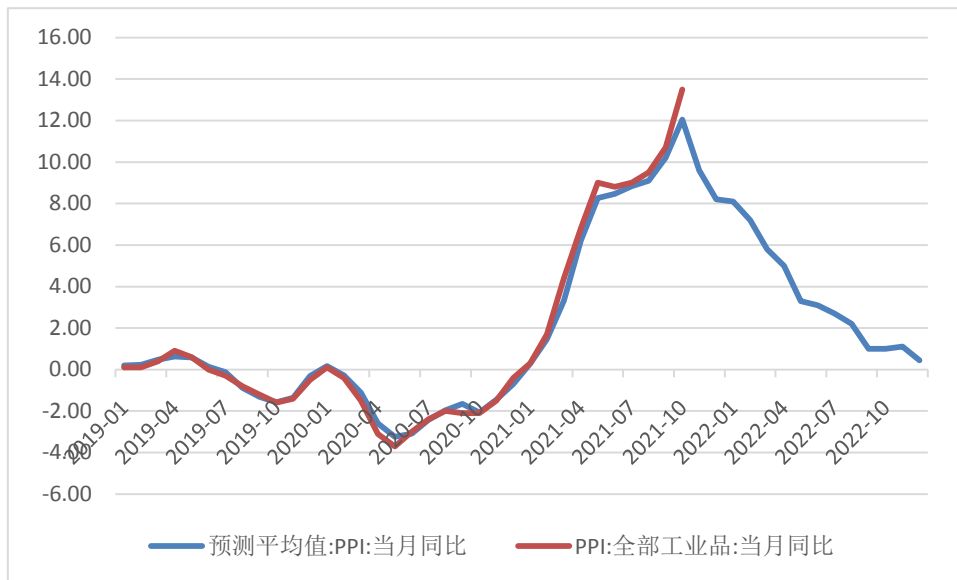


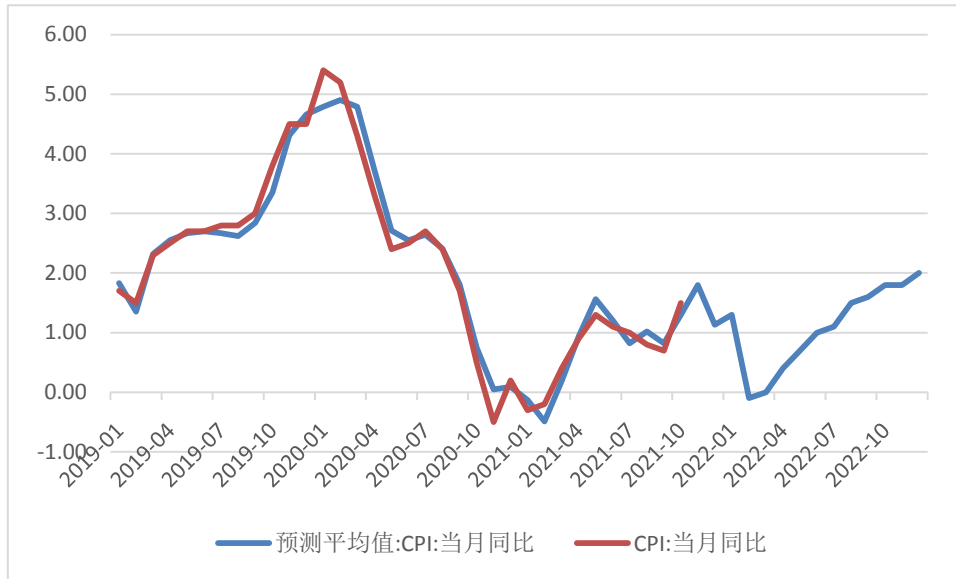
## 股票市场中性乐观，债券市场关注政策变化

### 一、重要信息点评

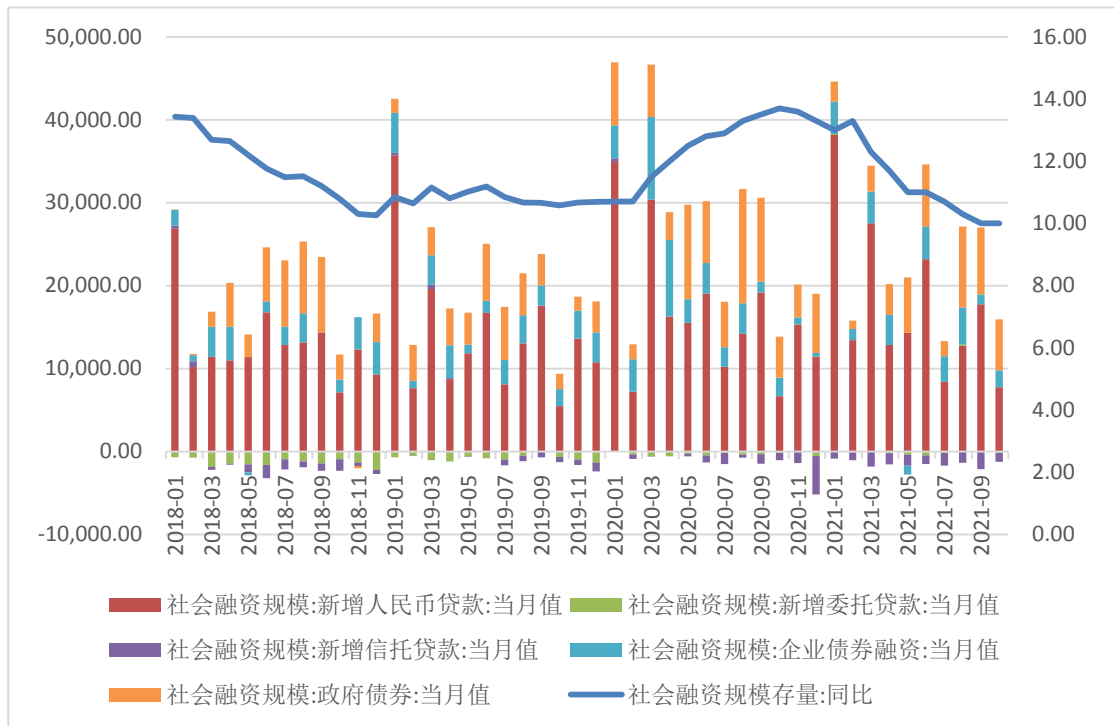
1、10月通胀数据发布，PPI和CPI略超预期，分化持续扩大。CPI同比1.5%，高于市场预期的1.3%，较上月涨幅扩大0.8个百分点。PPI同比13.5%，高于市场预期的12.0%，较上月涨幅扩大2.8个百分点。



CPI 上行的主要拉动因素为工业消费品价格，主因能源类产品价格上涨较多，同时食品项环比由上月下降 0.7%转为上涨 1.7%，长期看，食品项价格反弹是暂时的，蔬菜价格影响因素偏短期，从存栏量看猪肉价格也未见明确拐点，预计 11 月 CPI 在基数效应下将达到 2.5%左右，随后小幅回落。PPI 上行主要拉动因素为动力煤、原油等上游原材料价格。10 月 PPI 同比或已见顶，但同比下行速率预计偏慢，预计年底回落到 12%左右。



2、10月新增社融 1.59 万亿元，略高于市场预期，余额同比增速 10%，与 9 月持平，结束 11 个月的下滑，基本符合预期，地方债加速发行和信贷发力抵消了非标融资收缩的影响，社融底部或已出现，预计后续企稳回升。10 月新增信贷 8262 亿元，较去年同期多增 1364 亿元，高于市场预期，但信贷结构表现不佳。企业中长贷仍同比少增，票据冲量迹象依旧明显，信贷结构短期化显著，反映出房企开发贷并未明显放松且实体融资需求仍然偏弱，这点从 M1 达到 21 个月新低、剪刀差进一步走阔上也有印证。居民中长债显著改善，反映了 10 月以来按揭贷款投放加速的影响，地产政策的纠偏更多的在居民按揭贷款上体现，正常房贷需求将逐步得到满足。居民短贷延续 9 月修复态势，预计未来居民短贷和中长贷将对社融起到一定支撑作用。



