



# 2021 年 12 月份月度策略报告

2021-11-26

宏观分析

报告摘要：

投资经理 崔红建

- 核心观点：**1) 经济反弹难以持续，地产下行周期尚未结束。10月整体宏观经济出现反弹，消费、制造业、出口三项为经济企稳起到了重要的支撑作用，但持续性均有所不足。地产基建后续预计依然难有起色，因此预计经济反弹难以持续，尤其是地产仍存在较大的下行风险；  
2) PPI 预计将见顶回落，通胀风险暂未消除。10月 PPI、CPI 共振上行，随着 10月下旬大宗商品价格回落，预计后续 PPI 将见顶回落。但 CPI 在明年一季度将迎来猪肉价格基数的回落，并且碳中和背景下上游大宗材料的价格难以回到此前水平，因此通胀风险仍未消除；  
3) 货币政策定调更为宽松，经济转型仍是政策方向。央行发布第三季度货币政策执行报告，整体定调更为宽松，提高银行的风险偏好。投向方面重点提及绿色产业和小微企业，房地产依然坚持“房住不炒”，三稳政策。同时央行还强调货币政策坚持“以我为主”；  
4) 疫情再度扩散影响有限，美联储或将加速收缩货币政策。10月欧美疫情再度发酵，但随着后续疫苗的进一步接种以及新冠口服药的推出，疫情波动对经济的影响程度将持续回落。美国 10月经济依然向好，同时通胀同比破 6%，拜登政府公开表示解决通胀问题为第一要务，预计后续美联储宽松货币政策的退出或将提速，中美关税有望迎来下调；  
5) 市场预计震荡，看好中下游的产业结构升级方向。指数整体仍然是维持震荡趋势，领涨板块轮动。展望未来，经济下行尚未触底，货币宽松预计加码，宽裕的流动性依然是下一个阶段市场运行的主要背景，市场依然存在结构性机会。
- 数据点评：**10月份，宏观经济出现小幅反弹。生产端，工业生产的回暖主要系采矿业和公共事业生产景气回升所致。需求端支撑力主要在出口、消费、制造业投资上面。而地产投资仍在加速下行，基建投资持续萎靡。社融方面，10月社融增速回升，政府债券加速发行及表内贷款增速回升是主要驱动项。其中居民中长期贷款出现了显著的修复，显示出对地产销售的托底支持。但企业端中长期贷款增速加速回落，制造业资本开支意愿不足。海外方面，欧美经济体本月 PMI 均有回落，同时通胀压力继续上行。
- 投资操作：**市场依然会处在震荡格局中，市场呈现结构化行情，我们未来关注的方向：一是有核心竞争力的大众消费品；二是在全球竞争中充满优势的制造业企业；三是国内碳中和政策给各行各业带来的机会。

投资经理 郭峰

研究员 边康祥

biankangxiang@shifengamc.com

研究员 胡晓天

021-61093233  
sales@shifengamc.com

## 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

工业增加值增速上升。10月份工业增加值同比上升3.5%，较上月上升0.4pct；1-10月工业增加值累计同比增加10.9%，较1-9月份回落0.9pct。复合增速看，10月工业增加值两年复合增速为5.2%，较上月上升0.2pct，1-10月累计复合增速6.3%，较上月回落0.1pct。其中，10月采矿业工业增加值两年复合增速4.7%，较上月上升2.0pct；制造业两年复合增速5.0%，与上月持平；电力燃气水供应两年复合增速7.5%，较上月上升0.4pct。10月份工业增加值增速环比上升，“一刀切”限产措施影响消退，但从结构上看，恢复较快板块是采矿业和公共事业，制造业依然处于低位，原材料大幅上行压制了制造业的正常生产。

图表1：工业增加值复合增速



资料来源：wind

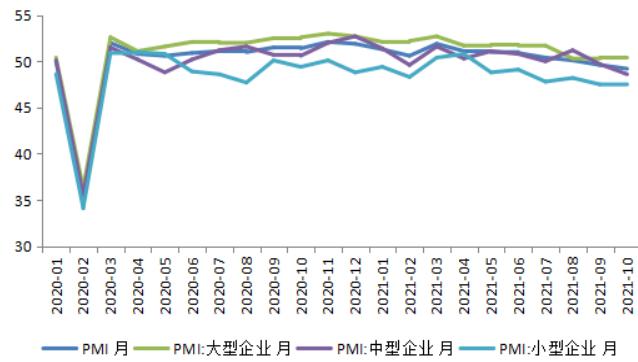
图表2：工业增加值复合增速（分项）



资料来源：wind

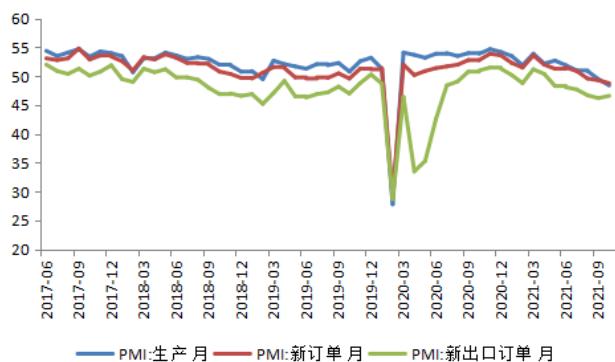
制造业PMI继续下行。10月制造业PMI为49.2，较上月回落0.4，其中大企业PMI为50.3，较上月回落0.1；中型企业PMI为48.6，较上月份回落1.1；小型企业PMI为47.5，与上月持平。本月中大型企业PMI数据出现回落，综合PMI连续两月处于荣枯线以下，显示出当前经济的压力在进一步加大。10月非制造业PMI为52.4，较上月回落0.8，其中建筑业PMI为56.9，较上月回落0.6，服务业PMI为51.6，较上月份回落0.8。从结构上看，10月PMI生产指数48.4，较上月回落1.1，PMI新订单指数48.8，较上月回落0.5，其中新出口订单指数46.6，较上月上升0.4，出口订单本月小幅回暖，但依然处于景气低位。库存方面，产成品库存46.3，较上月回落0.9，原材料库存47.0，较上月回落1.2。价格方面，原材料购进价格指数72.1，较上月上升8.6，出厂价格指数61.1，较上月上升4.7，企业原材料的涨价压力依然较大。10月份PMI数据看，供需两端依然承压，原材料涨价压力进一步加大，使得PMI加速下行，经济压力凸显。

图表 3: PMI 数据 (分企业)



