

2021 年 10 月份月度策略报告

2021-9-28

宏观分析

报告摘要：

投资经理 崔红建

● **核心观点：**1) 经济失速风险上升，地产和消费将是四季度经济维稳的主要变量。8 月经济持续回落，仅存尚有亮点的出口增速背后也存在着台风天气的扰动。四季度上游大宗原材料价格预计仍将保持高位，基建投资、制造业投资回升乏力，未来地产的下行幅度以及消费能否企稳将是经济维稳的主要变量，核心还是在于提高中低收入人群的消费能力；2) 经济转型与稳增长再平衡，货币宽松逻辑预计仍将演绎。7 月份以来，政府出台多项监管政策，在加速推进经济转型的同时，也造成了上游原材料价格上涨的压力，当前经济压力凸显的背景下，政策的重点短期内可能会更多转向稳增长层面。同时，不论是转型去杠杆还是稳增长需求，其实都对货币宽松存在着一致诉求，以守住不发生系统性风险的底线；3) 美国经济韧性仍存，预计美联储 11 月开启 Taper。从全球来看，美国经济依然是表现最为强势的一方，服务业消费开始接棒实物消费成为经济回升的主要推动力量，预计美国经济仍将保持韧性。市场普遍预期美联储将在 11 月份实施 Taper，并且 2023 年将逐步实施加息政策，我们仍需警惕 Taper 对资本市场造成的扰动影响；4) 市场预计震荡偏弱，政策窗口仍需等待。当前内有政策频繁出台扰乱了市场预期，外有美联储释放 Taper 信号引发资金回流的影响，预计三季度中下游企业盈利可能会更为承压，因此短期市场或仍将震荡偏弱。与此同时，我们也需要对 10-11 月的政策窗口期保持关注，若经济下行的压力带来政策导向的修正，届时市场板块或将出现新一轮的轮动。

投资经理 郭锋

研究员 边康祥
biankangxiang@shifengamc.com

联系人 胡晓天
021-61093233
sales@shifengamc.com

● **数据点评：**8 月份，宏观经济继续下行。地产、消费下滑幅度迅速加大，制造业、基建投资回升乏力，仅有出口表现相对较好。社融方面，本月社融增速回升，非标收缩放缓、政府债券融资放量为主要驱动因素。通胀方面，当前 CPI 依然可控，但 PPI 上升压力较大，中下游企业盈利承压。海外方面，美国经济一枝独秀，8 月份美国零售数据环比再度回升，就业率水平加速改善。

● **投资操作：**宽松的流动性以及大类资产的转移，让 A 股市场难以出现大的系统性风险，整个市场必然还是结构性的机会和结构性的风险并存。8 月份以来，国内的各项能源政策带来了上游行业价格的大幅波动，这在一定程度上扰乱整个经济的正常运行，一方面导致各行各业的成本迅速上升，另外一方面导致了整个社会的总需求加速下行。但是我们认为不合理的状态都是不能持续的，我们依然认为未来下游需求的恢复以及上游成本的下降，将给市场带来结构性机会。

目录

一、报告期内宏观经济分析 3

二、对当期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

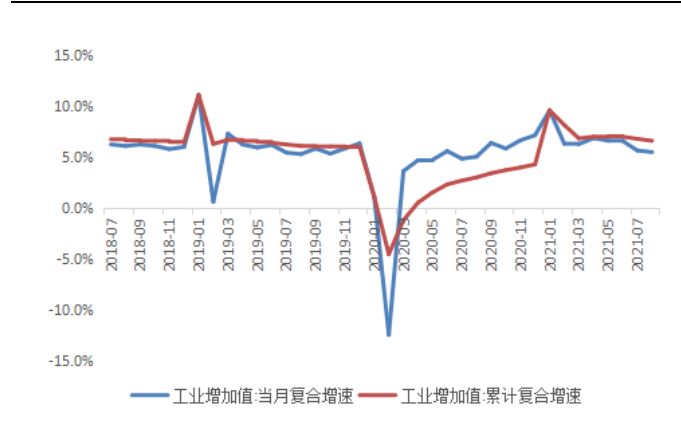
四、未来操作思考 22

一、报告期内宏观经济分析

8 月份经济下行速度加快，工业增加值受到电力行业拖累表现较弱，地产投资、消费加速下行，制造业和基建投资回升力度有限，仅有出口表现尚佳，具体数据如下：

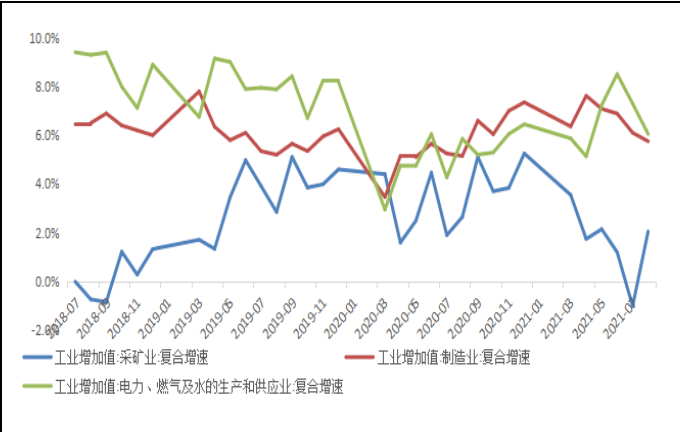
工业增加值加速下行。8 月份工业增加值同比上升 5.3%，较上月回落 1.1pct；1-8 月工业增加值累计同比增加 13.1%，较 1-7 月份回落 1.3pct。复合增速看，8 月工业增加值两年复合增速为 5.4%，较上月回落 0.2pct，1-8 月累计复合增速 6.6%，较上月回落 0.1pct。其中，8 月采矿业工业增加值两年复合增速 2.0%，较上月回升 3.1pct；制造业两年复合增速 5.7%，较上月回落 0.4pct；电力燃气水供应两年复合增速 6.0%，较上月回落 1.2pct。8 月份工业增加值数据加速下行，主要受到电力燃气水供应行业景气度下行的影响，能耗双控背景下，部分省市出现限产限电的现象，导致 8 月份社会用电出现下滑。

图表 1：工业增加值复合增速



资料来源：wind

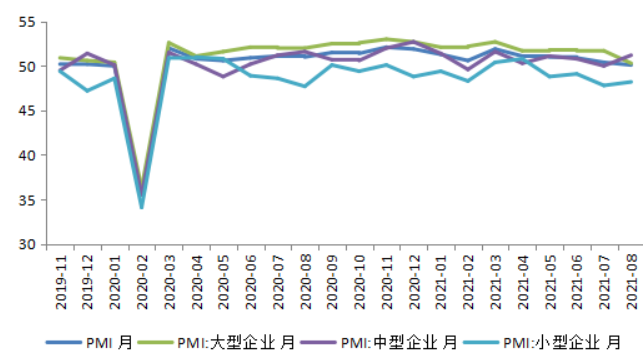
图表 2：工业增加值复合增速（分项）



资料来源：wind

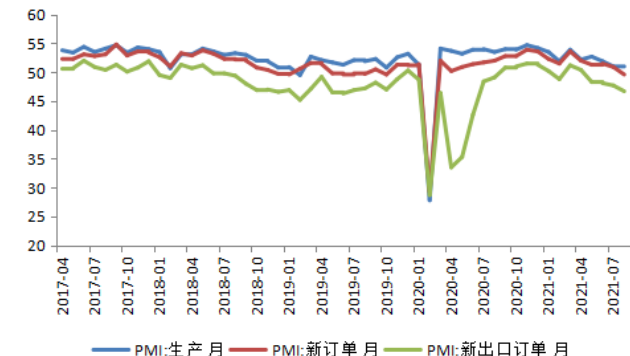
制造业 PMI 回落。8 月制造业 PMI 为 50.1，较上月回落 0.4，其中大企业 PMI 为 50.3，与上月回落 1.4；中型企业 PMI 为 51.2，较上月份回升 1.2；小型企业 PMI 为 48.2，较上月份回升 0.4，本月 PMI 数据继续走弱，其中大型企业相对承压，经济维持下行态势。8 月非制造业 PMI 为 47.5，较上月回落 5.8，其中建筑业 PMI 为 60.5，较上月回升 3.0，服务业 PMI 为 45.2，较上月份回落 7.3。从结构上看，8 月 PMI 生产指数 50.9，较上月回落 0.1，PMI 新订单指数 49.6，较上月回落 1.3，其中新出口订单指数 46.7，较上月回落 1.0。库存方面，产成品库存 47.7，较上回升 0.1，原材料库存 47.7，与上月持平。价格方面，原材料购进价格指数 61.3，较上月回落 1.6，出厂价格指数 53.4，较上月回落 0.4，绝对值依然处于高位。8 月份 PMI 数据看，原材料涨价对需求压制作用继续显现，企业库存累积，生产供给压力进一步加大，各项指标全面走弱。

