|2021 年第四季度宏观策略展望|

经济承压 关注市场结构性机会

文/东方红资产管理 权益研究团队

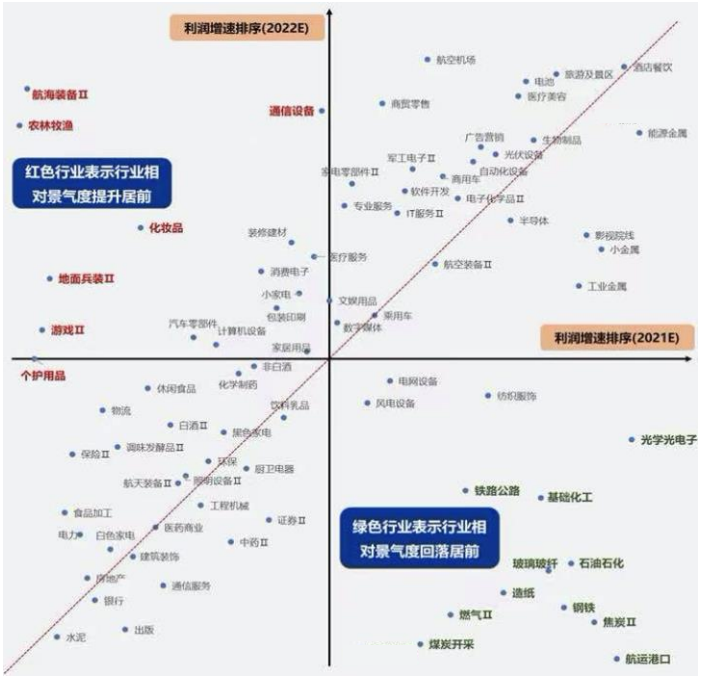
一、 行业比较

1. 看 2022 年景气度，周期品预期将逐渐承压

切换看 2022 年利润增速，周期品压力较大：按目前市场一致预期，22E 相较 21E 景气度下滑较多的主要是今年表现良好的周期板块，主要受益于 2021 年的双碳限供给带来的商品价格、利润双升，景气度需要密切跟踪，并注意 2022 年的下行风险。

部分消费品明年或迎来景气回升：2021 年受限于疫情反复以及边际消费倾向下滑的影响，消费品普遍需求疲弱，景气度基本持平或处于较弱的增长态势。2022 年目前有部分细分板块预期能有所回暖，值得在左侧提前关注。

