

A 股市场月报

布局周期正当时

风险冲击尚存，复苏趋势下静候海外不确定因素落地。

- **10 月市场回顾：海外风险冲击，全球风险资产走弱。**发达国家风险资产遭遇回调。10 月大类资产表现上，避险资产整体占优，风险资产内部存在分化，新兴市场权益资产、农产品幅居前，能化、发达国家权益资产跌幅较大。美国大选结果及欧洲疫情的反复成为影响本月大类资产表现的主要因素。10 月 A 股市场先涨后跌，上证综指全月上涨 0.20%，海外风险频发，经济预期趋弱使得本月 A 股涨幅趋弱。行业方面，汽车、家电、银行为代表的顺周期板块涨幅居前，高景气的电气设备行业维持相对强势，前期估值提升幅度较大的社服、农林牧渔及 TMT 板块跌幅居前。10 月市场在风格表现上进一步呈现对于业绩确定性的追逐，大市值行业龙头优势更为明显。
- **11 月市场展望：静候不确定因素落地。**盈利复苏趋势延续但节奏或有放缓，海外风险冲击尚存但盈利修复下市场中期趋势不改，静候海外不确定因素的落地。1）盈利方面，11 月国内复苏趋势延续，海外节奏或有趋缓。2）流动性方面，资金面冲击有望得到阶段性缓和。3）风险偏好方面，11 月海外风险冲击尚存，静候不确定因素落地。
- **11 月市场配置建议：布局周期正当时。**市场驱动因素从分母端转向分子端的逻辑已经形成较为一致的预期，高估值价值和成长板块均要面临业绩的考验。除了流动性角度的支撑力弱化以外，短期内海外疫情、股市波动等因素也会从情绪面对估值形成冲击。结合我们对于当前周期定位及全 A 年内盈利估值分析，当前 A 股尚处于盈利修复早期，分子端上行趋势确定，经历了前期估值回调，配置价值增加。风格方面，依然看好低估值顺周期板块，行业方面，继续看好大金融和传统周期的补涨行情：扩张晚期，顺周期板块大概率获得超额收益。经济回暖趋势叠加补充资本金需要使得银行利润回暖成为必然。对于传统周期而言，明年在美国房地产高景气和欧洲财政刺激政策施行这两个变量的影响下，需求端有望趋势性好转；过去 5 年内产能集中度逐步提升和资本开支增速持续下行，也使得商品价格向上弹性强于以往。成长股中把握业绩与估值匹配度较高的行业，推荐关注光伏、面板和消费电子。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

相关研究报告

《A 股市场年度策略——迈向成熟，中坚崛起》20191218

《A 股市场中期策略——顺势而为》20200707

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

10 月市场回顾：海外风险冲击，全球风险资产走弱 5

11 月市场展望：静候不确定因素落地 布局周期正当时 7

风险提示.....10

图表目录

图表 1. 大类资产表现.....5
图表 2. 主要指数表现.....5
图表 3. 上证综指月度收益贡献.....6
图表 4. 月度行业表现.....6
图表 5. A 股收益矩阵.....6
图表 6. A 股市场月度预判.....7
图表 7. 当前国内处于扩张早期向扩张晚期过渡阶段.....8
图表 8. 市场资金利率有所抬升.....8
图表 9.主要指数估值水平（2009 年起）.....9
图表 10. 市场风险偏好水平略高于十年均值.....9

观点回顾

——**20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年 A 股市场主线归来，关注科技主线机会。**下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

——**20200718《上行趋势不改，回归盈利主线》：经济超预期改善，市场上行趋势不改，重回盈利主线。**宏观环境尚处于复苏早期，监管降温市场重新回归理性。市场重回盈利主线。

——**20200903《静候趋势归来》：海外风险冲击尚存，盈利上行趋势不改。**A 股盈利底部复苏，中小创修复程度显著，海外流动性宽松预期松动，外资短期加速净流出，市场风险偏好面临波动，配置上以盈利为锚。