图表 3: PMI 数据 (分企业)



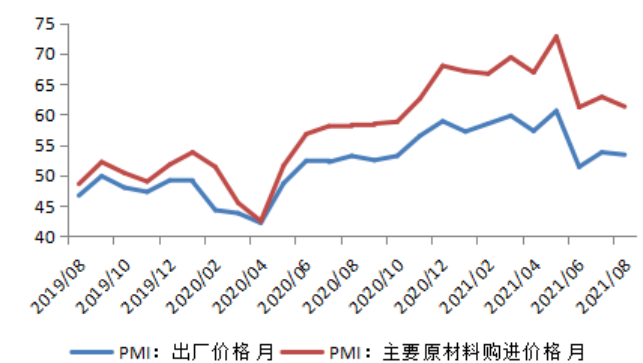
资料来源: wind

图表 4: PMI 生产、订单数据



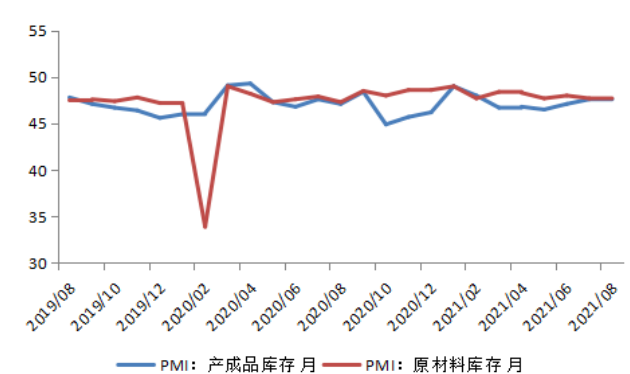
资料来源: wind

图表 5: PMI 价格数据



资料来源: wind

图表 6: PMI 库存数据



资料来源: wind

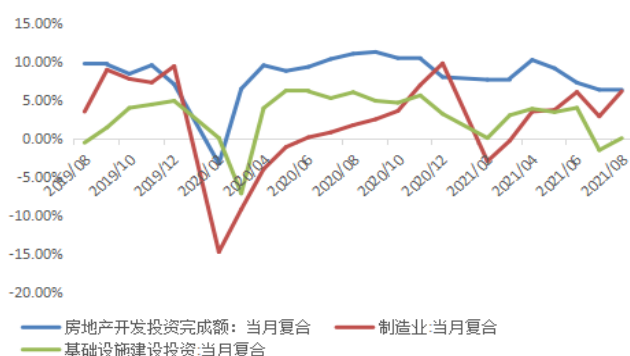
表 1: PMI 及 PMI 分项指标

指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	50.10	50.40	收缩
生产端	PMI: 采购量	50.30	50.80	收缩
	PMI: 生产	50.90	51.00	收缩
需求端	PMI: 新订单	49.60	50.90	收缩
	PMI: 新出口订单	46.70	47.70	收缩
	PMI: 进口	48.30	49.40	收缩
库存	PMI: 产成品库存	47.70	47.60	扩张
	PMI: 原材料库存	47.70	47.70	持平

价格	PMI：购进价格	61.30	62.90	收缩
	PMI：出厂价	53.40	53.80	收缩
就业	PMI：从业人员	49.60	49.60	持平

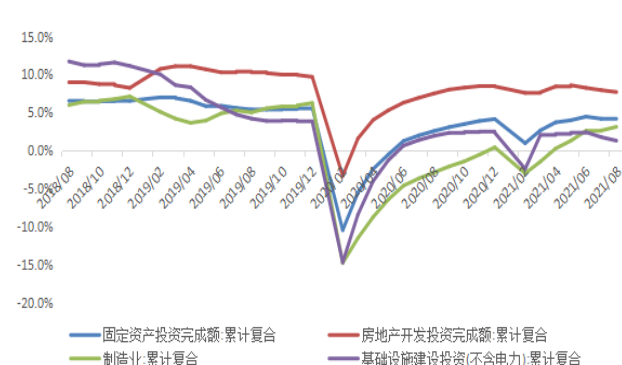
基建、制造业投资边际回暖。8月固定资产投资增速0.3%，1-8月累计增速8.9%。从两年复合增速看，8月固定资产投资增速为4.3%，较上月回升1.8pct。分项目看，基建投资8月增速-6.6%，较19年两年复合增速-0.02%，复合增速较上月回升1.6pct；房地产投资8月增速0.6%，较19年两年复合增速6.2%，复合增速较上月回落0.1pct；制造业投资8月增速7.1%，较19年两年复合增速6.1%，复合增速较上月回升3.3pct。从复合增速看，8月份地产投资加速下行，基建、制造业投资增速回升，但主要是7月份受到雨水天气影响导致基数较低所致，从趋势上看，基建投资仍处于下行通道，制造业是当前投资端的主要支撑力量。

图表 7：投资分项单月复合增速



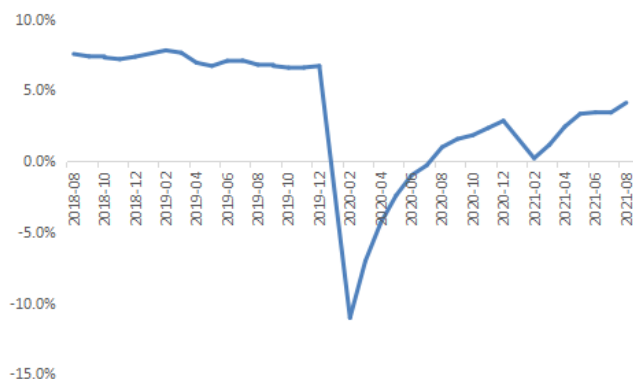
资料来源：wind

图表 8：投资分项累计复合增速



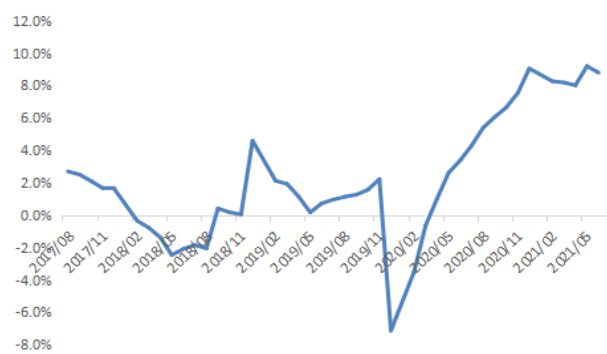
资料来源：wind

图表 9：民间固定资产投资完成额：复合累计同比



资料来源：wind

图表 10：扣除土地购置费的房地产投资累计复合



资料来源：wind

地产销售增速继续回落。8月销售面积增速-15.6%，较19年两年复合增速-2.0%，复合增速较上月回落2.1pct；销售金额同比增速-18.7%，较19年两年复合增速1.6%，复合增速较上月回落2.4pct；新开工面积同比增速-16.8%，较19年两年复合增速-7.7%，复合增速较上月回落1.2pct；竣工面积同比增速28.4%，较19年两年复合增速7.6%，复合增速较上月回升3.7pct。土地市场方面，土地购置面积同比增速-13.9%，较19年两年复合增速-10.8%，复合增速较上月回落11.3pct；土地成交价款同比增速-10.5%，较19年两年复合增速-1.7%，复合增速较上月回落17.2pct，土地市场8月迅速转冷。资金方面，8月地产资金开发来源同比增速-6.4%，较19年两年复合增速5.6%，复合增速较上月回升1.7pct。其中国内贷款8月增速-19.6%，较19年两年复合增速-11.7%，复合增速较上月回落9.0pct；定金及预收款8月增速-6.8%，较19年两年复合增速12.8%，复合增速较上月回升10.5pct，个人按揭贷款8月增速-8.0%，两年复合增速6.2%，较上月回升2.0pct。从地产数据来看，地产政策的收紧对房地产行业的需求（销售端）及供给（开发端）的影响仍在继续显现，房企资金压力也对土地购置造成了拖累，今年1-8月份土地购置面积同比下降约10%，或将对明年地产施工投资造成压力。

