



太和智库
Taihe Institute

太和财经

国内金融市场动荡，国际贸易区域化加速

太和智库 2020年11月刊



关注时代
On Times We Focus

地址：北京市朝阳区东三环南路顺迈金钻大厦23层
电话：010-84351977 网址：www.taiheinstitute.org

目 录

报告主要观点.....	1
一、热点评析.....	5
(一) 金融市场热点评析.....	5
1. 信用债违约频发，国内金融市场剧烈动荡.....	5
(二) 宏观经济热点评析.....	7
1. 区域贸易趋势开始明晰.....	7
二、中国宏观经济数据走势预判.....	10
1. 价格走势分析.....	10
2. 制造业 PMI 走势分析.....	14
3. 工业增加值走势分析.....	17
4. 投资走势分析.....	19
5. 消费走势分析.....	21
三、金融市场走势预判.....	24
1. 固收、股市长期向好不变，短期风险较高.....	24

报告主要观点

《太和财经（2020年11月刊）》对2020年10月全球金融经济热点事件、中国宏观经济走势和全球金融市场走势分析如下：

1. 信用债违约频发，国内金融市场剧烈动荡。AAA级国企债务违约出现，疑似“逃废债”的举动在事后被调查，这对债券市场产生了极大的信用冲击。国内固定收益市场受信用债违约风波影响震荡剧烈，多种债券表现不佳，短期内市场情绪较为敏感，波动风险较大。另一方面，信用债违约所产生的恐慌情绪同样影响到了股票市场，使得市场上的投资更加谨慎，但同时也引来监管力度的加强，因此虽然国内股票市场短期波动增加，但其长期向好的趋势大概率不会受太大影响。美股方面，大选结束后尽管特朗普团队仍然保留改变大选结果的想法，但终究难以撼树，美国市场对此反应迅速。大宗商品方面，10月下旬以来，大宗商品走势向好，起主导作用的是有色金属和煤炭。作为典型的顺周期商品，中国对煤炭的需求长期存在，在供暖旺季的秋冬季节同时也是国内经济复苏的时段中，供能需求上升导致价格上涨，而海外国家疫情往复，进口煤价格上行，政府对煤炭的价格压制有望减轻，而近期内蒙反腐对煤炭生产有所冲击，多方面因素共同导致了煤炭价格的上升。

2. 国际贸易区域化的趋势逐渐明晰。太和财经曾提出“全球贸易或将让渡于区域贸易”的预判，而本次区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的签订则成为区域贸易时代到来的重要信号。RCEP的签订十分利好中国长期的进出口贸易。首先，RCEP的签订会进一步加速中国与东盟地区国家贸易逐步由简单的“原料-产成品”贸易关系向“原料-中间产品-产成品”复杂产业链贸易的关系转变，以及贸易链与产业链深度融合。其次，在东盟以外的贸易伙伴中，中日韩三国间的贸易循环更加值得关注。最后，在中美贸易摩擦与美国新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）加重的背景下，RCEP将为中国经济提供一定缓冲。

3. 物价走势评述。总体来看，2020年10月CPI大幅回落，PPI与上月持平，二者弥合趋势逐步明显。其中，CPI指数变化主要与猪肉价格的回落与交通通信价格大幅走低有关；PPI环比涨幅回落、同比持平则表明生产端的活跃程度出现回落信号。同时，居民部门与工业生产价格的变化均受国际原油价格变动影响。对于居民消费价格指数，考虑到居民部门的通缩远超太和财经前期预期，结合居民部门实际需求以及2020年10月的社融数据来看，太和财经认为居民部门价格下行的走势至少将延续至2021年第一季度。对于PPI指数，虽然相比复产复工初期，生产端出现一定的疲态，但整体工业生产仍处于恢复过程，随着国际大宗商品价格出现回弹，未来PPI仍然存在一定的回升空间。生产生活资料价格出现的明显分化，消费复苏的缓慢很有可能进一步拖累生

活资料价格，从而影响整体PPI走势。

4. 制造业PMI走势评述。2020年10月PMI虽然较上月回落了0.1个百分点，但是继3月起，PMI连续8个月保持在荣枯线以上，并且自7月起始终保持在51.1%以上，说明制造业总体平稳扩张。非制造业市场复苏趋势有所加快，10月商务活动指数创年内高点。未来进口订单外需增长趋势乐观，需求端压力相应缓解，经济复苏可持续性有可能回暖。

5. 工业增加值走势评述。太和财经认为，供需断层导致的产成品与订单的不匹配仍然是工业企业经济效益走弱的主要原因。恢复的产能无法及时转化为有效的订单，工业企业便失去了提高企业效率的基本面。上游企业的复苏将长期受到下游需求的拖累，因此工业回弹的可持续性仍值得怀疑。

6. 投资走势评述。总体来看，2020年1-10月固定资产投资增速持续回暖，其主要动力仍然是房地产投资。尽管有“房住不炒”的大环境，但当前消费的整体疲弱以及外贸持续走高的不确定性，凸显了固定资产投资对经济的推动作用。尽管过于依靠房地产投资来拉动经济存在诸多隐患，但太和财经认为，在当前整体需求难以回暖的环境下，投资增速在第四季度仍有稳步回升甚至超预期运行的基本面。

7. 消费走势分析。2020年10月居民消费需求逐步回暖，叠加十月国庆中秋、双十一预热等季节性因素，市场消费环境短期改善，消费水平继续恢复。不过这和疫情前的增速相比仍有较大

差距。同时结合10月持续高速增长信贷、社融总量和杠杆扩大，负债自8月以来对于消费的挤出效应仍将持续。在可支配收入增速缓慢，边际消费倾向较低背景下，未来消费增速仍值得担忧。