3、本周央行推出碳减排支持工具，计划通过先贷后借的机制对金融机构发放的符合条件的碳减排贷款。该政策是一种低息、定向再贷款，相关领域实体获得的流动性增加，但先贷后借的模式意味着流动性较难在银行间沉淀，总体流动性依旧维持平衡状态，短期内银行未必能大规模投放，如果没有更进一步明确的额度约束，碳减排工具预计难以像棚改支持工具PSL一样推动总量信用的大幅扩张，预计碳减排支持工具效果上更偏向于定向的信用政策而难以有全面宽信用作用，对债市影响偏中性，对股市结构性利好。

4、11月9日，中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，部分央企建议监管部门对三条红线相关指标予以调整，有传闻称央行表示按揭和开发贷都要上量，短融及中票都有望向民营房企放开。此外，11月10日，央行首度公布数据显示10月个人住房贷款余额环比多增1013亿元，表明按揭放款加速。10月全国多地银行房贷利率出现下调迹象，放款速度有所提升。但另一方面，多地加强预售资金监管抵消了按揭带来的流动性，地产面临的监管仅仅依靠支持刚需、加快按揭贷款发放、提高按揭贷款额度等居民需求端政策难以改善的。在政策强度尚不明确且房地产税即将试点的背景下，尚不足以成为行业反转的导火索，后续融资端的边际性宽松政策或会逐步出台，对行业形成托底，政策强度仍需观察，

## 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	0.59	-1.43	-11.54
沪深300	0.95	-0.42	-6.20
中小板指	1.04	1.60	3.89
偏股混合型基金指数	2.19	0.93	8.50
万得全A	2.27	1.65	6.48
创业板指	2.31	2.37	15.64
中证500	2.36	1.91	12.40

上周 A 股市场整体收涨，主要指数延续了今年以来的走势，此前一直表现较好的中证 500 单周上涨 2.36%，涨幅最高；而上证 50 则仅上涨 0.59%，涨幅最小。偏股基金指数涨 2.19%。

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 12.40%和 15.64%，上证 50 和沪深 300 分别跌 11.54%和 6.20%，偏股基金指数涨 8.50%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	-1.96	-4.40	-22.36
茅指数	-0.46	-0.58	-4.58
高市净率指数	0.55	-0.31	4.32
大盘指数	0.73	-0.76	-5.24
低市盈率指数	1.63	-0.71	-12.08
低市净率指数	1.93	-0.77	0.53
高市盈率指数	2.70	1.80	21.34
小盘指数	3.73	3.62	17.55

上周 A 股各风格指数除绩优股指数及茅指数分别下跌 1.96%及 0.46%外，其余风格指数均呈不同幅度的上涨，其中小盘指数上涨 3.73%，涨幅最大。

今年以来，小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅 17.55%、21.34%，绩优股和低 PE 指数表现较差，分别跌 22.36%、12.08%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
食品饮料	-3.66	休闲服务	-9.79	家用电器	-22.48
采掘	-2.13	采掘	-7.13	非银金融	-19.62
商业贸易	0.17	钢铁	-4.56	房地产	-15.16
公用事业	0.30	公用事业	-3.87	休闲服务	-14.78
综合	0.61	食品饮料	-2.98	食品饮料	-13.58
有色金属	4.02	农林牧渔	6.25	钢铁	24.74
通信	4.86	传媒	6.49	采掘	28.91
建筑材料	5.07	电子	7.69	化工	33.79
国防军工	7.25	通信	9.05	有色金属	39.28
房地产	8.46	国防军工	10.45	电气设备	58.88

