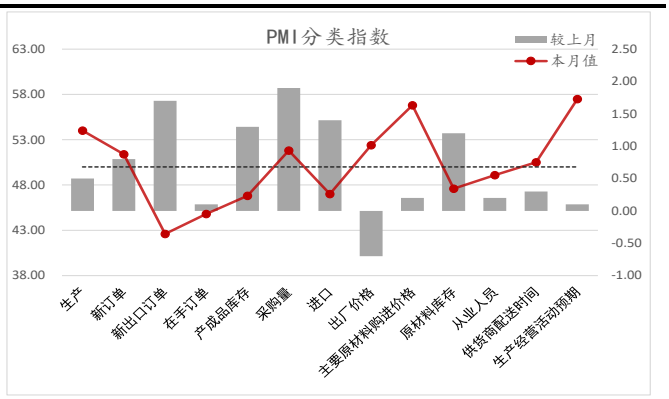
原材料库存指数回升 1.2 个百分点至 48.5，产成品库存上升 1.3 个百分点至 48.4，与 8 月产成品存货累计增速止跌回升互相印证，部分行业或率先补库。工业品出厂价格指数下降 0.7 个百分点至 52.5，原材料购进价格指数上升 0.2 个百分点至 58.5；从 PMI 价格分项指数推算 9 月 PPI 环比大约为 0.4%、同比-1.7%，维持回升态势。分企业类型来看，大型企业 PMI 指数上升 0.5 个百分点至 52.5，小型企业 PMI 指数大幅回升 2.4 个百分点至 50.1，重回扩张区间；9 月小型企业生产、需求均有明显改善，我们认为或与政策端相关支持有关；但中型企业 PMI 指数回落 0.9 个百分点至 50.7。9 月从业人员指数上升 0.2 个百分点至 49.6，反映随着经济复苏就业形势持续好转。

图 3. 中型企业 PMI 回升，但小型企业下降



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 4. 生产、新订单指数均有所回升



数据来源：Wind，中财期货研究院

2.2 生产增速回弹，利润稳定回升

生产增速回弹。8 月规模以上工业增加值同比增 5.6%，较 7 月加快 0.8 个百分点；环比增 1.02%，较上月（0.98%）略有回升。三大门类看，采矿业及电力、热力、燃气及水生产和供应业增速均较上月大幅回升，分别为 1.6%（+4.2%）和 5.8%（+4.1），部分受去年低基数影响，或因汛期结束季节性影响减弱有关；制造业增速则与上月持平（6.0%）。8 月工业生产恢复较上月略有加速，主要与低基数因素、洪涝灾害的影响逐渐减弱及固定投资带动相关产业链条回暖有关。行业分化有所收敛：高技术产业增加值同比增速 7.6%，较上月回落 2.2 个百分点；汽车制造业增长 14.8%，较上月增速下降但仍保持较高水平；与此同时，劳动密集型行业如纺织业，以及周期行业如非金属矿物制造业、有色与黑色金属冶压加工业增加值同比增速均较上月有所提高。海外复工推进下，出口替代生产仍高景气但较前期增速有所放缓；与此同时，外需逐渐恢复传统出口行业逐渐修复、国内大循环推动下内需尤其是消费渐进复苏。

供需循环逐步改善背景下 8 月企业生产经营状况好转，工业企业利润同比增长 19.1%，主要受益于生产及

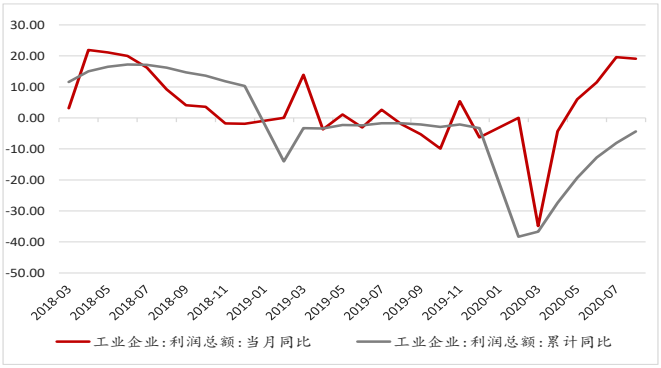
需求端稳定恢复、工业品价格继续回升及成本费用率持续下降。我们认为，后续生产端在内外需回升节奏下周期行业和传统出口行业有望继续修复，出口替代生产或逐渐收缩但仍将高于整体工业增加值增速并对工业生产形成支撑；短期工业增加值增速仍存在一定的上升空间，但报复性反弹和补偿性修复仍难以出现。此外秋冬季节海内外疫情反弹风险有所增加，或对工业生产形成扰动；国内外环境复杂多变，企业盈利持续稳定增长仍面临一定压力。

图 5.8 月工业增加值同比增 5.6%



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 6.8 月工业企业利润同比增长 19.1%



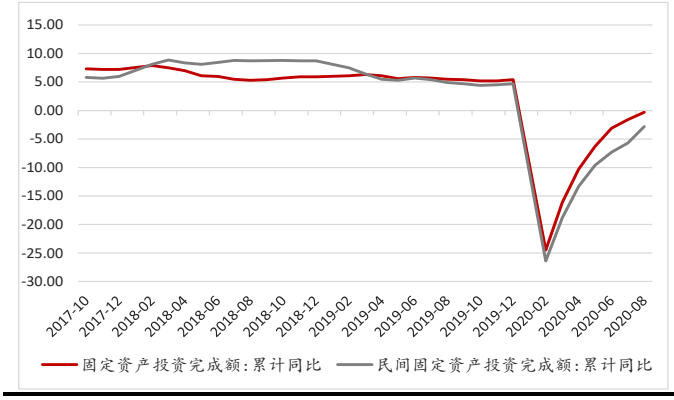
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.3 投资：地产持续、基建偏弱、制造业改善

1-8 月固定资产投资同比-0.3%（+1.3%），继续回升，7 月份环比增长 4.18%；其中民间固定资产投资-2.8%，恢复速度略有加快。三大领域中，基础设施（不含电力）投资-0.3%（+0.7%），制造业投资-8.1%（+2.1%），房地产开发投资增长 4.6%（+1.2%）。从当月增速来看，8 月房地产投资增速为 11.8%，略高于上月，且商品房销售增速持续回升（累计-3.3%，当月 13.7%）；广义基建投资增速约为 7%，较上月略有下滑，但狭义基建增速大幅下行至 4%，原因在于电热燃气及水供应投资上行而交储邮政等同比增速收窄，我们认为 8 月基建投资增速整体不及预期可能与汛情影响、专项债发行放缓及棚改对于专项债资金的分流有关；制造业投资增速约为 5%，恢复速速明显加快，去年同期低基数、外需持续超预期及逆周期投资加码下实体经济复苏可能是制造业投资恢复加速的主要原因；基建及地产带动下黑色、机械、石油化工等周期类行业好转，医药、计算机等投资保持较快增长。高技术产业等产业投资增速 8.2%（+0.2%），增速维持较高水平。

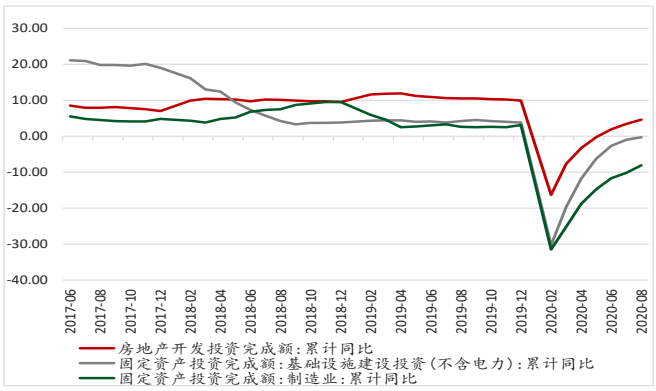
8 月投资端比较大的亮点是制造业单月增速大幅反弹，尽管去年低基数的因素，但我们认为随着内外需修复及企业盈利改善，制造业投资增速中枢仍将缓慢上行，但库存与产能利用方面仍存一定压制；基建投资仍是稳增长的重要手段，讯期结束 9 到 10 月年内施工反弹且近期专项债发行再度放量，但棚改专项债、补充银行资本金等分流影响对基建全年增速可能构成一定压制，基建后期增速有可能没有市场预期的那么乐观；房地产市场的迅速回暖受益于前期疫情期间需求滞后释放以及央行货币宽松，但近期地产融资有所收紧的背景下房企拿地及新开工增速均有回落，我们认为地产投资增速空间“上有顶”，后期可能会缓慢下行。

图 7. 固定资产投资增速回升至-0.3%



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 8. 地产持续、基建偏弱、制造业改善



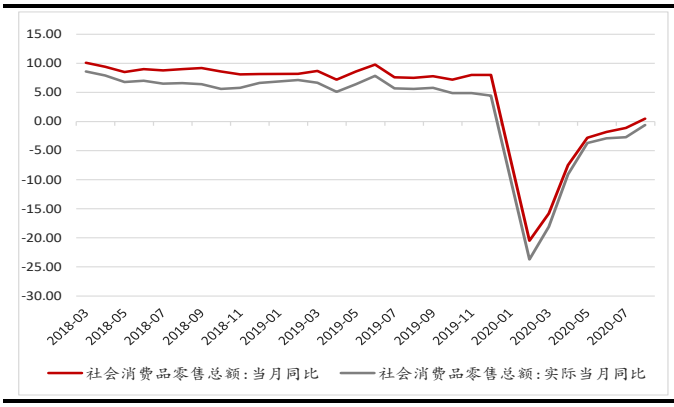
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.3 消费：同比增速转正

8 月社会消费品零售总额同比增 0.5%（实际-1.1%），高于上月 1.6 个百分点，环比 1.25%，回升速度高于上月；汽车销售本月增长 11.8%对消费形成拉动，汽车以外的消费品下降 0.6%、依然偏弱。从其他行业来看，服装、化妆品、金银珠宝等可选品 8 月增速大幅反弹，粮油、饮料等必选品消费趋稳。分消费类型看，餐饮收入下降 7.0%，降幅比 7 月份收窄 4 个百分点；商品零售同比增长 1.5%，比 7 月份提高 1.3 个百分点。8 月消费加速恢复，得益于国内防疫成果持续较好、局部疫情复发也及时遏制扩散，目前消费场景基本放开、商旅活动恢复、居民恐疫心理逐步淡化；以及出国游受到限制，部分消费需求留在国内释放。

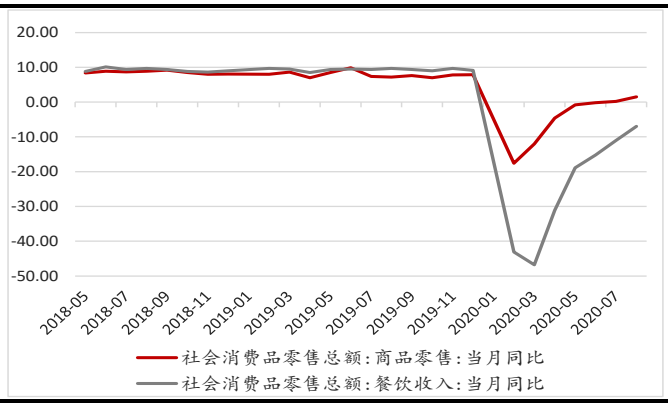
展望后市，随着疫情导致的恐惧心理逐渐消减和电影等服务业逐渐恢复，消费仍将继续回升，且复苏有可能加速；地产后周期消费也存在改善动力。但在居民失业率、收入增速仍未回归常态，储蓄偏好依然比较高的背景下，消费回暖的速度仍然有限，其修复大概率仍然滞后于企业端的整体恢复。但秋冬季国内疫情仍有反弹风险，尤其是春节等时点的扩散风险与防控难度加大；若疫情复发、疫苗未能及时大范围接种，可能会影响到消费恢复节奏路径。

图 9. 8 月社零增速同比转正



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 10. 餐饮收入降幅比收窄 4 个百分点



数据来源：Wind，中财期货研究院

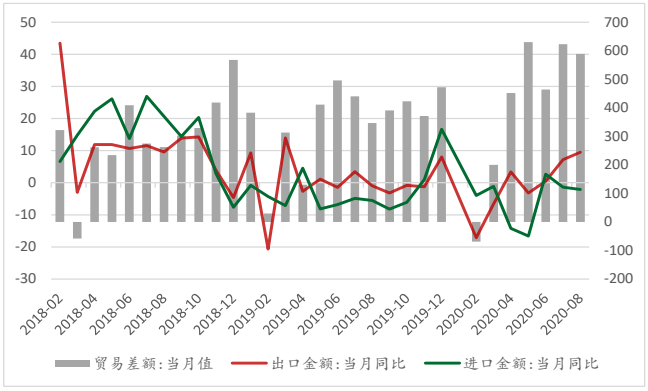
2.4 出口：继续超预期

8 月出口同比（按美元计） 9.5%，高于预期，较上月 7.2%继续回升。8 月进口同比（按美元计）-2.1%，

低于预期，较上月增速（-1.4%）略有回落。贸易顺差 589.3 亿美元，继续维持在历史较高位置。导致 8 月出口超预期的因素主要有：海外需求仍在恢复，摩根大通全球制造业 PMI 在 8 月继续回升至 51.8；抗疫物资具有较强韧性，8 月仍然保持较高增速；去年 8 月出口增速为负、基数较低。8 月进口增速则有所下滑，其中进口大宗商品数量和价格都出现不同程度下跌，或与 8 月国内生产恢复放缓、基建投资受汛期扰动等因素有关。

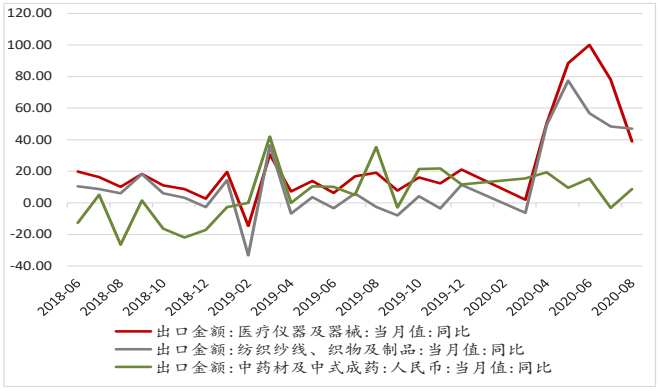
本轮疫情以来，我国出口增速迅速反弹、远超市场预期；除了隔离期间防疫物资、居家办公及高技术产品保持高增长以外，还可能与发达国家加大对居民的补贴及转移支付，居民消费能力迅速恢复有关。展望后市，出口或仍保持韧性且强于进口，但外贸增长的不确定性仍存：一是秋冬海外疫情反弹风险上升（但海外生产端已有所修复）对我国医疗物资和替代性出口产品影响；二是海外政策边际放缓对于外需修复节奏的影响。

