

投资策略

周期与消费跷跷板——市场回顾 9月3周

A股行情复盘：上游资源回调，医药板块回暖

海外通胀上行压力消减，疫情继续扰动国内经济。美国8月末季调CPI环比上升0.3%，为七个月来最小涨幅，通胀上行压力消退或影响联储宽松政策，本周美元指数上涨、美股三大股指继续下挫，外资结束连续数周的净流入态势。与此同时，国内8月经济数据继续凸显经济下行压力，疫情对消费的冲击尤为剧烈，8月社会消费品零售同比大幅下滑至2.5%。

指数与风格：A股下跌，医药和消费风格占优。创业板指和上证指数涨幅居前，周度涨跌幅分别为-1.2%和-2.41%。风格绝对表现来看，医药和消费、小盘、高市盈率和亏损股占优。风格相对表现来看，小市值、超小市值相对市场表现均占优，成长风格表现较弱。

行业表现：行业多数下跌，化工、医药生物和公用事业表现居前。

领涨指数：近20日中小市值依旧占优，采掘、公用事业涨幅居前。

估值跟踪：A股估值下行，沪深300和创业板指的PE估值历史分位回落较少；行业估值多数下行，医药生物、化工和公用事业有所回升。

海外行情回顾：全球股市多数下跌

全球重要股指多数下跌，越南证交所、印度孟买30和韩国KOSPI占优。

美股市场：三大指数继续下挫，标普500行业多数下跌，能源、可选消费和金融表现居前，成长、大盘风格相对占优。指数估值多数下行，行业估值整体下行，估值回升较多的是能源、可选消费和医疗保健。

港股市场：指数全面下跌，恒生一级行业全面下跌，能源业、医疗保健业和必需性消费业跌幅较小。港股指数估值全面下行，行业估值整体下行，本周估值分位回升较多的行业是工业、医疗保健业和能源业。

大类资产表现：海内外风险偏好回落，人民币贬值

本周全球市场下跌，发达市场优于新兴市场。商品价格多数下跌，布伦特原油上涨，LME金、LME铜和CRB工业金属下跌。利率债方面，美债长端利率回升，短端利率回落，中债长短端利率均有所回升；信用债方面，3年期、5年期AAA+中票信用利差均扩大；可转债方面，转债指数上涨。汇率方面，美元指数上涨，人民币、欧元下跌。波动率方面，VIX指数回升。

相对表现：商品方面，铜金比下行，油金比、伦敦金/CRB工业金属下行。债市方面，中美利差有所收窄，德美利差有所扩大。股债相对价值来看，万得全A口径下的修正风险溢价、标普500风险溢价均有所回升。

领涨资产：原油、MSCI新兴市场 and 可转债20日表现占优。

风险提示：海外波动加剧；宏观经济和政策超预期变化；监管政策超预期扰动。

作者

分析师 张峻晓

执业证书编号：S0680518110001

邮箱：zhangjunxiao@gszq.com

相关研究

- 1、《投资策略：全行业景气梳理与展望——2021中报分析之二》2021-09-15
- 2、《投资策略：北上流入提速，成交持续活跃——外资周报第98期》2021-09-14
- 3、《投资策略：巨量成交的来源与展望——策略周报（9月第2周）》2021-09-12
- 4、《投资策略：上游继续领涨——市场回顾 9月2周》2021-09-11
- 5、《投资策略：行业交易分化创年内新高——情绪跟踪第111期》2021-09-08

内容目录

A 股行情复盘：上游资源回调，医药板块回暖	4
海外通胀上行压力消减，疫情继续扰动国内经济	4
指数与风格：A 股下跌，医药和消费风格占优	4
行业表现：多数下跌，化工、医药生物和公用事业涨幅居前	6
领涨指数：近 20 日中小市值依旧占优，采掘、公用事业涨幅居前	6
估值跟踪：A 股估值下行，行业估值整体下行	7
盈利-估值视角：家用电器 PE-G 匹配程度较高，计算机 PB-ROE 较为匹配	9
海外行情回顾：全球股市多数下跌	10
全球股市多数下跌，A 股持续处于低位	10
美股市场：三大指数继续下挫，估值多数下行	11
港股市场：指数全面下行，估值整体下行	12
大类资产表现：海内外风险偏好回落，人民币贬值	14
全球市场下跌，海内外风险偏好回落	14
领涨资产：原油、MSCI 新兴市场 and 可转债 20 日表现占优	16
风险提示	16

图表目录

图表 1: A 股核心指数走势 (近 120 个交易日, 首日基点 1000)	4
图表 2: A 股核心指数本周涨跌幅 (%)	4
图表 3: A 股各类风格指数本周涨跌幅 (%)	5
图表 4: 最小市值指数/万得全 A、中证 1000/沪深 300 走势	5
图表 5: 科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势	5
图表 6: 申万一级行业本周、近 20 个交易日涨跌幅 (%)	6
图表 7: 近 20 个交易日最优市场、行业与概念指数表现 (%)	6
图表 8: 近 120 个交易日最优市场、行业与概念指数表现 (%)	6
图表 9: 万得全 A、万得全 A (除金融、石油石化)、全部 A 股 PE 中位数走势	7
图表 10: A 股市场指数 PE 估值历史分位 (2010 年至今)	7
图表 11: 申万一级行业 PE 估值历史分位 (2010 年至今)	8
图表 12: 申万一级行业 PE-G 对比	9
图表 13: 申万一级行业 PB-ROE 对比	9
图表 14: 全球重要股指本周涨跌幅 (%)	10
图表 15: 全球重要股指历史分位 (2010 年至今)	10
图表 16: 美股市场与行业指数本周涨跌幅 (%)	11
图表 17: 纳斯达克/道琼斯工业、罗素 2000/标普 500 走势	11
图表 18: 美股市场与行业指数历史分位 (2010 年至今)	12
图表 19: 港股市场与行业指数本周涨跌幅 (%)	12
图表 20: 港股市场与行业指数历史分位 (2010 年至今)	13
图表 21: 全球大类资产本周表现	14
图表 22: 铜金比、油金比走势	15
图表 23: 伦敦金价/CRB 工业金属走势	15
图表 24: 中美利差走势 (%，基于 10 年期国债利率)	15
图表 25: 德美利差走势 (%，基于 10 年期国债利率)	15

图表 26: A 股修正 ERP 走势 (%)	15
图表 27: SPX-ERP 与 VIX 指数走势 (%)	15
图表 28: 近 20 个交易日与近 120 个交易日全球大类资产表现 (%)	16

