

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月经济数据公布，工业生产超预期显示限电限产政策退出之后工业生产逐步企稳以及出口持续走强对工业生产的拉动；消费边际回暖，一方面随着价格（CPI）的回升，消费数据已经开始兑现此前市场对于消费边际企稳的预期。另一方面也体现了本轮疫情对于消费的冲击或弱于今年7-8月份；投资表现分化，制造业投资持续改善，体现了出口、企业利润、价格等多方面因素的拉动作用。基建投资仍未见发力，而在政策严控以及原材料价格持续提升的背景下地产投资也持续偏冷。展望后续，原材料价格影响已经开始逐渐消退，影响地产的最大因素还是在于政策力度和疫情反复。在周五的政治局会议强调“要增强产业韧性和抗冲击能力，筑牢防范系统性金融风险安全底线”后，市场已经开始对房地产政策边际放宽以及明年施行稳经济政策产生了一定的预期。

2、国家主席习近平11月16日上午同美国总统拜登举行视频会晤，拜登在会晤中表示，美国政府致力于奉行长期一贯的一个中国政策，不支持“台独”，希望台海地区保持和平稳定。市场对中美关系后续走向产生积极预期，但仍需警惕在支持率持续下降的情况下拜登政府为了明年中期选举对中方施压。

3、11月15日北京证券交易所开市：71家精选层企业和10只新股成为北交所首批上市公司，新股上市首日不设涨跌幅限制，71只精选层平移股票将继续实施30%涨跌幅限制。开市首日，81支股票整体上涨19.68%，其中10只新股集体涨超100%。后4个交易日涨幅收窄，全周整体上涨3.75%。整体上看，由于北交所上市企业均为“专精特新”，因此业绩以及市值的波动较A股市场都可能更为剧烈。同时，机构投资者也在加速进场。19日上午，易方达、广发、华夏、汇添富、嘉实、南方、大成、万家旗下的首批8只北交所主题基金开卖，单只基金募集上限均为5亿元，共40亿元限额。但未过半日，每只的认购资金规模都超过了设定的5亿募集上限，显示出了投资者对于北交所的关注及投资热情。

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	-0.33	2.04	15.26
中小板指	-0.29	1.31	3.59
上证50	-0.24	-1.66	-11.75
沪深300	0.03	-0.38	-6.16
中证500	0.19	2.10	12.61
偏股混合型基金指数	0.24	1.17	8.77
万得全A	0.62	2.28	7.14

上周 A 股市场走势整体震荡后出现了小幅分化，万得全 A 单周上涨 0.62%，涨幅最高；而创业板指及中小板指可能受到北交所开市的影响，产生了一定的资金流出，分别小幅下跌 0.33%及 0.29%，跌幅最大。偏股基金指数涨 0.24%。整体来看上周主要板块的涨跌幅度都较小。

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 12.61%和 15.26%，上证 50 和沪深 300 分别跌 11.75%和 6.16%，偏股基金指数涨 8.77%。

	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	-0.09	-0.80	-12.16
高市盈率指数	-0.06	1.74	21.28
大盘指数	0.02	-0.74	-5.22
茅指数	0.15	-0.43	-4.44
低市净率指数	0.15	-0.62	0.68
高市净率指数	0.24	-0.06	4.78
小盘指数	1.39	5.06	19.18
绩优股指数	1.56	-2.91	-21.15

上周 A 股各风格指数除低市盈率指数及高市盈率指数分别小幅下跌 0.09%及 0.06%外，其余风格指数均呈不同幅度的上涨。其中，此前表现较差的绩优股指数上涨 1.56%，涨幅最大，体现了一定的反转效应。

今年以来，小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅 19.18%、21.28%，绩优股和低 PE 指数表现较差，分别跌 21.15%、12.16%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
农林牧渔	-1.87	休闲服务	-9.42	家用电器	-22.75
综合	-1.24	采掘	-5.11	非银金融	-20.53
非银金融	-1.14	综合	-2.79	房地产	-14.78
汽车	-0.90	化工	-2.60	休闲服务	-14.43
电子	-0.40	钢铁	-1.85	食品饮料	-10.86
采掘	2.18	机械设备	5.99	钢铁	28.28
医药生物	2.25	电子	7.25	采掘	31.72
钢铁	2.34	传媒	7.39	化工	34.02
纺织服装	3.01	国防军工	10.39	有色金属	41.64
食品饮料	3.15	通信	10.52	电气设备	58.47