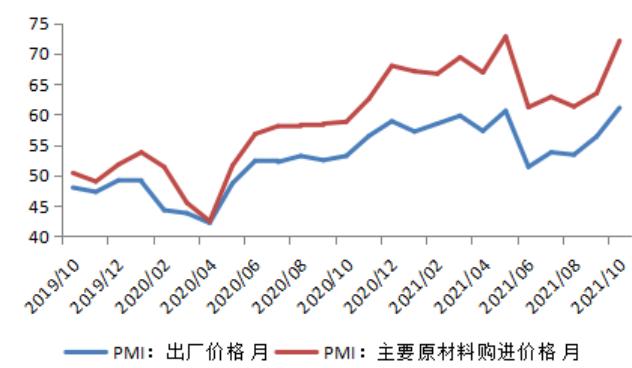
资料来源: wind

图表 4: PMI 生产、订单数据



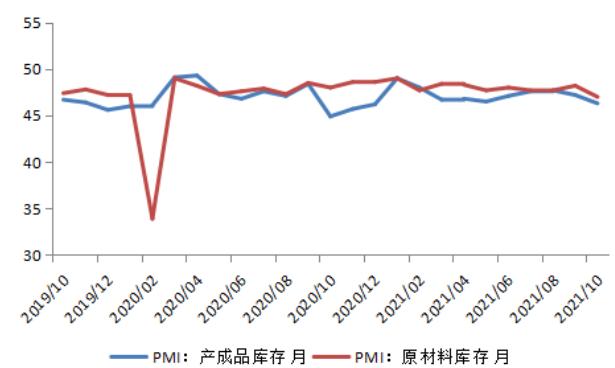
资料来源: wind

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

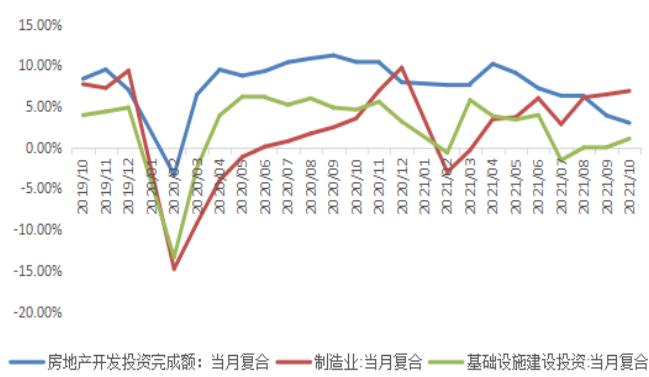
表 1: PMI 及 PMI 分项指标

指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	49.20	49.60	收缩
生产端	PMI: 采购量	48.90	49.70	收缩
	PMI: 生产	48.40	49.50	收缩
需求端	PMI: 新订单	48.80	49.30	收缩
	PMI: 新出口订单	46.60	46.20	扩张
	PMI: 进口	47.50	46.80	扩张
库存	PMI: 产成品库存	46.30	47.20	收缩

	PMI：原材料库存	47.00	48.20	收缩
价格	PMI：购进价格	72.10	63.50	扩张
	PMI：出厂价	61.10	56.40	扩张
就业	PMI：从业人员	48.80	49.00	收缩

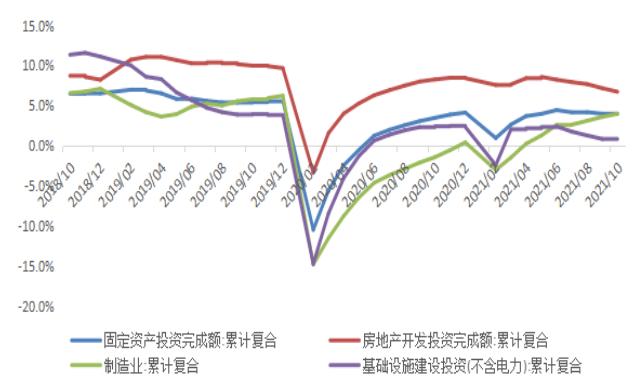
**地产投资加速下行。**10月固定资产投资增速-4.0%，1-10月累计增速6.1%。从两年复合增速看，10月固定资产投资增速为3.3%，较上月上升0.6pct。分项目看，基建投资10月增速-4.8%，较19年两年复合增速1.05%，较上月上升1.04pct；房地产投资10月增速-5.5%，较19年两年复合增速3.0%，较上月回落0.9pct；制造业投资10月增速10.1%，较19年两年复合增速6.9%，较上月上升0.4pct。基建投资和地产投资增速相对较低，其中地产投资增速加速下行，而基建投资仍无明显起色。制造业投资增速本月维持高位，主要系出口的拉动作用，海外疫情影响仍未消退，中国出口贸易份额依然受益，但随着新冠口服药的推出，其持续性存疑。

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



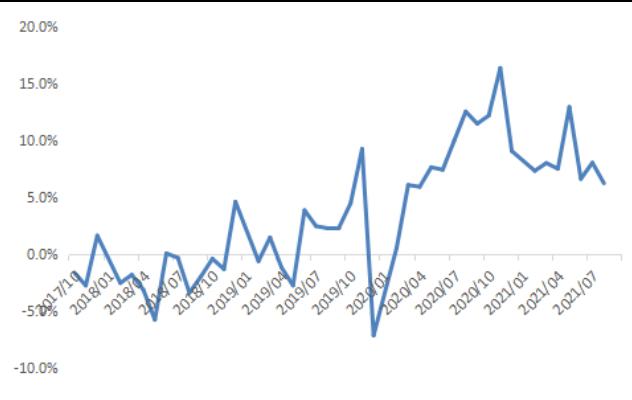
资料来源：wind

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单月复合



资料来源：wind

地产各项指标全面下滑。10月销售面积增速-21.7%，较19年两年复合增速-5.0%，复合增速较上月回落1.5pct；销售金额同比增速-22.6%，较19年两年复合增速-2.1%，复合增速较上月回落0.9pct；新开工面积同比增速-33.1%，较19年两年复合增速-16.8%，复合增速较上月下降8.9pct；竣工面积同比增速-20.6%，较19年两年复合增速-8.3%，较上月上升0.5pct。土地市场方面，土地购置面积同比增速-24.2%，较19年两年复合增速-15.4%，复合增速较上月下降12.0pct；土地成交价款同比增速-0.4%，较19年两年复合增速9.0%，复合增速较上月回落13.0pct，土地成交均价同比增速-0.4%。受土地政策两集中的影响，10月份土地市场购置面积和成交金额增速均有回落。资金方面，10月地产资金开发来源同比增速-10.7%，较19年两年复合增速1.5%，较上月上升0.6pct。其中国内贷款10月增速-27.2%，两年复合增速-7.1%，复合增速较上月上升4.4pct；定金及预收款10月增速-12.9%，较19年两年复合增速0.6%，房地产销售持续回落，个人按揭贷款10月增速1.0%，两年复合增速6.9%，较上月上升3.2pc，复合增速较上月回落1.1pct。从地产资金来源看，央行9月以来反复发声呼吁保障居民的正常购房需求，此前积压的按揭贷款发放明显提速，但地产销售依然尚未回暖，可以看到房屋订金及预收款增速与按揭贷款增速有所背离。同时从地产开发端看，国内贷款渠道依然低迷，银行对开发贷的发放依然谨慎。综合来看，地产资金面本月的确有所放松，但主要系结构性防风险调整为主，以防地产下行风险进一步扩大，造成经济失控风险。