一、热点评析

(一) 金融市场热点评析

1. 信用债违约频发，国内金融市场剧烈动荡。2020年10月至11月，以华晨汽车、永城煤电两家AAA级国企为首，多家公司因流动资金紧张，未能按期偿付公司债券的本息，在构成信用债违约的同时，还有资产转移的行动。在此事件下，首先受到冲击的是债券市场，债券市场波动巨大，国债同样受到冲击。11月18日，一级市场国债招标不容乐观，一年期国债中标利率为2.89%，获0.2亿元的追加认购，十年期利率债中标利率为3.27%，未获认购；19日，二级市场国债期货主力合约创下一年新低，现货收益率则在突破3.3%大关后创下一年新高。与此同时，债券的发行也因市场波动受到阻碍，单日不能如期发行的规模于11月11日、13日、16日分别达到89.6亿、73.5亿、63亿。其中，河南省的公司债发行受影响较为严重。16日，河南省交通运输发展集团有限公司取消发行2020年度第七期中期票据，20开封城运MTN001和20商古03同样取消发行，3只债券总额达到44亿元。此外，频发的债券违约也引起了投资机构与监管部门的重视，一方面，近期债券出售规模有所增长，且不论级别高低，另一方面，监管部门的监管力度明显加大。在11月17日的国家发改委例行发布会后，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）在18日对永城煤电控股集团有限公司开展了自律调查，发现海通证券股份有限公司及其子公司涉嫌合谋违规

发行债券、操纵市场，也对海通证券展开了自律调查。在此之后的11月19日，兴业银行股份有限公司、中国光大银行股份有限公司、中原银行股份有限公司等主承销商，以及中诚信国际信用评级有限责任公司、希格玛会计师事务所同样因涉嫌违规操作被交易商协会调查。21日，中共中央政治局委员、国务院副总理、国务院金融稳定发展委员会（以下简称“金融委”）主任刘鹤主持召开金融委第四十三次会议，研究规范债券市场发展，维护债券市场稳定工作，可见债券违约风险已引起了高度重视。

虽然国内信用债违约的事件在近几年都有出现，但是AAA级国企债务违约的出现，以及事后被调查出的疑似“逃废债”的举动，对债券市场产生了极大的信用冲击。中国人民银行行长易纲先生曾在《再论中国金融资产结构及政策含义》中论证了金融资产风险的分散、管理和配置。理论上而言，市场经济的本质特征，是经济主体分散决策、自担风险。然而现实与理论差异巨大，一方面，中国金融资产结构分布有恶化的趋势，金融资产风险在近几年并没有分散，而是向银行部门和债务融资集中，其中有相当一部分最终导向政府，由政府承担风险。而在类似于永煤集团的案例中，最后的损失则因法治不足回归到了群众。之所以大量投资进入银行、进入国企的债务融资，最直接的原因在于银行与国企在投资者心中有稳定和低风险的印象，这种稳定性的固有印象使相当一部分投资者忽略了投资风险，认为这二者的投资可以获得无风险的稳固收益。而另一方面，金融市场的法治和信用建

设仍不完善。与银行有国家支持的情况不同，直接融资涉及非银行经济主体之间的直接交易，风险必然存在，因此对法治和信用的环境要求更高。而当前国内的信用体系建设对直接融资的健康发展尚不能提供有效保障。此外，中国的经济金融发展模型本身也更倾向于推动资金向银行集中。金融危机以后，实体经济增长大不如前，为了缓解下行压力，债务扩张与房地产管控的放松使得银行发展迅速，资金集中于银行也在所难免。

信用的危机依然要靠信用建设来解决，在全球疫情严重、各国无暇顾他的大环境下，中国依靠强劲的控制力率先步入经济复苏的阶段，这可谓是改善经济内循环的良机。在长期稳住宏观杠杆率的前提下，中国下一步需要进一步推进金融市场的市场化与法治化，提高市场的信用和投资者对市场的信任。只有这样，直接投资才能因有所保障而高效发展，实体经济的上升动力也继之有望。同时这也需多方面风险的共同完善，房地产的管理不能有所松懈，房贷占居民消费比需要有所遏制；外汇储备的比例不能一家独大，人民币汇率的稳定性需要有所保持。毫无疑问，信用危机的形成绝非一日之寒，中国金融市场的成熟依然任重道远。

（二）宏观经济热点评析

1. 国际贸易区域化的趋势逐渐明晰。在《太和财经（2020年6月刊）》中，针对当前国际贸易局势，基于全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）、东盟（ASEAN）以及美墨加三国协议（USMCA）等区域性贸易协定的发展和成型，太和财经

提出了“全球贸易或将让渡于区域贸易”的预判。而本次RCEP的签订则成为了区域贸易时代到来的重要信号。

在疫情于全球范围内扩散的影响下，传统的进口大国与出口大国地位悄然地发生改变，传统的贸易链正在改变。“全球化”时代下的贸易链几乎被疫情改写，全球贸易正在逐步从“全产业链分工贸易链”向“全功能性贸易链”转变。在这种背景下，2020年11月15日，在经历了八年之久的谈判后，全球最大的区域自由贸易协定——区域全面经济伙伴关系协定（**Regional Comprehensive Economic Partnership**，简称**RCEP**）最终达成。RCEP共15个成员国，分别是：印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡、文莱、柬埔寨、老挝、缅甸、越南东盟10国，中国、日本、韩国东亚3国以及澳大利亚和新西兰2国。数据显示，截至2019年，RCEP覆盖了约22亿人、占全球30%，GDP总量达25.6万亿美元、占全球29.3%，贸易总额10.4万亿美元、占全球27.4%，RCEP成为了全球最大的自贸协定。此前，最大的自贸协定是全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（**CPTPP**；11个成员国，人口约占全球7%，GDP占全球13%）；同时，尚处谈判中的中欧双边投资协定若落地，则有望成为新的最大区域贸易协定（28个成员国，人口约占全球25%，GDP占全球近4成）。

