

经济延续下行趋势，维持股债中性配置

一、重要信息点评

1、近期央行公开市场操作连续净投放，本周累计净投放 6800 亿，总体高于市场预期，银行间流动性相对充裕。尽管短期资金投放本周对债市形成支撑，但本月并未有中长期资金投放，周五国债期货冲高回落显示出市场博弈非常激烈，已经有部分资金开始防御下周 8000 亿逆回购到期情况下央行的月初净回笼操作。随着短期资金面利好逐渐兑现，资金面对债市作用会逐渐转向中性，市场焦点仍会回归基本面。

2、经济通胀压力逐步展现，原料涨价开始向下游传导，深圳、广州、上海、温州等地区交通运输行业协会上调运价，10 月中旬生猪价格环比上涨 21.9%，无烟煤价格环比上涨 34.4%，部分地区的蔬菜受气候影响价格上涨，同时可见部分消费品龙头涨价，通胀压力在耐用品上已有体现，未来可能进一步向日用品等扩散。尽管目前从母猪存栏量来看，生猪供给出清节奏并不快，猪周期拐点还未到来，但随着食品项对 CPI 的拖累明显减少，CPI 通胀中枢或有所抬升。

3、近期房地产和碳中和政策密集出台，部分政策短期内出现边际放松，部分地区房贷的放款速度已经加快，局部地区房贷利率有所下调，房企信贷环境预期得到一定改善，同时全国人大常委会决定授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。这些微调是政府跨周期调节的体现，而政策的趋势转折尚未出现。钢铁、有色、化工等行业开工率依旧维持低位，能耗双控政策在这些行业的执行仍然坚决。在此背景下，经济延续下行趋势的概率较高，但下行的斜率相比三季度或会放缓。

4、中国 1-9 月全国规模以上工业企业利润两年复合增速 18.8%，较 1-8 月复合增速略有回落，其中 9 月份利润两年复合增速 13.2%，增速较 8 月下滑了 1.3 个百分点。工业企业利润增速趋势性下行，呈量缩价升特点。从细分行业两年复合利润增速来看，上游行业利润累计增速依旧领先，中下游行业利润累计增速环比 8 月相对改善，但随着 10 月保供稳价政策的密集出台，未来上游原材料价格大概率呈回落态势，预计此后上游行业利润增速将有所回落，随着涨价向中下游的普遍传导为利润结构的逆转提供基础，中下游制造业盈利能力将得到改善。

5、10月28日拜登宣布1.75万亿美元的水肿版社会支出基建计划，较之前宣称的3.5万亿规模缩水50%。融资方面要求对收入前万分之二的人增税、对大型公司征收最低公司税率15%、对股票回购收取1%的附加费以及对总部设在非合规国家的外国公司施加惩罚税等措施，阻止盈利公司的避税。尽管此前拜登表示了对基建计划成功通过国会的信心，也获得了温和派共和党人的支持，但众议院自由派领袖 Jayapal 表示反对，投票流程被递延至下周，基建计划仍存变数。

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
上证50	-1.53	2.20	-10.26
沪深300	-1.03	0.87	-5.81
万得全A	-0.52	0.34	4.75
中证500	-0.05	-1.14	10.29
偏股混合型基金指数	0.82	1.83	7.50
中小板指	1.88	3.81	2.25
创业板指	2.00	3.27	12.96

上周A股主要宽基指数分化明显，创业板指单周上涨2.00%，涨幅最高，而上证50则下跌1.53%，跌幅最大。偏股基金指数涨0.82%。

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10.29%和12.96%，上证50和沪深300分别跌10.26%和5.81%，偏股基金指数涨7.50%。

	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	-4.12	-3.89	-11.45
低市净率指数	-2.87	-3.96	1.30
绩优股指数	-1.34	-0.85	-18.79
大盘指数	-0.91	1.66	-4.51
小盘指数	-0.68	-0.99	13.45
茅指数	-0.25	2.18	-4.02
高市净率指数	0.92	2.82	4.84
高市盈率指数	2.01	5.34	19.20

