

混沌天成研究院

宏观组

联系人：周密

☎：15618193697

✉：zhoumi@chaosqh.com

从业资格号：F03088401

## 风格切换或是暂时调整，看好 IC 调整后继续上行

### 观点概述：

宏观：美国非农就业不及预期，但 Taper 节奏或不受影响。国内能源问题遇到政策转机，外贸出口相关制造业或边际好转。地产债务问题仍在继续蔓延，需持续关注。

资金面：北向资金来回不定，新基金发行活跃，开放式基金节前一周加仓抄底。

估值：整体上权益类资产仍然有较高性价比，中证 500ERP 改善趋势明显。行业板块上，大金融估值处于历史低位，前期高估值的化工、有色等周期板块回调明显，食品饮料、电气估值仍然处于较高历史分位。

驱动：看好海外复苏带动周期景气度持续，产业升级仍是国内政策重点支持方向，周期和制造行业行情仍未结束。

### 策略建议：

IC 仍可中长线继续持有：海外复苏还有较大空间，供应链问题利好国产替代，国内对于产业升级方向将会持续支持。风格切换或是短期调整，四季度随着海外消费复苏，通胀、资源短缺等问题还将持续演绎，周期和制造业板块行情有望延续。

### 风险提示：

中美关系，债务危机，经济超预期下行



## 一、宏观

短期恒大事事件仍未落地，后续需关注通胀压力和美债收益率走势。美联储议息会议表态偏鹰，Taper 或只差临门一脚，而在能源短缺和供应链问题加剧背景下，通胀或成为四季度关注的焦点，高通胀或带来超预期紧缩的风险。国内目前恒大事存在较大不确定性，后续需持续关注事情演变，国内下行压力下存在宽信用预期，政策方向仍将持续支持新经济和制造业产业升级。

### 1、国际宏观

疫情新增确诊下降，美国非农就业持续低于预期。美国新增确诊人数继续下降，市场对于疫情看法开始偏乐观。目前影响美联储 Taper 节奏的主要是持续不及预期的就业数据，美国目前空缺职位超过一千万，多于失业人口，影响就业的主要是工作意愿。而目前能源短缺和供应链问题加剧，我们判断未来通胀仍将不断走高。目前的局面下，我们倾向认为美联储 Taper 节奏预计不会受影响，11 月仍将开启 Taper 进程。此外，美债上限问题仍未完全解决，美债收益率上行，中美利差持续缩窄。

图表 1：美国国债收益率 (%)



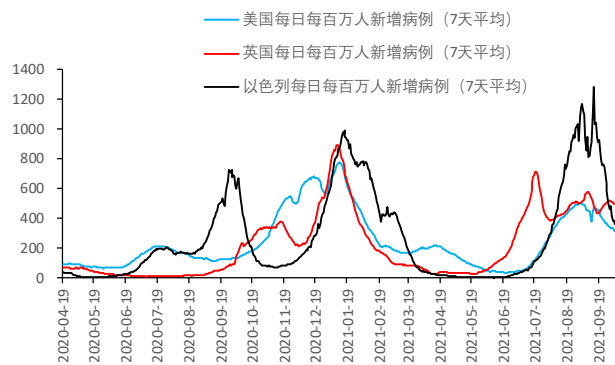
图表 2：中美利差



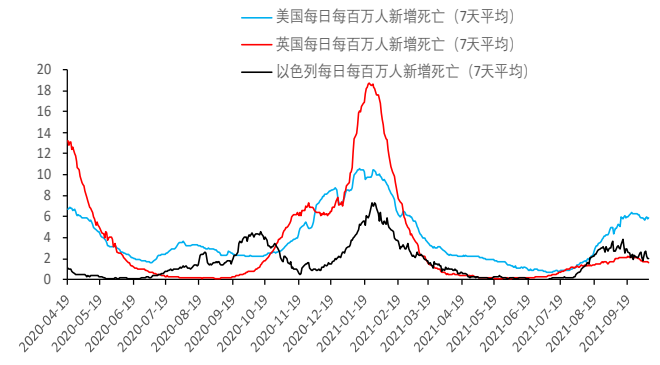
数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 3：美、英、以新增确诊人数 (人数/每百万人)



图表 4：美、英、以新增死亡人数 (人数/每百万人)



