

未来出口怎么看？

证券研究报告

2020 年 09 月 20 日

利率周报

摘要：

展望明年我国出口，虽然随着疫情改善全球需求大概率回升，但发达经济体自身经济周期问题仍然不容忽视：美国去杠杆周期影响还在；日本消费税率变动所折射的后安倍时代经济金融和财政困扰；英国脱欧与欧盟复苏进程问题等，表明全球经济即使复苏仍然是一个复杂的进程。另外，中美贸易问题以及海外国家“产业链回归本土”可能继续产生影响，所以虽然今年出口持续超预期，明年出口回升幅度可能相对有限。

回到国内债市，在 MLF 增量续作的情况下，流动性有所改善但仍处于紧平衡（而非宽松）状态中。如果央行能够通过精准流动性投放引导 DR007 稳定在 2.2%附近，1 年同业存单利率稳定在 3%附近，那么我们认为短期来看 10 年国债上限可能在 3.2%附近，10 年国开在 3.7%附近。中期内，债市的核心困扰仍在，防风险基调下，我们仍需关注政策和流动性变化，特别是宏观状态的此消彼长。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

陈宝林 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080002
chenbaolin@tfzq.com

许锐翔 联系人
xuruixiang@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：江南佳丽地、自古帝王州——南京城投怎么看？-百城中国专题系列》 2020-09-18
- 2 《固定收益：关注外围因素的可能变化-利率债市场周报（2020-09-16）》 2020-09-17
- 3 《固定收益：怎么看经济上、利率紧、汇率升？-天风总量联席解读》 2020-09-17

风险提示：海外疫情不确定性，全球经济复苏不确定性，中美关系不确定性

内容目录

1. 出口为什么这么好？	5
2. 未来出口怎么看？	9
2.1. 年内出口大概率继续保持韧性	9
2.2. 明年出口怎么看？	9
2.2.1. 全球需求回升提振出口	9
2.2.2. 中国出口份额可能出现下滑	14
2.2.3. 贸易保护可能继续冲击出口	15
3. 小结	18
4. 市场点评：资金面先松后紧，长债收益率小幅下行	19
5. 一级市场	19
6. 二级市场	21
7. 资金利率	22
8. 实体观察	23
8.1. 中观行业数据	23
8.2. 通胀观察	24
9. 国债期货：国债期货价格小幅上涨	25
10. 利率互换：利率总体下行	25
11. 外汇走势：美元指数小幅下行	25
12. 大宗商品：原油价格继续上行	26
13. 海外债市：美债收益率小幅上行	27

图表目录

图 1：疫情对全球经济的冲击大于 2008 年金融危机	5
图 2：中国出口表现好于 2009 年	5
图 3：美国耐用品、非耐用品消费均呈现快速回升	5
图 4：英法日德商品零售表现均显著好于金融危机之后	5
图 5：全球集装箱停靠量回升，显示外贸需求回暖	6
图 6：中国各类商品出口累计增速变化	6
图 7：美国防疫物资、机电产品进口明显增加	7
图 8：中国在欧盟进口份额提升	7
图 9：中国在美国进口份额提升	7
图 10：中国在日本进口份额提升	7
图 11：美国进口纺织品地区分布	7
图 12：美国进口机电产品地区分布	7
图 13：美国进口玩具、家具等杂项制品地区分布	7
图 14：美国进口贱金属地区分布	7
图 15：美国进口化工产品地区分布	8

图 16: 中国集装箱停靠量	8
图 17: 中国出口国别变化	8
图 18: 中国对新兴市场国家出口也开始触底回升	9
图 19: 除印度外金砖国家疫情过了最差阶段	9
图 20: 全球经济与货物出口增速	9
图 21: 全球与中国货物出口增速	9
图 22: 中国对发达经济体占比提升	10
图 23: 新兴市场将有约 7 万亿美元债务在 2021 年前到期	10
图 24: 家庭的收入分配占比	10
图 25: 工资-消费	10
图 26: 美国不同财富分位数家庭的房贷/房产价值	11
图 27: 美国不同财富分位数家庭的房产增速	11
图 28: 美国杠杆处于高位	11
图 29: 美国企业的利息覆盖倍数	12
图 30: 美国企业利润和债务周期	12
图 31: 提高消费税后日本消费指数	12
图 32: 企业景气程度仍在高位但出现拐点	12
图 33: 制造业从 2017 年开始缓慢下行	13
图 34: 整体来看日本处于 2014 年底开始的复苏周期尾声	13
图 35: 欧洲主要经济体制造业 PMI	13
图 36: 欧洲主要经济体失业率	13
图 37: 欧洲主要经济体工业生产指数同比	14
图 38: 中国货物出口金额占全球比重	14
图 39: 美国自华各类商品进口增速	15
图 40: 中美第一阶段经贸协议执行情况	16
图 41: 中美第一阶段经贸协议执行情况 (细分项)	16
图 42: 我国出口类型	18
图 43: 10 年期国债收益率下行 4BP 至 3.12%	21
图 44: 10 年国开债收益率下行 1BP 至 3.68%	21
图 45: 1 年与 10 年国债期限利差收窄 4BP 至 51BP	21
图 46: 1 年与 10 年国开债期限利差扩大 1BP 至 88BP	21
图 47: 银行间国债日均成交 2382 亿元	21
图 48: 银行间金融债日均成交 4405 亿元	21
图 49: 银行间存款类机构质押式回购规模	22
图 50: 上证所新质押式国债回购规模	22
图 51: CNHHibor 利率日度变化	23
图 52: CNHHibor 利率与 DR007 利率变化对比	23
图 53: 十大城市商品房存销比	23
图 54: 上周商品房合计成交 365.16 万平方米	23
图 55: 南华工业品指数	24
图 56: 上周水泥价格环比上升 0.70%	24

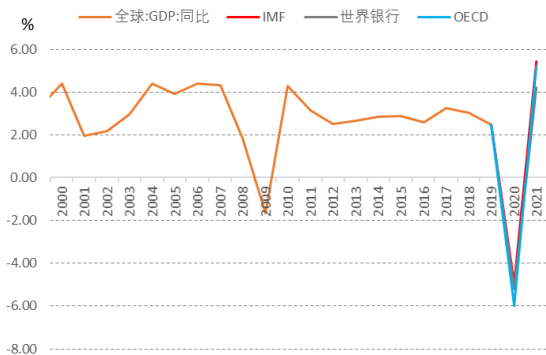
图 57: 上周螺纹钢下跌 29 元/吨, 热轧板卷下跌 10 元/吨	24
图 58: 上周农产品批发价格 200 指数环比下跌 0.61%	24
图 59: 生猪出场价环比下降 3.03%	24
图 60: 人民币对美元汇率	25
图 61: 美元指数	25
图 62: 美元兑人民币 NDF 和 CNH	26
图 63: 美元与主要货币汇率	26
图 64: 大宗商品价格指数	26
图 65: 原油价格	26
图 66: 铜和铝价格	26
图 67: 铁矿石价格	26
图 68: 大豆现货价格和期货价格	26
图 69: 天然橡胶期货价格	26
图 70: 美国 10 年期国债收益率	27
图 71: 德国 10 年期国债收益率	27
图 72: 意大利 10 年期国债收益率	27
图 73: 日本 10 年期国债收益率	27
表 1: 下周已披露发行计划利率债概况	19
表 2: 银行间市场质押式回购利率周变化	22
表 3: 上证所新质押式国债回购利率周变化	22
表 4: 香港 CNHHibor 利率周变化	23
表 5: 未来一个月公开市场到期情况	23
表 6: 国债期货一周主要数据变动	25
表 7: 银行间回购定盘利率互换一周数据变动	25

近期与机构交流，市场比较关注出口持续超预期问题，出口为什么会这么好？未来出口怎么看？本篇周报进行简要分析。

1. 出口为什么这么好？

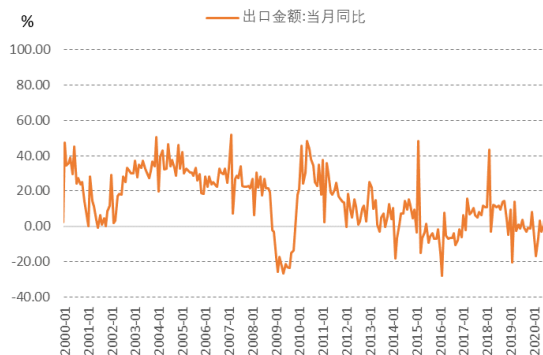
疫情之后出口持续超预期。本次疫情对全球经济冲击显著超过 2008 年金融危机，但中国出口并未如此前预期的那样出现类似金融危机之后 20% 以上的降幅。中国出口同比增速在 2 月触底之后快速回升，特别是最近两月已回到较高的正增长状态。

图 1：疫情对全球经济的冲击大于 2008 年金融危机



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：中国出口表现好于 2009 年



资料来源：Wind，天风证券研究所

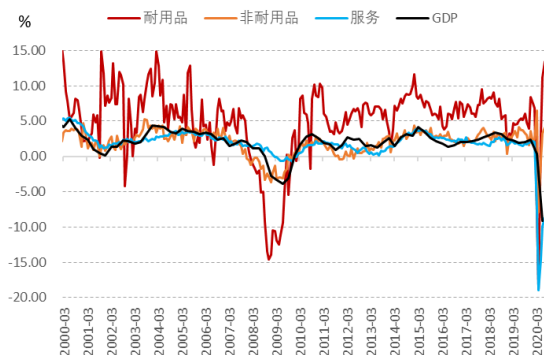
出口持续好于预期，既有总量上的因素，也有结构变化的原因。

（1）总量上，外需实际收缩幅度小于预期

通常会使用 GDP、PMI 等数据作为外部需求的代理指标，二季度美、欧 GDP 同比降幅均在 10% 附近，IMF、世界银行等机构均预测 2020 年全球经济增速在 -5% 左右。本次疫情政府救助力度较大，对冲了部分居民收入的下滑，而且受疫情影响最大的主要是需要人员密切接触的服务类消费，商品消费表现相对较强，整体居民消费实际上比 GDP 数据显示地要好。

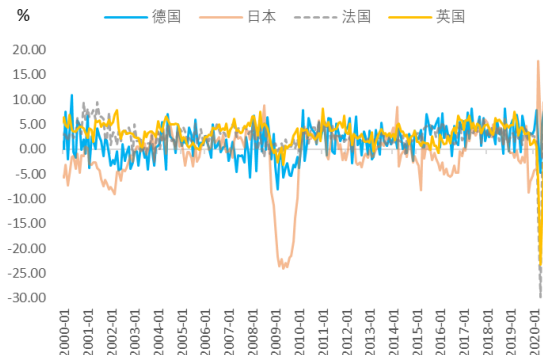
美欧日等发达经济体均呈现这一特征，虽然 GDP 大幅负增长但居民消费特别是商品消费快速回升。考虑到中国货物贸易顺差、服务贸易逆差的事实，外需的收缩幅度其实比预期的要小。

图 3：美国耐用品、非耐用品消费均呈现快速回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

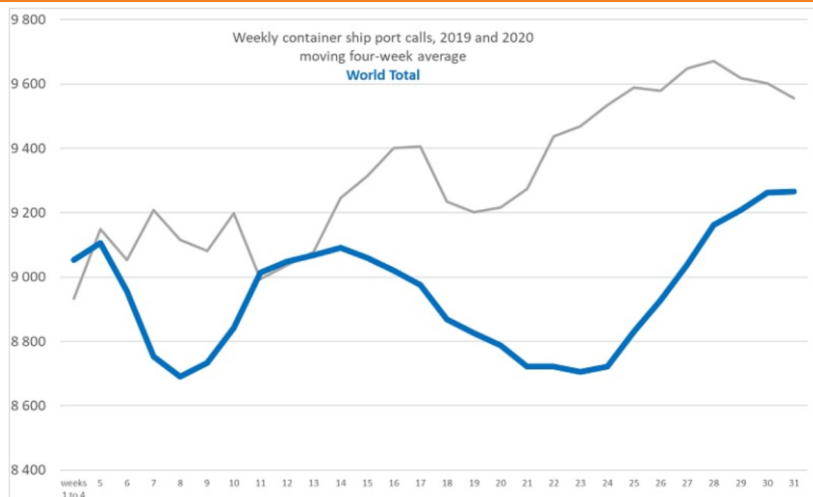
图 4：英法日德商品零售表现均显著好于金融危机之后



资料来源：Wind，天风证券研究所

根据联合国的跟踪数据，6 月下旬开始全球集装箱停靠量明显回升，显示全球外贸需求业已出现回暖。

图 5：全球集装箱停靠量回升，显示外贸需求回暖



资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 结构上，防疫物资、“宅经济”、份额替代。

疫情毕竟还是导致了总需求的收缩，那么中国出口的逆势增长，还需要从结构上找原因。外需结构上的变化主要有两个：一是防疫物资和“宅经济”增长明显加快；二是得益于国内疫情控制较好以及产业链优势，对其他国家出口份额形成了替代。