A 股行情复盘：上游资源回调，医药板块回暖

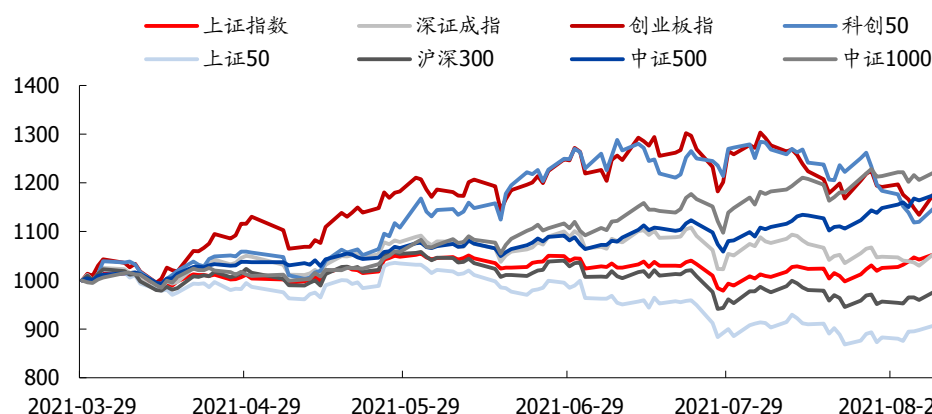
海外通胀上行压力消减，疫情继续扰动国内经济

美国 8 月末季调 CPI 同比上升 5.3%，与预期值一致，环比上升 0.3%，为七个月来最小涨幅。通胀上行压力消退或影响美联储宽松货币政策，本周美元指数上涨、美股三大股指继续下挫，美元走强叠加海内外风险偏好回落背景下，外资结束连续数周的净流入态势。与此同时，国内 8 月经济数据继续凸显经济下行压力，疫情对消费的冲击尤为剧烈，8 月社会消费品零售同比大幅下滑至 2.5%，此外工业增加值同比也有所回落，固定资产投资则在制造业投资上行驱动下有所好转。

指数与风格：A 股下跌，医药和消费风格占优

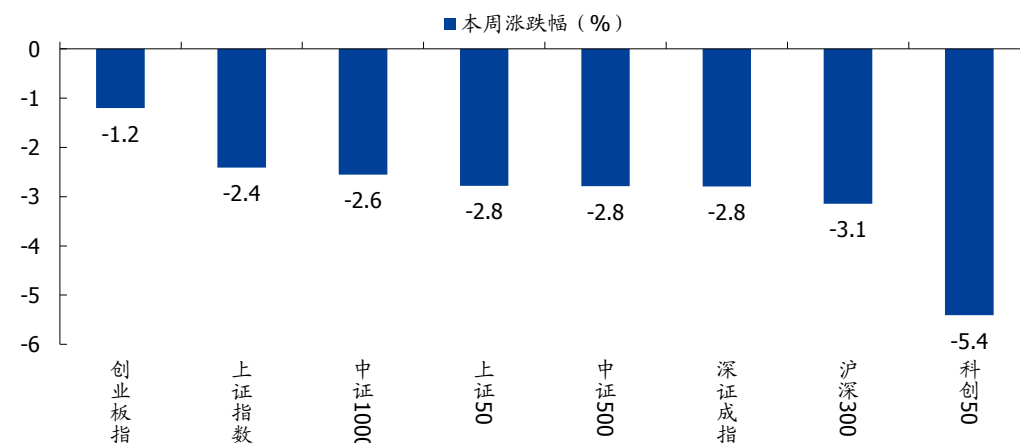
本周 A 股下跌，指数全面下跌。创业板指和上证指数跌幅较少，周度涨跌幅分别为-1.20%和-2.41%；科创 50 和沪深 300 跌幅居前，周度涨跌幅分别为-5.41%和-3.14%。

图表 1: A 股核心指数走势（近 120 个交易日，首日基点 1000）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: A 股核心指数本周涨跌幅 (%)

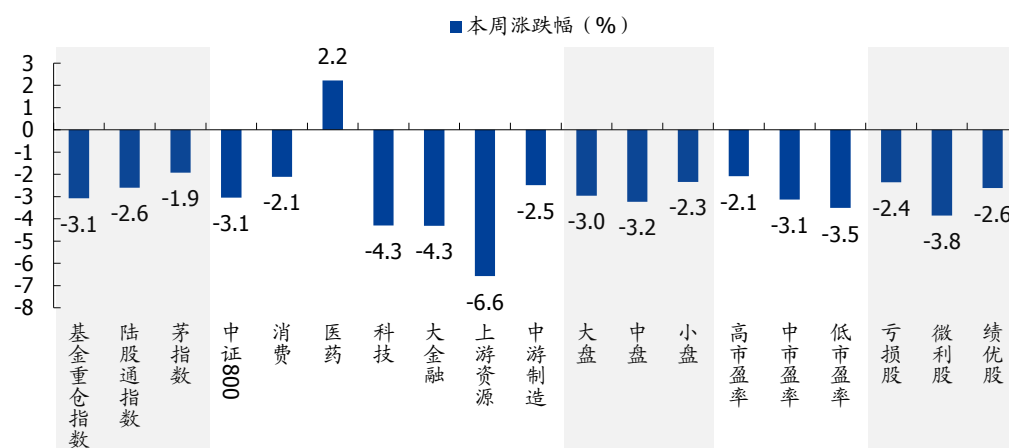


资料来源: wind, 国盛证券研究所

风格绝对表现来看，医药和消费、小盘、高市盈率和亏损股占优。资金风格方面，茅指数、陆股通指数和基金重仓指数分别下跌1.93%、2.6%和3.08%；中证800风格方面，医药（2.21%）和消费（-2.11%）表现占优；个股特征方面，小盘（-2.34%）、高市盈率（-2.08%）和亏损股（-2.36%）表现占优。

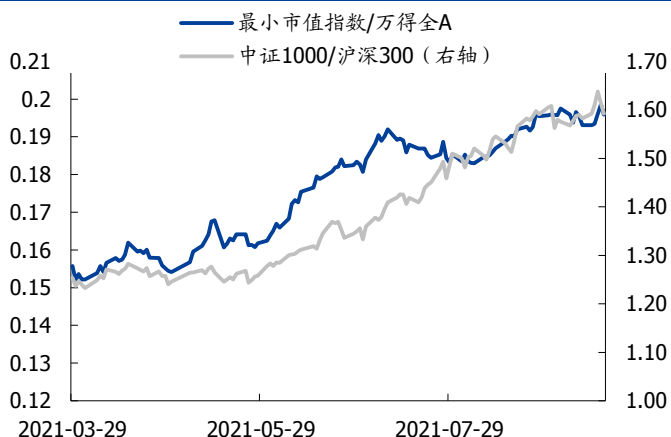
风格相对表现来看，小市值、超小市值相对市场表现均占优，成长风格表现较弱。从相对表现来看，本周超小市值/万得全A、中证1000/沪深300、科创50/沪深300、创业板指/沪深300表现分别为1.48%、0.61%、-2.34%和2.01%。