上周A股各风格指数除高PE及高PB指数分别上涨2.01%及0.92%外，其余风格指数均呈不同幅度的下跌，其中低PE指数下跌4.12%，跌幅最大。

今年以来，小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅13.45%、19.20%，绩优股和低PE指数表现较差，分别跌18.79%、11.45%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
房地产	-8.10	采掘	-13.37	家用电器	-24.66
采掘	-6.96	钢铁	-11.68	非银金融	-21.46
建筑材料	-6.09	房地产	-8.89	房地产	-19.18
家用电器	-5.43	公用事业	-7.82	传媒	-16.85
非银金融	-4.07	医药生物	-4.09	农林牧渔	-11.53
汽车	1.08	休闲服务	3.28	钢铁	30.70
公用事业	2.29	银行	3.85	化工	37.60
国防军工	2.45	国防军工	4.06	有色金属	37.62
综合	3.03	汽车	9.90	采掘	38.81
电气设备	7.05	电气设备	11.70	电气设备	56.50

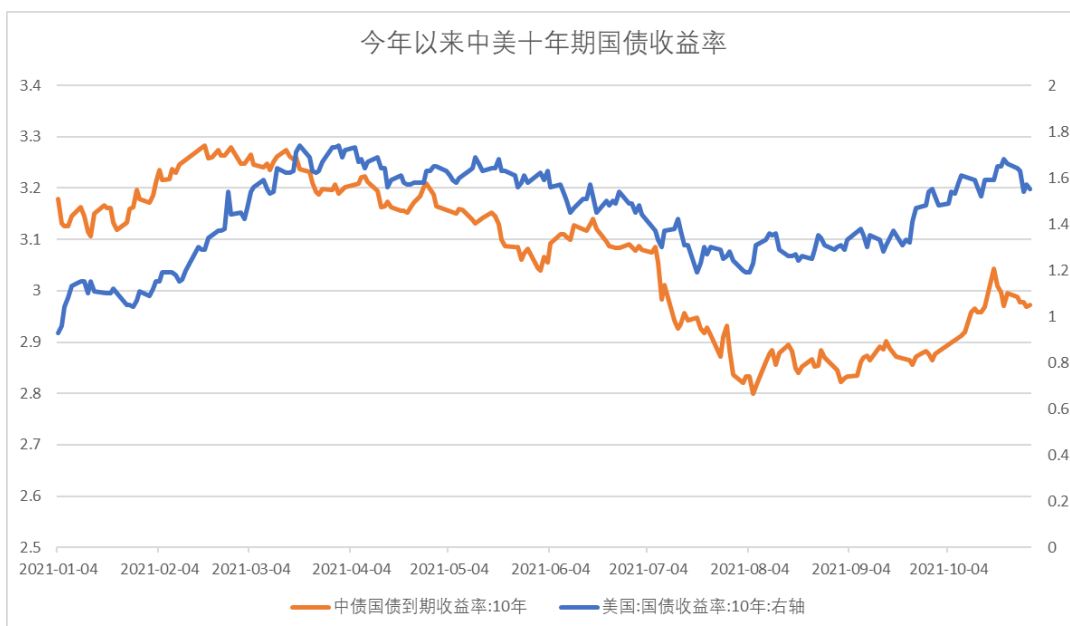
行业上，上周申万 28 行业中，房地产行业由于房地产税引发了一定的利空情绪，下跌 8.10%，同时也带动与地产相关的建筑材料及家用电器行业分别下跌 6.09%及 5.43%。除此以外，前期受益于煤炭价格大幅上涨的采掘行业也在一系列稳定煤炭价格的政策出台后出现了 6.09%的大幅下跌。今年以来持续表现较差的非银金融同样下跌 4.07%，跌幅居前。

另一方面，申万电气设备指数周内大涨 7.05%，周五收于 13269.23 点，创历史新高。电气设备代表的新能源行业维持着较高的热度与涨幅。公用事业行业受益于成本，即煤炭价格，的边际改善以及电价浮动范围加大的影响，上周上涨 2.29%。此外，综合、国防军工，及汽车行业分别上涨 3.03%，2.45%，及 1.08%，涨幅居前。

