策略研究

# 结构行情延续，三季报和经济复苏仍是主线

民生 FOCUS　　2020 年 10 月 19 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在美国大选不确定性的负面影响，和十四五规划在即，资本市场改革抬升市场风险偏好中枢的正面推动下，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春季行情的相关板块。

- **本周市场主要边际变化及配置方向建议**

**1、主流资金的避险情绪阶段性提升**

本周的市场体现为两个特点，一是个别机构重仓股明显下跌，这体现了当前的机构资金情绪波动较大，受之前业绩较好的缘故开始兑现盈利，风险承受意愿下降。二是北向资金流入的持续性受阻。在两方面资金偏谨慎的带动下，在本周末尾，领涨板块已经以银行、煤炭等低位板块为主。

**2、三季报预告进一步提升了顺周期板块业绩修复的确定性**

通过对 3 月份疫情以来主涨板块的复盘来看，到 9 月份，相对表现较强的行业已经轮换到了以汽车、建材、轻工、机械、化工为代表的顺周期板块，而 9 月下旬的回调显示当前的核心问题在于顺周期板块的上涨是估值修复还是有基本面支撑的周期再起。

从目前的业绩预告来看，和三季度经济数据相一致，中游制造的业绩环比修复最为明显，包括电气设备、汽车和机械。医药、食品饮料、电子继续维持高景气，非银也出现明显改善。三季报预告的逐步出炉进一步提升了顺周期板块业绩修复的确定性。

**3、大金融板块出现估值修复迹象**

从三季度业绩预告来看，非银板块业绩环比明显提升，景气度底部得以确认。

从催化的角度来看，主流资金四季度兑现盈利的意愿也会促使一部分仓位向景气度低位复苏的板块转移，而大金融板块是顺周期板块中主要的处于低仓位的地方。

**4、配置建议**

大方向上继续维持月度策略中对两条线索的阐述，一是在三季报会有所表现的高景气板块，推荐光伏/锂电/汽车，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，推荐前期调整较为充分的消费电子/医药，受益于经济复苏的家电/酒店/旅游/超市/航空，基建链建材/工程机械/涨价化工，以及大金融板块中的保险/券商/银行。

边际上，根据本周行情的特点，以及预计月底十四五规划在明确产业发展方向的同时预计将进一步促使资金向明年展望，因此配置上进一步向第二条线索倾斜，即布局景气度低位回升的相关板块。

- **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：资金博弈氛围浓厚，避险情绪提升.....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）主流资金的避险情绪阶段性提升.....5
1、资金在三季报披露期兑现全年盈利意愿明显.....5
2、欧美二次疫情制约北向资金进一步流入.....5
（二）三季报预告进一步提升了顺周期板块业绩修复的确定性.....5
（三）大金融板块出现估值修复迹象.....6
1、从 Q3 业绩预告来看，非银板块业绩改善明显，景气度底部确认.....6
2、全年盈利兑现情绪下，主流资金加仓空间较大.....6
（四）配置建议.....6
四、附录：多维度跟踪市场流动性.....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，整体维持宽幅震荡的判断，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。**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。

**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。

**市场上涨的推动力主要来自于：**

**十四五规划下板块或行业基本面可能发生新的变化。**从产业政策前瞻来看，出台的规划最可能的一是面向制造业的中长期规划，二是新基建的规划。一方面是中国当前的发展阶段，另一方面是在中美贸易摩擦背景下，制造业也要加快发展。

**疫苗研发进展存在超预期可能。**截止九月底，全球共有 189 项新冠疫苗研发项目正在开展，其中 40 项已获批进入临床试验阶段。在主要项目里，最快进展也仅处于临床 III 期，从预计交付时间来看，也普遍在今年底到明年初，但也不能排除疫苗研发和生产出现明显超预期的情况。

**资本市场改革抬升市场风险偏好中枢。**10 月 9 日，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，从提高上市公司治理水平、推动上市公司做优做强、健全退出机制、构建工作合力等六方面出台了十七项重点举措。从内容上看，这应该是新一轮资本市场改革中，除《证券法》发布实施以及注册制改革之外最重要的顶层设计文件，从短期来看有利于激活投资者对市场的信心和热度。

