

## 相关研究

《分化还是收敛》

2021.08.10

《回归常态化》

2021.07.09

《股指挑战前高，商品回归基本面》

2021.06.11

《五月能否突破盘局》

2021.05.09

《如何看待当前的市场》

2021.03.05

《2021 股指商品各表一枝》

2020.11.26

## 金九银十，高低切换？

## 投资要点：

- **当前的分化，既有市场自身原因，也有内外因的同时作用。**我们在 8 月的报告《分化还是收敛》中指出：“从市场的归因分析来看，过去三个月市场主要还是由流动性、波动率、动量等因素驱动，而估值与分红因素对市场价格的影响反而是负面的。这种状况短线也许仍将持续，但是进入下半年，投资环境正在悄然改变。中长线来看，上证 50 与创业板的估值严重背离，存在着回归收敛的压力。当前既看不到重大利好因素，也看不到系统性风险发生的可能”
- **中报业绩助推板块收敛，房企债务风波考验低估值板块。**中报业绩发布，交运、周期、电子、轻工、汽车等板块盈利增速最快，农林牧渔、房地产、通信垫底。中报业绩发布，低估值、高股息板块吸引了资金入场，与逐渐调整到位的白马股共同助推了市场的高低切换。而房企债务事件对低估值板块，尤其是房地产、银行板块等形成扰动，需要警惕市场风险的蔓延。
- **“金九银十”适宜均衡配置。**在国内疫情基本控制，“金九银十”的消费旺季来临的背景下，新的布局时间窗口中适宜均衡配置。当前迎来中秋国庆双节，长假效应或将显现，预计股指仍将演绎高低切换，十一过后，市场将开始重点关注 2022 年重大投资机会，年底可能提前预演新年行情。
- **美联储发言牵动市场神经，美元和黄金类资产价格大幅波动。**美联储主席鲍威尔 8 月 27 日在全球央行年会上表示，与 7 月 FOMC 的大多数与会委员一致，如果经济持续复苏，可能在年内启动缩减购债计划是合适的。他认为，随着德尔塔变异毒株持续传播，将持续关注后续的数据和风险演变情况。缩减资产购买的时机和速度，不会对加息时机发出直接信号，认为加息的可能性还很遥远。
- **商品高位震荡，联储购债预期变化影响大宗。**9 月 7 日万得商品指数一举突破 5 月前高，创出疫情以来的新高。商品在海外放水、美元走弱以及疫情发展的不平衡的条件下引发了供需错配，不断震荡走高。今年，尤其是原油、有色大幅跑赢权益市场。9 月全球疫情回落，复苏动能有所转弱，关注美联储政策、尤其是美元与利率的变化。**钢：减产控量支撑钢价；铜：全球复苏动能转弱引发铜价震荡；金：美非农数据低于预期利多黄金；原油：美油产能未恢复，欧佩克增产幅度有限，油价或继续上行。**
- **风险提示：**房企债务风波处置对市场的影响；美联储缩债预期的影响；经济增速或下滑。

分析师:高上

Tel:(021)23154132

Email:gs10373@htsec.com

证书:S0850515090002

## 目 录

1.	监管层回应热点，非制造业景气回落.....	5
2.	非农数据缓解联储缩减的担忧.....	7
3.	股指高低切换促均衡配置.....	7
4.	大宗商品步入高位震荡阶段.....	16
4.1	钢：减产控量支撑钢价.....	18
4.2	铜：全球复苏动能放缓引发铜价震荡.....	19
4.3	金：美非农数据低于预期利多黄金.....	20
4.4	原油：美油产能未恢复，欧佩克增产幅度有限，油价或继续上行.....	20

## 图目录

图 1	创业板指和沪深 300 走势对比 (20210104-20210917)	4
图 2	PMI 变化趋势 (201601-202108)	5
图 3	PPI 与 CPI 走势对比 (202005-202108)	6
图 4	上证综指三角形末端突破 (20201231-20210917)	8
图 5	创业板 M 头接受考验 (20210104-20210917)	8
图 6	2021H1 各上市板块营业收入同比增速	9
图 7	2021H1 各上市板块净利润同比增速	9
图 8	A 股上市公司 2021 年中报行业营收增速 (%)	9
图 9	A 股上市公司 2021 年中报行业利润增速 (%)	10
图 10	50ETF 期权与 300 指数期权波动率 (20150209-20210917)	11
图 11	2003-2021 年大类资产收益 (截至 20210917)	11
图 12	2003-2021 风格指数轮动变化 (20210917)	12
图 13	过去 5 年创业板收益与上证 50 收益接近	13
图 14	中证 500 市盈率 (TTM) 分位 (20110916-20210917)	13
图 15	中证 500 业绩预测	14
图 16	三大股指期货净空单 (手) (20190801-20210917)	14
图 17	三大股指期货成交持仓比 (20200102-20210917)	15
图 18	三大股指期货近月合约升贴水 (20200102-20210917)	15
图 19	过去 10 年各板块估值市盈率 (TTM) 位置 (截至 20210917)	16
图 20	万得商品指数与万得全 A 对比 (截止至 20210917)	17
图 21	2021 年大类资产涨跌幅 (截止至 20210917)	17
图 22	2021 年商品期货各品种涨跌幅 (截止至 20210917)	18
图 23	螺纹钢基差 (截至 20210918)	18
图 24	钢材社会库存 (万吨) (截至 20210917)	19
图 25	国内当周精炼铜进口数量和上期所库存 (万吨) (20110107-20210917)	19
图 26	伦敦金现货收盘价 (美元/盎司) (20200102-20210917)	20

高低切换与风格切换表现出来的都是板块的轮动，区别在于前者通常是短期市场行为，而后者通常是一年以上的长期轮动。

我们在8月的报告《分化还是收敛》中指出：“从市场的归因分析来看，过去三个月市场主要还是由流动性、波动率、动量等因素驱动，而估值与分红因素对市场价格的影响反而是负面的。这种状况短线也许仍将持续，但是进入下半年，投资环境正在悄然改变。中长线来看，上证50与创业板的估值严重背离，存在着回归收敛的压力。当前既看不到重大利好因素，也看不到系统性风险发生的可能。”

当前市场的分化，既有市场自身原因，也有内外因的同时作用。我们在8月《分化还是收敛》的专题报告中还指出：“内因主要是政策因素和基本面变化，外因主要是美联储政策扰动和中美大国博弈。内部看，出口回落，加上洪水、台风等自然灾害发生，下半年经济复苏动能或转弱，此外，监管政策因素影响加大，校外培训、平台经济、地产等重点行业的监管趋严，造成市场避险情绪升温。”

图1 创业板指和沪深300走势对比（20210104-20210917）



资料来源：Wind，海通证券研究所

基本面看，热门赛道估值高企，随着中报业绩发布，在主要股指挑战2月前高的背景下，热门赛道做多动能消耗，而回归茅指数资金衰减，宁组合也因赛道拥挤出现了冲高回落，而低估值包括周期续升，金融等逐渐企稳，成了部分资金加仓的选择。而房企债务事件对低估值板块，尤其是房地产、银行板块等形成扰动，需要警惕市场风险的蔓延。

拉长时间看，沪深300股指在2021年2月跨越了2007年10月高点后，创出新高5931点，随后进入了调整阶段，而创业板在2021年7月22日创下3576点年内新高，离2015年历史高位相差13%左右，随中报业绩发布，业绩不及预期板块调头向下，低估值个股企稳回升，助推了市场的高低切换。

我们在6月的半年报《股指挑战前高，商品回归基本面》中指出，“影响当前市场仍是三因素：一是疫情决定政策松紧；二是预计经济增速见顶，上游通胀，下游通缩有所缓解；三是美股泡沫以及中美关系的变化。”

为此，在国内疫情基本控制，“金九银十”的消费旺季来临的背景下，新的布局时间窗口中适宜均衡配置。当前迎来中秋国庆双节，长假效应或将显现，预计股指仍将演绎高低切换，十一过后，市场将开始重点关注2022年重大投资机会，年底可能提前预演新年行情。

## 1. 监管层回应热点，非制造业景气回落

9月6日证监会主席易会满在第60届世界交易所联合会(WFE)年会开幕式上致辞时表示，面对疫情冲击和影响，中国资本市场改革开放步伐进一步加快，将研究推出进一步扩大开放的相关举措。

