

海外宏观周报（2020.09.27）

欧美新一波疫情将加速制造业与服务业的分化

- **海外经济数据跟踪：**欧元区 9 月制造业 PMI 初值(括号为前值)为 53.7(51.7)；服务业 PMI 初值 47.6(50.5)；美国 9 月制造业 PMI 初值为 53.5(53.1)，服务业 PMI 初值为 54.6(55.0)；英国 9 月制造业 PMI 初值为 54.3(55.2)，服务业 PMI 初值 55.1(58.8)。**我们认为，英美 PMI 数值与欧元区之间的差异是新一波疫情爆发时间点不同造成的。**美国“第二波疫情”从 6 月中旬开始，“第三波疫情”从 9 月初开始；反观欧元区，其“第二波疫情”从 8 月初开始。因而 7 月份 PMI 数据上会出现“欧强美弱”，而 8 月份却变成“美强欧弱”；另一边，因为英国的“第二波疫情”从 9 月初开始，所以 PMI 的走势与美国更为相似，在 9 月份仍然保持高位。**美欧 PMI 走势中更重要的特质是制造业与服务业 PMI 的分化。**通过观察美国“第二波疫情”期间经济数据，**在零售端，**美国总体上已经恢复到疫情前水平，但是复苏并不均匀，面对面消费则较疫情前仍有较大差距；**在生产端，**工业产出和产能利用率复苏已经开始放缓，且离疫情前仍有差距，这是因为生产端的投资依赖于疫情的前景；**从个人消费结构上看，**制造业相关消费已经回到疫情前水平，且非耐用品受补贴影响，消费额远胜从前，但是服务消费复苏有限，离疫情前水平仍较远。**总结下来，新一波疫情对于服务业总体和制造业生产端会有较大影响，零售的复苏则带动制造业总体复苏程度与服务业形成分化。**
- **疫情数据跟踪：**截至 9 月 26 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 32,679,786 例，其中全球有 11 个国家确诊超 50 万例，确诊人数前三的国家分别是美国(7,069,005 例)、印度(5,903,932 例)和巴西(4,689,613 例)；其中印度疫情继续肆虐，不过最近一周每天新增控制在 9 万人以下。从 9 月开始日本和美国每日新增数量有反弹迹象，**特别是美国近日新增峰值迅速反弹，或开启第三波疫情**，需密切留意，而欧洲主要国家（德法英意）每日新增数据自六月份中下旬开始呈现上升趋势，其中以法国尤甚，近期每日新增接近破万人，9 月 24 日达 16096 人。
- **央行与流动性跟踪：**最近一周美股与大宗商品剧烈波动，且屡屡呈现股票商品齐跌格局，避险资产黄金也不能避险。**我们认为 1. 尽管与 3 月流动性事件不同，但美元流动性确实有所收紧。**FRA-OIS 利差、一般抵押物隔夜回购利率和高收益债利差些指标均显示美元流动性有一定收紧，但离 3 月 份水平还较远。且流动性危机的时候美国国债也遭到抛售，而最近一周美国国债收益率反而小幅收跌；2. **新一波疫情的确会打击基本面，但通胀是关键。**疫情担忧并不形成黄金跟跌的逻辑，而美元指数的上涨幅度也远不能解释黄金的下跌幅度。由于目前名义利率被压缩在低位，通胀则成为了黄金价格的主导因素，周五 10 年盈亏平衡收益率已经从 9 月初的 1.80%跌到 1.58%的水平，与这也是黄金从 9 月初的 1970 美元/盎司下跌到最近 1860 美元/盎司的诱因。

风险提示：全球疫情控制不及预期，海外政策刺激超预期。

目录

经济数据跟踪.....4
疫情数据跟踪.....9
央行及流动性数据跟踪.....11
主要大宗商品数据跟踪.....14

图表目录

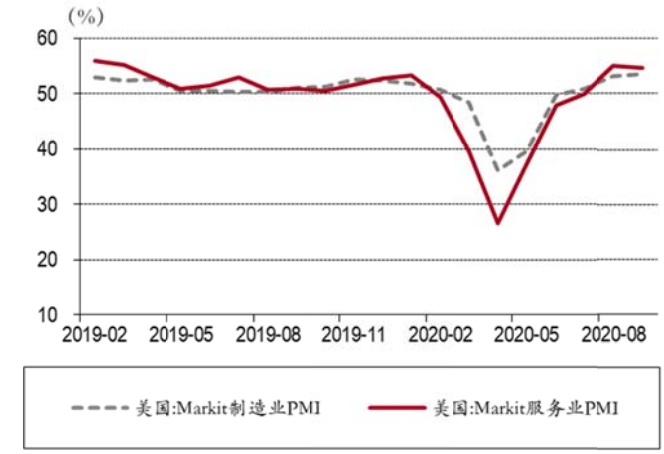
图表 1. 美国 PMI 走势 4
图表 2. 欧元区与英国 PMI 走势 4
图表 3. 美国疫情情况 5
图表 4. 欧元区疫情情况 5
图表 5. 英国疫情情况 5
图表 6. 美国零售复苏情况 5
图表 7. 美国制造业生产端复苏情况 5
图表 8. 美国个人消费支出复苏情况 5
图表 9. 本周新公布重要经济数据 6
图表 10. 美国宏观数据热力图 7
图表 11. 中欧意外指数均走低，美日上升 7
图表 12.发达国家经济意外指数走低，新兴市场平稳 7
图表 13. 其他地区宏观数据热力图 8
图表 14. 全球疫情继续蔓延，每日新增数目有反弹迹象 9
图表 15.日本近期疫情有反弹迹象，韩国疫情新增受控 9
图表 16. 欧洲迎第二波疫情，法国情况需特别注意 9
图表 17. 美国或迎第三波疫情，巴西疫情未见拐点 9
图表 18. 印度疫情完全不受控制 10
图表 19.印度累计确诊 2 个月内或超美国 10
图表 20. 市场通胀预期从 9 月初开始回落 11
图表 21. 中英 10 年债券利率回升，法国走低，美德 10 年利率平稳 12
图表 22. FRA 利差 20BP 附近震荡，LIBOR 利差平稳 12
图表 23. CP-OIS 利差本周平稳 12
图表 24. 一般抵押物隔夜回购利率走高 12
图表 25. 10 年高收益、投资级公司债利差均走阔 12
图表 26. 本周期铜价格大幅下跌 14
图表 27. 油价本周下跌 14
图表 28. 黄金期货价格本周大幅下跌，跌破 1860 美元 14
图表 29. USDX 美元指数走高，人民币贬值重回 6.8 以上 14