10 月市场回顾：海外风险冲击，全球风险资产走弱

发达国家风险资产遭遇回调。 10 月大类资产表现上，避险资产整体占优，风险资产内部存在分化，新兴市场权益资产、农产品幅居前，能化、发达国家权益资产跌幅较大。美国大选结果及欧洲疫情的反复成为影响本月大类资产表现的主要因素。受疫情影响，部分发达国家领先指标有所回落：受需求预期影响，10 月 BDI 指数明显走弱，韩国出口也出现明显回落，反应疫情影响下全球经济复苏预期受阻。美国方面，虽然主要指标的表现出现分化但总体呈现稳步回升状态。对于大选结果的担忧使得美国风险资产陷入弱势震荡格局。全球需求预期的再次走弱使得原油价格再次出现大幅回调。

图表 1. 大类资产表现

		2020.3	2020.4	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8	2020.9	2020.10
商品	南华工业品指数	(8.58)	3.55	7.38	2.30	3.05	2.20	(6.78)	(0.20)
	南华农产品指数	1.20	0.06	0.77	(0.17)	3.37	1.24	1.28	5.34
	南华商品指数	(6.32)	3.21	6.08	1.38	3.60	2.05	(6.34)	(0.23)
	南华能化指数	(14.73)	(0.56)	6.95	1.71	0.89	1.12	(7.30)	0.06
	NYMEX 原油	(51.75)	9.45	60.55	12.74	3.16	6.18	(6.91)	(10.39)
	伦敦金现	2.54	6.86	2.64	2.96	10.00	(0.53)	(4.17)	(0.40)
债	中债-企业债	(0.26)	0.15	(0.46)	(0.83)	(0.20)	(0.33)	(0.10)	0.17
	中债指数	0.90	1.54	(1.51)	(0.84)	(0.46)	(0.45)	(0.17)	0.36
外汇	美元指数	1.30	0.05	(0.76)	(0.89)	(3.72)	(1.28)	1.82	0.18
股	沪深 300	(5.84)	6.14	(1.16)	7.68	9.71	3.18	(4.75)	2.35
	标普 500	(13.97)	12.68	4.53	1.84	3.81	7.24	(3.92)	(2.77)
	MSCI 发达市场(除美国)	(15.43)	6.79	3.97	3.23	5.29	5.06	(3.08)	(4.01)
	MSCI 新兴市场	(16.21)	9.00	0.59	6.96	8.73	3.96	(1.77)	1.98