图表 11：商品房销售面积增速



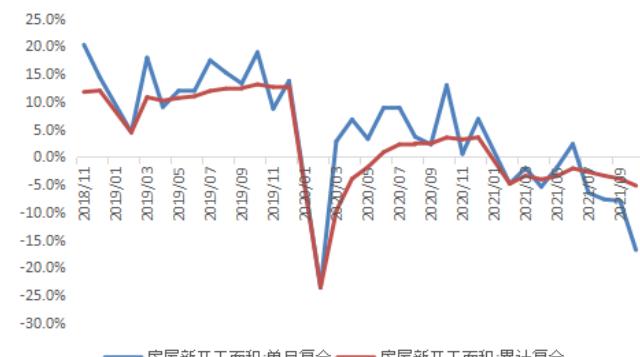
资料来源：wind

图表 12：商品房销售金额增速



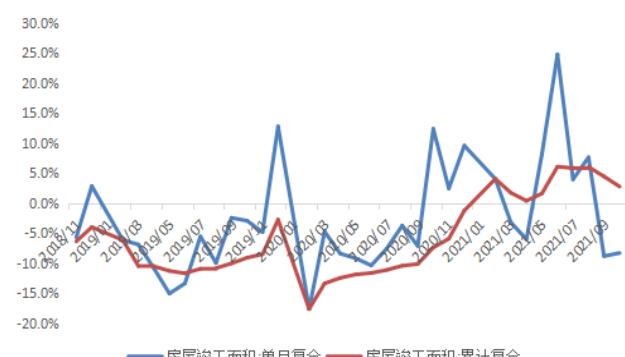
资料来源：wind

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

**消费增速上升。**10月社零增速4.9%，较19年两年复合增速4.6%，复合增速较上月上升0.8pct。限额以上社零增速4.6%，较19年两年复合增速5.8%，复合增速较上月上升1.8pct，消费数据继续回暖。网上商品和服务零售总额同比增速6.1%，较19年两年复合增速14.5%，复合增速较上月上升4.8pct，线上消费增速显著上行，或主要受到双十一销售预热的影响。耐用消费品方面，汽车单月消费增速-11.5%，较19年两年复合增速-0.4%，复合增速较上月上升0.5pct；家电两年复合增速6.0%，较上月上升3.1pct；家具两年复合增速1.8%，较上月上升0.5pct；通讯器材两年复合增速20.7%，较上月上升12.5pct，耐用品消费当中各项目增速均有不同程度的回升表现。非耐用消费品方面，粮油和食品复合增速9.3%，饮料复合增速12.8%，烟酒消费复合增速14.7%，服装纺织复合增速4.2%，石油制品消费复合增速7.3%，餐饮消费复合增速1.4%，非耐用品消费普遍有所上升。其中石油制品消费增速恢复较快，增速较上月上升5.6pct，主要系原油价格上涨影响。

图表 15：消费品零售总额复合增速



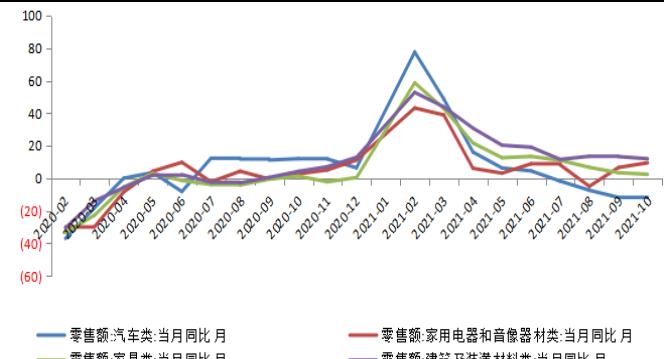
资料来源：wind

图表 16：限额以上消费品零售总额复合增速



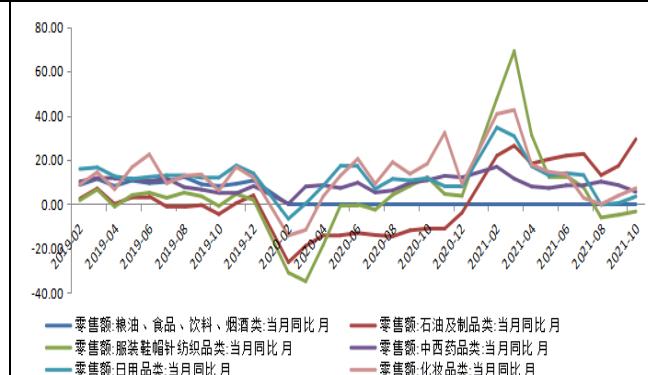
资料来源：wind

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		Oct-21	Sep-21	结构占比
耐用消费品	汽车	-0.4	-1.0	28%
	家用电器	6.0	3.0	6%
	家具类	1.8	1.4	2%
	建筑装潢	8.0	6.7	2%
	金银珠宝	14.6	16.5	2%
	通讯器材	20.7	8.2	3%
非耐用消费品	食品	9.3	8.5	15%
	石油制品	7.3	1.7	13%
	服装鞋帽	4.2	1.5	10%
	中西药品	8.2	9.1	6%
	日用品类	7.5	5.5	4%
	文化办公	11.6	17.3	2%
	书报杂志	2.7	6.6	2%
	化妆品	12.6	8.7	1%
	体育娱乐	3.1	10.7	1%

**进出口增速保持强势。**10月进口增速20.6%，较上月回升3.0pct，出口增速27.1%，较上月回落1.0pct。复合增速看，10月进口数据两年复合增速为12.4%，较上月回落3.1pct；出口数据两年复合增速为18.7%，较上月上升0.4pct。分区域看，进口方面，对美进口两年复合增速18.1%，较上月增速回落2.5pct；对欧盟进口复合增速6.0%，较上月回落1.9pct；对日本进口复合增速7.6%，较上月回落1.7pct。出口方面，对美出口两年复合增速22.6%，较上月回落2.9pct；对欧盟出口复合增速15.8%，较上月回升6.9pct；对日本出口复合增速10.9%，较上月回升5.0pct。分产品看，与防疫相关产品的出口增速有所回落，纺织纱线产品出口复合增速为10.9%，较上月回落1.8pct。医疗器械出口复合增速27.8%，较上月回落0.1pct。高新技术产品出口两年复合增速10.9%，较上月回落2.5pct；机电产品出口复合增速11.1%，较上月回落0.8pct，纺织服装行业出口复合增速13.7%，较上月上升7.2pct。进口方面，10月进口数据保持强势。分类别看，铜、原油、铁矿石进口数量同比复合增速分别为-2.3%、-8.5%、-0.7%，进口金额复合增速分别为24.2%，0.1%，22.0%，大宗的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 19：进出口单月复合增速



资料来源：wind

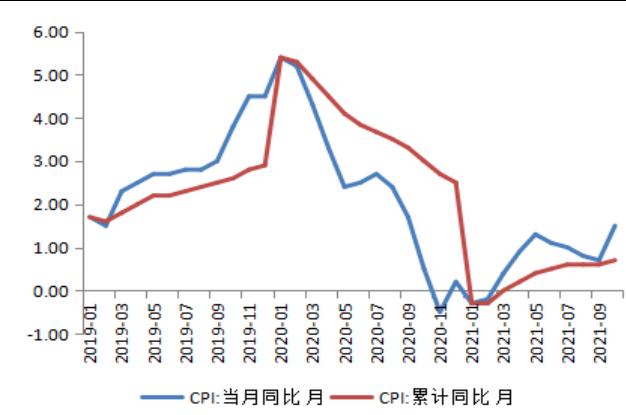
图表 20：进出口累计复合增速



资料来源：wind

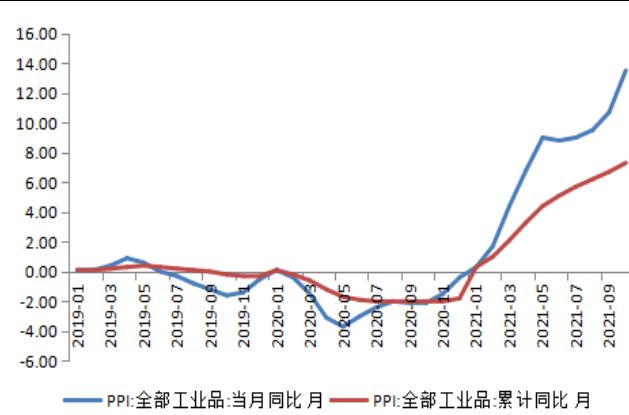
**PPI 进一步上升。**10月CPI同比为1.5%，较上月回升0.8pct，食品CPI同比增速-2.4%，较上月回升2.8pct，其中，猪肉同比下跌44.0%，环比下跌2.0%，鲜果同比增速0.5%，环比上升2.9%，鸡蛋同比上升12.6%，环比下降1.9%，蔬菜同比上升15.9%，环比上升16.6%。10月非食品CPI同比增速0.4%，较上月上升0.2pct，生活用品及服务、居住、交通通信、衣着等行业的价格数据小幅上行，其中交通通信项目CPI增速达7%，较上月上升1.2pct，主要系原油价格上涨的影响。10月PPI同比为13.5%，较上月上升2.8pct，其中生产资料同比增速17.9%，较上月份上升3.7pct，生活资料同比增速0.6%，增速较上月上升0.2pct。本月PPI增速进一步上行，近期上游大宗材料价格回落对PPI的影响存在滞后性，CPI上行主要受到蔬菜价格上涨的影响。

