

经济下行压力大，关注结构性机会

一、重要信息点评

1、9月中国制造业 PMI 为 49.6，环比下降 0.5 个百分点，自去年 2 月以来首次降到荣枯线以下，生产指数成最大拖累项，非制造业 PMI 录得 53.2%，较上月提升 5.7 个百分点，环比的改善与 8 月低基数有关，综合 PMI 录得 51.7%，较上月提升 2.8 个百分点，能耗双控对供给端的压制作用显现，而其作为当下碳中和政策重要抓手在年内发生方向性扭转的概率较低，制造业呈供需两弱格局，经济下行压力逐步加大。

2、近期吉林、辽宁、浙江、山东、广东等多地出现限电限产现象，一方面与澳煤进口受限、疫情使蒙煤进口效率降低叠加国内煤炭供给弹性偏低，供需错配导致煤炭价格高涨，而频繁异常天气导致水电供应不足边际上制约了电力的供应有关，另一方面与地方政府对上半年能源过度消耗的集中纠偏有关，能耗双控年底考核目标的突击完成或是导致地方政府限电的最主要原因，预计这一过程将在四季度延续。对国内经济来说，限产导致上游价格的上涨在需求偏弱的环境下难以向下游传导，下游企业利润受压制的局面在今年将延续，结构性通胀难以得到明显缓解，基本面大概率持续走弱，货币政策会针对小微企业持续边际放松。

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
中证500	-3.75	-2.09	11.57
万得全A	-1.58	-1.03	4.39
偏股混合型基金指	-0.76	-2.39	5.57
中小板指	-0.67	-0.81	-1.50
沪深300	0.35	1.26	-6.62
创业板指	1.15	0.95	9.39
上证50	1.65	3.23	-12.19

上周 A 股主要宽基指数中上证 50、创业板和沪深 300 分别上涨 1.65%、1.15%、0.35%，中证 500、万得全 A、和中小板指分别下跌 3.75%、1.58%、0.67%，偏股基金指数跌 0.76%。

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 11.57%和 9.39%，上证 50 和沪深 300 分别跌 12.19%和 6.62%，偏股基金指数涨 5.57%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
小盘指数	-4.73	-3.30	14.58
低市盈率指数	-2.58	0.03	-7.87
低市净率指数	-1.56	2.11	5.48
高市盈率指数	-1.28	-2.62	13.16
绩优股指数	-0.29	3.23	-18.09
大盘指数	0.99	1.88	-6.07
高市净率指数	2.13	3.86	1.97
茅指数	3.04	4.20	-6.07

上周茅指数、高估值资产和大盘指数表现较好，分别涨 3.04%、2.13%和 0.99%，其他风格指数均下跌，其中小盘指数跌 4.73%，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 14.58%、13.16%，绩优股和低估值资产表现较差，分别跌 18.09%、7.87%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
钢铁	-9.28	有色金属	-18.11	家用电器	-24.15
有色金属	-7.80	钢铁	-13.40	非银金融	-19.67
化工	-6.16	综合	-12.15	传媒	-17.48
国防军工	-6.05	国防军工	-10.27	农林牧渔	-13.85
建筑装饰	-5.10	汽车	-8.89	食品饮料	-12.49
银行	1.63	房地产	5.27	化工	38.10
家用电器	1.89	休闲服务	7.33	有色金属	38.48
休闲服务	3.25	农林牧渔	9.43	电气设备	40.11
农林牧渔	3.95	食品饮料	12.49	钢铁	47.99
食品饮料	5.60	公用事业	15.89	采掘	60.24

行业上，此前表现较好的钢铁、有色、化工、军工、建筑材料等行业跌幅靠前，分别下跌 9.28%、7.80%、6.16%、6.05%和 5.10%。食品饮料、农林牧渔、休闲服务、家电、和银行表现较好，分别上涨 5.60%、3.95%、3.25%、1.89%、1.63%。

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	-5	-3	-1	1	国债	2	-4	3	3	国债	-14	-31	-24	-27
国开债	-2	-3	0	2	国开债	3	3	-3	1	国开债	-16	-21	-28	-34
AAA信用债	1	3	3	-	AAA信用债	14	9	10	-	AAA信用债	-29	-33	-25	-
AA+信用债	2	1	1	-	AA+信用债	16	10	6	-	AA+信用债	-38	-55	-52	-
AA信用债	-1	3	3	-	AA信用债	12	16	11	-	AA信用债	-62	-28	-20	-
AA-信用债	-1	3	3	-	AA-信用债	12	17	13	-	AA-信用债	-40	-10	-8	-

债券市场方面，近期经济下行压力持续加大，资金面边际宽松，上周利率债到期收益率继续小幅下行。

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	-3.20	0.82	13.02
标普500	-2.21	1.15	16.00
道琼斯工业指数	-1.36	1.43	12.15
标普中盘400	-0.58	1.63	16.35
标普小盘600	0.94	1.93	21.31

