

下行压力拖累指数，TMT 板块活跃

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：美国通过基建法案，同时辉瑞发布新药，新的非农数据好于预期，海外复苏前景向好。国内目前面临经济下行的现实，地产企业资金面紧张，市场仍在等待货币和财政托底政策信号。

资金面：本周偏股型公募基金发行减少，而流出压力有所增加，开放式基金仓位处于历史偏低水平，市场资金面偏紧。

估值：整体上权益类资产仍然有较高性价比，行业板块上，地产、银行、传媒仍然处于历史低位，化工、有色等周期板块估值明显回调，汽车电气板块代表新能源方向估值处于高位

驱动：新能源板块仍有中长线动能，TMT 板块开始活跃。

策略建议：

做多 IF：国债期货开始走高，经济下行压力带来无风险收益率下降，有利于业绩稳定龙头公司估值提升，但仍需等待社融企稳才是更好的做多时机。

风险提示：

中美关系，债务危机，经济超预期下行



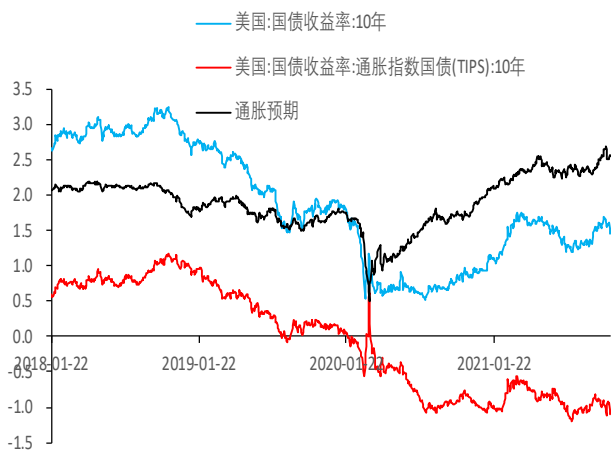
一、宏观

海外复苏预期增强，国内等待托底政策。美国通过基建法案，同时辉瑞发布新药，新的非农数据好于预期，海外复苏前景向好。国内目前面临经济下行的现实，地产企业资金面紧张，市场仍在等待货币和财政托底政策信号。

1、国际宏观

辉瑞新药+基建法案通过，美国经济进一步复苏可期。疫情方面美国新增确诊人数继续下降，辉瑞新出的口服特效药临床试验效果较好，市场对于疫情看法更加乐观。美国10月非农新增53.1万人，好于预期，就业市场在疫情补贴逐渐退出后有好转迹象。此外，众议院通过5500亿美元基建法案，预计美股经济将加速复苏。

图表 1：美国实际利率和通胀预期走势（%）



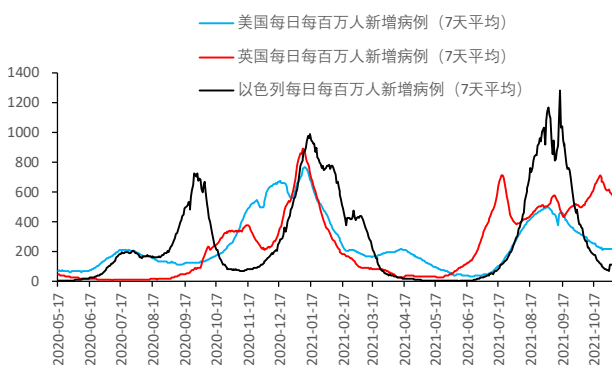
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 2：中美利差



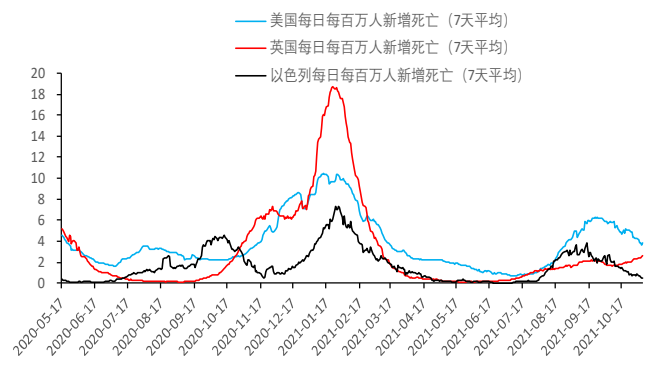
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 3：美、英、以新增确诊人数（人数/每百万人）



