

A 股市场月报

盈利为锚，均衡配置

盈利中枢上行，风险冲击尚存，关注调整带来的配置机会。

- **9 月市场回顾：海外风险冲击，全球风险资产走弱。**流动性趋弱，风险资产普跌。9 月大类资产表现上，美元>债券>权益>大宗，发达市场权益资产、能源、贵金属跌幅位居前列，农产品和美元涨幅较大。全球流动性收紧造成本月风险与避险资产普跌。海外疫情的二次爆发以及美国财政刺激计划难产导致海外复苏预期受阻，分子分母端逻辑同时趋弱，是导致风险资产调整的重要因素。海外风险冲击下 9 月 A 股市场出现大幅回调。上证 50、沪深 300 为代表的大盘蓝筹板块跌幅较小，汽车、家电为代表的可选消费表现出色。9 月 9 月市场在 8 月的基础上进一步显示出对于确定性的强烈追逐。风格表现上，大市值、低估值优势得到全面强化。
- **10 月市场展望：关注趋势，静候机会。**复苏趋势不改，迎接调整带来的配置机会。盈利复苏趋势延续但节奏或有放缓，海外风险冲击尚存但盈利修复下市场上行趋势不改，经历前期调整后当前点位 A 股配置价值凸显，有望逐步迎来内外资关注。10 月 A 股或仍将在波折中前行，但需关注阶段性调整带来的配置机会。1）盈利方面，复苏趋势延续，短期节奏或有波折。2）流动性方面，宏观流动性维持紧平衡状态，国内外配置资金有望逐步增加。3）风险偏好方面，海外风险冲击尚存但难改中枢上行趋势。
- **10 月市场配置建议：盈利为锚，均衡配置。**结合我们对于全 A 年内盈利估值分析，当前 A 股下行空间有限，而潜在上行机会增加。虽然大选前海外风险事件或仍将造成阶段性冲击，但当前 A 股尚处于盈利修复早期，分子端上行趋势确定，经历了前期估值回调，仍将成为配置资金首选。配置方面，建议依然紧握盈利抓手，行业板块的选择上：顺周期板块值得增配，建议关注政策提振、基本面预期向好的大金融板块；科技板块需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；消费板块中食品饮料的基本面较为稳定，高估值部分消化，若有超调可逢低介入。
- **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 股市场年度策略——迈向成熟，中坚崛起》20191218

《A 股市场中期策略——顺势而为》20200707

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

9 月市场回顾：海外风险冲击，全球风险资产走弱.....5

10 月市场展望：关注趋势，静候机会.....7

风险提示.....10

图表目录

图表 1. 大类资产表现.....5
图表 2. 主要指数表现.....5
图表 3. 上证综指月度收益贡献.....6
图表 4. 月度行业表现.....6
图表 5. A 股收益矩阵.....6
图表 6. A 股市场月度预判.....7
图表 7. 当前国内仍处于扩张早期.....8
图表 8. 信贷及直接融资支撑上半年社融高增.....8
图表 9. 9 月北上资金大幅净流出.....8
图表 10. 主要指数估值水平（2009 年起）.....9
图表 11. 市场风险偏好水平略高于十年均值.....9

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。

9 月市场回顾：海外风险冲击，全球风险资产走弱

流动性趋弱，风险资产普跌。9 月大类资产表现上，美元>债券>权益>大宗，发达市场权益资产、能源、贵金属跌幅位居前列，农产品和美元涨幅较大。全球流动性收紧造成本月风险与避险资产普跌。风险资产方面，全球权益资产普遍回调，新兴市场调整幅度低于发达市场。联储扩表进程趋缓，货币政策难有进一步宽松，导致前期流动性推升的资产价格出现回调。海外疫情的二次爆发以及美国财政刺激计划难产导致海外复苏预期受阻，分子分母端逻辑同时趋弱，是导致风险资产调整的重要因素。除欧债外，主要国家债券收益率呈现微跌甚至上行，与此同时黄金价格继续呈现走弱态势，经历了前期大幅调整后，美元资产本月重新走强。