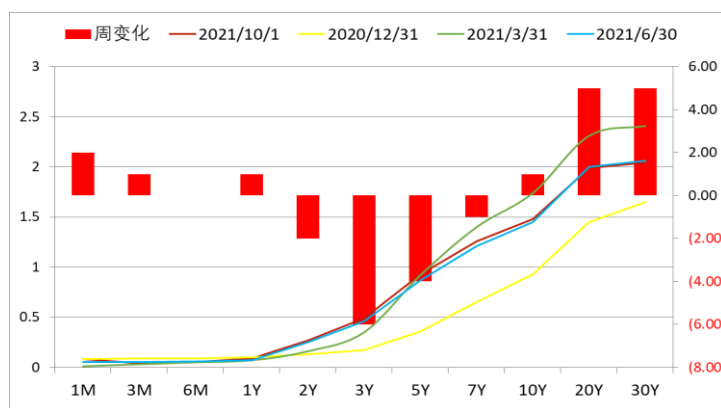
美股方面，上周仅标普小盘600上涨0.94%，其他指数均不同程度下跌，其中纳斯达克指数跌3.20%，跌幅靠前。

今年以来，美股主要指数实现涨幅12%--21%不等，其中标普小盘600涨21.31%，涨幅靠前。

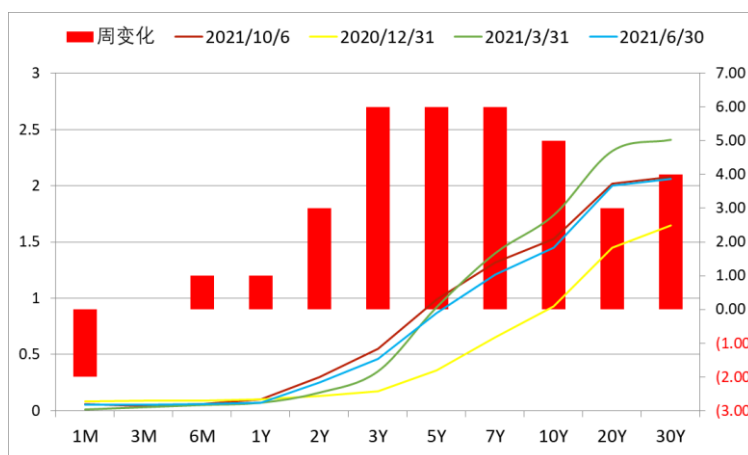
	本周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	-0.87	1.04	20.26
标普中盘400	-0.61	1.01	15.64
纳斯达克指数	-0.44	0.37	12.52
标普500	0.15	1.30	16.17
道琼斯工业指数	0.26	1.69	12.45

注：数据统计截止到10月6日，本月以来统计10月涨跌幅

本周（10月4日—10月6日）美股主要指数中标普500和道琼斯工业指数分别上涨0.15%和0.26%，标普小盘600、标普中盘400和纳斯达克指数分别下跌0.87%、0.61%、0.44%



上周美国国债到期收益率除超长期国债上行5bp外，主要期限国债到期收益率下行，其中3年期国债到期收益率下行6bp，下行幅度较高。



本周（10月4日-10月6日）美国国债到期收益率普遍上行，3年期-7年期等中长期期限国债收益率上行6bp，上行幅度较高。

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	↘
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	204.39	213.79	205.27	204.49	199.13	↘
当周日均销量:乘用车:厂家批发	89,641.00	26,339.00	30,265.00	39,745.00	59,730.00	↘
当周日均销量:乘用车:厂家零售	78,897.00	29,491.00	35,961.00	42,708.00	61,284.00	↘

9月中国制造业 PMI 为 49.6，环比下降 0.5 个百分点，自去年 2 月以来首次降到荣枯线以下，经济下行压力逐步加大，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，显示出能耗双控背景下制造业呈供需两弱的格局。