数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

### 2、国内宏观

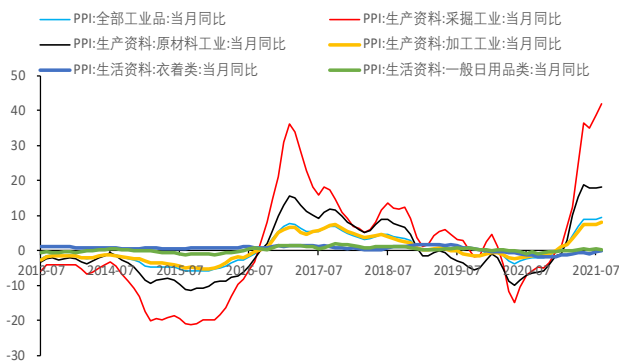
**能源问题出现转机，房企债务问题继续蔓延。**针对前期电力煤炭供应紧张问题，国常会采取了一些列举措，一方面继续推进产煤大省的保供，扩大进口，一方面放开工业用电的上涨空间，其中高能耗行业不受涨幅限制，并且提出纠正地方“一刀切”，“乱作为”。从目前的举措来看，我们认为一些高能耗行业受到的影响或仍将持续，但更下游的尤其出口和消费相关制造业或迎来边际改善，纺织服装等目前有景气上行趋势。

国内另一个值得关注的问题是房企债务问题，花样年华美元债违约再次引发市场对于房企债务的担忧，恒大问题目前仍未有明确解决方案，仍需持续关注。

**政策方向是稳住“老经济”推进“新经济”。**对于地产行业以及传统周期行业，目前政策以稳为主，针对电力问题，目前部位已经派出督导组开展能源保供稳价工作，对恒大问题的处置也将以防范系统性危机为底线。货币政策方面，尽管市场对于下半年宽信用、放松房地产信贷等政策存在一定预期，但在物价压力和“房住不炒”大方针下，力度或有限。财政方面，国常会强调保持宏观政策的连续性和稳定性，做好跨周期调节，预计地方债的发行将提速，利好新基建和水利工程建设相关产业。

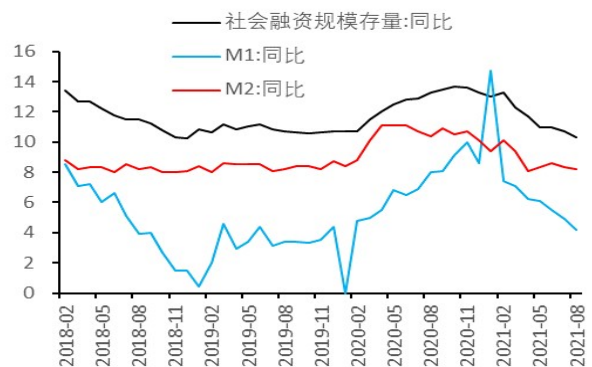
**我们仍然倾向认为，制造业的表现要好于消费端和地产链条。**尤其是国产替代行业。主要原因有两点：1) 国内仍然是全球最为完整的供应链且未受到疫情过大冲击，而海外供应链问题仍未解决，中美贸易战有阶段性缓和迹象，利好出口；2) 国内对于产业升级和绿色转型的决心很大，相关行业将受到持续支持，地产链条和消费端仍处于周期下行阶段。

图表 5：国内 PPI 分项数据



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 6：M1、M2 和社融



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 7：社会消费品零售总额同比 (%)



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 8：国内长期和短期利率 (%)



数据来源：wind，混沌天成研究院

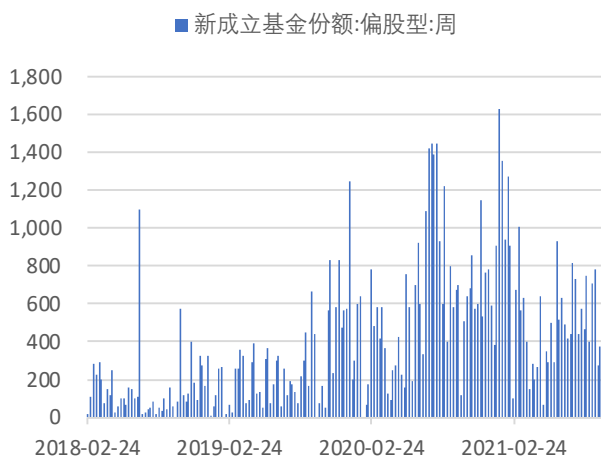
## 二、资金面

目前新基金发行基本面仍向好，节前一周基金仓位回升。最近几个交易日，市场继续在风格之间来回切换，基金进入调仓换股阶段。北向资金来回不定，融资余额降低，IPO 募资压力较轻。但新基金发行仍然火热，开放式基金节前一周加仓抄底，公募基金仍然是整个市场的压舱石。总体来说目前市场处于相对火热的局面，流动性仍然充裕。

