海外经济修复停滞，关注内循环板块

——11 月市场策略报告

日期：2020 年 11 月 01 日

投资要点：

- **10 月海外市场普遍下跌，A 股强势上行：**10 月由于欧美等主要经济体新冠疫情增速屡创新高，叠加美国新一轮经济刺激法案在 11 月大选前无法通过，市场延续下跌回落趋势；A 股三季报业绩修复延续，叠加季初市场流动性较为充裕，双节黄金周后 10 月市场风险偏好较 9 月明显回暖，主要股指除科创板外均止跌回升。截至月末，上证综指上涨 0.20%，深证成指上涨 2.55%，沪深 300 上涨 2.35%，创业板指上涨 3.15%，科创 50 下跌 1.75%。

- **盈利驱动指数上涨：**上证指数 10 月滚动市盈率环比 9 月有所下跌，接近 8 月末水平，考虑到 10 月上证指数呈现涨势，意味着近期上证指数上行更多是盈利能力驱动而非估值水平驱动；科技成长成分较高的创业板指的 10 月滚动市盈率环比 9 月变化较小，仍低于 7-8 月年内高点。一级行业中滚动市盈率有 12 个较上月底提高，其中汽车、食品饮料、家用电器等可选消费的板块提高幅度较大；休闲服务、军工、计算机这三个 A 股当前市盈率最高的行业本月滚动市盈率倍数下跌幅度最大。

- **投资建议：**展望 11 月，从 10 月主要股指涨跌幅和上市公司三季报披露的情况来看，A 股上市公司业绩整体继续高速修复，盈利能力等基本面逻辑逐步取代流动性宽松下的估值抬升成为推动股指上行的主要因素。在海外经济修复不确定性大幅上升的时期，符合国内“内循环”逻辑的板块业绩或受益于经济持续修复和消费回暖，板块表现或优于市场平均水平。行业配置方面：1、关注白酒、家用电器、汽车等可选消费板块，疫情冲击消退、双十一电商节临近，内需消费业绩上升空间较大；2、关注低估值银行、保险等大金融和航空等蓝筹个股，日历效应下或出现估值切换；3、关注景气度上行的有色、化工、新能源等周期行业。

- **风险因素：**海外疫情反复，中美摩擦加剧，宏观经济超预期下行。

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

相关报告

1. 万联证券研究所 20201002_策略专题报告_AAA_10 月市场策略
2. 万联证券研究所 20200902_策略专题报告_AAA_A 股半年报分析
3. 万联证券研究所 20200828_策略专题报告_AAA_9 月市场策略

万联证券

目录

1、10 月市场表现.....4
1.1 海外市场表现：欧美疫情反复，市场多数回落.....4
1.2 A 股市场表现：指数多数上涨，市场偏好消费、大盘、绩优.....4
1.3 A 股估值表现：盈利驱动指数上行，高 PE 行业估值回落.....6
2、A 股市场交易情绪和流动性表现.....8
2.1 A 股交易情绪：交易额大幅回落，创业板换手率跌至年内低位.....8
2.2 A 股流动性：两融余额单月增超 500 亿元.....8
2.3 资金面：维持紧平衡.....10
3、宏观基本面.....11
3.1 GDP：前三季度累计由负转正.....11
3.2 通胀指数：CPI 重回“1”时代.....12
3.3 社会消费零售总额：修复速度加快.....13
3.4 固定资产投资：增速继续回升，房地产投资仍有惯性.....14
3.5 进出口贸易：修复速度超预期.....15
3.6 人民币汇率：大幅走强.....16
3.7 十年期国债：稳步上升.....16
4、11 月投资建议.....17
5、风险提示.....17

图表 1：10 月主要国际指数表现（%）.....4
图表 2：A 股指数月度涨跌幅表现（%）.....5
图表 3：2020 年 10 月申万一级行业指数涨跌幅表现（%）.....5
图表 4：2020 年 A 股板块月度涨跌幅（%）.....6
图表 5：上证指数 PE（TTM）.....6
图表 6：创业板指 PE（TTM）.....7
图表 7：2020 年申万一级行业 PE（TTM）.....7
图表 8：A 股日成交额（亿元）.....8
图表 9：A 股日换手率（%）.....8
图表 10：两融余额（亿元）和两融交易额占 A 股成交额比（%）.....9
图表 11：北向资金累计净买入（万亿元）和月度合计买卖总额（万亿元）.....9
图表 12：2020 年每月新成立偏股型基金份额（亿份）.....10
图表 13：央行周公开市场货币净投放量（亿元）.....10
图表 14：1 年期和 5 年期 LRP 利率（%）.....11
图表 15：1 年期 MLF 利率（%）.....11
图表 16：SHIBOR 利率走势（%）.....11
图表 17：GDP 不变价当季同比增速（%）.....12
图表 18：CPI 当月同比增速（%）.....13
图表 19：PPI 当月同比增速（%）.....13
图表 20：社会消费零售总额当月同比增速（%）.....14
图表 21：固定资产投资指标累计同比增速（%）.....15
图表 22：房地产分项指标累计同比增速（%）.....15
图表 23：以美元计价我国外贸进出口额单月同比增速（%）.....16
图表 24：在岸人民币即期汇率.....16

万联证券

图表 25：离岸人民币即期汇率 16
图表 26：中债 10 年期国债到期收益率年（%） 17

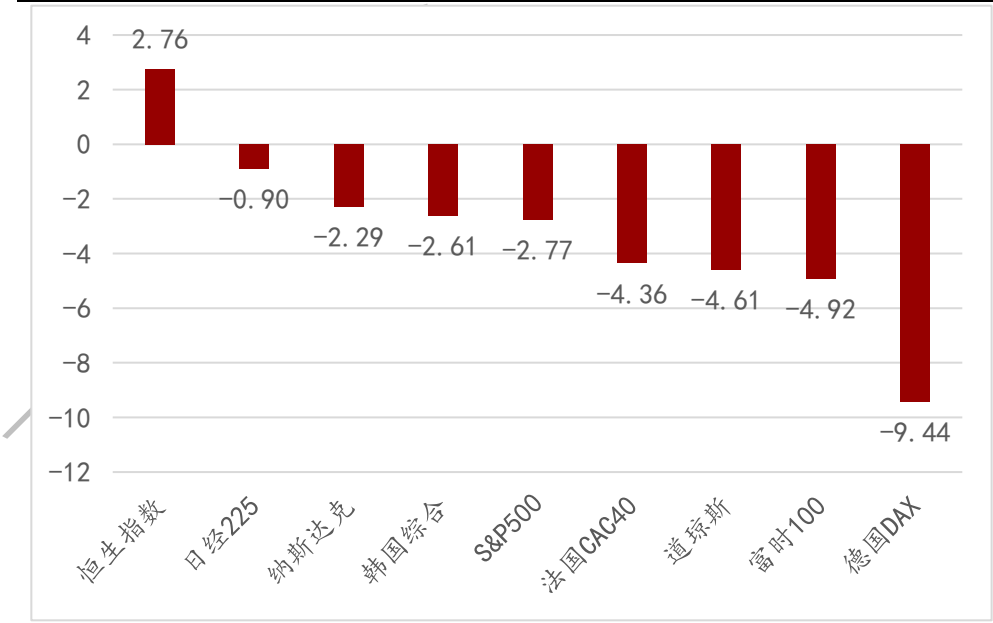
万联证券

1、10月市场表现

1.1 海外市场表现：欧美疫情反复，市场多数回落

10月由于欧美等主要经济体新冠疫情增速屡创新高，多国采取封国、宵禁等更严格的防疫措施，海外经济修复速度停滞已被证实，叠加美国新一轮经济刺激法案在11月大选前无法通过，海外避险情绪升温，市场延续下跌回落趋势。截至月末收盘：美股中道琼斯工业指数下跌4.61%，纳斯达克指数下跌2.29%，标普500指数下跌2.77%；欧洲市场中德国DAX大跌9.44%，法国CAC40下跌4.36%，英国富时100下跌4.92%；亚太市场中日经225下跌0.90%，韩国综合指数下跌2.61%，恒生指数上涨2.76%。

