民生证券 MINSHENG SECURITIES

策略研究

金秋十月，开启四季度布局

民生 FOCUS　　2020 年 10 月 12 日

报告摘要：

● **大势研判：十月份维持区间震荡判断**

在大势研判中，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，最大的负面因素是美国大选出现诸如不能如期公布等意外情况，而最大的正面力量则是十四五规划可能在产业规划方面提振不少行业的中长期景气度。从上周五市场投资者的行为来看，明显加仓了新能源等市场热点，但相应的没有出现资金利好出逃的迹象，这证明投资者对后市至少是认为值得参与的，市场也不是没有热点较为散乱的状态。因此对十月份的市场，仍然维持区间震荡的判断，机会仍然是结构性的。

● **行业配置：科技成长仍然是主线，结构上继续提高顺周期板块持仓占比**

在行业配置上，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。每一轮行情的主线相对来说都是和产业结构变迁相一致的，因此即使延续到明年市场的主线也仍将是科技消费，顺周期存在阶段性风格切换和补涨的机会。主线和支线的配置比调整需要考虑估值和景气度，重点是回答两个问题：一是目前这些行业板块是高估还是低估？二是接下来高估或低估是延续还是改变？

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。

科技成长方面推荐：锂电/光伏/消费电子/医药，顺周期板块推荐：估值安全垫较高，受益于消费和服务业接力中游制造复苏的酒店/旅游/超市/航空，以及家电/汽车，投资链中的基建链建材/工程机械/涨价化工品种，大金融板块中的保险/券商。

● **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、大势研判：十月份维持区间震荡判断.....3
（一）哪些变量可能拖累市场行情.....3
1、美国大选的不确定性会逐步落地，但结果能否如期公布的风险仍存.....3
2、宏观流动性的确在边际收紧，但斜率非常缓慢，总体影响不大.....3
（二）哪些变量可能是市场上行的推动力.....4
1、十四五规划下，板块或行业基本面可能发生新的变化.....4
2、疫苗研发进展存在超预期可能.....4
3、资本市场改革抬升市场风险偏好中枢.....4
二、行业配置：科技成长仍然是主线，结构上继续提高顺周期板块持仓占比.....5
（一）行情复盘：从科技消费主线向顺周期延伸，从短期确定性偏好向中期展望扩展.....5
（二）科技成长仍是市场的配置主线.....5
（三）继续布局景气度持续修复的顺周期板块.....6
三、附录：主要投资者持仓情况.....7
（一）公募基金行业持仓.....7
（二）北向资金行业净流入.....7
四、风险提示.....8

一、大势研判：十月份维持区间震荡判断

在大势研判中，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，最大的负面因素是美国大选出现诸如不能如期公布等意外情况，而最大的正面力量则是十四五规划可能在产业规划方面提振不少行业的中长期景气度。从上周五市场投资者的行为来看，明显加仓了新能源等市场热点，但相应的没有出现资金利好出逃的迹象，这证明投资者对后市至少是认为值得参与的，市场也不是没有热点较为散乱的状态。因此对十月份的市场，仍然维持区间震荡的判断，机会仍然是结构性的。

（一）哪些变量可能拖累市场行情

1、美国大选的不确定性会逐步落地，但结果能否如期公布的风险仍存

长期趋势上要认识到，不论谁当选美国总统，中美竞争的关系不会改变，中国成为美国的主要竞争对手已经是美国两党的共识。但这一点市场已经充分预期，贸易摩擦或者科技摩擦并没有改变外资长期流入国内的趋势即是证明。

市场担忧的一个核心点在于共和党和民主党执政政策可能不同，这会给政策涉及的产业基本面甚至股市风格带来影响。至少在四季度这一点暂时还不会成为大势研判的核心变量，具体政策出台，等到总统就职典礼和参众两院任职开始，也要到明年初。甚至在影响力上，还是美联储的货币政策会相对来说更重要一点。

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投资者，上周五，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，说明总统选举这一不确定性的影响力已经在相对弱化了。

仍然存在的风险点在于本次选举受疫情影响，邮寄投票大幅增加，这会带来两个后果，一是为尽可能避免缺票、漏票，美国 23 各州将邮寄选票的确认截止日延至 11 月 3 日以后，这拉长了选举结果落地需要等待的时间。二是特朗普已经暗示不会承认大选投票日之后的邮寄选票，而拜登表示仅承认所有邮寄选票确认完毕后的结果，这可能给使得大选结果无法如期公布，甚至最终诉诸法院。