经济数据跟踪

美欧 PMI 走势与疫情发展关系密切。9 月 23 日和 24 日，Markit 公司先后公布了欧洲国家与美国 9 月份 PMI 的初值，其中欧元区 9 月制造业 PMI 初值为 53.7，较前值 51.7 上升了 2 个点；服务业 PMI 初值跌入收缩区间 47.6，较前值 50.5 下降了 2.9 个点，已连续两个月下降。美国 9 月制造业 PMI 初值为 53.5，较前值 53.1 上升了 0.4 个点，已连续 5 个月上涨；服务业 PMI 初值为 54.6，较前值 55.0 下降了 0.4 个点，但仍处于高位。值得注意的是，尽管英国不是欧元区国家，但同为西欧发达国家，它的 PMI 却呈现与欧元区制造业服务业分化不一样的特点。英国 9 月制造业 PMI 初值为 54.3，较前值 55.2 下降了 0.9 个点；服务业 PMI 初值为 55.1，较前值 58.8 下降了 3.7 个点，虽然均呈现下跌态势，但是英国 PMI 仍处于较高的扩张区间。**我们认为，英美 PMI 数值与欧元区之间的差异是新一波疫情爆发时间点不同造成的。**美国"第二波疫情"从 6 月中旬开始，新增确诊从 7 月末出现拐点，而致死率则在 8 月初出现拐点；反观欧元区，其"第二波疫情"从 8 月初开始，具体表现为新增确诊激增，而致死率压制在低水平。美国与欧元区的第二波疫情基本都是由于解封复工期间防护措施不足等原因导致的，因此对服务业特别是面对面服务业的打击会更大，这也就解释了为什么 7 月份 PMI 数据上会出现"欧强美弱"，而 8 月份却变成"美强欧弱"的现象；另一边，因为英国的"第二波疫情"从 9 月初开始，所以 PMI 的走势与美国更为相似，在 9 月份仍然保持高位。

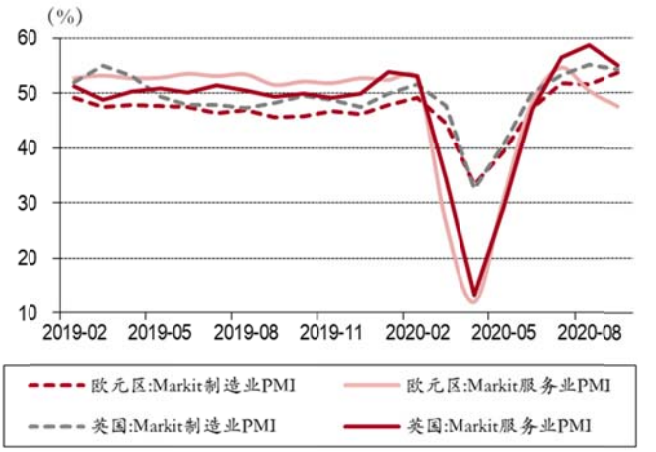
新一波疫情对制造业与服务业的影响将分化。我们总结了 PMI 总量的趋势，发现疫情对其有一定的领先影响，**不过美欧 PMI 走势中更重要的特质是制造业与服务业 PMI 的分化。**由于欧元区"第二波疫情"从 8 月初开始，因此其 8 月服务业 PMI 为 50.5，较 7 月下降了 4.2，且疫情反弹在 9 月愈加严重，其 9 月服务业 PMI 甚至跌入收缩区间 47.6，但是制造业 PMI 则一直保持坚挺；而英国"第二波疫情"自 9 月开始，因此其 9 月服务业 PMI 较前月下跌 3.7，但制造业 PMI 同样保持韧性。值得注意的是，美国"第三波疫情"同样在 9 月初开始发酵，其 9 月服务业 PMI 尽管有所下降，但仍然保持高位，这是因为对比于欧洲，美国财政政策对于个人的补贴（失业补贴，薪酬保障等）更明显，尽管疫情初的财政补贴纷纷到期，但是特朗普总统令一定程度延续了对于个人的补助，从而为服务业提供了支撑。**由于目前美国大概率将步入"第三波疫情"，因而我们可以从美国"第二波疫情"的数据中找到欧洲"第二波疫情"和美国"第三波疫情"对基本面影响的参考。在零售端，**美国总体上已经恢复到疫情前水平，但是复苏并不均匀，如我们上周报告提到，建材园林、运动用品及爱好用品和网购等是受益于疫情的，而服装、杂货店、食品服务和饮吧等面对面消费则较疫情前仍有较大差距；**在生产端，**工业产出和产能利用率复苏已经开始放缓，且离疫情前仍有差距，这是因为生产端的投资依赖于疫情的前景；**从个人消费结构上看，**制造业相关消费已经回到疫情前水平，且非耐用品受补贴影响，消费额远胜从前，但是服务消费复苏有限，离疫情前水平仍较远。**总结下来，新一波疫情对于服务业总体和制造业生产端会有较大影响，零售的复苏则带动制造业总体复苏程度与服务业形成分化。**

图表 1. 美国 PMI 走势



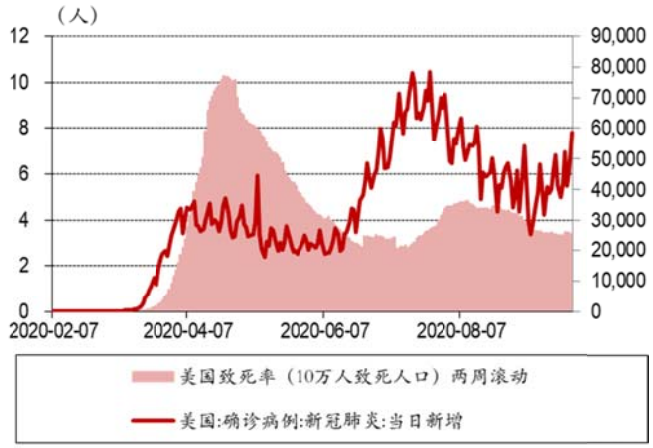
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 欧元区与英国 PMI 走势



