国都证券 GUODU SECURITIES



策略研究 | 策略周报

# 政策红利密集释放，反弹窗口期开启

## ——国都证券策略周报（20201012）

**核心观点：**

**1、近期市场研判：阶段调整底部基本确立。**我们在九月下旬反复分析指出，调整压力进入尾声，阶段反弹蓄势待发，**研判市场进入反弹窗口期的依据或条件主要在于：**一是**内外压力消化殆尽，**七月中旬起至九月底的两个半月内，A 股进入指数震荡回调、绩优高位股轮番快速下跌期，已对货币政策及流动性边际收敛、注册制改革扩容后新股发行提速下市场资金供需趋紧担忧（尤其是近期大型科技公司的轮番登场 IPO）等内部压力，及美国大选进入白热化阶段中美摩擦频发、欧洲疫情秋冬季二次反弹、海外市场大幅震荡等外部压力，作出了较为充分消化。

二是**从指数调整幅度及资金交易情绪判断，阶段性调整已基本见底，**近两个半月的震荡回调期大盘指数普遍回调 6-10%，中小盘指数普遍回调 10-30%，估值较历史均值溢价率已显著收窄。同时，从资金交易情绪来看，两市成交额已缩量至前期峰值时的三成附近、两市日换手率、两融交易占比均持续下降至远离历史均值下方、陆股通持续净流出近九百亿元；以上资金交易情绪的大幅降温，预示市场阶段性调整基本见底了。

**2、近期市场展望：多重催化剂驱动，反弹窗口期开启。**

**1）反弹催化剂之一：政策红利进入密集释放期，催化红十月行情。**十月底即将召开的五中全会、中央政治局经济工作会议、深圳特区建立四十周年、上交所成立三十周年等重要事件，预示十月起国内产业政策、市场改革开放红利进入密集释放期，有望提升国内市场风险偏好，活跃相关受益主题板块。近日密集出台了关于**进一步提高上市公司质量意见的资本市场政策、新能源汽车产业发展规划的产业政策、深圳先行示范区综合改革试点实施方案的区域政策等，政策红利密集释放，有望催化红十月行情。**

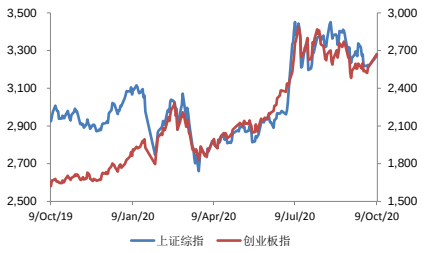
2）**反弹催化剂之二：近期海外风险偏好回升。**节前市场普遍担忧长假期间海外存在不确定性，市场观望加剧甚至适当减仓；但中秋国庆长假期间全球市场利好消息占据上风，**美国民主党赢取大选的民调优势扩大、特朗普新冠迅速好转、美国两党重启新一轮财政刺激方案谈判、苹果 5G 新机发布在即、全球主要电动汽车市场产销两旺等市场乐见的预期，**推动全球风险偏好回升。受长假期间外围市场转暖推动，长假后 A 股复市如期展开反弹。

**3）反弹催化剂之三：国内经济基本面深度恢复。**中秋国庆长假的旅游、消费数据好于预期，提升了市场对于国内经济深度恢复信心。此前国内后疫情前中期内，旅游、电影、餐饮等线下服务消费恢复力度持续偏弱，五一、端午假期的零售额仅恢复至同期的三四成附近；但今年中秋国庆假期出游人数及消费金额可比恢复七至八成、电影票房收入创历史第二高，较上半年黄金假期回暖显著，同时长假期间零售与餐饮收入日均同比恢复正增长 4.9%；表明国内疫情防控见效后线下实体或体验式消费趋于正常化，国内经济正进入深度恢复期间。此外，中采制造业 PMI 连续七个月保持在荣枯线上方，9 月环比回升至逾两年次高水平，表明后疫情下国内制造业景气保持稳步恢复态势。

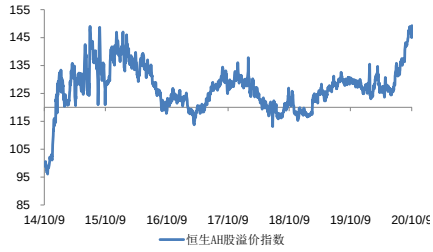
**市场统计估值数据**

| | 上证指数 | 沪深300 | 深成指 |
|---|---|---|---|
| 收盘指数 | 3,272.08 | 4,681.14 | 13,289.26 |
| 近一周涨幅(%) | 1.68 | 2.04 | 2.96 |
| 本月涨幅(%) | 1.68 | 2.04 | 2.96 |
| 今年以来涨幅(%) | 7.28 | 14.27 | 27.40 |
| PE(TTM) | 15.64 | 14.87 | 32.16 |

**上证综指、创业板指走势叠加图**




**恒生 AH 溢价指数走势图**




**研究员：肖世俊**
电 话： 010-84183131
Email： xiaoshijun@guodu.com
执业证书编号： S0940510120011

**联系人：王景**
电 话： 010- 84183383
Email： wangjing@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

**4）反弹催化剂之四：上市公司业绩预期逐步向好。**十月进入三季报披露窗口期，上市公司业绩超预期，或将是市场重拾升势的主要催化剂。截至 9/30 日 596 家上市公司已发布 20Q3 业绩预告，对比截至 7/15 预告 20H1 的业绩预告类型：Q3 预喜（预增、略增、续盈、扭亏）占比较 H1 提升 2.4 个百分点至 41.8%，而预警（预减、略减、首亏、续亏）占比较 H1 显著下降 6.8 个百分点至 44.0%；其中预减、首亏的占比各环比下降 3.8、7.3 个百分点，上市公司业绩预喜占比连续两个季度改善，与国内后疫情经济逐季恢复一致。

结合三季度名义 GDP 增速较二季度进一步恢复上行、工业产销改善及消费回暖，以及工业企业利润自 4 月起连续改善且持续四个月保持正增长（近两月保持在近 20%的高增长），同时盈利恢复已自下游传导至中上游产业链，预计上市公司三季报大概率继续向好改善。在三季报业绩整体超预期带动下，预计市场对全年业绩有望上修，或为指数震荡缓升、个股精彩轮动的提供主要驱动力。

**5）反弹催化剂之五：陆股通资金阶段性转为净流入，绩优消费与科技白马有望重新加仓。**

作为投资 A 股聪明资金，陆股通动向往往作为市场情绪的风向标；7 月 14 日起，陆股通北上资金由此前连续大额净流入。展望下阶段，陆股通有望转为净流入，主要判断依据在于：一是**近两个半月的市场震荡调整期，部分绩优消费与科技白马股估值已快速回调**，动态估值进入合理区间的个股，正吸引陆股通资金重新净流入与加大配置；二**导致陆股通净流出的外部不确定因素正逐步落地，**包括美国大选日临近下前景逐步明朗、中美摩擦正逐步降温、海外市场趋稳等；三**近期美元汇率弱势窄幅震荡，而人民币在快速升值后，短期或进入平稳期，但中长期在国内经济领涨全球主要经济体及出口竞争力提升等支撑下，预计人民币仍在升值周期**，并在国内资本市场加大开放的驱动下，境外资金加仓配置 A 股的空间可观。

**3、中期市场展望：结构性牛市换挡，下半场基本面接力。**本轮牛市发轫于 18 年底，至 20 年 7 月中旬的一年半时间持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨；随着 5 月以来货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，今年下半年起流动性驱动力边际收敛，明年甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复动力已衰减。

根据近 25 年 A 股前四轮牛熊转换周期的运行规律，及牛市三阶段（估值修复—基本面上行与估值续升的戴维斯双击—估值全面泡沫化）的普遍节奏，预计目前 A 股正处于牛市的第一、二阶段换挡期。我们判断，近中期基本面恢复上行，有望驱动结构性牛市下半场，但指数上行斜率或放缓。

**展望结构性牛市下半场，基本面上行有望接力驱动，主要逻辑包括：**

**一是经济正进入恢复上行小周期。**我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计年内第三、四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 5-6%，明年一、二季度有望进一步回升至 10%附近，21 全年大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。

**二是上市公司业绩与盈利有望迎来显著回升期。**随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。目前市场对万得全 A、万得全 A（剔除金融、两油）的净利润同比增速一致预期，由 20 年的 2%、6%附近显著提高至 21 年的 20%、30%附近，未来 1 年上市公司业绩增速有望显著回升。

**4、配置建议：近期把握消费电子新能源汽车放量+可选消费回补机会，中期深挖科技+券商龙头。**

**一近中期而言，下半年经济恢复趋势明确、货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨，以家装家具家电、汽车、旅游影院等可选消费回补，及化工、建材、机械、电气设备等中游制造补库存为主；**

**二中长期深挖业绩超预期中期景气上行的科技龙头股；在国内大循环为主体、补短板锻长板以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板，预计以半导体芯片、5G+应用、新能源汽车、军工装备、创新医药为首的科技龙头有望进入中期景气上行期，可深挖优质科技成长股并逢低坚定配置；**

**三紧抓“两新一重”投资受益板块；**中长期创新升级经济转型的战略目标下，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建，具体包括 **5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建；及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。**

**四，低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计随着财政政策加码落地，国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情，尤其是在大力发展资本市场、着力打造旗舰型券商**

