

# 民银智库研究

2020年第34期

总第154期

中国民生银行研究院

2020年11月17日

## 经济延续复苏态势 政策着力创新驱动

——2020年11月宏观经济形势分析报告

### 宏观研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

孙莹

sunying16@cmbc.com.cn

张雨陶

zhangyutao@cmbc.com.cn

袁雅程

yuanyacheng@cmbc.com.cn

伊楠

yinan@cmbc.com.cn

赵金鑫

zhaojinxin@cmbc.com.cn

孔雯

kongwen1@cmbc.com.cn

程斌琪

chengbinqi@cmbc.com.cn

- **多国疫情再度告急，全球经济复苏放缓。**10月摩根大通全球PMI在荣枯线以上继续回暖，但动能已有减弱。10月OECD综合领先指标报99.07，连续6个月回升。随着全球疫情出现反复，全球经济复苏前景仍不明朗。分国别来看，各国经济复苏步伐不一。美国经济维持复苏态势，美联储决议按兵不动；欧元区疫情二次暴发，经济活动再度放缓，欧央行按兵不动，英央行加码宽松；日本经济快速回升，货币政策宽松力度保持不变；新兴经济体不均衡复苏，货币政策按兵不动。
- **10月我国经济延续复苏态势。**从供给端看，工业生产动能保持强劲，同比增速超预期维持高点。从需求端看，三驾马车动力均有增强，投资增速继续回升，三大支柱加快恢复；消费市场持续回暖，餐饮恢复正增长；出口增速继续回升，继续好于市场预期；从物价看，CPI与PPI均弱于预期，短期可能出现双通缩；从金融环境看，信贷结构继续优化，社融增速拐点已现；从金融市场看，人民币汇率明显升值，债券收益率普遍上行。
- **下一阶段我国经济增长有望继续加快。**从供给端看，企业已进入主动补库存阶段，PPI-CPI继续向好，预示着企业生产经营将继续得到改善，工业增加值有望继续保持高增。从需求端看，地方债发行接近尾声，银行信贷尚有增量空间，固定资产投资将继续保持温和恢复态势；在“双十一”和居民收入实际增速由负转正双重作用下，消费有望继续强劲复苏；防疫物资出口叠加订单转移效应，出口有望继续保持良好发展势头。四季度增速有望达到5.5%左右，全年收于2.2%左右。
- **政策展望与政策建议。**由于主要经济指标仍在继续回升，供需两端同时向好，下一阶段政策预计在落地见效、精准导向方面继续着力的同时更为强调创新驱动。财政政策将更加注重质量和效益，货币政策在保持稳健中性同时更强调稳增长和防风险的平衡。我国即将迎来“十四五”时期，结合国内外最新环境变化，我们建议：**一是**全面深化改革；**二是**高度重视创新；**三是**推动产业升级；**四是**构建新发展格局。

## 目 录

<b>一、全球宏观经济形势分析 .....</b>	<b>1</b>
美国：经济维持复苏态势，美联储决议按兵不动.....	1
欧洲：经济复苏放缓，欧央行按兵不动，英央行加码宽松.....	2
日本：经济快速回升，货币政策宽松力度保持不变.....	4
新兴经济体：经济不均衡复苏，货币政策按兵不动.....	5
<b>二、我国宏观经济形势分析 .....</b>	<b>7</b>
工业：生产动能保持强劲，同比增速超预期维持高点.....	7
投资：投资增速继续回升，三大支柱加快恢复.....	9
房地产：开发投资继续加快，“金九银十”效应仍存.....	10
消费：市场持续回暖，餐饮恢复正增长.....	12
外贸：出口好于预期，进口弱于预期.....	14
通胀：CPI 与 PPI 均弱于预期，短期可能出现双通缩.....	16
金融：信贷结构继续优化，社融增速拐点已现.....	17
市场：人民币汇率明显走高，债券收益率普遍上行.....	19
<b>三、政策回顾与展望 .....</b>	<b>21</b>
宏观政策回顾.....	21
宏观政策展望.....	24
宏观政策建议.....	25
<b>主要宏观经济及金融数据一览表 .....</b>	<b>27</b>

## 一、全球宏观经济形势分析

多国疫情再度告急，全球经济复苏放缓。10月以来，主要国家疫情相继出现反弹，美国累计感染人数超千万，印度、巴西深陷疫情泥潭，欧洲第二波疫情来势汹汹，部分国家重启封锁措施，刚刚进入复苏轨道的世界经济再次面临风险。10月摩根大通全球 PMI 在荣枯线以上继续回暖，但动能有所减弱。制造业 PMI 回升 0.6 个百分点至 52.4%，服务业 PMI 持平至 52.0%，综合 PMI 回升 0.1 个百分点至 52.5%。10月 OECD 综合领先指标报 99.19，连续 6 个月回升。但随着全球疫情出现反复，全球经济复苏前景仍不明朗。

分国别来看，各国经济复苏步伐不一。美国经济维持复苏态势，美联储决议按兵不动；欧元区疫情二次暴发，经济活动再度放缓，欧央行按兵不动，英央行加码宽松；日本经济快速回升，货币政策宽松力度保持不变；新兴经济体不均衡复苏，货币政策按兵不动。

### 美国：经济维持复苏态势，美联储决议按兵不动

美国三季度经济强势反弹。2020 年三季度，美国实际 GDP 年化季率录得 33.1%，创 1947 年统计以来最大涨幅，较第二季度的-31.4%大幅回升，主要受大批劳动者返岗、生产活动和消费支出恢复推动。

四季度经济复苏步履蹒跚。在疫情严重反弹、单日新增病例不断创下新高的情形下，四季度初美国经济表现好坏参半，经济修复路径再蒙阴影。景气度仍然较高。2020 年 10 月美国 ISM、Markit 制造业 PMI 分别 59.3%、53.4%，较上月回升 3.9、0.2 个百分点，均达到近三年峰值。10 月 ISM 非制造业、Markit 服务业 PMI 分别为 56.6%、56.9%，在荣枯线之上略有波动，仍位于近两年高点。消费者信心意料外下降。11 月密歇根大学消费者信心指数为 77.0，超预期下降，为近 5 个月来低点。10 月谘商会消费者信心指数 100.9，较前值下滑且不及预期。房地产市场强劲反弹。在低利率和过剩流动性的推动下，房地产市场持续向好。10 月 NAHB 房价指数录得 85，连续 6 个月抬升，创历史新高。在疫期强烈而持续的住宅需求支持下，成屋销售处于明显上升通道，指标一度跃升至近 14 年新高，总体房地产市场形势持续向好。

劳动力市场保持增长。10 月季调后非农就业人口增加 63.8 万人，低于前值但高于预期，增幅已连续 4 个月下滑。失业率回落 1.0 个百分点

至 6.9%，为连续第 6 个月下跌，平均时薪同比、环比分别增长 4.5%、0.1%。劳动力市场总体韧性犹存，修复趋势依旧，其中私营部门接触性服务行业就业增长明显，尤其酒店物业、零售贸易和商业服务等领域劳动需求显著增加，而联邦政府工作岗位大幅减少成为拖累非农就业总体水平的重要因素。物价自疫情高峰后首降。10 月 CPI 同比上升 1.2%，较上月回落 0.2 个百分点，受服装家居和医疗保健等价格下降影响。核心 CPI 同比上升 1.6%，较上月回落 0.1 个百分点，为 5 月以来首次出现回落。

**美联储议息会议继续按兵不动。**在 11 月货币政策会议上，联储一致决定维持联邦基金利率于 0-0.25% 区间不变，并承诺将至少以当前速度进行资产购买。与 9 月类似，本次声明再提及疫情拖累，经济活动和就业持续复苏，但仍远低于年初水平：一是新冠疫情反弹影响美国中期前景，目前需求仍较疲软，同时油价大幅走低抑制通胀水平。二是近期金融状况保持适度，该表述较 9 月措辞“改善”有所微调，反映出联储对金融市场震荡问题的关切。新闻发布会上，主席鲍威尔表示，由于担忧第二波疫情冲击市场信心，联储将动用全方位工具支持经济尽可能强劲复苏，针对中小企业的贷款工具预计很快将正式启动。同时，在记者问答中，鲍威尔还提到，负利率会导致银行利润减少、贷款规模紧缩，暗示无意实施负利率。

**拜登获逾 270 张选举人票并发表胜选演讲。**11 月 3 日为美国 2020 年大选日，约 1.6 亿美国选民参与投票，打破历年纪录，其中，通过邮寄方式提前投票的选民近 1 亿人。据多家美国媒体测算，截至目前，民主党总统候选人、前副总统拜登已赢得 290 张选举人票。11 月 7 日晚，拜登发表胜选演讲，承诺在任期间寻求全美团结。虽然现任总统特朗普拒绝承认败选，但与此同时，其竞选团队已撤销此前所提部分地区计票诉讼。11 月 12 日，美国国土安全部于发布声明称，在 2020 年美国大选中，没有证据表明任何投票系统删除、丢失或更改选票，投票系统也没有遭到任何形式的损害。此外，英国、日本等国纷纷向拜登和哈里斯道贺。