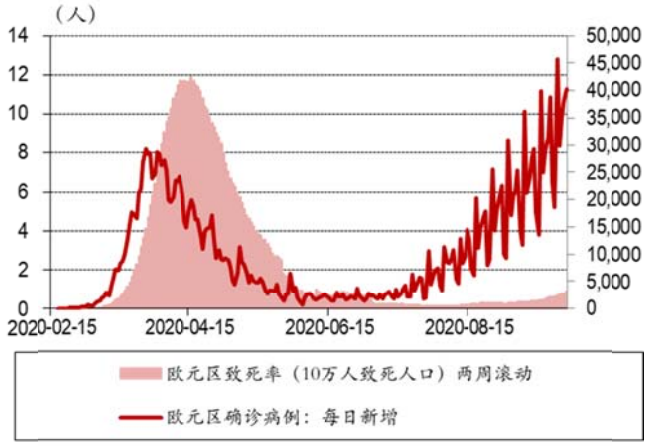
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 美国疫情情况



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 欧元区疫情情况



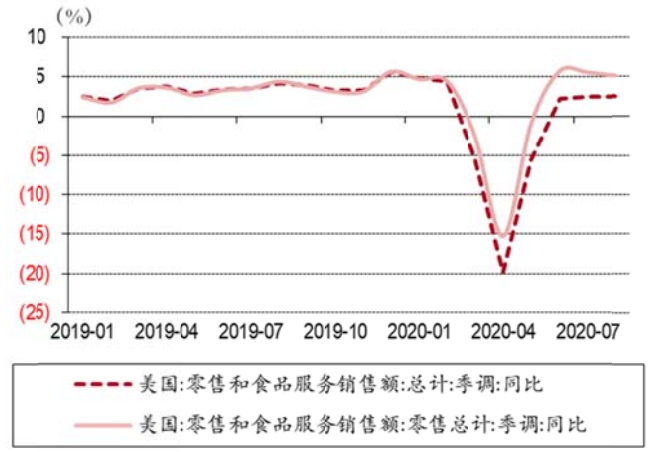
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 英国疫情情况



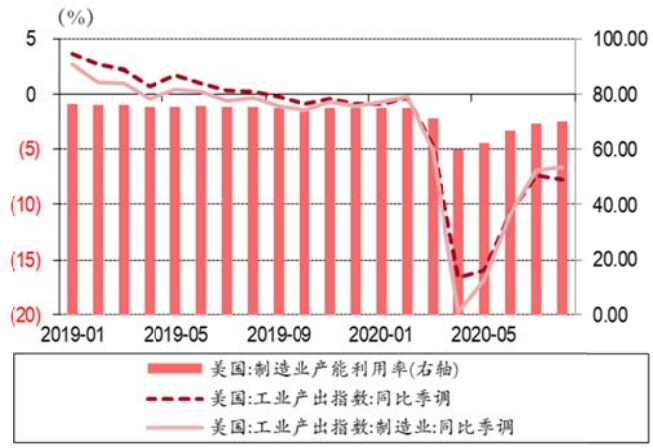
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 美国零售复苏情况



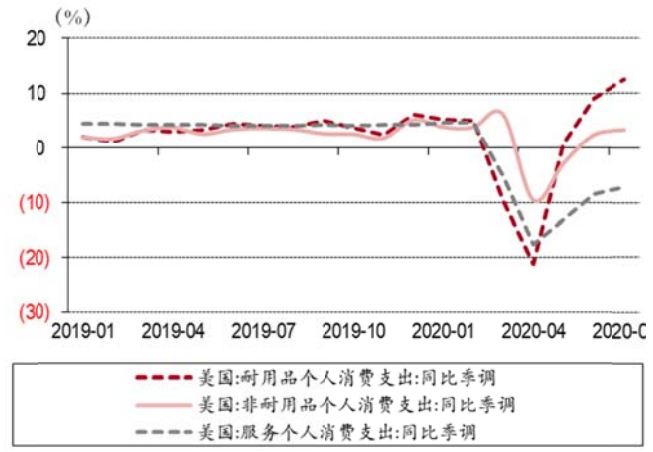
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 美国制造业生产端复苏情况



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 美国个人消费支出复苏情况



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 本周新公布重要经济数据

地区	日期	指标	今值	前值	预期值	是否高于预期
美国	9月22日	9月19日上周红皮书商业零售销售年率(%)	1.50	-1.20		
		8月成屋销售:环比季调(%)	2.39	24.68		
		8月成屋销售折年数:季调(万套)	600.00	586.00		
	9月24日	9月Markit制造业PMI(初值)	53.50	53.10		
		9月Markit服务业PMI(初值)	54.60	55.00		
		9月Markit综合PMI(初值)	54.40	54.60		
		9月19日当周初次申请失业金人数:季调(千人)	870.00	866.00		
		9月12日持续领取失业金人数:季调(千人)	12580.00	12747.00		
	9月25日	8月耐用品除国防外订单(初值):环比季调(%)	0.74	10.44		
		8月耐用品除运输外订单(初值):环比季调(%)	0.44	3.24		
		8月耐用品新增订单(初值):环比季调(%)	0.45	11.73		
欧元区	9月23日	9月欧元区:制造业PMI(初值)	53.70	51.70	51.70	高于预期
		9月欧元区:服务业PMI(初值)	47.60	50.50	50.50	低于预期
		9月欧元区:综合PMI(初值)	50.10	51.90	51.70	低于预期
		9月德国:制造业PMI(初值)	56.60	52.20	52.50	高于预期
		9月德国:服务业PMI(初值)	49.10	52.50	52.90	低于预期
		9月法国:制造业PMI(初值)	50.90	49.80	47.00	高于预期
		9月法国:服务业PMI(初值)	47.50	51.50	46.00	高于预期
日本	9月23日	9月制造业PMI(初值)	47.30	47.20		
		9月服务业PMI(初值)	45.60	45.00		
		9月综合PMI(初值)	45.50	45.20		

