

经济下行交易难度增加，积极寻找结构性机会

一、重要信息点评

1、三季度经济数据不及预期。GDP 两年平均同比增速 4.9%，同比增速下滑了 0.6 个百分点，略低于市场预期和潜在产出，主要是第三产业修复缓慢的同时第二产业同比回落所致。9 月固定资产投资、基建、房地产、制造业投资累计两年平均增速分别为 4.0%、2.0%、7.2%、3.6%。基建增速略有下降，未见明显发力迹象。房地产投资两年平均增速回落幅度较大，竣工的支撑作用明显减弱。制造业投资增速有所提升，高技术制造业继续维持高景气是制造业投资维持韧性的核心原因。疫情对经济影响边际减弱，消费温和复苏，就业形势好转。9 月社会消费品零售总额两年平均增速 3.85%，前值 1.5%。居民外出消费明显增加，或与疫情管控边际放松之下消费反弹以及中秋节的带动作用有关。线上消费持续增长，对消费的贡献增加。

2、10 月 23 日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，试点期限为 5 年。预计北京、上海、重庆、深圳、浙江、江苏等房价存在明显上涨压力的地域或将是试点重点城市。从海外经验来看，在税率低于 1%且免征面积合理的基础上房产税并不会使房价系统性下跌，但短期房价依旧面临压力，消费者对房地产作为大类资产的持有一价值的质疑会导致大家减少或者延缓房产投资。未来若全国性征收房地产税将导致低能级城市房产的持有一价值不断缩水，核心城市房产的持有一价值进一步强化。

3、上周末《扎实推进共同富裕》文章引起市场对白酒加征消费税的担忧，周一消费股大跌，此后反弹。白酒生产主要集中在我国的川贵晋陕等西部经济相对不发达的地区，而白酒消费大省多是处在经济较为发达省份，消费税征收从生产端转移至批零端，白酒消费大省所在的地方会受益，白酒生产大省会受损，会减弱白酒产业的转移支付功能。未来若对白酒加征消费税，渠道税负增加，行业分化将会加剧，行业集中度将进一步提升，高端酒和渠道能力强的酒受影响不大，但部分中小型酒企会被迫退场。

4、9 月下旬以来人民币升值明显，19 日美元兑人民币即期汇率升破 6.4，或与美元走弱、美国通胀高企、中美经贸关系缓和及出口强劲有关。近期美国 TGA 账户快速压降，流动性阶段性偏宽，而很多非美国国家表现出明显偏鹰态度，导致美元走弱，非美货币升值压力较大。中美经贸关系的缓和提升了市场风险偏好，出口强劲、贸易差额持续扩大使得美元流动性较为充足，对人民币升值形成支撑，预计随着出口增速放缓、美国宣布

Taper、中美关系明年临近中期大选不确定性增加的背景下，人民币还是会回到之前的平稳态势中。

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	0.03	-1.09	10.35
创业板指	0.26	1.24	10.74
万得全A	0.52	0.87	5.30
沪深300	0.56	1.92	-4.83
偏股混合型基金指数	0.63	1.00	6.63
上证50	0.71	3.79	-8.86
中小板指	0.92	2.40	0.86

上周 A 股主要宽基指数均小幅上涨，其中中小板指数上涨 0.92%，涨幅最高，偏股基金指数涨 0.63%。

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 10.35%和 10.74%，而上证 50 和沪深 300 则分别跌 8.86%和 4.83%，偏股基金指数涨 6.63%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市净率指数	-0.04	1.88	3.88
绩优股指数	0.09	0.49	-17.69
低市净率指数	0.46	-1.12	4.29
大盘指数	0.74	2.59	-3.64
低市盈率指数	0.94	0.24	-7.65
茅指数	1.30	2.44	-3.78
小盘指数	1.52	-0.31	14.23
高市盈率指数	1.77	3.26	16.85

上周由于市场整体表现较好，风格指数除高 PB 指数小幅下跌 0.02%以外均上涨，其中高估值资产涨 1.77%，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 14.23%、16.85%，绩优股和低估值资产表现较差，分别跌 17.69%、7.65%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
通信	-2.34	公用事业	-9.88	家用电器	-20.34
休闲服务	-2.14	钢铁	-8.09	非银金融	-18.12
采掘	-2.08	采掘	-6.89	传媒	-16.63
钢铁	-1.67	建筑装饰	-3.10	房地产	-12.05
综合	-1.38	医药生物	-2.61	农林牧渔	-11.95
农林牧渔	1.71	休闲服务	3.10	钢铁	36.01
非银金融	2.18	电气设备	4.34	化工	38.94
电气设备	2.42	家用电器	5.02	有色金属	41.04
家用电器	3.80	银行	5.35	电气设备	46.19
化工	3.89	汽车	8.32	采掘	49.20