数据来源：wind，混沌天成研究院

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

2、国内宏观

地产消费持续下行，政策托底仍需等待。房地产开工、拿地、竣工数据全面走弱，地产开发商现金流紧张，目前对于房地产短期信贷上有边际放松，但房产税试点的提出或继续降低行业预期，地产周期或难有反转。另一方面，发改委密集举措调控煤炭价格，前期因限电能耗双控暴涨

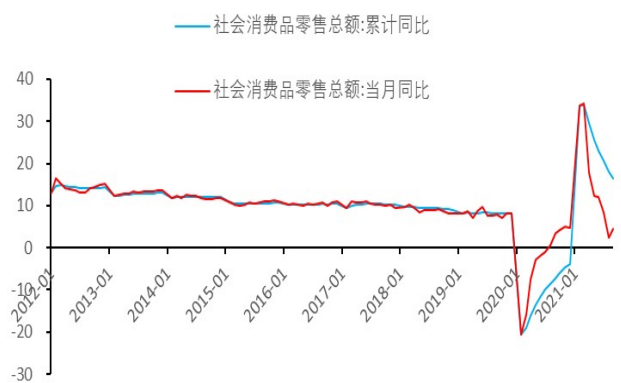
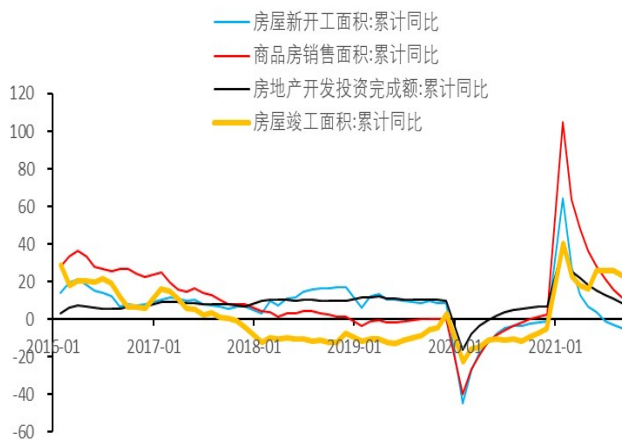
的大宗商品多有大幅回调，市场也开始更加看空需求预期。目前国内内需动能不足，高景气领域集中于外贸、新能源、产业升级等特定领域。

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 (%)

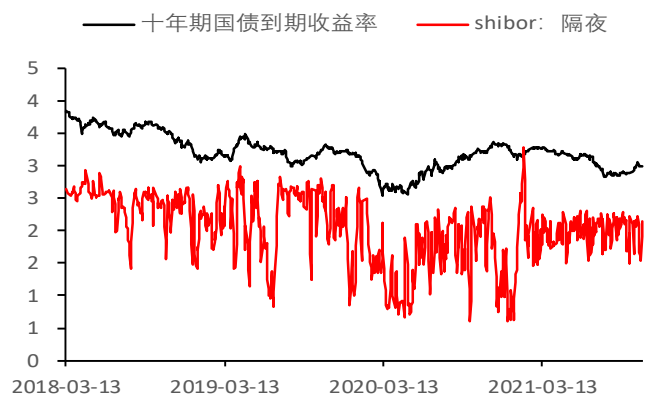
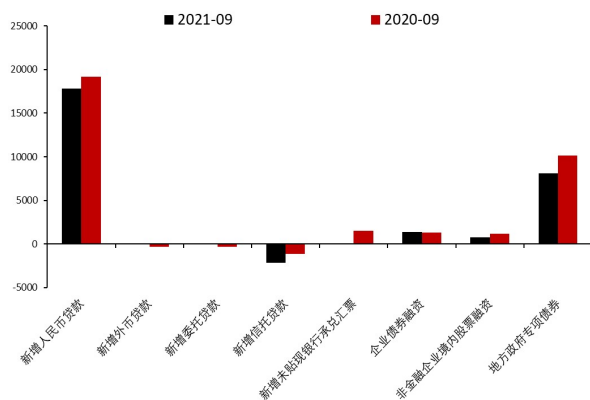