图表 21: CPI 当月及累计增速



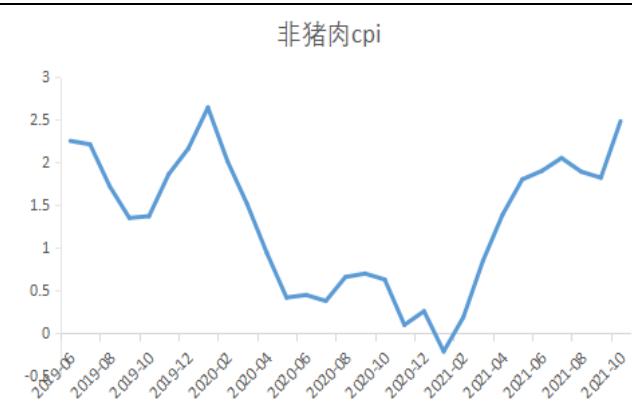
资料来源: wind

图表 22: PPI 当月及累计增速



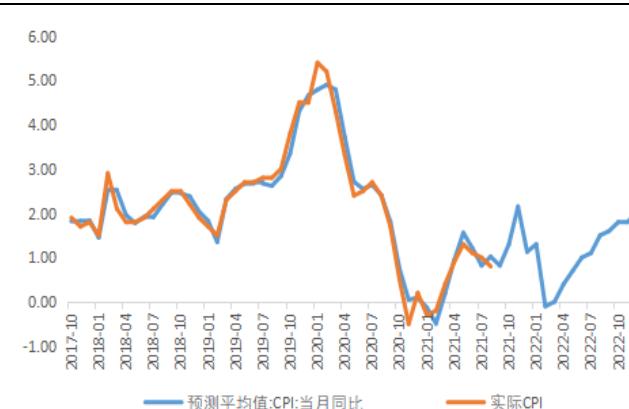
资料来源: wind

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

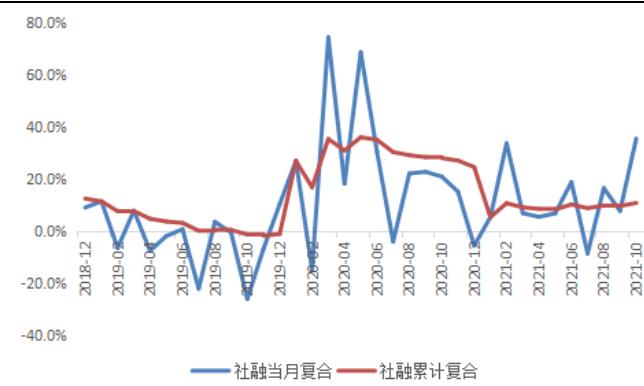
表 3: 总体宏观数据及预测值

		202111F	Oct-21	Sep-21
生产	工业增加值		3.5%	3.1%
	PMI		49.2%	49.6%
	发电量		3.0%	4.9%
需求	社会消费品零售		4.9%	4.4%
	固定资产投资(累计)		6.1%	7.3%
	出口		27.1%	28.1%
	进口		20.6%	17.6%
	贸易顺差:亿美元	845.4	667.6	

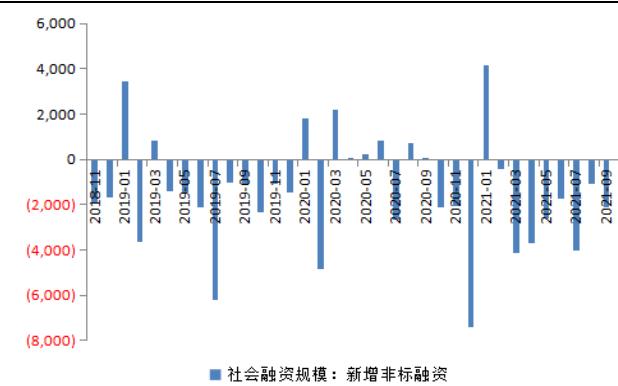
物价	CPI	2. 2%	1. 5%	0. 7%
	PPI	11. 9%	13. 5%	10. 7%
货币	M1 增速	2. 80	3. 70	
	M2 增速	8. 70	8. 30	
	剪刀差	-5. 9	-4. 6	
	汇率：美元/人民币	6. 39	6. 49	
	社会融资规模：亿元	15899	29165	

**新增社融增速回升。**10月新增社融1.59万亿，同比增速14.1%，较2019年同期的两年复合增速为35.3%，较上月回升27.6pct；1-10月累计新增社融同比增速-15.1%，较2019年同期的两年复合增速为10.7%，较上月回升1.2pct。从结构上看，新增非标融资合计为-2120亿，收缩速度与上月的-2106亿基本持平，其中新增委托贷款-173亿，同比降幅收窄1亿，新增信托贷款-1061亿，同比降幅扩大186亿，新增银行未贴现承兑汇票-886亿，降幅同比收窄203亿。新增人民币贷款7752亿，同比增加1089亿，新增政府债券6167亿，同比增加1236亿，新增企业债券2030亿，同比减少233亿。从社融数据看，整体增速呈现明显回升态势，主要系表内贷款放量及政府债券发行提速的影响。