2、宏观流动性的确在边际收紧，但斜率非常缓慢，总体影响不大

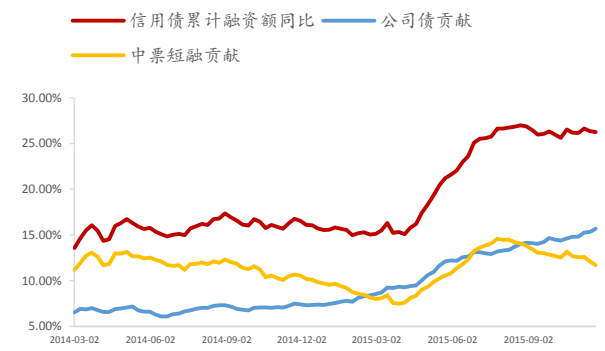
当前流动性边际收紧的原因一是随着经济逐渐秩序逐渐恢复正常，出于应对危机所需的过于宽松的货币政策环境本来就有退出的必要，因此一定程度上可以理解为正常化。二是疫情期间需要加杠杆来支撑经济和支持生产恢复，这使得国内非政府杠杆率再度上升，防风险在货币政策中的权重也开始回升，也需要流动性开始边际收紧。再加上目前仍处于经济弱复苏阶段，这些背景条件使得本次流动性收紧显著不同于 2016-2017 年去杠杆时期。

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%，而政府债发

行高峰尚未完全过去，这两点也使得社融整体增速在年底前处于高位是有保证的。

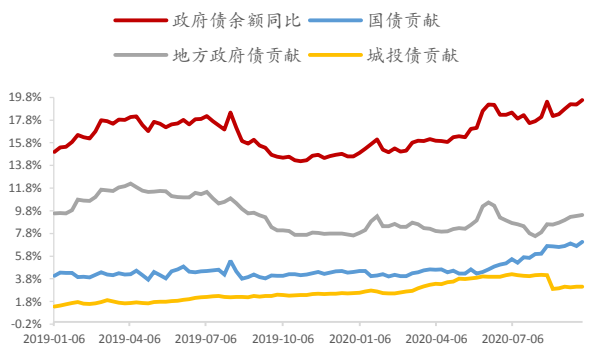
从我们整理的微观数据来看，整体信用环境目前也仍是偏宽松的，信用债融资余额增速保持在26%左右，从结构上看，近几周公司债净融资额还有持续放量的迹象。政府债融资增速也仍处于回升势头中，其中国债和地方政府债是贡献主力。

图 1：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 2：政府债融资同比增速情况



资料来源：WIND，民生证券研究院

（二）哪些变量可能是市场上行的推动力

1、十四五规划下，板块或行业基本面可能发生新的变化

7月份开始，市场的上涨逻辑已经从主线科技消费蔓延到顺周期补涨，由于对基本面复苏的争论仍大，9月份开始前期强势板块开始回调，但光伏和锂电成为为数不多的亮点，正说明在市场资金较为充分的背景下，基本面超预期的板块都能得到较充分的挖掘。

十月底的十四五规划无疑是最可能给行业和板块基本面带来增量预期空间的事件，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。

2、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。

3、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，中长期对优化上市企业质量，引入更多中长线资金，做大做强资本市场具有深刻影响。

二、行业配置：科技成长仍然是主线，结构上继续提高顺周期板块持仓占比

在行业配置上，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。每一轮行情的主线相对来说都是和产业结构变迁相一致的，因此即使延续到明年市场的主线也仍将是科技消费，顺周期存在阶段性风格切换和补涨的机会。主线和支线的配置比调整需要考虑估值和景气度，重点是回答两个问题：一是目前这些行业板块是高估还是低估？二是接下来高估或低估是延续还是改变？

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。

（一）行情复盘：从科技消费主线向顺周期延伸，从短期确定性偏好向中期展望扩展

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的第三波行情，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。

另一个较重要的特点是，随着市场行情从 8 月份开始从几个板块抱团开始分散，以及基金上半年普遍业绩较好，四季度大概率偏向保守，因此在配置上分散要好于集中。

（二）科技成长仍是市场的配置主线

高景气度行业推荐锂电/光伏，短期景气度有望继续上行，且兼具中长期产业逻辑，长期配置价值也较高。

光伏方面，短期来看，9 月光伏玻璃价格进入上行通道，达到 40 元，创两年以来最高水平，显示需求环比仍在继续改善，超市场预期。中长期，光伏作为替代能源中的首要受益对象，正在向主力能源转型，产业趋势确立。估值方面，当前行业 2021 年估值中位数为 27 倍，在成长股中也相对偏低。