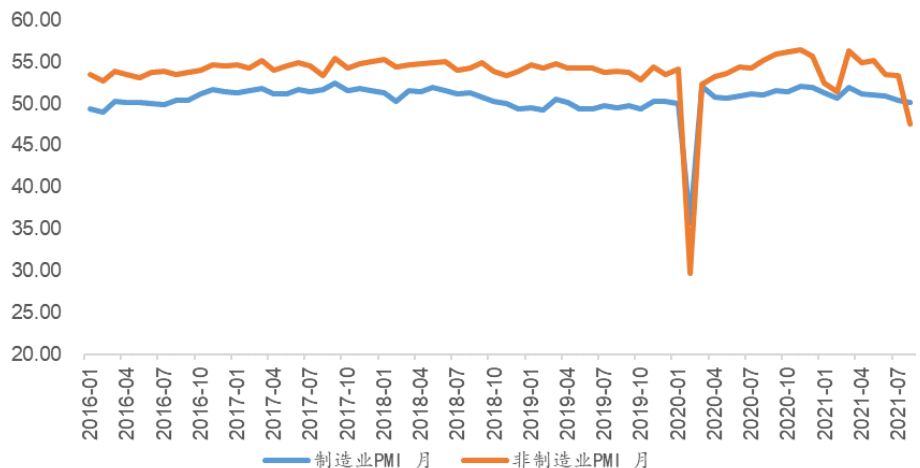
易会满还谈到了一线监管的数字化智能化、社交平台发展带来的投资者行为变化、发行上市模式创新、新型交易方式的监管等四方面专业问题，其中谈到：“当前疫情演变仍然充满不确定性，世界经济复苏不稳定不平衡，要继续担负起资本市场的使命责任，进一步强化市场功能发挥，坚持依靠实体、服务实体，推动实体经济和资本市场的良性循环，同时要警惕资金空转泡沫化，防止脱实向虚风险累积。”

我们注意到，截止到9月17日，A股连续43个交易日成交过万亿，与2015年持平，成交累计突破55万亿元。

**而监管层已关注到市场成交量的持续放大问题。**易会满谈到：“在成熟市场，量化交易、高频交易比较普遍，在增强市场流动性、提升定价效率的同时，也容易引发交易趋同、波动加剧、有违市场公平等问题。最近几年，中国市场的量化交易发展较快。交易所对入市资金结构和新型交易工具怎么看？希望大家做些思考。投资者的行为模式和**市场影响跟过去已经大不相同。交易所对此是否有足够的认知？**”

**宏观方面，8月份非制造业景气回落。**我国官方制造业PMI由7月的50.4回落至8月的50.1，非制造业PMI由53.3大幅回落至47.5。8月我国非制造业PMI之所以大幅回落，我们认为主要多地出现散发疫情，重新加强了防控有关。

图2 PMI变化趋势（201601-202108）



资料来源：Wind，海通证券研究所

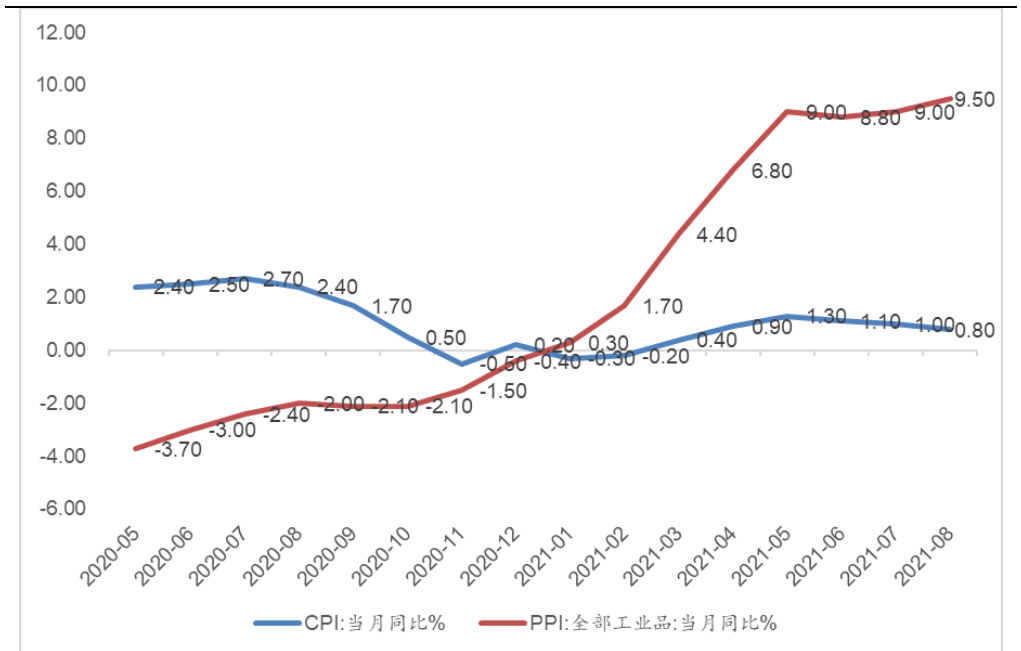
**具体来看，生产指数低位趋稳。疫情冲击导致国内需求有所减弱，新订单指数跌入临界值以下。**新出口订单连续5个月下滑，未来出口增速回落概率仍然较大。原材料和出厂价格指数回落，保供预期下未来商品价格将逐步回落。疫情再起抑制服务消费，服务业指数回落幅度较大，但短期冲击过后未来或迎来回升。建筑业指数回升，投资或边际改善。往前看，可以逐步期待更加积极的稳增长政策，但要有耐心，深度理解“跨周期调节”的内涵。

**中国8月CPI重回1%以下，与PPI“剪刀差”扩大，进入类滞胀阶段。**8月PPI同比创13年新高，受疫情反复拖累服务消费以及猪肉价格持续下跌等因素影响，8月份CPI同比涨幅时隔三个月再次跌至1%以下。随着煤炭、化工和钢材等产品价格继续上涨，PPI则创下2008年9月以来新高。

国家统计局9日发布2021年8月份全国CPI和PPI数据。从同比看，CPI上涨0.8%，涨幅比上月回落0.2个百分点。其中，食品价格下降4.1%，降幅比上月扩大0.4个百分点。食品中，猪肉价格下降44.9%，降幅比上月扩大1.4个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅比上月回落0.1个百分点。非食品中，工业消费品价格上涨2.5%，涨幅回落0.3个百分点，其中汽油和柴油价格分别上涨22.7%和25.2%，涨幅均有回落；服务价格上涨1.5%，涨幅回落0.1个百分点，其中飞机票和宾馆住宿价格分别上涨31.6%和2.8%，涨幅均有回落。生猪供大于求，生猪价格成为8月份CPI的拖累项。

PPI方面，8月份受煤炭、化工和钢材等产品价格上涨影响，工业品价格环比和同比涨幅均有所扩大，从同比看，PPI上涨9.5%，涨幅比上月扩大0.5个百分点。主要行业中，煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业价格涨幅分别扩大11.4、2.7和1.1个百分点，是同比涨幅扩大的主要原因。

**图3 PPI与CPI走势对比（202005-202108）**



资料来源：Wind，海通证券研究所

**政策调控深化，强调完善反垄断制度，增强大宗商品储备和调节能力。**中央全面深化改革委员会第二十一次会议强调，要完善反垄断体制机制，充实反垄断监管力量；增强大宗商品储备和调节能力；加大监管执法力度，加强平台经济、科技创新、信息安全、民生保障等重点领域执法司法。

**综合看，疫情后中国企业迅速恢复和扩大生产，海外订单增加导致对外贸易的扩大。**近日《财富》杂志公布的世界500强名单中，中国上榜国企数量为95家，占中国上榜企业85%。中国入选《财富》世界500强前10名中，有8家是中央企业。对于世界500强榜单中中国企业的亮眼表现，《财富》认为，中国有效地遏制新冠肺炎疫情，使得企业迅速恢复和扩大生产，中国企业的国外订单增加导致对外贸易的扩大。中国是2020年全球唯一实现贸易正增长的主要经济体，全年进出口规模均创历史新高。国际贸易的增长推动了中国公司经营的恢复和稳定发展。

## 2. 非农数据缓解联储缩减的担忧

9月3日公布数据显示美国8月非农就业报告录得23.5万人，前值94.3万人，预期75万人，显著低于预期，缓解了市场对美国Taper计划的担忧。

**美联储鸽派发言牵动市场神经，美元和黄金类资产价格大幅波动。**美联储主席鲍威尔8月27日在全球央行年会上表示，与7月FOMC的大多数与会委员一致，如果经济持续复苏，可能在年内启动缩减购债计划是合适的。但鲍威尔随后也强调，随着德尔塔变异毒株持续传播，将持续关注后续的数据和风险演变情况。缩减资产购买的时机和速度，不会对加息时机发出直接信号，认为加息的可能性还很遥远。尽管通胀稳定在美联储2%的目标利率附近，但首要任务是实现最大就业，这是央行双重使命的第二个方面，在加息之前是必要的。并且还强调了目前通胀上升是暂时的，最终会降至目标水平。

