

宏观经济

经济表面企稳但隐忧仍存，建议股债均衡配置

——宏观经济与大类资产配置月报（2021年10月）



概述

■ 总结与展望：宏观经济数据在表面上呈现出边际企稳迹象，但供需改善或并不稳固

- 从生产端看，工业生产在政策纠偏下同比增速有所反弹，但主要或受出口对制造业生产的拉动以及双控双限政策短期纠偏的影响，疫情反弹影响下服务业生产指数延续回落。从需求端看，投资延续修复态势，其中制造业投资两年复合增速持续修复，对全部投资的贡献持续走高，房地产调控政策虽边际调整但严监管不改，地产投资继续走弱，地方政府隐债化解压力不减叠加优质项目储备有限，基建投资延续低迷；“黄金周”叠加“双十一”前置影响下消费短期改善；在海外需求韧性支撑以及成本推动下出口保持在较高水平。从价格来看，大宗商品价格高位运行不仅对生产端带来持续的压力，对消费端的传导效应也已有所显现。
- 后续来看，供需两端的限制因素或仍将持续，10月底以来疫情的多点散发或将遏制当前改善的消费，成本高位运行持续影响下制造业投资承压，同时出口对制造业投资的带动作用不断弱化。我们维持此前的预测，2021年GDP同比有望达到8.1%，但随着基数走高以及经济修复力度可能出现的进一步弱化，预测2022年GDP增速或回落至5.1%左右。

■ 生产：政策纠偏工业修复短期改善，疫情影响服务业生产修复放缓

- 政策纠偏背景下，供给受限情况有所缓解，工业生产有所改善，不过高成本压力仍对供给端修复形成一定的制约；疫情冲击下服务业生产延续放缓。
- 从先行指标看，PMI生产指数已经连续5个月回落且连续两个月处于荣枯线以下，后续生产仍有回落压力。

■ 需求：内需有短期改善迹象但并不稳固，外需延续高位增长态势但后续或承压

- 10月份，从内需来看，房地产投资进一步走弱，项目储备有限基建持续低迷，不过制造业投资延续此前的修复态势；10月初疫情影响较小，同时叠加“双十一”消费前置，消费修复有所加快；从外需看，价格上涨因素、欧美节前需求释放因素叠加疫情持续进一步推动出口高增。
- 后续来看，地产企业资金偏紧下地产投资下行趋势不改，基建投资仍需观察，投资修复仍面临多重制约；10月底疫情多点散发背景下防控政策趋严、收入增长走弱以及价格传导或将影响消费的持续修复；此外，后续海外供需缺口收窄或将给出口带来压力，不过价格推动下出口额仍将保持稳定，不过进入2022年随着高基数因素强化叠加海外供需缺口的持续缩小，出口或将回落。

■ 通胀：PPI创20年以来新高，价格向终端传导推升CPI

- 10月，内外多重因素影响下PPI再创新高，且上游产品价格向终端工业消费品价格有所传导，CPI非食品项价格有所走高。后续来看，经济需求端逐步改善情况下服务价格或也将有所上调，剔除粮食和能源价格的核心CPI仍具备上行基础，四季度CPI仍有上行空间但幅度温和。当前上游产品价格保持高位的内外因素仍未完全消除，PPI或仍将保持高位运行，但年内或有见顶可能。

■ 金融：社融底部企稳，人民币稳中有升

- 10月份，在政府债券发行加速背景下，新增社融底部企稳，针对城投和地产的严监管持续拖累新增社融改善。虽然后续严监管政策有所纠偏，房地产供需两端信贷融资对社融的拖累或略有减弱，但“房住不炒”基调下难有明显起色。
- 从人民币汇率走势来看，虽然持续高出口给人民币带来了较大的升值压力，但最新数据显示美国

