

好饭不怕晚

■ “二十大”报告对发展思路和路径进行了精炼的总结，关注以下两方面：

1) 强调高质量发展是首要任务，重申高质量发展内涵。从高速增长转向高质量发展是“十九大”对我国经济发展阶段的定调，此次报告进一步明确了高质量发展的重要内涵。对过去几年不同场合和会议提到过的“扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合”、“国内国际双循环”、“产业链供应链安全稳定”等关键战略做了进一步强调；

2) 突出了能源资源安全、供应链安全的重要性，对国家安全体系作了更为全面的阐述。自 2018 年以来，特别是中美贸易摩擦、新冠疫情冲击全球供应链、俄乌局势下欧洲能源危机等问题的出现，粮食、能源资源安全以及供应链安全在国家发展层面的重要性凸显。此次报告专门单列强调国家安全体系，提出维护国家政权安全、制度安全、意识形态安全，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链。继“十四五”规划单列一篇内容强调“统筹发展和安全 建设更高水平的平安中国”后，此次报告对国家安全体系作了更为详尽和全面的阐述。

■ 好饭不怕晚：情绪修复正当时，来自仓位和大股东的证据

国内方面，基本面不必悲观，需求有韧性，二十大胜利召开后，提振经济等政策落地效果或有所提升。与此同时，大宗商品价格回落之下，重视利润率改善。海外方面，不必过于担心美联储加息影响，加息预期缓和并非小概率事件，对四季度全球权益资产表现保持乐观。

情绪修复正当时：1) 私募仓位已经持续回落三个月，接近 4 月底低位。当前市场环境之下，市场情绪并不会比 4 月底那么悲观，当前正式情绪修复的窗口；2) 历史上大股东基本都是净减持为主，大规模增持往往发生在公司股价极低位置。2019 年以来，每一次上市公司增减持规模转正都往往预示着市场处在阶段性底部，后续市场回暖为大概率事件。本周上市公司大股东同样呈现净增持特征，市场大概率走出底部，企稳回升。

■ 趋势性看多，打开行情反转的想象空间

四季度市场或有望重演反转级别的行情。如果我们把今年 4 月底当作中期的市场底部，那么参照 2018 年底和 2020 年 3 月市场中期底部后的行情演绎，中期底部后市场都会经历一轮明显的反转行情，比如 2019 年 2-4 月的反转行情，2020 年 7 月的反转行情。自今年 5-6 月后的反弹行情后，后续不会出现类似的反转行情（也就是情绪高涨，换手率快速提升），我们认为四季度行情值得期待。甚至不排除出现类似 2019 年 2-4 月的反转行情和 2020 年 7 月的反转行情，也就是市场情绪高涨推动换手率快速提升。

新一轮向上行情风格有望重演历史：“大票搭台，小票唱戏”。也就说向上行情前期，以大盘股为引领，行情中后段小盘股最为活跃。从历史经验来看，市场调整阶段往往大盘股相对小盘股更抗跌，但本轮行情中，无论是 5-6 月反弹，还是 7 月以来的弱势调整，市场均呈现大盘股持续跑输小盘股的特征。这种情形并不常见，历史上 2019 年 12 月-2020 年 3 月也呈现过类似特征。以史为鉴，当时市场见底后呈现大盘股先企稳回升，中小盘股在行情中段和后端明显走强。

■ 中期行业配置：1) 光伏储能、机械；2) 白酒、汽车（零部件）、家电；3) 券商、黄金。

■ 风险提示：经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、海外黑天鹅事件

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
(8621)61038291
aixiong.feng@gjzq.com.cn

内容目录

一、“二十大”报告：聚焦两大新表述.....	3
二、好饭不怕晚：情绪修复正当时，来自仓位和大股东的证据.....	3
三、趋势性看多，打开行情反转的想象空间.....	4
四、行业配置：光伏储能、机械；白酒、汽车、家电；券商、黄金.....	5
重要事件前瞻	6

图表目录

图表 1：私募基金仓位处在较低水平	4
图表 2：上市公司大股东净增持是市场的积极信号	4
图表 3：2018 年以来市场三次中期底部后的行情	5
图表 4：市场处在弱势阶段，但大盘股相对表现较差.....	5
图表 5：重要事件前瞻	6

