

股票市场中性乐观，关注疫情演化情况

一、重要信息点评

1. 11月19日，中国人民银行发布《2021年三季度货币政策执行报告》，报告中对经济形势的判断更加保守，依旧强调海外货币政策调整对我国货币政策影响可控，货币政策基调边际转松，删掉了二季度的“坚决不搞‘大水漫灌’”、“管好货币总闸门”和“坚持实施正常的货币政策”等表述，为未来货币政策调整预留了一定空间，但综合来看在海外扩表速度下降、稳经济增长和稳内外平衡的多重目标约束下，预计未来货币政策依旧维持稳中偏松状态，货币政策的调整以边际宽松而非趋势转折为主，后续大概率仍会以结构性为主导，先贷后借的结构性货币工具模式仍将延续。稳信用、稳增长信号增强，三季度货币政策报告提到“增强信贷总量增长的稳定性”，预计未来仍以结构性宽信用为主，新旧动能转换下，央行虽会对地产政策有所调节，但仍以租赁住房融资和居民住房贷款为主，托底意图更强，社融已经逐步企稳，但后面应是平稳抬升，回升走势不会非常陡峭。

2. 上周各地方政府出台地产政策，部分城市房地产政策边际回暖，成都和广州成都住建局出台政策，从预售资金监管、信贷投放力度等方面维护房地产市场健康发展。但从近期央行表态层面来看，三季度货币执行报告再次强调房住不炒，目前的政策调整更多是边际微调而非政策转折，意在缓解经济下行压力，这一政策表态对房地产行业的积极影响有限，政策层面的微调难以完全对冲全行业的流动性缺口，地产板块行情仍偏消息带动，行业政策底已现，基本面底仍在路上，政策转折点或会在行业债务加速出清、经济增速跌破潜在增速水平或12月经济工作会议重新定调后出现，预计房住不炒背景下较难出现全行业性质的流动性注入。

3. 10月一般公共预算收入增速维持平稳，前10个月已完成预算进度的92%，税收收入增速放缓，非税收入增速有所反弹。一般公共预算支出增速大幅反弹，两年复合增速10.7%，比上月大幅提升13.9个百分点，民生领域支出进度加快，但基建类支出增速再度回落，预计随着财政支出进度加快，未来基建类支出仍将有边际改善。广义财政周期出现触底反弹迹象，宽信用在路上，12月剩余政府

债券额度可观，预计随着专项债发行的进一步加速、全年额度部分后延及 2022 年地方政府新增债务限额提前下达的可能性增强，社融见底回升基本明确。

4. 美国总统拜登提名鲍威尔连任美联储主席，提名布雷纳德为美联储副主席。由于布雷纳德政策主张较鲍威尔更加鸽派，这一消息引发市场偏鹰派反应，消息公布后美元指数、美债收益率上涨，黄金下跌，美股收盘三大指数涨跌不一，道指涨 0.05%，标普 500 指数跌 0.32%，纳指跌 1.26%，银行股普涨。鲍威尔表态将使用工具防止通胀根深蒂固，对通胀的关注使得市场将首次加息日期提前至明年 6 月。

5. 四季度以来多位明星基金经理的代表产品年内业绩成功翻红，这些基金多为聚焦智能汽车、国防军工、传媒娱乐、消费板块的产品，四季度 A 股市场新能源、周期股、大消费轮番表现，稳增长预期升温下流动性及信用宽松预期改善，超跌的价值板块出现估值修复行情，市场风格偏向均衡，带动部分基金净值上行。

6. 多个国家发现 Omicron 变异毒株，市场对新毒株持续蔓延可能阻碍经济复苏的担忧加剧，全球大部分风险资产回调。该变异毒株突变点位较多，可能会极大增强传播性并引发再次感染。目前各国对该病毒非常重视并采取响应措施，BioNTech 表示可以最快在 6 周内设计改良版疫苗，但目前重症率和死亡率是否会提升及原有疫苗对其防御效果均不确定，后续仍需持续关注各国是否会初现大范围封锁情况及该毒株对重症率及死亡率的影响。

