

## 2021 年 11 月份月度策略报告

2021-10-28

宏观分析

报告摘要:

投资经理 崔红建

● **核心观点:** 1) 经济下行尚未触底, 地产将是经济失速主要风险点。

投资经理 郭锋

整体宏观经济依然处于下行态势, 制造业投资和消费增速回升, 但预计后续上行空间有限, 并且房地产投资已呈现失速迹象, 拿地力度大幅下降, 使得未来一段时间的地产开发投资或将出现断崖式的下行, 成为未来经济失速的主要风险点; 2) 大宗价格再度上行, 后续关注 PPI 压力向 CPI 传导的风险。9 月份 PPI 再次创出新高, 电价改革加快推进, 企业用电价格进一步上浮, 上游资源品所产生的压力向中游企业扩散。同时, 越来越多的上市公司开始披露涨价信息, 虽然当前 CPI 在猪肉价格压制下始终处于相对较低的状态, 但我们依然需要警惕后续 PPI 压力向 CPI 传导的风险; 3) 政策进入纠偏期, 货币暂无进一步宽松的迹象。9 月以来, 由于经济压力加大, 拉闸限电影响到社会正常的运行节奏, 政策层面进入纠偏期, 包括加大上游资源品保供力度, 发声维稳房地产行业的正常运行。近期政策的重心在逐渐侧重于稳增长层面, 但更多还是节奏性的调整, 后续若要有进一步的宽松措施, 仍需要等待通胀风险的消除; 4) 非美经济体“滞胀”压力凸显, 碳减排力度或将调整。非美经济体看, 普遍遇到了经济增速放缓的问题, 当前降低高通胀水平逐渐成为各国政策的主要着力点, 以美联储为代表的海外央行也逐步开始收紧其货币政策。同时, 我们要跟踪当前全球对碳减排政策的调整力度, 10 月底的 G20 峰会可能会针对该问题有所讨论; 5) 市场预计震荡, 中下游行业或将迎来盈利改善期。本轮通胀问题的源头, 碳减排政策过激的执行力度后续或将出现边际缓和。基于行业配置的角度, 周期板块当前或已接近尾声, 而中下游行业成本压力缓解, 具备高转嫁能力的公司将迎来业绩的边际改善。

研究员 边康祥

biankangxiang@shifengamc.com

联系人 胡晓天

021-61093233

sales@shifengamc.com

- **数据点评:** 9 月份, 宏观经济仍处于弱势下行的通道当中。需求端, 房地产投资呈现失速回落态势, 基建持续低迷, 制造业投资持续回升动力不足。消费数据由于防疫措施减弱出现回升。社融方面, 本月非标融资收缩有所加快, 非标收缩及政府债券发行为主要拖累项, 同时表内企业中长期贷款增速快速回落。海外方面, 美国经济韧性仍存, 就业数据迅速好转, 非美经济体陷入“滞胀”困境。

- **投资操作:** 市场依然是震荡性行情, 在未来的关注方向上, 除了一些需求不受宏观经济下行影响的新兴产业, 另外就是要关注 PPI 在向 CPI 传导过程中给一些产业格局好的中下游企业带来的投资机会。

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 ..... 18

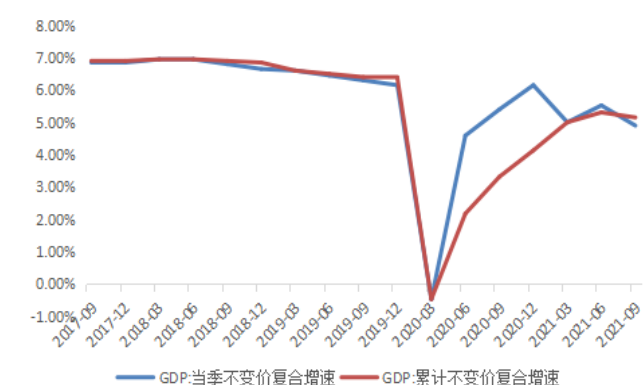
三、对未来宏观经济和证券市场的展望 ..... 19

四、未来操作思考 ..... 21

## 一、报告期内宏观经济分析

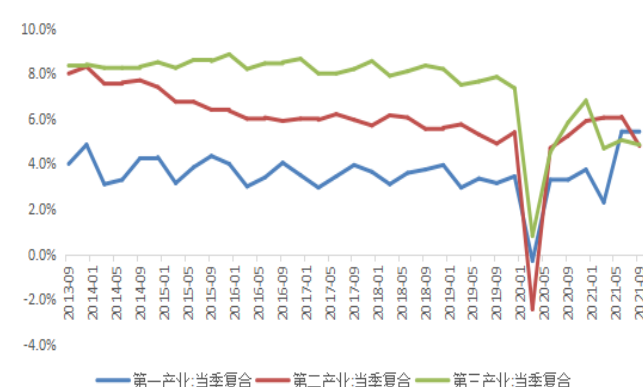
**GDP 复合增速回落。**三季度实际 GDP 同比上升 4.9%，较 2019 年三季度两年复合增速为 4.9%，较二季度回落 0.6pct，GDP 增速三季度承压。其中，第一产业复合增速 5.5%，较上季度回升 0.1pct；第二产业复合增速 4.8%，较上季度回落 1.3pct；第三产业复合增速 4.8%，较上季度回落 0.3pct。产业结构上看第二、三产业增速承压，一方面国内经济增长放缓，另一方面疫情以及洪水天气也对制造业及服务业造成了拖累作用。

图表 1：分季度 GDP 增速



资料来源：wind

图表 2：分产业 GDP 增速



资料来源：wind

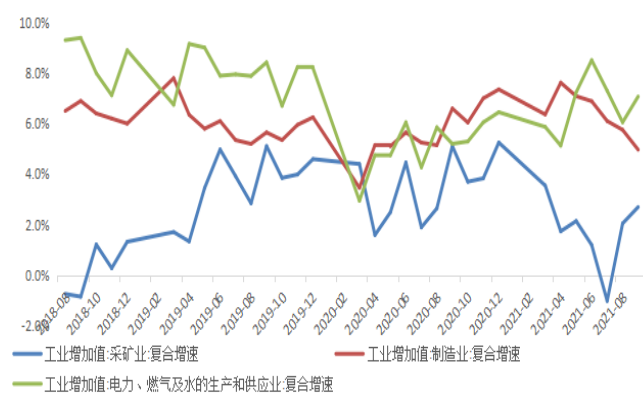
**工业增加值回落。**9 月份工业增加值同比上升 3.1%，较上月回落 2.2pct；1-9 月工业增加值累计同比增速 11.8%，较上月回落 1.3pct。复合增速看，9 月工业增加值两年复合增速为 5.0%，较上月回落 0.4pct，1-9 月累计复合增速 6.4%，较上月回落 0.2pct。其中，9 月采矿业工业增加值两年复合增速 2.7%，较上月回升 0.7pct；制造业两年复合增速 5.0%，较上月回落 0.8pct；电力燃气水供应两年复合增速 7.1%，较上月回升 1.0pct。本月工业增加值回落主要系制造业生产表现疲软所致，限电及能耗双控对当期制造业的正常经营造成影响。

