

策略周报

下行风险有限，静候不确定性落地

静候分母端不确定性落地，增加顺周期板块配置比例。

- **内生动能修复，扩张延续**。虽然三季度 GDP 增速略低于预期，但除基建投资外，各主要分项均延续了较高的景气水平。往后看，疫情不确定性降低，而服务业尚未恢复至疫情前水平，国内消费补偿性增长仍有释放空间，9 月工业生产热度持续提升，积极的财政政策下内需延续复苏趋势，只要海外没有再次大范围封锁经济，外需修复趋势大概率不会改变，制造业投资和社零仍将成为经济复苏的主要力量，这将推动经济在未来两个季度持续回升。
- **货币政策定调重回稳健中性，市场资金面短期波动增加**。央行行长易纲在讲话中表示，疫情影响下“应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升”，“这也为未来更好的保持合理的宏观杠杆率的水平创造了条件”，表明当前宏观杠杆率的阶段性抬升仍在央行允许范围内，而未来一段时间央行货币政策的主要目标仍然以稳杠杆而非去杠杆为主。货币政策的定调重新回归疫情发生前“稳健中性”的总基调。新股上市带来股票供给增加对短期市场资金面形成扰动，叠加月末不确定因素增加，市场短期观望情绪严重。我们认为，资金面的短期波动不会改变国内外配置资金进场的趋势，四季度 A 股仍将迎来配置资金的缓慢进场。
- **下行风险有限，静候不确定性落地**。美国大选投票临近，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。市场风险偏好虽然短期承压但难以出现趋势下行。估值方面，经历了前期的快速反弹，优质标的当前整体估值水平并不便宜，市场在流动性短期收缩、海外风险波动的环境下兑现收益需求增加，使得本周机构重仓的白马股跌幅较深。我们认为：1) A 股盈利复苏仍在进行之中，市场下行风险较低；2) 顺周期板块优势不断明朗化，市场在结构上存在调整需求。因此，当前市场处于下一轮行情的蓄力调整阶段，不确定因素的落地和分子端因素的进一步强化将打破当前弱势震荡的市场格局。
- **均衡配置结构，关注周期上行**。当前市场下行风险已经得到较为充分的释放，而盈利上行主线下，顺周期板块将会成为年内估值修复的主要推动力。十四五规划即将落地，政策预期推动叠加三季报盈利修复共振将带来短期科技龙头超额收益。配置上，看好大金融和传统周期的补涨行情：往后看，银行有能力也有意愿释放利润，这好于中报前后市场对银行年内业绩的普遍预期。顺周期传统行业的基本面继续改善，随着终端需求回暖，相关资源品价格有望出现上涨，有色、化工等传统周期板块有望逐步迎来估值上行阶段；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 股市场季度策略——敬慎待时，中坚坚守》20200406

《A 股市场中期策略——顺势而为》20200706

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

策略周观点：下行风险有限，静候不确定性落地.....5

风险提示.....7

图表目录

图表 1. 地产投资延续高增，制造业投资加速修复 5
图表 2. 新开工面积增速出现明显下降 5
图表 3. 10 月以来资金利率高位震荡 6
图表 4. A 股主板创业板估值水平分化依然较大 6

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。

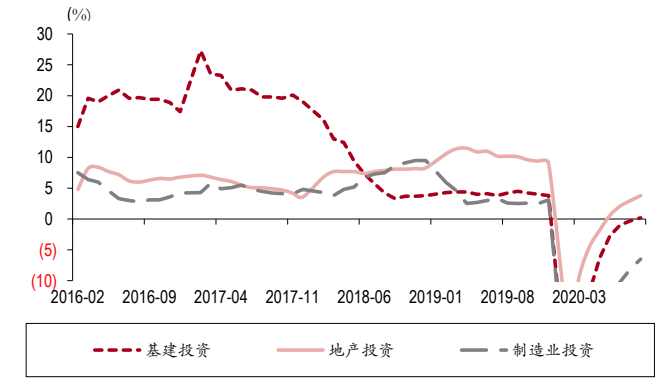
——20200718《上行趋势不改，回归盈利主线》：经济超预期改善，市场上行趋势不改，重回盈利主线。宏观环境尚处于复苏早期，监管降温市场重新回归理性。市场重回盈利主线。

——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。

策略周观点：下行风险有限，静候不确定性落地

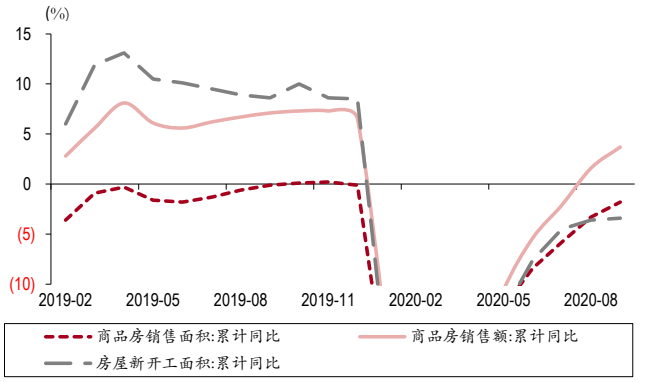
内生动能修复，扩张延续。虽然三季度 GDP 增速略低于预期，但除基建投资外，各主要分项均延续了较高的景气水平。 工业生产持续高位运行，出口加速超预期修复。投资端，9 月固定资产投资完成额持续高于历史同期环比均值，制造业投资延续反弹趋势，内需及疫情相关行业提升较多；虽然销售及新开工环节均出现明显放缓趋势，9 月地产投资依然维持相对高位水平；受制于到位资金及地方政府积极性，基建投资持续低于预期。9 月社零加速修复，疫情压制减轻，居民可支配收入增速加速提升，可选消费的复苏仍在进行之中。往后看，疫情不确定性降低，而服务业尚未恢复至疫情前水平，国内消费补偿性增长仍有释放空间，9 月工业生产热度持续提升，积极的财政政策下内需延续复苏趋势，只要海外没有再次大范围封锁经济，外需修复趋势大概率不会改变，制造业投资和社零仍将成为经济复苏的主要力量，这将推动经济在未来两个季度持续回升。