图 11. 8 月出口继续回升，进口回落



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 12. 抗疫物资仍然保持较高增速

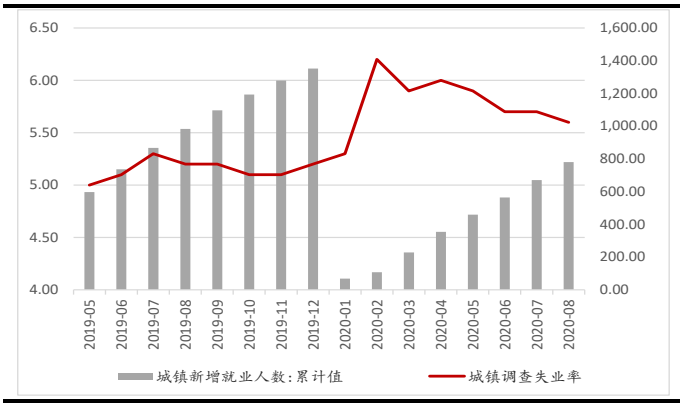


数据来源：Wind，中财期货研究院

2.5 就业：整体改善，结构性失业压力仍存

8 月全国城镇调查失业率 5.6%，环比下降 0.1 百分点。1-8 月城镇新增就业 781 万人，完成全年目标 86.8%。8 月 25-59 岁就业主体人口的城镇调查失业率为 4.8%，较上月下降 0.2 个百分点。外来农业户籍人口调查失业率为 5.4%，较上月下降 0.3 个百分点，说明农民工就业得到一定的修复，反映稳就业政策下新型就业及平台经济等新业态为就业改善创造了良好条件；20-24 岁专科及以上受教育程度人员调查失业率较上年同期提高 5.4 个百分点，继续攀升；与往年 8 月下降的季节性相悖，显示出大学生就业压力依旧突出，结构性失业问题依旧存在可能约束宏观政策的退出节奏。

图 13. 城镇调查失业率下降 0.1 百分点



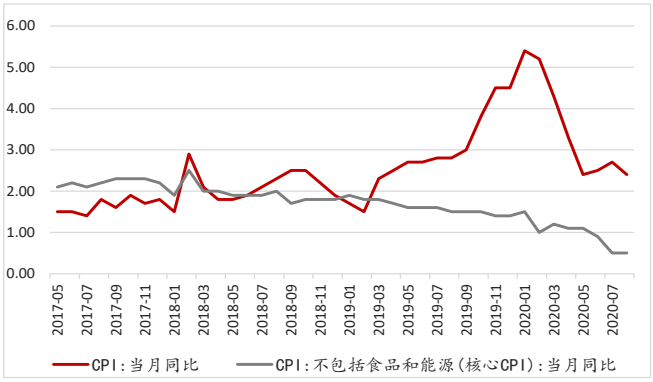
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.6 物价：CPI 如期回落，PPI 持续反弹

CPI 如期回落。8 月 CPI 同比 2.4%，回落 0.3 个百分点，环比 0.4%。核心 CPI 同比 0.5%，持平于前值，虽止跌但仍疲弱。夏季水涝扰动消退后，CPI 如期回到下行通道，除基数效应外，食品价格开始成为拉动 CPI 走低的关键因素：8 月鲜菜（6.4%）涨幅偏高，猪肉（1.2%）涨势明显放缓，非食品价格同比较上月略回升 0.1 个百分点。6、7 月 CPI 在供给侧因素下反弹但 9 月以来蔬菜价格环比涨幅收窄、猪肉价格环比降低，我们仍维持年内 CPI 处于下行期的看法。

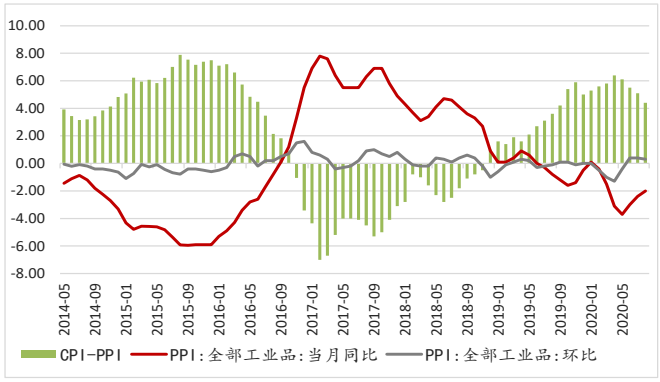
8 月 PPI 同比-2%，回升 0.4 个百分点，环比 0.3%。8 月 PPI 生产资料同比-3%，环比 0.4%，PPI 生活资料同比 0.6%，环比 0.1%；上游产品中，有色与黑色金属价格领涨，下游价格追赶。年内而言，PPI 或维持回升态势，但修复斜率在放缓：国内基建投资上行节奏有望加快、地产投资短期仍有韧性，海外欧美等主要经济体 PMI 仍持续处于扩张区间，疫苗研制捷报频传、若年底前问世有望强化经济复苏信心并支撑周期品表现；但秋冬海内外疫情反弹、中美矛盾升级的可能使得 PPI 仍有走弱的风险。若年底疫苗问世、经济复苏信心强化不排除低基数下明年通胀回升斜率更为陡峭。

图 14. 8 月 CPI 小幅回落



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 15. PPI 持续反弹



数据来源：Wind，中财期货研究院

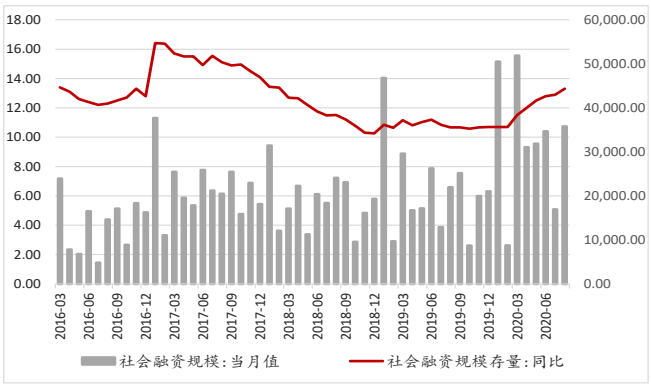
2.7 金融：政策收敛但融资需求改善

融资需求由表内转表外，地方债放量支撑社融高增。8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿(+1.39 万亿)元，存量增速 13.3%(+0.4%)。政府端来看，8 月政府债券融资 13800 亿，同比多增 8741 亿，主因 8 月份地方债发行再度发力，是拉动社融同比重新高增的主要因素。居民端，8 月短期贷款、中长期贷款分别新增 2844 和 5571 亿元，同比分别多增 846 和 1031 亿元，与居民消费修复及地产销售反弹相互印证。企业端，中长期贷款延续高增，7252 亿元，同比多增 2967 亿元，政策引导及企业资本开支意愿好转下基建及制造业中长期贷款增长较快；非标融资 710 亿，同比多增 1725 亿，反映由于表内政策偏紧导致部分融资需求由表内转向表外；企业股票融资 1282 亿，，同比多增 1026 亿；企业债券融资 3633 亿，同比多增 249 亿，7-8 月权益市场火热叠加注册制落地，股权融资连续两个月放量。

M2 走低因财政存款滞留，M1 走高显示楼市销售火热。8 月 M2 同比增长 10.4%，增速比上月末低 0.3 个百分点；同时 M1 同比上升至 8.0%，M1-M2 剪刀差大幅收窄 1.4 个百分点至-2.4%。M2 走低主要系政府债发行到拨付的时滞、当月财政存款同比大增，8 月财政存款新增 5339 亿元，同比多增 5244 亿元；而 M1 走高系楼市销售火热带动，与居民贷款数据互为印证，同时也反映实体流动性继续改善、企业产销活动趋于活跃，有助于经济保

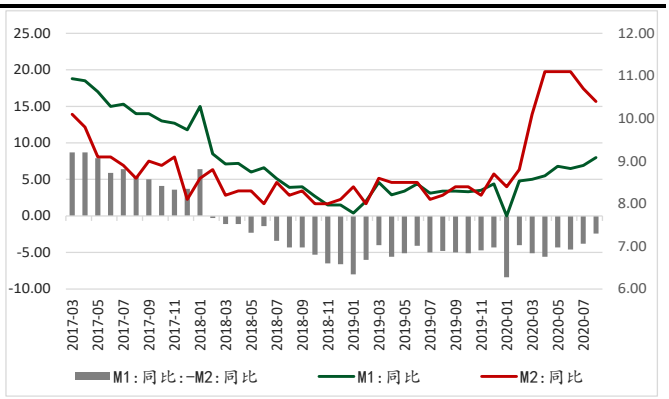
持修复态势。存款数据方面，8 月新增存款 19400 亿元，同比多增 1317 亿元。随着股市降温，非银存款向住户及企业回流；其中住户与非金融企业存款分别新增 3973 亿元、7491 亿元，同比分别多增 1259 亿元、1699 亿元，而非银金融机构存款-2612 亿元，同比多减 9910 亿元。

图 16. 8 月社会融资规模超预期



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 17. M2 回落、M1 增速上升



数据来源：Wind，中财期货研究院

三、政策端：流动性投放加大

3.1 货币：利率不变但流动性投放加大

9 月 15 日 MLF 超额续作 6000 亿元，对冲 9 月 17 日到期的 2000 亿元 MLF 后，实现全月中期流动性净投放 4000 亿元，延续 8 月份开始的超额续作 MLF 操作，缓解银行负债端紧张，部分补充中长期基础货币，并有利于引导市场利率。表明保持流动性合理充裕，引导贷款利率下行仍是货币政策的主要诉求。

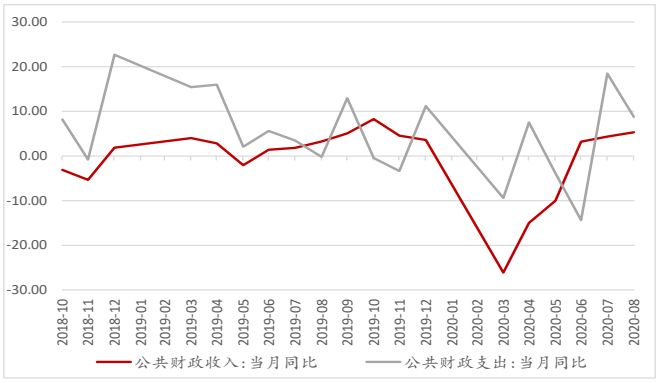
近期央行货币政策委员会召开了今年第三季度例会，与第二季度例会相比，有多处表述出现变化。央行货币政策委员会第二季度例会中提出“坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环”，而在第三季度例会中却并没有关于“总量”方面的表述，反映出央行对流动性总量目标的边际管控或有所放松。

3.2 财政：收入支出同比均高

8 月一般公共预算收入同比较前期上行 1 个百分点，录得 5.3%。这是公共财政收入连续第 3 个月转正回升。与经济数据吻合，8 月财政状况因基本面好转而持续并加速改善中。公共财政支出 8 月同比低于上月，但 8.7%的增速仍属于年内第二高点。

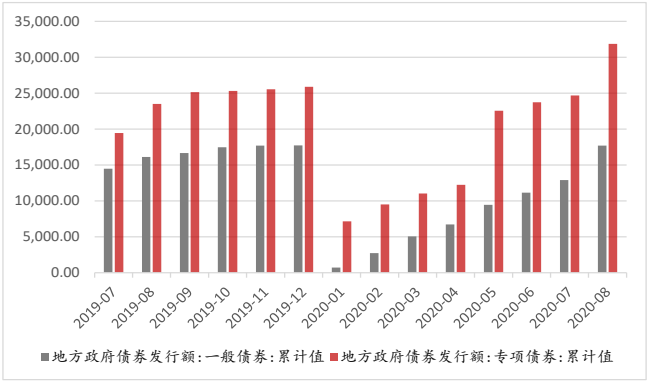
8 月地方债发行 11997 亿元，其中新增债券 9208 亿元，再融资债券 2789 亿;8 月地方债发行比 7 月增加 9275 亿元，继 5 月后发行额再次突破 1 万亿元。7 月底抗疫特别国债发行完毕后，财政部积极指导各地加快地方债发行进度；资金投向聚焦重点支持国务院确定的交通基础设施等七大重点领域和“两新一重”等项目，为做好“六稳”工作、落实“六保”任务发挥了积极作用。

图 18. 8 月财政收入同比回升



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 19. 地方债发行再次放量



数据来源：Wind，中财期货研究院

四、流动性及信用债跟踪

4.1 流动性跟踪

图 20. 信用利差

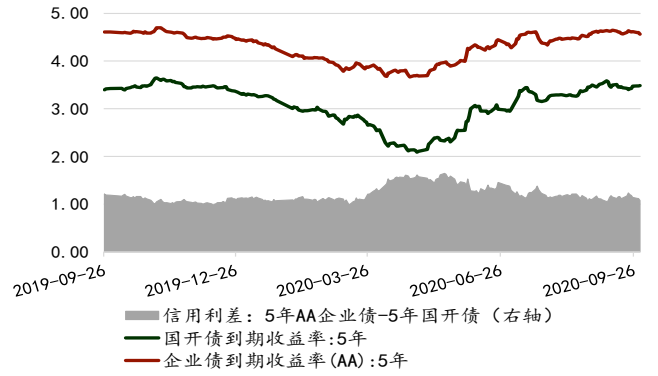


图 21. 利率

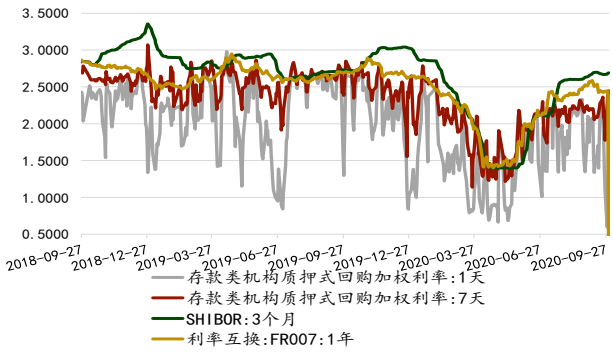
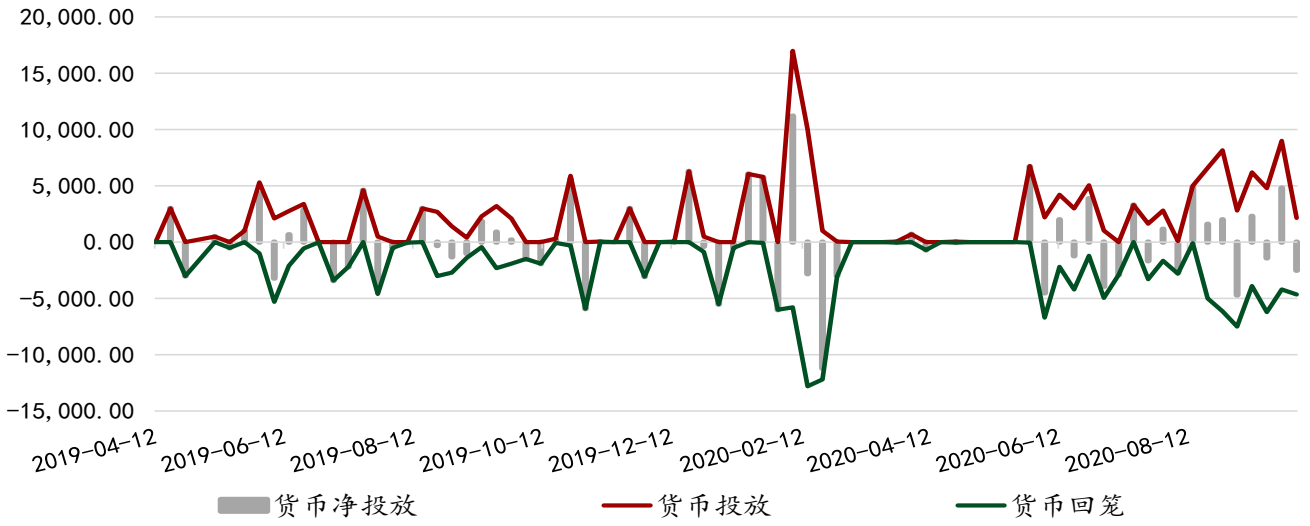