### 1、资金流入

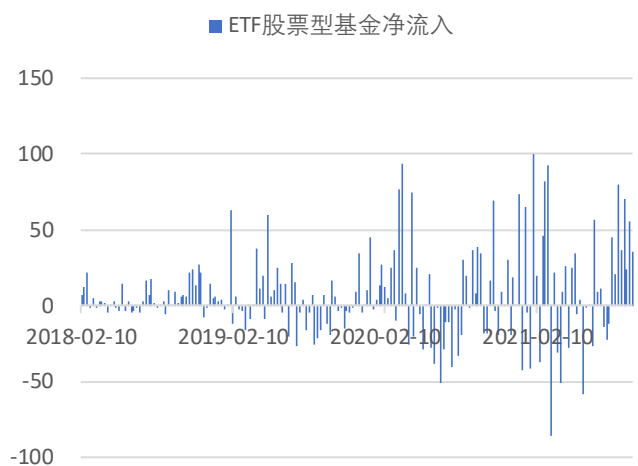
过去五个交易日新成立偏股型公募基金份额为 345 亿，公募基金发行仍然处于火热的状态。本周北向资金流入 44 亿，其中本周五流出 25.72 亿。

图表 9：周度新成立偏股型公募基金份额（亿份）



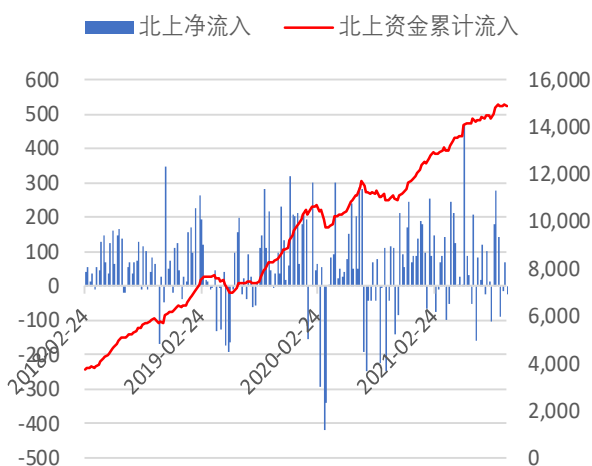
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 10：ETF 股票型基金净流入（亿元）



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 11：北上资金动向（亿元）



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 12：融资余额变动（亿元）

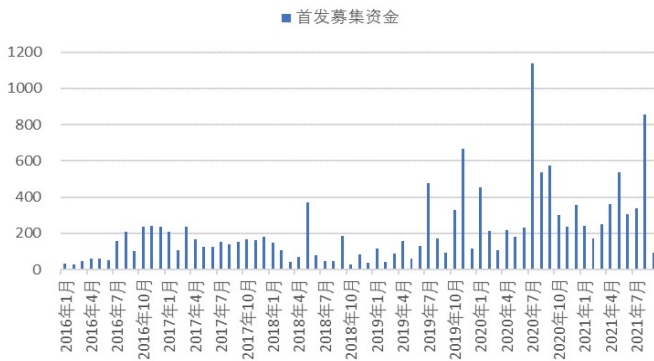


数据来源：wind，混沌天成研究院

### 2、资金流出

9 月 IPO 融资规模较小，重要股东二级市场 9 月至今净减持 228 亿，减持压力环比有所降低。

图表 13: IPO 上市募集资金规模 (亿元)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 14: 产业资本减持 (亿元)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