**的政策红利下，中长期龙头券商可坚定持有。**

**风险提示：全球疫情冬季超预期复发，中美关系加剧紧张，海外市场大幅震荡等风险。**

# 正文目录

一、近期市场研判：反弹窗口期开启

二、中期市场展望：结构性牛市换挡，下半场基本面接力

三、基本面展望：后疫情下业绩恢复显著，中小创改善居前，且未来四个季度有望延续

四、配置建议：近期把握消费电子新能源汽车放量+可选消费回补机会，中期深挖科技+券商龙头

# 图表目录

图表 1：七月中至九月底高估值成长股领跌两市 ..... 6
图表 2：近两个半月两市换手率自高位锐减逾七成 ..... 6
图表 3：七月中旬起两融交易占比自阶段高点持续回落 ..... 6
图表 4：万得全 A（剔除金融两油）的估值溢价率收窄 ..... 6
图表 5：国庆长假期间海外市场普遍回暖 ..... 7
图表 6：国庆长假期间恒生科技领涨 ..... 7
图表 7：中采制造业 PMI 连续七月保持在荣枯线上方 ..... 8
图表 8：服务业 PMI 指数已回升疫情前水平之上 ..... 8
图表 9：上市公司业绩预喜占比逐季提升 ..... 8
图表 10：工业企业经营累计业绩连续六个月显著回暖 ..... 8
图表 11：近两个半月陆股通持续净流出近九百亿元 ..... 9
图表 12：人民币兑美元汇率连升四个月外储稳中有升 ..... 9
图表 13：3/24 至今美国三大股指引领全球主要指数反弹 ..... 10
图表 14：A 股指数估值位于近十年区间分位数中低端 ..... 10
图表 15：陆股通北上资金流向与 AH 溢价率呈反向关系 ..... 10
图表 16：陆股通北上资金流向与人民币汇率呈反向关系 ..... 10
图表 17：单季度名义 GDP 同比增速-10Y 国债利率走势图 ..... 11
图表 18：万得全 A 指数已进入第五轮牛熊周期 ..... 11
图表 19：美国两大市场的年均退市率达 5-6% ..... 12
图表 20：预计未来 A 股常态化退市公司家数跃升 ..... 12
图表 21：剔除金融两桶油全 A 整体 PE 较十年均值溢价 35% ..... 12
图表 22：创业板指与沪深 300 估值比自四年半新高锐降 ..... 12
图表 23：全球市场波指已趋势回落四个半月 ..... 12
图表 24：当前沪深 300 指数 ERP 较五年均值转至低 107bp ..... 12
图表 25：20 年 1-8 月股票+混合型基金新成立逾 1.28 万亿 ..... 13
图表 26：20 年 4 月起债券、货币型基金份额见顶锐降 ..... 13
图表 27：近三月境外资金持有 A 股市值及占比重新上升 ..... 13
图表 28：险资股票与基金投资占比回升至三年半高点 ..... 13
图表 29：未来 1 年季度 GDP 增速有望自底部趋势恢复 ..... 14
图表 30：餐饮住宿批零交运等服务业增速仍待转正 ..... 14
图表 31：二季度工业产能利用率已快速恢复至均线附近 ..... 14
图表 32：城镇居民可支配收入下降影响消费能力 ..... 14
图表 33：工业增速六连升至疫情前水平 ..... 14
图表 34：制造业投资正加速回暖 ..... 14
图表 35：耐用消费品零售额持续稳步回暖 ..... 14
图表 36：我国出口贸易增速连续六个月好于预期 ..... 14
图表 37：全球主要经济体制造业 PMI 普遍已连升四个月 ..... 15

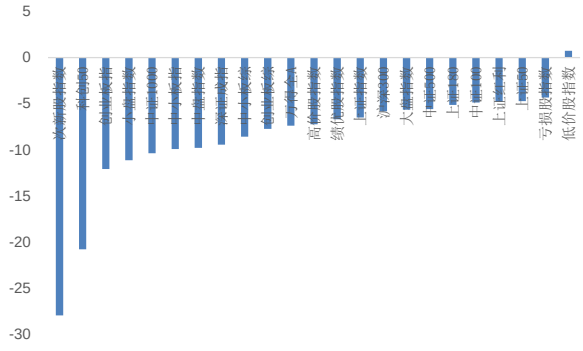
图表 38：但美英 ZEW 经济景气领先指标近两月波动 ..... 15
图表 39：A 股主要指数营收累计同比增速回升明显 ..... 15
图表 40：A 股主要指数净利润累计同比增速悉数回暖 ..... 15
图表 41：中小创板块单季度毛利率回升明显 ..... 16
图表 42：单季度净利率回升幅度显著大于毛利率 ..... 16
图表 43：二季度三项费率下降明显 ..... 16
图表 44：主要系二季度疫情防控期销售费率缩减 ..... 16
图表 45：资产负债率普遍小幅攀升 ..... 16
图表 46：扣非 ROE 普遍连升两季 ..... 16
图表 47：19Q3 起创业板指相对沪深 300 业绩增速转正 ..... 17
图表 48：业绩相对景气周期决定市场风格走势 ..... 17
图表 49：近十五年四大风格指数走势对比图 ..... 18
图表 50：四大风格指数估值-业绩预期对比 ..... 18

## 一、近期市场研判：反弹窗口期开启

**1、反弹窗口期开启研判一：内外压力已充分消化。**我们在九月下旬反复分析指出，调整压力进入尾声，阶段反弹蓄势待发。当时以上判断依据主要包括：一是**内外压力消化殆尽，**七月中旬起至九月底的两个半月内，A 股进入指数震荡回调、绩优高位股轮番快速下跌期，已对货币政策及流动性边际收敛、注册制改革扩容后新股发行提速下市场资金供需趋紧担忧（尤其是近期大型科技公司的轮番登场 IPO）等内部压力，及美国大选进入白热化阶段中美摩擦频发、欧洲疫情秋冬季二次反弹、海外市场大幅震荡等外部压力，作出了较为充分消化。

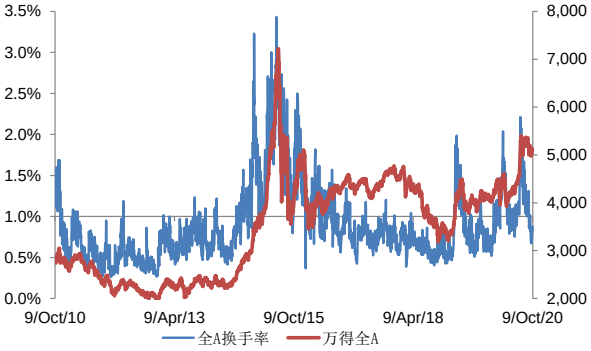
二是**从指数调整幅度及资金交易情绪判断，阶段性调整已基本见底，**近两个半月的震荡回调期，沪综指、深成指、沪深 300 等为代表的大盘指数回调 6-10%，中小创、科创板、次新股为代表的中小盘指数普遍回调 10-30%，估值较历史均值溢价率已显著收窄。同时，从资金交易情绪来看，两市成交额已缩量至前期峰值时的三成附近、两市日换手率下降至远离历史均值下方 0.7%附近、两融交易占比持续萎缩至远离历史均值下方 7.8%附近、陆股通持续净流出近九百亿元；以上资金交易情绪的大幅降温，预示市场阶段性调整基本见底了。

**图表 1：七月中至九月底高估值成长股领跌两市**



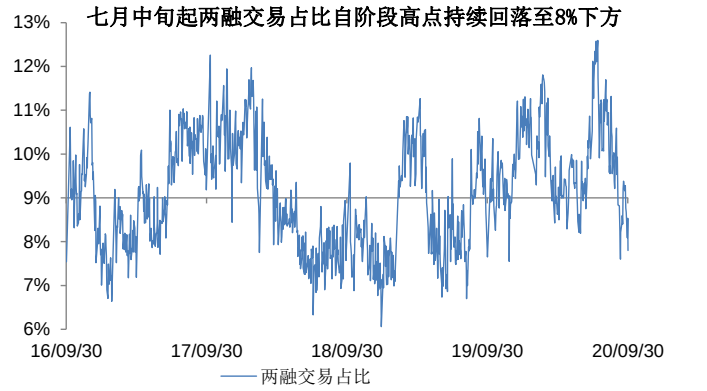

资料来源：WIND，国都证券

**图表 2：近两个半月两市换手率自高位锐减逾七成**



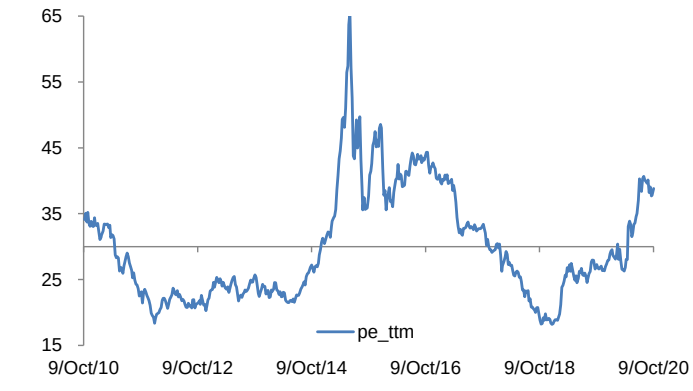

资料来源：WIND，国都证券

**图表 3：七月中旬起两融交易占比自阶段高点持续回落**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 4：万得全 A（剔除金融两油）的估值溢价率收窄**




资料来源：WIND，国都证券

**2、反弹窗口期开启研判二：催化剂蓄势待发。**

**1）反弹催化剂之一：政策红利进入密集释放期，催化红十月行情。**十月底即将召开的五中全会、中央政治局经济工作会议、深圳特区建立四十周年、上交所成立三十周年等重要事件，预示十月起国内产业政策、市场改革开放红利进入密集释放期，有望提升国内市场风险偏好，活跃相关受益主题板块。近日密集出台了关于**进一步提高上市公司质量意见的资本市场政策、新能源汽车产业发展规划的产业政策、深圳先行示范区综合改革试点实施方案的区域政策等。**

十月底召开十九届五中全会，重点议题为十四五规划，将重点构建新发展格局，切实转变发展方式，推动质量变革、效率变革、动力变革，坚持深化改革开放，强化有利于提高资源配置效率、有利于调动全社会积极性的改革开放重大举措。考虑到高层已确立的国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的发展战略布局，预计届时对我国内需、科技、金融等内循环作出系统性优化部署，尤其对自主可控科技供应链的瓶颈突破的支持政策可期。此外，**更好发**

**挥发挥资本市场枢纽功能，落实我国创新驱动和科技强国战略下，**预计我国资本市场的深化改革与扩大开放将稳步推进落实，制度红利有望继续释放。

**一资本市场改革开放方面，近日国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，总体要求主要为：***按照深化金融供给侧结构性改革要求，加强资本市场基础制度建设，大力提高上市公司质量优化上市公司结构和发展环境，使上市公司运作规范性明显提升，信息披露质量不断改善，突出问题得到有效解决，可持续发展能力和整体质量显著提高。***我国资本市场深化改革扩大开放的红利释放，将助力 A 股行稳致远。**

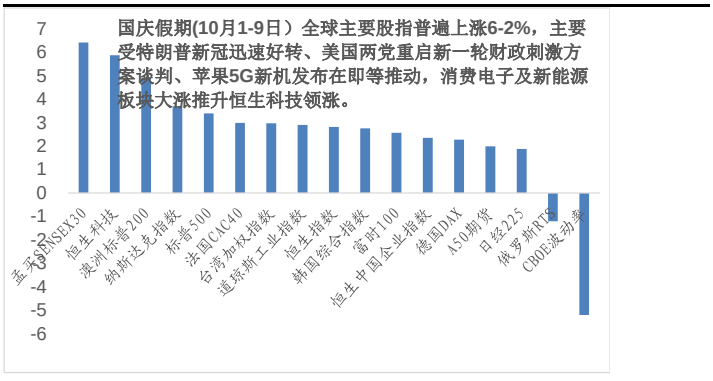
文件**具体提出了六方面十七条意见，主要包括：**提高上市公司治理水平、推动上市公司做优做强、健全上市公司退出机制、解决上市公司突出问题、提高上市公司及相关主体违法违规成本等。重点具体举措包括：全面推行、分步实施证券发行注册制；加强资本市场融资端和投资端的协调平衡；完善退市标准，简化退市程序，加大退市监管力度；加大对欺诈发行、信息披露违法、操纵市场、内幕交易等违法违规行为的处罚力度；提升信息披露质量；健全激励约束机制等。

