民生证券 MINSHENG SECURITIES

策略研究

回调无需过分担忧，布局是当前的策略主题

民生 FOCUS　　2020 年 10 月 26 日

报告摘要：

● **月度策略回顾：结构性行情抓住两条线索**

在 10 月份月度策略中我们预计市场整体仍会维持宽幅震荡的局面。配置上抓住两条线索，一是景气度高位延续的相关板块，二是继续布局景气度低位上行且有望延续到明年的相关板块。

● **本周市场主要边际变化及配置方向建议**

1、周五的市场化回调在反映什么：三个原因和一个隐忧

（1）主要原因仍是三季报期间资金情绪不稳，这一波动预计将延续到月底

节后以来，频繁出现机构重仓股大跌的情况，板块上也出现了一轮快速轮动，从光伏/锂电成长主线，到汽车、家电，再到大金融，体现出明显的情绪回落。当前市场缺乏热点的同时叠加资金情绪不稳，很容易在其它因素助推下走弱。

（2）蚂蚁金服 IPO 助推市场下跌，但注册制下大额 IPO 不可简单类比以前的市场规律

一是当前资本市场的定位要远超过往；二是注册制下 IPO 数量的提高对场内资金的影响，更多会体现为减少对增长空间较小、业绩增长不确定性大的板块和个股的持仓，优质赛道和资产会进一步得到集中配置；三是蚂蚁金服也远非当年油价顶点上市的中石油，上市资产质量和成长空间的影响要远大于简单看规模。

（3）越临近十一月初，美国大选带来的美股波动对 A 股影响越大

美国大选的不确定性仍是压制资金，尤其是北向资金风险偏好的主要因素。边际上观察，特朗普和拜登的民调差距较第一轮辩论中缩小，甚至海外对 Twitter 等社交媒体的数据分析，特朗普的支持率开始出现复苏。

（4）一个隐忧：转向展望明年之际，今年受疫情影响业绩增速较高但持续性存疑的板块的估值还能维持吗？

今年的疫情明显割裂了各个行业和板块的景气度修复节奏，部分行业受益于疫情，景气度明显上升，在前期流动性宽松的整体大环境下，估值被拉升到了较高水平。本周五在一些个股上观察到，前期因为受益于疫情，业绩增速超过正常水平，使得市场资金对后续三四季度业绩增速普遍偏乐观，但最终结果是增速回归常态，主流资金也选择用脚投票。随着十一月临近，市场完成估值切换，今年上半年业绩阶段性高增长的部分板块可能估值上也要向明年业绩正常增速下的水平看齐。

2、配置建议

根据本周市场行情的边际变化，配置上进行部分调整，目前的主线仍是继续布局景气度低位回升的板块，推荐四条线：一是前期回调较充分的消费电子，二是受益于消费和服务业回暖的家电/酒店/旅游/超市/航空，三是偏上游的建材/机械/涨价化工，四是大金融板块里的保险/券商/优质银行个股。对于部分前期涨幅较大的高景气板块，持仓上要向明年业绩增长确定性高的个股集中，长期来看具有增长空间的核心资产都将是稀缺标的。近期也值得关注部分高位回调，估值重回合理区间的成长龙头的布局机会。

● **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、月度策略回顾：结构性行情抓住两条线索.....3
二、本周行情复盘：避险情绪进一步提升.....4
（一）疫情以来各类上涨板块的主要逻辑回顾.....4
（二）本周行情复盘.....4
三、本周市场主要的边际变化及配置方向建议.....5
（一）周五的市场回调在反映什么：三个原因和一个隐忧.....5
1、主要原因仍是三季报期间资金情绪不稳，这一波动预计将延续到月底.....5
2、蚂蚁金服 IPO 助推市场下跌，但注册制下大额 IPO 不可简单类比以前的市场规律.....5
3、越临近十一月初，美国大选带来的美股波动对 A 股的影响越大.....5
4、一个隐忧：转向展望明年之际，今年受疫情影响业绩增速较高但持续性存疑的板块的估值还能维持吗？.....5
（二）配置建议.....6
四、附录：多维度跟踪市场流动性.....7
（一）机构投资者持仓.....7
1、公募基金行业持仓.....7
2、北向资金行业净流入.....7
（二）宏观流动性.....8
1、资金端利率.....8
2、债券市场融资情况.....9
3、房地产销售情况.....9
4、国内通胀风险.....10
5、欧美通胀风险.....11
五、风险提示.....11

