

## 房地产周期转弱，产业转型仍然是主线

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

### 观点概述：

**宏观：**美联储加息预期加强，国内地产数据全面走弱，若信贷放松将有利于股市资金面。美国目前就业仍未恢复，但通胀不断上行，鲍威尔最新发言加强了市场对美联储加息的预期。国内房地产数据全面走弱，而消费动能难以回升，预计后续资金需求将走弱，国内若宽信用将更有利于资本市场。相比传统周期，国内更加重视的仍然是产业升级方向。

**资金面：**本周北向资金大幅流入 233 亿，市场有回暖迹象。流出方面，IPO 环比上月有所提速，但压力相比前期高点仍然较轻，整体资金面边际好转。

**估值：**整体上权益类资产仍然有较高性价比，中证 500ERP 前期和股指走势背离，性价比凸显。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：**IC 本周先回升后回调，主要是碳中和主线受到 G20 会议传言和动力煤大跌扰动，但我们认为气候政治大方向不会改变，未来巨量投资仍将聚焦于碳中和方向，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。

### 风险提示：

中美关系，债务危机，经济超预期下行



## 一、宏观

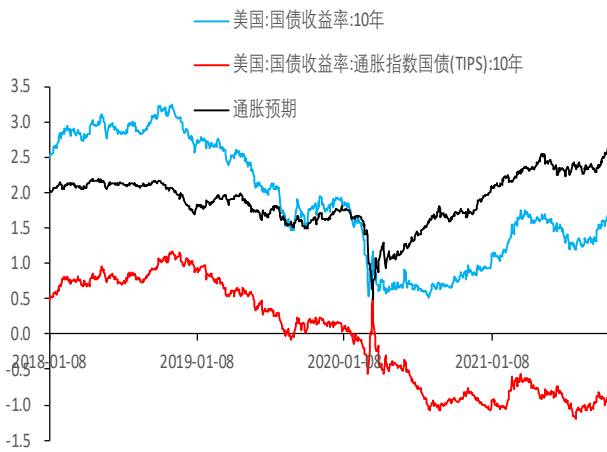
**美联储加息预期加强，国内地产数据全面走弱，若信贷放松将有利于股市资金面。**美国目前就业仍未恢复，但通胀不断上行，鲍威尔最新发言加强了市场对美联储加息的预期。国内房地产数据全面走弱，而消费动能难以回升，预计后续资金需求将走弱，国内若宽信用将更有利于资本市场。

### 1、国际宏观

**通胀持续上行，加息预期提前。**疫情方面美国新增确诊人数继续下降，但英国新增感染人数仍在上升，新的 AY.4.2 变种引发关注。美国通胀预期不断上行，带动名义利率提升。目前对美联储的关注焦点已从 taper 转向加息，本周鲍威尔表示如果出现通胀预期持续走高的风险，将动用工具稳定价格，暗示了加息的可能，市场对于加息时间表的预期提前到了 2022 年。

图表 1：美国实际利率和通胀预期走势 (%)

图表 2：中美利差

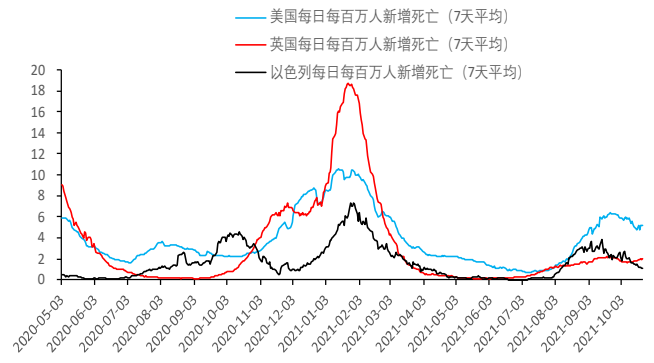
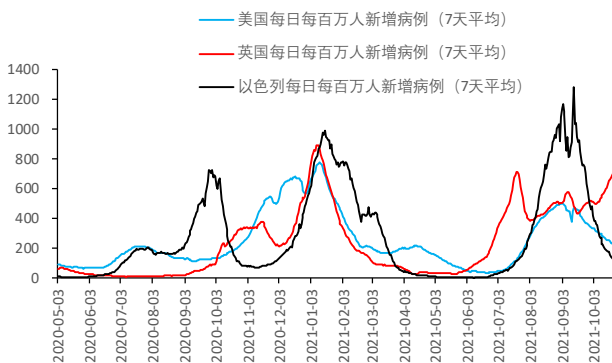


