

## 信贷放松有待确认，市场等待政策底

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：美国十月 CPI 超预期，市场再现滞胀忧虑，加息预期更加提前，美股在特斯拉减持带动下高位有所回落。国内预期地产相关政策将有所放松，若落地将有助于社融见顶和经济企稳，市场将走出“政策底”，但政策具体情况仍有待确认。

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，周期板块估值回落明显，而地产、TMT 板块估值明显上升，新能源仍然是当前估值分位最高板块。

驱动：新能源板块仍有中长线动能，TMT 板块活跃。

### 策略建议：

做多 IF：若地产相关政策松绑，或将有助于社融触底回升，地产、金融、消费等板块都将受益，将驱动 IF 上行。

### 风险提示：

中美关系，债务危机，经济超预期下行



## 一、宏观

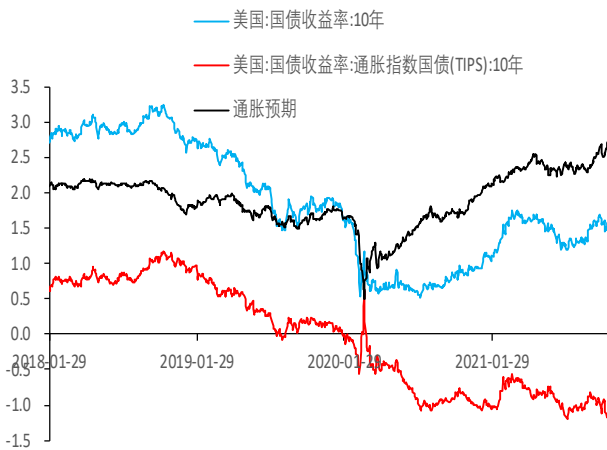
美国通胀走高推升加息预期，国内地产政策仍然是关注焦点。美国 10 月 CPI 超出市场预期，加息预期增强。国内目前经济受地产下行周期拖累明显，目前关注焦点仍在后续政策。

### 1、国际宏观

**CPI 创新高，通胀预期再度上行。**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 CPI 指数为 6.2%，超出市场预期，通胀预期上行带动实际利率下行，市场对于加息预期更加提前。

图表 1：美国实际利率和通胀预期走势 (%)