一、月度策略回顾：结构性行情抓住两条线索

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，本月的大势研判不确定性较其他月份仍然是较高的，目前所处的阶段是：风险影响趋向弱化，业绩有底，情绪波动逐步放大，因此大势上应该还是区间震荡，负面因素主要如下：

美国大选的不确定性虽然会逐步落地，但短期风险波动依然存在，临近月底市场将更多开始反映美股的影响。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，随着第一轮辩论后，拜登重新领先特朗普 10 个百分点以上，外资又再度大幅回流 A 股，这说明总统选举这一不确定性的影响力是在趋势弱化的。但大选仍然存在一些暂时无法证实的风险，比如邮寄选票大幅增加可能使得大选结果无法如期公布，甚至要最终诉诸法院。

近期国内一年期存单利率又创新高，宏观流动性的确在边际收紧，但斜率目前还非常缓慢。当前流动性边际收紧的原因一是随着经济逐渐秩序逐渐恢复正常，出于应对危机所需的过于宽松的货币政策环境本来就有退出的必要，二是疫情期间需要加杠杆来支撑经济和支持生产恢复，这使得国内非政府杠杆率再度上升，防风险在货币政策中的权重也开始回升。但按照 5 月份陆家嘴论坛中，央行易纲行长的预测，全年信贷增速为 13%，这使得社融整体增速在年底前维持高位是有保证的。另外从我们整理的微观数据来看，整体信用环境目前也仍是偏宽松的。

三季报披露期，尤其是前期机构资金收益比较多的情况下，资金情绪波动较大。从节后开始，市场几乎每天都会发生几只机构重仓股下跌的情况，范围也比较广，包括游戏、通信、芯片还有苹果链。上周四主线的光伏、锂电开始明显回调，市场对大金融板块的讨论开始增多，这些迹象都比较明显的体现目前的资金避险情绪在上升。

市场上涨的推动力主要来自于：

三季报业绩修复明显趋好。从结构上看，医药、食品饮料、电子继续维持高景气，环比来看中游制造的修复最明显，包括电气设备、汽车、机械。计算机和非银的改善也很明显，休闲服务、商贸的业绩还在底部，这一结构和月度的经济数据所体现出来的基本一致，投资和制造现行修复，服务业较为滞后。

市场目前对十四五规划较为期待，可能推动估值完成向明年切换。这种期待会带来两方面的变化，一是一些行业的基本面可能要发生新的变化，比如前期光伏的一轮明显上涨，二是推动资金转向更多看明年，十月底到十一月也正好是完成估值切换的时候，从展望一年的角度来看，很多成长性板块的价格也就趋于合理了。

行业配置上，**站在十月份的时间点进行行业配置与前期不同，这是一个三季报出炉，且基本预示年报情况，承前启后的时间点，因此配置上抓住两条线索，一是景气度高位**

延续的相关板块，二是继续布局景气度低位上行且有望延续到明年春季行情的板块。

二、本周行情复盘：避险情绪进一步提升

（一）疫情以来各类上涨板块的主要逻辑回顾

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。

（二）本周行情复盘

周一，大金融板块估值抬升，医药尤其是医疗器械板块受集采政策不及预期影响明显下跌，市场对金融板块后市行情的讨论趋热，体现的是避险情绪出现边际提升迹象。

周二，汽车板块整体创新高，带动锂电和光伏两条主线继续上涨，体现了长线资金很确定的看好电动车明年的高增长，在当前全球经济低迷的背景下，优质资产短期不怕被套。

周三，再度出现机构重仓股大跌的情况，有吉比特、英科医疗、拓普集团、东方雨虹等，结合上周部分下跌的机构重仓股整体来看，都是前期涨幅较大，质地较好仅略有瑕疵的个股，其实反映的也是当前阶段主流资金的情绪不稳，更倾向于兑现今年的盈利。另外，可转债市场的热潮体现当前的市场流动性仍然尚可，资金入市的意愿也很足，只是短期缺乏主线热点。