经济有所修复，中美利差稳定态势难以持续，年内人民币汇率或将稳中有降。

■ **大类资产配置：大宗商品跌幅较高，短期建议股债均衡配置**

- 10月8日-11月15日，各大类资产表现分化，受国内保供稳价政策调控效果逐步显现以及美联储开启 Taper、美元指数上行等因素影响，大宗商品价格波动下行、跌幅较高，股票和债券市场均维持震荡走势，其中股票市场波动较大。
- 经济增速放缓下股票市场仍以结构性为主，建议关注清洁能源、新能源等碳减排相关板块；央行加大公开市场投放下，年内 MLF 规模较大、专项债提速等流动性扰动对债市影响有限，叠加经济修复动力边际减弱，债市收益率易下难上，或呈区间波动走势，3%左右或存在博弈机会；全球经济增长预期下调以及美国货币政策边际收紧下，叠加国内保供稳价政策调控，大宗商品整体价格或见顶回落；结合模型 配置权重，短期建议股债均衡，适当减少大宗商品配置。

■ **附表：本月海内外主要经济热点（2021.10.18-2021.11.17）**

10 月份，供需两端虽有分化但整体呈改善趋势。从生产端看，工业生产在政策纠偏下同环比增速有所反弹，但主要或受出口对制造业生产的拉动以及双控双限政策短期纠偏的影响，疫情反弹影响下服务业生产指数延续回落。从需求端看，投资延续修复态势，其中制造业投资两年复合增速持续修复，对全部投资的贡献持续走高，房地产调控政策虽边际调整但严监管不改，地产投资继续走弱，地方政府隐债化解压力不减叠加优质项目储备有限，基建投资延续低迷；“黄金周”叠加“双十一”前置影响下消费短期改善；在海外需求韧性支撑以及成本推动下出口保持在较高水平。从价格来看，大宗商品价格高位运行不仅对生产端带来持续的压力，对消费端的传导效应也已有所显现。后续来看，供需两端的限制因素或仍将持续，10 月底以来疫情的多点散发或将遏制当前改善的消费，成本高位运行持续影响下制造业投资承压，同时出口对制造业投资的带动作用不断弱化。我们维持此前的预测，2021 年 GDP 同比有望达到 8.1%，但随着基数走高以及经济修复力度可能出现的进一步弱化，预测 2022 年 GDP 增速或回落至 5.1% 左右。我们认为，在经济增幅放缓背景下，股票市场仍以结构性机会为主，债市收益率易下难上，或呈区间波动走势，大宗商品整体价格或见顶回落，资产配置短期建议股债均衡，适当减少大宗商品配置比例。

表 1 2021 年 10 月中国宏观经济核心指标一览表

	10 月*	10 月	9 月*	9 月	8 月*	8 月	7 月*	7 月	6 月*	6 月	5 月*	5 月	最新变化
工业增加值（同比，%）	5.2	3.5	5	3.1	5.4	5.3	5.6	6.4	6.5	15.9	6.6	8.8	↑
投资（累计同比，%）	3.8	6.1	3.8	7.3	4	8.9	4.3	10.3	4.4	12.6	4.2	15.4	↓
制造业投资	3.8	14.2	3.3	14.8	3.3	15.7	3.1	17.3	2	19.2	0.6	20.4	↓
房地产投资	—	7.2	7.2	8.8	7.7	10.9	8	12.7	8.2	15	8.6	18.3	↓
基建投资	—	1	0.4	1.5	0.2	2.9	0.9	4.6	2.4	7.8	2.6	11.8	↓
民间投资	3.8	8.5	4	9.8	3.9	11.5	3.4	13.4	3.8	15.4	3.7	18.1	↓
社零额（同比，%）	4.6	4.9	3.8	4.4	1.5	2.5	3.6	8.5	4.9	12.1	4.5	12.4	↑
出口：同比（%，美元）	—	27.1	—	28.1	—	25.6	—	19.3	—	32.2	—	27.8	↓
进口：同比（%，美元）	—	20.6	—	17.6	—	33.1	—	28.1	—	36.7	—	50.8	↑
贸易顺差（亿美元）	—	845.4	—	667.58	—	583.3	—	565.9	—	515.3	—	455.4	↑
CPI（同比，%）	—	1.5	—	0.7	—	0.8	—	1	—	1.1	—	1.3	↑
PPI（同比，%）	—	13.5	—	10.7	—	9.5	—	9	—	8.8	—	9	↑
M2：同比（%）	—	8.7	—	8.3	—	8.2	—	8.3	—	8.6	—	8.3	↑
社会融资规模	—	15900	—	29018	—	29600	—	10600	—	36689	—	19263	↓