图表 25：新增社融复合增速



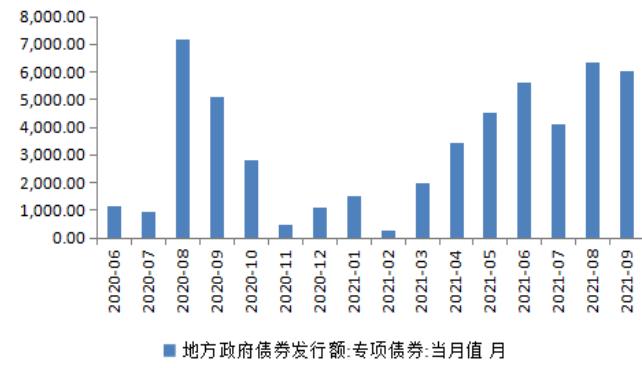
图表 26：新增非标融资规模



资料来源：wind

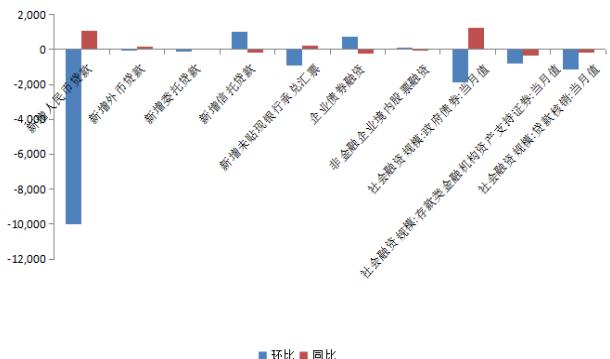
资料来源：wind

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

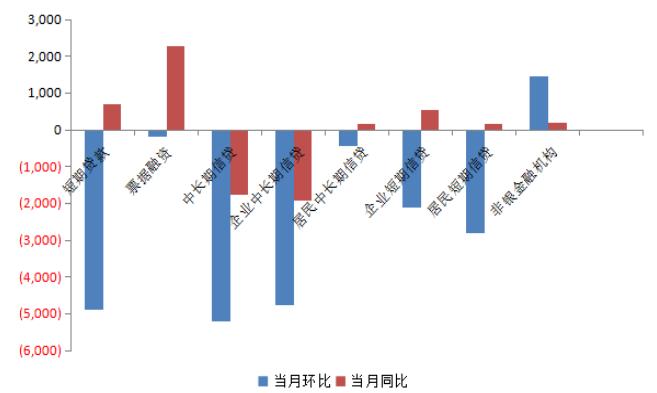
**新增信贷增速回升。**10月新增人民币信贷8262亿，同比增速20%，两年复合增速12%，较上月回升13.0pct。从结构上看，票据融资1160亿，同比上升2284亿，居民短贷426亿，同比上升154亿，居民长贷4221亿，同比上升162亿，企业短贷-288亿，同比增加549亿，企业长贷2190亿，同比减少1923亿，非银金融机构贷款583亿，同比增加201亿。新增信贷增速回升明显，从复合增速看，10月居民中长期贷款两年复合增速为8%，较上月回升11pct。居民端按揭贷款加速投放支撑信贷增速回暖。企业中长期贷款10月复合增速为-1%，依然处于加速回落态势，企业端资本开支继续减少。

图表 29：表内中长期贷款复合增速



资料来源：wind

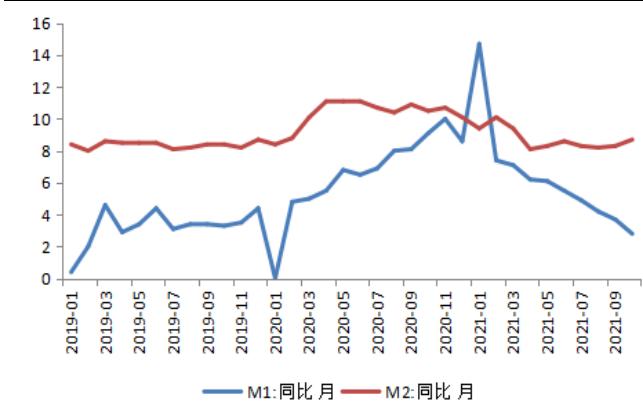
图表 30：表内贷款项目细分



资料来源：wind

**M1、M2 剪刀差继续拉大。**10月 M1 同比增速 2.8%，较上月份增速回落 0.9pct，其中流通中货币同比增速 6.2%，增速较上月回升 0.8pct，单位活期存款同比增速 2.2%，较上月回落 1.2pct；10月份 M2 增速 8.7%，较上月上升 0.4pct，其中单位定期存款同比增速 5.1%，较上月上升 2.2pct，个人存款同比增速 10.6%，较上月回落 0.2pct，其他存款同比增速 22.3%，较上月上升 2.9pct。

图表 31：M1、M2 增速



资料来源：wind

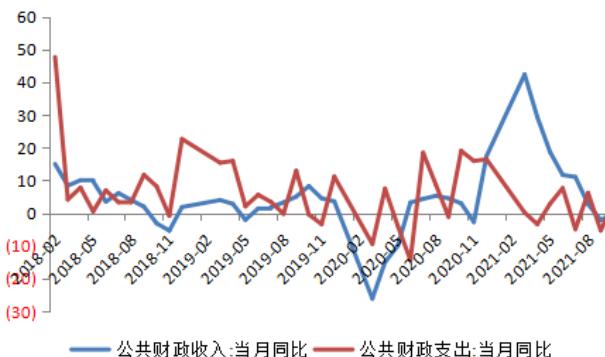
图表 32：社融存量及 M2 增速



资料来源：wind

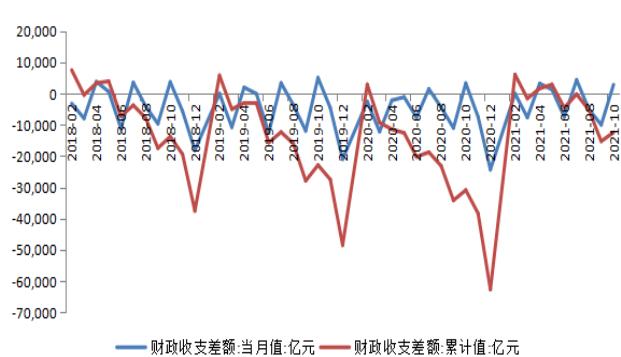
**财政支出依然较弱。**10月份财政收入同比增速 -0.14%，较 19 年同期两年复合增长率为 1.4%，较上月回升 0.2pct。其中，中央财政收入增速 -1.63%，两年复合增速 -2.8%，较上月回落 2.1pct；地方财政收入增速 1.2%，两年复合增速 5.5%，较上月回升 2.9pct。从分项看，税收收入复合增速 4.3%，较上月回落 1.9pct，非税收入复合增速 -17.2%，较上月回落 4.2pct。四大税种当中，企业所得税 10 月复合增速 4.4%，较上月回落 15.0pct，增值税收入复合增速 3.1%，较上月回落 0.4pct，个人所得税增速 20.2%，较上月回升 5.3pct，国内消费税增速 -11.2%，较上月回落 21.4pct。财政支出方面，10 月财政支出同比 2.9%，两年复合增速 10.7%，较上月上升 13.9pct。其中，中央财政支出同比增速 24.3%，两年复合增速 12.4%，较上月上升 0.3pct，地方财政支出同比增速 -1.7%，两年复合增速 10.2%，较上月回升 15.6pct。从支出的项目看（两年复合增速），社会保障和就业支出同比 25.4%，教育支出同比增速 12.7%，科学技术支出同比增速 40.5%，农林水事务支出同比增速 -11.9%，交通部运输支出同比增速 -7.3%，政府支出主要集中在民生领域。10 月政府性基金收入增速 -13.4%，两年复合增速 -4.4%，增速较上月份回升 1.0pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速 -13.4%，两年复合增速 -3.0%，较上月回升 2.8pct；政府性基金支出增速 -8.4%，两年复合增速 -0.7%，较上月回升 16.1pct，政府性基金支出增速回升但依然处于低位。财政赤字方面，10 月份，一般公共预算和政府性基金合计盈余 2497 亿，盈余规模同比下降 817 亿元。1-10 月份广义财政累计赤字 2.3 万亿，较去年同期的 5.4 万亿大幅下降。

图表 33：公共财政收支当月增速



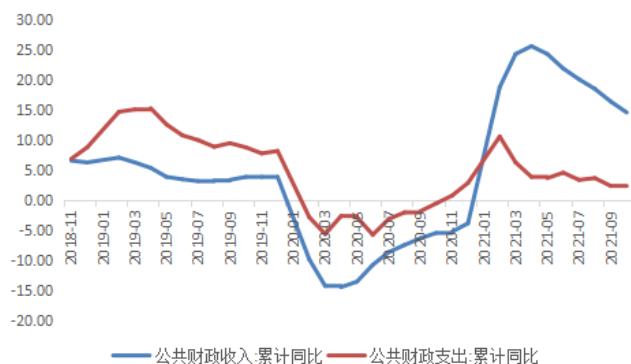
资料来源：wind

图表 34：财政收支差额



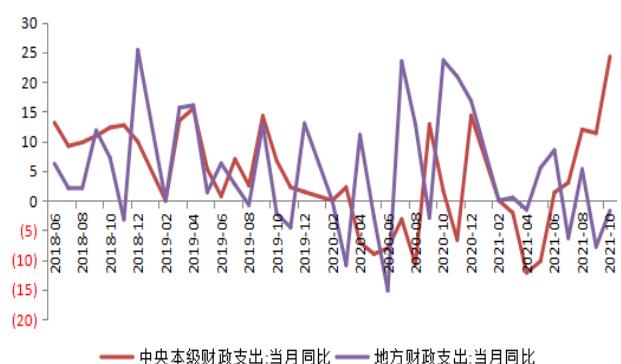
资料来源：wind

图表 35：公共财政收支累计增速



资料来源：wind

图表 36：中央及地方财政支出增速



资料来源：wind

表 4：信贷及财政收支

		Oct-21	Sep-21	Oct-20	同比
货币	社会融资规模	15899	29165	13929	1970
	社融：新增人民币贷款	7752	17755	6663	1089
	社融：新增委托贷款	-173	-22	-174	1
	社融：新增信托贷款	-1061	-2098	-875	-186
	社融：未贴现银行承兑汇票	-886	14	-1089	203
	金融机构新增人民币贷款	8262	16600	6898	1364
	金融机构：居民中长期贷款	4221	4667	4059	162
	金融机构：企业中长期贷款	2190	6948	4113	-1923

