



11月月度策略报告

2020-10-26

宏观分析

报告摘要：

- 核心观点：1) 地产基建投资趋于下行，消费成为经济回升主力军。

随着经济的进一步回升，逆周期调节必要性大幅下降，地产基建投

资动力减弱，而消费和制造业投资则将逐渐成为经济回升的主动

力，经济从政策驱动转向内生驱动；2) 财政发力逐渐收尾，逆周期

政策预计将有序退出。三季度以来，政府债券加速发行，但值得注

意的是，政府债券的大力发行并未带来基建投资增速的显著抬升，

随着经济的企稳，逆周期调节政策退出提上日程，当前政策已进入

到温和收紧的阶段，未来预计将有序退出；3) 海外疫情影响减弱，

出口上行仍有空间。海外疫情再次反弹，引发市场对经济修复的担

忧，从经济数据看，目前疫情尚未对欧美经济恢复造成明显的压

制，疫情并未打断海外经济的复苏进度，只是使其恢复速度放缓。

另外，美国新一轮财政刺激计划在大选后或将取得进一步的进展，

预计海外经济后续仍将保持上行趋势；4) 结构性行情延续分化，未

来预计维持震荡走势。短期来看，国内经济继续上行，逆周期政策

的退出平稳有序，随着后续经济的进一步上行，线下消费的修复和

出口链条的扩散或是未来一段时间的主线。中长期看，随着经济逐

渐恢复常态，我国的经济增速依然会降至中低档运行，疫情影响过

投资经理 崔红建

cuihongjian@shifengamc.com

投资经理 郭峰

guofeng@shifengamc.com

研究员

边康祥

biankangxiang@shifengamc.com

联系人

魏翔翔

021-61093233

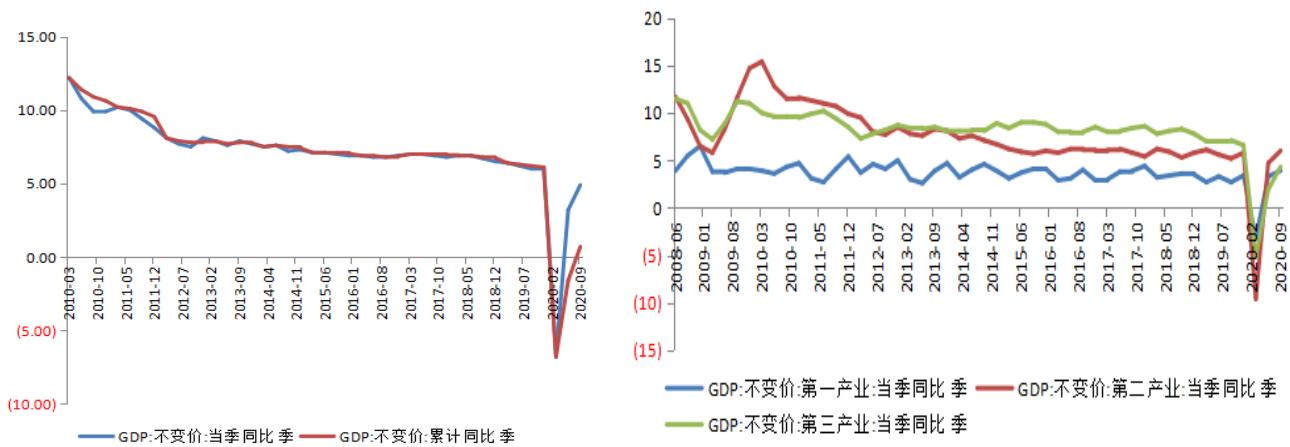
office@shifengamc.com

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 |

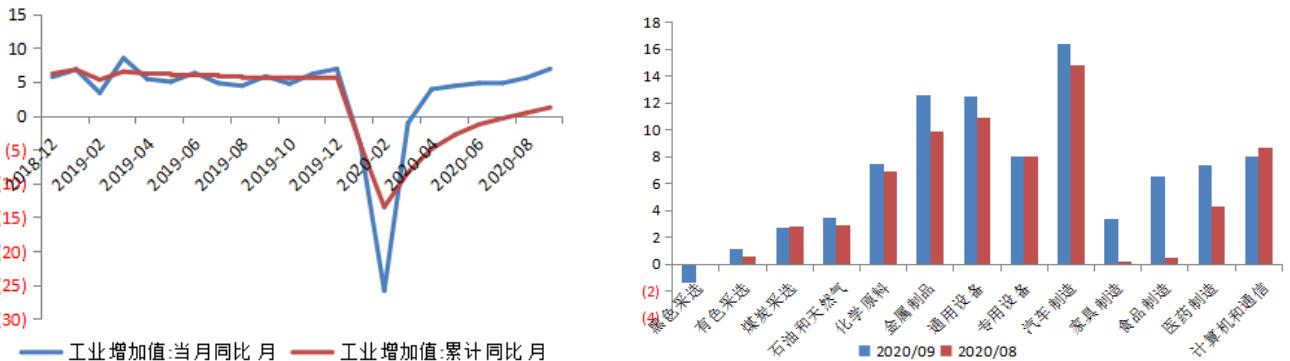
一、报告期内宏观经济分析

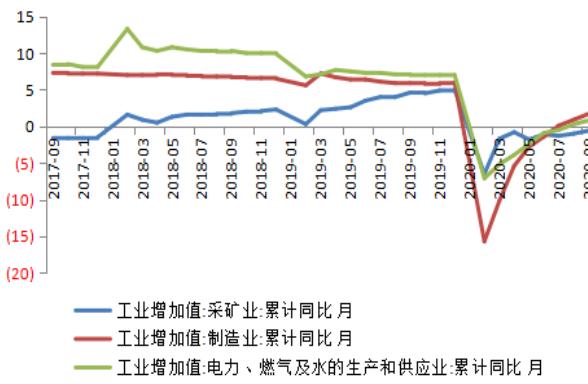
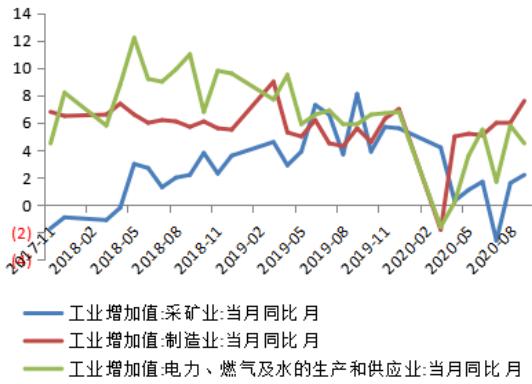
GDP 增速继续回升。三季度实际 GDP 同比上升 4.9%，名义 GDP 同比上升 5.5%，较二季度 GDP 增速进一步回升。其中，第一产业同比上升 3.9%，较二季度增速回升 0.6pct；第二产业同比上升 6.0%，较二季度增速回升 1.3pct；第三产业同比上升 4.3%，较二季度回升 2.4pct，第三产业的恢复速度相对较快，经济修复的主要动力从第二产业逐渐转向第三产业。



9月份经济继续回升，工业生产数据进一步上行，制造业生产提速，房地产投资景气度维持高位，基建投资下行，消费加速回升，具体数据如下：

工业增加值加速回升。9月份工业增加值同比上升 6.9%，较月上升 1.3pct；1-9月工业增加值累计同比增加 1.2%，较 1-8 月份回升 0.8pct。其中，9月份采矿业工业增加值同比增加 2.2%，较 8 月份上升 0.6pct；电力、燃气和水供应增加值同比上升 4.5%，较 8 月份下降 1.3pct；制造业工业增加值同比上升 7.6%，较 8 月上升 1.6pct。9月份工业增加值继续上行，其中制造业数据的增速相对较快，显示出当前工业生产回升的驱动力主要转向中下游工业。