**长期来看，美联储政策转向是大势所趋，美股依然面临众多考验。**事实上，美国远未满足加息条件，“距离充分就业还有很长的路要走”。鲍威尔的发言既印证了Taper即将开启的预期，也避免了2013年时的“缩减恐慌”。终于有一只靴子落地，金融市场缓解了不确定性的焦虑。

“现在市场上存在大量泡沫，就像我们在其他重要的市场顶部所看到的那样，只有在事情发生后才会变得显而易见，”纽约投资顾问公司Miller Tabak的首席市场策略师马特·马利（Matt Maley）9月2日在接受采访时表示。马利在当前的市场上看到了类似于1999-2000年和2007-2008年股市见顶时期的危险信号。他指出，在互联网泡沫时期，不管基本面如何，股价都一路飙升。

我们在2021年7月的《回归常态化》的报告中认为：“**从中美股市关联程度看，中美虽形态不同，但同频共振无法避免。**次贷危机爆发时，上证综指2007年12月16日创出6124高点，同一天道指升逼近14000的高点。615股市异常波动，国内股市创出5178点后急速调整，而美股同期也出现了巨幅震荡，疫情期间美股探底回升，国内股市也走出同样形态。”

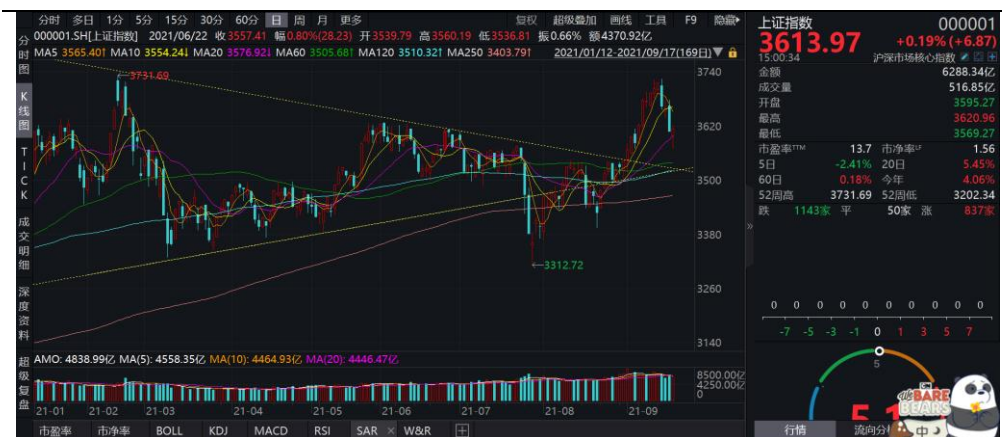
据央视报道，美财长耶伦9月8日警告国会领导人，如果白宫和国会无法提高债务上限，美国将在10月份拖欠国债。耶伦表示，财政部可能会在下个月某个时候用完现金，联邦政府的合法借款限额也将达到上限。耶伦数月来一直敦促立法者在8月份之前提高债务上限，并警告说延迟提高债务限额可能会“对美国经济和全球金融市场造成无法弥补的损害”。

此外，中美两国也在寻找合作方向。据新华社报道，9月10日中美元首通话，国家主席习近平指出，中美合作，两国和世界都会受益；中美对抗，两国和世界都会遭殃。中美关系不是一道是否搞好的选择题，而是一道如何搞好的必答题。

## 3. 股指高低切换促均衡配置

**8月底A股重拾升势**，总体来看，近期市场呈分化震荡格局，结构性行情明显。我们注意到，此时，万得全A再度突破了2月前高的位置，并且截止到9月17日，A股连续43个交易日成交过万亿，与2015年持平，成交累计突破55万亿元。

**与此同时，板块分化严重。**上证综指站上3600点，低估值板块企稳回升，呈现相对强势阶段。创业板继续跌穿前期的位置后，在半年线附近展开了争夺战。

**图4 上证综指三角形末端突破 (20210231-20210917)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图5 创业板 M 头接受考验 (20210104-20210917)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

另外,北上资金一反过往颓势,8月最后一周交易日内合计净买入179.97亿元。8月累计净买入188.71亿元,为连续第11个月净买入。

而中报业绩也成为行情分化的推手。中报业绩发布,交运、周期、电子、轻工、汽车等板块盈利增速最快,农林牧渔、房地产、通信垫底。

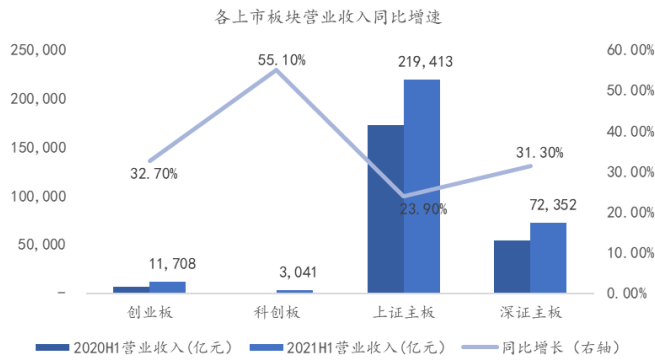
Wind数据显示,上半年,A股上市公司合计实现营收30.65万亿元,同比增长26.2%,较2019年同期增长24.7%;合计实现净利润2.76万亿元,同比增长43.7%,较2019年同期增长22.9%。

分季度看,2021年第二季度,A股上市公司合计实现营业收入16.25万亿元,同比增长22.56%。此外,剔除金融石油石化后,A股非金融(25.86%)、A股非金融石油石化(23.86%)。

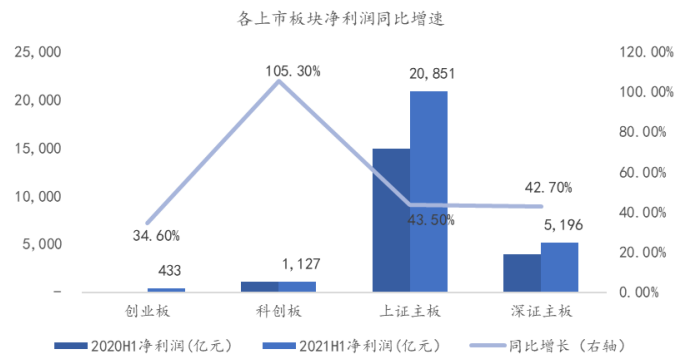
2021年第二季度,剔除金融石油石化后,A股实现净利润同比增速依次为全A(35%)、A股非金融(41.35%)、A股非金融石油石化(29.7%),均实现了两位数的增长。

上半年,科创板净利润(105.30%)大幅增长,业绩优于主板和创业板上市公司,而创业板净利润增速(34.60%)成为主要板块最低。



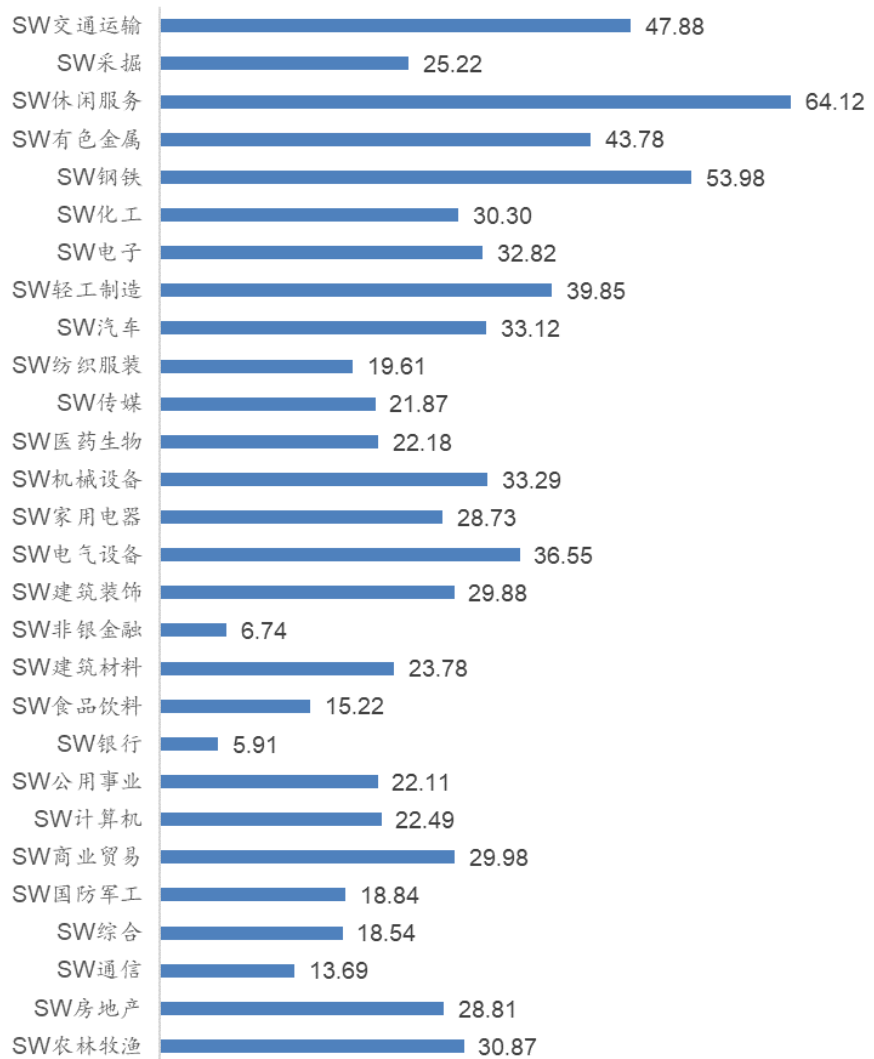
**图6 2021H1 各上市板块营业收入同比增速**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图7 2021H1 各上市板块净利润同比增速**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