行业上，通信行业下跌 2.34%，跌幅最大。此外，受到国内疫情新一轮反复的冲击，休闲服务业下跌 2.14%。在近期发改委出台了一系列稳定煤价的通知及措施后，今年以

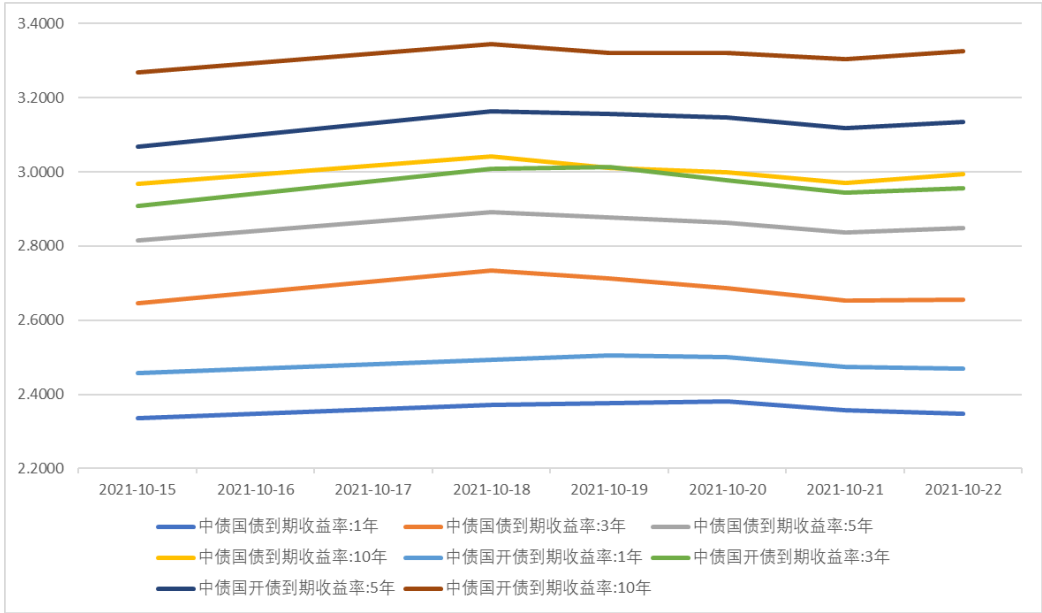
来大幅上涨的采掘行业也下行了 2.08%。同时，钢铁及综合行业也分别下跌了 1.67%和 1.38%，跌幅靠前。

另一方面，今年以来表现较差的家用电器、非银金融及农林牧渔行业则得到了一定的估值修复，分别上涨 3.30%、2.18%及 1.71%。之前表现较好的化工和电气设备行业也保持了之前的涨势，分别上涨 3.39%及 2.42%。。值得一提的是，在本周人大决定将在后续开展房产税试点的消息传出后，房地产企业的股票并没有受到太大冲击，申万房地产行业指数本周小幅上涨 0.84%。

今年以来，仍然是电气设备和钢铁、有色、化工、采掘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	1	3	3	国债	1	14	14	12	国债	-13	-16	-10	-15
国开债	1	5	6	6	国开债	7	19	15	13	国开债	-9	-3	-13	-21
AAA信用债	-1	-1	-2	-	AAA信用债	0	12	8	-	AAA信用债	-29	-21	-17	-
AA+信用债	-1	0	-2	-	AA+信用债	3	10	6	-	AA+信用债	-35	-45	-46	-
AA信用债	1	4	-2	-	AA信用债	2	14	9	-	AA信用债	-60	-14	-11	-
AA-信用债	1	4	-2	-	AA-信用债	2	14	8	-	AA-信用债	-38	4	0	-

债券市场方面，上周全部期限利率债收益率均上行 1-6bp。信用债收益率则出现了一定的分化，AAA 及 AA+评级的信用债收益率均小幅上行，但 AA 及 AA-评级的中期（3 年）及短期（1 年）信用债则出现了一定程度的上行。