制造业 PMI 继续回升。9 月制造业 PMI 为 51.5，较 8 月份回升 0.5，其中大企业 PMI 为 52.5，较 8 月份上升 0.5；中型企业 PMI 为 50.7，较 8 月份下降 0.9；小型企业 PMI 为 50.1，较 8 月份上升 2.4，小型企业的 PMI 数据明显回暖。9 月非制造业 PMI 为 55.9，较 8 月份上升 0.7，其中建筑业 PMI 为 60.2，与 8 月份持平，服务业 PMI 为 55.2，较 8 月份上升 0.9。从结构上看，PMI 呈现供需两旺特征。9 月 PMI 生产指数 54.0，较上月上升 0.5，PMI 新订单指数 52.8，较上月上升 0.8，产成品库存指数 48.4，较上月上升 1.3，供需两旺背景下库存水平的上升，或是由企业的主动补库存行为导致，对后市依然保持乐观。出口方面，PMI 新出口订单指数 50.8，较上月回升 1.7，出口 PMI 数据首次回升至荣枯线以上，海外疫情的二次爆发并未对出口需求造成明显的压制作用。此外，9 月服务业 PMI 数据 55.2，较上月回升 0.9，交运、住宿行业持续回暖，而建筑 PMI 指数则维持在高景气度区间。

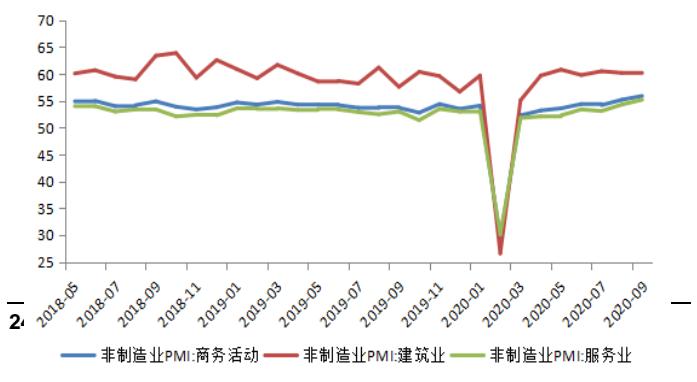
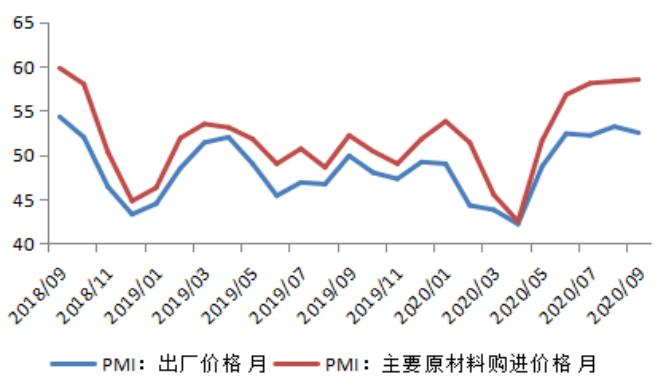
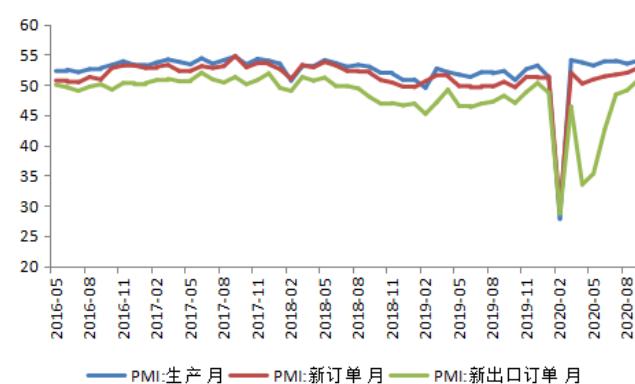
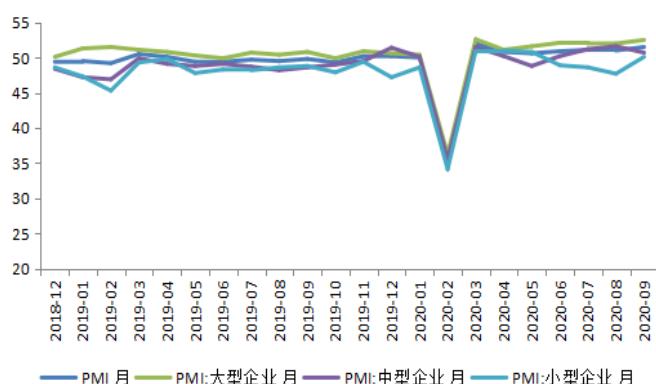
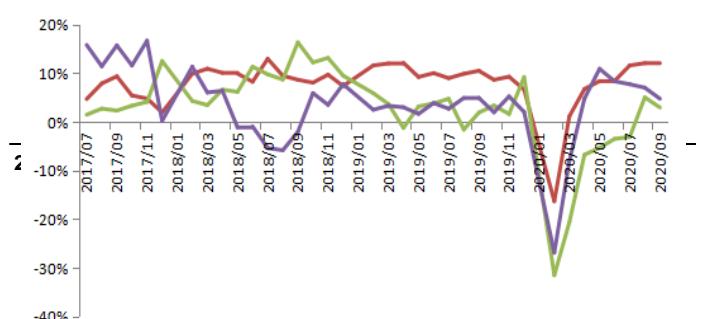
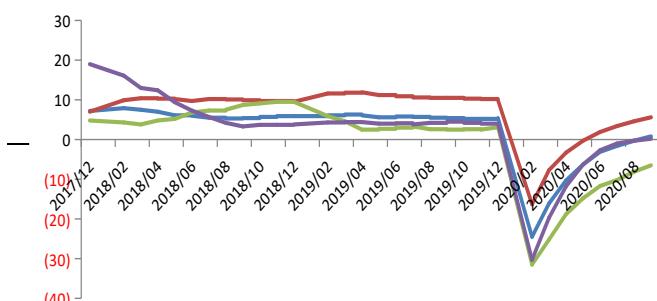
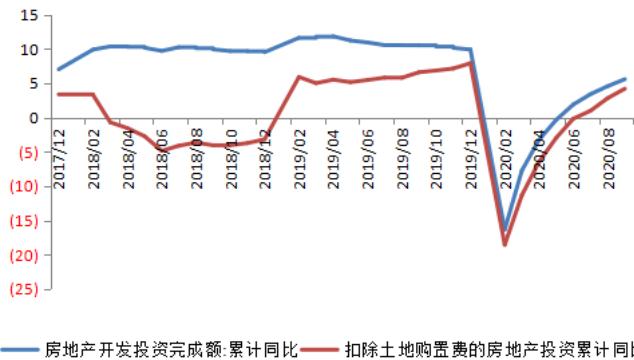


表 2：PMI 及 PMI 分项指标

| 指数类别 | 具体指数 | 当月值 | 上月值 | 方向变化 |
|------|-----------|-------|-------|------|
| 综合 | PMI | 51.50 | 51.00 | 扩张 |
| 生产端 | PMI：采购量 | 53.60 | 51.70 | 扩张 |
| | PMI：生产 | 54.00 | 53.50 | 扩张 |
| 需求端 | PMI：新订单 | 52.80 | 52.00 | 扩张 |
| | PMI：新出口订单 | 50.80 | 49.10 | 扩张 |
| | PMI：进口 | 50.40 | 49.00 | 扩张 |
| 库存 | PMI：产成品库存 | 48.40 | 47.10 | 扩张 |
| | PMI：原材料库存 | 48.50 | 47.30 | 扩张 |
| 价格 | PMI：购进价格 | 58.50 | 58.30 | 扩张 |
| | PMI：出厂价 | 52.50 | 53.20 | 收缩 |
| 就业 | PMI：从业人员 | 49.60 | 49.40 | 扩张 |

投资增速回升放缓。1-9月全国固定资产投资累计增速0.8%，较1-8月增速回升1.1pct。固定资产投资累计增速首次转正。从单月数据看，基建投资9月增速4.8%，较上月回落2.2pct；房地产投资单月增速11.9%，较上月回落0.2pct；制造业投资单月增速3.0%，较上月回落2pct。9月份基建投资增速不及预期，在政府债券发行大规模提升的背景下，基建投资增速连续两月出现回落，一方面近月的专项债发行开始向棚改倾斜，7-8月专项债中棚改占比快速升至30%，9月进一步提升至36%。另一方面，在经济企稳之后，逆周期调节必要性大幅下降，基建增速未来或将持续走弱。



