策略研究

三季报影响消退，策略主题延续“布局”思路

民生 FOCUS　　2020 年 11 月 2 日

报告摘要：

● **月度策略：向景气度低位修复且有望延续到明年春季行情的板块倾斜**

1、市场接下来所处的阶段是：
三季报带来的波动逐步减弱，开始进入较长时间的业绩空窗期，今年业绩一般但预期明年业绩向好的板块和个股将会有所表现，但四季度资金天然存在避险需求，正负面交错之下，维持结构性行情的判断。
2、本月主要关注的正面因素：经济复苏、北向资金、十四五规划
3、本月主要关注的负面因素：美国大选、海外疫情、宏观流动性

● **行情观察：可选消费和服务业可能成为下一阶段的市场主线**

今年受疫情影响，不同行业间景气度回升的间隔差距较正常年份明显拉大，市场行业轮动的主线整体上是跟着经济的结构性修复节奏走的。到了10月下旬，微观上可以观察到，低位的整车股开始表现，甚至行情有向可选消费大板块蔓延的迹象。服务业和可选消费板块既有景气度持续修复的基本面支持，估值也更合理，很可能成为下一阶段市场的主线逻辑。

● **配置建议**

回顾过去的十月份，季报表现成为了决定个股涨跌幅的主导因素。进入十一月，季报影响将开始减退，配置上建议抓住两个关键词:“估值切换”和“景气度低位回升”。

呼应我们在十月中旬提出的“回调无需过分担忧，布局是当前的策略主题”，对估值合理，景气度低位修复且有望延续至明年春季行情的板块仍然需要把握时机，继续布局，并在布局的过程中逐步验证景气度修复的线索并提高配置占比。推荐：一是前期回调较为充分的消费电子，二是受益于消费和服务业回暖的家电/酒店/旅游/超市/航空，三是大金融板块里的保险/优质银行和券商个股，

虽然四季度的策略主题是布局，但高景气板块仍会反复演绎，与前期不同，随着四季度的逐步深入，各板块会逐步完成估值切换。高景气板块在结构上推荐向明年业绩增速更具确定性的龙头集中，同时部分还没有完成估值切换，且明年业绩增速较好的个股也值得继续配置 。推荐光伏/锂电/汽车。

● **风险提示**

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

民生证券研究院

分析师：李锋
执业证号：S0100511010001
电话：(8610) 85127632
邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：钱力
执业证号：S0100119070037
电话：(021)60876719
邮箱：qianli@mszq.com

目录

一、月度策略：向景气度低位修复且有望延续到明年春季行情的板块倾斜.....3
（一）本月主要关注的正面因素：经济复苏、北向资金、十四五规划细则.....3
1、经济整体向好趋势不变，结构上看可选消费、服务业、金融后续景气度修复弹性可能更好.....3
2、今年行情主要受国内机构资金主导，北向资金能否如期回流对四季度乃至明年春季行情的演绎影响较大.....3
3、十四五规划中短期对市场影响有限，近期重点关注更多政策细节的出台.....4
（二）本月主要关注的负面因素：美国大选、海外疫情、宏观流动性.....4
1、关注美国大选能否如期落地以及最终当选结果是否超预期.....4
2、海外疫情方面重点关注死亡率以及欧美经济封锁等级是否上升.....4
3、宏观流动性方面重点关注央行的流动性投放以及 PPI 的回升速度.....5
二、行情观察：可选消费和服务业可能成为下一阶段的市场主线.....6
（一）疫情以来各类领涨板块的逻辑回顾.....6
（二）下一阶段市场主线的线索.....6
三、配置建议.....7
四、附录：多维度市场流动性跟踪.....8
（一）机构投资者持仓.....8
1、公募基金行业持仓.....8
2、北向资金行业净流入.....8
（二）宏观流动性.....9
1、资金端利率.....9
2、债券市场融资情况.....10
3、房地产销售情况.....10
4、国内通胀风险.....11
5、欧美通胀风险.....12
五、风险提示.....12

