

经济滞胀特征显现，股债维持中性配置

一、重要信息点评

1、9月社融信贷数据稍弱于市场预期，结构性宽信用下后续社融有支撑，预计即将企稳，但反弹幅度可能不会太大。社融同比增速10%，较上月下降0.3个百分点，同比增速延续回落主要受政府债发行量偏低、非标加速收缩和新增贷款走弱拖累。信贷增速回落，信贷结构表现欠佳，反映出实体经济融资需求持续偏弱。

2、9月通胀数据延续此前分化格局，CPI保持低位，PPI因供应收紧增速创历史新高。CPI同比0.7%，较上月涨幅回落0.1个百分点，环比由升转平。9月PPI同比增速10.7%，较上月大幅上行1.2个百分点，环比增速1.2%，较上月上升0.5个百分点。核心CPI同比1.2%，与上月持平，环比0.2%。总体来看，PPI同比增速创历史新高主要由供应收紧所致，经济需求层面仍然偏弱，消费恢复乏力，短期内结构性通胀压力继续走高，后续需关注上游原材料价格上涨对企业盈利、就业和消费的挤出效应以及国内增供稳价政策对工业原材料价格影响。

3、9月我国出口超预期上行，出口同比增速28.1%，相比上个月增加了2.5个点，两年平均增速相比上月也有小幅抬升，外需韧性较强。疫情防控物资、高新技术产品、机电表现偏强，反映出海外疫情反复及全球产业链修复对我国出口的影响。分地区看，我国对美国的出口出现明显抬升，或与美国复工复产持续推进、东南亚疫情反复替代效应犹存及海运拥堵加剧、圣诞节提前备货有关，对日本、欧盟的出口小幅回落，东盟对出口仍构成一定的拖累，或与东南亚国家疫情仍处于高位有关。预计四季度疫情扰动结束后，随着东南亚经济体的生产逐步复苏及发达经济体疫后由商品消费转向服务消费的节奏或有所加快，中国出口总体承压，后续仍需关注海外疫情控制情况及中美贸易关系的缓和情况，若未来可以取消加征关税和制裁，出口或迎来新的增长点。进口方面，8月

美元计价进口两年平均增速 15.5%，较上月小幅回升 1.1 个百分点，从量价角度看，通胀仍是支撑进口增长的主要因素。

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	-0.95	-1.12	10.32
万得全A	-0.37	0.35	4.76
沪深300	0.04	1.35	-5.36
中小板指	0.93	1.46	-0.06
偏股混合型基金指	0.98	0.37	5.97
创业板指	1.02	0.98	10.45
上证50	1.18	3.06	-9.50

上周 A 股主要宽基指数中中证 500 和万得全 A 分别下跌 0.95%、0.37%，其他指数均小幅上涨，其中上证 50 上涨 1.18%，涨幅最高，偏股基金指数涨 0.98%。

今年以来结构分化剧烈，中小盘指数表现优于大盘指数，中证 500 和创业板分别涨 10.32%和 10.45%，上证 50 和沪深 300 分别跌 9.50%和 5.36%，偏股基金指数涨 5.97%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市净率指数	-2.37	-1.58	3.82
低市盈率指数	-2.11	-0.70	-8.51
小盘指数	-2.03	-1.80	12.52
茅指数	-0.22	1.12	-5.01
绩优股指数	0.18	0.40	-17.76
大盘指数	0.49	1.84	-4.34
高市净率指数	1.45	1.92	3.93
高市盈率指数	1.82	1.47	14.82

上周低估值资产、小盘指数和茅指数表现较差，分别跌 2.37%%、2.03%和 0.22%，其他风格指数均上涨，其中高估值资产涨 1.82%，涨幅较大。

今年以来，小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅 12.52%、14.82%，绩优股和低估值资产表现较差，分别跌 17.76%、8.51%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
公用事业	-9.16	公用事业	-10.78	家用电器	-22.89
钢铁	-5.10	钢铁	-6.53	非银金融	-19.87
建筑装饰	-4.38	采掘	-4.91	传媒	-16.26
农林牧渔	-3.64	建筑装饰	-4.00	农林牧渔	-13.43
采掘	-3.39	化工	-2.69	房地产	-12.79
食品饮料	1.87	通信	2.46	化工	34.38
银行	2.12	银行	3.73	钢铁	38.32
有色金属	3.16	食品饮料	4.24	有色金属	41.30
电气设备	3.28	休闲服务	5.36	电气设备	42.74
汽车	5.03	汽车	6.94	采掘	52.37

行业上，公用事业、钢铁、建筑装饰、农林牧渔、采掘等行业跌幅靠前，分别下跌9.16%、5.10%、4.38%、3.64%和3.39%。汽车、电气设备、有色、银行和食品饮料表现较好，分别上涨5.03%、3.28%、3.16%、2.12%、1.87%。