### 3、基金仓位

节前一周开放式基金仓位回升, 截至 9 月 30 日, 股票投资比例为 64.58%, 环比上上周五小幅上升约 0.96%, 相对过去一年仓位仍处于偏低位置。

图表 15: 开放式基金股票仓位



数据来源: wind, 混沌天成研究院

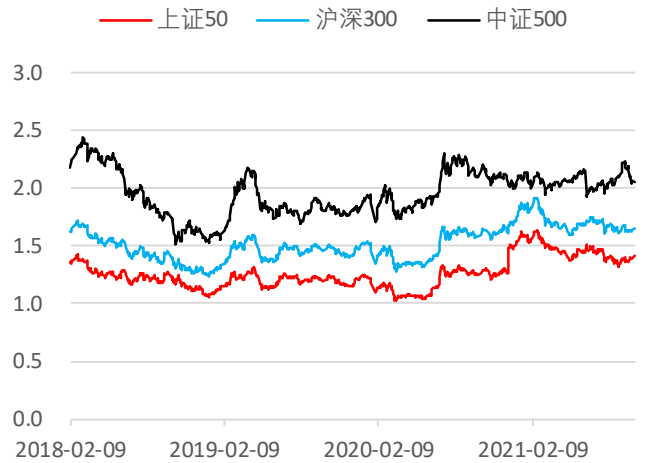
## 三、估值

### 1、整体估值

股指目前估值并不算贵, 相对于固定收益类仍然有吸引力。今年三大股指平均估值水平回落明显, 主要驱动在于企业盈利的改善和权重股的回调。其中中证 500ERP 走高趋势明显, 或将持续吸引资金流入。

图表 16: 三大股指平均市盈率 (TTM)

图表 17: 三大股指平均市净率 (LF)



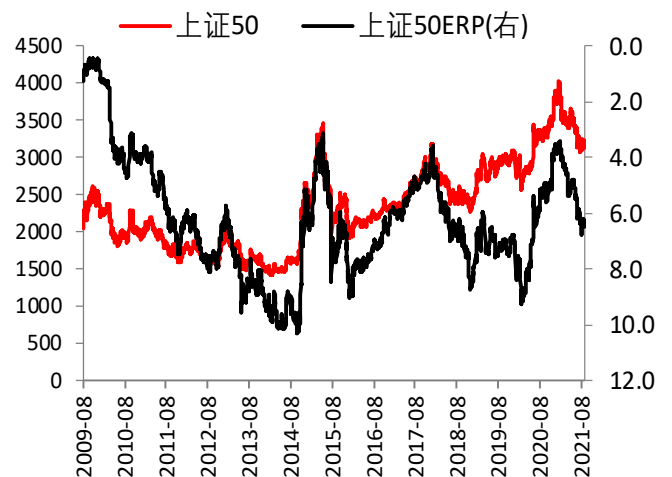
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 18: 上证指数 ERP (%)



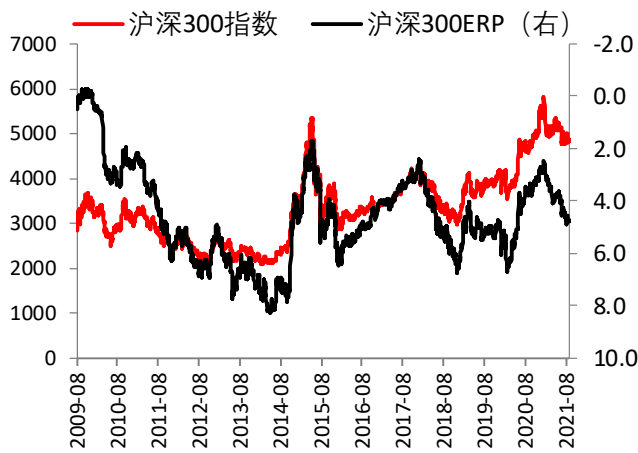
图表 19: 上证50ERP (%)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

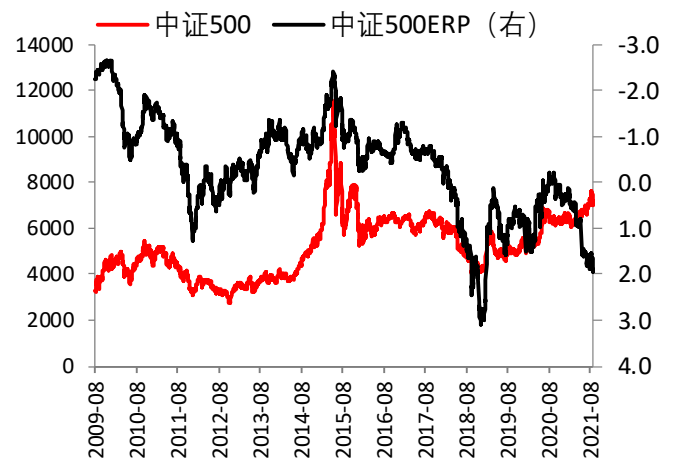
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 20: 沪深 300ERP (%)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 21: 中证 500ERP (%)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