数据来源：wind，混沌天成研究院

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

**地产数据全面走弱，紧信用将面临拐点。**9月房地产开工、拿地、竣工数据全面走弱，要防止系统性风险，信用边际宽松预期增强。而在社零虽然有所回升，但整体增速仍慢，内需动能缺

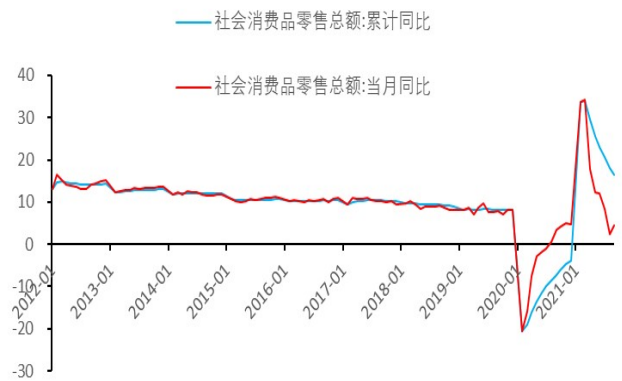
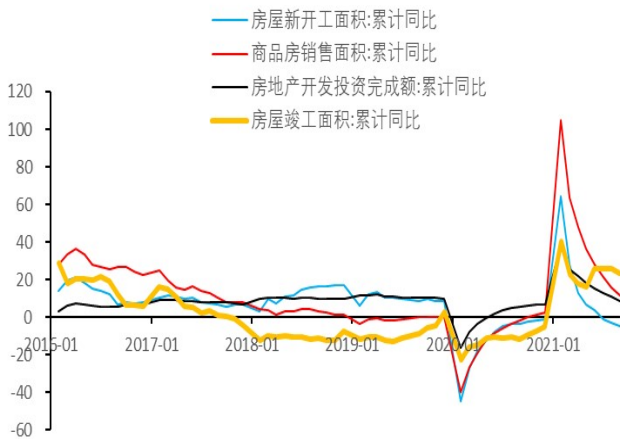
失。在这种局面下，未来实体资金需求或持续偏弱，宽信用将有利于股市。

**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，以防范系统性危机为底线。货币政策方面，尽管信贷放松存在一定预期，但在物价压力和“房住不炒”大方针下，力度或有限，国内政策端仍然优先支持产业升级和制造业。

我们仍然倾向认为，**制造业的表现将持续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：国内房地产数据 (%)

图表 6：社零增速 (%)

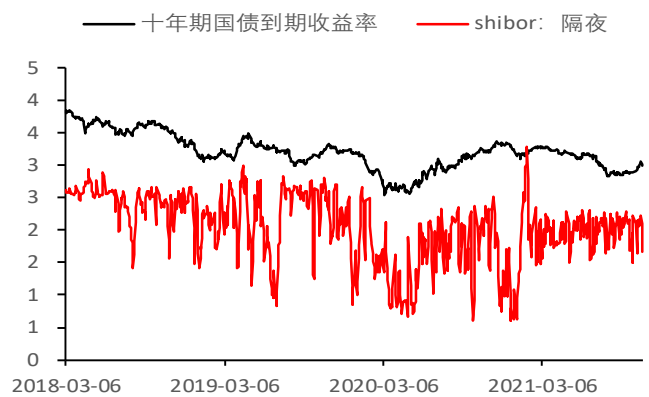
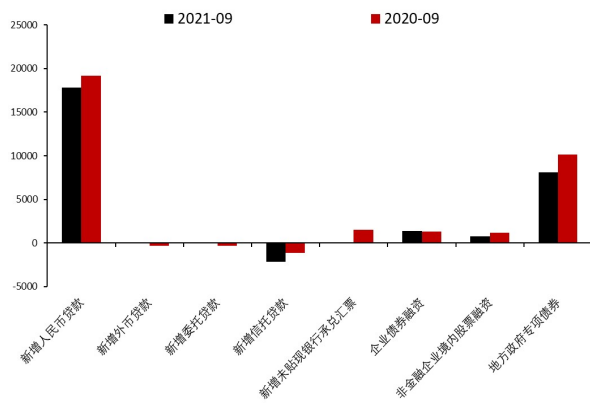