图 22. 公开市场操作

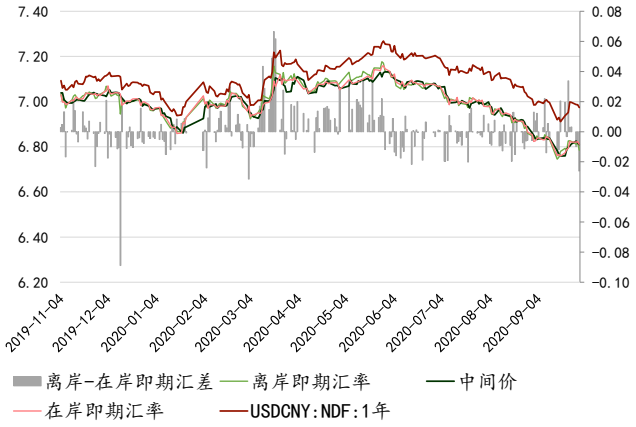


数据来源： Wind、中财期货研究院

4.2 人民币汇率：先升值后贬值

9 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，9 月 30 日，人民币兑美元中间价汇率为 6.7845，相比 8 月底的 6.8479，变动 633 个 BP，升值幅度为 0.93%；人民币兑美元即期汇率为 6.8106，相比 8 月底的 6.8535，变动 429 个 BP，升值幅度为 0.63%。9 月份美元指数震荡上行，由 8 月底的 92.17 下行到 9 月底的 93.85，升值幅度为 0.07%。9 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。从经济基本面和中美利差来看，人民币均有较强升值基础。

图 23. 人民币兑美元汇率



数据来源： Wind、中财期货研究院

图 24. 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

9 月信用债违约个数较 8 月下降，比上年 9 月明显下降。行业分布相对分散，主要为房地产开发等；多为民营企业；违约类型主要为未按时兑付本息及未按时兑付利息等。

表 2. 9 月信用债违约统计

2019 及 2020 年 9 月信用债违约统计（实质违约）							
总量统计		违约只数		违约金额（亿元）		首次违约只数	
		2019	2020	2019	2020	2019	2020
		24	8	185.79	133.64	1	2
所属行业	电脑与电子产品零售	1		0.58			
	多领域控股	1		7.1			
	多样化房地产活动		1		20		1
	房地产开发		2		26.64		1
	工业机械	1	1	10	10		
	互联网软件与服务		1		30		
	建筑与工程	4	1	52	22		
	铝	1		7.4			
	石油与天然气的炼制和销售	2	1	35	25		
	售货目录零售	1		8			
	水务		1				
	新能源发电业者	2		10			
	综合类行业	11		55.71		1	
企业性质	民营企业	19	4	150.39	73.64	1	1
	上市公司	1		7.4			
	地方国有企业	1	2	10	30		1
	中央国有企业	1	1	8	30		
	其他	2	1	10			
违约类型	提前到期未兑付	8		45			
	未按时兑付本息	5	3	42.5	50		
	未按时兑付回售款和利息	7	2	54.71	26.64	1	2
	未按时兑付利息	4	3	43.58	57		

数据来源： Wind、中财期货研究院

五、海外宏观

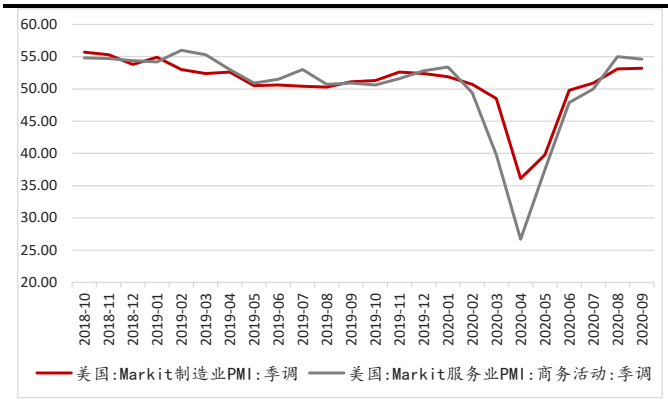
综合来看，9 月欧美经济尤其是制造业延续复苏态势；但疫情反弹显著拖累了其服务业复苏节奏，尤其是欧元区，随着疫情反复并采取更多限制措施，欧元区 9 月服务业重新落入收缩区间，近期欧洲主要国家如英法德意新增病例均明显上升，后期二次疫情拖累经济复苏的风险仍需重点关注。美国方面，随着近期疫情反复及美国两党在大选之下就财政刺激谈判反复博弈造成“财政真空”期，美国经济及就业市场复苏均放缓；美联储官员在 9 月会议中也呼吁出台进一步的财政刺激措施，但由于两党的分歧，在大选前达成协议较为困难，财政刺激的“缺失”或将导致美国企业破产增加及永久失业率上升，拖累经济复苏节奏；此外疫情的反弹、在特朗普感染新冠后进一步上升的大选不确定性也是经济复苏及市场重要的观察点。

5.1 经济

美国 9 月 Markit 综合 PMI 下滑至 54.4（-0.3），其中制造业 PMI 上升至 53.2，服务业 PMI 则从 8 月的 55 下滑到 54.6。美国制造业维持复苏态势，但制造业指数的上涨被服务业指数的下滑抵消，商业活动有所回落，整体经济复苏有所放缓。

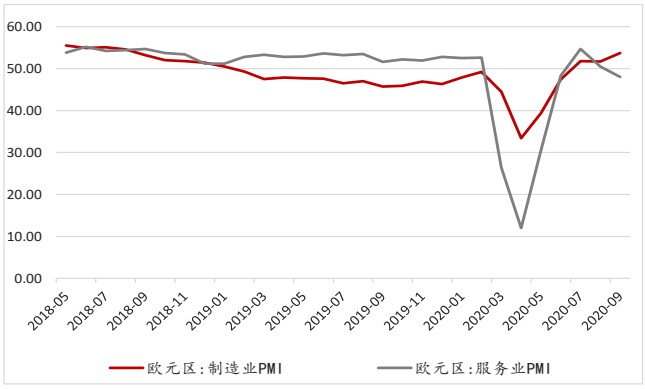
欧元区 9 月综合 PMI 终值为 50.4、创下 3 个月低点。其中服务业 PMI 终值从 8 月的 50.5 跌到 48、再度陷入衰退，凸显疫情卷土重来已对欧洲服务业造成重创，并抵消制造业创两年来的最强劲增长；制造业 PMI 终值从 8 月的 51.7 升高到 53.7。二次疫情持续发酵，欧洲多国采取了二次封锁的措施，导致弱复苏的欧洲经济尤其是服务业有再次停摆风险，对国内出口、全球贸易产生拖累。

图 25. 美国 9 月 Markit 综合 PMI 下滑至 54.4



数据来源：Wind，中财期货研究院

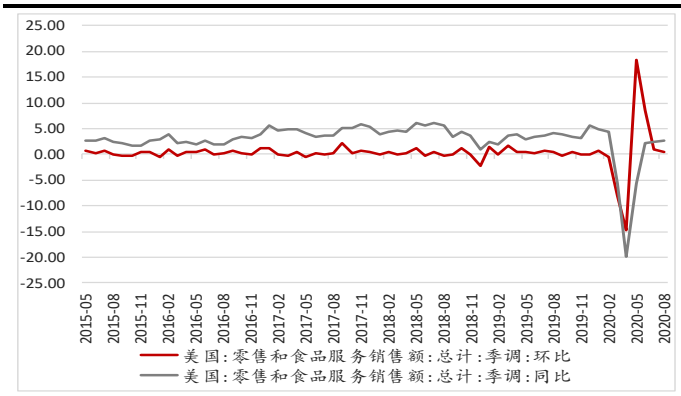
图 26. 欧元区 9 月综合 PMI 终值为 50.4



数据来源：Wind，中财期货研究院

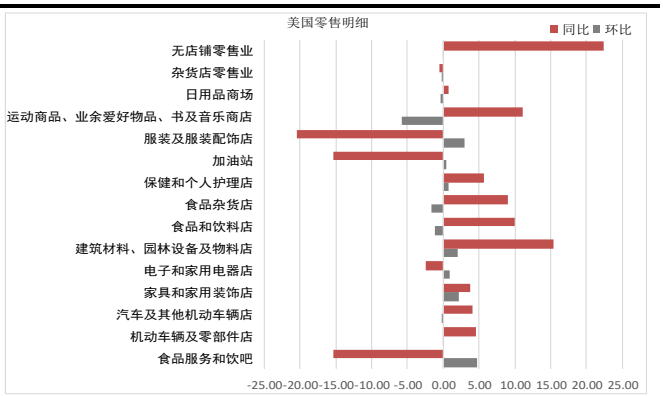
9 月 16 日美国公布的数据显示 8 月份零售和餐饮服务销售额环比增长 0.6%（同比 2.6%），低于市场预期的 1.0%，7 月份数据也从 1.2%下修至 0.9%。核心零售销售（除汽车）上升 0.7%，同样不及市场预期的 1.0%。目前总体零售额比 2 月份疫情前的峰值水平已高出 1.9%，考虑到财政刺激措施带来的支撑正逐渐消退，零售强劲反弹的初步阶段大概率已结束，除非有诸如新一轮财政刺激等政策能够带来额外助力，否则若要再取得大幅增长将较为困难；同时从积极的一面来看，8 月数据也表明，每周 600 美元失业救济金的突然削减并没有带来许多人所担忧的灾难性负面影响。鉴于第二季度基数较低，第三季度的实际个人消费支出或有望录得创纪录的增长；但三季度之后个人收入减少（商务部数据显示 8 月美国个人收入环比下降 2.7%）、储蓄率仍然高企及不再低的基数也意味着美国四季度 GDP 增速将面临显著下行风险，尤其在当前新的财政刺激法案迟迟未出台的情况下。

图 27. 美国 8 月零售环比增幅进一步缩窄



数据来源：Wind，中财期货研究院

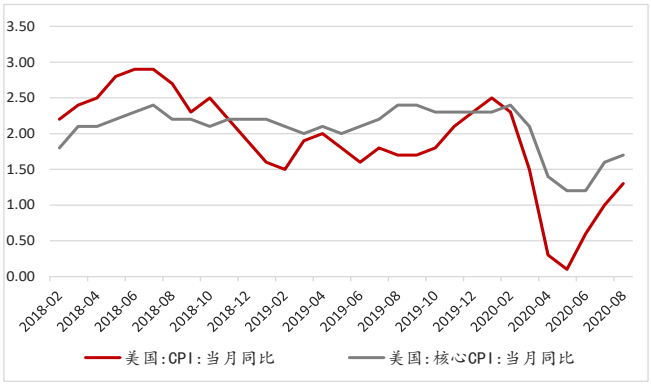
图 28. 无店铺零售等同比增幅较高



数据来源：Wind，中财期货研究院

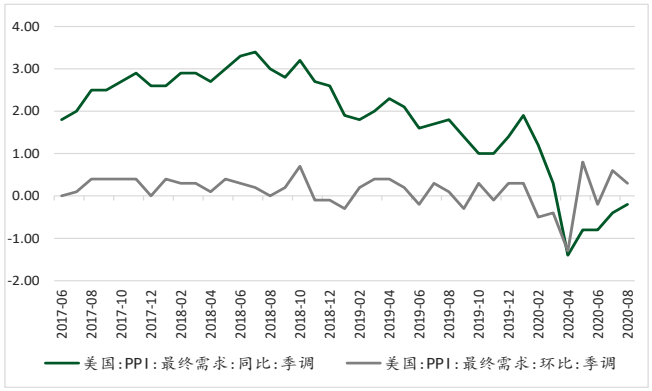
美国 8 月 CPI 同比 1.30%，核心 CPI 为 1.70%，均超预期且维持回升态势。8 月 PPI 环比增长 0.3%，增幅不及 7 月的 0.6%，但高于市场预期的 0.2%；PPI 同比下降 0.2%，下降 0.3%，剔除食品、能源及贸易服务的核心 PPI 环比增长 0.3%。从 CPI 分项同比看，医疗保健、食品饮料、住宅租金、教育通信等必需品消费 CPI 同比仍在大幅上涨；但能源、交通运输价格受全球需求下滑以及疫情防控带来的物理阻隔影响大幅下跌，疫情对美国通胀的需求冲击主要体现在大宗商品和非必需品消费上。随着经济复苏斜率放缓、新的财政刺激法案又迟迟不能出台，后期美国零售及劳动力市场疲软可能会抑制通胀。欧元区 9 月 CPI 同比则仅为-0.3%，8 月为-0.2%，不及预期，其通胀表现也弱于美国。