## 2、行业估值

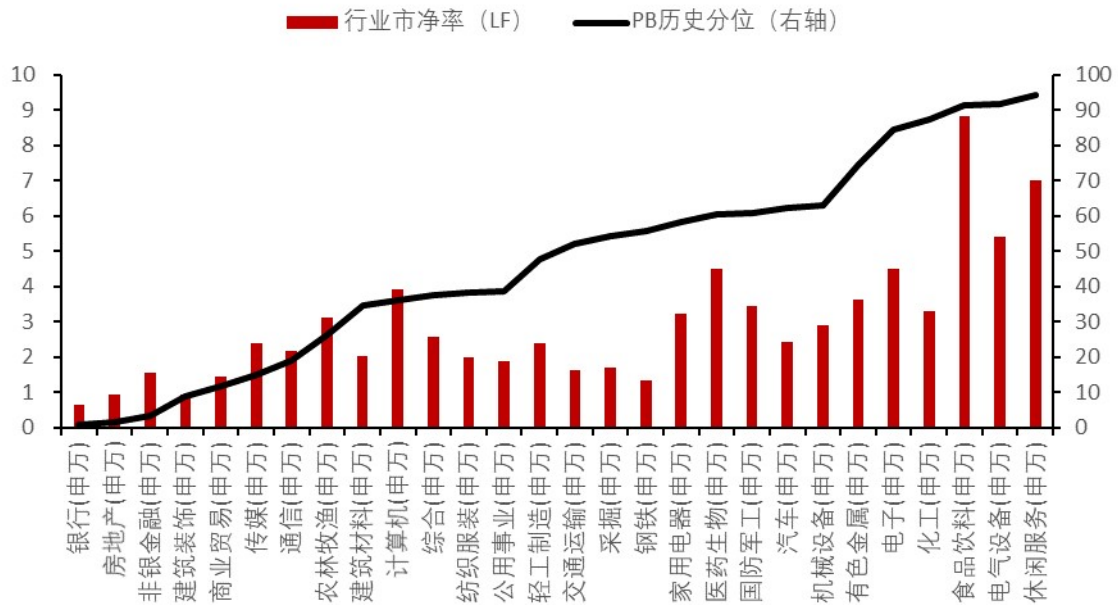
分行业来看，前期高估值行业估值有所下降，食品饮料回升明显。地产，金融，传媒行业处于非常低的历史分位，而电气、化工等行业处于非常高的历史分位，这主要是由于碳中和叠加疫情复为这些板块景气度带来了显著拉动。目前市场对于继续上攻高景气板块，还是进行高低切换配置已经回调的消费医药等板块存在分歧，我们倾向认为在经济触底企稳前，周期、新能源等板块相对于消费地产等行业的景气度优势仍将持续，短期的高低切换只是暂时的调整。

图表 22: 申万一级行业市盈率和历史分位 (历史起始自 2010.1.1)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 23：申万二级行业市盈率和历史分位（历史起始自 2010.1.1）



