

10 月月度策略报告

2020-9-22

宏观分析

报告摘要：

- **核心观点：**1) **投资回升动力切换，线下消费仍有上行空间。**8 月份国内经济回升速度加快，投资、消费、出口数据全面回暖，随着地产融资的逐渐收紧以及政府债券发行资金的落地，投资回升动力预计将逐渐切换至基建和制造业为主，同时部分线下可选消费仍存较大修复空间；2) **宽财政落地，逆周期政策退出提上日程。**政府发债提速，宽财政发力，货币政策则边际趋紧，在当前经济恢复加快的背景下，后续逆周期政策的退出预计也将逐渐提上日程，未来核心关注重点在于政策退出的节奏与经济回升的匹配程度，但从当前经济环境看，尚不存在大幅收紧政策的基础；3) **海外经济持续修复，出口预计仍将回升。**在全球经济持续修复叠加宽松货币政策的背景下，我国出口预计仍将处于高景气区间，优秀的抗疫成果同时也增强了我国制造业的对外竞争能力。未来疫苗的推出将助推全球经济修复的进一步上行，而风险点则在于美联储当前宽松货币政策的退出节奏；4) **周边形式紧张，资金风险偏好下行。**近期中印冲突、台海局势紧张，其实也可以说是中美矛盾的一种折射现象。周边形势的紧张一方面会增加资金的避险情绪，北向资金加速流出，另一方面可能也会对未来出口贸易的恢复形成一定的抑制作用；5) **结构性行情分化，未来预计维持震**

投资经理 崔红建
cuihongjian@shifengamc.com

投资经理 郭锋
guofeng@shifengamc.com

研究员 边康祥
biankangxiang@shifengamc.com

联系人 魏翔翔
021-61093233
office@shifengamc.com

目录

一、报告期内宏观经济分析 3

二、对当月经济数据和市场数据点评19

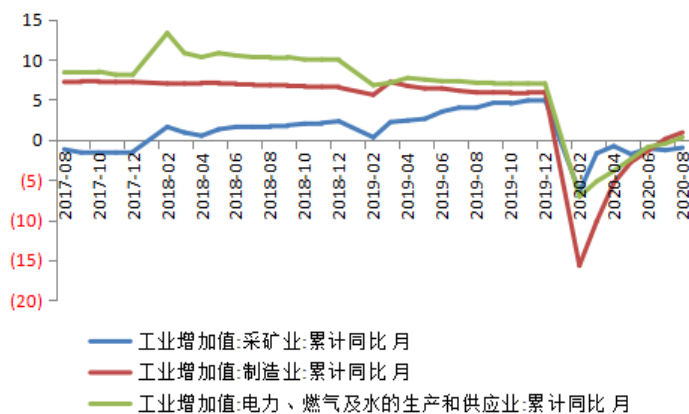
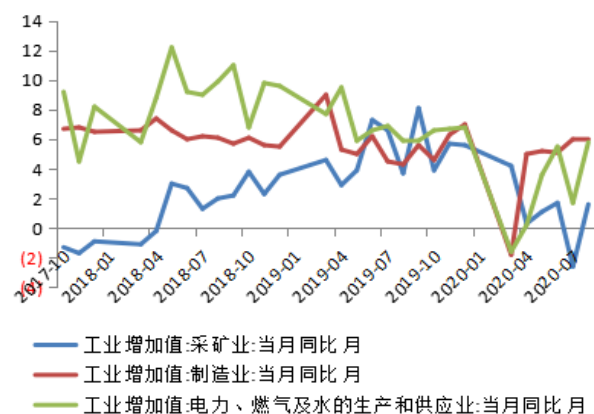
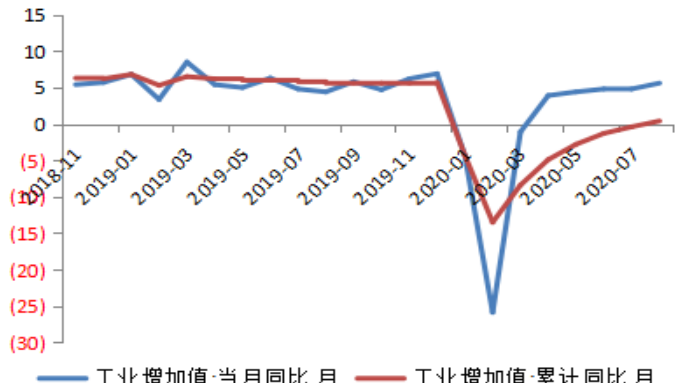
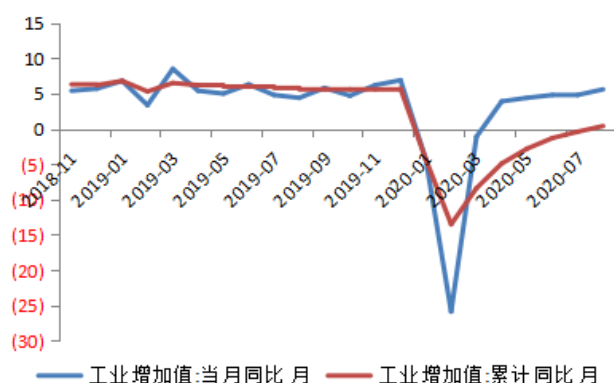
三、对未来宏观经济和证券市场的展望20

四、操作结论22

一、报告期内宏观经济分析

8 月份经济回升速度加快，工业生产数据进一步上行，基建投资、地产投资景气度维持高位，制造业投资和消费也出现了明显的回升，具体数据如下：

工业增加值再次回升。8 月份工业增加值同比上升 5.6%，较月上升 0.8pct；1-8 月工业增加值累计同比增加 0.4%，较 1-7 月份回升 0.8pct，年内首次转正。其中，8 月份采矿业工业增加值同比增加 1.6%，较 7 月份上升 4.2pct；电力、燃气和水供应增加值同比上升 5.8%，较 7 月份上升 4.1pct；制造业工业增加值同比上升 6.0%，与 7 月持平。8 月份工业增加值数据再次上行，主要受到采矿业、电力燃气水供应行业景气度上行的影响，或与洪涝灾害的影响逐渐消退有关。



制造业 PMI 小幅回落。8 月制造业 PMI 为 51.0，较 7 月份回落 0.1，其中大企业 PMI 为 52.0，与 7 月份持平；中型企业 PMI 为 51.6，较 7 月份上升 0.4；小型企业 PMI 为 47.7，较 7 月份回落 0.9。8 月非制造业 PMI 为 55.2，较 7 月份上升 1.0，其中建筑业 PMI 为 60.2，较 7 月份回落 0.3，服务业 PMI 为 54.3，较 7 月份回升 1.2。从结构上看，PMI 当中需求端强于供给端，8 月 PMI 生产指数 53.5，较上月回落 0.5，PMI 新订单指数 52.0，较上月回升 0.3，库存指数收缩而产品价格

数据扩张，均显示出当前较高的需求景气度。出口方面，PMI 新出口订单指数 49.1，较上月回升 0.7，出口需求连续三个月回暖，本月回升速度放缓，当前仍处于荣枯线以下水平。此外，值得注