周四，领涨的板块从汽车切换成了家电，节后近两周全市场完成了一轮快速轮动，从光伏/锂电，到汽车，进而延伸到家电，最后是大金融，但银行股本身的几个龙头招商、平安和宁波本身已经并不便宜，无法持续承载大资金轮动，缺乏热点的同时叠加资金不稳，市场很容易走弱。

周五，行情在趋弱的同时，在蚂蚁金服 IPO 的消息助推下明显下跌，市场避险情绪得到了完全体现。

三、本周市场主要的边际变化及配置方向建议

（一）周五的市场回调在反映什么：三个原因和一个隐忧

1、主要原因仍是三季报期间资金情绪不稳，这一波动预计将延续到月底

节后以来，几乎每天都会出现机构重仓股大跌的情况，从主要下跌逻辑来看，业绩不及预期是主要原因，也有部分个股和板块存在明显情绪性下跌的迹象。从板块轮动来看，近两周全市场完成了一轮快速轮动，从光伏/锂电的成长主线，到汽车，进而延伸到家电，最后是大金融，体现出明显的情绪回落的趋势。当前市场缺乏热点的同时叠加资金情绪不稳，很容易在外部因素，诸如蚂蚁金服 IPO 等消息助推下走弱。由三季报导致的波动预计将延续到月底季报披露结束。

2、蚂蚁金服 IPO 助推市场下跌，但注册制下大额 IPO 不可简单类比以前的市场规律

蚂蚁金服预计在 11 月 6 日在 A 股和港股两市同时上市，共发行 16.7 亿新股，占总股本的 11%左右，如果按 4000 亿美元估值计算，将吸引约 400 亿美元资金申购，即使仅有一部分将来自场内存量资金，这一规模也是非常庞大的。因此引发市场流动性的担忧也很正常。

但值得注意的是，注册制下的大额 IPO 对市场的影响不可简单类比以前的市场规律。一是当前对资本市场的定位要远超过往，承担越来越来多经济转型和融资功能的市场的流动性整体仍是偏宽松的。二是注册制下 IPO 数量提高对场内存量资金的影响，更多会体现为减少对增长空间较小、业绩增长不确定性大的板块和个股的持仓，优质赛道和资产会进一步得到资金集中配置。三是蚂蚁金服也远非当年油价顶点上市的中石油，上市资产质量和成长空间的影响要远大于简单看规模。

3、越临近十一月初，美国大选带来的美股波动对 A 股的影响越大

美国大选的不确定性仍是压制当前资金，尤其是北向资金风险偏好的主要因素。在月初制定的配置策略中，美国大选选情是否焦灼，下月初能否明确落地是我们在大势研判中展望的一个重要因素。边际上看，从 RCP 汇总的数据反映，特朗普和拜登在全国民调中的差距已经从第一次辩论的超过 10 个百分点的差距缩小为 7.9%，另外从海外对 Twitter 等社交媒体数据的分析上看，特朗普的支持率开始出现复苏，甚至在三个摇摆州（亚利桑那、佛罗里达、乔治亚）的社交账号数据，特朗普已经领先拜登。

4、一个隐忧：转向展望明年之际，今年受疫情影响业绩增速较高但持续性存疑的板块的估值还能维持吗？

今年的疫情明显割裂了各个行业和板块景气度修复的节奏，从年初来按景气度回升来分，大致可以分成受益于疫情，景气度明显上行的行业，二是受益于快速复工和自身良好存货管理和渠道管理，景气度在二三季度就开始修复的行业，三是疫情封锁导致的景气度仍在低位的部分行业。在前期流动性宽松的整体大环境下，一些行业的估值被拉升到了很高的水平。