图表 2：中美利差

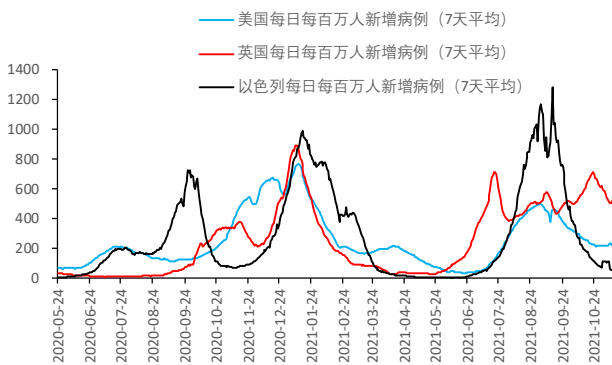


数据来源：wind，混沌天成研究院

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

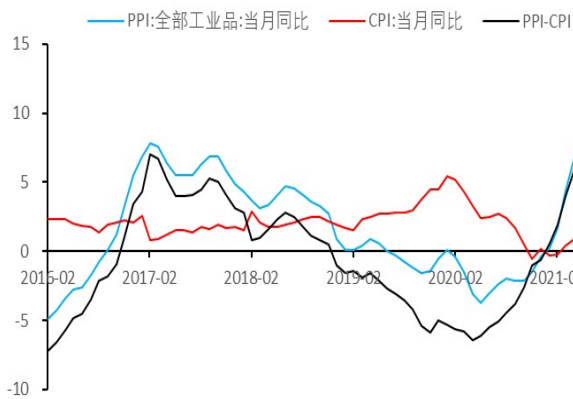
### 2、国内宏观

**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。

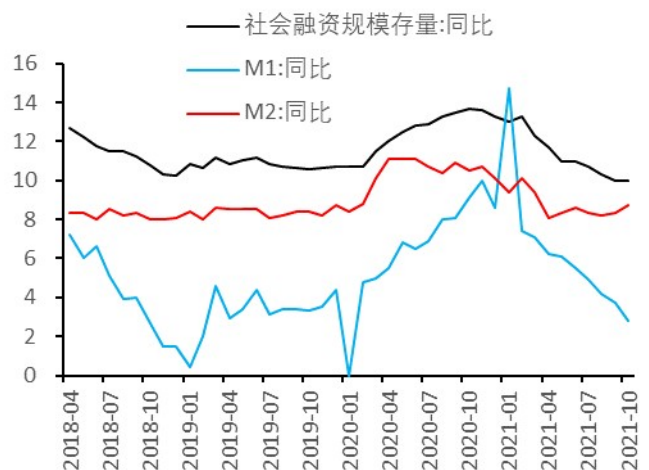
我们仍然倾向认为，制造业的表现将持续好于消费端和地产链条。尤其是国产替代行业。主要原因有两点：1) 国内仍然是全球最为完整的供应链且未受到疫情过大冲击，而海外供应链问题仍未解决，中美贸易战有阶段性缓和迹象，利好出口；2) 国内对于产业升级和绿色转型的决心很大，相关行业将受到持续支持，地产链条和消费端仍处于周期下行阶段。

图表 5: PPI 和 CPI (%)



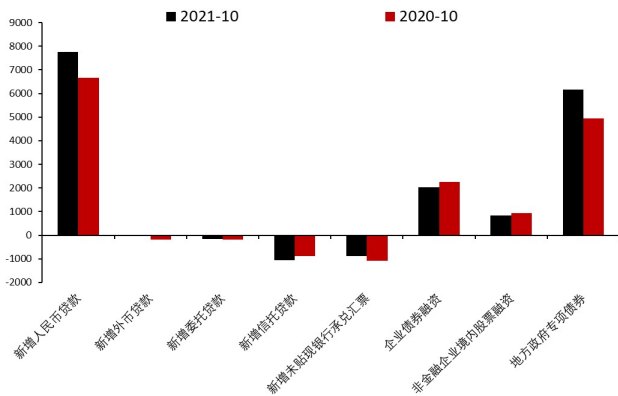
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 6: 社融和货币增速 (%)



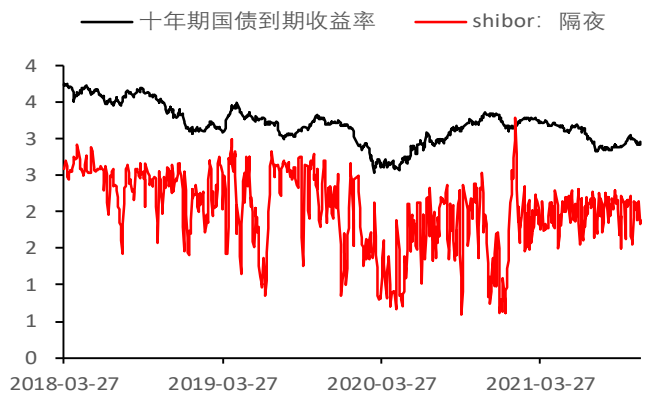
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 7: 社融分项数据 (亿元)



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

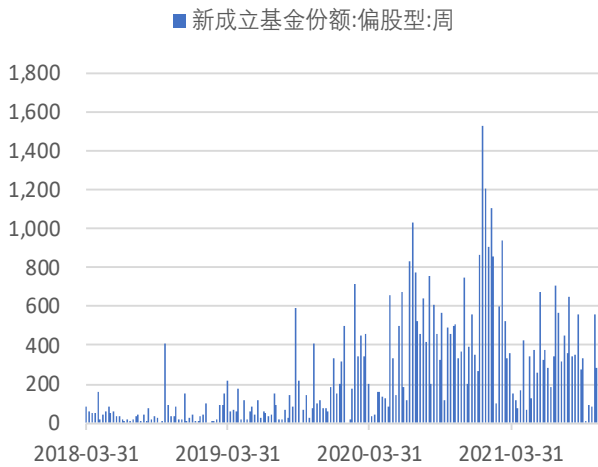
## 二、资金面

本周偏股型公募基金发行一般，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 270.3 亿，相比上周有所下滑。本周北向资金净流出 26.9 亿，融资余额上升 118 亿。