（注：↓、↑、↔分别表示与 9 月相比，10 月指标出现下降、上升或持平，*表示两年复合增速）

一、生产：政策纠偏工业修复短期改善，疫情影响服务业生产修复放缓

双限双控政策纠偏背景下保供稳价政策有所加强，供给端走弱趋势有所缓解，工业生产有

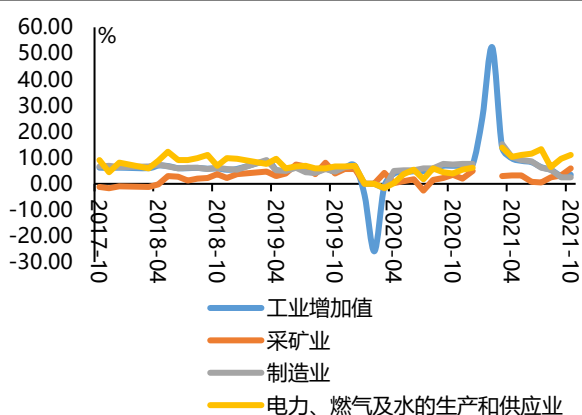
所改善，不过高成本压力仍对供给端修复形成一定的制约，10月PMI生产指数连续第二个月处于荣枯线以下。疫情冲击下服务业生产有所放缓，10月服务业生产指数同比回落至今年以来的最低值。

（一）政策纠偏工业生产改善，成本压力持续生产改善难有起色

政策纠偏背景下工业生产有所改善。10月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.5%，较9月份回升0.4个百分点；两年复合增速为5.2%，比前值回升0.2个百分点，结束了年内增速持续放缓的趋势。8、9月份环保限产影响下多地采取了严格的限产措施，为了纠正部分地区“一刀切”停产限产或“运动式”减碳，国常会提出要“有效运用市场化手段和改革措施，保证电力和煤炭等供应”，10月份工业生产放缓的态势有所缓解，“保供稳价”下电力、热力、燃气及水生产和供应业增长11.1%，同比增速持续回升，采矿业增加值同比增速较上月提高2.8个百分点至6%。PPI高位运行中下游企业成本压力持续存在、产品利润空间受到挤压，中下游行业较为集中的制造业生产同比仅增加2.5%。具体来看，高技术制造业增加值同比增长14.7%，比上月加快0.7个百分点，两年复合增速为10.4%，持续保持在较高水平；供应链紧张背景下汽车行业生产依旧低迷，同比下降7.9%；尽管环保限产政策有所松绑，但是针对煤炭之外的高耗能行业的限制仍在持续，黑色金属冶炼和压延加工业和非金属矿物制品业同比分别下降12.8%和4.1%，降幅分别较上月走扩3.1和3个百分点。

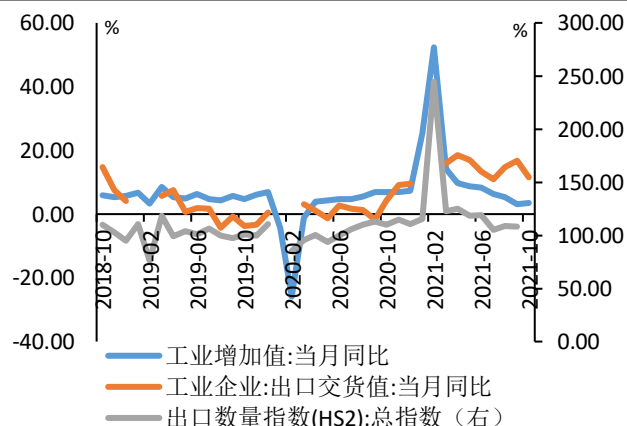
高成本仍将给工业生产修复带来压力。后续来看，当前针对煤炭的“保供稳价”初有成效，年内煤炭的供应将得到保障，短期内生产受限的能源压力有所缓解；不过考虑到原材料价格整体仍处于历史较高水平，短期内中下游企业成本压力仍存，制造业和私营企业工业生产或将延续修复偏弱的态势，同时当前出口量指数回落或说明当前出口规模增加或已见顶，出口对工业生产的支撑将有所弱化。综合来看，10月工业增速企稳并不稳固。

