市场盘整下，跨年如何布局？

——2021 年 11 月策略月报

2021 年 11 月 02 日

- **10 月 A 股窄幅震荡，指数未能显现行业间的波动差距：** A 股窄幅震荡,各指数有涨有跌，但波动幅度相对弱于前几个月。大盘股表现相对优于中盘和小盘股。金融和成长板块上涨，消费和周期板块回落。
- **本月行业多数下跌，周期板块显著走弱，政策助力下电气设备领涨，具有避险属性的银行延续上行。**采掘、钢铁、有色、化工等行业因大宗商品价格受政策调控影响显著回落。新能源相关的储能、风电、光伏和新能源汽车行业在政策助力下领涨。十一长假及疫情有效防控下，休闲服务延续上行。本月低估值的银行涨幅靠前，市场避险情绪有所上行。
- **成交额大幅下滑，市场避险情绪增加。**两市日均成交额环比明显回落，10 月仅在万亿元附近，换手率也环比下行。两融交易额占 A 股成交额环比回落，杠杆资金占比下行。北向资金依然保持大幅净流入，电力设备受到北上资金追捧。
- **经济压力和成本冲击下，三季度盈利增速尚未见底。**四季度国内经济下行承压，全球范围的缺电，以及限电限产给生产端造成一定压力。房地产仍处下行周期，对相关产业链仍有一定影响。企业三季报营收保持上行，但利润受到成本端的挤压，预期四季度成本端的约束仍将延续，2022 年上半年将逐步缓和。
- **美国 Taper 将至，国内仍将延续跨周期调节。**11 月美联储即将到来的 Taper 市场已经给出预期，但仍需关注政策带来的外溢效应。我国房贷政策边际宽松带来的宽信用幅度预期有限，货币政策仍强调跨周期调节，关注结构型问题，降准可能性较低。宏观和政策约束下，我们依然看好高景气度的高端制造业主线，业绩维持高成长、订单确定性强的板块也将受到市场资金的持续认可。四季度市场风险偏好或有所调整，前期估值充分回调，部分韧性较好的价值风格配置性价比提升。
- **投资建议：**当前市场仍处于震荡盘整期，仍将结构型行情为主。行业配置方面，建议关注：1）政策支持力度较大，未来订单和排产充足的新能源产业链，风电、光伏、储能等细分赛道的机会；在手订单充足的军工行业；2）猪周期预期逐步触底回升，种业科技赋能的农林牧渔行业和三季报披露后近期估值回撤较大、性价比回升的家电、纺服、轻工等可选消费板块；3）低估值已部分反应悲观预期，四季度日历效应下表现通常较好的银行、保险等大金融板块。
- **风险因素：**大宗商品价格波动，政策调整超预期，美联储 Taper 超预期。

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn
研究助理： 赵达
电话：13601074335
邮箱：zhaoda@wlzq.com.cn
研究助理： 于天旭
电话：17717422697
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

新能源、周期三季度受青睐，关注四季度持仓切换

政策力度加码，大宗商品涨价压力或缓解

短期关注三季报预喜主线

正文目录

1 10 月市场表现回顾.....3
1.1 国际市场表现：欧美股全线上涨，亚洲股表现分化.....3
1.2 A 股市场表现：A 股小幅震荡.....3
1.3 A 股估值表现：创业板指小幅回升.....5
2 10 月市场交易情绪和流动性回顾.....7
2.1 市场交易情绪：交易额持续萎缩，市场避险情绪上行.....7
2.2 市场流动性：两融占比回落，北上资金延续流入.....8
3 公募基金三季报汇总.....11
3.1 主动权益型基金净资产上行趋势终止.....11
3.2 三季度公募股票仓位继续提升，大幅增持主板.....12
3.3 三季度公募增配新能源产业链和周期板块.....13
4 投资建议.....14
5 风险提示.....14

图表 1: 10 月主要国际指数表现.....3
图表 2: A 股指数月度涨跌幅表现（%）.....4
图表 3: 申万一级行业指数月度涨跌幅（%）.....4
图表 4: A 股板块月度涨跌幅（%）.....5
图表 5: A 股主要宽幅指数月末 PE、PB 所处近 10 年分位数（%）.....5
图表 6: A 股申万一级行业月末 PE(TTM).....6
图表 7: 申万一级行业 10 月末 PE、PB 所处历史分位数.....7
图表 8: A 股成交额（亿元）.....8
图表 9: A 股主要股指日换手率（%）.....8
图表 10: 两融余额（亿元）和两融交易额占 A 股成交额（%）.....9
图表 11: 申万一级行业两融月净买入额（亿元）.....9
图表 12: 北向资金月度合计买卖总额（亿元）和累计净买入（亿元）.....10
图表 13: 北向资金月度一级行业净买入/卖出额（亿元）.....10
图表 14: 主动权益型公募基金资产净值（亿元）.....11
图表 15: 各主动权益型基金资产净值占比.....11
图表 16: 主动权益型公募基金股票仓位.....12
图表 17: 主动权益型公募基金股票配置比（上市板）.....13
图表 18: 主动权益型公募基金股票配置比（一级行业）.....13