行业配置上，最重要的是思考两个问题：一是配置的主线是什么，二是主线和支线的配置比如何调整。**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：资金博弈氛围浓厚，避险情绪提升

## （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

周一呈现的是板块普涨的局面，甚至连弱势很久的通信板块也出现反弹，最主要的原因是前期大幅流出的外资重新开始回流。整体情绪回暖之际，也观察到一些问题开始出现，部分机构重仓股由于业绩不及预期或者前期逻辑受到质疑出现明显下跌，比如三七互娱、信维通信。

周二没有北向资金助力，以及受券商合并终止负面影响，上涨的板块以养殖、汽车、医疗服务和物流为主，没有明显热点。继续出现机构重仓股下跌的现象，半导体板块里的圣邦股份和闻泰科技大幅下跌。连续两天出现个股明显下跌现象，体现当前的机构资金波动较大，受之前业绩较好的缘故开始兑现利润，风险承受意愿下降。在这种情况下，市场整体趋势性上涨预计会很难，因此北向资金流入的持续性就成为了短期最重要的观察变量。

周三北向资金开始转头流出，持续性的北向资金流入并没有出现，因此节前一天加上周一两天的北向资金大幅流入，很可能只是节前避险资金的回补。今天再次出现机构重仓股大跌，这次是 IDC 龙头宝信软件、安车检测主要是业绩增速不及预期的原因。苹果产业链的环旭电子也带动整体消费电子板块回调，目前来看只是苹果新手机定价高于预期，担心销量受影响，这也进一步体现了当前资金的风险偏好下降明显。

周四市场当前的主线板块光伏和锂电出现明显回调，上涨的板块切换到了银行、纺织和白电这些高赔率的板块，从资金配置角度来看，主动从前期涨幅较高的重仓股进入低估值板块应该也是体现的机构资金接近年末避险的需求。重仓股继续出现跳水，恒生电子受蚂蚁金服相关负面传闻影响一度大跌 8%。

周五受美国拜登选情出现不确定性因素以及欧美疫情趋向严重，经济生活限制措施出台的影响，继续净流出，但数额已然不大。上涨板块主要由煤炭、银行、钢铁、保险组成。

# 三、本周市场主要的边际变化及配置方向建议

## （一）主流资金的避险情绪阶段性提升

### 1、资金在三季报披露期兑现全年盈利意愿明显

**从本周的行情复盘来看，三季报披露导致的部分机构重仓股下跌明显压制了市场情绪，这一点也是月度策略中未考虑到的一点。**从周一到周五大跌的部分个股来看，除了游戏板块有买量长逻辑的变化外，其余均主要是负向的预期差导致，并非根本逻辑发生变化，这也体现了目前机构资金波动较大，在四季度兑现全年盈利，不愿冒较大风险的目的。

### 2、欧美二次疫情制约北向资金进一步流入

**当国内机构资金阶段性谨慎时，北向资金就成了影响市场的核心变量，但欧美二次疫情的发生也明显制约了这部分资金的风险偏好。**欧洲多国新增病例创新纪录，其中意大利新增确诊病例 8804 例，创疫情以来新高，美国全国感染人数升至夏季疫情爆发以来的最高水平。疫情后续会带来两方面影响，一是欧美进一步收紧防疫限制可能会拖累全球经济复苏的节奏，目前英国和法国已经开始加强防疫措施。二是目前距离美国大选日不到三周的时间，疫情的急剧上升会使得疫情议题在竞选的最后阶段得以强化，一个明显的迹象是经常可以看到拜登在疫情感染率上升州的民调支持率上升，反而会一定程度上助力美国大选的不确定性落地。

## （二）三季报预告进一步提升了顺周期板块业绩修复的确定性

**从目前的三季报预告来看，基本面环比修复以中游制造最为明显，这一点和三季度月度经济数据相一致。**环比业绩改善最明显的行业包括电气设备、汽车和机械。医药、食品饮料、电子继续维持高景气，其他行业中计算机和非银也出现明显改善。可选消费中休闲服务和商贸业绩仍然处于底部。