图 29. 美国 8 月 CPI 同比 1.30%



数据来源：Wind，中财期货研究院

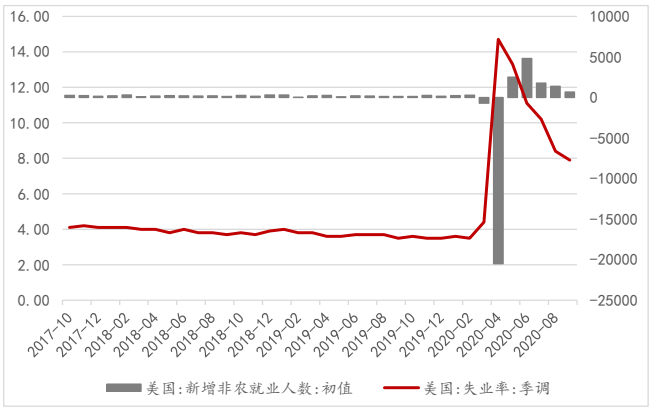
图 30. 8 月美国 PPI 同比下降 0.2%



数据来源：Wind，中财期货研究院

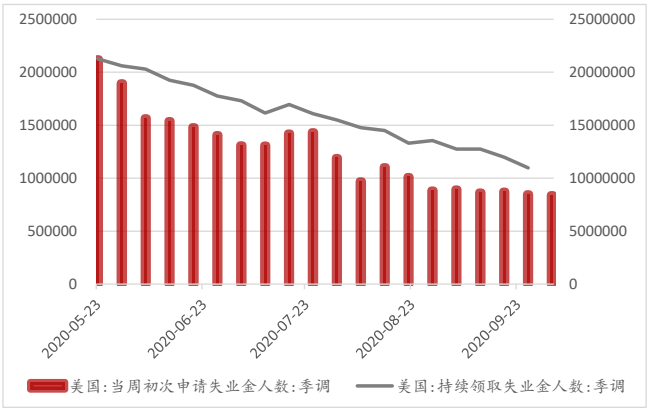
美国 9 月新增非农就业 66.1 万人，延续改善趋势，但相比上月的 148.9 万继续放缓，也弱于市场预期的 85.7 万；9 月失业率 7.9%，相比上月的 8.4%继续回落。整体看，美国劳动力市场继续修复，但复苏节奏在放缓。就业弱于预期，部分因政府临时雇佣下滑：9 月私人部门新增就业略放缓至 87.7 万，但政府部门就业减少 21.6 万人。行业来看，服务业继续是新增就业主力，共增加 78.4 万人：其中，休闲住宿（31.8 万）、零售（14.2 万）、商业服务（8.9 万）增加较多。小时工资环比 0.1%（同比 4.7%），为连续第 3 个月环比正增长，背后反映了失业的结构失衡：即多数失业者为低薪工作者。此前因为低端就业人群重返岗位较快，导致工资增速环比下滑；近期这种切影响基本消逝。失业率延续 5 月以来的回落趋势，降至 7.9%。9 月失业率继续下降，依然主要是受临时失业减少推动，而永久性失业尚处于增加趋势中，这一情形可能延续一段时期。随着临时性失业陆续减少，就业岗位增加不足，后续就业恢复或将继续放缓。

图 31. 美国 9 月就业市场延续改善



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 32. 美国最近首次申请失业救济人数高于预期



数据来源：Wind，中财期货研究院

近期美国及全球面临还面临三种不确定性的短期叠加：欧美疫情的反弹在疫苗推出背景下对市场风险偏好的冲击将减弱，但可能令复苏节奏再受拖累；大选不确定性在特朗普总统感染新冠后进一步上升，可能导致金融市场、消费者及企业信心受到冲击；美国新一轮财政救助迟迟未见进展，如果不能在大选前通过，可能导致美国 4 季度经历一次短期的“财政悬崖”，或将导致企业破产、违约率及失业率上升。

5.2 政策

美联储 9 月议息会议，重申了宽松立场，联邦基金利率维持在 0-0.25%区间，但也没有进一步加大宽松；并且增加了有关允许通胀超调以及平均通胀目标的内容，与此前 JacksonHole 会议所做的框架调整保持一致；加强了前瞻指引，承诺将利息维持在零水平直至美国达到充分就业及“通货膨胀上升到 2%，并在一段时间内保持在略高于 2%的水平”。将至少按目前节奏增持美国国债以及机构住宅和商业抵押贷款支持证券（MBS、CMBS），支持美国国债发行，维持宽松金融环境。经济展望更为乐观，上调了对 2020 的 GDP 预测，下调了对 2021 年、2022 年的经济预测。下调了对 2020、2021、2022 年的失业率预测，对劳动力市场比较乐观，下调平均失业率预期 2 个百分点至 7%-8%。上调了对 2020、2021、2022 年的通胀预测。但经济仍需“呵护”，点阵图显示 17 位 FOMC 成员中有 13 位预计 2023 年底前保持零利率，所有成员都认为在 2021 年前不会加息。

美国两党将财政刺激谈判当做大选重要筹码反复博弈，导致复苏减速风险。特朗普本周二宣布叫停财政刺激谈判，稍晚他呼吁出台针对航空业与小型企业的独立救援措施，并支持向纳税人直接发放 1200 美元刺激支票。周三早间，美国众议院议长佩洛西和财长姆努钦重新开始了有关财政刺激方案的谈判，但佩洛西表示，如果没有更大的援助计划，就没有独立的航空公司援助法案。关于一揽子刺激计划的分歧在短期内或难以克服，新方案在大选前达成协议恐将无望。财政刺激的“缺失”或将导致破产、违约率及失业率上升。

美联储 9 月会议纪要显示，美联储官员担心，如果缺乏进一步的政府财政刺激措施，将会危及到美国经济复苏的步伐。纪要显示，新冠疫情再次爆发给经济复苏带来风险；FOMC 针对美国经济前景的预期假定，特朗普政府将在 2020 年提供更多的财政救助。如果未来的财政支持大大少于他们的预期，或大大晚于他们的预期，复苏的步伐可能会慢于预期。

图 33. 美国 9 月议息会议经济展望更为乐观

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2020

Percent

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					Range[3]				
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0–-3.0	3.6–4.7	2.5–3.3	2.4–3.0	1.7–2.0	-5.5–1.0	0.0–5.5	2.0–4.5	2.0–4.0	1.6–2.2
June projection	-6.5	5.0	3.5		1.8	-7.6–-5.5	4.5–6.0	3.0–4.5		1.7–2.0	-10.0–-4.2	-1.0–7.0	2.0–6.0		1.6–2.2
Unemployment rate	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0–8.0	5.0–6.2	4.0–5.0	3.5–4.4	3.9–4.3	6.5–8.0	4.0–8.0	3.5–7.5	3.5–6.0	3.5–4.7
June projection	9.3	6.5	5.5		4.1	9.0–10.0	5.9–7.5	4.8–6.1		4.0–4.3	7.0–14.0	4.5–12.0	4.0–8.0		3.5–4.7
PCE inflation	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1–1.3	1.6–1.9	1.7–1.9	1.9–2.0	2.0	1.0–1.5	1.3–2.4	1.5–2.2	1.7–2.1	2.0
June projection	0.8	1.6	1.7		2.0	0.6–1.0	1.4–1.7	1.6–1.8		2.0	0.5–1.2	1.1–2.0	1.4–2.2		2.0
Core PCE inflation[4]	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3–1.5	1.6–1.8	1.7–1.9	1.9–2.0		1.2–1.6	1.5–2.4	1.6–2.2	1.7–2.1	
June projection	1.0	1.5	1.7			0.9–1.1	1.4–1.7	1.6–1.8			0.7–1.3	1.2–2.0	1.2–2.2		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1–0.4	2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–0.6	0.1–1.4	2.0–3.0
June projection	0.1	0.1	0.1		2.5	0.1	0.1	0.1		2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–1.1		2.0–3.0

数据来源：Wind，中财期货研究院

欧洲央行按兵不动。欧洲央行在 9 月会议维持主要再融资利率在 0.0%、边际贷款利率在 0.25%、存款利率在-0.5%不变；欧央行管委会预计将维持关键利率在当前或更低水平直至通胀前景收敛至接近 2%，符合市场预

期。维持大流行紧急购买计划（PEPP）总额 1.35 万亿欧元不变，并至少持续至 2021 年 6 月底，在投资至少到 2022 年底；资产购买计划（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 亿欧元临时额度一样持续到今年年底，7 月以来欧央行扩表速度已经快于美联储；将继续通过再融资操作提供充足的流动性。此外，欧洲央行上调 2020 年欧元区 GDP 预测至-8%；但小幅下调 2021 和 2022 年欧元区 GDP 至 5%、3.2%，此前预期分别为 5.2%、3.3%；欧洲央行还上调了明年的通胀预期至 1.0%，此前为 0.8%，但 2020 年通胀预期维持在 0.3%不变。在稍后的新闻发布会上，拉加德称没必要对欧元上涨过度反应，欧元兑美元上破 1.19 关口，创逾一周新高。

5.3 其他

特朗普感染新冠：北京时间 10 月 2 日，特朗普通过推特表示，自己和第一夫人新冠检测为阳性；随后其医生也发表声明证实了这一情形。10 月 7 日白宫医生肖恩·康利发布了特朗普健康状况简报，称特朗普已经有“24 小时没有症状”。近期来看特朗普及其他政府高官病情仍将是影响市场波动的重要变量。

疫苗：美国食品药品管理局（FDA）10 月 6 日公布了新冠疫苗审批的硬性要求，包括至少两个月的安全性数据，以及需要对疫苗的紧急使用申请进行专家组审核。这导致专家认为在 11 月美国大选前几乎不可能推出疫苗。特朗普政府反对该审查标准已有两周，但 FDA 仍然表示会严格遵守该审查标准。

日本制造业 PMI 连续处于收缩区间：日本 9 月制造业 PMI 报 47.7，前值 47.3，连续第 17 个月处于收缩区间；8 月日本失业率环比上升 0.1 个百分点至 3.0%，与去年同期相比，8 月完全失业人数增加 49 万至 206 万。

六、全球大类资产表现

图 34. 国内大类资产涨跌幅（%）

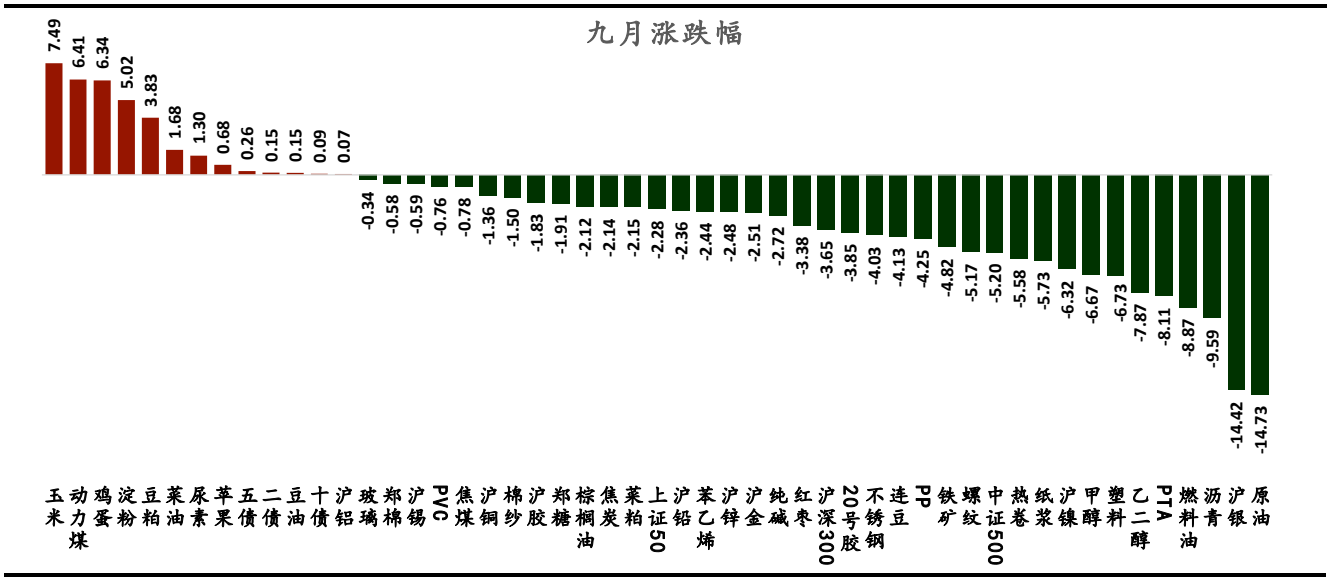


图 35. 文华指数涨跌幅（%）

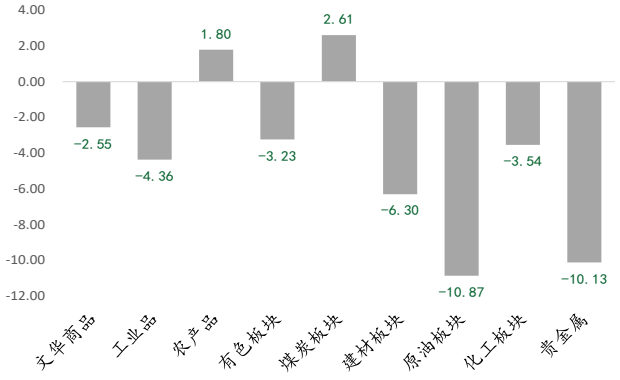


图 36. 全球主要货币兑美元（%）

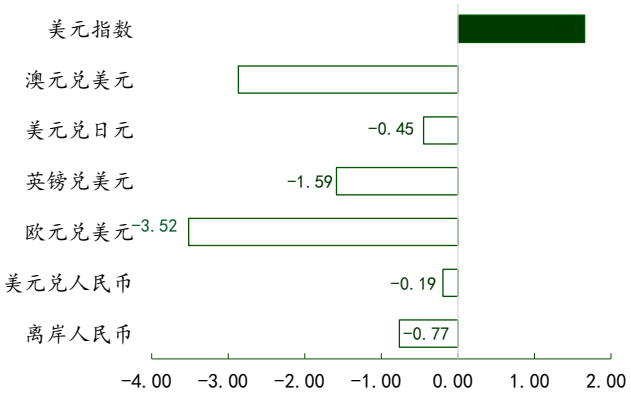


图 37. 全球股指涨跌幅（%）

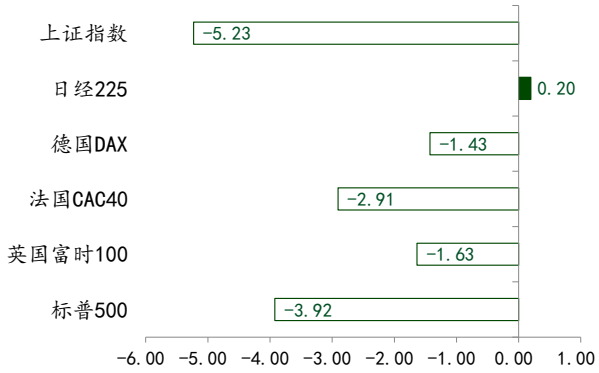
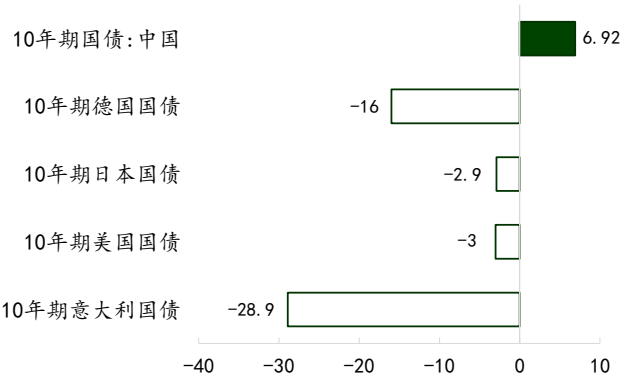