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 美国宏观数据热力图

	指标	单位	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09
总产出	GDP不变价	环比折年率季调%				-31.70			-5.00			2.40			2.60
	联邦政府财政赤字(盈余为负)	亿美元		2000.95	629.92	8640.74	3987.54	7380.22	1189.88	2352.78	325.95	132.86	2088.38	1344.67	-827.68
国际贸易指标	出口金额	同比季调%			-20.12	-25.70	-33.38	-29.58	-12.44	-0.55	-0.46	1.22	-0.42	-1.83	-1.87
	进口金额	同比季调%			-11.41	-19.95	-24.40	-22.26	-11.19	-4.44	-2.56	-3.08	-3.63	-4.98	-2.87
	贸易差额	同比季调%			-24.52	-3.31	-12.87	-8.90	5.74	21.76	11.54	19.03	17.29	17.88	7.02
	贸易差额	亿美元			-635.56	-534.61	-578.55	-535.82	-461.04	-370.08	-433.64	-456.76	-410.54	-430.29	-478.39
个人消费指标	个人总收入	环比季调%			0.35	-1.02	-4.17	12.21	-1.85	0.75	0.92	0.06	0.51	0.26	0.15
	个人实际可支配收入	环比季调%			-0.15	-1.83	-4.99	15.38	-1.44	0.58	0.70	-0.29	0.37	-0.03	0.09
	个人实际消费支出	环比季调%			1.59	5.66	8.45	-12.44	-6.46	-0.11	0.42	0.03	0.09	0.19	0.11
	零售销售额	同比季调%		5.10	5.52	5.68	-0.97	-15.33	-2.60	4.40	4.66	5.63	3.10	3.08	3.68
	零售和食品服务销售额	同比季调%		2.57	2.44	2.23	-5.55	-19.86	-5.59	4.48	4.87	5.61	3.25	3.31	3.95
工业产出指标	工业总产值	环比季调%		0.65	5.93	10.00	5.29	-17.46	-7.09	0.41	-0.49	-0.67	1.88	-0.50	-0.91
	耐用品新增订单	环比季调%		0.45	11.73	7.72	14.99	-18.30	-16.72	-0.15	0.07	2.78	-3.12	0.16	-1.47
	耐用品除国防外新增订单	环比季调%		0.74	10.44	9.67	15.02	-17.30	-17.54	-1.94	3.64	-2.01	-0.57	-0.04	-1.91
	耐用品除运输外新增订单	环比季调%		0.44	3.24	4.01	3.40	-8.33	-1.80	-3.71	0.65	-0.10	-0.49	0.24	-0.57
	制造业新订单：核心资本品(剔除国防和飞机)	环比季调%		1.84	2.46	4.27	1.51	-6.57	-1.27	-4.17	0.99	-0.76	-0.03	1.00	-0.53
房地产指标	成屋销售	环比季调%		2.39	24.68	20.20	-9.70	-17.84	-8.51	6.27	-1.99	3.95	-1.66	0.00	-0.37
	新建住房销售	环比季调%		4.77	14.74	20.49	22.46	-6.86	-14.53	-7.49	5.88	5.03	-1.42	-2.75	2.83
	营建许可	环比%		-0.47	17.89	3.45	14.07	-21.39	-5.70	-6.38	5.42	-3.51	0.47	4.59	-2.31
	新屋开工	环比季调%		-5.09	17.94	21.87	11.13	-26.40	-19.02	-3.09	1.89	15.75	2.31	5.18	-7.48
	标准普尔/CS房价指数:20个大中城市	同比%				3.46	3.61	3.86	3.87	3.48	3.11	2.84	2.54	2.23	2.07
	NAHB/富国银行住房市场指数		83.00	78.00	72.00	58.00	37.00	30.00	72.00	74.00	75.00	76.00	71.00	71.00	68.00
就业指标	新增非农就业人数	千人；季调		1371.00	1734.00	4781.00	2725.00	-20787.00	-1373.00	251.00	214.00	184.00	261.00	185.00	208.00
	新增ADP就业人数	千人；季调		428.36	212.33	4485.49	3340.55	-19408.88	-301.89	147.24	205.45	167.11	160.64	73.18	163.75
	失业率	季调%		8.40	10.20	11.10	13.30	14.70	4.40	3.50	3.60	3.50	3.50	3.60	3.50
	U6失业率	季调%		14.20	16.50	18.00	21.20	22.80	8.70	7.00	6.90	6.70	6.80	6.90	6.90
	私人非农平均时薪	美元；季调		29.47	29.36	29.32	29.70	30.03	28.69	28.52	28.43	28.37	28.34	28.24	28.16
通胀指标	CPI	同比%		1.30	1.00	0.60	0.10	0.30	1.50	2.30	2.50	2.30	2.10	1.80	1.70
	核心CPI	同比%		1.70	1.60	1.20	1.20	1.40	2.10	2.40	2.30	2.30	2.30	2.30	2.40
	PCE	同比%			1.00	0.86	0.49	0.46	1.34	1.84	1.88	1.64	1.44	1.43	1.39
	核心PCE	同比%			1.25	1.07	0.95	0.91	1.65	1.87	1.75	1.62	1.58	1.74	1.72
	PPI：最终需求	同比季调%		-0.20	-0.40	-0.80	-0.80	-1.40	0.30	1.20	1.90	1.40	1.00	1.00	1.40
	核心PPI：最终需求	同比季调%		0.60	0.40	0.10	0.30	0.30	1.20	1.20	1.60	1.30	1.20	1.60	2.00
景气指标	ISM制造业PMI			56.00	54.20	52.60	43.10	41.50	49.10	50.10	50.90	47.80	48.10	48.30	47.80
	ISM非制造业PMI			56.90	58.10	57.10	45.40	41.80	52.50	57.30	55.50	54.90	53.90	54.70	52.60
	Markit制造业PMI	季调	53.50	53.10	50.90	49.80	39.80	36.10	48.50	50.70	51.90	52.40	52.60	51.30	51.10
	Umich消费者信心指数		78.90	74.10	72.50	78.10	72.30	71.80	89.10	101.00	99.80	99.30	96.80	95.50	93.20
	Sentix投资信心指数		-4.80	-15.60	-17.10	-22.30	-36.80	-39.10	0.20	20.30	15.90	11.60	8.70	-4.10	5.50
货币供应指标	M1	环比季调%		1.22	2.29	3.54	4.89	12.71	6.33	0.71	-0.05	0.75	0.63	0.51	1.29
	M2	环比季调%		0.46	0.88	1.66	4.99	6.45	3.52	0.29	0.62	0.37	0.67	0.84	0.60
汇率	USDX美元指数		94.59	92.17	93.48	97.38	98.26	99.02	98.96	98.13	97.36	96.45	98.28	97.31	99.40
	广义美元指数		115.59	116.14	117.60	120.86	121.28	122.67	122.82	117.77	115.79	114.72	117.15	115.97	117.99