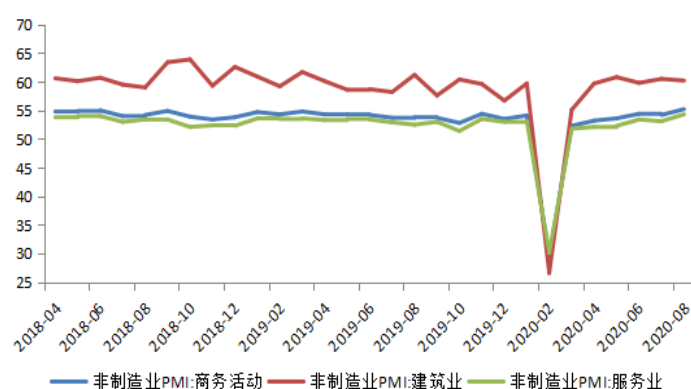
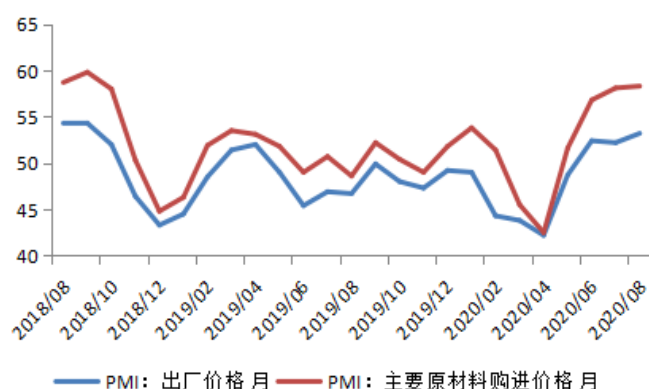
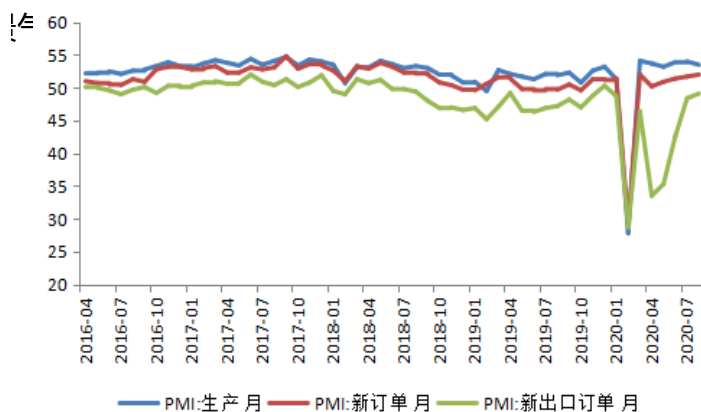
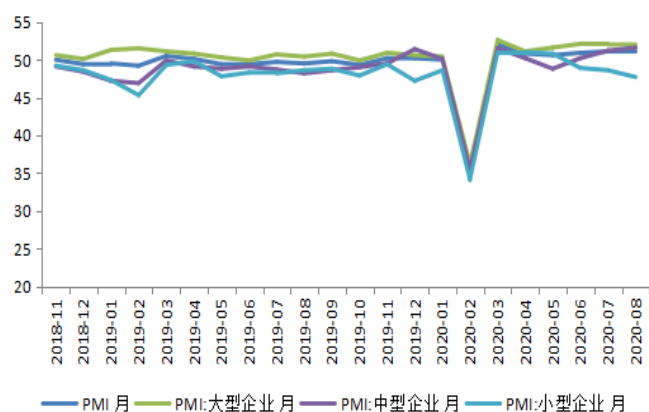
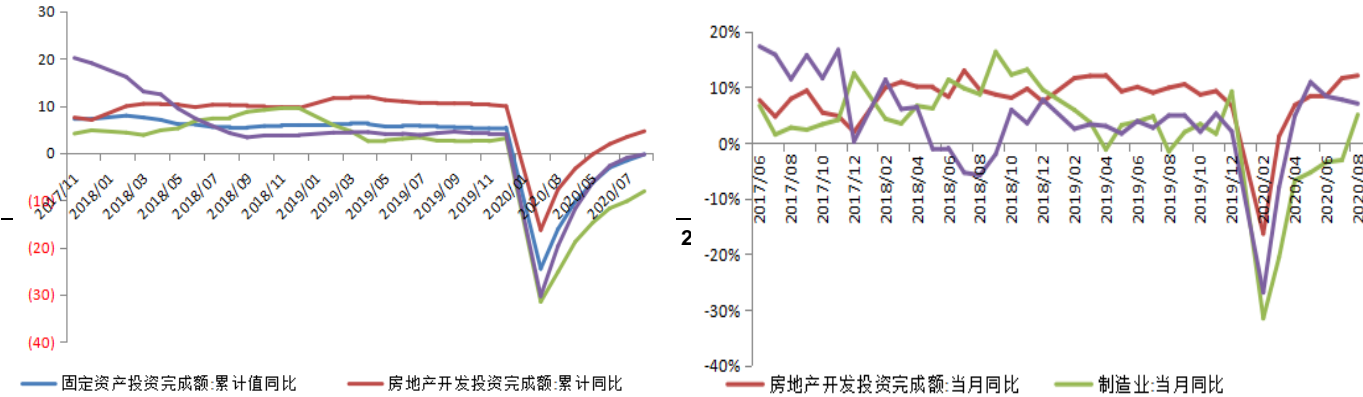
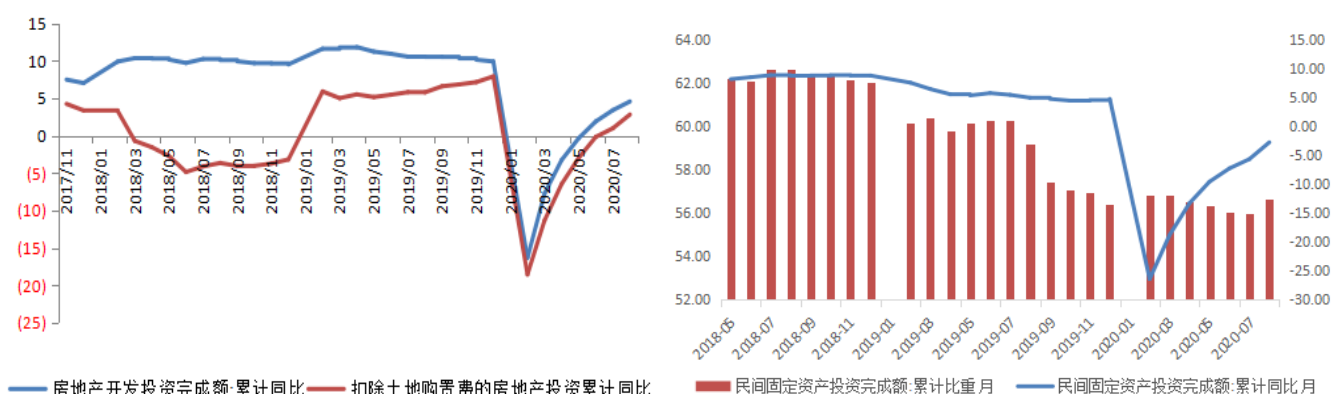


表 2：PMI 及 PMI 分项指标

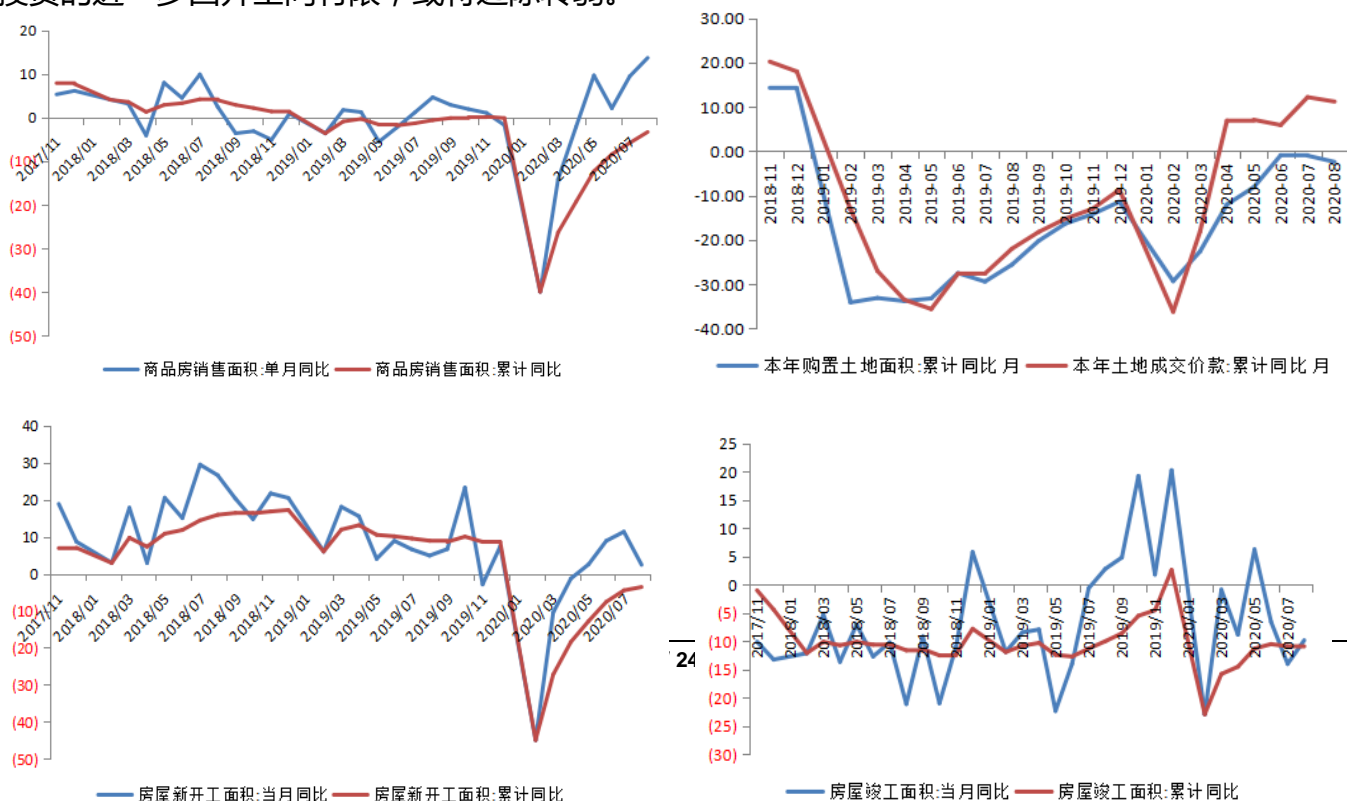
指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	51.00	51.10	收缩
生产端	PMI：采购量	51.70	52.40	收缩
	PMI：生产	53.50	54.00	收缩
需求端	PMI：新订单	52.00	51.70	扩张
	PMI：新出口订单	49.10	48.40	扩张
	PMI：进口	49.00	49.10	收缩
库存	PMI：产成品库存	47.10	47.60	收缩
	PMI：原材料库存	47.30	47.90	收缩
价格	PMI：购进价格	58.30	58.10	扩张
	PMI：出厂价	53.20	52.20	扩张
就业	PMI：从业人员	49.40	49.30	扩张