财政	财政收入	17506	13932	17531	-25
	财政支出	14668	23922	14254	414
	收支差额	2838	-9990	3277	-439

利率保持平稳，MLF 等量续作。截止 11 月 19 日，一年期国债利率 2.2619%，十年期国债利率 2.9303%，一年期 AAA 企业债到期收益率 2.8080%，十年期 AAA 企业债到期收益率 3.7780%。11 月 15 日，央行开展中期借贷便利（MLF）操作，向市场注入流动性 10000 亿元，考虑到到期的 MLF 金额为 10000 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 2.7%，当前货币政策的宽松幅度依然偏小）。11 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，珠三角、长三角地区多城市均有下调房贷利率的举措，同时房贷周期有所缩短，旨在“房住不炒”的大背景下，保障居民的正常购房需求。

图表 37：长短期国债收益率



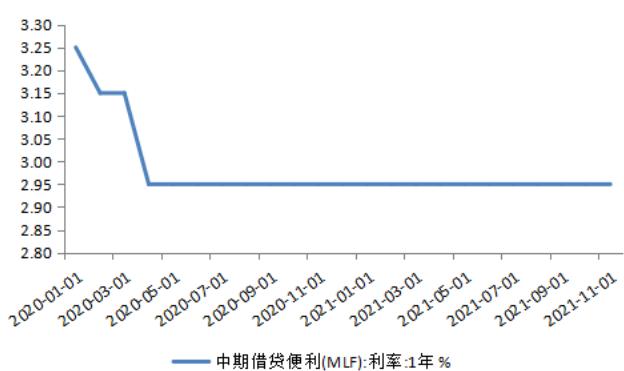
资料来源：wind

图表 38：长短期企业债收益率



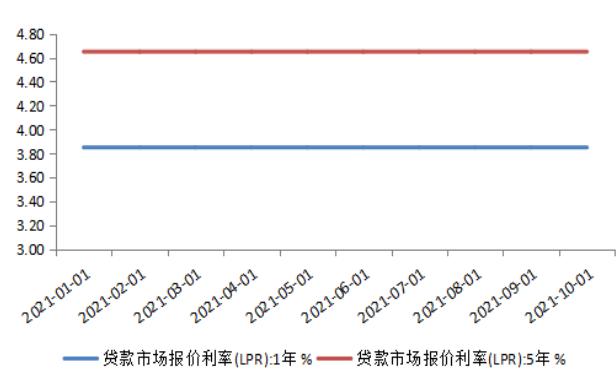
资料来源：wind

图表 39：MLF 利率走势



资料来源：wind

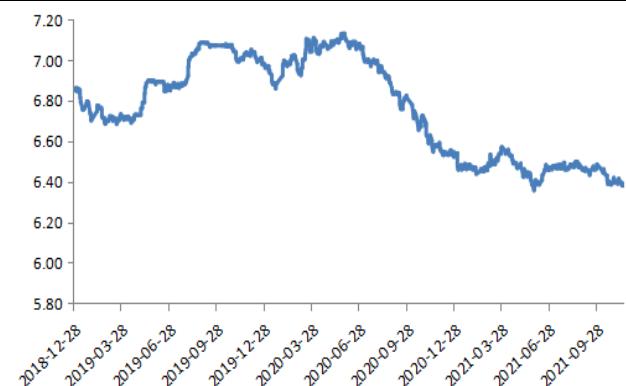
图表 40：LPR 报价



资料来源：wind

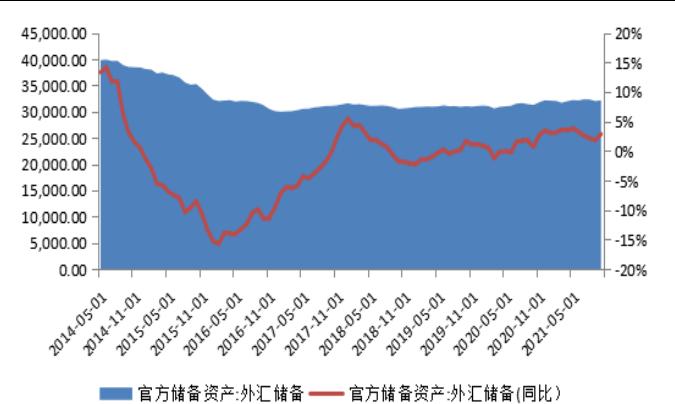
**汇率小幅升值。**截止 11 月 20 日，美元兑人民币即期汇率为 6.3825，美元兑人民币中间价为 6.3811，人民币汇率小幅升值。10 月份，外汇储备 3.2 万亿，环比上升 170 亿。超预期的出口增速为我国每个月带来 500 亿美元以上的贸易顺差，推动了结汇需求的增加。另外美联储短期也难以实施强力的收缩政策，美元流动性预计仍将充裕。

图表 41：美元兑人民币中间价



资料来源：wind

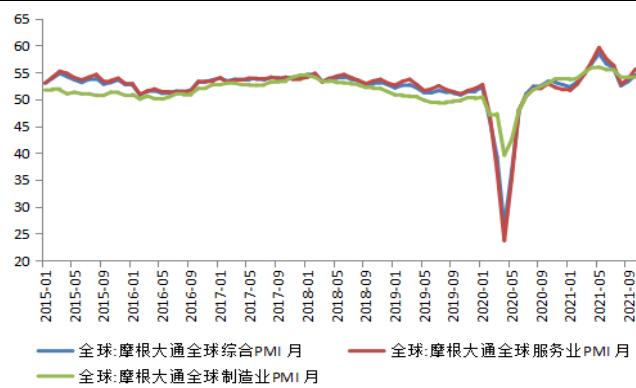
图表 42：我国外汇储备



资料来源：wind

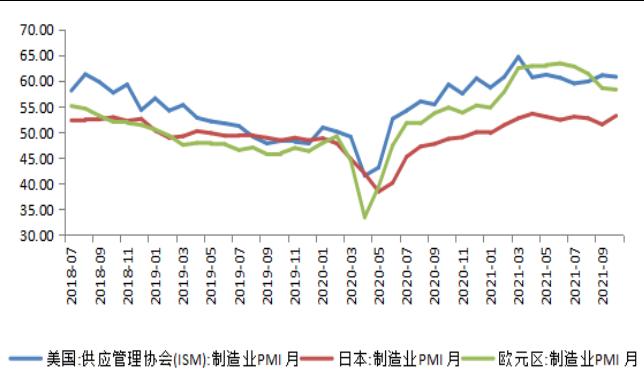
**欧美经济小幅回落，全球通胀压力加大。**美国 10 月份制造业 PMI 为 60.8，较上月回落 0.3，CPI 为 6.2%，较上月上升 0.8pct，核心 CPI 为 4.6%，较上月上升 0.6pct。欧元区 10 月份制造业 PMI 为 58.3，较上月回落 0.3，CPI 为 4.1%，较上月上升 0.7pct，核心 CPI 为 2.0%，较上月上升 0.1pct。日本 10 月份制造业 PMI 为 53.2，较上月上升 1.7。10 月欧美经济均有所回落，但整体依然保持在较强的扩张区间当中，但通胀压力进一步加大，美国通胀数据已经破 6，为 1990 年以来的最高水平。从非农就业来看，10 月美国非农就业增加 53.1 万人，较上月上升 33.7 万人，10 月份美国失业率 4.6%，较上月回落 0.2pct，失业率继续恢复。国债收益率方面，截至 11 月 19 日，十年期美债收益率 1.54%，近期美债收益率再度回落，主要系非农业就业数据较强所致，劳动力的恢复有助于缓解通胀压力，也使得市场对美联储收缩的担忧有所减弱。

