

经济继续回落，关注结构性机会

一、重要信息点评

1. 近期恒大债务违约重组事件发酵引发海外投资者担忧，中秋期间港股、美股出现较大调整，我们认为房地产行业债务出清过程虽然会有局部冲击，难以引发系统性金融风险。恒大债务规模虽大，但非银敞口较小，系统性重要银行参与不多，流动性较高的资管产品参与较少，且因为市场对民营企业地产债务问题有所预期，监管部门在处置包商、海航、永煤事件中也积累了丰富的经验，恒大债务问题引发挤兑风险的概率较低。

2. 美联储公布 9 月 FOMC 会议结果，本次会议相比之前表述不同点在于认为经济和就业已经朝着目标取得实质性进展，如果进展继续符合预期，可能很快就会开始实施 Taper，同时大幅下调经济预期，会议维持基准利率及每月购债规模不变，基本符合市场预期。鉴于美国 9 月 6 日刚刚结束疫情期间的救济金补助，美联储仍需用 1-2 期非农数据证明中低收入群体已有序回归就业市场。本次会议公布的点阵图显示有一半官员认为明年或将加息，但鉴于明年开始的中期大选对货币政策宽松的政治诉求，预计 2023 年开始加息可能性更高，目前市场对加息风险的反应并不强烈，市场对 Taper 预期较为充分。目前市场最大变量是债务上限的解决情况。随着国会夏季休会期的结束，美国民主党把控的众议院于 9 月 21 日通过了一项旨在通过临时拨款以维持联邦政府正常运行到 12 月 3 日并暂停债务上限机制至 12 月 16 日的持续决议，一定程度上缓解了市场紧张情绪，但预计该法案会受到参议院阻挠。本次美国政府债务上限提高大概率要与新财年财政计划绑定，预计最早 10 月解决，若两党谈判陷入僵局叠加美国经济回落，同时疫情降温推升无风险利率，美股将面临较大风险。现阶段美国在不加大货币宽松力度的同时有保障政府债发行量的需求以及缓解内部高通胀压力的需求，这将促使美

国积极改善与中国贸易关系，调降关税可能会成为打压通胀预期方案之一，中美关系或将迎来一段缓和期，市场外部环境趋于稳定。

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
偏股混合型基金指	-0.61	-1.65	6.38
上证50	-0.53	1.55	-13.61
万得全A	-0.37	0.56	6.07
中证500	-0.21	1.72	15.91
沪深300	-0.13	0.91	-6.94
中小板指	0.10	-0.14	-0.84
创业板指	0.46	-0.20	8.14

上周 A 股主要宽基指数中仅中小板、创业板分别上涨 0.1%、0.46%，其他指数均下跌，其中上证 50 和万得全 A 跌幅靠前，分别下跌 0.53%、0.37%，偏股基金指数跌 0.61%。

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 15.91%和 8.14%，上证 50 和沪深 300 分别跌 13.61%和 6.94%，偏股基金指数涨 6.38%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市盈率指数	-1.45	2.69	-5.43
小盘指数	-0.52	1.50	20.27
绩优股指数	-0.47	3.53	-17.85
大盘指数	-0.18	0.89	-6.99
低市净率指数	-0.11	3.73	7.15
高市盈率指数	0.24	-1.36	14.62
高市净率指数	0.77	1.21	-0.15
茅指数	1.26	1.12	-8.84

上周高估值资产和茅指数表现较好，分别涨 0.24%和 0.77%，其他风格指数均下跌，其中低估值指数跌 1.45%，跌幅较大。

今年以来，小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅 20.27%、14.62%，绩优股和茅指数表现较差，分别跌 17.85%、8.84%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
化工	-5.11	有色金属	-11.18	家用电器	-25.56
有色金属	-3.76	综合	-7.92	非银金融	-18.15
钢铁	-3.16	汽车	-6.18	食品饮料	-17.13
建筑材料	-3.14	建筑材料	-4.88	农林牧渔	-17.13
银行	-3.06	钢铁	-4.55	传媒	-14.67
食品饮料	1.60	农林牧渔	5.26	电气设备	39.94
交通运输	1.85	医药生物	5.41	化工	47.17
国防军工	3.34	食品饮料	6.52	有色金属	50.20
房地产	3.43	交通运输	7.36	采掘	61.81
公用事业	5.32	公用事业	16.17	钢铁	63.12

行业上，此前表现较好的化工、有色、钢铁、建筑材料等行业跌幅靠前，分别下跌5.11%、3.76%、3.16%、3.14%。食品饮料、交运、军工、地产和公用事业表现较好，分别上涨1.60%、1.85%、3.34%、3.43%、5.32%。