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
中小板指	-1.44	-0.15	2.10
上证50	-0.80	-2.45	-12.45
沪深300	-0.61	-0.99	-6.74
偏股混合型基金指数	0.20	1.38	8.99
万得全A	0.52	2.81	7.70
中证500	0.70	2.81	13.39
创业板指	1.46	3.53	16.94

上周 A 股主要板块中，创业板指延续了今年以来的强势，上涨 1.46%，涨幅最高；而中小板指则下跌 1.44%，跌幅最大。偏股基金指数涨 0.20%。整体来看涨跌幅度都较小。

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 13.39%和 16.94%，上证 50 和沪深 300 分别跌 12.45%和 6.74%，偏股基金指数涨 8.99%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
茅指数	-1.14	-1.57	-5.53
低市盈率指数	-0.87	-1.66	-12.92
低市净率指数	-0.82	-1.43	-0.15
大盘指数	-0.43	-1.17	-5.63
绩优股指数	0.58	-2.35	-20.69
高市净率指数	1.08	1.02	5.91
小盘指数	1.37	6.49	20.81
高市盈率指数	1.72	3.50	23.37

上周 A 股各风格指数中，高市盈率指数与小盘指数分别上涨 1.72%和 1.37%，涨幅最大，延续了今年以来的良好表现。另一方面，茅指数则下跌 1.14%，跌幅最大；此前表现不佳的低市盈率指数上周也下跌 0.87%。

今年以来，小盘指数和高估值资产涨幅较高，分别实现涨幅 20.81%、23.37%，绩优股和低 PE 指数表现较差，分别跌 20.67%、12.92%。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
休闲服务	-5.29	休闲服务	-14.21	家用电器	-23.81
农林牧渔	-3.19	采掘	-3.68	非银金融	-21.33
国防军工	-2.23	银行	-3.56	休闲服务	-18.96
银行	-1.94	综合	-2.84	房地产	-16.02
传媒	-1.88	公用事业	-1.46	传媒	-11.98
商业贸易	1.58	电子	6.99	钢铁	33.46
医药生物	1.69	机械设备	7.10	采掘	33.69
食品饮料	2.50	国防军工	7.93	化工	36.01
钢铁	4.04	有色金属	9.10	有色金属	50.14
有色金属	6.00	通信	10.35	电气设备	59.55

上周申万 28 个行业中，新冠病毒变异株带来新的不确定性，休闲服务行业受到较大冲击，下跌 5.29%，跌幅最大。同时也导致休闲服务十一月以来的跌幅远远大于其他行业。此外，猪肉价格短暂回升后由于缺乏大幅上涨的基础开始震荡，叠加疫情冲击预期，农林牧渔行业上周也表现不佳，下跌 3.19%，仅次于休闲服务行业。另一方面，受新能源行业带动，有色金属行业今年以来表现不俗，上周单周上涨 6%，涨幅最大。本月以来，整个市场的热点由此前的新能源+周期开始向 TMT、食品饮料、医药等传统基金经理擅长的领域扩散，其中医药生物与食品饮料行业上周分别上涨 1.69%及 2.50%，涨幅居前，而这一扩散效应也使得此前表现不好的大基金净值由负转正。

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、休闲服务、房地产、传媒行业表现较差。后续可以关注受新能源带动的辐射性机会，例如受益于光伏发电及新能源车的部分科技企业；另一方面，减税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。对于医药行业而言，潜在的新一轮疫情可能也会使市场对医药行业进行一定的关注。疫情反复期间，医药行业对疫情带来的不确定性可能会形成对冲效应，但是作为一个受到严监管行业，在基本面并没有完全好转之前，更需要关注行业内的 alpha 机会。