数据来源：wind，混沌天成研究院

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

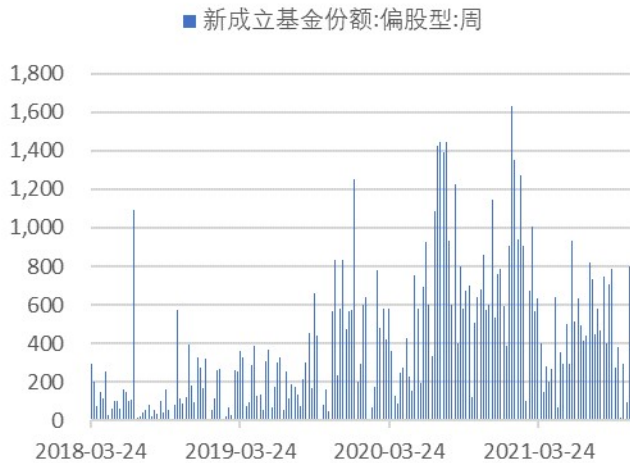
二、资金面

本周偏股型公募基金发行减少，而流出压力有所增加，开放式基金仓位处于历史偏低水平，市场资金面偏紧。

1、资金流入

过去一周新成立偏股型公募基金份额为 280.5 亿，相比上周下滑明显。本周北向资金净流入 44 亿，融资余额上升 4 亿，股市整体上资金流入有所收紧。

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）

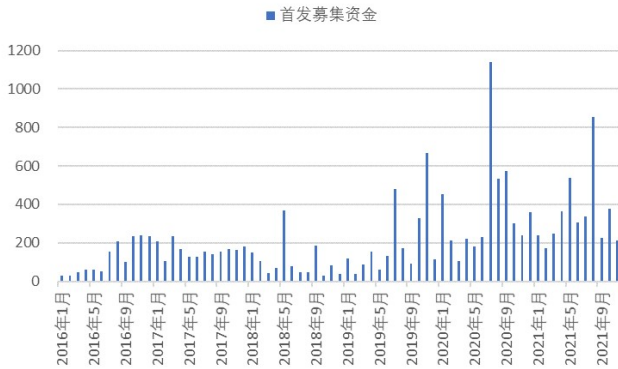


数据来源：wind，混沌天成研究院

2、资金流出

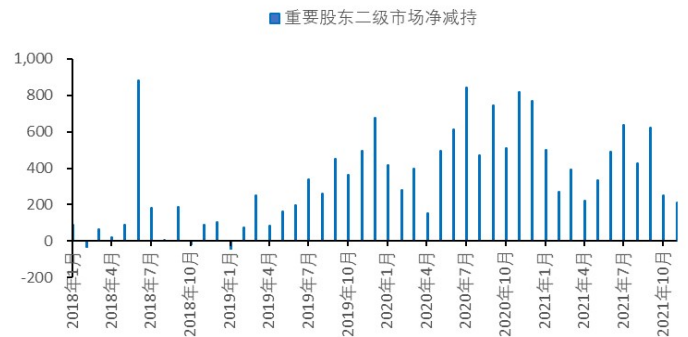
11 月第一周 IPO 融资速度有所提高，共融资 210 亿资金。重要股东二级市场上周净减持 211 亿，减持压力环比升高。

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)