防疫物资和“宅经济”增长较快。根据海关总署数据，包括口罩在内的纺织品出口增长 32.4%，医药材及药品、医疗仪器及器械出口分别增长 23.6%、46.4%，“宅经济”消费提升带动笔记本电脑、手机出口分别增长 9.1%、0.2%¹。据测算，单靠防疫物资一项即可拉动出口增长 5%-10%。二十二个大类中纺织品、机电类、医疗仪器等均有显著增长，这三类合计占比接近 60%，这构成了我国出口韧性的基础。

图 6：中国各类商品出口累计增速变化

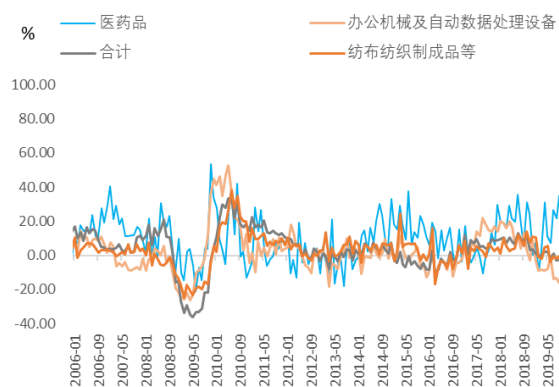
	2019/12	2020/02	2020/03	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	变化趋势	占比
第十六类 机电、音像设备及其零件、附件	3.80	-14.80	-11.20	-5.00	-2.80	-1.20	1.50	↑	43.50
第十一类 纺织原料及纺织制品	2.20	-18.90	-16.10	-7.70	1.50	5.80	8.00	↑	10.41
第十五类 贱金属及其制品	3.00	-21.00	-13.00	-9.40	-10.30	-9.00	-8.10	↓	7.30
第二十类 杂项制品	11.60	-21.60	-18.70	-15.00	-12.50	-8.00	-2.60	↓	7.18
第六类 化学工业及其相关工业的产品	-0.30	-15.50	-3.40	3.50	4.30	4.40	4.20	↑	5.20
第十七类 车辆、航空器、船舶及运输设备	-0.70	-11.80	-11.00	-8.40	-10.20	-11.30	-10.90	↓	4.47
第七类 塑料及其制品、橡胶及其制品	9.10	-15.60	-6.90	-3.20	-3.00	-0.10	2.80	↑	4.25
第十八类 光学、医疗等仪器、钟表、乐器	7.00	-12.40	-9.70	-4.20	0.20	3.00	5.50	↑	3.18
第十二类 鞋帽伞等；已加工的羽毛及其制品；人造花；人发制品	8.80	-19.00	-18.00	-21.90	-25.30	-24.40	-22.70	↓	2.55
第十三类 石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品；陶瓷	13.40	-25.70	-16.30	-14.20	-13.10	-8.70	-3.60	↓	2.18
第五类 矿产品	5.80	9.00	6.00	1.80	-7.00	-14.40	-20.00	↓	2.08
第八类 生皮、皮革、毛皮及其制品；鞋具及挽具；旅行用品、手提包	7.30	-16.60	-16.70	-22.50	-27.10	-28.10	-27.50	↓	1.41
第四类 食品、饮料、酒及醋、烟草及制品	0.50	-12.00	-4.10	0.40	0.30	0.10	1.10	↑	1.27
第二类 植物产品	10.90	-1.60	5.70	9.30	10.20	7.90	6.70	↑	1.09
第十类 木家等；废纸、纸、纸板及其制品	17.60	-21.00	-11.00	-6.50	-7.50	-6.70	-6.10	↓	1.04
第十四类 珠宝、贵金属及制品；仿首饰；硬币	8.00	-24.60	-27.40	-18.20	-23.10	-27.30	-25.70	↓	0.82
第一类 活动物；动物产品	-1.50	-20.90	-18.00	-16.20	-16.60	-16.00	-14.60	↓	0.67
第九类 木及制品；木炭；软木；编结品	-4.30	-19.70	-12.30	-9.20	-8.20	-6.40	-4.60	↓	0.60
第二十二类 特殊交易品及未分类商品	124.20	-21.20	-1.70	11.10	15.80	22.30	28.60	↑	0.46
第三类 动、植物油、脂、蜡；精制食用油脂	13.70	18.20	23.10	31.80	32.10	33.30	36.00	↑	0.05
第二十一类 艺术品、收藏品及古物	313.10	193.70	98.90	56.10	3.60	14.20	-7.80	↓	0.03
第十九类 武器、弹药及其零件、附件	-9.70	-31.40	-23.40	-14.00	-9.40	-1.80	3.40	↑	0.01
合计	5.02	-15.80	-11.40	-6.40	-4.70	-3.00	-0.90	↑	

资料来源：Wind，天风证券研究所

既有需求结构的变化，又有份额替代效应。疫情之下海外防疫物资、“宅经济”相关的进口需求大幅增长，这恰好是中国优势较大的产品。由于疫情错位和产业链优势，中国的出口份额也在提升，不仅体现在防疫物资、“宅经济”，也体现在化工、钢材、家具等其他产品，对发达国家、发展中国家都有一定的替代。此外，我们从前面的集装箱停靠量亦可以看出，中国、东南亚外贸恢复最好，而其他地区依然远低于去年同期水平。

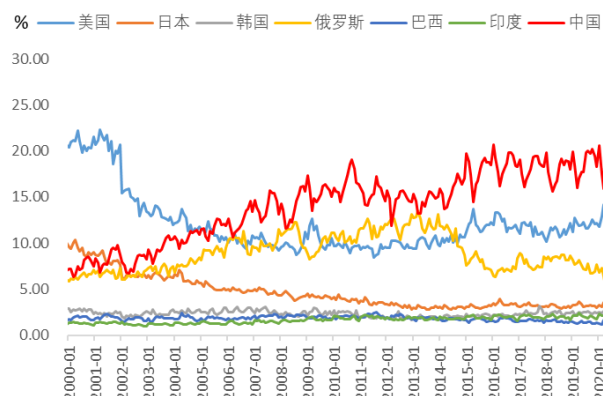
¹ <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/42311/43225/wz43227/Document/1683415/1683415.htm?flag=1>

图 7：美国防疫物资、机电产品进口明显增加



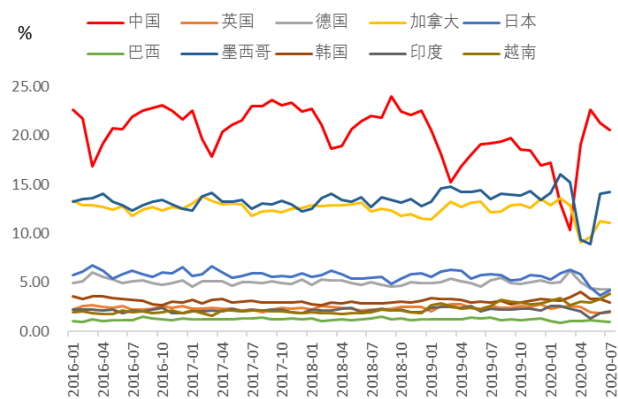
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：中国在欧盟进口份额提升



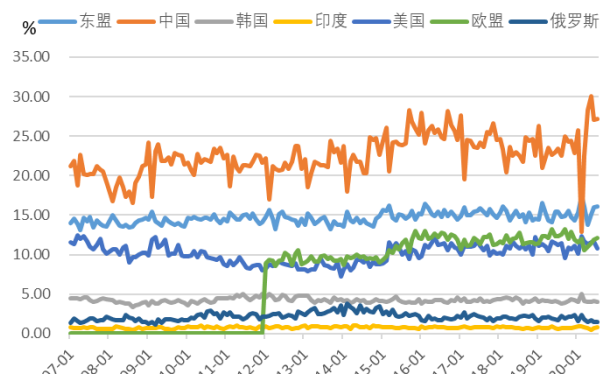
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：中国在美国进口份额提升



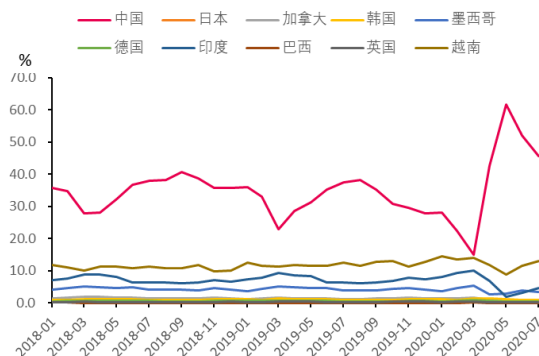
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：中国在日本进口份额提升



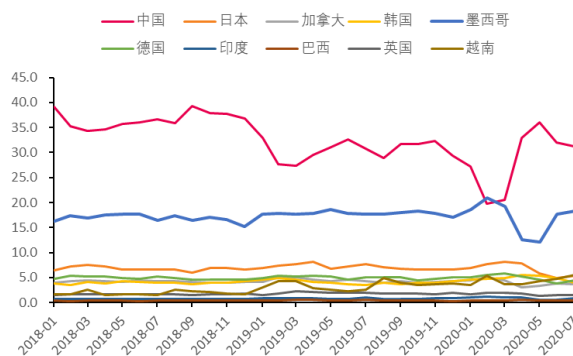
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：美国进口纺织品地区分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

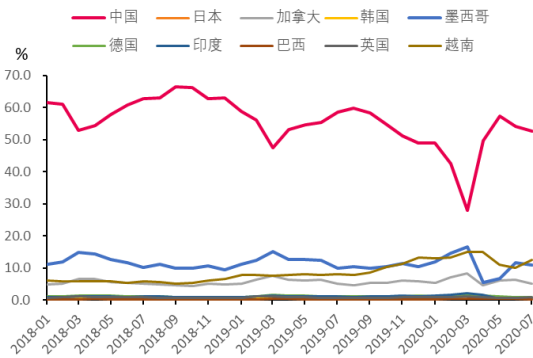
图 12：美国进口机电产品地区分布



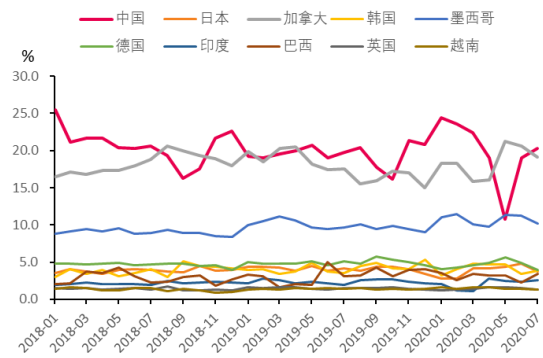
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：美国进口玩具、家具等杂项制品地区分布

图 14：美国进口贱金属地区分布

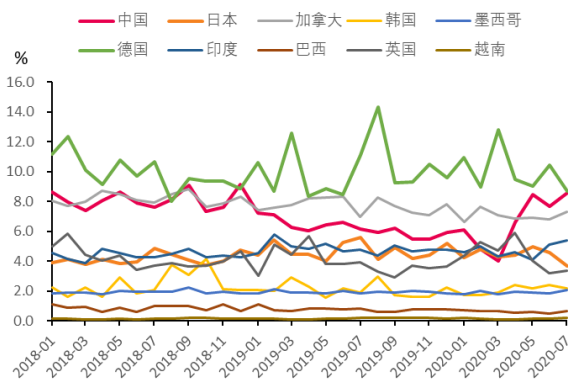


资料来源: Wind, 天风证券研究所



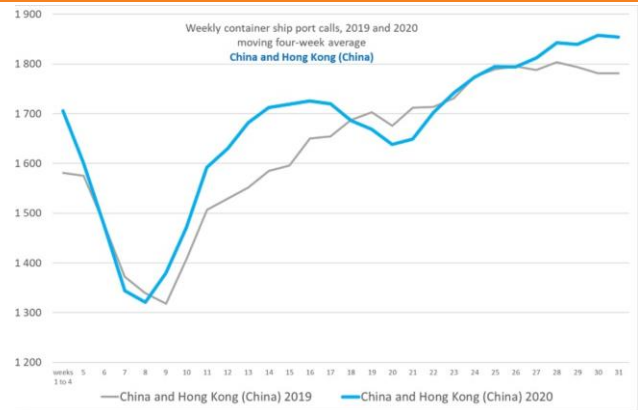
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 美国进口化工产品地区分布