图1：工业增加值增速同比放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图2：出口交货值和出口量走势

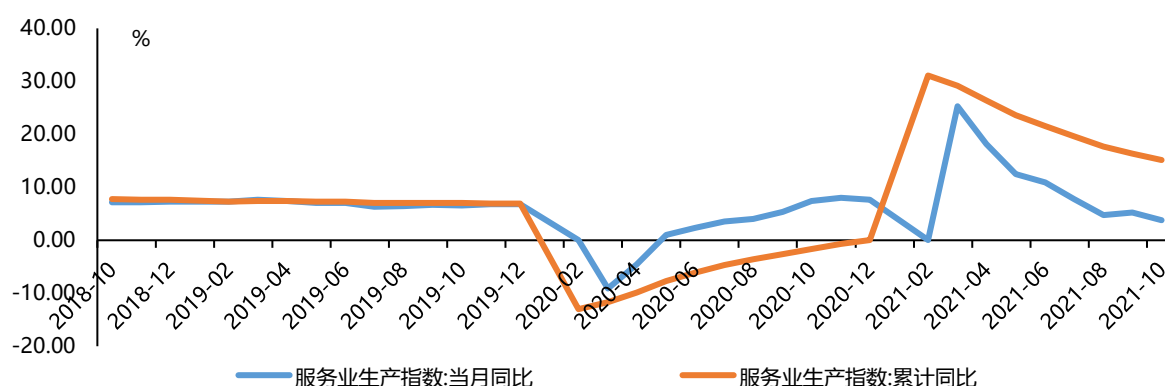


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）服务业生产持续回落，疫情多点散发持续服务业生产修复仍将走弱

疫情影响持续服务业生产回落。尽管疫情影响有所弱化，但疫情带来的不确定性对服务业冲击较大，因此服务业生产延续走弱态势。10月份，全国服务业生产指数同比增长3.8%，较上月回落1.4个百分点；两年复合增速为5.5%，比9月份加快0.2个百分点。服务业生产指数复合增速与同比增速走势的分化主要是由于去年10月份基数走高，因此同比增速相对较低。从行业来看，信息传输、软件和服务业生产同比增速较上月回落1.4个百分点至14.8%，租赁和商务服务业生产同比较上月回落2.1个百分点至11.4%。在疫情、异常天气叠加国庆假期等正反因素交织的影响下，服务业景气水平有所回落。后续来看，10月底疫情再度多点散发，进入11月份后疫情更是传播高达21省份，为此各地进一步收紧了防控政策，短期内疫情的持续仍将对服务业生产形成较大的扰动，服务业生产修复走弱态势仍将延续。

