

## 8 月经济下行，关注美国 Taper 预期

### 一、重要信息点评

1、8 月经济数据显示消费偏弱，工业生产因上游限产涨价、上下游传导不畅呈结构性问题，但出口对经济仍有支撑，投资表现有所回升，经济呈现类滞胀特征，短期扰动因素占据主导，但实质衰退也在延续，四季度政策或将进一步加码跨周期调控。

8 月规模以上工业增加值同比 5.3%，两年平均增长 5.44%，较上月下降 0.2 个百分点，低于预期。发达国家复工复产和新兴市场疫情复发订单流向中国导致出口没有明显下降对工业生产起到了明显支撑作用。而疫情扰动、破除无效供给政策集中释放以及汽车缺芯等因素对工业生产形成拖累。预计四季度限产和缺芯因素难有明显缓解，内外需求端整体走弱、下游价格传导不畅也会给生产带来下行压力。

8 月固定资产投资累计同比增加 8.9%，两年复合增速为 4.0%，较 7 月回落 0.3 个百分点。三大项中固定资产投资中制造业累计投资两年平均增速 3.3%，相比上月有所回升，医药、计算机通信等高新制造投资增速较高，通用设备和专用设备制造投资也表现出一定提速，反映出海外复工复产对生产设备的进口需求。但是随着后期外需退坡逻辑的逐渐加强，制造业投资或会承压；基建延续回落态势，两年平均增速为 2.3%，相比上月的 2.68%略有下降，但从同期专项债等数据看，8 月地方专项债净融资较 7 月份新增 1623.42 亿元，截至 8 月底专项债净融资已完成全年计划发行额的 56.96%，财政落地已在加速，只是传递至基建投资完成额数据上仍需时间。但值得注意的是目前房地产景气度低迷、地方隐性债务及融资监管力度仍然偏紧，因此基建在本轮周期中更多的是发挥托底对冲作用，带动经济大幅回升及宽信用的可能性较低。

8 月社会消费品零售总额两年平均回落 2.1 个百分点，消费数据疲软，不及预期，疫情反复仍是主要拖累因素。商品零售和餐饮收入平均增速较上月均有下滑，分别回落

1.5 个百分点和 6.6 个百分点。从商品分项来看，地产销售下滑影响家电家具消费及疫情冲击导致居民边际消费倾向降低对可选消费产生明显影响，而生活必需品消费仍展现出了一定韧性。预计随着防疫措施有所放松、居民收入结构改善、9 月双节临近，消费也将小幅回升，但需注意近期福建等地疫情反复对消费的负面影响。

2、美国 8 月 CPI 同比升 5.3%，较前值回落 0.1 个百分点，已经连续 4 个月高于 5%；核心 CPI 同比升 4%，较前值回落 0.3 个百分点，环比升 0.1%，创今年 2 月以来新低。PPI 同比升 8.3%，续刷 11 年来高位，环比升 0.7%。反映出供给短缺、运输瓶颈问题带来的成本压力仍在支撑消费品价格，供应商交货延迟及制造业生产延迟情况仍十分普遍，原材料及劳动力短缺问题仍然存在。CPI 回落的主要带动因素是疫情反复及政策刺激退坡带来的需求边际回落。预计美国短期内通胀将维持高位，但增速或将放缓。美国联邦公开市场委员会（FOMC）将于本周二和周三召开会议，届时有望对 Taper 给出进一步信息。不过根据之前的情况来看，疫情走势及劳动力市场复苏稳定性才是 Taper 的决定性因素。9 月 6 日开始美国联邦政府 1.9 万亿美元疫后额外失业补贴全部结束，当周续请失业金人数大幅回落，但就业改善的持续性仍需验证，预计年底给出 Taper 时间表可能性更高。

## 二、 上周市场回顾

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
创业板指	-1.20	-0.65	7.65
偏股混合型基金指数	-2.18	-1.04	7.04
中小100	-2.34	-0.24	-0.94
万得全A	-2.61	0.93	6.47
上证50	-2.78	2.09	-13.15
中证500	-2.79	1.93	16.15
沪深300	-3.14	1.05	-6.82