1 10月市场表现回顾

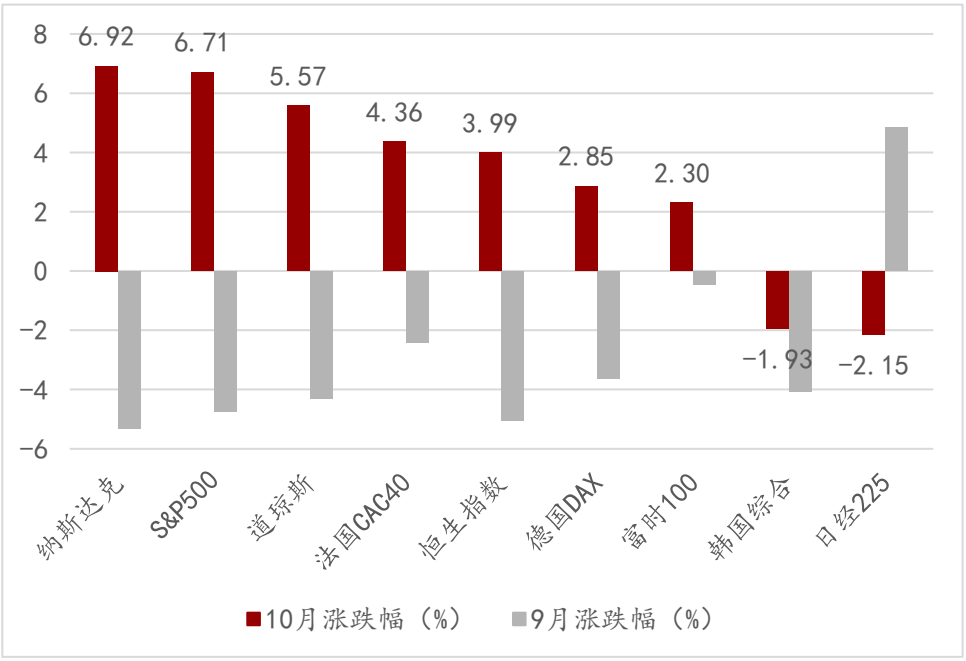
1.1 国际市场表现：欧美股全线上涨，亚洲股表现分化

此前，美国财长耶伦提出，联邦政府可能在 10 月 18 日左右耗尽现金，不提高债务上限将带来灾难性后果。但月内，美国参议院多数党领袖舒默宣布，立法者们已就提高短期债务上限达成协议，将债务上限延长至12月初，可能暂时避免了债务上限危机。

截至10月28日，纳斯达克指数上涨6.92%领涨国际主要股指、标普500指数涨6.71%，道琼斯指数涨5.57%。

欧洲市场表现大幅回升，德国DAX指数涨2.85%，法国CAC40指数涨4.36%，英国富时100指数涨2.30%,；亚洲市场中，日经225跌2.15%，韩国综合跌1.93%，恒生指数涨3.99%。

图表1：10月主要国际指数表现



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年10月28日

1.2 A股市场表现：A股小幅震荡

A股小幅震荡，仅有创业板指上涨。截至10月28日收盘，上证指数跌1.39%收报3518.42点，深证成指跌0.45%，创业板指涨1.04%，沪深300跌0.05%，科创50跌0.90%，中证800跌0.56%。与上月相比，仅有创业板指出现上涨，其余指数涨跌幅均环比下降。

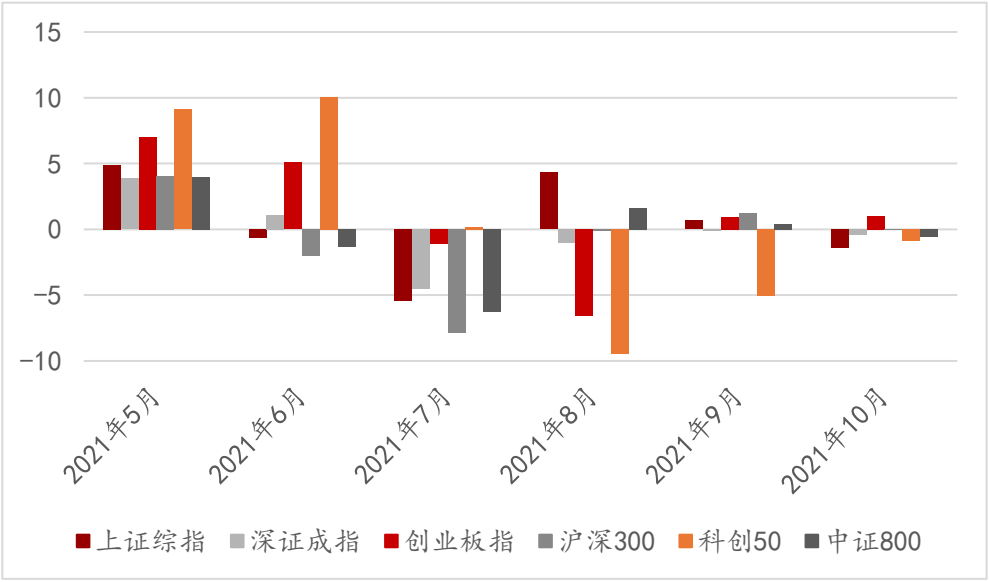
按照申万一级行业分类，本月行业多数下跌，采掘（-13.52%）、钢铁（-12.50%）、公用事业(-7.95%)、房地产(-7.91%)、医药生物(-5.68%)等跌幅较高；电气设备(+8.63%)、汽车（+8.25%）、银行（+3.82%）、休闲服务（+1.65%）等涨幅靠前。

按照风格划分，本周仅有金融（+0.22%）和成长（+1.24%）上涨，周期（-2.81%），消费（-2.48%），稳定（-5.31%）出现回落。

按照规模划分，本月大盘股（+0.57%）表现好于中盘指数（-1.05%）和小盘指数（-2.53%），大盘股连续2个月表现领先。

按照业绩划分，本月绩优股(-1.85%)表现优于亏损股(-2.64%)和微利股(-2.35%)，绩优股连续2个月表现领先。

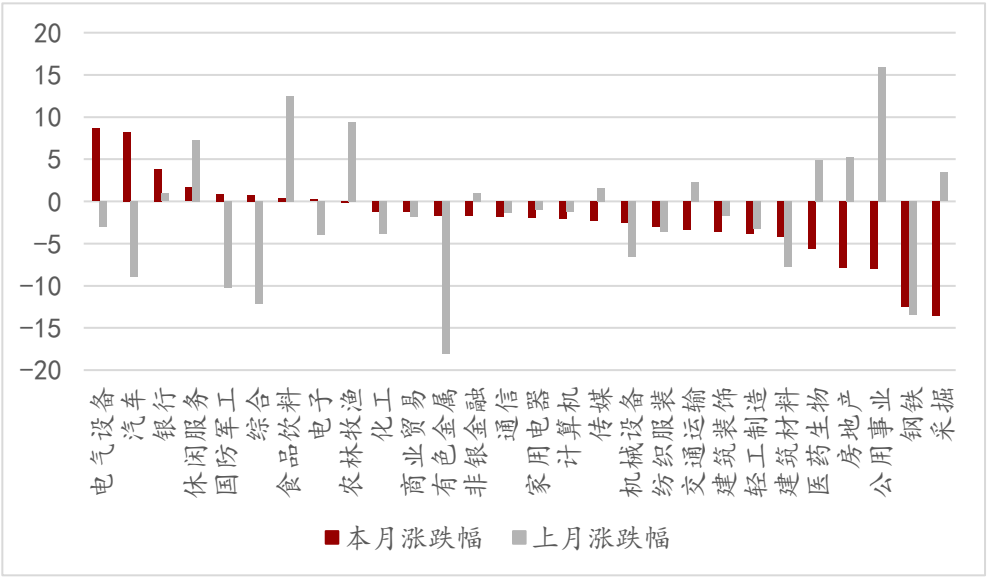
图表2：A股指数月度涨跌幅表现（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年10月28日