**表1：主要行业 Q3 预告业绩同比增速情况**

| 行业 | 预告披露率(%) | Q3 预告同比增速(%) | Q3 预告同比增速环比 H1 增加(%) |
|---|---|---|---|
| 有色 | 35.2 | -47.7 | -17.5 |
| 钢铁 | 11.4 | 25.5 | 53.9 |
| 采掘 | 31.8 | -1.0 | 77.4 |
| 建材 | 28.6 | 23.8 | 25.2 |
| 机械 | 28.2 | 258.9 | 248.6 |
| 电气 | 35.0 | 97.5 | 72.2 |
| 轻工 | 37.7 | -18.5 | 92.5 |
| 电子 | 33.5 | 71.3 | 50.2 |
| 计算机 | 25.7 | 2.0 | 47.8 |
| 通信 | 31.8 | 48.7 | -405.3 |
| 家电 | 34.9 | 13.7 | 45.2 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 汽车 | 36.2 | 548.4 | 575.5 |
| 休闲服务 | 70.3 | -197.6 | -77.9 |
| 商贸 | 34.0 | -82.0 | -39.9 |
| 食品饮料 | 31.7 | 148.4 | 138.6 |
| 医药 | 33.5 | 59.7 | 46.8 |
| 非银 | 17.9 | -22.32 | 21.84 |
| 房地产 | 37.9 | -76.23 | -57.59 |

资料来源：WIND，民生证券研究院

**我们在十月份的月度策略中认为，经济复苏逻辑的顺周期板块行情持续性的核心矛盾在于到底是低估值带来的补涨行情，还是经济复苏带来的周期向上，三季报预告的逐渐出炉进一步提升了顺周期板块业绩修复的确定性。**

## （三）大金融板块出现估值修复迹象

### 1、从 Q3 业绩预告来看，非银板块业绩改善明显，景气度底部确认

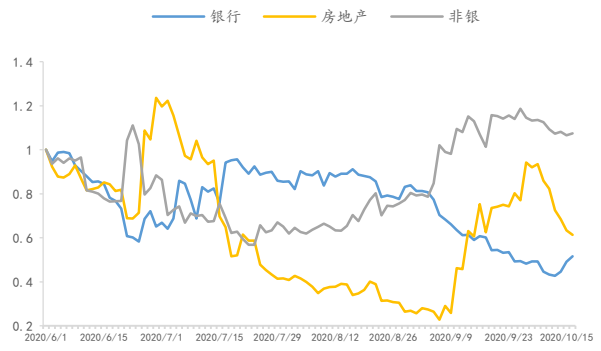
从目前公告的 Q3 业绩预告来看，非银板块整体在 36.2%的预告披露率下，同比增速达-22.32%，环比上半年回升了 21.84%，景气度底部进一步确认。同时十年期国债收益率明显回升，股市行情仍将较长时间内延续，都从基本面方面进一步利好保险和券商板块。

### 2、全年盈利兑现情绪下，主流资金加仓空间较大

从催化的角度看，主流资金四季度有兑现盈利的意愿，这会促使一部分仓位从今年疫情以来涨幅较好的板块向低估值且景气度低位复苏的板块转移。

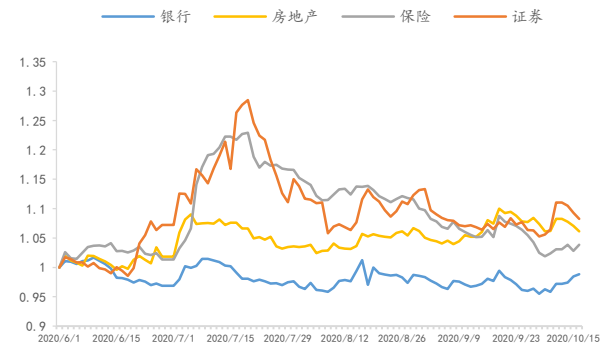
从机构仓位上看，公募基金对大金融板块内的银行、地产、非银的持仓均处于近期以来相对较低的位置，其中银行更是一路减持。北向资金对大金融板块的配置从 7 月初行情以来也一直以减持为主。边际上看，上周银行板块都获得了公募基金和北向资金的净增持，保险也获得了北向资金的加仓。证券板块作为市场情绪的反映指标，行情较为独立。