图表 11：商品房销售面积增速



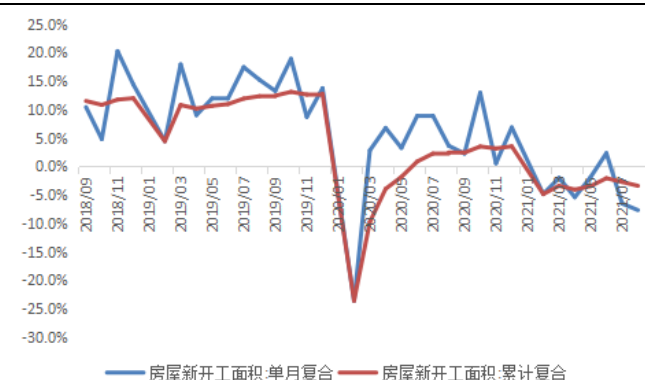
资料来源：wind

图表 12：商品房销售金额增速



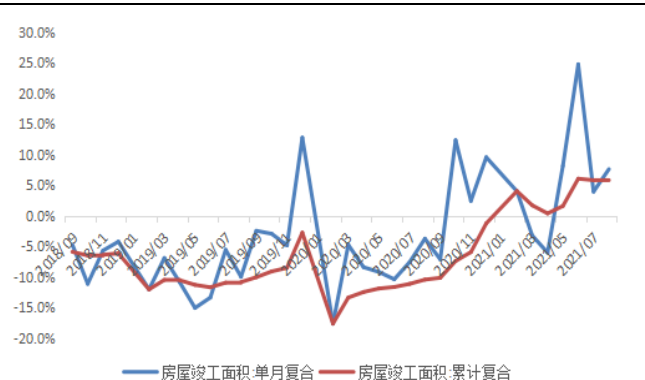
资料来源：wind

图表 13：新开工面积复合增速



资料来源：wind

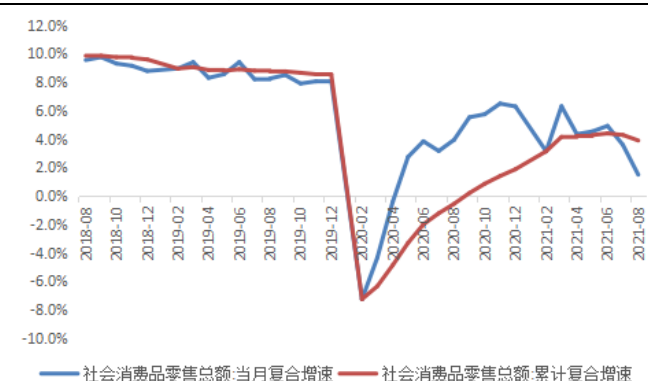
图表 14：竣工面积复合增速



资料来源：wind

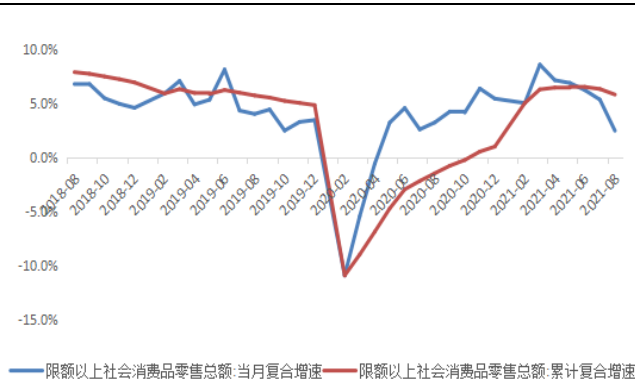
消费增速回落。8月社零增速2.5%，较19年两年复合增速1.5%，复合增速较上月上升回落2.1pct。限额以上社零增速0.5%，较19年两年复合增速2.4%，复合增速较上月回落2.9pct，消费数据大幅走弱。网上商品和服务零售总额同比增速6%，较19年两年复合增速9.6%，复合增速较上月回落3.4pct。耐用消费品方面，汽车单月消费增速-7.4%，较19年两年复合增速1.7%，复合增速较上月回落3.3pct；家电两年复合增速-0.5%，较上月回落3.3pct；家具两年复合增速1.1%，较上月回落2.2pct；通讯器材两年复合增速3.2%，较上月回落2.4pct。耐用消费品增速下行，汽车消费受到缺芯对供给的影响，地产销售下滑则拖累产业链消费增项走弱。非耐用消费品方面，粮油和食品复合增速6.8%，饮料复合增速12.3%，烟酒消费复合增速8.6%，服装纺织复合增速-1.0%，石油制品消费复合增速-1.7%，餐饮消费复合增速-5.8%，非耐用品消费增速普遍回落，或与7-8月份疫情防控升级有关，压制了居民消费需求。

图表 15：消费品零售总额复合增速



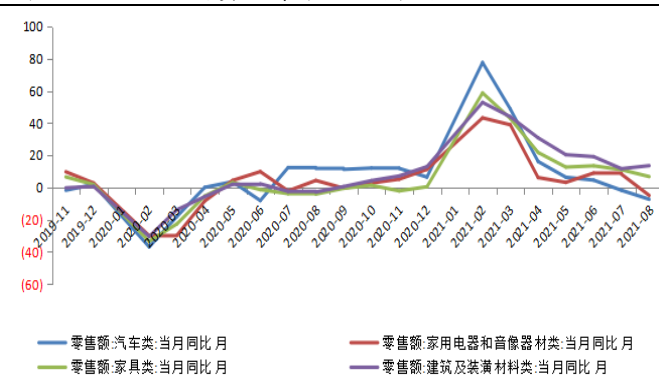
资料来源：wind

图表 16：限额以上消费品零售总额复合增速



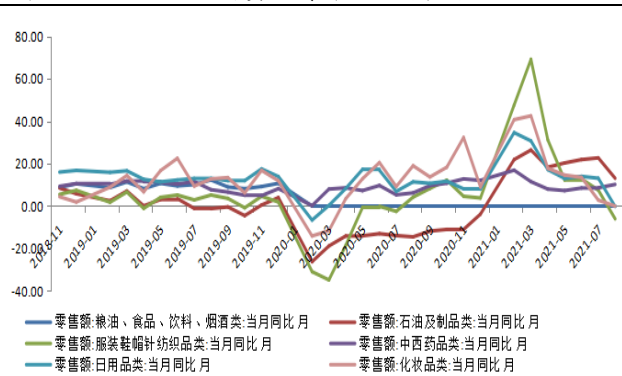
资料来源：wind

图表 17：耐用消费品零售额当月增速



资料来源：wind

图表 18：非耐用消费品零售额当月增速



资料来源：wind

表 2：社零消费增速（分项）

单月复合增速		Aug-21	Jul-21	结构占比
耐用消费品	汽车	1.7	5.0	28%
	家用电器	-0.5	2.9	6%
	家具类	1.1	3.3	2%
	建筑装潢	5.0	4.3	2%
	金银珠宝	11.3	10.8	2%
	通讯器材	3.2	5.6	3%
非耐用消费品	食品	6.8	9.1	15%
	石油制品	-1.7	2.8	13%
	服装鞋帽	-1.0	2.4	10%
	中西药品	8.2	6.9	6%
	日用品类	5.4	10.0	4%
	文化办公	14.8	7.4	2%
	书报杂志	-2.0	4.9	2%
	化妆品	9.1	6.0	1%
	体育娱乐	15.6	14.0	1%

进出口增速回升。8月进口增速 33.1%，较上月回升 5.0pct，出口增速 25.6%，较上月回升 6.3pct。复合增速看，8月进口数据两年复合增速为 14.4%，较上月回升 1.7pct；出口数据两年复合增速为 17.0%，较上月回升 4.2pct。分区域看，进口方面，对美进口两年复合增速 16.5%，较上月增速回升 2.4pct；对欧盟进口复合增速 3.5%，较上月回落 0.6pct；对日本进口复合增速 8.0%，较上月回落 0.9pct。出口方面，对美出口两年复合增速 17.7%，较上月回升 4.8pct；对欧盟出口复合增速 10.0%，较上月回升 3.6pct；对日本出口复合增速 8.9%，较上月回升 3.8pct。分产品看，与防疫相关产品的出口增速出现回升，纺织纱线产品出口复合增速为 11.8%，较上月回升 7.6pct。医疗器械出口复合增速 28%，较上月回升 6.5pct。高新技术产品出口两年复合增速 9.2%，较上月回升 1.7pct；机电产品出口复合增速 10.9%，较上月回升 2.2pct；纺织服装行业出口复合增速 5.9%，