今年以来，仍然是电气设备和钢铁、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、传媒行业表现较差。

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	-2	-4	-1	-1	国债	7	-1	4	3	国债	-9	-27	-23	-27
国开债	-1	-2	0	0	国开债	6	5	-3	-1	国开债	-14	-18	-28	-35
AAA信用债	3	-1	1	-	AAA信用债	13	5	7	-	AAA信用债	-30	-36	-28	-
AA+信用债	2	1	2	-	AA+信用债	14	8	5	-	AA+信用债	-40	-56	-53	-
AA信用债	4	1	2	-	AA信用债	13	12	8	-	AA信用债	-61	-31	-23	-
AA-信用债	4	-1	2	-	AA-信用债	13	13	10	-	AA-信用债	-39	-13	-11	-

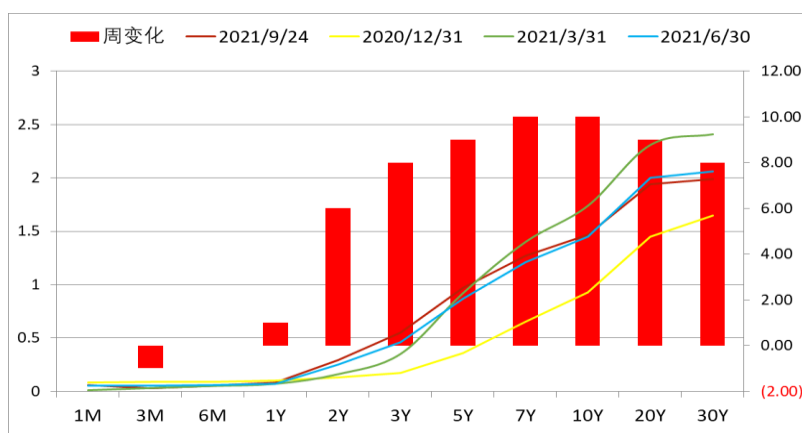
债券市场方面，上周公开市场操作略显宽松，利率债到期收益率小幅下行。

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11—60bp不等。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	0.02	-1.39	16.75
标普500	0.51	-1.49	18.62
道琼斯工业指数	0.62	-1.59	13.69
标普中盘400	0.80	-1.95	17.03
标普小盘600	1.01	-1.61	20.18

美股方面，主要指数全面上涨，标普小盘600、标普中盘400涨幅较高，分别上涨1.01%、0.80%。

今年以来, 美股主要指数实现涨幅 14%--20%不等, 其中标普小盘 600 涨 20.18%, 涨幅靠前。



上周美国国债到期收益率除 3 个月国债下行 1bp 以外, 各期限国债利率均上行, 7 年期和 10 年期国债收益率上行幅度最高, 上周上行 10bp。

三、资产配置观点

指标	2021/8/20	2021/8/27	2021/9/10	2021/9/17	2021/9/24	趋势
高炉开工率:全国	57.18	57.32	56.49	55.66	54.14	↘
	2021/8/10	2021/8/20	2021/8/31	2021/9/10	2021/9/20	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	204.39	213.79	205.27	204.49	199.13	↘
	2021/8/22	2021/8/31	2021/9/5	2021/9/12	2021/9/21	
当周日均销量:乘用车:厂家批发	36,453.00	89,641.00	26,339.00	30,265.00	39,745.00	↘
当周日均销量:乘用车:厂家零售	37,574.00	78,897.00	29,491.00	35,961.00	42,708.00	↘

8 月宏观经济数据中仅制造业投资完成额 (两年平均) 小幅上升 2bp, 其他投资、消费数据继续回落, 近期经济高频数据中高炉开工率、粗钢产量、汽车销量剔除季节性因素后均呈下行趋势, 显示出工业企业生产经营继续承压。

收益率	收益率5年分位数			
	1年	3年	5年	10年
国债	2.38	2.54	2.72	2.87
国开债	2.42	2.80	2.99	3.18
AAA信用债	2.81	3.12	3.47	-
AA+信用债	2.92	3.32	3.67	-
AA信用债	3.15	3.95	4.37	-
AA-信用债	5.49	6.29	6.72	-