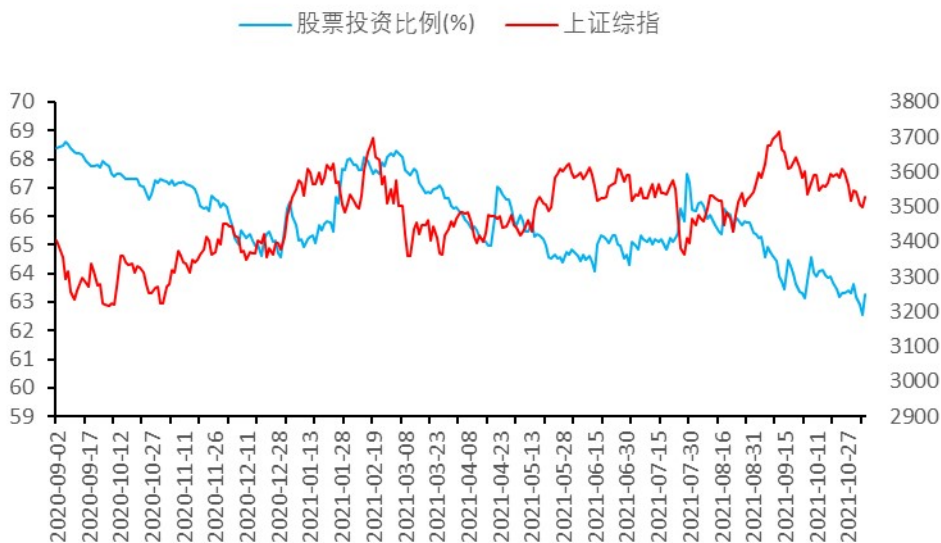


数据来源: wind, 混沌天成研究院

3、基金仓位

本周开放式基金仓位先降再升, 截至 11 月 4 日, 股票投资比例为 63.27%, 环比上上周五下降约 0.34%, 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



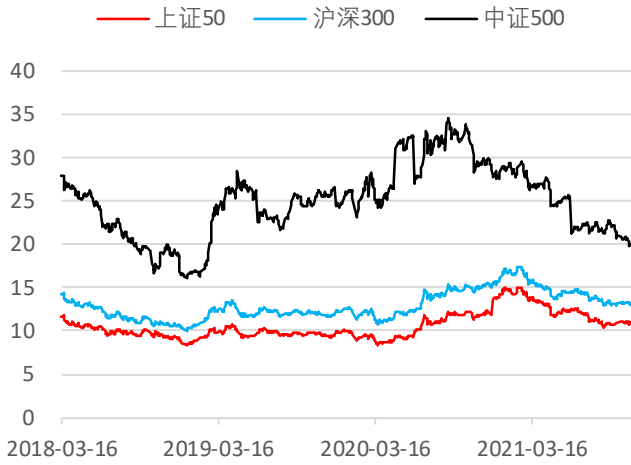
数据来源: wind, 混沌天成研究院

三、估值

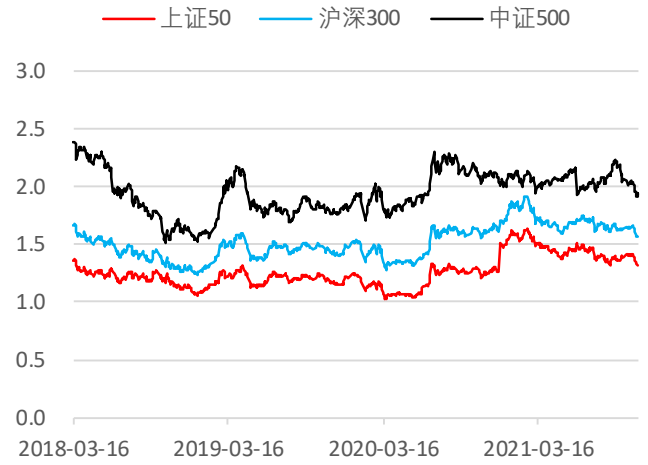
1、整体估值

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)