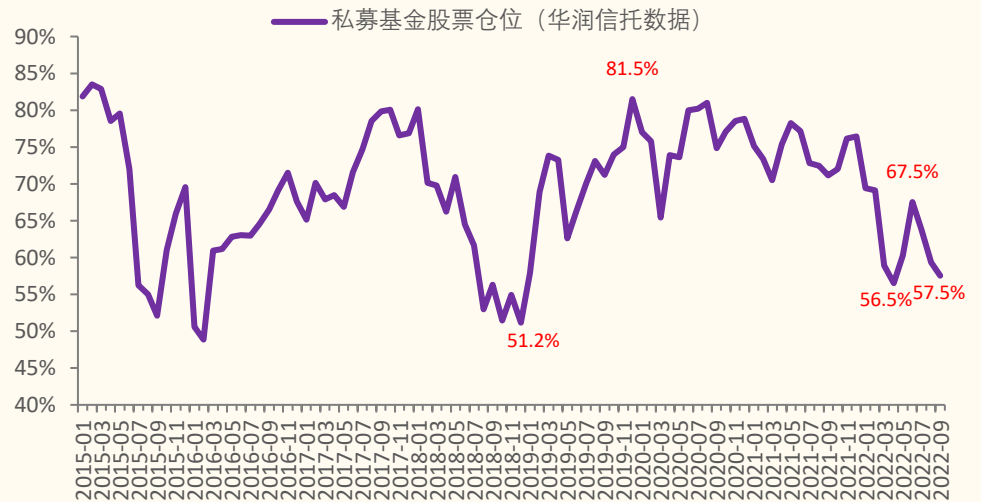
一、“二十大”报告：聚焦两大新表述

- “二十大”报告明确了中国式现代化目标的重要内涵，在经济、政治、文化、社会、生态文明、军事、外事等诸多方面描绘了中国未来发展方向。学习“二十大”报告，报告对过去几年的发展思路 and 重要路径进行了精炼的总结，我们认为以下两个方面的新表述需要投资者重点聚焦。
- （1）强调高质量发展是首要任务，重申高质量发展内涵。从高速增长转向高质量发展是“十九大”对我国经济发展阶段的定调，此次报告进一步明确了高质量发展的重要内涵。对过去几年不同场合和会议提到过的“扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合”、“国内国际双循环”、“产业链供应链安全稳定”等关键战略做了进一步强调；
- （2）突出了能源资源安全、供应链安全的重要性，对国家安全体系作了更为全面的阐述。自 2018 年以来，特别是中美贸易摩擦、新冠疫情冲击全球供应链、俄乌局势下欧洲能源危机等问题的出现，粮食、能源资源安全以及供应链安全在国家发展层面的重要性凸显。此次报告专门单列强调国家安全体系，提出维护国家政权安全、制度安全、意识形态安全，确保粮食、能源资源、重要产业链供应链。继“十四五”规划单列一篇内容强调“统筹发展和安全 建设更高水平的平安中国”后，此次报告对国家安全体系作了更为详尽和全面的阐述。

二、好饭不怕晚：情绪修复正当时，来自仓位和大股东的证据

- 国内方面，A 股核心矛盾仍在于国内经济和上市公司业绩的预期。利润率改善在三季报或表现尤为显著。在中报利润率改善的基础上，6 月底 7 月初大宗商品大跌的背景下，三季度上市公司毛利率或进一步显著改善。而疫情影响出行和低利率环境下，费用率将延续下行态势。综合来看，利润率改善在三季度或表现尤为显著。四季度经济和业绩是否还有持续性？这是当前市场对基本面担忧的核心问题。四季度尽管出口走弱概率较大，但二十大胜利召开后，提振经济等政策落地效果或有所提升。
- 海外方面，不必过于担心美联储加息影响，加息预期缓和并非小概率事件，对四季度全球权益资产表现保持乐观。结合经济基本面和上市公司盈利预期方向，A 股或优于其他海外资产。首先，美国就业市场存在“虚假繁荣”的可能，随着经济持续走弱，PMI 持续下行最终会反映在劳动力市场。能源-通胀、房租-通胀和工资-通胀旋螺都将面临缓和。其次，此次美元强势主要是由发达市场货币贬值驱动，人民币对美元属于被动升值，对非美货币普遍升值。
- 从市场情绪角度来看，私募基金等绝对收益者仓位和上市公司大股东增减持都呈现积极信号。
 - 1) 从私募基金仓位变化来看，4 月底私募基金仓位低至 56.4%，私募基金自 5-6 月大幅提升仓位之后，7-9 月私募基金仓位在市场波动加大的情况下有所回落。9 月底私募基金仓位为 57.5%，与过去三年 75% 以上的平均水平仍有较大加仓空间。我们认为当前市场环境之下，市场情绪并不会比 4 月底那么悲观，当前正式情绪修复的窗口。4 月底在疫情冲击下市场情绪进入冰点，但随着疫情缓和和市场对基本面预期有了明显的扭转，促使市场在 5-6 月反弹。回到当下，7 月底政治局会议后，市场对基本面的预期明显持续下修，后续在二十大胜利召开后，预期修复同样值得期待。