图表3: A股各类风格指数本周涨跌幅(%)



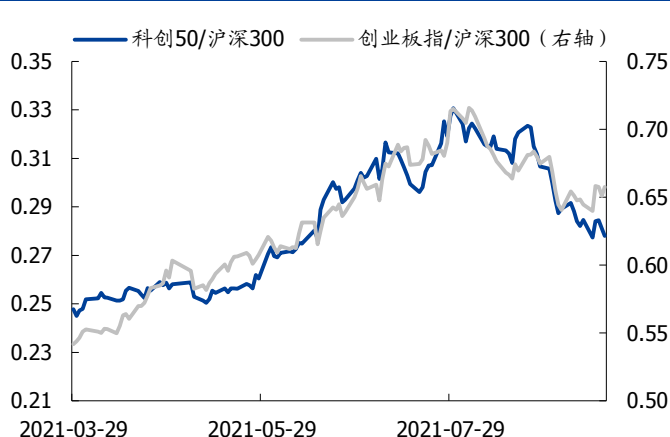
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表4: 最小市值指数/万得全A, 中证1000/沪深300走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表5: 科创50/沪深300, 创业板指/沪深300走势

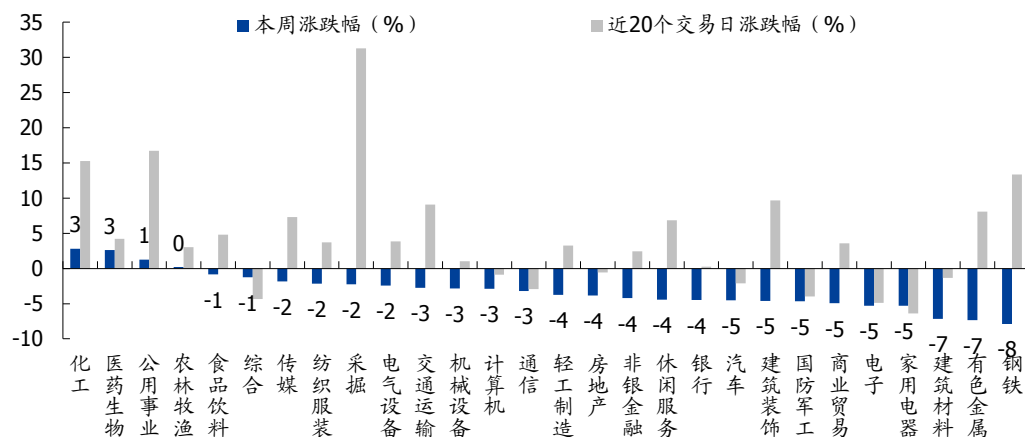


资料来源: wind, 国盛证券研究所

行业表现：多数下跌，化工、医药生物和公用事业涨幅居前

申万一级行业多数下跌，化工、医药生物和公用事业涨幅居前。本周 28 个申万一级行业中 4 个行业上涨，涨幅靠前的行业为化工、医药生物和公用事业，分别上涨 2.8%、2.63%和 1.26%，跌幅较大的行业为钢铁、有色金属和建筑材料，分别下跌 7.87%、7.33%和 7.15%。

图表 6：申万一级行业本周、近 20 个交易日涨跌幅（%）

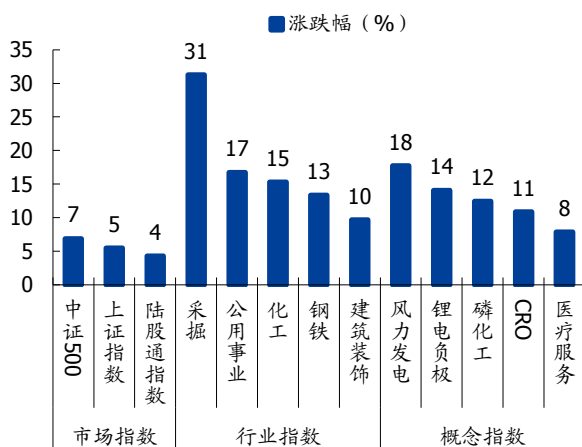


资料来源：wind，国盛证券研究所

领涨指数：近 20 日中小市值依旧占优，采掘、公用事业涨幅居前

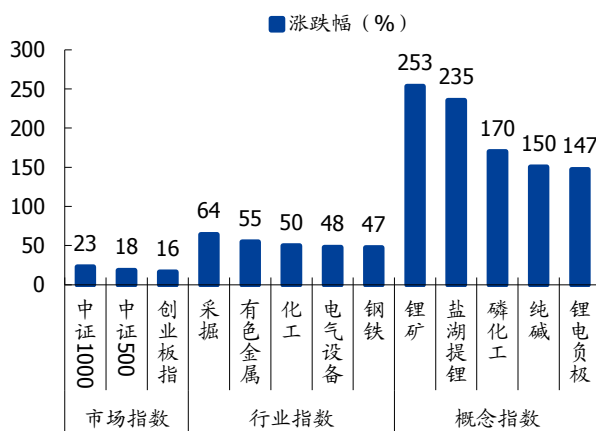
过去 20 个交易日中表现较好的市场指数为中证 500、上证指数和陆股通指数，行业为采掘、公用事业、化工、钢铁和建筑装饰，概念为风力发电、锂电负极、磷化工、CRO 和医疗服务。过去 120 个交易日中表现较好的市场指数为中证 1000、中证 500 和创业板指，行业为采掘、有色金属、化工、电气设备和钢铁，概念为锂矿、盐湖提锂、磷化工、纯碱和锂电负极。

图表 7：近 20 个交易日最优市场、行业与概念指数表现（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 8：近 120 个交易日最优市场、行业与概念指数表现（%）