投资增速继续回升。1-8 月全国固定资产投资累计增速-0.3%，较 1-7 月降幅收窄 1.3pct。固定资产投资累计降幅持续收窄。从单月数据看，基建投资 8 月增速 7.0%，较上月回落 0.7pct；房地产投资单月增速 12.1%，较上月上升 0.5pct；制造业投资单月增速 5.0%，较上月大幅回升 8.1pct（19 年同期低基数，中美贸易摩擦升级影响）。8 月基建投资增速环比回落，或与资金发行尚未落地有关，地产投资和制造业投资环比上行，尤其是制造业投资的修复速度明显加快。

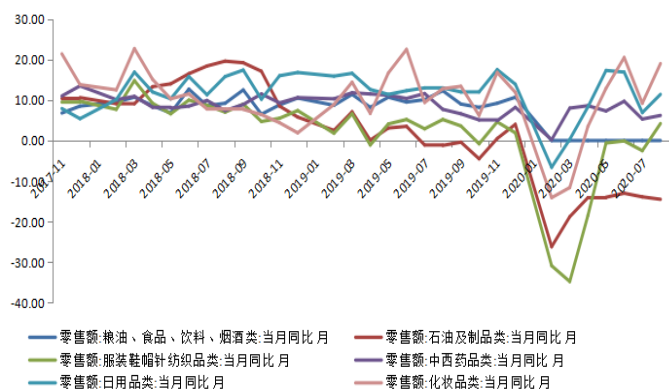
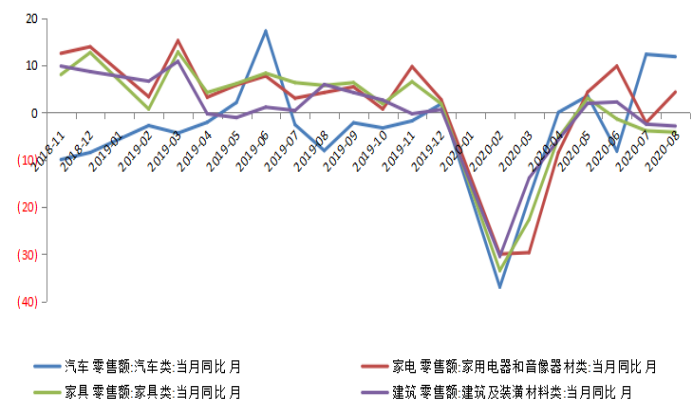
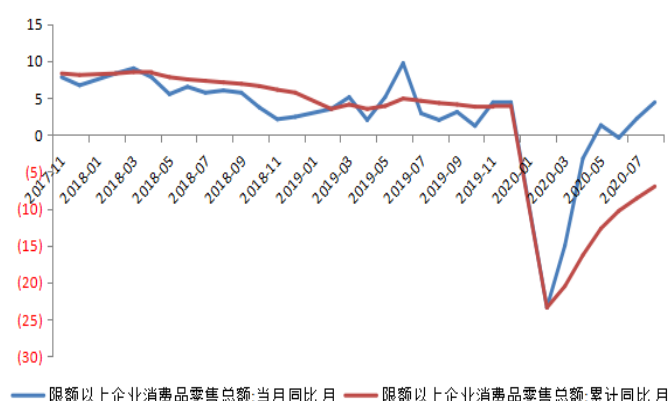
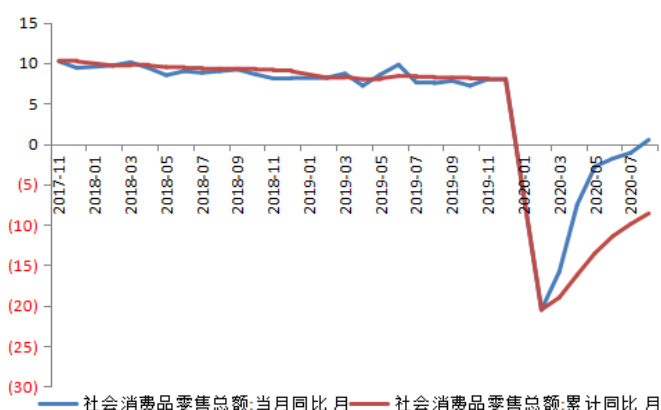




地产景气进一步上升。8月单月销售面积增速13.7%，较上月回升4.2pct；销售金额同比增速27.1%，较上月回升10.5pct；新开工面积同比增速2.4%，较上月回落8.9pct；竣工面积同比增速-9.8%，较7月回升4.2pct，新开工数据回落，竣工数据跌幅收窄；土地购置面积同比-7.6%，较7月回落5.8pct；土地成交价款同比+8.0%。资金方面，8月地产资金开发来源同比增速19.1%，较上月上升2.9pct。其中定金及预收款8月增速36.6%，个人按揭贷款8月增速22.5%，与当前地产销售较好形成呼应。从地产数据来看，房地产投资、销售持续上行，但部分先行指标有所走弱，如新开工数据增速下滑，土地购置面积增速连续两月出现负增长，并且随着房地产行业贷款的逐渐收紧（8月房地产资金来源当中的国内贷款渠道同比-3%，较7月大幅回落17.2pct），预计地产投资的进一步回升空间有限，或将边际转弱。



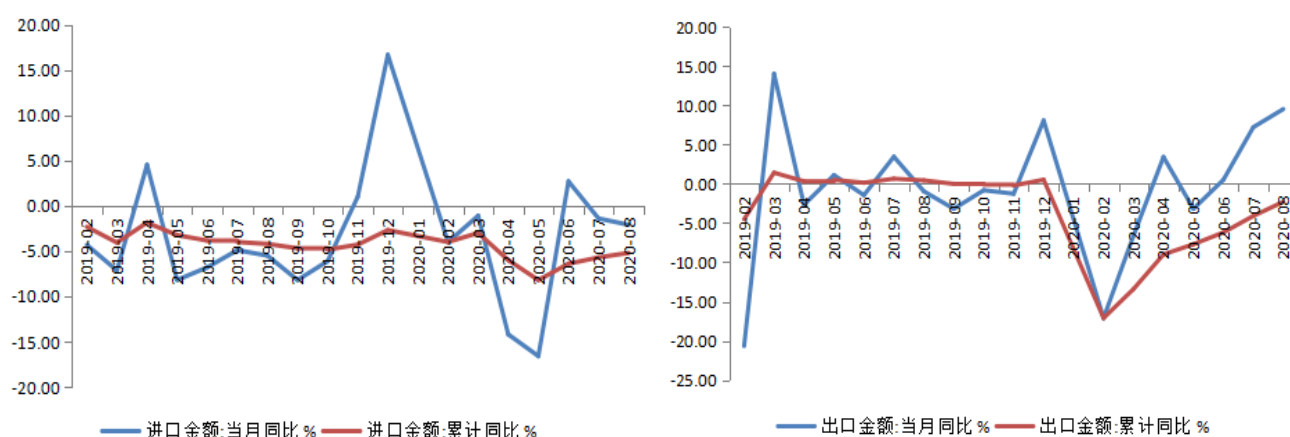
消费增速回升。8月社零增速0.5%，较7月回升1.6pct。限额以上社零增速4.4%，较7月回升2.2pct。其中网上商品和服务零售总额同比增速13%，较7月回落6pct，线上线下消费增速出现反转，线下增速企稳而线上增速下滑。耐用消费品方面，汽车单月消费增速11.8%，维持较高的景气度；家电单月消费增速4.3%，较上月回升6.5pct；家具单月增速-4.2%，较上月回落0.3pct；通讯器材单月增速25.1%，较上月回升13.8pct，耐用消费品整体表现出较为明显的回暖，地产产业链消费品景气度上行。非耐用消费品方面，粮油和食品同比增长4.2%，饮料同比增长12.9%，烟酒消费同比增长3.1%，服装纺织同比增长4.2%，石油制品消费增速仍大幅下滑14.5%。消费行业依然处于逐渐回升态势当中，结构上呈现两条主线分化，一是大小企业的分化，限额以上企业的恢复速度相对较快；二是线上线下消费的分化，线上消费转弱，线下消费逐渐走强，如餐饮消费，8月单月增速为-7.0%，较上月跌幅收窄4pct。