图 38. 全球债市涨跌点数（bp）



数据来源： Wind、中财期货研究院

七、十月经济数据日历

	日期	国家	数据/事件	时间	前值	预期
第一&二周	2020/10/1	欧盟	9月欧元区:制造业PMI	16:00	51.7	53.7
			8月欧元区:失业率:季调(%)	18:00	7.9	8.1
		美国	8月个人消费支出:季调(十亿美元)	20:30	14200	---
			8月核心PCE物价指数:同比(%)	20:30	1.3	---
			9月制造业PMI	22:00	56.0	---
			8月耐用品:新增订单:季调:环比	20:30	11.7	---
	2020/10/2		9月失业率:季调(%)	20:30	8.4	---
			9月新增非农就业人数:季调(千人)	20:30	1371	---
	2020/10/5		9月非制造业PMI	22:00	56.9	---
	2020/10/9	中国	9月外汇储备(亿美元)	待定	31646	---
第三周	2020/10/13	德国	9月CPI:同比(%)	15:00	---	-0.1
		欧盟	10月欧元区:ZEW经济景气指数	17:00	73.9	---
	2020/10/14	美国	9月CPI:同比(%)	20:30	1.3	---
			9月PPI:最终需求:同比:季调(%)	20:30	-0.2	---
	2020/10/15	中国	9月M1:同比(%)	待定	8.0	---
			9月M2:同比(%)	待定	10.4	10.5
			9月社会融资规模:当月值(亿元)	待定	35800	---
			9月新增人民币贷款(亿元)	待定	12800	19333
			9月CPI:同比(%)	9:30	2.4	1.8
			9月PPI:同比(%)	9:30	-2.0	-1.9
	2020/10/16	欧盟	9月欧元区:CPI:同比(%)	18:00	-0.2	-0.1
		美国	9月零售总额:季调:环比(%)	20:30	0.1	---
第四周	2020/10/19	中国	9月工业增加值:当月同比(%)	10:00	5.6	5.9
			9月固定资产投资:累计同比(%)	10:00	-0.3	1.2
			第三季度GDP:当季同比(%)	10:00	3.2	5.2
	2020/10/20	美国	9月新屋开工:私人住宅(千套)	20:30	127	---
	2020/10/23	德国	10月制造业PMI(初值)	16:30	56.6	---
		欧盟	10月欧元区:制造业PMI(初值)	17:00	53.7	---
第五周	2020/10/29	德国	9月失业率:季调(%)	15:00	4.4	---
		美国	第三季度GDP(初值):环比折年率(%)	20:30	-31.7	---
		欧盟	9月欧元区:失业率:季调(%)	18:00	7.9	---
			第三季度实际GDP(初值):同比:季调	18:00	-14.7	---
	2020/10/30	美国	9月个人消费支出:季调(十亿美元)	20:30	14200	---
			9月核心PCE物价指数:同比(%)	20:30	1.3	---
			9月人均可支配收入:折年数:季调	20:30	54154	---
	2020/10/31	中国	10月官方制造业PMI	9:00	51.0	---

注：以上数据前值，预期值及公布时间未来均有调整可能

期债多头思路操作

国债月报

2020 年 10 月 9 日

■ 观点逻辑

期债估值偏低，具有配置价值。四季度通胀压力不大，经济持续复苏依赖于流动性支持。当前银行超额准备金率处于低位，预计央行将要加大宽松力度，10 月期债将企稳回升。

■ 操作建议

97-98 多配 T2012，参考 96.5 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。



一、行情回顾

房地产与服务业回升带动经济复苏，商品与股市表现偏强，央行货币政策保持定力，银行超额准备金率降至低位，驱动 9 月国债期货价格继续小幅下行。截止 9 月 30 日，10 年期国债收益率反弹至 3.13%上方。9 月国债收益率曲线总体继续小幅上行。

图 1：国债收益率走势

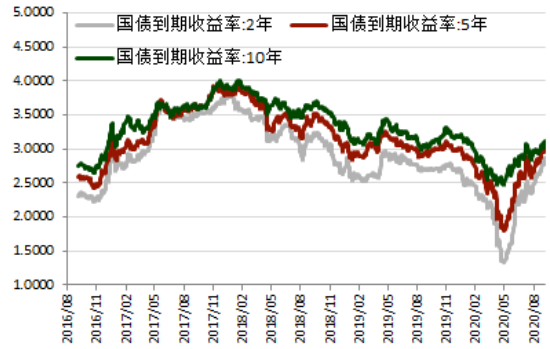


图 2：国债收益率曲线变化

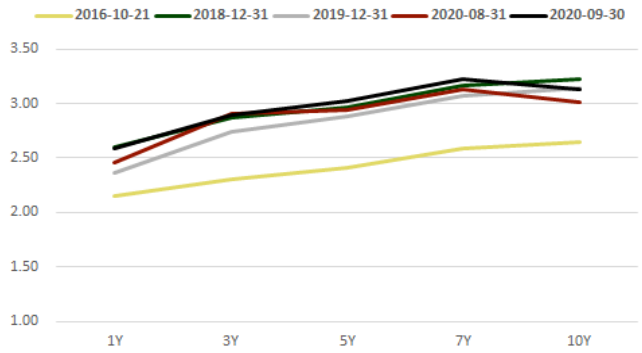
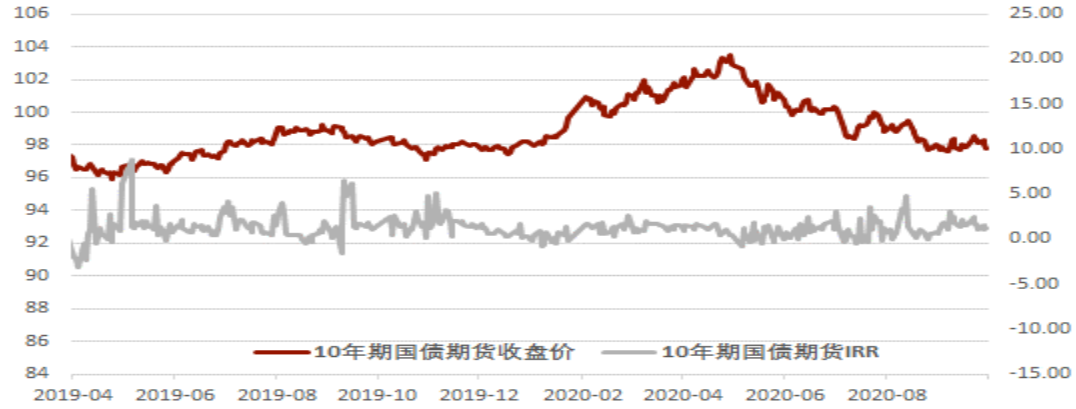


图 3：国债期货与 IRR



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

得益于地产、基建和出口端的改善，经济复苏预期延续，打压期债价格。

9 月制造业 PMI 录得 51.5%，环比上行 0.5 个百分点，并连续第七个月维持在扩张区间。构成制造业 PMI 的五大分类指标中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。内外需均有改善:9 月新订单指数为 52.8%，上升 0.8 个百分点，新订单指数连续 5 个月上升，制造业市场需求持续改善;新出口订单指数 50.8%，回升 1.7 个百分点。历史统计看，9 月制造业 PMI 平均上升 1.1 个百分点，或与中秋国庆节有关，由此可见今年上行幅度仍然弱于季节性。受服务业复苏加快带动，9 月非制造业商务活动指数由 8 月份的 55.2 上升至 55.9%。分行业看，服务业商务活动指数为 55.2%，比 8 月上升 0.9 个百分点；建筑业商务

活动指数为 60.2%，与 8 月持平，建筑业在基建投资加速下保持较快增长。

三季度商品房销售景气度仍然较高，受益于社会融资增速的加快。但根据克尔瑞数据，9 月规模房企的去化率水平呈现下降趋势，规模房企目标完成情况不如历史同期，四季度房企去化压力仍然较高。随着房地产资管新规“三条红线”试行，年内融资环境进一步收紧、房企资金压力加大。拿地、开发、销售节奏受到影响的同时，也更加考验企业运营实力。从市场层面来看，9 月房地产市场渐有走弱的迹象，供应明显放量但成交表现平平，30 个重点监测城市累计供应面积环比增长 37%，累计成交面积环比下降 4%，同比涨幅收窄至 8%。展望四季度，去库存风险仍需警惕。

通胀方面，8 月核心 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回落，未来 CPI 同比大概率下行，不会是货币政策的掣肘。PPI 方面，8 月同比降幅收窄至 2%，市场对未来预期颇为乐观，但由于原油价格难以有效突破低价区间并出现回落，并且对于四季度地产投资看法相对谨慎，因此我们认为未来 PPI 表现可能会弱于市场预期。

我们认为，经济仍然在缓慢复苏，但是回升幅度不强，期债下跌基本反映了利空。房地产有赖于流动性支持，政策约束下，我们对四季度持谨慎观点。如果地产成交放缓，期债价格可能反弹。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

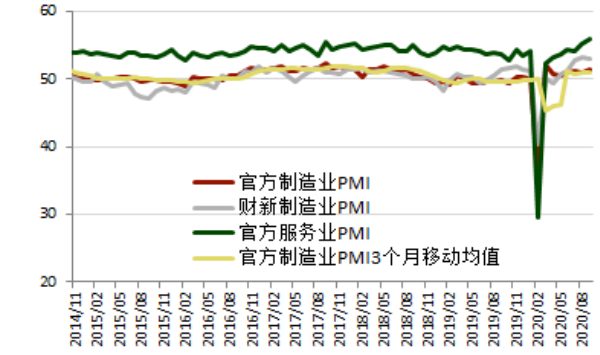


图 5：制造业 PMI 新订单-产成品库存差

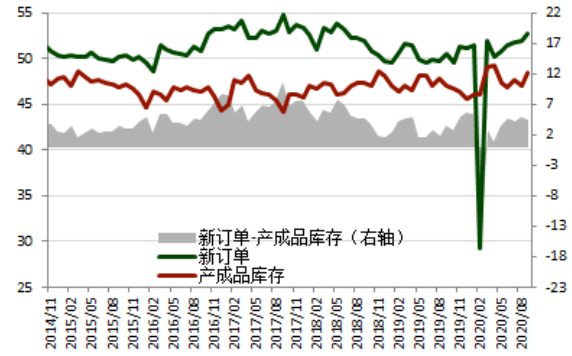


图 6：社融存量同比及 M1 同比

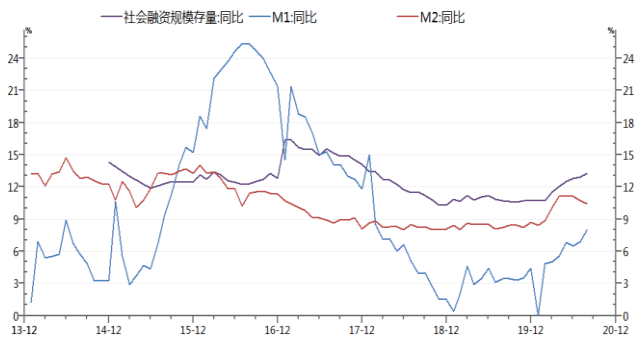


图 7： 进出口同比及贸易顺差

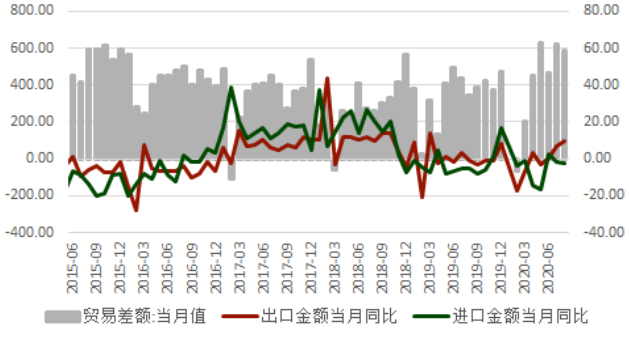


图 8：房地产销售、投资与资金来源累计同比

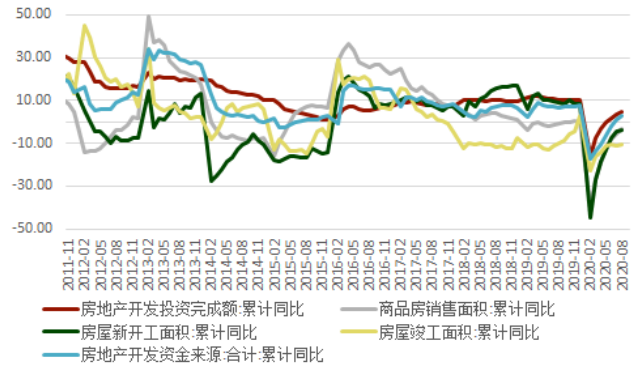


图 9：30 大中城市商品房成交面积

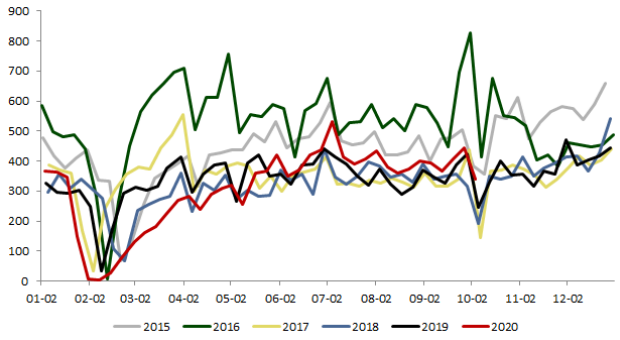


图 10：22 省市猪肉均价及同比

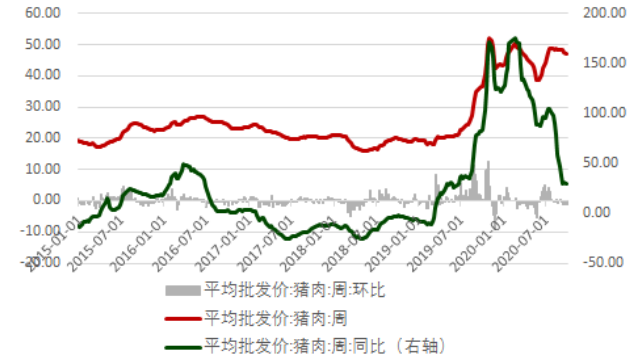
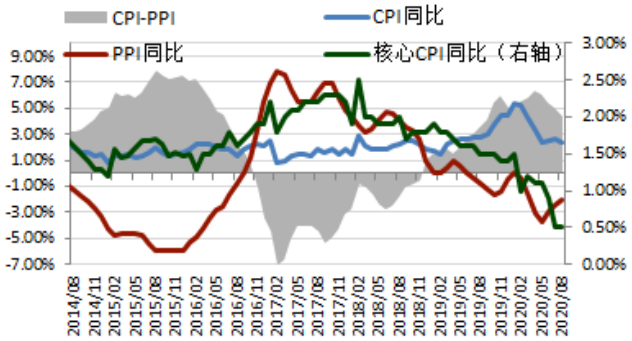