资料来源: UNCTAD, 天风证券研究所

图 16: 中国集装箱停靠量



资料来源: UNCTAD, 天风证券研究所

出口国别的变化值得关注。疫情之后中国对东盟、俄罗斯、巴西等国的出口降幅明显小于对发达国家出口，新兴经济体是外需的重要支撑。有意思的是，我国对发达经济体出口的恢复更快，特别是美国、欧盟最为明显，实际上美欧日等发达经济体在我国出口国别中的比重较 2019 年还有进一步的提升，而且印度、巴西、南非、俄罗斯等新兴经济体占比则出现下降。

图 17: 中国出口国别变化

	2019/12	2020/02	2020/03	2020/04	2020/05	2020/06	2020/07	2020/08	变化趋势	占比2019	占比2020
出口金额: 累计同比	0.51	-17.10	-13.40	-9.00	-7.70	-6.20	-4.10	-2.30			
欧盟	4.90	-18.40	-16.00	-9.10	-4.10	-1.50	0.70	2.10		17.15	15.59
德国	2.90	-24.10	-20.10	-10.00	-2.20	0.40	2.60	3.90		3.19	3.49
荷兰	1.50	-15.80	-12.60	-4.90	-0.70	0.50	2.90	3.80		2.96	3.07
法国	7.60	-15.70	-16.20	-10.90	-2.30	3.20	4.40	7.40		1.32	1.48
意大利	1.00	-18.50	-17.90	-14.10	-13.30	-9.40	-5.50	-5.60		1.34	1.33
英国	10.40	-29.30	-26.50	-21.80	-15.30	-7.20	0.90	6.40		2.50	2.71
美国	-12.50	-27.70	-25.20	-18.20	-14.30	-11.10	-7.30	-3.60		16.75	16.93
东盟	12.70	-5.10	0.20	1.00	-0.40	0.00	2.20	3.70		14.38	14.81
越南	16.70	-0.90	5.90	7.40	5.50	6.50	8.50	8.90		3.92	4.27
马来西亚	14.90	-8.50	-1.90	-4.80	-6.30	-5.50	-1.80	1.10		2.09	2.12
泰国	6.30	-3.60	5.20	12.70	9.70	8.90	10.50	11.90		1.82	2.03
新加坡	11.60	-4.80	-0.50	3.80	6.50	6.30	9.20	8.90		2.19	2.03
印度尼西亚	5.70	-16.30	-10.80	-7.30	-9.30	-11.30	-11.60	-11.10		1.83	1.61
菲律宾	16.30	2.00	-1.20	-11.40	-14.80	-10.90	-7.00	-2.00		1.63	1.58
日本	-2.60	-24.50	-16.00	-4.90	-1.60	-3.10	-3.00	-2.70		5.73	5.79
韩国	2.10	-18.60	-11.30	-6.10	-5.60	-5.30	-4.30	-3.10		4.44	4.50
中国香港	-7.60	-20.40	-16.80	-12.50	-12.40	-12.20	-9.30	-8.50		11.16	10.23
中国台湾	13.20	1.10	2.30	7.10	7.00	7.90	7.20	8.10		2.20	2.40
澳大利亚	1.80	-19.00	-15.20	-4.20	1.60	3.40	5.30	7.50		1.93	2.04
新西兰	-0.70	-17.50	-12.90	-7.20	-2.80	-3.10	-0.50	-0.20		0.23	0.23
俄罗斯	3.70	-15.40	-14.60	-9.10	-7.30	-6.00	-3.70	-0.80		1.99	1.98
印度	-2.40	-13.90	-9.90	-17.00	-24.80	-25.40	-24.70	-22.80		2.99	2.45
加拿大	5.00	-28.80	-25.90	-16.90	-12.20	-5.50	-0.90	2.30		1.48	1.59
拉丁美洲	2.10	-12.20	-8.20	-8.20	-9.80	-8.70	-8.80	-8.00		6.08	5.69
巴西	5.60	-3.80	-1.30	-3.70	-9.00	-9.10	-10.20	-9.20		1.42	1.27
非洲	7.90	-13.80	-10.50	-9.30	-10.60	-8.30	-7.30	-5.00		4.53	4.40
南非	1.80	-22.90	-19.90	-20.40	-22.70	-20.00	-19.80	-18.10		0.66	0.56

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 2020 年起欧盟不含英国, 如果加上英国欧盟占比其实也是提升的。

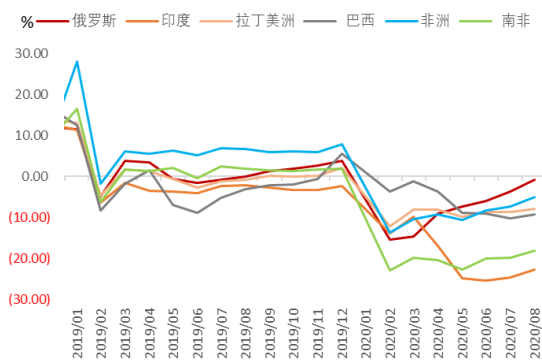
综合来看, 外需总量收缩的没有金融危机期间那么大, 同时疫情的特殊性又提高了中国出口份额, 两者共同作用支撑中国出口韧性。

2. 未来出口怎么看？

2.1. 年内出口大概率继续保持韧性

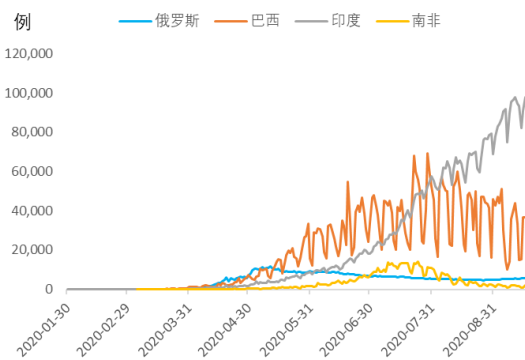
疫苗正式推出至少要等到今年年底，短期内全球疫情还没有得到完全控制，外需的结构变化（防疫物资、“宅经济”、份额替代）难以显著改变，因而年内出口大概率还有韧性。我们也可以看到，中国对新兴市场出口（包括印度）也呈现触底回升态势。

图 18：中国对新兴市场国家出口也开始触底回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：除印度外金砖国家疫情过了最差阶段



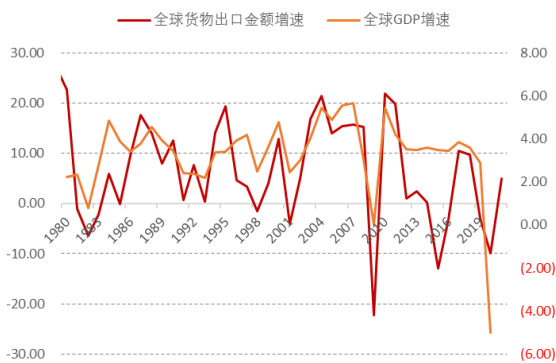
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 明年出口怎么看？

2.2.1. 全球需求回升提振出口

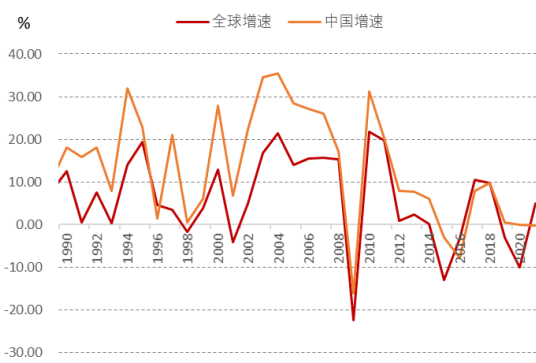
如果疫苗进展顺利、疫情在明年得到迅速控制，根据 IMF、世界银行、OECD 等国际机构预测，全球经济预计将有接近 5% 的正增长。相应的，货物贸易预计也将出现不小的反弹。从历史来看，全球货物出口增速和中国货物出口增速一致性较高，而且中国往往会高于全球增速。

图 20：全球经济与货物出口增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：全球与中国货物出口增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

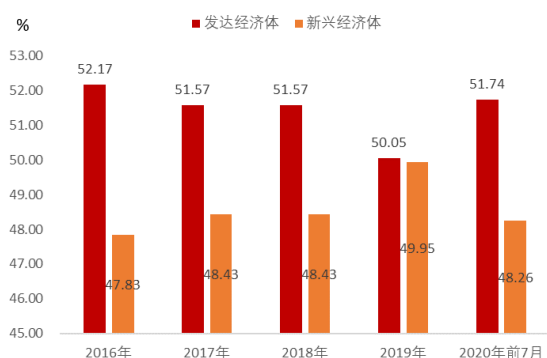
全球需求：发达国家还是新兴市场？

实际上疫情之后发达国家在中国出口目的地占比不降反升。美欧日国家经济实力更强、刺激力度更大而且拥有储备货币地位，因而能够支撑一定的进口需求。而新兴市场国家一度面临大规模资本外流、货币贬值压力，高额债务对政策空间和经济前景都构成了制约。

随着美联储向全球流入大量流动性，新兴市场资本外流和货币贬值压力有所缓解。如果美联储未来三年内继续保持宽松，这种压力或许能够继续缓解。非洲、俄罗斯、印度、南美

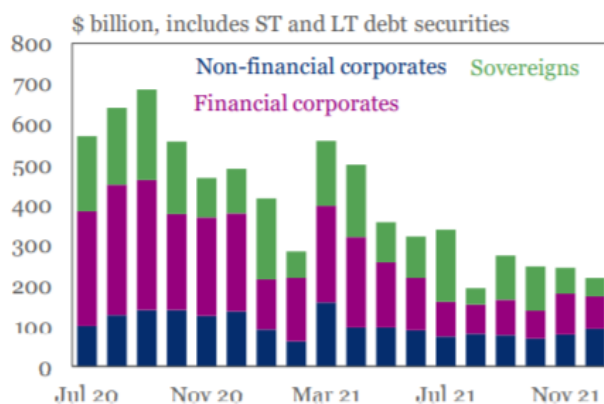
等新兴经济体在中国出口占比约 15%，如果出现债务危机，可能会对出口造成较大冲击。当然，我们看到中国对阿根廷出口 7 月都出现触底回升，未来中国对新兴市场国家是否会明显下滑还有待观察。

图 22：中国对发达经济体占比提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：新兴市场将有约 7 万亿美元债务在 2021 年前到期



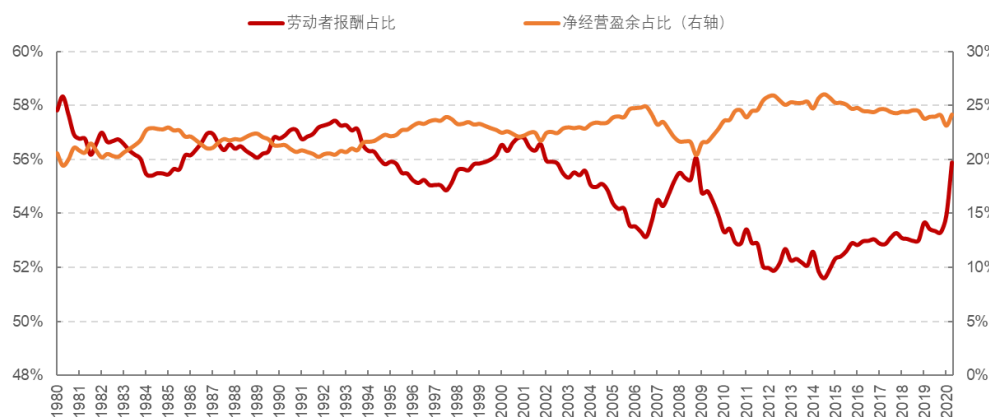
资料来源：Wind，天风证券研究所

虽然在疫情改善以及今年低基数的影响下，明年发达经济体的需求大概率出现提升，但疫情之前它们自身的经济周期问题也不容忽视。

(1) 美国

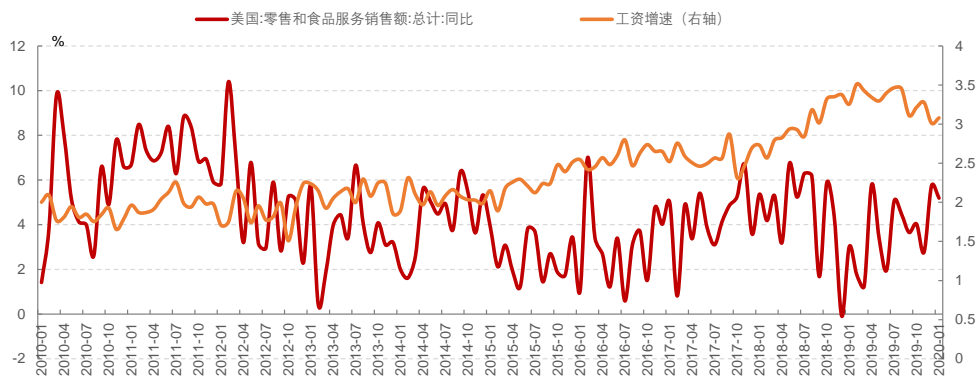
家庭部门收入分配占比下降，消费的内生动能下降。美国经济的关键是消费，而消费的动能是家庭部门的收入，2008 年金融危机后的复苏周期内，家庭部门的收入分配占比是持续下降的，也导致这一轮的复苏偏弱。疫情前，从工资-消费的逻辑看，美国消费也已经显示出拐点。