图表3：申万一级行业指数月度涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年10月28日

图表4：A股板块月度涨跌幅（%）

分类	指数	2021年4月	2021年5月	2021年6月	2021年7月	2021年8月	2021年9月	2021年10月
风格	金融	-3.32	4.26	-4.83	-10.35	4.76	1.20	0.22
	周期	2.70	3.88	2.77	2.22	13.67	-5.36	-2.81
	消费	5.14	5.07	-2.10	-14.01	-4.41	7.09	-2.48
	成长	4.17	6.43	6.81	4.03	0.81	-4.18	1.24
	稳定	-6.25	1.75	-0.50	-2.93	8.22	8.41	-5.31
规模	大盘指数	2.58	3.99	-1.38	-8.10	-0.92	1.38	0.57
	中盘指数	3.55	4.50	0.59	-1.35	4.87	-2.53	-1.05
	小盘指数	1.45	5.70	3.01	2.61	8.61	-3.30	-2.53
业绩	亏损股指数	1.03	7.87	0.71	-0.50	9.92	-1.45	-2.64
	微利股指数	2.55	10.95	5.21	4.77	7.17	-4.48	-2.35
	绩优股指数	5.92	3.08	-4.93	-16.21	-5.61	3.23	-1.85

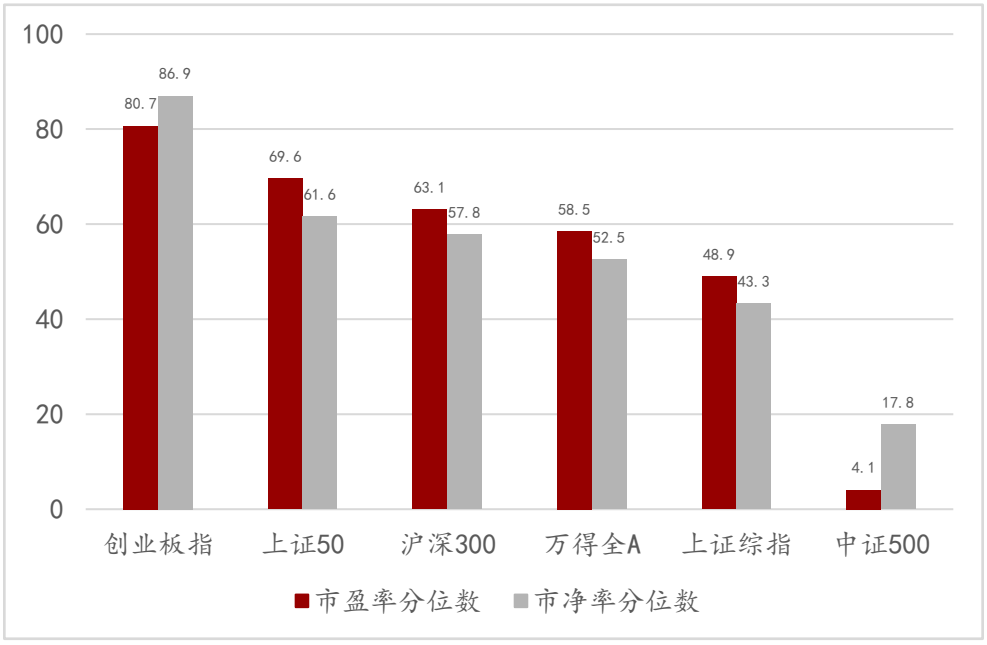
资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年10月28日

1.3 A股估值表现：创业板指小幅回升

截至10月28日，上证综指滚动市盈率为13.41倍，较9月末下降0.24倍，处于近十年以来48.9%历史分位数；创业板指滚动市盈率为61.86倍，环比上月同期提高5.13倍，处于80.7%历史分位数。从PB来看，上证综指、创业板指、沪深300的当前估值所处近10年历史分位数分别为43.3%、86.9%、57.8%。

图表5：A股主要宽幅指数月末PE、PB所处近10年分位数（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年10月28日

截至10月28日，多数一级行业较上月底动态市盈率电气设备（+4.6X）、汽车（+2.6X）、休闲服务（+0.9X）提高幅度较大，滚动市盈率下滑的一级行业中，采掘（-2.3X）、 医药生物（-2.1X）和纺织服装（-1.9X）估值下行幅度最大。

从各行业10月末PE和PB所处的过去十年历史分位数来看，电气设备、休闲服务、食品饮料行业当前估值水平处于历史相对高位；房地产、非银金融、建筑装饰、传媒、通信处于历史估值低位区间，当前市场景气度仍偏低。

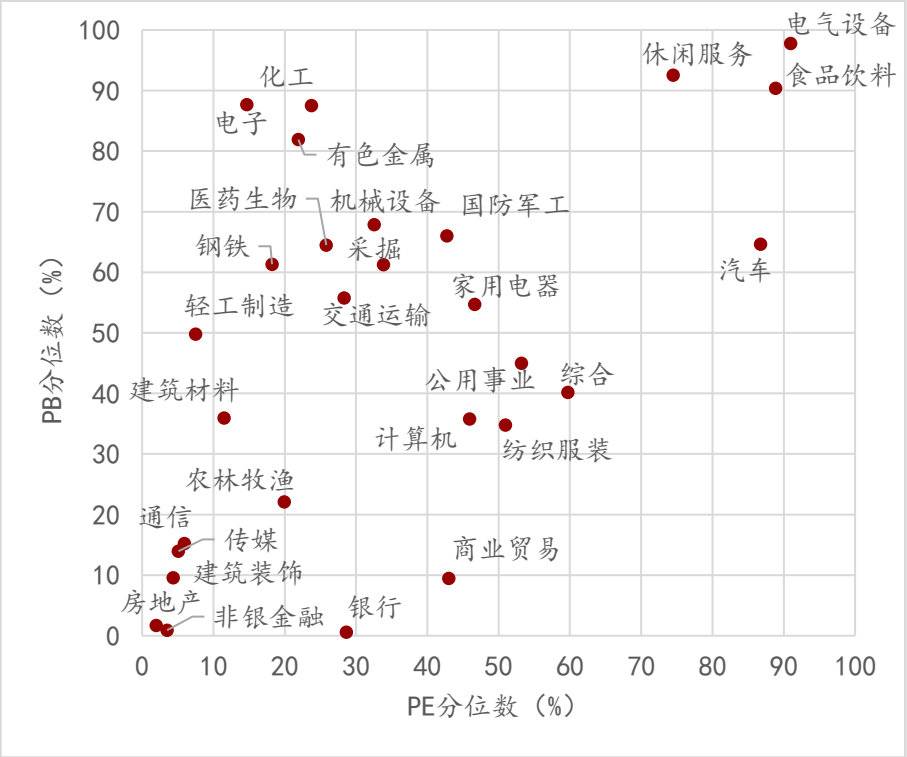
图表6：A股申万一级行业月末PE(TTM)