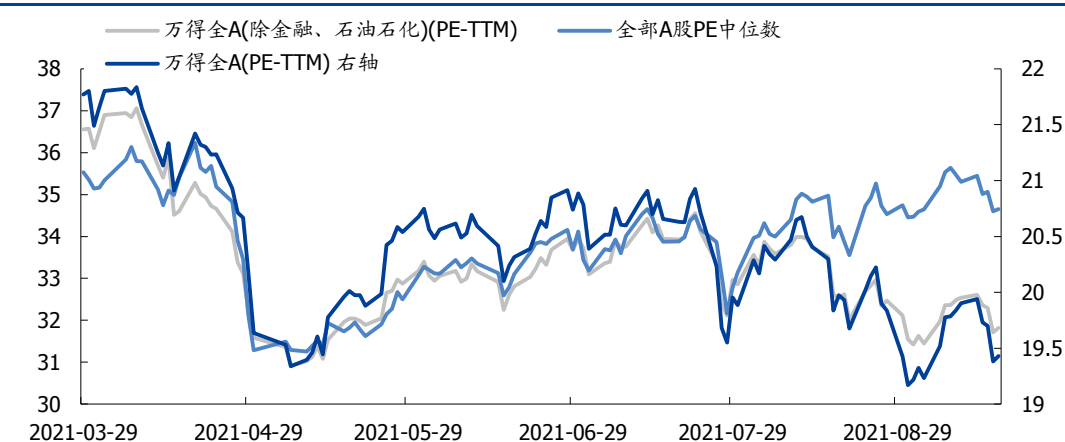
资料来源：wind，国盛证券研究所

估值跟踪：A股估值下行，行业估值整体下行

PE估值来看，上证50和深证成指处于历史高位，科创50和中证500处于历史低位。当前上证50和深证成指的PE估值分别为10.75和26.92，历史分位分别为62.99%和62.22%，处于历史高位；科创50和中证500的PE估值分别为56.98和21.94，历史分位分别为0.24%和6.64%，处于历史低位。资金风格来看，茅指数、基金重仓指数和陆股通指数的PE估值分别为33.3、15.75和15.81，分别处于96.52%、62.56%和10.3%分位。

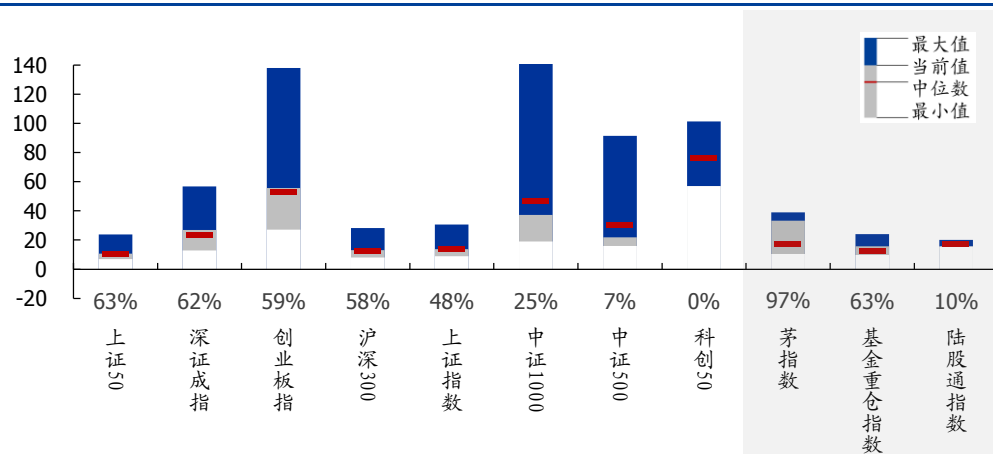
本周A股估值下行，指数估值全面下行。创业板指和中证500的PE估值历史分位下行较少，本周分别变动-1.24和-2.35个百分点；科创50和沪深300的PE估值历史分位下行较多，本周分别变动-6.94和-5.76个百分点。资金风格来看，茅指数、基金重仓指数和陆股通指数的PE估值历史分位本周分别变动-0.91、-3.76和-5.65个百分点。

图表9：万得全A、万得全A（除金融、石油石化）、全部A股PE中位数走势



资料来源：wind，国盛证券研究所

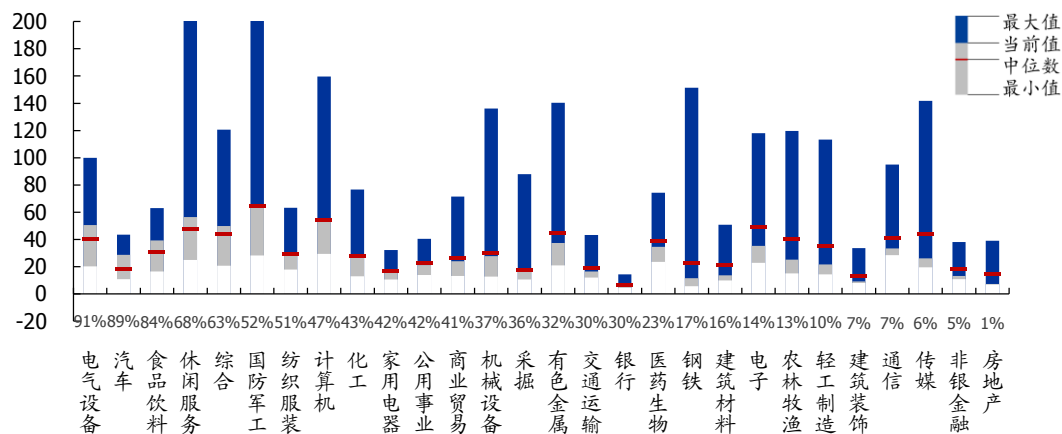
图表10：A股市场指数PE估值历史分位（2010年至今）



资料来源：wind，国盛证券研究所

申万一级行业估值多数下行。当前 PE 估值历史分位前五行业分别是电气设备（91%）、汽车（89%）、食品饮料（84%）、休闲服务（68%）、综合（63%），后五的行业分别是房地产（1%）、非银金融（5%）、传媒（6%）、通信（7%）、建筑装饰（7%）。回升前五行业是医药生物、化工、公用事业、农林牧渔和传媒，分别回升 4.6、3.37、1.4、-0.07 和 -0.28 个百分点；回落前五行业是银行、家用电器、有色金属、建筑材料和国防军工，分别回落 14.4、8.64、8.32、7.44 和 5.83 个百分点。