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、地产、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	-1	10	7	6	国债	0	13	10	9	国债	-14	-17	-14	-17
国开债	7	9	7	5	国开债	6	14	8	7	国开债	-10	-7	-19	-27
AAA信用债	0	12	10	-	AAA信用债	1	13	10	-	AAA信用债	-28	-20	-15	-
AA+信用债	3	8	7	-	AA+信用债	4	10	8	-	AA+信用债	-34	-45	-44	-
AA信用债	-1	8	10	-	AA信用债	1	10	11	-	AA信用债	-61	-18	-9	-
AA-信用债	0	9	10	-	AA-信用债	1	10	10	-	AA-信用债	-39	0	2	-

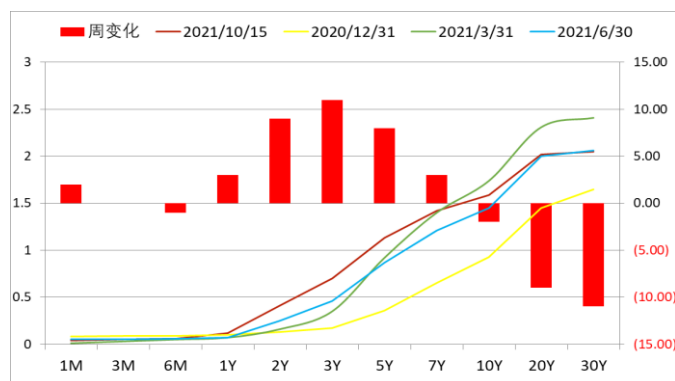
债券市场方面，上周除1年期国债利率小幅上行外，其他期限利率债收益率均上行5-10bp。信用债收益率同样上行，中长期收益率上行幅度更为明显。

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。

	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	0.39	2.42	21.89
道琼斯工业指数	1.58	4.29	15.32
标普500	1.82	3.80	19.04
标普中盘400	2.16	4.08	19.15
纳斯达克指数	2.18	3.11	15.59

美股方面，上周美国主要指数均上涨，其中纳斯达克指数涨2.18%，涨幅较大。

今年以来，美股主要指数实现涨幅15%--22%不等，其中标普小盘600涨21.89%，涨幅靠前。



上周美国国债到期收益率基本呈中短期收益率上行，长期利率下行的格局。其中 3 年期国债收益率上行 11bp，30 年期国债利率下行 11bp。

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	趋势
PMI	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	↓
社融存量:同比	13.00	13.30	12.30	11.70	11.00	11.00	10.70	10.30	10.00	↓
M2:同比	9.40	10.10	9.40	8.10	8.30	8.60	8.30	8.20	8.30	低位
社融-M2	3.60	3.20	2.90	3.60	2.70	2.40	2.40	2.10	1.70	↓
CPI:当月同比	-0.30	-0.20	0.40	0.90	1.30	1.10	1.00	0.80	0.70	↓
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	↑

9 月中国经济数据继续下行，PMI 录得 49.6，已连续 6 月下行，社融两年同比增速 10%，已连续 3 个月下行，CPI 保持低位，PPI 因供应收紧增速创历史新高。经济走向滞胀概率升高。

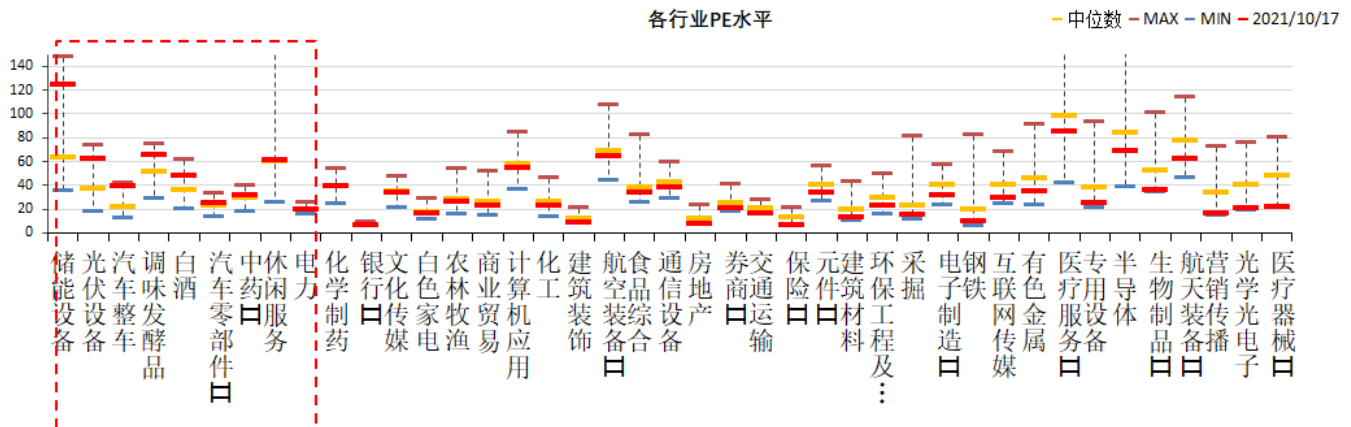
收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	2.34	2.65	2.82	2.97	国债	0.20	0.18	0.18	0.18
国开债	2.46	2.91	3.07	3.27	国开债	0.17	0.16	0.14	0.15
AAA信用债	2.83	3.28	3.60	-	AAA信用债	0.13	0.16	0.16	-
AA+信用债	2.98	3.43	3.76	-	AA+信用债	0.13	0.15	0.14	-
AA信用债	3.15	4.08	4.51	-	AA信用债	0.12	0.39	0.30	-
AA-信用债	5.49	6.42	6.85	-	AA-信用债	0.37	0.68	0.68	-