RCEP的签订十分利好中国长期的进出口贸易。考虑到区域产业链的调整，中美、中欧等传统全球化之下的强贸易伙伴关系已经发生变化。从贸易结构的角度来看，东盟已经超越美国、欧

盟、日本，成为中国第一大商品贸易伙伴地区，RCEP框架中，东盟国家占据了大部分席位。RCEP的签订会进一步加速中国与东盟地区国家贸易逐步由简单的“原料-产成品”贸易关系向“原料-中间产品-产成品”复杂产业链贸易的关系转变，以及贸易链与产业链深度融合。疫情暴发前，考虑到东盟国家较低的劳动力价格为劳动密集型产业提供了比较优势，制造业从中国外迁到东南亚的趋势十分明显。但太和财经认为，后疫情时代，劳动密集型产业的重要性逐渐降低，制造业的迁移逻辑并不是简单的寻求劳动力成本更低的国家和地区，区域性贸易协定将使得相关企业更加倾向于在框架内的消费市场所在地开展生产。尤其是在电子产品等高新技术领域，中国与东盟区域产业链融合的空间将会进一步扩大。

其次，在东盟以外的贸易伙伴中，中日韩三国间的贸易循环更加值得关注。虽然RCEP由东盟牵头，但由于东盟10国与其他5国均有“10+1”自贸区协定，因此RCEP带来更加深远的意义实际上在于中日韩，特别是中日首次建立直接的自由贸易区关系。值得注意的是，RCEP作为“10+5”协定框架，很大程度整合了对前期其他五国与东盟十国签订的多向“10+1”协定。因此，缺少有效贸易协定框架的中、日、韩三国有望因RCEP而最终实现意义深远的自由贸易协定，特别是我国与日本间的贸易活动。考虑到日本、澳大利亚、新西兰同属CPTPP，而中韩、中澳、中新又各自有已经生效的双边自贸区协议，综上所述，RCEP带来的

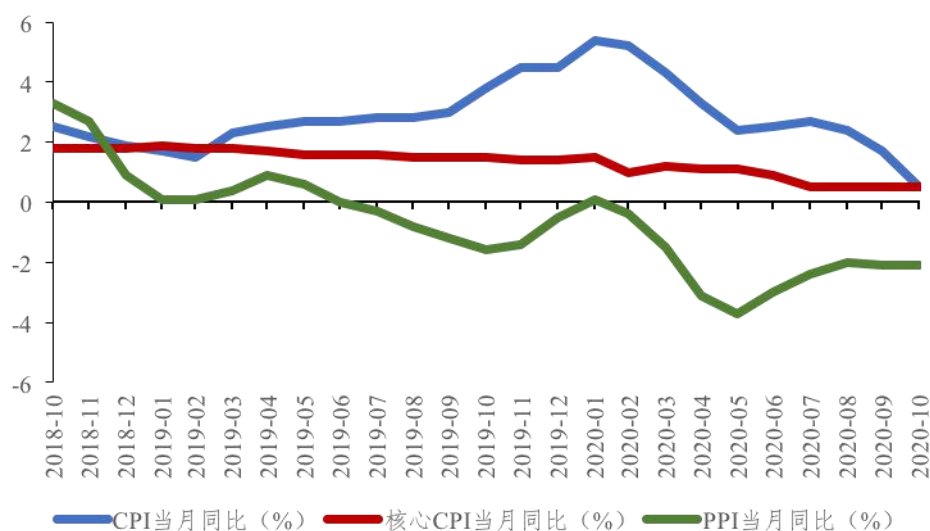
最大潜在效益，很有可能产生自中日首次建立直接的自贸区关系。由于日韩之间原先也并无自贸区协定，RCEP的成功将使得东亚三国收获最大效益。

最后，在中美贸易摩擦与美国疫情加重的背景下，RCEP将为中国经济提供一定缓冲。《太和财经（2020年10月刊）》提出，拜登胜选后，我国在短期内或许会获得一定的喘息机会，但从长期来看，拜登当选会为我国经济带来更大的隐性风险。如果拜登政府成功“挽救”了美国和传统盟友之间的利益，并逐步建立起更加稳固的多边框架，那么刚刚出现结构性变化并超预期运行的我国外贸将开始失去东盟、欧盟、英国、日本等贸易伙伴对美国的“替代”效应。因此，RCEP的签署可能会加速美国重回经典的国际贸易体系身份定位。如果拜登政府使美国重回正轨，其全球需求核心的地位和技术资本供给将逐步侵蚀中国在疫情防控“时间差”中取得的优势，如果没有相对规模的区域性自由贸易协定（Free Trade Agreement）加持，长期来看，中国将面临更大的潜在竞争压力。但在RCEP框架落地后，至少贸易规则被美国的不确定因素破坏的可能性大大减弱，贸易链短期受迫性断裂的压力也将有所缓解。

二、中国宏观经济数据走势预判

1. 价格走势分析。2020年10月，CPI同比上涨0.5%，涨幅较上月大幅收窄1.2个百分点；环比下降0.3%，涨幅较上月收窄0.2个百分点；PPI同比下降2.1%，降幅与上月持平；环比与