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

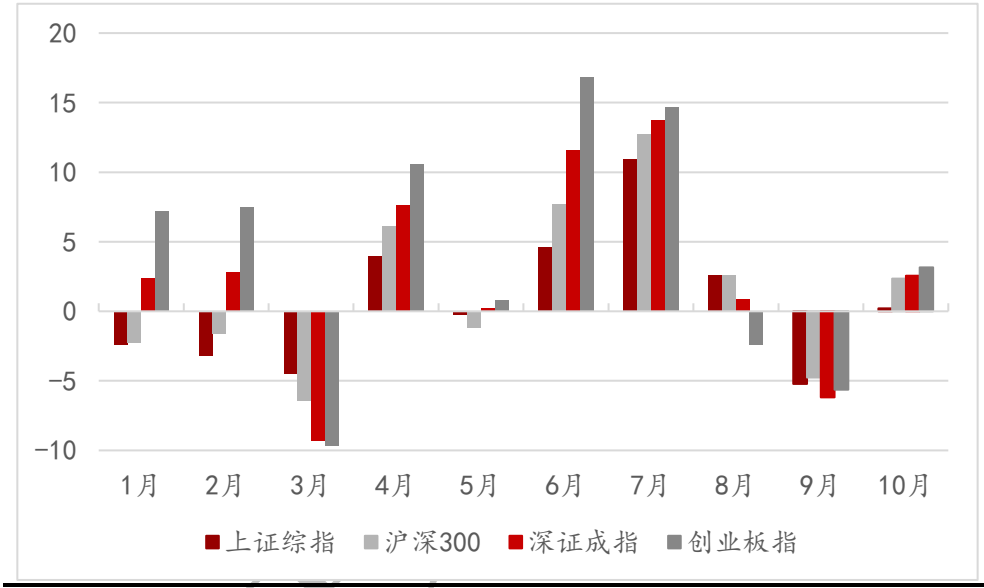
1.2 A股市场表现：指数多数上涨，市场偏好消费、大盘、绩优

随着国庆中秋长假结束，市场对于内地消费修复确定性持乐观态度，叠加季初市场流动性较为充裕，10月市场风险偏好较9月明显回暖，主要股指除科创板外均止跌回升。截至月末，上证综指上涨0.20%，深证成指上涨2.55%，沪深300上涨2.35%，创业板指上涨3.15%，科创50下跌1.75%。

按申万一级行业划分，10月一级行业涨跌各半。上涨的14个一级行业中，汽车（+11.59%）、家用电器（7.27%）、电气设备（6.50%）涨幅较多，均超过6%；下跌的14个一级行业中，休闲服务（-9.20%）、农林牧渔（-4.60%）、房地产（-4.40%）、国防军工（-4.20%）降幅较多，均超过4%。

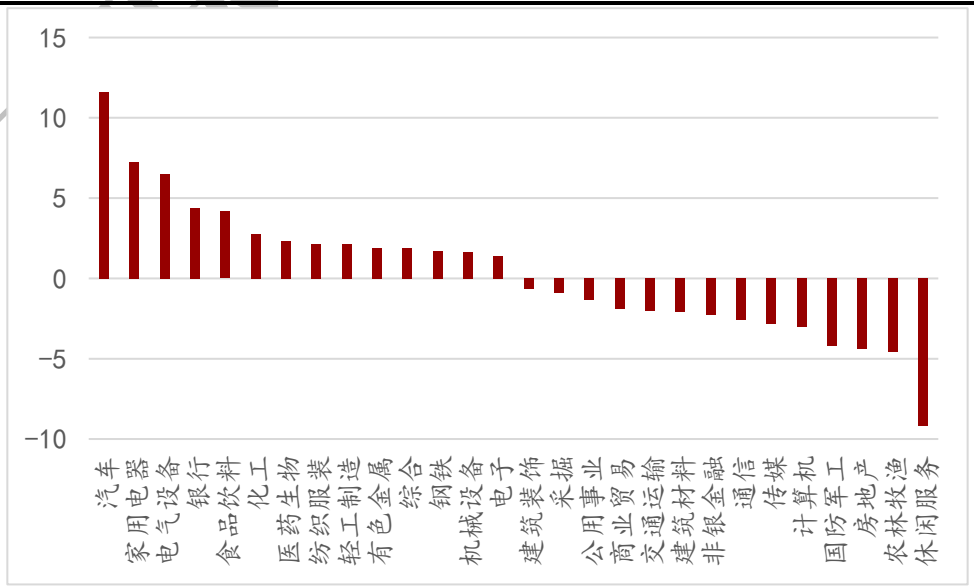
10月按风格划分，消费（2.95%）由上月跌幅最大转为本月涨幅最大，其他依次为周期（2.33%）、成长（0.21%）、金融（-0.15%），本月跌幅最大的为稳定（-1.00%）；按规模划分，大盘（3.22%）表现明显优于中盘（-1.18%）优于小盘（-1.32%）；按业绩划分，绩优（2.49%）表现明显优于微利（-1.36%）优于亏损（-2.15%）。

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

图表3：2020年10月申万一级行业指数涨跌幅表现（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：2020年A股板块月度涨跌幅（%）

分类	指数	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	趋势
风格	金融	-4.67	-4.46	-6.47	4.06	-3.09	3.30	9.83	2.66	-3.32	1.56	
	周期	-1.58	-1.46	-4.77	2.37	-0.07	5.27	14.39	4.11	-5.44	4.26	
	消费	-1.78	-0.04	-0.07	6.03	4.81	11.32	13.58	3.71	-8.26	5.50	
	成长	5.59	5.60	-9.42	7.05	0.03	11.63	16.32	-0.33	-6.08	2.05	
	稳定	-4.69	-5.38	-1.99	3.11	-1.46	2.77	6.16	2.33	-5.69	0.16	
规模	大盘指数	-1.95	-1.16	-6.34	6.64	-1.14	8.13	12.49	2.41	-4.30	4.74	
	中盘指数	1.33	1.15	-7.67	6.24	1.05	8.83	12.94	1.58	-7.18	0.94	
	小盘指数	2.22	2.41	-7.55	5.10	2.02	8.80	12.88	0.90	-8.14	1.02	
业绩	亏损股指数	-1.15	2.52	-6.63	1.33	-0.27	5.82	14.05	4.39	-6.38	0.09	
	微利股指数	-1.27	-2.52	-7.39	-1.12	2.41	3.77	15.97	1.19	-6.44	1.03	
	绩优股指数	-3.04	-2.33	-4.00	9.69	2.21	11.28	14.18	2.80	-6.26	4.78	

资料来源：Wind，万联证券研究所

1.3 A股估值表现：盈利驱动指数上行，高PE行业估值回落

随着A股上市三季报披露工作的基本完成，10月A股主要股指估值水平较9月以环比下跌为主。其中上证指数10月滚动市盈率环比9月有所下跌，接近8月末水平，考虑到10月上证指数呈现涨势，意味着近期上证指数上行更多是盈利能力驱动而非估值水平驱动；科技成长成分较高的创业板指的10月滚动市盈率环比9月变化较小，仍低于7-8月年内高点。

截至10月底，申万一级行业中滚动市盈率有12个较上月底提高，其中汽车（+3.79X）、食品饮料（+2.00X）、家用电器（+1.71X）、纺织服装（+0.69X）等涉及可选消费的板块受益于消费修复预期上行，电气设备（+2.72X）受益于行业政策推动叠加业绩高预期，滚动市盈率倍数提高幅度较大；16个滚动市盈率下滑的一级行业中，休闲服务（-16.03X）、军工（-4.24X）、计算机（-2.77X）这三个A股当前市盈率最高的行业本月滚动市盈率倍数下跌幅度最大。