### 欧洲：经济复苏放缓，欧央行按兵不动，英央行加码宽松

**疫情二次暴发下，欧元区经济活动再度放缓。**10 月欧元区制造业 PMI 录得 54.8%，好于预期和前值，创 2018 年 7 月以来新高，连续四个月扩

张并总体保持上行；受疫情二次反弹下限制措施再度加强影响，服务业 PMI 录得 46.9%，不及预期和前值，连续两个月加速收缩，与制造业景气度分化加剧。**需求愈加疲软。**欧元区 9 月零售环比增长-2%，不及预期值-1.5%和前值 4.2%。自三季度欧元区疫情二次暴发以来，法国、爱尔兰和比利时等国家已经关闭了非必要的零售商店，各国新的限制性措施也对零售商店及其销售产生较大影响，预计年末欧元区需求端将愈加疲软。**生产动能放缓。**欧元区 9 月工业产出环比增长-0.4%，连续四个月保持正增长后再度由正转负，显著不及预期值 0.7%和前值 0.6%。**进出口显著好转。**9 月欧元区进出口双双显著回升，进口和出口同比增速降幅分别较上月大幅收窄 6.5 和 9.5 个百分点至-7.1%和-3.1%，贸易顺差显著回升至 248.1 亿欧元。

**失业率创逾两年新高。**欧元区 9 月失业率超预期升至 8.3%，高于预期值 8.2%和前值 8.1%，创 2018 年 7 月以来新高。**通胀持续负增长。**欧元区 10 月 CPI 同比增长-0.3%，持平上月，符合预期，连续三个月负增长。

**欧央行按兵不动，暗示 12 月加码宽松。**在 10 月 29 日召开的货币政策会议上，欧央行继续按兵不动，维持三大利率和购债规模不变，符合市场预期。行长拉加德表示，经历了夏天强劲但不平衡的局部反弹后，当前欧元区经济复苏正以比预期更快的速度“失去动力”。新冠病例增加以及相关防疫措施正在影响经济活动，使欧元区经济前景显著恶化，四季度 GDP 增速很可能再度转为负值。欧央行表示，将在 12 月认真分析新冠疫情动态变化、疫苗上市前景、欧元汇率变化等最新信息，对经济前景和风险进行重新评估。在此基础上适时调整政策工具，确保欧元区融资条件有利于支持经济复苏和克服疫情对欧元区通胀前景的负面影响。这一表态被市场解读为暗示其将在 12 月的会议上加码宽松。面临欧元区疫情再度恶化、英国脱欧谈判仍陷困境、经济复苏再度放缓、通胀持续走弱，欧央行 12 月加码宽松已成必然，债券购买仍将是调整货币政策的主要工具，包括疫情紧急购买资产计划（PEPP）以及向银行提供贷款的定向较长期再融资操作（TLTROs）。除非欧元持续大幅升值，否则欧央行降息可能性依然较小。

**英央行加码宽松。**11 月 5 日，面对疫情严重反弹下的二次“封城”，英央行也意外加码宽松。尽管英央行在议息会议上维持利率在 0.1%不变，但宣布了超预期的 1500 亿英镑购债计划，将总体 QE 规模增至 8950 亿

英镑，并称如果市场恶化，将准备好再次提高 QE 规模。英央行行长贝利表示，对负利率的研究正在进行之中。

### 日本：经济快速回升，货币政策宽松力度保持不变

在经历了二季度的创纪录下滑之后，三季度日本经济快速回升，GDP 环比增长 5.0%，折年率增长 21.4%，创下有可比数据以来最大增幅。这一方面源于政府经济刺激计划的效果，另一方面因为前期被抑制的需求得到释放。鉴于这两个因素都难以持续，叠加当前全球疫情形势依然严峻对高度依赖出口的日本经济不利，预计四季度经济复苏步伐将放缓。

**制造业、服务业缓慢复苏。**10 月制造业 PMI 录得 48.7%，较上月上升 1 个百分点，为今年 1 月以来最高，且已连续第 5 个月反弹；服务业 PMI 录得 47.7%，较上月上升 0.8 个百分点，连续第 2 个月反弹。**生产呈现出强劲上升势头。**9 月份，工矿业生产指数环比上升 4.0%，同比降幅较上月收窄 4.3 个百分点至-9.0%。日本经济产业省据此将其对工矿业生产基本情况的判断维持在“正在恢复”。**消费降幅明显扩大。**9 月家庭月消费性支出实际同比下降 10.2%，降幅较上月扩大 3.3 个百分点，主要原因在于日本于去年 10 月提高消费税税率，诱发大量提前消费，导致同比基数较大。10 月季调后消费者信心指数为 33.6%，较上月上升 0.9 个百分点，已连续两个月反弹。**进出口降幅持续收窄。**9 月份，出口额同比下降 4.9%，降幅较上月收窄 9.8 个百分点；进口额同比下降 17.4%，降幅较上月收窄 3.3 个百分点；贸易收支为顺差 6878 亿日元。

**通缩风险持续升高，距 2%目标渐行渐远。**9 月份，日本核心 CPI 同比下降 0.3%，连续第二个月同比下降。新冠疫情暴发后，日本政府今年 4 月至 5 月实施严格防控措施，国内经济活动受到抑制，核心 CPI 连续两个月同比下降。随着疫情防控措施放松，6 月和 7 月核心 CPI 曾止跌企稳。但 8 月和 9 月核心 CPI 再次连续下降，显示日本通货紧缩压力进一步加大。**失业人数继续增加，有效求人倍率连续 9 个月恶化。**9 月季调后失业率为 3.0%，与上月持平；完全失业人数同比增加 42 万至 210 万，连续 8 个月同比增加。9 月有效求人倍率为 1.03，较上月下降 0.01，创 2013 年 12 月以来新低，反映每名求职者对应的招聘岗位数量减少。

**日本央行维持现行货币政策宽松力度，符合市场预期。**10 月 29 日，日本央行公布利率决议，宣布维持利率水平不变，维持为应对新冠疫情而采取的各种宽松政策不变，以支持企业资金周转和稳定金融市场。日

本央行下调了 2020 财年 GDP 和通胀预期，其中 GDP 增速预期从-4.7% 下调至-5.5%，核心通胀预期从-0.5% 下调至-0.6%。

**菅义伟要求编制第三次补充预算案。**为应对新冠肺炎疫情反弹对经济的冲击，夯实经济复苏基础，日本首相菅义伟在 11 月 10 日的内阁会议上，要求制定追加经济对策，以及与之配套的 2020 年度第三次补充预算案，主要内容包括延续对企业的补贴、延长观光支援项目期限、数字改革、温室气体减排相关技术支援、鼓励人员向地方流动等。第三次补充预算案资金总额或超出 10 万亿日元，鉴于作为基本财源的税收因经济停滞减少，追加发行赤字国债可能势在必行。

**日本与英国 10 月 23 日正式签署全面经济伙伴关系协定 (EPA)。**日英 EPA 在关税削减等方面大致沿袭了日欧 EPA 的内容，将英国“脱欧”对日本企业的影响降至最低。协定生效后，日本从英国进口的约 94% 的产品、日本出口英国的约 99% 的产品将取消关税。与日欧 EPA 一样，英国对日本产乘用车的关税将逐步降低，至 2026 年降为零。日英 EPA 是英国“脱欧”后达成的首份重大贸易协定，对于日英双方而言，其战略意义超过经济意义。日本方面，协定的签署使其长期国际经济战略得到进一步推进，丰富了其在全球尤其是欧洲的经贸伙伴网络，并在经贸规则方面强化了与欧洲国家的联系；英国方面，与日本的贸易谈判速战速决，彰显了其脱离欧盟后独立进行贸易谈判的能力。不过，日本目前仅是英国第 11 大出口市场。日方贸易统计数据显示，2019 年日本对英国出口额约为 15132 亿日元，英国对日本出口额为 8875 亿日元。从贸易体量来看，协定带来的经济收益预计相对有限。日本外务大臣茂木敏充表示，日英两国力争使该协定于年内在两国议会获得批准，并于 2021 年 1 月 1 日生效。

### **新兴经济体：经济不均衡复苏，货币政策按兵不动**

主要新兴经济体不均衡复苏，货币政策按兵不动。印度、巴西和南非经济继续复苏，制造业景气维持在扩张区间；俄罗斯经济复苏步伐放缓，制造业景气回落至收缩区间；通胀方面，印度通胀已超目标上限，巴西和俄罗斯通胀接近或达到目标中值，南非通胀维持低位。同时也面临通胀走高、失业高企等问题，经济复苏不均衡特征明显。受限于通货膨胀风险或地缘政治压力，各国货币政策均按兵不动。

**印度经济逐渐复苏。**经济景气回升。10 月制造业 PMI 由 56.8% 升至

58.9%，连续 3 个月保持在荣枯线以上；服务业 PMI 由 49.8% 回升至 54.1%，疫情以来首次回升到荣枯线以上。生产活动由负转正。9 月工业生产指数同比增长 0.2%，3 月以来增速首次由负转正。失业率小幅回升。10 月失业率由 6.7% 上升至 7.0%。通胀继续上升。9 月 CPI 涨幅扩大至 7.3%，继续超出央行通胀目标上限。贸易逆差收窄。9 月出口同比增长 6.0%，3 月以来首次转正；进口同比下降 19.6%，降幅持续收窄。

**央行维持利率不变。**10 月 9 日，印度央行维持 4% 指标利率不变，符合市场预期；同时维持宽松货币政策立场以支持受新冠疫情打击的经济，预计本财年 GDP 将收缩 9.5%，要到最后一个季度才能恢复正增长。

**巴西经济恢复不确定性仍高。**经济景气回升。10 月制造业 PMI 由 64.9% 回升至 66.7%，再创历史新高，连续 5 个月位于荣枯线以上；服务业 PMI 由 50.4% 回升至 52.3%，连续 2 个月位于荣枯线以上。生产活动由负转正。9 月工业生产指数同比增长 3.4%，年初以来首次转正。需求端继续回暖。10 月消费者信心指数 85，4 月以来持续回升；9 月零售业物量指数同比增加 7.3%，连续 4 个月正增长。失业率上升。8 月失业率由 12.9% 上升至 14.4%，创历史最高值。通胀继续上升。10 月广义 CPI 同比增幅提高 0.8 个百分点至 3.9%，接近央行通胀目标中值 4%。