**图 1：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

**图 2：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

## （四）配置建议

**十月份的配置大方向上继续延续月度策略的结论，抓住两条线索**，一是在三季报会

有所表现的高景气板块，推荐光伏/锂电/汽车，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，推荐前期调整较为充分的消费电子/医药，受益于经济复苏的家电/酒店/旅游/超市/航空，基建链建材/工程机械/涨价化工 ，以及大金融板块中的保险/券商/银行。

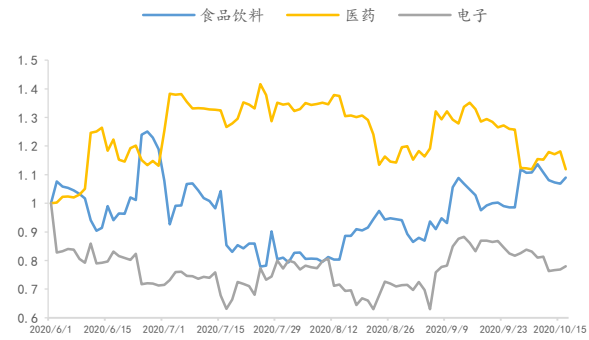
**根据本周市场行情的边际变化，由于资金出现明显兑现全年盈利的迹象，且月底的十四五规划在明确产业方向的同时预计将进一步促使资金向明年展望，因此配置上进一步向第二条线索倾斜，即布局景气度低位上行的相关板块。**

# 四、附录：多维度跟踪市场流动性

## （一）机构投资者持仓

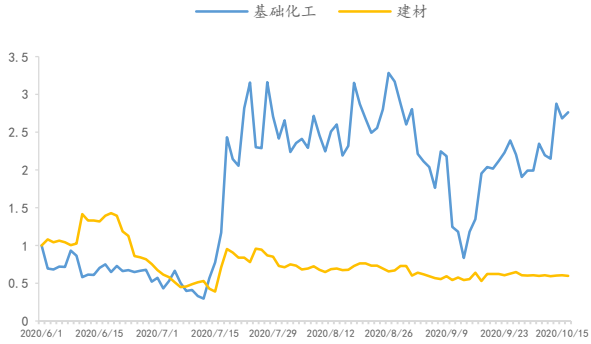
### 1、公募基金行业持仓

图 3：基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）



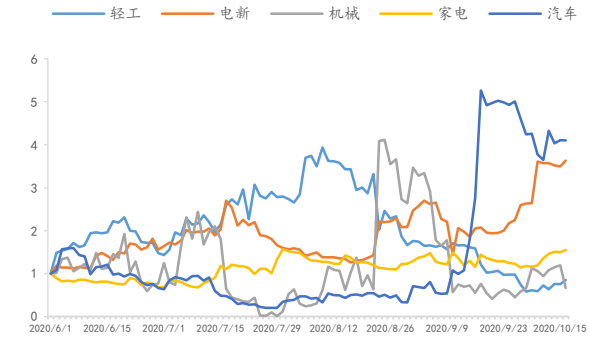

资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：基金行业持仓：化工、建材（标准化后）



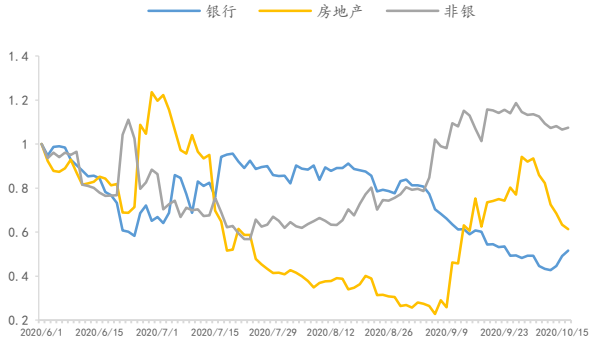

资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：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

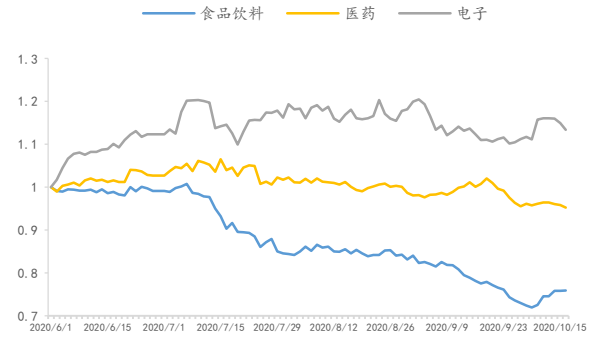
图 6：基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）