图表5：上证指数PE（TTM）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：创业板指PE（TTM）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7：2020年申万一级行业PE（TTM）

行业名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	趋势	10月-9月
汽车	19.83	20.38	18.55	19.02	23.06	25.35	29.04	30.50	28.17	31.96		3.79
电气设备	34.12	34.85	31.64	32.98	31.54	35.15	43.48	44.09	41.19	43.91		2.72
食品饮料	30.66	29.95	30.98	33.69	36.64	39.93	47.04	52.26	44.15	46.15		2.00
家用电器	16.68	16.14	14.45	16.14	19.37	19.85	22.01	22.06	23.30	25.01		1.71
医药生物	38.10	38.93	39.05	41.76	45.20	52.20	61.64	59.93	48.99	49.94		0.95
化工	21.64	21.65	19.26	20.33	22.99	24.63	29.18	30.49	29.67	30.58		0.91
综合	33.03	34.49	29.43	41.53	41.24	43.73	48.71	49.51	39.58	40.37		0.79
纺织服装	24.88	25.84	24.54	23.66	29.64	30.62	32.40	33.36	35.49	36.18		0.69
机械设备	26.35	26.77	24.81	25.04	27.92	28.75	32.49	34.38	29.28	29.75		0.47
有色金属	38.18	37.61	30.47	31.53	36.18	37.77	45.76	45.35	41.98	42.35		0.37
银行	6.72	6.32	6.00	6.22	5.98	5.93	5.99	6.29	6.42	6.69		0.27
钢铁	9.14	8.99	9.03	10.70	11.60	11.80	12.72	12.93	14.21	14.48		0.27
建筑装饰	9.31	9.17	8.99	9.40	9.66	9.59	10.68	10.98	9.86	9.84		-0.02
电子	47.78	50.48	40.60	44.54	45.00	54.01	60.36	60.48	52.01	51.98		-0.03
公用事业	18.38	17.95	17.98	18.85	19.81	20.52	22.33	23.18	20.04	19.99		-0.05
采掘	12.37	11.52	11.03	11.46	12.50	12.43	14.02	14.15	14.73	14.66		-0.07
轻工制造	24.14	23.74	21.24	20.78	22.78	24.12	28.02	29.05	26.81	26.59		-0.22
商业贸易	14.31	13.75	14.37	17.54	22.24	25.04	27.84	26.32	24.54	24.26		-0.28
建筑材料	12.31	13.29	13.02	13.77	14.32	14.05	17.43	17.78	15.08	14.79		-0.29
农林牧渔	30.71	29.92	32.78	23.51	18.65	19.81	22.86	24.36	17.49	17.13		-0.36
房地产	9.26	9.05	8.42	8.45	8.58	9.05	9.64	9.79	9.30	8.89		-0.41
非银金融	15.21	15.00	13.60	13.98	14.77	15.61	19.20	19.66	18.85	18.43		-0.42
交通运输	17.09	15.92	15.50	16.05	20.45	20.97	22.60	23.13	23.20	22.75		-0.45
通信	38.24	43.60	38.94	41.06	42.03	45.44	47.17	46.58	39.61	38.73		-0.88
传媒	42.46	43.37	38.30	41.15	46.01	53.49	51.07	45.74	40.91	39.89		-1.02
计算机	62.53	69.25	57.53	61.40	69.57	77.56	82.62	82.48	74.48	71.71		-2.77
国防军工	59.94	60.60	54.49	57.40	54.55	56.08	71.74	76.87	74.83	70.59		-4.24
休闲服务	31.31	30.34	27.15	34.26	67.20	84.33	119.73	108.23	161.08	145.05		-16.03

资料来源：Wind，万联证券研究所

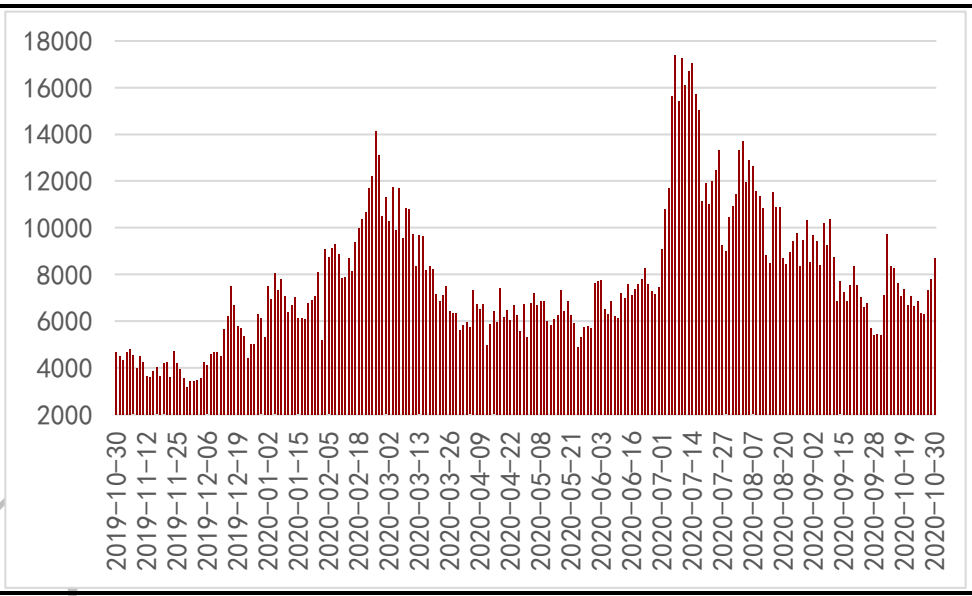
2、A股市场交易情绪和流动性表现

2.1 A股交易情绪：交易额大幅回落，创业板换手率跌至年内低位

10月A股交易情绪呈现前后高，中间低的形势，主要由于国庆中秋长假后交易情绪回温、五中全会前期市场观望情绪较浓等因素影响。10月A股沪深两市日均成交额7456.97亿元。

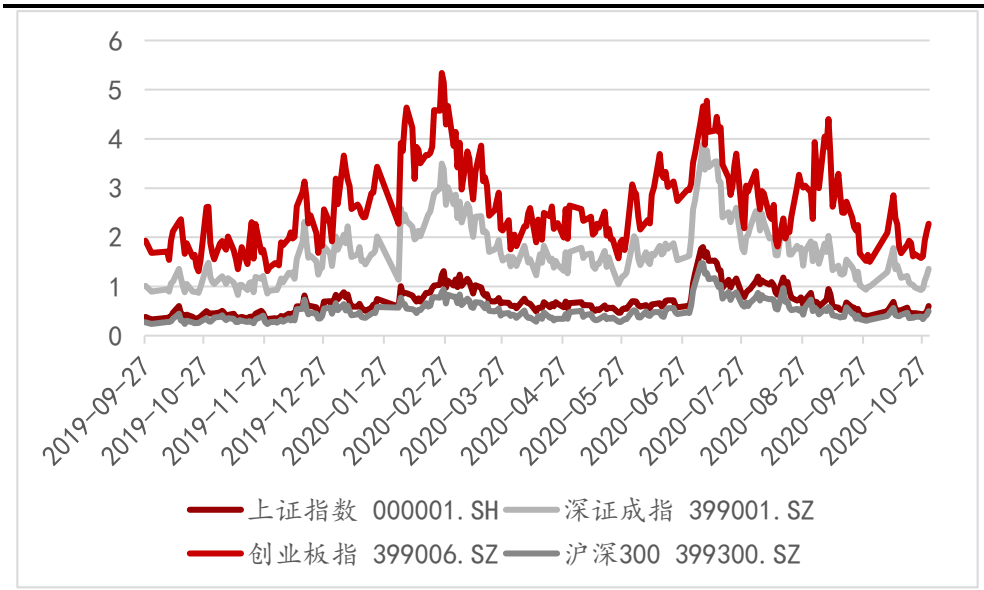
主要股指板块换手率在10月震荡上升，截至10月底，环比9月底换手率水平提升幅度较大。