行业上，上周申万 28 行业中，食品饮料行业在今年经历了两轮较大幅度的回撤后开始随着消费品通胀预期以及稳消费政策预期企稳回升。但由于一方面消

费基本面并没有明显好转，另一方面行业企稳后部分股票出现了估值偏高的情况，因此本周出现了一定程度的回调，下跌 3.66%。此外，由于今年下半年以来伴随着煤炭价格上涨，采掘行业大幅上行，但后期在煤炭价格开始回落后也开始下行，本周下跌 2.13%，体现了浓重的预期博弈色彩。除上述两个行业外，其余行业均收涨。受到房地产边际放松预期的影响，建筑建材及房地产行业分别大幅上涨 5.07%，8.46%。而本月以来持续表现较好的国防军工及通讯行业以及今年以来表现较为强势的有色金属行业上周也涨幅居前，分别上涨 7.25%，4.86%及 4.02%，体现了一定的动量效应。

今年以来，电气设备和有色、化工、采掘、钢铁等上游行业表现较好，家电、非银金融、房地产、休闲服务、食品饮料行业表现较差。值得注意的一点是，上周之前表现最差的五个行业中并没有食品饮料行业，作为 2020 年表现最为抢眼的几个行业之一，食品饮料行业今年出现了较大幅度的波动，后续关注行业政策落地的情况以及行业基本面的拐点。

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	-1	3	4	5	国债	-3	-5	-7	-3	国债	-20	-18	-18	-20
国开债	0	5	2	3	国开债	-2	-6	-10	-10	国开债	-10	-14	-25	-34
AAA信用债	0	4	5	-	AAA信用债	0	-6	-5	-	AAA信用债	-34	-35	-32	-
AA+信用债	1	1	4	-	AA+信用债	0	-8	-6	-	AA+信用债	-42	-61	-59	-
AA信用债	0	2	5	-	AA信用债	1	-6	-3	-	AA信用债	-66	-31	-22	-
AA-信用债	0	2	5	-	AA-信用债	1	-6	-3	-	AA-信用债	-44	-13	-12	-

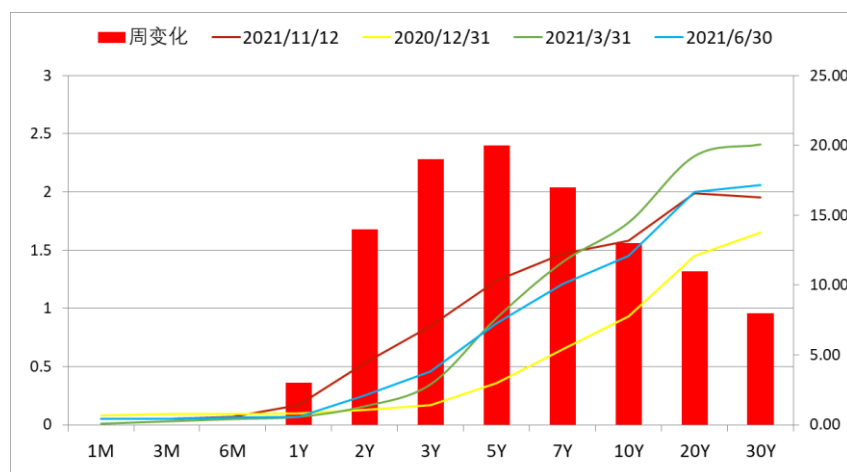
债券市场方面，债券到期收益率除 1 年期国债小幅下行 1BP 外，均小幅上行 5BP 以内，大部分 1 年期债券收益率无明显变化，反映出债券市场近期在经济基本面确定下行以及央行资金持续净投放的利多因素及通胀预期走高的利空因素影响下走出的震荡格局。从券种上看，利率债收益率上行幅度较信用债更高。