资料来源：WIND，民生证券研究院

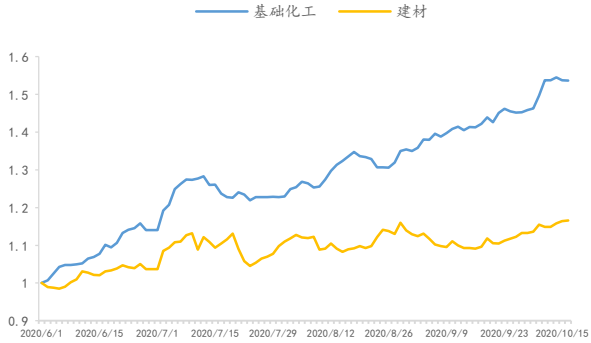
### 2、北向资金行业净流入

图 7：北向资金行业净流入：食饮、医药、电子（标准化后）



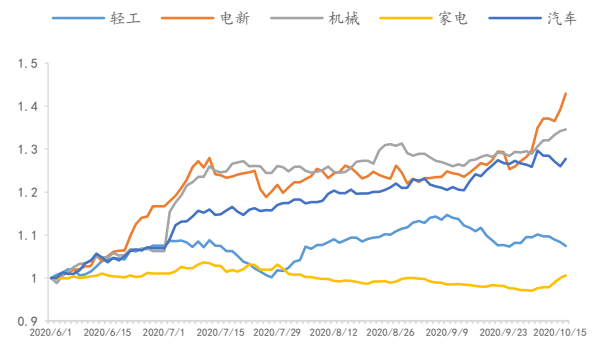

资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：北向资金行业净流入：化工、建材（标准化后）



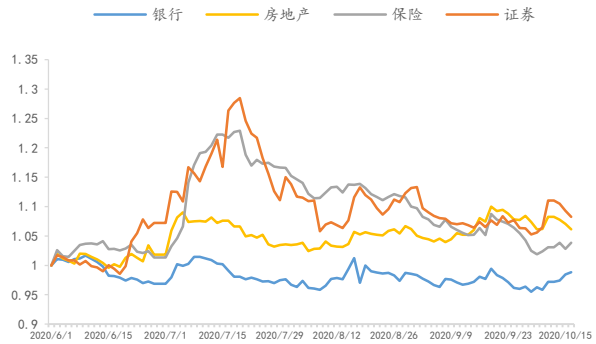

资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：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 10：北向资金行业净流入：银行、地产、非银（标准化后）