上月持平。



2020年10月，无论是同比还是环比，我国CPI出现超预期回落。太和财经认为本月导致CPI较大幅度收窄的最大因素为猪肉价格首次转为下行，再叠加去年同期高基数以及翘尾因素的减少；同时，扣除食品和能源的核心CPI当月同比的涨幅与整体CPI涨幅趋同，均为0.5%，这说明居民终端需求仍较低迷。

从同比角度来看，食品烟酒类价格同比上涨2.4%，影响CPI上涨约0.76个百分点。食品中，鲜菜价格上涨16.7%，影响CPI上涨约0.38个百分点；水产品价格上涨2.5%，影响CPI上涨约0.04个百分点；畜肉类价格上涨2.0%，影响CPI上涨约0.14个百分点，其中猪肉价格下降2.8%，影响CPI下降约0.13个百分点；粮食价格上涨1.5%，影响CPI上涨约0.03个百分点；鲜果价格上涨0.4%，影响CPI上涨约0.01个百分点；蛋类价格下降16.3%，影响CPI下降约0.11个百分点。其他七大类价格三涨四降。其中，其他用品和服务、医疗保健、教育文化和娱乐价格分

别上涨 2.4%、1.5%和 1.1%；交通和通信、居住价格分别下降 3.9%和 0.7%，衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.3%和 0.1%。但值得注意的是，交通通信价格同比呈现大幅下降，降幅较上月继续扩大至 3.9%。其中交通工具用燃料降幅扩大至 17.4%，太和财经认为该下降仍然归结于汽油、柴油的国际价格下降影响，无法直接判断为居民消费水平降低。

从环比角度来看，食品烟酒类价格环比下降 1.2%，影响 CPI 下降约 0.39 个百分点。食品中，畜肉类价格下降 4.5%，影响 CPI 下降约 0.34 个百分点，其中猪肉价格下降 7.0%，影响 CPI 下降约 0.34 个百分点；鲜菜价格下降 2.1%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点；蛋类价格下降 1.9%，影响 CPI 下降约 0.01 个百分点；水产品价格下降 1.2%，影响 CPI 下降约 0.02 个百分点；鲜果价格上涨 1.8%，影响 CPI 上涨约 0.03 个百分点。其他七大类价格环比五涨两降。其中，教育文化和娱乐、衣着价格分别上涨 0.6%和 0.4%；居住、生活用品及服务、医疗保健价格均上涨 0.1%；其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 1.7%和 0.2%。

PPI 方面，从环比角度来看，9 月 PPI 上涨 0.1%，10 月 PPI 由上月微涨转为持平。其中，生产资料价格上涨 0.1%，涨幅回落 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同。从调查的 40 个工业行业大类看，价格上涨的有 12 个，比上月减少 3 个；下降的 18 个，减少 1 个；持平的 10 个，增加 4 个。其中，受北方气温下降影响，供暖需求逐渐增加，煤炭开采和洗选业、

燃气生产和供应业价格分别上涨 2.1%和 0.4%；化学原料和化学制品制造业价格上涨 1.1%，化学纤维制造业价格上涨 1.0%，纺织业、造纸和纸制品业、非金属矿物制品业价格均上涨 0.3%。受国际原油价格震荡下行影响，石油和天然气开采业价格下降 4.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 1.6%。此外，有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别下降 0.3%和 0.1%。

从同比角度看，10 月 PPI 下降 2.1%，降幅与上月相同。其中，生产资料价格下降 2.7%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.5%，降幅扩大 0.4 个百分点。主要行业中，价格降幅收窄的有煤炭开采和洗选业，下降 5.5%，收窄 2.0 个百分点；燃气生产和供应业，下降 5.4%，收窄 0.1 个百分点。价格降幅扩大的有石油和天然气开采业，下降 30.4%，扩大 4.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业，下降 18.5%，扩大 1.6 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 2.9%，涨幅与上月相同；黑色金属冶炼和压延加工业价格由平转涨，上涨 0.3%。农副食品加工业价格上涨 1.9%，涨幅回落 2.0 个百分点。

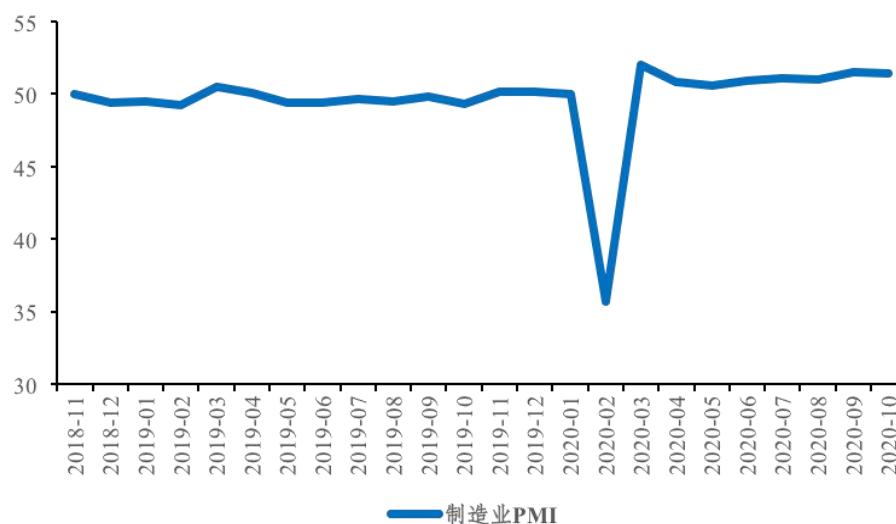
总体来看，2020 年 10 月 CPI 大幅回落，PPI 与上月持平，二者弥合趋势逐步明显。其中，CPI 指数变化主要与猪肉价格的回调和交通通信价格大幅走低有关；而 PPI 环比涨幅回落、同比持平则表明生产端开始走弱。同时，太和财经认为居民部门与工业生产价格的变化也均受国际原油价格变动的影响。