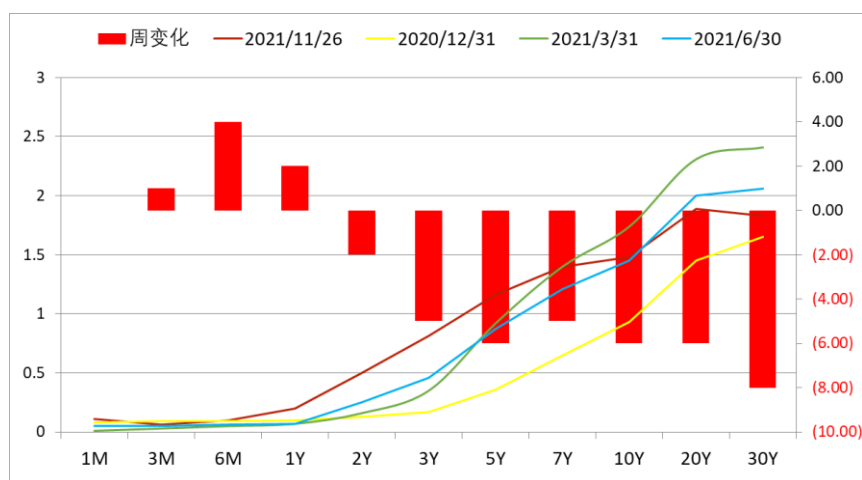
上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	-2	-6	-8	-11	国债	-7	-13	-17	-15	国债	-23	-26	-27	-32
国开债	-2	-8	-7	-8	国开债	-9	-20	-19	-18	国开债	-17	-29	-33	-42
AAA信用债	-3	-3	-4	-	AAA信用债	-4	-14	-11	-	AAA信用债	-37	-43	-37	-
AA+信用债	-2	-3	-4	-	AA+信用债	-6	-14	-10	-	AA+信用债	-47	-67	-63	-
AA信用债	0	-1	-3	-	AA信用债	-1	-12	-6	-	AA信用债	-67	-37	-25	-
AA-信用债	0	-3	-3	-	AA-信用债	0	-12	-5	-	AA-信用债	-44	-19	-14	-

债券市场方面，上周债券整体收涨，其中十年期国债收益率下行幅度最大，达 11BP。一方面反映了上周央行净投放带来的债券市场流动性宽松，另一方面也反映了市场现在对于通胀并没有太大担忧，同时美联储的收紧预期对我国债券也没有造成太大冲击。从券种上看，利率债收益率下行幅度相较于信用债更大。

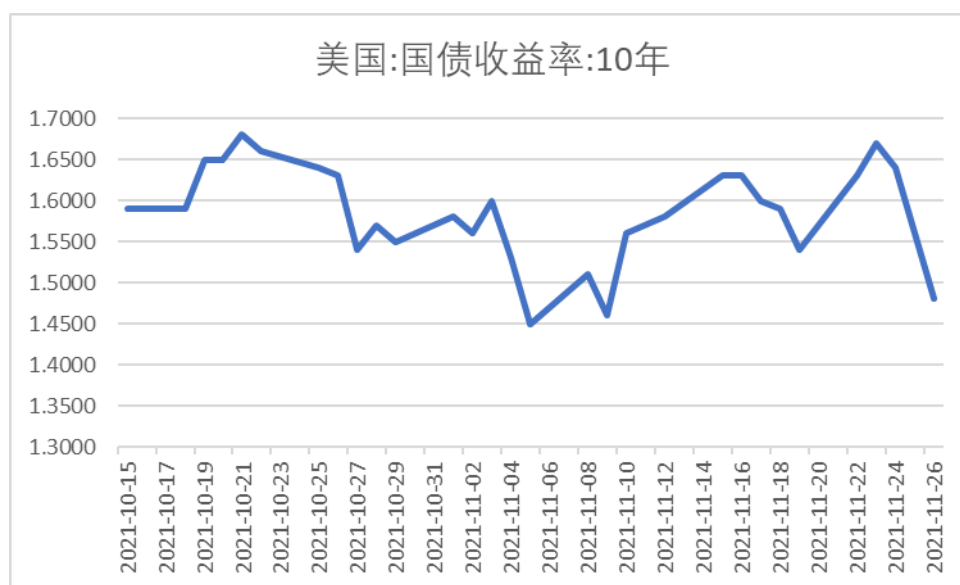
今年以来，债券市场利率整体呈下行走势，其中信用债下行幅度大于利率债，1-5 年期信用债下行 14—67bp 不等。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-3.52	-0.04	20.20
标普小盘600	-3.30	-0.01	23.00
标普中盘400	-3.18	-0.53	20.50
标普500	-2.20	-0.23	22.33
道琼斯工业指数	-1.97	-2.57	14.03