数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 7：社融分项数据 (亿元)

图表 8：国内长期和短期利率 (%)



数据来源：wind，混沌天成研究院

数据来源：wind，混沌天成研究院

## 二、资金面

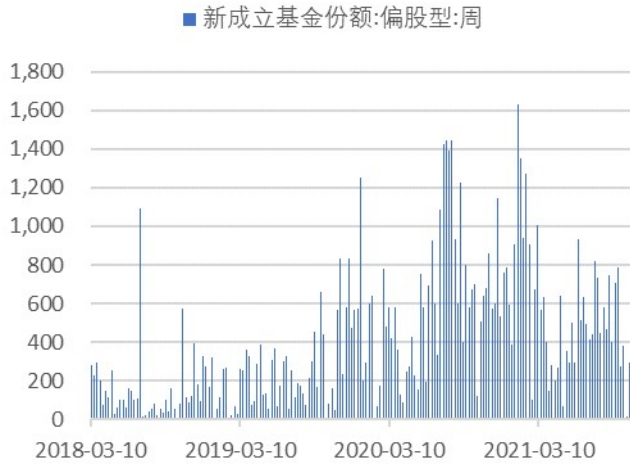
本周北向资金大幅流入 233 亿，市场有回暖迹象。流出方面，IPO 环比上月有所提速，但压力相比前期高点仍然较轻，整体资金面边际好转。

### 1、资金流入

过去一周新成立偏股型公募基金份额为 84 亿，与上周基本持平，国庆节后相比节前偏股型基

金发行有所放缓。本周北向资金净流入 233 亿，融资余额上升 155 亿，股市整体上资金面回暖。

图表 9：周度新成立偏股型公募基金份额（亿份）



图表 10：北上资金动向（亿元）



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 11：北上资金动向（亿元）



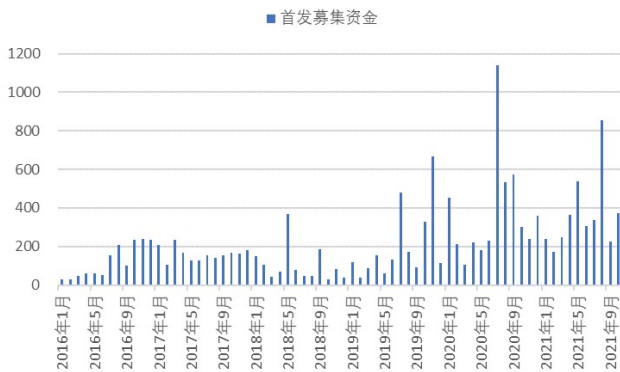
数据来源：wind，混沌天成研究院

## 2、资金流出

10 月 IPO 融资相比 9 月提速，目前共融资 371 亿资金。重要股东二级市场 9 月至今净减持 57.7 亿，减持压力环比有所降低。

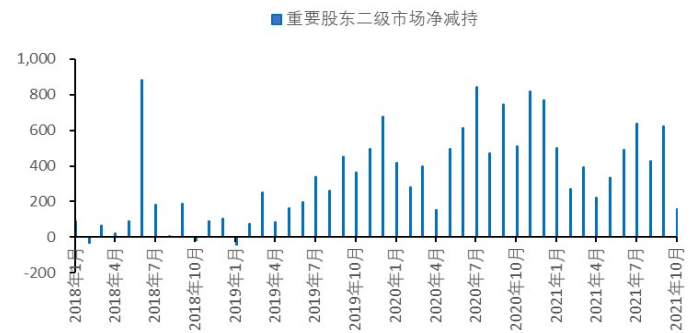


图表 13: IPO 上市募集资金规模 (亿元)