一、月度策略：向景气度低位修复且有望延续到明年春季行情的板块倾斜

我们认为基本面、流动性、情绪扰动会演化为多重变量在不同的阶段给市场带来不同的影响，较好的方法是在月初展望中提出变量假设，并依次制定计划、跟踪验证、最后相应调整。

按上行和下行因素对市场分别进行推演来看，本月大势研判主要受制于海外疫情和美国大选带来的外在不确定性。目前观察来看，**市场接下来所处的阶段是：**

三季报带来的波动逐步减弱，开始进入较长时间的业绩空窗期，今年业绩一般但预期明年业绩向好的板块和个股将会有所表现，但四季度资金天然存在避险需求，正负面交错之下，维持结构性行情的判断。

（一）本月主要关注的正面因素：经济复苏、北向资金、十四五规划细则

1、经济整体向好趋势不变，结构上看可选消费、服务业、金融后续景气度修复弹性可能更好

一轮经济周期上行期基本在一年半到两年，社融表征的信用周期一般领先经济周期5个月左右，因此整体上判断本轮经济复苏应该还能继续保持上行2-3个季度。边际上，从10月份BCI数据来看，企业经营状况改善力度在9月首次走平后再度环比小幅走强，意味着经济复苏进入中速第二阶段，而企业对于销售和利润的预期均好于9月，进一步体现当前经济改善的趋势不变。另外，企业投资和招工前瞻指数再度上升，改善的持续性仍然有保证。

结合9月份工业企业经营数据和已公布的三季报来看，大消费板块中的调味品、小家电、影视、游戏继续维持高景气，休闲食品、乳制品、二线白酒、白电、厨电、化妆品景气度明显回升。科技板块中的半导体维持高景气，汽车（包括锂电）、光伏继续明显改善，消费电子分化明显，但普遍预计四季度会明显改善。医药板块中的CRO、创新药、疫情相关器械、连锁药店继续维持高景气，线下医疗服务明显改善。周期板块中的工程机械维持高景气，家居、建材、银行触底明显，保险距离转正仍有距离。

2、今年行情主要受国内机构资金主导，北向资金能否如期回流对四季度乃至明年春季行情的演绎影响较大

今年以来公募基金成为了市场主流资金力量，北向资金仅流入不到1000亿元，所以今年赛道投资的策略痕迹非常明显，从我们统计的最新三季度基金持仓来看，这一结构仍在延续。边际观察上来看，上周二，医疗、建材等行业内的基金重仓股明显反弹，年末机构资金博弈的情绪很浓厚。如果美国大选后资金能如期回流，预计会带来如下影响：

一是北向资金相比赛道投资更偏好买入稳健的龙头，板块内个股估值分化会进一步加剧，在十月份的投资策略里我们已经在强调，明年业绩更具有确定性的个股才会更具有持续性，持仓上也要向这些个股集中，北向资金的到来无疑会加速这一变化的展开。

二是低估值，且业绩复苏有望至少延续到明年春季行情的板块会开始受到关注，本身四季度部分资金有避险需求就已经在强化这一策略的有效性，北向资金的到来更起到了助推的作用。

3、十四五规划中短期对市场影响有限，近期重点关注更多政策细节的出台

回顾十三五，最早提出了“三去一降一补”的概念，在 2016 年经济周期重新开始上行后，“三去”里的去产能和去库存对周期性行业产生了重大影响。“去杠杆”在 2016 年年中之后对市场行情和风格影响巨大。而“补短板”直到 2019、2020 年的中美摩擦出现后措施力度才起来，结合当时科技板块经过三年消化杠杆牛的高估值才有了目前科技股行情。所以对于投资展望来讲，更重要的是看政策何时落地，行业景气度能否和政策周期产生共振上行。对于前期早已开始演绎的如科技、消费、医药等行业，中长期的大逻辑仍然在继续演绎，不会因为十四五规划的推出就受到明显影响。

（二）本月主要关注的负面因素：美国大选、海外疫情、宏观流动性

1、关注美国大选能否如期落地以及最终当选结果是否超预期

我们自上月中旬开始就在强调，越临近美国大选公布节点，市场就会更多受到外部冲击的影响。美国总统大选更多的是从不确定性的角度在影响市场中的资金流：

一是最终美国总统花落谁家仍然未定，根据 RCP 汇总的最新民调显示，特朗普和拜登间的民调差距从第一次辩论前的 10 个百分点以上已经缩小到 7.9%，关键摇摆州差距也缩窄至 3.8%。参照希拉里竞选时的情况，在关键州领先 3.8%仍然最终输掉了选举。