**二产业政策方面，近日国务院常务会议通过《新能源汽车产业发展规划》，**重点包括：加大关键技术攻关，鼓励车用操作系统、动力电池等开发创新；支持新能源汽车与能源、交通、信息通信等产业深度融合，推动电动化与网联化、智能化技术互融协同发展，推进标准对接和数据共享；鼓励开展换电模式应用；加大对公共服务领域使用新能源汽车的政策支持，2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新公交、出租、物流配送等公共领域车辆，新能源汽车比例不低于 80%。

**三区域政策方面，近日中办国办联合印发了《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020—2025 年）》，**方案赋予深圳在重点领域和关键环节改革上更多自主权，支持深圳在更高起点、更高层次、更高目标上推进改革开放，率先完善各方面制度，构建高质量发展体制机制，推进治理体系和治理能力现代化，加快形成全面深化改革、全面扩大开放新格局，推动更高水平深港合作，增强在粤港澳大湾区建设中的核心引擎功能，努力创建社会主义现代化强国的城市范例。

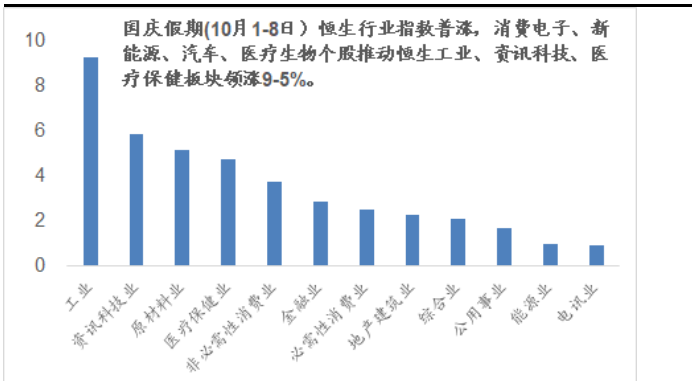
2）**反弹催化剂之二：近期海外风险偏好回升。**节前市场普遍担忧长假期间海外存在不确定性，市场观望加剧甚至适当减仓；但中秋国庆长假期间全球市场利好消息占据上风，**美国民主党赢取大选的民调优势扩大、特朗普新冠迅速好转、美国两党重启新一轮财政刺激方案谈判、苹果 5G 新机发布在即、全球主要电动汽车市场产销两旺等市场乐见的预期，**推动全球风险偏好回升；全球主要股指普涨 6-2%，此前滞涨的港股涨幅居前，其中消费电子及新能源板块大涨推升恒生科技领涨。受长假期间外围市场转暖推动，长假后的 A 股复市首日如期大幅反弹，消费电子、新能源及电动汽车、汽车家电等可选消费领涨。

**图表 5：国庆长假期间海外市场普遍回暖**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 6：国庆长假期间恒生科技领涨**



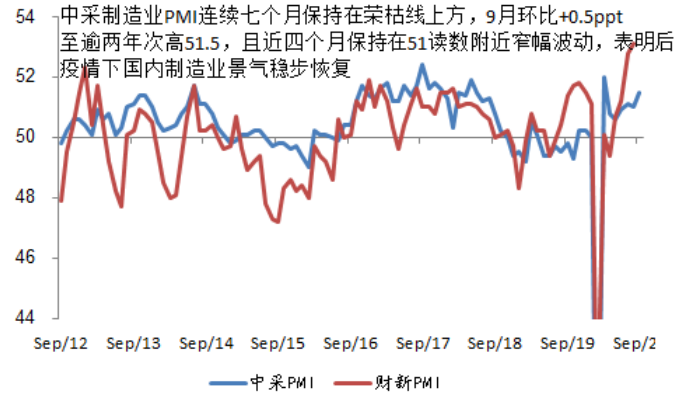

资料来源：WIND，国都证券

**3）反弹催化剂之三：国内经济基本面深度恢复。**中秋国庆长假的旅游、消费数据好于预期，提升了市场对于国内经济深度恢复信心。此前国内后疫情前中期内，旅游、电影、餐饮等线下服务消费恢复力度持续偏弱，五一、端午假期的零售额仅恢复至同期的三四成附近；但今年中秋国庆假期出游人数及消费金额可比恢复七至八成、电影票房收入创历史第二高，较上半年黄金假期回暖显著，同时长假期间零售与餐饮收入日均同比恢复正增长 4.9%；表明国内疫情防控见效后线下实体或体验式消费趋于正常化，国内经济正进入深度恢复期间。此外，中采制造业 PMI 连续七个月保持在荣枯线上方，9 月环比+0.5ppt 至逾两年次高 51.5，且近四个月保持在 51 读数附近窄幅波动，

表明后疫情下国内制造业景气保持稳步恢复态势。

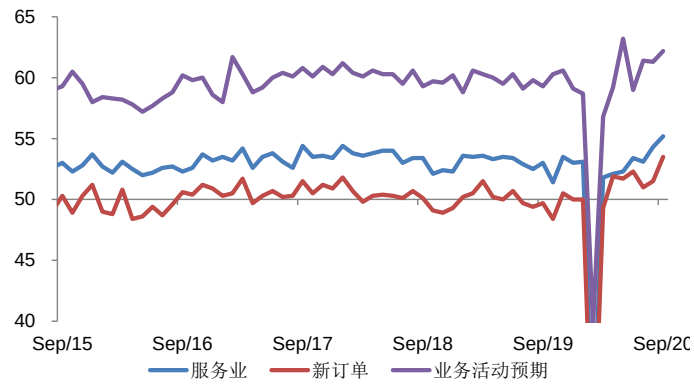
此前公布的经济社融数据，巩固了后疫情下国内经济持续恢复态势。8 月经济、社融数据超预期， 8 月消费增速年内首次由负转正，房地产投资韧性足且销量、资金到位改善下，后续房地产投资增速回落缓慢；当月制造业与民间投资显著回暖转正；同时，基建投资虽然短暂回落，但后续随着财政资金到位，预计基建投资增速稳中有升；此外，社融规模与增速超预期，表征货币活化的 M1 增速已连升七个月至两年半高，表明企业资产负债表逐步修复等，均预示经济内生恢复动能仍可持续。

**图表 7：中采制造业 PMI 连续七月保持在荣枯线上方**




资料来源：wind，国都证券

**图表 8：服务业 PMI 指数已回升疫情前水平之上**




资料来源：WIND，国都证券

**4）反弹催化剂之四：上市公司业绩预期逐步向好。**十月进入三季报披露窗口期，上市公司业绩超预期，或将是市场重拾升势的主要催化剂。截至 9/30 日 596 家上市公司已发布 20Q3 业绩预告，对比截至 7/15 预告 20H1 的业绩预告类型：Q3 预喜（预增、略增、续盈、扭亏）占比较 H1 提升 2.4 个百分点至 41.8%，而预警（预减、略减、首亏、续亏）占比较 H1 显著下降 6.8 个百分点至 44.0%；其中预减、首亏的占比各环比下降 3.8、7.3 个百分点，上市公司业绩预喜占比连续两个季度改善，与国内后疫情经济逐季恢复一致。

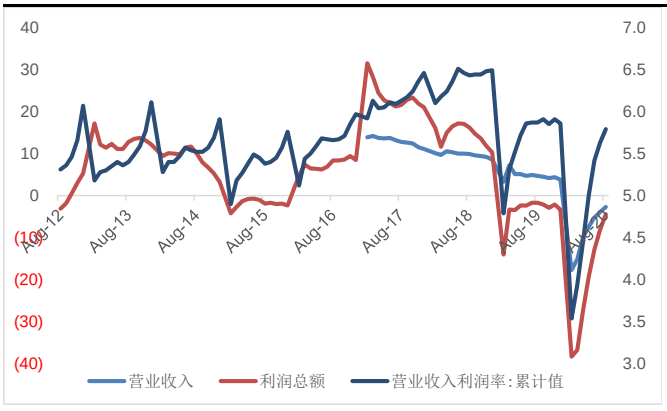
统计 20 年中报业绩的数据，二季度业绩增速、盈利能力均较一季度显著改善，尤其是创业板、中小板的净利润同比增速上行明显。预计随着未来四个季度经济恢复上行，上市公司业绩增速与盈利能力有望持续提升或改善。结合三季度名义 GDP 增速较二季度进一步恢复上行、工业产销改善及消费回暖，以及工业企业利润自 4 月起连续改善且持续四个月保持正增长（近两月保持在近 20%的高增长），同时盈利恢复已自下游传导至中上游产业链，预计上市公司三季报大概率继续向好改善。在三季报业绩整体超预期带动下，预计市场对全年业绩有望上修，或为指数震荡缓升、个股精彩轮动的提供主要驱动力。

**图表 9：上市公司业绩预喜占比逐季提升**




资料来源：wind，国都证券

**图表 10：工业企业经营累计业绩连续六个月显著回暖**




资料来源：WIND，国都证券

**5）反弹催化剂之五：陆股通资金阶段性转为净流入，绩优消费与科技白马有望重新加仓。**

作为投资 A 股聪明资金，陆股通动向往往作为市场情绪的风向标；7 月 14 日起，陆股通北上资金由此前连续大额净流入，转为持续净流出共近 900 亿元，而年初至 7 月 13 日陆股通累计净流入 1835 亿元。我们认为，过去两个

半月陆股通持续净流出，主要系：一是前期 A 股快速上涨，陆股通重仓的绩优消费与科技白马股估值普遍进入历史高位区间所致；二是随着美国大选日临近不确定性上升、近期欧洲疫情的反弹下美元指数阶段反弹，全球资金转为避险流出新兴市场而选择落袋为安，陆股通持续显著净流出。

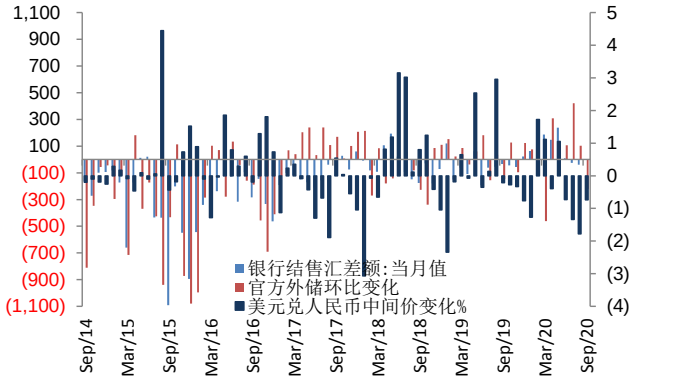
展望下阶段，陆股通有望转为净流入，主要判断依据在于：一是近两个半月的市场震荡调整期，部分绩优消费与科技白马股估值已快速回调，动态估值进入合理区间的个股，正吸引陆股通资金重新净流入与加大配置；二导致陆股通净流出的外部不确定因素正逐步落地，包括美国大选日临近下前景逐步明朗、中美摩擦正逐步降温、海外市场趋稳等；三近期美元汇率弱势窄幅震荡，而人民币在快速升值后，短期或进入平稳期，但中长期在国内经济领涨全球主要经济体及出口竞争力提升等支撑下，预计人民币仍在升值周期，并在国内资本市场加大开放的驱动下，境外资金加仓配置 A 股的空间可观。