本周五在一些个股上观察到，前期因为受益于疫情，业绩增速超过正常水平，使得市场资金对后续三四季度的业绩预期普遍偏乐观，但最终结果是增速回归常态，主流资金也选择了用脚投票。随着十一月临近，年报结果也将逐渐清晰，市场将更多转向展望明年，完成估值切换，在这样的背景下，今年上半年业绩阶段性高增长的部分板块可能估值上也要向明年业绩正常增速下的水平看齐。

（二）配置建议

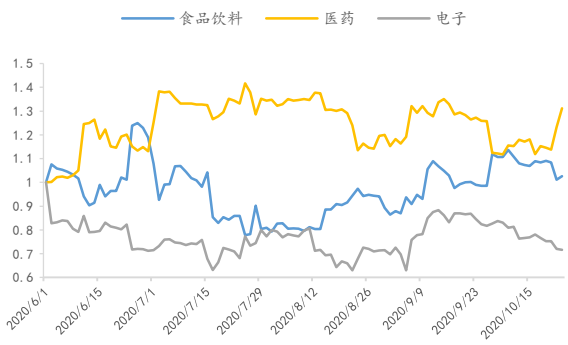
根据本周市场行情的边际变化，配置上进行部分调整，目前的主线仍是继续布局景气度低位回升的板块，推荐四条线：一是前期回调较充分的消费电子，二是受益于消费和服务业回暖的家电/酒店/旅游/超市/航空，三是偏上游的建材/机械/涨价化工，四是大金融板块里的保险/券商/优质银行个股。对于部分前期涨幅较大的高景气板块，持仓上要向明年业绩增长确定性高的个股集中，长期来看具有增长空间的核心资产都将是稀缺标的。近期也值得关注部分高位回调，估值重回合理区间的成长龙头的布局机会。

四、附录：多维度跟踪市场流动性

（一）机构投资者持仓

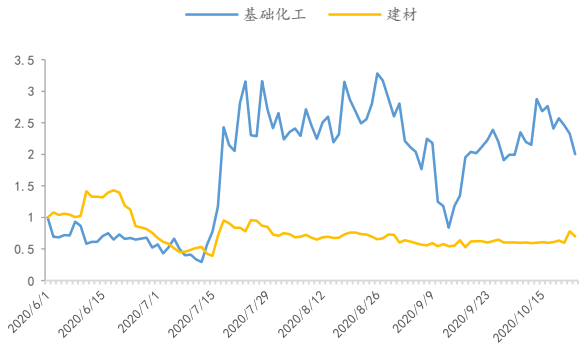
1、公募基金行业持仓

图 1：基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）



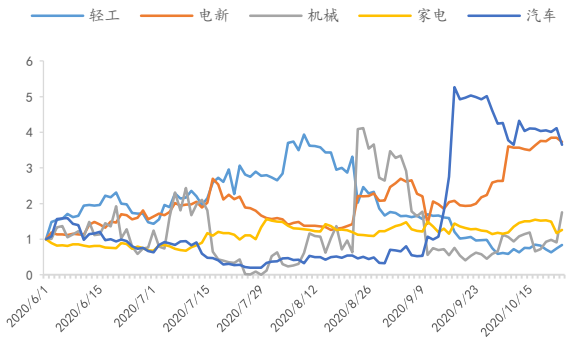
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：基金行业持仓：化工、建材（标准化后）