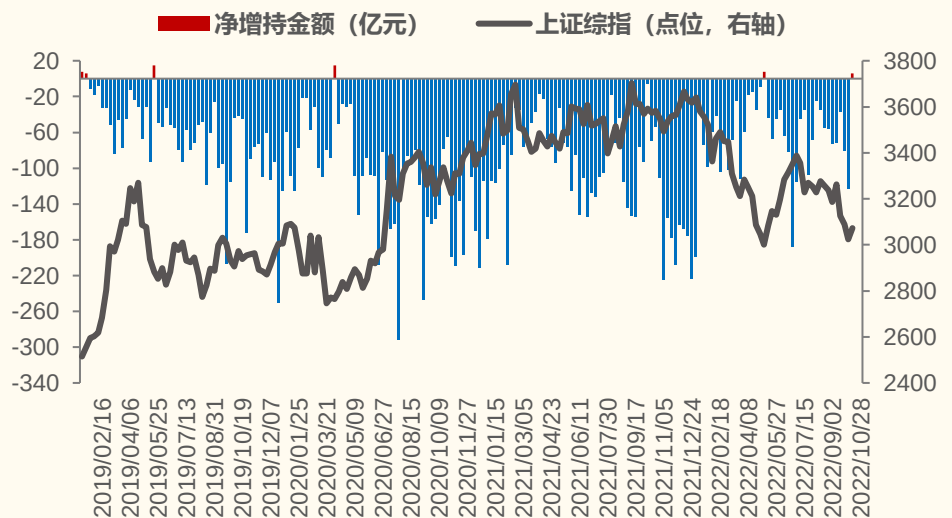
图表 1：私募基金仓位处在较低水平



来源：华润信托、国金证券研究所

2) 从上市公司大股东增减持来看，历史上大股东基本都是以净减持为主，大规模增持往往发生在公司股价极低位置。2019 年以来，每一次上市公司增减持规模转正都往往预示着市场处在阶段性底部，后续市场回暖为大概率事件。比如 2019 年年初，2019 年 5 月下旬、2020 年 4 月初、2022 年 5 月初。本周上市公司大股东同样呈现净增持特征，市场大概率走出底部，企稳回升。

图表 2：上市公司大股东净增持是市场的积极信号



来源：Wind、国金证券研究所

三、趋势性看多，打开行情反转的想象空间

- **四季度市场或有望重演反转级别的行情。**如果我们把今年 4 月底当作中期的市场底部，那么参照 2018 年底和 2020 年 3 月市场中期底部后的行情演绎，中期底部后市场都会经历一轮明显的反转行情，比如 2019 年 2-4 月的反转行情，2020 年 7 月的反转行情。自今年 5-6 月后的反弹行情后，后续会不会出现类似的反转行情（也就是情绪高涨，换手率快速提升），我们认为四季度行情值得期待。甚至不排除出现类似 2019 年 2-4 月的反转行情和 2020 年 7 月的反转行情，也就是市场情绪高涨推动换手率快速提升。

图表 3：2018 年以来市场三次中期底部后的行情



来源：Wind、国金证券研究所

- 新一轮向上行情风格有望重演历史：“大票搭台，小票唱戏”。也就说向上行情前期，以大盘股为引领，行情中后段小盘股最为活跃。从历史经验来看，市场调整阶段往往大盘股相对小盘股更抗跌，但本轮行情中，无论是 5-6 月反弹，还是 7 月以来的弱势调整，市场均呈现大盘股持续跑输小盘股的特征。这种情形并不常见，历史上 2019 年 12 月-2020 年 3 月也呈现过类似特征。以史为鉴，当时市场见底后呈现大盘股先企稳回升，中小盘股在行情中段和后端明显走强。