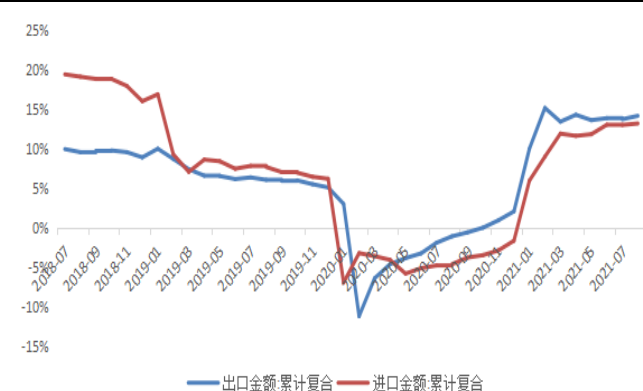
较上月回升 6.4pct。进口方面，8 月进口数据回升。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量同比增速分别为-41.4%、-6.2%、-2.9%，进口金额同比增速分别为-10.4%，59.8%，95.0%，大宗商品进口数量增速显著回落，随着原材料涨价压力凸显，进口大宗商品的需求出现收缩迹象。

图表 19：进出口单月复合增速



资料来源：wind

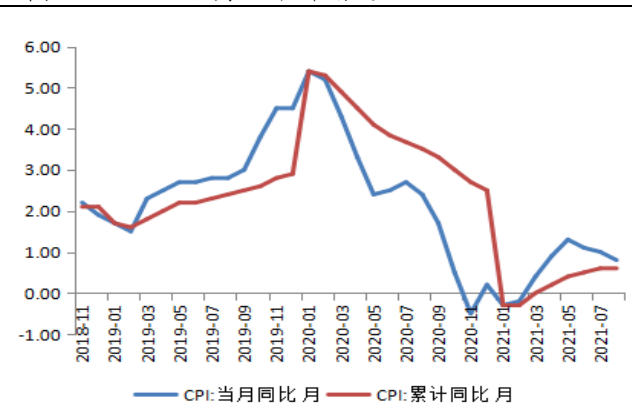
图表 20：进出口累计复合增速



资料来源：wind

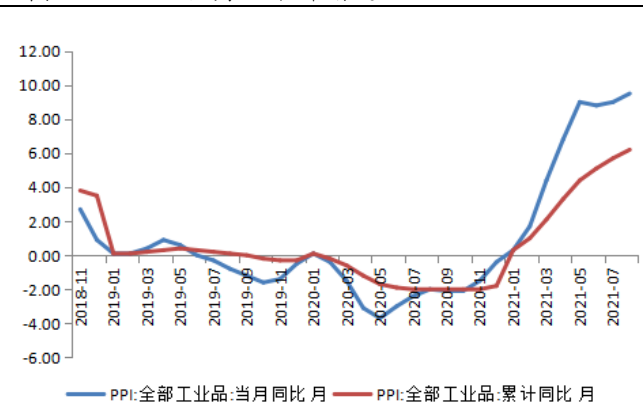
PPI 增速再度回升。8 月 CPI 同比增速为 0.8%，较上月回落 0.2pct，食品 CPI 同比增速-4.1%，较上月回落 0.4pct，其中，猪肉同比下跌 44.9%，环比下跌 1.4%，鲜果同比增速 5.0%，环比下降 0.4%，鸡蛋同比上升 13.9%，环比上升 7.3%，蔬菜同比下降 1.5%，环比上升 8.6%。8 月非食品 CPI 同比增速 1.9%，较上月回落 0.2pct，交通通信及其他服务项目 CPI 数据为主要拖累项，或与疫情防控升级有关。8 月 PPI 同比增速 9.5%，较上月回升 0.5pct，其中生产资料同比增速 12.7%，较上月回升 0.7pct，生活资料同比增速 0.3%，与上月持平。PPI 的增速再度回升，8 月上游原材料涨价压力依然较大。

图表 21：CPI 当月及累计增速



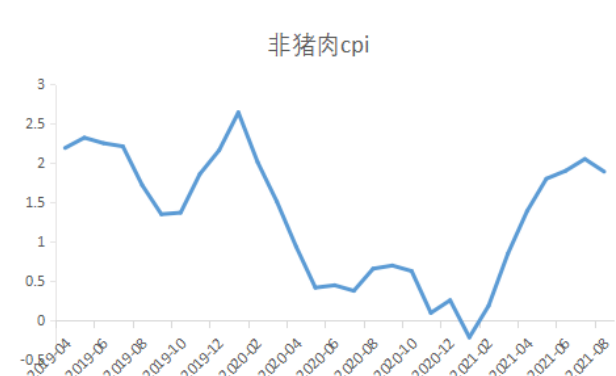
资料来源：wind

图表 22：PPI 当月及累计增速



资料来源：wind

图表 23: 非猪肉 CPI



资料来源: wind

图表 24: CPI 走势预测



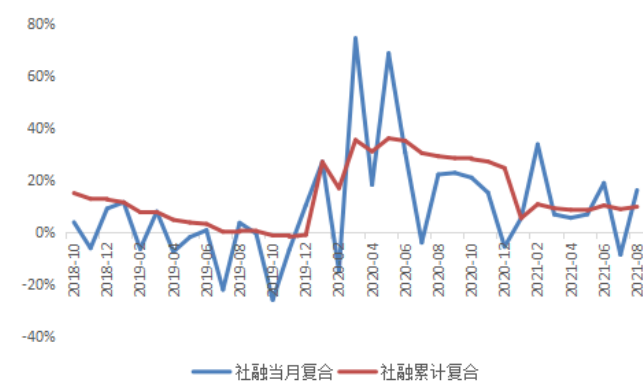
资料来源: wind

表 3: 总体宏观数据及预测值

		202109F	Aug-21	Jul-21
生产	工业增加值		5.3%	6.4%
	PMI		50.1%	50.4%
	发电量		0.2%	9.6%
需求	社会消费品零售		2.5%	8.5%
	固定资产投资(累计)		8.9%	10.3%
	出口		25.6%	19.3%
	进口		33.1%	28.1%
	贸易顺差:亿美元		583.3	565.9
物价	CPI	1.2%	0.8%	1.0%
	PPI	10.0%	9.5%	9.0%
货币	M1 增速		4.20	4.90
	M2 增速		8.20	8.30
	剪刀差		-4	-3.4
	汇率: 美元/人民币		6.47	6.46
	社会融资规模: 亿元		29558	10737
财政	财政收入增速		2.7%	11.1%
	财政支出增速		6.2%	-4.9%

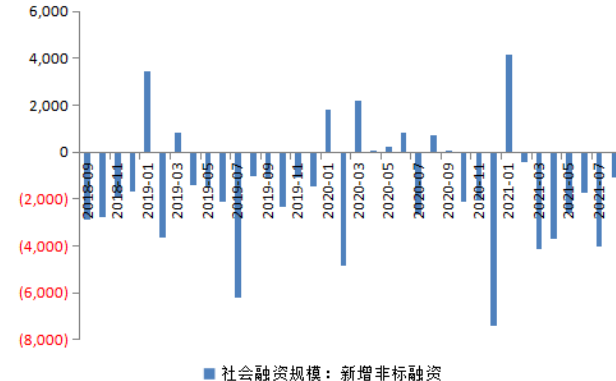
新增社融增速回升。8月新增社融2.96万亿，同比增速-18%，较2019年同期的两年复合增速为16%，较上月回升25pct；1-8月累计新增社融同比增速-17%，较2019年同期的两年复合增速为10%，较上月回升1.0pct。从结构上看，新增非标融资合计为-1058亿，收缩速度较上月的-4039亿有所放缓，其中新增委托贷款177亿，同比增加592亿，新增信托贷款-1362亿，同比降幅扩大1046亿，新增银行未贴现承兑汇票127亿，同比下降1314亿。新增人民币贷款1.27万亿，同比减少1488亿，新增政府债券9738亿，同比减少4050亿，新增企业债券4341亿，同比增加682亿。从社融数据看，增速出现回升，主要系非标收缩放缓及政府债券放量所致，在财政加快落地的背景下，政府债券发行环比大幅改善，但由于去年同期基数较高，这部分对社融增速仍构成拖累。另外值得注意的是，企业债券融资近月表现较好，或受益于当前的低利率环境。