资料来源：万得，中银证券

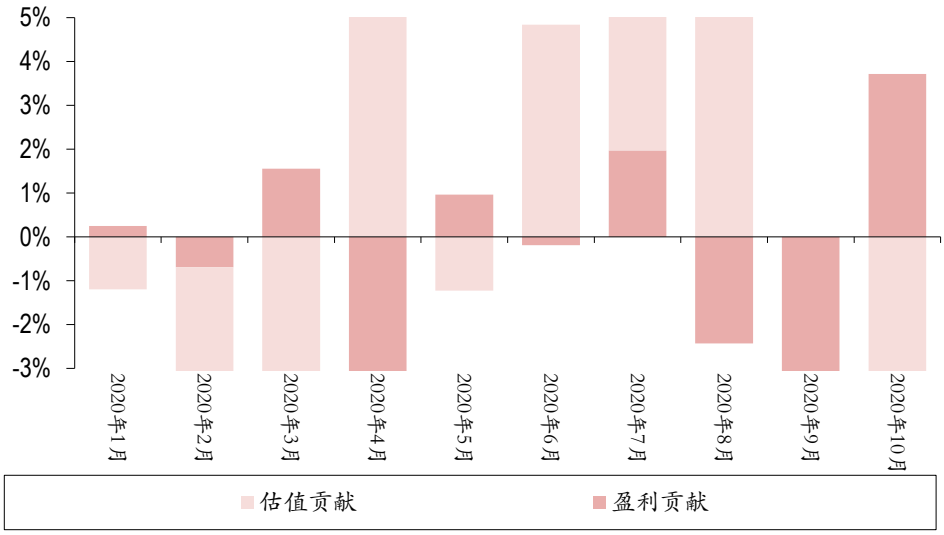
海外风险引发A股波动，顺周期板块维持相对强势。10 月 A 股市场先涨后跌，上证综指全月上涨 0.20%，海外风险频发，经济预期趋弱使得本月 A 股涨幅趋弱。具体来说：首先，节后市场在外围股市上涨及人民币汇率上行预期带动下呈现快速估值修复；而三季度经济数据的披露以及基建投资放量持续低于预期使得市场对于年内经济的乐观预期出现动摇，欧洲疫情的二次爆发进一步削弱了短期海外经济复苏的预期；另外，美国大选的不确定性及大规模新股发行上市均对市场分母端形成较大扰动，伴随着海外市场的剧烈震荡，A 股自 10 月中下旬震荡下行。10 月板块间表现呈现出一定程度分化，中小板、创业板表现相对突出，业绩相对落后的中证 500 表现垫底。行业方面，汽车、家电、银行为代表的顺周期板块涨幅居前，高景气的电气设备行业维持相对强势，前期估值提升幅度较大的社服、农林牧渔及 TMT 板块跌幅居前。

图表 2. 主要指数表现

	2020.1	2020.2	2020.3	2020.4	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8	2020.9	2020.10
上证综指	(2.41)	(3.23)	(4.51)	3.99	(0.27)	4.64	10.90	2.59	(5.23)	0.20
深证成指	2.41	2.80	(9.28)	7.62	0.23	11.60	13.72	0.88	(6.18)	2.55
中小板指	6.15	3.07	(10.37)	8.97	(1.30)	14.58	13.38	0.74	(5.28)	3.40
创业板指	7.21	7.46	(9.64)	10.55	0.83	16.85	14.65	(2.40)	(5.63)	3.15
上证 50	(4.27)	(3.80)	(4.67)	6.42	(1.93)	4.82	10.44	2.91	(3.33)	1.48
沪深 300	(2.26)	(1.59)	(6.44)	6.14	(1.16)	7.68	12.75	2.58	(4.75)	2.35
中证 500	2.09	1.37	(7.52)	6.20	0.98	8.47	12.20	1.35	(7.14)	(1.31)
中证 800	(1.23)	(0.87)	(6.71)	6.16	(0.63)	7.87	12.62	2.27	(5.34)	1.47

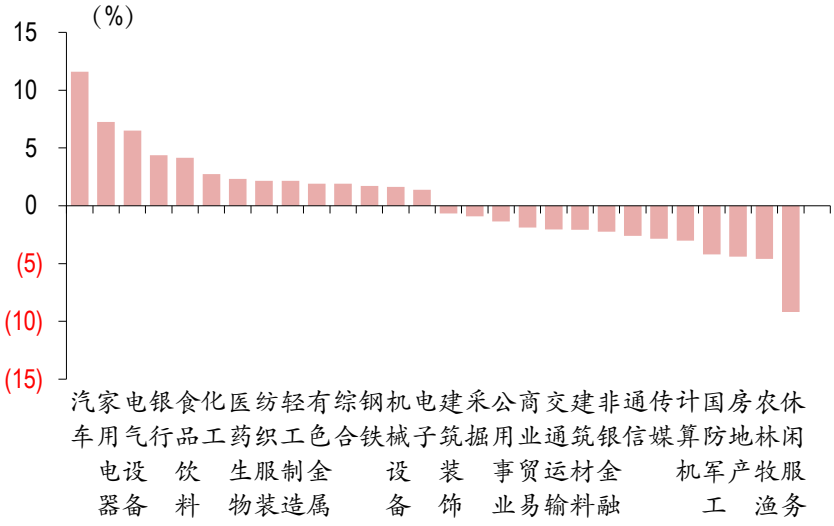
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 上证综指月度收益贡献