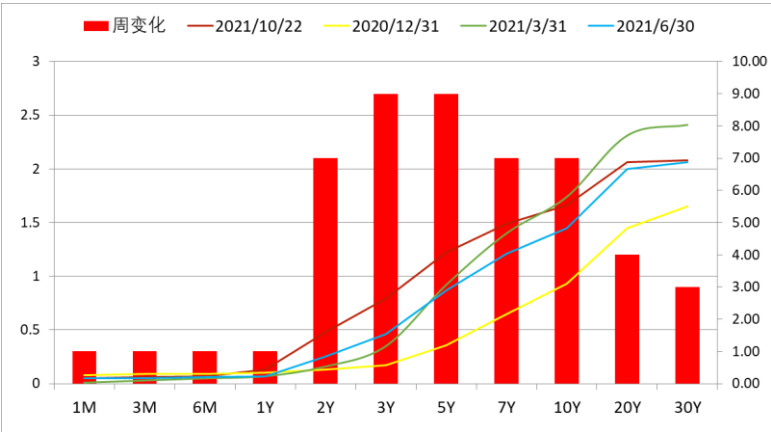


具体来看，大部分债券的收益率在周内都呈现出了先升后降的趋势，这可能是由于前期债券收益率在通胀预期的影响下推升走高，但周内央行投放流动性后又开始转头下行。

今年以来，受经济下行影响，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
道琼斯工业指数	1.08	5.42	16.57
标普小盘600	1.26	3.71	23.43
纳斯达克指数	1.29	4.44	17.08
标普500	1.64	5.51	21.00
标普中盘400	1.77	5.92	21.25

美股方面，上周美国主要指数均上涨，其中标普中盘 400 上涨 1.77%，涨幅较大。今年以来，美股主要指数实现涨幅 15%--24%不等，其中标普小盘 600 涨 23.43%，涨幅靠前。



上周美国国债到期收益率受到 Taper 将近的影响，集体上行。其中涨幅最高的 3 年期、5 年起国债收益率均上行 9BP。

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
PM I	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	\
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	\
GDP:不变价:当季同比	0.00	0.00	18.30	0.00	0.00	7.90	0.00	0.00	4.90	\
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	---
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	/
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	\
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	/
社融存量同比	13.00	13.30	12.30	11.70	11.00	11.00	10.70	10.30	10.00	\
M 2 同比	9.40	10.10	9.40	8.10	8.30	8.60	8.30	8.20	8.30	---
社融-M 2	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	/

3 季度经济数据受第二产业拖累不及预期,9 月经济数据显示房地产持续下行趋势,基建仍未发力,双限双控、疫情等短期因素抑制生产,但制造业投资韧性犹存,消费温和恢复,随着未来短期因素的逐渐消退及地方专项债发行加速对经济托底,预计四季度经济或会逐步企稳。

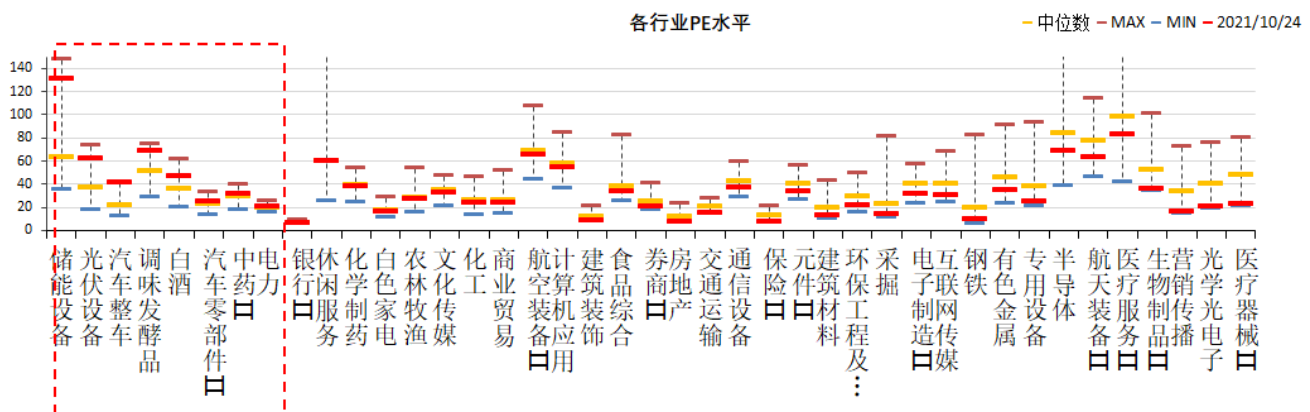
收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	2.35	2.66	2.85	3.00	国债	0.21	0.18	0.19	0.18
国开债	2.47	2.96	3.13	3.33	国开债	0.17	0.17	0.15	0.16
AAA信用债	2.82	3.27	3.58	-	AAA信用债	0.13	0.16	0.15	-
AA+信用债	2.97	3.43	3.74	-	AA+信用债	0.13	0.15	0.14	-
AA信用债	3.16	4.12	4.49	-	AA信用债	0.12	0.42	0.27	-
AA-信用债	5.50	6.46	6.83	-	AA-信用债	0.39	0.72	0.65	-