		20-Jul	20-Jun	结构占比
耐用消费品	汽车	11.8	12.3	28%
	家用电器	4.3	-2.2	6%
	家具类	-4.2	-3.9	2%
	建筑装潢	-2.9	-2.5	2%
	金银珠宝	15.3	7.5	2%
	通讯器材	25.1	11.3	3%
非耐用消费品	食品	4.2	6.9	15%
	石油制品	-14.5	-13.9	13%
	服装鞋帽	4.2	-2.5	10%
	中西药品	6.2	5.3	6%
	日用品类	11.4	6.9	4%
	文化办公	9.4	0.5	2%
	书报杂志	15.2	12.8	2%

化妆品	19.0	9.2	1%
体育娱乐	8.9	7.6	1%

出口结构改善。8月进口增速-2.1%，较7月回落0.7pct，出口增速9.5%，较7月回升2.3pct。分区域看，进口方面，对美进口增速1.8%，较上月增速回落1.8pct；对欧盟进口增速-4.6%，较上月回落4.9pct；对日本进口增速-0.9%，较上月回落6.0pct。出口方面，对美出口增速20.0%，较上月上升7.5pct；对欧盟出口增速-6.5%，较上月降幅扩大3.0pct；对日本出口增速-0.8%，较上月跌幅收窄1.2pct。分产品看，与防疫相关产品的出口增速进一步回落，医疗仪器出口增速39%，较上月回落39pct，纺织纱线出口增速47.0%，较上月回落1.4pct。高新技术和机电产品出口增速维持高位，前者8月出口增速11.9%，后者出口增速11.8%。服装及衣物出口增速3.5%，增速较上月回升11.8pct，全球贸易逐渐恢复，出口结构持续改善。进口方面，8月进口数据持续负增长。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量分别同比+67.1%、+12.6%、+5.8%，进口金额分别同比+67.2%、-24.6%、-4.9%，大宗原材料进口增长依然较快，但增速边际上出现明显下滑。机电类产品进口同比+3.4%，较上月回落1.9pct，高新技术产品进口同比6.7%，较上月回升1.7pct，大豆进口数量增速1%。进口数据整体处于弱势震荡区间。



PPI环比继续回升。8月CPI同比为2.4%，较7月份增速回落0.3pct，食品CPI同比增长11.2%，增速较7月份回落2.0pct，其中，猪肉同比上升52.6%，环比上升1.2%，鲜果同比下降19.8%，环比下降0.4%，鸡蛋同比下降11.0%，环比上升9.4%，蔬菜同比上升11.7%，环比上升6.4%。8月非食品CPI同比增速0.1%，较7月回升0.1pct，生活用品及服务、居住、交通通信、文化娱乐等行业的价格数据较为稳定。8月PPI同比为-2.0%，较7月份降幅收窄0.4pct，其中生产资料同比增速-3.0%，较7月份跌幅收窄0.5pct，生活资料同比增速0.6%，较7月份增速回落0.1pct。PPI数据如预期环比继续回升，受原油、铜矿、铁矿石等价格上行的影响，石油和天然气开采、石

油和煤炭加工、化学原料和化学制品、黑色冶炼和加工、有色冶炼和加工等行业 PPI 数据跌幅仍在收窄，并且最新的大宗原材料价格数据依然在震荡上行，PPI 数据仍有进一步改善空间。短期来看，CPI 下行叠加 PPI 上行趋势依然较为明确。

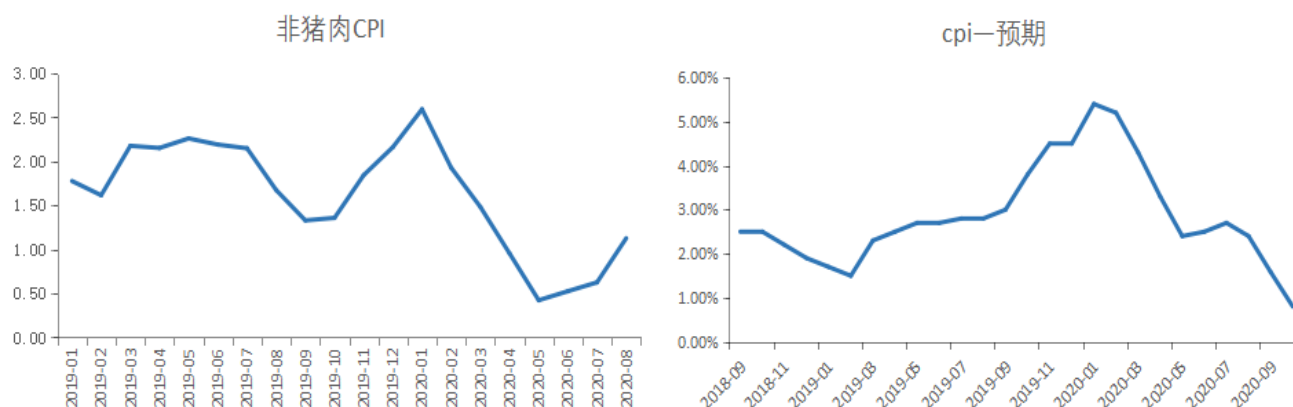
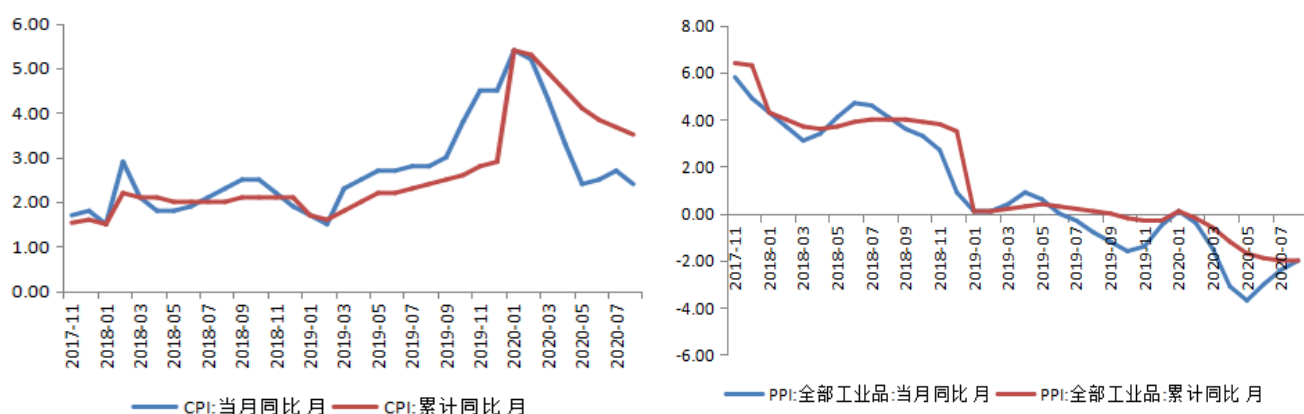