图表 1. 大类资产表现

		2020.2	2020.3	2020.4	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8	2002.9
商品	南华工业品指数	(8.40)	(8.58)	3.55	7.38	2.30	3.05	2.20	(6.78)
	南华农产品指数	(5.32)	1.20	0.06	0.77	(0.17)	3.37	1.24	1.28
	南华商品指数	(7.62)	(6.32)	3.21	6.08	1.38	3.60	2.05	(6.34)
	南华能化指数	(9.53)	(14.73)	(0.56)	6.95	1.71	0.89	1.12	(7.30)
	NYMEX 原油	(12.34)	(51.75)	9.45	60.55	12.74	3.16	6.18	(6.91)
	伦敦金现	(0.19)	2.54	6.86	2.64	2.96	10.00	(0.53)	(4.17)
债	中债-企业债	0.99	(0.26)	0.15	(0.46)	(0.83)	(0.20)	(0.33)	(0.10)
	中债指数	1.52	0.90	1.54	(1.51)	(0.84)	(0.46)	(0.45)	(0.17)
外汇	美元指数	0.79	1.30	0.05	(0.76)	(0.89)	(3.72)	(1.28)	1.82
股	沪深 300	(1.59)	(5.84)	6.14	(1.16)	7.68	9.71	3.18	(4.75)
	标普 500	(8.41)	(13.97)	12.68	4.53	1.84	3.81	7.24	(3.92)
	MSCI 发达市场(除美国)	(9.06)	(15.43)	6.79	3.97	3.23	5.29	5.06	(3.08)
	MSCI 新兴市场	(5.35)	(16.21)	9.00	0.59	6.96	8.73	3.96	(1.77)

资料来源：万得，中银证券

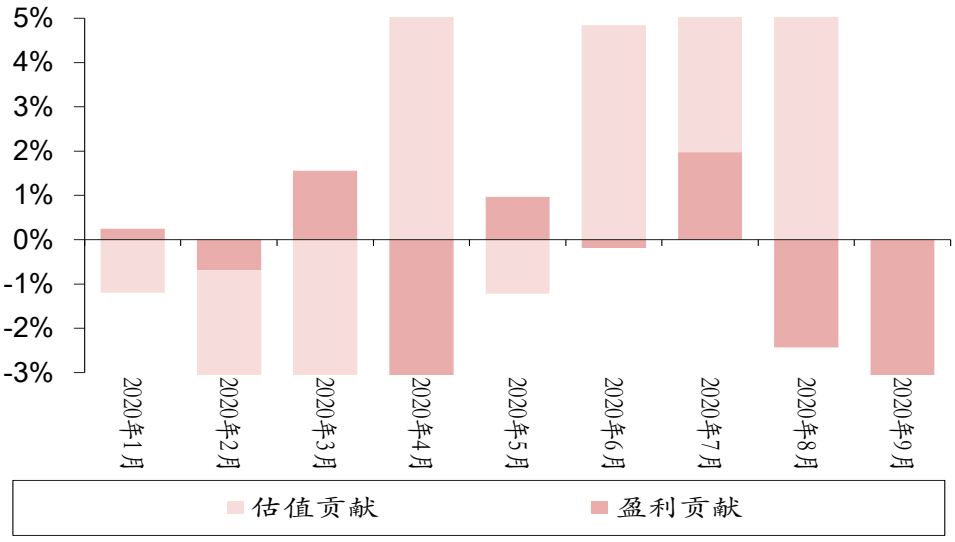
海外风险冲击 A 股震荡下行，可选消费表现强势。9 月 A 股市场出现大幅回调，上证综指下跌 5.23%，创下年内单月最大跌幅。影响本月 A 股市场下跌的主要原因有两点：一是 A 股分母端逻辑继续弱化；二是海外资产价格波动的扰动。具体来说，首先，分母端流动性逻辑弱化的观点得到进一步验证，消费和成长中的高估值板块集体下跌，拖累了指数表现；月内中国周边地区地缘政治事件频发，风险偏好趋弱。其次，欧洲疫情二次爆发，美国财政刺激计划难产导致外围市场波动，北上资金本月净流出 297 亿元，对市场资金面也产生一定的扰动。9 月上证 50、沪深 300 为代表的大盘蓝筹板块跌幅较小，汽车、家电为代表的可选消费表现出色，通信、农林牧渔等前期估值提升幅度较大的行业跌幅居前。国内疫情防控有利叠加临近长假，居民消费需求的进一步修复引发行业基本面预期走强。

图表 2. 主要指数表现

	2020.2	2020.3	2020.4	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8	2020.9
上证综指	(3.23)	(4.51)	3.99	(0.27)	4.64	10.90	2.59	(5.23)
深证成指	2.80	(9.28)	7.62	0.23	11.60	13.72	0.88	(6.18)
中小板指	3.07	(10.37)	8.97	(1.30)	14.58	13.38	0.74	(5.28)
创业板指	7.46	(9.64)	10.55	0.83	16.85	14.65	(2.40)	(5.63)
上证 50	(3.80)	(4.67)	6.42	(1.93)	4.82	10.44	2.91	(3.33)
沪深 300	(1.59)	(6.44)	6.14	(1.16)	7.68	12.75	2.58	(4.75)
中证 500	1.37	(7.52)	6.20	0.98	8.47	12.20	1.35	(7.14)
中证 800	(0.87)	(6.71)	6.16	(0.63)	7.87	12.62	2.27	(5.34)