图表 25：新增社融复合增速



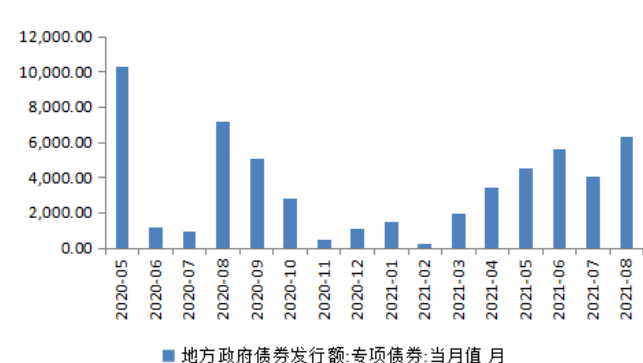
资料来源：wind

图表 26：新增非标融资规模



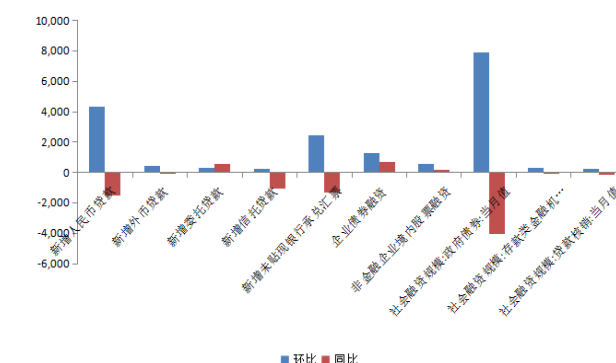
资料来源：wind

图表 27：地方政府专项债发行额



资料来源：wind

图表 28：新增社融分项

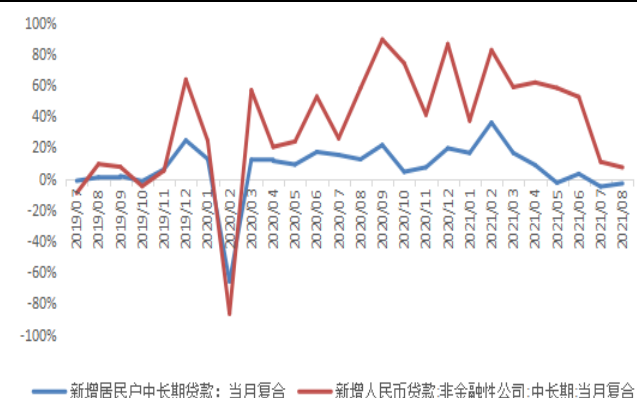


资料来源：wind

新增信贷增速下行。8月新增人民币信贷1.22万亿，同比增速-5%，两年复合增速0%，较上月回落1pct。从结构上看，票据融资2813亿，同比上升4489亿，居民短贷1496亿，同比下降1348亿，居民长贷4259亿，同比下降1312亿，企业短贷-1149亿，同比减少1196亿，企业长

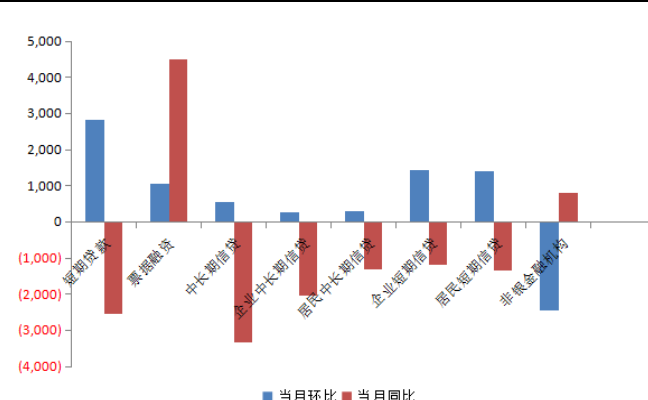
贷 5215 亿，同比减少 2037 亿，非银金融机构贷款-681 亿，同比增加 793 亿。新增信贷整体回落，从复合增速看，8 月居民中长期贷款两年复合增速为-3%，短期贷款复合增速为-13%，居民端贷款受到地产政策调控影响，持续偏弱。企业中长期贷款 8 月复合增速为 10%，较上月回落 6pct。

图表 29：表内中长期贷款复合增速



资料来源：wind

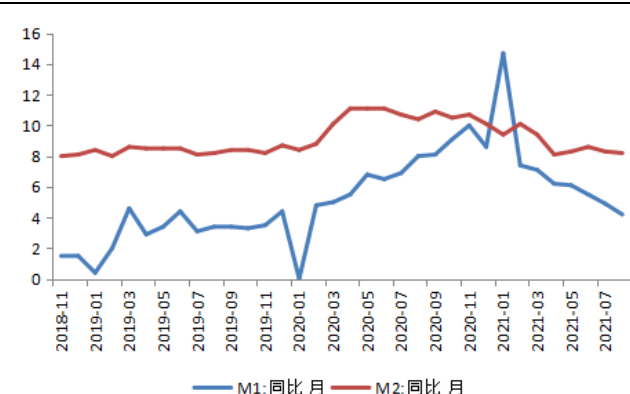
图表 30：表内贷款项目细分



资料来源：wind

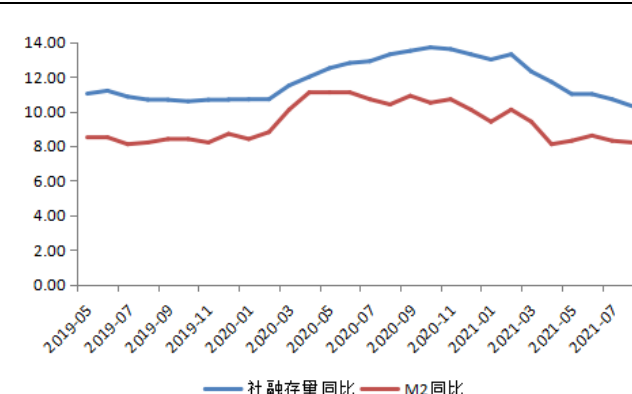
M1、M2 增速下降。8 月 M1 同比增速 4.2%，较上月份增速回落 0.7pct，其中流通中货币同比增速 6.3%，增速较上回升 0.2pct，单位活期存款同比增速 3.9%，较上月回落 0.9pct；8 月份 M2 增速 8.2%，较上月回落 0.1pct。本月 M1、M2 增速双双回落，同时 M2-M1 增速继续走阔，也体现了当前实体经济的再度承压。