从行业看, 休闲服务、钢铁、交运位居营收增幅前三, 上半年营收增速分别为64.1%、54.0%和47.9%; 银行、非银金融和通信行业增幅排名后三位, 上半年营收增速分别为5.9%、6.7%、13.7%。

**图8 A股上市公司2021年中报行业营收增速(%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

上半年，除农林牧渔、房地产和通信三大行业净利润出现下降，其余行业全部恢复正增长，其中交通运输、采掘、休闲服务、化工、有色金属和钢铁行业净利润增幅居前。

图9 A股上市公司2021年中报行业利润增速(%)



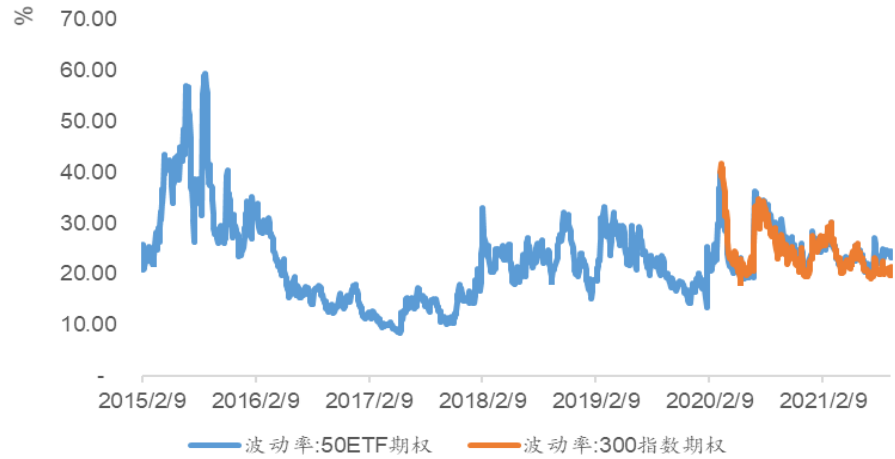
资料来源: Wind, 海通证券研究所

目前股指步入了前期成交的密集区，截止到9月17日，A股连续43个交易日成交过万亿，与2015年持平，成交累计突破55万亿元。我们注意到，截止8月底，A股的总市值已达86.7万亿，流通市值也达到70.3万亿左右，而商品在政策调控后回归基本面，目前已再度突破5月年内高点。

为此，我们维持6月发布的半年报《股指挑战前高，商品回归基本面》中的观点：“股指冲高回落，商品全年高位震荡，2021年股指仍将演绎高低切换的主题。商品尽管政策调控，全球放水、供需错配短期难以缓解，通胀交易或将反复。”

从经济上来看，2021Q1、Q2国内GDP同比增速分别为18.30%、7.90%，根据万得预测，2021年国内GDP的增速可能达到8.56%左右，预计2022年达到5.70%，逐渐回归疫情前的常态。世界银行于6月8日发布最新一期《全球经济展望》，上调全球经济增长预期，预计2021年全球经济增速将达5.6%，成为近80年来全球经济衰退后达到的最快增速。世界银行同时将2021年中国经济增长预期从此前预估的7.9%上调至8.5%。

此外，从50ETF与300股指期货波动率(VIX)来看，近期A股虽然经过放量突破，市场仍处于相对平稳阶段。

**图10 50ETF 期权与 300 指数期权波动率 (20150209-20210917)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图11 2003-2021 年大类资产收益 (截至 20210917)**

2021	原油 56.48%	标普500 18.02%	房价 4.10%	定期存款 1.75%	CPI 1.00%	企债指数 -0.10%	沪深300 -6.82%	黄金 -6.89%
2020	沪深300 27.21%	黄金 24.85%	标普500 15.93%	房价 3.79%	定期存款 1.50%	CPI 0.2%	企债指数 -0.41%	原油 -38.19%
2019	原油 28.27%	沪深300 27.17%	标普500 25.30%	黄金 14.16%	企债指数 5.36%	CPI 3.80%	房价 1.58%	定期存款 1.50%
2018	企债指数 5.74%	房价 2.7%	CPI 2.2%	定期存款 1.50%	黄金 -1.37%	标普500 -6.24%	原油 -24.2%	沪深300 -25.31%
2017	沪深300 21.78%	标普500 19.42%	房价 14.57%	黄金 13.29%	原油 11.69%	企债指数 2.13%	CPI 1.6%	定期存款 1.50%
2016	房价 118.54%	原油 53.72%	标普500 9.54%	黄金 9.12%	企债指数 6.04%	CPI 2.0%	定期存款 1.50%	沪深300 -11.28%
2015	企债指数 8.84%	沪深300 5.58%	房价 5.41%	定期存款 1.50%	CPI 1.4%	标普500 -0.73%	黄金 -11.42%	原油 -35.02%
2014	沪深300 51.66%	标普500 11.39%	企债指数 8.73%	定期存款 2.75%	CPI 2.0%	黄金 -0.19%	房价 -2.18%	原油 -50.14%
2013	标普500 29.60%	房价 15.94%	企债指数 4.36%	定期存款 3%	CPI 2.6%	原油 0.28%	沪深300 -7.65%	黄金 -27.79%
2012	标普500 13.41%	房价 10.71%	沪深300 7.55%	企债指数 7.49%	黄金 5.68%	原油 3.26%	定期存款 3%	CPI 2.6%
2011	原油 15.09%	房价 14.1%	黄金 11.65%	CPI 5.4%	定期存款 11.65%	企债指数 3.50%	标普500 -0.00%	沪深300 -25.01%
2010	房价 32.62%	黄金 27.74%	原油 19.16%	标普500 12.78%	企债指数 7.42%	CPI 3.3%	定期存款 2.75%	沪深300 -12.51%
2009	原油 112.5%	沪深300 96.71%	房价 31.85%	黄金 27.63%	标普500 23.45%	定期存款 2.25%	企债指数 0.68%	CPI -0.7%
2008	企债指数 17.11%	CPI 5.9%	黄金 3.41%	定期存款 2.25%	房价 2.15%	标普500 -38.49%	原油 -61.94%	沪深300 -65.95%
2007	沪深300 161.55%	原油 62.94%	黄金 31.59%	房价 28.25%	CPI 4.8%	定期存款 4.14%	标普500 3.53%	企债指数 -5.49%
2006	沪深300 121.02%	房价 26.76%	黄金 23.92%	标普500 13.62%	定期存款 2.52%	CPI 1.5%	原油 1.24%	企债指数 0.77%
2005	原油 43.83%	企债指数 24.08%	黄金 18.36%	房价 13.36%	标普500 3.00%	定期存款 2.25%	CPI 1.8%	沪深300 -7.65%
2004	原油 34.41%	标普500 8.99%	黄金 5.36%	CPI 3.9%	定期存款 2.25%	房价 -1.26%	企债指数 -4.09%	沪深300 -16.30%
2003	标普500 26.38%	黄金 19.50%	沪深300 8.25%	定期存款 1.98%	CPI 1.2%	企债指数 -0.07%	原油 -0.89%	房价 -7.04%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

从大类资产收益来看，与上一年相比呈现了明显钟摆式。截止到9月17日，2021年收益排序与去年完全相反，上一年垫底的商品尤其是原油大幅跑赢权益市场，而沪深300由上一年的第一名变为倒数第二。截至2021年9月17日，原油涨幅高达56.48%，标普500涨幅次之，为18.02%，房价紧随其后为4.10%，定期存款为1.75%，企债指数为-0.15%，沪深300跌幅为-6.82%，黄金因后疫情避险功能削弱，跌幅最高为-6.89%。

市场风格重回中小创，大盘蓝筹收益垫底。截至9月17日，A股中中证1000涨幅最高，达到16.31%，中证500其次，为16.15%，创业板紧随其后，为7.65%。万得全A（6.47%）、上证指数（4.06%）、沪深300（-6.82%）以及上证50（-13.15%）有所调整。