以半导体、新能源为代表的科技股景气度目前已经处于相对高位：从目前盈利预测上来说，普遍 21E/22E 景气度都很高，可能结构性的机会更多，很难有板块性的超预期。

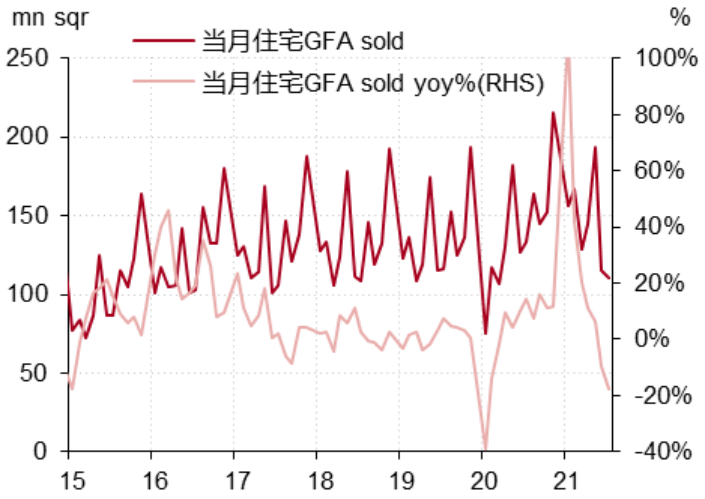


数据来源：Wind，东方红资产管理

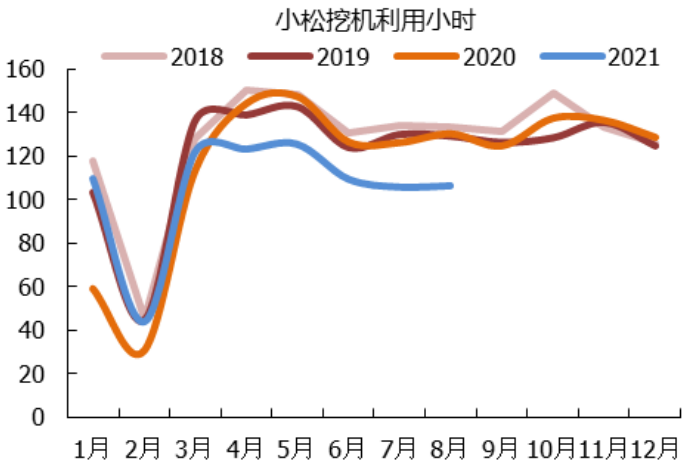
2. **基建托底有限，地产链 Q4 有压力，需观察潜在调整可能**

地产投资 Q4 基本面有压力，或迎来纠偏：地产周期的传递通常始于需求端信贷收缩，影响开发商销售，再影响开发商拿地、开工，最后影响施工和竣工。伴随持续收紧的信贷政策，8 月单月，销售金额同比下降 18%，土地成交同比下降 40%，土地财政收入同比下降 17.5%，土地投资 0.3%，基本可比 2008、2011 和 2014 年底部。但由于上半年景气度实在太高，目前全年地产销售还是很强，预计能跟 2020 年持平，目前很难看到大幅放松。伴随地产数据继续下滑，其对经济的拖累将持续显现，需要观察政策潜在调整的可能，目前已初见端倪。央行在 Q3 货币例会上首次提及“要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。

基建 Q4 托底效果有限：2018-2020 年，尽管专项债持续增加，宏观层面基建投资增速一直保持低个位数。2021 年 3 月以来，由于大宗商品涨价带来的开工延后、专项债难以找到更多符合回报率的项目、地产投资下滑带来土地出让金减少等原因，挖机利用小时数持续下行。9 月专项债加速发行，有助于小幅提升需求，但受限于以上三个原因，托底效果会有，但预期较为有限。



数据来源：Wind，东方红资产管理

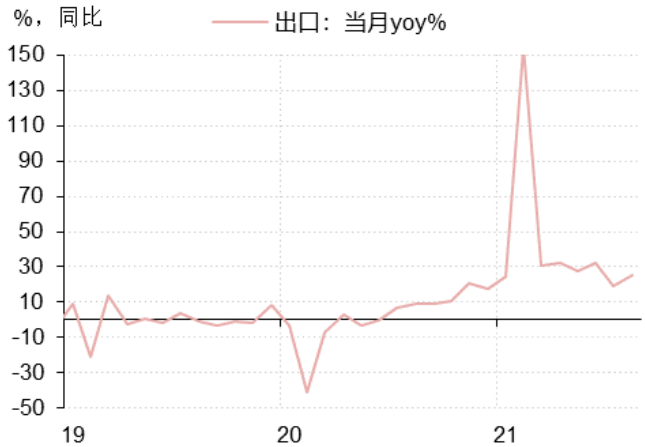


数据来源：Wind，东方红资产管理

3. **出口链带动的制造业景气，Q4 或将出现边际放缓**

出口绝对额维持了相对较高景气：出口链条在 2021 年维持了相当高的景气，体现在出口绝对额上维持约 20%+的同比增速。背后主要的原因是全球疫情复苏的供需错配，中国比全球提前从疫情中恢复过来，因此成为了全球生产国。但受限于海运价格的上涨，以及海外部分供给的缓慢复苏，预计下半年出口景气度很难再超预期上行。

出口带动的制造业投资增速却在下滑：受限于海运价格的上涨、国内双限带来的原材料暴涨，出口拉动的制造业利润有所压缩，capex 意愿也因此有所减弱。虽然 8 月制造业投资增速仍有 7.1%，是固投里的主要支撑项，但受限于以上两个因素在 Q4 并不会减弱，边际上制造业投资、制造业利润在 Q4 预计依然承压。