图表8：A股日成交额（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表9：A股日换手率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 A股流动性：两融余额单月增超500亿元

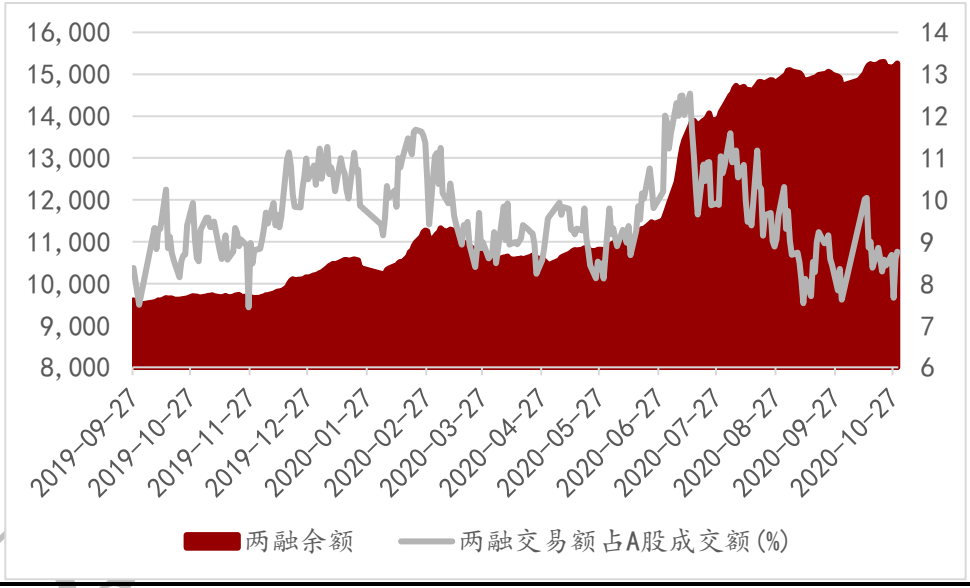
截至10月29日，融资融券总余额15,260.57亿元，环比上月末多增537.09亿元，扭转上月下行趋势；10月两融交易额占A股日成交额比例较9月呈上行趋势，在10

月中旬一度突破 10%。

北向资金截至 10 月底累计净流入 10,872.41 亿元，10 月单月净流入 0.23 亿元，结束此前连续两个月净流出趋势；由于内地和香港假期影响，本月陆股通仅有 13 个交易日开放，北向资金买卖合计总额 12,126.78 亿元，低于 9 月水平，但仍高于今年 4 月及 5 月水平。

公募基金截至 10 月 28 日单月新成立偏股型基金份额 1459.84 亿份，较 9 月环比回落，已连续四个月下降。

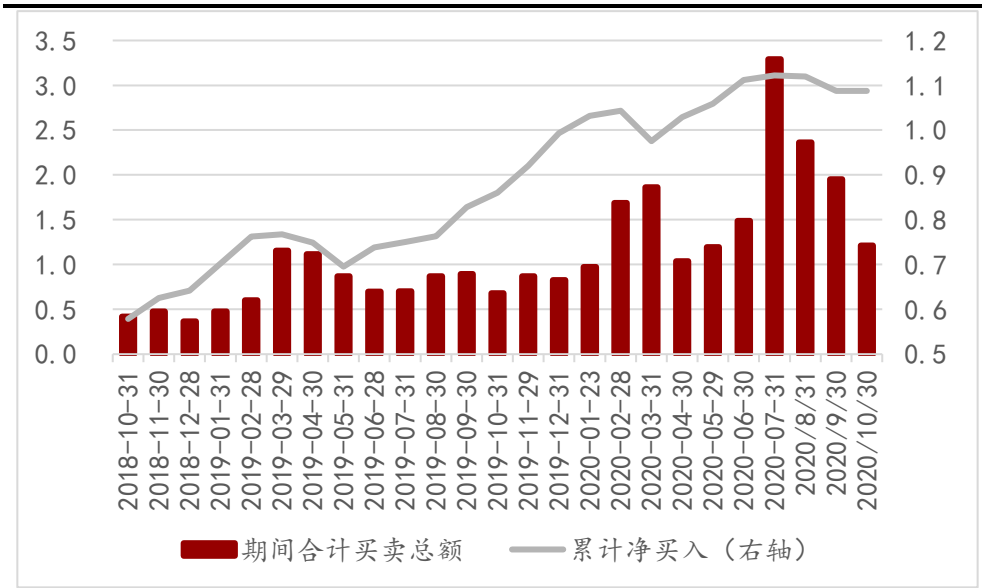
图表10：两融余额（亿元）和两融交易额占A股成交额比（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

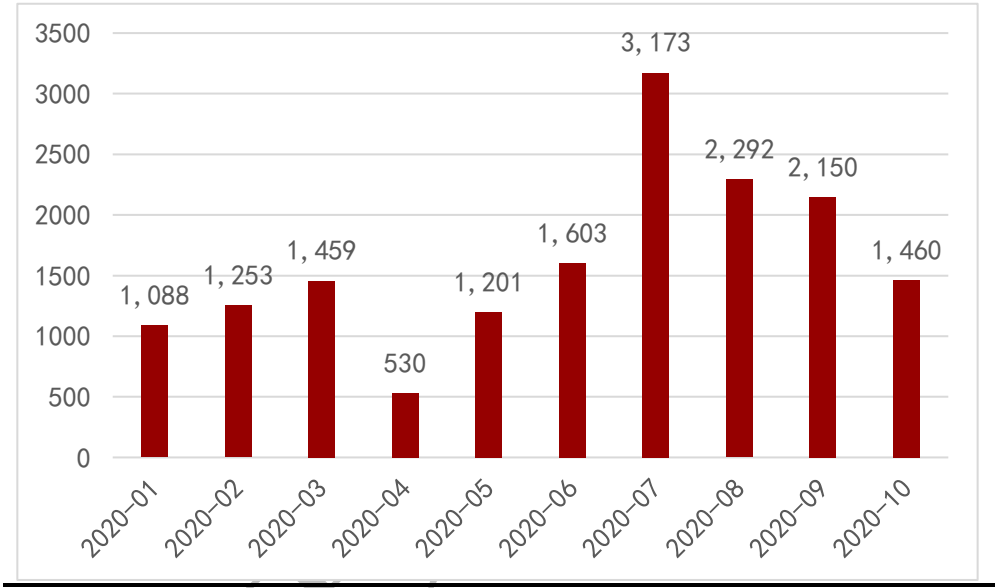
数据截至2020年10月29日

图表11：北向资金累计净买入（万亿元）和月度合计买卖总额（万亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：2020年每月新成立偏股型基金份额（亿份）