图表 11：申万一级行业 PE 估值历史分位（2010 年至今）

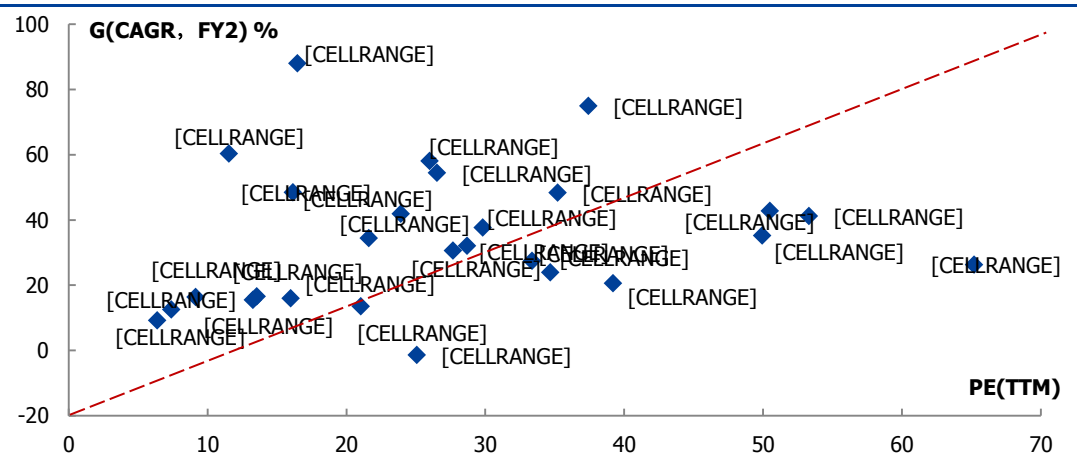


资料来源：wind，国盛证券研究所

盈利-估值视角：家用电器 PE-G 匹配程度较高，计算机 PB-ROE 较为匹配

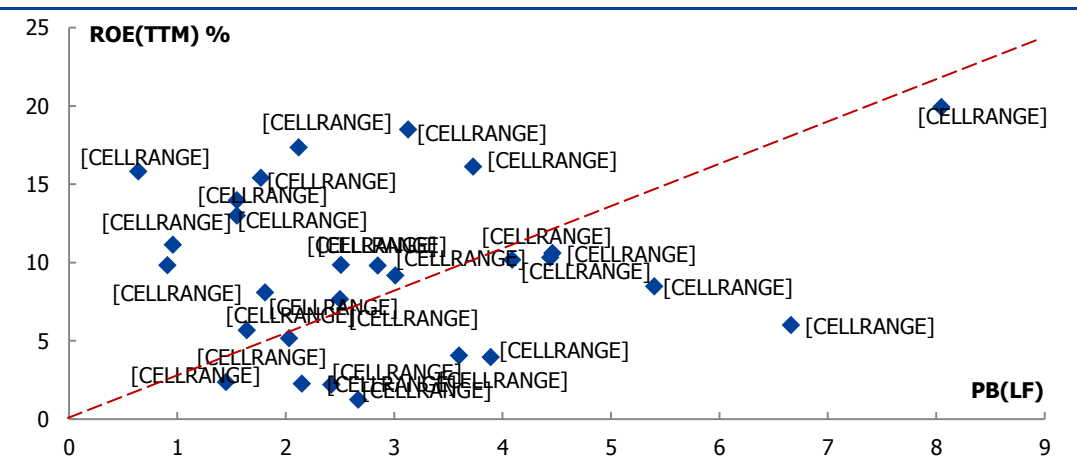
综合各行业盈利与估值水平进行考察，PE-G 视角下家用电器、机械设备和汽车行业匹配程度较高，国防军工、食品饮料和公用事业行业相对高估，而农林牧渔、交通运输和钢铁相对低估；PB-ROE 视角下计算机、通信和传媒行业匹配程度较高，休闲服务行业相对高估，银行、建筑装饰和房地产行业相对低估。

图表 12: 申万一级行业 PE-G 对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 申万一级行业 PB-ROE 对比



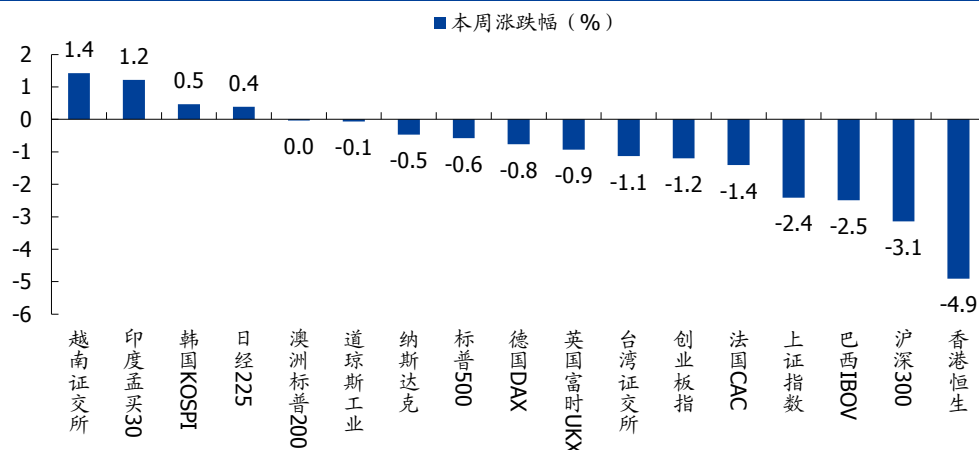
资料来源: wind, 国盛证券研究所

海外行情回顾：全球股市多数下跌

全球股市多数下跌，A股持续处于低位

本周全球重要股指多数下跌，越南证交所、印度孟买 30 和韩国 KOSPI 表现相对占优，分别为 1.43%、1.22%和 0.47%。香港恒生、沪深 300 和巴西 IBOV 表现相对靠后，分别为-4.9%、-3.14%和-2.49%。

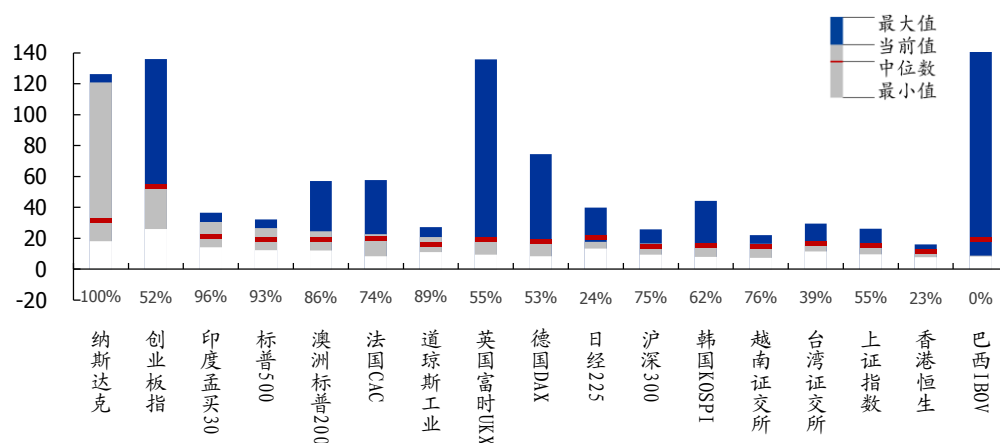
图表 14: 全球重要股指本周涨跌幅 (%)