锂电方面，短期欧洲 9 月新能源车销量大幅超过市场预期，预计 2020 年欧洲电动车

销量将超 100 万辆，远超市场一致预期的 80-90 万辆。国内四季度也将进入旺季行情，一是新能源大头公共交通市场恢复，二是特斯拉价格下探至 24.99 万元，迈入普通 B 级市场，市场容量大增。从电池中游排产来看，7-9 月持续环比向上，表明终端需求向上持续性较强。中长期，新能源汽车渗透率还有较大提升空间。

景气度回升推荐消费电子/医药，消费电子受益苹果发布会，医药近期集采结果有望落地，调整已经较为充分。

消费电子方面，苹果 2020 年秋季发布会召开，发布两款智能手表和平板产品，高端和终端价位同时布局，智能设备销量有望进一步向好，同时 iPhone12 在 5G、镜头和面板方面有所创新，待更新手机用户数量较多，相关产业链订单有望在四季度开始增长。

医药方面，中长期科技属性的创新药、CXO 板块以及偏消费属性的疫苗、医疗器械产业上行趋势明显，短期，11 月初第三批集采将正式落地，有望给经过前期较长时间调整的医药板块带来进一步配置机会。

（三）继续布局景气度持续修复的顺周期板块

顺周期板块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，最终还得看需求能否接力生产。边际观察上来看，9 月制造业供需两端继续保持扩张，服务业有加速复苏迹象，从企业利润-居民收入/消费的影响路径来看，消费逐渐正常化是较为确定的事情，数据上，8 月社零转正，国庆期间餐饮和旅游消费较五一同期明显恢复也都支持这一判断。因此继续加配景气度修复的顺周期板块。

8 月开始经济出现新的结构性特点是，消费和服务业逐渐开始接力成为经济新的支撑力量，从工业品库存方面也能观察到，基建/地产和中游制造投资涉及的品种去库进度要远快于消费链条相关品种库存。基于此，**推荐估值安全垫较高，受益于消费和服务业接力中游制造复苏的酒店/旅游/超市/航空，以及家电/汽车。**

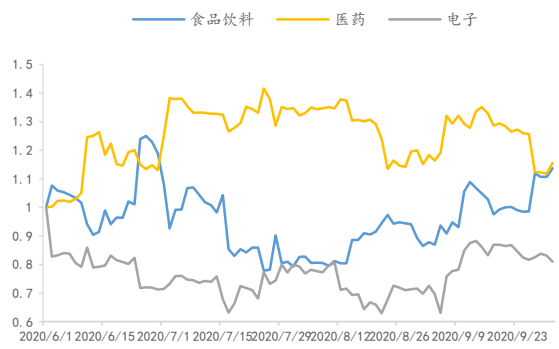
继续推荐大金融板块中的保险/券商，其中保险资产端利率逐渐企稳，中期上行拐点接近，负债端预期已经触底，板块估值也具有吸引力，中长期行业向死差费差转型趋势和空间明显。券商板块直接受益于资本市场地位提高，10 月 9 日，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》进一步在政策上强化了对证券行业的支持。

基建和制造业投资继续回升确定性较高，随着地产行业三条红线政策出台，地产企业可能倾向于加快新开工端以推进资金周转，另外，随着下游需求回升，各产业链相关化工品种仍处于涨价趋势中，**推荐基建链建材/工程机械/涨价化工品种。**

三、附录：主要投资者持仓情况

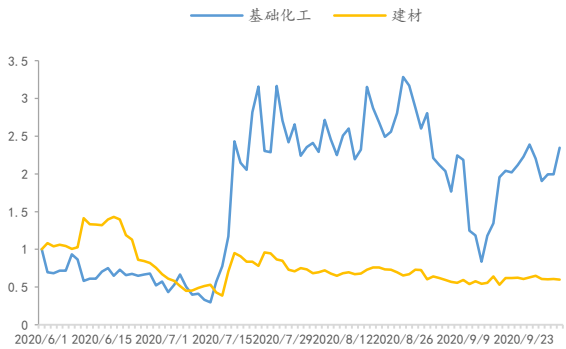
（一）公募基金行业持仓

图 3：基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）



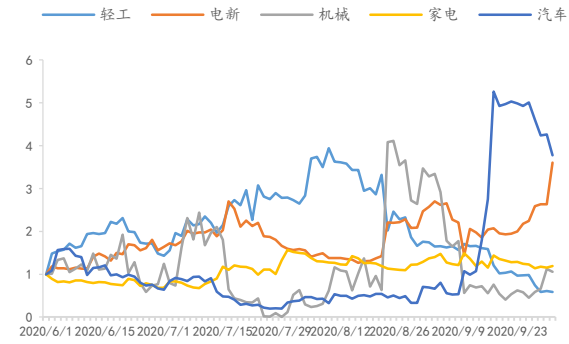
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：基金行业持仓：化工、建材（标准化后）