图表 31：M1、M2 增速



资料来源：wind

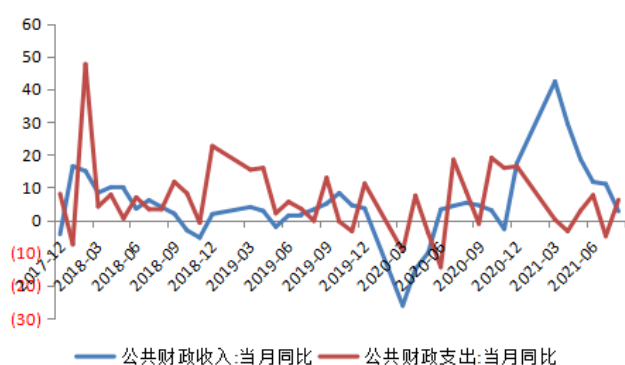
图表 32：社融存量及 M2 增速



资料来源：wind

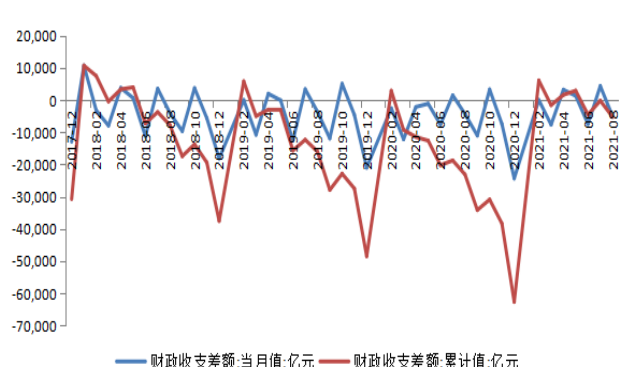
财政支出力度回升。8 月份财政收入同比增速 2.7%，较 19 年同期两年复合增长率为 4.0%，较上月回落 3.6pct。其中，中央财政收入增速 2.2%，两年复合增速 2.8%，较上月回落 3.8pct；地方财政收入增速 3.2%，两年复合增速 5.0%，较上月回落 3.6pct。从分项看，税收收入复合增速 7.6%，较上月回落 1.7pct，非税收入复合增速-11.1%，较上月回落 6.2pct。四大税种当中，企业所得税 8 月复合增速 3.3%，较上月回落 10.2pct，增值税收入复合增速 6.0%，较上月回升 3.4pct，个人所得税增速 16.3%，较上月回落 2.6pct，国内消费税增速 11.4%，较上月回升 7.3pct。财政支出方面，8 月财政支出同比 6.2%，两年复合增速 7.5%，较上月回升 1.3pct。其中，中央财政支出同比增速 12.0%，两年复合增速 0.0%，较上月回落 0.1pct，地方财政支出同比增速 5.3%，两年复合增速 8.9%，较上月回升 1.4pct。从支出的项目看（两年复合增速），社会保障和就业支出同比 14.3%，教育支出同比增速 9.9%，科学技术支出同比增速 16.1%，农林水事务支出同比增速 5.6%，交通部运输支出同比增速 11.6%，其中基建类投资项目支出大幅回升，社会保障类项目支出增速保持稳定。8 月政府性基金收入增速-14.4%，两年复合增速-4.0%，增速较上月份回落 10.8pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速-17.7%，两年复合增速-2.8%，较上月回落 12.6pct，土地市场热度大幅转冷；政府性基金支出增速-9.7%，两年复合增速 8.9%，较上月回升 2.5pct，政府性基金支出增速回升。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 8192 亿，赤字规模同比扩大 762 亿元。1-8 月份广义财政累计赤字 1.08 万亿，较去年同期的 4.0 万亿大幅下降。

图表 33：公共财政收支当月增速



资料来源：wind

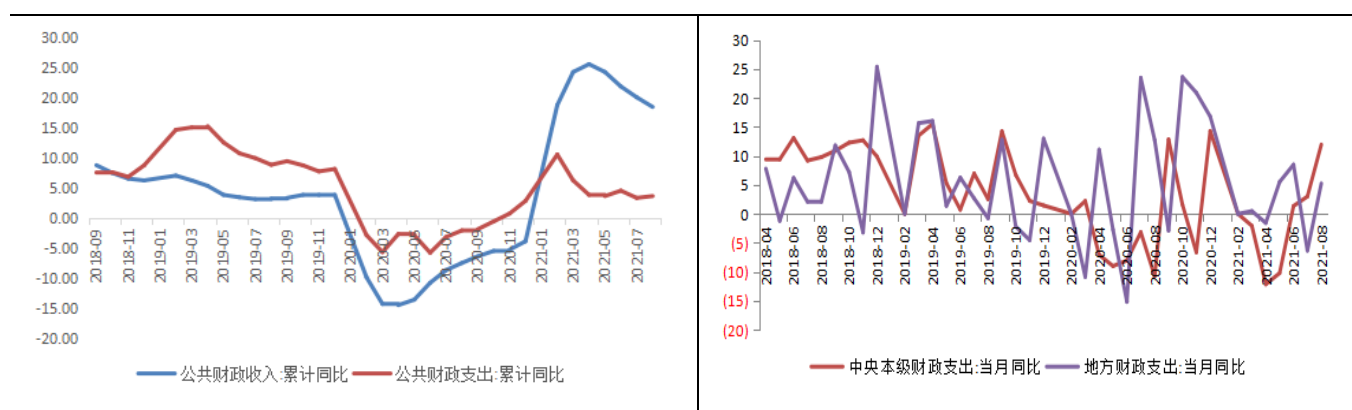
图表 34：财政收支差额



资料来源：wind

图表 35：公共财政收支累计增速

图表 36：中央及地方财政支出增速



资料来源：wind

资料来源：wind

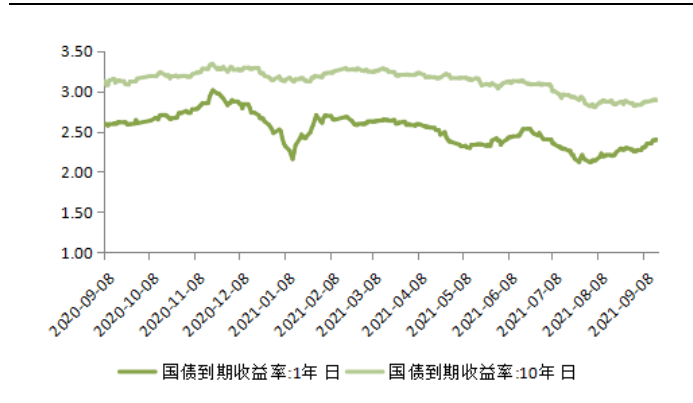
表 4：： 信贷及财政收支

		Aug-21	Jul-21	Aug-20	同比
货币	社会融资规模	29558	10737	35853	-6295
	社融：新增人民币贷款	12713	8391	14201	-1488
	社融：新增委托贷款	177	-151	-415	592
	社融：新增信托贷款	-1362	-1571	-316	-1046
	社融：未贴现银行承兑汇票	127	-2316	1441	-1314
	金融机构新增人民币贷款	12200	10800	12800	-600
	金融机构：居民中长期贷款	4259	3974	5571	-1312
	金融机构：企业中长期贷款	5215	4937	7252	-2037
财政	财政收入	12372	20600	12043	329
	财政支出	17443	16252	16426	1017
	收支差额	-5071	4348	-4383	-688

利率平稳，MLF 等量续作。截止 9 月 17 日，一年期国债利率 2.3901%，十年期国债利率 2.8750%，一年期 AAA 企业债到期收益率 2.7908%，十年期 AAA 企业债到期收益率 3.7565%。9 月 15 日，央行开展中期借贷便利（MLF）操作，向市场注入流动性 6000 亿元，当月到期的 MLF 金额为 6000 亿元。操作价格方面，此次 MLF 利率维持在 2.95%（当前国股行的 1 年期同业存单利率约 2.70%）。本次 MLF 为等量平价操作，较上月有边际转松态势，但操作利率依然高于银行

间同业存单利率，货币政策并未出现大幅宽松趋向。9月22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%，保持不变。