美股方面，上周主要指数均出现了一定幅度的下跌。其中，纳斯达克指数跌 3.52%，跌幅最大；而跌幅最小的道琼斯工业指数及标普 500 指数也分别下跌 1.97%，2.20%。市场可能认为拜登提名更偏鹰派的鲍威尔而非布雷纳德或预示 Taper 会提前结束并产生了明年中期选举前就开始加息的预期，同时也反映了此前美联储的大幅度宽松政策导致美股对于流动性预期可能过于宽松。



债券方面，上周美国国债到期收益率走势小幅分化，其中3个月、6个月，及1年期国债收益率分别上行1BP、4BP，及2BP；而2年及以上期限国债收益率则下行2-8BP不等。整体来看，美债利率延续了上上周出现的短端上行，长端下行的分化情况，但长端下行幅度大于短端上行幅度，呈现出了一定的震荡格局。



三、资产配置观点

指标	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	趋势
PMI	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	2.50	-10.19	3.49	5.14	4.85	3.95	4.15	↘
固定资产投资完成额:累计同比:两年平均	9.50	-6.66	-2.80	-0.53	1.01	1.97	2.18	↗
固定资产投资完成额:制造业:累计同比:两年平均	11.27	-9.18	-5.57	-2.41	-0.71	0.68	1.27	↗
房地产开发投资完成额:累计同比:两年平均	10.27	-0.49	3.03	4.39	5.15	5.29	5.28	↗
社会消费品零售总额:当月同比:两年平均	8.49	-5.47	-2.85	0.18	-0.19	1.25	1.86	↗
社融存量同比	11.70	11.00	11.00	10.70	10.30	10.00	10.00	↘
M2同比	8.10	8.30	8.60	8.30	8.20	8.30	8.70	↗
社融-M2	3.60	2.70	2.40	2.40	2.10	1.70	1.30	↘
CPI当月同比	0.90	1.30	1.10	1.00	0.80	0.70	1.50	拐头向上
PPI全部工业品:当月同比	6.80	9.00	8.80	9.00	9.50	10.70	13.50	高位

指标	2021/10/29	2021/11/5	2021/11/12	2021/11/19	2021/11/26	趋势
高炉开工率:全国	52.07	48.48	49.17	48.62	48.20	↘
	2021/10/10	2021/10/20	2021/10/31	2021/11/10	2021/11/20	
日均产量:粗钢重点企(旬)	187.32	187.47	173.53	179.95	176.28	↘
	2021/10/24	2021/10/31	2021/11/7	2021/11/14	2021/11/21	
当周日均销量:乘用车厂家批发	54,707.00	126,969.00	29,997.00	51,826.00	62,988.00	拐头向上
当周日均销量:乘用车厂家零售	52,419.00	94,395.00	32,707.00	46,288.00	49,224.00	拐头向上

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，外需仍强于内需，部分城市房地产政策开始边际放松，但三季度货币执行报告继续强调房住不炒，政策仅仅微调的背景下房地产行业整体流动性依旧承压，行业信心重建需政策进一步扭转，后期可关注 12 月经济会议定调。基建投资回升进度低于预期，主因地方债发行诉求与用途间存在一定衔接问题，预计随着国常会上周再提部署完善地方政府专项债券管理、优化资金使用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反弹势头。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。短期内应重点关注 Omicron 新毒株对全球经济恢复的扰动，Omicron 传播性更强，但政府反应速度更快，引发的全球传播不见得会超过 Delta，但新毒株或会修正此前全球市场对疫情的乐观预期，放缓各国放松出入境限制的时间，市场对经济复苏预期在此干扰下有所降低。欧美等地防疫措施的再次收紧意味着四季度经济或受一定影响，在此背景下，美联储和全球的紧缩步伐或会受到扰动，恐慌情绪过后全球宽松货币政策的预期或会升温，本次疫情对全球市场的扰动应会小于 Delta。此外，由于国内防疫政策一直比较严格，此前也没有像欧美国家一样全面重新开放，叠加 A 股此前表现较为平稳，预计新毒株在国内大范围传播可能性偏低，A 股应会较快消化情绪扰动，调整幅度应该小于外围市场。目前背景下，仍旧维持对股市的中性偏乐观配置。