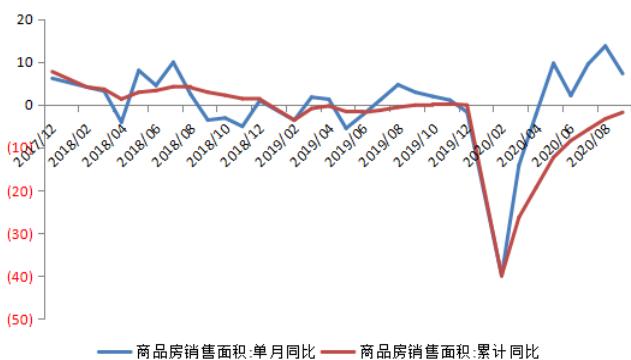


—— 房地产开发投资完成额:累计同比 —— 扣除土地购置费的房地产投资累计同比

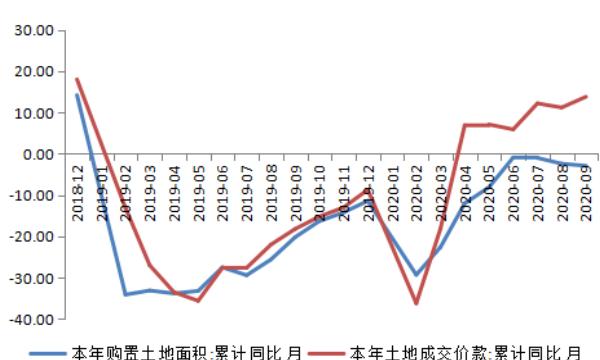


—— 民间固定资产投资完成额:累计比重月 —— 民间固定资产投资完成额:累计同比月

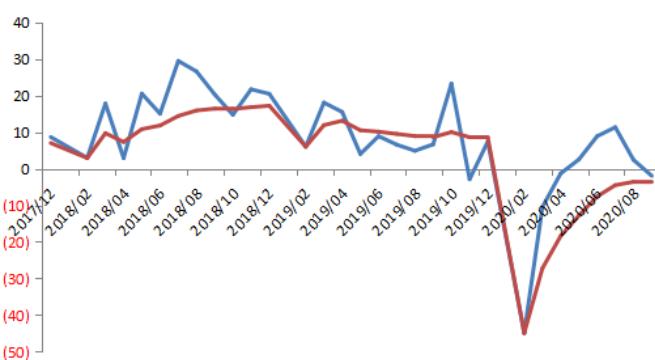
地产数据逐渐走弱。9月单月销售面积增速7.3%，较上月回落6.4pct；销售金额同比增速16.0%，较上月回落11.1pct；新开工面积同比增速-1.9%，较上月回落4.4pct；竣工面积同比增速-17.7%，较8月回落7.8pct，房地产销售、新开工、竣工数据均在走弱；土地购置面积同比-4.8%，较8月回升2.8pct；土地成交价款同比+23%，土地成交均价同比+29%。资金方面，9月地产资金开发来源同比增速14.1%，较上月回落5.0pct。其中国内贷款9月增速4.3%，定金及预收款9月增速14.7%，个人按揭贷款9月增速15.2%，与当前地产销售较好形成呼应。从地产数据来看，房地产投资、销售增速有所走弱，且从拿地和资金来源科目看，土地购置面积连续三月负增长，国内贷款资金来源增速持续处于低位，预计地产投资后续将逐渐走弱。



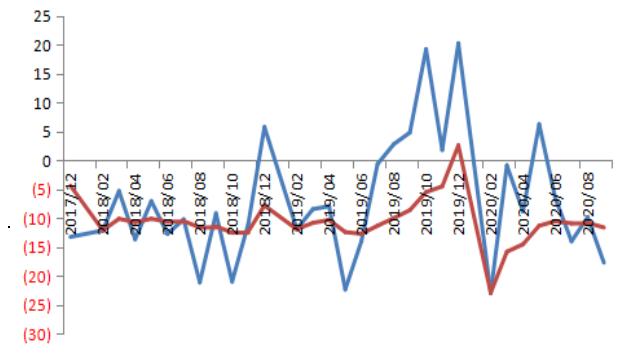
—— 商品房销售面积:单月同比 —— 商品房销售面积:累计同比



—— 本年购置土地面积:累计同比月 —— 本年土地成交价款:累计同比月

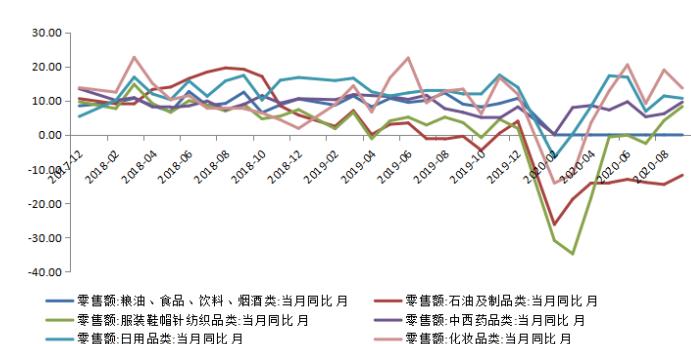
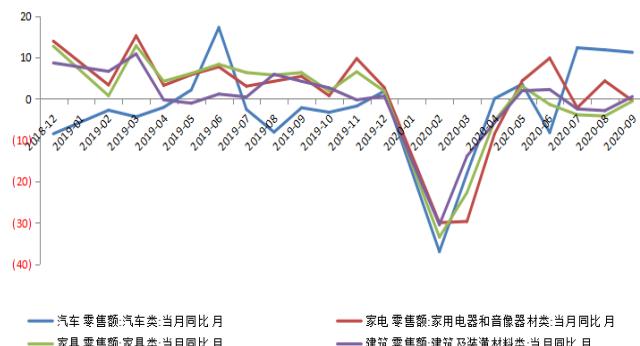
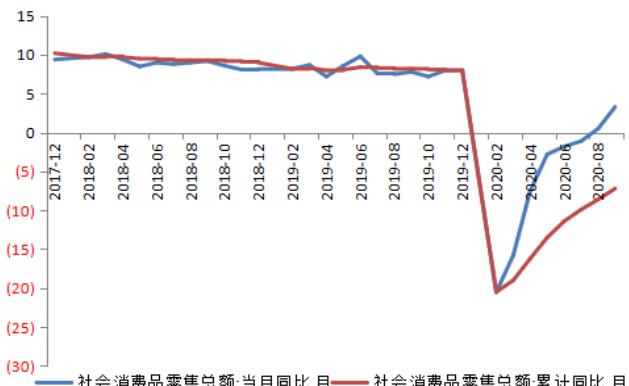


—— 房屋新开工面积:当月同比 —— 房屋新开工面积:累计同比



—— 房屋竣工面积:当月同比 —— 房屋竣工面积:累计同比

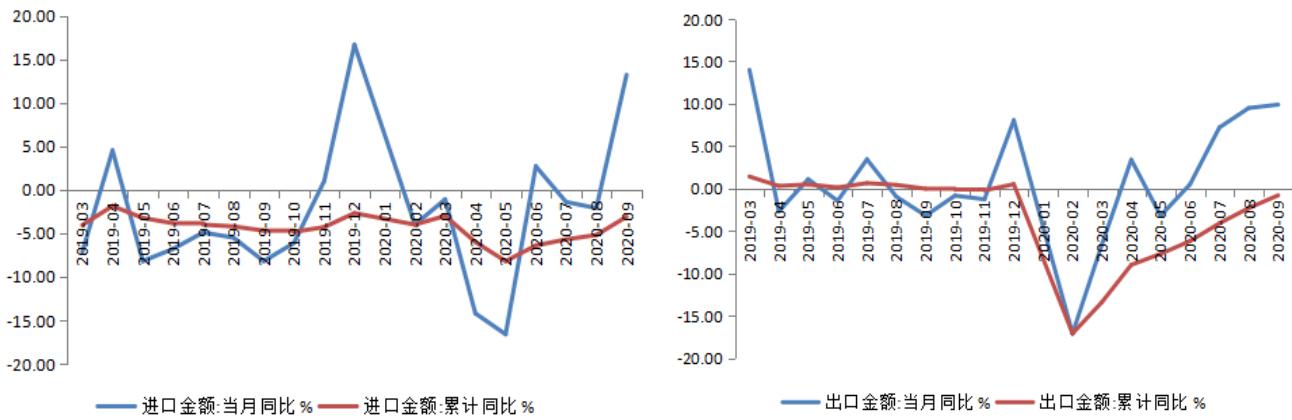
消费回升加速。9月社零增速3.3%，较8月回升2.8pct。限额以上社零增速5.3%，较8月回升0.9pct，小型企业的修复速度明显提升。其中网上商品和服务零售总额同比增速10%，较8月回落3pct，线上消费增速继续回落。耐用消费品方面，汽车单月消费增速11.2%，维持较高的景气度；家电单月消费增速-0.5%，较上月回落4.8pct；家具单月增速-0.6%，较上月回升3.6pct；通讯器材单月增速-4.6%，较上月大幅回落29.7pct，耐用消费品整体表现较为疲软，但汽车消费增速一枝独秀，地产产业链消费品景气度较弱。非耐用消费品方面，粮油和食品同比增长7.8%，饮料同比增长22.0%，烟酒消费同比增长17.6%，服装纺织同比增长8.3%，石油制品消费增速-11.8%，降幅逐渐收窄。消费行业修复速度加快，一方面是小型企业的回升在加速，另一方面线上消费继续转弱而线下消费走强，如餐饮消费，9月单月增速为-2.9%，较上月跌幅收窄4pct。