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

本周开放式基金仓位相比上周有所下降, 截至 10 月 21 日, 股票投资比例为 63.43%, 环比上上周五下降约 0.53%, 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

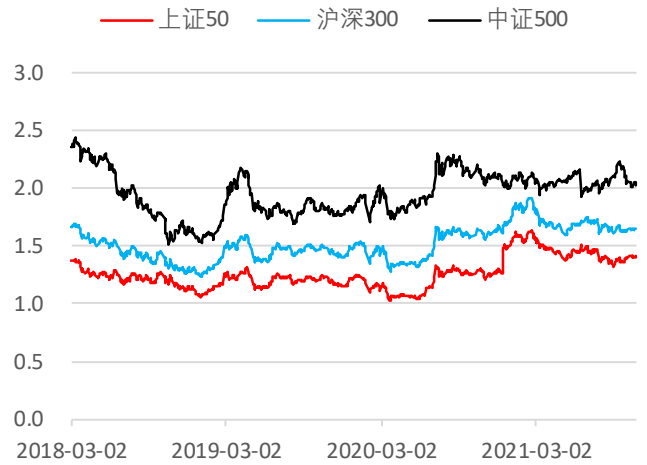
### 1、整体估值

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 近期走势背离明显, 业绩改善但指数调整, 价值凸显。

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)



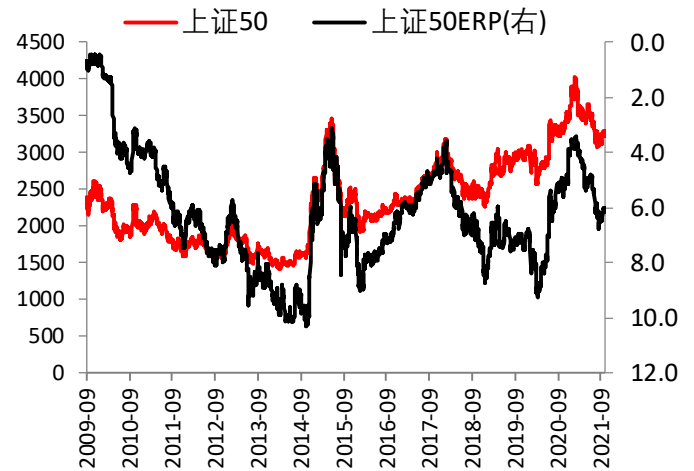
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 18: 上证指数 ERP (%)



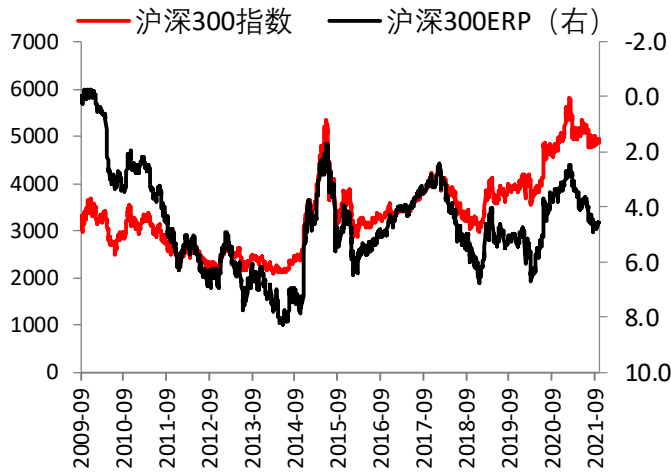
图表 19: 上证 50ERP (%)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