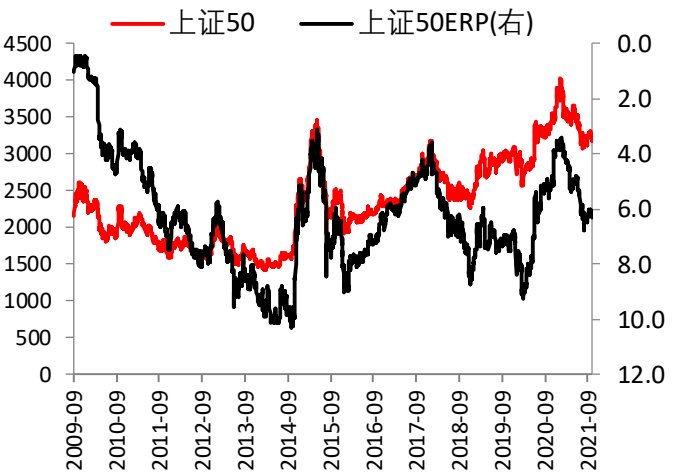
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 18: 上证指数 ERP (%)



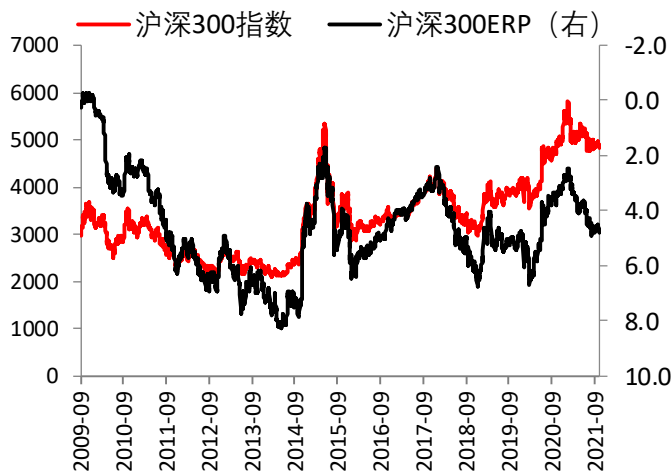
图表 19: 上证 50ERP (%)



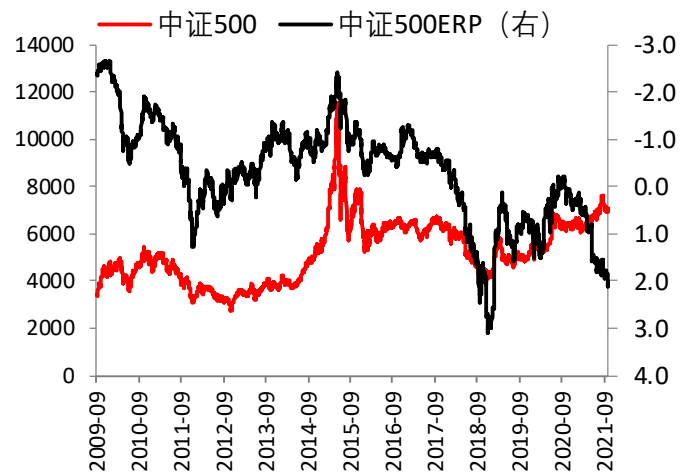
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 20: 沪深 300ERP (%)



图表 21: 中证 500ERP (%)