| | | 20-Sep | 20-Aug | 结构占比 |
|--------|------|--------|--------|------|
| 耐用消费品 | 汽车 | 11.2 | 11.8 | 28% |
| | 家用电器 | -0.5 | 4.3 | 6% |
| | 家具类 | -0.6 | -4.2 | 2% |
| | 建筑装潢 | 0.5 | -2.9 | 2% |
| | 金银珠宝 | 13.1 | 15.3 | 2% |
| | 通讯器材 | -4.6 | 25.1 | 3% |
| 非耐用消费品 | 食品 | 7.8 | 4.2 | 15% |
| | 石油制品 | -11.8 | -14.5 | 13% |
| | 服装鞋帽 | 8.3 | 4.2 | 10% |
| | 中西药品 | 9.6 | 6.2 | 6% |
| | 日用品类 | 10.7 | 11.4 | 4% |
| | 文化办公 | 12.2 | 9.4 | 2% |
| | 书报杂志 | 5.8 | 15.2 | 2% |

| | | | |
|------|------|------|----|
| 化妆品 | 13.7 | 19.0 | 1% |
| 体育娱乐 | 8.0 | 8.9 | 1% |

进口增速明显跳升。9月进口增速13.2%，较8月回升15.3pct，出口增速9.9%，较8月回升0.4pct。分区域看，进口方面，对美进口增速24.7%，较上月增速回升22.9pct；对欧盟进口增速11.1%，较上月回升15.7pct；对日本进口增速13.4%，较上月回升14.3pct。出口方面，对美出口增速20.5%，较上月回升0.5pct；对欧盟出口增速-7.8%，较上月降幅扩大1.3pct；对日本出口增速-2.7%，较上月跌幅扩大1.9pct。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31%，较上月回落8pct，纺织纱线出口增速34.7%，较上月回落12.3pct。此外，高新技术产品出口增速4.2%，较上月回落7.7pct；机电产品出口增速11.9%，较上月回升0.1pct；服装及衣物出口增速3.5%，增速与上月持平。进口方面，9月进口数据大幅跳升。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量分别同比+60.5%、+17.6%、+9.2%，大宗原材料进口增长依然较快。机电类产品进口同比+17.6%，较上月回升14.1pct，其中汽车和汽车底盘进口金额增速为33.2%，与汽车行业的销售高景气度形成呼应。高新技术产品进口同比19.0%，较上月回升12.3pct，大豆进口数量同比增19%，较上月上升18pct。



CPI和PPI环比回落。9月CPI同比为1.7%，较8月份增速回落0.7pct，食品CPI同比增长7.9%，增速较8月份回落3.3pct，其中，猪肉同比上升25.5%，环比下降1.6%，鲜果同比下降6.9%，环比上升7.3%，鸡蛋同比下降15.8%，环比上升1.0%，蔬菜同比上升17.2%，环比上升2.4%。9月非食品CPI同比增速0.0%，较8月回落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。9月PPI同比为-2.1%，较8月份回落0.1pct，其中生产资料同比增速-2.8%，较8月份跌幅收窄0.2pct，生活资料同比增速-0.1%，较8月份增速回落0.7pct。9月以原油为代表的大宗原材料价格有所下跌，主要受到全球疫情再次发酵的影响，同时

美元升值和流动性边际趋紧对大宗商品的价格也形成了压制。但进入10月以后，原油价格已经企稳，对PPI的拖累因素消除，同时随着国内和全球经济的继续回升，预计PPI依然存在改善空间。

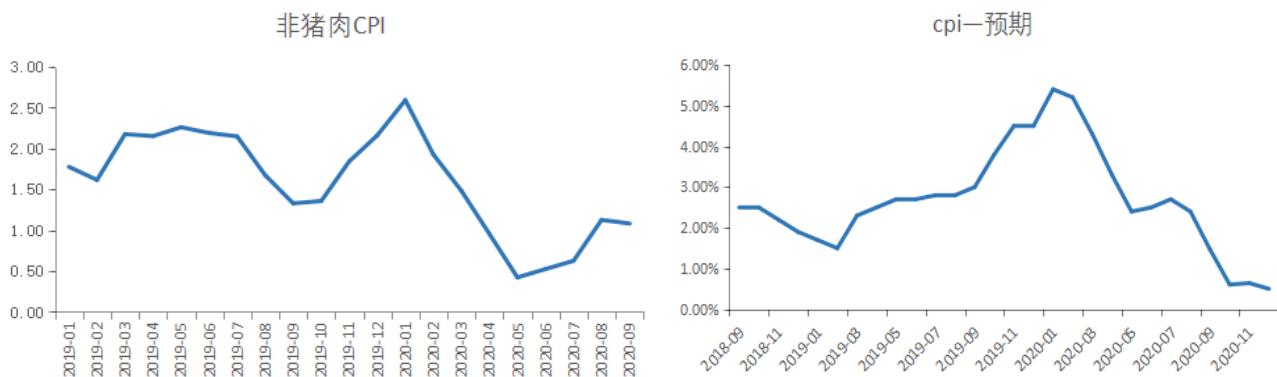
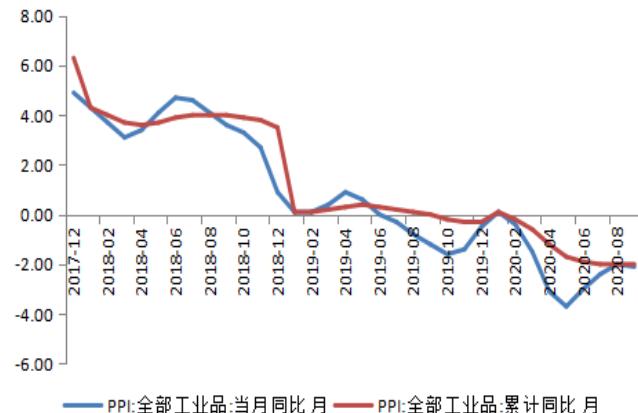


表3：总体宏观数据及预测值

| | | 202010F | Sep-20 | Aug-20 |
|--------|-------|---------|--------|--------|
| 生 产 | 工业增加值 | 6.2% | 6.9% | 5.6% |
| | PMI | | 51.5% | 51.0% |

| | | | | |
|----|-------------|-------|--------|--------|
| | 发电量 | 5.3% | 6.8% | |
| 需求 | 社会消费品零售 | 6.3% | 3.3% | 0.5% |
| | 固定资产投资(累计) | 2.8% | 0.8% | -0.3% |
| | 出口 | 3.5% | 9.9% | 9.5% |
| | 进口 | -3.5% | 13.2% | -2.1% |
| | 贸易顺差:亿美元 | 0 | 370 | 589.3 |
| 物价 | CPI | 0.9 | 1.7 | 2.4 |
| | PPI | -2 | -2.1 | -2 |
| 货币 | M1 增速 | | 8.10 | 8.00 |
| | M2 增速 | 0.00 | 10.90 | 10.40 |
| | 剪刀差 | | (2.80) | (2.40) |
| | 汇率 : 美元/人民币 | 6.83 | 6.81 | 6.86 |
| | 社会融资规模 : 亿元 | | 34772 | 35873 |
| 财政 | 财政收入增速 | | 4.5% | 5.3% |
| | 财政支出增速 | | -1.1% | 8.7% |