行业名称	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	趋势	10月-9月
电气设备	45.3	41.7	47.6	52.6	55.5	51.2	55.8		4.6
汽车	29.6	25.5	28.4	28.4	30.7	27.2	29.8		2.6
休闲服务	120.7	87.3	79.8	64.0	64.7	58.2	59.1		0.9
有色金属	40.9	35.5	34.0	43.3	51.2	33.5	34.3		0.8
国防军工	57.0	61.8	63.1	65.4	76.1	63.4	63.7		0.3
建筑装饰	8.8	8.2	8.3	8.2	9.0	8.7	9.0		0.3
银行	7.5	7.7	7.3	6.3	6.5	6.3	6.5		0.3
电子	44.7	38.2	42.8	44.5	42.0	34.9	35.1		0.1
食品饮料	50.5	51.0	48.2	38.9	37.3	42.0	42.1		0.1
农林牧渔	20.4	19.8	19.2	16.5	16.5	26.2	26.0		-0.1
交通运输	22.0	19.4	19.8	17.2	18.5	16.0	15.8		-0.2
非银金融	14.6	15.1	14.4	12.9	13.4	12.9	12.7		-0.2
家用电器	21.9	19.5	18.3	16.6	16.6	16.0	15.8		-0.2
通信	36.2	34.3	35.4	37.2	33.9	32.8	32.5		-0.3
商业贸易	26.8	25.6	24.5	23.0	24.1	23.4	23.1		-0.3
化工	30.2	24.4	25.6	27.0	31.3	23.7	23.4		-0.3
建筑材料	14.8	14.1	13.1	12.3	13.9	12.7	12.3		-0.4
传媒	30.7	30.3	29.3	25.4	25.6	25.0	24.5		-0.5
综合	47.8	48.6	53.4	51.4	56.9	47.3	46.8		-0.6
房地产	8.3	8.4	7.8	6.8	7.2	7.7	7.1		-0.6
轻工制造	29.2	24.9	24.2	22.4	23.5	20.0	19.3		-0.7
计算机	55.3	53.8	55.8	53.4	52.7	53.0	52.2		-0.8
机械设备	28.0	24.9	25.5	26.0	28.2	26.5	25.7		-0.8
钢铁	16.4	12.3	12.2	14.3	16.8	10.2	9.1		-1.1
公用事业	18.4	17.7	18.1	16.8	19.0	22.1	20.3		-1.8
纺织服装	32.3	31.2	32.5	29.9	30.8	27.7	25.8		-1.9
医药生物	45.1	41.7	41.7	37.3	34.0	34.8	32.8		-2.1
采掘	14.4	13.1	13.4	14.7	19.1	15.6	13.3		-2.3