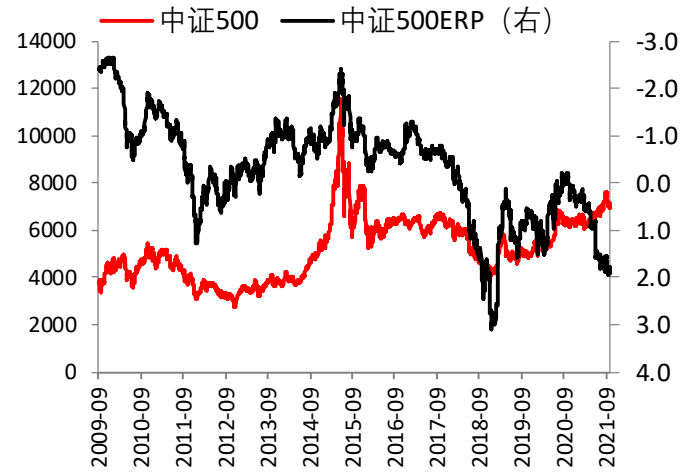
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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。

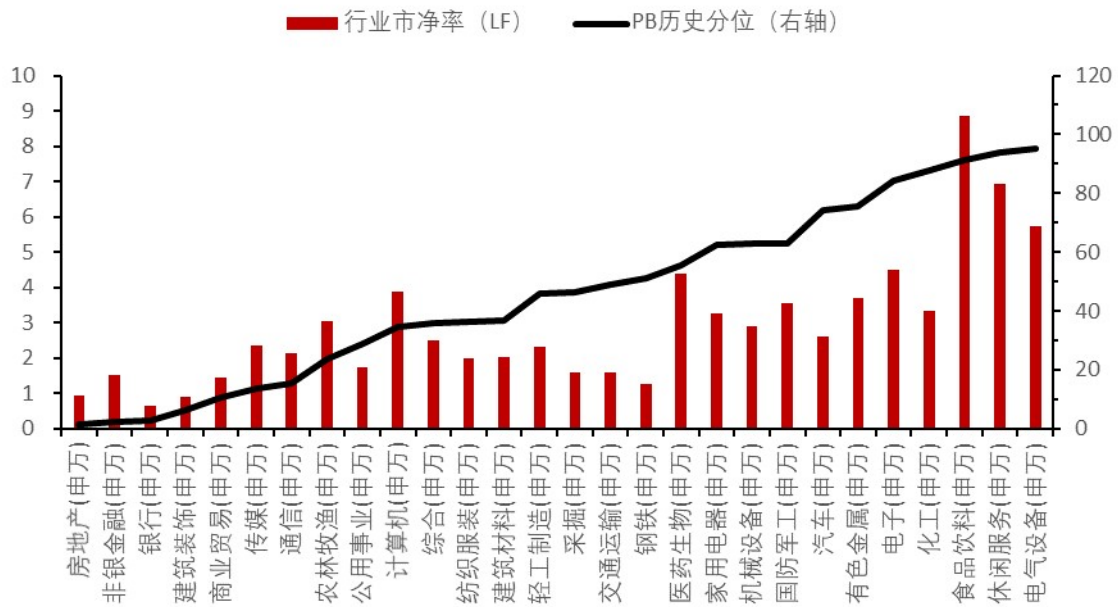
图表 22: 申万一级行业市盈率和历史分位 (历史起始自 2010.1.1)



数据来源: wind, 混沌天成研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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