资料来源：万得，中银证券（USDX 美元指数数据截至 9 月 25 日，广义美元指数数据截至 9 月 18 日）

图表 11. 中欧意外指数均走低，美日上升



资料来源：万得，中银证券

图表 12.发达国家经济意外指数走低，新兴市场平稳



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 其他地区宏观数据热力图

	指标	单位	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09
欧元区	GDP不变价	环比折年季调%				-39.40			-14.10			0.20			1.30
	商品贸易出口	同比%			-10.40	-10.50	-29.80	-30.00	-6.00	1.20	0.20	5.10	-2.60	4.50	5.40
	商品贸易进口	同比%			-14.30	-12.10	-26.70	-25.30	-10.20	-1.80	-0.40	1.00	-4.10	-2.60	2.30
	商品贸易差额	亿欧元			279.35	201.64	88.29	23.18	288.00	232.66	16.88	232.95	201.83	273.66	183.75
	制造业产能利用率	%	73.00			66.70			80.80			81.20			82.10
	房价指数	同比%							5.00			4.50			4.30
	零售销售指数	环比季调%			-1.30	5.30	20.60	-12.00	-10.40	0.70	0.70	-0.90	0.90	0.00	-0.30
	失业率	季调%			7.90	7.70	7.50	7.40	7.20	7.30	7.40	7.40	7.40	7.40	7.50
	PPI	同比%			-3.30	-3.70	-5.00	-4.50	-2.80	-1.30	-0.60	-0.60	-1.30	-1.80	-1.10
	HICP	同比%		-0.20	0.40	0.30	0.10	0.30	0.70	1.20	1.40	1.30	1.00	0.70	0.80
	核心HICP	同比%		0.40	1.20	0.80	0.90	0.90	1.00	1.20	1.10	1.30	1.30	1.10	1.00
	消费者信心指数	季调	-13.90	-14.70	-15.00	-14.70	-18.80	-22.00	-11.60	-6.60	-8.10	-8.10	-7.20	-7.60	-6.60
	制造业PMI		53.70	51.70	51.80	47.40	39.40	33.40	44.50	49.20	47.90	46.30	46.90	45.90	45.70
	服务业PMI		47.60	50.50	54.70	48.30	30.50	12.00	26.40	52.60	52.50	52.80	51.90	52.20	51.60
	Markit综合PMI		50.10	51.90	54.90	48.50	31.90	13.60	29.70	51.60	51.30	50.90	50.60	50.60	50.10
	Sentix投资信心指数		-8.00	-13.40	-18.20	-24.80	-41.80	-42.90	-17.10	5.20	7.60	0.70	-4.50	-16.80	-11.10
	经济景气指数	季调		87.70	82.40	75.80	67.50	64.90	94.10	103.40	102.60	100.90	100.70	100.20	101.10
	ZEW经济现状指数		-80.90	-89.80	-88.70	-89.60	-95.00	-93.90	-48.50	-10.30	-9.90	-14.70	-19.60	-26.40	-15.60
德国	GDP不变价	环比折年季调%				-33.50			-7.80			-0.10			1.20
	工业生产指数	同比%			-11.60	-13.90	-23.20	-29.30	-13.50	-2.50	-3.20	-6.30	-3.50	-5.60	-5.00
	制造业PMI		56.60	52.20	51.00	45.20	36.60	34.50	45.40	48.00	45.30	43.70	44.10	42.10	41.70
	服务业PMI		49.10	52.50	55.60	47.30	32.60	16.20	31.70	52.50	54.20	52.90	51.70	51.60	51.40
	HICP	同比%		-0.10	0.00	0.80	0.50	0.80	1.30	1.70	1.60	1.50	1.20	0.90	0.90
	核心HICP	同比%		0.60	0.70	1.10	1.10	1.00	1.30	1.40	1.30	1.70	1.80	1.10	1.00
	PPI	同比%		-1.20	-1.70	-1.80	-2.20	-1.90	-0.80	-0.10	0.20	-0.20	-0.70	-0.60	-0.10
	GFK消费者信心指数		-1.70	-0.20	-9.40	-18.60	-23.10	2.30	8.30	9.90	9.70	9.70	9.60	9.80	9.70
	经济景气指数			94.30	88.40	81.90	75.30	72.10	92.00	101.80	101.20	99.10	98.60	98.20	98.40
	零售销售	同比%			5.60	7.50	5.10	-4.70	2.10	7.90	3.80	3.10	3.20	2.30	3.90
	Sentix投资信心指数		-0.10	-4.50	-10.50	-17.20	-35.30	-36.00	-16.90	4.50	6.90	-1.40	-6.50	-19.40	-12.80
法国	GDP不变价	环比折年季调%				-44.80			-21.50			-0.80			0.60
	工业生产指数	同比季调%			-8.26	-11.33	-23.21	-34.91	-17.63	-1.41	-2.92	-2.82	0.45	-0.12	0.61
	制造业PMI		50.90	49.80	52.40	52.30	40.60	31.50	43.20	49.80	51.10	50.40	51.70	50.70	50.10
	服务业PMI		47.50	51.50	57.30	50.70	31.10	10.20	27.40	52.50	51.00	52.40	52.20	52.90	51.10