**央行基准利率不变。**10 月 28 日，巴西央行维持 2% 的基准利率不变，符合市场预期；同时指出最近公布的价格指数高于预期，虽然短期内通胀压力较大，但这种情况是暂时的，将紧密关注通胀数据。

**俄罗斯经济复苏步伐放缓。**经济景气回落。10 月制造业 PMI 由 48.9% 降至 46.9%，连续 2 个月处于荣枯线以下；服务业 PMI 由 53.7% 降至 46.9%，此前连续 3 个月处于荣枯线以上。生产活动持续修复。9 月工业生产指数同比下滑 5%，降幅自 5 月以来持续收窄。需求端逐渐回暖。9 月零售营业额指数同比下降 3%，降幅自 7 月以来有所扩大。失业小幅回落。9 月失业率由 6.4% 降至 6.3%。通胀继续上升。10 月 CPI 同比上升 4.0%，比上月提高 0.3 个百分点，年初以来总体呈现上升态势。

**央行维持利率不变。**10 月 23 日，俄罗斯央行决定维持 4.25% 基准利率不变，符合市场预期；同时表示，全球和俄罗斯的疫情都在恶化，如果形势与基准预测一致，俄罗斯央行将在下一次会议考虑降息必要性。

**南非经济缓慢复苏。**经济景气回升。10 月制造业 PMI 由 58.2% 升至 63.4%，连续三个月保持在荣枯线以上。生产端和需求端逐步修复。9 月

制造业生产指数同比降幅收窄至 4.4%，9 月消费者信心指数回升至 85.7，8 月零售销售（不变价）同比降幅收窄至 4.2%。失业率上升。三季度失业率为 23.3% 回升至 20.8%，为 2008 年有数据以来最高水平。通胀下行。9 月 CPI 同比涨幅 2.9%，较上月回落 0.1 个百分点，低于目标中值 4.5%。

**央行维持利率不变。**9 月 18 日，南非央行宣布维持 3.5% 政策利率不变，符合市场预期。为帮助经济渡过难关，南非央行年内已累计下调利率 300 基点。预计南非经济可能在 2021 年底或 2022 年恢复到疫前水平。

## 二、我国宏观经济形势分析

**10 月我国经济延续复苏态势。**从供给端看，工业生产动能保持强劲，同比增速超预期维持高点。从需求端看，三驾马车动力均有增强，投资增速继续回升，三大支柱加快恢复；消费市场持续回暖，餐饮恢复正增长；出口增速继续回升，继续好于市场预期；从物价看，CPI 与 PPI 均弱于预期，短期可能出现双通缩；从金融环境看，信贷结构继续优化，社融增速拐点已现；从金融市场看，人民币汇率明显升值，债券收益率普遍上行。

**预计 11 月有望继续回升。**从供给端看，企业已进入主动补库存阶段，PPI-CPI 继续向好，预示着企业生产经营将继续得到改善，工业增加值有望继续保持高增。从需求端看，地方债发行接近尾声，银行信贷尚有增量空间，固定资产投资将继续保持温和恢复态势；在“双十一”和居民收入实际增速由负转正双重作用下，消费有望继续强劲复苏；防疫物资出口叠加订单转移效应，出口有望继续保持良好发展势头。

此外，由于我国在疫情防控方面已积累较多经验，足以避免类似于欧美的二次暴发情形，在相对正常的社会环境下，内外需将会同步向好，从而推动经济继续沿着复苏路径回升，四季度 GDP 增速有望回到 5.5% 左右，全年则会达到 2.2% 左右。

### 工业：生产动能保持强劲，同比增速超预期维持高点

10 月工业增加值同比增长 6.9%，好于预期值 6.5%，持平上月，连续两个月保持高增并为 2019 年 4 月以来最高水平；环比增长 0.78%。1-10 月份规模以上工业增加值同比增长 1.8%，比 1-9 月加快 0.6 个百分点，连续三个月保持正增长。

**三大门类两降一升。**制造业和公共事业增加值分别同比增长 7.5% 和 4.0%，增速较上月回落 0.1 和 0.5 个百分点，制造业仍保持近年较高水平，持续有力拉动工业生产。受冬季采暖和生产拉动，采矿业增长 3.5%，较上月加快 1.3 个百分点，成为 10 月推动工业生产保持高增的主要动力。

**汽车和防疫相关制造业保持高增，原材料类行业显著加快。**10 月份汽车制造业较上月小幅回落 1.7 个百分点至 14.7%，但仍为近期较高水平。随着欧洲和美国新冠肺炎病例持续高增，以纺织制造业和医药制造业为代表的防疫相关制造业生产动能显著增强，行业增加值同比增速较上月分别加快 2.1 和 0.8 个百分点至 9.5% 和 8.2%，创 2013 年 4 月和 2020 年 4 月以来新高。同时，上游原材料类行业显著加快，均创近期新高。

**需求走强助推工业生产动能保持强劲。**从生产端来看，受长假因素影响，工作日较上年减少两天，企业开工生产时长缩短，但去年同期工业增加值同比增速为年内次低水平，存在低基数效应，叠加需求端保持强劲，对工业生产形成较强支撑。从需求端来看，内需方面，固定资产投资和消费增速持续回升；外需方面，出口连续五个月加速并保持高增，工业产品出口交货值由降转增，由上月的 -1.8% 大幅升至 4.3%，创 2019 年 4 月以来新高，显著拉动制造业生产。

**企业逐步补库存。**1-9 月产成品存货同比增长 8.2%，较 1-8 月回升 0.3 个百分点，连续 2 个月上行。叠加同期工业企业利润同比降幅收窄、营业收入累计同比增速持续回升，目前企业正逐步补库存，有利于生产继续扩大。

**展望年末，工业增加值有望继续保持高增长。**从需求端来看，随着海外疫情持续暴发，工业产品出口交货值在 10 月由正转负后有望继续保持增长，外需对工业生产特别是制造业的拉动有所增强。在我国疫情防控良好、社会环境保持相对正常的背景下，内需将继续改善，消费、投资持续恢复，助推工业生产动能保持稳健，企业有望继续补库存。从生产端来看，考虑到去年 11、12 月工业增加值同比增速为年内较高水平，抬高基数，叠加秋冬季节后环保限产政策趋严，可能对工业生产活动形成一定制约。总体来看，预计未来两个月工业增加值有望继续保持高增，但较近两个月高点或将略有回落。

图 1：工业增加值同比与环比增速

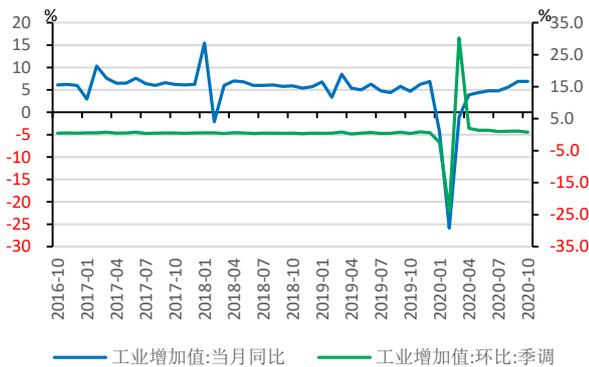
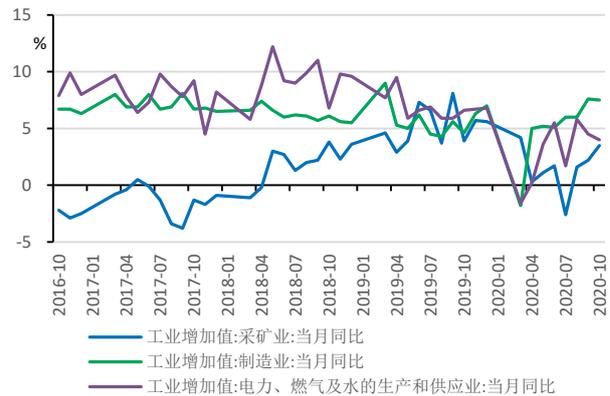


图 2：工业增加值分项同比增速



数据来源：WIND

## 投资：投资增速继续回升，三大支柱加快恢复

**固定资产投资稳步回升。**1-10 月固定资产投资同比增长 1.8%，增速比 1-9 月份提高 1.0 个百分点，略好于市场预期。经季节调整后，环比增长 3.22%，相当于折年后增长 46.3%。经回算，10 月固定资产投资当月同比约增长 11.1%，为今年以来最高增速。10 月以来，我国加快部署落实扩内需相关政策，抓好“六稳”工作、落实“六保”任务，积极扩大有效投资，促进了投资增速进一步加快。

**基建投资增速小幅加快。**1-10 月基础设施投资增速同比增长 0.7%，比 1-9 月份加快 0.5 个百分点。经回算，10 月基础设施投资当月同比约增长 4.5%，连续第三个月加快，且自 4 月份以来持续保持正增长，是疫情后投资恢复的重要支撑。近期中央地方紧抓重点项目，决战四季度增长，做好“十三五”收官，为“十四五”投资促进经济结构调整和产业升级打下良好基础。同时，地方债发行进入收官阶段，10 月发行超过 4000 亿，基本完成全年任务，保障了基建投资的资金持续到位。