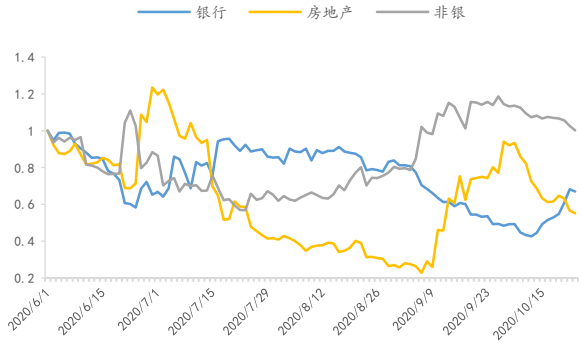
资料来源：WIND，民生证券研究院

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

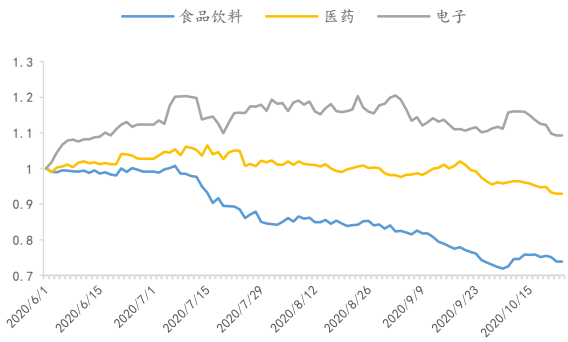
图 4：基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

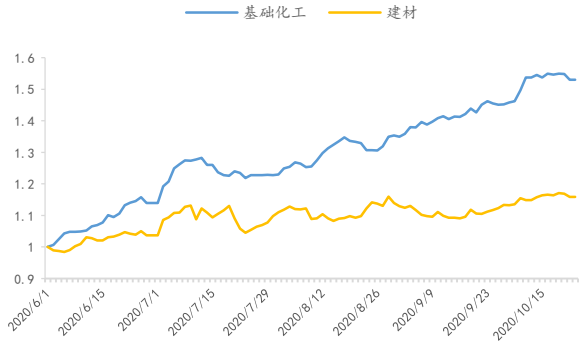
2、北向资金行业净流入

图 5：北向资金行业净流入：食饮、医药、电子（标准化后）



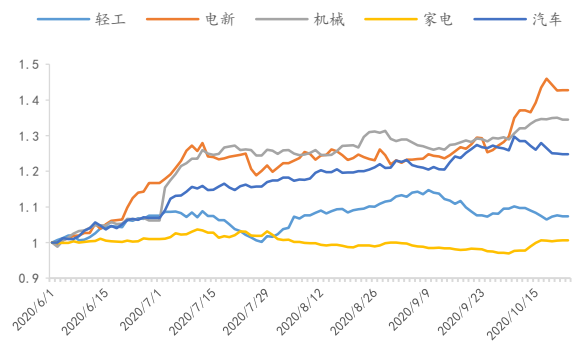
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：北向资金行业净流入：化工、建材（标准化后）