**图表 11：近两个半月陆股通持续净流出近九百亿元**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 12：人民币兑美元汇率连升四个月外储稳中有升**




资料来源：WIND，国都证券

**3、近期市场研判二：外围市场虽有震荡压力，但对 A 股的影响持续性与幅度有限。**

9 月初以来，美股、欧股先后引发了两轮快速下跌行情，触发震荡下跌的主要原因分别为科技巨头持续上涨后的高估值压力、近期欧洲多国新冠疫情的再次反弹。近期来看，一美国大选进入连续四场的密集候选人辩论，或使得市场对于最终结局预期反复波动；二美国两党对于新一轮财政救助方案始终未能达成共识，或使得美国消费、经济恢复动能衰减；三秋冬季欧洲疫情呈现快速反弹之势，若进一步蔓延恶化，或拖累全球经济修复态势。

以上欧美政治、经济、疫情不确定走势下，短期或使得欧美市场震荡压力反复释放，但对 **A 股的影响持续性与幅度有限**，若因非理性情绪释放较大调整压力，或是布局中期结构性牛市的入场契机。以上判断的逻辑依据主要在于：

1）**中国与欧美疫情发展与防控进度、经济重启与恢复节奏不一致，宏观政策刺激力度各异，使得市场走势节奏明显错位。**整体来看，由于我国疫情防控见效、经济重启与恢复领先美国，使得 A 股的方向性走势也基本领先美股 1-2 个月，**预计 A 股有望率先走出此次外围市场调整压力圈，受欧美市场震荡的影响时间非常有限。**

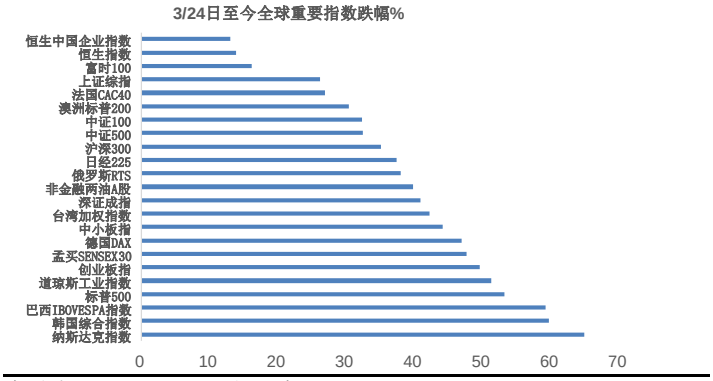
（1）第一轮明显错位期，A 股、美股分别于 1 月中旬、2 月中旬起步入阶段性调整，随后展开反弹时点分别为 2 月初、3 月初；3 月中旬至 5 月上旬均处于全球疫情蔓延扩散、量宽政策推动下的下大跌-快速反弹期；

（2）第二轮明显错位期，5 月中旬至 7 月中旬，期间我国疫情防控取得战略性成果、而美国疫情处于加剧恶化期，同时我国经济持续快速恢复后货币政策边际收敛，美国经济急剧萎缩连续推出财政货币刺激方案；以上疫情防控、经济恢复及政策错位，使得两大市场走势呈现错位分化，A 股短暂调整后进入持续一个月的快速上涨期，而美股反弹后进入震荡调整期；

（3）第三轮明显错位期，7 月中旬至今，期间 A 股在指数快速上涨后，而监管政策降温过热交易行为，同时货币政策持续收敛、经济恢复动能放缓等压制下，高估值高价股依次展开适度调整，大盘指数进入窄幅区间震荡；而在美国疫情缓和、经济与就业数据改善及科技巨头财报好于预期等共同推动下，美股转为持续上涨。

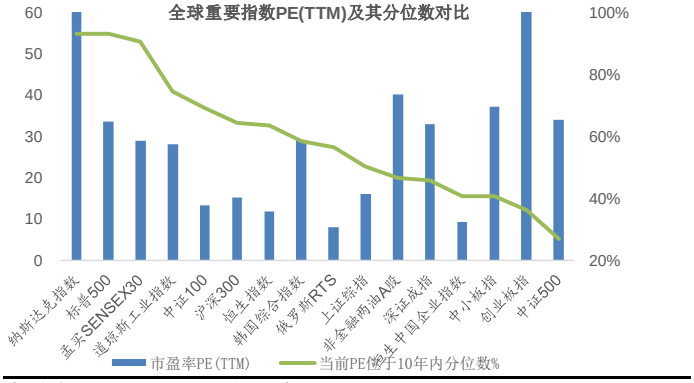
2）**年内上述中美两国的疫情发展与防控、经济基本面、宏观政策节奏错位，两大市场的相关性已大幅减弱**，近三个月内 A 股主要指数与标普 500 的相关系数已降至 0.1-0.4 区间，显著低于近三年的 0.4-0.5 区间。A 股与美股的相关性明显降低后，也预示 **A 股受美股调整的压力有限**。

图表 13：3/24 至今美国三大股指引领全球主要指数反弹



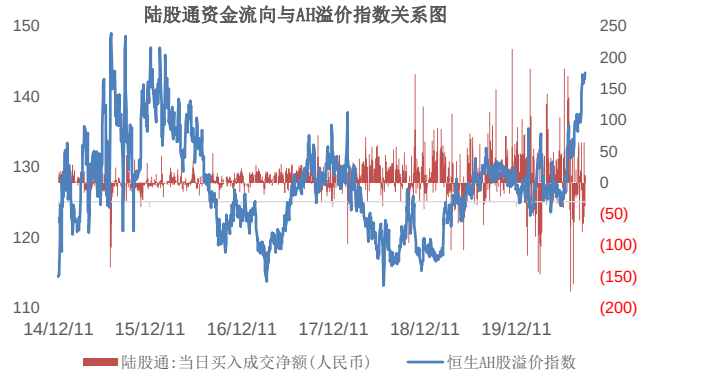

资料来源：WIND，国都证券

图表 14：A 股指数估值位于近十年区间分位数中低端




资料来源：WIND，国都证券

图表 15：陆股通北上资金流向与 AH 溢价率呈反向关系




资料来源：WIND，国都证券

图表 16：陆股通北上资金流向与人民币汇率呈反向关系




资料来源：WIND，国都证券

## 二、中期市场展望：结构性牛市换挡，下半场基本面接力

**1、中期市场展望一：指数中途震荡，结构性牛市换挡。**本轮牛市发轫于 18 年底，至 20 年 7 月中旬的一年半时间持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨；主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，正改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。该一年半持续上涨后，科技+消费结构性估值泡沫显现，牛市第一阶段的估值修复行情演绎较为充分。

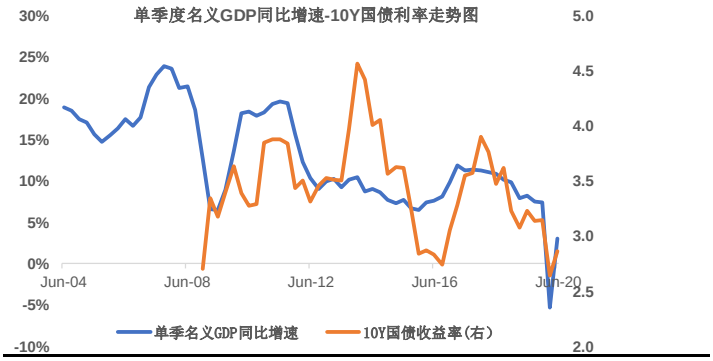
随着 5 月以来货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，今年下半年起流动性驱动力边际收敛，明年甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复动力已衰减。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；近两个半月在上述分析的内外扰动压力下，大盘指数进入区间反复震荡期，风格阶段性逆转，即此前的高估值、绩优高价股领跌调整，而中低估值、亏损低价股逆势上涨，估值合理偏低的传统蓝筹相对抗跌，也是对过去一年风格大幅偏向前者的适度修正。

根据近 25 年 A 股前四轮牛熊转换周期的运行规律，及牛市三阶段（估值修复—基本面上行与估值续升的戴维斯双击—估值全面泡沫化）的普遍节奏，预计目前 A 股正处于牛市的第一、二阶段换挡期。我们判断，近中期基本面恢复上行，有望驱动结构性牛市下半场，但指数上行斜率或放缓。

2、**中期市场展望二：基本面上行有望接力。**展望结构性牛市下半场，基本面上行有望接力驱动，主要逻辑包括：**一是经济正进入恢复上行小周期。**我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计年内第三、四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 5-6%，明年一、二季度有望进一步回升至 10%附近，21 全年大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。

**图表 17：单季度名义 GDP 同比增速-10Y 国债利率走势图**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 18：万得全 A 指数已进入第五轮牛熊周期**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 3：A 股前四轮牛熊周期时长及期间表现统计**

| 牛熊期 | | 启动日 | 结束日 | 时长(年) | 期间全A指数表现% | 牛熊完整周期指数表现%/时长 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 第一轮 | 牛市期 | 1996/1/23 | 2001/6/13 | 5.4 | 449.3 | 94.6 |
| | 熊市期 | 2001/6/14 | 2005/7/18 | 4.1 | -64.6 | 9.5 |
| 第二轮 | 牛市期 | 2005/7/19 | 2008/1/14 | 2.5 | 610.8 | 109.0 |
| | 熊市期 | 2008/1/15 | 2008/11/4 | 0.8 | -70.6 | 3.3 |
| 第三轮 | 牛市期 | 2008/11/5 | 2010/11/11 | 2.0 | 148.7 | 55.5 |
| | 熊市期 | 2010/11/12 | 2012/12/3 | 2.1 | -37.5 | 4.1 |
| 第四轮 | 牛市期 | 2012/12/4 | 2015/6/12 | 2.5 | 279.2 | 66.9 |
| | 熊市期 | 2015/6/13 | 2018/10/18 | 3.4 | -56.0 | 5.9 |
| 第五轮 | 牛市期 | 2018/10/19 | *2020/7/16* | 1.7 | 57.2 | |
| | 熊市期 | *根据前四轮牛熊周期均值推测，本轮牛市或于2021年10月前后见顶，随后或转熊至2024年春触底（完全根据历史规律推测，或存在较大时点误差！）* | | | | |
| 前四轮平均值 | 牛市期 | | | 3.1 | 372.0 | 81.5 |
| | 熊市期 | | | 2.6 | -57.2 | 5.7 |
| 数据来源：wind，国都证券 | | | | | | |