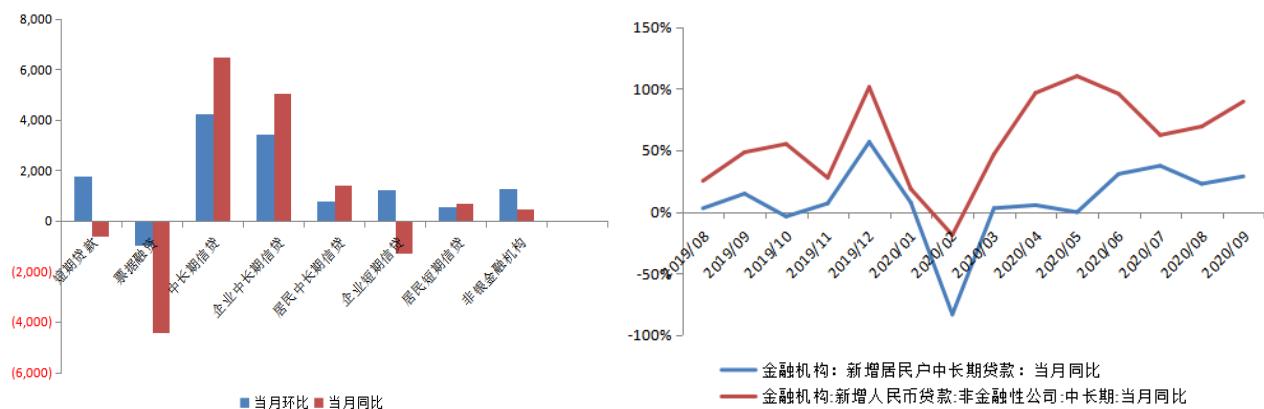
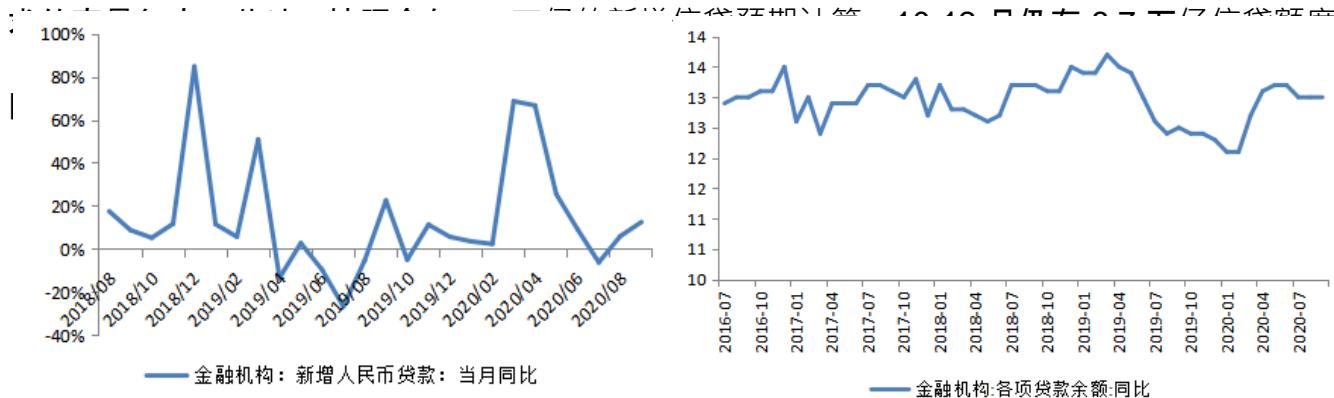
新增社融增速维持高位。9月新增社融3.47万亿，同比增长38%，较8月份回落25pct；1-9

月累计新增社融同比增长 44%，与 1-8 月份增速持平。从结构上看，新增非标融资合计为 27 亿，同比扩张 1152 亿，其中新增委托贷款-317 亿，同比降幅收窄 98 亿，新增信托贷款-316 亿，同比降幅扩大 295 亿，新增银行未贴现承兑汇票 1503 亿，同比扩张 1934 亿；新增人民币贷款 1.92 万亿，同比增加 1559 亿，新增政府债券 1.01 万亿，同比增加 6339 亿，新增企业债券 1412 亿，同比减少 1019 亿。从社融数据看，社融整体增速依然维持较快增长，其中政府债券持续放量，非标融资连续两月转回正增长，一方面体现了财政政策的加速落地，另一方面，货币政策的趋紧呈平稳且缓慢态势。10 月 14 日，央行调查统计司司长阮健弘在发布会上表示，今年受到疫情的影响，宏观杠杆率提升适应宏观政策，是支持疫情防控和国民经济恢复的一个体现。应当允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济的信用支持。该表态表明当前尚不需要对货币政策的收紧过于担心，央行的政策重心依然是支撑实体经济的修复。此外，从地方债券的发行余额看，目前还剩下 4000 亿元的额度，预计将于 10 月份集中发行，或将支撑 10 月的整体社融增速。

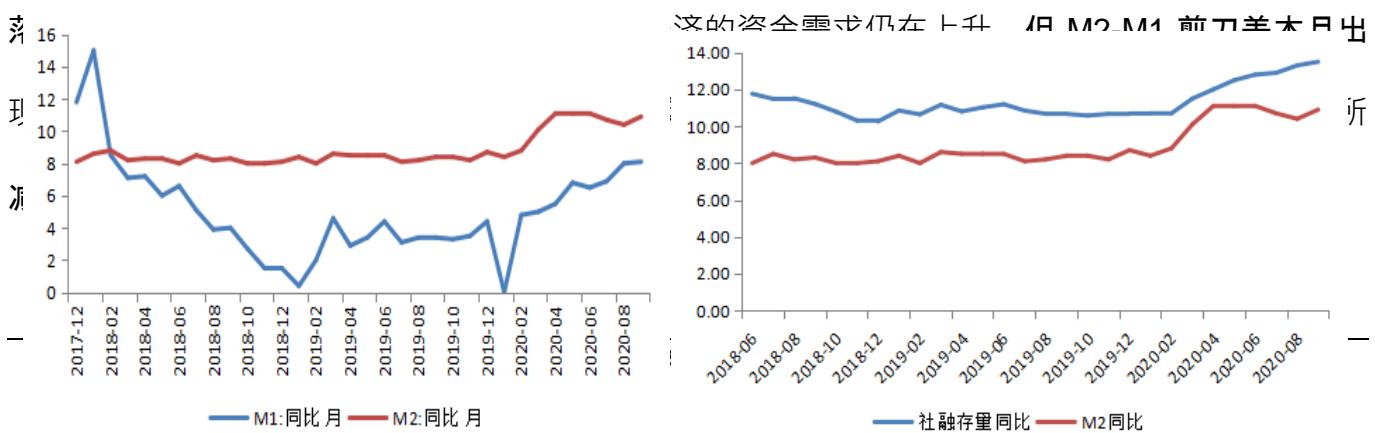


新增信贷结构持续向好。9 月新增人民币信贷 1.9 万亿，同比增长 12%，1-9 月份累计新增人民币贷款 16.3 万亿，同比增长 19%。从结构上看，票据融资-2632 亿，同比减少 4422 亿，居民短贷 3394 亿，同比增加 687 亿，居民长贷 1.7 万亿，同比增加 6462 亿，企业短贷 1274 亿，同比减少 1276 亿，企业长贷 1.07 万亿，同比增加 5043 亿，非银金融机构贷款-201 亿，同比增加 458 亿。新增信贷整体增速较上月小幅回升，且结构上依然维持良好态势，企业中长期贷款维持

高增长，7-9月该科目的增速分别为62%，69%，89%，增速持续上行，体现企业端的再投资需



M2、M1缺口回升。9月M1同比增速8.1%，较8月份增速回升0.1pct，其中流通中货币同比增速11.1%，增速较上月提升1.7pct，单位活期存款同比增速7.6%，较8月份回落0.2pct；9月份M2增速10.9%，较8月份回升0.5pct，其中单位定期存款同比增速8.9%，较8月份下降0.2pct，个人存款同比增速13.8%，较8月份上升0.2pct，其他存款同比增速10.0%，较8月份回