	HICP	同比%		0.20	0.90	0.20	0.40	0.40	0.80	1.60	1.70	1.60	1.20	0.90	1.10
	核心CPI	同比%		0.60	1.40	0.40	0.70	0.30	0.70	1.20	0.90	1.00	0.80	0.80	0.80
	PPI	同比%			-2.60	-2.60	-3.90	-4.40	-2.50	-1.10	0.10	0.60	-0.50	-1.30	-0.90
	经济景气指数			91.50	82.20	77.50	67.70	67.90	98.60	105.50	103.90	101.40	101.80	102.60	102.20
	零售销售	同比%			5.80	3.50	-3.50	-29.70	-13.50	1.40	2.60	2.60	3.50	1.60	2.60
英国	GDP不变价	环比折年季调%				-59.80			-8.50			0.00			2.10
	工业生产指数	同比季调%			-7.81	-12.52	-20.10	-23.98	-7.43	-2.24	-2.44	-1.77	-2.15	-1.46	-1.95
	制造业PMI		54.30	55.20	53.30	50.10	40.70	32.60	47.80	51.70	50.00	47.50	48.90	49.60	48.30
	服务业PMI		55.10	58.80	56.50	47.10	29.00	13.40	34.50	53.20	53.90	50.00	49.30	50.00	49.50
	CPI	同比%		0.20	1.00	0.60	0.50	0.80	1.50	1.70	1.80	1.30	1.50	1.50	1.70
	核心CPI	同比%		0.90	1.80	1.40	1.20	1.40	1.60	1.70	1.60	1.40	1.70	1.70	1.70
	PPI	同比%		-0.95	-0.95	-0.86	-1.21	-0.69	0.35	0.52	0.96	0.78	0.52	0.78	1.22
	GFK消费者信心指数		-25.00	-27.00	-27.00	-30.00	-34.00	-34.00	-9.00	-7.00	-9.00	-11.00	-14.00	-14.00	-12.00
	零售销售指数不变价	同比季调%		2.80	1.40	-1.60	-12.90	-22.70	-6.10	-0.20	0.80	0.50	0.60	3.10	2.70
日本	GDP	同比%				-8.70			-0.90			0.50			2.30
	出口金额	同比季调%		-12.12	-20.54	-26.00	-25.06	-22.57	-10.32	-5.82	-3.39	-6.22	-8.19	-10.62	-5.08
	进口金额	同比季调%		-20.00	-22.29	-19.54	-20.41	-8.23	-9.47	-13.93	-4.36	-7.83	-11.70	-13.95	-6.96
	贸易差额	亿日元 季调		2482.99	109.33	-2729.08	-8413.37	-9318.71	72.04	11065.82	-13151.11	-1591.49	-883.86	111.63	-1290.74
	商业销售额	同比%			8.91	9.50	-1.55	5.05	17.78	-3.88	-4.29	-5.33	-6.52	-8.73	4.65
	工业生产指数				87.20	80.20	78.70	86.40	95.80	99.50	99.80	97.90	97.70	98.30	102.40
	产能指数	同比%			-0.41	-0.10	-0.20	-0.10	-0.41	-0.41	-0.30	-0.51	-0.51	-0.51	-0.71
	机械订单	同比季调%			-19.05	-25.85	-17.46	-9.50	-1.28	-6.29	4.18	-11.17	-13.15	-11.56	-7.09
	制造业PMI			47.20	45.20	40.10	38.40	41.90	44.80	47.80	48.80	48.40	48.90	48.40	48.90
	服务业PMI			45.00	45.40	45.00	26.50	21.50	33.80	46.80	51.00	49.40	50.30	49.70	52.80
	CPI	同比%		0.20	0.30	0.10	0.10	0.10	0.40	0.40	0.70	0.80	0.50	0.20	0.20
	核心CPI	同比%		-0.40	0.00	0.00	-0.20	-0.20	0.40	0.60	0.80	0.70	0.50	0.40	0.30
	PPI	同比%		-0.50	-0.89	-1.58	-2.75	-2.45	-0.49	0.69	1.49	0.89	0.10	-0.39	-1.08
	失业率	季调%			2.90	2.80	2.90	2.60	2.50	2.40	2.40	2.20	2.20	2.40	2.40
	M1	同比%		14.00	13.10	12.30	9.20	7.10	6.20	6.00	5.90	5.70	5.50	5.10	5.10
	M2	同比%		8.60	7.90	7.20	5.10	3.70	3.20	3.00	2.80	2.70	2.70	2.40	2.40
	Sentix投资信心指数		-2.30	-8.60	-11.40	-17.00	-31.70	-30.50	-17.50	7.00	7.40	2.90	0.90	-8.90	-3.00
	消费者信心指数			29.30	29.50	28.50	24.10	21.30	31.10	38.20	39.20	39.00	38.70	36.30	35.90

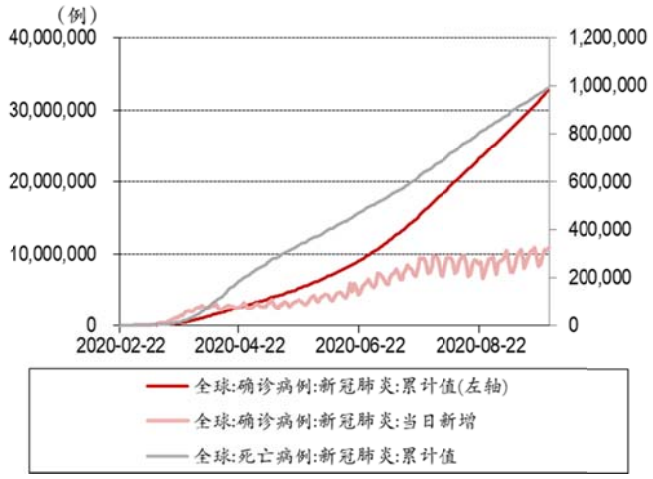
资料来源：万得，中银证券

疫情数据跟踪

截至 9 月 26 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 32,679,786 例，其中全球有 11 个国家确诊超 50 万例，基本集中来美洲与亚洲，法国进入累计确诊 50 万行列，确诊人数前三的国家分别是美国(7,069,005 例)、印度(5,903,932 例)和巴西(4,689,613 例)；全球累计因新冠死亡人数达 990,872 人，死亡人数前三的国家分别是美国(204,341 例)、巴西(140,537 例)和印度(93,379 例)。