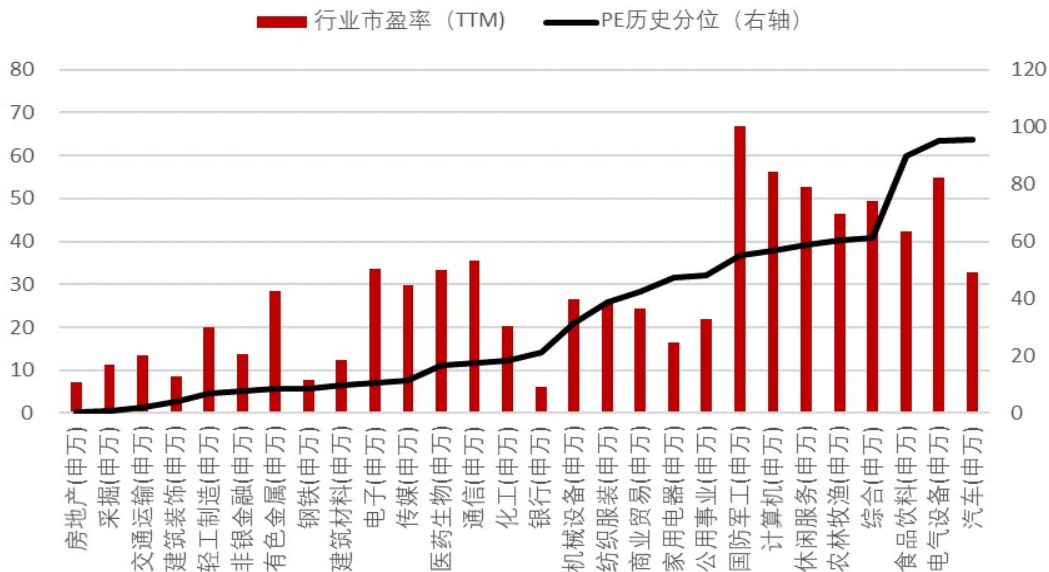
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

2、行业估值

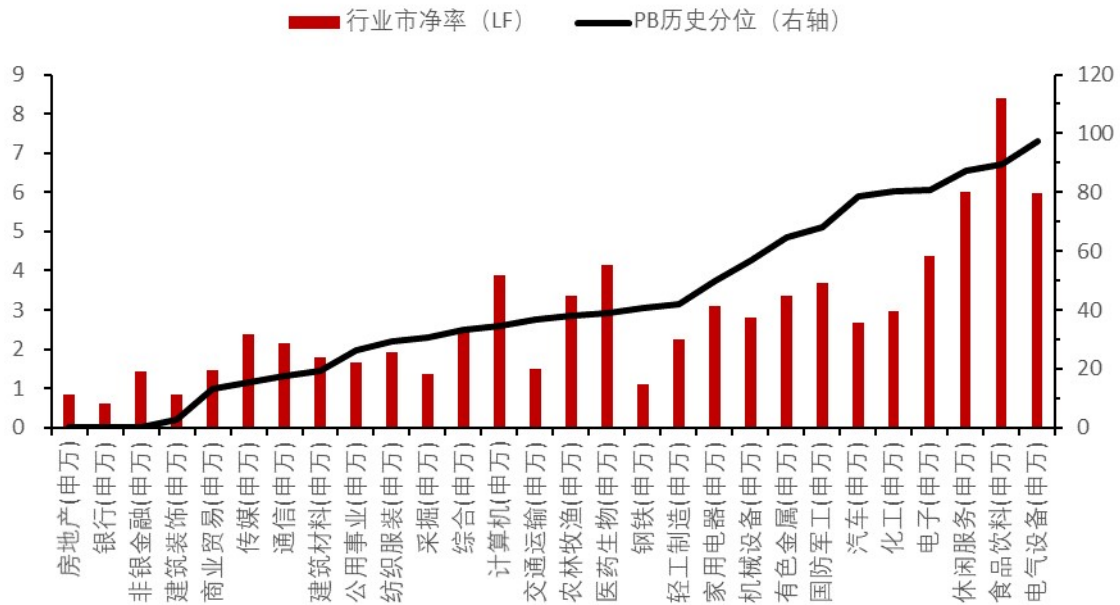
分行业来看，前期高估值行业估值有所下降，食品饮料回升明显。地产，金融，传媒行业处于非常低的历史分位，化工有色等周期板块尽管 PB 分位较高，但 PE 分位已大幅降低，主要是由于三季度业绩上行和股价回调之间的背离。新能源汽车、光伏设备为代表的新能源仍然是估值最高的板块，继续强者恒强的逻辑。目前市场对于继续上攻高景气板块，还是进行高低切换配置已经回调的消费医药等板块存在分歧，我们倾向认为在经济触底企稳前，新能源板块、产业升级方向相对于消费地产等行业的景气度优势仍将持续。