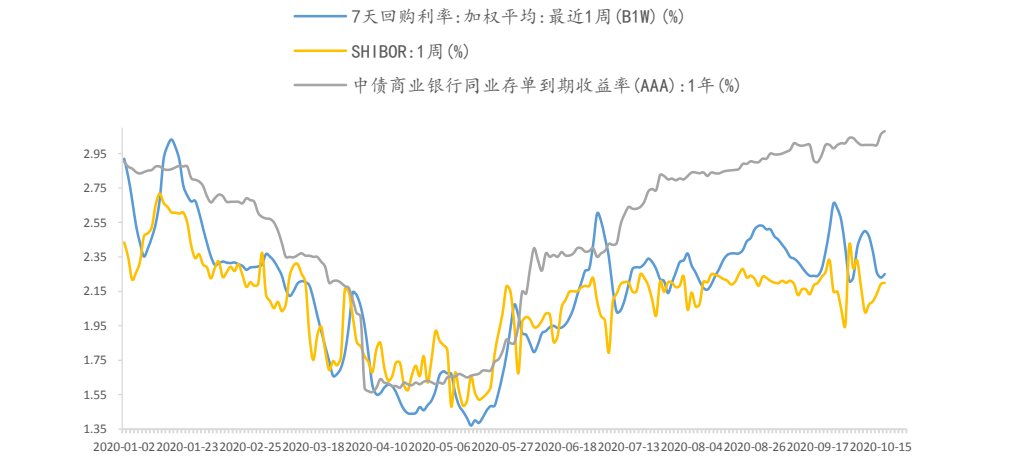



资料来源：WIND，民生证券研究院

## （二）宏观流动性

### 1、资金端利率

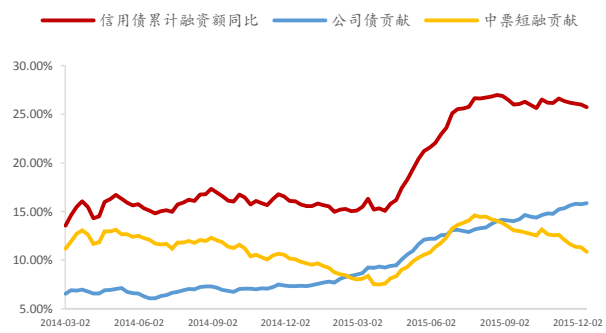
图 11：本周资金端利率变动情况




资料来源：WIND，民生证券研究院

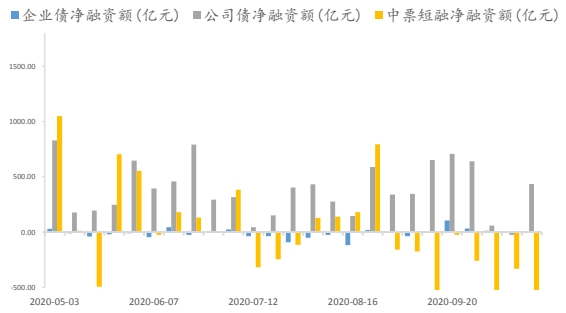
## 2、债券市场融资情况

图 12：企业信用债融资同比增速情况



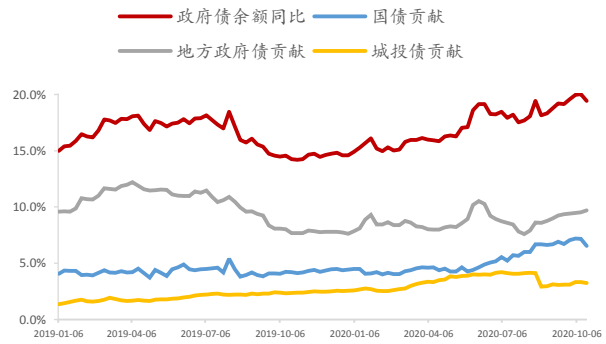

资料来源：WIND，民生证券研究院

图 13：企业信用债净融资额边际变化情况



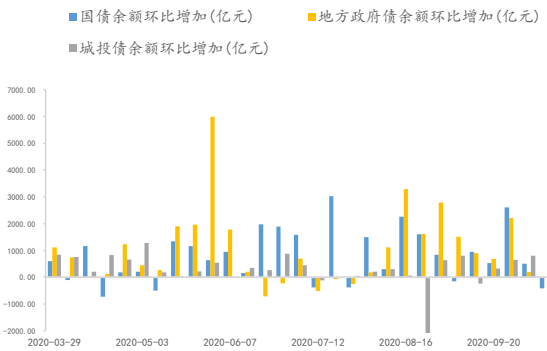

资料来源：WIND，民生证券研究院

图 14：政府债融资同比增速情况




资料来源：WIND，民生证券研究院

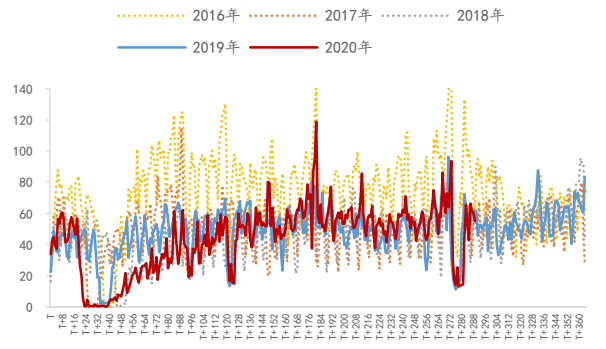
图 15：政府债融资环比变化情况




资料来源：WIND，民生证券研究院

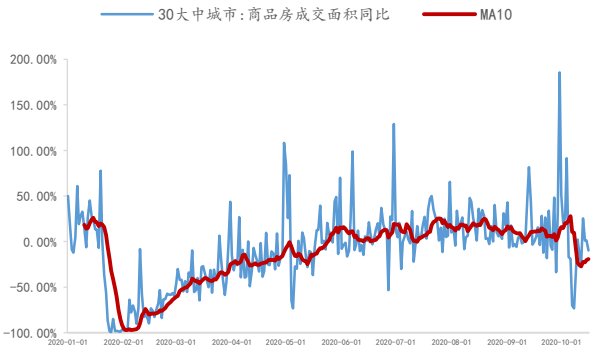
## 3、房地产销售情况

图 16：30 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

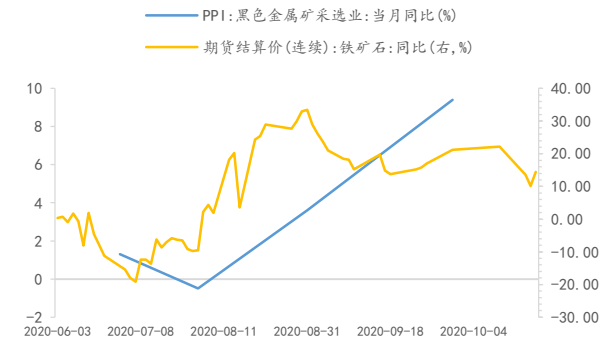
图 17：30 大中城市房地产成交面积同比




资料来源：WIND，民生证券研究院

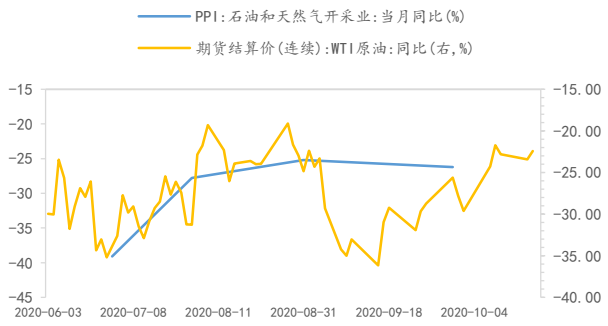