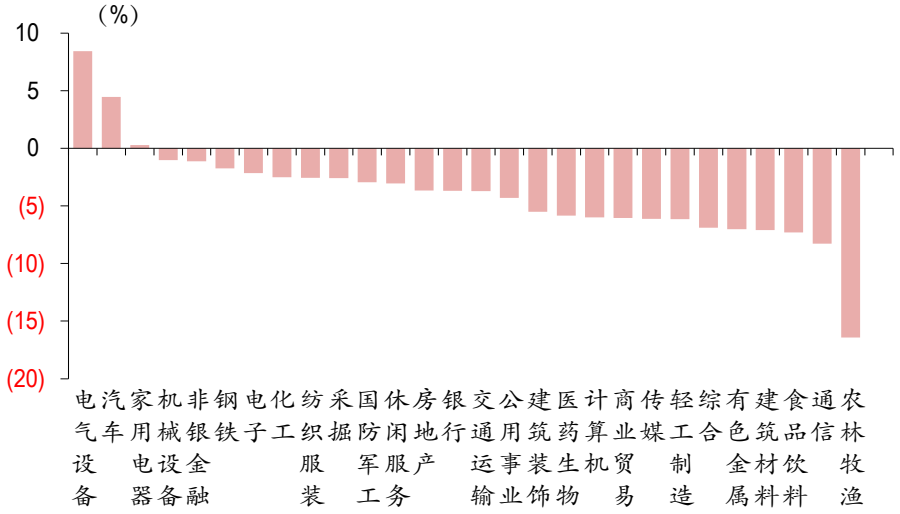
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 上证综指月度收益贡献



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 月度行业表现



资料来源：万得，中银证券

低估值龙头优势全面强化。9 月市场在 8 月的基础上进一步显示出对于确定性的强烈追逐。风格表现上，大市值、低估值优势得到全面强化。相较年初成长一枝独秀的风格特性，本月市场在家电为代表的可选消费拉动下，低估值的价值风格表现显著回暖。财报窗口期，市场弱势调整，投资者对于业绩增长的确定性溢价要求增加，低估值行业龙头也受到资金青睐。

图表 5. A 股收益矩阵

	2020 年以来收益矩阵图			8 月收益矩阵图			9 月收益矩阵图		
	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值
价值	4.08	2.29	(10.28)	0.98	4.85	0.96	(6.48)	(6.46)	(1.60)
GARP	53.47	30.23	20.99	2.93	2.71	7.54	(7.28)	(6.20)	(3.84)
成长	51.55	57.29	65.82	2.39	1.66	(2.36)	(7.97)	(7.43)	(6.52)

资料来源：万得，中银证券

10 月市场展望：关注趋势，静候机会

10 月 A 股市场预判：复苏趋势不改，迎接调整带来的配置机会。盈利复苏趋势延续但节奏或有放缓，海外风险冲击尚存但盈利修复下市场上行趋势不改，经历前期调整后当前点位 A 股配置价值凸显，有望逐步迎来内外资关注。10 月 A 股或仍将在波折中前行，但需关注阶段性调整带来的配置机会。1）盈利方面，复苏趋势延续，短期节奏或有波折。2）流动性方面，宏观流动性维持紧平衡状态，国内外配置资金有望逐步增加。3）风险偏好方面，海外风险冲击尚存但难改中枢上行趋势。