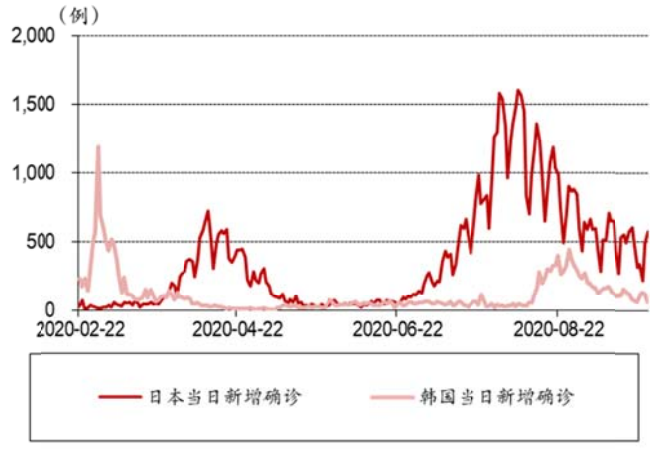
具体到国家层面，印度疫情继续肆虐，不过最近一周每天新增控制在 9 万人以下；从 9 月份开始日美每日新增数量有反弹迹象，特别是美国近日新增峰值迅速反弹，或开启第三波疫情，需密切留意；而欧洲德法英意等国家与巴西受困第二波疫情，不见好转，特别是欧洲主要国家（德法英意）每日新增数据自六月份中下旬开始呈现上升趋势，其中法国近期每日新增破万人，9 月 24 日达 16096 人。

图表 14. 全球疫情继续蔓延，每日新增数目有反弹迹象



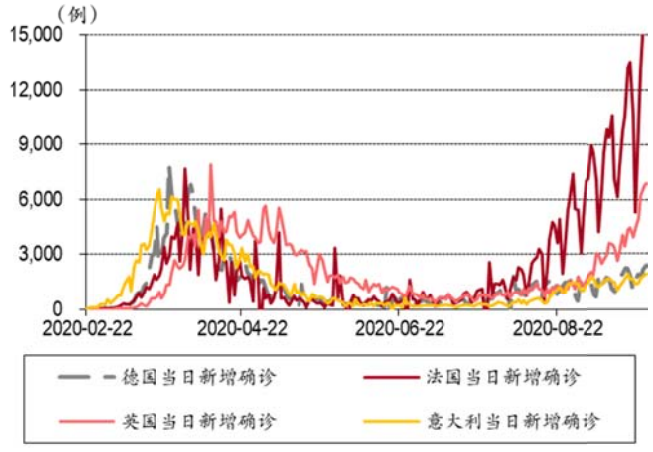
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 9 月 25 日）

图表 15. 日本近期疫情有反弹迹象，韩国疫情新增受控



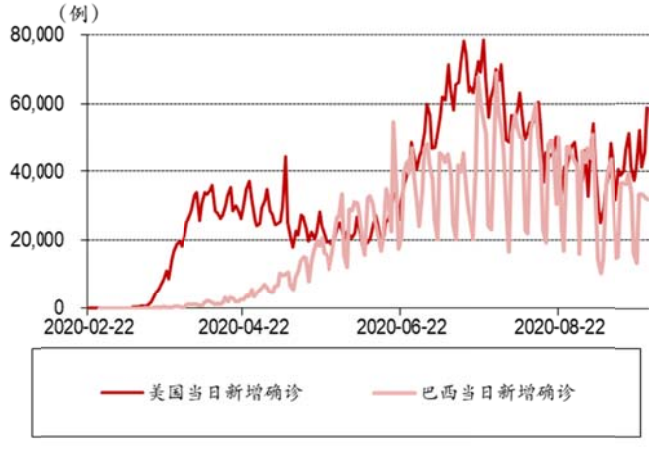
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 9 月 25 日）

图表 16. 欧洲迎第二波疫情，法国情况需特别注意



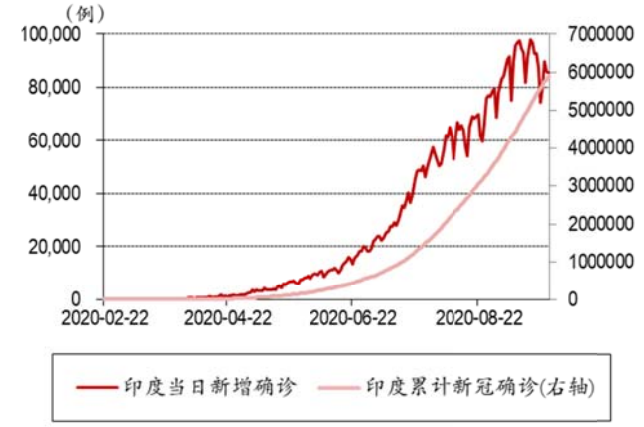
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 9 月 25 日）

图表 17. 美国或迎第三波疫情，巴西疫情未见拐点



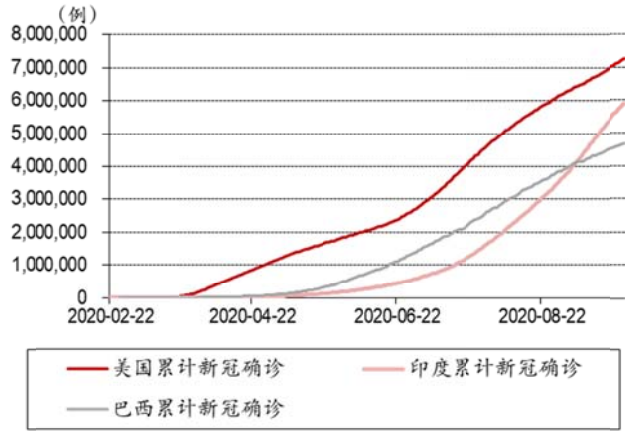
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 9 月 25 日）