**制造业降幅继续收窄。**1-10 月制造业投资同比下降 5.3%，降幅比 1-9 月份收窄 1.2 个百分点。经回算，10 月制造业投资当月同比约增长 4.1%，连续第二个月加快，且自 8 月以来连续 3 个月回到正增长区间，但由于此前 1-7 月累计跌幅较大，到年底实现转正仍有困难。10 月制造业 PMI 各项数据回暖，1-9 月规模以上工业企业利润降幅连续 7 个月显著收窄，下游需求恢复与盈利改善仍是制造业企业投资信心恢复的主要动力。从资金面看，央行引导金融机构加大对实体经济的支持力度，近几个月企业中长期贷款增速持续走高，也促进了制造业投资增速回升。

民间投资降幅继续收窄。民间投资 1-10 月同比下降 0.7%，增速比 1-9 月收窄 0.8 个百分点，比 2019 年同期回落 5.1 个百分点，降幅稳步收窄，但仍低于全部投资增速 2.5 个百分点。经回算，10 月民间投资当月同比约增长 7.1%，为连续第 4 个月正增长，但较 9 月当月回落了 0.9 个百分点。1-10 月民间固定资产投资占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 55.7%，较 1-9 月小幅回落 0.2 个百分点。与政府投资相比，民间投资受到疫情的影响相对较大。不过，近期部委及地方密集出台了一系列促进民间投资的政策，着力放宽市场准入、优化营商环境、建立长效机制，民间投资将逐步提振，预计全年降幅将收窄至 0.5% 左右。

下一阶段，各地区、各部门稳投资政策将继续保持。临近年底，地方债发行任务接近完成，银行信贷尚有一定新增空间，基建 Reits 尚在推进，投资的资金面保持相对中性，预计未来两月固定资产投资将继续保持温和恢复态势。

图 3：全部投资累计同比与民间投资累计同比

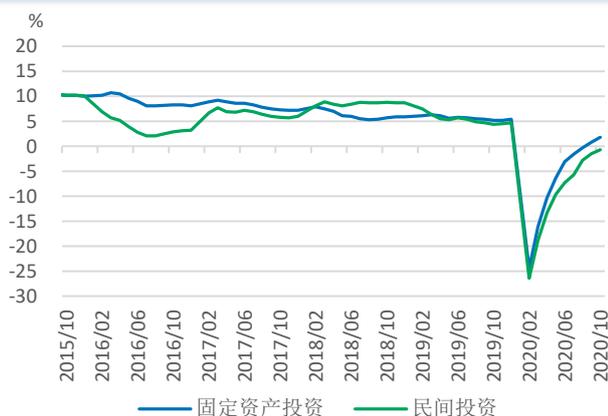
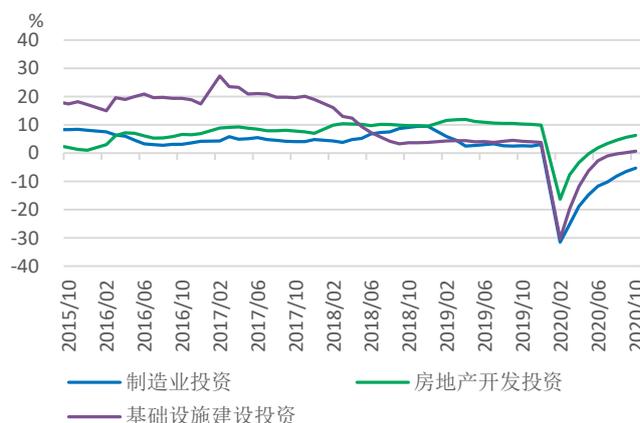


图 4：固定资产投资分项数据



数据来源：WIND

### 房地产：开发投资继续加快，“金九银十”效应仍存

房地产开发投资持续回升，增幅收窄。1-10 月房地产开发投资同比增长 6.3%，较 1-9 月加快 0.7 个百分点，增幅环比收窄，动力有所减弱，但仍然是投资三大支柱中增速最快、最稳定的。10 月当月同比增长 12.7%，较 9 月提高 0.7 个百分点。建设施工指标出现分化，施工、新开工当月双双回升。1-10 月施工面积累计增速较 1-9 月回落 0.1 个百分点至 3.0%，10 月当月回升 2.7 个百分点至 -1.9%；1-10 月新开工面积累计增速较 1-9 月提升 0.8 个百分点至 -2.6%，10 月当月回升 5.5 个百分点至 3.5%。但房

企施工和新开工仍受融资政策收紧约束明显，建设施工增速较往年有所减弱。

**“金九银十”效应仍存，销售端稳步恢复。**1-10月商品房销售额累计同比增长5.8%，销售面积累计同比持平。单看10月，商品房销售额同比增长23.9%，销售面积同比增长15.3%，增幅较9月分别扩大7.9和8.0个百分点，基本恢复至往年“银十”旺季水平。从库存来看，1-10月待售面积累计值同比增速已回落至0.3%，为今年2月以来最低水平，待售面积已连续两月不足5万平。根据克尔瑞数据，九成城市供求比显著回落，六成以上供求比回落至1以下，长春、厦门和宁波供求比低于0.4。

**调控政策显效，房价下跌城市范围扩大。**市场销售的火热并未切实反映在价格上，10月70个大中城市中有19个城市新建商品住宅价格环比下跌，较上月增加4个；27个城市二手住宅价格环比下跌，较上月增加7个。分城市类别看，一线城市新建、二手商品住宅价格同比涨幅出现小幅回落，环比有所扩大。二三线城市新建、二手住房价格环比涨幅多回落或与上月持平。“金九银十”在价格上表现平淡，已现年内市场顶点。在供给端，房企因融资收紧促回款降价促销引导市场价格持续走低。在需求端，除各地政府“五限”调控压制需求外，多地银行收紧房贷，10月居民中长期贷款增速环比走弱，居民杠杆扩张受限，均会引导市场下行，或将延续至明年年中。

**“345”融资新则约束叠加长假效应，土地市场成交下滑。**10月多地土地招拍挂节奏有所放缓，全国土地市场呈周期性下滑。成交方面，1-10月份，房地产开发企业土地购置面积同比下降3.3%，降幅比1-9月份扩大0.4个百分点；土地成交价款增长14.8%，增速提高1.0个百分点。各能级城市成交规模多表现为同比涨、环比降的特征。从溢价率来看，资金监管收紧导致企业拍地热情下降，土地成交溢价率不断下滑。根据克尔瑞数据，10月土地成交溢价率环比较上月下降2.4个百分点至12.2%，创今年3月以来新低。

**企业促销加速回款，资金状况稍有改善。**1-10月份，房企到位资金同比增长5.5%，增速比1-9月份提高1.1个百分点，特别是定金及预收款和个人按揭贷款增速明显加快。此外，根据贝壳研究院数据，1-10月房企境内外债券融资规模已突破万亿，努力扩大融资渠道。10月中旬，

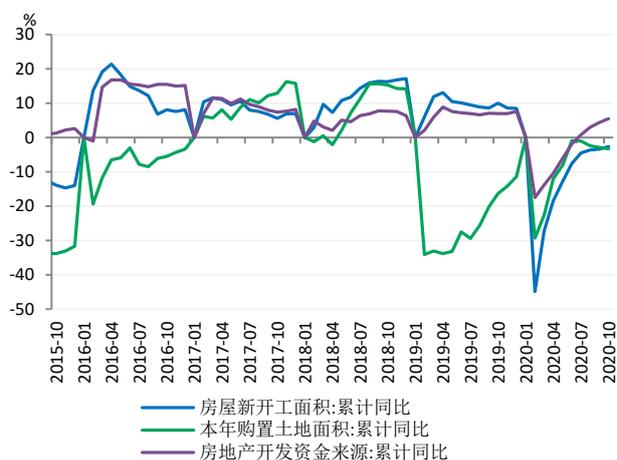
央行明确表示将跟踪评估房企融资管理新规的执行效果，不断完善规则，稳步扩大适用范围。预计房企融资环境将在“345”新规下保持长期收紧。

下阶段，各地政府仍将积极贯彻“房住不炒”精神，强调稳地价、稳房价和稳预期，“因城施策”操作经验日益成熟，政策精准度逐渐提高，露头就打，严防死守，调控绝对不放松。可预计，全国房价将阶段性维持低位盘整状态，波幅收窄，稳中有降。分城市来看，一二线城市受强需求稳固支撑，市场热度、价格稳定预期较稳，珠三角、长三角等区域政策红利较大的重点城市值得关注；弱三、四城市房价下行面临较大压力，部分城市或将强调房屋的居住属性，在需求端给予一定刺激，如支持无房、进城农民工等群体购房。

图 5：商品房销售额与销售面积累计同比



图 6：新开工、土地购置面积与资金来源累计同比



数据来源：WIND

### 消费：市场持续回暖，餐饮恢复正增长

**消费继续回升。**10月社会消费品零售总额同比增长4.3%，增速较上月加快1.0个百分点，略低于市场预期。主要因为物价回落拖累名义增速。10月CPI同比上涨0.5%，较上月大幅回落1.2个百分点，RPI也从上月的0.8%跌至-0.3%。若扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增长4.6%，增速较上月加快2.2个百分点，甚至高于去年12月0.1个百分点，表明我国消费市场正逐步克服疫情、汛情等不利因素影响，呈现持续回升、平稳运行态势。