图 24：家庭的收入分配占比



资料来源：WIND，天风证券研究所

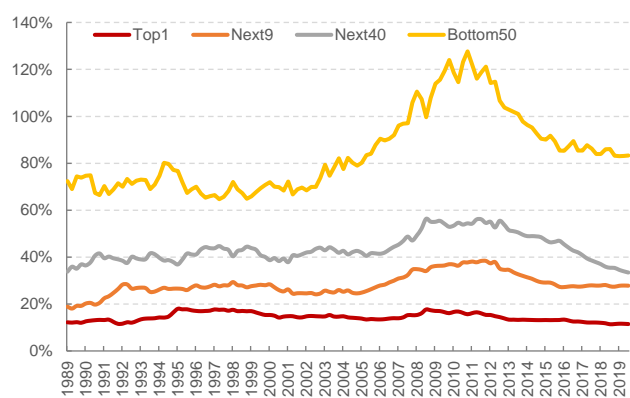
图 25：工资-消费



资料来源：WIND，天风证券研究所

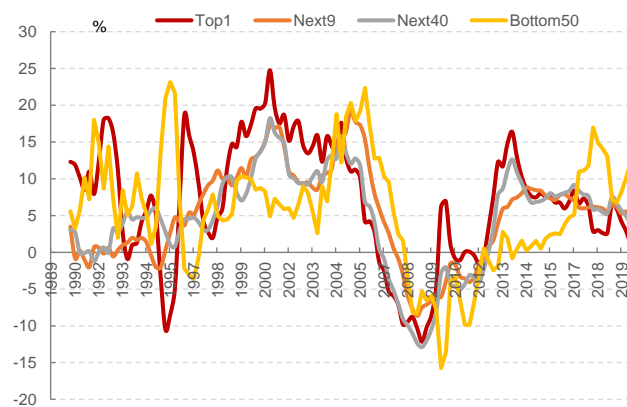
家庭部门持续去杠杆，但杠杆水平存在分化。美国家庭部门总体杠杆水平较低，但是按照财富分位数划分，杠杆水平有明显分化，前1%家庭房贷/房产价值为11%，后50%家庭这一比例则为83%，2008年后加杠杆的家庭其实主要是后50%部分家庭，而这一部分家庭受疫情影响最为严重。

图 26：美国不同财富分位数家庭的房贷/房产价值



资料来源：美联储，天风证券研究所

图 27：美国不同财富分位数家庭的房产增速

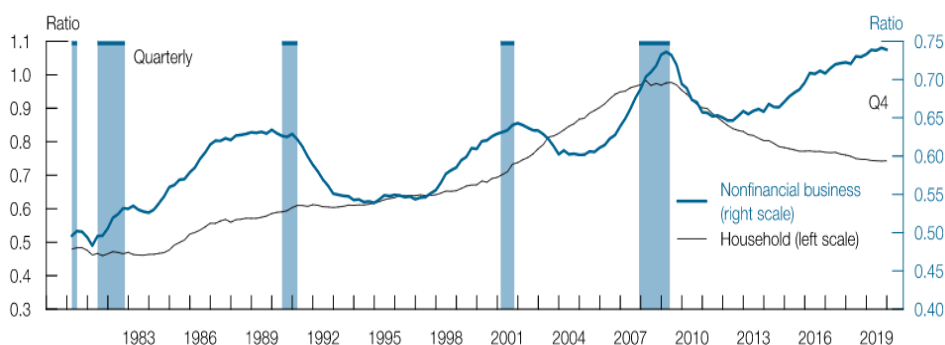


资料来源：美联储，天风证券研究所

企业部门处于高债务状态，具有去杠杆压力。在疫情发生之前，美国企业部门杠杆持续上升。

图 28：美国杠杆处于高位

2-2. 非金融企业和家庭部门信贷与GDP的比率

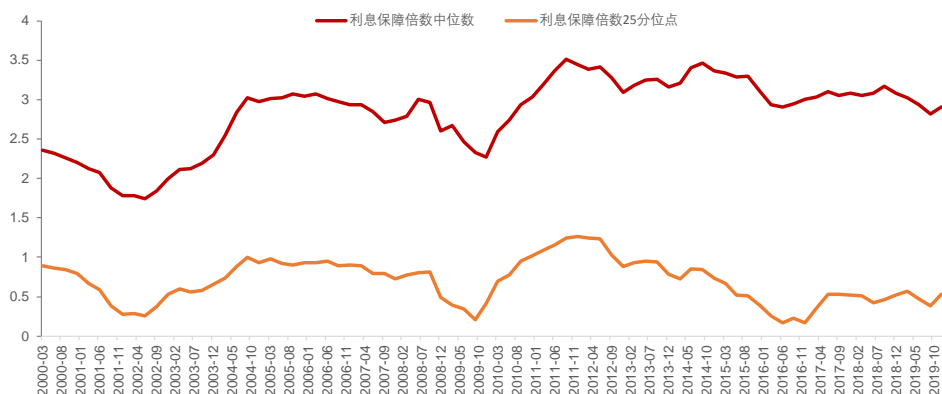


资料来源：美联储，天风证券研究所

从偿债压力上看，截至2019年12月，美国企业的利息保障倍数的中位数为2.91，25分位点的利息保障倍数是0.53，也就是说疫情前至少有25%的企业利润支出无法覆盖利息支

出。

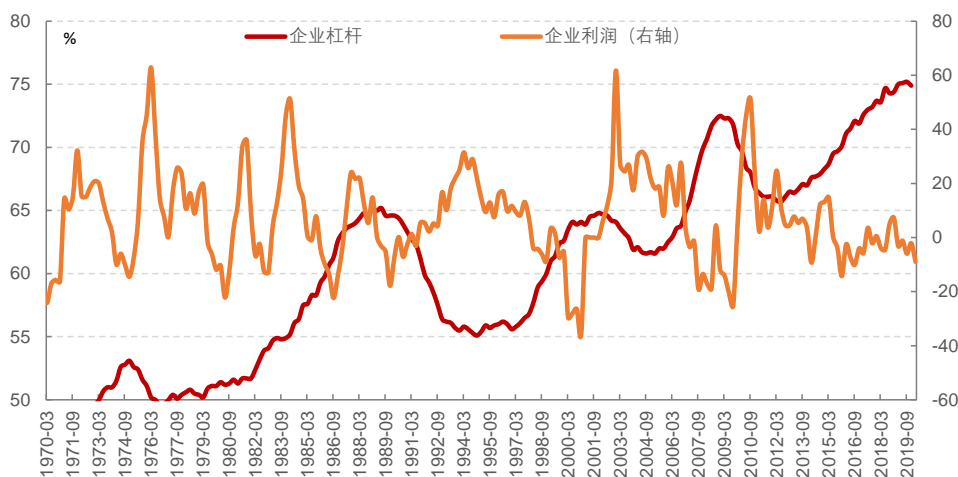
图 29：美国企业的利息覆盖倍数



资料来源：美联储，天风证券研究所

从利润、债务周期看，疫情前企业利润增速长期在 0 附近，如果进一步下降，则美国企业可能进入长的去杠杆周期，类似 1989 年、2001 年和 2008 年。

图 30：美国企业利润和债务周期



资料来源：WIND，天风证券研究所

（2）日本

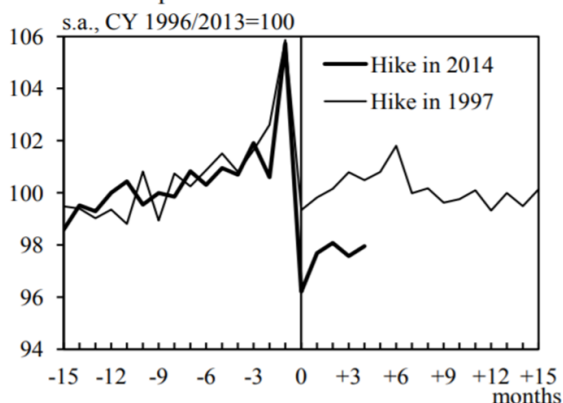
日本于 2019 年 10 月 1 日起正式将消费税提高至 10%，而此前日本两次提高消费税都对日本经济产生冲击，因而就算不考虑疫情影响 2020 年日本消费在很大程度上都会受到加税的影响。以 2014 年的加税为例：2014 年 4 月日本提高消费税（宣布是在 2013 年 10 月），经济冲击主要在 2014 年一季度，随后消费缓慢上升，但并不是 V 型反转，而是 L 型。即使在 2014 年加税后四年，2018 年第二季度日本的家庭消费仍未恢复到上一次加税之前的 2014 年第一季度的水平。

另外，疫情之前日本制造业从 2017 年开始缓慢下行，企业景气程度仍在高位但出现拐点，整体来看日本处于 2014 年底开始的复苏周期尾声。

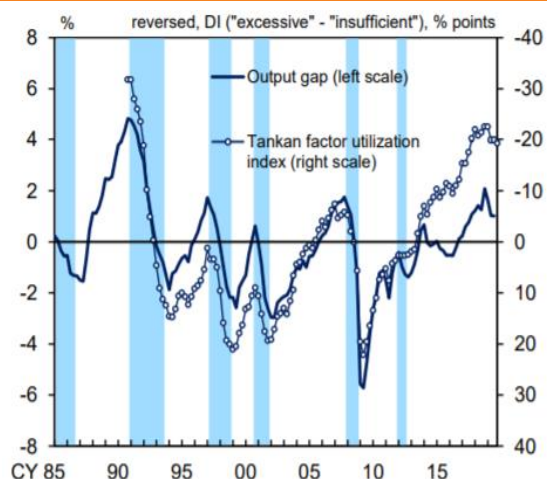
图 31：提高消费税后日本消费指数

图 32：企业景气程度仍在高位但出现拐点

(2) Synthetic Consumption Index prior to and after the Consumption Tax Hikes

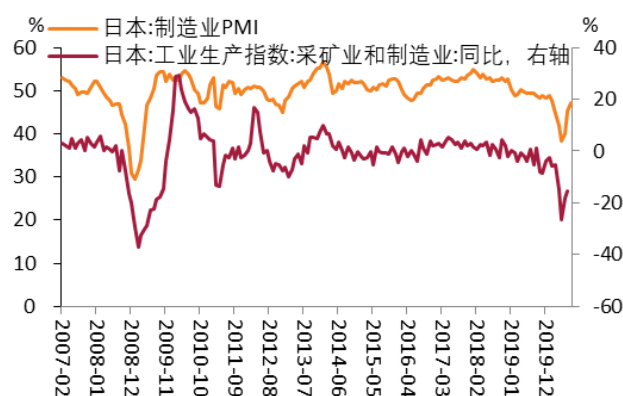


资料来源：Wind，天风证券研究所



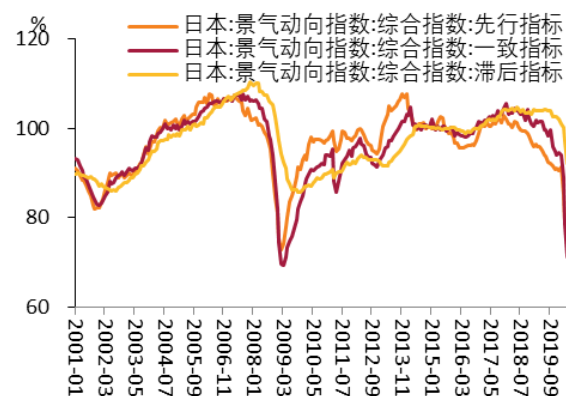
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：制造业从 2017 年开始缓慢下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：整体来看日本处于 2014 年底开始的复苏周期尾声



资料来源：Wind，天风证券研究所

(3) 欧洲

疫情之前，虽然欧洲主要经济体制造业 PMI 有所反弹，失业率也在整体回落，但内部结构仍有分化，其中法国和意大利制造业活动改善态势并不明显。此外，欧洲主要经济体工业生产指数同比仍在继续下行。