规模以上工业企业利润同比增速已连升五个月，且近四个月的单月利润增速保持正增长，近两月保持在 19%上方附近的两年高位；同时，工业企业主营业务利润率也同步五连升至 8 月的 5.79%，基本恢复至疫情前正常水平；从库存角度来看，工业企业产成品存货，在经历 4-7 月的持续下行的去库存后，8 月首次转升为补库存，企业主动补库存有望增添经济动能。行业来看，前 8 月累计利润同比正增长的行业主要包括：计算机通信电子设备制造业（+26.1%）、通用设备（+7.6%）、专用设备（+22.9%）、橡胶塑料（+19.5%）、医药（+7.4%）、纺织业（+1.6%）、汽车制造（+1.5%），而近几个月利润降幅持续收窄并接近转正的行业主要包括：酒饮料、建材、电气机械及器材、有色金属等。

**二是上市公司业绩与盈利有望迎来显著回升期。**随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。目前市场对万得全 A、万得全 A（剔除金融、两油）的净利润同比增速一致预期，由 20 年的 2%、6%附近显著提高至 21 年的 20%、30%附近，未来 1 年上市公司业绩增速有望显著回升。

**3、中期市场展望三：资本市场改革持续落地，制度红利持续释放。**资本市场制度改革加速推进：**一注册制试点有序推广，提升上市公司质量结构。**代表我国产业升级、核心技术及创新活力的公司正加快登陆 A 股市场，同时新证券法加大对违法违规的从严从重处罚、直接退市制度的扩大实行，A 股市场优胜劣汰机制正重塑形成，有望持续改善上市公司质量结构。

近 22 年 A 股共退市 122 家；按退市类型，连续亏损、违法违规、吸收合并、私有化、证券置换各 54、23、35、9、1 家；A 股近十年年均退市率仅 0.35%，远低于同期纳斯达克、纽交所的 5.1%、6.7%（年均退市公司数达 160、100 家附近）；近两年注册制试点下退市数量持续增加，年内已退市 13 家；若参照美股退市率经验数据，未来注册制 IPO 与退市常态化并行以实现优胜劣汰，预计 A 股退市公司将由此前的个位数上升至 100-200 家。

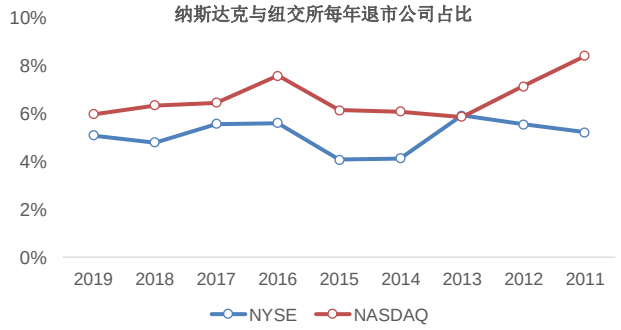
**二监管层着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度。**近两年监管层已对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整；上交所及时响应市场呼声，修订上证综指编制方案、发布科创板 50 指数，以合理反应我国经济产业转型升级、市场结构组成的变化。

**三加大引导境外机构资金、银行理财、保险、信托等境内外中长线机构资金入市的政策红利正加快释放，居民财富加大权益类资产配置的趋势已成。**

近期证监会召开的系统年中工作会议，重点提出了资本市场几大工作主线，包括落实“六稳”“六保”中进一步体现资本市场担当作为、聚焦“建制度”主线、践行“不干预”理念、落实“零容忍”要求、把握好改革的时度效以平稳推进资本市场全面深化改革落地实施、推进资本市场高水平双向开放等；预示着我国资本市场制度改革红利有望持续释放。

**综合判断，过去几年资本市场系列制度改革，重点以双向开放加大引入境内外中长线机构资金，以试点注册制发行并从严落实退市制度加快上市公司的优胜劣汰，将重点改善提升资金与上市公司投融资两端主体的结构与质量；以上我国资本市场深化改革扩大开放的红利释放，将助力 A 股行稳致远。**

**图表 19：美国两大市场的年均退市率达 5-6%**



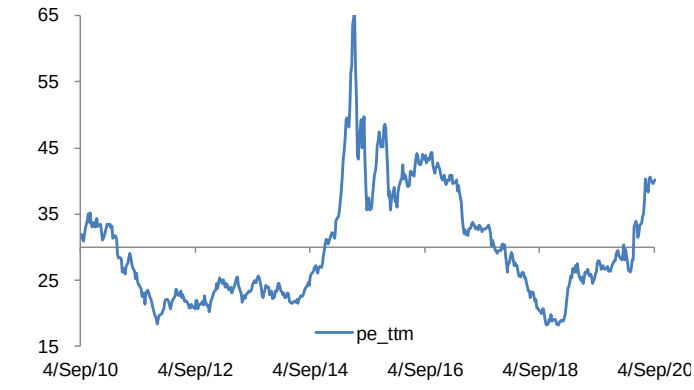

资料来源：WIND，国都证券

**图表 20：预计未来 A 股常态化退市公司家数跃升**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 21:剔除金融两桶油全 A 整体 PE 较十年均值溢价 35%**



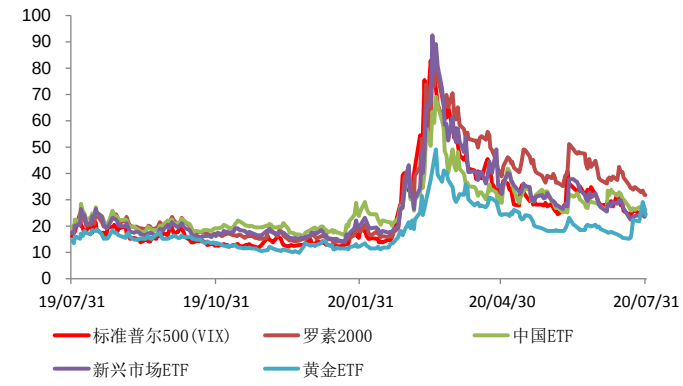

资料来源：WIND，国都证券

**图表 22：创业板指与沪深 300 估值比自四年半新高锐降**



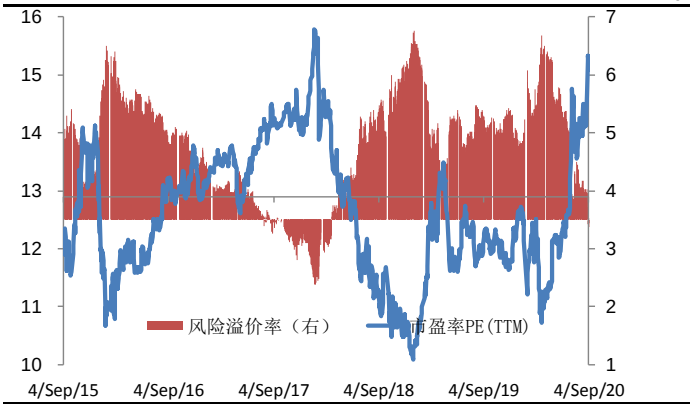

资料来源：WIND，国都证券

**图表 23：全球市场波指已趋势回落四个半月**



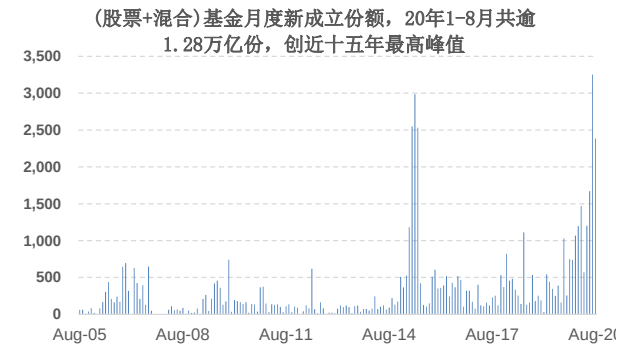

资料来源：WIND，国都证券

**图表 24:当前沪深 300 指数 ERP 较五年均值转至低 107bp**



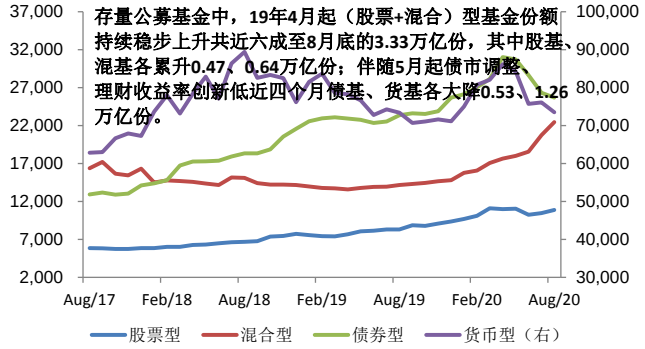

资料来源：WIND，国都证券

**图表 25：20 年 1-8 月股票+混合型基金新成立逾 1.28 万亿**



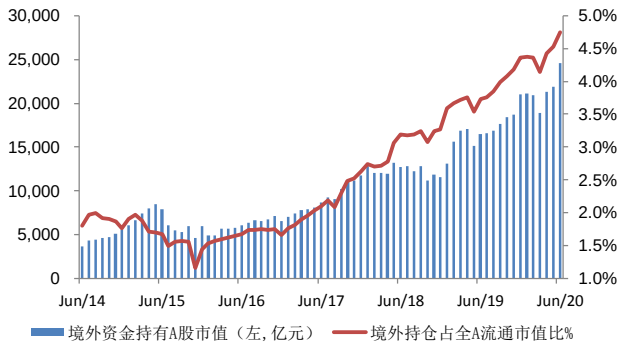

资料来源：WIND，国都证券

**图表 26：20 年 4 月起债券、货币型基金份额见顶锐降**



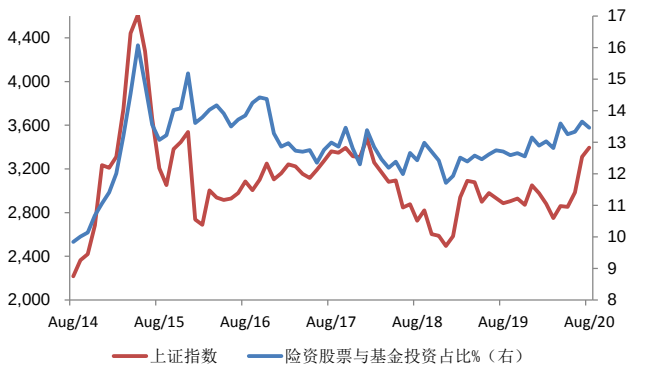

资料来源：WIND，国都证券

**图表 27：近三月境外资金持有 A 股市值及占比重新上升**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 28：险资股票与基金投资占比回升至三年半高点**




资料来源：WIND，国都证券

## 三、基本面展望：后疫情下业绩恢复显著，中小创改善居前，且未来四个季度有望延续

**1、宏观经济：中期恢复上行趋势延续。**我国 GDP 同比增速已由 20Q1 的-6.8%恢复至 20Q2 的+3.2%；展望三、四季度，**预计经济恢复趋势有望延续，回升动能或主要为基建投资继续发力、制造业投资底部改善、消费信心与意愿回升下的可选消费回补；**当前市场一致预期 20Q3、Q4 单季度 GDP 同比+5.5%、+6.0%附近（20 年 GDP 预期同比+2.3%）。中周期来看，经济逐季恢复，且本轮经济上行周期，预计可持续至 2021 年二季度。