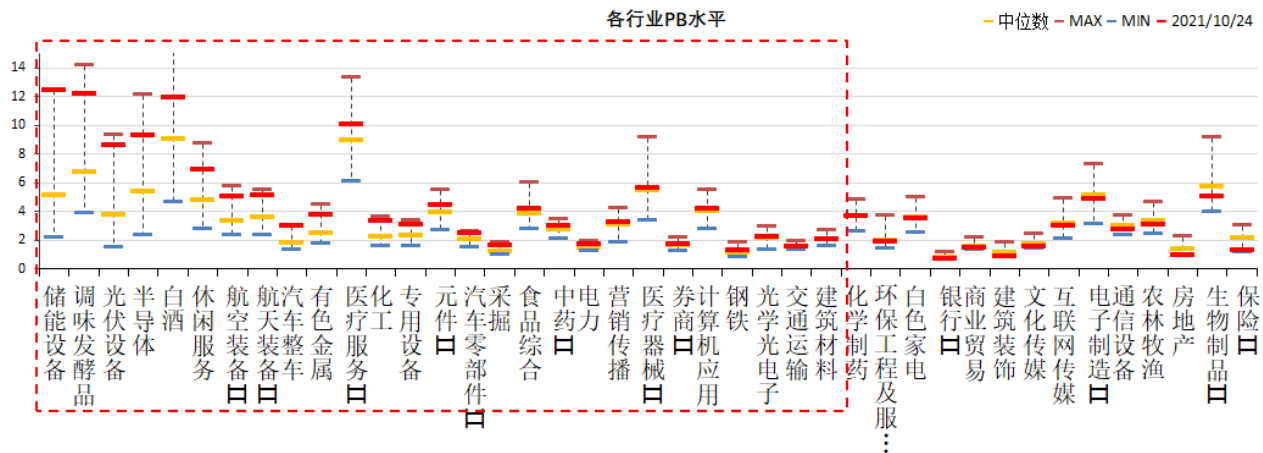
从 5 年分位水平看，债券收益率处于较低水平。目前经济数据继续下行利好债市，但考虑到 4 季度专项债的发行放量，社融的快速下滑正接近尾声，并有望在 4 季度逐步企稳，CPI 保持低位，PPI 仍未见顶，通胀预期随着上游涨价向下游的传导有所强化，通胀压力未见缓解，目前债券市场利率围绕政策利率运行，未来大概率将维持窄幅震荡。

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	11.12	9.97	1.42	5.67	0.64	0.63	0.87	0.51
沪深300	13.32	11.32	1.66	4.18	0.53	0.42	0.76	0.57
中小板指	34.26	24.10	4.42	-0.41	0.80	0.56	0.82	0.48
创业板指	56.57	37.85	8.12	-1.56	0.71	0.80	0.89	0.67
中证500	20.57	15.65	2.02	1.54	0.10	0.09	0.42	0.94
万得全A	19.21	15.21	2.02	1.88	0.47	0.39	0.67	0.59

利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/10/22	趋势
上证50	2.56	16.34	19.48	19.52	一一
沪深300	7.68	20.33	21.34	21.08	一一
中小板指	33.66	34.66	24.05	20.50	↘
创业板指	45.65	42.11	36.41	32.01	↘
中证500	2.30	47.95	57.76	56.74	一一
万得全A	11.91	29.27	33.66	33.53	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 33.5%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 PE15.21 倍，处于 39%分位水平，股权溢价率 1.88%，处于 59%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。

9 月经济数据显示出房地产持续下行趋势，基建仍未发力，双限双控、疫情等短期因素抑制生产，制造业投资韧性犹存，消费温和恢复，经济数据整体继续下行，在经济尚未拐头向上时股票市场难有大的趋势性机会，但流动性稳中偏松背景下会有结构性机会；目前经济数据利好债券市场，流动性依旧合理充裕，考虑到目前债券收益率水平已处于低位，且随着未来双限双控、疫情短期因素的逐渐消退及地方专项债发行加速对经济托底，预计四季度经济或会逐步企稳，通胀方面，动力煤期货价格在政策引导下大幅下降，但现货价格变化不大，海外通胀依旧高企，上游价格向中下游的传导作用逐步显现，通胀预期未见明显缓解，鉴于市场利率要围绕政策利率运行，10 年国债上行至 3.1% 附近后会有一定的配置价值，债市偏中性配置。综上，股债中性配置，股票市场建议可以关注消费、农业、清洁能源及配套设施的配置型机会，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。