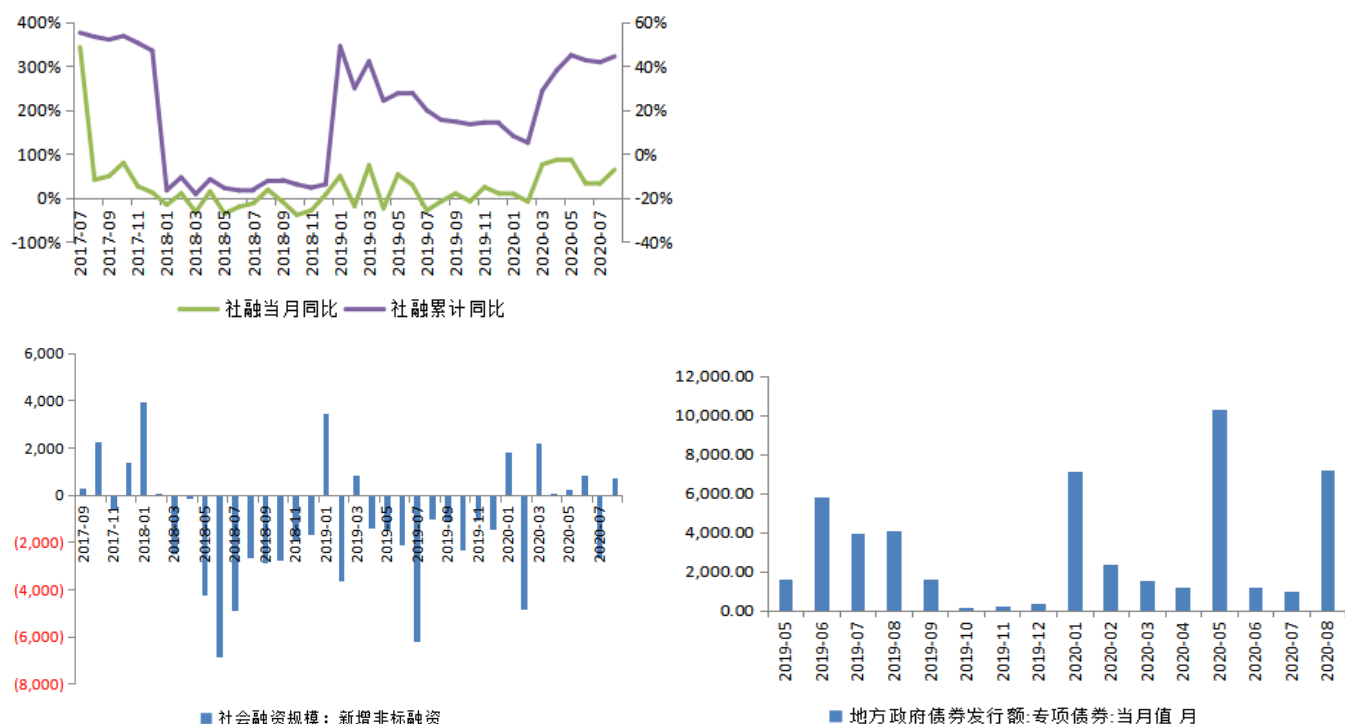
表 3：总体宏观数据及预测值

		202009F	Aug-20	Jul-20
生 产	工业增加值	6.5%	5.6%	4.8%
	PMI		51.0%	51.1%
	发电量		6.8%	1.9%

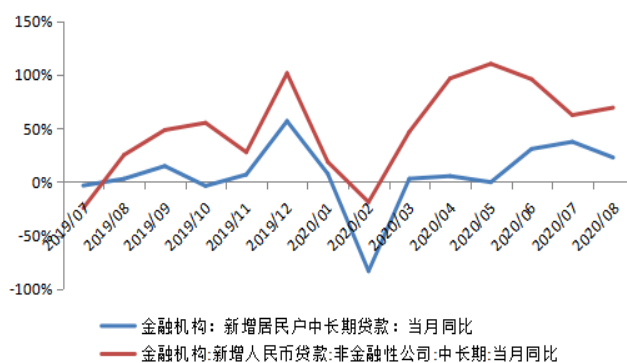
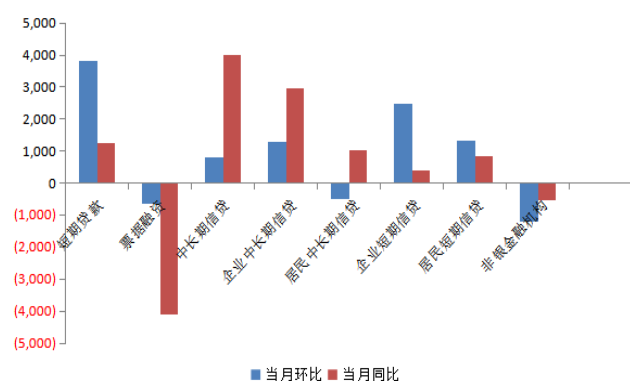
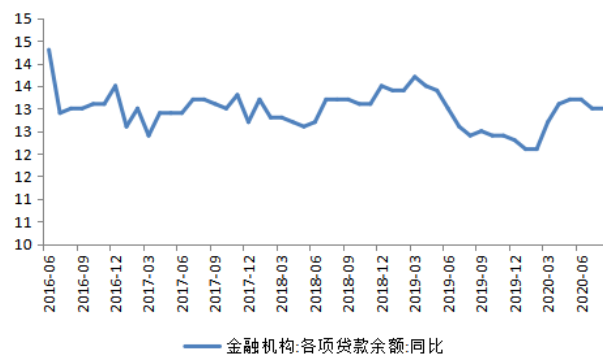
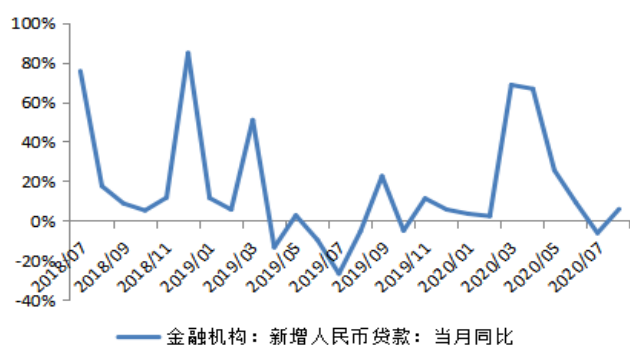
需求	社会消费品零售	4.5%	0.5%	-1.1%
	固定资产投资(累计)	1.1%	-0.3%	-1.6%
	出口	7.5%	9.5%	7.2%
	进口	-0.5%	-2.1%	-1.4%
	贸易顺差:亿美元	0	589.3	623.3
物价	CPI	1.7	2.4	2.7
	PPI	-1.9	-2	-2.4
货币	M1 增速		8.00	6.90
	M2 增速	10.80	10.40	10.70
	剪刀差		(2.40)	(3.80)
	汇率：美元/人民币	6.84	6.86	6.98
	社会融资规模：亿元		35823	16928
财政	财政收入增速		5.3%	4.3%
	财政支出增速		8.7%	18.5%

新增社融增速回升。8月新增社融3.58万亿，同比增长63%，较7月份回升32pct；1-8月累计新增社融同比增长44%，较1-7月份回升3pct。从结构上看，新增非标融资合计为710亿，同比扩张1725亿，其中新增委托贷款-415亿，同比降幅收窄98亿，新增信托贷款-316亿，同比降

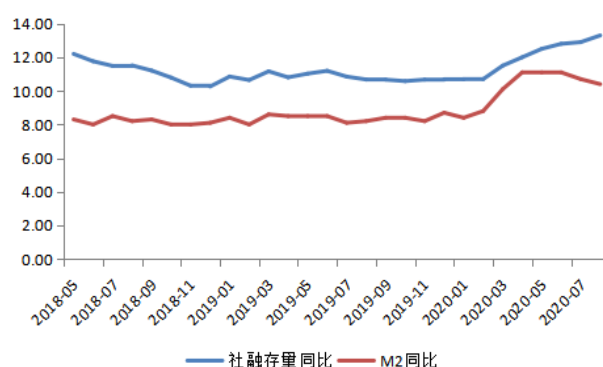
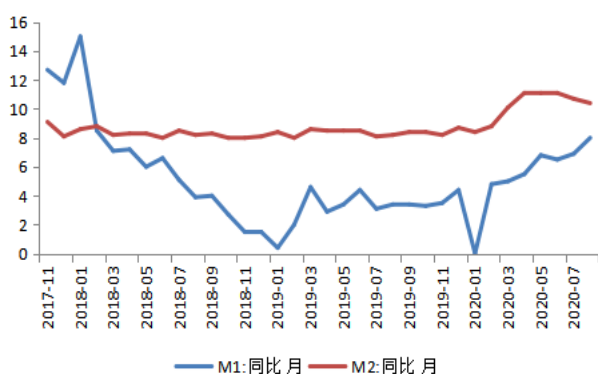
幅收窄 342 亿，新增银行未贴现承兑汇票 1441 亿，同比扩张 1284 亿；新增人民币贷款 1.42 万亿，同比增加 1156 亿，新增政府债券 1.38 万亿，同比增加 8729 亿，新增企业债券 3633 亿，同比增加 249 亿。从社融数据看，社融整体增速大幅回升，主要受到政府债券发行及非标融资扩张的影响，政府债券的加速发行验证了此前我们对于财政下半年加大发力的判断，非标的重回扩张则更多体现了当前货币政策更加强调稳定及灵活针对性的调控。此外，从 9 月至今的政府债券融资规模看，国债+地方政府债已累计净融资 8000 亿以上，同比依然处于大幅扩张的态势，财政的发力预计仍将持续。