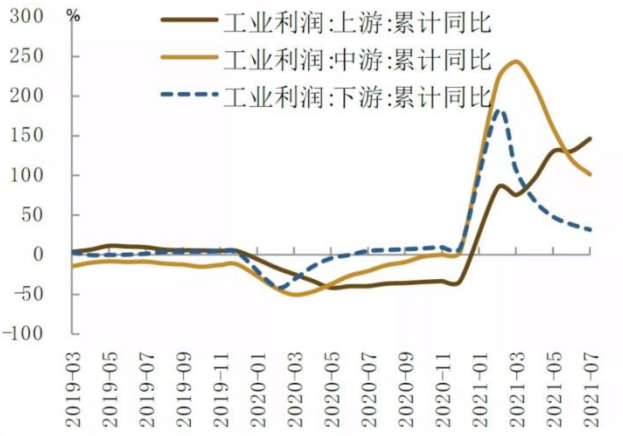
数据来源：Wind，东方红资产管理

数据来源：Wind，东方红资产管理

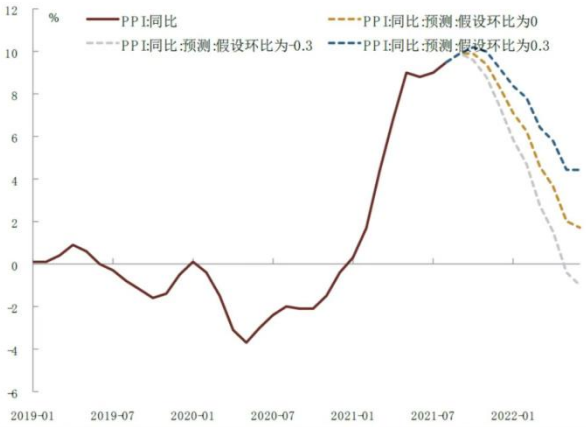
4. **双碳双限带动大宗商品涨价，滞涨正面临需求萎缩**

目前限电政策下，部分中上游工业品量跌价涨：本轮限电限产政策背景是我国碳排放压力较大，“能耗双控”情况也不容乐观，顺利完成目标省份较少。因此政策在8-9月逐渐加码，带来大宗商品价格新的一轮上涨，预计政策大概率会持续到年底。但因为其对经济运行影响较大，政策可能会有所调整，需要持续观察。

滞涨正面临下游需求萎缩，PPI开始掉头：以水泥、钢铁为例，下游是基建、地产，并不具备涨价能力，因此直接的影响就是地产、基建的开工数据下滑。目前上游涨价对下游的传导整体偏慢，下游行业涨价相对更为困难，利润压缩也更为明显。9-10月PPI可能仍位于高位，但11-12月就开始逐渐放缓，限产趋严会造成PMI生产指标加速下滑，伴随需求加速回落的情况下，PPI会呈现一个下行的趋势。