图12 2003-2021 风格指数轮动变化（20210917）

2021	中证1000 16.31%	中证500 16.15%	创业板 7.65%	万得全A 6.47%	上证指数 4.06%	沪深300 -6.82%	上证50 -13.15%
2020	创业板 58.10%	沪深300 27.21%	万得全A 25.62%	中证500 20.87%	中证1000 19.39%	上证50 18.85%	上证指数 13.87%
2019	创业板 33.14%	沪深300 27.17%	上证50 26.24%	万得全A 23.69%	中证500 17.44%	中证1000 15.72%	上证指数 15.16%
2018	上证50 -19.83%	上证指数 -24.59%	沪深300 -25.31%	万得全A -28.25%	创业板 -28.65%	中证500 -33.32%	中证1000 -36.87%
2017	上证50 25.08%	沪深300 21.78%	上证指数 6.56%	万得全A 4.93%	中证500 -0.20%	创业板 -10.67%	中证1000 -17.35%
2016	上证50 -5.53%	沪深300 -11.28%	上证指数 -12.31%	万得全A -12.91%	中证500 -17.78%	中证1000 -20.01%	创业板 -27.71%
2015	创业板 84.41%	中证1000 76.10%	中证500 43.12%	万得全A 38.50%	上证指数 9.41%	沪深300 5.58%	上证50 -6.23%
2014	上证50 63.93%	上证指数 52.87%	万得全A 52.44%	沪深300 51.66%	中证500 39.01%	中证1000 34.46%	创业板 12.83%
2013	创业板 82.73%	中证1000 31.59%	中证500 16.89%	万得全A 5.44%	上证指数 -6.75%	沪深300 -7.65%	上证50 -15.23%
2012	上证50 14.84%	沪深300 7.55%	万得全A 4.68%	上证指数 3.17%	中证500 0.28%	中证1000 -1.43%	创业板 -2.14%
2011	上证50 -18.19%	上证指数 -21.68%	万得全A -22.42%	沪深300 -25.01%	中证1000 -32.96%	中证500 -33.83%	创业板 -35.88%
2010	中证1000 17.40%	创业板 13.77%	中证500 10.07%	万得全A -6.88%	沪深300 -12.51%	上证指数 -14.31%	上证50 -22.57%
2009	中证1000 139.85%	中证500 131.27%	万得全A 105.47%	沪深300 96.71%	上证50 84.40%	上证指数 79.98%	
2008	中证1000 -59.26%	中证500 -60.80%	万得全A -62.92%	上证指数 -65.39%	沪深300 -65.95%	上证50 -67.23%	
2007	中证1000 202.57%	中证500 186.63%	万得全A 166.21%	沪深300 161.55%	上证50 134.13%	上证指数 96.66%	
2006	上证指数 130.43%	上证50 126.69%	沪深300 121.02%	万得全A 111.90%	中证500 100.68%	中证1000 76.22%	
2005	上证50 -5.50%	沪深300 -7.65%	上证指数 -8.33%	中证1000 -8.81%	万得全A -11.52%		
2004	上证指数 -15.40%	上证50 -15.47%	沪深300 -16.30%	万得全A -16.62%			
2003	上证指数 10.27%	沪深300 8.25%	万得全A -3.49%				

资料来源：Wind，海通证券研究所

我们在7月10日《回归常态化》中指出“从风格看，过去5年上证50与创业板收益接近，并且多数时间演绎跷跷板效应。为此，上半年大幅跑赢主要股指的创业板不排除再度演绎“高低切换”，值得特别关注。”

另外，截止到2021年9月初，中证1000与中证500领涨板块，万得全A与创业板紧随其后，板块轮动效应明显。

图13 过去5年创业板收益与上证50收益接近

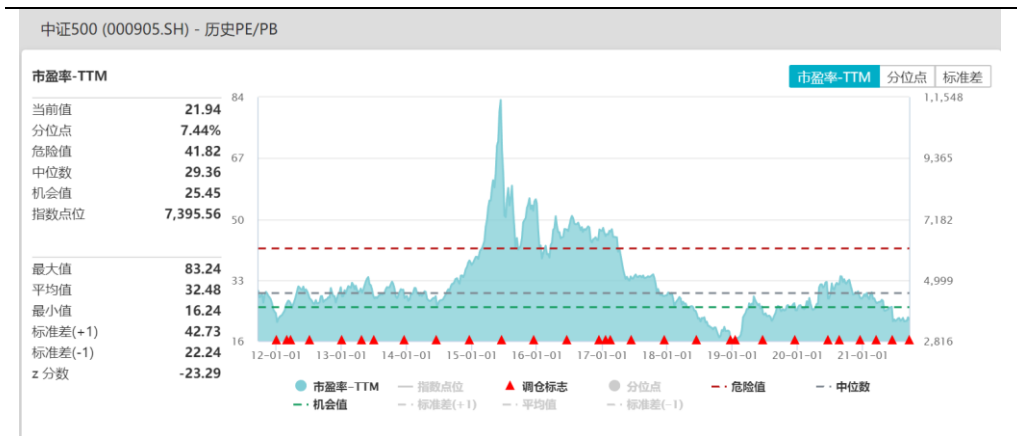


资料来源: Wind, 海通证券研究所

股指期货IF净空单震荡回落, 沪深300空头压力回落, 股指期货IC净空单于9月6日  
 创出6年新高后小幅回落, 股指期货IH净空单震荡。2021年9月14日, 股指期货IF净空单  
 为16108手, 自年初呈现出震荡回落趋势, 较1月4日下降9032手; 股指期货IH净空单为  
 13044手, 自年初维持低位震荡, 较1月4日上升1660手。而股指期货IC净空单为37607  
 手, 年初至今处于震荡向上趋势, 较1月4日上升8241手, 反映了中证500在2021年震荡  
 向上中, 空头压力随之大幅攀升。

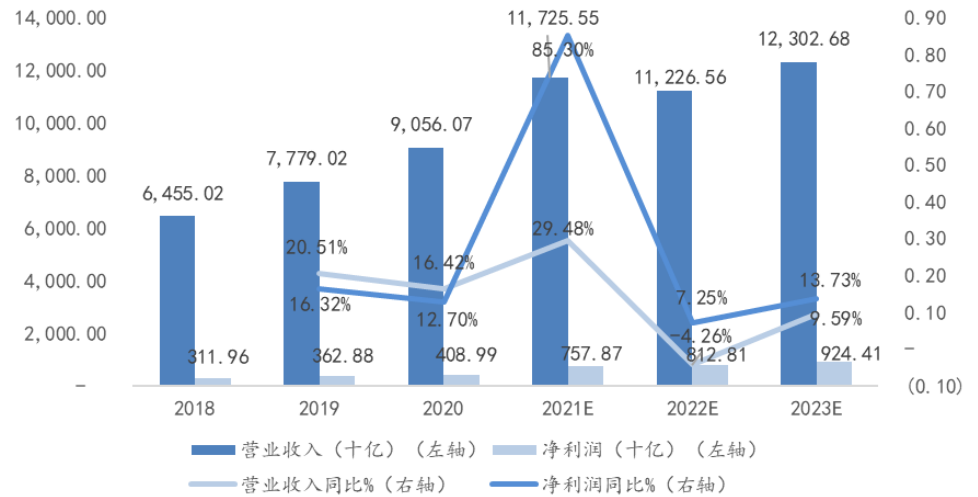
值得注意的是, 中证500市盈率 (TTM) 过去10年分位数近7.44%, 显著被低估。

图14 中证500 市盈率 (TTM) 分位 (20110916-20210917)

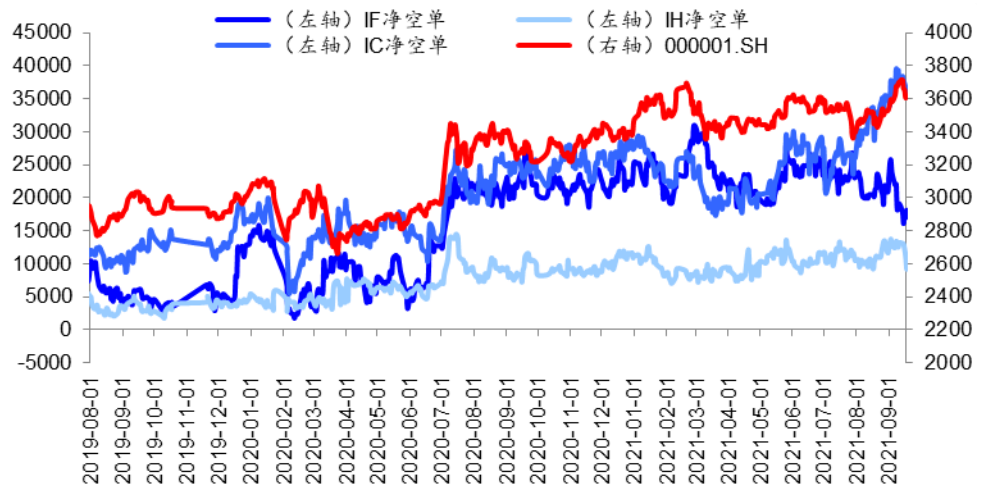


资料来源: Wind, 海通证券研究所

而中证500盈利增速2022年有望出现明显回落。根据Wind数据，中证500未来三年的预测营业收入分别为11.73万亿元、11.23万亿元、12.30万亿元，同比增长85.30%、7.25%、13.73%；预测净利润分别为0.76万亿元、0.81万亿元、0.92万亿元，同比增长29.48%、-4.26%、9.59%。