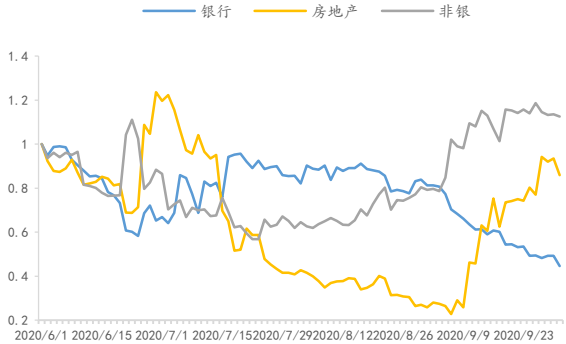
资料来源：WIND，民生证券研究院

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

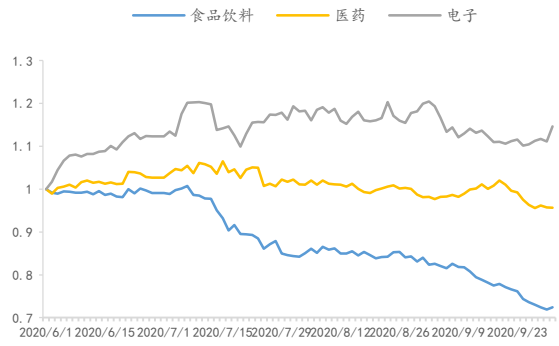
图 6：基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

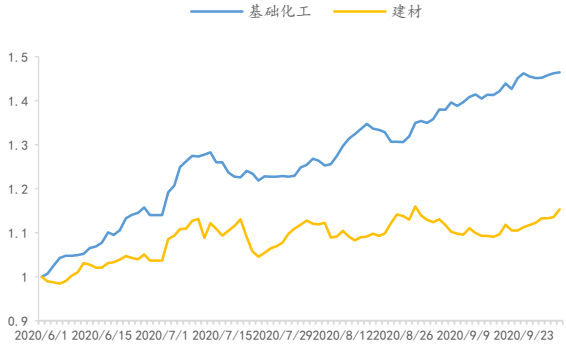
（二）北向资金行业净流入

图 7：北向资金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）



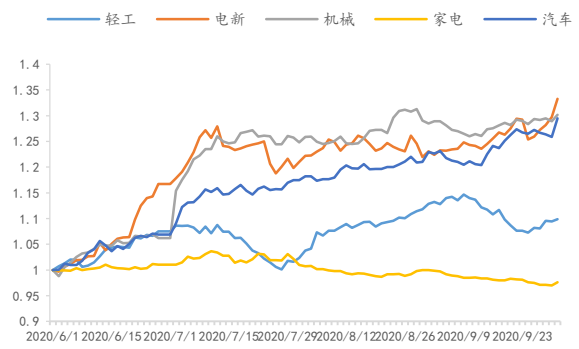
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：北向资金行业持仓：化工、建材（标准化后）



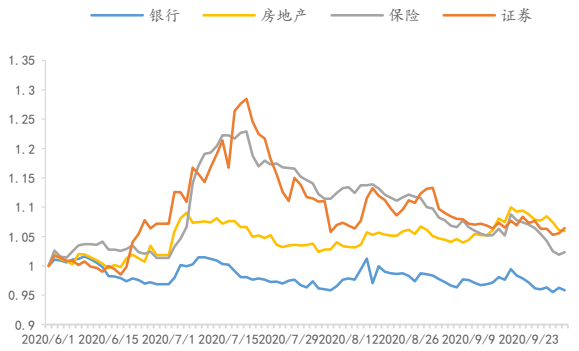
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 9：北向持仓：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 10：北向资金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）



资料来源：WIND，民生证券研究院

四、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：企业信用债融资同比增速情况.....4
图 2：政府债融资同比增速情况.....4
图 3：基金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）.....7
图 4：基金行业持仓：化工、建材（标准化后）.....7
图 5：基金持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....7
图 6：基金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）.....7
图 7：北向资金行业持仓：食饮、医药、电子（标准化后）.....7
图 8：北向资金行业持仓：化工、建材（标准化后）.....7
图 9：北向持仓：轻工/电新/机械/家电/汽车（标准化后）.....8
图 10：北向资金行业持仓：银行、地产、非银（标准化后）.....8

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。