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 月度行业表现



资料来源：万得，中银证券

业绩确定性溢价提升。10 月市场在风格表现上进一步呈现对于业绩确定性的追逐，大市值行业龙头优势更为明显。正值三季报收官，10 月市场对于盈利因子的计价更为充分。相较 9 月市场对于低估值板块的绝对优势，10 月业绩增长的确定性溢价要求增加，大市值 GARP 策略表现最为突出。

图表 5. A 股收益矩阵

	2020 年以来收益矩阵图			9 月收益矩阵图			10 月收益矩阵图		
	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值
价值	0.39	(1.71)	(9.64)	(6.48)	(6.46)	(1.60)	(1.38)	(1.08)	1.01
GARP	55.72	29.70	26.86	(7.28)	(6.20)	(3.84)	1.92	1.86	6.21
成长	44.28	53.53	67.83	(7.97)	(7.43)	(6.52)	(1.19)	(0.08)	2.88

资料来源：万得，中银证券

11 月市场展望：静候不确定因素落地 布局周期正当时

11 月 A 股市场展望：静候不确定因素落地。盈利复苏趋势延续但节奏或有放缓，海外风险冲击尚存但盈利修复下市场中期趋势不改，静候海外不确定因素的落地。1）盈利方面，11 月国内复苏趋势延续，海外节奏或有趋缓。2）流动性方面，资金面冲击有望得到阶段性缓和。3）风险偏好方面，11 月海外风险冲击尚存，静候不确定因素落地。