二是邮寄选票大幅增加使得最终结果能否如期公布令人怀疑。本次选举总的邮寄选票占到 63%左右，远高于 2016 年的 6%。这会带来两个后果，一是为尽可能避免缺票、漏票，美国 23 各州将邮寄选票的确认截止日延至 11 月 3 日以后，这拉长了选举结果落地需要等待的时间。二是特朗普已经暗示不会承认大选投票日之后的邮寄选票，而拜登表示仅承认所有邮寄选票确认完毕后的结果，这可能给使得大选结果无法如期公布，甚至最终诉诸法院。

2、海外疫情方面重点关注死亡率以及欧美经济封锁等级是否上升

在上月的月度策略中我们并未给予海外疫情和由此衍生的出口链以过多的关注，主要原因是认为只要欧美疫情并未像第一轮疫情一样使欧美国家采取严厉封锁的措施，进而影响经济修复，在疫苗进展较乐观的背景下就不是影响市场的核心变量。但目前来看，本次疫情的确超出了预期，尤其是欧洲国家再度颁布了封锁令。

但总体上我们仍然维持较乐观的判断，即疫情只会影响欧美经济复苏的弹性，而不会发生系统性风险。因为不论是欧洲还是美国，随着治疗方案的成熟，目前新冠肺炎导致的死亡率已经远远低于第一轮的水平，继续长时间实施全面封锁没有必要。目前欧美经济复苏的重点在于复工，只要仅仅是局部封锁，复工的进度就只会被打断而非扭转。

对于疫情再起背景下出口链相关企业的投资机会，我们认为并不值得短期明显提高配置水平。一是一旦封锁措施再起，疫情见顶就只是时间问题，因此短期由欧美复工进展较慢所带来的出口机会很可能会在中长期消失，理性的企业也不会选择在当前针对欧美阶段性出口增加而大幅提高产能和固定资产投资。二是疫情的确使得国内产业链在全球的地位上升，甚至出口份额还明显增加，但中长期国际企业调整产业链布局的大趋势在当前全球政治、商业环境恶化的背景下难以改变。

3、宏观流动性方面重点关注央行的流动性投放以及 PPI 的回升速度

短期来看，近期商业银行三年期 AAA 存单利率一级市场达到了 3.2%，二级市场也达到了 3.1%，这都超过了去年十一月份的高点，如果说货币政策要随着经济复苏而逐步正常化的话，参照经济增速修复水平，现阶段的确有点超调了，叠加年末资金紧张，7 天回购利率也明显走高，最近央行如何操作以稳定资金面就值得重点关注。如果继续放任资金价格上涨，最终传到到信用市场，并恶化经济预期，这才是 A 股市场最需要担心的。

另一方面，经济还有通胀的修复水平也是流动性会否快速收紧的观察变量。刘副总理在金融街论坛上提及：2021 年货币政策的方向是向长期中性回归，因此接下来流动性的锚大概率是看经济增长率以及 PPI 回升速率。目前 GDP 增速仍在向提高至正常水平努力，PPI 也仍处于负区间，因此还不会明显收紧，但如果观察到连 PPI 也持续高于 0 值，那时宏观流动性就要有收紧的担忧了。

二、行情观察：可选消费和服务业可能成为下一阶段的市场主线

（一）疫情以来各类领涨板块的逻辑回顾

首先复盘一下今年疫情以来各类上涨板块所演绎的逻辑：

3 月至 5 月份，主涨的是业绩确定性最高的必选消费，以及一定程度上对冲疫情风险的医药板块，以及部分经营确定性较高的子赛道龙头公司。

5 月下旬到 6 月开启中报行情，涨的最多的是中报预期较好的行业，比如消费电子、建材、家居、半导体等。

7 月份在增量资金带动下开启第三波行情，开始向低估值的顺周期板块蔓延，呈现明显的补涨特征，但随后受高估值和风险偏好回落影响，前两波上涨的部分强势行业，尤其是业绩确定性最高的食品饮料开始较长时间的调整。

8 月至 9 月份，相对表现较强的行业轮换到汽车、建材、轻工、机械、化工等顺周期行业，但到 9 月中下旬，这些强势板块大多表现较差，这显示市场对顺周期板块的上涨到底是估值修复的补涨还是周期重启的上涨，仍然具有争议。