上周 A 股主要宽基指数不同幅度下跌，创业板指跌幅最小，单周下跌 1.20%；沪深 300 跌 3.14%，跌幅最大。

今年以来结构分化剧烈，中小盘指数表现优于大盘指数，其中中证 500 和创业板分别涨 16.15%和 7.65%，上证 50 和沪深 300 分别跌 13.15%和 6.82%，偏股基金指数涨 7.04%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市净率指数	-1.25	0.41	-0.92
茅指数	-1.93	-0.13	-9.97
高市盈率指数	-2.08	-1.60	14.35
小盘指数	-2.34	2.03	20.90
绩优股指数	-2.62	4.02	-17.46
低市净率指数	-2.93	3.85	7.27
大盘指数	-2.96	0.36	-6.82
低市盈率指数	-3.52	4.20	-4.03

上周 A 股各风格指数同样全面下跌，高 PB 指数和茅指数下跌幅度最小，分别跌 1.25%和 1.93%，

今年以来，小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅 20.9%、14.35%，绩优股和茅指数表现较差，分别跌 17.46%、9.97%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
钢铁	-7.87	有色金属	-7.71	家用电器	-24.16
有色金属	-7.33	国防军工	-7.58	食品饮料	-18.43
建筑材料	-7.15	综合	-7.50	农林牧渔	-17.51
家用电器	-5.32	汽车	-4.75	非银金融	-17.32
电子	-5.28	电气设备	-4.30	房地产	-14.63
食品饮料	-0.83	交通运输	5.41	电气设备	38.25
农林牧渔	0.19	传媒	5.63	化工	55.09
公用事业	1.26	采掘	7.33	有色金属	56.06
医药生物	2.53	化工	8.00	采掘	66.28
化工	2.80	公用事业	10.31	钢铁	68.44

行业上，上周申万 28 行业中仅农林牧渔，公用事业，生物医药及化工四个行业上涨，涨幅最高的化工行业为 2.80%，而跌幅最高的钢铁行业则下跌 7.87%。

今年以来，电气设备和钢铁、有色、化工等上游行业表现较好，家电、食品饮料、农林牧渔、非银金融、房地产表现较差。

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	3	1	3	1	国债	9	3	5	3	国债	-8	-23	-22	-26
国开债	5	4	-5	0	国开债	6	8	-3	0	国开债	-14	-16	-27	-35
AAA信用债	7	7	5	-	AAA信用债	9	7	6	-	AAA信用债	-33	-35	-29	-
AA+信用债	7	6	5	-	AA+信用债	11	8	3	-	AA+信用债	-42	-57	-55	-
AA信用债	8	7	5	-	AA信用债	8	12	6	-	AA信用债	-65	-32	-25	-
AA-信用债	7	9	5	-	AA-信用债	8	15	8	-	AA-信用债	-43	-12	-13	-

债券市场方面，到期收益率整体明显上行，其中信用债收益率上行幅度较利率债更高。

今年以来，债券市场利率整体呈下行走势，其中信用债下行幅度大于利率债，1-5年期信用债下行 12—65bp 不等。

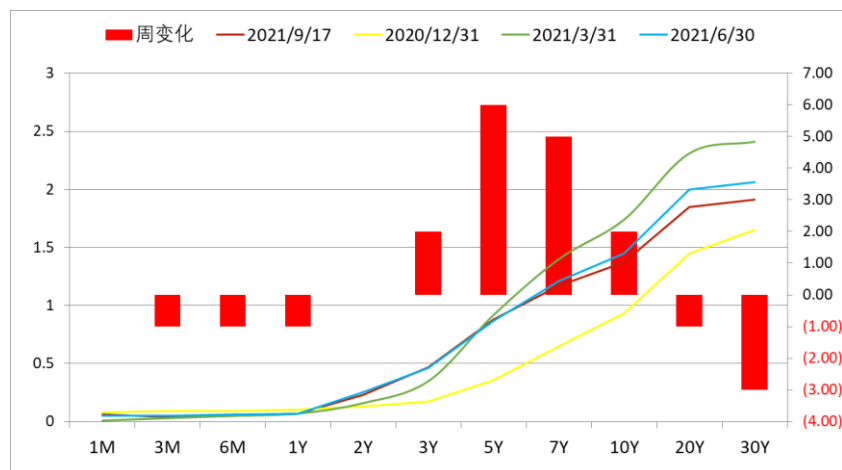
		上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
SP600.SPI	标普小盘600	0.33	-2.59	16.67
DJIG I	道琼斯工业指数	-0.07	-2.19	10.99
SP400.SPI	标普中盘400	-0.32	-2.73	14.26
IXC.G I	纳斯达克指数	-0.47	-1.41	14.16
SPX.G I	标普500	-0.57	-1.98	16.02