从 8 月主要数据来看，经济恢复态势继续改善与巩固，具体体现为：**一消费和投资继续好转，** 8 月消费同比增速年内首次有负转正至+0.5%，其中化妆品类、通信器材类、金银珠宝类等可选消费品同比增长两位数以上，汽车消费持续改善；固定资产投资同比降幅持续收窄至前 8 月的-0.3%，尤其值得注意的是，制造业、民间投资增速回暖明显。

**二工业和服务业恢复加快，**8 月规模以上工业增加值同比超预期回升至+5.6%，已回升至疫情前水平，41 个大类行业中实现增长的行业超过七成；前 8 月累计增速实现了年内的首次转正。同时，随着生产回升和居民消费回暖，相关生产性、生活性服务业均得到改善。8 月份服务业生产指数环比加快 0.5 个百分点至+4%。

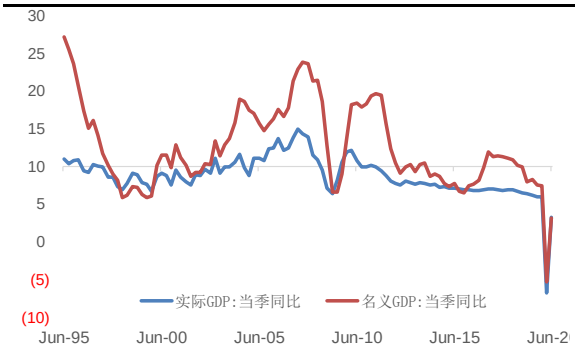
展望未来，经济恢复动力分解来看：**一生产端，工业增速已基本恢复至疫情前正常区间，预计边际贡献动能减弱。**由于国内疫情防控得力，常态化防控与复工复产策略得当，工业生产供给端恢复较快，单月同比增速已于 4 月转正且连升五月至 8 月的+5.6%，已回升逼近至疫情前的 5-6%的正常增速区间、工业产能利用率也基本恢复至均线附近 75%，预计下半年进一步回升空间非常有限，对经济边际拉升动能减弱。

**二投资端来看，基建投资发力与制造业投资底部改善，或为后续经济回升主要动力。**固定资产投资累计增速已自前 2 月的低谷逐月显著回升至前 8 月的-0.3%，回升节奏与幅度好于预期；投资增速回升依次源自房地产投资恢复韧性足、基建投资增速快速上行、制造业投资显著回暖。展望四季度，**基建投资发力与制造业投资的继续回暖，或为经济回升主要动力。**

**三消费端来看，可选消费回补仍可期。**上半年受疫情零星复发、常态化防控及居民收入增速下降等压制，可选消费恢复较为缓慢，恢复节奏略低于市场预期。社会消费零售额同比降幅连续六月收窄，8 月首次实现年内转正，后续可选消费、服务消费的深度恢复或为主要增长空间。展望四季度，后疫情下就业逐步改善，企业盈利逐步恢复，城

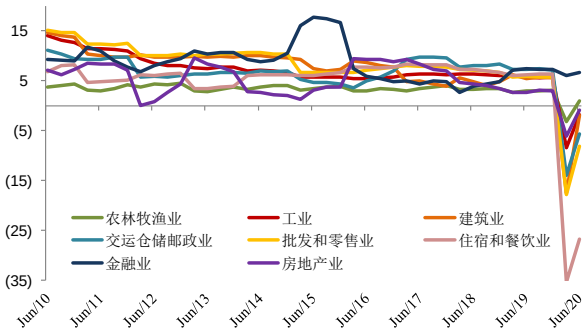
镇居民可支配收入有望改善，居民消费信心有望提升；同时，疫情常态化防控积累了成功策略与经验，线下消费场景进一步开放，预计以汽车、家装家具家电、餐饮旅游等为主的可选消费回补可期。