图表 9：周度新成立偏股型公募基金份额（亿份）



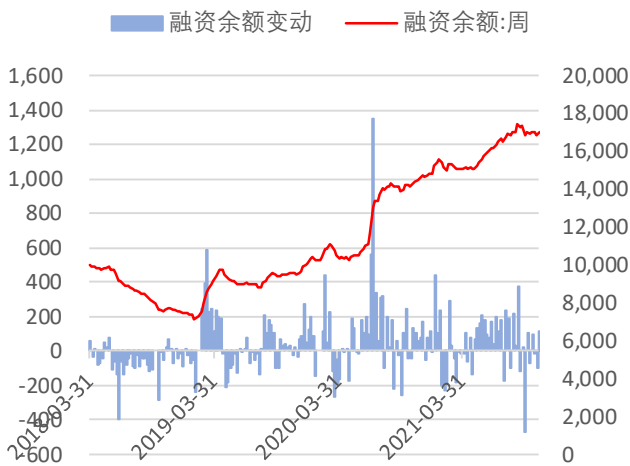
数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 10：北上资金动向（亿元）



数据来源：wind，混沌天成研究院

图表 11：融资余额动向（亿元）

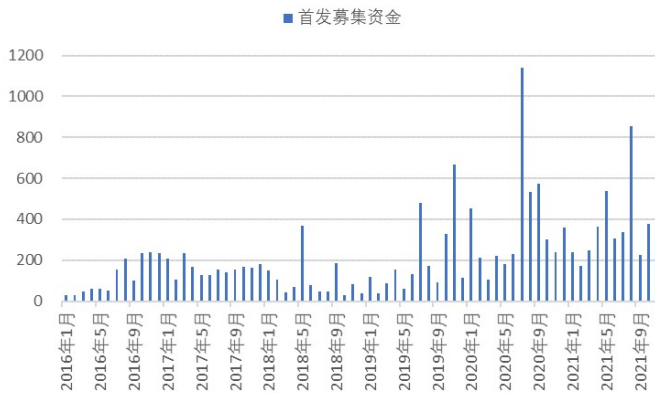


数据来源：wind，混沌天成研究院

## 2、资金流出

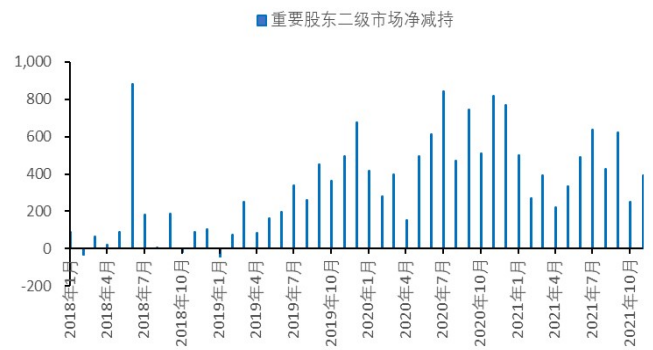
11 月前两周 IPO 融资速度有所提高，共融资 255 亿资金。重要股东二级市场上周净减持 393 亿，产业资本减持压力有所增加。

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 62.83%，环比上上周五下降约 0.67%，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