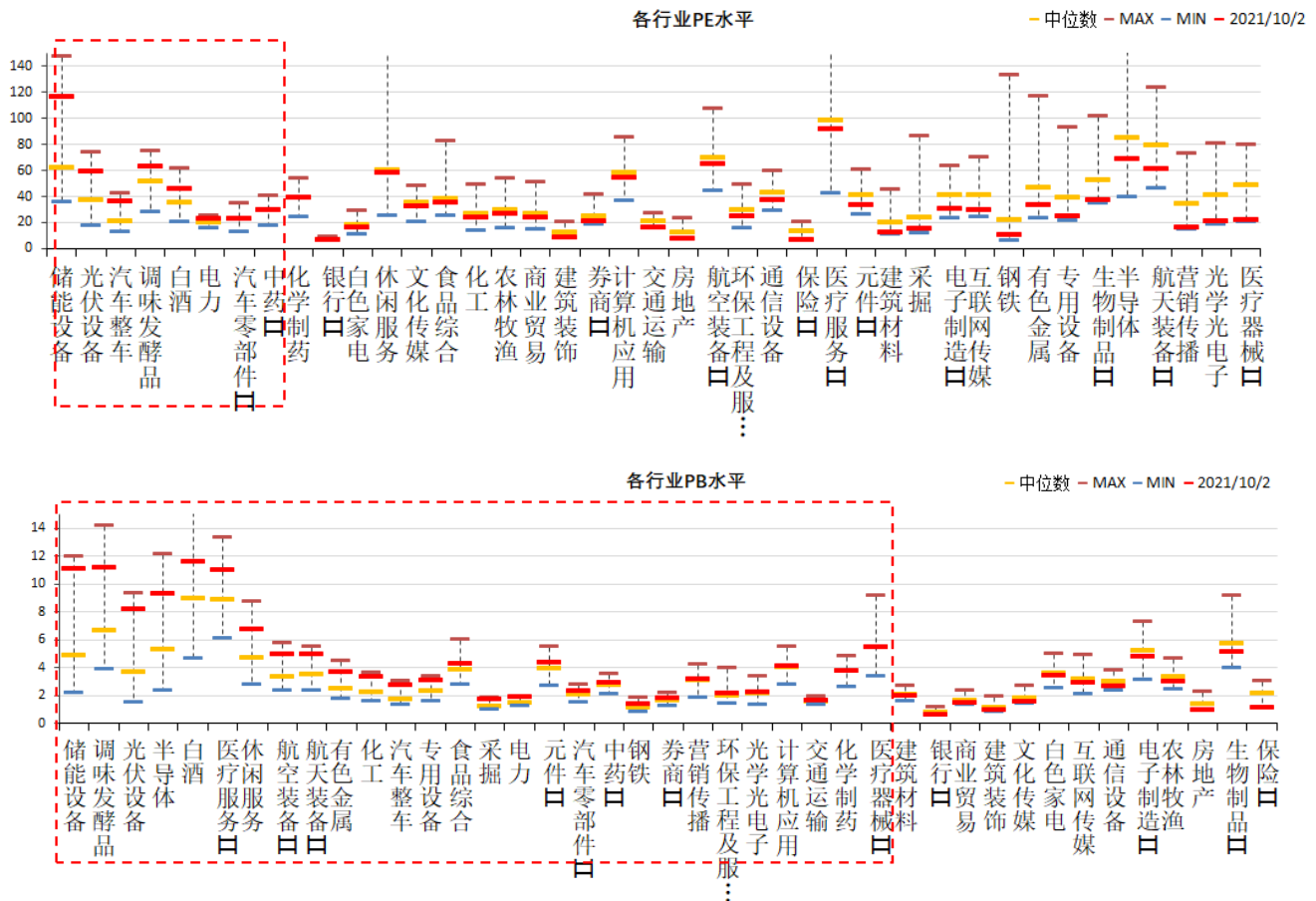
收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	2.33	2.51	2.71	2.88	国债	0.20	0.12	0.15	0.13
国开债	2.40	2.77	2.99	3.20	国开债	0.14	0.12	0.10	0.11
AAA信用债	2.83	3.16	3.50	-	AAA信用债	0.14	0.14	0.14	-
AA+信用债	2.94	3.34	3.68	-	AA+信用债	0.12	0.14	0.13	-
AA信用债	3.14	3.99	4.40	-	AA信用债	0.12	0.28	0.18	-
AA-信用债	5.48	6.33	6.75	-	AA-信用债	0.36	0.63	0.56	-

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；中长期来看，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，债券市场利率未来下行趋势将放缓。

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	10.85	9.71	1.38	6.02	0.58	0.53	0.83	0.60
沪深300	13.10	11.14	1.63	4.44	0.47	0.37	0.69	0.63
中小板指	31.57	23.18	4.29	-0.03	0.51	0.45	0.69	0.63
创业板指	56.73	36.94	8.15	-1.43	0.71	0.78	0.89	0.76
中证500	21.01	15.89	2.07	1.56	0.11	0.09	0.49	0.95
万得全A	19.11	15.08	2.01	2.03	0.46	0.38	0.64	0.62

利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/24	2021/10/1	趋势
上证50	2.56	16.34	18.82	19.48	↗
沪深300	7.68	20.33	21.27	21.33	—
中小板指	33.66	34.66	24.23	24.04	↘
创业板指	45.65	42.11	36.33	36.42	—
中证500	2.30	47.95	56.84	57.81	—
万得全A	11.91	29.27	33.51	33.67	—

目前市场预期 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 33.6%附近，创业板业绩增长预期已经开始下行。万得全 A 预测 PE15.08 倍，处于 38%分位水平，股权溢价率 2.03%，处于 62%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，经济基本面持续走弱，货币政策会针对小微企业持续边际放松、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，能耗双控背景下可关注清洁能源领域、可解决新能源发电稳定性问题的配套电力设施及储能设备领域、位于能耗强度达标的地区且受益于产品涨价的企业以及受外资影响更小的专精特新小巨人；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。