**图表 29：未来 1 年季度 GDP 增速有望自底部趋势恢复**



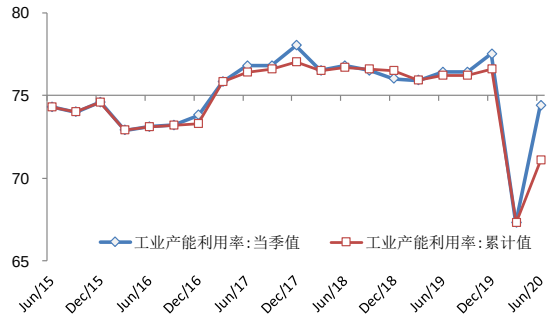

资料来源：WIND，国都证券

**图表 30：餐饮住宿批零交运等服务业增速仍待转正**



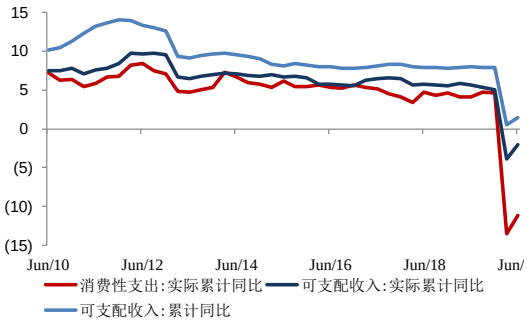

资料来源：WIND，国都证券

**图表 31：二季度工业产能利用率已快速恢复至均线附近**



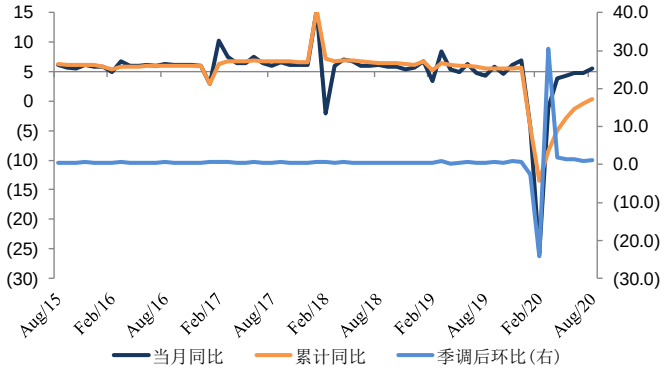

资料来源：WIND，国都证券

**图表 32：城镇居民可支配收入下降影响消费能力**



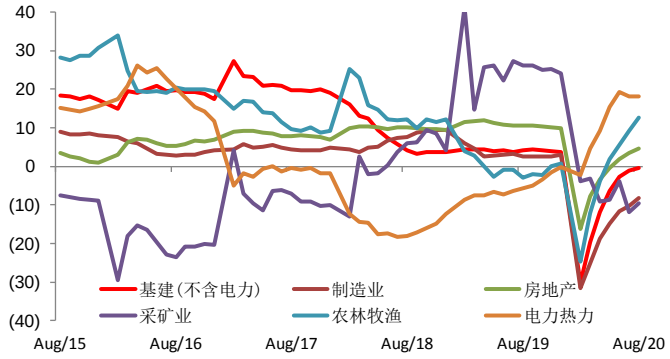

资料来源：WIND，国都证券

**图表 33：工业增速六连升至疫情前水平**



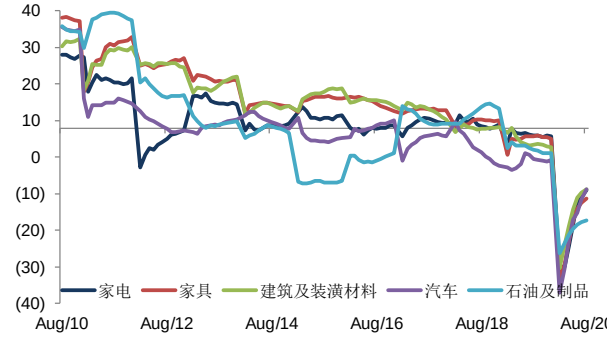

资料来源：WIND，国都证券

**图表 34：制造业投资正加速回暖**



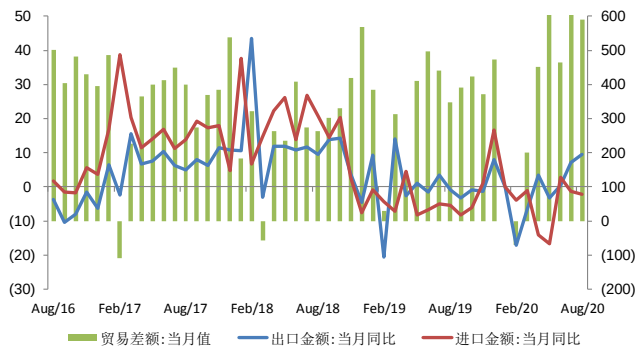

资料来源：WIND，国都证券

**图表 35：耐用消费品零售额持续稳步回暖**



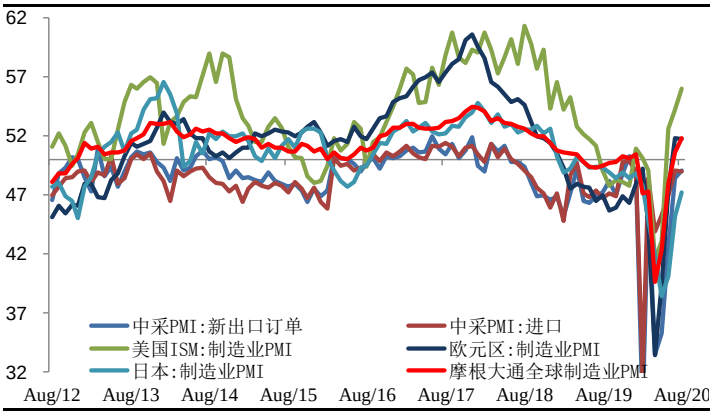

资料来源：wind，国都证券

**图表 36：我国出口贸易增速连续六个月好于预期**



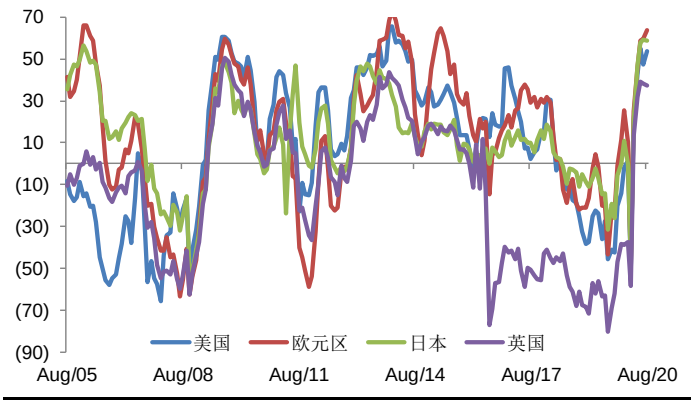

资料来源：WIND，国都证券

图表 37：全球主要经济体制造业 PMI 普遍已连升四个月




资料来源：WIND，国都证券

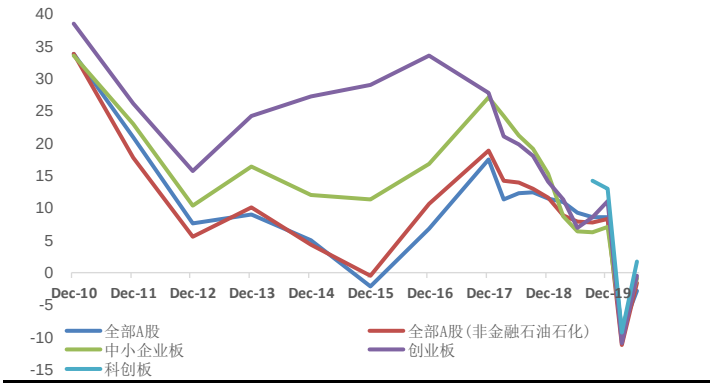
图表 38：但美英 ZEW 经济景气领先指标近两月波动




资料来源：WIND，国都证券

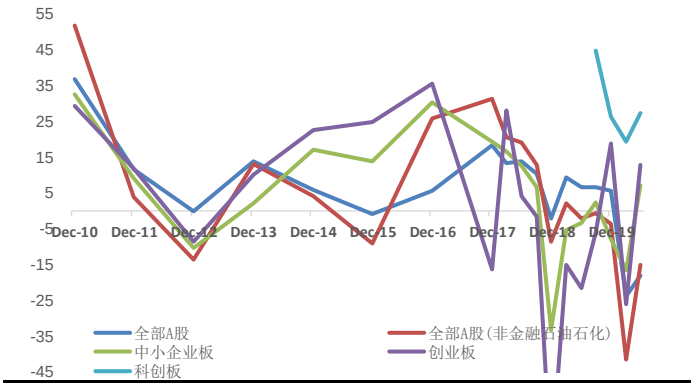
**2、、A 股业绩动态简析：非金融两油的业绩显著恢复，中小创业绩改善居前。**统计分析 A 股上市公司 20 年中报，营收、净利润累计、单季度同比增速改善明显，与后疫情二季度 GDP 增速由负转正、工业企业利润增速持续回升一致。其中，主板业绩受银行、石油石化拖累累计增速仍为负增长，但降幅显著收窄；而中小板、创业板、科创板的累计营收增速均已回升至零附近或小幅转正，中小创净利润增速均大幅转正，科创板净利润增速进一步上升至 30%附近。整体而言，**20 年中报业绩增速略好于预期，非金融两油的业绩显著恢复，中小创业绩改善居前**，营收累计同比降幅显著收窄，中小创的净利润累计同比增速由 20Q1 的双位数负增长转为 20H1 的两位数附近正增长。

图表 39：A 股主要指数营收累计同比增速回升明显




资料来源：WIND，国都证券

图表 40：A 股主要指数净利润累计同比增速悉数回暖




资料来源：WIND，国都证券

3、**业绩增速展望：未来四个季度有望延续恢复上行，1Q21 或为阶段增速高点。**统计历史 A 股各季度业绩累计增速变化曲线可知，全 A、扣除金融石油石化的 A 股营收、净利润增速基本与名义 GDP（包含量价因素）走势一致。短中期展望，实际 GDP 增速有望逐季恢复上行，初步预计 20 年第三、四季度的实际 GDP 同比增速将由第二季度的+3.2%进一步恢复至 5.5-6.0%区间，而 21 年第一、二季度的实际 GDP 同比增速有望上升至 8-10%区间（今年低基数效应）。

价格方面：一预计在猪肉高基数效应下，20 第三、四季度的 CPI 同比涨幅逐步回落至低位数 1%以内，21 年初小幅转负后二季度逐步回升至 2%-3%的温和区间；二 PPI 方面，随着我国经济恢复上行、国际大宗商品的震荡上行，预计 20 年第三季度 PPI 降幅继续趋于收窄、四季度有望转正，21 年第一、二季度有望继续小幅回升至 2-3%区间。综合判断，预计未来 6-12 个月，GDP 平减指数整体趋于回升，本轮自 1Q17 起的趋势下行阶段有望结束（自 1Q17 的 4.7%趋势回落至 2Q20 的 0.7%，基本接近于 15Q1 至 16Q1 期间的近十年低谷）。

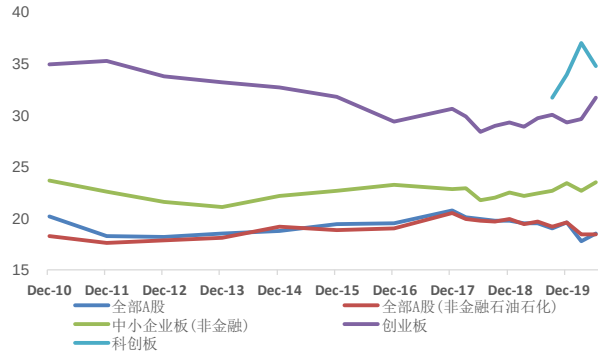
结合实际 GDP 增速恢复上行、GDP 平减指数趋势回升，预计未来四个季度名义 GDP 增速有望趋势回升至 6-10%区间。根据上市公司业绩增速与名义 GDP 的较强的正相关性可知，未来四个季度的 A 股上市公司业绩增速有望趋势回升，预计低基数效应下 1Q21 或为阶段高点，届时非金融两油的全 A 净利润同比增速高达+50%附近。

4、**盈利能力展望：中小创悉数快速回升至疫情前水平之上，主板温和修复趋势有望延续。一毛利率方面，**中小创均显著回升至疫情前水平之上，并创 2016 年以来季度新高，主板温和修复；预计随着 PPI 趋势回升，预计主板毛利率回升趋势有望延续。**二净利率方面，得益于三项费率压缩，净利率改善幅度普遍高于毛利率；**展望未来，A 股

三项费率或将触底略有反弹（管理费率持稳、后疫情下销售费率回升、财务费率在资产负债率略升而融资成本缓降下基本持稳）后，预计净利率升降主要取决于毛利率变化，预计净利率改善幅度放缓，呈现稳中缓升态势。

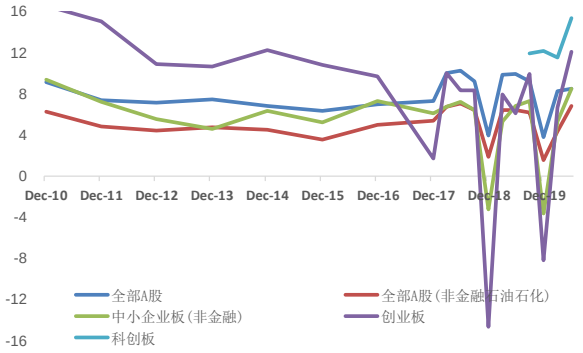
**三净资产回报率 ROE 方面，**自 2Q18 阶段高点趋势下行六个季度后，已于 4Q19 真正探底。而 1Q20 起 A 股主要板块的单季度 ROE 环比连升两季;从杜邦分析净资产收益率 ROE=销售净利率×总资产周转率×权益乘数解构来看，近两个季度的 ROE 回升，主要系净利率环比大幅提升贡献。中期展望，预计净利率由此前的快速回升转为缓升，而总资产周转率有望随营收增速的好转而止跌转升、资产负债率在宽信用政策下缓升，综合判断中期 ROE 有望继续改善，预计 21 年主板的 ROE 有望回升至 8.5%上方附近，中小板、创业板有望分别回升至 12%、10%附近上方。

**图表 41：中小创板块单季度毛利率回升明显**



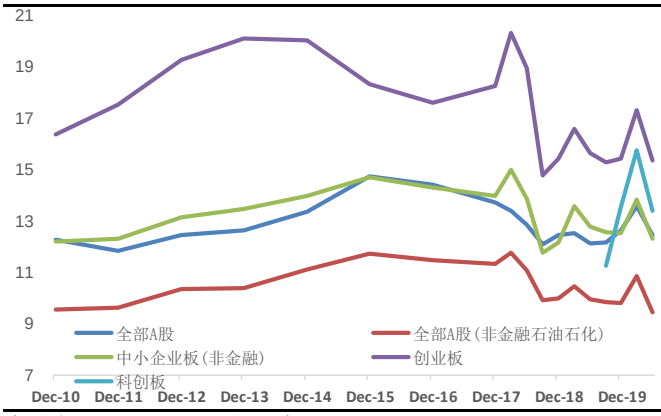

资料来源：WIND，国都证券

**图表 42：单季度净利率回升幅度显著大于毛利率**



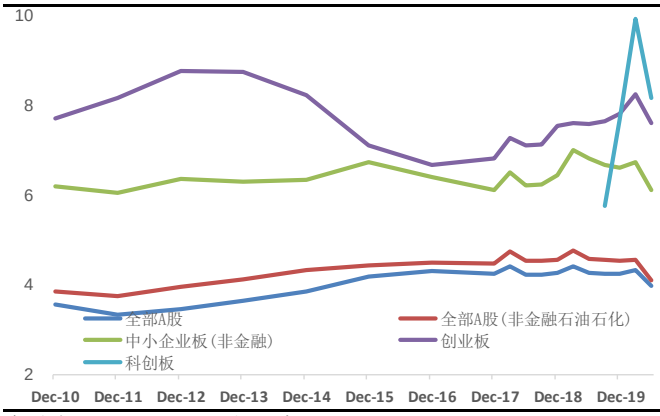

资料来源：WIND，国都证券

**图表 43：二季度三项费率下降明显**



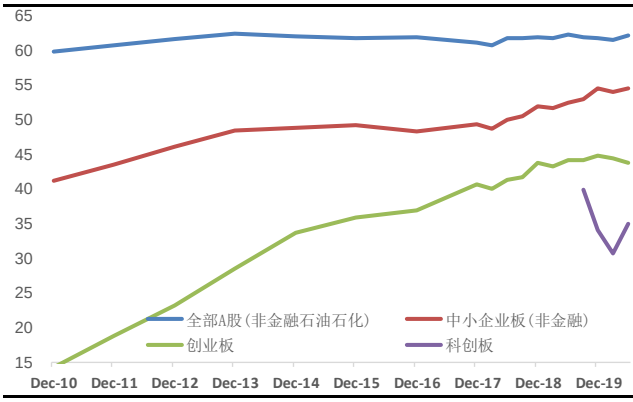

资料来源：WIND，国都证券

**图表 44：主要系二季度疫情防控期销售费率缩减**



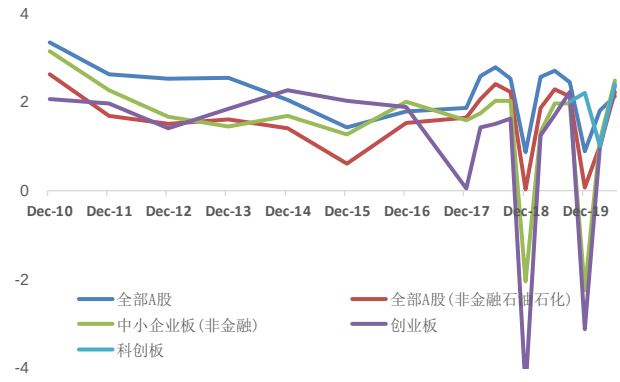

资料来源：WIND，国都证券

**图表 45：资产负债率普遍小幅攀升**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 46：扣非 ROE 普遍连升两季**




资料来源：WIND，国都证券

**5、分行业板块来看，当前必需消费品（农林牧渔、食品饮料、医药器械）、科技股（电子、通信）及国防军工、电气设备、券商较佳，中期看顺周期（化工、建材、保险、银行）及可选消费品（家电家居、汽车、旅游、文化传媒等）有望回暖，优质消费品与科技股业绩增长有望延续**