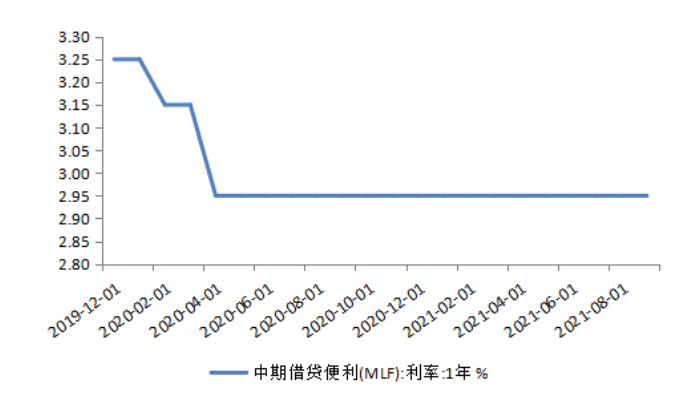
图表 37：长短期国债收益率



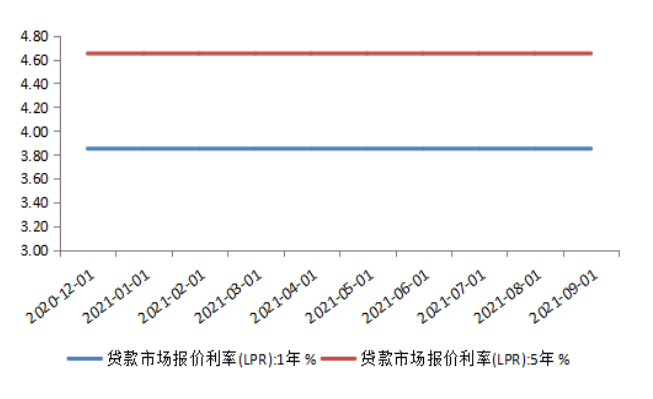
图表 38：长短期企业债收益率



图表 39：MLF 利率走势

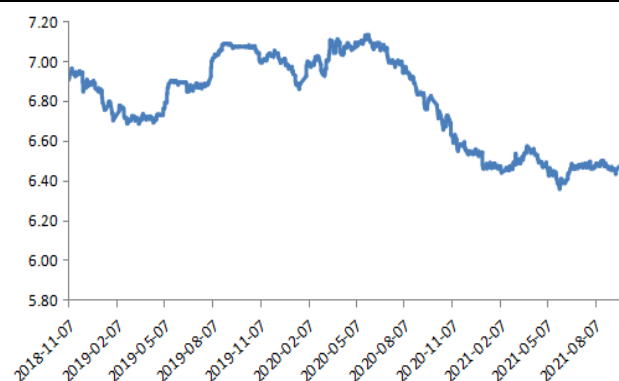


图表 40：LPR 报价



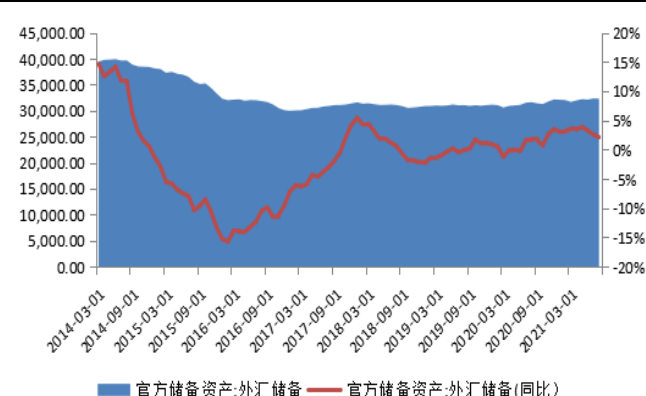
汇率保持平稳。截止9月17日，美元兑人民币即期汇率为6.4521，美元兑人民币中间价为6.4527，人民币汇率保持平稳。8月份，外汇储备3.23万亿，环比下降38亿。

图表 43: 美元兑人民币中间价



资料来源: wind

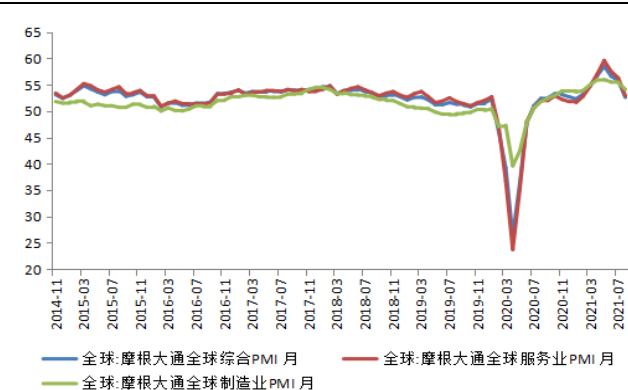
图表 44: 我国外汇储备



资料来源: wind

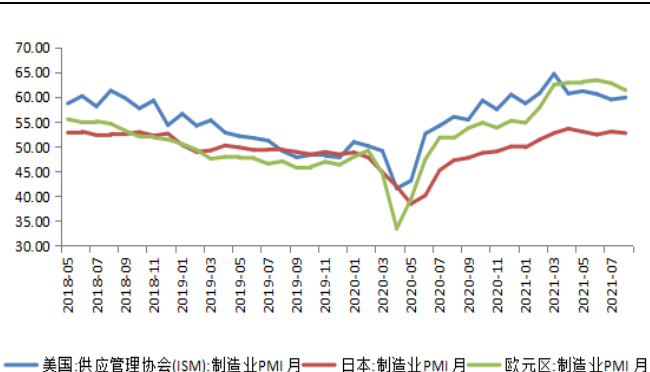
海外经济回升放缓。美国 8 月份制造业 PMI 为 59.9，较上月回升 0.4，CPI 为 5.3%，与上月回落 0.1，核心 CPI 为 4.0%，较上月回落 0.3pct。欧元区 8 月份制造业 PMI 为 61.4，较上月回落 1.4，CPI 为 3.0%，较上月回升 0.8pct，核心 CPI 为 1.6%，较上月回升 0.9pct。日本 8 月份制造业 PMI 为 52.7，较上月回落 0.3。8 月海外经济表现分化，美国经济环比回升，欧洲和日本经济继续走弱。从非农就业来看，8 月美国非农就业增加 23.5 万人，较上月回落 70.8 万人，8 月份美国失业率 5.2%，较上月回落 0.2pct，失业率继续修复。国债收益率方面，截至 8 月 20 日，十年期美债收益率 1.33%，近期美债收益率有所回升，受就业率恢复加快以及美联储议息会议释放 Taper 信号的影响，美债收益或重回上升通道。

图表 45: 全球 PMI 数据



资料来源: wind

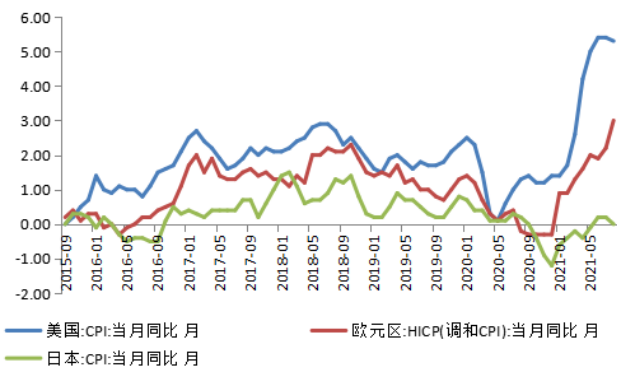
图表 46: 美、欧、日 PMI 数据



资料来源: wind

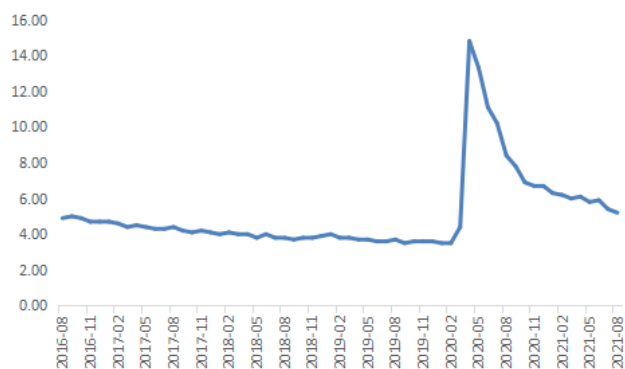
图表 47: 美、欧、日 CPI 数据

图表 48: 长短期美债收益率



资料来源: wind

图表 49: 美国失业率数据

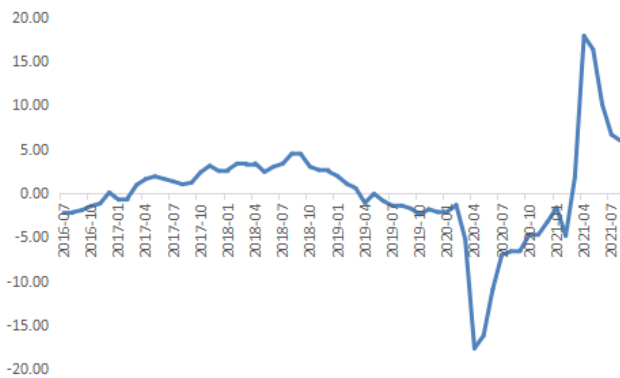


资料来源: wind



资料来源: wind

图表 50: 美国工业产出同比增速



资料来源: wind

指数方面，8 月上证综指上涨 4.31%，深证综指上涨 1.85%，创业板指下跌 6.57%，沪深 300 下跌 0.12%，上证 50 下跌 1.14%。行业方面，涨幅前三的行业分别为采掘（申万）、有色金属（申万）、钢铁（申万），涨幅分别为 29.46%、18.00%、17.56%，跌幅靠前的行业为医药生物（申万）、电子（申万）、通信（申万），跌幅分别为 8.63%、6.97%、5.88%。9 月份以来（截至 9 月 17 日），上证综指上涨 1.98%，深证综指上涨 0.67%，创业板指下跌 0.65%，沪深 300 上涨 1.05%，上证 50 上涨 2.09%。行业方面，涨幅前三的行业分别为公共事业（申万）、化工（申万）、采掘（申万），涨幅分别为 10.31%、8.00%、7.33%，跌幅前三的行业分别为有色金属（申万）、国防军工（申万）、综合（申万），跌幅分别为 7.71%、7.58%、7.50%。

表 5：主要指数及领涨领跌板块

8 月市场行情		领涨行业		领跌行业	
上证指数	4.31%	采掘(申万)	29.46%	医药(申万)	-8.63%
深证综指	1.85%	有色金属(申万)	18.00%	电子(申万)	-6.97%
创业板指	-6.57%	钢铁(申万)	17.56%	通信(申万)	-5.88%
9 月（截止 9 月 17 日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	1.98%	公共事业(申万)	10.31%	有色金属(申万)	-7.71%
深证综指	0.67%	化工(申万)	8.00%	国防军工(申万)	-7.58%
创业板指	-0.65%	采掘(申万)	7.33%	综合(申万)	-7.50%