图表 1. 地产投资延续高增，制造业投资加速修复



资料来源：万得，中银证券

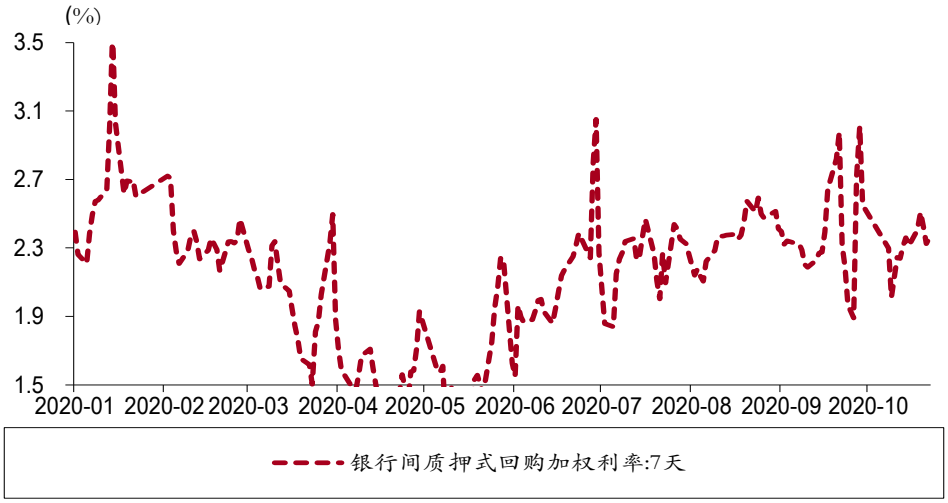
图表 2. 新开工面积增速出现明显下降



资料来源：万得，中银证券

货币政策定调重回稳健中性，市场资金面短期波动增加。央行行长易纲在讲话中表示，疫情影响下“应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升”，“这也为未来更好的保持合理的宏观杠杆率的水平创造了条件”，表明当前宏观杠杆率的阶段性抬升仍在央行允许范围内，而未来一段时间央行货币政策的主要目标仍然以稳杠杆而非去杠杆为主。货币政策的定调重新回归疫情发生前“稳健中性”的总基调。短期内总量货币政策难以边际收紧，9 月城镇调查失业率指标仍低于年内目标水平，而本轮物价中枢上行幅度难有超预期，货币政策短期边际收紧可能性较低。新股上市带来股票供给增加对短期市场资金面形成扰动，叠加月末不确定因素增加，市场短期观望情绪严重。我们认为，资金面的短期波动不会改变国内外配置资金进场的趋势，四季度 A 股仍将迎来配置资金的缓慢进场。

图表 3. 10 月以来资金利率高位震荡



资料来源：万得，中银证券

下行风险有限，静候不确定性落地。美国大选投票临近，拜登民调胜率保持领先，而当前海外市场也基本对于拜登胜选进行了较为充分的预期计价，但结合 2000 年及 2016 年情形以及今年邮寄选票的方式，使得今年的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。市场风险偏好虽然短期承压但难以出现趋势下行。估值方面，经历了前期的快速反弹，优质标的当前整体估值水平并不便宜，市场在流动性短期收缩、海外风险波动的环境下兑现收益需求增加，使得本周机构重仓的白马股跌幅较深。我们认为：1) A 股盈利复苏仍在进行之中，市场下行风险较低；2) 顺周期板块优势不断明朗化，市场在结构上存在调整需求。因此，当前市场处于下一轮行情的蓄力调整阶段，不确定因素的落地和分子端因素的进一步强化将打破当前弱势震荡的市场格局。

图表 4. A 股主板创业板估值水平分化依然较大

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位(%)	65.70	79.10	82.00
当前值	15.68	31.30	63.79
中位数	14.10	22.86	51.32
均值+标准差	19.97	35.10	68.15
均值-标准差	10.06	14.77	36.75
	标普 500	**道琼斯工业指数**	**纳斯达克指数**
当前分位(%)	99.60	99.30	99.80
当前值	34.18	27.67	70.86
中位数	19.55	16.55	31.32
均值+标准差	23.85	21.11	41.73
均值-标准差	15.72	13.92	24.16

资料来源：万得，中银证券

均衡配置结构，关注周期上行。我们认为，市场下行风险已经得到较为充分的释放，而盈利上行主线下，顺周期板块将会成为年内估值修复的主要推动力。十四五规划即将落地，政策预期推动叠加三季报盈利修复共振将带来短期科技龙头超额收益。配置上，看好大金融和传统周期的补涨行情：往后看，银行有能力也有意愿释放利润，这好于中报前后市场对银行年内业绩的普遍预期。顺周期传统行业的基本面继续改善，随着终端需求回暖，相关资源品价格有望出现上涨，有色、化工等传统周期板块有望逐步迎来估值上行阶段；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