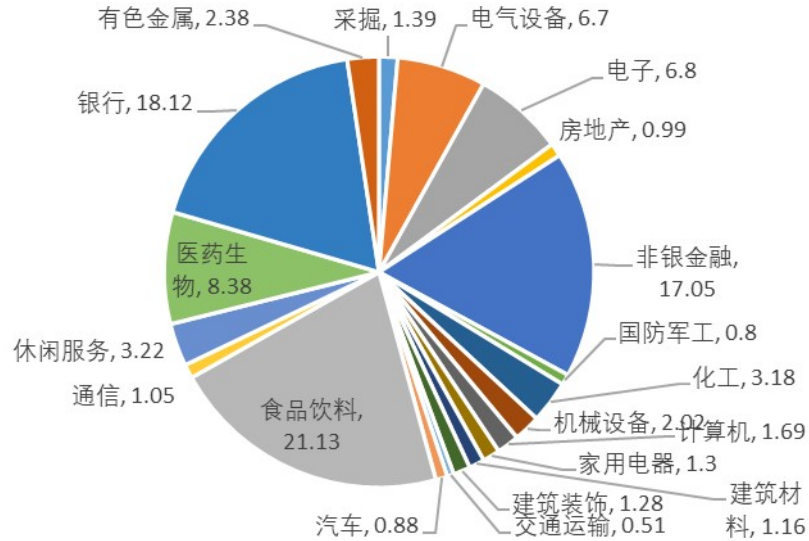
股指行业权重如图所示，IH 主要由两部分构成，大金融板块占比 35%，食品饮料+医药板块占比 30%，电子电气代表的新产业方向占比 13.5%，其余以各类周期和制造业方向为主，占比 21.5%。IF 中金融板块权重为 22%，食品饮料和医药有 22%，电子电气提高至 17%，其余行业比重有 39%。IC 行业非常分散，金融比例降至 5%左右，食品饮料和医药降至 13%，其余分布在各行各业制造业。其中医药、电子、电气三大行业在三大股指中权重较为接近，造成三大指数分化的主要板块为金融、食品饮料（白酒）和周期制造类行业。

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、传媒行业处于低位，食品饮料和医药中期回调后目前重回升势，新能源和上游周期板块前期大幅回调，目前有所企稳。

市场在宏观上存在较大分歧，主要存在两种不同的预期：一是未来走向宽信用为经济下行托底，原材料上涨在需求下行下不可持续，这将利好茅台、科技等板块估值提升。二是滞涨压制货币政策空间，上游资源稀缺带来的高景气继续演绎，这种局面下周期仍将好于成长好于消费。基于对宏观的判断，我们更倾向后一种逻辑，周期和新能源在此轮由能源转型带来的大周期中在未来一段时间将持续好于消费，经过前期剧烈调整后，周期和新能源板块或重回主线。

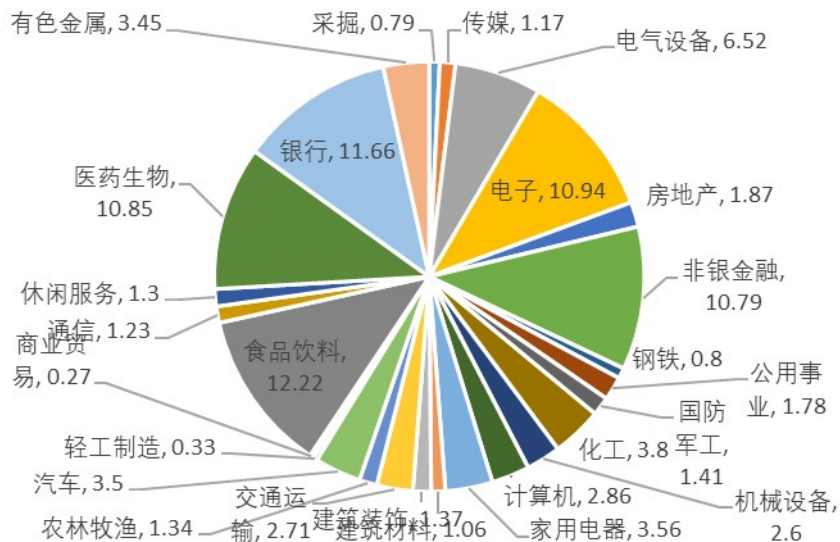


图表 24：上证 50 行业权重构成 (%)