图表 3：工业增加值复合增速



资料来源：wind

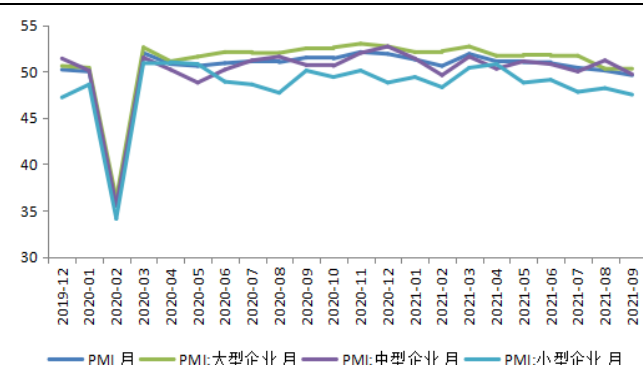
图表 4：工业增加值复合增速（分项）



资料来源：wind

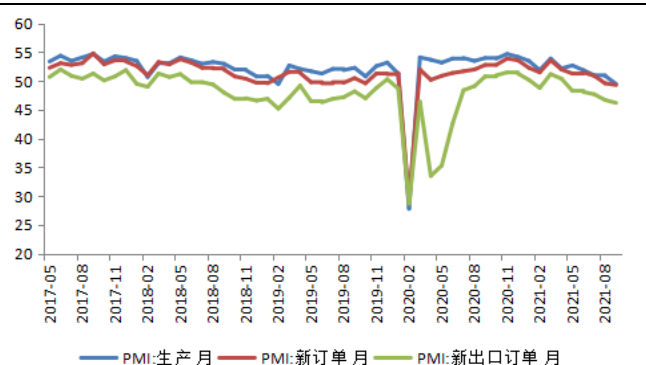
**制造业 PMI 回落。**9 月制造业 PMI 为 49.6，较上月回落 0.5，其中大企业 PMI 为 50.4，较上月回升 0.1；中型企业 PMI 为 49.7，较上月份回落 1.5；小型企业 PMI 为 47.5，较上月份回落 0.7，本月中小型企业 PMI 数据出现回落，大企业回升。9 月非制造业 PMI 为 53.2，较上月回升 5.7，其中建筑业 PMI 为 57.5，较上月回落 3.0，服务业 PMI 为 52.4，较上月份回升 7.2。从结构上看，9 月 PMI 生产指数 49.5，较上月回落 1.4，PMI 新订单指数 49.3，较上月回落 0.3，其中新出口订单指数 46.2，较上月回落 0.5，内外需状况均有边际走弱。库存方面，产成品库存 47.2，较上月回落 0.5，原材料库存 48.2，较上月回升 0.5。价格方面，原材料购进价格指数 63.5，较上月回升 2.2，出厂价格指数 56.4，较上月上升 3.0，企业原材料的涨价压力依然较大。9 月份 PMI 数据看，PMI 已跌至荣枯线以下水平，原材料涨价对生产端的压力依然存在，并且内外需求同时走弱，经济压力进一步凸显。

图表 5：PMI 数据（分企业）



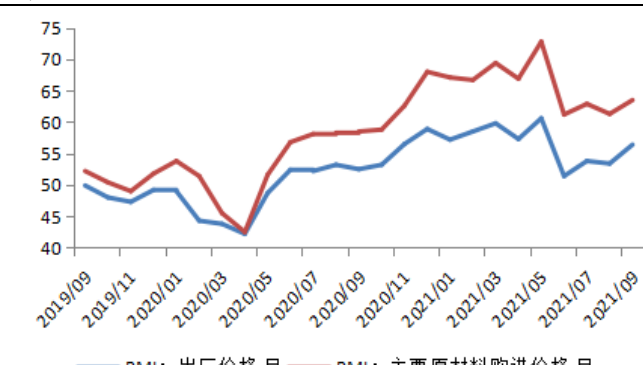
资料来源：wind

图表 6：PMI 生产、订单数据



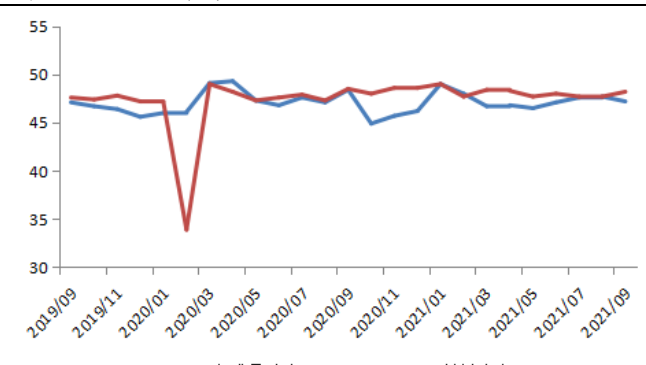
资料来源：wind

图表 7：PMI 价格数据



资料来源：wind

图表 8：PMI 库存数据



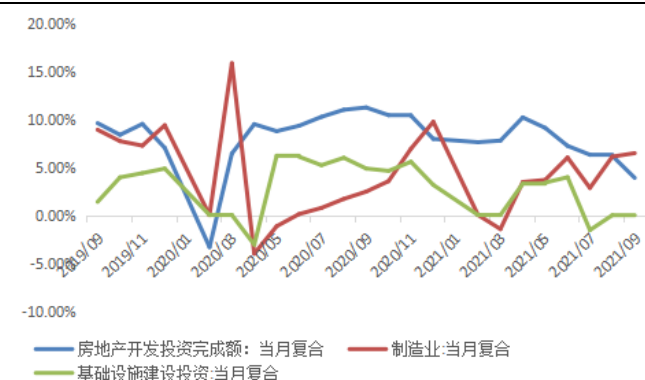
资料来源：wind

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
制造业	PMI	49.60	50.10	收缩
生产端	PMI：采购量	49.70	50.30	收缩
	PMI：生产	49.50	50.90	收缩
需求端	PMI：新订单	49.30	49.60	收缩
	PMI：新出口订单	46.20	46.70	收缩
	PMI：进口	46.80	48.30	收缩
库存	PMI：产成品库存	47.20	47.70	收缩
	PMI：原材料库存	48.20	47.70	扩张
价格	PMI：购进价格	63.50	61.30	扩张
	PMI：出厂价	56.40	53.40	扩张
就业	PMI：从业人员	49.00	49.60	收缩

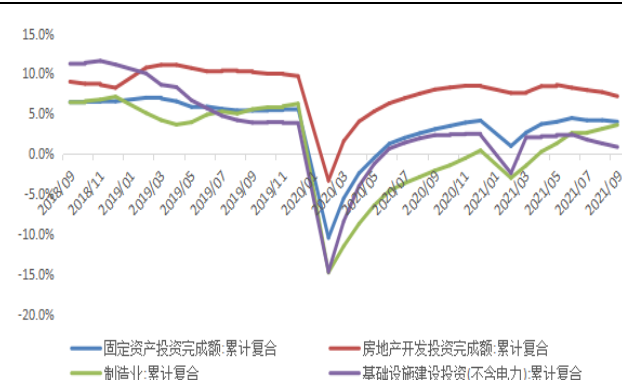
**制造业投资增速回升。**9月固定资产投资增速-2.5%，1-9月累计增速7.3%。从两年复合增速看，9月固定资产投资增速为2.7%，较上月回落1.7pct。分项目看，基建投资9月增速-4.5%，较19年两年复合增速0.01%，复合增速与上月持平；房地产投资9月增速-3.6%，较19年两年复合增速3.9%，复合增速较上月回落2.3pct；制造业投资9月增速10.0%，较19年两年复合增速6.45%，复合增速较上月回升0.4pct。从复合增速看，地产投资增速下滑，基建投资持平，制造业投资增速则出现回升。在地产、基建承压背景下，制造业投资回升或与出口需求高增有关，成为当前投资端的主要支撑力量。