图 11：CPI 与 PPI 同比



资料来源：Wind、中财期货

三、央行可能加大宽松力度

9 月银行间资金面保持平衡，9 月 R007 均值为 2.17%，与 8 月均值 2.19%几无变化。央行货币政策保持中性。日前央行货币政策委员会召开第三季度例会，与第二季度例会相比，有多处表述出现变化。如第二季度例会中提出“坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环”，而在第三季度例会中却并没有关于“总量”方面的表述。据主流测算，银行超额准备金率已经降至 1%左右的低位。超额准备金率低位，使得银行购债需求不足，是当下的价格制约因素。但是，也增加了未来央行宽松的概率。考虑到央行政策委员会例会去掉了“总量”的表述，我们看好央行四季度货币政策边际转松。中美利差仍然处于高位，债市开放逐步推进，买入国债安全边际较高。

图 12：银行间货币市场利率

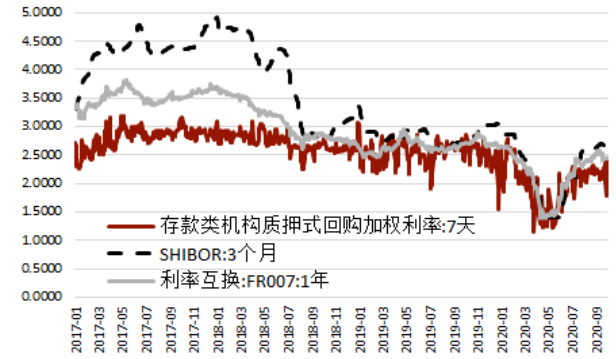


图 13：人民币兑美元

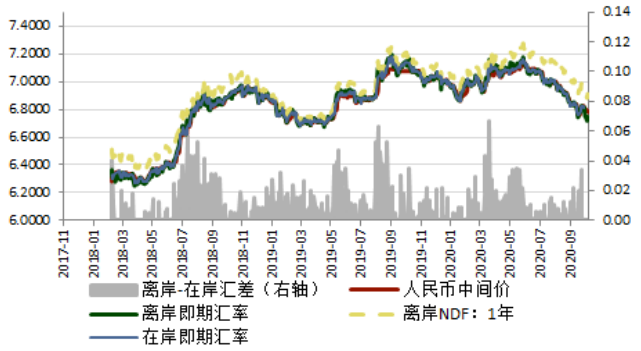


图 14：大行理财品年化收益率

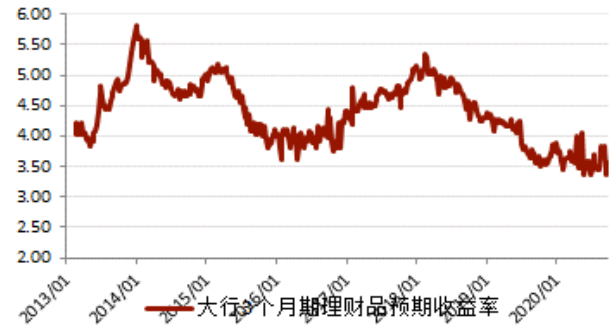


图 15：10 年期国债与 1 年期 IRS 利差

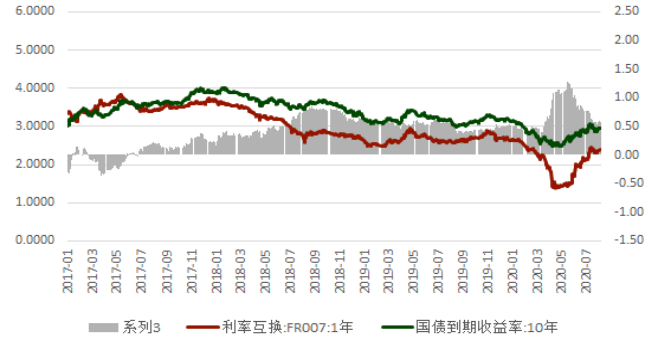


图 16：中美 2 年期国债利差

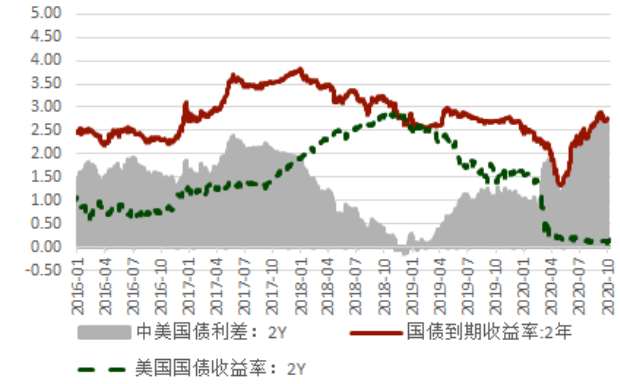
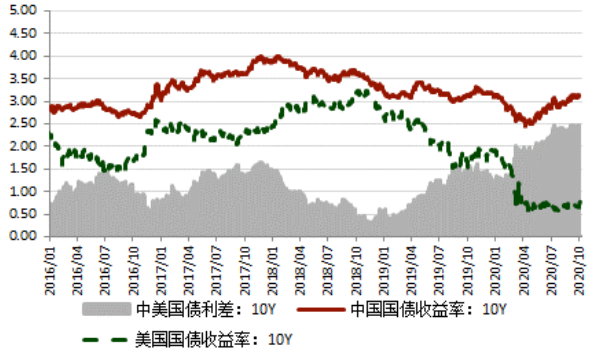


图 17：中美 10 年期国债利差



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。四季度通胀压力不大，经济持续复苏依赖于流动性支持。当前银行超额准备金率处于低位，预计央行将要加大宽松力度。建议 97-98 多配 T2012，参考 96.5 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 等待驱动

宏观金融

股指月报

2020 年 10 月 9 日

■ 观点逻辑

短期来看，股指仍然处于震荡行情中，成交量较 8 月继续下降，缺乏突破的动能。市场的中期主线仍然是流动性与基本面的博弈，外部风险成为了短期的重要扰动因素。目前国内经济增长情况良好，企业盈利大概率可以得到有效恢复，企业盈利的恢复将为股指提供基本面的支撑，使得股指大幅下跌的可能性比较低。但另一方面，宏观流动性随经济改善开始收紧，对入市资金的政策监管也有所收紧，流动性的收紧抑制了股指估值的继续扩张，使得股指上冲的动能不足。反映在盘面上，就是股指持续的缩量震荡，市场动能不足，缺乏突破的驱动。

此外，外部风险成为了短期的重要扰动因素。一是地缘政治风险，临近美国大选，地缘政治的不确定性增加。另一个是美国刺激政策的不确定性与汇率风险，美国两党就刺激政策尚未达成一致，大选临近又进一步加大了不确定性，如果美国刺激政策不及预期，那么美元存在升值风险。如果美元升值，则短期利空全球股市。

综合来看，目前市场缺乏突破的驱动，A 股可能会继续震荡，三季报的公布、流动性变化以及中美关系可能成为股指突破的驱动，建议重点关注。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：经济继续恢复，需求端恢复情况良好

利空：宏观流动性收紧；外部风险扰动

■ 操作建议

短期仍在震荡，单边谨慎操作

■ 风险提示

美股高位回调；美元大幅升值；中美摩擦加剧



一、行情回顾

股指在 9 月震荡偏弱，缩量回调。沪深 300 指数跌 4.75%，上证 50 指数跌 3.33%，中证 500 指数跌 7.14%。板块普跌，申万一级行业中，仅休闲服务、电气设备、汽车逆市上涨，最大涨幅为 3.1%；农林牧渔、综合、通信领跌，跌幅均超 10%。从市场风格来看，价值股相对占优，国证成长/国证价值指数从 0.87 降至 0.82，后又回升至 0.85。

9/1-9/30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	子指数	涨跌幅%
银行/21	16.74	5.60	-33.09	食品农业/8	4.76	4.86	-34.01	商贸物流/13	2.24	2.77	-9.83	300汽车	14.20
地产/11	4.00	2.94	-7.30	新能源/7	1.59	5.19	11.97	传媒/7	1.29	1.98	-0.85	300电气	4.62
券商/28	8.21	9.97	-16.37	钢铁水泥/7	1.75	0.17	-2.94	通信/7	2.00	2.24	-9.75	300保险	-0.13
保险/5	9.68	4.14	3.42	机械/5	1.56	1.52	-0.39	电气/5	1.07	0.79	-3.70	300媒体	-0.23
医药/28	6.05	10.51	-27.78	电力/10	2.22	0.78	-2.55	自贸区/4	0.57	0.28	-0.46	300电力	-2.00
煤炭/6	0.97	0.60	0.90	石油/6	1.31	0.44	-3.09	综合/6	1.58	2.22	-0.95	300地产	-2.62
有色/15	2.05	2.65	-12.09	汽车/11	2.40	3.01	2.54	航天/6	0.70	1.70	-2.48	300银行	-3.82
建工/16	3.67	2.48	-8.62	环保/3	0.19	0.42	-0.50	铁路/3	1.01	0.96	-4.31	300券商	-4.53
家电/10	5.47	3.67	-4.06	信息/32	6.98	17.41	-26.74	航空/5	0.96	1.08	0.19	300硬件	-4.59
酿酒/5	7.34	6.54	-28.67	化工/10	1.65	3.06	-7.32	沪深300	100	2192亿/天	-228.82	300国防	-6.56
												300制药	-7.00
												300饮料	-7.44
												300材料	-8.64
												300软件	-8.77
												300电信	-11.16

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	比亚迪	0.3691	36.75	7.38	1	贵州茅台	4.0666	-6.61	-14.62
2	隆基股份	0.4662	18.54	4.70	2	温氏股份	1.0752	-20.83	-12.18
3	三一重工	0.6162	12.42	4.16	3	五粮液	1.918	-7.92	-8.26

来源：中财期货研究院 Wind

沪深 300 指数下跌，主要是受到了食品农业、银行、酿酒、医药、信息等板块的拖累。从子指数的涨跌幅来看，汽车和电气指数逆市上涨，电信、软件指数跌幅最大。个股方面，比亚迪、隆基股份成最大贡献，贵州茅台、温氏股份、五粮液成最大拖累。

9/1-9/30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	子指数	涨跌幅%
硬件/35	8.968	15.19	-51.41	建工/18	4.175	2.18	-24.96	煤炭/7	2.072	0.76	2.88	500工业	-4.11
软件/25	4.084	8.17	-27.34	综合/14	2.506	3.24	-12.50	环保/13	2.172	1.19	-11.54	500金地	-5.07
房地产/35	5.853	3.36	-23.22	建材/7	1.720	1.71	-9.17	生物/7	1.193	2.47	-9.89	500公用	-5.34
医药/41	8.242	9.72	-47.20	军工/9	2.044	2.99	-10.33	酿酒/4	0.419	0.49	-2.96	500能源	-5.36
机械/23	5.243	4.92	-16.50	食品农业/21	3.236	5.26	-36.59	电力/13	2.696	2.11	-13.43	500可选	-5.51
化工/28	5.949	3.38	-29.59	家电/10	2.288	0.99	-16.01	造纸印刷/7	1.170	1.30	-3.16	500原料	-6.78
有色/21	4.965	4.52	-29.30	服装/6	0.850	0.76	-3.60	金融/12	3.117	5.09	-12.45	中证500	-7.14
电气/19	2.967	3.09	-2.96	消费/11	1.318	1.11	-3.66	新能源/11	1.868	4.28	8.02	500信息	-9.17
物流/13	2.502	0.96	-8.85	港口/7	1.658	0.41	-6.51	公用/6	1.475	0.64	-5.87	500医药	-9.54
传媒/24	3.684	3.61	-19.90	汽车汽配/16	3.258	2.80	-0.27	钢铁/11	2.341	1.38	-11.62	500电信	-10.59
电商零售/18	4.196	2.72	-25.64	通信/8	1.765	1.58	-10.40	中证500	100	日均1272亿	-475.93	500消费	-12.19

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	力帆股份	0.28	49.33	9.83	1	步步高	0.47	-18.35	-6.229
2	易事特	0.251	48.06	8.71	2	航天机电	0.465	-18.11	-6.082
3	世联行	0.169	63.12	7.71	3	水晶光电	0.387	-19.44	-5.435

来源：中财期货研究院 Wind

中证 500 指数下跌，主要是受到了硬件、医药、食品农业的拖累。从子指数的涨跌幅来看，消费、电信、医药、信息领跌。个股方面，力帆股份、易事特、世联行成最大贡献，步步高、航天机电、水晶光电成最大拖累。