5 月以来，欧洲主要经济体制造业快速恢复，但从最新数据来看内部分化也已经出现，其中法国改善情况相对较弱。

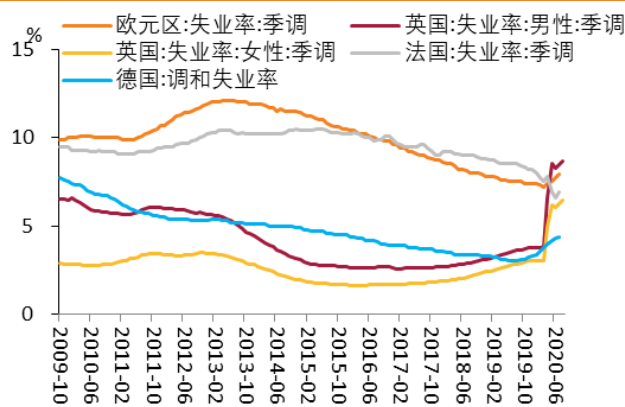
另外，英国脱欧的不确定性以及欧盟内部的财政约束问题也可能在未来一定程度上影响欧洲经济的复苏进程。

图 35：欧洲主要经济体制造业 PMI

图 36：欧洲主要经济体失业率

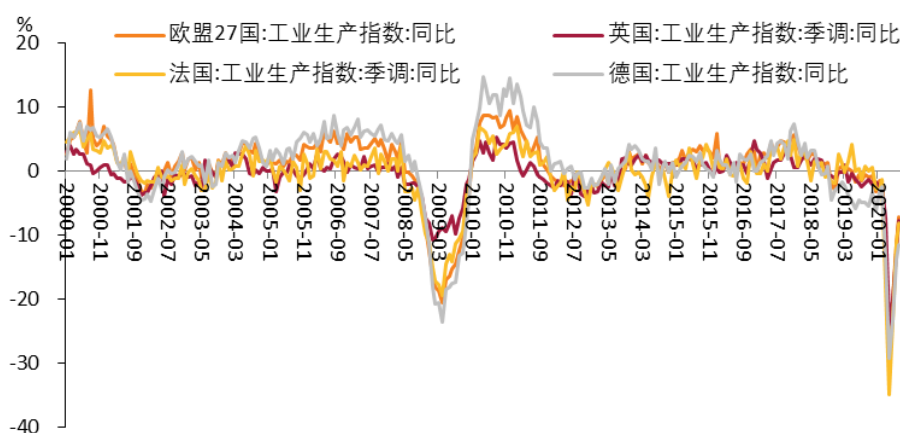


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 37: 欧洲主要经济体工业生产指数同比



资料来源: WIND, 天风证券研究所

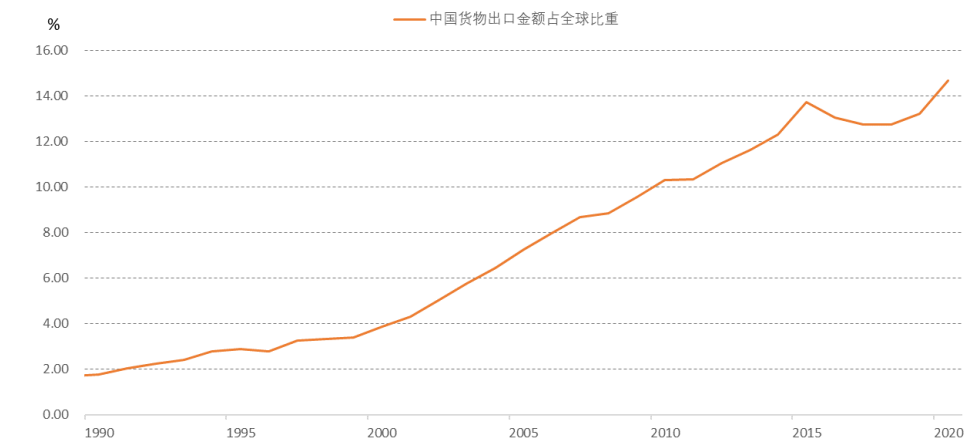
总而言之，如果不考虑今年疫情的影响，美日经济周期本身也开始下行，另外英国脱欧以及欧盟内部的财政约束问题也在一定程度上欧洲的复苏进程。这就决定了明年全球需求（特别是发达经济体需求）的复苏并非强复苏，而只是弱复苏。在此影响之下，明年我国出口虽然会有所回暖，但改善幅度可能相对有限。

2.2.2. 中国出口份额可能出现下滑

中国出口跟随全球需求同步回升的前提是，出口份额不出现下滑。如前文所述，疫情之后由于防疫物资、“宅经济”以及海外供给受限导致的份额替代，中国出口的份额其实是提升的，这是今年中国出口表现较好的重要原因。

随着疫情消退和海外供给恢复，全球需求回升的同时大概率会伴随出口份额再度回落。当然，需求结构、竞争格局的变化到底是暂时性还是永久性的，还需要进一步观察，预计不会简单地回到疫情前的格局。

图 38: 中国货物出口金额占全球比重

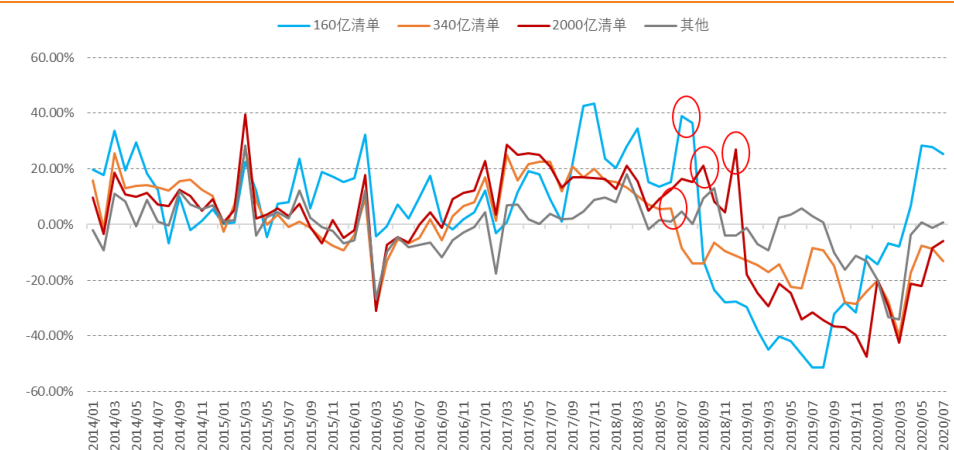


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2.3. 贸易保护可能继续冲击出口

虽然中美贸易摩擦不断, 但疫情加重了美国对中国商品的依赖。我们更新了美国自华进口商品中各批关税清单的进口增速, 可以发现各类商品进口增速都有明显恢复。如果疫情解除, 海外供给恢复, 叠加各国对产业链安全的担忧, 出口可能还会继续面临压力。

图 39: 美国自华各类商品进口增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

(1) 目前中美第一阶段贸易协定执行情况

中美第一阶段经贸协议要求中国在 2020、2021 两年内, 在 2017 年中国从美国进口特定产品 (详见下表的产品目录) 的规模基础上, 合计共增加对美国 2000 亿美元进口, 其中 2020 年增加进口 767 亿美元 (货物进口增加 639 亿美元, 服务进口增加 128 亿美元), 2021 年增加进口 1233 亿美元 (货物进口增加 982 亿美元, 服务进口增加 251 亿美元)。

按照中方数据, 2017 年中国从美国进口特定产品 (不含服务) 规模为 1088 亿美元, 那么 2020 年中国从美国进口特定产品 (不含服务) 规模应当为 1727 亿美元。如果按照美方数据, 该数值应当为 1427 亿美元。

截至今年 7 月份, 按照中方数据, 中国从美国进口特定产品 (不含服务) 累计规模为 485 亿美元, 约占全年目标的 28%。如果按照美方数据, 该数值为 394 亿美元, 约占全年目标的 27.6%²。

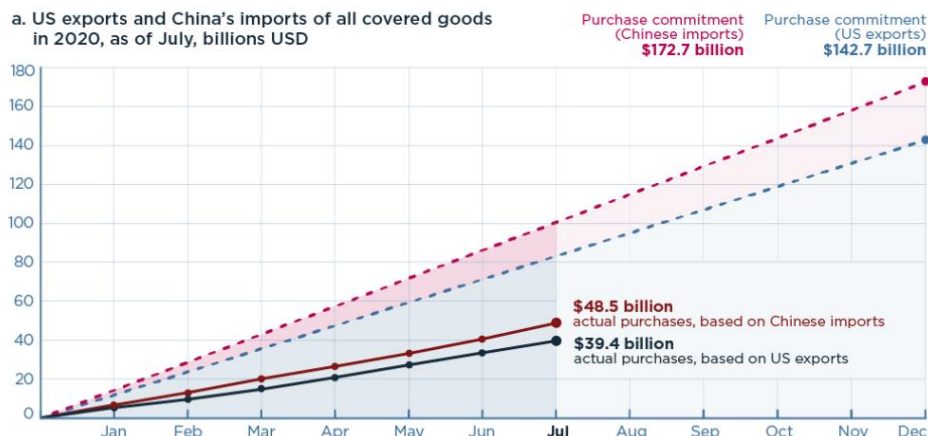
分产品项目来看, 截至目前中国对美国能源产品的进口规模较全年目标的差距最大。

² <https://www.piie.com/research/piie-charts/us-china-phase-one-tracker-chinas-purchases-us-goods>.

图 40：中美第一阶段经贸协议执行情况

US-China phase one tracker: China's purchases of US goods

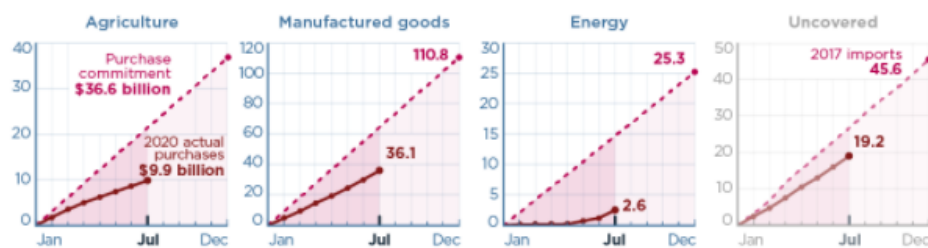
US exports and China's imports in 2020 of all goods covered by the phase one deal as of July 2020



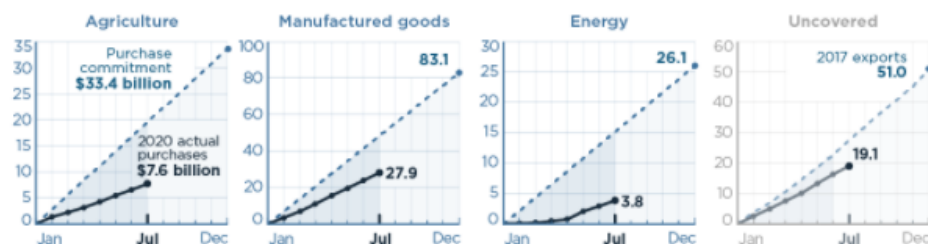
资料来源：US-China phase one tracker: China's purchases of US goods，天风证券研究所

图 41：中美第一阶段经贸协议执行情况（细分项）

b. China's imports by product type, billions USD



c. US exports by product type, billions USD



资料来源：US-China phase one tracker: China's purchases of US goods³，天风证券研究所

(2) 中美对于目前经贸协议执行情况的态度

由于受到新冠疫情以及美国特朗普政府对中国限制芯片等高科技产品出口等因素的影响，今年以来中美经贸协议目标执行进度明显不及年初预期，下半年要完成协议目标的难度比较大，这是否会影响中美双方经贸关系进而引发中美贸易摩擦再度升级呢？我们认为仍需进一步观察，就目前而言中美经贸关系仍未有明显恶化。

中方态度：继续推动中美第一阶段经贸协议落实。8月25日，刘鹤副总理应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方就加强两国宏观经济政策协调、中美第一阶段经贸协议落实等问题进行了具有建设性的对话。双方同意创造条件和氛围，继续推动中美

³ <https://www.piie.com/research/piie-charts/us-china-phase-one-tracker-chinas-purchases-us-goods>.