图表 9：投资分项单月复合增速



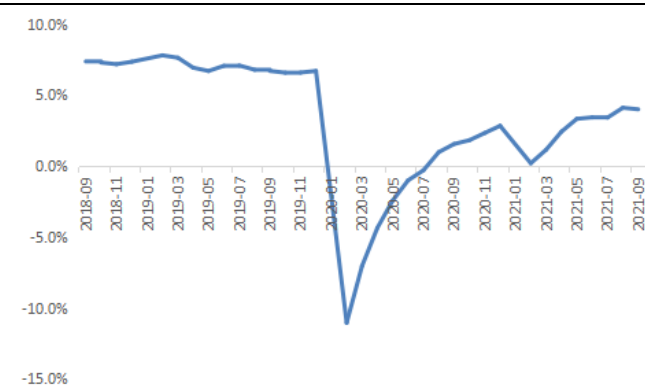
资料来源: wind

图表 10：投资分项累计复合增速



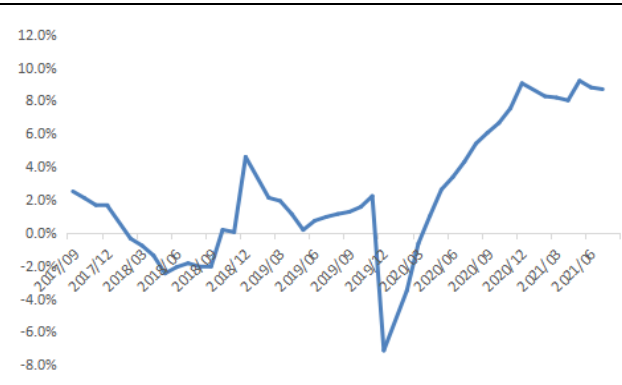
资料来源: wind

图表 11：民间固定资产投资完成额：复合累计同比



资料来源: wind

图表 12：扣除土地购置费的房地产投资累计复合



资料来源: wind

**地产各项数据全面下滑。**9月销售面积增速-13.2%，较19年两年复合增速-3.5%，复合增速较上月回落1.5pct；销售金额同比增速-15.8%，较19年两年复合增速-1.2%，复合增速较上月回落2.8pct；新开工面积同比增速-13.5%，较19年两年复合增速-7.9%，复合增速较上月下降0.3pct；竣工面积同比增速1.0%，较19年两年复合增速-8.8%，复合增速较上月回落16.4pct。土地市场方面，土地购置面积同比增速-2.2%，较19年两年复合增速-3.5%，复合增速较上月回升7.3pct；土地成交价款同比增速21.2%，较19年两年复合增速22.1%，复合增速较上月回升23.7pct，土地成交均价同比增速21%。受土地政策两集中的影响，9月份土地市场购置面积和成交金额均有回暖，但整体看依然较为低迷。资金方面，9月地产资金开发来源同比增速-10.9%，较19年两年复合增速0.8%，较上月回落4.8pct。其中国内贷款9月增速-25.0%，较19年两年复合增速-11.6%，复合增速较上月回落0.1pct；定金及预收款9月增速9.8%，较19年两年复合增速1.7%，复合增速较上月回落11.1pct，房地产销售迅速回落，个人按揭贷款9月增速-6.8%，两年复合增速3.6%，较上月回落2.5pct。当前地产的拿地、销售、开工表现均处于加速下行态势，从最前端的土地市场



看，截至 10 月 17 日，已有 19 个重点城市结束了第二轮集中供地。一线城市“北上广深”中，北京流拍及撤拍率高达 60.5%，广州 52.1%。其余 15 个城市中，共有 9 个城市流拍及撤拍率超 30%。在融资收紧、销售遇冷情况下，房企各项活动均进入衰落期。

图表 13：商品房销售面积增速



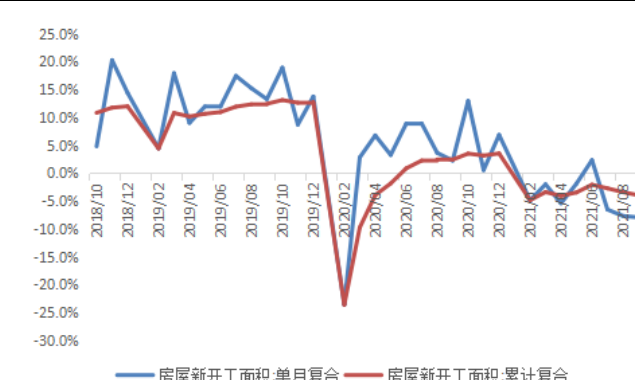
资料来源：wind

图表 14：商品房销售金额增速



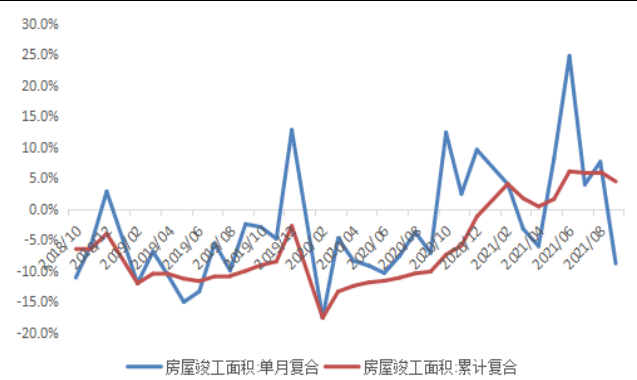
资料来源：wind

图表 15：新开工面积复合增速



资料来源：wind

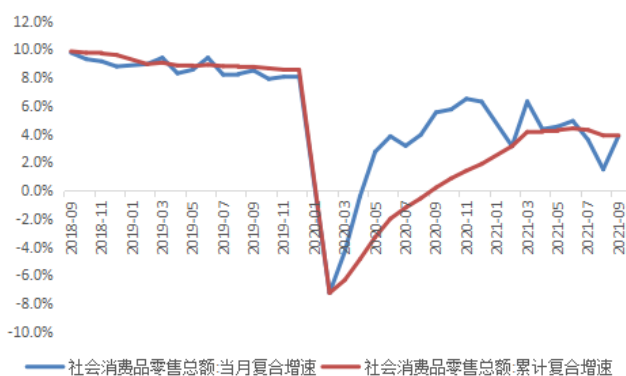
图表 16：竣工面积复合增速



资料来源：wind

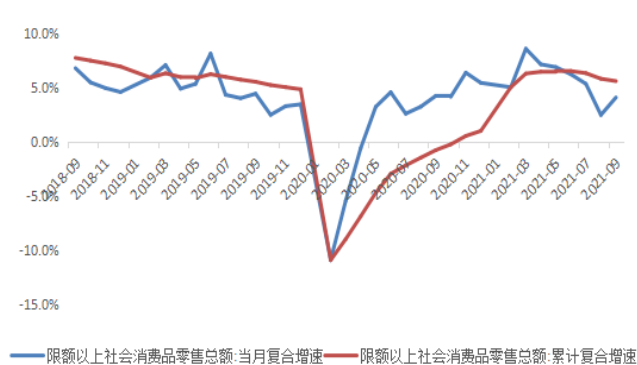
**消费增速回升。**9 月社零增速 4.4%，较 19 年两年复合增速 3.8%，复合增速较上月回升 2.4pct。限额以上社零增速 2.8%，较 19 年两年复合增速 4.0%，复合增速较上月回升 1.6pct，消费数据边际回暖，其中中小企业的恢复速度加快。网上商品和服务零售总额同比增速 9.0%，较 19 年两年复合增速 9.7%，复合增速较上月上升 0.1pct，线上消费增速保持平稳。耐用消费品方面，汽车单月消费增速-11.8%，较 19 年两年复合增速-1.0%，复合增速较上月回落 2.7pct；家电两年复合增速 3.0%，较上月回升 3.5pct；家具两年复合增速 1.4%，较上月回升 0.3pct；通讯器材两年复合增速 8.2%，较上月回升 5.0pct。耐用消费品增速分化，汽车消费增速继续回落，汽车缺芯影响依然在显现，家电、家具消费增速回升。非耐用消费品方面，粮油和食品复合增速 8.5%，饮料复合增速 15.9%，烟酒消费复合增速 16.8%，服装纺织复合增速 1.5%，石油制品消费复合增速 1.7%，餐饮消费复合增速 0.1%，非耐用品消费增速普遍有所回升。其中餐饮和石油制品消费增速恢复较快，主要系防疫工作减弱的影响。