数据来源：Wind，东方红资产管理

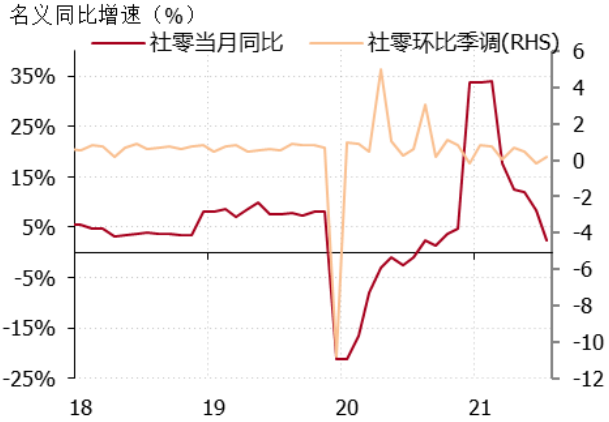


数据来源：Wind，东方红资产管理

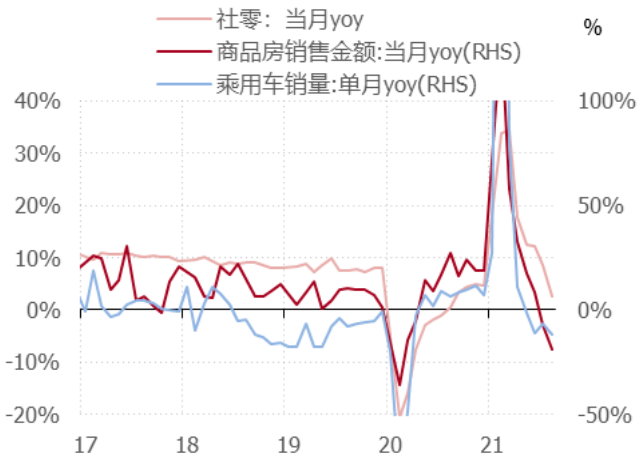
5. 宏观层面消费总量正面临压力

社零数据出现较大压力：8 月份社零同比增速下降到 2.5%，主要是疫情反复，叠加部分地区降雨等自然灾害的影响。其中，餐饮、纺服鞋帽、石油及制品等高社交属性消费品零售额跌入负区间，消费整体增长非常疲弱。目前疫情的反复还在继续，叠加居民增加预防性储蓄以应对不确定的宏观环境、消费金融贷款收缩的原因，宏观层面的消费总量数据在 Q4 可能还会继续承压。

大众消费品均面临较大压力：社零中占比最高的汽车今年其实景气尚可，由于缺芯原因目前库存较低，终端进行了一定涨价。除汽车外的其他消费品压力均不小，无论是地产链上的可选消费品，还是餐饮这类服务业，都面临较大冲击。由于受到居民消费意愿的影响，受疫情影响较小的线上零售同样面临压力，1-8 月累计增速下行至 13.1%，预期可能还会持续到年底。



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理

二、 资金层面

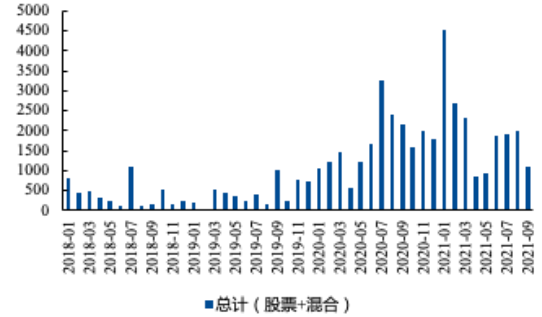
1. 公募发行维持高位，外资、私募均保持平稳流入

公募基金发行规模维持平稳：截至 9 月 23 日，今年偏股基金（股票型+混合型）共发行超过 18,000 亿。考虑老基金赎回，前七个月偏股基金净流入达到 10,342 亿。继去年发行超过 2 万亿、净流入超过 1 万亿后，今年公募基金发行依旧维持高位，二季度以来维持单月 1,500-2,000 亿发行规模，赎回处于历史正常水平。

短期市场和风险扰动不改外资长期流入的趋势，外资持续流入 A 股：截至 9 月 23 日，本月北上资金净流入 208.2 亿元；今年以来，北上资金累计净流入 2,821 亿元，净流入规模已经超过去年。

私募是今年最重要的增量资金之一：截至 8 月底，今年私募累计净流入达到 9,464 亿元。小盘风格及快速风格轮动下私募更具优势，使得私募行业大幅净流入，预计四季度私募基金维持 2,000 亿左右净流入。