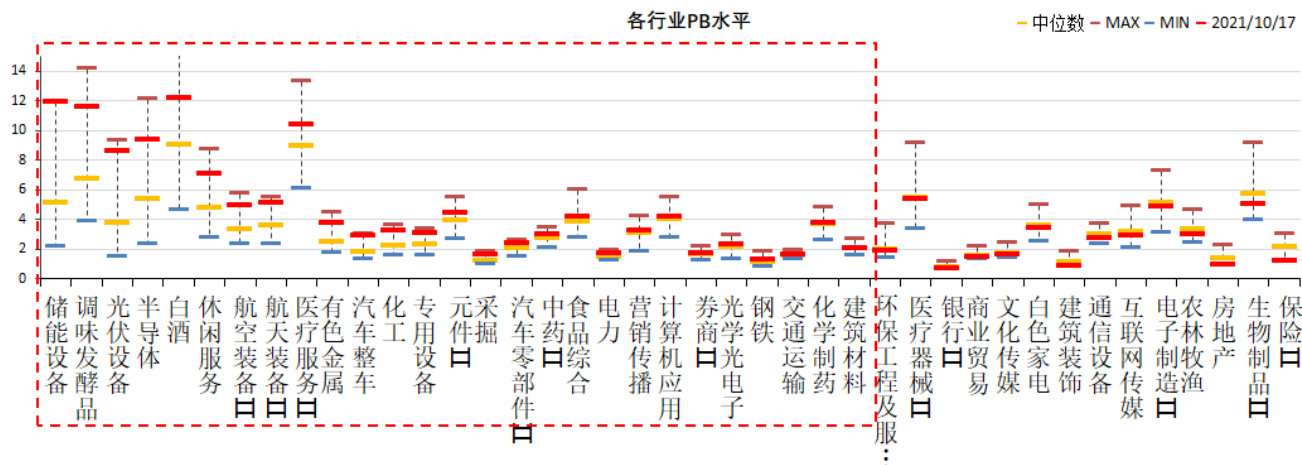
从 5 年分位水平看，债券收益率处于较低水平。目前经济数据继续下行利好债市，但考虑到社融的快速下滑在接近尾声，并有望在四季度逐步企稳，CPI 保持低位，PPI 仍未见顶，未来通胀压力仍在，债券市场未来大概率将维持窄幅震荡。

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	11.11	9.94	1.41	5.73	0.64	0.62	0.86	0.52
沪深300	13.26	11.29	1.65	4.27	0.51	0.41	0.74	0.59
中小板指	32.14	23.80	4.37	-0.16	0.57	0.52	0.78	0.58
创业板指	57.07	37.22	8.21	-1.52	0.72	0.78	0.90	0.71
中证500	20.57	15.64	2.02	1.59	0.10	0.09	0.43	0.95
万得全A	19.15	15.15	2.01	1.95	0.46	0.38	0.66	0.60

利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/10/15	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	19.44	——
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.25	——
中小板指	33.66	34.66	24.05	22.90	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	35.76	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	56.95	——
万得全A	11.91	29.27	33.66	33.64	——

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 33.6%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 PE15.15 倍，处于 38%分位水平，股权溢价率 1.95%，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。

综上，社融增速的回落反映出实体经济融资需求持续走弱，在经济层面表现为房地产市场转冷、企业投资意愿低迷以及基建发力滞后。后续地方债的发行有望在四季度加速，央行主动信贷的投放趋于积极，社融的快速下滑在接近尾声，有望在四季度逐步企稳。通胀方面，预计 CPI 保持低位，PPI 仍未见顶，债市维持窄幅震荡，偏中性配置，但在滞涨担忧加剧背景下配置性价比之前有所下降。股市偏中性配置，在经济下行期间难有大的指数型机会，但在流动性稳中偏松背景下会有结构型机会，建议关注消费、种植业、科创板等估值偏低的行业的配置型机会。后续仍需关注下游需求改善情况、中美贸易关系及国内保供稳价政策情况，此外关注到部分消费细分行业龙头开始上调出厂价，需要关注此类情况是否形成普遍趋热及其对 PPI 向 CPI 传导的催化作用。

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。