财政缺口有所扩大。9月份财政收入同比增速4.5%，较8月增速回落0.8pct，其中中央财政收入增速-1.1%，较8月份回落4.6pct；地方财政收入增速9.2%，较8月份回升2.3pct。从分项看，税收收入增速8.2%，非税收入同比-5.0%，税收收入当中，企业所得税9月增速16.6%，较上月回升2.5pct；增值税9月增速4.0%，较上月回升0.3pct，企业经营层面持续好转，房产税、城镇土地使用税、耕地占用税等税种增速有所回落，整体看财政收入增速放缓，企业盈利端仍在改善，但地产相关税收收入增速有所回落。财政支出方面，9月财政支出同比-1.1%，较8月回落9.8pct，其中中央财政支出同比增速12.9%，较8月份回升23.6pct；地方财政支出同比增速-2.9%，较8月份增速回落15.6pct。从支出的项目看，社会保障和就业支出同比-10.6%，教育支出同比增速-0.2%，科学技术支出同比增速1.4%，农林水事务支出同比增速75.3%，交通部运输支出同比增速145.2%。财政支出增速回落，主要受到社会保障领域的支出力度环比下行所致，而基建类支出出现则呈现明显提速。9月政府性基金收入增速13.9%，增速较8月份回升6.3pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速18.7%，较8月上升4.1pct；政府性基金支出增速58.8%，增速较8月份回升27.4pct，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，9月份，一般公共预算和政府性基金合计赤字1.72万亿，同比扩张3405亿元。1-9月累计，一般公共预算和政府性基金合计赤字5.7万亿元，同比扩张2.1万亿元，财政缺口扩大。

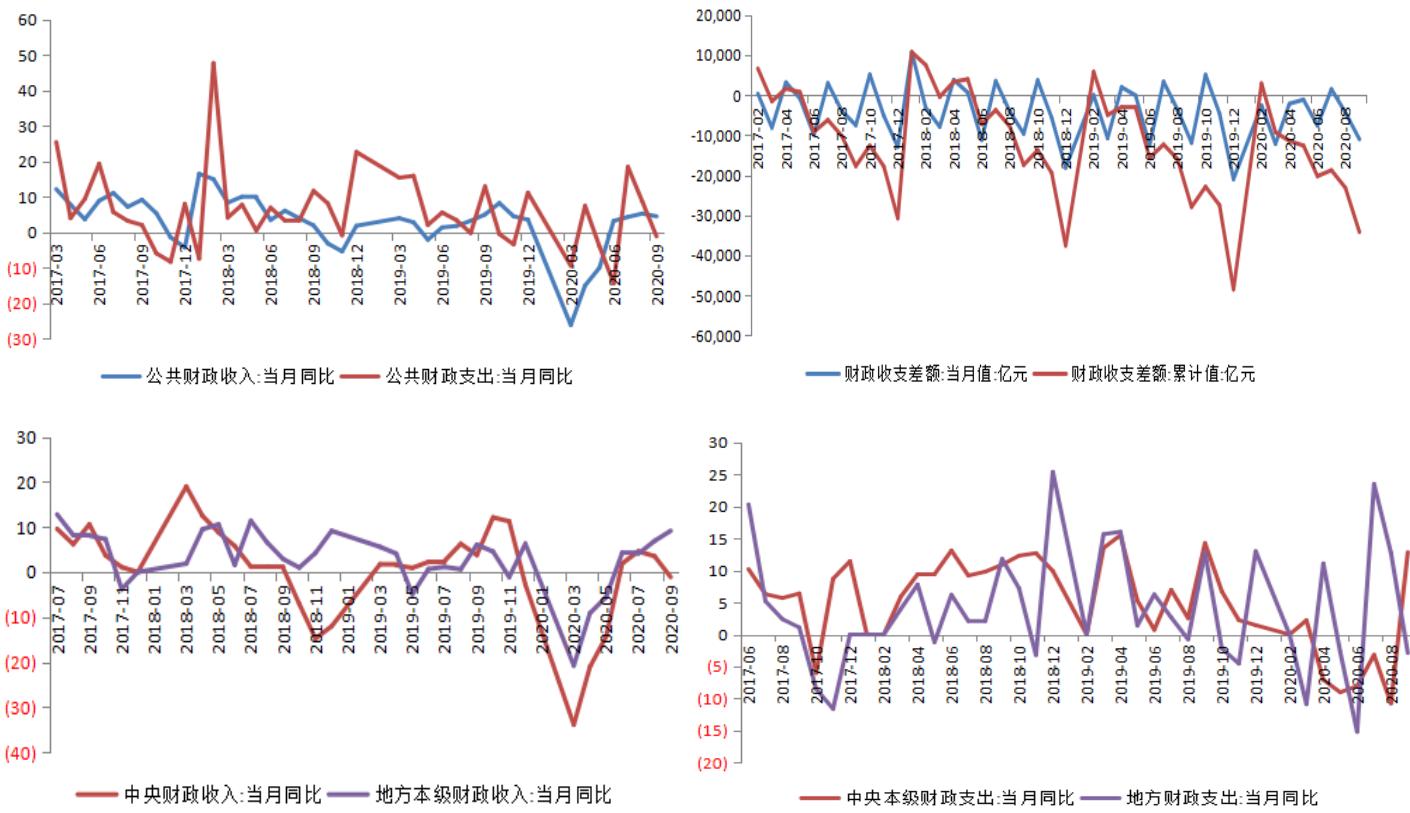
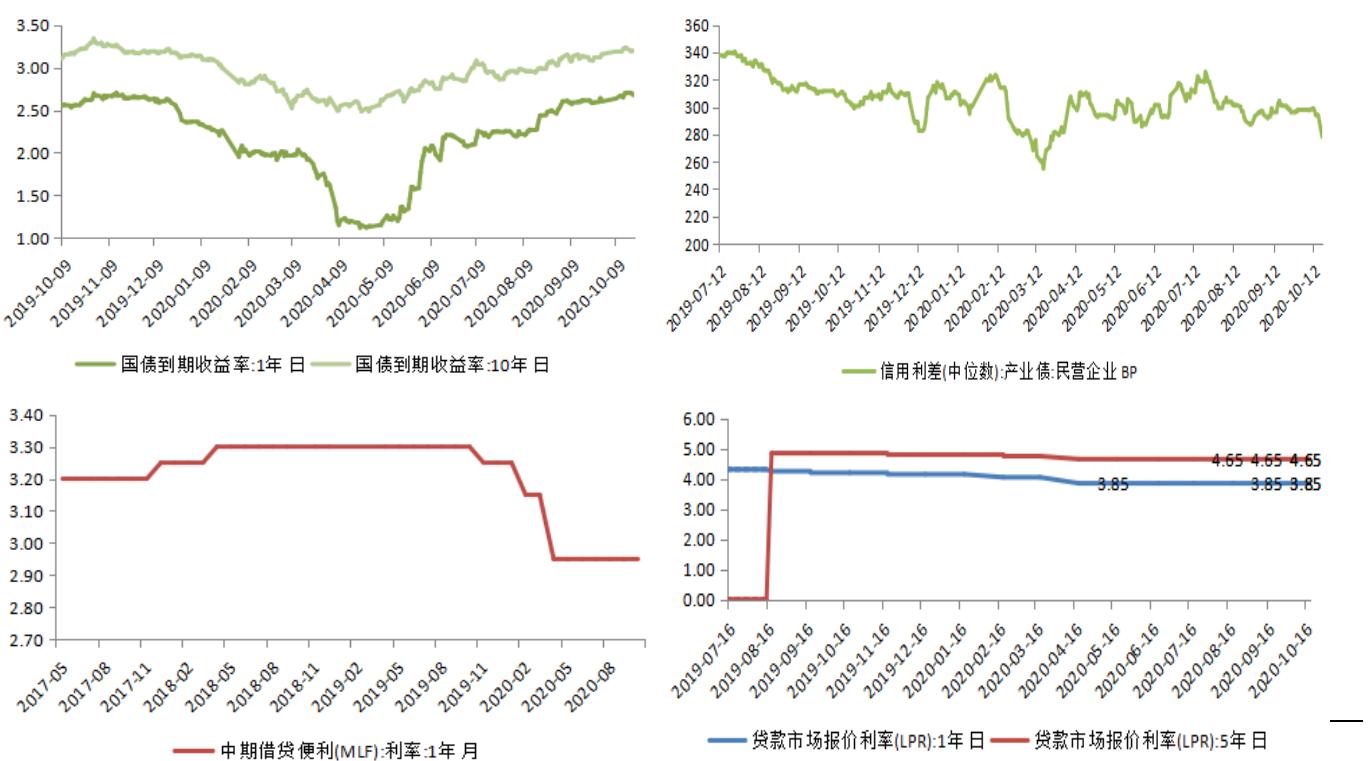