**汽车消费继续保持在较高水平。**10月限额以上汽车类商品零售额同比增长12.0%，较上月加快0.8个百分点，已连续第四个月保持在11.0%

以上的增长水平。这首先是因为宏观经济和出口市场超预期回暖，尤其是欧美疫情背景下中国出口表现较强，稳住了消费信心；其次是去年部分地区 7 月国六实施后导致车市基数较低；第三是新能源车零售翻倍回暖态势明显，推动车市走强。若扣除汽车类商品，10 月社会消费品零售总额同比增长 3.6%，增速较上月加快 1.2 个百分点，连续第二个月正增长，显示其他消费增速也在加快。

餐饮收入增速由负转正，双十一购物节预售前置使得网络销售有所加快。10 月份，餐饮收入同比增长 0.8%，增速年内首次转正，较上月的 -2.9% 明显改善。1-10 月份，全国网上零售额同比增长 10.9%，比 1-9 月份加快 1.2 个百分点；其中，实物商品网上零售额增长 16.0%，比 1-9 月份加快 0.7 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 24.2%，较上年同期高 4.7 个百分点。

升级类商品零售较快增长，居住类商品消费有所好转。10 月份，限额以上服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、金银珠宝类、通讯器材类商品零售额同比分别增长 12.2%、18.3%、16.7%、8.1%，增速分别较上月加快 3.9、4.6、3.6、12.7 个百分点。随着房地产销售回暖，促进家电更新消费政策发力，居住类商品消费增速加快，10 月家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类商品分别同比增长 2.7%、1.3%、4.2%，增速分别较上月高 3.2、1.9、3.7 个百分点。

图 7：名义消费与实际消费同比增速

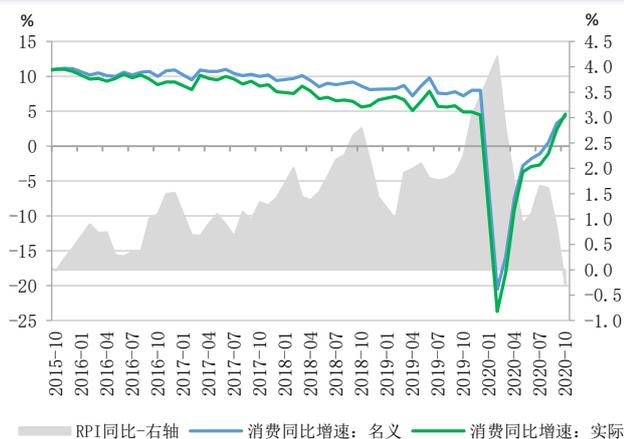
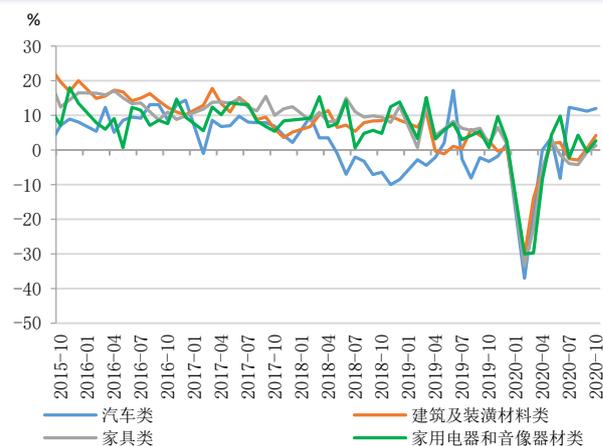


图 8：汽车与居住类商品消费同比增速



数据来源：WIND

11 月消费市场将继续强劲复苏。今年“双 11”期间，线上线下零售市场销售规模再创新高。11 月 1 日至 11 日，京东平台累计下单金额超 2715 亿元，天猫成交额突破 4982 亿元，苏宁易购线上订单量同比增长

72%。11月1日至11日，全国邮政、快递企业共处理快件39.65亿件，其中11月11日当天共处理快件6.75亿件，同比增长26.16%，创历史新高。此外，前三季度居民收入实际增速由负转正，也会对消费形成支撑。综合考虑，预计11月社会消费品零售总额同比增长6.0%左右。

### 外贸：出口好于预期，进口弱于预期

按美元计，10月份我国进出口4159.2亿美元，同比增长8.4%；其中，出口2371.8亿美元，同比增长11.4%，前值为增长9.9%；进口1787.4亿美元，同比增长4.7%，前值为增长13.2%；贸易顺差584.4亿美元，去年同期423.08亿美元，前值369.99亿美元。经季节调整后，10月份进出口总值同比增长14.4%，其中，出口增长14.5%，进口增长14.2%。

**10月出口同比增长11.4%，好于市场预期。**从先行指标看，出口形势继续好转、但也有隐忧。我国10月制造业PMI新出口订单指数回升至51%，连续第二个月保持在荣枯线以上；10月出口集装箱运价指数（CCFI）同比上涨35.8%，为2010年6月以来最高水平。但是，韩国10月出口同比下滑3.6%，9月出口增速曾出现新冠疫情以来首次转正。

**出口增速继续回升、好于市场预期主要驱动因素：**一是外需持续改善。尽管海外疫情有所反弹，但是生产复苏未受太大影响，10月摩根大通全球制造业PMI、美国制造业PMI和欧元区制造业PMI分别为53%、59.3%和54.8%，连续多月持续回升。二是防疫物资力度不减。海外疫情仍在蔓延，部分地区有所反弹，与防疫有关的纺织品、医疗器械以及远程办公等出口继续保持较快增长。医疗仪器及器械出口额同比增长30%，基本持平于9月，连续三个月维持在30%以上。三是供给替代逻辑仍存。疫情对新兴市场产业链和供应链影响较大，发达经济体也受到一定拖累，整体利好出口替代，有利于我国出口份额提升。

**从贸易伙伴看，**对美国、东盟、日本出口同比增长，对欧盟出口同比减少。其中，对美国出口438.3亿美元，同比增长22.5%、前值20.5%，下半年以来增速逐月回升；对东盟出口344.34亿美元，同比增长7.3%，前值14.4%，下半年以来增速总体回落；对日本出口122.91亿美元，同比增长5.7%，前值下降2.7%，结束连续4个月下滑。对欧盟出口335.82亿美元，同比下降7.1%，前值下降7.8%，连续8个月下滑。

**从重点商品看，**劳动密集型商品、远程办公、汽车产品、防疫物资是主要贡献力量。七大类劳动密集型产品整体出口额同比增长17.7%，

上月为 19.5%；自动数据处理、集成电路额分别同比增长 26.7% 和 13.9%，前值分别为 45.3% 和 17.6%；医疗仪器及器械出口额同比增长 30%，前值为 30.9%，结束此前大幅回落态势；汽车（含底盘）及零配件出口额同比增长 27.5%，前值 18.1%。

**10 月进口同比增长 4.7%，弱于市场预期。**市场预测 10 月进口增速会略有回落，wind 显示市场的平均预测值为 9.5%。从先行指标看，进口形势较好。10 月我国制造业 PMI 进口指数由 50.4% 回升至 50.8%，连续两个月保持在荣枯线以上；10 月进口集装箱运价指数（CICFI）指数同比上升 19.5%，增速较 9 月略有回升。

但是，实际进口金额同比增速 4.7%，较 9 月出现大幅回落，究其原因主要是大宗原材料提前备货以及美国科技产品出口禁令，导致 9 月相关产品进口增速加快。上述短期因素消退后，加之长假使得生产活动在一定程度上出现放缓，导致 10 月进口增速出现较大幅度回落。需要指出的是，尽管增速回落，但是出口增速仍然连续 2 个月正增长，进口修复仍在持续。

**从贸易对象看**，除美国外，自主主要贸易伙伴进口均明显回落。自东盟进口 258.95 亿美元，同比增长 2.7%，前值 13.2%；自欧盟进口 227.50 亿美元，同比增长 9.0%，前值 11.1%；自日本进口 149.14 亿美元，同比增长 5.5%，前值 13.4%；自美国进口 124.56 亿美元，同比增长 33.4%，前值 24.7%。

**从重点商品看**，原油、铜材、集成电路、自动数据处理设备等重点进口商品增速均有不同程度下滑。原油进口数量下滑 6.5%，金额下降 36%，前值分别为增长 17.6% 和下降 14.1%；铜材进口数量增加 43.4%、金额增长 57.2%，前值分别为增长 62.3% 和 74.1%；自动数据处理设备进口金额同比增长 55.8%、前值 105.9% 增速较 9 月有不同程度下滑；集成电路进口金额同比增长 15.8%，前值 28.2%；汽车零配件进口同比增长 41.7%，前值 43.8%。

展望下一阶段，拜登当选利好全球经济、国际贸易和区域合作，中美经贸关系有望出现缓和，RECP 正式签署，世界最大的自贸区正式形成，加之我国外贸发展韧性强，外贸长期向好趋势没有变；同时，随着国内双循环新发展格局建设持续推进，“六稳”“六保”等稳增长政策措施深入实施，进出口有望继续保持良好发展势头。