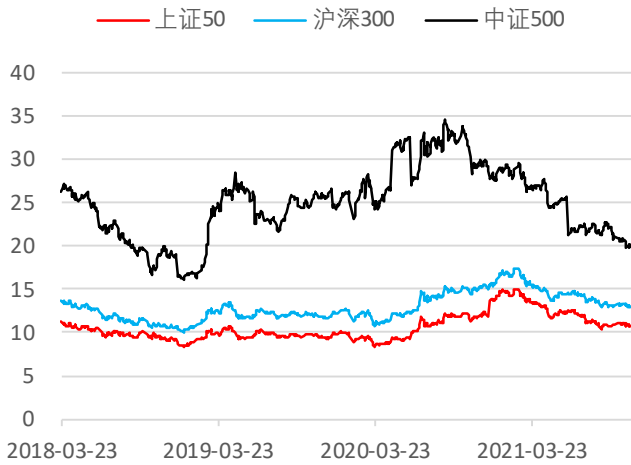
数据来源: wind, 混沌天成研究院

## 三、估值

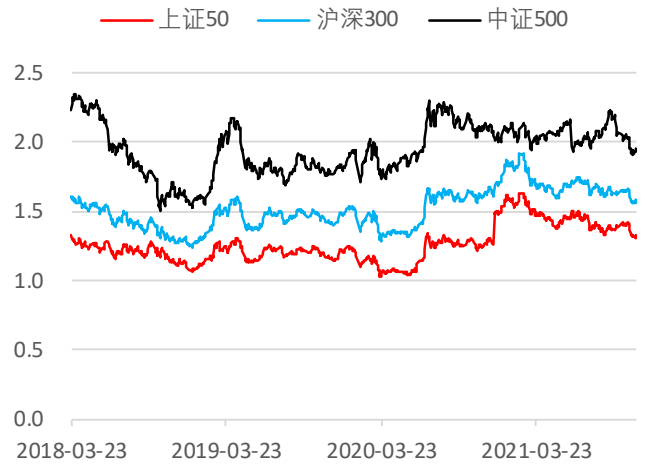
### 1、整体估值

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)



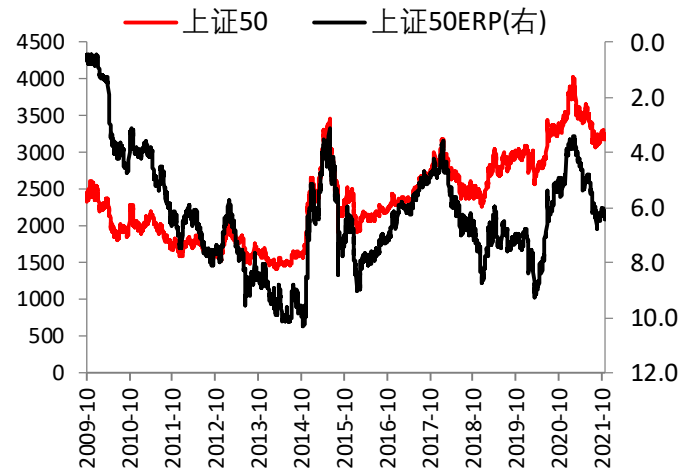
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 18: 上证指数 ERP (%)



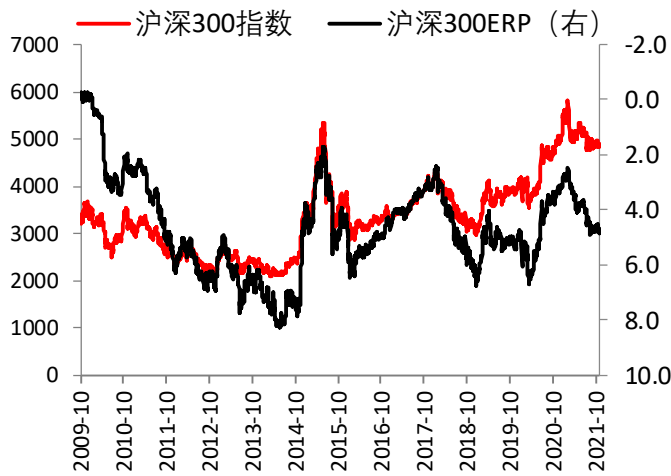
图表 19: 上证 50ERP (%)



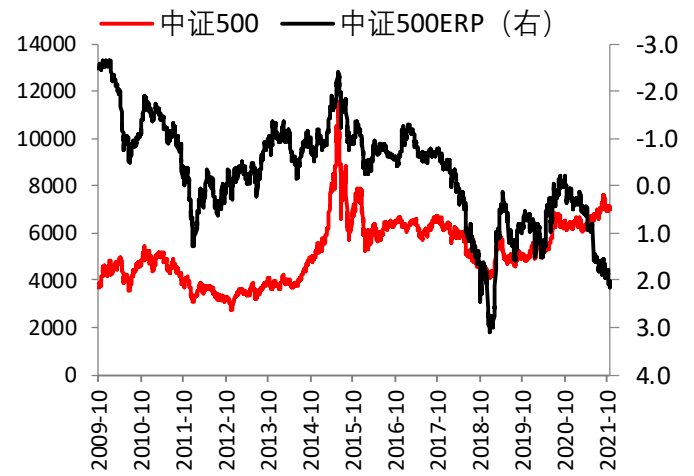
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 20: 沪深 300ERP (%)