10 月份整体上市场行情颇为杂乱，前期的主线光伏、锂电在高景气度预期下仍然得到进一步延续，但转至 10 月中下旬，微观上看，锂电板块的行情已经轮动到了锂电设备股，体现出明显的补涨迹象，而低位整车股开始表现。

（二）下一阶段市场主线的线索

今年受疫情影响，不同行业间景气度回升的间隔差距较正常年份明显拉大，市场行业轮动的主线整体上是跟着经济的结构性修复节奏走的。复盘疫情以来的主涨板块，到了 9 月份，相对表现较强的行业已经轮换到了汽车、建材、轻工、机械、化工等顺周期行业，体现的是中游制造在 PPI 企稳助力下，利润加速回升。而到了 10 月份下旬，微观上可以观察到，低位的整车股开始表现，甚至行情有向可选消费大板块蔓延的迹象。服务业和可选消费板块，这些行业接下来既有景气度持续修复的基本面支持，估值也更为合理，很可能成为下一阶段市场的主线逻辑。

三、配置建议

回顾过去的十月份，季报表现成为了决定个股涨跌幅的主导因素。进入十一月，季报影响将开始减退，配置上建议抓住两个关键词：“估值切换”和“景气度低位回升”。

呼应我们在十月中旬提出的“回调无需过分担忧，布局是当前的策略主题”，对估值合理，景气度低位修复且有望延续至明年春季行情的板块仍然需要把握时机，继续布局，并在布局的过程中逐步验证景气度修复的线索并提高配置占比。推荐：一是前期回调较为充分的消费电子，二是受益于消费和服务业回暖的家电/酒店/旅游/超市/航空，三是大金融板块里的保险/优质银行和券商个股，

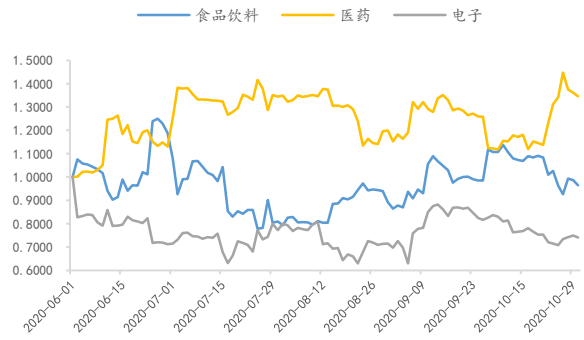
虽然四季度的策略主题是布局，但高景气板块仍会反复演绎，与前期不同，随着四季度的逐步深入，各板块会逐步完成估值切换。高景气板块在结构上推荐向明年业绩增速更具确定性的龙头集中，同时部分还没有完成估值切换，且明年业绩增速较好的个股也值得继续配置 。推荐光伏/锂电/汽车。

四、附录：多维度市场流动性跟踪

（一）机构投资者持仓

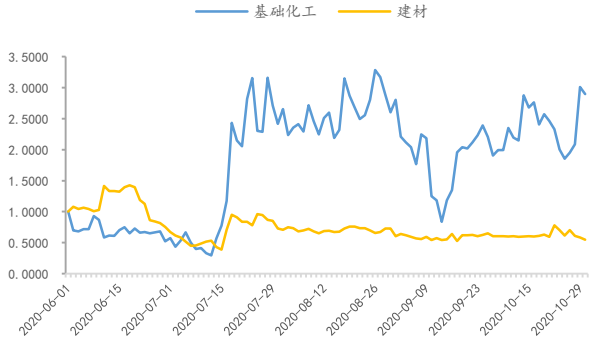
1、公募基金行业持仓

图 1：基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）



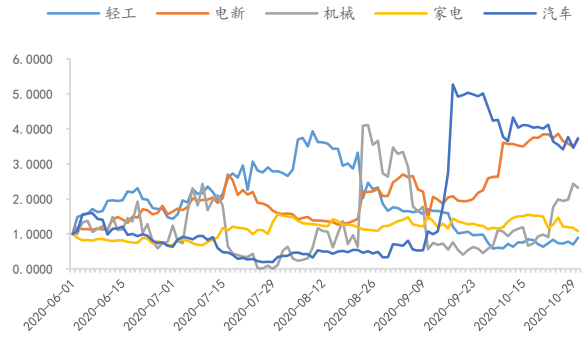
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：基金行业持仓：化工、建材（标准化后）