图表 17：消费品零售总额复合增速



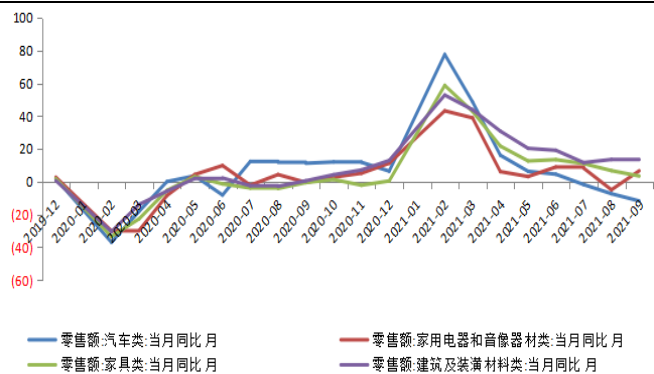
资料来源：wind

图表 18：限额以上消费品零售总额复合增速



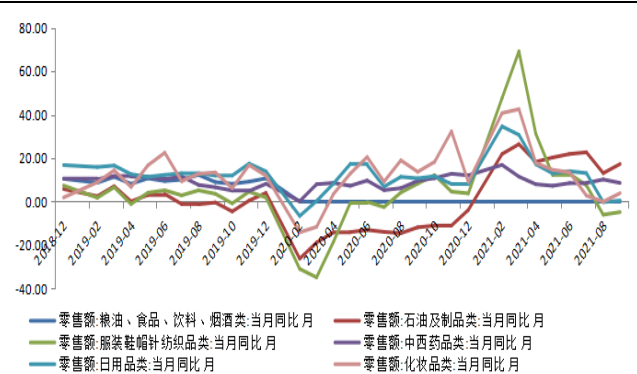
资料来源：wind

图表 19：耐用消费品零售额当月增速



资料来源：wind

图表 20：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		Sep-21	Aug-21	结构占比
耐用消费品	汽车	-1.0	1.7	28%
	家用电器	3.0	-0.5	6%
	家具类	1.4	1.1	2%
	建筑装潢	6.7	5.0	2%
	金银珠宝	16.5	11.3	2%
	通讯器材	8.2	3.2	3%
非耐用消费品	食品	8.5	6.8	15%



石油制品	1.7	-1.7	13%
服装鞋帽	1.5	-1.0	10%
中西药品	9.1	8.2	6%
日用品类	5.5	5.4	4%
文化办公	17.3	14.8	2%
书报杂志	6.6	-2.0	2%
化妆品	8.7	9.1	1%
体育娱乐	10.7	15.6	1%

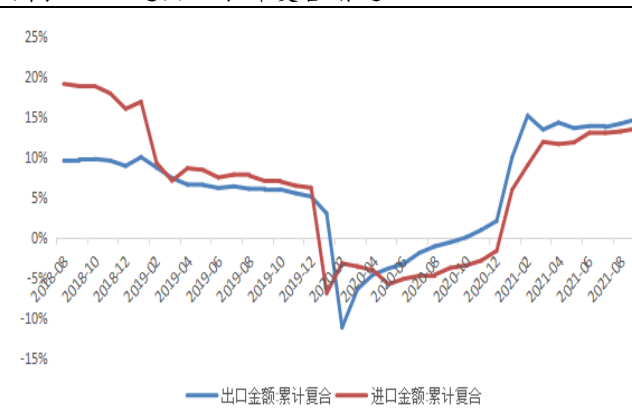
**出口增速保持强势。**9月进口增速17.6%，较上月回落15.5pct，出口增速28.1%，较上月回升2.5pct。复合增速看，9月进口数据两年复合增速为15.5%，较上月回升1.1pct；出口数据两年复合增速为18.4%，较上月回升1.3pct。分区域看，进口方面，对美进口两年复合增速20.6%，较上月增速回升4.1pct；对欧盟进口复合增速6.0%，较上月回升2.5pct；对日本进口复合增速9.4%，较上月回升1.4pct。出口方面，对美出口两年复合增速25.5%，较上月回升7.7pct；对欧盟出口复合增速8.9%，较上月回落1.1pct；对日本出口复合增速5.9%，较上月回落3.0pct。分产品看，与防疫相关产品的出口增速依然较高，纺织纱线产品出口复合增速为12.7%，较上月上升0.9pct。医疗器械出口复合增速28%，与上月持平。高新技术产品出口两年复合增速13.4%，较上月上升4.2pct；机电产品出口复合增速11.9%，较上月上升1.0pct，纺织服装行业出口复合增速6.5%，较上月上升0.6pct。进口方面，9月进口数据回升。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量同比复合增速分别为-4.9%、-0.2%、-1.9%，进口金额复合增速分别为20.2%，8.0%，32.6%，大宗商品进口数量增速依然疲软，但涨价因素使得进口金额增速保持相对强势。

图表 21：进出口单月复合增速



资料来源：wind

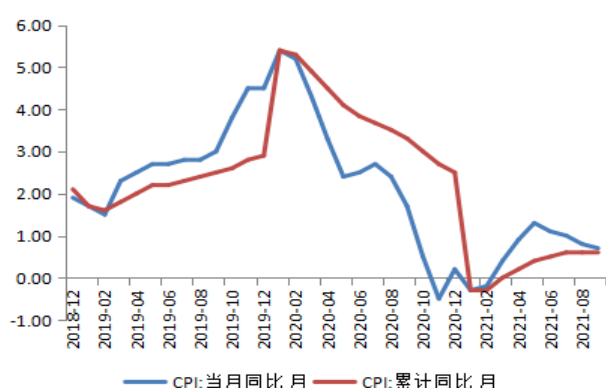
图表 22：进出口累计复合增速



资料来源：wind

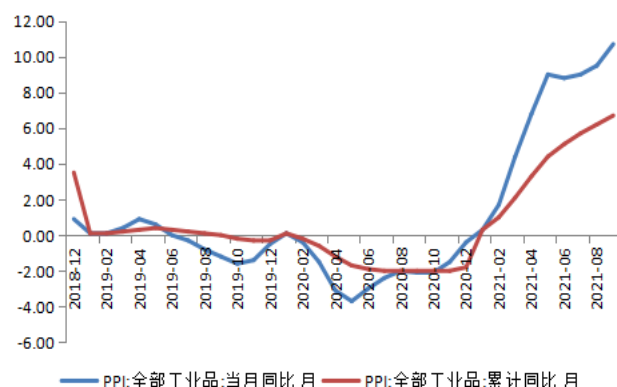
**PPI 进一步上升。**9 月 CPI 同比增速为 0.7%，较上月回落 0.1pct。食品 CPI 同比增速-5.2%，较上月回落 1.1pct，其中，猪肉同比下跌 46.9%，环比下跌 5.1%；鲜果同比增速-0.8%，环比持平；鸡蛋同比上升 12.6%，环比下降 0.2%；蔬菜同比下降 2.5%，环比上升 1.0%。9 月非食品 CPI 同比增速 2.0%，较上月回升 0.1pct；生活用品及服务、居住、交通通信、衣着等行业的价格数据均保持相对平稳。9 月 PPI 同比 10.7%，较上月上升 1.2pct，其中生产资料同比增速 14.2%，较上月份回升 1.5pct，生活资料同比增速 0.4%，增速较上月回升 0.1pct。本月 PPI 与 CPI 的剪刀差进一步拉大，原因一方面是上游大宗商品持续上涨导致企业原材料压力高企，另一方面是经济需求疲软以及猪价的拖累，使得 CPI 表现始终偏低。

