

策略周报

盈利修复确认，行情蓄势待发

基本面驱动下 A 股四季度行情可期，把握盈利修复带来的确定性机会。

- **进出口持续高增印证国内外复苏趋势不改。**9 月出口依然维持强劲增长，疫后全球经济恢复使得生产生活用品需求增加，外需恢复对于出口的支撑效应仍在延续。9 月进出口数据的超预期进一步印证了前期国内外需求持续回暖的预判，往后看，人民币升值压力及海外主要国家复工复产节奏的推进使得出口增速难有进一步大幅提升，但结构上，传统消费品及机电设备需求有望接棒防疫物资成为后续国内出口的主要支撑。总体来看，当前全球需求尚未完全修复至疫情冲击前水平，基本面修复趋势仍未发生变化。
- **社融年内进一步扩张空间受限，配置资金入场有望带来慢牛行情。**9 月社融在总量及结构上持续超预期，显示货币政策尚未大幅转向。往后看，四季度政府债券扩容空间有限，而非标增量大概率收到压制，货币政策总量向结构转化，即使信贷规模维持高位，新增社融难有进一步超预期表现。经济修复的背景下，全球市场都将进入货币政策常态化阶段。市场资金层面，十一假期结束后的两个交易日内，北上资金大幅流入 A 股，创下 8 月以来单周净流入规模新高，也印证了我们在 10 月市场月报中提出的观点，10 月 A 股配置价值凸显，将逐步迎来国内外配置资金进场。
- **海外风险增加短期扰动，国内盈利确定性增加市场支撑。**当前海外经济和市场经济复苏、政策趋缓而估值高企的环境之中，叠加美国大选不确定性的尾部风险，市场波动可能加大。前期货币、财政政策的极度宽松，使得发达经济体风险资产的估值都已经修复到历史极值，且收益率处于历史低位。分母端难有进一步宽松，而分子端预期阶段性受阻，使得发达国家权益资产短期面临的波动或将增加。国内市场方面，结合月报预判，当前国内尚处于复苏早期，A 股盈利仍处于上行趋势之中，结合月末“十四五”规划中相关产业政策的出台带来的政策提振，A 股风险偏好中枢下行风险不大。
- **基本面驱动下 A 股四季度行情可期，增加顺周期板块配置。**综合以上分析，我们看到当前国内复苏内生动能依然强劲，而海外进入疫情冲击的第二阶段，权益资产波动增加。中期来看，大选结束后中美不确定性有望得到阶段性缓和，而国内经济仍处于快速复苏阶段，而宏观政策难以在短期大幅转向，而汇率升值预期有助于海外资金逐步进场，三季报全 A 盈利仍在持续改善进程之中，A 股资产中长期配置逻辑尚未遭到破坏。但结构上需逐步由前期强势的科技、消费板块向顺周期板块进行均衡：有色、化工等传统周期板块有望逐步迎来估值上行阶段；同时，利率上行趋势下，政策提振、基本面预期向好的大金融板块也将获得超额收益；前期强势的科技板块需进一步把握估值与业绩匹配度，建议关注量价齐升的光伏，行业格局改善的面板以及业绩确定性较强的消费电子板块。
- **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：盈利修复确认，行情蓄势待发.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 9 月进出口增速持续超预期 5
图表 2. 机电产品维持高景气，防疫产品增速下降 5
图表 3. M1-M2 对于企业盈利（投资）增速的指导意义 6
图表 4. 政府债券及新增贷款为今年社融主要贡献 6
图表 5. 联储资产规模增速趋缓 6
图表 6. 全球市场估值比较 7

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。

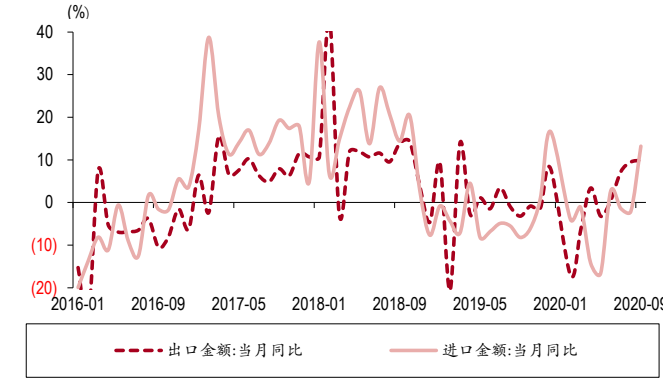
——**20200718《上行趋势不改，回归盈利主线》：经济超预期改善，市场上行趋势不改，重回盈利主线。**宏观环境尚处于复苏早期，监管降温市场重新回归理性。市场重回盈利主线。