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—66bp 不等。

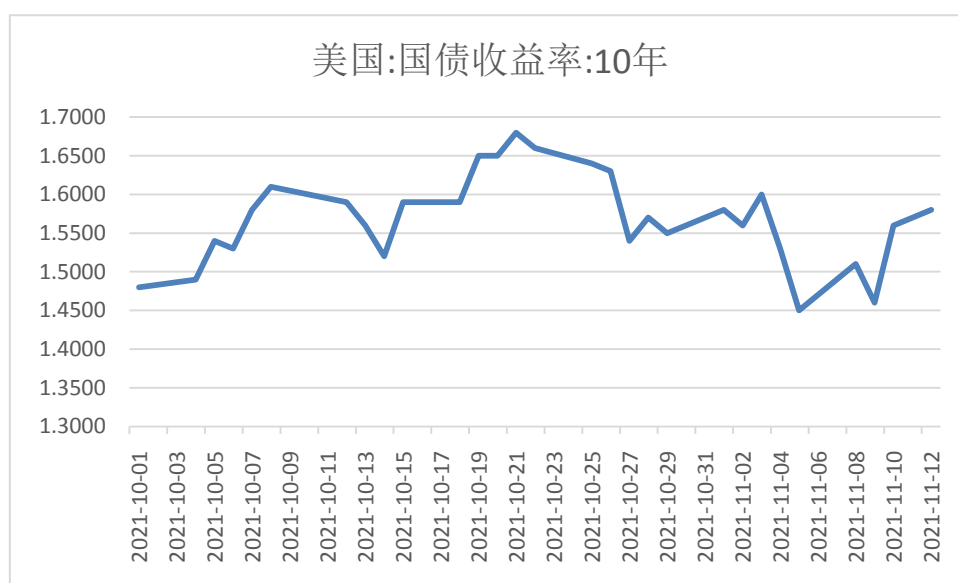
	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	-0.70	5.74	30.08
纳斯达克指数	-0.69	2.34	23.06
道琼斯工业指数	-0.63	0.78	17.95
标普500	-0.31	1.68	24.67
标普中盘400	-0.10	3.87	25.82

美股方面，在 11 月 5 日晚间众议院通过拜登 1.2 万亿基建法案后，虽然法案本身对于整体经济的影响并不大，但可能导致市场对下一步加税产生了一定的

预期，上周美股主要指数均小幅下跌。其中，标普中盘 400 跌 0.1%，跌幅最小，标普小盘 600 跌 0.7%，跌幅最大。而此前连创历史新高的纳斯达克指数及标普 500 指数也分别小幅下跌 0.69%及 0.31%。



债券方面，上周美国国债到期收益率走势整体呈上行，与我国债券市场显示出了一定的同步性。其中五年期国债大幅上行 20BP，幅度最大。10 年期美债收益率也在上周触底后出现了一定程度的反弹，上行 13BP。



### 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	2021-09	2021-10	趋势
PM I	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	↘
社融存量:同比	13.00	13.30	12.30	11.70	11.00	11.00	10.70	10.30	10.00	10.00	→
M 2:同比	9.40	10.10	9.40	8.10	8.30	8.60	8.30	8.20	8.30	8.70	↗
社融-M 2	3.60	3.20	2.90	3.60	2.70	2.40	2.40	2.10	1.70	1.30	↘
CPI:当月同比	-0.30	-0.20	0.40	0.90	1.30	1.10	1.00	0.80	0.70	1.50	↗
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	10.70	13.50	↗

10 月社融余额同比增速 10%，与 9 月持平，结束 11 个月的下滑，由于 11 月

政府债发行压力较大，预计社融底部或已出现，后续将企稳回升；PPI 和 CPI 略超预期，PPI 上涨主要受大宗商品价格影响，CPI 上涨除受到能源类产品价格影响外，PPI 向 CPI 传导、食品项价格反弹也助推了 CPI，整体来看，近期经济数据对股票市场相对友好。

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	2.28	2.64	2.77	2.94	0.15	0.16	0.16	0.15	0.16	0.13	0.11	0.09	0.12	0.11	0.11	-
国开债	2.45	2.84	3.01	3.20	0.16	0.13	0.11	0.09	0.12	0.10	0.09	-	0.10	0.23	0.16	-
AAA信用债	2.77	3.13	3.44	-	0.12	0.11	0.11	-	0.12	0.10	0.09	-	0.10	0.23	0.16	-
AA+信用债	2.90	3.27	3.62	-	0.12	0.10	0.09	-	0.12	0.10	0.09	-	0.10	0.23	0.16	-
AA信用债	3.10	3.95	4.39	-	0.10	0.23	0.16	-	0.10	0.23	0.16	-	0.10	0.23	0.16	-
AA-信用债	5.44	6.29	6.72	-	0.29	0.59	0.51	-	0.29	0.59	0.51	-	0.29	0.59	0.51	-