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年10月28日

图表7：申万一级行业10月末PE、PB所处历史分位数



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年10月28日

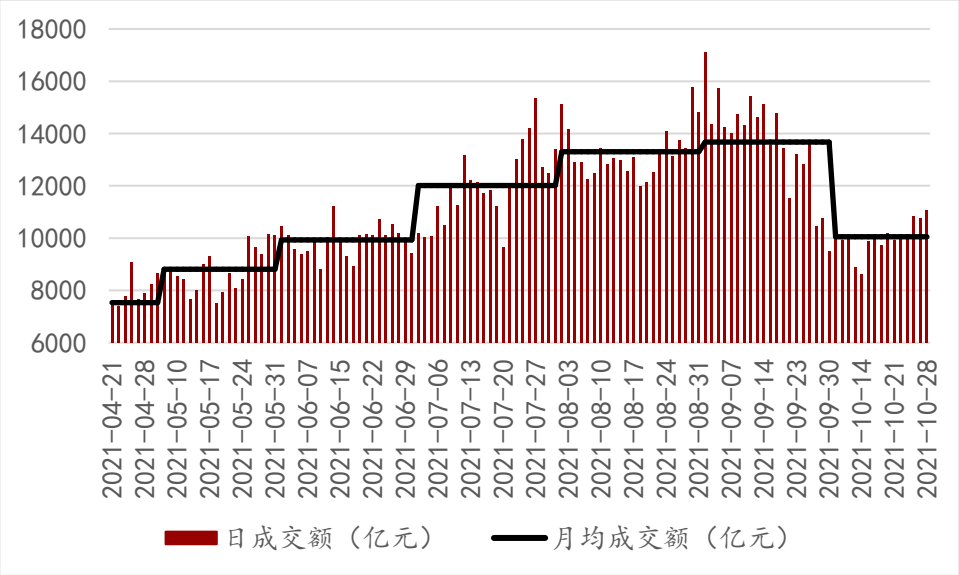
2 10月市场交易情绪和流动性回顾

2.1 市场交易情绪：交易额持续萎缩，市场避险情绪上行

截至10月28日，由于国庆假期，月内仅有15个交易日，交易情绪持续萎缩，单月两市日均成交额为10,049.72亿元，环比上月下降3623.03亿元。

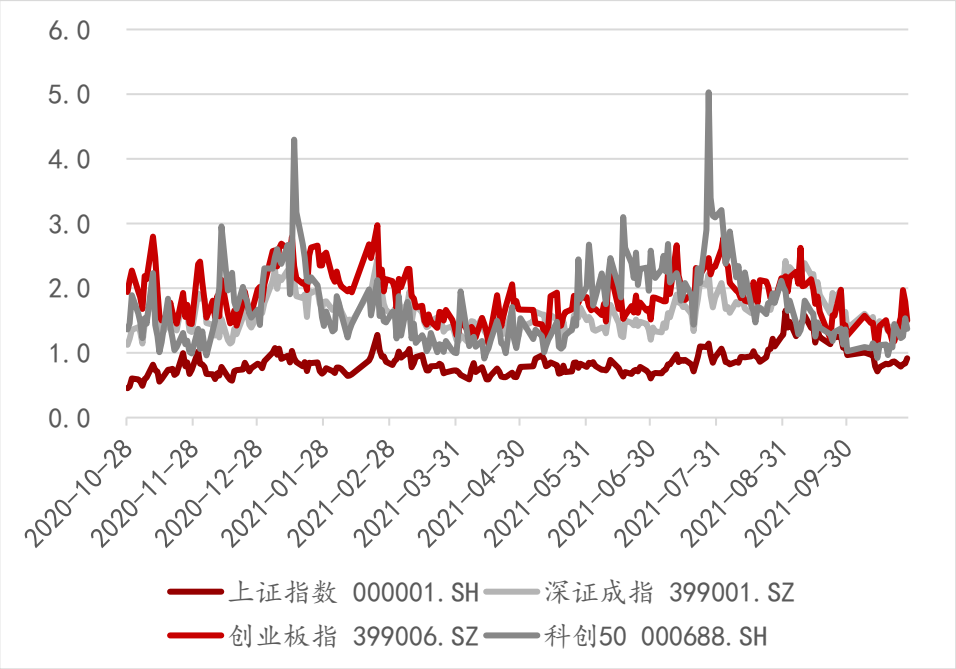
10月主要股指日均换手率环比上月小幅下降，其中深证成指下降幅度最大。

图表8：A股成交额（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表9：A股主要股指日换手率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年10月28日

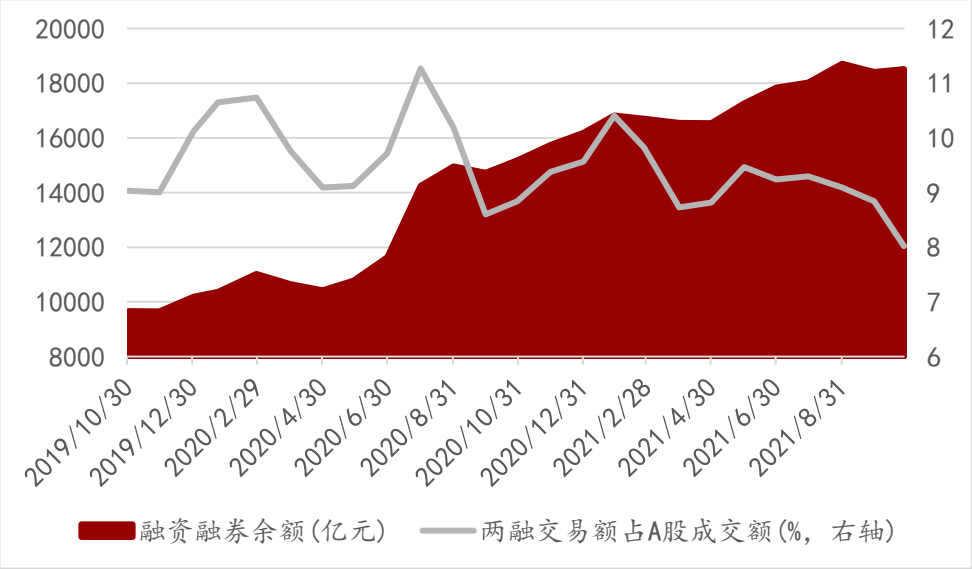
2.2 市场流动性：两融占比回落，北上资金延续流入

截至10月28日，融资融券余额为18,519.63亿元，环比上月末小幅增加104.38亿元；单月两融交易额为12,079.62亿元，占A股成交额占比为8.02%，环比上月收窄0.82个百分点。

具体到申万一级行业来看，10月两融净流入的占多数，其中基础化工（+28.12亿元）、电子（+23.38亿元）、公用事业（+20.30亿元）、电力设备（+19.33亿元）等净买入额

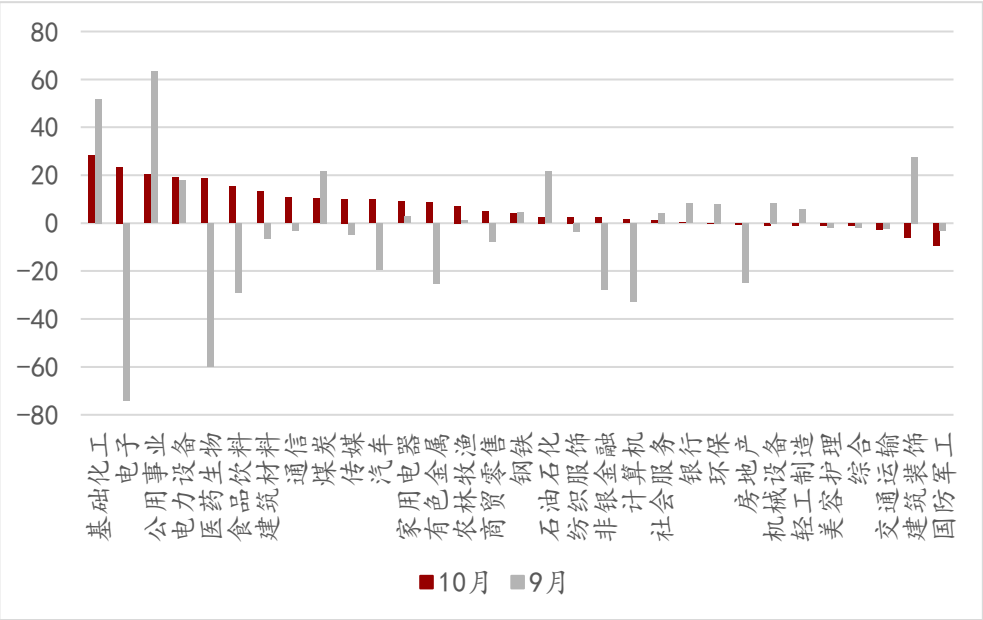
最高；国防军工（-9.47亿元）、建筑装饰（-6.24亿元）、交通运输（-2.57亿元）、综合（-1.19亿元）等净卖出额较多。环比上月来看，电子、医药生物、食品饮料等由净流出转为净流入，机械设备、建筑装饰、轻工制造等由净流入转为净流出。

图表10：两融余额（亿元）和两融交易额占A股成交额（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表11：申万一级行业两融月净买入额（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