——**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：盈利修复确认，行情蓄势待发

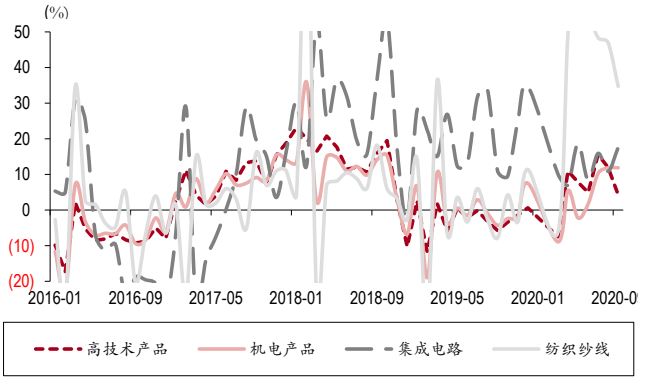
进出口持续高增印证国内外复苏趋势不改。9 月出口依然维持强劲增长，疫后全球经济恢复使得生产生活用品需求增加，外需恢复对于出口的支撑效应仍在延续。分产品看，机电产品对于出口的拉动仍处于高位，防疫用品拉动作用小幅回落，结合韩国同期的出口数据来看，全球需求的恢复或将持续。内需修复以及基数效应拉动下，9 月进口增速大幅超预期。9 月进出口数据的超预期进一步印证了前期国内外需求持续回暖的预判，往后看，人民币升值压力及海外主要国家复工复产节奏的推进使得出口增速难有进一步大幅提升，但结构上，传统消费品及机电设备需求有望接棒防疫物资成为后续国内出口的主要支撑。高频数据来看，虽然 10 月以来生产端进一步修复空间受限，但工业需求的持续回暖使得工业品价格出现不同程度上升；十一期间国内餐饮、旅游等各项消费相比疫情前均出现七成以上的回暖，内需仍存在进一步修复空间。总体来看，当前全球需求尚未完全修复至疫情冲击前水平，基本面修复趋势仍未发生变化。