数据来源：wind，混沌天成研究院

#### 四、股指

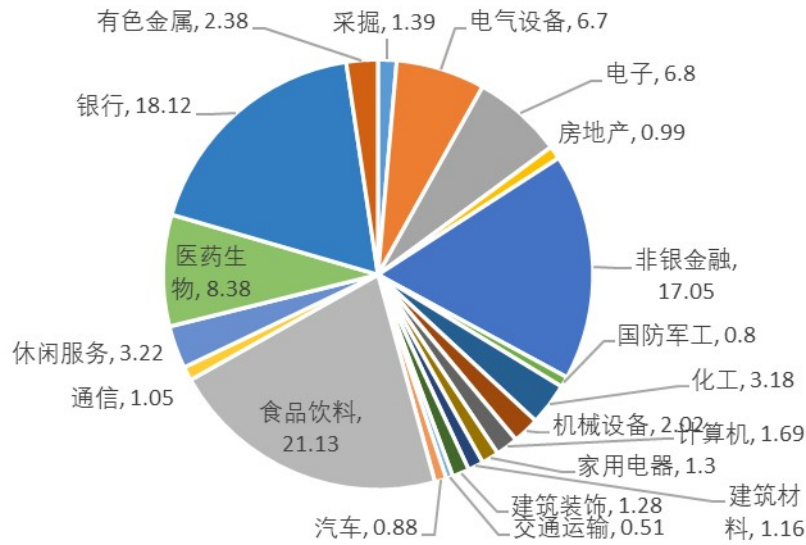
股指行业权重如图所示，IH 主要由两部分构成，大金融板块占比 35%，食品饮料+医药板块占比 30%，电子电气代表的新产业方向占比 13.5%，其余以各类周期和制造业方向为主，占比 21.5%。IF 中金融板块权重为 22%，食品饮料和医药有 22%，电子电气提高至 17%，其余行业比重有 39%。IC 行业非常分散，金融比例降至 5%左右，食品饮料和医药降至 13%，其余分布在各行各业制造业。其中医药、电子、电气三大行业在三大股指中权重较为接近，造成三大指数分化的主要板块为金融、食品饮料（白酒）和周期制造类行业。

从板块走势看，对股指分化造成影响的板块处于较为分化的状态，金融、地产、传媒行业处于长期阴跌阶段，食品饮料和医药处于中线回调阶段，目前有企稳迹象，新能源和上游周期板块在经历大幅上周后均开始回调，显示出市场部分资金开始压住风格切换。

对于未来走势，我们判断如下：1. 大金融板块有企稳上涨趋势，但是恒大事件仍未落地，风险；2. 食品饮料和医药行业长线逻辑在于未来人口老龄化和利率中枢下行趋势的判断，目前市场由于担心消费和医药整体 ROE 下滑因此降低了板块估值，目前回调充分暂时企稳，但上行驱动暂时不明显；3. 新能源为主的电气板块阶段呈现泡沫状态，目前处于回调阶段，后续需要终端持续高增速来消化估值；4. 周期板块短期集体回调，未来或出现分化，与新产业高度相关的周期行业行情或仍未结束。基于以上判断，我们认为 IH、IF 在恒大事件落地前仍方向不明，在权重板块低估值向下空间应该不会太大；IC 制造业板块较多，仍是目前市场关注的主线，预计中线上涨趋势未变。

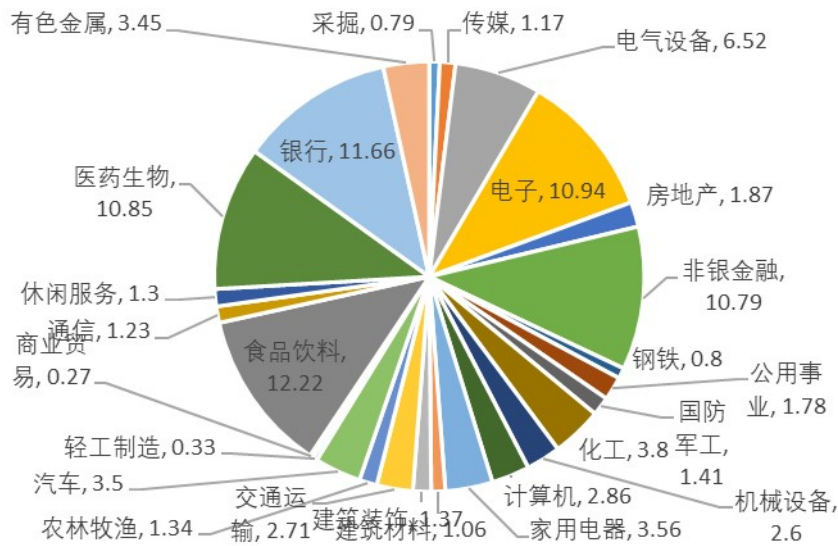


图表 24：上证 50 行业权重构成 (%)