图表 43：全球 PMI 数据



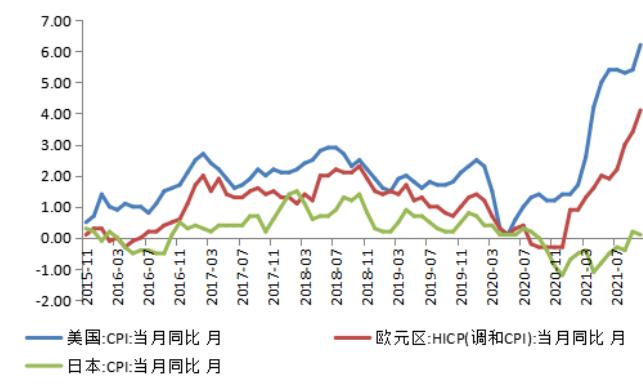
资料来源：wind

图表 44：美、欧、日 PMI 数据



资料来源：wind

图表 45：美、欧、日 CPI 数据



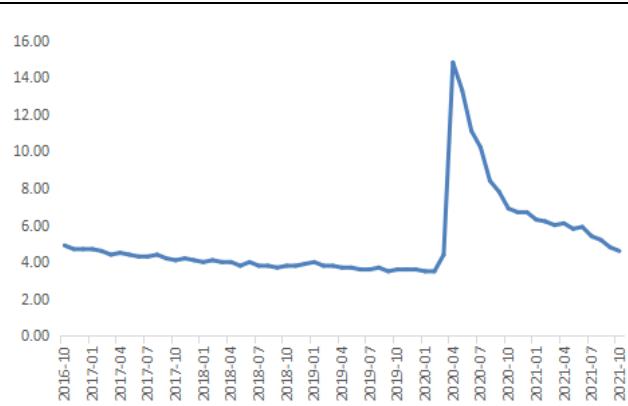
资料来源：wind

图表 46：长短期美债收益率



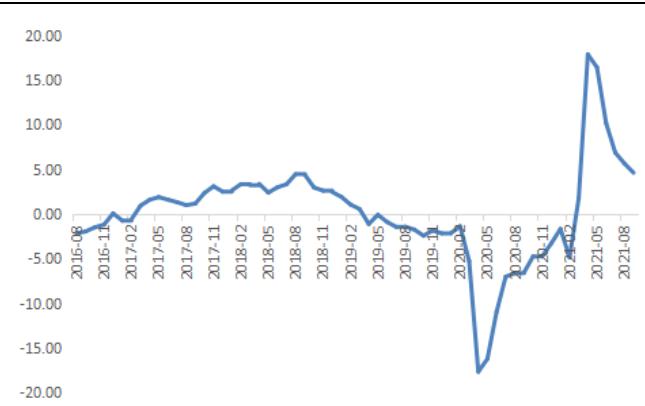
资料来源：wind

图表 47：美国失业率数据



资料来源：wind

图表 48：美国工业产出同比增速



资料来源：wind

指数方面，10月上证综指下跌 0.58%，深证综指上涨 0.21%，创业板指上涨 3.27%，沪深 300 上涨 0.87%，上证 50 上涨 2.20%。行业方面，涨幅前三的行业分别为电气设备（申万）、汽车（申

万)、国防军工(申万)，涨幅分别为 11.70%、9.90%、4.06%，跌幅靠前的行业为采掘(申万)、钢铁(申万)、房地产(申万)，跌幅分别为 13.37%、11.68%、8.89%。11 月份以来(截至 11 月 19 日)，上证综指上涨 0.37%，深证综指上涨 3.76%，创业板指上涨 2.04%，沪深 300 下跌 0.38%，上证 50 下跌 1.66%。行业方面，涨幅前三的行业分别为通信(申万)、国防军工(申万)、传媒(申万)，涨幅分别为 10.52%、10.39%、7.89%，跌幅前三的行业分别为休闲服务(申万)、采掘(申万)、综合(申万)，跌幅分别为 9.42%、5.11%、2.79%。

表 5：主要指数及领涨领跌板块

10 月市场行情		领涨行业		领跌行业	
上证指数	-0.58%	电气设备(申万)	11.70%	房地产(申万)	-8.89%
深证综指	0.21%	汽车(申万)	9.90%	钢铁(申万)	-11.68%
创业板指	3.27%	国防军工(申万)	4.06%	采掘(申万)	-13.37%
11 月(截止 11 月 19 日)		领涨行业		领跌行业	
上证指数	0.37%	通信(申万)	10.52%	综合(申万)	-2.79%
深证综指	3.76%	国防军工(申万)	10.39%	采掘(申万)	-5.11%
创业板指	2.04%	传媒(申万)	7.89%	休闲服务(申万)	-9.42%

## 二、对当期经济数据和市场数据点评

10月份，宏观经济整体表现低位修复态势，能耗双控影响逐渐消除，使得工业生产出现反弹，同时需求端出口、制造业投资依然保持景气，叠加消费的回暖，经济层面出现探底迹象。具体来看，10月份工业增加值3.5%，较上月回升0.4pct，工业生产的回暖主要系采矿业和公共事业生产景气回升所致，制造业生产依然较为低迷。

需求端看，内需方面，地产投资持续下行，从开工到销售的各项指标全面下滑。当前部分城市已开始第三轮集中供地，“降门槛、促成交”成为第三轮集中供地的政策导向，但房企的竞拍热度依然较低。尽管银行加速对按揭贷款的发放，但对开发贷的态度依然谨慎，预计地产数据后续仍将低迷一段时间。基建投资近月一直低迷，10月的投资依然没有起色，虽然政府债券发行有所加速，但基建项目占比持续下降，债券的发行更多用于借新还旧。制造业方面，10月份制造业投资相对稳定，预计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，本月消费数据继续回暖，一方面是双十一提前预售对电商消费带动作用较强，如通讯器材项目消费增速，较上月大幅提升。另一方面，疫情逐渐常态化，对消费的拖累作用在下降，餐饮、出行类消费回暖。外需方面，10月出口增速（复合）依然维持在15%以上，今年以来外贸需求持续超预期，背后主要受益于我国疫情防控红利，Q3我国占全球主要经济体出口份额约21%，环比Q2提升1pct，10月份在海外经济体经济增速整体回落的背景下，出口增速依然保持高位，份额提升依然是主要逻辑。整体而言，本月宏观经济各项数据当中，表现较好的依然主要是出口链和消费，投资端整体承压，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，10月社融增速回升，政府债券加速发行及表内贷款增速回升是主要驱动项。其中居民中长期贷款出现了显著的修复，显示出对地产销售的托底支持。并且央行首次按月度公布了个人房地产贷款数据，10月末个人住房贷款余额37.7万亿元，当月增加3481亿元，较9月多增1013亿元，意在稳定市场对地产过度悲观的预期。另外值得注意的是，企业端中长期贷款增速加速回落，制造业资本开支意愿不足，实体经济压力依然较大。