图 9：中国月度出口总额和同比增速

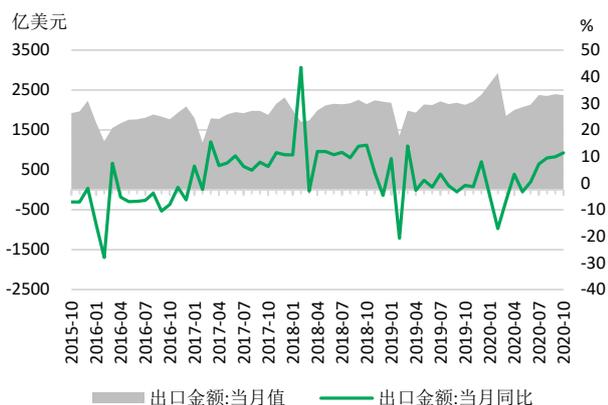
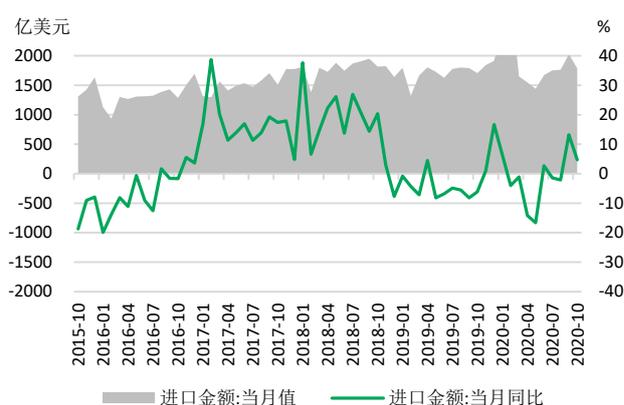


图 10：中国月度进口总额和同比增速



数据来源：WIND

### 通胀：CPI 与 PPI 均弱于预期，短期可能出现双通缩

**CPI 同比涨幅大幅回落。**10 月 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅较上月大幅回落 1.2 个百分点，环比回落 0.3%，也低于市场预期。分项看，城市同比上涨 0.5%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 2.2%，非食品价格持平；消费品价格上涨 0.6%，服务价格上涨 0.3%。1-10 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.0%。

**CPI 走弱主要源于三方面原因。**一是 2019 年以来的超强“猪周期”进入后半段，猪肉价格连续回落，叠加去年同期高基数影响，推动 CPI 同比连续大幅回落；二是今年新冠疫情对总需求形成了明显影响，核心 CPI 比去年年底的预估值下降了约 1 个百分点；三是夏季洪涝灾害、台风、双节等短期支撑物价的因素出现了明显消退。

**食品是主要拖累因素。**从食品看，一是猪肉价格随着存栏、出栏量双升，9 月中上旬进入持续下跌区间，叠加去年 9、10 月猪价急涨，今年 10 月猪肉价格同比由升转跌，同比下降 2.8%，成为拖累 CPI 的最主要因素；二是肉类以外食品在 10 月双节假期后出现回落，鲜菜在晴好天气下供应充足，价格不断回落，而休渔期结束后水产品上市推动其价格回落，鸡蛋价格也在双节后明显下降。

**非食品环比小幅反弹，服务板块表现突出。**从非食品看，十月黄金周推动相关服务价格反弹，环比上涨 0.1%，基本符合预期。其中，衣着环比上涨 0.4%，新季上市和需求恢复推动价格回升，但力度略弱于预期；能源价格下跌导致交通通信大类整体环比下跌 0.2%，不过交通工具价格

环比持平，通信工具环比上涨 0.2%，显示汽车与手机下游需求企稳；服务板块表现突出，衣着加工、家庭服务、旅游、医疗服务环比均有所上涨，特别是黄金周推动旅游服务环比大涨 2.8%；居住环比上涨 0.1%，但房租价格仍为环比持平，显示整体需求仍有待提升。

**10 月 PPI 同比下降 2.1%，环比与上月持平，略弱于市场预期。**生产资料环比上涨 0.1%，生活资料则环比下降 0.1%。一方面，在国内生产持续恢复的情况下，供给保障仍略强于需求复苏，使得 PPI 仍处于通缩区间，另一方面食品价格回落推动生活资料价格由升转降也对 PPI 跌幅收窄造成阻碍。

**未来可能出现短期双通缩格局。**整体看，随着疫情的恢复以及“内循环”相关支持政策的逐步推出，社会总需求开始回暖，本月去除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.1%，已连续 3 个月实现正增长。不过食品价格与去年同期基数的抬升，仍使 CPI 承压，预计未来数月内不排除 CPI 同比将转为负增长，形成罕见的 CPI、PPI 双通缩情景，叠加临近年底的流动性需求，以及二次疫情的输入型影响，前期备留的货币政策空间可适度发挥作用。

图 11：居民消费价格指数同比与环比

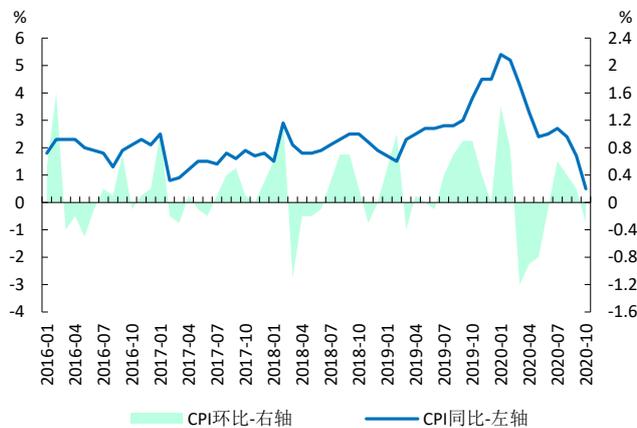
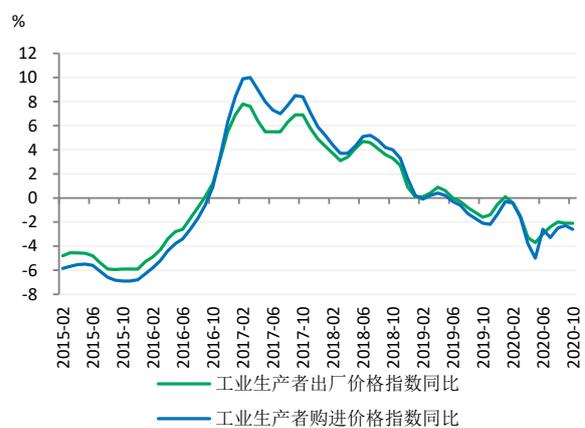


图 12：生产者购进和出厂价格指数



数据来源：CEIC

### 金融：信贷结构继续优化，社融增速拐点已现

人民币信贷季节性收敛，同比小幅多增，结构向中长期倾斜，支持实体经济。10 月人民币贷款新增 6898 亿元，同比多增 285 亿元。信贷存量同比增长 12.9%，增速较上月低 0.1 个百分点，为今年 4 月以来首次低于 13%，但仍较去年同期高 0.5 个百分点。在中长期贷款创历史同期

新高与短期贷款、票据融资收缩一正一负双重作用下，10月企业和居民贷款扩张均出现一定放缓，基本符合预期。

**企业部门贷款结构持续优化，中长期贷款形成稳定支撑，短期贷款、票据融资有所拖累。**10月企业部门新增信贷2335亿元，同比多增1073亿元。具体来看，在服务业恢复、工业利润改善和惠企政策共同作用下，企业中长期贷款持续向好，新增达4113亿元，创历史同期新高，同比多增1897亿元，实体经济内生动能持续改善，资金供需两旺。企业短期贷款在疫情期间放款到期影响下负增837亿元，同比多增341亿元。在监管持续打击资金空转下，票据融资负增1124亿元，已连续5个月负增，同比少增1338亿元。

**居民部门在中长期贷款边际走弱，短期贷款明显萎缩。**10月居民部门新增信贷4331亿元，同比多增121亿元。其中，居民中长期新增贷款4059亿元，同比多增472亿元，较9月明显回落，主要是受房地产销售走弱和银行涉房信贷额度收紧作用，居民房贷边际趋冷，但仍有一定韧性。居民短期新增贷款272亿元，为近三年最低值，同比少增351亿元。10月居民消费表现并不弱，居民短贷收缩可能与银行加强房地产经营贷投放管理有关。

**新增社融季节性回调，存量延续高增。**受季节性影响，10月新增社融1.42万亿，较上月减半，同比多增5520亿元。社融存量规模达281.28万亿，同比增速较9月提升0.2个百分点至13.7%，创2018年以来新高，但预计已行至年内最高点。

**政府债券继续推动社融增速进一步上行。**10月政府债券净融资4931亿元，环比少增，但仍同比多增3060亿元。政府债券融资是疫情后社融增量的主要贡献，剔除政府债券后的融资增速明显趋缓，10月不含政府债券的实体融资增速基本与9月持平。目前，地方专项债发行已接近尾声，国债仍有额度，最后两月政府债券净融资环比微降，但仍对社融增速有所支撑。

**企业直接融资高增，贡献重要支撑。**10月中下旬利率震荡下行，企业债券融资环境边际改善，当月新增企业债券融资2522亿元，环比多增1110亿元，同比多增490亿元。新增非金融企业股票融资927亿元，虽不及7-9月超千亿规模，但仍同比多增747亿元，整个实体经济的融资需求仍在不断扩大。

**M2 增速回落 M1 增速回升，两者剪刀差继续收窄。**10 月末 M2 同比增长 10.5%，比 9 月末下降 0.4 个百分点，主要受财政支出积淤和结构性存款压降所致。M1 同比增长 9.1%，较 9 月末增加 1 个百分点，连续四个月上行，与 M2 之间剪刀差进一步收窄，表明企业存款结构正从定期转向活期，经营、扩产、投资活动提速，实体经济修复动能边际走强。