图表 23: CPI 当月及累计增速



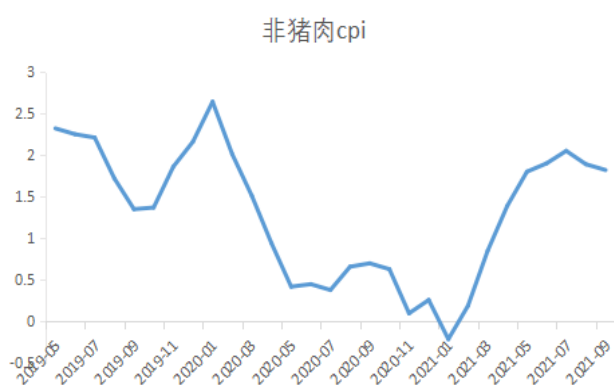
资料来源: wind

图表 24: PPI 当月及累计增速



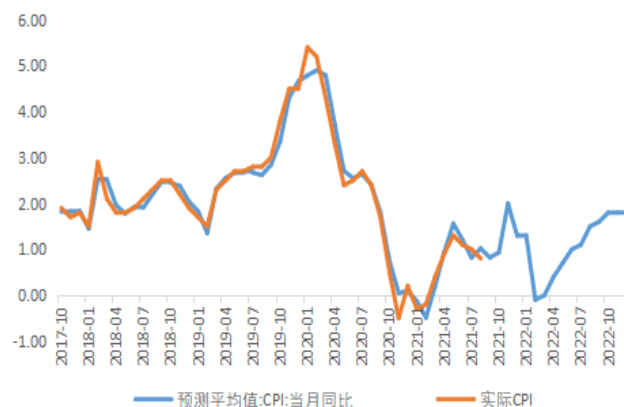
资料来源: wind

图表 25: 非猪肉 CPI



资料来源: wind

图表 26: CPI 走势预测



资料来源: wind

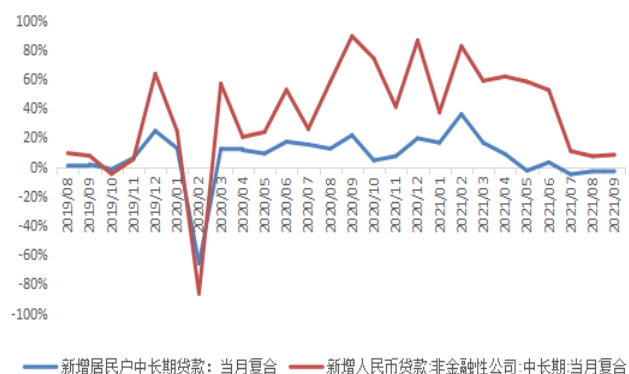
表 3：总体宏观数据及预测值

		202110F	Sep-21	Aug-21
生 产	工业增加值		3.1%	5.3%
	PMI		49.6%	50.1%
	发电量		4.9%	0.2%
需 求	社会消费品零售		4.4%	2.5%
	固定资产投资(累计)		7.3%	8.9%
	出口		28.1%	25.6%
	进口		17.6%	33.1%
	贸易顺差:亿美元		667.6	583.3
物 价	CPI	0.9%	0.7%	0.8%
	PPI	9.8%	10.7%	9.5%
货 币	M1 增速		3.70	4.20
	M2 增速		8.30	8.20
	剪刀差		-4.6	-4
	汇率:美元/人民币		6.49	6.47
	社会融资规模:亿元		29018	29729

**新增社融增速回落。**9月新增社融2.90万亿，同比增速-16.4%，较2019年同期的两年复合增速为7.4%，较上月回落8.6pct；1-9月累计新增社融同比增速-16.4%，较2019年同期的两年复合增速为9.6%，较上月回落0.1pct。从结构上看，新增非标融资合计为-2136亿，收缩速度较上月的-1058亿有所加快，其中新增委托贷款-22亿，同比降幅收窄295亿，新增信托贷款-2129亿，同比降幅扩大970亿，新增银行未贴现承兑汇票15亿，同比下降1488亿。新增人民币贷款1.78万亿，同比减少1397亿，新增政府债券8109亿，同比减少2007亿，新增企业债券1400亿，同比增加84亿。从社融数据看，整体增速呈现放缓态势，非标项目当中新增信托贷款及未贴现银行票据的收缩速度有所加快，房地产风险发酵使得信托贷款回落加速，另外9月限电限产措施也使得企业结算需求受到影响，银行开票规模受到限制。同时，政府债券去年同期基数较高，也导致从同比数据看，发行速度较慢。

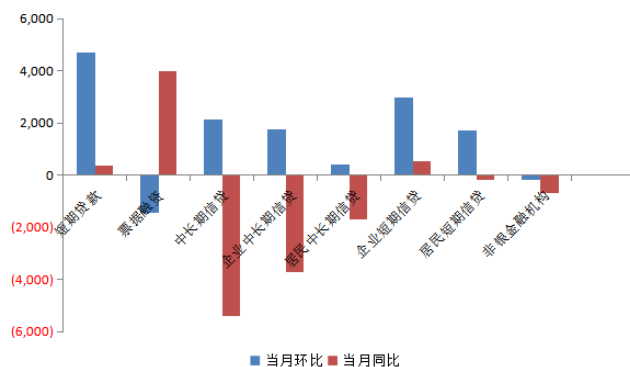


图表 31：表内中长期贷款复合增速



资料来源：wind

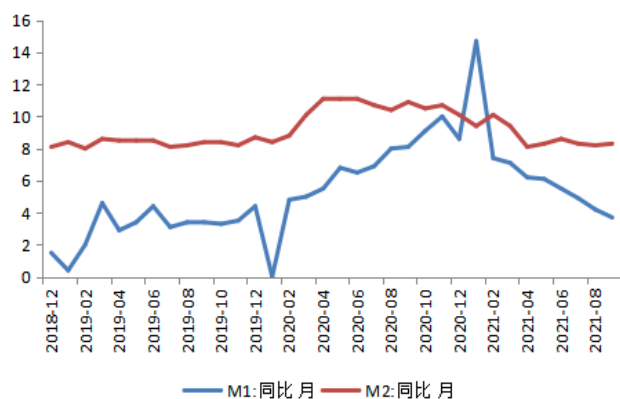
图表 32：表内贷款项目细分



资料来源：wind

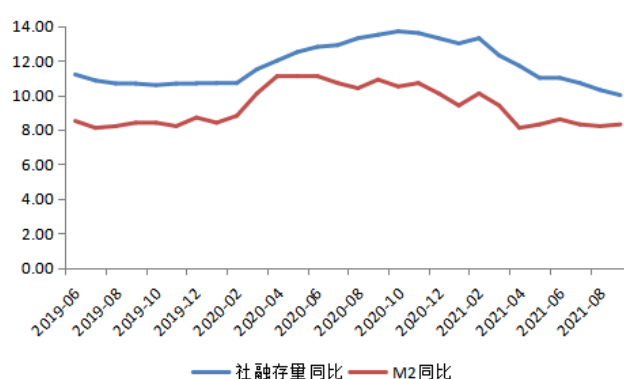
**M1、M2 剪刀差继续拉大。9 月 M1 同比增速 3.7%，较上月份增速回落 0.5pct，其中流通中货币同比增速 5.5%，增速较上月回落 0.8pct，单位活期存款同比增速 3.4%，较上月回落 0.5pct；9 月份 M2 增速 8.3%，较上月回升 0.1pct，其中单位定期存款同比增速 2.9%，较上月回升 0.7pct，个人存款同比增速 10.8%，较上月回落 0.1pct，其他存款同比增速 19.5%，较上月回升 0.8pct。**