今年以来，电气设备和采掘、有色、化工、钢铁等上游行业表现较好，家电、非银金融、房地产、传媒、农林牧渔行业表现较差。

上周以来利率变动	1年				3年				5年				10年			
	1年	3年	5年	10年	1年	3年	5年	10年	1年	3年	5年	10年	1年	3年	5年	10年
国债	-4	3	-1	-2	国债	-2	17	13	10	国债	-16	-13	-11	-17		
国开债	0	-6	-2	-3	国开债	7	13	13	10	国开债	-9	-9	-14	-24		
AAA信用债	-5	-8	-9	-	AAA信用债	-5	4	-1	-	AAA信用债	-34	-29	-26	-		
AA+信用债	-7	-8	-7	-	AA+信用债	-4	2	-1	-	AA+信用债	-42	-53	-53	-		
AA信用债	-7	-11	-8	-	AA信用债	-5	3	1	-	AA信用债	-67	-25	-19	-		
AA-信用债	-7	-11	-9	-	AA-信用债	-5	3	-1	-	AA-信用债	-45	-7	-9	-		

债券市场方面，受到上周央行流动性投放的影响，债券到期收益率除 1 年国开债保持稳定及 3 年国债小幅上行 3BP 外整体下行 1-11BP，其中信用债收益率下行幅度较利率债更高。值得注意的是本月以来受通胀预期影响，债券收益率整体走高，但在流动性边际放松以及美债收益率下行的影响下本周国内债券收益率呈现出了一定的回落。

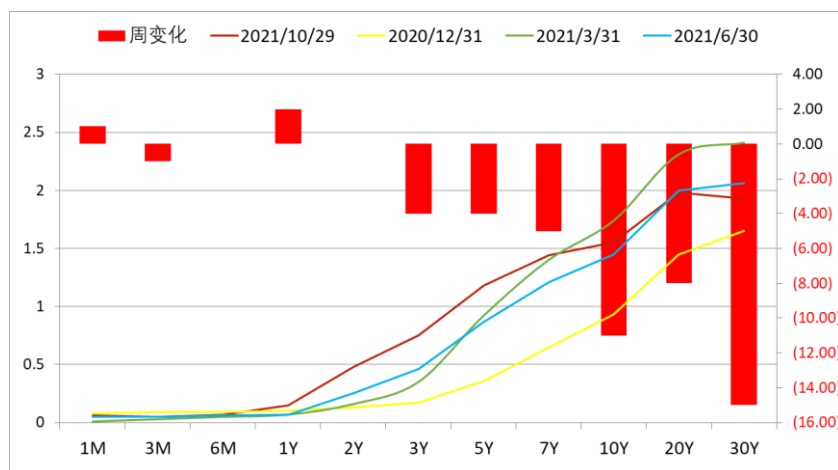


今年以来，债券市场利率整体呈下行走势，其中信用债下行幅度大于利率债，1-5 年期信用债下行 7—67bp 不等。

		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	-0.34	3.36	23.02
SP400.SPI	标普中盘400	-0.10	5.82	21.13
DJIG I	道琼斯工业指数	0.40	5.84	17.03
SPX.G I	标普500	1.33	6.91	22.61
IXX.G I	纳斯达克指数	2.71	7.27	20.25

美股方面，由于拜登加税计划面临大幅削减的同时仍然迟迟未能落地，美股主要指数中除 SP400 及 SP600 小幅下跌 0.10 及 0.34 外均上涨。其中标普 500 指数及纳斯达克指数分别上涨 1.33% 及 2.81%，均创历史新高。

今年以来，美股主要指数实现涨幅 17%—24% 不等，其中标普 600 涨 23.02%，涨幅靠前。



上周美国国债到期收益率除 1 月及 2 年国债收益率分别小幅上行 1,2BP 外，其余期限国债收益率均维持稳定或出现一定程度的下行，30 年美债收益率下行幅度最大，达 15BP，或一定程度上反应了美国经济下行的压力。