图表 1. 9 月进出口增速持续超预期



资料来源：万得，中银证券

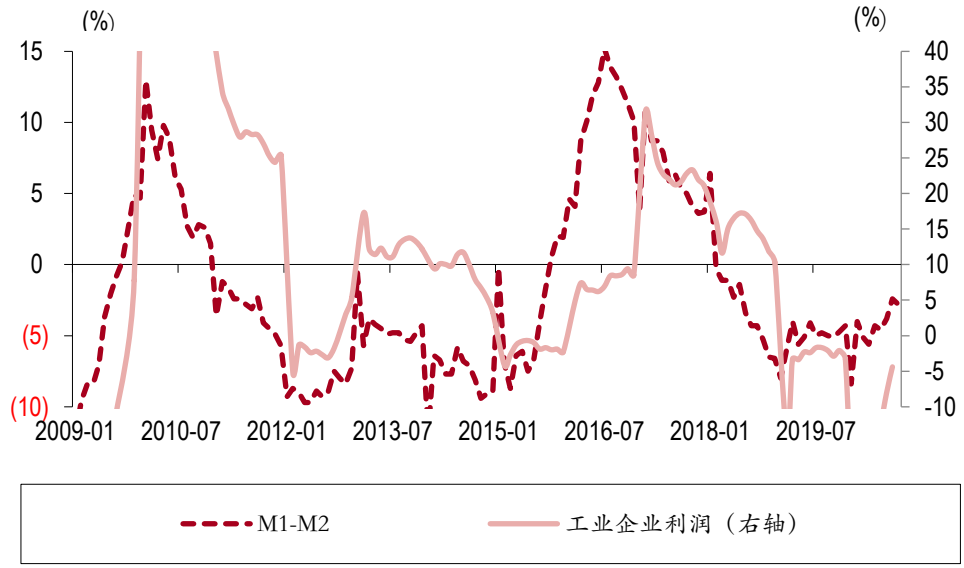
图表 2. 机电产品维持高景气，防疫产品增速下降



资料来源：万得，中银证券

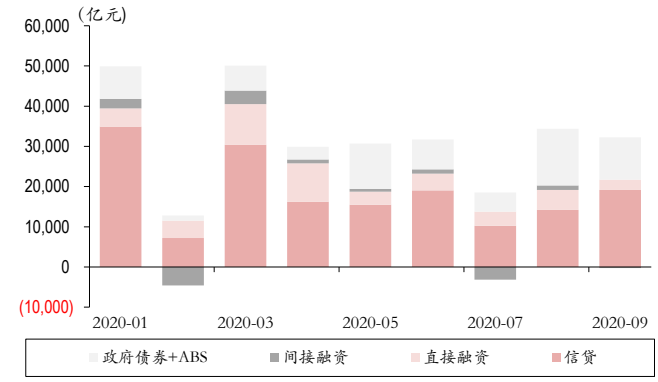
社融年内进一步扩张空间受限，配置资金入场有望带来慢牛行情。9 月社融在总量及结构上持续超预期，显示货币政策尚未大幅转向。结构上，政府债券、未贴现银行承兑汇票以及新增贷款的持续放量为 9 月社融超预期主因。贷款方面，短贷、票据贴现仍大幅下降，中长贷占比 89.7%，成为新增信贷的主要贡献，其中新增信贷主要集中于企业中长贷和居民中长贷，显示投资需求和购房需求明显偏强。M1-M2 剪刀差相较 8 月进一步扩大，显示企业经营活跃度提升，经济内生动能稳步修复。往后看，四季度政府债券扩容空间有限，而非标增量大概率收到压制，货币政策总量向结构转化，即使信贷规模维持高位，新增社融难有进一步超预期表现。经济修复的背景下，全球市场都将进入货币政策常态化阶段。市场资金层面，十一假期结束后的两个交易日内，北上资金大幅流入 A 股，创下 8 月以来单周净流入规模新高，也印证了我们在 10 月市场月报中提出的观点，10 月 A 股配置价值凸显，将逐步迎来国内外配置资金进场。

图表 3. M1-M2 对于企业盈利（投资）增速的指导意义



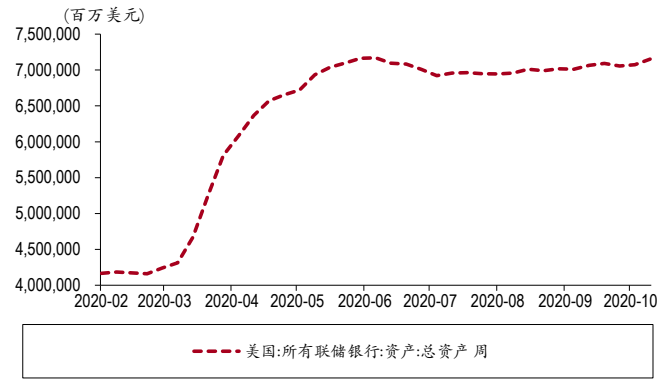
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 政府债券及新增贷款为今年社融主要贡献



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 联储资产规模增速趋缓



资料来源：万得，中银证券

海外风险增加短期扰动，国内盈利确定性增加市场支撑。当前海外经济和市场经济复苏、政策趋缓而估值高企的环境之中，叠加美国大选不确定性的尾部风险，市场波动可能加大。当前来看，欧洲疫情的二次反复或将进一步影响市场对于经济复苏的预期，但只要经济活动并未大规模停摆，经济复苏趋势将会延续。美国大选日临近，虽然拜登领先优势不断扩大，但关键州的领先优势并不突出，这一阶段市场将在拜登胜选与特朗普连任带来的预期差之间反复波动。前期货币、财政政策的极度宽松，使得发达经济体风险资产的估值都已经修复到历史极值，且收益率处于历史低位。分母端难有进一步宽松，而分子端预期阶段性受阻，使得发达国家权益资产短期面临的波动或将增加。国内市场方面，结合月报预判，当前国内尚处于复苏早期，A 股盈利仍处于上行趋势之中，结合月末“十四五”规划中相关产业政策的出台带来的政策提振，A 股风险偏好中枢下行风险不大。

图表 6. 全球市场估值比较

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位(%)	69.20	82.80	87.90
当前值	15.96	32.77	67.89
中位数	14.09	22.84	51.26
均值+标准差	19.97	35.09	68.13
均值-标准差	10.06	14.75	36.72
	标普 500	日经 225	富时 100
当前分位(%)	99.50	99.30	99.30
当前值	33.98	38.83	104.73
中位数	19.54	20.01	18.50
均值+标准差	23.79	25.13	40.86
均值-标准差	15.74	16.28	8.27

资料来源：万得，中银证券

基本面驱动下 A 股四季度行情可期，增加顺周期板块配置。综合以上分析，我们看到当前国内复苏内生动能依然强劲，而海外进入疫情冲击的第二阶段，权益资产波动增加。中期来看，大选结束后中美不确定性有望得到阶段性缓和，而国内经济仍处于快速复苏阶段，而宏观政策难以在短期大幅转向，而汇率升值预期有助于海外资金逐步进场，三季报全 A 盈利仍在持续改善进程之中，A 股资产中长期配置逻辑尚未遭到破坏。但结构上需逐步由前期强势的科技、消费板块向顺周期板块进行均衡：从周期定位角度来看，当前国内经济处于扩张早期至扩张晚期过渡阶段，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；同时，利率上行趋势下，政策提振、基本面预期向好的大金融板块也将获得超额收益；前期强势的科技板块需进一步把握估值与业绩匹配度，建议关注量价齐升的光伏，行业格局改善的面板以及业绩确定性较强的消费电子板块。

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