债券市场方面，本周央行继续投放流动性，今年到明年年初，经济仍将下行，政策需要温和托底，叠加换届之年稳字当头，预计货币政策易松难紧。但目前债券收益率处于 5 年分位的较低水平，社融数据有望筑底回升，短期内利率仍将维持窄幅震荡。往后看，政策仍是债券市场的关注点，经济基本面下滑过程中，财政政策将加大稳增长权重，信用会边际放松，目前至 2022 年年初财政政策前置发力及地产政策纠偏等宽信用政策会托底经济并带动社融回升，市场宽信用预期增强，长债利率存上行风险，下半年如果 PPI 的筑顶回落及 CPI 温和上升但仍处低位，叠加美联储尚未加息、疫后经济修复顶点过后出口回落，明年二季度或会有货币政策宽松窗口期，带动长债利率阶段性回落。

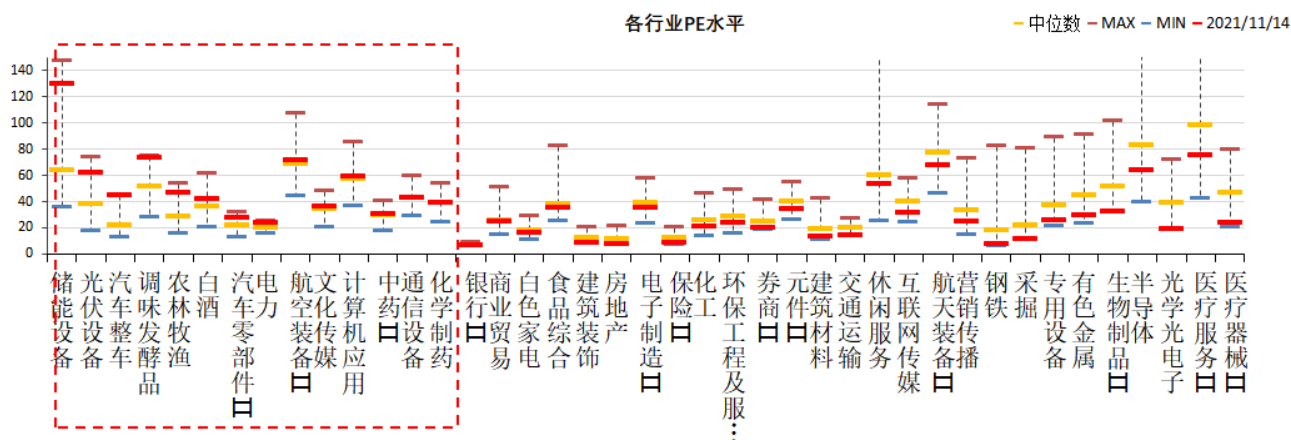
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.85	9.35	1.32	6.02	0.57	0.39	0.68	0.62
沪深300	13.07	10.98	1.57	4.45	0.46	0.35	0.58	0.65
中小板指	36.48	25.21	4.33	-0.45	0.93	0.75	0.73	0.47
创业板指	64.69	40.21	8.31	-1.65	0.91	0.85	0.91	0.56
中证500	20.32	15.94	1.95	1.73	0.11	0.11	0.36	0.95
万得全A	19.38	15.24	1.97	1.96	0.51	0.40	0.56	0.59

利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/10/31	2021/11/12	趋势
上证50	2.56	16.34	19.45	19.87	一一
沪深300	7.68	20.33	20.16	19.84	一一
中小板指	33.66	34.66	17.01	13.23	↘
创业板指	45.65	42.11	26.01	21.78	↘
中证500	2.30	47.95	54.49	53.60	一一
万得全A	11.91	29.27	31.34	30.76	一一