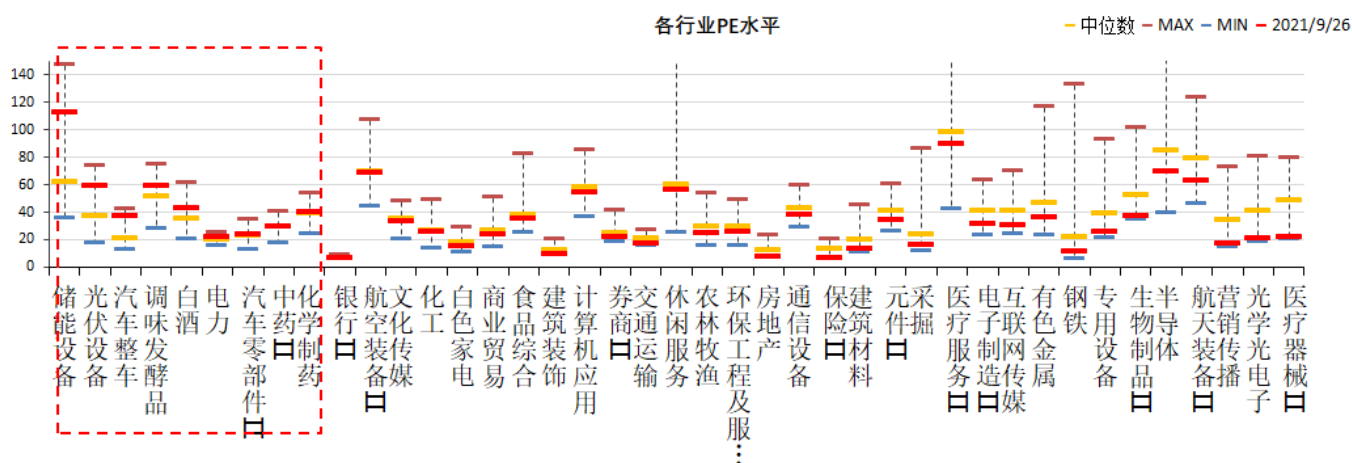
从 5 年分位水平看, 债券收益率处于较低水平。短期来看, 受经济持续下滑和恒大债务问题影响, 货币宽松较为必要, 债券市场利率短期下行; 长期来看, 市场普遍认为

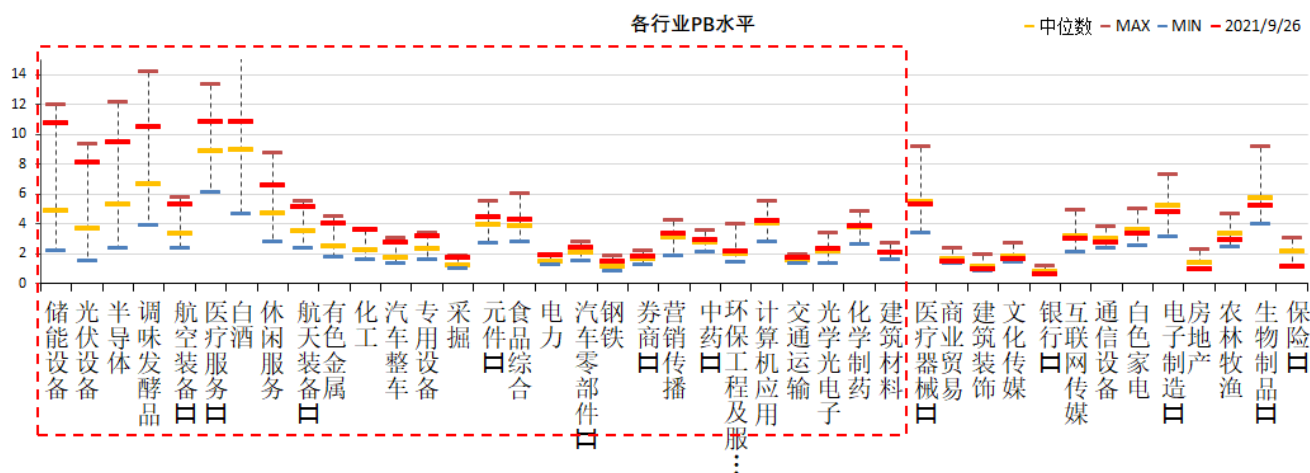
央行政策具有一定前瞻性，后续信用收缩态势将趋于缓和，目前看债券市场利率下行趋势已放缓。

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	10.70	9.62	1.36	6.16	0.54	0.50	0.79	0.62
沪深300	13.07	11.12	1.63	4.47	0.47	0.38	0.69	0.65
中小板指	31.76	23.30	4.32	-0.03	0.52	0.45	0.74	0.63
创业板指	56.06	36.54	8.06	-1.40	0.70	0.77	0.89	0.79
中证500	21.90	16.46	2.15	1.38	0.15	0.09	0.61	0.93
万得全A	19.38	15.30	2.04	1.98	0.49	0.39	0.72	0.61

利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/8/31	2021/9/24	趋势
上证50	2.56	16.34	17.99	18.82	↗
沪深300	7.68	20.33	21.00	21.27	—
中小板指	33.66	34.66	28.01	24.23	↘
创业板指	45.65	42.11	36.78	36.33	↘
中证500	2.30	47.95	54.07	56.84	↗
万得全A	11.91	29.27	33.34	33.51	—

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 33.5% 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 PE15.30 倍，处于 39% 分位水平，股权溢价率 1.98%，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、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，长期来看科技板块仍具投资价值，同时可关注低估值的金融板块；债券市场中性，目前收益率处于较低水平，但经济基本面还不支持收益率上行，短期如果货币环境继续宽松，债券市场吸引力将上升。股债中性配置，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。