新成立基金小幅回暖（截至 2021 年 9 月 23 日）



数据来源：Wind，东方红资产管理

北上资金持续流入（截至 2021 年 9 月 23 日）

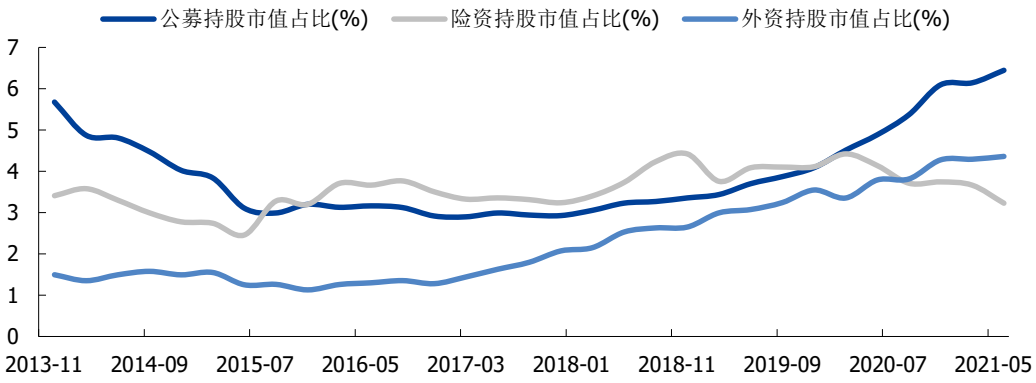
数据来源：Wind，东方红资产管理

2. **增量资金入市节奏平稳，Q4 仍旧以存量博弈为主**

一是机构资金绝对流入额较去年有所减少：保险资金出现减仓，外资、理财、养老、社保、年金等维持稳定，并未大幅加仓，边际资金仍是公募、私募，Q4 预计保持稳定流入。

二是机构资金边际推动力量减弱：过去几年，机构力量由弱到强，机构话语权提升，以外资为代表的机构资金在市场中占比大幅提升。但随着市场与机构体量扩容，资金的边际推动力量有所减弱，即使绝对流入金额并未大幅下降，其占 A 股流动市值的比例也已经出现小幅回落；公募资金的增长也出现边际放缓。

公募、险资、外资持股占比



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. **风格轮动明显加快，淡化风格，本质追求高成长**

资金风格轮动明显加快：从行业风格来看，从周期金融（1-2 月）到消

费与成长（4-5 月），到成长（6-7 月），到周期金融（8-9 月）；从大小盘及价值风格来看，从大盘成长（1 月）到中小盘价值（2 月），到小盘价值（3 月），重回大中盘成长（4-6 月），再到中小盘成长（7 月），最后到中小盘价值（8-9 月）。

今年前 9 个月来看，与此前消费成长持续占优不同，周期与小盘风格占优：本质上还是业绩相对景气带来的，部分出口带动的制造业、周期品业绩维持高成长性。

2021年各月风格涨跌幅（行业风格分类）

风格	2021/1/31	2021/2/28	2021/3/31	2021/4/30	2021/5/31	2021/6/30	2021/7/31	2021/8/31	2021/9/30	今年至今
金融	-1.8	3.2	-2.4	-3.3	4.3	-4.8	-10.3	4.8	1.5	-9.6
周期	2.1	4.0	-3.6	2.7	3.9	2.8	2.2	13.7	3.0	34.3
消费	0.5	-1.9	-3.1	5.1	5.1	-2.1	-14.0	-4.4	2.9	-12.6
成长	0.0	-2.8	-4.9	4.2	6.4	6.8	4.0	0.8	-2.4	12.2

数据来源：Wind，东方红资产管理

2021年各月风格涨跌幅（成长价值及大小盘风格分类）

风格	2021/1/31	2021/2/28	2021/3/31	2021/4/30	2021/5/31	2021/6/30	2021/7/31	2021/8/31	2021/9/30	今年至今
国证成长	4.8	-2.0	-5.4	5.7	4.8	2.0	-6.1	-3.1	0.2	0.2
大盘成长	5.8	-2.4	-6.4	6.1	4.5	1.8	-9.7	-6.0	0.7	-6.8
中盘成长	3.9	-1.7	-5.2	6.3	5.0	2.8	-0.4	0.7	-1.0	10.5
小盘成长	0.5	0.0	-0.4	3.3	6.1	2.1	4.6	4.8	0.0	22.7
国证价值	-0.4	5.0	-1.6	-2.2	2.4	-3.8	-8.2	7.1	4.7	2.0
大盘价值	0.3	4.4	-2.3	-3.5	2.4	-4.5	-11.5	4.1	3.0	-8.5
中盘价值	-0.1	6.2	-2.0	0.2	1.4	-2.5	-3.3	10.6	5.9	16.6
小盘价值	-3.7	6.1	2.5	0.9	3.6	-2.1	-0.2	14.3	9.3	33.5