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）



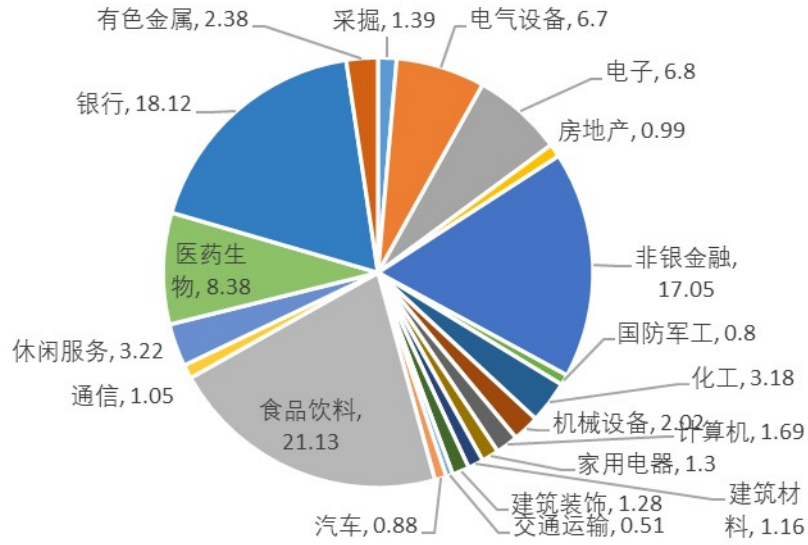
数据来源：wind，混沌天成研究院

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。

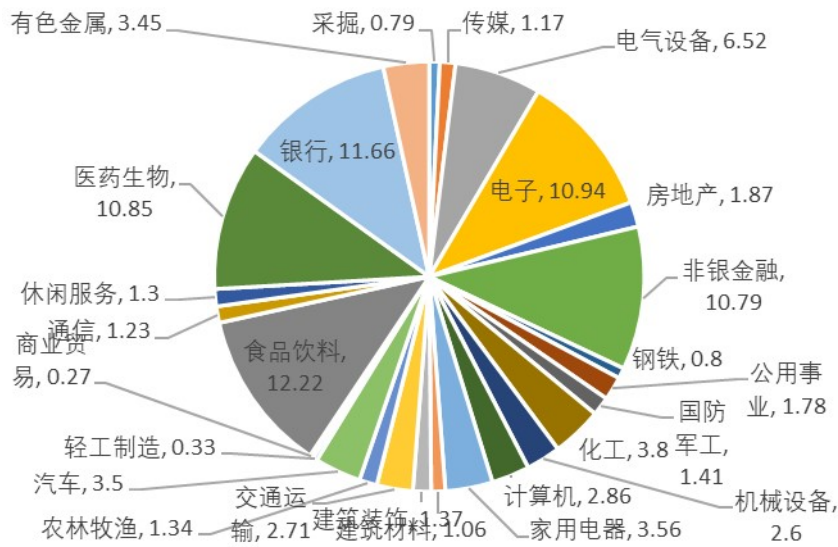
从板块走势看，周期板块开始全面走弱，新能源中长期仍在向上趋势，本周汽车板块表现要好于光伏。市场也有资金在交易消费板块 CPI 上升的逻辑，但在消费不振的大背景下，消费板块难有持续性表现。其余板块均在震荡，等待方向选择。我们认为已经低迷较长时间的 TMT 板块值得关注，数字化、物联网、芯片短缺等或带来行业未来景气度提升。在消费、周期板块分歧巨大的当下，或成为资金新的方向。

图表 24: 上证 50 行业权重构成 (%)