三、资产配置观点

指标	2021/9/30	2021/10/8	2021/10/15	2021/10/22	2021/10/29	趋势
高炉开工率:全国	52.07	54.14	54.01	53.18	52.07	↘
	2021/9/10	2021/9/20	2021/9/30	2021/10/10	2021/10/20	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	204.49	199.13	176.88	187.32	187.47	低位
	2021/9/25	2021/9/30	2021/10/10	2021/10/17	2021/10/24	
当周日均销量:乘用车:厂家批发	59,730.00	139,824.00	23,682.00	50,891.00	54,707.00	一一
当周日均销量:乘用车:厂家零售	61,284.00	112,686.00	35,347.00	45,654.00	52,419.00	一一

9 月经济数据显示经济延续下行趋势，在地产政策未实际放松以及能耗双控未见放松的情况下，10 月经济数据大概率仍将延续下行。经济高频数据也验证了此观点，高炉开工率持续下降，粗钢产量维持低位，乘用车销量与过去两年持平，但 10 月专项债发行明显加速，社融增速有望筑底回升，预计明年一季度季度经济或会逐步企稳。

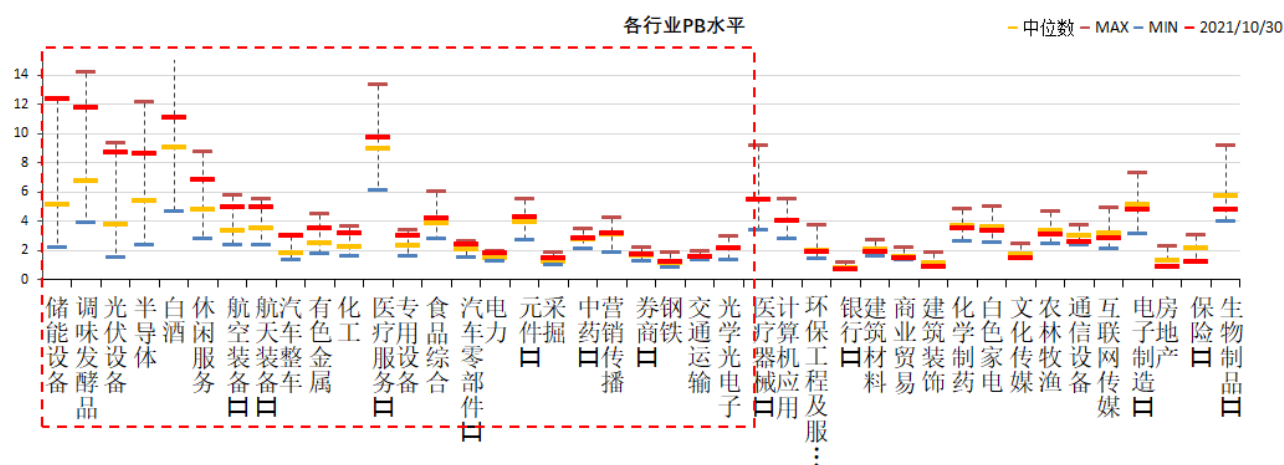
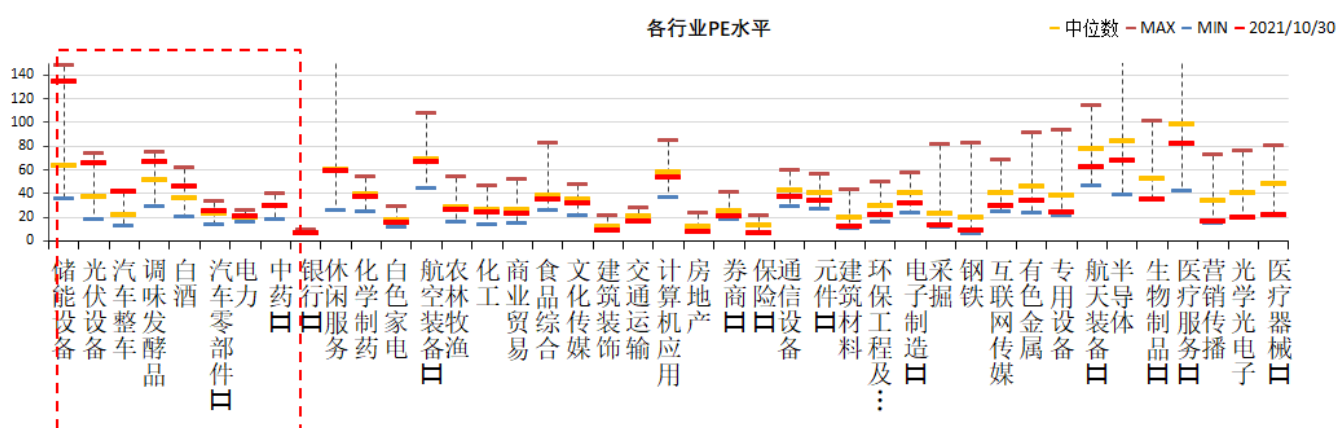
收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	2.31	2.69	2.84	2.97	国债	0.17	0.20	0.18	0.17
国开债	2.47	2.90	3.12	3.29	国开债	0.17	0.14	0.15	0.14
AAA信用债	2.78	3.19	3.49	-	AAA信用债	0.12	0.14	0.13	-
AA+信用债	2.90	3.35	3.67	-	AA+信用债	0.11	0.13	0.11	-
AA信用债	3.09	4.01	4.41	-	AA信用债	0.09	0.29	0.18	-
AA-信用债	5.43	6.35	6.74	-	AA-信用债	0.29	0.63	0.53	-