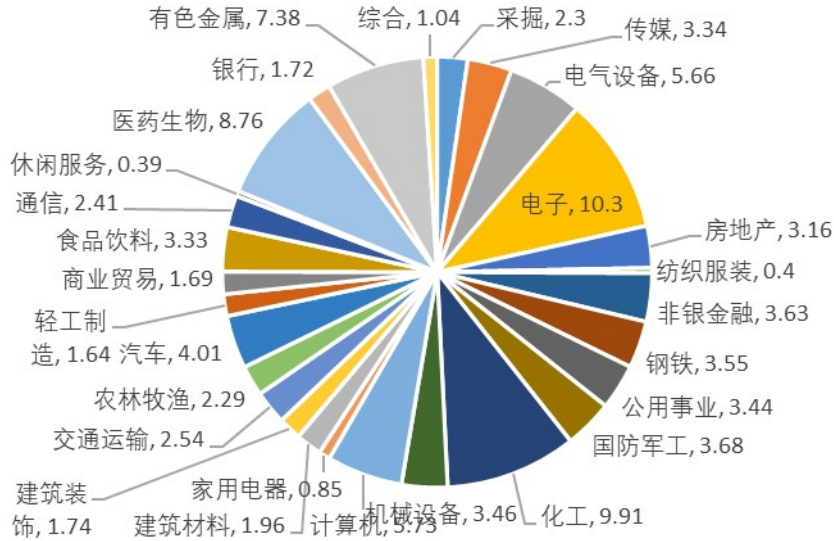
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 26：沪深 300 行业权重构成 (%)



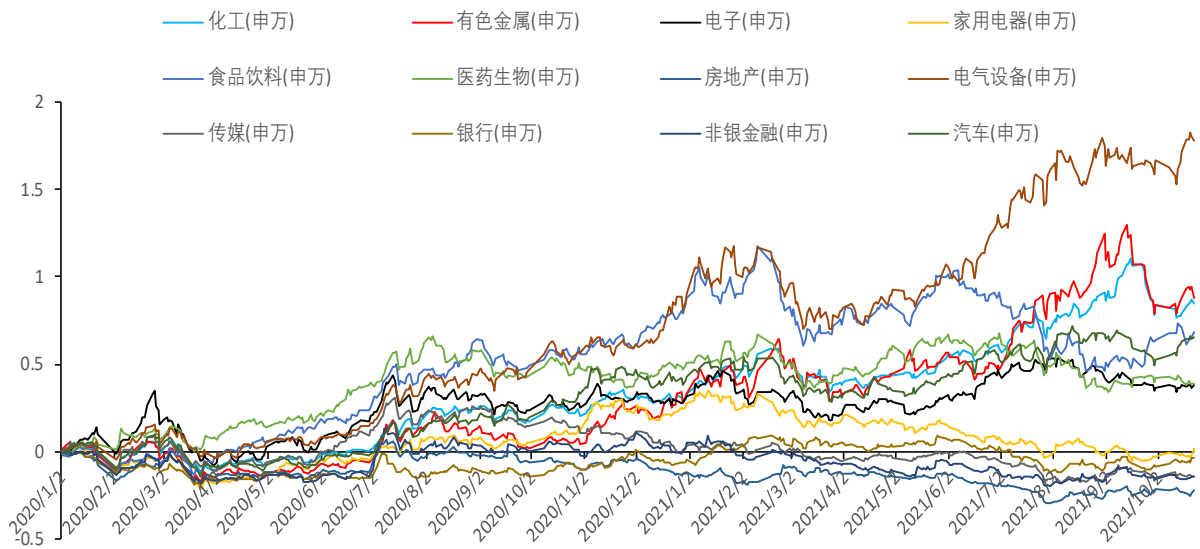
数据来源：wind，混沌天成研究院

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 本周先回升后回调，主要是碳中和主线受到 G20 会议传言和动力煤大跌扰动，但我们认为气候政治大方向不会改变，未来巨量投资仍将聚焦于碳中和方向，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。