从海外看，欧美经济体本月PMI均有回落，同时通胀压力继续上行，尤其是美国CPI已上破6，拜登宣布解决通胀问题为第一要务，在此背景下中美贸易关税下调预期升温。美联储方面，“保就业”与“防通胀”依然是两难问题，货币政策的不确定性将随着通胀的走高而上升，警惕加息时间点前移的风险。

市场方面，10月份美国经济小幅回落，但货币环境持续宽松，美债收益率回调，道琼斯指数上涨5.84%，纳斯达克指数上涨7.27%，再创历史新高。进入11月后，美国通胀数据公布，创出1990年以来的新高，使得市场对美联储提前加息的担忧上升，道琼斯指数震荡回落。国内方面，10-11月市场维持震荡态势，板块加速轮动，电气设备、军工、汽车等景气上行的板块跑赢市场。

### 三、对未来宏观经济和证券市场的展望

#### (一) 经济反弹难以持续，地产下行周期尚未结束

从10月份的数据看，整体宏观经济出现反弹，消费、制造业、出口三项为经济企稳起到了重要的支撑作用。但从持续性看，消费10月份有受到双11预售的影响，网上销售景气度较高，但这也会对11月份造成反向拖累。制造业投资增速修复主要系出口端的拉动作用，未来存在出口份额回落的风险，这也将对出口增速造成影响。因此这三项主要的支撑力量均有后劲不足的风险，而地产和基建投资则是承压项，其中基建投资由于新基建项目较少的问题，政府发债当中更多用于借新还旧，因此在地方债券发行加速的背景下，基建投资始终难有起色。地产方面，本月关于地产政策调整的消息频出，但主要的侧重点还是在按揭贷款的加速发放方面，而开发贷的投放依然谨慎，同时市场对房企的风险偏好也尚未恢复：10月房地产境内信用债发行量同比下降27%至174亿元，净融资额-164亿元；10月中资地产美元债发行量同比下降86%至9亿美元，净融资-25亿美元。土地市场方面，第三批集中供地政策逐渐展开，房企参拍意愿依然低迷，预计未来一段时间内，地产行业将保持下行态势。

整体看，经济反弹的主要支撑力量持续性不足，而拖累项目暂无反转的迹象，因此我们预计10月经济的反弹难以持续，地产下行周期的长度或是本轮经济下行持续时间的主要变量。

#### (二) PPI预计见顶回落，通胀风险暂未消除

10月份PPI再度上行至13.5%，上游原材料涨价对企业经营成本造成了极大的压力。同时，能源、化肥等产品的涨价也逐渐波及下游产业，叠加今年冷冬天气的影响，本月蔬菜价格大幅上行，交通通信行业价格也出现加速上涨迹象，PPI的持续上行已逐渐传导至下游各行各业当中，通胀压力逐渐引起市场的关注。进入10月中下旬后，随着保供限价政策落地，煤炭钢铁价格大幅回落，预计PPI已经见顶，对CPI的传导作用将有所减弱。但值得注意的是，当前CPI主要的压制因素猪肉项，将在明年一季度迎来价格基数的回落，对CPI的拖累作用将逐渐减弱，而且碳中和背景下上游原材料价格就算下跌也难以回到此前水平，因此通胀风险仍需观察警惕。

#### (三) 货币政策定调更为宽松，经济转型仍是政策方向

11月19日央行发布第三季度货币政策执行报告，对未来货币政策的调整做了展望。

流动性方面，本次报告删去了“不搞大水漫灌、管好总闸门”的说法，转向“增强信贷总量增长稳定性”的说法，在宏观经济持续承压的背景下，央行对稳增长的诉求逐渐增强，未来银行间流动性或将更为充裕，以提高银行的风险偏好。

投向方面，9月以来央行推出多种货币政策工具，包括2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，3000亿元支小再贷款等，未来可能存在的宽信用方向或主要在实体经济中小企业以及绿色产业当中。而对于房地产，报告提出了“配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健

康发展，维护住房消费者的合法权益”的说法，但大背景依然是坚持“房住不炒”、坚持稳地价、稳房价、稳预期等等，并未全面转向。

海外方面，面对后续海外经济体的宽松货币政策退出问题，央行依然坚持“以我为主”的定调，未来美联储的货币收缩政策对我国货币操作影响相对有限。

#### **(四) 疫情再度扩散影响有限，美联储或将加速收缩货币政策**

进入冬季以来，全球疫情又有再度发酵的迹象，欧洲多国疫情出现反弹，奥地利宣布从11月22日起施行全国性封锁，德国也宣布进入国家紧急状态，并对未接种疫苗的人群加以更严格的限制，斯洛伐克、捷克、荷兰在此前也针对防疫宣布了程度不同的新增限制措施。但随着后续疫苗的进一步接种以及新冠口服药的推出，疫情波动对经济的影响程度将持续回落。

10月份欧美经济小幅回落，但依然保持在高景气区间，尤其是美国经济韧性依然较强，10月份美国零售销售环比增长1.7%，较上月的0.7%进一步回升，连续3个月呈现增长态势。另外，非农就业数据超预期、失业率持续回落、等指标也显示了美国经济依然保持良好势头。但同时，全球范围通胀压力也在愈发凸显，高企的通胀对居民实际收入、执政党支持率都会带来不利影响，截至11月19日，巴西、俄罗斯、乌克兰均由于高企的通胀压力纷纷宣布加息，拜登政府也公开表示解决通胀问题为第一要务，预计后续美联储宽松货币政策的退出或将提速，不排除2022年提前加息的可能。另外下调中美关税也是拜登政府的政策工具之一，中美关系后续或将迎来阶段性的缓和。

#### **(五) 市场预计震荡，看好中下游的产业结构升级方向**

上个月至今，指数整体仍然是维持震荡趋势，领涨板块沿着三条主线在演绎：其一，高景气板块的进一步挖掘，典型的是新能源从锂电池到光伏，再到底层的风电，政策的持续催化和业绩的高增长使得板块成为贯穿全年的线索；其二，低景气度板块的预期反转，典型的是汽车零部件板块，短期由于补库存预期，存在业绩改善预期，中长期叠加智能化和电动化长期趋势，近期涨幅明显；其三，元宇宙主题所带来的主题性机会，典型的是传媒游戏领域的上涨和由此引发的消费电子上涨。除此之外，地产产业链和消费板块都有小幅反弹，但持续性不强，周期板块仍然是领跌板块，市场仍然是结构性机会为主。

展望未来，经济下行尚未触底，货币宽松预计加码，宽裕的流动性依然是下一个阶段市场运行的主要背景，市场依然存在结构性机会。从方向上看，房地产坚持“房住不炒”将使得整体宏观经济不会出现较大的向上弹性，双碳政策倒逼的产业结构升级将是未来宽信用的主要方向，我们需要重点关注其中存在长期阿尔法能力的公司。另外，上游原材料涨价压力缓解，也将使得部分中下游产业盈利边际改善，其中具备较强议价能力的公司将充分受益。

## 四、未来操作思考

市场依然会处在震荡格局中，市场呈现结构化行情，我们未来关注的方向：一是有核心竞争力的大众消费品；二是在全球竞争中充满优势的制造业企业；三是国内碳中和政策给各行各业带来的机会。

## 【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责任。