上周申万 28 个行业中，由于 10 月消费数据好于预期，食品饮料行业在上上周回调后再次领涨，涨幅达到 3.15%。同属消费类的纺织服装也紧随其后，上涨 3.01%，后续可以继续关注消费行业业绩修复的情况。此外，采掘行业结束了此前连续 9 周的下跌，本周上涨 2.18%，日耗煤量稳定在 180 万吨可能已经较为完全的体现了当前的煤炭需求，也带动采掘行业边际企稳。而医保谈判的情况好于预期也使得医药生物行业上涨 2.25。另一方面，农林牧渔、综合、非银金融、汽车及电子行业则分别下跌 1.87%，1.24%，1.14%，0.90%，和 0.40%，跌幅居前，但从绝对值的角度来看幅度均不是很大。

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。后续若房企融资情况改善，则房地产及家电行业可能会出现一定的好转；而另一方面个税减免一类的稳消费相关的政策如果出台也会对食品饮料，休闲服务行业带来一定的机会。同时关注前期受到原材料价格上涨导致利润空间受到挤压的相关行业出现的修复性机会。

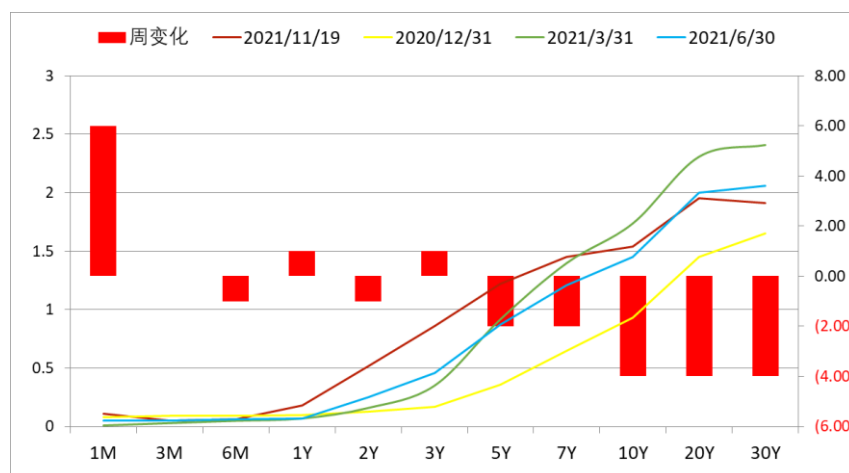
上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	-1	-2	-1	-1	国债	-5	-7	-8	-4	国债	-21	-20	-19	-21
国开债	-5	-6	-2	-1	国开债	-7	-12	-12	-11	国开债	-16	-20	-27	-35
AAA信用债	-1	-5	-1	-	AAA信用债	-1	-11	-7	-	AAA信用债	-35	-40	-33	-
AA+信用债	-4	-3	0	-	AA+信用债	-4	-11	-6	-	AA+信用债	-46	-64	-59	-
AA信用债	-2	-5	0	-	AA信用债	-1	-11	-3	-	AA信用债	-68	-36	-22	-
AA-信用债	-1	-3	1	-	AA-信用债	0	-9	-2	-	AA-信用债	-45	-16	-11	-

债券市场方面，债券到期收益率除 5 年期 AA-信用债小幅上行 1BP 外，均小幅下行 6BP 以内，整体上来看债券市场小幅收涨。虽然央行上周净回笼，但从债券市场的反应以及价格（DR007、R007 等利率）来看，银行间流动性并不紧张。从券种上看，利率债收益率与信用债收率下行幅度相差不大。