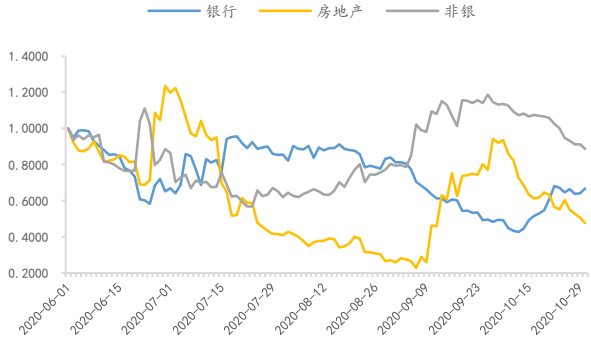
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

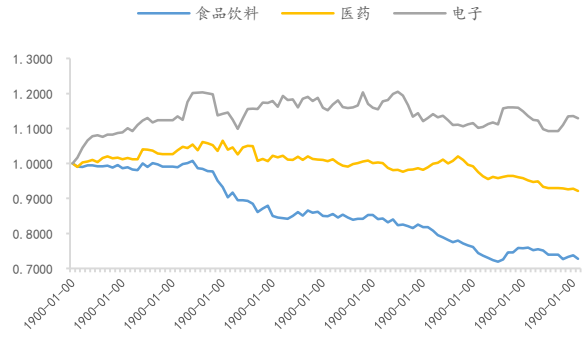
图 4：基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

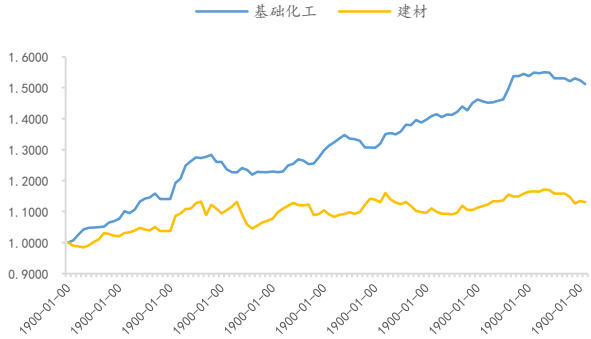
2、北向资金行业净流入

图 5：北向资金行业净流入：食饮、医药、电子（标准化后）



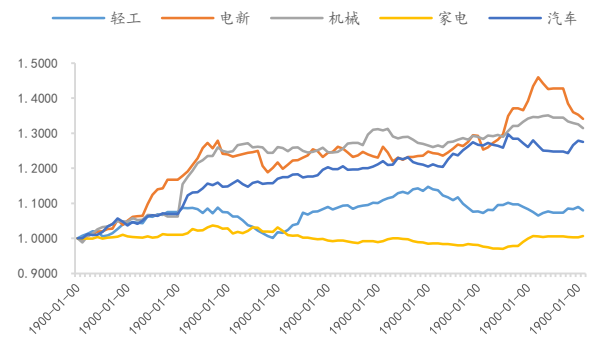
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：北向资金行业净流入：化工、建材（标准化后）



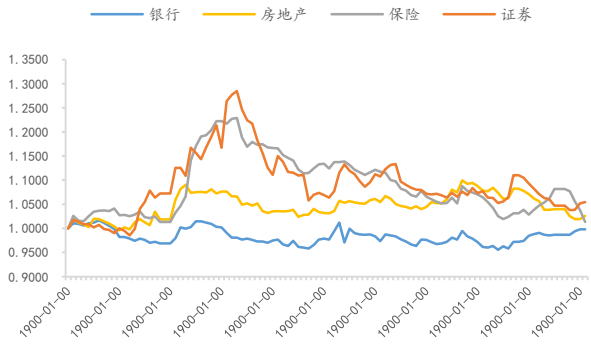
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：北向净流入：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：北向资金行业净流入：银行、地产、非银（标准化后）