**1）当前业绩亮点板块：**上半年国内外疫情蔓延扩散影响下，业绩亮点主要集中于必需消费品与部分科技板块，包括农林牧渔、**食品饮料、医药器械等，净利润同比增长均在两位数以上**；同时，电子、通信两大科技板块，及国防军工、电气设备（光伏与工控龙头贡献为主）、券商的业绩也靓丽。中期展望，必需消费品优质中高端品牌个股，随着消费升级及市场份额的提升，业绩有望持续增长；同时电子、计算机、通信为首的科技股的优势个股，随 5G、人工智能、物联网等落地应用，中期业绩仍处于上升期。

**2）中期展望：部分顺周期及可选消费品有望回暖。**上半年受疫情持续影响，顺周期（化工、建材、保险、银行）及可选消费板块业绩持续承压，中期展望，随着国内经济逐季恢复上行及线下消费**（家电家居、汽车、旅游、文化传媒等）**正常化，业绩已基本探底，预计有望逐季回暖。

## 四、中期风格展望：中期业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

**1、风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。**业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，**我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。**

从这一轮 5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

**后续重点防范：一是全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链等风险，对中周期内的科技成长板块业绩逻辑、业绩预期或产生扰动，期间或加大指数或个股波动风险。**

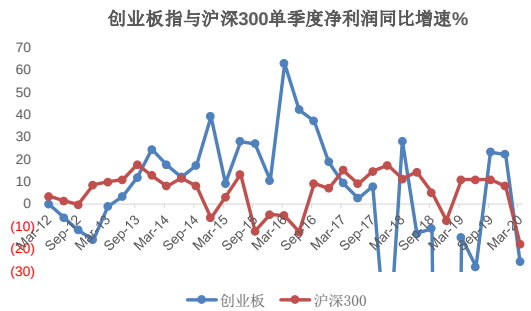
二是**市场监管政策取向的降温信号**，若后续杠杆资金快速上升、中小散户直接蜂拥入市，产业资本减持力度显著放大、外延式并购重组过热等，或将促使监管政策取向阶段性调整，释放降温信号，以防范金融风险再度发生，届时或进一步促使科技板块交易热情降温。

### 2、市场风格分化与趋同的历史规律与本轮推演

统计前几轮完整牛熊周期的市场表现来看，风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年。自 2013 年初起至今的六年半内，市场风格发生了 3 次明显先分化、后趋同的走势。按 12 年底至 15 年 6 月的上一轮牛市三阶段（估值修复-戴维斯双击加速上涨-泡沫化赶顶）的风格分化与同步节奏及其时长的经验来看，成长、消费风格率先启动估值修复行情，且上涨约 1 年半时长后，金融、周期才启动补涨行情，随后四种风格进入同步牛市直至赶顶阶段。

第三波分化与趋同推测：第三波分化大致于 20 年中结束，目前或进入同步震荡上行阶段。19 年 8 月至 20 年 4 月初，期间消费、成长风格指数上涨，而周期、金融风格指数震荡下跌，随后自 20 年 4 月起转为同步上涨。**按本次第五轮牛市的启动时点 19 年 1 月初计算，至 20 年 6 月末附近正好 1.5 年时长，风格已由分化进入趋同阶段，与目前市场实际表现基本一致。**

**图表 47：19Q3 起创业板指相对沪深 300 业绩增速转正**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 48：业绩相对景气周期决定市场风格走势**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 49：近十五年四大风格指数走势对比图**




资料来源：WIND，国都证券

**图表 50：四大风格指数估值-业绩预期对比**

| | 成长(风格.中信 | 消费(风格.中信 | 金融(风格.中信 | 周期(风格.中信) |
|---|---|---|---|---|
| 2015/6/12 | 116.5 | 56.7 | 12.5 | 68.9 |
| 2020/8/16 | 105.7 | 43.0 | 8.7 | 29.9 |
| 折溢价率 | -9.2% | -24.1% | -29.8% | -56.6% |
| PE(19) | 96.6 | 42.1 | 8.7 | 23.0 |
| PE(22) | 30.3 | 24.7 | 6.9 | 15.6 |
| 长三年业绩预期复合 | 47.2% | 19.4% | 8.2% | 13.9% |
| PEG | 2.05 | 2.17 | 1.06 | 1.66 |

资料来源：WIND，国都证券

**图表 4：万得全 A 指数已进入第五轮牛熊周期**

| 第一轮牛熊期（1996/1-2005/7） | | | |
|---|---|---|---|
| 牛市期历史数据不全 | | 熊市期 | |
| 建筑材料 | 127.0 | 交通运输 | (31.9) |
| 采掘 | 110.9 | 钢铁 | (33.3) |
| 休闲服务 | 84.2 | 银行 | (39.7) |
| 有色金属 | 80.9 | 传媒 | (49.3) |
| 商业贸易 | 80.6 | 采掘 | (50.0) |
| 通信 | 38.9 | 电子 | (71.5) |
| 国防军工 | 33.5 | 建筑材料 | (72.3) |
| 计算机 | 21.7 | 建筑装饰 | (72.4) |
| 家用电器 | 16.2 | 纺织服装 | (73.2) |
| 银行 | (0.5) | 农林牧渔 | (81.0) |

| 第二轮牛熊期（2005/7-2008/11） | | | |
|---|---|---|---|
| 牛市期 | | 熊市期 | |
| 非银金融 | 1164.7 | 医药生物 | 54.9 |
| 有色金属 | 1135.1 | 电气设备 | 23.1 |
| 国防军工 | 1123.5 | 农林牧渔 | 18.9 |
| 房地产 | 877.3 | 计算机 | 17.7 |
| 机械设备 | 811.3 | 电子 | 10.7 |
| 交通运输 | 375.0 | 银行 | (41.6) |
| 通信 | 364.0 | 房地产 | (41.9) |
| 公用事业 | 359.6 | 非银金融 | (45.9) |
| 传媒 | 339.1 | 交通运输 | (46.0) |
| 电子 | 323.5 | 钢铁 | (58.4) |

| 第三轮牛熊期（2008/11-2012/12） | | | |
|---|---|---|---|
| 牛市期 | | 熊市期 | |
| 有色金属 | 382.3 | 银行 | (21.6) |
| 汽车 | 358.5 | 房地产 | (23.6) |
| 电子 | 340.5 | 家用电器 | (24.5) |
| 国防军工 | 303.5 | 食品饮料 | (24.6) |
| 建筑材料 | 281.8 | 建筑装饰 | (33.7) |
| 交通运输 | 91.5 | 汽车 | (53.6) |
| 建筑装饰 | 87.7 | 通信 | (55.0) |
| 银行 | 84.4 | 国防军工 | (55.4) |
| 钢铁 | 72.5 | 商业贸易 | (56.2) |
| 公用事业 | 70.4 | 电气设备 | (62.7) |

| 第四轮牛熊期（2012/12-2018/10） | | | |
|---|---|---|---|
| 牛市期 | | 熊市期 | |
| 计算机 | 739.4 | 食品饮料 | 3.4 |
| 传媒 | 645.1 | 银行 | (20.6) |
| 国防军工 | 455.3 | 家用电器 | (28.4) |
| 通信 | 444.8 | 建筑材料 | (49.8) |
| 电气设备 | 387.9 | 非银金融 | (49.8) |
| 建筑材料 | 193.8 | 纺织服装 | (69.8) |
| 银行 | 117.4 | 计算机 | (70.0) |
| 有色金属 | 111.9 | 机械设备 | (70.3) |
| 食品饮料 | 105.5 | 国防军工 | (72.8) |
| 采掘 | 76.0 | 传媒 | (79.9) |

| 第五轮牛熊期（2018/10-？） | | | |
|---|---|---|---|
| 牛市期（18/10/19至今 | | 熊市期 | |
| 电子 | 129.6 | | |
| 食品饮料 | 121.6 | | |
| 休闲服务 | 104.2 | | |
| 农林牧渔 | 104.1 | | |
| 医药生物 | 98.1 | | |
| 纺织服装 | 11.4 | | |
| 银行 | 6.6 | | |
| 建筑装饰 | 3.0 | | |
| 采掘 | (11.2) | | |
| 钢铁 | (15.9) | | |

数据来源：wind，国都证券

**五、配置建议：近期把握消费电子新能源汽车放量+可选消费回补机会，中期深挖科技+券商龙头。**

**一近中期而言，下半年经济恢复趋势明确、货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨，以家装家具家电、汽车、旅游影院等可选消费回补，及化工、建材、机械、电气设备等中游制造补库存为主；**

**二中长期深挖业绩超预期中期景气上行的科技龙头股；在国内大循环为主体、补短板锻长板以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板，预计以半导体芯片、5G+应用、新能源汽车、军工装备、创新医药为首的科技龙头有望进入中期景气上行期，可深挖优质科技成长股并逢低坚定配置；**

**三紧抓“两新一重”投资受益板块；**中长期创新升级经济转型的战略目标下，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建，具体包括**5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建；及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。**

**四，低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计随着财政政策加码落地，国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情，尤其是在大力发展资本市场、着力打造旗舰型券商的政策红利下，中长期龙头券商可坚定持有。**

**风险提示：全球疫情冬季超预期复发，中美关系加剧紧张，海外市场大幅震荡等风险。**

**分析师声明**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 | | |
|---|---|---|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数 |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 | | |
|---|---|---|
| 类别 | 级别 | 定义 |
| 投资评级 | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上 |
| | 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间 |
| | 中性 | 预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上 |