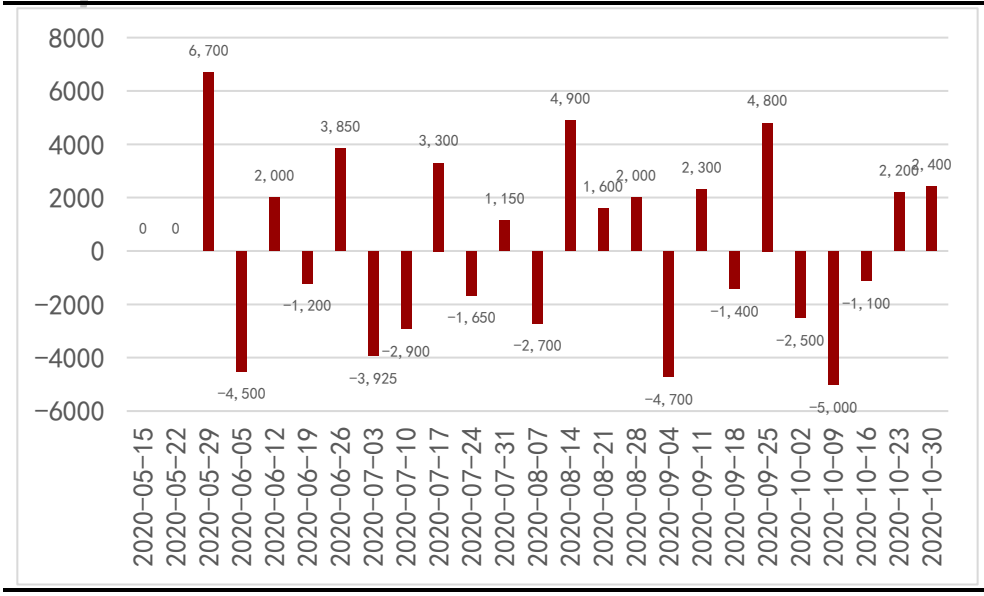
资料来源：Wind，万联证券研究所

数据截至2020年9月28日

2.3 资金面：维持紧平衡

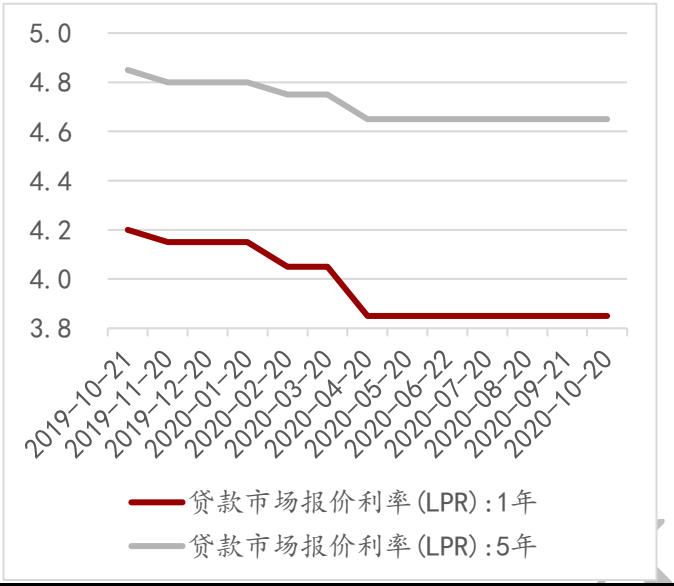
10月资金面在面临“低超储+财政压力+结构性存款压降”的三重压力下，本月1年期、5年期LPR和一年期MLF报价均符合预期不变，央行在月末加大了货币净投放量，整体流动性处于紧平衡状态。

图表13：央行周公开市场货币净投放量（亿元）



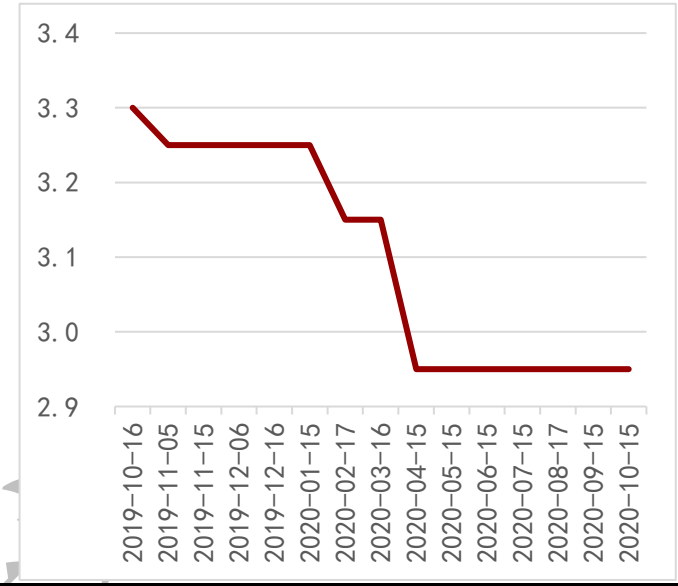
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：1年期和5年期LRP利率（%）



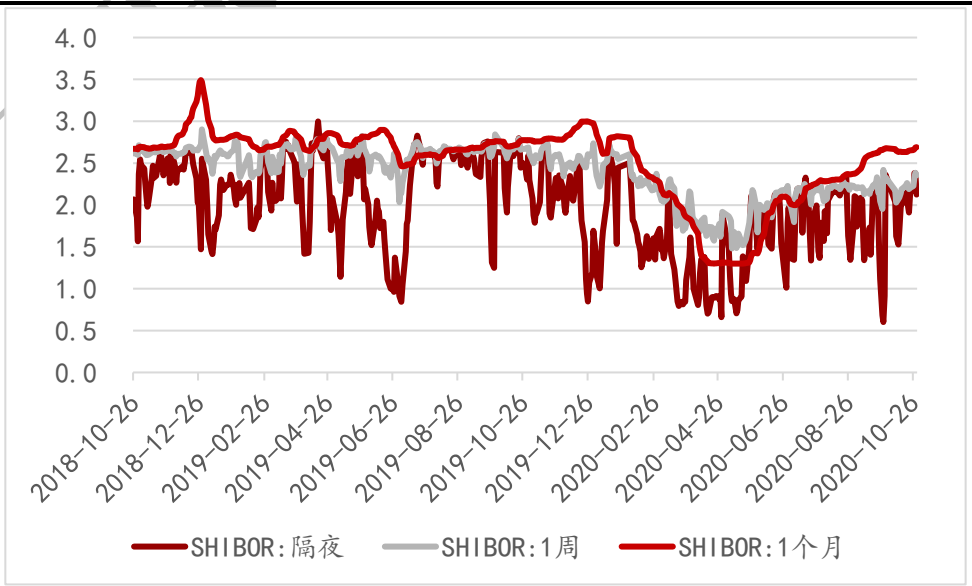
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表15：1年期MLF利率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：SHIBOR利率走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

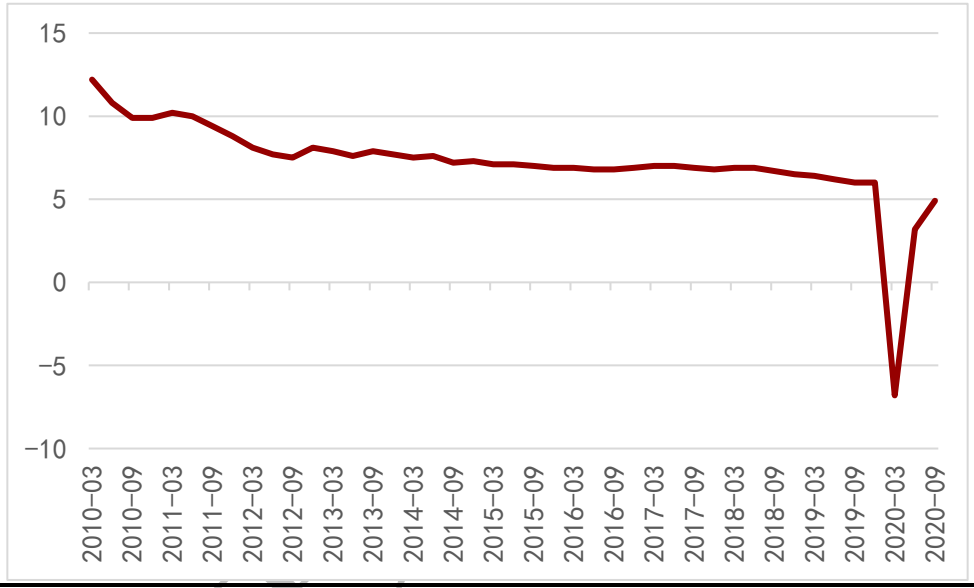
注：数据截至2020年10月29日

3、宏观基本面

3.1 GDP：前三季度累计由负转正

2020年三季度国内GDP同比增长4.9%，低于市场预期5.2%，前三季度累计增速0.7%，经济增速由负转正。前三季度居民人均可支配收入增长0.6%，回到正值区间。经济整体上行修复的趋势没有改变，服务业修复进程将成为四季度经济增长的关键点。从结构上来看，9月单月数据表现较好，工业增加值、消费超预期回升，数据结构也有所改善，顺周期行业持续修复。