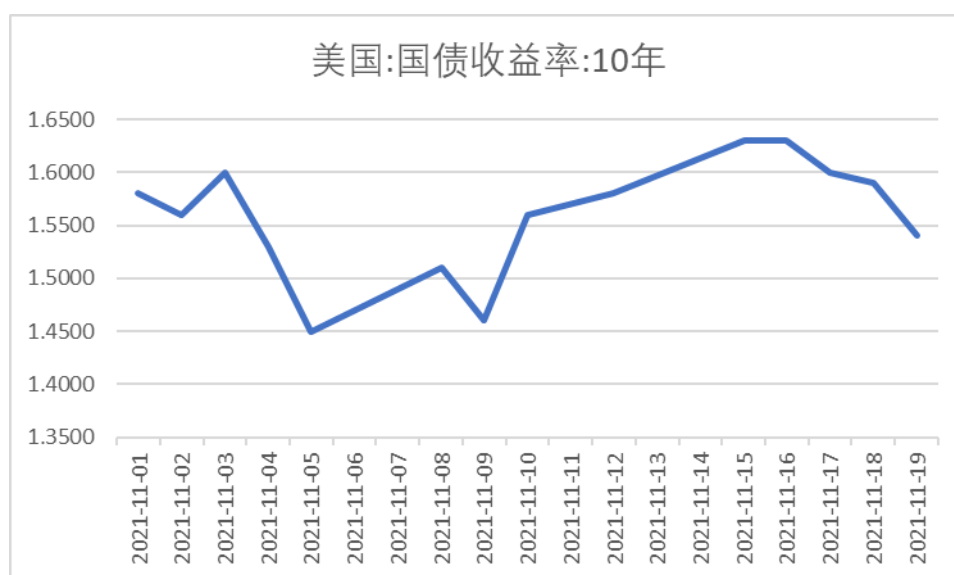
今年以来，债券市场利率整体呈下行走势，其中信用债下行幅度大于利率债，1-5 年期信用债下行 11—68bp 不等。

	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	-2.22	3.40	27.20
道琼斯工业指数	-1.38	-0.61	16.32
标普中盘400	-1.08	2.74	24.46
标普500	0.32	2.01	25.08
纳斯达克指数	1.24	3.61	24.59

美股方面，上周美股主要指数出现了一定的分化。其中，标普小盘 600 跌 2.22%，跌幅最大；道琼斯工业指数及标普中盘 400 指数也分别下跌 1.38%，1.08%。另一方面，标普 500 指数则上涨 0.32%，与上上周的跌幅 0.31% 仅仅相差万分之一。同时，纳斯达克指数再创历史新高，收于 16057.44 点，涨幅达 1.24%。



债券方面，上周美国国债到期收益率走势较为分化，其中 1 个月、1 年，及 3 年期国债收益率分别上行 3BP、1BP，及 1BP；而 6 个月、2 年、5 年及以上期限国债收益率则下行 1-4BP 不等。整体来看，美债利率呈现出了短端上行，长端下行的分化情况，但涨跌幅度均较小，呈现出了一定的震荡格局。



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
PMI	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	\
工业增加值:当月同比:两年平均	9.54	6.27	6.23	6.81	6.58	6.54	5.60	5.45	4.98	5.19	拐头向上
固定资产投资完成额:累计同比:两年平均	0.00	0.96	2.65	3.71	3.99	4.46	4.18	4.20	4.00	3.93	\
固定资产投资完成额:制造业:累计同比:两年平均	0.00	-3.02	-1.47	0.26	1.28	2.59	2.63	3.12	3.60	3.99	/
房地产开发投资完成额:累计同比:两年平均	0.00	7.59	7.67	8.44	8.60	8.25	7.95	7.70	7.19	6.75	\
社会消费品零售总额:当月同比:两年平均	0.00	3.14	6.30	4.34	4.52	4.92	3.59	1.50	3.85	4.60	/
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	---
M2:同比	9.40	10.10	9.40	8.10	8.30	8.60	8.30	8.20	8.30	8.70	/
社融-M2	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	拐头向下
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 月经济数据显示消费回暖且制造业表现尚好，基建发力不及预期，地产投资延续下行。10 月规模以上工业增加值两年复合增速 5.2%，较 9 月小幅抬升 0.2 个百分点，下游消费品相关表现较好，中上游表现分化反映外需仍强于内需，高技术制造业持续高景气，电气机械、电子设备表现突出，限产限电政策边际放松后工业生产逐步企稳，能源类生产有所修复。投资方面，房地产投资延续下行态势，商品房销售和新开工持续下行对投资形成拖累，显示尽管 9 月底信贷工作会后按揭支持力度有所加大，但考虑到地方政府对预售资金监管的收紧以及美元债、理财、信托等融资渠道的大幅收缩，房地产行业整体流动性仍承压，行业信心重建需政策在开发贷及预售资金监管方面进一步加大调整力度。基建投资两年平均增速小幅回升，但回升进度低于预期，主因地方债发行诉求与用途间存在一定衔接问题，预计随着《地方政府专项债券用途调整操作指引》的发布及三季度专项债发行提速所形成的实物工作量效应的逐步显现，四季度基建投资将延续温和和反弹势头。10 月社零两年平均增速较上月回升 0.75 个百分点，与商品价格上涨、双节效应、冬季消费需求上行及疫情反复常态化下居民消费边际影响减弱有关，预计未来尽管疫情大面积反复对居民消费仍有负面影响，但随着居民对疫情逐步脱敏、稳信用政策的出台及促消费政策逐步落地，社零或保持在不低水平。总体看来，尽管 10 月 PMI 数据显示经济景气度仍处于下行区间、房地产行业未见拐点或会拖累需求，但三季度中国货币政策执行报告显示下一阶段政策重点逐渐转向稳增长、地产政策的逐步调整与纠偏对后续信贷增长构成支持，基建温和发力下预计社融的逐步企稳回升，总体环境对股票市场相对友好。