展望 11 月份，在灵活适度、精准导向的货币政策思路下，实体经济融资将继续改善，信贷投放节奏将有所放缓，但中长期贷款保持良好增长，结构继续优化。综合考虑政府债券发行将尽、财政支出继续发力和基数效应，社融年内高点已现，后续将步入缓步下行通道。

图 13：社会融资总量与新增人民币贷款

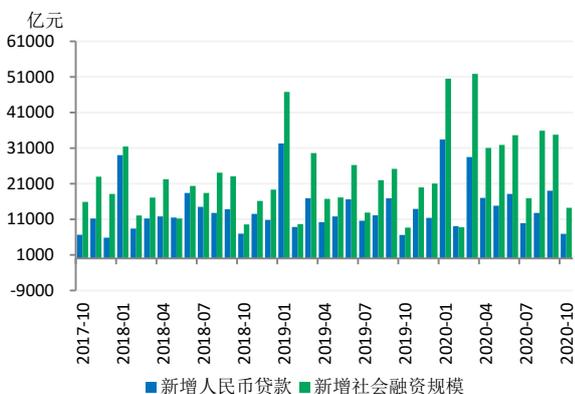
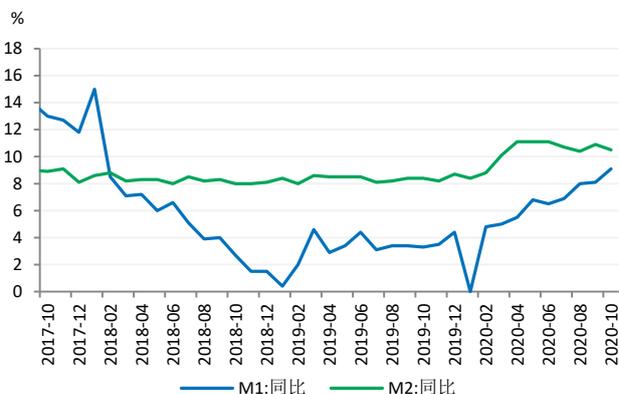


图 14：M1 与 M2 余额同比增速



数据来源：WIND

### 市场：人民币汇率明显走高，债券收益率普遍上行

10 月 15 日至 11 月 16 日期间，人民币兑美元汇率中间价由 6.7374 升至 6.6048，在岸即期汇率由 6.7300 升至 6.5770，分别升值 1326bp、1530bp。

10 月以来，国民经济延续稳定恢复态势，基本面支撑下人民币汇率有升值动力。生产稳中有升，需求企稳回暖，就业继续改善，物价总体平稳，市场预期向好，基本面支撑下，人民币汇率延续升值态势。但是，全球疫情蔓延在欧美等国家造成二次冲击，进一步迟缓世界经贸复苏进程，且美国大选及其结果的不确定性对全球市场带来扰动，人民币汇率波动性明显加大。

人民币汇率有望延续升值，但动力逐渐减弱。一是美元指数低位波动，对人民币汇率形成扰动。随着北半球进入冬季，欧美疫情更加严峻，

而新冠疫苗尚难在短期改变全球疫情及经济现状，美元指数波动性加强，对人民币汇率形成扰动。二是中国国债利率与其他主要经济体债券利率的利差扩大，外资流入有利于人民币汇率走强。中债登最新数据显示，截至 10 月末，境外机构托管债券面额达 26826.76 亿元人民币，环比增加 866.21 亿元人民币，增幅为 3.34%，自 2018 年 12 月以来，连续 23 个月增加。外资持续流入，有力支撑人民币和汇率。三是基本面看，人民币汇率中长期将保持稳中有升。中国经济率先摆脱新冠肺炎疫情影响，二季度以来经济基本面发展势头良好。从公布的 10 月主要经济数据看，国民经济运行延续稳定恢复态势，主要经济指标加快改善，积极向好的经济基本面将为人民币汇率带来支撑。

**预计短期内人民币汇率仍将小幅震荡升值趋势，波动中枢围绕 6.65 震荡。**美国总统大选虽已结束，但局势仍存不确定性，且全球疫情持续蔓延，而新冠疫苗尚难在短期改变全球疫情及经济现状，美元指数近期虽有避险支持，但短期内难以大幅走强。当前我国经济继续稳定运行，将继续支撑人民币汇率向好。预计 11 月末人民币兑美元即期汇率收于 6.65 左右，以窄幅波动为主。

**债市收益率普遍上行。**10 月 15 日至 10 月 30 日，10 月公布经济数据显示宏观经济供需两端保持良好修复态势，货币政策逐渐转向中性，债市收益率震荡调整。期间 1、5、10 年期中债国债收益率围绕 2.70%、3.04%、3.19% 震荡；1、5、10 年期 AA 级中债企业债收益率围绕 3.48%、4.54%、5.00% 震荡。11 月 1 日至 11 月 13 日，公开市场央行暂停逆回购资金投放，货币市场资金面明显趋紧，且高等级信用债违约事件发生后，信用债市场受到了较大的冲击，债市收益率明显上行。1、5、10 年期中债国债分别上行 11.91bp、12.29bp、9.05bp；1、5、10 年期 AA 级中债企业债分别上行 20.74bp、9.29bp、2.42bp。

**信用利差震荡调整，走势分化。**10 月 15 日至 11 月 2 日，资金面边际收紧，短端利率上行幅度超过中长端，短期信用利差收窄，中长期走阔。11 月 2 日至 11 月 13 日，各期限国债、信用债到期收益率均呈上升趋势，短期信用利差走阔，中长期收窄。

**预计 12 月债市收益率仍将延续震荡调整。**10 月以来，监管层并未释放货币政策宽松信号，逐步回收特殊时期出台的政策是未来政策的主要方向。考虑到随着经济动能的逐渐修复，部分经济数据或已见顶，货

币政策大幅收紧的可能性亦不大，预计 12 月债市收益率仍将延续震荡调整。

图 15：人民币对美元汇率走势



图 16：AA 企业债与同期国债利差走势



数据来源：WIND

### 三、政策回顾与展望

#### 宏观政策回顾

坚持开放创新。习近平在第三届中国国际进口博览会开幕式上发表主旨演讲，新冠肺炎疫情使世界经济不稳定不确定因素增多，但中国扩大开放的步伐仍在加快，各国走向开放、走向合作的大势没有改变。各国要携手致力于推进合作共赢、合作共担、合作共治的共同开放。中国将秉持开放、合作、团结、共赢的信念，坚定不移全面扩大开放，让中国市场成为世界的市场、共享的市场、大家的市场，推动世界经济复苏，为国际社会注入更多正能量。李克强出席第四次 RCEP 领导人会议指出，当前新冠肺炎疫情仍在全球蔓延，世界经济严重衰退，国际贸易投资萎缩，保护主义、单边主义加剧；RCEP 历经 8 年谈判，在当前背景下得以签署，让人们在阴霾中看到光明和希望。中方将继续坚定支持东盟发挥中心作用，推进落实 RCEP 后续工作。希望各方尽早完成各自国内协定批准程序，使协定尽快生效，及早惠及各国企业和人民。李克强在 2020 年浦江创新论坛上致辞，中国将坚定不移深化改革扩大开放，深化“放管服”改革，持续打造市场化法治化国际化营商环境。我们将更好发挥科技创新的支撑引领作用，加强国家创新体系建设，加快建设创新型国家，为发展赋能、为生活添彩。我们将继续秉持合作共赢理念，更加主动融

入全球创新网络，促进技术、人才、项目等方面的国际交流合作，以创新平台共建、成果共享助推全球科技进步。

**稳企业保就业。五方面发力全面强化稳就业举措。**人社部相关负责人在国务院政策例行吹风会上表示，下一步将按照做好“六稳”工作，落实“六保”任务的要求，全面强化稳就业举措：一是促进经济增长带动就业；二是落实完善就业政策扩大就业；三是突出重点群体保障就业；四是优化服务培训促进就业；五是防范化解风险稳定就业。国务院减轻企业负担部际联席会议部署企业减负工作。**国务院减轻企业负担部际联席会议召开全国电视电话会议**，总结前一阶段减轻企业负担、清理拖欠账款工作进展情况，启动第九届全国减轻企业负担政策宣传周和清欠攻坚专项行动。**多部门支持民营企业加快改革发展与转型升级**，发改委、科技部、工信部等部门联合印发了《关于支持民营企业加快改革发展与转型升级的实施意见》，明确推动相关支持政策加快落地见效，有效应对新冠肺炎疫情影响，激发民营企业活力和创造力，进一步为民营企业发展创造公平竞争环境。

**“放管服”改革。10月21日国常会决定**，在前期试点基础上，在各地区、各部门全面推行证明事项和涉企经营许可事项告知承诺制。一是按照“减证便民”要求，对与企业 and 群众生产生活相关、依申请办理的高频事项或获取难度较大的证明，特别是在户籍管理、市场主体准营、社会保险等方面，抓紧推行告知承诺制。二是明确适用对象。三是加强事中事后监管。**国办印发《关于全面推行证明事项和涉企经营许可事项告知承诺制的指导意见》**，确定了全面推行告知承诺制的主要任务。一是明确实行告知承诺制的证明事项；二是明确实行告知承诺制的涉企经营许可事项范围；三是确定告知承诺制的适用对象；四是规范告知承诺制工作流程；五是加强事中事后核查；六是加强信用监管；七是强化风险防范措施。**国办印发《全国深化“放管服”改革优化营商环境电视电话会议重点任务分工方案》**，明确了五个方面 25 项重点任务。一是把实施好宏观政策和深化“放管服”改革结合起来，提高宏观政策实施的时效性和精准性。二是放要放出活力、放出创造力。三是管要管出公平、管出质量。四是服要服出便利、服出实惠。五是调动好各方面积极性，形成推动改革的工作合力。