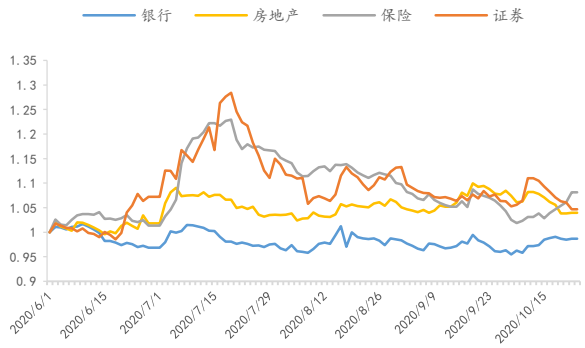
资料来源：WIND，民生证券研究院

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）

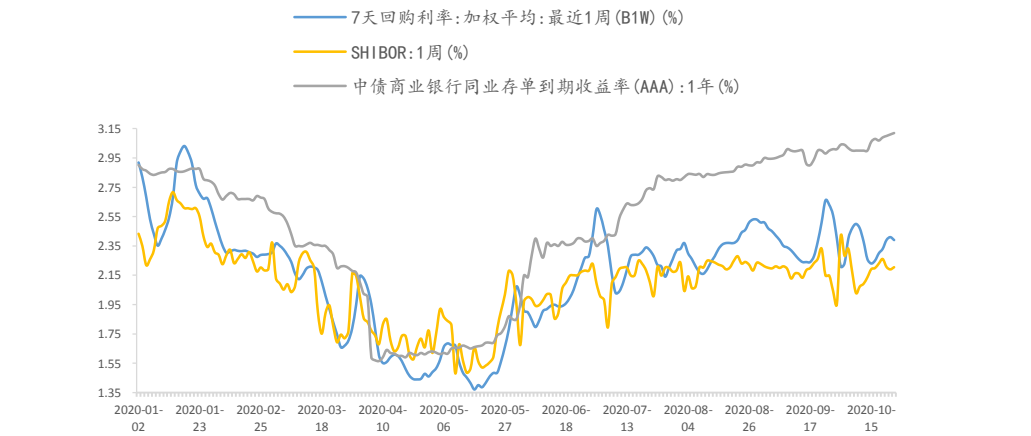


资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）宏观流动性

1、资金端利率

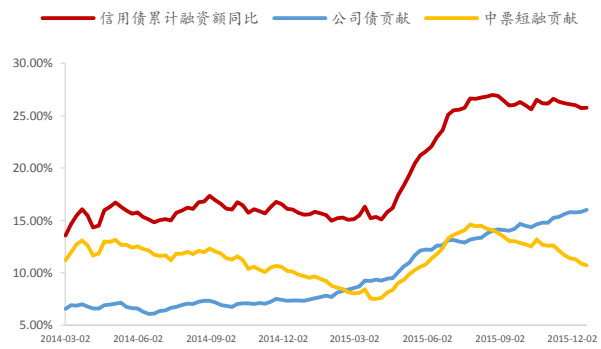
图 9：本周资金端利率变动情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

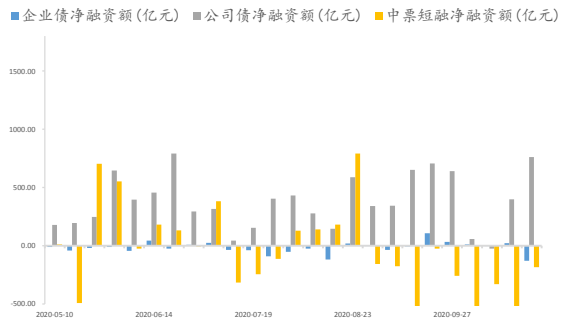
2、债券市场融资情况

图 10：企业信用债融资同比增速情况



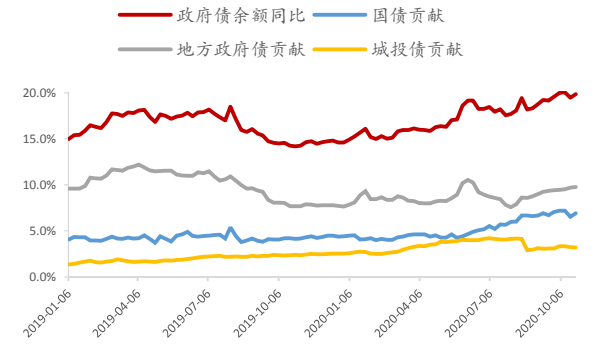
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 11：企业信用债净融资额边际变化情况