美股方面，主要指数除标普小盘 600 上涨 0.33%外全部下跌，标普 500 跌幅最高，下跌 0.57%。

今年以来，美股主要指数实现涨幅 10%--17%不等，其中标普小盘 600 涨 16.67%，涨幅靠前。

		上周以来涨跌幅
SP400.SPI	标普中盘400	-1.59
SPX.G I	标普500	-1.70
DJIG I	道琼斯工业指数	-1.78
SP600.SPI	标普小盘600	-1.95
IXC.G I	纳斯达克指数	-2.19

而本周一（9月20日）美股开盘后集体下挫，标普中盘 400 跌 1.59%幅度最低，纳斯达克指数跌 2.19%幅度最大。



上周美国国债到期收益率分化明显，短期及超长期国债收益率下行而中长期国债利率上行，其中5年期国债收益率上行幅度最高，上行6bp。

### 三、资产配置观点

指标	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	趋势
PMI	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	↘
社融存量:同比	13.00	13.30	12.30	11.70	11.00	11.00	10.70	10.30	↘
M2:同比	9.40	10.10	9.40	8.10	8.30	8.60	8.30	8.20	低位
社融-M2	3.60	3.20	2.90	3.60	2.70	2.40	2.40	2.10	↘
CPI:当月同比	-0.30	-0.20	0.40	0.90	1.30	1.10	1.00	0.80	↘
PPI:全部工业品:当月同比	0.30	1.70	4.40	6.80	9.00	8.80	9.00	9.50	↗

8月社融同比增速继续回落，M2同比增速维持低位，整体看工业企业在经济修复动能趋缓的背景下融资意愿下滑。CPI同比增速继续下降，PPI当月同比增速回升，PPI和CPI持续扩大的分化幅度反映出经济出现了较大的结构性分化，消费品价格小幅回落，工业品价格持续走高，上游行业盈利普遍较好，中下游企业承压明显。

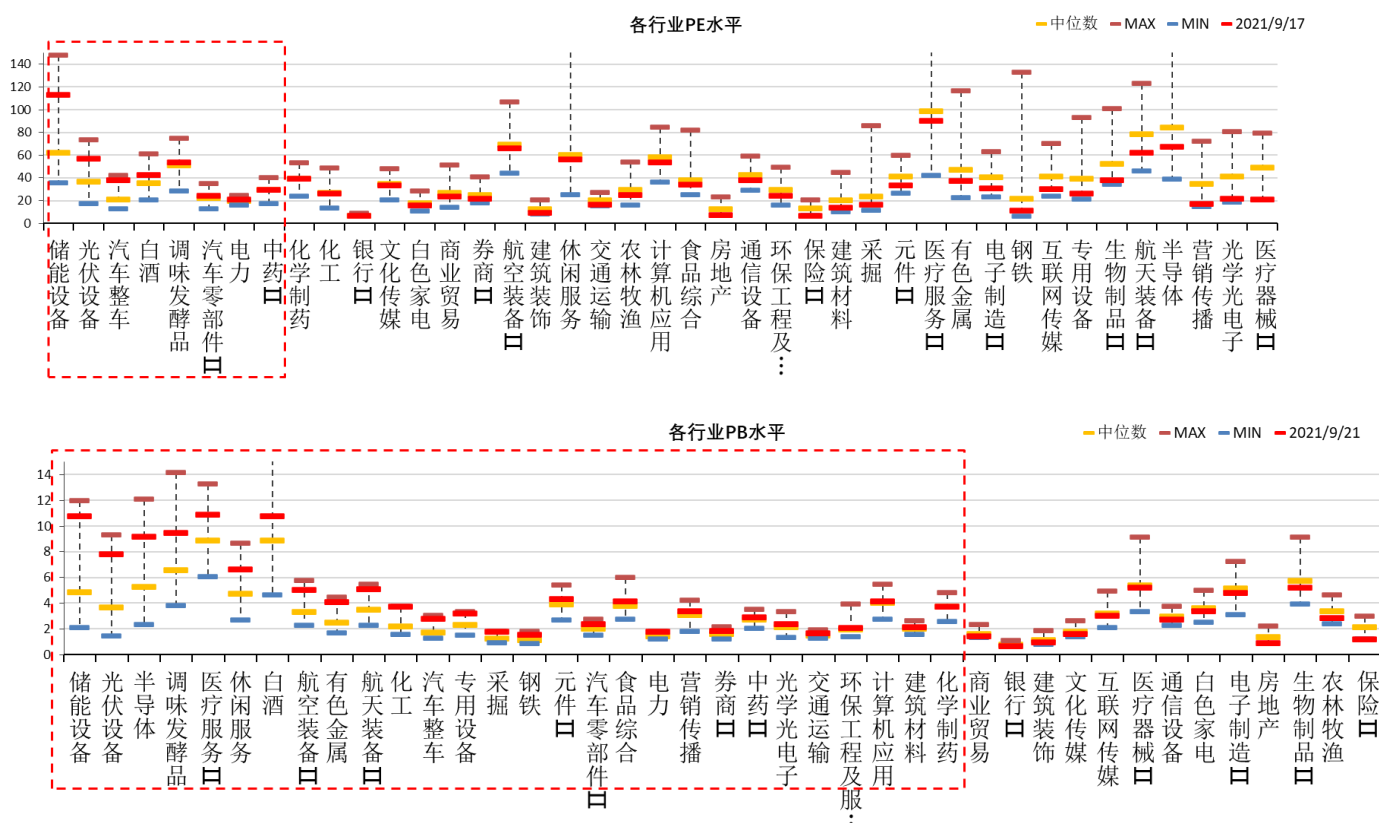
收益率	1年				3年				5年				10年			
	1年	3年	5年	10年	1年	3年	5年	10年	1年	3年	5年	10年	1年	3年	5年	10年
国债	2.39	2.58	2.72	2.87	0.25	0.16	0.16	0.13	0.15	0.14	0.10	0.10	0.12	0.14	0.14	-
国开债	2.41	2.82	2.99	3.18	0.15	0.14	0.10	0.10	0.11	0.13	0.13	-	0.11	0.24	0.17	-
AAA信用债	2.78	3.14	3.47	-	0.12	0.14	0.14	-	0.11	0.13	0.13	-	0.11	0.24	0.17	-
AA+信用债	2.90	3.32	3.66	-	0.11	0.13	0.13	-	0.11	0.13	0.13	-	0.11	0.24	0.17	-
AA信用债	3.11	3.95	4.36	-	0.11	0.24	0.17	-	0.11	0.24	0.17	-	0.11	0.24	0.17	-
AA-信用债	5.45	6.31	6.71	-	0.33	0.63	0.53	-	0.33	0.63	0.53	-	0.33	0.63	0.53	-