图 1：IF 基差走势

图 2: IH 基差走势

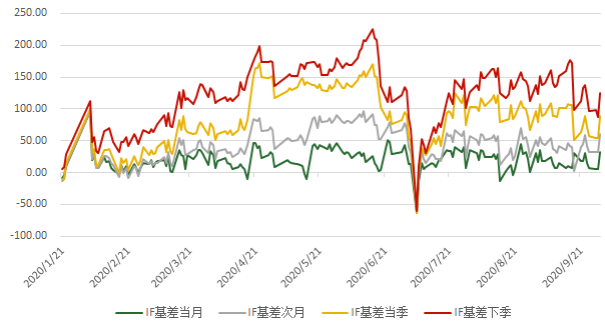


图 3：IC 基差走势

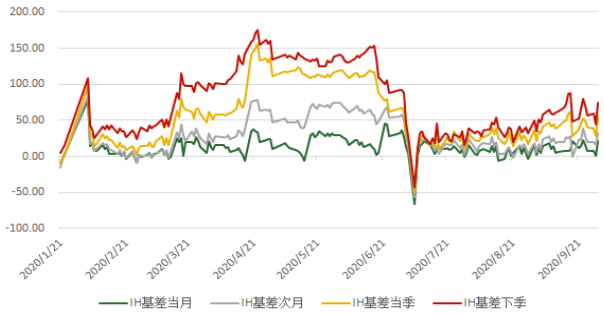
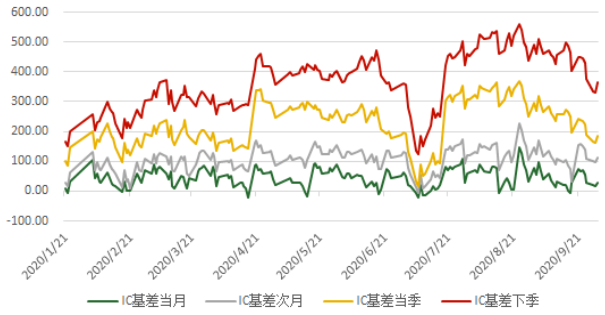


图 4:国证成长/国证价值





资料来源：wind、中财期货

二、市场数据

图 5：股权融资规模（亿元）

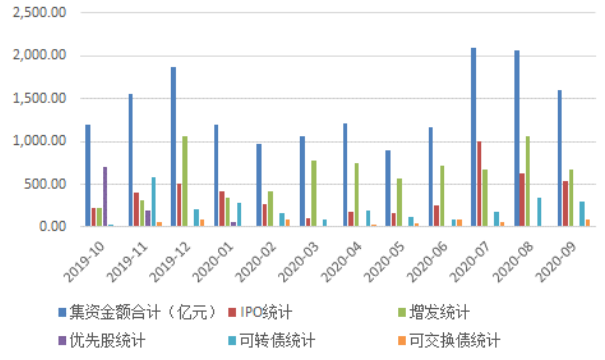


图 6：解禁市值（万元）

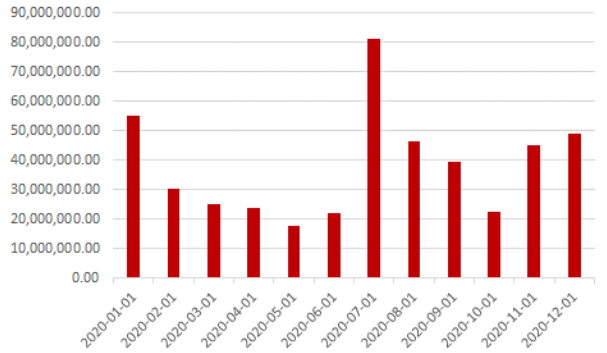


图 7：两市成交额（亿元）

图 8：两融规模

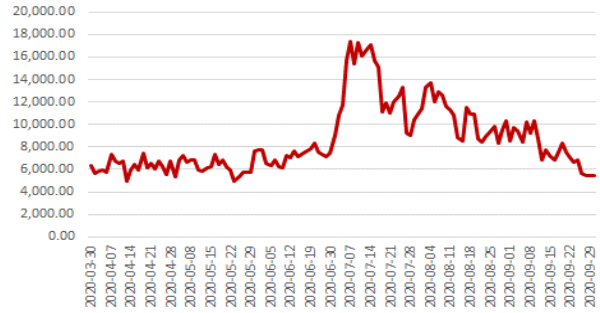


图 9：北向资金成交统计（亿元）

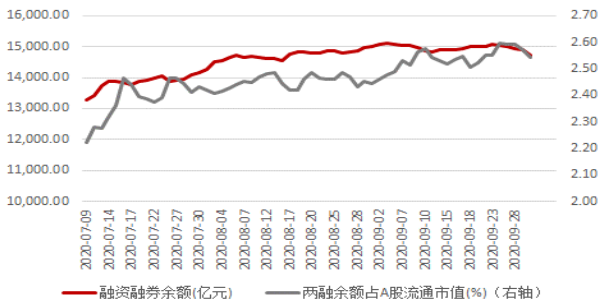


图 10： 市值因子表现

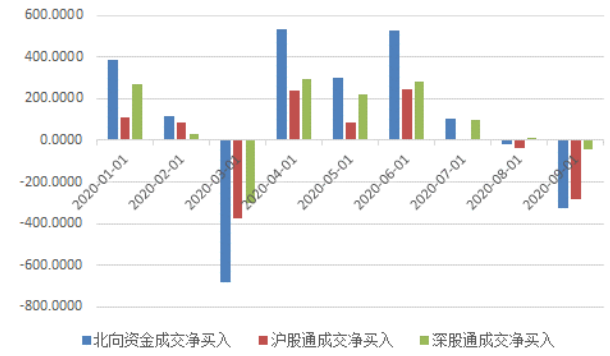


图 11：估值因子表现

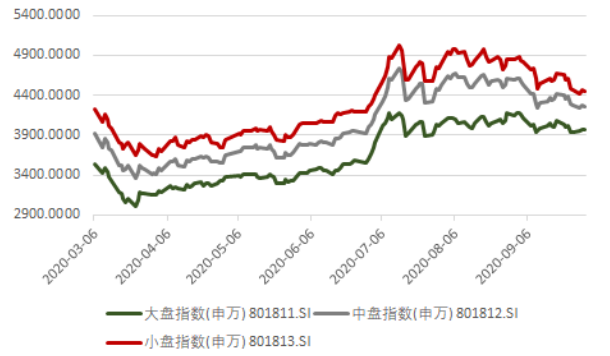


图 12：盈利因子表现



图 13：市盈率 TTM

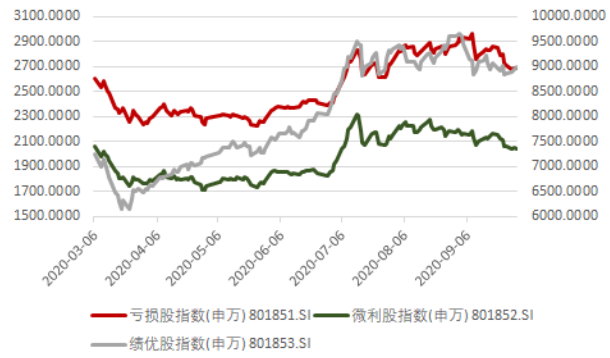
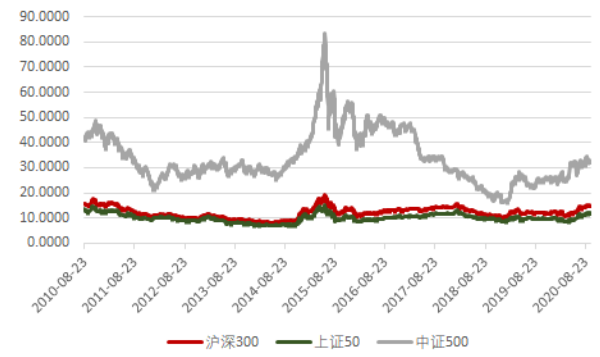
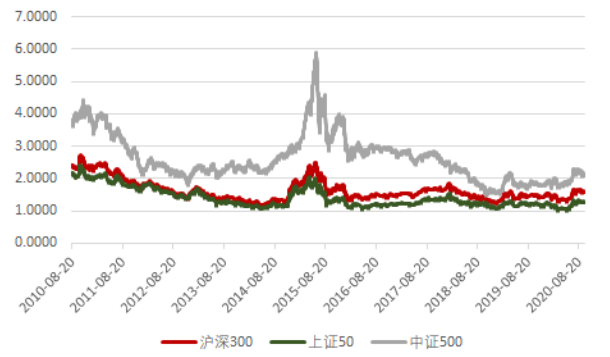


图 14：市净率 PB





资料来源：Wind，中财期货

9 月的股权融资规模较 8 月有所下降，但仍处于今年的相对高位。9 月股权融资共募集资金 1600 亿元，其中主要来自于 IPO、增发以及可转债。9 月 IPO 共 67 家，募集资金 530 亿元；增发 27 家，募集资金 673 亿元；可转债 17 家，募集资金 292 亿元。

从成交量上来看，两市成交额较 8 月继续缩量。整个 9 月仅 9.7 日和 9.9 日两日稍微超出万亿元，9 月 25 日起持续低于 6000 亿元。股指在 9 月持续缩量下跌，反映出虽然受到流动性收紧和外部风险的抑制，但市场情绪并不悲观，更多的还是在观望并等待调整。同时量能较上一阶段的显著减少也反映出股指突破的动能不足，如果量能一直处于低位，那股指继续震荡的可能性也就比较大。

北向资金在 9 月共流出 327 亿元，较 8 月大幅增加，其中沪股通净流出 281 亿元，深股通净流出 46 亿元。北向资金在 9 月的净流出可能主要是受到了 A 股盘面较弱以及外部风险较高的影响。需要注意的仍然是汇率方面，目前美国刺激方案的不确定性仍然较高，美元存在一定升值风险。如果美元升值，则短期利空全球股市，但是长期利多 A 股，因为美元升值给了美联储更多加大刺激的空间，也意味着美元贬值空间的上升。

估值方面，沪深 300 市盈率 TTM 为 15，上证 50 市盈率 TTM 为 12，中证 500 市盈率 TTM 为 32.7。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 96%分位点，近 10 年 89%分位点。上证 50 指数位于近 5 年 95%分位点，近 10 年 89%分位点。中证 500 的市盈率位于近 5 年 56%分位点，近 10 年 57%分位点。

三、重点关注事件

3.1 9 月 24 日一则有关恒大债务的传闻成为市场热点，恒大地产此前拟重组上市事宜再度引发关注。24 日晚间恒大连发三公告紧急辟谣，通过亮数据来展现公司经营正常健康、财务稳健，并释放恒大物业上市获批、恒大汽车计划回 A 两大利好。虽然恒大官方辟谣，但市场好像并不买账，25 日房地产板块继续领跌申万全行业，且直至 30 日仍持续跑输沪深 300 指数，下跌背后反映出市场对于地产高杠杆的担忧。

3.2 据彭博社报道，特朗普政府正在探索对蚂蚁金服和腾讯实施限制，原因是担心它们的数字支付平台威胁美国的国家安全。从华为到中芯国际，再到现在传闻的蚂蚁金服和腾讯，美国方面一直尝试对中国的科技龙头进行打压，对于来自这一方面的潜在利空股指风险需要一直保持警惕。

3.3 特朗普 10.2 日宣布感染新冠病毒，其后住院接受治疗，目前特朗普已出院，白宫医生称特朗普已经超过 24 小时无新冠肺炎症状。同时，特朗普在推特中发布视频，称很快将有非常好的疫苗，而他所接受的新冠病毒治疗将免费提供给美国人。9 月以来，美国的疫情面临二次爆发的风险，当日新增感染人数呈震荡上升的态势。特朗普此次感染新冠过程中的表现可能会增强民众面对新冠的信心，同时不排除特朗普会以此为着力点为自己拉取更多的选票。目前来看，如果特朗普的病情没有发生大的恶化，那么此次事件对美股的利空影响可能已经基本得到市场的消化，但是海外疫情控制情况以及疫苗研发情况仍然是今年的关注重点之一，需要继续关注。

四、宏观面分析

9 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.5%，比上月上升 0.5 个百分点为今年年内次高，连续 7 个月位于荣枯线上方，显示制造业景气继续回升。其中，新订单指数为 52.8%，创年内新高，比上月上升 0.8 个百分点，显示出需求端正在加速回暖，值得注意的是，新出口订单指数上升 1.7 个百分点至 50.8%，重回荣枯线上方，显示出外需的恢复情况良好。

此前国内经济虽然在持续恢复，但面临的一大难题就是需求恢复滞后于生产，供需不够协调，市场对经济恢复的持续性一直存在担忧。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，经济的恢复无疑为市场的上涨提供了基本面的支撑，但同时也引发了市场对于货币政策收紧的担忧。国常会为货币政策定调为稳健的货币政策灵活适度，相较于上半年已经明显收紧。一方面，货币政策的收紧抑制了股指估值的继续扩张，使得股指上冲的动能不足。另一方面，经济的有效恢复又为股指提供了基本面的支撑，使得股指大幅下跌的可能性也比较低。表现在盘面上，就是股指持续的缩量震荡，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，成交量较 8 月继续下降，市场观望情绪很浓。市场的中期主线仍然是流动性与基本面的博弈，外部风险成为了短期的重要扰动因素。

目前国内经济增长情况良好，企业盈利大概率可以得到有效恢复，企业盈利的有效恢复将为股指提供基本面的支撑，使得股指大幅下跌的可能性比较低。但另一方面，宏观流动性随经济改善开始收紧，对入市资金的政策监管也有所收紧，对影子银行、创业板炒小炒差行为的警示都在给股市降温。流动性的收紧抑制了股指估值的继续扩张，使得股指上冲的动能不足。反映在盘面上，就是股指持续的缩量震荡，市场动能不足，缺乏突破的驱动。

此外，外部风险成为了短期的重要扰动因素。一是地缘政治风险，临近美国大选，地缘政治的不确定性增加。另一个是美国刺激政策的不确定性与汇率风险，美国两党就刺激政策尚未达成一致，大选临近又进一步加大了不确定性，如果美国刺激政策不及预期，美元存在升值风险，如果美元升值，则短期利空全球股市，但是长期利多 A 股，因为美元升值给了美联储更多加大刺激的空间，也意味着美元贬值空间的上升。

综合来看，目前市场缺乏突破的驱动，A 股可能会继续震荡，三季报企业盈利数据、流动性变化以及中美关系的变化可能成为股指突破的驱动，建议重点关注。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。

看好金银比继续抬升

■ 观点逻辑

疫情恶化、刺激政策难产，需求端承压，全球通胀预期回落，美国实际利率与美元可能回升，驱动金银价格回落，通胀预期回落对白银更加利空。同时，市场波动加大，黄金将是更好的做多对冲品种。因此看好金银比继续抬升。不确定性主要在于刺激政策上。从走势来看，目前黄金白银处于周线级别回调之中。