第一阶段经贸协议落实。⁴

美方态度：对目前贸易协定执行情况感到满意。8月24日，美国贸易代表办公室发表声明称，双方讨论了中国为落实协议所要求的结构性改革而采取的步骤，这些改革将确保对知识产权的更大保护，消除美国公司在金融服务和农业领域面临的障碍，并消除强制技术转让。双方还讨论了中国大幅增加对美国产品的采购，以及未来执行协议所需采取的行动。双方都看到了进展，并承诺采取必要步骤确保协议的成功。此外，白宫经济顾问库德洛在中美举行电话会议后表示，美国贸易代表莱特希泽目前对中国的政策表示满意。⁵

除此之外，中美第一阶段经贸协议明确提到：

一、如因自然灾害或其他双方不可控的不可预料情况，导致一方延误，无法及时履行本协议的义务，双方应进行磋商。

二、如中国认为其落实本章节义务的能力受到美国采取或未采取行动或美国内其他情况的影响，中国有权提出与美国进行磋商。”

今年以来，一方面受到新冠疫情的影响，另一方面美国对中国需要进口的芯片和不少高科技产品实行禁止或限制，中国从美国进口特定产品规模不及年初预期，按照中美第一阶段经贸协议双方应当进行磋商。从当前中美贸易磋商双方的表态来看，中美贸易摩擦暂时不会进一步升级，对我国明年出口影响预计有限。

（3）如果拜登当选又会如何？

一直以来，中美第一阶段贸易协议都是特朗普政府引以为豪的政绩，大选前夕特朗普政府显然不想撕毁协议。如果最终拜登当选，中美经贸往来又可能会有哪些变化呢？

从特朗普和拜登阵营宣布的大选纲领来看，其中对华政策强硬方面并无本质区别，但拜登阵营的主张有两点不同⁶：

一、反对加征关税。这对中国出口来说是有力的。

二、主张回归多边主义。这一点与中国的方针一致，但不排除未来美国拉拢欧日盟友一起向中国施压，这会使得中国出口进一步承压。

总结来看，由于受到疫情以及美国特朗普政府对中国限制芯片等高科技产品出口的影响，当前中美第一阶段经贸协议执行进度明显差于年初预期。不过目前而言中美经贸关系仍未有明显恶化，中美贸易摩擦暂时不会进一步升级，对我国明年出口影响预计有限。如果未来拜登当选，中美经贸关系走向以及对中国出口影响仍需进一步观察。

（4）海外国家“产业链回归本土”对我国出口的影响

过往的全球价值链高度依赖于跨多个大洲的领先企业和供应商之间联系，不过新冠疫情暴露了全球价值链的脆弱性。

疫情之下，一些海外国家声称要鼓励全球产业链回归本土，以实现产业链安全化、多元化以及稳定国内就业。更重要的是，某些关键商品的暂时性需求激增难以快速通过本土增加供应来满足，比如口罩和呼吸机等急需产品。

美国：2020年4月，美国总统特朗普曾称“这次疫情让美国学到了保障本国供应链的重要性，我们不能将美国的独立性‘外包’给他国，我们不能依赖他国，我们要将产品撤回美国生产，尤其是医药制品。”

日本：2020年4月，作为应对新冠疫情的对策，安倍政府在年度第一次补充预算中推出促

⁴ http://www.gov.cn/guowuyuan/2020-08/25/content_5537149.htm.

⁵ <http://news.hexun.com/2020-08-26/201944879.html>.

⁶ https://www.quancha.cn/HeWeiWen/2020_08_25_562773.shtml.

进供应链转移补助金制度。该制度主要分两大类：一方面是鼓励产业链（零部件与材料的采购及供应网）生产据点重返国内；另一方面促进海外产业链生产据点多元化。其中，鼓励产业链生产据点重返国内的预算共计 2200 亿日元（约合人民币 145 亿元），规定对于生产据点集中在海外和依赖进口的产品、零部件材料，若转移至日本国内建设生产据点，则补助最多四分之三的设备引进费，单项补助金额上限为 150 亿日元。对于促进海外产业链生产据点多元化的预算共计 235 亿日元，该项目支持日企将海外集中的生产据点迁至其他国家。⁷

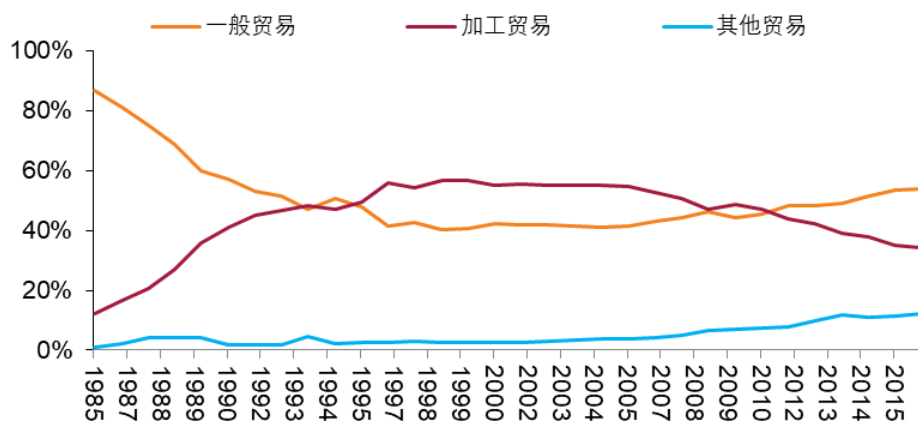
欧盟：8 月 31 日，在法国经济部的牵头之下，法国公共投资银行开始接受企业有关“战略工业回流扶助”的申请，鼓励 5 大重点行业生产回归法国本土。政府表示，补助金总额约 10 亿欧元，将放眼于 2030 年的法国，为长远做准备。

德国外交部 9 月 1 日推出印太政策指导方针，旨在寻求经济伙伴多元化，避免单一依赖。

欧洲理事会主席米歇尔 9 月 8 日在第 20 届布鲁塞尔经济论坛上表示，欧盟需要制定新路线，使其在疫情后实现战略性经济自治，在生产药品和加工方面更独立于亚洲和美洲的全球大国。⁸

海外国家在我国设立的产业链主要通过加工贸易进行出口，而加工贸易出口一直是我国出口的重要组成部分，虽然 2008 年金融危机以为占比有所下降，但近年来仍维持在 30%-40% 之间。如果明年海外国家“产业链回归本土”的步伐进一步加快，那么我国出口（特别是加工贸易出口）将会在一定程度上受到冲击。

图 42：我国出口类型



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 小结

展望明年我国出口，虽然随着疫情改善全球需求大概率回升，但发达经济体自身经济周期问题仍然不容忽视：美国去杠杆周期影响还在；日本消费税率变动所折射的后安倍时代经济金融和财政困扰；英国脱欧与欧盟复苏进程问题等，表明全球经济即使复苏仍然是一个复杂的进程。另外，中美贸易问题以及海外国家“产业链回归本土”可继续产生影响，所以虽然今年出口持续超预期，明年出口回升幅度可能相对有限。

回到国内债市，在 MLF 增量续作的情况下，流动性有所改善但仍处于紧平衡（而非宽松）状态中。如果央行能够通过精准流动性投放引导 DR007 稳定在 2.2% 附近，1 年同业存单利率稳定在 3% 附近，那么我们认为短期来看 10 年国债上限可能在 3.2% 附近，10 年国开在 3.7% 附近。中期内，债市的核心困扰仍在，防风险基调下，我们仍需关注政策和流动性变化，

⁷ https://m.thepaper.cn/newsDetail_forward_8889932.

⁸

https://tech.sina.com.cn/roll/2020-09-09/doc-iivhuipp3440899.shtml?cre=tianyi&mod=pcpager_fin&loc=1&r=9&rfunc=98&tj=none&tr=9.

特别是宏观状态的此消彼长。

4. 市场点评：资金面先松后紧，长债收益率小幅下行

本周央行公开市场净投放 2100 亿元，资金面先松后紧。周一，央行公开市场净回笼 200 亿，资金面稳中偏松；周二，央行公开市场净投放 4300 亿，开展 6000 亿 MLF 操作，资金面全天宽松；周三，央行公开市场净操作为 0，资金面先松后转紧，持续至尾盘；周四，央行公开市场净回笼 2300 亿，资金面全天非常紧张，尾盘转为宽松；周五，央行公开市场净投放 300 亿，早盘资金面延续紧张，尾盘转松。

本周资金面前松后紧，MLF 量增价平，债市情绪谨慎，长债收益率小幅下行。周一，资金面稳中偏松，债市情绪延续悲观，长债收益率冲高回落；周二，资金面全天持续宽松，MLF 超额续做，长债收益率明显下行；周三，债市情绪先扬后抑，长债收益率先下后上；周四，资金面收敛，午后股市拉高，债市情绪谨慎，长债收益率小幅震荡上行；周五，资金面处于紧平衡，午后股市大涨，市场情绪变化，债市整体走势震荡偏强，长债收益率小幅下行。

5. 一级市场

根据已公布的利率债招投标计划，下周将发行 80 支利率债，共计 2584.12 亿。其中地方债有 77 支，合计 2114.12 亿。

表 1：下周已披露发行计划利率债概况

招投标日期	债券简称	计划发行规模(亿)	期限(年)	招标方式	招标标的	是否增发	债券评级	票面利率(%)	利率类型
2020-09-21	20 山西债 30	8.06	7.00			否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 山西债 24	29.54	7.00			否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 宁波债 17	18.40	10.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 宁波债 19	42.80	10.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 农发 08	40.00	5.00	荷兰式	利率	否			固定利率
2020-09-21	20 宁波债 18	15.00	10.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 宁波债 23	6.00	30.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 山西债 27	11.81	20.00			否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 山西债 25	22.52	10.00			否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 山西债 26	30.58	15.00			否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 山西债 28	10.01	10.00			否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 山西债 29	4.00	15.00			否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 宁波债 20	4.10	10.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 宁波债 21	8.60	15.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 宁波债 22	8.50	20.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2020-09-21	20 农发 07(增 7)	30.00	3.00	荷兰式	价格	是		3.06	固定利率
2020-09-21	20 山西债 23	21.26	7.00			否	AAA		固定利率
2020-09-22	20 兵团债 08	12.42	10.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2020-09-22	20 青海债 23	15.94	7.00			否	AAA		固定利率
2020-09-22	20 青海债 24	8.90	7.00			否	AAA		固定利率
2020-09-22	20 兵团债 09	18.58	20.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2020-09-22	20 青海债 22	79.56	7.00			否	AAA		固定利率
2020-09-22	20 兵团债 10	8.24	15.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率
2020-09-22	20 兵团债 11	29.68	20.00	荷兰式	利率	否	AAA		固定利率

2020-09-22	20 青海债 27	8.28	30.00			否	AAA	固定利率
2020-09-22	20 青岛债 34	7.00	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-22	20 兵团债 12	10.08	30.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-22	20 青岛债 33	4.00	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-22	20 青岛债 35	8.00	15.00			否	AAA	固定利率
2020-09-22	20 青海债 26	6.38	15.00			否	AAA	固定利率
2020-09-22	20 青岛债 37	6.00	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-22	20 青海债 25	1.44	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-22	20 青岛债 36	16.50	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 新疆债 34	18.60	20.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 69	1.54	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 吉林债 44	48.95	20.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 吉林债 42	8.90	15.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 68	12.37	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 大连债 12	14.00	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 上海债 19	31.00	7.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 76	10.01	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 77	13.77	15.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 75	1.25	5.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 上海债 13	68.00	30.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 67	17.95	15.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 上海债 17	12.30	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 大连债 13	6.00	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 71	7.11	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 吉林债 45	40.52	30.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 新疆债 33	62.80	15.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 吉林债 43	7.00	10.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 上海债 18	44.20	5.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 66	6.10	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 上海债 16	84.00	15.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 上海债 20	305.20	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 70	7.27	15.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 上海债 14	39.00	5.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 大连债 14	1.00	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 74	5.58	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 73	7.72	15.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 上海债 21	89.50	15.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 吉林债 46	8.30	30.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 上海债 12	74.00	5.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 72	5.20	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 吉林债 41	17.32	10.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 78	5.92	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 上海债 15	10.80	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-23	20 湖南债 79	2.00	30.00			否	AAA	固定利率
2020-09-24	20 甘肃债 26	30.20	30.00			否	AAA	固定利率
2020-09-24	20 湖北债 107	206.02	7.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-24	20 甘肃债 22	74.64	30.00			否	AAA	固定利率

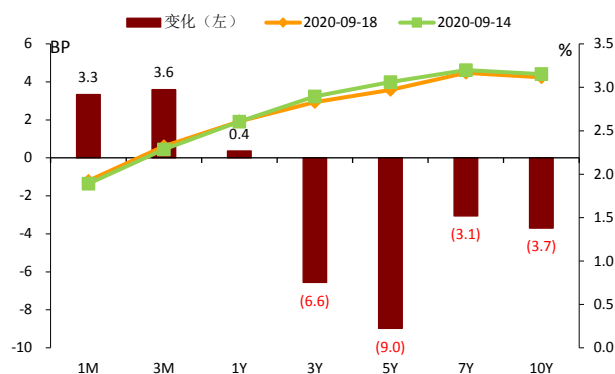
2020-09-24	20 甘肃债 28	7.00	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-24	20 甘肃债 24	4.43	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-24	20 甘肃债 23	47.09	7.00			否	AAA	固定利率
2020-09-24	20 甘肃债 27	3.70	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-24	20 甘肃债 23	47.09	7.00			否	AAA	固定利率
2020-09-24	20 甘肃债 27	3.70	10.00			否	AAA	固定利率
2020-09-24	20 甘肃债 25	120.57	20.00			否	AAA	固定利率
2020-09-25	20 上海债 24	19.50	5.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-25	20 贴现国债 47	400.00	0.50	混合式	价格	否		固定利率
2020-09-25	20 上海债 22	2.40	5.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率
2020-09-25	20 上海债 23	21.20	3.00	荷兰式	利率	否	AAA	固定利率