新增信贷结构向好。8月新增人民币信贷1.28万亿，同比增长6%，1-8月份累计新增人民币贷款14.4万亿，同比增长20%。从结构上看，票据融资-1676亿，同比减少4102亿，居民短贷2844亿，同比增加846亿，居民长贷5571亿，同比增加1031亿，企业短贷47亿，同比增加402亿，企业长贷7252亿，同比增加2967亿，非银金融机构贷款-1474亿，同比减少529亿。新增信贷整体增速较上半年明显放缓，但结构上依然维持良好态势，企业中长期贷款增速维持高增长，今年以来基建及地产行业的持续回升为制造业扩大再生产提供了较强的支撑动力。



M2、M1 缺口继续收敛。8 月 M1 同比增速 8.0%，较 7 月份增速回升 1.1pct，其中流通中货币同比增速 9.4%，增速较上月回落 0.5pct，单位活期存款同比增速 7.8%，较 7 月份提升 1.3pct；8 月份 M2 增速 10.4%，较 7 月份下降 0.3pct，其中单位定期存款同比增速 9.1%，较 7 月份下降 0.4pct，个人存款同比增速 13.6%，较 7 月份上升 0.1pct，其他存款同比增速 7.0%，较 7 月份回落 5.3pct。8 月 M1 与 M2 再次出现背离，M2-M1 剪刀差进一步收窄，社融存量与 M2 的缺口则继续拉大，宽松的政策效果逐渐体现在实体经济层面，在整体货币环境趋近的背景下，资金往实体经济的转移或会对金融市场流动性形成一定的压力。



财政缺口有所扩大。8月份财政收入同比增速5.3%，较7月增速回升0.9pct，其中中央财政收入增速3.5%，较7月份回落1.1pct；地方财政收入增速6.9%，较7月份回升2.8pct。从分项看，税收收入增速7.0%，非税收入同比-1.5%，税收收入当中，企业所得税8月增速14.1%，较上月回升12.5pct；增值税8月增速3.7%，较上月回升6.7pct，企业经营层面持续好转，个人所得税、房产税、土地增值税等税种增速有所回落，整体看财政收入表现逐渐回暖，且以企业经营改善为主线。财政支出方面，8月财政支出同比8.7%，较7月回落9.7pct，其中中央财政支出同比增速-10.8%，较7月份回落7.6pct；地方财政支出同比增速12.8%，较7月份增速回落10.7pct。从支出的项目看，社会保障和就业支出同比+34.4%，教育支出同比增速22.3%，科学技术支出同比增速16.6%，农林水事务支出同比-8.2%，交通部运输支出同比增速19.4%。财政支出增速回落，社会保障领域的支出力度环比下行，而基建类支出还未明显提升。8月政府性基金收入增速7.7%，增速较7月份回落3.7pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速14.6%，较7月回落5.6pct；政府性基金支出增速31.4%，增速较7月份回升24.9pct，政府性基金支出明显提速，与政府债券的加速发行形成呼应。财政赤字方面，8月份，一般公共预算和政府性基金合计赤字7430亿元，同比扩张2759亿元。1-8月累计，一般公共预算和政府性基金合计赤字4.0万亿元，同比扩张1.7万亿元，财政缺口扩大。随着财政收入的逐渐平稳，政府债支出的加快落地，预计后续社会投资仍将维持高位，信用环境的修复或将延续。

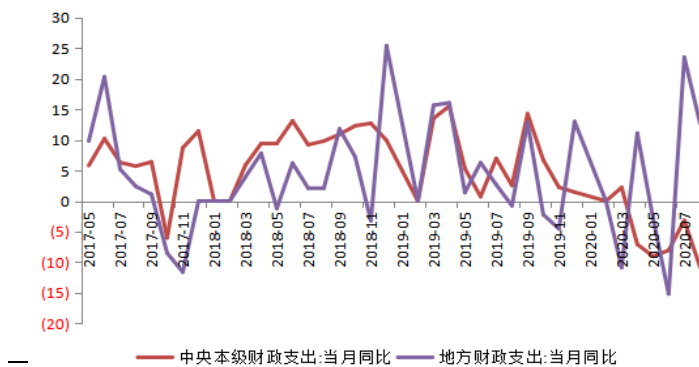
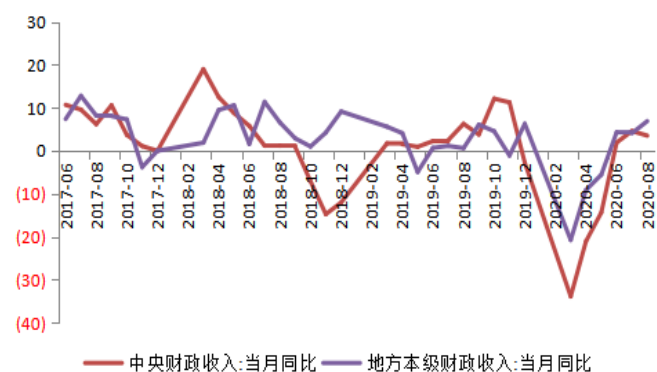
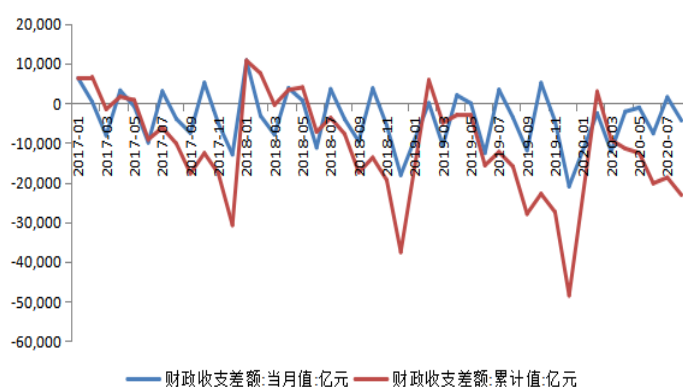
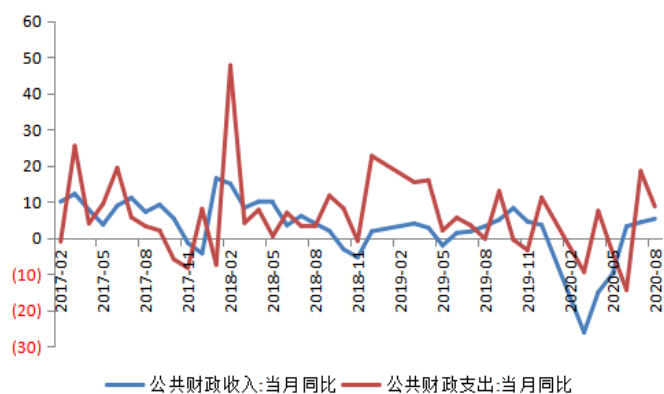
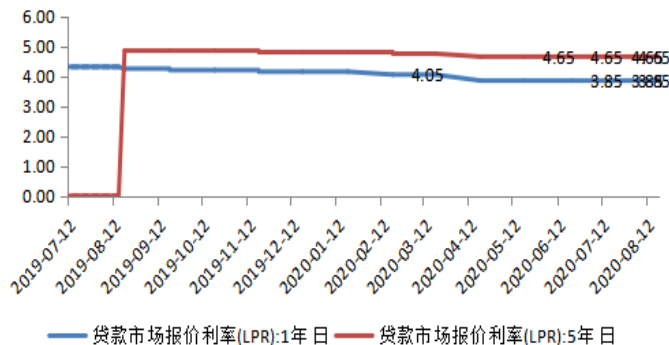
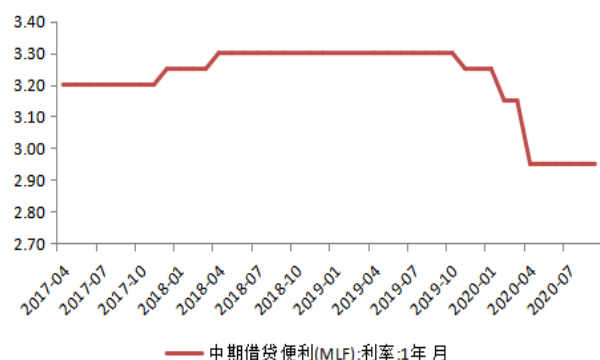