图表17：GDP不变价当季同比增速（%）



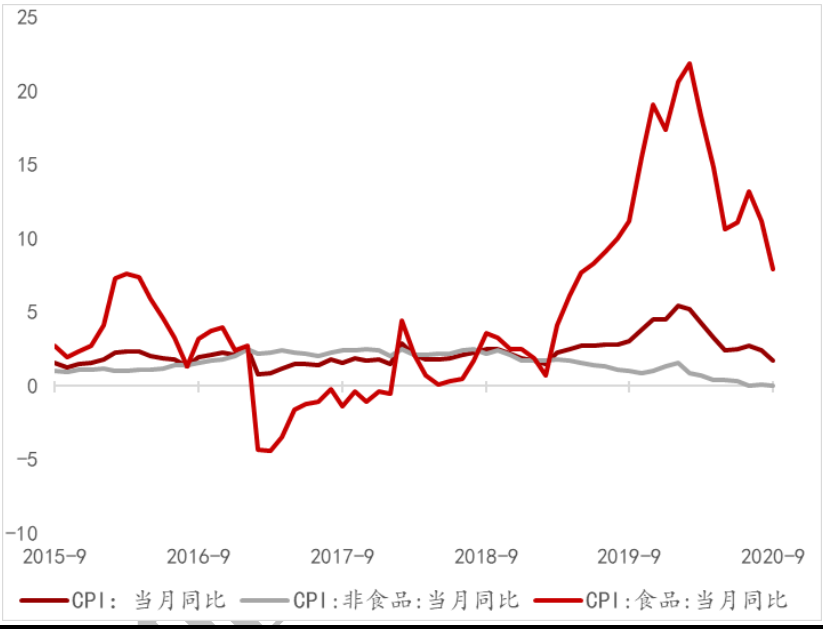
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2 通胀指数：CPI重回“1”时代

9月CPI同比增长1.7%，较上月回落0.7个pct；环比增长0.2%，较上月回落0.2个pct。从环比看，食品价格上涨0.4%，涨幅比上月回落1.0%，影响CPI上涨约0.1%。食品项中，猪肉供给持续改善，环比从上月的1.2%下降至-1.6%，水产类、鸡肉价格也有所回落，牛肉、羊肉、鸡蛋价格有所上行。受季节因素影响，叠加双节节前备货采购带动水果需求上涨，环比由上月的-0.4%上行至7.3%。鲜菜价格环比涨幅缩窄至2.4%，秋季蔬菜的应季上市一定程度上缓和了供给的波动。非食品价格由上月0.1%上涨至0.2%，持续2个月小幅上行。从同比看，CPI上涨1.7%，涨幅较上月大幅回落0.7%，重回“1时代”。非食品价格由上月涨0.1%转为持平。非食品中，医疗保健价格上涨1.5%，交通和通信价格下降3.6%。在9月份1.7%的同比涨幅中，新涨价影响约为0.5个百分点。

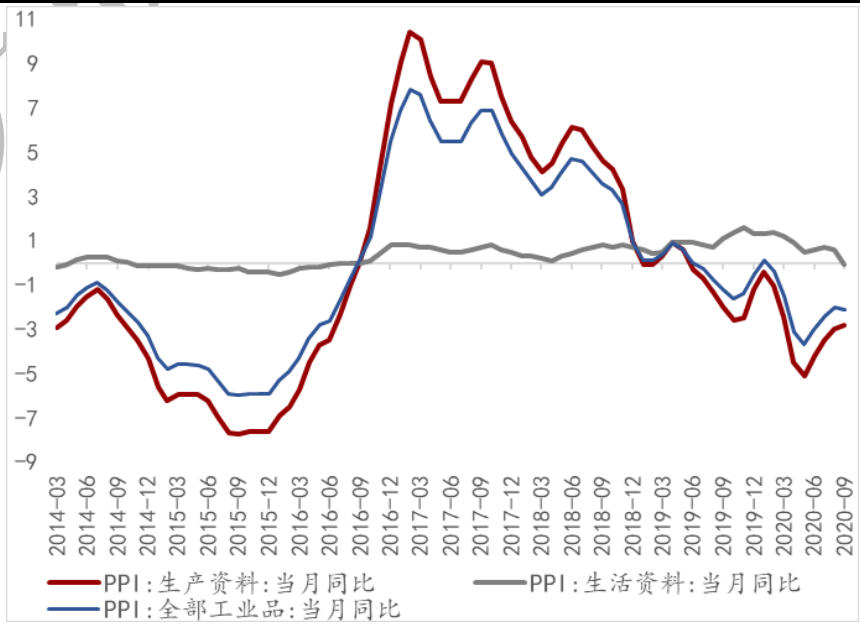
9月PPI同比下降2.1%，较上月小幅回落0.1个pct；环比增长0.1%，涨幅较上月回落0.2个pct。9月份，我国基建、房地产行业生产持续向好，市场需求继续恢复，铁矿石、黑色有色金属等大宗商品价格延续上涨势头；而国外随疫情二次爆发，对原油需求预期下降，原油价格大幅下滑，导致石油开采、石油加工、化纤产业链整体价格回落。从环比看，PPI上涨0.1%，涨幅比上月回落0.2个百分点。从同比看，PPI下降2.1%，跌幅超出市场预期（-1.7%）。其中，生产资料价格下降2.8%，降幅收窄0.2个百分点；生活资料价格下跌0.1%，涨幅回落0.7个百分点。在9月份2.1%的同比降幅中，新涨价影响约为-2.1个百分点。

图表18：CPI当月同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表19：PPI当月同比增速（%）



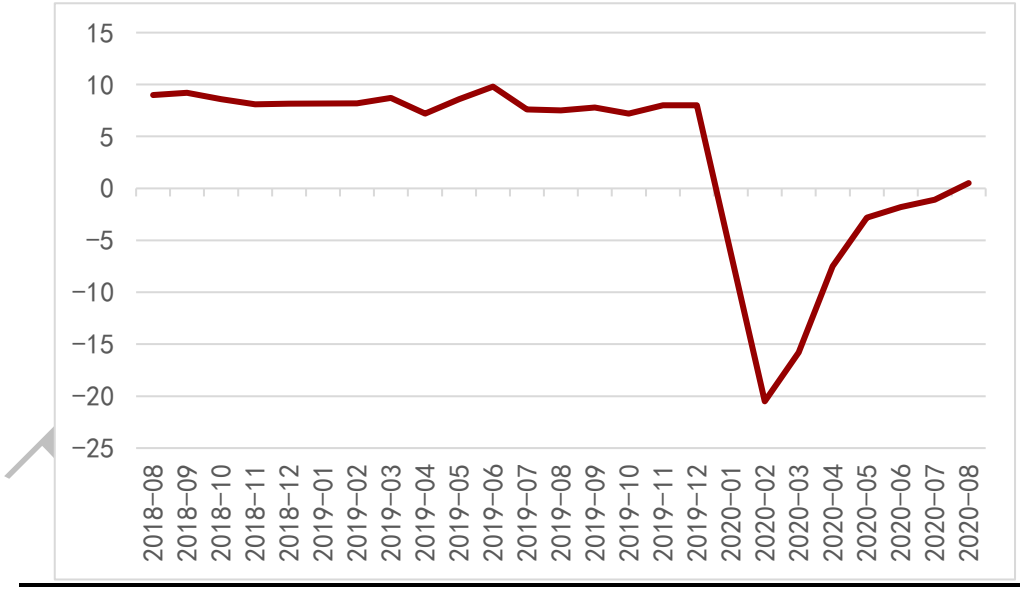
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.3 社会消费零售总额：修复速度加快