资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 二级市场

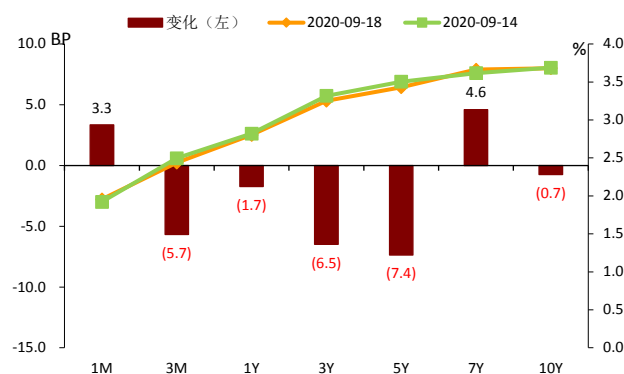
本周资金面先松后紧，MLF 超额续做，债市情绪先扬后抑，长债收益率小幅下行。全周来看，10 年期国债收益率下行 4BP 至 3.12%，10 年国开债收益率下行 1BP 至 3.68%。1 年与 10 年国债期限利差收窄 4BP 至 51BP。1 年与 10 年国开债期限利差扩大 1BP 至 88BP。

图 43: 10 年期国债收益率下行 4BP 至 3.12%



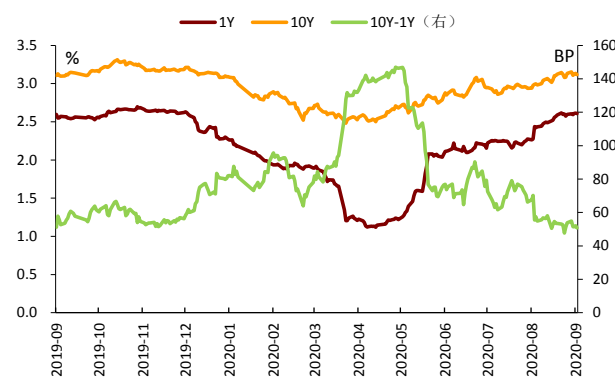
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 44: 10 年国开债收益率下行 1BP 至 3.68%



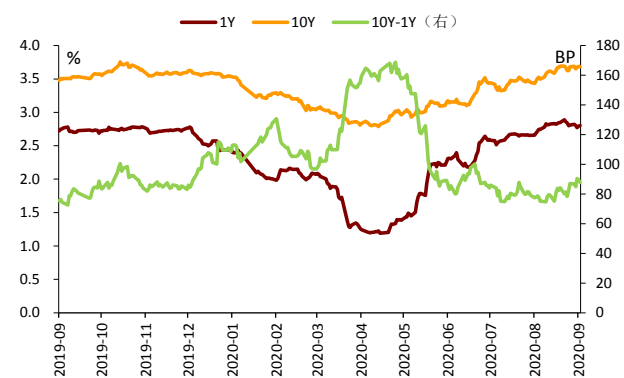
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 45: 1 年与 10 年国债期限利差收窄 4BP 至 51BP



资料来源: Wind, 天风证券研究所

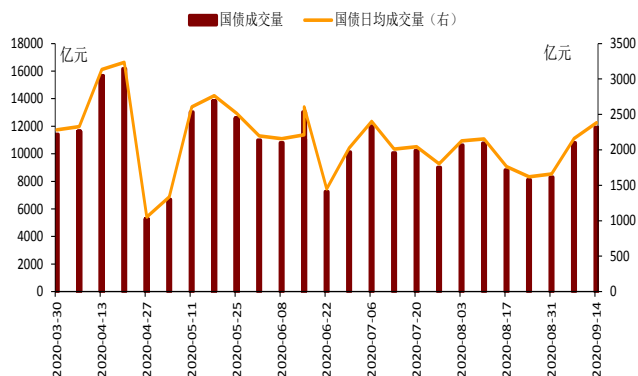
图 46: 1 年与 10 年国开债期限利差扩大 1BP 至 88BP



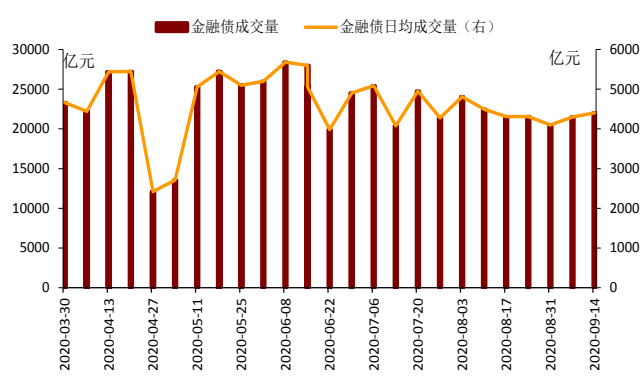
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 47: 银行间国债日均成交 2382 亿元

图 48: 银行间金融债日均成交 4405 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 资金利率

本周央行公开市场净投放 2100 亿元，资金面先松后紧。银行间隔夜回购利率上行 53BP 至 2.12%，7 天回购利率上行 19BP 至 2.28%；上交所质押式回购 GC001 上行 106BP 至 3.29%；香港 CNH Hibor 隔夜利率上行 47BP 至 2.67%；香港 CNH Hibor7 天利率上行 18BP 至 2.73%。

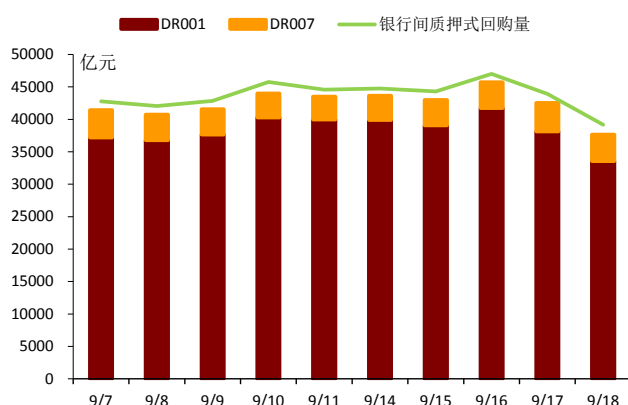
表 2：银行间市场质押式回购利率周变化

单位：%	DR001	DR007	DR014	DR021	DR1M	DR2M	DR3M	DR6M
2020-09-18	2.1247	2.2794	2.5532	2.8018	2.8441	2.8737	2.8378	/
2020-09-14	1.5908	2.0856	2.1524	2.5842	2.7371	2.8137	2.7760	/
涨跌幅 (BP)	53.39	19.38	40.08	21.76	10.70	6.00	6.18	/

资料来源：Wind，天风证券研究所

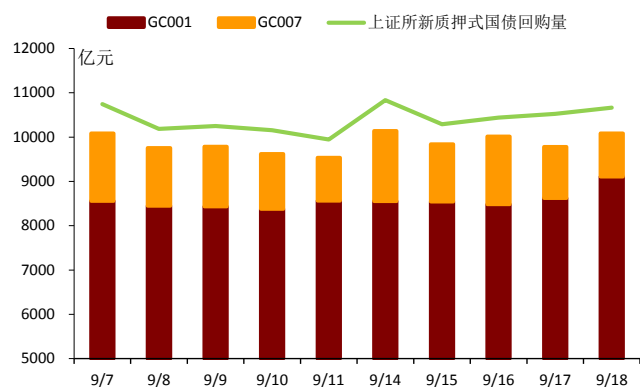
注：回购利率为存款类机构质押式回购加权利率

图 49：银行间存款类机构质押式回购规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：上交所新质押式国债回购规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：上交所新质押式国债回购利率周变化

单位：%	GC001	GC002	GC003	GC004	GC007	GC014	GC028	GC091
2020-09-18	3.2860	3.2360	3.2470	3.2420	3.2460	3.2430	3.0620	2.6610
2020-09-14	2.2230	2.2710	2.2900	2.2760	2.4000	2.4530	2.8060	2.6500
涨跌幅 (BP)	106.30	96.50	95.70	96.60	84.60	79.00	25.60	1.10

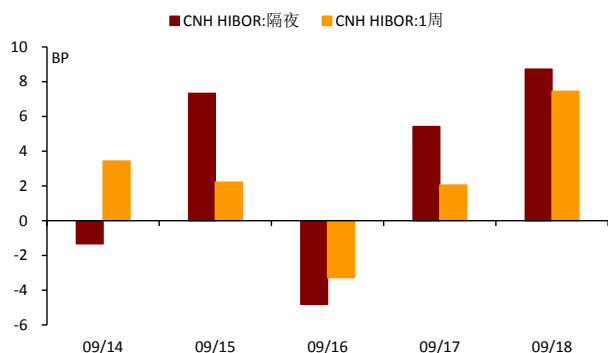
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4: 香港 CNHHibor 利率周变化

单位: %	CNH HIBOR: 隔夜	CNH HIBOR:1 周	CNH HIBOR:2 周	CNH HIBOR:1 个月	CNH HIBOR:3 个月	CNH HIBOR:6 个月	CNH HIBOR:9 个月	CNH HIBOR:12 个月
2020-09-18	2.6650	2.7300	2.7785	2.8185	2.8582	2.8977	3.0547	3.2277
2020-09-14	2.1962	2.5466	2.6118	2.7340	2.8018	2.8602	3.0167	3.2020
涨跌幅 (BP)	46.88	18.34	16.67	8.45	5.63	3.75	3.80	2.57

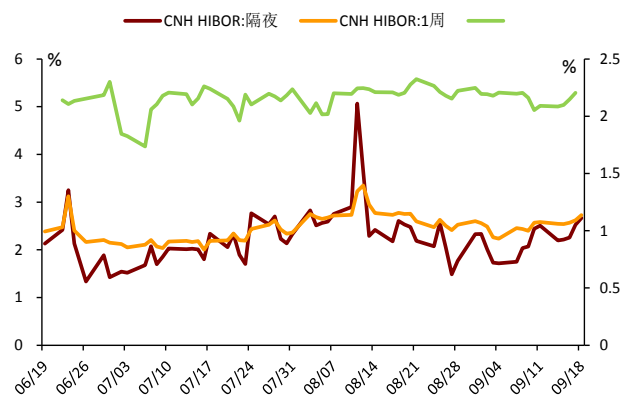
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 51: CNHHibor 利率日度变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 52: CNHHibor 利率与 DR007 利率变化对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

本周央行公开市场净投放 2100 亿元，资金面先松后紧。

表 5: 未来一个月公开市场到期情况

周	逆回购	MLF	国库现金定存	合计
2020-09-21 2020-09-27	4200	0	0	4200
2020-09-28 2020-10-04	0	0	0	0
2020-10-05 2020-10-11	0	0	0	0
2020-10-12 2020-10-18	600	0	0	600