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	2.24	2.55	2.68	2.82	国债	0.12	0.11	0.10	0.06
国开债	2.38	2.69	2.93	3.11	国开债	0.12	0.06	0.06	0.05
AAA信用债	2.74	3.05	3.39	-	AAA信用债	0.11	0.07	0.08	-
AA+信用债	2.85	3.21	3.58	-	AA+信用债	0.09	0.06	0.06	-
AA信用债	3.09	3.89	4.36	-	AA信用债	0.10	0.16	0.14	-
AA-信用债	5.44	6.23	6.70	-	AA-信用债	0.28	0.54	0.47	-

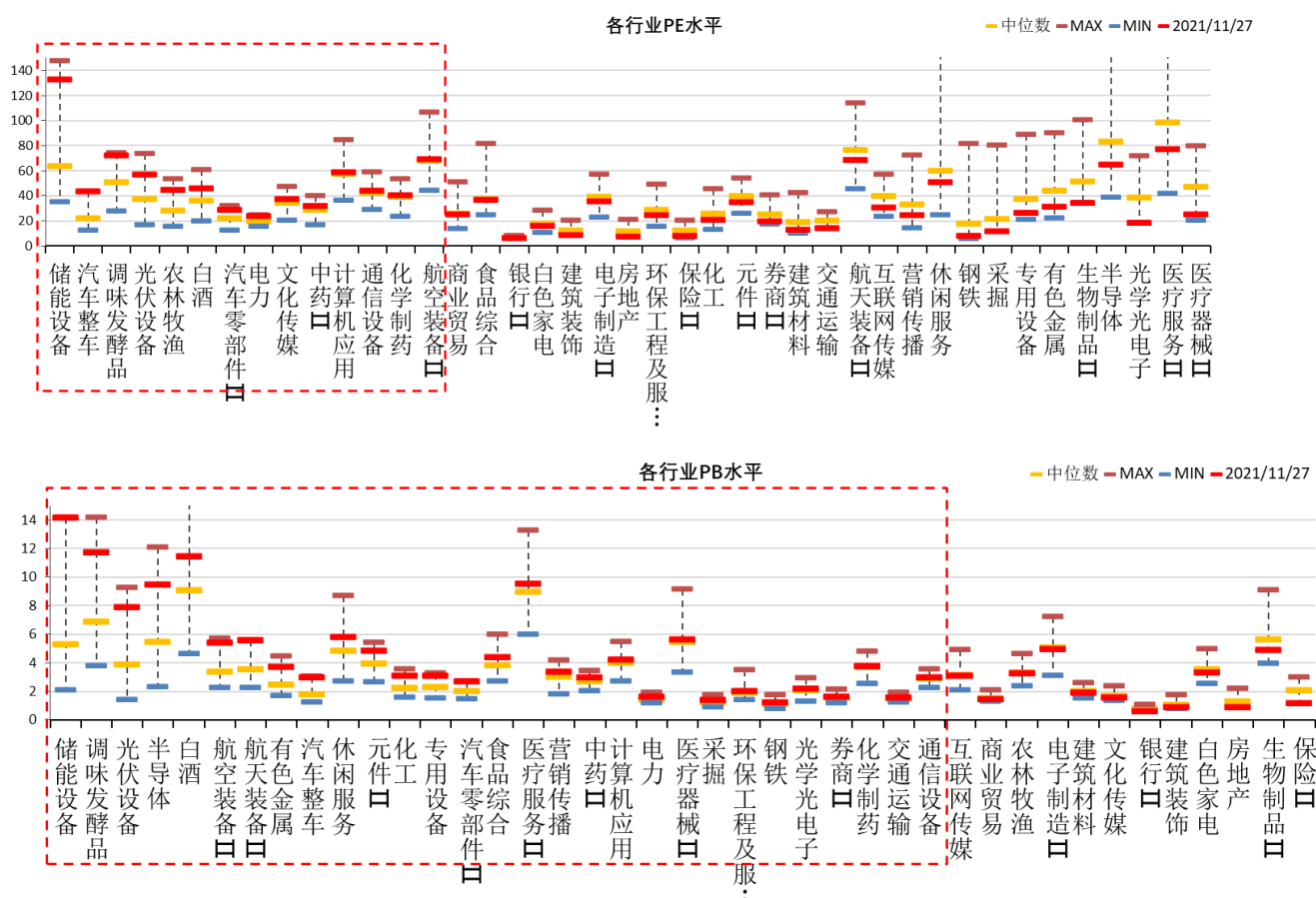
债券市场方面，上周央行合计净投放 1900 亿逆回购，资金面整体偏宽松，债市震荡下行，十年期国债收益率下行至 2.84，一方面与央行持续净投放，银行间流动性宽松有关，另一方面与 Omicron 新毒株引发市场对经济复苏的担忧加