从5年分位水平看，债券收益率处于较低水平。市场普遍认为央行政策具有一定前瞻性，后续信用收缩态势将趋于缓和，目前看债券市场利率已经开始出现上行。

指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.75	9.68	1.37	6.11	0.56	0.52	0.79	0.61
沪深300	13.10	11.16	1.63	4.45	0.48	0.39	0.76	0.64
中小板指	31.77	23.30	4.32	-0.04	0.52	0.45	0.73	0.63
创业板指	55.62	36.27	8.00	-1.39	0.69	0.76	0.82	0.80
中证500	21.94	16.54	2.16	1.37	0.15	0.10	0.92	0.93
万得全A	19.43	15.36	2.04	1.96	0.50	0.40	0.91	0.61

利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/8/31	2021/9/17	趋势
上证50	2.56	16.34	17.99	18.57	↗
沪深300	7.68	20.33	21.00	21.14	—
中小板指	33.66	34.66	28.01	24.28	↘
创业板指	45.65	42.11	36.78	36.32	↘
中证500	2.30	47.95	54.07	56.40	↗
万得全A	11.91	29.27	33.34	33.38	↗

目前 A 股中报披露季已过,市场预期 2021 年全年上市公司利润增长上行趋势不再,近期 2021 年 A 股利润增长预期维持在 33.3%附近,中小板、创业板业绩增长预期已经开始下行。万得全 A 预测 PE15.36 倍,处于 40%分位水平,股权溢价率 1.96%,处于 61%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。



分行业看,少数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数,半数以上行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数,储能设备、光伏、白酒、调味品等行业估值较高。

综上,经济继续回落,货币适度宽松、财政下半年趋向宽松,整体看股票市场中性,有局部机会,受益于宽财政板块有望有所表现;债券市场中性,由于收益率处于较低水平开始震荡,但经济基本面还不支持收益率上行。股债中性配置,同时股票适度配置受益于宽财政政策板块资产,风格规避高估值因子,同时注意其他风格因子的平衡配置。

**风险提示：**本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。