从 5 年分位水平看，债券收益率处于较低水平。目前经济数据继续下行和央行的持续投放流动性利好债市，但通胀已经由上游逐步向下游传导，通胀预期未见明显缓解，社融的快速下滑也正逐步接近尾声，债券市场未来大概率将维持窄幅震荡。

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	10.82	9.67	1.38	5.94	0.63	0.51	0.77	0.52
沪深300	13.10	11.09	1.61	4.34	0.52	0.39	0.64	0.58
中小板指	32.97	24.09	4.30	-0.27	0.72	0.61	0.74	0.54
创业板指	61.86	38.09	7.96	-1.68	0.88	0.83	0.88	0.47
中证500	19.82	15.51	1.98	1.75	0.08	0.09	0.35	0.96
万得全A	18.81	14.95	1.96	2.02	0.46	0.38	0.56	0.60

利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/10/29	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	19.48	一一
沪深300	7.68	20.33	21.34	20.23	↘
中小板指	33.66	34.66	24.05	17.61	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	26.05	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	55.97	一一
万得全A	11.91	29.27	33.66	32.35	一一

目前市场预期 2021 年全年上市公司利润增长转为下行，近期 2021 年 A 股利润增长预期维持在 33%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 PE14.95 倍，处于 38%分位水平，股权溢价率 2.02%，处于 60%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。

四季度经济延续下行趋势概率较高，但专项债发行加速托底经济，经济下行的斜率相比三季度或会放缓，美联储 Taper 及通胀预期升温背景下四季度进一步

降准的可能性偏低，但在经济增速压力较大情况下，预计央行仍将维持流动性中性偏松，房地产市场资金挤出或会对市场形成增量资金，维持权益市场箱体震荡观点，后续房地产行业债务出清、经济增速触底及美联储 Taper 落定或会带动指数上行。目前经济数据继续下行和央行的持续投放流动性利好债市，但通胀已经由上游逐步向下游传导，通胀预期未见明显缓解，社融的快速下滑也正逐步接近尾声，债券市场未来大概率将维持窄幅震荡，10 年国债收益率在 3.1%附近会有配置型机会。综上，股债中性配置，股票市场建议可以上游逐渐降价下的清洁能源及配套设施机会及通胀预期下的消费和农业的修复型机会。优选估值性价比高和业绩确定性强的板块，债券类资产优选平台信用评估实力强，产品规模适中的信用债基金。

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。