资料来源: Wind, 天风证券研究所

8. 实体观察

8.1. 中观行业数据

房地产: 30 大中城市商品房合计成交 365.16 万平方米，四周移动平均成交面积同比上升 15.05%。

图 53: 十大城市商品房存销比

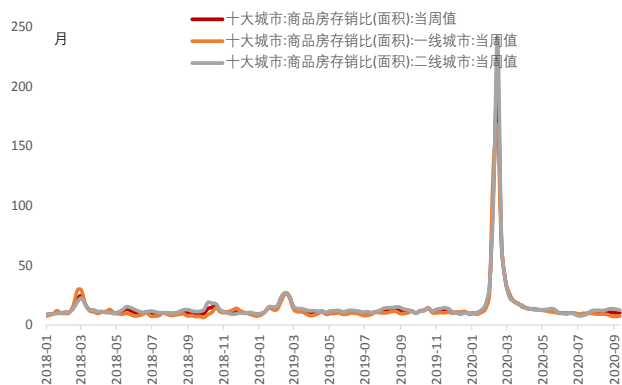


图 54: 上周商品房合计成交 365.16 万平方米

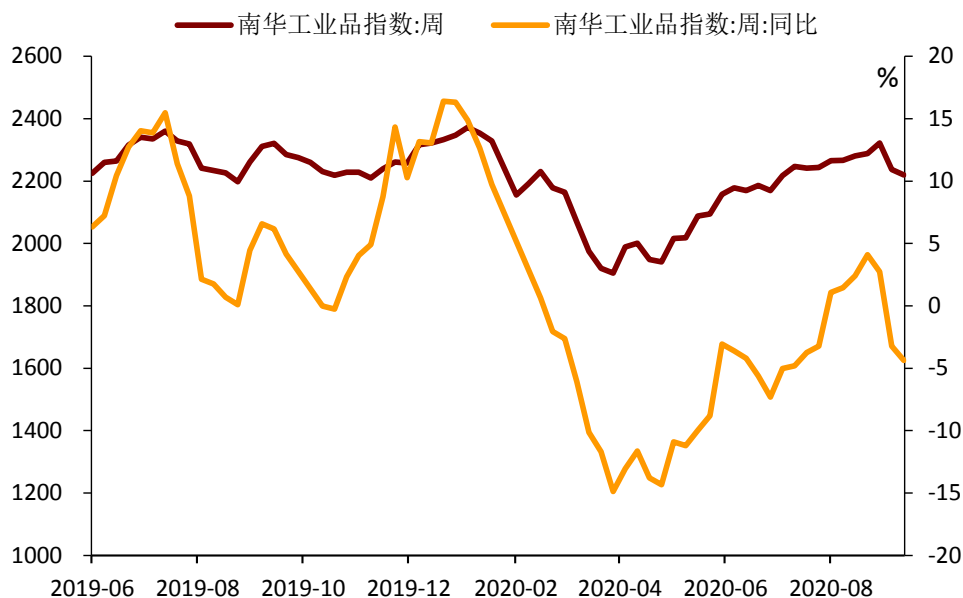


资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

工业: 南华工业品指数 2219.32 点, 同比下降 4.38%。

图 55: 南华工业品指数

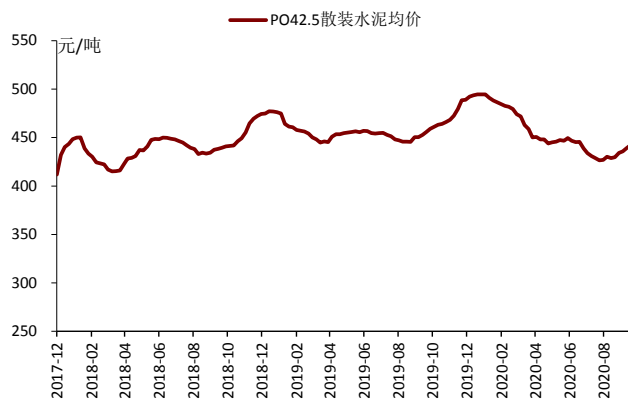


资料来源: 天风证券研究所

水泥: 全国普通 42.5 级散装水泥均价为 442.37 元/吨, 环比上升 0.70%。

钢铁: 上周螺纹钢下跌 29 元/吨, 热轧板卷下跌 10 元/吨。

图 56: 上周水泥价格环比上升 0.70%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 57: 上周螺纹钢下跌 29 元/吨, 热轧板卷下跌 10 元/吨



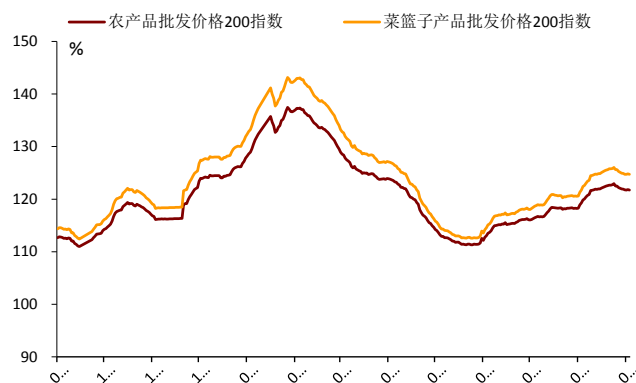
资料来源: Wind, 天风证券研究所

8.2. 通胀观察

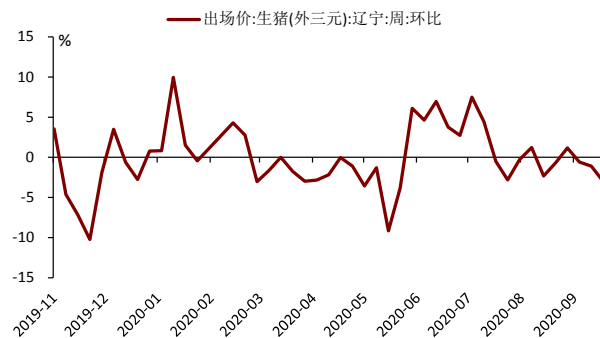
上周农产品批发价格 200 指数环比下跌 0.61%; 生猪出场价环比下降 3.03%。

图 58: 上周农产品批发价格 200 指数环比下跌 0.61%

图 59: 生猪出场价环比下降 3.03%



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

9. 国债期货：国债期货价格小幅上涨

表 6: 国债期货一周主要数据变动

	收盘价	收盘价涨跌幅(%)	结算价	结算价涨跌幅(%)	持仓量(亿元)	持仓量变动(亿元)	日均成交额(亿元)	日均成交额变动(亿元)
TF2012	99.95	0.22	99.92	0.17	56291	-1708	255.21	-27.98
TF2103	99.61	0.24	99.56	0.19	976	147	3.55	1.03
T2012	97.87	0.01	97.83	-0.09	102919	2619	632.38	2.48
T2103	97.43	-0.04	97.41	-0.10	2843	530	7.61	1.78

资料来源: Wind, 天风证券研究所

10. 利率互换：利率总体下行

表 7: 银行间回购定盘利率互换一周数据变动

	3M	6M	9M	1Y	2Y	3Y	5Y	5Y-1Y
2020/9/16	/	2.3830	2.4170	2.4235	2.5356	2.6766	2.8107	0.39
2020/9/14	0.0000	2.4623	2.5049	2.5362	2.6332	2.7334	2.9057	0.37
变动(BP)	/	-7.93	-8.79	-11.27	-9.76	-5.68	-9.50	0.02

资料来源: Wind, 天风证券研究所

11. 外汇走势：美元指数小幅下行

图 60: 人民币对美元汇率



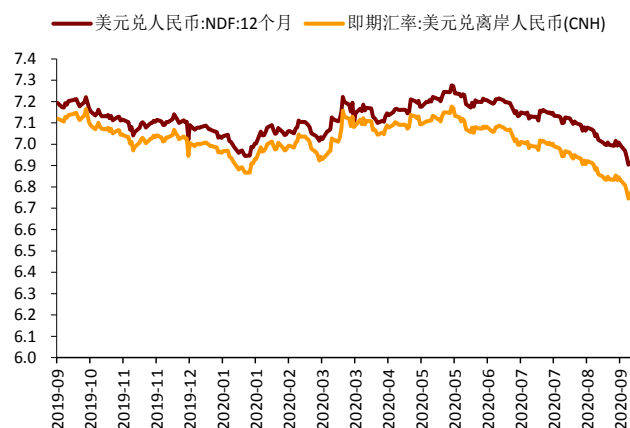
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 61: 美元指数



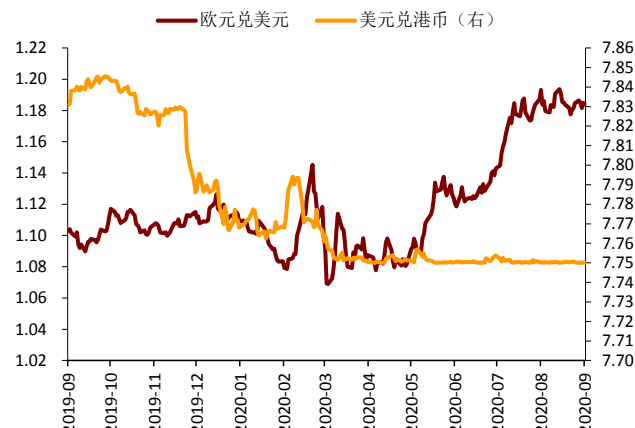
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 62: 美元兑人民币 NDF 和 CNH



资料来源: Wind, 天风证券研究所

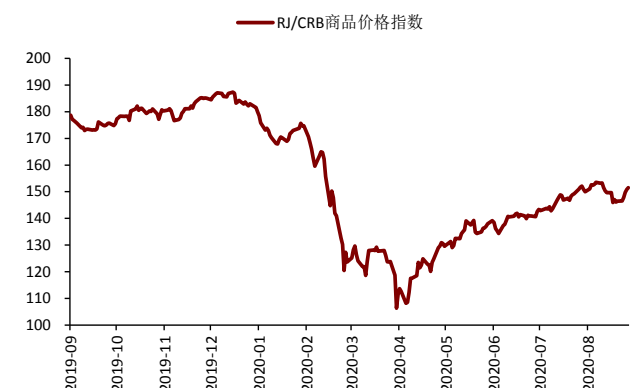
图 63: 美元与主要货币汇率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

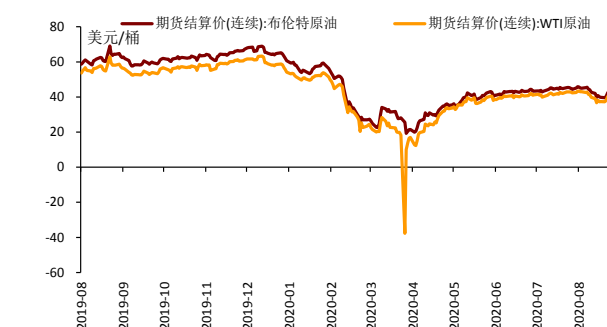
12. 大宗商品：原油价格继续上行

图 64: 大宗商品价格指数



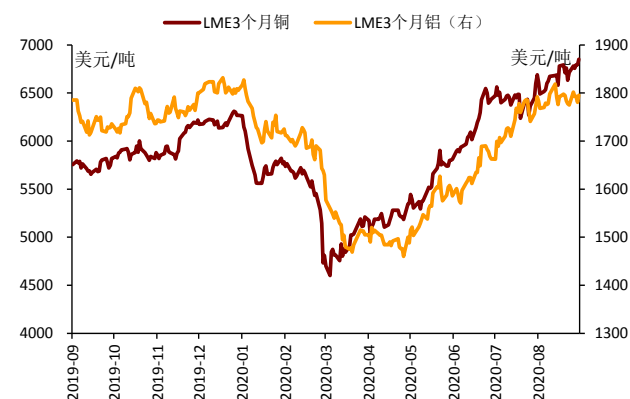
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 65: 原油价格



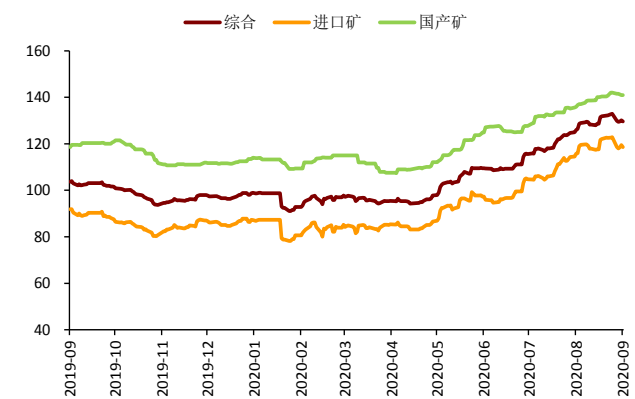
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 66: 铜和铝价格



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 67: 铁矿石价格



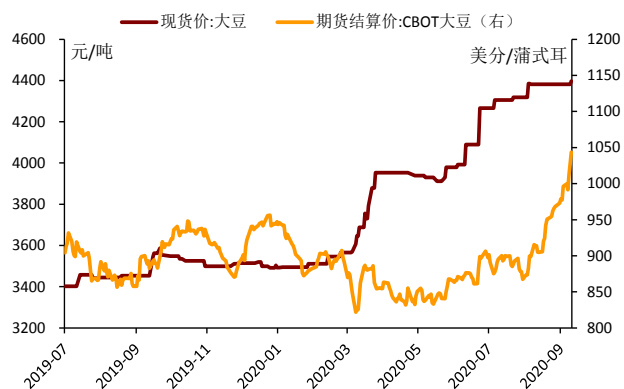
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 68: 大豆现货价格和期货价格

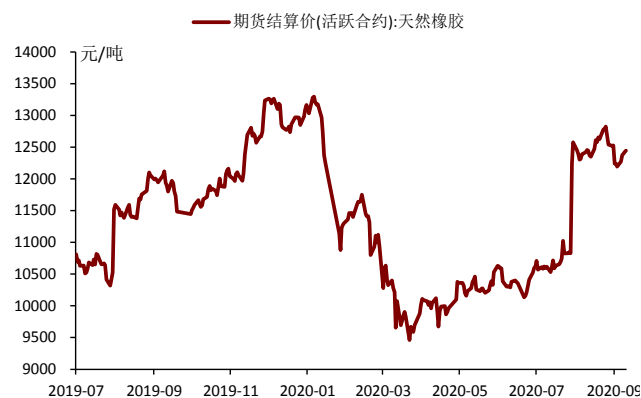


图 69: 天然橡胶期货价格





资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

13. 海外债市：美债收益率小幅上行

图 70：美国 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 71：德国 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 72：意大利 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 73：日本 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com