对于 CPI 指数，考虑到居民部门的通缩远超预期，结合居民部门实际需求以及 2020 年 10 月的社融数据来看，太和财经认为居民部门的价格下行走势至少将延续至 2021 年第一季度。首先，考虑到猪肉价格的持续回落成为定局，国际油价也不存在走高的空间，前期维持 CPI 高位运行的基本面基本消失；其次，结合 2020 年 10 月的社融数据来看，当前的货币政策仍然趋于收紧，因此从货币的角度来看，短期内出现通胀的可能性较低。

对于 PPI 指数，虽然相比复产复工初期，生产端出现了一定的疲态，但整体长期工业生产仍处于恢复过程，国际大宗商品价格出现回弹，未来 PPI 仍然存在一定的回升空间。但值得注意的是，生产生活资料价格出现明显分化，由于我国经济主要依靠投资驱动以及供给侧优势，消费复苏的缓慢很有可能进一步拖累生活资料价格，从而影响整体 PPI 走势。

2. 制造业 PMI 走势分析。2020 年 10 月 PMI 为 51.4%，虽然较上月回落了 0.1 个百分点，但是继 3 月起，连续 8 个月持续保持在荣枯线以上，并且自 7 月起始终保持 51.1% 以上，说明制造业总体平稳扩张。从分项数据看，生产指数为 53.9%，比上月微幅回落 0.1 个百分点。新订单指数为 52.8%，较上月持平，制造业市场平稳恢复。原材料库存指数为 48.0%，比上月下降 0.5 个百分点。从业人员指数为 49.3%，比上月回落 0.3 个百分点。从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.6%，比上月上升 0.1 个百分点；中、小型企业 PMI 分别为 50.6% 和 49.4%，分别比上月下降

0.1 和 0.7 个百分点。非制造业商务活动指数 PMI 为 56.2%，比上月上升 0.3 个百分点。综合 PMI 产出指数为 55.3%，比上月上升 0.2 个百分点。



从供给端看，2020 年 10 月生产指数 53.9%，虽比上月微落 0.1 个百分点，但仍处于荣枯线以上，表明制造业生产量继续增长。原材料库存指数为 48.0%，相比于上月，下降了 0.5 个百分点，制造业主要原材料库存量有所减少。

从需求端看，外需上涨拉动消费需求。10 月新订单指数为 52.8%，与上月持平；新出口订单指数相比于 9 月的 50.8%，继续上涨 0.2 个百分点，增长至 51.0%，已连续两个月高于荣枯线。然而，需要注意的是，10 月产成品库存指数继 9 月的 48.4% 低于荣枯线以下后，本月大幅下降 3.5 个百分点至 44.9%。表明去库存趋势持续加深，需求端复苏仍慢于供给端。不过出厂价格指数较九月小幅增加 0.7 个百分点至 53.2%，同时原材料价格增加 0.3 个百分点至 53.2%。二者同步走高反映市场需求有所提升。

非制造业方面，市场复苏趋势有所加快，10月商务活动指数56.2%，为年内高点。服务业持续回升，在双节的影响下，消费需求增加，运输业、餐饮、娱乐商务活动指数均较上月大幅增加，处于在较高运行期间，印证10月消费餐饮收入增速首次转正。说明10月服务业活动，伴随季节性因素影响持续复苏。同时，由于国庆假期出行，旅游和交通运输业同步回暖，带动服务生产指数持续增加。

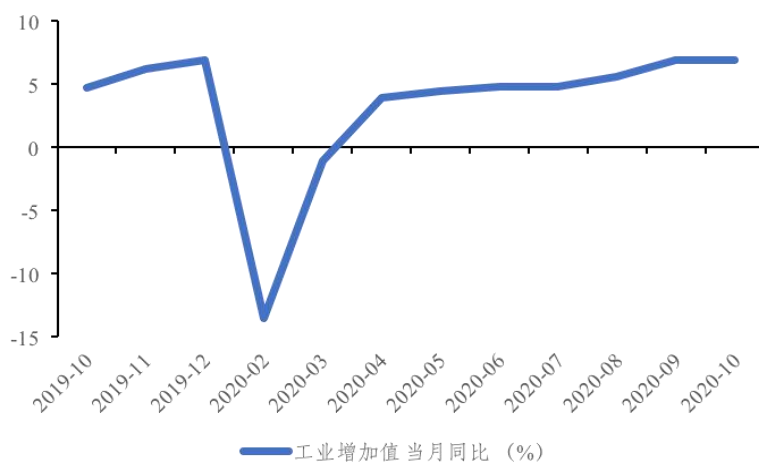
从企业规模角度看，大、中型企业PMI分别为52.6%和50.6%，均与上月基本持平，运行总体稳定。而小型企业PMI为49.4%，低于上月0.7个百分点，重回收缩区间，降至荣枯线以下。即便央行自6月起对民营和中小微企业实现贷款延期、降息政策，但考虑到国外疫情反复，企业采购压力增大、运输成本增加，小微企业市场需求受影响明显，经营压力增大，因此复苏趋势仍不明朗。

总体来看，我国制造业PMI生产指数高位稳定，创同期新高，说明工业生产延续积极复苏态势。不过考虑到PMI为环比数据，指数超预期向好还需要考虑到前期受疫情冲击的底基数；另外，也不能排除由于国庆和双十一预热带来的短期即时性走高。