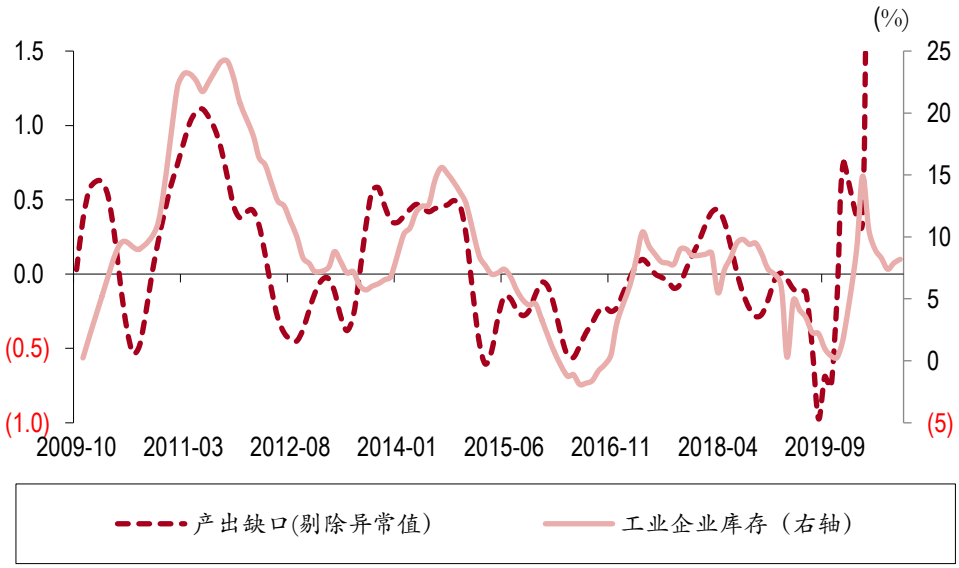
图表 6. A 股市场月度预判

			2020.6	2020.7	2020.8	2020.9	2020.10	2020.11
基本面	盈利		3.5	4	3.5	3.5	3.5	3.5
		经济增长	4	5	4	4	4	4
		通胀	3	3	3	3	3	3
	流动性		3.0	3.0	2.8	2.8	3.3	3.3
		宏观流动性	3	4	3	3	3	3
		内资配置需求	3	3	3	3	4	4
		北上资金	3	3	2	2	4	3
		股票供给	3	2	3	3	2	3
信息面	中美贸易	中美贸易	3	3	2	2	2	2
	海外市场		2.7	2.7	3.3	2.7	2.7	2.7
		主要经济体增长预期	2	3	4	3	3	3
		流动性环境	4	3	4	3	3	3
		地缘政治	2	2	2	2	2	2
	国内政策		4.0	4.3	4.0	4.0	4.0	3.7
		货币政策	3	4	3	3	3	3
		财政政策	4	4	4	4	4	3
		产业政策	5	5	5	5	5	5
A 股			3.4	3.7	3.4	3.2	3.3	3.3

资料来源：万得，中银证券（分数范围：1-5（分数越高对权益市场影响越积极，3 为无明显影响））

11 月盈利预判：国内复苏趋势延续，海外节奏或有趋缓。虽然三季度国内 GDP 增速略低于预期，生产活动修复进程领先投资，服务业距离疫情发生前仍有一定距离。展望四季度，随着生产生活秩序的修复，国内经济仍将处于回暖进程之中。地产投资韧性有望延续，制造业投资与出口将成为支撑后续经济增长的主要力量。结合最新工业企业库存及产出缺口数据来看，国内很可能正在逐步进入主动补库阶段，随着下游需求回暖的延续，企业补库意愿增强。随着三季报行情的收官，A 股自 11 月起将会进入业绩真空期，短期来看，欧洲疫情的反复使得海外需求复苏预期再次受阻，国内需求仍将成为现阶段 A 股盈利的主要支撑。

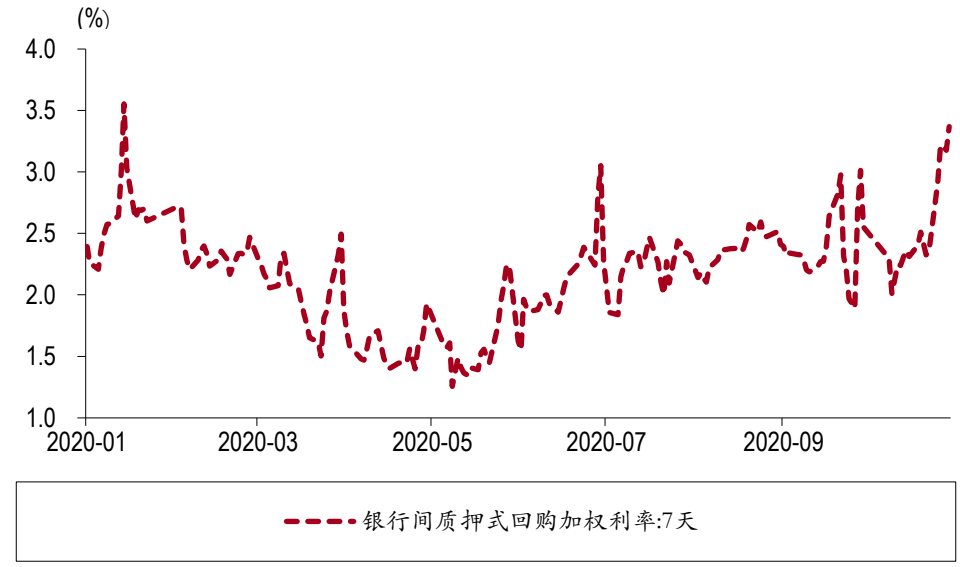
图表 7. 当前国内处于扩张早期向扩张晚期过渡阶段



资料来源：万得，中银证券

11 月流动性预判：资金面冲击有望阶段性缓和。11 月宏观流动性仍将维持紧平衡状态，易纲行长关于“平滑杠杆率”的表态进一步确认当前宏观流动性平稳中性的基调，临近年末，宏观流动性恐难有进一步宽松。10 月末市场资金利率相较 9 月也呈现一定中枢上行的趋势。年内专项债发行已接近尾声，年内社融难以进一步维持高速增长。市场资金层面，11 月新股发行带来的虹吸效应有望得到缓解，但海外风险犹存，外盘波动或一定程度对 A 股资金面形成冲击。中长期来看，国内外配置资金相较前期有望逐步增加。随着央行降低外汇风险准备金，人民币汇率升值趋势下，海外配置资金进场意愿将得到进一步增强。