9月社会消费品零售总额同比名义增长3.3%，多重因素共同带动消费修复。其中，除汽车以外的消费品零售额增长2.4%，上行3个百分点，随国内疫情逐步稳定，居民就业于收入逐步恢复，影院开放，境外消费回流等多重因素叠加，共同带动消费出现明显修复。分项来看，多数商品销售增速上行，必选消费品表现仍然相对较好，其中粮油食品类、服装类、中西药品类分别较8月上行3.6、4.1、3.4个百分点至7.8%、8.3%、9.6%。可选消费品表现依然分化，餐饮类上涨4.1个百分点至-2.9%，修复明显，对整体消费的拖累有所减轻。金银珠宝类、化妆品类分别下跌2.2、5.3个百分点至13.1%和13.7%，部分由于双十一网店折扣力度较大，部分消费行为被推迟；通

讯器材类大幅回落 29.7 个百分点至-4.6%，可能受到 10 月苹果首款 5G 手机发布的影响；汽车（11.2%）小幅回落 0.6 个百分点，石油制品（-11.8%）上涨 2.7 个百分点依然偏弱；家具类（-0.6%）、建筑及装潢材料类（-0.5%）均上行超过 3 个百分点。未来，双节叠加将带动 10 月消费继续修复上行。在疫情得到有效控制的前提下，居民外出就餐的需求增加，有利于整体餐饮业的复苏，随着部分倒闭门店的重新开业，餐饮业未来仍有上行空间。“十一”黄金周全国零售和餐饮重点检测企业销售额约 1.6 万亿元，日均同比增速 4.9%；汽车消费的“金九银十”行情也将推动汽车行业消费；“双十一”购物节部分活动提前至 10 月也将带动网上消费上行，化妆品类消费继续增长，预期 10 月消费数据仍将表现亮眼。

图表20：社会消费零售总额当月同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

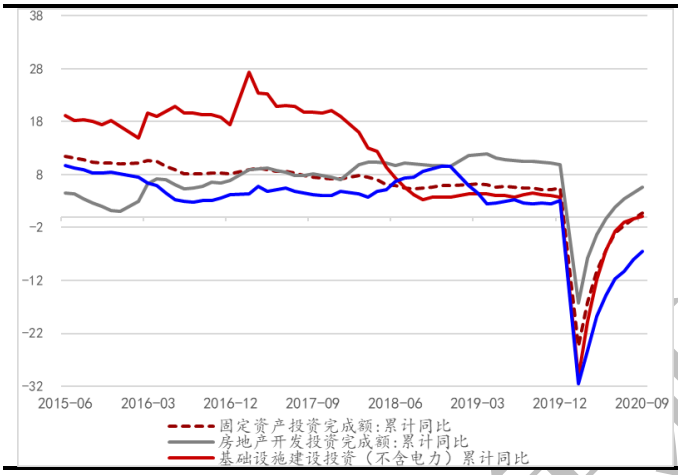
3.4 固定资产投资：增速继续回升，房地产投资仍有惯性

投资增速继续回升，制造业投资持续亮眼。1-9月份，全国固定资产投资同比转正为0.8%，较1-8月份上行1.1个百分点。其中，第一产业投资同比增长14.5%、第二产业投资同比增速为-3.4%、第三产业投资同比增长2.3%，分别较1-8月份上涨3.0、0.6、0.9个百分点。9月份固定资产投资延续上半年上行修复走势，投资首次转正。受“精准滴灌”政策扶植影响，民企投资积极性被激活，民间投资降幅继续收窄，国有投资增速在本月也修复上行。1-9月份，民间固定资产投资同比增速-1.5%，较1-8月份收窄1.3个百分点；国有及国有控股单位固定资产投资同比增长4.0%，较1-8月份上行0.8个百分点。

房地产投资仍为主要支撑，但分项略有走弱。1-9月月房地产投资累计同比增长5.6%，较8月上升1个百分点，仍是固定资产投资的主要拉动项。1-9月施工面积同比增长3.1%，较1-8月回落0.2个百分点；1-9月新开工面积同比增速-3.6%，较1-8月上行0.2个百分点。1-9月商品房销售面积同比增速-1.8%，较上月上行1.5个百分点。9月单月地产销售面积和销售额分别增长7.3%和16%，分别较上月回落6.4和11个百分点。土地市场继续降温，8月100个大中城市成交土地占地面积增长7.1%，较7月（50.0%）大幅下降；土地购置面积9月累计同比增速回落0.5个百分点至-2.9%，连续3个月回落。虽然受2019年同期基数提高的影响，但部分是因为近期局部地区地产调控升温对预期的影响。房地产“三道红线”抑制房企扩张的影响开始显现。房地产开发资金来源累计增速由3%上升至4.4%，

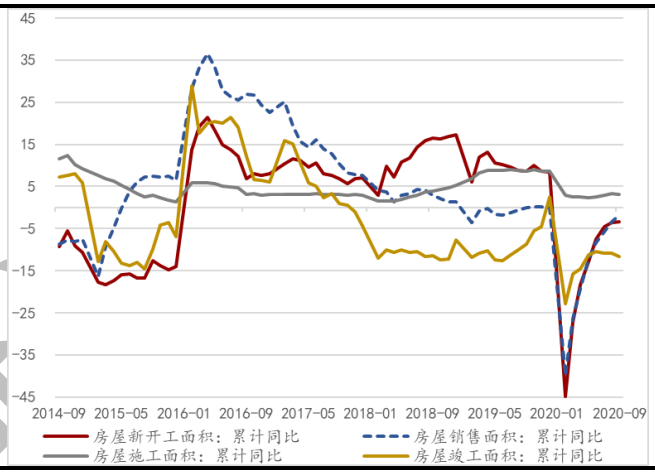
国内贷款持平于4%，自筹资金由3.6%上行至5.9%，定金及预收款上行1.7个百分点至2.9%，个人按揭贷款增速上行至9.5%，预期仍将继续上涨。总的来看，房企目前融资收紧，拿地开工均在放缓，并未采取高周转策略，建安投资已经取代土地投资成为地产投资的主要支撑力量，体现了政策约束和对后市走势趋弱的预期，四季度地产投资增速可能逐步放缓。

图表21：固定资产投资指标累计同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表22：房地产分项指标累计同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