剧有关。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，南非变异病毒的出现使得全球风险偏好降低，且票据利率加速下行显示实体信用扩张暂未形成有效进展或会推动债券利率进一步阶段性下行，考虑到当前流动性宽松程度及疫情严重程度预期低于去年 3 月份，利率或较难下行至去年 2.6 附近，调低债市利率波动下限至 2.8 附近，债市做中性配置。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 2022 年一季度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	10.88	9.39	1.33	6.04	0.53	0.38	0.67	0.66
沪深300	13.12	11.01	1.58	4.48	0.45	0.33	0.56	0.71
中小板指	36.18	24.80	4.25	-0.38	0.89	0.64	0.62	0.54
创业板指	65.56	40.78	8.37	-1.62	0.91	0.86	0.91	0.66
中证500	20.57	16.18	1.98	1.72	0.12	0.12	0.38	0.96
万得全A	19.68	15.46	2.00	1.94	0.55	0.44	0.62	0.60

利润增长预期	2021/3/31	2021/6/30	2021/10/31	2021/11/26	趋势
上证50	2.56	16.34	19.45	19.79	一一
沪深300	7.68	20.33	20.16	19.79	一一
中小板指	33.66	34.66	17.01	13.08	↘
创业板指	45.65	42.11	26.01	21.51	↘
中证500	2.30	47.95	54.49	54.00	一一
万得全A	11.91	29.27	31.34	30.77	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 PE15.46 倍，处于 44%分位水平，股权溢价率 1.94%，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，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配置，疫情扰动下或会有阶段性机会，但也需注意目前位置上下行空间或不是非常大，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、12 月中央经济会议定调、12 月美国 FOMC 定调及新毒株控制情况。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和金融地产

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。鉴于 Omicron 对中国影响可能相对不大且各国政府反应更加及时和充分，疫苗板块短期内或会有一定行情，但整体强度和持续性会远小于去年 3 月份。中期来看，若 Omicron 引发了全球对经济复苏的进一步担忧，欧美发达国家货币政策或会转向宽松，使得国内货币政策宽松的空间更大。此外，若全球供应链再次受新毒株影响而受损，则部分出口供应链及国产替代逻辑链会得到进一步强化。配置上推荐高景气与低估值高确定性板块均衡配置，关注三季报已经验证高景气度、盈利高增、国产替代逻辑在国际关系反复及疫情冲击全球供应链背景下得到强化、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。此外，推荐关注军工板块的配置机会，军工行业逆周期属性较强，经济不确定性增强背景下其成长确定性相对较高。

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。