■ 主要关注点

刺激政策、美国大选、资产波动率、通胀预期

■ 操作建议

做多金银比，等待刺激力度加大的驱动产生时，平掉白银空单留黄金多单。

■ 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联储刺激政策力度或经济表现强于预期。

贵金属月报

2020 年 10 月 9 日



一、行情回顾

9 月迄今，金价震荡回落。下跌的驱动主要是美债收益率反弹引发的实际利率和美元反弹，背后的原因是，美联储没有加大宽松力度。

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	-0.85	-0.92	-0.68
美国十年期TIPS	-0.90	-0.96	-0.98
美国十年期国债收益率	-0.14	-0.25	-0.82
标普500VIX	-0.46	-0.66	0.21
WTI原油	0.20	0.57	-0.44
通胀预期	0.62	0.92	-0.01

资料来源：Wind，中财期货

图 2：金价与 10 年期国债实际收益率



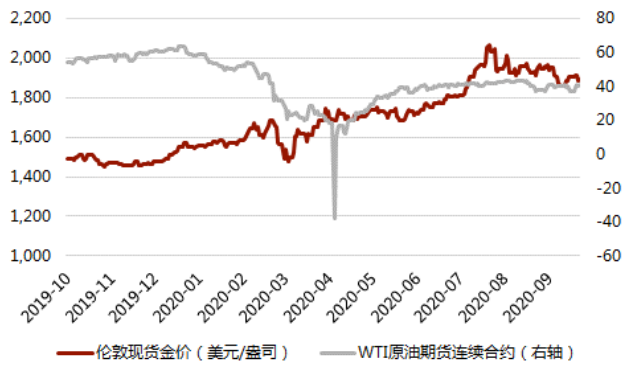
图 3：金价与美元指数



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、政策不确定性加大

疫情方面，海外单日新增确诊人数近期创出新高，欧美地区确诊人数大幅增加，印度巴西则居高不下。美国总统特朗普确诊标志着疫情进入新的高峰，之前对经济修复的预期可能过于乐观了，未来下调的概率加大。

图 6：全球新冠肺炎确诊:当日新增

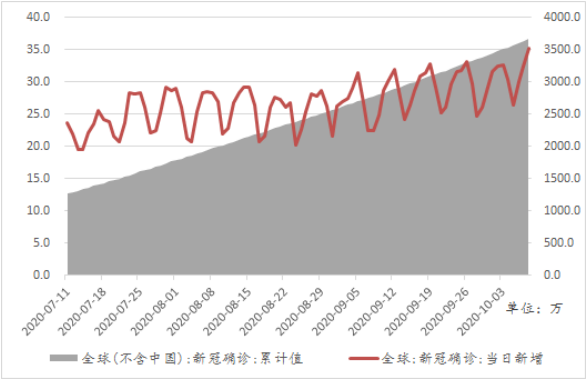
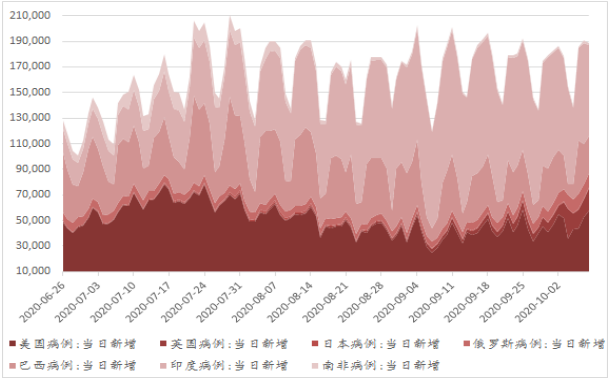


图 7：分国家当日新增确诊人数



资料来源：Wind、中财期货

疫情恶化，美国经济数据方面有所放缓，市场呼唤加大刺激。但是，由于美国大选临近，不确定性有所加大。刺激政策能否尽快兑现直接影响到经济及资产走势。

10 月 6 日下午特朗普表示，他拒绝了民主党提出的经济刺激提案，并命令他的代表停止谈判，直到总统大选结束。后来他又在社交媒体上表示，愿意签署包括支持航空业薪资保护计划在内的一些独立刺激措施。特朗普在推特上写道：“众议院和参议院应立即批准 250 亿美元用于航空业薪资支持，以及 1350 亿美元用于小型企业的薪资保护计划。这两项开支都将用《冠状病毒援助、救济、经济保障法案》（Cares Act）中未使用的资金全额支付。有这个钱。我现在就能签字！”同时，特朗普还补充说，他“准备立即签署”一份独立法案，向纳税人发放另一轮 1200 美元的刺激支票。

美联储 9 月 15-16 日 FOMC 货币政策会议纪要显示，美联储官员担心，如果缺乏进一步的政府财政刺激措施，将会危及到美国经济复苏的步伐。纪要显示，新冠疫情再次爆发给经济复苏带来风险。美联储官员担心，当前美国政府的财政援助措施是不够的，多名官员预期会有更多

财政援助措施到来。许多与会者表示，如果未来的财政支持大大少于他们的预期，或大大晚于他们的预期，复苏的步伐可能会慢于预期。一些与会者还认为，缺乏进一步的财政支持将加剧少数族裔、低收入社区的经济困难。FOMC 工作人员在针对美国经济前景所给出的预期假定，特朗普政府还将在 2020 年提供更多的财政救助。

如果财政货币刺激力度快速推出，美元可能会继续承压，金银价格趋于回升。但如果因为大选博弈，刺激政策暂时按兵不动或力度不及预期，美元指数很可能快速回升至 96 附近，并急剧加大市场波动，对于金银也偏利空，且对白银更利空。

欧洲方面，也会影响到美元指数走势。欧元升值叠加上疫情恶化，欧元区通缩压力加大，可能倒逼其加大货币宽松力度，并支撑美元走势。

结合美元指数走势来看，我们更倾向于认为美元指数会反弹至 96 附近，并对金银价格施加压力。长期来看，全球流动性宽松格局仍然会保持不变，因此假设金银出现一波回调之后，还能买入。10 月份，政策不确定性，将是主要的影响变量。

图 8：美欧实际利差与美元指数

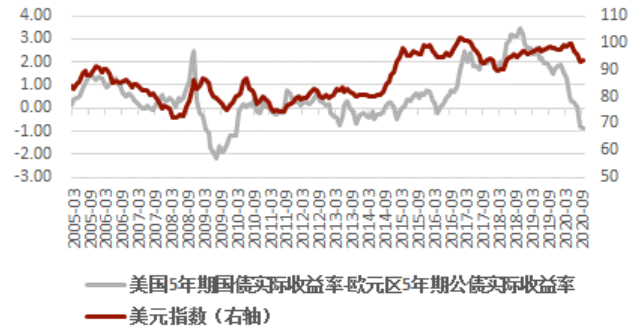


图 9：美国通胀预期与实际利率

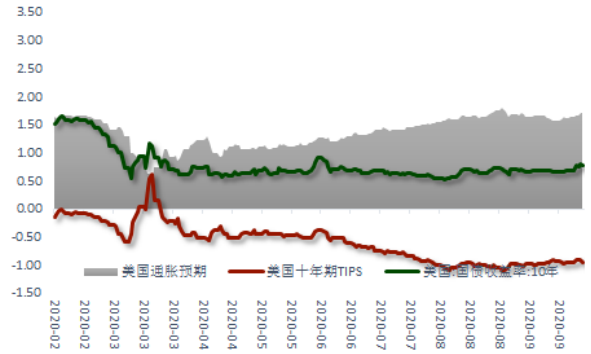


图 10：美国制造业 PMI 与耐用品新订单同比增速

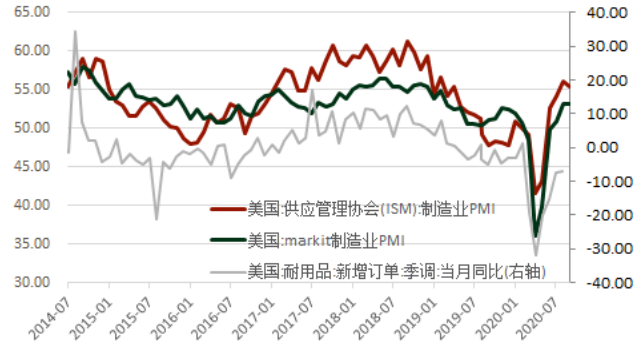
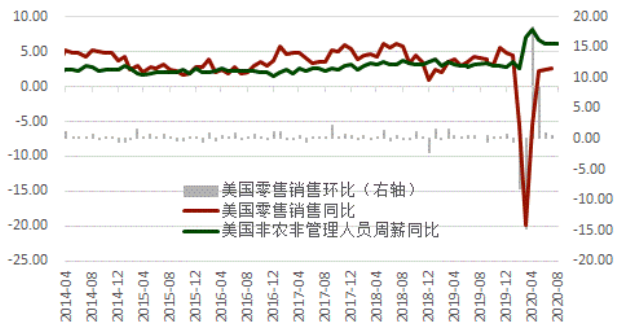


图 11：美国零售销售与非农周薪同比



资料来源：Wind、中财期货

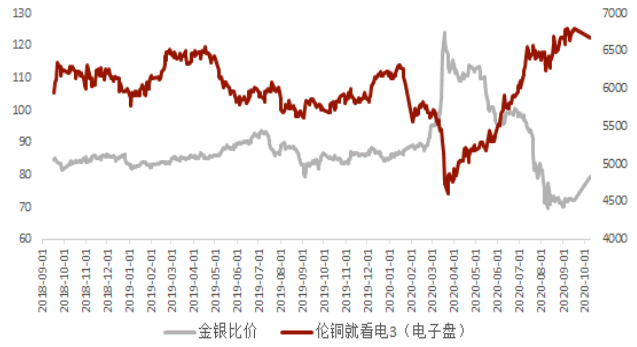
三、避险属性抬升金银比

9 月美元指数从 91.7 附近展开反弹，恐慌指数 VIX 走高后进入震荡，金银比从 70 升至 80，种种迹象表明市场押注资产波动加大，反映市场风险偏好下降。美国大选临近，美国刺激政策能否尽快推出和中美之间关系的短期不确定性明显上升，料将继续抬升金银比。避险属性对黄金支撑更强。

图 12：恐慌指数



图 13：伦敦金/伦敦银

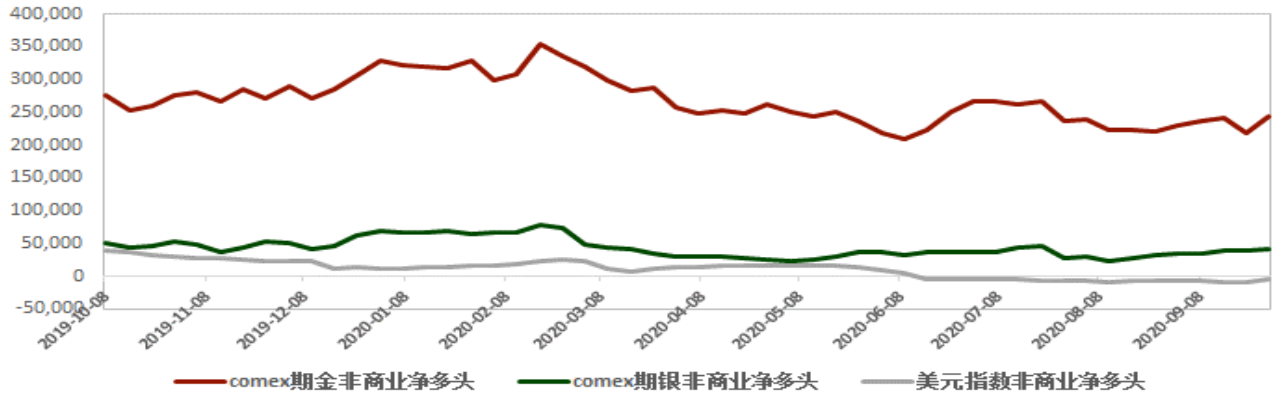


资料来源：Wind、文华财经、中财期货

四、持仓数据

CFTC 报告显示，截至 2020/9/29，Comex 黄金非商业净多头寸 243659 手，Comex 白银非商业净多头寸 40730 手，美元指数非商业净多头寸-5555 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 2020/10/8，SPDR 黄金 ETF 持仓量 1271.52 吨，SLV 白银 ETF 持仓量 17426.15 吨。

图 15： SPDR 黄金 ETF 持仓（吨）

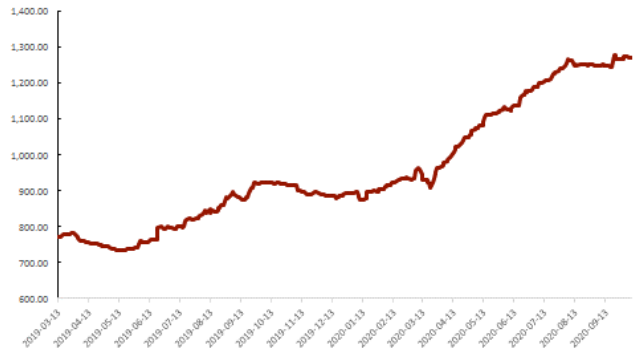
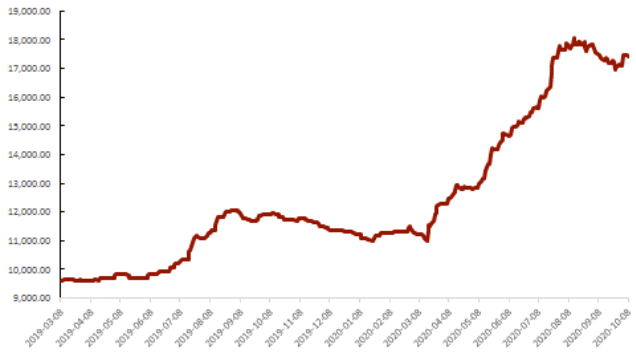


图 16： SLV 白银 ETF 持仓（吨）



资料来源：Wind、中财期货

五、行情展望

需求端打压全球通胀预期，美国实际利率与美元可能回升，驱动金银价格回落，通胀预期回落对白银更加利空。同时，市场波动加大，黄金将是更好的做多对冲品种。因此做多金银比可继续持有。美国大选临近，不确定性主要在于刺激政策上。从走势来看，目前黄金白银处于周线级别回调之中。

综合考虑，建议目前做多金银比，等待刺激力度加大的驱动产生时，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

日照营业部
山东省日照市东港区济南路 257 号兴业财富广场 B 座 10 楼 1001
电话：0633-2297817

太原营业部
山西省太原市长治路 306 号火炬创业大厦 B 座 8005 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。