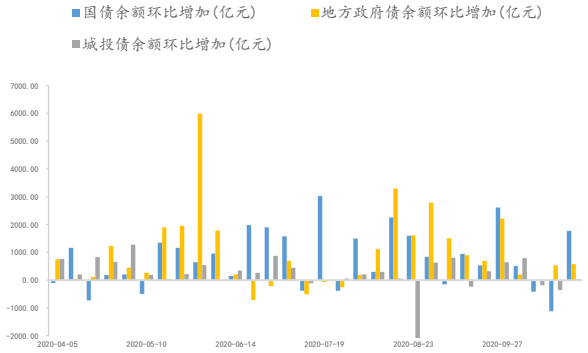
资料来源：WIND，民生证券研究院

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

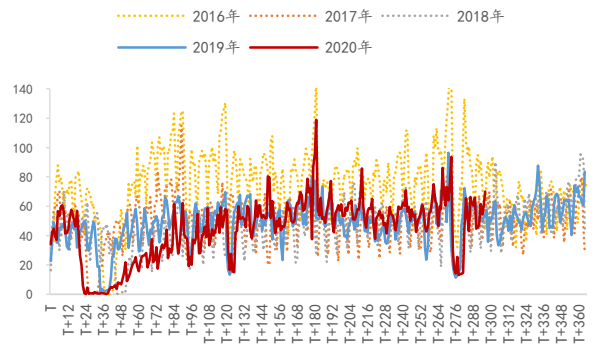
图 13：政府债融资环比变化情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

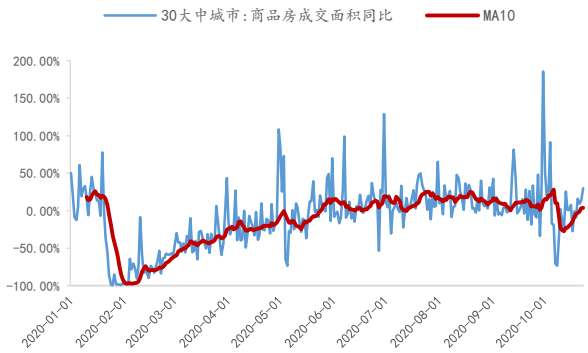
3、房地产销售情况

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

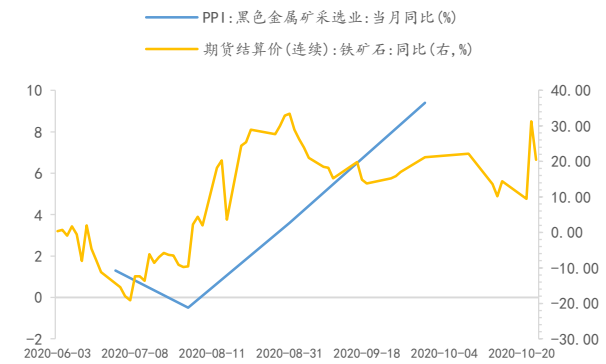
图 15：30 大中城市房地产成交面积同比



资料来源：WIND，民生证券研究院

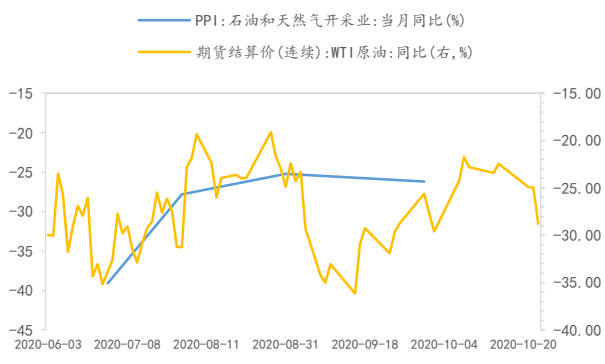
4、国内通胀风险

图 16：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标



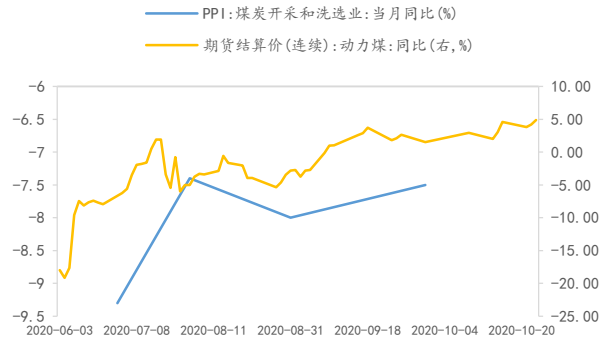
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 17：能化系分项 PPI 及其前瞻指标