图表 18. 印度疫情完全不受控制



资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 9 月 25 日）

图表 19.印度累计确诊 2 个月内或超美国



资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 9 月 25 日）

央行及流动性数据跟踪

近期大类资产波动，流动性还是基本面？最近一周美股与大宗商品剧烈波动，且屡屡呈现股票商品齐跌格局，避险资产黄金也不能避险，本周黄金现货一度跌破 1850 美元/盎司，最终收 1860 美元，这些再叠加美元指数的大涨，不由让人想起 3 月份流动性危机。市场主流观点认为本轮暴跌与流动性无关，主要是因为投资者对欧美新一波疫情兴起对基本面打击的担忧，并用美元指数的上升来解释商品特别是黄金的下跌。我们部分同意这一逻辑，但认为 1. **尽管与 3 月流动性事件不同，但美元流动性确实有所收紧。**美元流动性先行指标 FRA-OIS 利差上周一度小幅跳升至 23BP，而本周尽管有所收敛，仍处于 20BP 水平，相比于之前 15BP 的中枢位置有所上升，同时一般抵押物隔夜回购利率本周上升 5BP，高收益债利差走阔达 50BP，这些指标均显示美元流动性有一定收紧，但离 3 月份水平还较远。而且，流动性危机的时候美国国债也遭到抛售，因此 10 年国债收益率大幅上涨，而最近一周美国国债收益率反而小幅收跌，因此流动性事件并不能解释本轮资产价格波动；2. **新一波疫情的确会打击基本面，但通胀是关键**。对于欧洲"第二波疫情"和美国"第三波疫情"的担忧的确可以解释美股的下跌，但是并不形成黄金跟跌的逻辑，而美元指数的上涨幅度也远不能解释黄金的下跌。由于目前名义利率（10 年美债收益率）被压缩在低位，通胀则成为了黄金价格的主导因素，我们可以看到市场的通胀预期从 9 月初开始一路走低，周五 10 年盈亏平衡收益率已经跌到 1.58%的水平，与美联储耳提面命的 2%长期通胀目标已经相距甚远，这也是黄金从 9 月初的 1970 美元/盎司下跌到最近 1860 美元/盎司的诱因。我们之前提到在财政政策缺位的情况下，美联储货币政策或已经达到了边界，疲软的通胀预期将成为短期内压制黄金价格的重要因素。

图表 20. 市场通胀预期从 9 月初开始回落



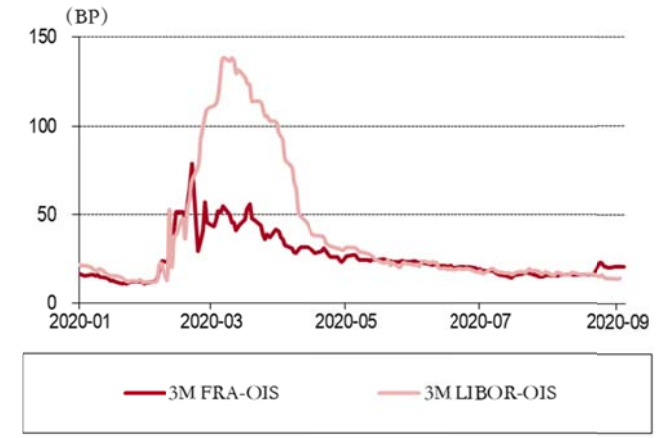
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 中英 10 年债券利率回升，法国走低，美德 10 年利率平稳



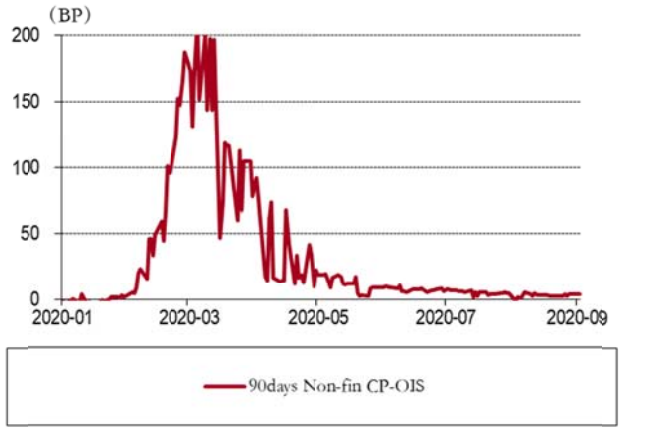
资料来源：万得，中银证券

图表 22. FRA 利差 20BP 附近震荡，LIBOR 利差平稳



资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 23. CP-OIS 利差本周平稳



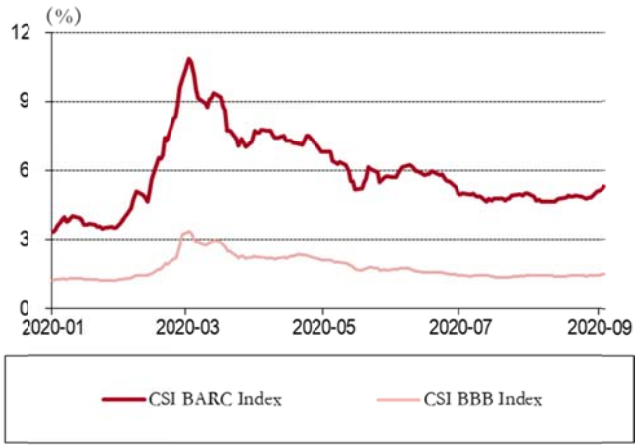
资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 24. 一般抵押物隔夜回购利率走高



资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 25. 10 年高收益、投资级公司债利差均走阔



资料来源：Bloomberg，中银证券

主要大宗商品数据跟踪

本周主要大宗商品价格均较大幅度下跌，USDX 美元指数走高，人民币兑美元贬值。

图表 26. 本周期铜价格大幅下跌



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 油价本周下跌



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 黄金期货价格本周大幅下跌，跌破 1860 美元



资料来源：万得，中银证券

图表 29. USDX 美元指数走高，人民币贬值重回 6.8 以上



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球疫情控制不及预期，海外政策刺激超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371