图表 33：M1、M2 增速



资料来源：wind

图表 34：社融存量及 M2 增速



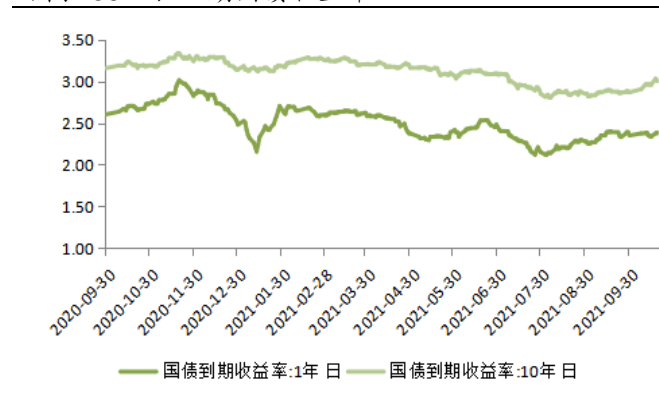
资料来源：wind

表 4：信贷及财政收支

	Sep-21	Aug-21	Sep-20	同比	
货币	社会融资规模	29018	29729	34693	-5675
	社融：新增人民币贷款	17755	12713	19171	-1416
	社融：新增委托贷款	-22	177	-317	295
	社融：新增信托贷款	-2098	-1362	-1159	-939
	社融：未贴现银行承兑汇票	15	127	1503	-1488
	金融机构新增人民币贷款	16600	12200	19000	-2400
	金融机构：居民中长期贷款	4667	4259	6362	-1695
	金融机构：企业中长期贷款	6948	5215	10680	-3732

利率保持平稳，MLF 等量续作。截止 10 月 20 日，一年期国债利率 2.3767%，十年期国债利率 3.0068%，一年期 AAA 企业债到期收益率 2.8743%，十年期 AAA 企业债到期收益率 3.8937%。10 月 15 日，央行开展中期借贷便利（MLF）操作，向市场注入流动性 5000 亿元，考虑到到期的 MLF 金额为 5000 亿元，本次货币操作为等量续作。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 2.8%，当前货币政策的宽松幅度依然偏小）。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%，保持不变。但是，从近期的房贷市场利率看，10 月房贷利率年内首次环比下降，部分地区的银行房贷周期缩短，随着央行多次发声，地产市场的预期后续或将有所改善。

图表 39：长短期国债收益率



资料来源：wind

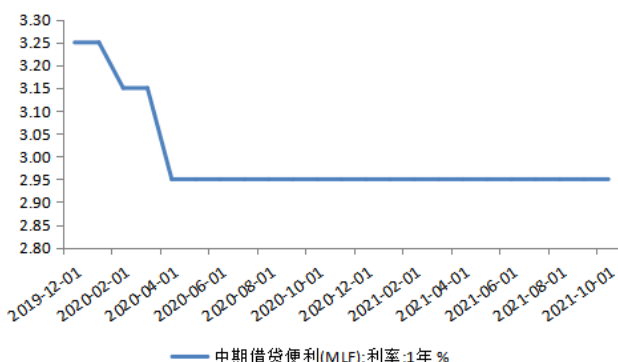
图表 40：长短期企业债收益率



资料来源：wind

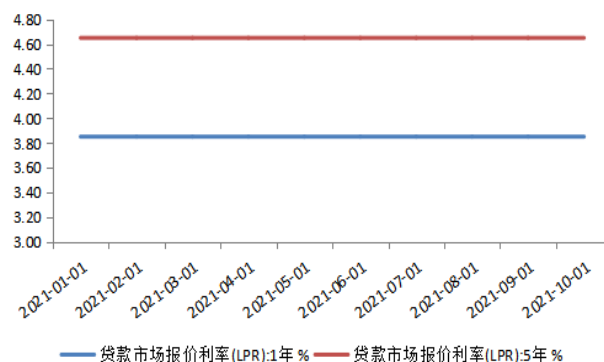


图表 41: MLF 利率走势



资料来源: wind

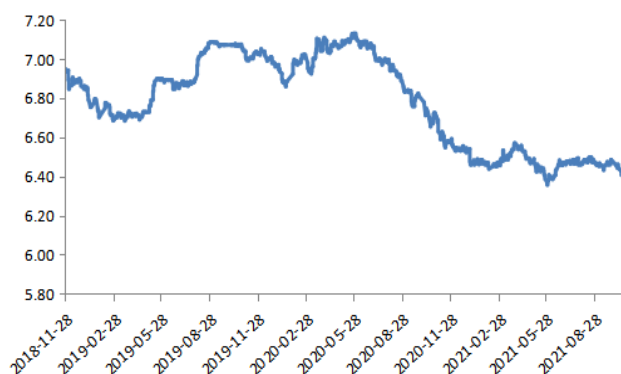
图表 42: LPR 报价



资料来源: wind

**汇率小幅升值。**截止 10 月 20 日, 美元兑人民币即期汇率为 6.3936, 美元兑人民币中间价为 6.4069, 人民币汇率小幅升值。9 月份, 外汇储备 3.2 万亿, 环比下降 315 亿。近期人民币升值主要系境内美元流动性充裕有关, 同时英国央行加息预期意外升温, 令美元指数有效跌破 94 并对人民币等非美汇率形成提振。

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

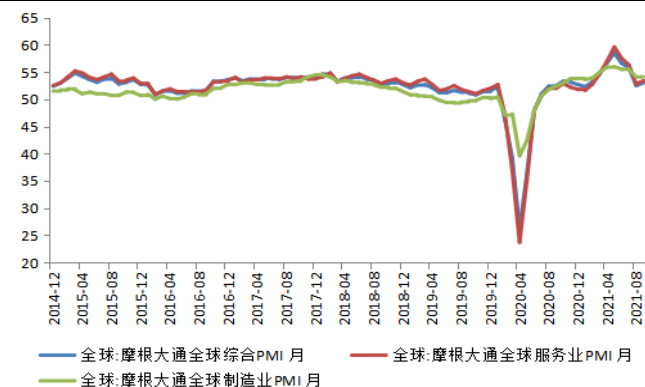


资料来源: wind

**美国经济继续回升, 全球通胀压力加大。**美国 9 月份制造业 PMI 为 61.6, 较上月回升 1.2, CPI 为 5.4%, 较上月上升 0.1pct, 核心 CPI 为 4.0%, 与上月持平。欧元区 9 月份制造业 PMI 为 58.6, 较上月回落 2.8, CPI 为 3.4%, 较上月上升 0.4pct, 核心 CPI 为 1.9%, 较上月回升 0.3pct。日本 9 月份制造业 PMI 为 51.5, 较上月回落 1.2。9 月美国经济表现依然一枝独秀, 欧洲、日本经济增长放缓, 同时全球范围的 CPI 均出现明显上行, 通胀压力进一步凸显。从非农就业来看, 9 月美国非农就业增加 19.4 万人, 较上月回落 4.1 万人, 9 月份美国失业率 4.8%, 较上月回落 0.4pct, 失业率加速恢复。国债收益率方面, 截至 10 月 20 日, 十年期美债收益率 1.65%, 近期美债收益