图表 8. 市场资金利率有所抬升



资料来源：万得，中银证券

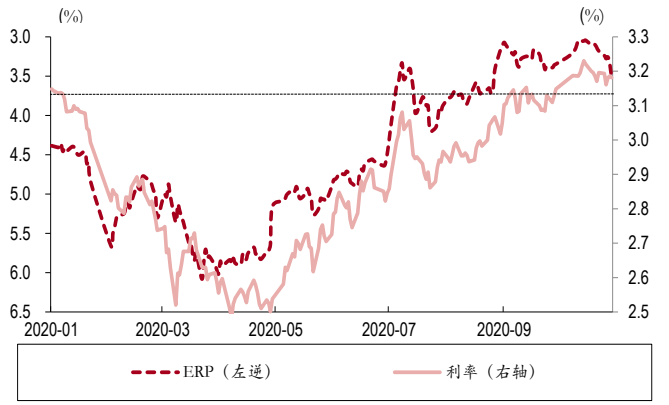
11 月风险偏好预判：静候海外不确定性落地。11 月初美国大选结果有望得到初步结果，当前市场已经对于拜登胜选预期进行了一定的计价，但考虑到今年大选的特殊性，大选结果变数依然不低。市场短期对于不确定性风险采取相对谨慎的观望态度。但无论结果如何大选结果若能如期落地均有助于改善前期以提升支持率为目的的对华打压手段。欧洲疫情及美国大选不确定性尚未落地前，权益市场风险偏好难有系统性回升，指数震荡的格局或将延续。中长期来看，A 股盈利仍处于上行趋势之中，风险偏好中枢整体下行风险不大。

图表 9.主要指数估值水平（2009 年起）

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位	57.90%	76.00%	80.90%
当前值	14.87	30.54	63.23
中位数	14.10	22.88	51.37
均值+标准差	19.96	35.11	68.17
均值-标准差	10.07	14.79	36.78
	标普500	日经225	英国富时100
当前分位	98.00%	98.60%	99.80%
当前值	31.71	3817.15%	43690.67%
中位数	19.57	2003.06%	1852.65%
均值+标准差	24.20	2534.76%	4684.53%
均值-标准差	15.34	1621.06%	361.01%

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 市场风险偏好水平略高于十年均值



资料来源：万得，中银证券

11 月市场配置建议：布局周期正当时。市场驱动因素从分母端转向分子端的逻辑已经形成较为一致的预期，高估值价值和成长板块均要面临业绩的考验。除了流动性角度的支撑力弱化以外，短期内海外疫情、股市波动等因素也会从情绪面对估值形成冲击。结合我们对于当前周期定位及全 A 年内盈利估值分析，当前 A 股尚处于盈利修复早期，分子端上行趋势确定，经历了前期估值回调，配置价值增加。风格方面，依然看好低估值顺周期板块，行业方面，继续看好大金融和传统周期的补涨行情：扩张晚期，顺周期板块大概率获得超额收益。经济回暖趋势叠加补充资本金需要使得银行利润回暖成为必然。对于传统周期而言，明年在美国房地产高景气和欧洲财政刺激政策施行这两个变量的影响下，需求端有望趋势性好转；过去 5 年内产能集中度逐步提升和资本开支增速持续下行，也使得商品价格向上弹性强于以往。成长股中把握业绩与估值匹配度较高的行业，推荐关注光伏、面板和消费电子。

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371