图表 21: 中证 500ERP (%)



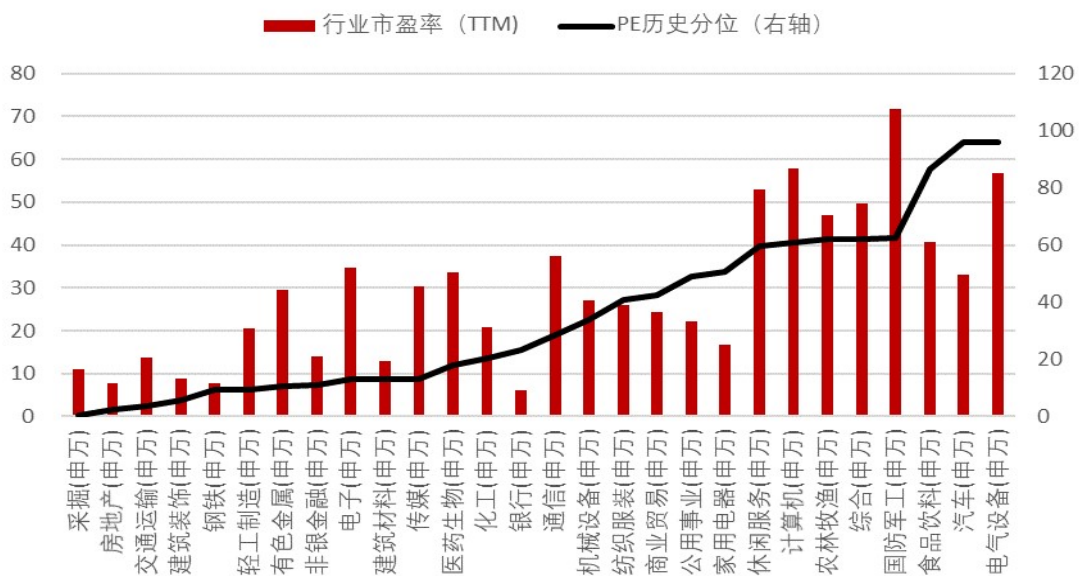
数据来源: wind, 混沌天成研究院

数据来源: wind, 混沌天成研究院

## 2、行业估值

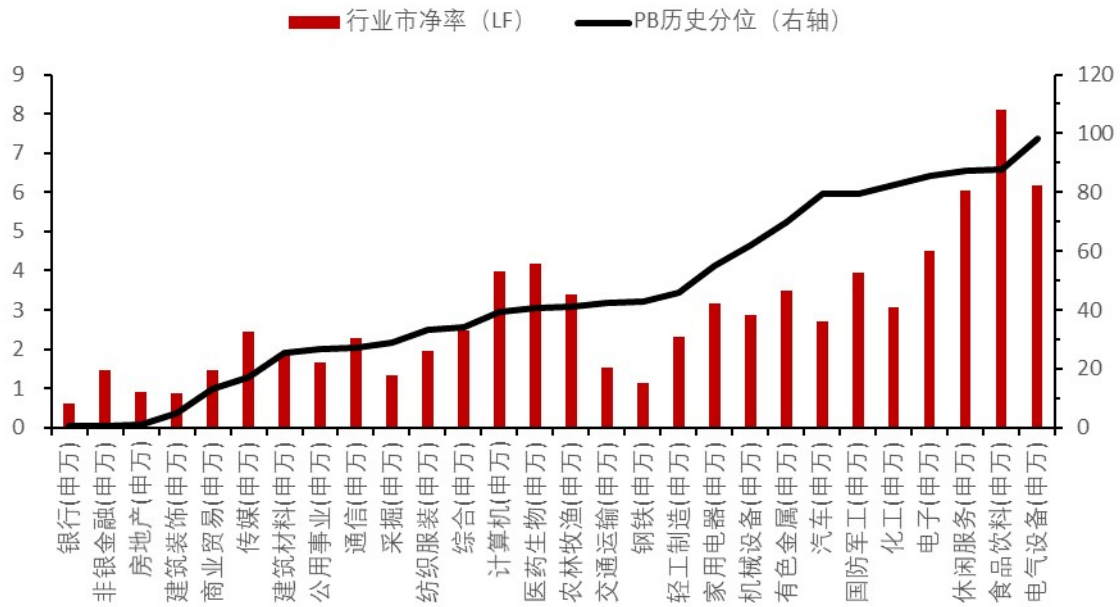
分行业来看，地产传媒板块有所回暖，采掘周期板块估值下跌。新能源汽车、光伏设备为代表的新能源仍然是估值最高的板块，继续强者恒强的逻辑。采掘、化工、有色等周期板块在动力煤大跌背景下估值分位大降。而TMT板块，包括传媒、电子在元宇宙等题材带动下估值显著回升。地产板块最近在政策情绪面改变情况下也呈现触底反弹走势。