但值得注意的是，随着RCEP建立，制造业外需将具备长期增长动力。可预测到，由于RCEP协议签署，制造业投资增加。国内疫情逐步得到控制，而国外受二次疫情反弹，国内供应链优

势将会给出口创造有利条件。随着 RCEP 签订，包括进口关税、知识产权、电信、金融服务的限制在成员国之间随之减少，这将使 RCEP 国家的公司更倾向于在贸易区内寻找供应商。可以预计，未来进出口的增长趋势有乐观的因素，需求端压力有所缓解，经济复苏的可持续性将得到一定支撑。

3. 工业增加值走势分析。2020 年 10 月，规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速与 9 月持平。分地区看，10 月，东部地区增加值同比增长 7.6%，中部地区增长 7.0%，西部地区增长 6.1%，东北地区增长 5.9%。从环比看，10 月，规模以上工业增加值比上月增长 0.78%。1-10 月，规模以上工业增加值同比增长 1.8%。



在“六稳”“六保”政策的落地过程中，现阶段疫情防控和经济社会发展稳步推进，工业生产保持平稳增长。但当前国内外经济形势仍具有复杂性和不确定性，使得工业生产运行仍面临较大压力。

分三大门类看，10 月，采矿业增加值同比增长 3.5%，增速

较9月加快1.3个百分点；制造业增长7.5%，回落0.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.0%，回落0.5个百分点。

分经济类型看，10月，国有控股企业增加值同比增长5.4%；股份制企业增长6.9%，外商及港澳台商投资企业增长7.0%；私营企业增长8.2%。整体来看，各经济类型均在疫情防控和经济社会发展稳步推进的趋势中逐渐恢复增长；其中，私营以及股份制企业增长活力较强，体现了民营部门决定中国经济发展质量的重要地位；而国有控股企业增加值的恢复仍不及前两者，效率低下的问题并没有得到实质性解决。但值得注意的是，一方面，疫情期间长时间的生产停工对企业的现金流已产生毁灭性打击，而当今恢复的各项产能若无法及时被下游企业消化，就不能及时解决上游工业企业的流动性问题；另一方面，国外疫情得到控制仍将是一个漫长的过程，金融市场走势正在和实体经济运行情况逐渐脱钩，外需不振已成定局。在这种情况下，虽然未来工业增加值有望继续反弹，但反弹的力度和速度仍将存疑。

多数行业持续恢复，累计增长面逐步继续扩大。分行业看，10月，41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长4.8%，纺织业增长9.5%，化学原料和化学制品制造业增长8.8%，非金属矿物制品业增长9.3%，黑色金属冶炼和压延加工业增长11.2%，有色金属冶炼和压延加工业增长4.7%，通用设备制造业增长13.1%，专用设备制造业增长8.0%，

汽车制造业增长 14.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降 0.7%，电气机械和器材制造业增长 17.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 5.0%，电力、热力生产和供应业增长 3.6%。

其中，值得注意的是，尽管工业增加值增速有一定的恢复，但从工业企业经济效益的角度看，以工业为代表的供给侧已受到十分严重的供需断层影响。从企业利润角度看，规模以上工业企业利润总额的同比增长已长期趋于收缩区间，以国有控股企业为代表的上游企业低效问题迟迟无法得到解决。

太和财经认为，供需断层导致的产成品与订单的不匹配是工业企业经济效益走弱的主要原因。恢复的产能无法及时转化为有效的订单，工业企业便失去了提高效率的基本面。太和财经认为，上游企业的复苏将长期受到下游需求的拖累，因此工业回弹的可持续性值得长期关注。

4. 投资走势分析。2020 年 1-10 月，全国固定资产投资（不含农户）483,292 亿元，同比增长 1.8%，增速比 1-9 月提高 1.0 个百分点。其中，民间固定资产投资 269,183 亿元，下降 0.7%，降幅收窄 0.8 个百分点。从环比速度看，10 月固定资产投资（不含农户）增长 3.22%。

分产业看，第一产业投资 11,861 亿元，同比增长 17.3%，增速比 1-9 月提高 2.8 个百分点；第二产业投资 138,736 亿元，下降 2.1%，降幅收窄 1.3 个百分点；第三产业投资 332,695 亿元，

增长 3.0%，增速提高 0.7 个百分点。

第二产业中，工业投资同比下降 2.2%，降幅比 1-9 月收窄 1.1 个百分点。其中，采矿业投资下降 8.4%，降幅收窄 1.1 个百分点；制造业投资下降 5.3%，降幅收窄 1.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 18.2%，增速提高 0.7 个百分点。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 0.7%，增速比 1-9 月提高 0.5 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 3.2%，增速回落 1.3 个百分点；道路运输业投资增长 2.7%，增速回落 0.3 个百分点；水利管理业投资增长 2.7%，增速提高 1.8 个百分点；公共设施管理业投资下降 2.5%，降幅收窄 0.8 个百分点。

2020 年 1-10 月，全国房地产开发投资 116,556 亿元，同比增长 6.3%，增速比 1-9 月提高 0.7 个百分点。其中，住宅投资 86,298 亿元，增长 7.0%，增速提高 0.9 个百分点。具体而言，房屋新开工面积 180,718 万平方米，下降 2.6%，降幅收窄 0.8 个百分点。1-10 月份，房地产开发企业土地购置面积 17,775 万平方米，同比下降 3.3%，降幅比 1-9 月扩大 0.4 个百分点；土地成交价款 11,386 亿元，增长 14.8%，增速提高 1.0 个百分点。商品房销售面积 133,294 万平方米，同比持平，1-9 月为下降 1.8%。房地产开发企业到位资金 153,070 亿元，同比增长 5.5%，增速比 1-9 月提高 1.1 个百分点。