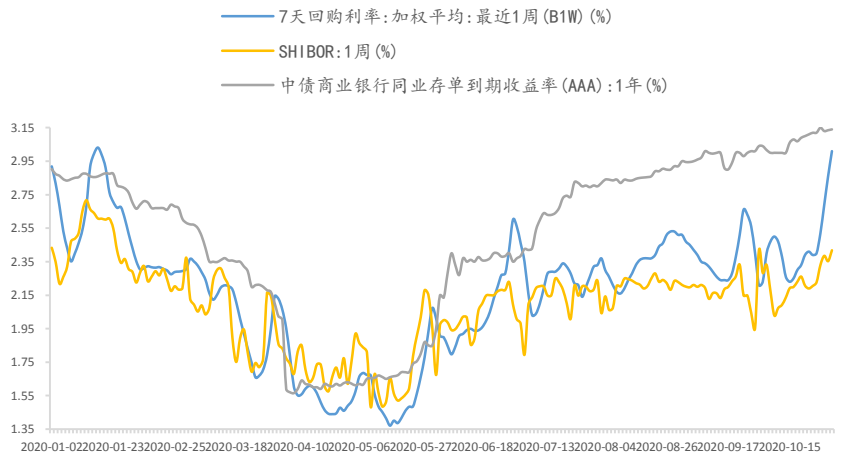


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）宏观流动性

1、资金端利率

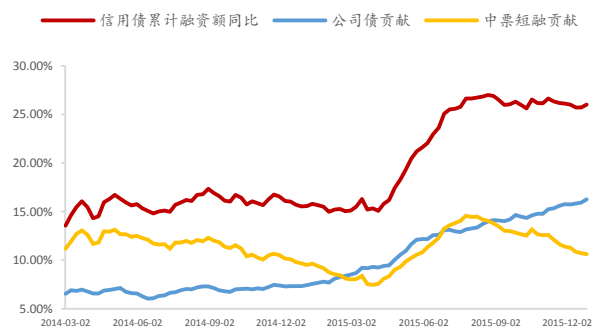
图 9：本周资金端利率变动情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

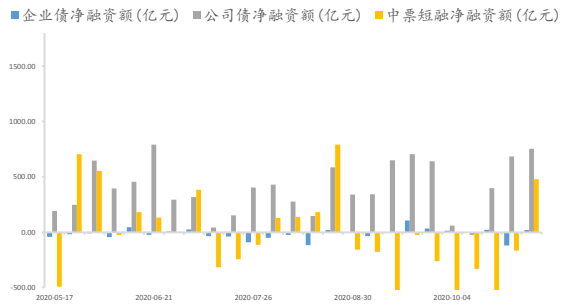
2、债券市场融资情况

图 10：企业信用债融资同比增速情况



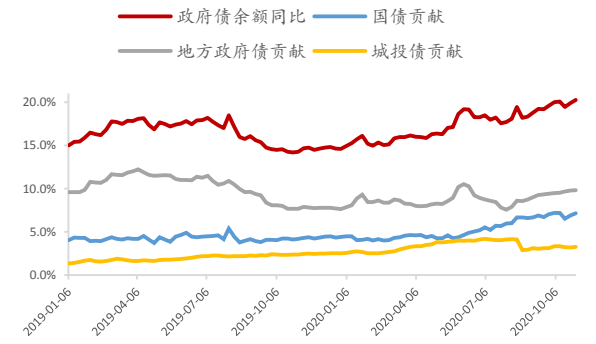
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：企业信用债净融资额边际变化情况



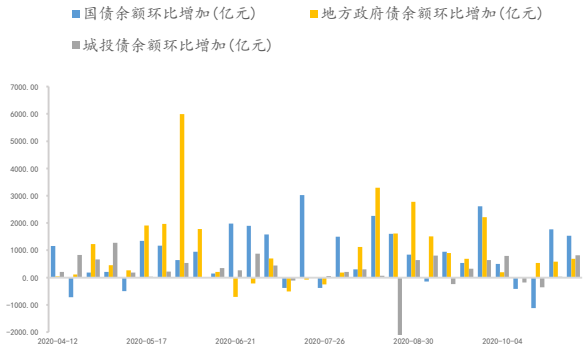
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 12：政府债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