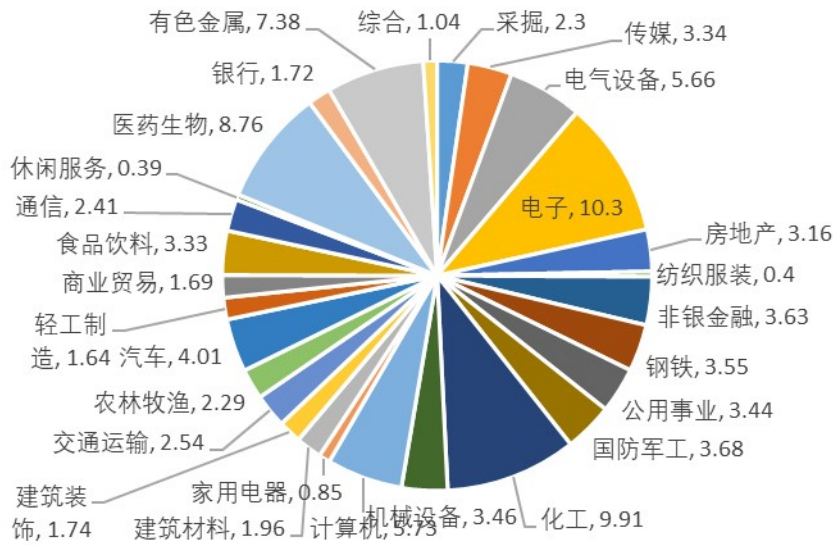
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 26: 沪深 300 行业权重构成 (%)



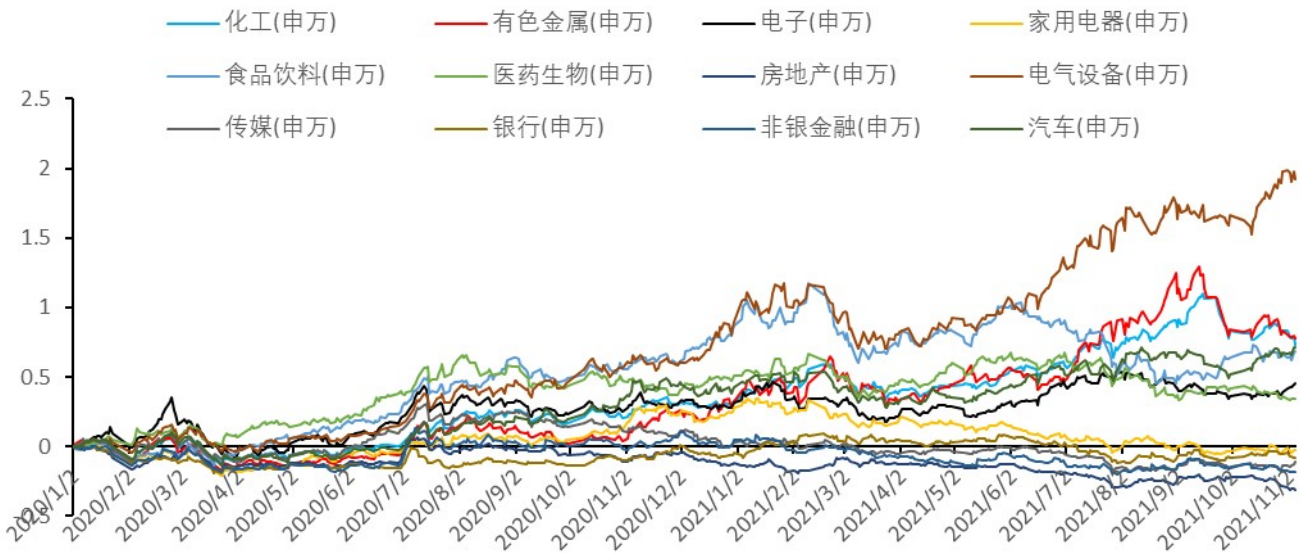
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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 IF：国债期货开始走高，经济下行压力带来无风险收益率下降，有利于业绩稳定龙头公司估值提升，但仍需等待社融企稳才是更好的做多时机。

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。