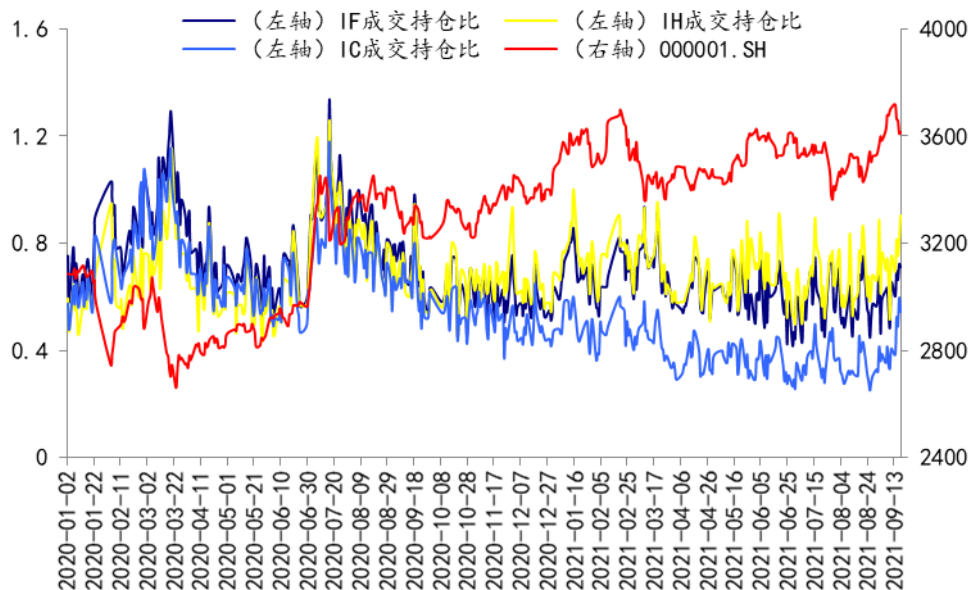
**图15 中证500 业绩预测**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图16 三大股指期货净空单（手）（20190801-20210917）**


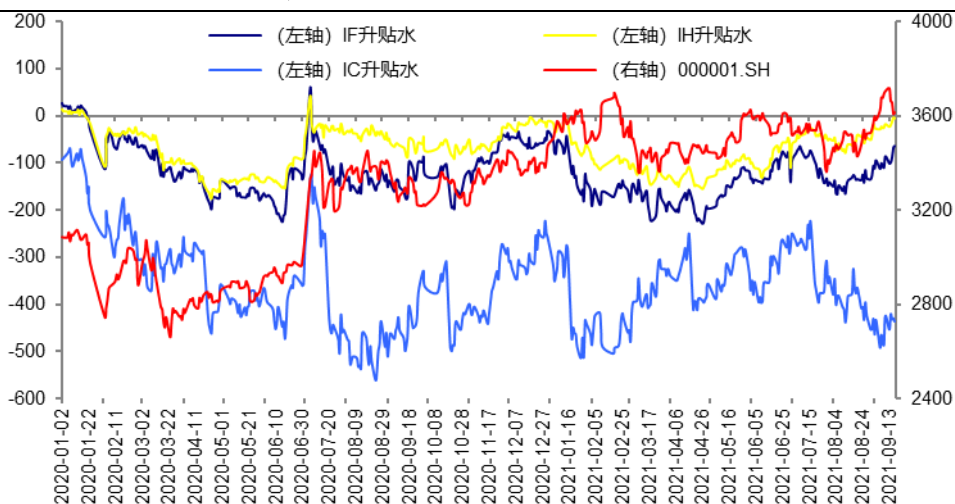
资料来源：Wind，海通证券研究所

股指期货成交持仓比较8月略有下降，市场活跃度降低。9月17日当天，IF成交持仓比为0.71，较2021年年初1月4日上升0.12；IH成交持仓比为0.90，较1月4日上升0.23；IC成交持仓比为0.54，较1月4日上升0.06。

**图17 三大股指期货成交持仓比（20200102-20210917）**


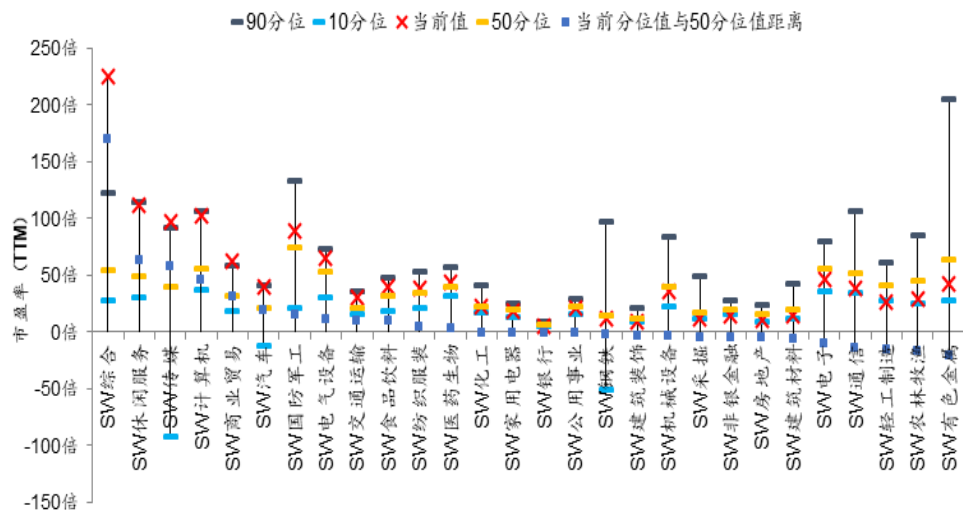
资料来源：Wind，海通证券研究所

空头压力回升震荡，近月合约贴水幅度略有增加。9月17日当天IF近月合约贴水-63.34点，IH近月贴水-4.92点，IC近月贴水-436.36点。

**图18 三大股指期货近月合约升贴水（20200102-20210917）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

当前有近一半以上板块纵向估值PE（整体，TTM）位于10年中位数以下，估值优势仍存。截至2021年9月17日，综合、服务、传媒和计算机等估值较高，远远超过中位数。而通信、轻工制造、农林牧渔和有色金属估值较低，存在估值优势。

**图19 过去10年各板块估值市盈率（TTM）位置（截至20210917）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

综合来看四个面（政策面、资金面、基本面和技术面），市场仍将高低切换。政策面看，疫情后经济趋稳，重点行业监管政策频出；资金面看，央行提前降准，未来财政支出进度有望加快，市场处于流动性宽松阶段，整体市场可能出现像2009-2010年的流动性宽松态势；基本面看，估值总体合理，估值优势仍存。技术面来看，半年线与年线均构成支撑线，股指或将再度演绎高低切换。市场风格有望从成长与价值的两极分化中转向收敛。

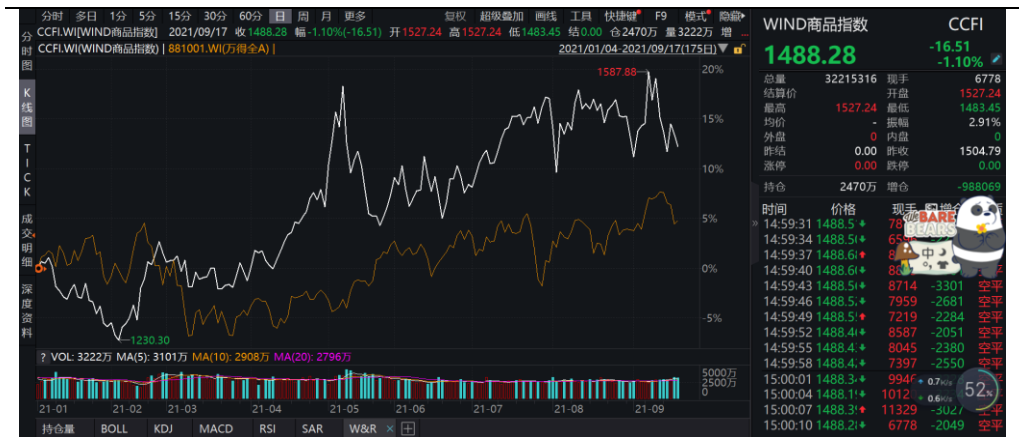
## 4. 大宗商品步入高位震荡阶段

9月7日万得商品指数一举突破5月前高，创出疫情以来的新高。2021年5月大宗商品创出了2011年9月17日以来的新高，跑赢了权益类指数。随着今年5月11日三大期货交易所集中调控黑色系，大宗商品应声下跌，之后震荡上行，9月7日万得商品指数一举突破5月前高，升至1587.88点。