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

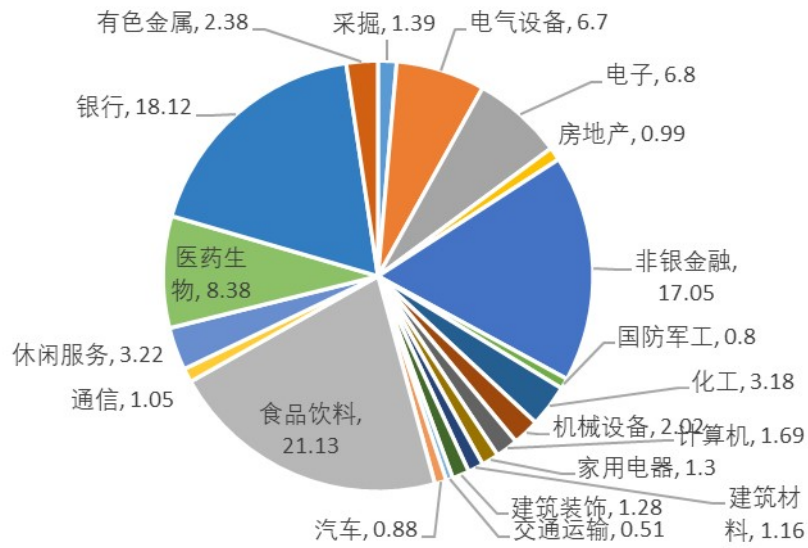
#### 四、股指

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。

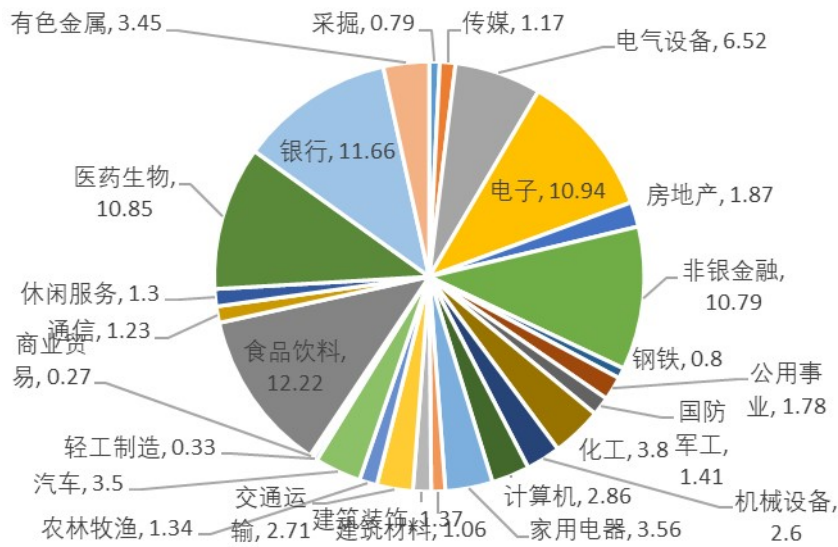
图表 24: 上证 50 行业权重构成 (%)