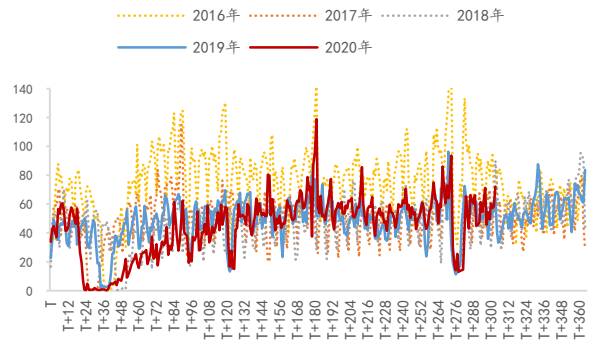
图 13：政府债融资环比变化情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

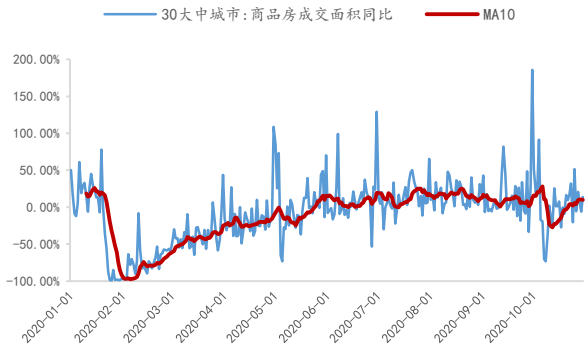
3、房地产销售情况

图 14：30 大中城市房地产成交面积(万平方米)



资料来源：WIND，民生证券研究院

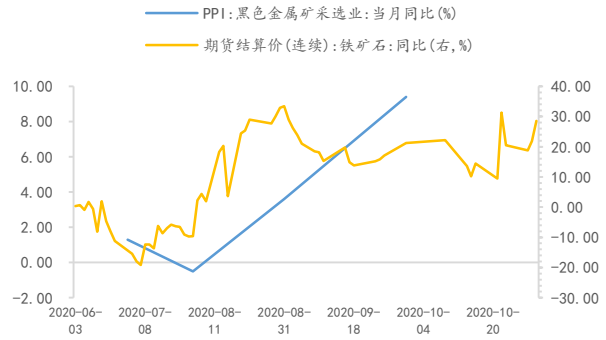
图 15：30 大中城市房地产成交面积同比



资料来源：WIND，民生证券研究院

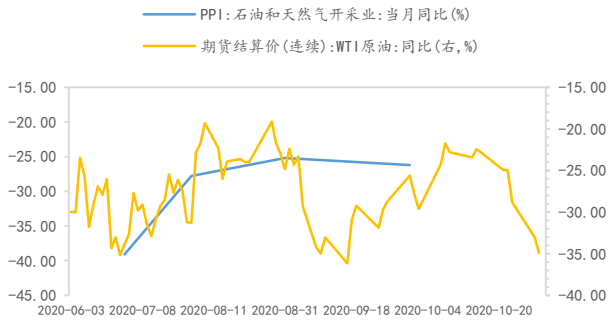
4、国内通胀风险

图 16：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



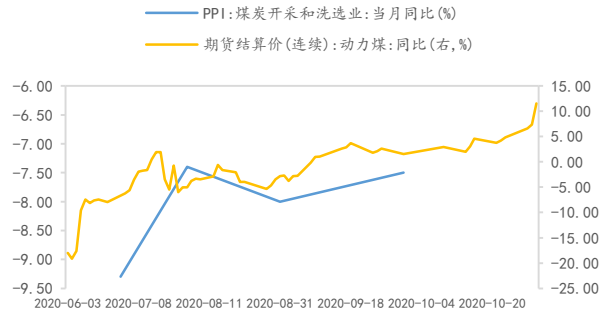
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：能化系分项 PPI 及其前瞻指标



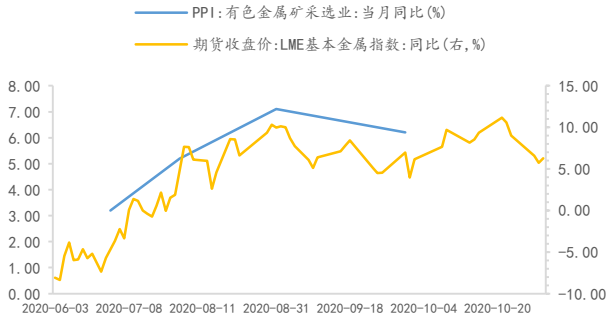
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 18：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