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

横向来看，全球重要指数中创业板指估值排名第二，而上证指数估值处于倒数第三。当前纳斯达克、创业板指和印度孟买 30 估值靠前，分别为 120.89、53.93 和 30.61；巴西 IBOV、香港恒生和上证指数估值靠后，分别为 8.8、10.27 和 15.41。

图表 15: 全球重要股指历史分位 (2010 年至今)



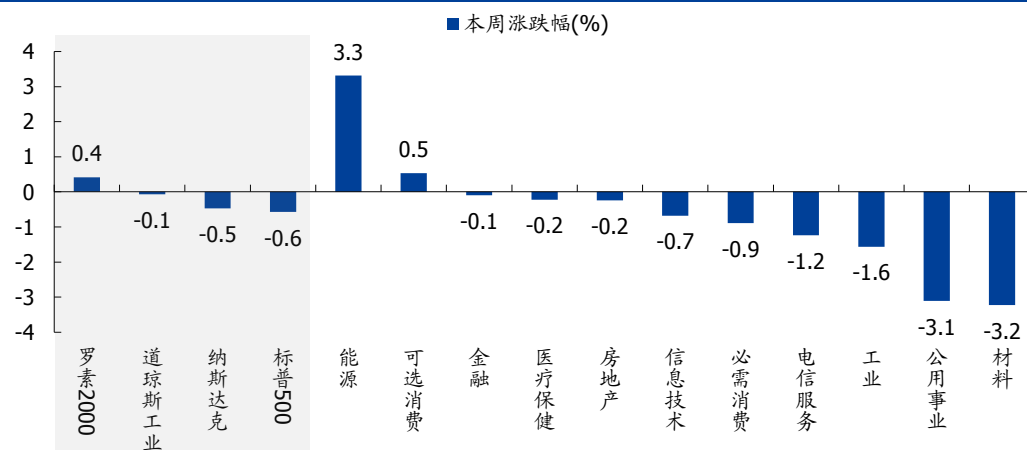
资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

美股市场：三大指数继续下挫，估值多数下行

美股市场指数多数下跌，能源、可选消费和金融表现较好，成长、大盘风格相对占优。本周罗素 2000、道琼斯工业、纳斯达克和标普 500 指数涨跌幅分别为 0.42%、-0.07%、-0.47%和-0.57%。标普 500 行业多数下跌，能源、可选消费和金融表现居前，涨跌幅分别为 3.31%、0.54%和-0.09%。从风格相对表现来看，纳斯达克/道琼斯工业有所上行，罗素 2000/标普 500 有所下行，表明成长与大盘风格相对占优。

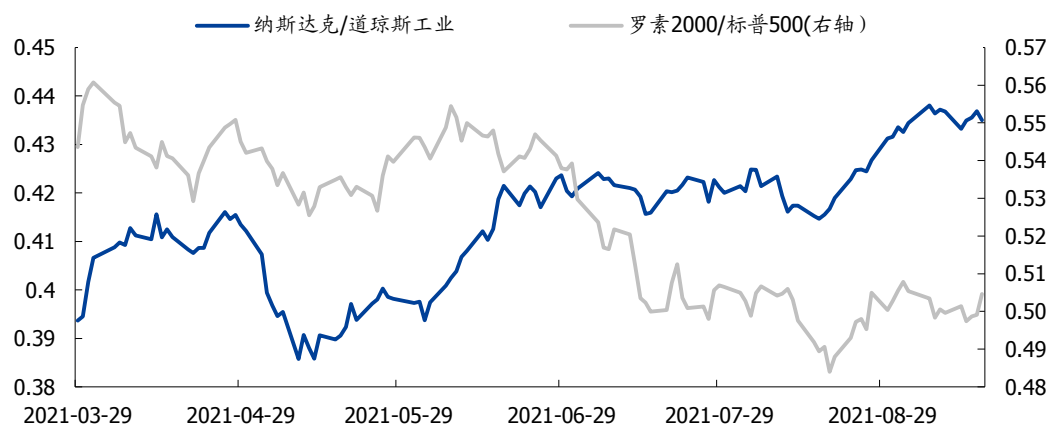
本周美股指数估值多数下行，行业估值整体下行。市场指数来看，当前纳斯达克、罗素 2000、标普 500 和道琼斯工业 PE 估值分别为 120.89、169.06、26.53 和 20.84，历史分位分别为 99.52%、97.65%、92.53%和 89.31%，本周分别变动-0.24、2.24、-0.54 和-0.14 个百分点。行业估值来看，当前 PE 估值分位数靠前的行业分别是信息技术（95.15%）、电信服务（94.4%）和工业（92.84%）；本周估值分位数回升前三的行业是能源、可选消费和医疗保健，分别回升 1.11、0.31 和-0.24 个百分点。

图表 16: 美股市场与行业指数本周涨跌幅 (%)



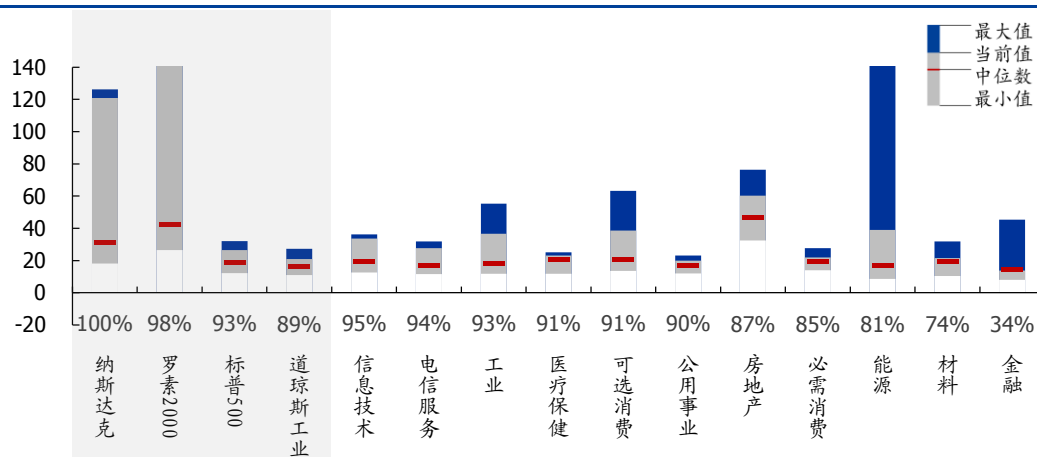
资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表 17: 纳斯达克/道琼斯工业、罗素 2000/标普 500 走势