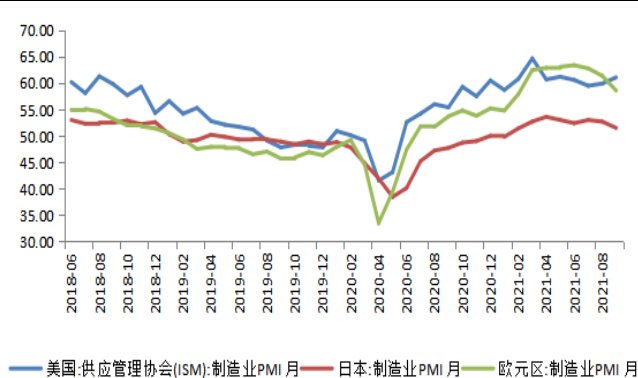
率回升加速，主要系美联储释放 Taper 信号的影响，同时，由于通胀压力持续高于预期，美联储或将被动加快收紧货币政策，加息预期提前至 2022 年。

图表 47：全球 PMI 数据



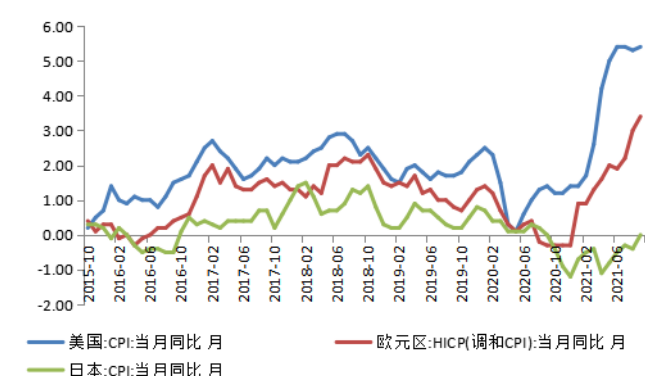
资料来源：wind

图表 48：美、欧、日 PMI 数据



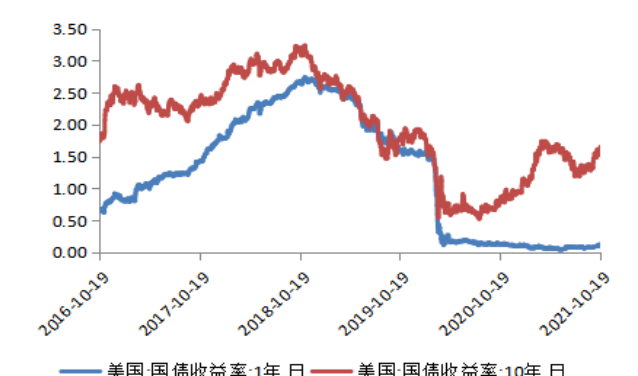
资料来源：wind

图表 49：美、欧、日 CPI 数据



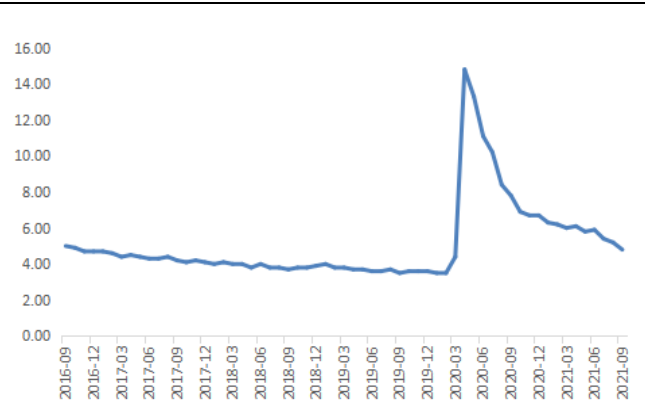
资料来源：wind

图表 50：长短期美债收益率



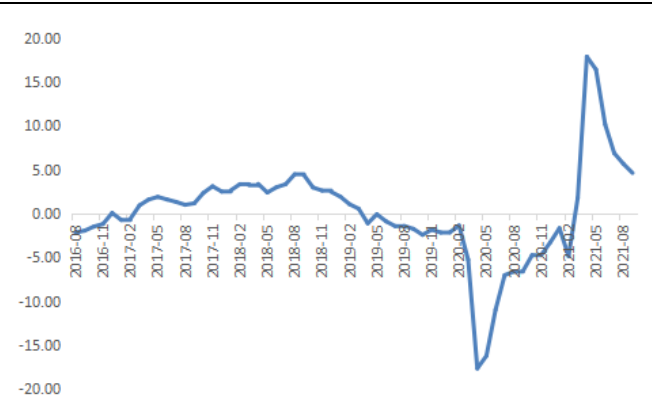
资料来源：wind

图表 51：美国失业率数据



资料来源：wind

图表 52：美国工业产出同比增速



资料来源：wind

**指数方面**，9 月上证综指上涨 0.68%，深证综指下跌 1.43%，创业板指上涨 0.95%，沪深 300 上涨 1.26%，上证 50 上涨 3.23%。行业方面，涨幅前三的行业分别为公共事业（申万）、食品饮料（申万）、农林牧渔（申万），涨幅分别为 15.89%、12.49%、9.43%，跌幅靠前的行业为有色金属（申万）、钢铁（申万）、综合（申万），跌幅分别为 18.11%、13.40%、12.15%。10 月份以来（截至 10 月 21 日），上证综指上涨 0.75%，深证综指上涨 0.88%，创业板指上涨 1.07%，沪深 300 上涨 1.27%，上证 50 上涨 2.55%。行业方面，涨幅前三的行业分别为汽车（申万）、有色金属（申万）、银行（申万），涨幅分别为 8.09%、5.60%、5.11%，跌幅前三的行业分别为公共事业（申万）、钢铁（申万）、医药生物（申万），跌幅分别为 7.18%、4.32%、2.50%。

**表 5：主要指数及领涨领跌板块**

9 月市场行情		领涨行业		领跌行业	
上证指数	0.68%	公共事业(申万)	15.89%	有色金属(申万)	-18.11%
深证综指	-1.43%	食品饮料(申万)	12.49%	钢铁(申万)	-13.40%
创业板指	0.95%	农林牧渔(申万)	9.43%	综合(申万)	-12.15%
10 月（截止 10 月 21 日）		领涨行业		领跌行业	
上证指数	0.75%	汽车(申万)	8.09%	公共事业(申万)	-7.18%
深证综指	0.88%	有色金属(申万)	5.60%	钢铁(申万)	-4.32%
创业板指	1.07%	银行(申万)	5.11%	医药生物(申万)	-2.50%

## 二、对当期经济数据和市场数据点评

9 月份，尽管疫情防控措施消退后，消费行业增速有所恢复，但能耗双控及限电限产使得工业生产承压，整体看宏观经济仍处于弱势下行的通道当中。具体来看，生产端的工业增加值增速下行，需求的疲软叠加原材料成本上行使得制造业生产快速走弱。需求端看，内需方面，地产在政策打压下呈现失速回落的态势，从土地市场到房屋销售环节，各项指标均呈现出快速回落的压力，第二轮集中供地政策实施落地，全国多个城市土地流拍率 35% 以上，尽管目前从央行乃至局部地方政府均在发声维稳地产预期，但地产数据的下行目前看依然难以逆转，仍将低迷一段时间。基建投资近月表现依然不及预期，政府债券发行节奏偏慢，新基建项目占比下降，地方政府发债借新还旧比例上行，基建投资后续预计难有起色。制造业方面，9 月制造业投资增速回升，或主要受到出口端持续高增的影响，并且在 PPI 快速上行的背景下，制造业投资当中的价格因素贡献占比也在上升。消费端，本月消费数据回升幅度较大，但主要系 8 月疫情防控导致的低增长基数所致，随着防控措施减弱，除汽车之外的耐用消费和非耐用消费品增速均有不同程度的回升。外需方面，9 月出口增速（复合）依然维持在 15% 以上，其中对美国出口贡献较大，与美国经济的持续复苏形成呼应。结构上看，防疫物资的出口依然维持相对高位，同时高新技术、机电类产品的出口增速也有明显回升，表明当前全球主要经济体的疫后复苏依然尚未见顶。整体而言，本月宏观经济各项数据当中，表现较好的主要是出口链，内需方面整体承压，尤其是地产投资，后续仍有进一步回落的风险。