图3：服务业生产指数同比放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

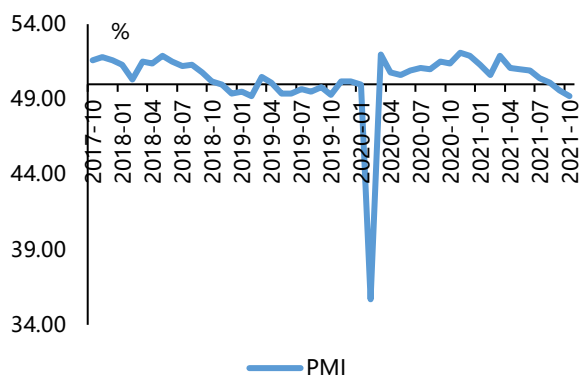
（三）需求持续走弱 PMI 延续回调，购销价差较大成本压力犹存

成本高企叠加能耗双控影响，供需两端均继续放缓，PMI 延续回落走势，继续位于临界点以下。10月制造业 PMI 为 49.2%，较前值下调 0.4 个百分点，连续 7 个月出现回调并且连续两个月位于临界点以下，为 2020 年 3 月以来的最低点。其中生产指数回落至 48.4%，较上月回落 1.1 个百分点；新订单指数较前值回调 0.5 个百分点至 48.8%。10 月综合 PMI 产出指数低于上月 0.9 个百分点至 50.8%。服务业景气度小幅回落，非制造业 PMI 仍位于临界点之上。受疫情、异常天气叠加国庆假期等正反因素交织影响，服务业景气水平有所回落，但仍位于扩张区间。10 月非制造业商务活动指数较上月回落 0.8 个百分点至 52.4%，其中服务业商务活动指数回落 0.8 个百分点至 51.6%，建筑业商务活动指数下降 0.6 个百分点至 56.9%。

在供给受限、需求不足以及通胀在高位继续上涨的影响下，下游中小企业利润空间继续受到挤压从而抑制生产，制造业 PMI 仍有下行空间。随着疫情得到精准防控以及两针疫苗接种率和第三针加强针接种率的提高，非制造业服务业需求或将延续弱修复态势。后续看，尽管 10 月下旬以来以焦煤和动力煤为代表的煤炭价格较峰值出现快速回落，显示保供稳价政策发挥实效，但国际原油、天然气等大宗商品价格仍位于高位，同时房地产市场急速降温也使产业链条上的相关企业承压加重，企业成本上升压力仍存。高成本使企业利润水平持续承压，企业投资和生

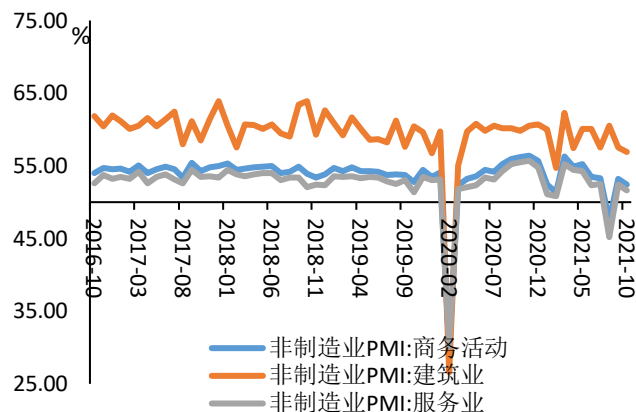
产扩张计划受阻，从而减慢市场需求回暖进程。四季度，经济将延续恢复势头，但仍面临较多的不确定性。建议加大对薄弱环节的逆周期调节力度，加强货币政策、财政政策和产业政策联动配合，打好政策组合拳，全力稳供给、扩需求，为“稳增长”保驾护航。同时继续做好大宗商品稳价保供工作，促进大宗商品价格回归常态水平，减缓企业成本压力。

图 4：制造业 PMI 跌至荣枯线以下



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 5：非制造业商务活动指数走弱



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

二、需求：内需有短期改善迹象但并不稳固，外需延续高位增长态势但后续或承压

10 月份，从内需来看，房地产投资进一步走弱，项目储备有限基建持续低迷，不过制造业投资延续此前的修复态势；10 月初疫情影响较小，同时叠加“双十一”消费前置，消费修复有所加快；从外需看，价格上涨因素、欧美节前需求释放因素叠加疫情持续进一步推动出口高增。后续来看，地产企业资金偏紧下地产投资下行趋势不改，基建投资仍需观察，投资修复仍面临多重制约；10 月底疫情多点散发背景下防控政策趋严、收入增长走弱以及价格传导或将影响消费的持续修复；此外，后续海外供需缺口收窄或将给出口带来压力，不过价格推动下出口额仍将保持稳定，不过进入 2022 年随着高基数因素强化叠加海外供需缺口的持续缩小，出口或将回落。