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表 18: 美股市场与行业指数历史分位 (2010 年至今)



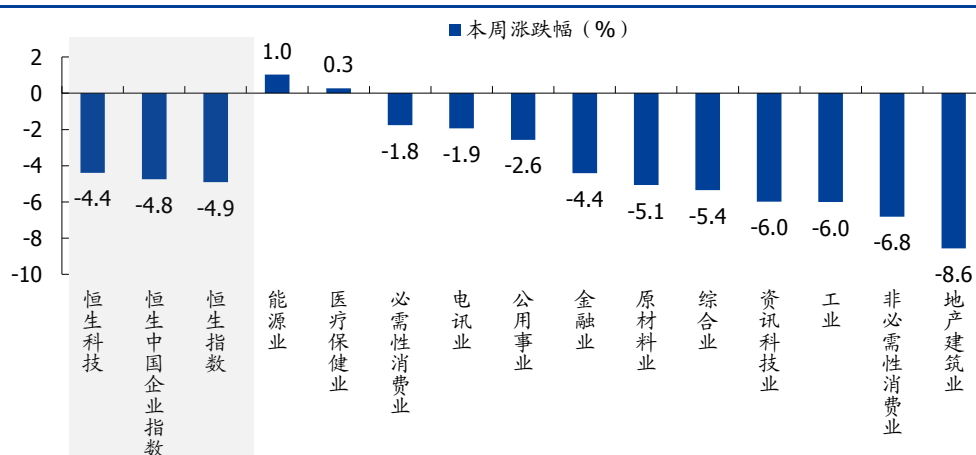
资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

港股市场: 指数全面下行, 估值整体下行

港股市场指数全面下跌, 能源业、医疗保健业与必需性消费业表现较好。本周恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数涨跌幅分别为-4.39%、-4.76%和-4.9%。恒生一级行业多数下跌, 能源业、医疗保健业和必需性消费业表现居前, 分别上涨 1.03%、0.28%和-1.76%。

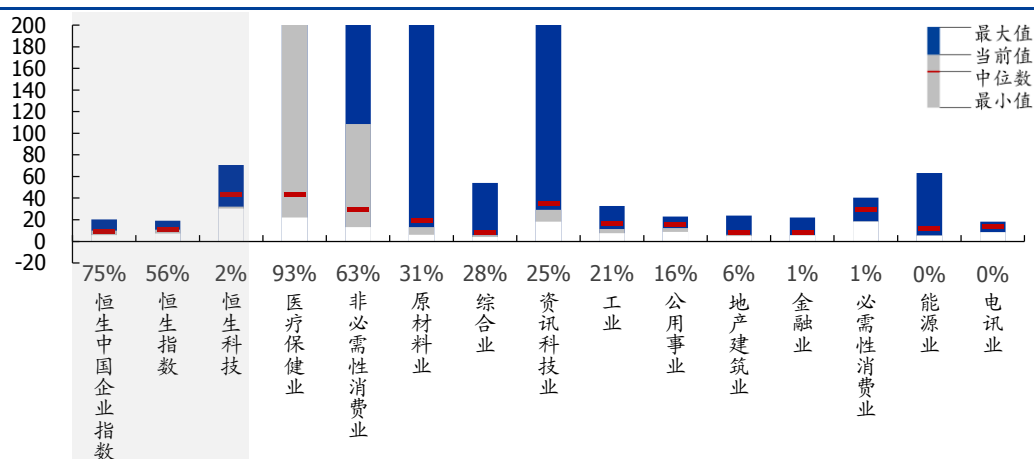
本周港股指数估值全面下行, 行业估值整体下行。市场指数来看, 当前恒生中国企业指数、恒生指数和恒生科技 PE 估值分别为 9.96、10.67 和 32, 历史分位分别为 74.89%、55.54%和 2.12%, 本周分别变动-2.46、-7.55 和-4.26 个百分点。行业估值来看, 当前 PE 估值分位数靠前的分别是医疗保健业 (92.75%)、非必需性消费业 (62.58%) 和原材料业 (30.81%); 本周估值分位数回升前三的行业是工业、医疗保健业和能源业, 分别回升 2.04、1.45 和 0.14 个百分点。

图表 19: 港股市场与行业指数本周涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 港股市场与行业指数历史分位 (2010 年至今)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

大类资产表现：海内外风险偏好回落，人民币贬值

全球市场下跌，海内外风险偏好回落

股市方面，本周全球市场下跌 **0.99%**，发达市场（-0.82%）优于新兴市场（-2.26%）。大宗商品方面，商品价格多数下跌，布伦特原油上涨 3.32%，LME 金、LME 铜和 CRB 工业金属分别下跌 2.22%、3.9%和 6.54%。利率债方面，美债长端利率回升，短端利率回落，中债长短端利率均有所回升；信用债方面，美国 IG 债、HY 债 OAS 利差有所收窄，中国 3 年期、5 年期 AAA+ 中票信用利差有所扩大；可转债方面，中证转债指数下跌 2.61%。汇率方面，美元指数上涨 0.66%，人民币汇率和欧元汇率分别下跌 0.34%和 0.75%。波动率方面，VIX 指数回落。

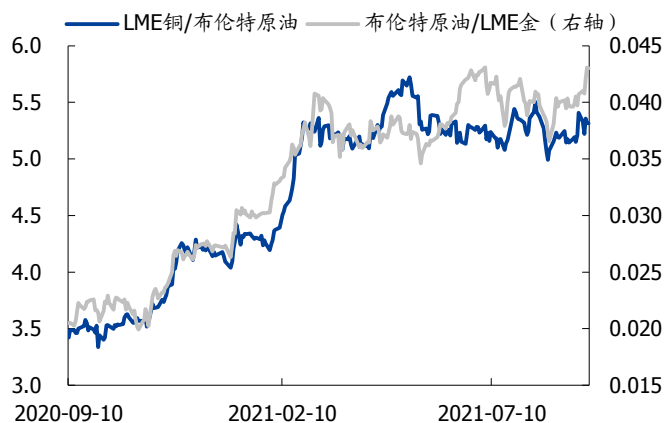
图表 21：全球大类资产本周表现

权益		价格	涨跌幅 (%)
MSCI 全球市场		729.99	-0.99
MSCI 发达市场		3096.62	-0.82
MSCI 新兴市场		1279.35	-2.26
大宗商品		价格 (美元)	涨跌幅 (%)
CRB 工业金属		2347.72	-6.54
布伦特原油		75.34	3.32
LME 铜		9307.25	-3.90
LME 金		1751.20	-2.22
利率债		到期收益率 (%)	到期收益率变动 (bp)
美国	1Y	0.07	0.00
	10Y	1.36	2.05
德国	1Y	-0.67	0.70
	10Y	-0.28	5.10
中国	1Y	2.40	3.12
	10Y	2.88	1.29
信用债		利差 (%)	利差变动 (bp)
美国	IG 债 OAS 利差	0.35	-0.11
	HY 债 OAS 利差	2.74	-4.63
中国	3 年期 AAA+ 中票信用利差	0.25	1.41
	5 年期 AAA+ 中票信用利差	0.41	9.36
可转债		价格	涨跌幅 (%)
中证转债指数		413.35	-2.61
外汇		点位	点位变动 (%)
美元指数		93.20	0.66
人民币兑美元		0.15	-0.34
欧元兑美元		1.17	-0.75