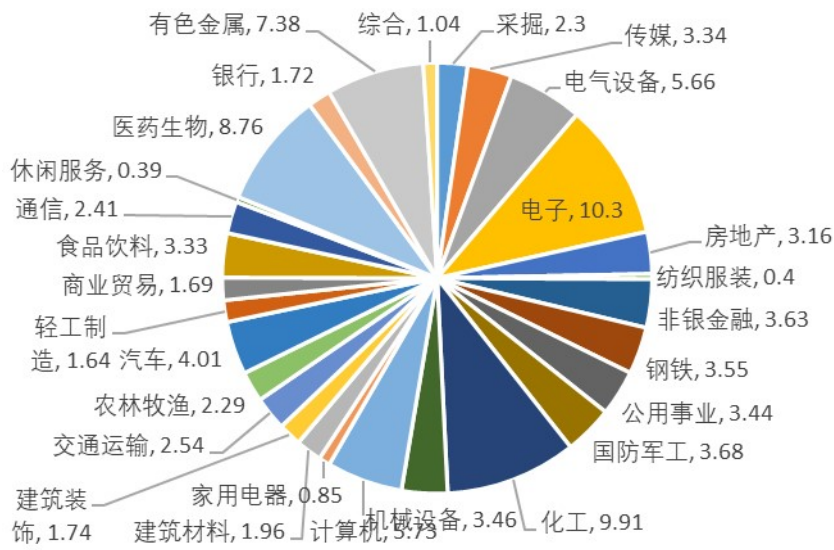
数据来源: wind, 混沌天成研究院

图表 26: 沪深 300 行业权重构成 (%)



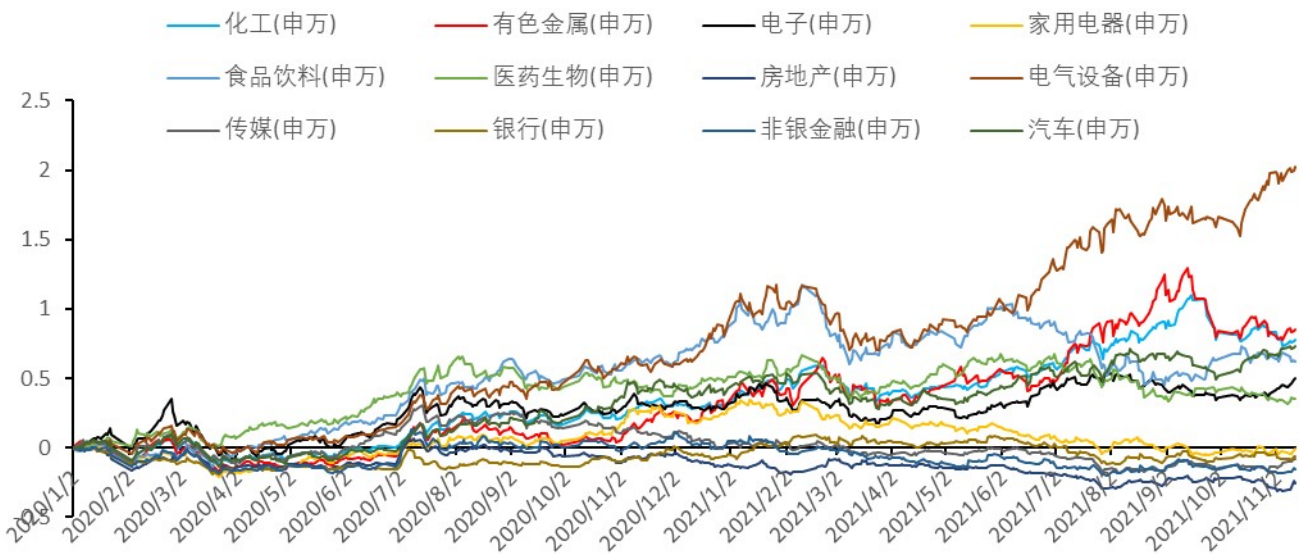
数据来源: wind, 混沌天成研究院

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: 若地产相关政策松绑, 或将有助于社融触底回升, 地产、金融、消费等板块都将受益, 将驱动 IF 上行。

### 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。