收益率	收益率5年分位数			
	1年	3年	5年	10年
国债	2.26	2.61	2.76	2.93
国开债	2.40	2.78	3.00	3.19
AAA信用债	2.77	3.09	3.43	-
AA+信用债	2.86	3.25	3.62	-
AA信用债	3.08	3.91	4.39	-
AA-信用债	5.43	6.27	6.73	-

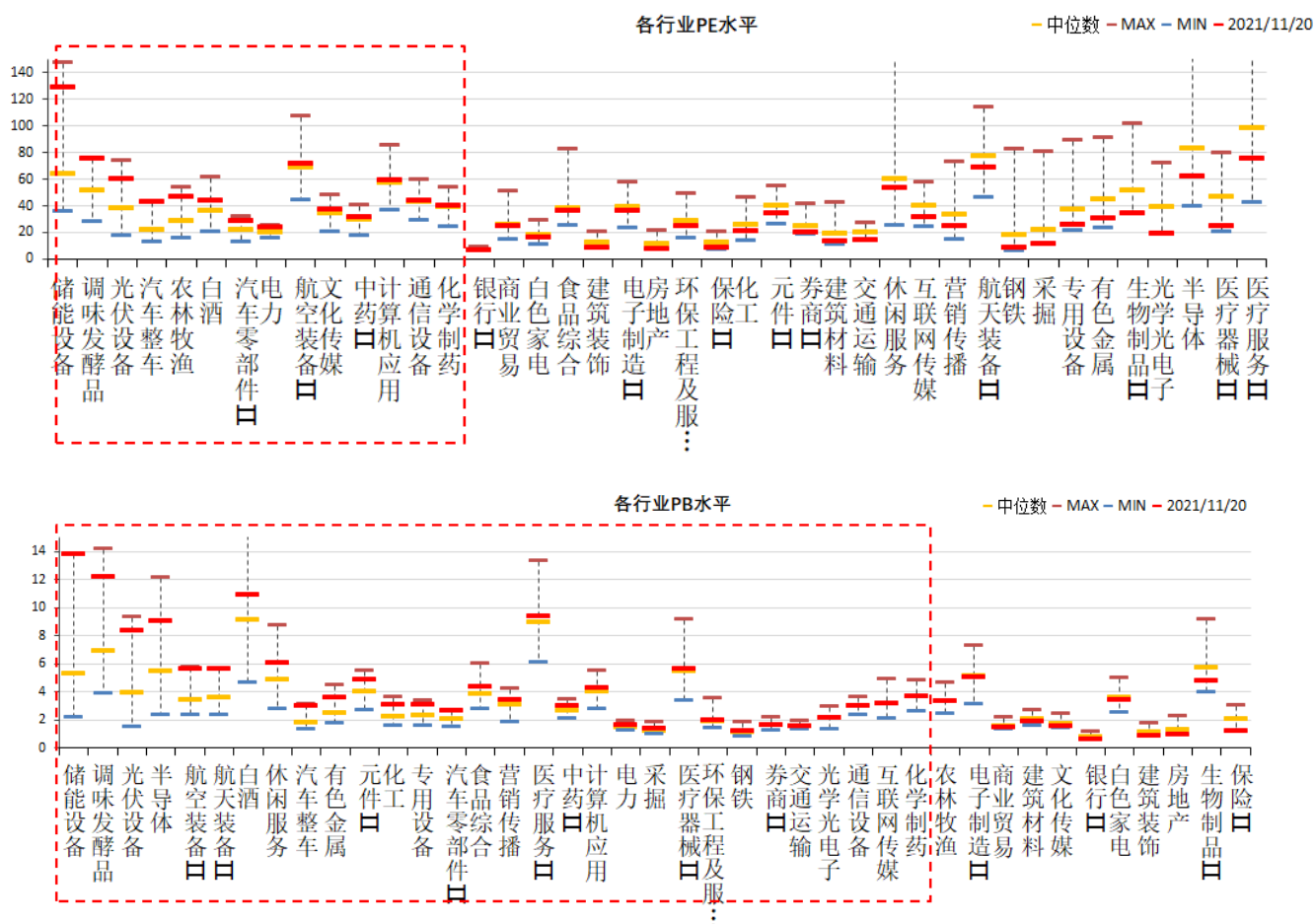
债券市场方面，本周央行合计净回笼 900 亿，其中逆回购投放 2100 亿，到

期 5000 亿，MLF 投放 10000 亿，到期 8000 亿，资金面整体偏宽松，债市窄幅震荡，长端利率小幅下行，市场主要关注点短期内仍集中在中短期资金面宽裕与宽信用预期上。从经济基本面看，经济仍将延续下行趋势，货币政策稳增长目标下易松难紧，预计仍维持稳中偏松，叠加国内保供稳价政策下通胀预期边际缓解，使得债市利率上有顶。同时，从央行表态来看，结构性货币政策工具而非总量宽松或会在未来长效机制构建中发挥更加重要的作用，房地产政策纠偏下宽信用预期升温使得利率下行空间不大。短期看，维持债市利率以 2.95 为中枢，在 2.85-3.05 区间内波动的判断。长期看，预计本轮能源危机、全球供需缺口和通胀格局将持续到明年年中，成为 2022 年全球经济的重要特征，但在政策推动下国内通胀压力或已见顶，煤炭价格的超预期上涨及食品项价格大幅反弹偏暂时性因素，蔬菜价格影响偏短期，猪肉周期尚未见明确拐点，预计直到明年年中前通胀问题不会对货币政策形成掣肘，货币政策仍会维持稳中偏松状态。经济基本面向下滑过程中，财政政策将加大稳增长权重，信用边际放松，预计目前至 2022 年年初以财政政策前置发力及地产政策纠偏为代表的宽信用政策会托底经济并带动社融企稳回升，市场宽信用预期增强，长债利率存上行风险。此后随着 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。但预计明年下半年随着生猪产能出清，猪周期或会出现拐点，猪油共振带动国内 CPI 同比快速上行叠加海外开启加息周期或会带动长债利率大幅回升。

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	10.87	9.37	1.33	6.01	0.58	0.40	0.79	0.61
沪深300	13.10	10.99	1.58	4.45	0.47	0.35	0.74	0.65
中小板指	36.51	25.03	4.29	-0.45	0.93	0.72	0.81	0.48
创业板指	64.59	40.19	8.28	-1.64	0.90	0.85	0.97	0.57