资料来源：bloomberg, wind, 国盛证券研究所

商品相对表现来看，铜金比下行，油金比、伦敦金/CRB 工业金属上行。债市相对表现来看，中美利差有所收窄，德美利差有所扩大。股债相对价值来看，万得全 A 口径下的修正风险溢价、标普 500 风险溢价均有所回升。

图表 22: 铜金比、油金比走势



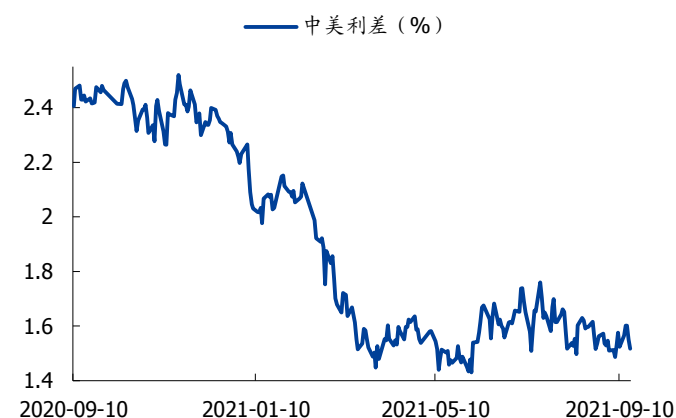
资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表 23: 伦敦金价/CRB 工业金属走势



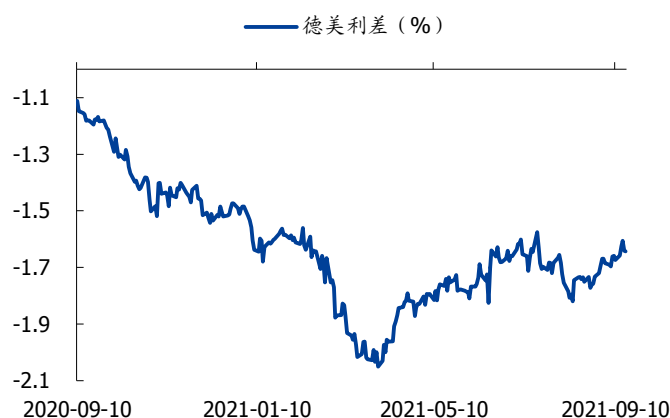
资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表 24: 中美利差走势(%, 基于 10 年期国债利率)



资料来源: bloomberg, wind, 国盛证券研究所

图表 25: 德美利差走势(%, 基于 10 年期国债利率)



资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

图表 26: A 股修正 ERP 走势(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: SPX-ERP 与 VIX 指数走势(%)

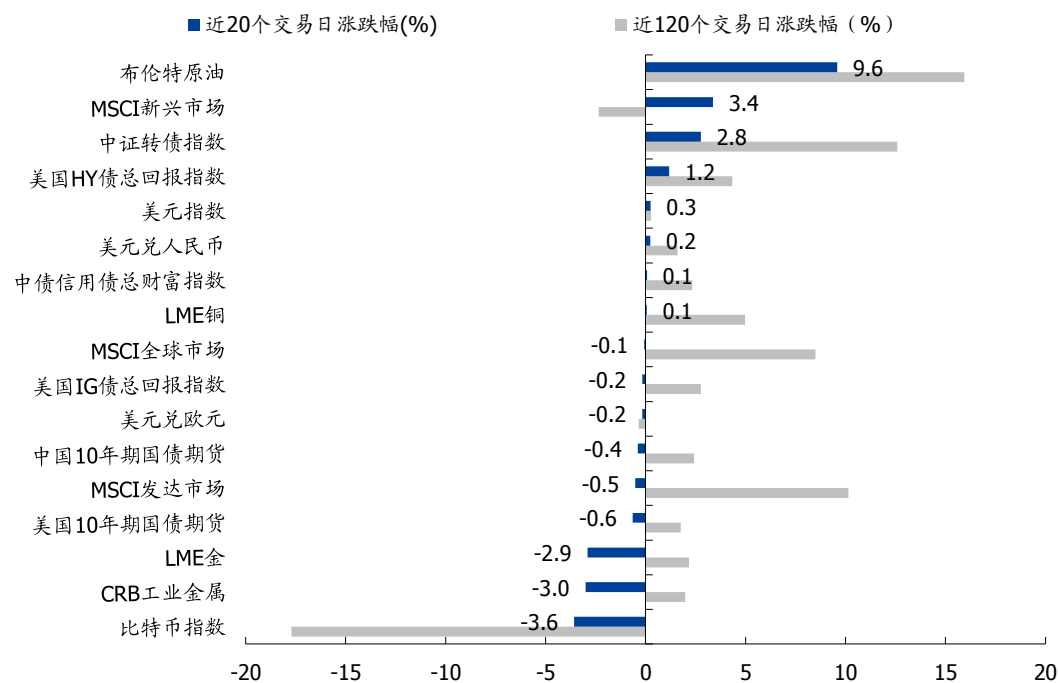


资料来源: bloomberg, 国盛证券研究所

领涨资产：原油、MSCI 新兴市场和可转债 20 日表现占优

过去 20 个交易日中表现较好的大类资产为原油、MSCI 新兴市场和可转债，分别上涨 9.59%、3.38%和 2.77%。过去 120 个交易日中表现较好的大类资产为原油、可转债指数和 MSCI 发达国家，分别上涨 15.94%、12.6%和 10.14%。

图表 28: 近 20 个交易日与近 120 个交易日全球大类资产表现 (%)



资料来源: bloomberg, wind, 国盛证券研究所

风险提示

1、海外波动加剧；2、宏观经济和政策超预期变化；3、监管政策超预期扰动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com