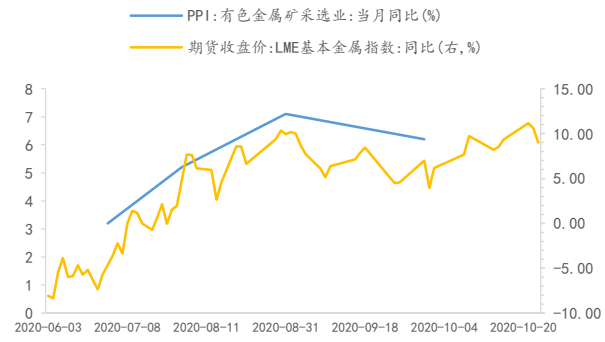
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 18：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标



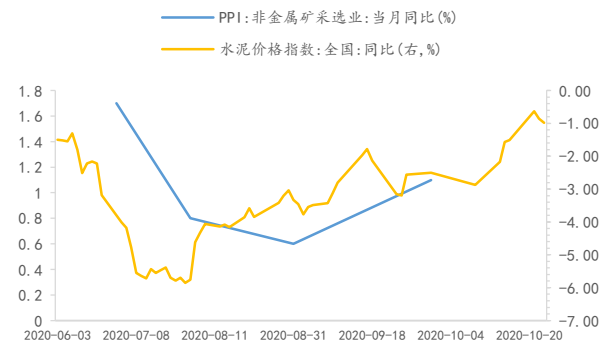
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 19：有色系分项 PPI 及其前瞻指标



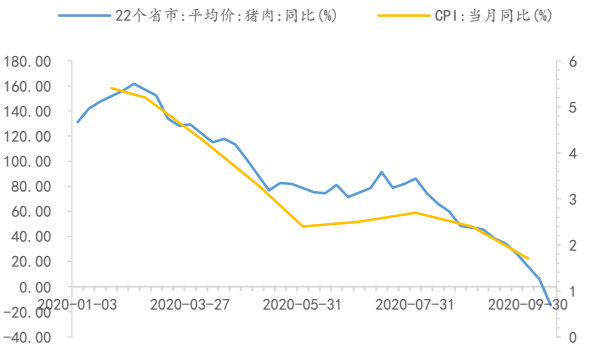
资料来源：WIND，民生证券研究院

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

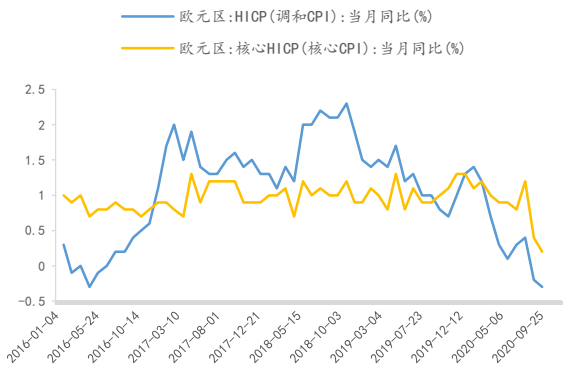
图 21：CPI 及其主要影响指标



资料来源：WIND，民生证券研究院

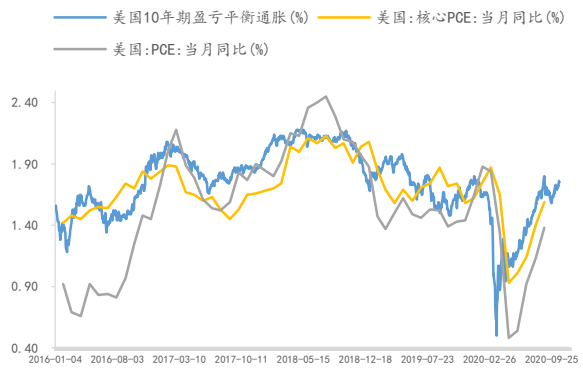
5、欧美通胀风险

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

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。