## 4、国内通胀风险

**图 18：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标**



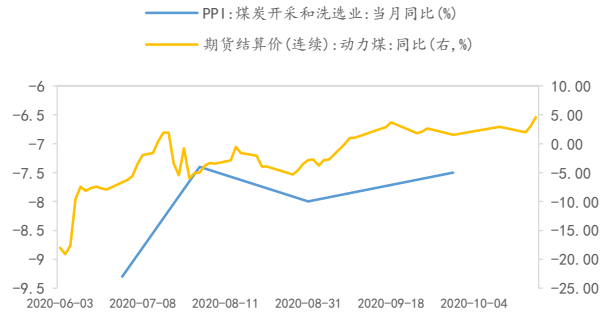

资料来源：WIND，民生证券研究院

**图 19：能化系分项 PPI 及其前瞻指标**



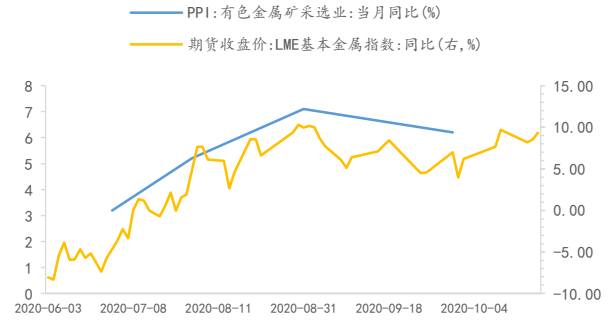

资料来源：WIND，民生证券研究院

**图 20：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标**



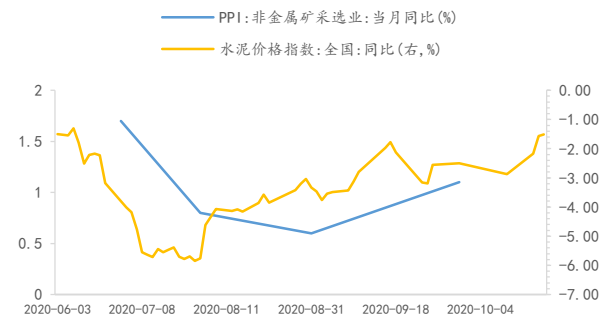

资料来源：WIND，民生证券研究院

**图 21：有色系分项 PPI 及其前瞻指标**



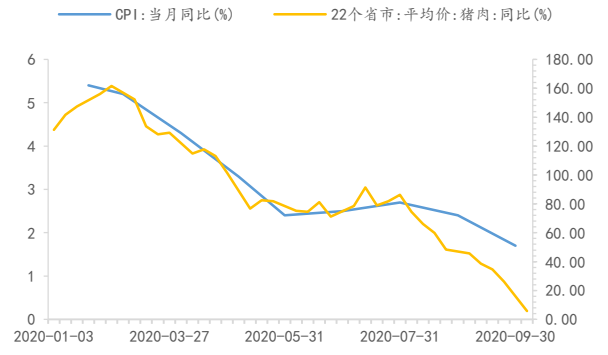

资料来源：WIND，民生证券研究院

**图 22：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

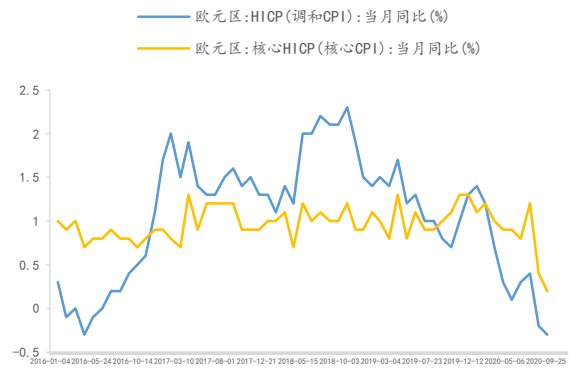
**图 23：CPI 及其主要影响指标**




资料来源：WIND，民生证券研究院

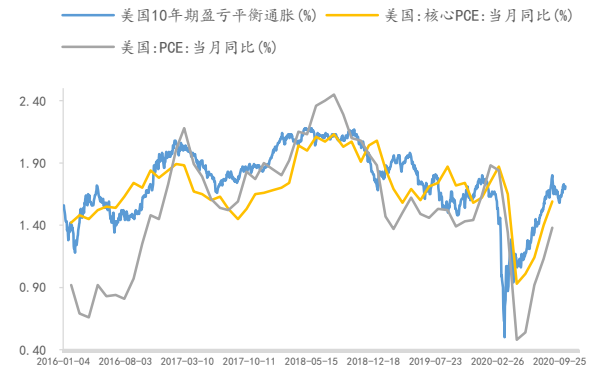
### 5、欧美通胀风险

图 24：欧元区通胀水平跟踪




资料来源：WIND，民生证券研究院

图 25：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：银行、地产、非银（标准化后）.....6
图 2：北向资金行业净流入：银行、地产、非银（标准化后）.....6
图 3：基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）.....8
图 4：基金行业持仓：化工、建材（标准化后）.....8
图 5：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....8
图 6：基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）.....8
图 7：北向资金行业净流入：食饮、医药、电子（标准化后）.....8
图 8：北向资金行业净流入：化工、建材（标准化后）.....8
图 9：北向净流入：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....9
图 10：北向资金行业净流入：银行、地产、非银（标准化后）.....9
图 11：本周资金端利率变动情况.....9
图 12：企业信用债融资同比增速情况.....10
图 13：企业信用债净融资额边际变化情况.....10
图 14：政府债融资同比增速情况.....10
图 15：政府债融资环比变化情况.....10
图 16：30 大中城市房地产成交面积(万平方米).....10
图 17：30 大中城市房地产成交面积同比.....10
图 18：黑色金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....11
图 19：能化系分项 PPI 及其前瞻指标.....11
图 20：煤炭分项 PPI 及其前瞻指标.....11
图 21：有色系分项 PPI 及其前瞻指标.....11
图 22：非金属矿分项 PPI 及其前瞻指标.....11
图 23：CPI 及其主要影响指标.....11
图 24：欧元区通胀水平跟踪.....12
图 25：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。