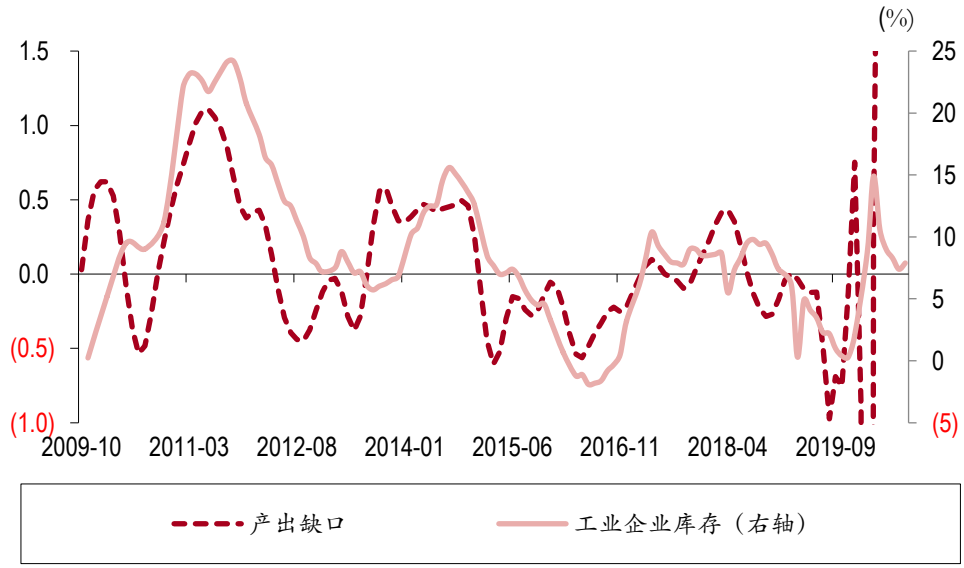
图表 6. A 股市场月度预判

			2020.6	2020.7	2020.8	2020.9	2020.10
基本面	盈利		3.5	4	3.5	3.5	3.5
		经济增长	4	5	4	4	4
		通胀	3	3	3	3	3
	流动性		3.0	3.0	2.8	2.8	3.3
		宏观流动性	3	4	3	3	3
		内资配置需求	3	3	3	3	4
		北上资金	3	3	2	2	4
		股票供给	3	2	3	3	2
信息面	中美贸易	中美贸易	3	3	2	2	2
	海外市场		2.7	2.7	3.3	2.7	2.7
		主要经济体增长预期	2	3	4	3	3
		流动性环境	4	3	4	3	3
		地缘政治	2	2	2	2	2
	国内政策		4.0	4.3	4.0	4.0	4.0
		货币政策	3	4	3	3	3
		财政政策	4	4	4	4	4
		产业政策	5	5	5	5	5
A 股			3.4	3.7	3.4	3.2	3.3

资料来源：万得，中银证券（分数范围：1-5（分数越高对权益市场影响越积极，3 为无明显影响））

10 月盈利预判：复苏趋势延续，短期节奏或有所趋缓。三季度随着经济的持续修复以及传统生产旺季的来临，经济活动活跃度明显上升。9 月制造业 PMI 达 51.5%，连续 7 个月位于荣枯线之上，且较 8 月回升 0.5 个百分点。其中，新出口订单、在手订单以及库存指标显著改善，显示国内需求仍处于改善趋势之中。9 月的经济数据整体依然向好，修复的边际动能有所放缓。部分中下游行业出现了一定程度的补库迹象，但整体来看，工业企业仍处于被动去库的扩张早期。但海外疫情的二次爆发，英国、法国等主要经济体重启防疫限制措施，使得海外经济修复节奏或面临趋缓。更长期的视角下，A 股盈利修复仍处于早期，下半年，市场分子端逻辑不改，A 股上行趋势确定。