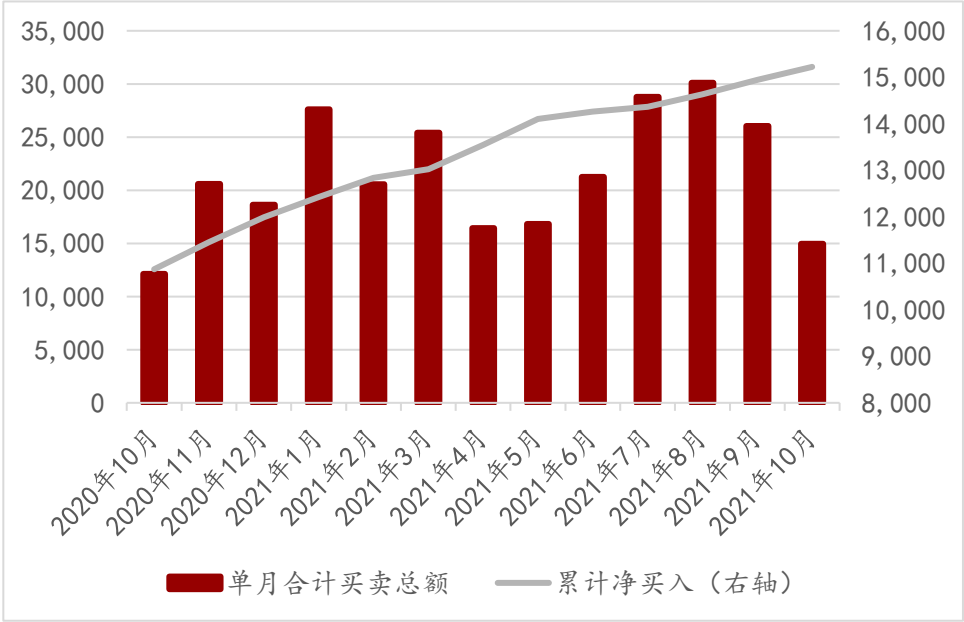
注：数据截至2021年10月28日

10月北向资金持续流入A股。截至10月28日，北向资金累计净买入额为15,223.57亿元，单月净流入281.02元，11连续净流入；本月由于内地和香港假期因素影响，截至10月28日，陆股通交易通道仅开放15个交易日，北上资金成交总额14,965.83亿元。

具体到申万一级行业来看，截至10月28日多数行业月内为北向净流入，其中电力设备（+169.32亿元）、食品饮料（+69.61亿元）、汽车（+49.18亿元）、银行（+44.91亿元）

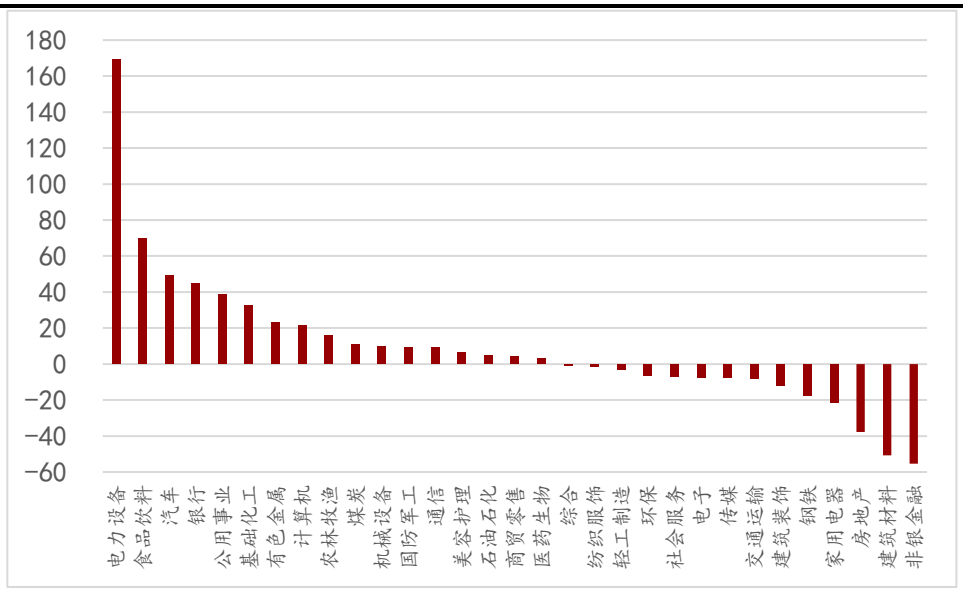
净流入额领先；非银金融（-55.36亿元）、建筑材料（-50.77亿元）、房地产（-37.77亿元）等单月净流出额较多。

图表12：北向资金月度合计买卖总额（亿元）和累计净买入（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表13：北向资金月度一级行业净买入/卖出额（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年10月28日

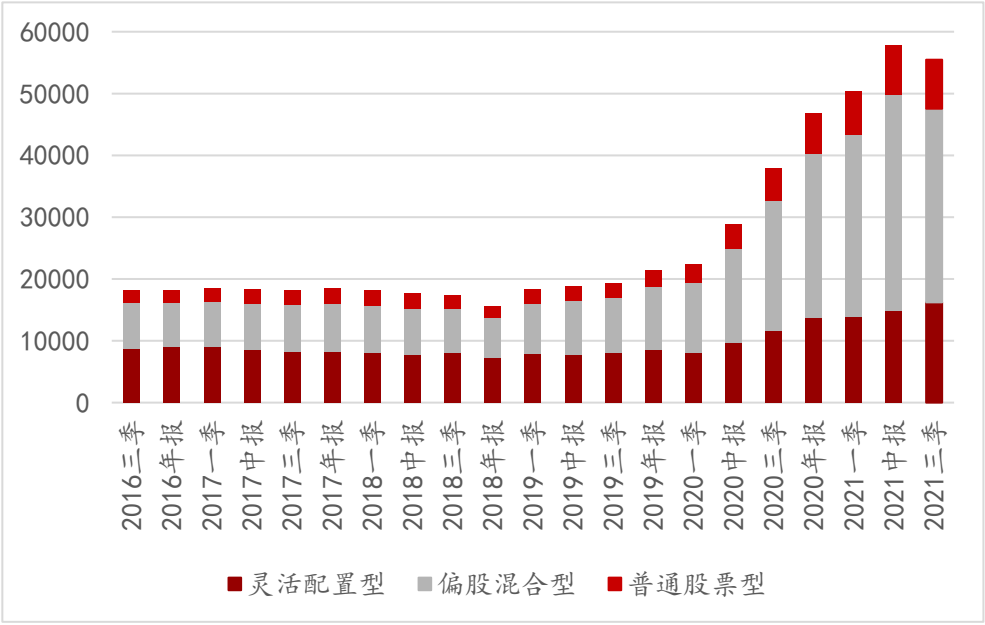
3 公募基金三季报汇总

3.1 主动权益型基金净资产上行趋势终止

截至10月27日，公募基金2021年三季报已披露完毕。从披露情况汇总来看，2021年三季度主动权益型公募基金（包含普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金）净值为55,493.84亿元，环比2021年二季度下降3.92%，结束此前公募基金净值连续九个季度环比增长趋势。