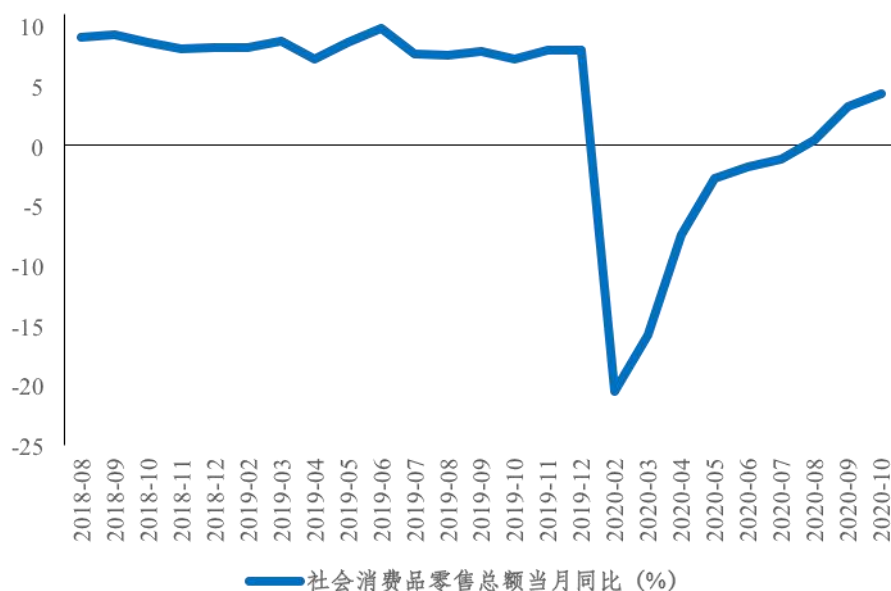
总体来看，2020年1-10月固定资产投资增速持续回暖，其主要原因仍然是房地产投资的支撑。尽管有“房住不炒”的政策背景，但当前消费的整体疲弱以及出口的不确定性，使固定资产投资在GDP中的占比更加突出。

尽管过于依靠房地产投资来拉动经济存在许多隐患，但太和财经认为，在当前整体需求难以回暖的环境下，投资增速在第四季度仍有着稳步回升甚至超预期运行的基本面。2020年1-10月房地产开发资金来源累计同比增长5.5%，为2020年连续第4个月正增长；其中国内贷款增长5.1%，定金及预收款增长4.3%，个人按揭贷款增长9.8%。从房地产投资的资金来源及增速可以看出，无论是居民部门持续回暖的购房需求，还是金融机构资金的持续流入，都与消费，甚至其他类固定资产投资的持续困难形成强烈反差。2020年1-10月基建投资与制造业投资增速仍位于收缩区间便是最好证明。这表明，尽管自2020年10月以来房地产行业相关政策收紧，但考虑到当前的市场状况，中国经济仍然缺乏“脱虚入实”的主观能动性，房地产行业吸收大量流动性将是长期持续的局面。

总而言之，中国固定资产投资结构持续分化，在基建投资与制造业投资的边际效益已非常有限的情况下，房地产投资将继续维持超预期“韧性”。

5. 消费走势分析。2020年10月，社会消费品零售总额38,576亿元，同比增长4.3%，增速比9月加快1.0个百分点，环比增长

0.68%。其中，除汽车以外的消费品零售额 34,868 亿元，下降 6.0%。1-10 月，社会消费品零售总额 311,901 亿元，同比下降 5.9%，降幅比 1-9 月收窄 1.3 个百分点。



具体而言，按经营单位所在地分，10 月城镇消费品零售额 33,498 亿元，同比增长 4.2%；乡村消费品零售额 5078 亿元，增长 5.1%。1-10 月，城镇消费品零售额 270,341 亿元，同比下降 6.0%；乡村消费品零售额 41,559 亿元，同比下降 5.4%。

从消费类型看，10 月，商品零售 34,204 亿元，同比增长 4.8%；餐饮收入 4372 亿元，同比增长 0.8%，相比于九月份同比下降 2.9%，10 月餐饮增速年内首次转正。1-10 月，商品零售 282,303 亿元，下降 4.0%；餐饮收入 29,598 亿元，下降 21.0%。10 月份，消费升级类商品中，化妆品类、金银珠宝类和汽车类商品零售额增幅显著，同比分别增长 18.3%、16.7%和 12.0%。

1-10 月，全国网上零售额 91,275 亿元，同比增长 10.9%，增

速比 1-9 月加快 1.2 个百分点。其中，实物商品网上零售额 75,619 亿元，增长 16.0%，占社会消费品零售总额的比重为 24.2%。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 34.3%、5.6%和 17.4%。

10 月居民消费需求逐步回暖，叠加十月国庆中秋、双十一预热等季节性因素，市场消费环境短期改善，消费水平持续恢复。但距离疫情前的增速仍有较大差距，未来居民消费需求仍有隐患。

首先，10 月居民消费数据持续恢复，总额同比增长 4.3%，比上月上升 1 个百分点。值得注意的是，消费品零售分项中餐饮收入继疫情后，年内首次正增长，同比增长 0.8%。另外，10 月消费升级类商品增速明显回升，化妆品类和金银珠宝类商品消费额同比增长 18.3%和 16.7%，分别比 9 月上升 4.6 和 3.6 个百分点（9 月化妆品类、金银珠宝类销售额同比增幅分别为 13.7%和 13.1%）。因此，结合国庆中秋双节的因素带动，10 月疫情后居民消费水平平稳修复。