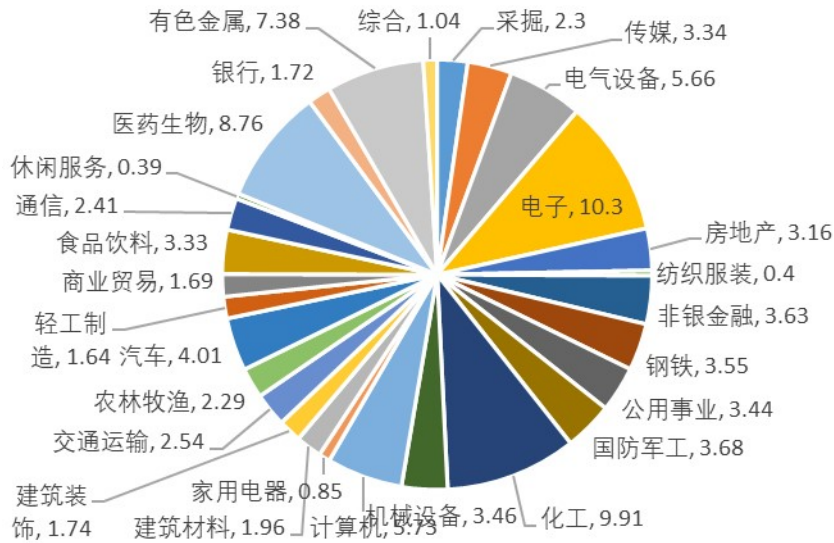
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 26：沪深 300 行业权重构成 (%)



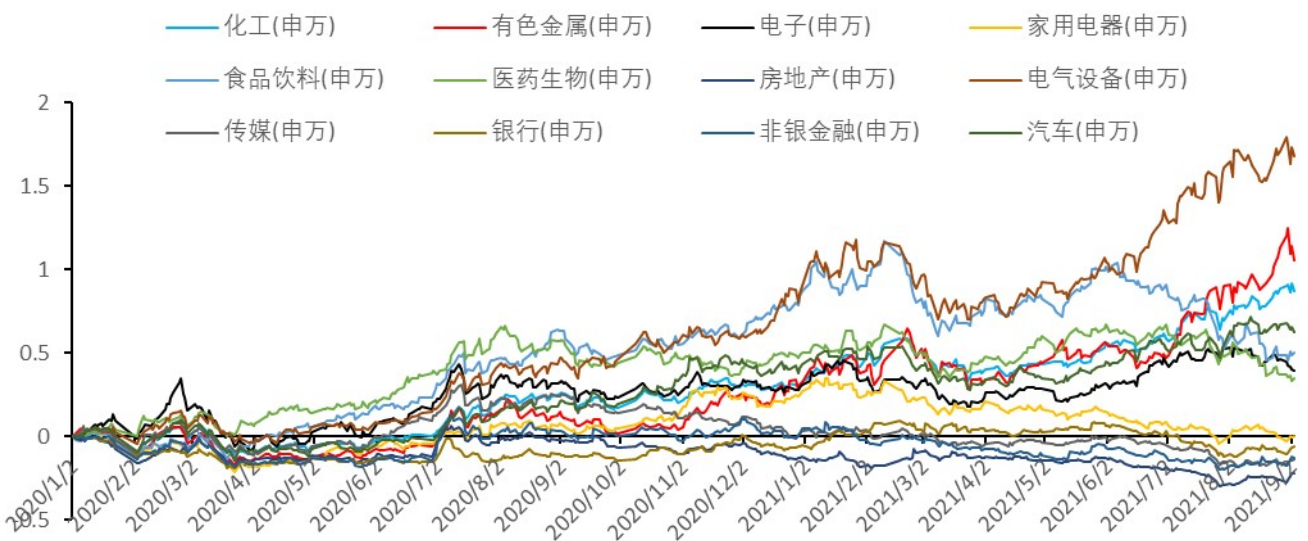
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 27：中证 500 行业权重构成 (%)



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 28：2020 年以来各申万一级子行业市场表现



数据来源：wind，混沌天成研究院

## 五、策略

做多 IC： IC 尽管在周期板块带动下短期出现调整，但我们认为在国内消费下行和国外复苏的背景下，风格切换或只是暂时调整，周期板块景气度未来仍将强于消费金融板块，我们看好周期复苏、国产替代、和新能源方向的中长线持续性行情。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。