其中，灵活配置型净值环比二季度增加9.21%，偏股混合型环比减少10.34%，普通股票型环比减少0.23%。

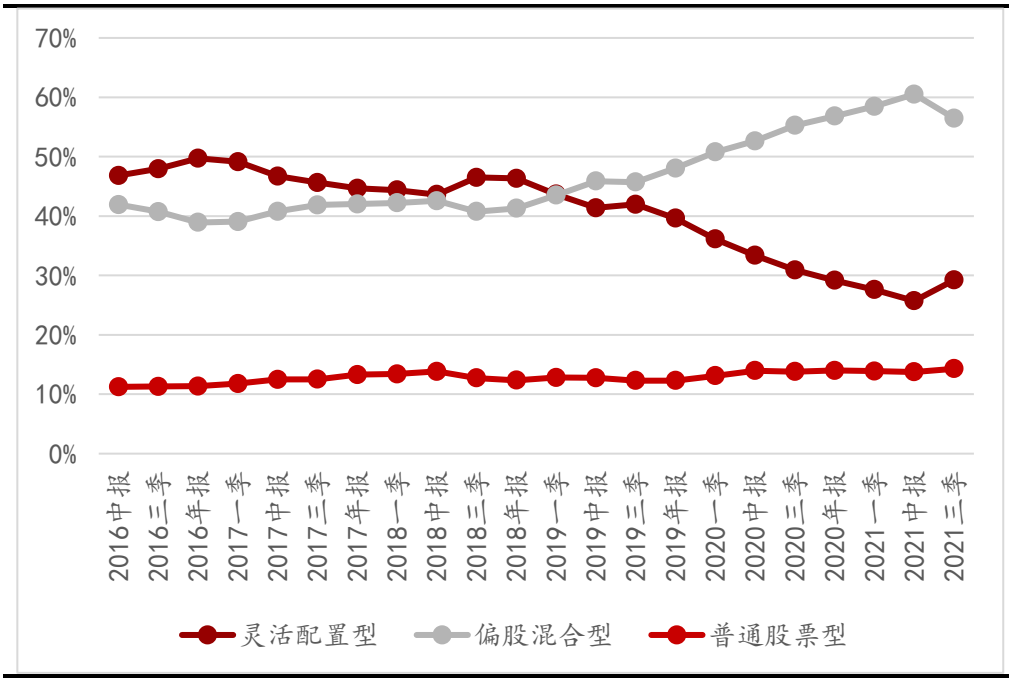
图表14：主动权益型公募基金资产净值（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

从各类主动权益型基金净值规模来看，偏股混合型基金份额在主动权益型基金中占比下降至56.48%，结束此前起连续7个季度占比上行趋势，环比二季度减少4.04个百分点；灵活配置型基金占比增加至29.23%，环比二季度上升3.51个百分点，结束此前连续7个季度占比回落趋势；普通股票型基金占比为14.29%，环比上季度升高0.53个百分点。

图表15：各主动权益型基金资产净值占比



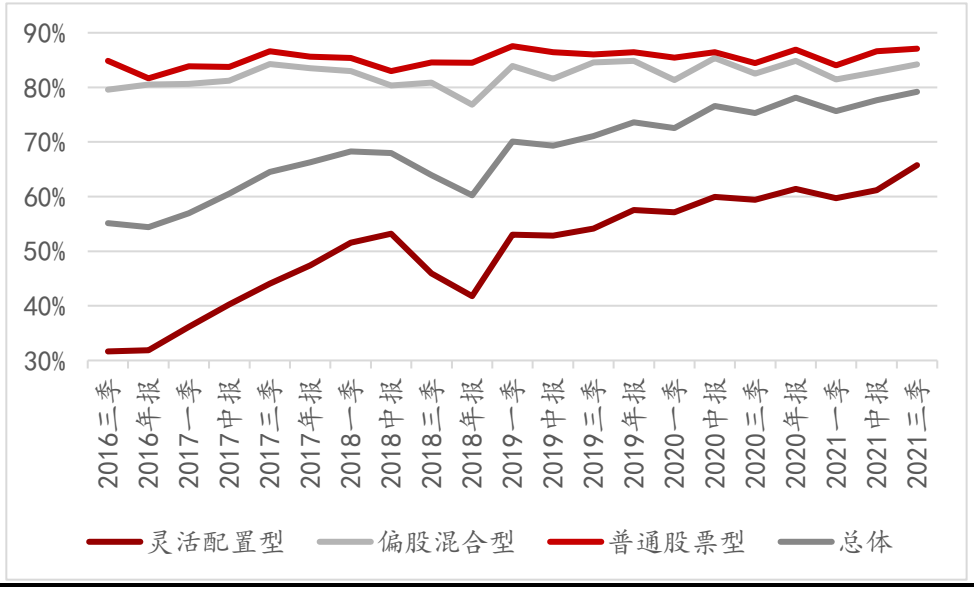
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2 三季度公募股票仓位继续提升，大幅增持主板

截至2021年三季度，主动权益型基金股票持仓总体仓位为79.19%，环比2021年二季度上升1.52个百分点。

2021年三季度，灵活配置型基金股票持仓上升4.57个百分点至65.76%；偏股混合型基金股票持仓上升1.42个百分点至84.20%；普通股票型基金股票持仓上升0.47个百分点至87.09%。

图表16：主动权益型公募基金股票仓位

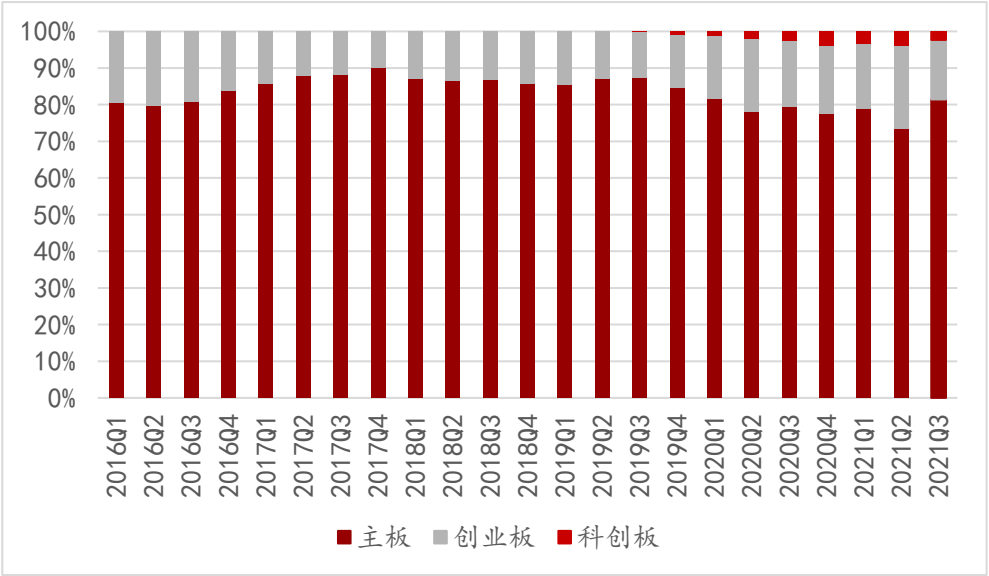


资料来源：Wind，万联证券研究所

从主动权益型基金股票持仓配置上分析：主板配置相比上一季度大幅增配7.90个百分点至81.44%；创业板减配6.25个百分点至16.27%；科创板环比减配1.65个百分点至