然而，在消费环境和水平短期内改善的同时，社会消费品零售总额增速和疫情前的水平相比仍有较大差距，同比下降 5.9%，说明目前仍处于恢复阶段。细化到供需关系来看，结合 10 月 PMI 采购经理指数可以发现，供给端制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 53.9%和 56.2%，均保持在临界点以上，且处于年内高点。纺织、有色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设

备、汽车等 12 个行业的生产经营活动预期指数均位于 60.0%及以上的高位景气区间，说明企业对行业持续复苏持乐观心态，供给端具有充分的恢复势头。

相比之下，需求端消费复苏压力明显。虽然需求端由于十一国庆和双十一预热等季节性因素，短期内可选性消费增速较大，化妆品和金银珠宝零售增速超过 15%，但太和财经对消费高速增长能否持续仍不乐观。并且考虑到社融数据，2020 年累计到 10 月，居民中长期贷款 76.4%的高占比，同比 2019 年增长 3 个百分点；本月居民中长期贷款增加 4059 亿，同比多增 472 亿元。因此，同时结合 10 月持续高速增长信贷、社融总量和杠杆扩大，自 8 月以来对消费的挤出效应仍将持续。另外，考虑到我国居民的高储蓄倾向，生产强于需求是长期趋势，未来消费经济复苏仍有隐患。

三、金融市场走势预判

1. 固收、股市长期向好不变，短期风险较高。如前所述，国内固定收益市场受信用债违约风波影响震荡剧烈，以至于多项债券，甚至国债在一级市场和二级市场的表现不佳，短期内市场情绪较为敏感，波动风险较大。但与此同时，频发的违约事件也使市场的审慎情绪加深，监管机构的监管力度加大，加之宏观经济形势偏好，债券市场长期向好的趋势不会因这次扰动改变。目前债券市场因为国企违约反应偏大，大概率会在事件过后一段时间回调。

另一方面，国内股市受多方面原因影响，近期波动增加，在10月下旬至11月中旬期间先跌后涨，上证指数由10月20日的3328.10点下降到11月2日的3225.12点，又增长至11月20日的3377.73点。其中一个因素便是债券市场的负面影响，信用债违约所产生的恐慌情绪同样影响到了股票市场，使得市场上的投资更加谨慎。不过这同时也引来监管力度的加大，因此大概率不会影响股市长期向好的趋势。另外的因素包括太和财经提出的四象限中，起主导作用的美国大选结果与疫情影响。自11月初拜登团队获胜后，美国大选带来的不确定性因素日益消弭，尽管特朗普团队此前一直存有改变大选结果的想法，但终究未能如愿。美国市场对此反应迅速，11月4日收盘时，道琼斯指数上涨554.98点，涨幅2.06%；纳斯达克指数上涨202.96点，涨幅1.85%；标普500指数上涨58.92点，涨幅1.78%。而中国市场方面，上证综指、深证成指和创业板指分别上涨1.30%、1.72%和1.36%。尽管拜登与特朗普在对华政策上大同小异，但不同于特朗普的是，拜登重视国际合作与疫情恢复的政策对于中国的发展而言较为有利，为中国股票市场的上行提供了动力。疫情方面，多国政府及医疗企业相继宣布疫苗研发的进程，包括中国国药集团的中国生物新冠疫苗、美国辉瑞公司和德国生物技术公司联合开发疫苗、俄罗斯制疫苗等，然而值得注意的是，疫苗研发进展顺利的消息并未在市场上掀起大的波澜，可能的原因是市场上对于疫苗的研发和普及都抱有一定的消极情绪，继而削弱了其对市场的影

响，距离疫情暴发已经将近一年，在这期间，各国的经济、就业等形势都受到不小的冲击。随着秋冬季疫情复发，全球经济复苏再次出现较大的不确定性，疫情仍是全球金融市场风险的重要组成部分。总体而言，国内债券市场风波、美国大选和海外疫情都使国内股票市场的波动有所上升，但其长期向好的趋势仍未改变。究其原因，中国对疫情的控制仍然相当有力，国内消费复苏存在较大空间，RCEP 的签订为中国出口打开了进一步的空间，同时信用债风波将大概率带来一波信用的重建，股票市场的长期上升有所支撑。

大宗商品持续向好。10月下旬以来，大宗商品走势向好，起主导作用的是有色金属和煤炭。有色金属方面，疫苗研发顺利、全球经济预期改善、美国大选结束等多方面因素引动有色金属需求向好。具体以电解铝为例，11月18日，沪铝主力合约2012最高报15790/吨，刷新了2018年4月以来的价格高点，下半年以来，国内地产、基建、新能源汽车等行业数据向好，“新基建”发展规划和新能源汽车近期的新增政策扶持使得电解铝需求较高，尽管海外疫情仍显严峻，国内需求的强劲依然抵消了海外需求不足的负面影响，同时自2017年库存过高后，降库存政策的力度并未减弱，而近年来国内龙头铝企进行产能转移，转移后产能释放却不及预期，供给端对铝价上涨同样起到了促进作用。煤炭方面，作为典型的顺周期商品，中国对煤炭的需求长期存在，在供暖旺季的秋冬季节同时也是国内经济复苏的时段中，供能需求上升导

致价格上涨，而海外国家疫情往复，进口煤价格上行，政府对煤炭的价格压制有望减轻，而近期内蒙反腐对煤炭生产有所冲击，多方面因素共同导致了煤炭价格的上升。

作者：太和智库研究员、新声代经济学者 张 超
太和智库研究员 张家瑞
太和智库研究员 欧阳睿

免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。