表 3：信贷及财政收支

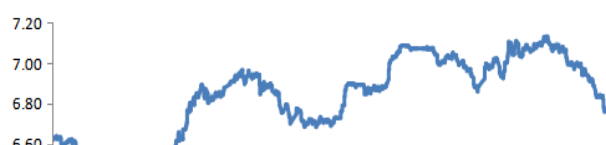
		Aug-20	Jul-20	Aug-19	同比
货 币	社会融资规模	35823	16928	21956	13867
	社融：新增人民币贷款	14201	10221	13045	1156
	社融：新增委托贷款	-415	-152	-513	98
	社融：新增信托贷款	-316	-1367	-658	342
	社融：未贴现银行承兑汇票	1441	-1130	157	1284
	金融机构新增人民币贷款	12800	9927	12100	700
	金融机构：居民中长期贷款	5571	6067	4540	1031
	金融机构：企业中长期贷款	7252	5968	4285	2967
财 政	财政收入	12043	18549	11438	605
	财政支出	16426	17088	15106	1320
	收支差额	-4383	1461	-3668	-715

利率持续回升，MLF 增量续作。截止 9 月 18 日，一年期国债利率 2.6121%，十年期国债利率 3.1245%，一年期 AAA 企业债到期收益率 3.2009%，十年期 AAA 企业债到期收益率 4.1836%。

截止至 9 月 18 日，民营企业信用利差（中位数）301.6BP，较上月上升 4.85 个 BP，信用利差小幅回升。9 月 15 日，央行宣布开展中期借贷便利（MLF）操作，本次操作为增量续作，向市场注入流动性 6000 亿元，考虑到到期的 3700 亿元，本次操作净投放 2300 亿元。操作价格方面，此次 MLF 利率维持在 2.95%，保持连续 5 个月平价操作（当前国股行的 6 个月同业存单利率接近 3.0%，本次增量续作 MLF 可一定程度上缓解银行间流动性压力）。9 月 20 日，央行公布最新贷款市场报价利率（LPR），1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.85%、4.65%，连续 5 个月保持不变，以防范资金空转套利或过量流动性进入房地产市场等领域。9 月 18 日，央行又重启 14 天逆回购操作，体现了季末时点到来，对银行短期流动性的呵护。

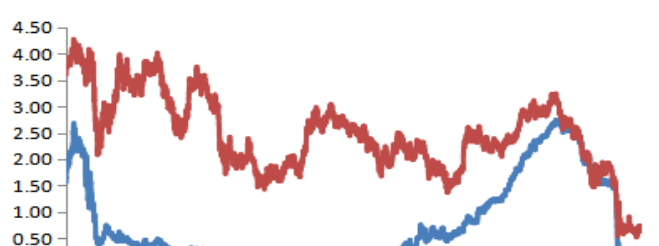
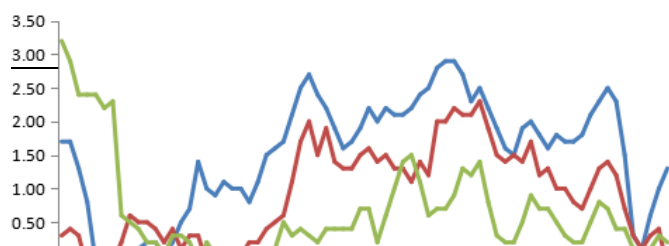
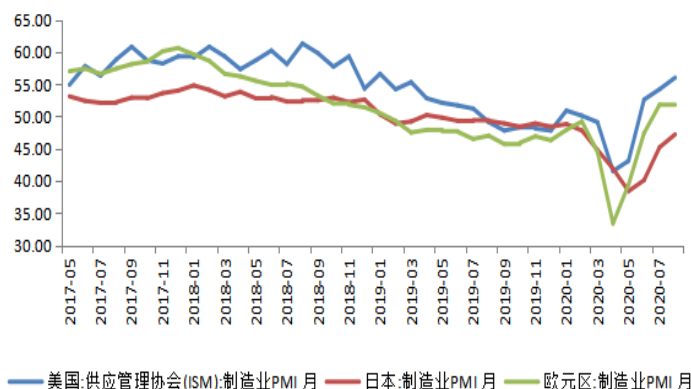
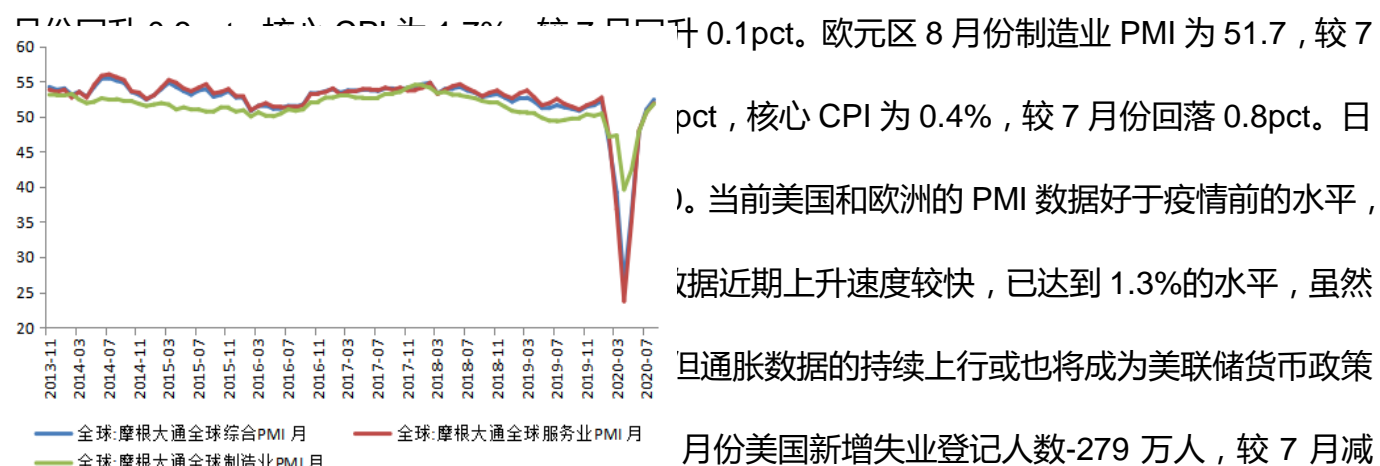


汇率持续升值。截止 9 月 18 日，美元兑人民币即期汇率为 6.7588，美元兑人民币中间价为



6.7591，人民币汇率持续升值。8 月份，外汇储备 3.16 万亿，环比上升 102 亿。

海外需求探底回升。美国 8 月份制造业 PMI 为 56.0，较 7 月份上升 1.8，CPI 为 1.3%，较 7



指数方面，8 月上证综指上涨 5.59%，深证综指上涨 1.71%，创业板指下跌 2.40%，沪深 300 上涨 2.58%，上证 50 上涨 2.91%。行业方面，涨幅前三的行业分别为食品饮料（申万）、国防军工（申万）、交通运输（申万），涨幅分别为 12.04%、6.96%、5.31%，跌幅靠前的行业为医药生物（申万）、商业贸易（申万）、休闲服务（申万），跌幅分别为-2.77%、-5.15%、-8.82%。9 月份以来（截止至 9 月 18 日），上证综指下跌 1.70%，深证综指下跌 3.29%，创业板指下跌 4.85%，沪深 300 下跌 1.64%，上证 50 上涨 0.12%。行业方面，涨幅前三的行业分别为汽车（申万）、休闲服务（申万）、电气设备（申万），涨幅分别为 7.40%、3.58%、2.66%，跌幅前三的行业分别为食品饮料（申万）、医药生物（申万）、农林牧渔（申万），跌幅分别为-7.52%、-8.61%、-13.62%。

表 5：主要指数及领涨领跌板块

8 月市场行情		涨幅前三行业		涨幅后三行业	
上证指数	2.59%	食品饮料(申万)	12.04%	医药生物(申万)	-2.77%
深证综指	1.71%	国防军工(申万)	6.96%	商业贸易(申万)	-5.15%
创业板指	-2.40%	交通运输（申万）	5.31%	休闲服务(申万)	-8.82%
9 月（截止 9 月 18 日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	-1.70%	汽车(申万)	7.40%	食品饮料(申万)	-7.52%
深证综指	-3.29%	休闲服务(申万)	3.58%	医药生物(申万)	-8.61%