**稳外资稳外贸。国办印发《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》**，要求坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚定不移扩大

对外开放，稳住外贸外资基本盘，稳定产业链供应链，进一步深化科技创新、制度创新、模式和业态创新。围绕构建新发展格局，加快推进国际市场布局、国内区域布局、经营主体、商品结构、贸易方式等“五个优化”和外贸转型升级基地、贸易促进平台、国际营销体系等“三项建设”，培育新形势下参与国际合作和竞争新优势，实现对外贸易创新发展。

**全国自贸试验区高质量发展现场会召开**，面对新形势新任务，自贸试验区要牢记建设初衷，强化责任担当，锐意进取、勇于突破，在率先形成新发展格局方面加强研究探索，赋予更大改革自主权，加大对外开放压力测试力度，狠抓改革试点任务落实，持续推进制度创新和复制推广，切实守好风险底线，做好统计、宣传、培训等支撑保障工作，为稳外贸稳外资做出更大贡献，把自贸试验区建设成为改革开放新高地。

**第三届进博会闭幕，累计意向成交 726.2 亿美元**。第三届进博会是疫情防控常态化条件下我国举办的一场规模最大、参展国别最多、线上线下结合的国际经贸盛会。虽然目前全球新冠肺炎疫情仍在持续蔓延，但第三届进博会各方合作意愿热度不减，按一年计，累计意向成交 726.2 亿美元，比上届增长 2.1%。

**中国国际消费品博览会确定在海南举办**。首届消博会将于 2021 年 5 月 7 日至 10 日在海南国际会展中心举行，首届消博会以“开放中国，海南先行”为主题，围绕建设海南国际旅游消费中心定位，集聚全球消费领域资源，发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。

**区域经济发展。长三角一体化**，长三角生态绿色一体化发展示范区建设工作现场会召开，会议要求要持续聚焦规划管理、生态保护、土地管理、项目服务、要素流动、财税分享、公共服务、公共信用等方面，部署建立有效管用的一体化发展新机制；加快形成经验做法，加大在长三角和全国跨行政区划毗邻地区推广复制力度；加快水环境治理、创新平台、轨道交通、省际断头路、新型基础设施等“硬件”设施建设，率先形成生态、创新、人文有机融合的产业布局，凝聚各方面更大合力、提供坚强有力保障，推动示范区建设不断取得新突破。

**深圳建设先行示范区建设**，国家发改委正式发布《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点首批授权事项清单》，首批授权事项清单共有六大类 40 条，其中要素市场化配置方面 13 条，包括推进创业板改革并试点注册制落地，建立新三板挂牌公司转板上市机制；开展创新企业境内发行股票或存托凭证（CDR）试点，完善创新企业境内发行上市制度，推动具有创新引领示范作用的企业发行股票或存托凭证（CDR）并在深交所上市等。

## 宏观政策展望

从 10 月数据来看，主要经济指标仍在继续回升，供需两端同时向好，特别是企业进入主动补库存阶段，以及 M1 与 M2 剪刀差、PPI 与 CPI 剪刀差均继续向好，显示出经济活力仍然比较旺盛。因此，下一阶段政策预计继续在落地见效、精准导向方面着力。

积极的财政政策将更加注重质量和效益，在减轻企业负担、激发市场主体活力、保障改善民生、稳定经济增长方面发挥关键作用。一是**推动直达机制有力有效、安全到位**。截至 10 月底，中央财政直达资金 1.7 万亿元已基本下达到位，地方实际支出 1.198 万亿元，支出进度为 70.9%，高于序时进度 4.2 个百分点，有效增强了基层财力水平。下一步，财政部将在保持现行财政体制、资金管理权限和保障主体责任稳定的前提下，继续坚持“中央切块、省级细化、备案同意、快速直达”的做法基本不变，拓展直达资金范围，改进完善直达机制，同时加强直达资金管理，着力提升管理的科学性、规范性和有效性。二是**完善地方债发行机制，保障地方债发行工作长期持续开展**。不断完善地方债发行机制，提升发行市场化水平；科学设计地方债发行计划，维护债券市场平稳运行；优化地方债期限结构，合理控制筹资成本；加强地方债发行项目评估，严防偿付风险；完善地方债信息披露和信用评级，促进形成市场化融资约束机制；规范承销团组建和管理，合理匹配权利义务。三是**逐步提高保障和改善民生水平**。在预算安排上优先保障民生支出，对教育、养老、医疗、低保和住房保障等民生事项，按支出责任予以足额保障；建立民生资金直达的长效机制，确保资金精准直达受益对象；在国家基本公共服务清单基础上，结合实际探索建立民生支出清单管理制度，先行在教育、医保领域试点并逐步扩大范围；加大监督力度，边查找问题，边督促整改，对截留挪用、套取民生资金的要严肃查处问责；坚持政府过紧日子，坚决压减一般性支出，将节省下来的资金重点用于民生特别是解决民生难事、加大困难群众兜底保障。

货币政策将保持稳健中性同时更强调稳增长和防风险的平衡。一是**货币政策将更加灵活适度、精准导向**。在 11 月初的政策吹风会上，央行副行长刘国强表示，下一阶段稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点。一方面，特殊时期出台的政策将适时适度调整，另一方面，对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度。此外，还要避免出现“政策悬崖”，防止

政策突然中断带来的意外冲击。二是引导市场利率围绕政策利率平稳运行。自7月以来，央行通过“量增价稳”的MLF操作，保持市场流动性合理充裕，并引导市场利率保持平稳。目前，银行体系长期、短期、中期流动性都保持在合理充裕的水平。既无需通过下调政策利率为经济复苏额外助力，也无需下调存款准备金率为银行体系提供多余流动性。三是更注重握好稳增长和防风险的平衡。10月下旬的金融街论坛上，央行行长易纲表示，“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”“货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上”。

### 宏观政策建议

10月下旬召开的十九届五中全会通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，随后发布了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》。“十四五”即将开局之际，我国面临着“不稳定性不确定性明显增加”的国际环境和“不平衡不充分问题仍然突出”的国内环境。我们建议做好以下方面工作：

**一是全面深化改革。**下一阶段，我们需要进一步深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制。坚持和完善社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，推动有效市场和有为政府更好结合。要激发各类市场主体活力，完善宏观经济治理，建立现代财税金融体制，建设高标准市场体系，加快转变政府职能。

**二是高度重视创新。**目前我们面临的诸多“卡脖子”问题，归根结底在于创新不够充分。因此，必须坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，完善国家创新体系，加快建设科技强国。要强化国家战略科技力量，提升企业技术创新能力，激发人才创新活力，完善科技创新体制机制。

**三是推动产业升级。**加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级。坚持把发展经济着力点放在实体经济上，坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国，推进产业基础高级化、产业链现代化，

提高经济质量效益和核心竞争力。要提升产业链供应链现代化水平，发展战略性新兴产业，加快发展现代服务业，统筹推进基础设施建设，加快建设交通强国，推进能源革命，加快数字化发展。

**四是构建新发展格局。**坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求。要畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间。在此前提下，继续建设高标准市场体系，坚持实施区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略，助力于双循环格局的形成和完善。

## 主要宏观经济及金融数据一览表

年-月份	19-12	20-1	20-2	20-3	20-4	20-5	20-6	20-7	20-8	20-9	20-10
<b>国内生产总值当季</b>											
GDP 同比增长, %	6.0			-6.8			3.2			4.9	
<b>工业生产 当月</b>											
增加值 同比增长, %	6.9	-4.3	-25.9	-1.1	3.9	4.4	4.8	4.8	5.6	6.9	6.9
<b>消费 当月</b>											
社会消费品 同比增长, %	8.0		-20.5	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3
<b>固定资产投资自年初累计</b>											
总额 同比增长, %	5.4		-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8
房地产开发 同比增长, %	9.9		-16.3	-7.7	-3.3	-0.3	1.9	3.4	4.6	5.6	6.3
<b>外贸 按美元, 当月</b>											
进出口 同比增长, %	11.7		-11.0	-4.1	-5.1	-9.2	1.5	3.4	4.2	11.4	8.4
出口 同比增长, %	8.1		-17.1	-6.6	3.4	-3.2	0.5	7.2	9.5	9.9	11.4
进口 同比增长, %	16.7		-4.0	-1.1	-14.2	-16.6	2.7	-1.4	-2.1	13.2	4.7
贸易差额 美元, 亿	472.5		-69.2	200.6	452.0	630.3	464.2	623.3	589.3	370	584.4
<b>通货膨胀 当月</b>											
CPI 同比增长, %	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5
PPI 同比增长, %	-0.5	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1
<b>社融及货币信贷</b>											
社融规模 人民币, 万亿	2.1	5.1	0.9	5.2	3.1	3.2	3.5	1.7	3.6	3.5	1.4
新增信贷 人民币, 万亿	1.1	3.3	0.9	2.9	1.7	1.5	1.8	1.0	1.3	1.9	0.7
社融存量 同比增长, %	10.7	10.7	10.7	11.5	12.0	12.5	12.8	12.9	13.3	13.5	13.7
M1 同比增长, %	4.4	0.0	4.8	5.0	5.5	6.8	6.5	6.9	8.0	8.1	9.1
M2 同比增长, %	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5

## 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息, 所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况, 相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有, 任何对报告内容进行的复制、转载, 均需注明来源, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用, 所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议, 欢迎发送邮件至: wangjingwen2@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码关注民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