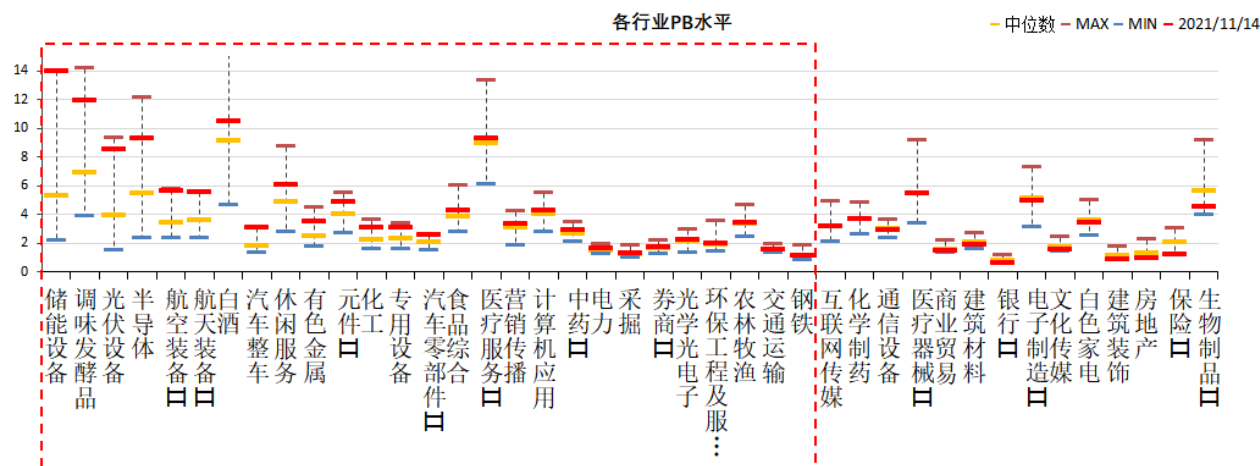
目前市场预期 2021 年全年上市公司利润增长转为下行，近期 2021 年 A 股利润增长预期维持在 30%附近，中小板、创业板业绩增长预期已经开始下行。万得

全 A 预测 PE15.24 倍，处于 40%分位水平，股权溢价率 1.96%，处于 59%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

各行业PE水平



各行业PB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。

目前我们对债券做中性配置，预计短期内债市仍在 2.85-3.05 之间做窄幅震荡，较难有大的趋势性机会，建议配置时强化政策跟踪，对政策的追踪权重应大于对宏观图景的判断权重，短端看公开市场操作情况，长端看 1Y MLF 利率，价格不动的情况下短期内中枢不变，在经济增速明确滑出潜在增速底线、货币政策转向量宽价降前仍需维持中性配置。权益方面做中性偏乐观配置，近期地产政策的纠偏带领市场宽信用预期逐渐升温，风险偏好提升，随着政策重心逐渐转向稳增长，社融逐步企稳回升，权益市场中枢或会得到抬升，但仍偏结构化行情，分母端预期的重心将从 2021Q4 降准概率下行逐步转向 2022Q1 宽松强化，结构上预期底已经出现且具备相对低估值优势的消费及金融地产或会受益，但短期内行情



仍偏基本面与政策博弈，政策托底强度仍需观察，大幅度全面宽松概率不大。随着 PPI 与 CPI 的剪刀差逐步收敛、预期明年促消费稳增长政策的出台及新冠口服药的研发推广，大众消费品或会有修复性行情。此外，三季报已经验证高景气度、盈利高增、产业逐渐崛起、符合国家政策发展方向的同时估值仍有一定空间的半导体、5G 应用、专精特新方向今年四季度仍有配置价值，材料设备和设计类非涨价品种及新能源相关品种表现或更为占优。综上，股债中性配置，债券市场关注政策变化，3.0 以上可以积极参与，股票市场推荐关注农业、大众消费及以半导体、5G 应用为代表的科技行业。

**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。