2.29%。

图表17：主动权益型公募基金股票配置比（上市板）



资料来源：Wind，万联证券研究所

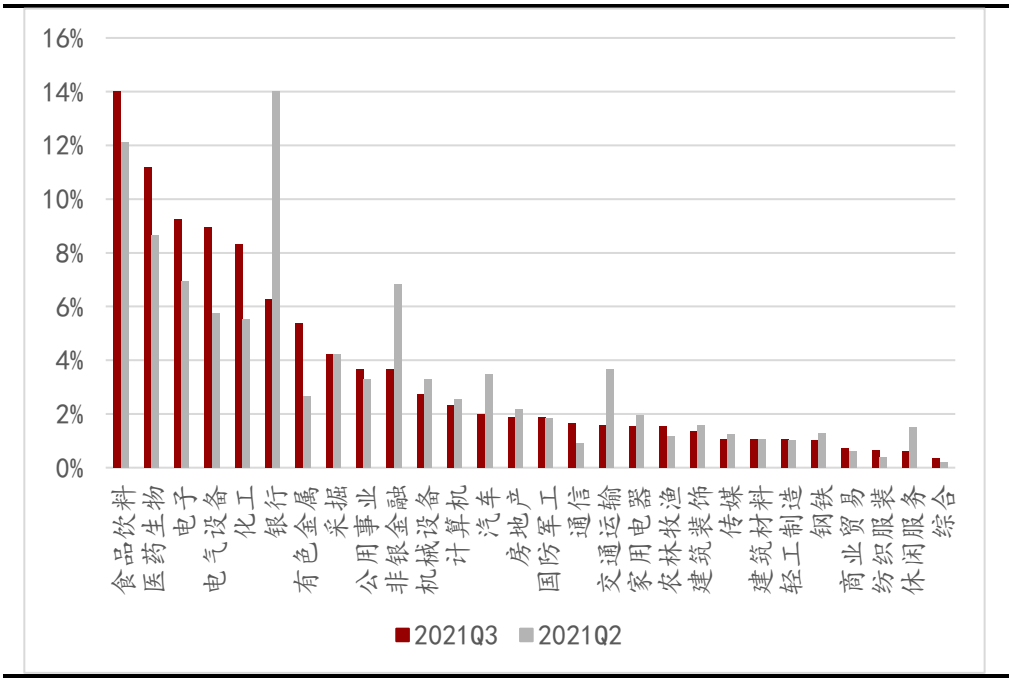
3.3 三季度公募增配新能源产业链和周期板块

按照申万一级行业分类，2021年三季度公募基金持股市值占基金持仓总市值最高的五个行业依然为食品饮料、医药生物、电子、电气设备、化工，持仓占比分别为14.01%、11.19%、9.27%、8.94%、8.34%。

从持仓市值占比环比变动来看：2021年三季度公募基金加仓幅度较大的行业为电气设备、化工、有色金属，持仓市值占比环比增加3.19、2.81、2.72个百分点；公募基金减仓较多的行业为银行、非银金融、交通运输，持仓环比降低7.76、3.15、2.09个百分点。

从各风格板块配置来看：**成长板块中增配电气设备，小幅减配传媒、计算机、建筑装饰**；环比上一季度，电气设备提升至8.94%，传媒、计算机、建筑装饰小幅减持至1.08%、2.34%、1.36%。**金融蓝筹板块整体减仓**；非银金融被大幅减持，配置比例环比上季度降低3.15个百分点至3.67%；银行配置比例降低7.76个百分点至6.26%；房地产配置比例降低0.32个百分点至1.88%。**周期板块整体增持**；其中化工增持2.81个百分点，配置比例达8.32%；有色增持2.72个百分点，配置比例达5.40%；建筑材料、机械设备分别减持0.01、0.56个百分点，配置比例降低至1.07%、2.74%。**消费板块小幅调整**；其中纺织服饰、食品饮料增持0.28、1.91个百分点，配置比例达0.67%、14.01%；轻工制造、商业贸易、农林牧渔配置比例小幅上涨至1.05%、0.72%、1.54%。

图表18：主动权益型公募基金股票配置比（一级行业）



资料来源：Wind，万联证券研究所

4 投资建议

经济压力和成本冲击下，三季度盈利增速尚未见底。四季度国内经济下行承压，全球范围的缺电，以及限电限产给生产端造成一定压力。房地产仍处下行周期，对相关产业链仍有一定影响。企业三季报营收保持上行，但利润受到成本端的挤压，预期四季度成本端的约束仍将延续，2022年上半年将逐步缓和。

美国Taper将至，国内仍将延续跨周期调节。11月美联储即将到来的Taper市场已经给出预期，但仍需关注政策带来的外溢效应。我国房贷政策边际宽松带来的宽信用幅度预期有限，货币政策仍强调跨周期调节，关注结构型问题，降准可能性较低。宏观和政策约束下，我们依然看好高景气度的高端制造业主线，业绩维持高成长、订单确定性强的板块也将受到市场资金的持续认可。四季度市场风险偏好或有所调整，前期估值充分回调，部分韧性较好的价值风格配置性价比提升。

当前市场仍处于震荡盘整期，仍将结构型行情为主。行业配置方面，建议关注：1）政策支持力度较大，未来订单和排产充足的新能源产业链，风电、光伏、储能等细分赛道的机会；在手订单充足的军工行业；2）猪周期预期逐步触底回升，种业科技赋能的农林牧渔行业和三季报披露后近期估值回撤较大、性价比回升的家电、纺服、轻工等可选消费板块；3）低估值已部分反应悲观预期，四季度日历效应下表现通常较好的银行、保险等大金融板块。

5 风险提示

大宗商品高价挤压企业利润，政策调整超出市场预期，美联储Taper超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场