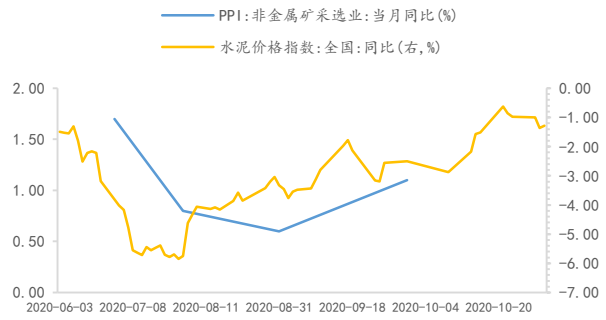
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 19：有色系分项 PPI 及其前瞻指标



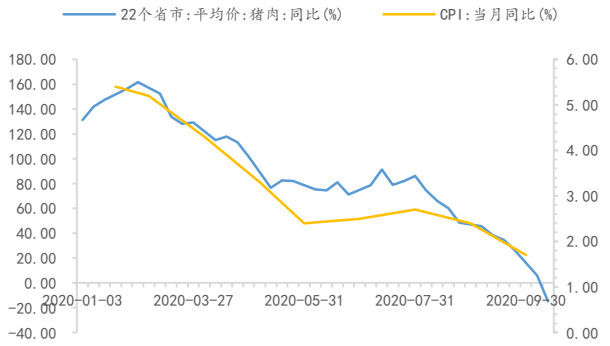
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 20：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

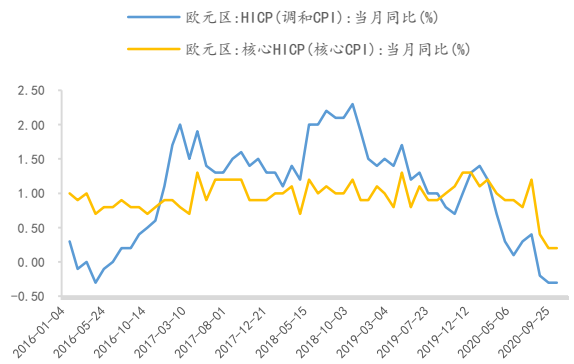
图 21：CPI 及其主要影响指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

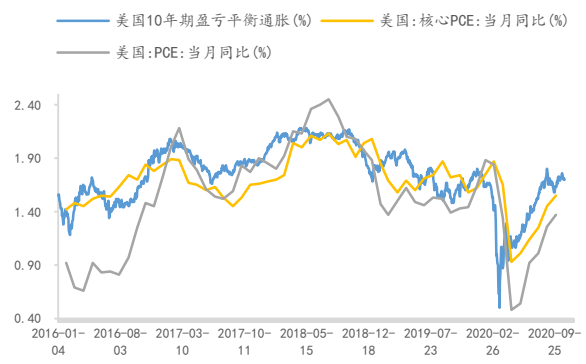
5、欧美通胀风险

图 22：欧元区通胀水平跟踪



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 23：美国通胀水平跟踪



资料来源：WIND，民生证券研究院

五、风险提示

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

插图目录

图 1：基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）.....8
图 2：基金行业持仓：化工、建材（标准化后）.....8
图 3：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....8
图 4：基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）.....8
图 5：北向资金行业净流入：食饮、医药、电子（标准化后）.....8
图 6：北向资金行业净流入：化工、建材（标准化后）.....8
图 7：北向净流入：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....9
图 8：北向资金行业净流入：银行、地产、非银（标准化后）.....9
图 9：本周资金端利率变动情况.....9
图 10：企业信用债融资同比增速情况.....10
图 11：企业信用债净融资额边际变化情况.....10
图 12：政府债融资同比增速情况.....10
图 13：政府债融资环比变化情况.....10
图 14：30 大中城市房地产成交面积(万平方米).....10
图 15：30 大中城市房地产成交面积同比.....10
图 16：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....11
图 17：能化系分项 PPI 及其前瞻指标.....11
图 18：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标.....11
图 19：有色系分项 PPI 及其前瞻指标.....11
图 20：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....11
图 21：CPI 及其主要影响指标.....11
图 22：欧元区通胀水平跟踪.....12
图 23：美国通胀水平跟踪.....12

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

钱力，策略分析师，美国杜兰大学金融学硕士，三年宏观策略研究经验。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。