创业板指	-4.85%	电气设备(申万)	2.66%	农林牧渔(申万)	-13.62%
------	--------	----------	-------	----------	---------

二、对当期经济数据和市场数据点评

8 月份，宏观经济继续修复，回升速度再次加快。生产端，工业增加值已上升至 5.6%，增速快于 19 年同期水平。需求端，投资、消费、出口数据全面回升，投资方面，在房地产和基建投资维持较高景气度的带动下，本月制造业投资大幅回升，实体经济修复扩散，在稳货币宽信用的政策的支持之下，企业内生的扩大再生产动力持续增强。消费端，耐用消费品景气回暖，汽车消费以及部分地产产业链消费数据较好，同时，线上消费增速出现回落，而线下消费则逐渐回升，整体消费数据重回上升态势。出口方面，外需环境仍在继续改善，出口增速已回升至接近 10%的水平，从结构看，防疫物资出口增速持续回落，而机电类、高新技术、服装纺织产品出口明显回暖。社融数据方面，8 月社融总量超预期，同时结构上依然呈现良好态势，政府债券发行大幅加速，非标融资

重回扩张，企业中长期贷款持续上行，积极的财政政策加速落地，M2 和 M1 数据已连续两个月出现背离走势，政策组合已从货币层面完全切换至财政层面，社会资金在加速向实体经济进行传导，并且从 9 月至今的政府债券净融资规模看，上述趋势仍在延续。从海外看，欧美经济共振上行，PMI 已超疫情前的常态化水平，并且美联储 9 月议息会议表明 将维持联邦基金目标利率 0%-0.25% 不变，同时表示未来几个月至少按当前的速度来购买美国国债、机构住房抵押贷款支持证券（MBS）以及商业抵押贷款（CMBS），点阵图显示美联储未来 3 年或都不会加息。极度宽松的货币政策支撑了美国经济的复苏，同时其 CPI 数据也出现了明显的上行，尽管短期尚未对货币政策形成明显制约，但通胀风险未来或也将逐渐受到美国货币当局的重视。就业方面，美国非农就业数据依然维持高位，但在结构上主要由临时工返岗所贡献，受益于 8 月份美国疫情数据的逐渐缓和，娱乐、零售行业重新开工，而永久性失业人数却出现明显回升，疫情对美国经济造成的结构性伤害尚未恢复，且新一轮 1.5 万亿财政刺激政策仍悬而未决，预计短期内美国依然将以货币宽松为主要的经济刺激方式。

市场方面，8 月份欧美经济持续回升，市场表现延续反弹趋势，道琼斯工业指数月涨幅 7.6%，纳斯达克指数月涨幅 9.6%，再创历史新高。进入 9 月后，美国就业数据出现结构上的恶化以及新一轮财政刺激难以落地，市场出现明显回调。国内方面，8 月份企业财报密集披露，以食品饮料为首的绩优板块领跑市场，但进入 9 月份，随着相关经济数据的披露，实体经济修复呈现加快态势，对资金的虹吸效应增强，高估值板块出现明显回调，而相关顺周期板块出现领涨，指数波动幅度有所加大。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

（一）投资回升动力切换，线下消费仍有上行空间

8 月份国内经济回升速度加快，在 7 月洪涝灾害过后，多项需求数据出现明显回升。投资端房地产行业持续高景气，基建投资尽管短期回落，但政府债券发行已出现大规模放量，同时制造业投资也出现了首次转正，企业层面的内生扩张动力逐渐增强。消费数据当中，部分可选消费上行，线上线下消费景气度有所反转，其中餐饮消费的跌幅已收窄至个位数，随着疫情影响的进一步消除，预计线下消费仍有回升空间。

展望四季度的宏观经济，随着地产融资的逐渐收紧以及政府债券发行资金的落地，投资端的驱动力预计将从依赖房地产投资支撑逐渐过渡至以基建为主，再进一步过渡至以制造业的投资修复为

主要动力，从政策托底转变至市场内生动力的拉动，但回升斜率预计将有所放缓。同时，在疫苗上市后，线下消费和服务业或将进一步加速修复，整体宏观经济预计仍将继续向上。

（二）宽财政落地，逆周期政策退出提上日程

此前我们曾指出下半年政策重点将从宽货币转向宽财政，7 月份受到洪涝灾害影响，财政落地低于预期，但 8 月份社融数据明显反弹，其中政府债券项目更是大幅扩张，政策重点已完成了向宽财政的切换。从专项债发行进度来看，9-10 月仍有 8500 亿的发行规模，意味届时财政支出同比短期内预计仍将维持高位。货币方面，按照全年 20 万亿元计算，9-12 月信贷空间为 5.2 万亿元，同比增不足 10%，预计还是以总量偏紧，结构调整为主。

从财政落地节奏看，8-10 月份为政府债券发行的高峰期，而在当前经济恢复加快的背景下，后续逆周期政策的退出也将逐渐提上日程，未来核心关注重点在于政策退出的节奏与经济回升的匹配程度，但从当前经济环境看，尚不存在大幅收紧政策的基础。

（三）海外经济持续修复，出口预计仍将回升

海外方面，全球抗疫形势依然严峻，美国疫情数据维持震荡，欧洲疫情数据有所反复。经济方面，海外整体经济处于复苏的通道当中，其中美国回升相对明显，疫情并未打断美国的复苏节奏，只是使得其恢复速度放缓。美联储 9 月议息会议表示维持零利率政策不变，QE 速度不变，同时表态致力于达到 2% 的核心通胀目标并容忍在一定时间内适度超过目标，美联储点阵图显示至 2023 年都将维持零利率。

在全球经济持续修复叠加宽松货币政策的背景下，我国出口预计仍将处于高景气区间，优秀的抗疫成果同时也增强了我国制造业的对外竞争能力。值得注意的是，未来疫苗的推出将助推全球经济修复的进一步上行，10%左右的出口增速或还有进一步上行空间，而风险点则在于美联储当前宽松货币政策的退出节奏。

（四）周边形式紧张，资金风险偏好下行

9 月 7 日，中印再次爆发冲突，印军非法越线进入中印边境西段班公湖南岸神炮山地域，对前出交涉的中国边防部队巡逻人员鸣枪威胁，造成了 1975 年以来两国边界的首次鸣枪事件。9 月 14 日，台湾国民党宣布不以政党形式参加第 12 届“海峡论坛”，9 月 17 日美国国务院次卿克拉奇访台，对台频频“释放善意”。在疫情持续发酵以及美国大选临近的背景下，基于国内矛盾的转移诉求，我国周边形势持续面临紧张态势，中印关系及台海形势恶化的背后其实均有美国这一主要推手煽风点火的作用，也可以说是中美矛盾的一种折射现象。周边形势的紧张一方面会增加资金的避险情绪，北向资金加速流出，另一方面可能也会对未来出口贸易的恢复形成一定的抑制作用。

（五）结构性行情分化，未来预计维持震荡走势

短期来看，国内经济修复全面提速，政策重心完成了货币政策到财政政策的切换，同时海外局势持续紧张，市场震荡幅度有所加大，领涨行业逐渐从食品饮料等高估值板块切换至金融周期等低估值领域，市场呈现从高估值扩张行情转至低估值补涨行情。随着实体经济的加速修复，在资金总量偏紧的背景下，未来 PPI 上行叠加利率上行或是一个趋势性的组合，行业贝塔对资产定价的影响将进一步上行，而中美摩擦则主要影响资金风险偏好。

中长期看，当前的逆周期政策将逐渐退出，由于我国潜在的经济增长率已从高增速切换至中低增速，短期经济回升不改长期增速回落的趋势，因此兼顾短期行业波动的同时，我们还需更加关注公司本身的成长性，优质的成长股依然是主要投资方向。

四、未来操作思考

未来的重点仍然是紧抓结构性机会，由于上半年疫情带来的上市公司经营上的波动，半年报的指导意义大幅下降，马上进入三季报披露季，三季报是经济进入平稳期后首份财报，会反映明确的企业实际经营情况，所以需要更多对上市公司三季报的关注。

未来的货币政策变化是需要非常关注的，国内政策何时从紧货币走向紧信用才是带来大的市场波动的时间点。

【免责声明】

本报告仅供上海石锋资产管理有限公司(以下简称“本公司”)内部及特定机构交流研讨使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料,本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行

的证券或期权并进行证券或期权交易。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“石锋资产研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。