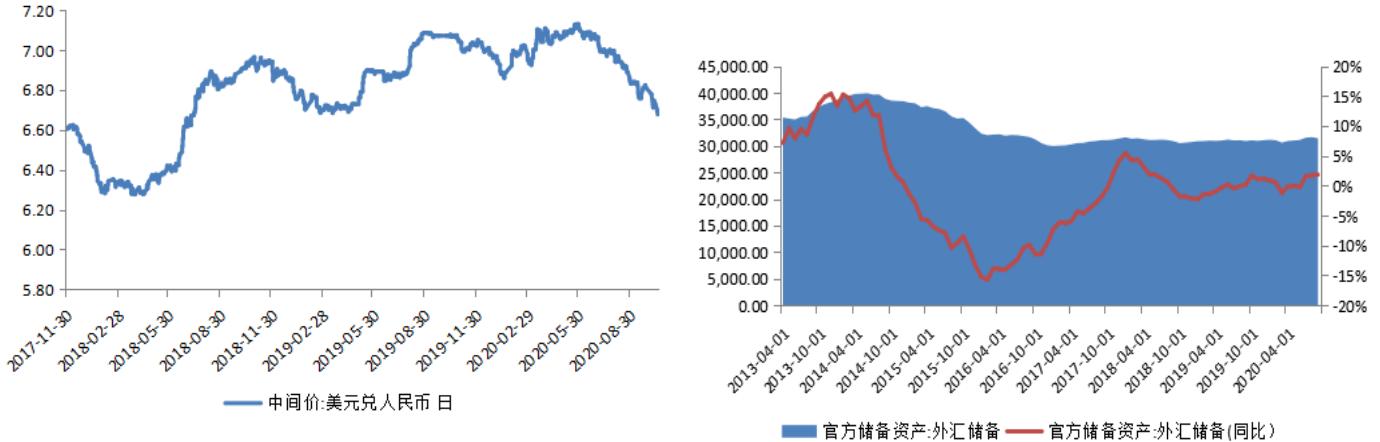
表 3 : 信贷及财政收支

| | | Sep-20 | Aug-20 | Sep-19 | 同比 |
|--------|--------------|--------|--------|--------|------|
| 货 币 | 社会融资规模 | 34772 | 35873 | 25142 | 9630 |
| | 社融：新增人民币贷款 | 19171 | 14201 | 17612 | 1559 |
| | 社融：新增委托贷款 | -317 | -415 | -22 | -295 |
| | 社融：新增信托贷款 | -1159 | -316 | -672 | -487 |
| | 社融：未贴现银行承兑汇票 | 1503 | 1441 | -431 | 1934 |
| | 金融机构新增人民币贷款 | 19000 | 12800 | 16900 | 2100 |
| | 金融机构：居民中长期贷款 | 6362 | 5571 | 4943 | 1419 |
| | 金融机构：企业中长期贷款 | 10680 | 7252 | 5637 | 5043 |
| 财 政 | 财政收入 | 14234 | 12043 | 13617 | 617 |
| | 财政支出 | 25260 | 16426 | 25543 | -283 |
| | 收支差额 | -11026 | -4383 | -11926 | 900 |

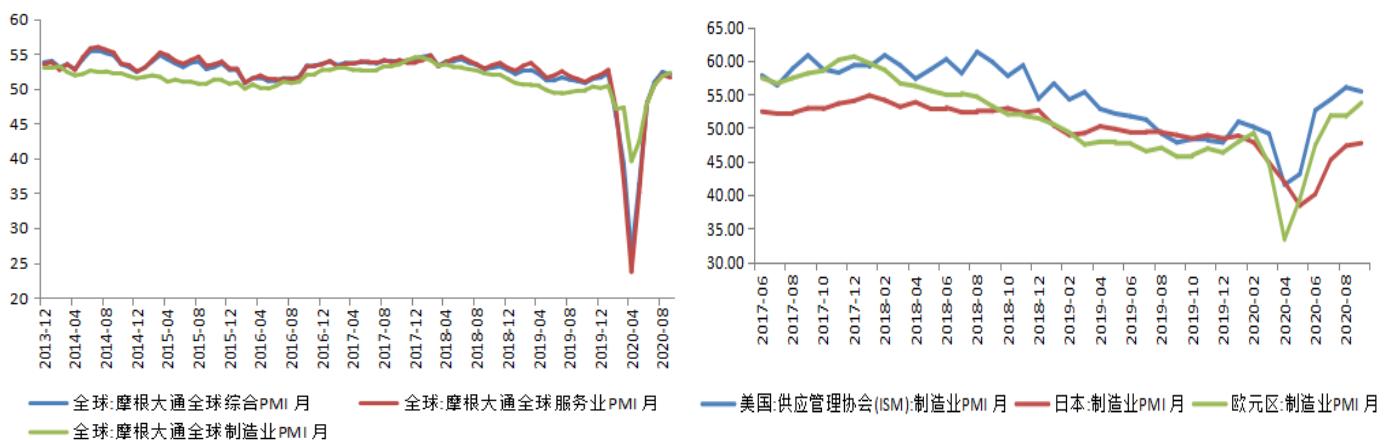
利率持续回升，MLF 增量续作。截止 10 月 21 日，一年期国债利率 2.6731%，十年期国债利率 3.1961%，一年期 AAA 企业债到期收益率 3.2047%，十年期 AAA 企业债到期收益率 4.3190%。截止至 10 月 21 日，民营企业信用利差（中位数）278.3BP，较上月下降 15 个 BP，信用利差有所下行。10 月 15 日，央行宣布开展中期借贷便利（MLF）操作，本次操作仍为增量续作，向市场注入流动性 5000 亿元，考虑到到期的 2000 亿元，本次操作净投放 3000 亿元。操作价格方面，此次 MLF 利率维持在 2.95%，保持连续 6 个月平价操作（当前国股行的 6 个月同业存单利率接近 3.0%，央行或有意遏制以同业存单利率为代表的中期市场利率上行势头，释放“稳货币”信号）。10 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 6 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。10 月 14 日，在央行 2020 年三季度金融统计数据发布会上，调查统计司司长阮健弘表态称，应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持。



汇率持续升值。截止 10 月 21 日，美元兑人民币即期汇率为 6.6575，美元兑人民币中间价为 6.6781。人民币汇率持续升值。9 月份，外汇储备 3.14 万亿，环比下降 220 亿。



海外需求持续回升。美国 9 月份制造业 PMI 为 55.4，较 8 月份回落 0.6，CPI 为 1.4%，较 8 月份回升 0.1pct，核心 CPI 为 1.7%，与 8 月份持平。欧元区 9 月份制造业 PMI 为 53.7，较 8 月份回升 2.0，CPI 为-0.3%，较 8 月份回落 0.1pct，核心 CPI 为 0.2%，较 8 月份回落 0.2pct。日本 9 月份制造业 PMI 为 47.7，较 8 月份回升 0.4。9 月欧美疫情再次发酵，但其经济的恢复依然保持良好态势。从新增失业人数来看，9 月份美国新增失业登记人数 97 万人，较 8 月增加 1818 万人，从非农群体来看，9 月美国非农就业增加 66 万人，较 8 月回落 71 万人。



指数方面，9月上证综指下跌 5.23%，深证综指下跌 6.36%，创业板指下跌 5.63%，沪深 300 下跌 4.75%，上证 50 下跌 3.33%。行业方面，涨幅前三的行业分别为休闲服务（申万）、电气设备（申万）、汽车（申万），涨幅分别为 3.14%、2.16%、1.12%，跌幅靠前的行业为通信（申万）、综合（申万）、农林牧渔（申万），跌幅分别为 -10.26%、-10.74%、-17.29%。10 月份以来（截止至 10 月 20 日），上证综指上涨 3.32%，深证综指上涨 4.87%，创业板指上涨 4.88%，沪深 300 上涨 4.48%，上证 50 上涨 4.49%。行业方面，涨幅前三的行业分别为纺织服装（申万）、汽车（申万）、银行（申万），涨幅分别为 10.61%、8.38%、8.31%，跌幅前三的行业分别为建筑材料（申万）、房地产（申万）、休闲服务（申万），涨跌幅分别为 0.61%、-0.13%、-9.62%。