我们在6月的半年报《股指挑战前高，商品回归基本面》认为，“商品上涨一是放水，弱美元助推，金融属性显现。二是全球供需错配，商品属性显现，资源国大都属疫苗落后的国家，而消费国属疫苗普及的发达国家。三是疫情再度爆发复苏拉长时间，四是干散货运输瓶颈短期难以解除等因素作用，使得市场关注重心由政策调控回归基本面。”

延续2020年12月在《2021股指商品各表一枝》的年报观点：“但年中随着疫情带来的投资黄金时期逐渐结束，预计政策回归常态化，经济逐季回落，股指与商品上下半场各表一枝，股指或将冲高回落，商品高位震荡，源于商品的海外定价权以及下半年全球经济复苏所致。”

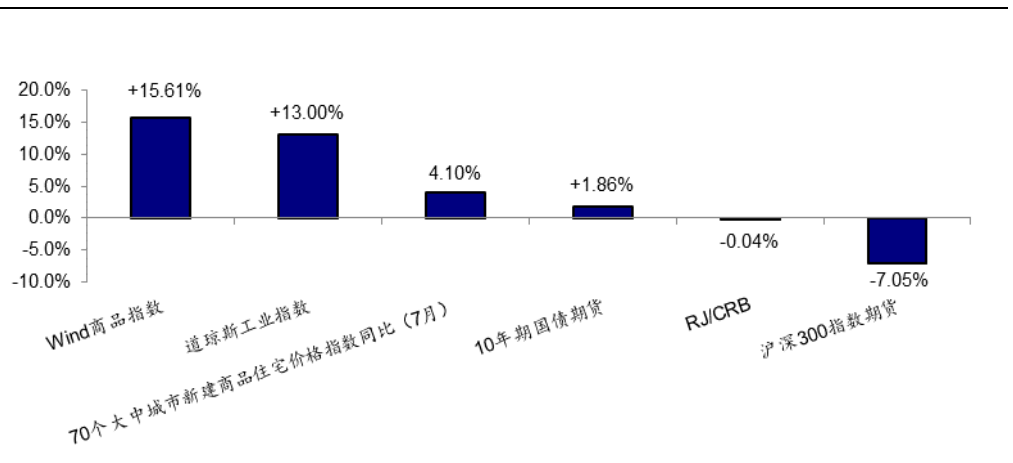


**图20 万得商品指数与万得全A对比（截止至 20210917）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

2021年受商品海外放水、美元走弱以及疫情发展不平衡带来BDI海运指数大幅上扬的三点因素影响，引发商品供需错配，前8月万得商品指数跑赢了海内外主要股指。

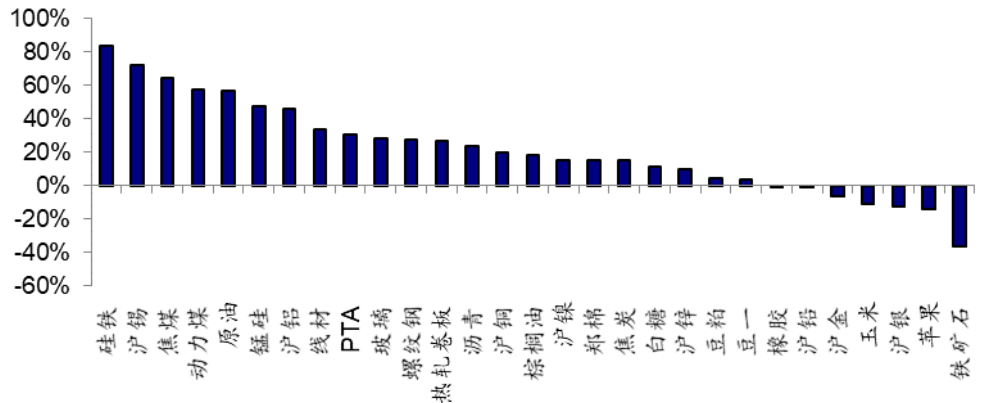
周期类上市公司股价近期大幅上扬，呈现了补涨态势。我们在半年报《股指挑战前高，商品回归基本面》中指出：“值得注意的是，螺纹钢的期货指数于2021年4月7日创出近10年新高，但是钢铁公司的股价还没有到达2017年供给侧改革时的高点，所以在这轮大宗商品上涨过程中，上市公司周期板块反应是相对滞后的。”

**图21 2021年大类资产涨跌幅（截止至 20210917）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**商品方面：**截止9月17日，各大类板块均上涨。WIND商品指数上涨15.61%。**国际方面：**截止到9月17日，RJ/CRB下跌0.04%；BDI指数上涨211.14%，为4275点。美元指数上升3.67%，为93.2563。

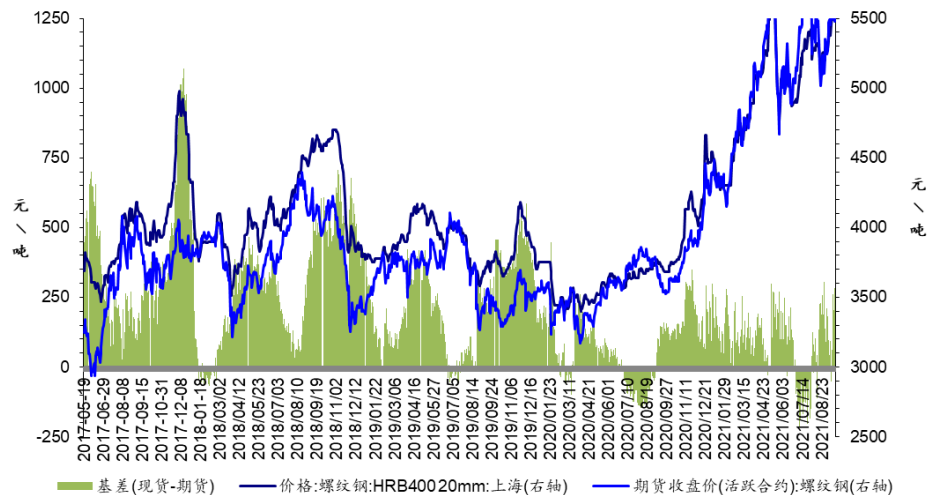
2021年初至今，绝大部分商品上涨，硅铁以83.20%涨幅位列涨幅榜第一，沪锡及焦煤分别以71.63%和64.41%位列第二第三，动力煤以57.55%涨幅居第四；铁矿石、苹果以及沪银占据跌幅榜前三，分别为-36.24%，-13.87%以及-12.78%。

**图22 2021年商品期货各品种涨跌幅（截止至 20210917）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

#### 4.1 钢：减产控量支撑钢价

2021年国内钢材价格普遍上涨；随着美国量化宽松政策升级，美元走弱，钢价冲高震荡。截至2021年9月18日螺纹钢主力合约收于5478元/吨，上海螺纹钢价格为5670元/吨，二者均呈现出上升趋势。基差为192元/吨。

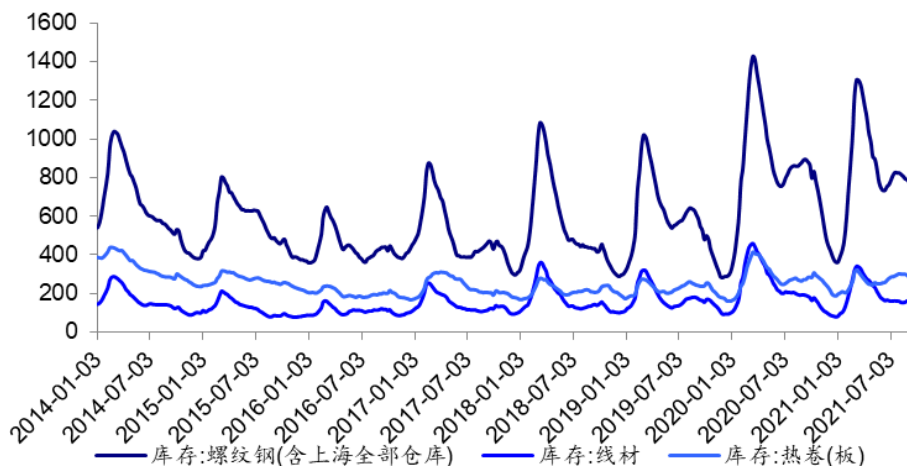
**图23 螺纹钢基差（截至 20210918）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**供给端：**据Mysteel调研，截止到9月11日全国螺纹钢库存总量1089.74万吨，周环比减少34.23万吨（-3.05%）。8个主导市场库存总量378.19万吨，周环比减少13.27万吨（-3.39%）。环保督察叠加部分制造业接单较差影响，总体供应量有所减少，库存周转天数较上周小幅下降，废钢价格止跌向好运行。