二、对当期经济数据和市场数据点评

8 月份，宏观经济继续加速下行，工业生产、消费数据持续回落，投资增速回升，但主要系 7 月份的基数较低所致。各大经济指标当中，仅有出口增速景气度依然较高，成为当前经济的唯一亮点。具体数据看，生产端工业增加值两年复合增速 5.4%，较上月回落 0.2pct，其中电力燃气行业增速下滑为主要拖累项。能耗双控背景下，部分省市出现限电现象，同时煤价上涨进一步对电厂正常经营造成影响。此外，大宗原材料大幅上涨的背景下，制造业也面临较大的生产经营压力，拖累整体工业生产增速。需求端看，地产投资数据本月出现加速下行，地产政策的收紧对销售及投资两端都造成了较大的压力，叠加恒大事件的发酵，房地产市场迅速转冷。从第二批集中供地的情况来看，溢价率下行，流拍率上升，今年 1-8 月份土地购置面积同比下滑 10%，或将对来年地产建安投资造成冲击。此外，本月的基建数据低位回升，政府债券发行提速，基建类支出回升，但整体景气度依然较低。消费方面，本月社零增速出现大幅回落，或与疫情防控升级有关，但本次线上消费增速并未随着疫情升级出现同步回升，显示消费修复的内生动力较差。外需方面，8 月出口增速回升，7-8 月份出口增速波动或受到台风“烟花”的影响，7 月下旬沿海部分口岸短期封港，积压的货物集中在 8 月出口，拉高了 8 月出口增速。结构上看，防疫物资、机电类产品、高新技术类产品的出口增速均有回升。整体而言，本月宏观经济各项数据当中，消费和地产的下行最为显著，尤其是地产投资的下行速度和时间跨度可能会超出市场预期，这也是四季度乃至明年经济运行的主要风险点。

社融数据方面，8 月社融增速回升，主要系非标收缩放缓及政府债券集中发行的影响，另外低利率的融资环境也使得企业债券融资放量。表内贷款方面，地产调控对居民短期及中长期贷款的压制作用进一步显现。并且企业中长期贷款增速也在持续走弱，原材料价格持续上升，地产基建投资的需求又在下行，企业资本开支动力持续下行。

从海外看，欧美 PMI 数据表现有所分化，美国 PMI 数据 59.9，较上月回升 0.4，欧洲 PMI 数据 61.4，回落 0.6。同时，海外主要经济体的通胀压力继续高企，8 月美国 CPI 同比增长 5.3%。美国经济在全球看仍一枝独秀，7-8 月份失业率水平也在逐步改善，美联储最新议息会议首次更新了有关缩减资产购买（Taper）指引。市场预计 11-12 月正式开启 Taper，直至 2022 年的 7 月左右结束，并且提前了加息预期，多数美联储官员预计 2023 年之前将开始加息。

市场方面，8 月份美国经济继续修复，美债收益率小幅回升，市场震荡上行，道琼斯指数月涨幅 1.22%，纳斯达克指数上涨 4.00%，双双创出历史新高。进入 9 月后，美国就业数据加速恢复，通胀数据居高不下，美联储缩减购债规模预期升温，使得市场震荡回落。国内方面，8 月份经济数据下滑，市场表现板块轮动，上游资源品在涨价因素驱动下相关个股大幅跑赢市场。9 月后各省限电政策频出，公共事业板块领跑。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

（一）经济失速风险上升，地产和消费将是四季度经济维稳的主要变量

从 8 月份的经济数据看，整体经济持续加速下行，仅存尚有亮点的出口增速背后也存在着台风天气的扰动。本月经济的运行仍受到疫情防控升级的影响，对于消费行业，尤其是线下消费及服务行业的影响相对较大，但线上消费增速并未同步回升也显示了当前消费的内生增速的疲软。同时，地产政策维持高压态势，行业施工及销售两端融资受到双重挤压，房企经营压力进一步凸显。叠加恒大事件的发酵，对行业预期产生了重大的影响，进而也传导到了土地市场的交易，第二批集中供地的热度大幅下降，后续预计又将反过来影响明年地产的投资及销售，形成恶性循环。此外，基建投资、制造业投资回升乏力，企业中长期贷款增速已经出现明显回落，上游原材料大幅上涨，下游需求又不明朗，企业端的资本开支并没有较强回升的动力。出口方面四季度则将面临贸易份额下降及去年同期的高基数压力，经济失速风险逐步上升。

展望四季度看，政府对于推进双碳政策的定力依然较高，预计上游大宗原材料价格易涨难跌，制造业、基建投资难有持续回升基础，因此，四季度地产的下行幅度以及消费能否企稳将是经济维稳的主要变量，核心还是在于提高中低收入人群的消费能力，还需要进一步等待政策推进。

（二）经济转型与稳增长再平衡，货币宽松逻辑预计仍将演绎

7 月份以来，政府出台多项监管政策，涉及目标广泛，包括反垄断、碳中和、地产去杠杆、共同富裕、能耗双控等，经济结构转型全面加速。但与此同时，这些政策也造成了上游材料价格暴涨、下游需求持续承压的问题，尤其是 8 月的经济数据，体现当前经济下行或存在失速的风险。稳增长与经济转型本身属于相互掣肘的关系，当前经济压力凸显的背景下，四季度关于经济转型的政策或将有边际放松，政策的重点短期内可能会更多转向稳增长层面，我们需要更多关注 10-11 月的政策窗口期，等待政策预期的明朗。但同时我们也需要关注，经济转型作为我国经济下一阶段的发展目标，依然是长期趋势，经济潜在增长中枢未来预计仍将下移。

当前政府目标具备多重特征，但不论是转型去杠杆还是稳增长需求，其实都对货币宽松存在着一致诉求，以守住不发生系统性风险的底线。9 月公布的 MLF 数据也显示了当前货币政策正在逐渐转向边际放松态势，在通胀压力可控的背景下，货币宽松的逻辑预计仍将持续。

（三）美国经济韧性仍存，预计美联储 11 月开启 Taper

从全球来看，美国经济依然是表现最为强势的一方，随着疫情发酵及亚马逊促销虹吸效应影响逐步消退后，8 月份零售数据环比再度回升，也表明了 7 月份美国零售数据不及预期仍是暂时性因素所主导。并且从结构上看，美国服务业接棒实物消费趋势明显，8 月美国实物消费环比连续四个月回落，实物消费随着财政补贴刺激效应减弱而逐渐回落。而与此同时，服务消费较 7 月份回升，由于服务消费对美国经济的托底作用较强，美国经济韧性仍存。

经济稳定，就业修复加速，通胀高企背景下，市场普遍预期美联储将在 11 月份实施 Taper，并且 2023 年将逐步实施加息政策。而在国内外经济和政策周期错配的背景下，一旦美联储政策转向紧缩，将对当前复杂的国内环境造成进一步的压力，尽管货币当局多次强调国内政策的抉择是“以我为主”，但我们仍需警惕 Taper 对资本市场造成的扰动影响。

（四）市场预计震荡偏弱，政策窗口仍需等待

上月我们曾指出，当前内有政策频繁出台扰乱了市场预期，外有美联储释放 Taper 信号引发资金回流的影响，因此市场不存在持续上涨基础。从本月情况看，这两项压制因素依然存在，尤其是能耗双控背景下，上游大宗原材料出现了进一步上涨，预计三季度中下游企业盈利可能会更为承压，因此短期市场或仍将震荡偏弱。与此同时，我们也需要对 10-11 月的政策窗口期保持关注，当前经济已经出现加速下行态势，若经济下行的压力带来政策导向的修正，稳增长与经济转型将迎来再平衡的过程，届时市场板块或将出现新一轮的轮动。

四、未来操作思考

宽松的流动性以及大类资产的转移，让 A 股市场难以出现大的系统性风险，整个市场必然还是结构性的机会和结构性的风险并存。

8 月份以来，国内的各项能源政策带来了上游行业价格的大幅波动，这在一定程度上扰乱了整个经济的正常运行，一方面导致各行各业的成本迅速上升，另外一方面导致了整个社会的总需求加速下行。但是我们认为不合理的状态都是不能持续的，我们依然认为未来下游需求的恢复以及上游成本的下降，将给市场带来结构性机会。

【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”）内部及特定对象交流研讨使用。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。

本报告的引用的信息、数据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并具有最终解释权，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。