表 5：主要指数及领涨领跌板块

| 9月市场行情 | | 涨幅前三行业 | | 涨幅后三行业 | |
|---------------|--------|-----------|--------|----------|---------|
| 上证指数 | -5.23% | 休闲服务(申万) | 3.14% | 通信(申万) | -10.26% |
| 深证综指 | -6.36% | 电气设备(申万) | 2.16% | 综合(申万) | -10.74% |
| 创业板指 | -5.63% | 汽车 (申万) | 1.12% | 农林牧渔(申万) | -17.29% |
| 10月(截止10月20日) | | 领涨行业 | | 领跌行业 | |
| 上证指数 | 3.32% | 纺织服装(申万) | 10.61% | 建筑材料(申万) | 0.61% |
| 深证综指 | 4.87% | 汽车(申万) | 8.38% | 房地产(申万) | -0.13% |
| 创业板指 | 4.88% | 银行(申万) | 8.31% | 休闲服务(申万) | -9.62% |

二、对当期经济数据和市场数据点评

经济方面，9月份，宏观经济继续回升。生产端，工业增加值进一步上升至6.9%，中下游制造业景气度加速上行。需求端，投资、消费、出口数据向好，其中消费回暖同样呈现加速特征。

投资方面，房地产投资依然维持高位，但其先行指标新开工数据、拿地数据、国内贷款资金来源等项目已出现持续走弱，预计后续地产投资或将趋弱。同时，随着经济的回暖，基建投资连续两月不及预期，尽管政府债券发行落地，但其资金投向当中的棚改占比持续提升，对基建造成了一定的资金分流作用。此外，制造业投资增速依然处于上升通道，但增速较上月也有小幅回落。消费端，耐用消费品当中汽车消费一枝独秀，地产产业链消费景气度下行。而非耐用品方面，食品、纺服行业景气度回升，尤其是纺服，受到需求回暖影响，本月呈现较大幅度的改善。同时，线上消费增速持续回落，而线下消费则逐渐回升，服务业及中小企业的修复速度边际上升。出口方面，外需环境依然处于上行通道，尽管欧美疫情再次爆发，但并未对经济恢复造成明显影响，我国出口增速依然维持在接近 10% 的水平，并且，防疫物资出口增速持续回落，出口结构进一步改善。社融数据方面，9 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，非标融资保持扩张，企业中长期贷款持续上行。值得注意的是，9 月 M2-M1 缺口重回扩大走势，金融市场流动性压力有所缓解，结合央行调查统计司司长阮健弘在发布会的表态，应当允许宏观杠杆率阶段性上升，表明当前尚不需要对货币政策的收紧过于担心，央行的政策重心依然是支撑实体经济的修复。从海外看，欧美经济依然处于上行态势，美国 PMI 数据处于高位，欧洲、日本 PMI 数据继续上行，美联储依然保持其宽松的货币政策，但由于美国财政部长努钦与众议院议长佩洛西在财政刺激救助措施上分歧较大，因此新一轮的财政刺激计划在总统大选之前或难推出。就业方面，美国非农就业数据已有明显回落，新增登记失业人数明显上升，美国经济进一步回升动能短期可能有限。

市场方面，9 月份欧美经济持续回升，但受到疫情再次发酵以及财政刺激难以落地的影响，市场出现震荡回落走势。道琼斯工业指数月跌幅 2.28%，纳斯达克指数月跌幅 5.16%。进入 10 月后，疫情恐慌情绪有所消退，美元指数重回下降通道，市场出现小幅反弹。国内方面，受海外市场影响，9 月份市场整体表现较弱，多数板块下跌，但进入 10 月份，随着相关经济数据的披露，纺服、汽车等行业景气仍在上行的板块走强，地产、基建产业链逐渐走弱。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

(一) 地产基建投资趋于下行，消费成为经济回升主力军

9月份国内经济继续回升。生产端，下游制造业的工业增加值增速上行，上游采矿业增速逐渐趋弱。需求端，基建投资连续两月下行，房地产投资虽然仍在高位，但拿地、新开工等数据已先行走弱，预计后续难以进一步上行，基建、地产投资的高点或已出现。与此同时，消费出现加速修复，一方面是中小企业的景气度上升，另一方面是线下消费的恢复逐渐加速，其中餐饮消费的跌幅已收窄至-2.9%，随着疫苗的逐渐推出，预计中小企业及线下消费仍有回升空间。

展望四季度的宏观经济，随着经济的进一步回升，逆周期调节必要性大幅下降，地产基建投资动力减弱，而消费和制造业投资则将逐渐成为经济回升的主力军，从政策驱动转向内需驱动，但回升的斜率预计将有所放缓。未来重点关注疫苗的推出进展，或将带来消费回升加速的重要拐点。

(二) 财政发力逐渐收尾，逆周期政策预计将有序退出

三季度以来，政府债券加速发行，8-9月份新增政府债发行增速均在170%左右，年内新增专项债发行规模大约还有4000亿元，其中大部分将与10月集中发行，财政发力逐渐收尾。但值得注意的是，政府债券的大力发行并未带来基建投资增速的显著抬升，从9月的专项债投向看，棚改类资金支出从8月份的29%上进一步上升至36%，医疗卫生、生态环保、交通运输科目占比有所下滑。因此，即使10月份政府债券仍有集中发行计划，但年内基建投资的高点或已出现。

上月我们曾指出，随着经济的企稳，逆周期调节政策退出提上日程的观点，10月份央行统计司司长阮健弘表态称应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升的观点，且9月M2-M1数据也重回扩张，表明后续逆周期政策的退出将是平稳进行的节奏，不存在大幅收紧的可能，实体经济的修复依然是相关政策实施的核心关注点。

(三) 海外疫情影响减弱，出口上行仍有空间

海外方面，9月份在学生大规模返校及天气转凉的背景下，海外疫情再次反弹，欧美新增确诊病例大幅上升，引发市场对再次“封城”的担忧。但从经济数据看，目前尚未对欧美经济恢复造成明显的压制作用，美国PMI仍保持高位，欧洲PMI数据甚至仍有进一步上行，外需状况依然保持良好，疫情并未打断海外经济的复苏进度，只是使其恢复速度放缓。此外，美国大选进入白热化阶段，新一轮财政刺激计划在大选后或将取得进一步的进展，叠加疫苗的推出，预计海外经济后续仍将保持上行趋势。

海外需求的复苏是支撑我国三季度经济回升的重要推动力，疫情的全球扩散产生了明显的产业链供给端的集中效应，增强了我国制造业对外竞争能力。并且，目前来看美联储宽松的货币政策或仍将延续一段时间，随着后续疫苗推出，全球经济共振修复，我国出口景气度或仍将逐步上行。

(四) 结构性行情延续分化，未来预计维持震荡走势

短期来看，国内经济继续上行，逆周期政策的退出平稳有序，主要驱动力从地产基建逐渐切换至消费和制造业，修复速度放缓但市场内生动力逐渐增强，海外经济在疫情发酵的背景下仍在持续上行，出口依然向好。市场领涨行业延续着以景气度边际上行为主线，切换至汽车、纺织服装、电气设备等行业，同时以银行为代表的低估值板块出现上涨。随着后续经济的进一步上行，线下消费的修复和出口链条的扩散或是未来一段时间的主线。需要警惕的是，明年上半年由于经济低基数导致的高增长情况下，货币政策是否会超预期收紧的风险。

中长期看，随着经济逐渐恢复常态以及明年上半年低基数效应的消退，我国的经济增速依然会降至中低档运行，疫情影响过后所带来行业之间或行业内部结构的长期性质变化，才是我们未来所需要重点思考的选股方向。

四、未来操作思考

未来一年的投资将会是非常复杂的，因为一方面今年的投资超额收益来自于大疫情之后的大放水，而有放水就会有收水，未来的一年内必然会出现收货币、收信用、收财政的三紧状态，当然不是说一定会带来市场的暴跌，但是市场波动加大将是必然。另外一方面，虽然三季度的宏观经济数据处在上升状态中，但是必须要清醒的认识到，这次只是一次经济的复苏，并不是进入经济上升周期，所以未来一年经济增速的恢复是有限的，这也会在一定程度上加大市场波动的幅度。

今年的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，所以需要对上市公司三季报更多的关注，同时三季报数据也是布局2021年重要的指标，我们还是应该把更多的精力放在挖掘未来的结构性机会上。

【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。