从目前企业限产状态来看，东北、广东、广西和四川9月初再传限产/减产消息，但数据减量在9月初并未有所体现。因此控产政策并未放松的现状下，五大品种钢材供应增量空间依旧有限。

**需求端：**截止到9月16日，Mysteel调研全国71家独立电弧炉钢厂，平均开工率55.36%，周环比下降4.91%，年同比下降18.30%；产能利用率57.94%，周环比下降5.20%，年同比下降0.44%。本周华南及华东地区受限电、限产、环保及公共卫生事件等多重影响，部分钢厂减产不饱和生产，部分钢厂停产复产时间待定，部分钢厂进行检修影响生产时间两天到一个月不等，导致开工率及产能利用率均大幅下降。

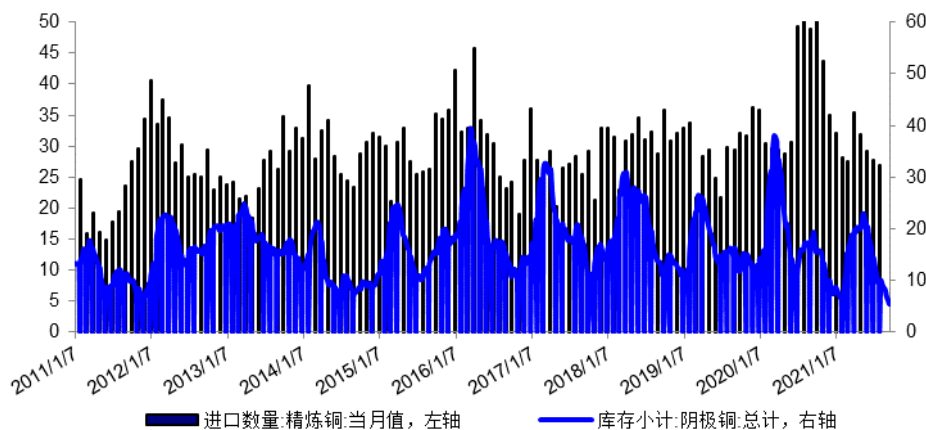
**图24 钢材社会库存(万吨)(截至20210917)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**综合来看:** 减产控量依然是钢铁行业的主基调, 废钢市场需求将保持趋弱运行的态势, 在环保督察及工业废钢、自产废钢均有减量的情况下, 废钢总体供应也开始收缩。从当前各方面的数据来看, 钢厂利润空间较好, 在焦炭强势、铁矿石下跌的背景下, 废钢价格优势也开始回升, 钢厂使用废钢的意愿或将略有增加。

#### 4.2 铜: 全球复苏动能放缓引发铜价震荡

**铜价冲高震荡。** 自年初以来, 在铜矿供应短缺、全球需求增长、海外放水以及新能源车用铜量加大等因素的共同推动下, 铜价出现大幅上升。由于大宗商品过快上涨, 5月国常会连续三次表态对商品保供稳价, 国家发改委等相关部门接连出手为商品价格降温。截至2021年9月17日, LME铜收盘价为9267.0美元/吨, 较年初上涨19.33%。2021年9月17日沪铜主力合约收于69470元/吨, 上涨19.67%。

**图25 国内当周精炼铜进口数量和上期所库存(万吨)(20110107-20210917)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**供给端:** 受南美矿端供应干扰持续, 阿拉山口岸停工导致大量精铜无法入关、国内部分冶炼企业检修导致产量大部下滑、马来西亚封闭导致废铜进口持续收紧等因素, 国内铜供应收紧。

**需求端:** 随着下半年政府加大财政支出和旺季的到来, 国内下半年电网投资对铜的依赖, 以及全球铜库存显著走低, 全球铜价进入高位震荡阶段。

**整体来看,** 美联储主席在央行年会上维持自己鸽派立场, 缓解市场悲观情绪。9月3日公布的非农数据远远低于预期, 美联储将在9月议息会议上公布 taper 的悲观预期有所减弱。另一方面, 当前主要经济体制造业恢复有放缓趋势, 新兴市场国家增速下降幅度更大。全球制造业复苏最快的时期可能已经过去。为此, 铜价震荡可能性加大。

### 4.3 金：美非农数据低于预期利多黄金

图26 伦敦金现货收盘价（美元/盎司）（20200102-20210917）



资料来源：Wind，海通证券研究所

上半年受疫情影响，全球经济低迷，市场避险情绪较高，加上海外放水，弱美元助推，金价走强。鲍威尔的发言既印证了 Taper 即将开启的预期，也能避免 2013 年时的“缩减恐慌”。金融市场作出了类似“终于有一只靴子落地”、进而消除了一部分政策不确定性的积极反应，黄金价格触底回升。

截至 9 月 17 日，COMEX 黄金收于 1753.9 美元/盎司，年初至今仍下跌 7.45%。受美联储加息和缩表悲观预期有所缓解，非农数据不及预期，黄金利多情绪上升。

### 4.4 原油：美油产能未恢复，欧佩克增产幅度有限，油价或继续上行

截止到 2021 年 9 月 17 日，ICE 布油期货较年初上涨 45.73%，收于 75.49 美元/桶，ICEWTI 原油期货上涨 46.80% 收于 71.39 美元/桶。

**供给端：**美油重要产地墨西哥湾连遭飓风打击，产能目前仍未回复；而欧佩克的增产幅度也有限，并不能跟上需求的增长。在此背景下，全球油价预计还有充足的上行动力。据美国安全和环境执法局 9 月 18 日数据，美国安全和环境执法局（BSEE）消息，美国墨西哥湾地区关闭了 23.19% 的原油产量及 34.43% 的天然气产量，市场对于供应收紧预期略有升温，对油价构成一定利好作用。根据财联社 9 月 1 日电，伊朗石油部长表示，一旦解除制裁，伊朗准备将石油产量提高到可能的最高水平。

**需求端：**欧美经济正在从疫情中逐渐恢复，对原油的需求也日益增长。我们认为下半年需求的恢复较为强劲，逐渐接近疫情前水平。2021 年以来全球原油持续去库存化，裂解利润回落，仍有较大需求。

全球经济预计仍将持续错峰复苏，全球原油的消费增速在经历疫情与宏观的双重扰动后仍将恢复增长，全年仍将维持紧平衡状态。在全球原油供需仍保持紧平衡的情况下，国际原油价格中长线仍将持续震荡上行。

综合来看，近期上证指数价量齐升逼近 2 月前高 3731 后出现大幅震荡，但目前来看，上证综指仍呈现上升势头，而创业板呈现弱势调整。

**中报业绩助推板块收敛，房企债务风波考验低估值板块。**中报业绩发布，交运、周期、电子、轻工、汽车等板块盈利增速最快，农林牧渔、房地产、通信垫底。中报业绩发布，低估值、高股息板块吸引了资金入场，与逐渐调整到位的白马股共同助推了市场的高低切换。而房企债务事件对低估值板块，尤其是房地产、银行板块等形成扰动，需要警惕市场风险的蔓延。

**“金九银十”适宜均衡配置。**在国内疫情基本控制，“金九银十”的消费旺季来临的背景下，新的布局时间窗口中适宜均衡配置。当前迎来中秋国庆双节，长假效应或将显现，预计股指仍将演绎高低切换，十一过后，市场将开始重点关注2022年重大投资机会，年底可能提前预演新年行情。

**商品高位震荡，联储购债预期变化影响大宗。**9月7日万得商品指数一举突破5月前高，创出疫情以来的新高。商品在海外放水、美元走弱以及疫情发展的不平衡的条件下引发了供需错配，不断震荡走高。今年，尤其是原油、有色大幅跑赢权益市场。9月全球疫情回落，复苏动能有所转弱，关注美联储政策、尤其是美元与利率的变化。

**风险提示：**房企债务风波处置对市场的影响；美联储缩债预期的影响；经济增速或下滑。

## 信息披露

### 分析师声明

高上 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。