数据来源：Wind，东方红资产管理

三、 市场结构

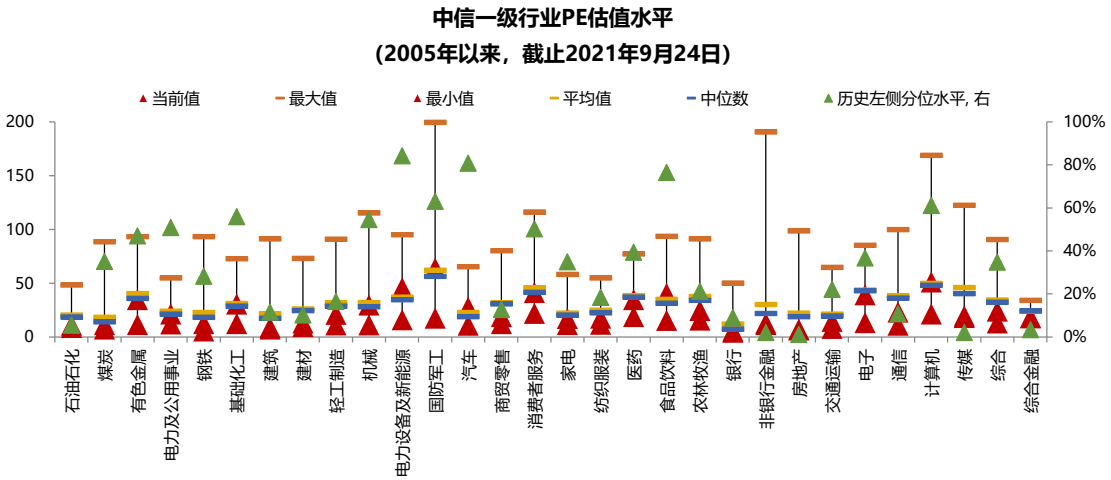
1. 整体不贵，分化值从历史最高位小幅回落，在一倍标准差附近

PB 的离散度衡量各行业间 PB 的分化程度，目前仍处高位（PB 离散度=各行业 PB 所处自身历史分位数的方差）；**市场估值分化正在逐步修复，**历史均值是 14%，一个标准差是 8%，目前基本还在一个标准差以上。但是市场整体估值水位并不算太高，主要还是估值分化比较明显。

数据来源：Wind，东方红资产管理

2. **部分行业估值接近历史高位，但整体不高**

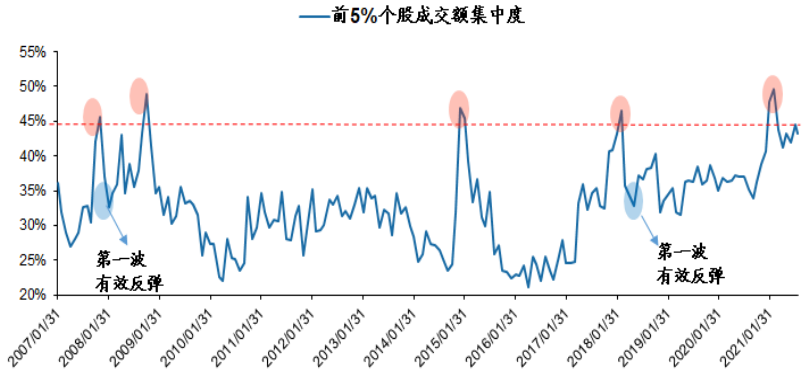
从行业估值来看，当前大多数行业估值低于历史中位数的水平。目前主要处于历史接近最高分位的是周期板块、电新：主要是煤炭、有色、电力、化工、机械，均处于历史较高 PE 分位数，如果从 PB 角度来看，采掘/化工/有色/机械分别位于 80%/98%/98%/82%分位数；而电力设备及新能源、电子从年初就一直维持在高位，电新更是一直维持在 97%+的历史估值分位数。**目前主要处于历史低位的是大金融板块：**从 PB 角度来看，地产/银行/非银分别处于 2%/0%/0%的历史估值分位数。**目前虽然高，但回调较多的是食品饮料、医药：**从 PB 角度来看，食品饮料/医药都从 6 月的 97%左右分位数分别下滑到 9 月的 80%/72%，其中食品饮料更是回到了 2019 年初的分位数，医药则是回到了 2020 年 6 月的分位数。



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. **整体市场结构比较脆弱，基金重仓板块估值较高**

从交易结构上看，前 5%个股成交额集中度还是非常高，虽然有所回落，但目前依然接近历史极值，整体市场结构还是非常脆弱；**从基金重仓上看，比全市场明显偏贵，但已有所回落，**这一轮的结构性牛市带来基金重仓股的市盈率远高于市场平均，部分也是基金抱团的结果（但还没超过 2007 年抱团金融地产）。



数据来源：Wind，东方红资产管理

数据来源：Wind，东方红资产管理

数据来源：Wind，东方红资产管理