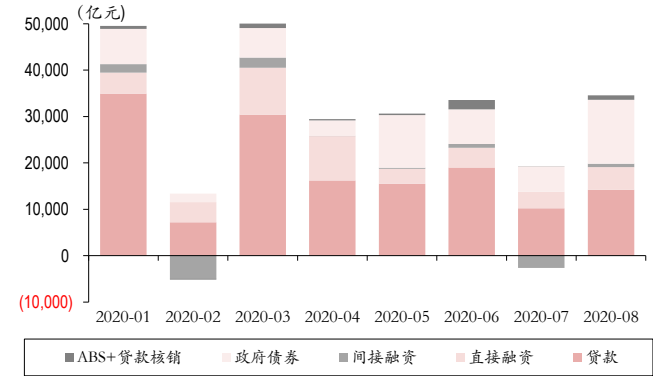
图表 7. 当前国内仍处于扩张早期



资料来源：万得，中银证券

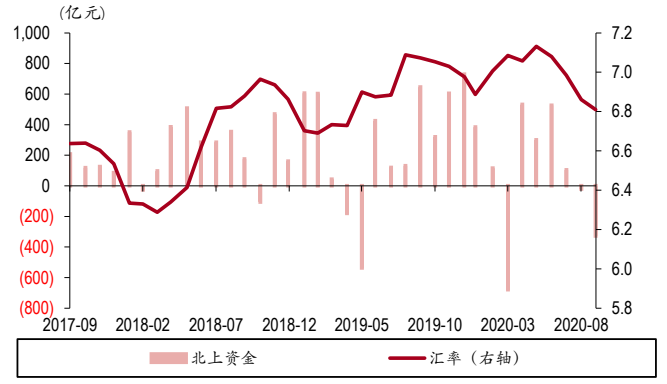
10 月流动性预判：宏观流动性紧平衡，配置资金有望边际增加。10 月宏观流动性仍将维持紧平衡状态，上半年社融在信贷及直接融资的支撑下放出天量，结合全年目标，四季度信贷再次扩张概率不大，进入四季度，地方债发行也将收官。预计 10 月社融增速难现上半年高增速。当前短端 DR007 基本持稳，但中长端的同业存单利率、信用债利率继续上行，实体融资环境难言宽松。预计伴随着最后一轮地方债发行高峰来临，10 月货币政策或将加大投放力度以平衡资金面。市场资金层面，10 月解禁压力进一步减轻，而大规模新股发行或将对市场资金面形成一定短期冲击。而经过前期调整，A 股配置性价比突出，国内外配置资金相较前期有望逐步增加。随着央行降低外汇风险准备金，人民币汇率升值趋势下，海外配置资金进场意愿将得到进一步增强

图表 8. 信贷及直接融资支撑上半年社融高增



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 9 月北上资金大幅净流出



资料来源：万得，中银证券

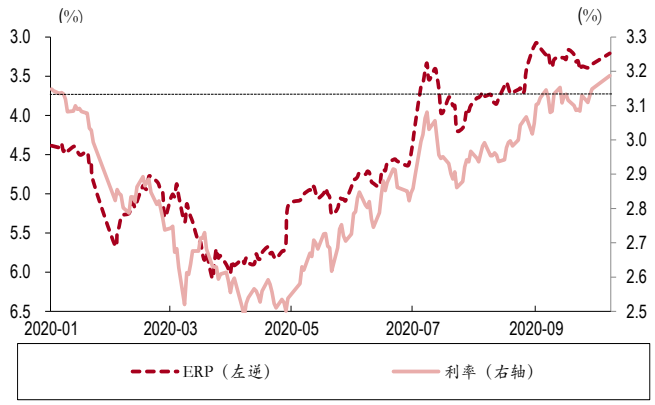
10 月风险偏好预判：冲击尚存但不改中枢上行趋势。进入 10 月，特朗普确诊新冠以及美国大选临近增加了海外市场波动的风险，全球范围内流动性拐点的来临以及海外疫情的二次爆发使得盈利修复幅度预期受损。宏观经济不确定性进一步加大，未来是否推出财政刺激计划、大选结果及疫情后的经济复苏等焦点问题的分歧使得短期内海外不确定因素增加。而在 11 月大选落地之前，海外不确定性因素仍将压制市场风险偏好。国内方面，经济修复向着乐观的方向发展。结合周期定位，当前国内尚处于复苏早期，A 股盈利仍处于上行趋势之中，结合月末“十四五”规划中相关产业政策的出台带来的政策提振，A 股风险偏好中枢下行风险不大。

图表 10.主要指数估值水平（2009 年起）

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位	65.20%	81.80%	86.70%
当前值	15.64	32.16	66.88
中位数	14.08	22.80	51.24
均值+标准差	19.97	35.08	68.10
均值-标准差	10.05	14.74	36.69
	标普500	日经225	富时100
当前分位	99.60%	99.60%	99.70%
当前值	33.90	38.96	108.03
中位数	19.53	19.99	18.50
均值+标准差	23.72	25.02	40.35
均值-标准差	15.76	16.31	8.48

资料来源：万得，中银证券

图表 11. 市场风险偏好水平略高于十年均值



资料来源：万得，中银证券

10 月市场配置建议：盈利为锚，均衡配置。结合我们对于全 A 年内盈利估值分析，当前 A 股下行空间有限，而潜在上行机会增加。虽然大选前海外风险事件或仍将造成阶段性冲击，但当前 A 股尚处于盈利修复早期，分子端上行趋势确定，经历了前期估值回调，仍将成为配置资金首选。配置方面，建议依然紧握盈利抓手，行业板块的选择上：顺周期板块值得增配，建议关注政策提振、基本面预期向好的大金融板块；科技板块需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；消费板块中食品饮料的基本面较为稳定，高估值部分消化，若有超调可逢低介入。主题方面，关注十四五规划落地带来的相关领域国企改革板块性机会。

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