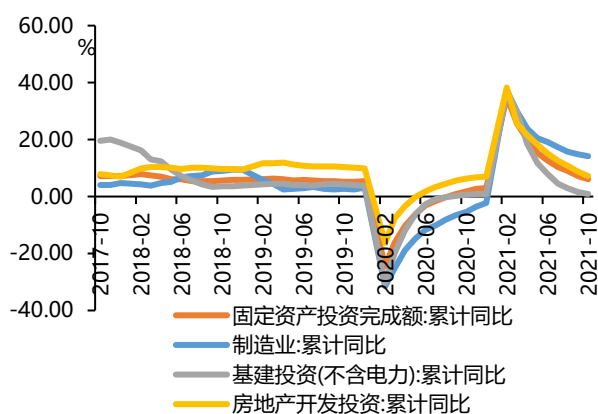
（一）基建与地产投资延续低迷，制造业支撑进一步强化

房地产政策边际松绑但效果显现滞后，房地产投资延续低迷，项目储备有限基建投资未能改善，制造业投资持续修复。1-10 月固定资产投资同比增长 6.1%，较 1-9 月回落 1.2 个百分点，不过两年复合增速为 3.8%，同前值持平，或说明当前投资已经见底。分类别来看，制造业投资增长 14.2%，较 1-9 月放缓 0.6 个百分点，两年复合增速为 3.8%，较前值提高 0.5 个百分点，特别的，制造业对全部投资增长的贡献率较 1-9 月进一步走高 6.5 个百分点至 52.2%。10 月份以来，监管层面释放边际放松房地产监管的信号，多地也出台松绑政策，但考虑到严监管基调不改，同时供给端修复并不能一蹴而就，地产投资修复延续此前弱化的趋势，同比增长 7.2%，

较 1-9 月回落 1.6 个百分点。尽管地方政府专项债发行加快，但形成实物工作量仍需时日，因此基建投资延续走弱趋势，同比增长仅为 1%，较前值回落 0.5 个百分点。从所有制看，1-10 月国有控股投资同比增长 4.1%，两年复合增速为 4.5%，同上月持平。民间投资同比 8.5%，两年复合增速较 1-9 月回落 0.2 个百分点至 3.8%。

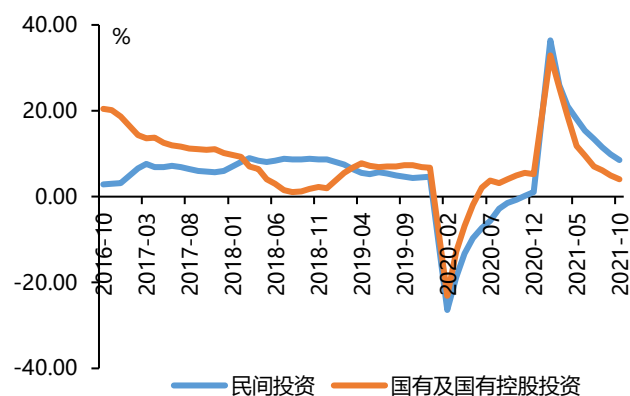
后续来看，“房住不炒”基调未改地产投资延续低迷，地方政府去杠杆下基建发力空间依然有限，高新技术支撑下制造业投资韧性犹存。近期多部门召开会议，强调要促进房地产市场平稳健康发展，保障房地产企业合理的资金需求，以及保障好刚需群体信贷需求，部分城市也适当松绑限购政策，在此背景下，尽管当前房地产政策有所放松，但在“房住不炒”基调未改背景下，地产企业资金偏紧趋势难改，地产投资仍将下行。基建投资仍面临着项目储备的问题，根据多地披露的发行进度，11 月底前完成地方政府专项债的全部发行任务目标已经无法实现，因此基建投资仍将保持低迷态势。出口对制造业投资的带动作用不断弱化，不过高新技术投资的支撑作用依旧保持强势，制造业韧性犹存，后续或将保持稳定运行态势。

图 6：固定资产投资放缓



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 7：民间投资持续修复



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）消费持续修复，关注价格上涨与疫情冲击对消费修复的制约

“黄金周”叠加“双十一”消费前置，消费短期改善。10 月份，社零额同比增长 4.9%，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29793