社融数据方面，9 月社融增速再度回落，非标收缩加速以及新增政府债券融资减少为主要拖累项，地产融资受限及能耗双控政策加快了非标收缩的速度。表内方面，居民中长期和短期贷款持续低迷，银行对购房贷款的管控作用仍在显现。同时，企业中长期贷款增速也出现了快速回落，或对应后续整体制造业投资的回升空间较为有限。

从海外看，全球主要经济体当中，美国经济依然绝对强势，9 月 PMI 数据 61.1，较上月回升 1.2，欧洲、日本经济状况均出现高位回落。同时，全球通胀压力继续上行，生产供应体系迟迟得不到完全修复，碳排放限制又使得全球范围能源价格大涨，非美经济体普遍存在“滞胀”的风险。在此背景下，美联储宣布 Taper 实施计划，并且预计将于 2022 年逐步开始加息，这也将进一步加大全球经济的压力。

市场方面，9 月份美国经济继续回升，但 Taper 政策使得美债收益率上行，市场震荡回落，道琼斯指数月跌幅 4.29%，纳斯达克指数下跌 5.31%。进入 10 月后，由于能源价格大涨，以雪佛龙、埃克森美孚为代表的周期龙头迅速上涨，带动道琼斯指数回升，截至 10 月 20 日再度创出历史新高。国内方面，9-10 月市场维持震荡态势，板块加速轮动，公共事业、汽车板块领涨，同时随着三季报的密集披露，绩优标的跑赢市场。

### 三、对未来宏观经济和证券市场的展望

#### （一）经济下行尚未触底，地产将是经济失速主要风险点

从 9 月份的数据看，整体宏观经济依然处于下行态势，房地产政策的收紧使得地产投资出现失速的迹象，基建投资持续低迷，尽管制造业投资本月回升，但从企业中长期贷款的先行指标看，预计后续回升空间也较为有限。展望四季度看，投资端房地产继续下行的风险依然较大，而随着出口增速的逐渐见顶，制造业投资回升动力也将减弱，经济的主要支撑力量或将变成消费增速的回升，但疫情后社会贫富差距的加大所带来的中低收入人群收入下降的问题仍未解决，消费增速的回升难言乐观，因此整体看经济下行尚未触底。

分项来看，房地产行业失速迹象已经逐渐显现，房企资金来源渠道当中，融资和销售两头受压，拿地力度大幅下降，使得未来一段时间的地产开发投资或将出现断崖式的下行。同时房产税的推进也被提上日程，预计将削弱房地产的投资属性，进而对地产销售造成长期的压制作用，而一旦政策推进过于激进，地产或将成为未来经济失速的主要风险点。

#### （二）大宗价格再度上行，后续关注 PPI 压力向 CPI 传导的风险

9 月份 PPI 再次创出新高，基础工业品价格普遍还在上涨，而引起此次 PPI 加速上行的核心在于煤炭的供应，煤炭价格持续上涨是能源供应结构失衡的结果，能耗双控加剧了这一矛盾。同时，在煤价快速上涨的压力下，电价改革加快推进，企业用电价格将进一步上浮，上游资源品所产生的压力向中游企业进一步扩散。进入 9 月份之后，越来越多的上市公司开始披露涨价信息，甚至蔬菜价格也出现了连续的环比回升走势，虽然当前 CPI 在猪肉价格压制下始终处于相对较低的状态，但我们依然需要警惕后续 PPI 压力向 CPI 传导的风险。

#### （三）政策进入纠偏期，货币暂无进一步宽松的迹象

9 月以来，由于经济压力加大，拉闸限电影响到社会正常的运行节奏，政策层面进入纠偏期。首先是对民生问题的关注，通过加大上游资源品的保供力度，同时推进电价市场化改革，从成本和售价两端着手，来恢复煤电企业的正常运营，进而保证居民的正常用电需求。其次，央行层面乃至各地地方政府都在频频发声维稳房地产市场的正常运行，避免发生系统性风险问题。央行在三季度金融数据发布会上指出“部分金融机构对于 30 家试点房企三线四档融资管理规则也存在一些误解”，尽管大方向上房地产金融审慎制度并未发生实质性的变化，但也对前期部分银行的应激“惜贷”行为做了指导修正。综合看，近期政策的重心逐渐侧重于稳增长层面，但更多还是节奏性的调整，双碳目标的推进以及经济的转型仍是我国经济长期发展的趋势所在。

上月我们曾指出，当前政策制定具备多重目标的特征，但不论是转型去杠杆还是稳增长需求，都需要一个相对宽松的货币环境。该逻辑我们预计仍将持续存在，但后续若要有进一步的宽松措施，仍需要等待通胀风险的消除，从“滞胀”状态转为“衰退”状态，可能有两方面需要我们后续进行

跟踪，一是美联储为代表的货币收缩带来全球需求回落，二是全球碳减排目标的阶段性放缓带来大宗价格的下行。

#### **（四）非美经济体“滞胀”压力凸显，碳减排力度或将调整**

从全球范围看，美国经济依然保持强势，PMI 环比仍在回升，同时美国失业率也在加速修复，服务行业的修复已经替代实物消费成为美国经济恢复的主要推动力量，整体经济韧性较高。但从其他非美经济体看，普遍遇到了经济增速放缓的问题，英国、俄罗斯等国的新冠新增确诊人数再度上升，阻碍经济的恢复。同时由于碳减排目标的设定，传统化石能源建设下降，叠加今年冷冬天气到来，大宗商品的涨价成为多数国家所面临的严峻问题。以欧洲为代表的国家，已开始面临新一轮的“能源危机”，出现了欧洲天然气价格暴涨 10 倍、印度 135 座火力发电站的煤炭库存不足 4 天等乱象，滞胀压力凸显。

尽管疫情持续反复，但随着后续疫苗加强针的接种，疫情问题已不构成经济活动的主要压制因素。当前降低高通胀水平逐渐成为各国政策的主要着力点，以美联储为代表的海外央行也逐步开始收紧其货币政策，但本轮上游能源价格上涨主要系能源结构调整所致，单从需求侧进行压制难以解决“滞胀”的问题，需要跟踪当前全球对碳减排政策的力度调整，10 月底的 G20 峰会可能会针对该问题有所讨论。

#### **（五）市场预计震荡，中下游行业或将迎来盈利改善期**

当前国内外经济形式复杂，非美经济体普遍进入经济回落通道，叠加愈演愈烈的能源危机，滞胀风险逐渐引起市场的关注。尤其是在国内，碳减排政策的执行过于激进，对下游产业乃至民生问题都造成了影响。而作为本轮通胀问题的源头，碳减排政策过激的执行力度后续或将出现边际缓和。

基于行业配置的角度，周期板块当前或已接近尾声，价格的上涨会带来政策纠偏的强化，供给的增加会进入加速状态，叠加需求的走弱，价格上涨的持续性预计越来越弱。而中下游行业成本压力缓解，具备高转嫁能力的公司将迎来业绩的边际改善。另外，房地产行业的预期目前看演绎得非常悲观，政策层面在做边际上的调整转松，我们也需要对其中具备较强阿尔法能力的公司进行跟踪，寻找贝塔底部的投资机会。



## 四、未来操作思考

市场依然是震荡性行情，在未来的关注方向上，除了一些需求不受宏观经济下行影响的新兴产业，另外就是要关注 PPI 在向 CPI 传导过程中给一些产业格局好的中下游带来的投资机会。

## 【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。