中证500	20.37	15.99	1.96	1.72	0.11	0.11	0.43	0.95
万得全A	19.52	15.34	1.98	1.94	0.54	0.43	0.62	0.58

利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/10/31	2021/11/19	趋势
上证50	2.56	16.34	19.45	19.79	一一
沪深300	7.68	20.33	20.16	19.83	一一
中小板指	33.66	34.66	17.01	13.13	↘
创业板指	45.65	42.11	26.01	21.47	↘
中证500	2.30	47.95	54.49	53.53	一一
万得全A	11.91	29.27	31.34	30.73	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 PE15.34 倍，处于 43%分位水平，股权溢价率 1.94%，处于 58%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，市场近期仍处于高估值风格与低估值风格轮动表现阶段。

目前我们对债券做中性审慎配置，短期内或较难有大的趋势性机会，基本面不变的情况下 3.0 以上可积极参与，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，重点关注房地产政策的进一步调整情况及 12 月中央经济会议定调，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，结构上政策底已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，若开发贷拐点出现、预售资金监管放松或年底经济工作会议明确信用转向，地产产业链或会有趋势性行情，预计行业内会有加速出清过程。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，消费或会有修复性行情，K 型复苏下前期可选消费托底经济，后期大众消费全面复苏。此外，关注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科技行业的配置价值，包括受益于电动汽车快速渗透和绿色能源推广的新能源产业链相关芯片及智能化配件、国产化比例仍有较大提升空间的半导体设备/材料、关键元器件、5G 应用方向。综上，股债中性配置，权益配置价值占优，积极关注政策变化，关注消费及科技领域配置机会。

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。