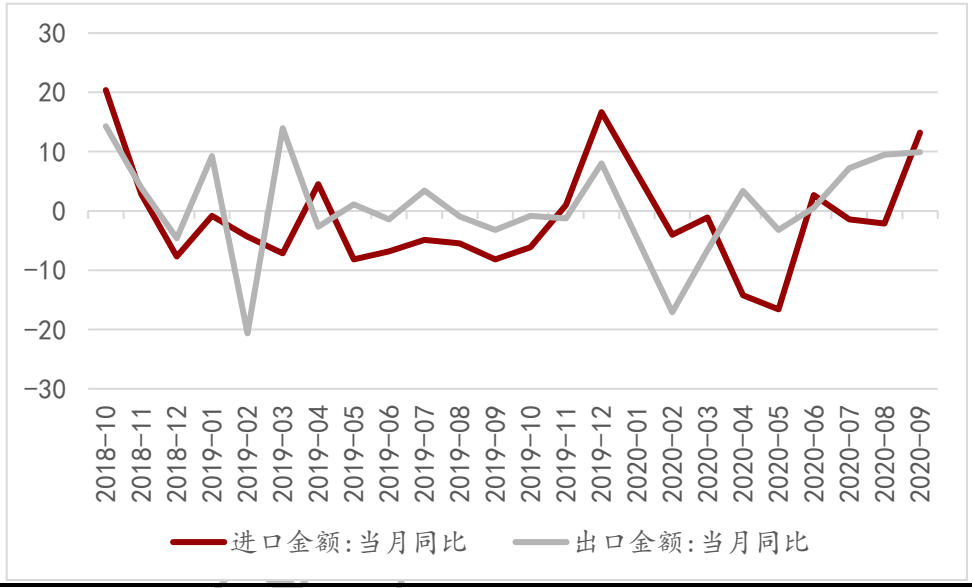
3.5 进出口贸易：修复速度超预期

2020年9月进出口总值4425.20亿美元，同比增速11.4个百分点，较7月同比增速回升7.2个百分点。其中，出口2397.6亿美元，同比增速9.9个百分点，较7月同比增速回升0.4个百分点；进口2027.6亿美元，同比增加13.2%，较7月同比增速上行15.3个百分点；9月贸易顺差370亿元美元。

从出口看，对美国出口总额最高，达439.6亿美元，累计增速收窄至-0.9%。对欧盟、东盟、英国、澳大利亚出口累计正增长，分别为3.1%、4.9%、7.7%和6.8%；对日本、韩国出口累计增速分别为-2.7%和-1.2%。从进口看，我国从东盟进口总量最高，达308.5亿美元，累计同比增加5.1%；对欧盟、美国、日本、和韩国的进口累计同比增速分别收窄至-3.6%、-0.2%、-0.3%和-1.7%。

从出口品种来看，家具、玩具、鞋类出口增速分别为30.6%、7.4%、-14.4%，劳动密集型产品出口增速均较8月有所提升；高新技术、机电产品出口方面维持高增速，其中集成电路、自动数据处理设备（电脑）、音视频设备与通用机械设备出口增速分别为17.6%、29.4%、22.8%、17.5%，均较8月大幅提升，仅手机产品因价格大幅回落而导致出口金额大幅下滑至-42.7%，并带来高新技术产品出口拉动率大幅回落至1.3%。从进口来看，大豆进口金额同比增长17.6%，大宗商品中，铁矿石、钢材、铜的进口金额持续增长，原油、煤炭进口金额有所收窄。汽车和汽车底盘、集成电路、二极管产品进口金额同比增长33.2%、28.2%、39.7%，进口量价齐升，高新、机电产品对进口的同比拉动率合计达到15.6%，为9月进口超预期的主要因素。

图表23：以美元计价我国外贸进出口额单月同比增速（%）

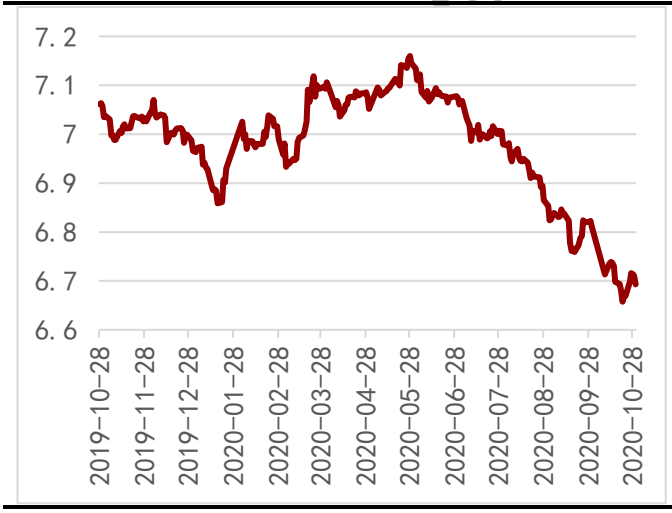


资料来源：中债估值中心，万联证券研究所

3.6 人民币汇率：大幅走强

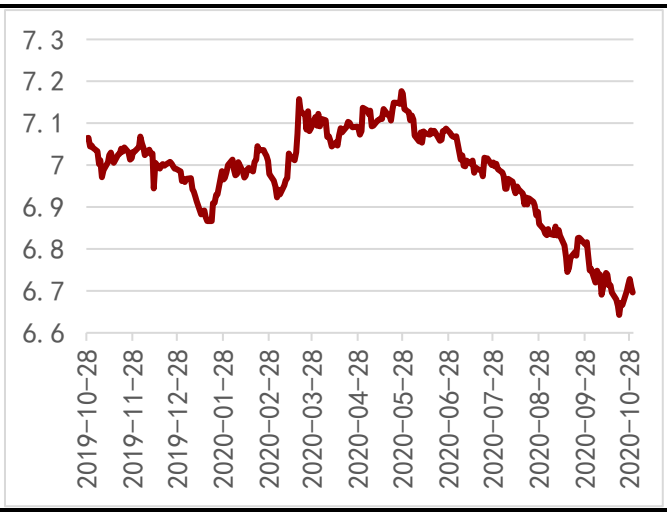
在中国经济前三季度重回正增长区间的同时，欧美疫情边际恶化，海外经济修复停滞，10月人民币延续走强趋势。截至10月底，人民币兑美元在岸价/离岸价为6.6932/6.6964，较上月底分别大涨1174/881个点。

图表24：在岸人民币即期汇率



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表25：离岸人民币即期汇率



资料来源：Wind，万联证券研究所

3.7 十年期国债：稳步上升

随着内地经济持续修复，主要经济指标逐步恢复常态，十年期国债收益率稳步上升，10月中旬一度突破3.2%，截至10月底十年期国债收益率为3.1810%，较上月底上涨3.3个基点。

图表26：中债10年期国债到期收益率年（%）



资料来源：中债估值中心，万联证券研究所

4、11月投资建议

进入四季度，欧美新冠疫情确诊增速大幅上升，法国、德国等多国宣布将从 10 月底起陆续采取“封国”等防疫措施，四季度经济负增长将为大概率事件；美国方面，新一轮财政刺激计划在大选前不会出台，前一轮财政刺激计划的红利逐步消耗殆净，多个经济数据指标从景气区间回落，海外经济修复前景不确定性大幅上升。

国内方面，虽然三季度 GDP 数据受服务业拖累不及市场预期，但是投资、消费、进出口三驾马车保持较好修复趋势。10 月底中国共产党十九届五中全会召开，审议通过了“十四五”规划主旨和 2035 年远景目标。和“十三五”规划相比，“安全”、“创新”成为“十四五”规划主旨的高频词汇。从全会精神来看：“在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展，增长潜力充分发挥，国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展”将为“十四五”时期经济社会发展的主要目标。

展望 11 月，从 10 月主要股指涨跌幅和上市公司三季报披露的情况来看，A 股上市公司业绩整体继续高速修复，盈利能力等基本面逻辑逐步取代流动性宽松下的估值抬升成为推动股指上行的主要因素。在海外经济修复不确定性大幅上升的时期，符合国内“内循环”逻辑的板块业绩或受益于经济持续修复和消费回暖，板块表现或优于市场平均水平。

行业配置方面：1、关注白酒、家用电器、汽车等可选消费板块，疫情冲击消退、双十一电商节临近，内需消费业绩上升空间较大；2、关注低估值银行、保险等大金融和航空等蓝筹个股，日历效应下或出现估值切换；3、关注景气度上行的有色、化工、新能源等周期行业。

5、风险提示

海外新冠疫情反复，中美摩擦加剧，宏观经济超预期下滑。

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