图表 4：市场处在弱势阶段，但大盘股相对表现较差



来源：Wind、国金证券研究所

四、行业配置：光伏储能、机械；白酒、汽车、家电；券商、黄金

■ 成长板块：光伏储能、机械

当前光伏储能等板块基本面和政策面均呈现积极向上变化，整体板块业绩仍维持高景气。

机械：需求支撑下成本下降的设备领域，特别是背靠新能源和制造升级相关需求的细分领域。

■ 消费板块：白酒、汽车（零部件）、家电

疫后消费恢复，叠加成本下降，商务消费和耐用消费品相关领域均存在一定预期差机会，比如：商务消费相关的高端白酒等板块；成本下降叠加刺激消费政策预期下的汽车（零部件）、家电等耐用消费品。

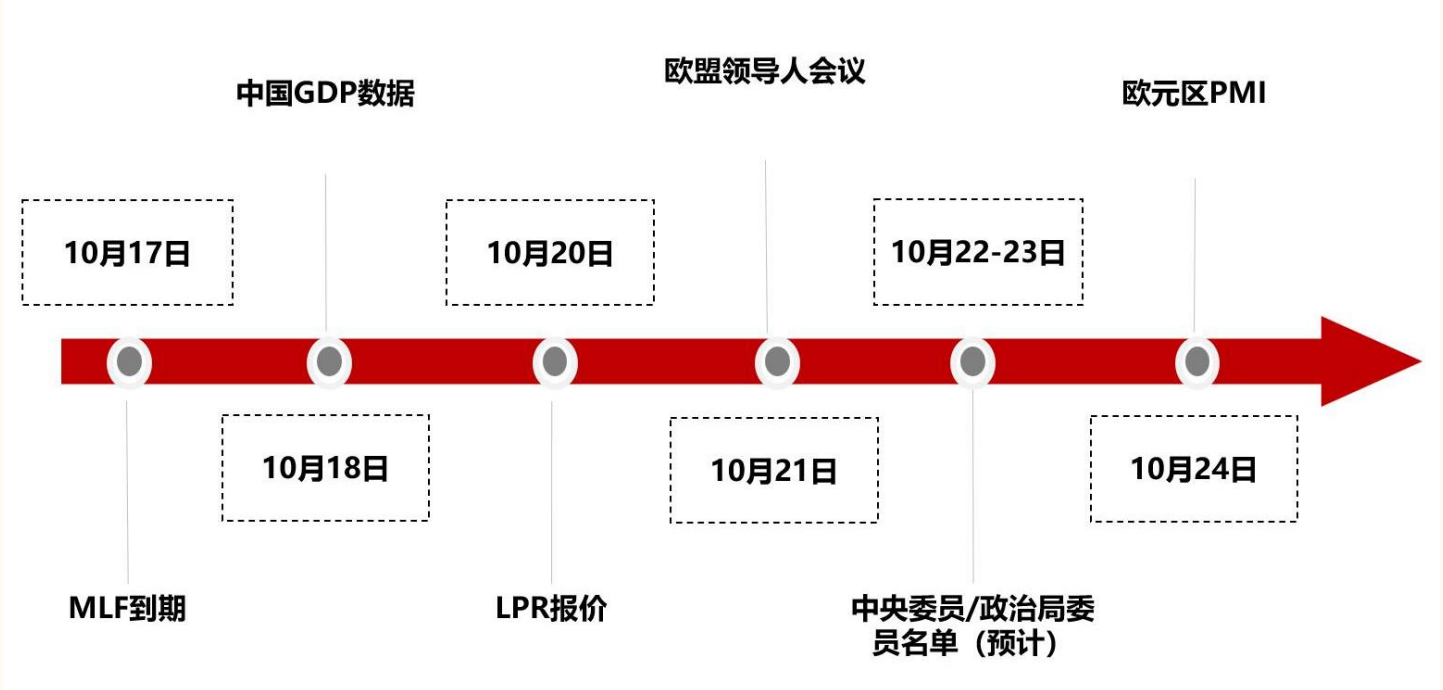
■ 其他板块：券商、黄金

对于券商板块：在市场向上阶段有望演绎 beta 性行情。此外，年内主板全面注册制将助力券商基本面保持相对较强；

对于贵金属板块：美国经济下行，美元实际利率下行支撑贵金属价格。此外，美联储紧缩预期缓和并非小概率事件。

重要事件前瞻

图表 5：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**经济复苏不及预期（国内经济超预期下行、海外经济下行风险）、宏观流动性收缩风险（美联储超预期加息及缩表）、海外黑天鹅事件（地缘政策风险）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402