国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

波折中前行

2020年四季度市场展望

艾熊峰
SAC执业证书编号:S1130519090001
邮箱:aixiongfeng@gjzq.com.cn

2020年10月9日

目录

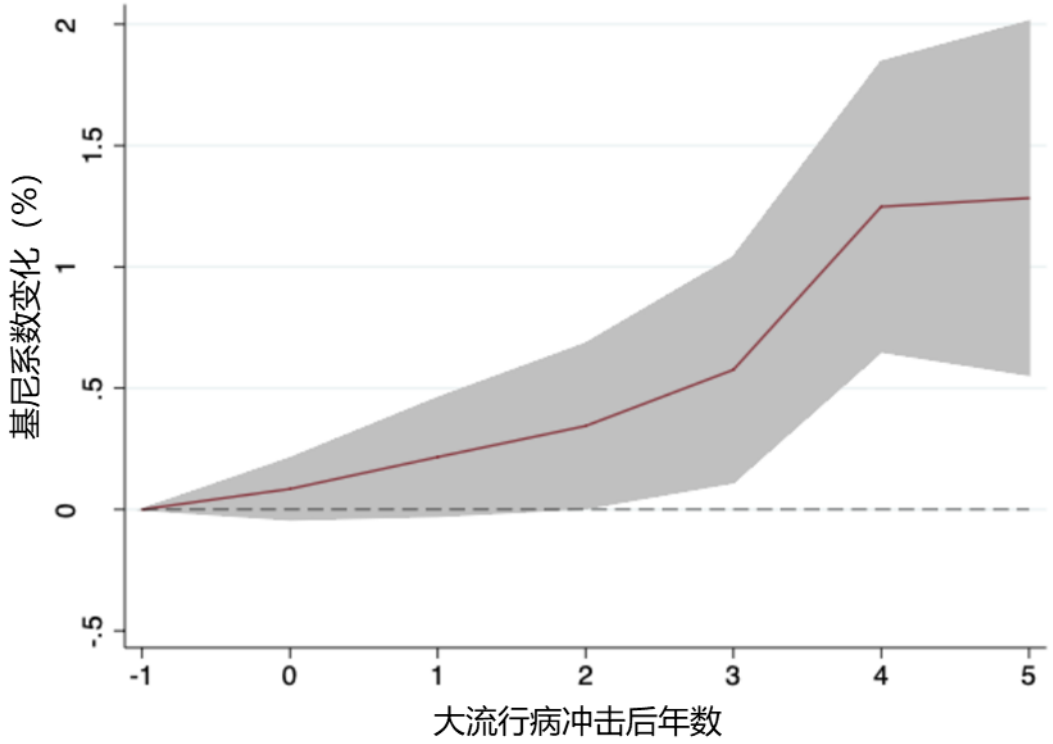
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 一、疫情冲击下国内经济复苏形态介于“V”型和“L”型之间
- 二、当前市场核心矛盾是经济复苏和货币政策的拉锯
- 三、微观资金层面关注新发公募建仓和外资流动
- 四、十四五规划、美国大选和疫情二次爆发风险是影响四季度行情的重要事件
- 五、市场展望：10月反弹、11月震荡、12月对明年定价

疫情冲击并不仅仅是脉冲式冲击，复苏有波折

- 疫情冲击对收入分配的影响是相对较大的，IMF统计了1961-2017年175 个国家的数据，历次大流行病后平均基尼系数均有上行。

历史上大流行病后基尼系数有所上行



来源：IMF、国金证券研究所
说明：统计了1961-2017年175 个国家的数据

经济仍属于弱复苏，消费恢复强度明显低于工业生产

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 考虑到疫情对收入分配产生了较大的影响，消费修复或需要更长的时间，特别是中低收入家庭的消费。



来源：Wind、国金证券研究所

中低收入家庭消费缩减幅度相对更大

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 从中国家庭金融调查与研究中心的调查数据来看，中低收入家庭2020年预期消费减少幅度大都超过10%

中低收入家庭消费缩减幅度相对更大

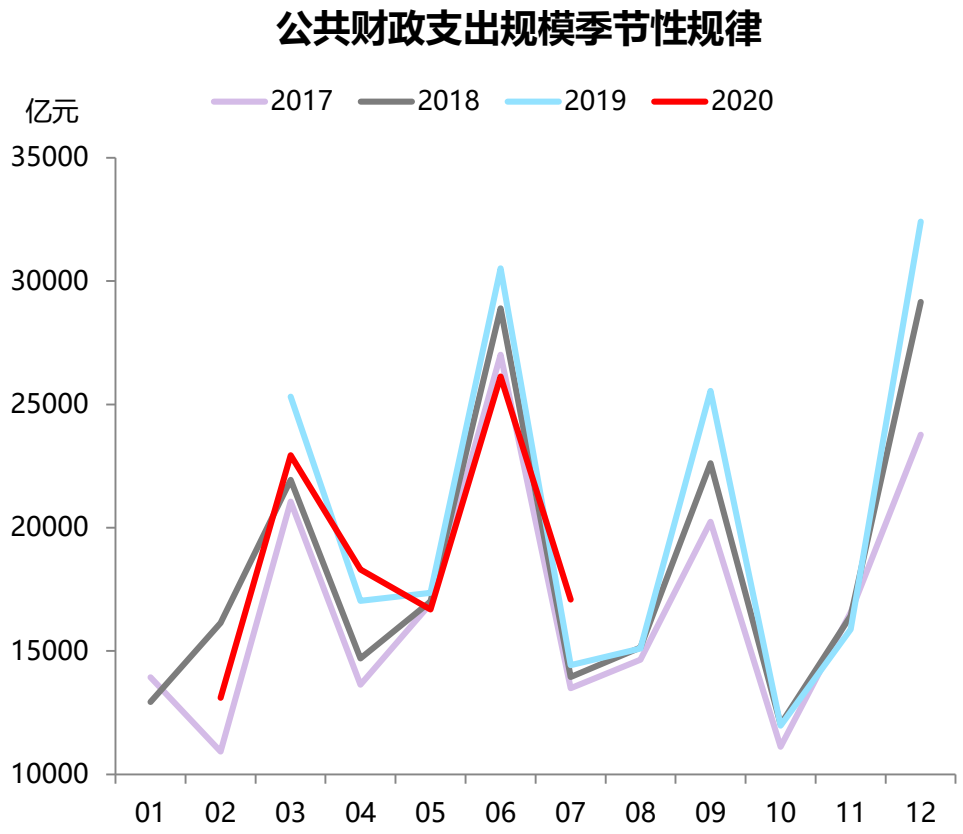
	预计 2020 年消费减少家庭占比（%）	消费同比减少幅度（%）
整体	43.2	-11.0
家庭年收入 3 万以下	40.9	-10.7
家庭年收入 3-5 万	46.7	-12.0
家庭年收入 5-10 万	43.3	-9.6
家庭年收入 10-20 万	44.2	-10.7
家庭年收入 20 万以上	41.5	-7.0

来源：中国家庭金融调查与研究中心、国金证券研究所

弱复苏背景下，流动性环境仍总体宽松

国金证券 SINOLINK SECURITIES

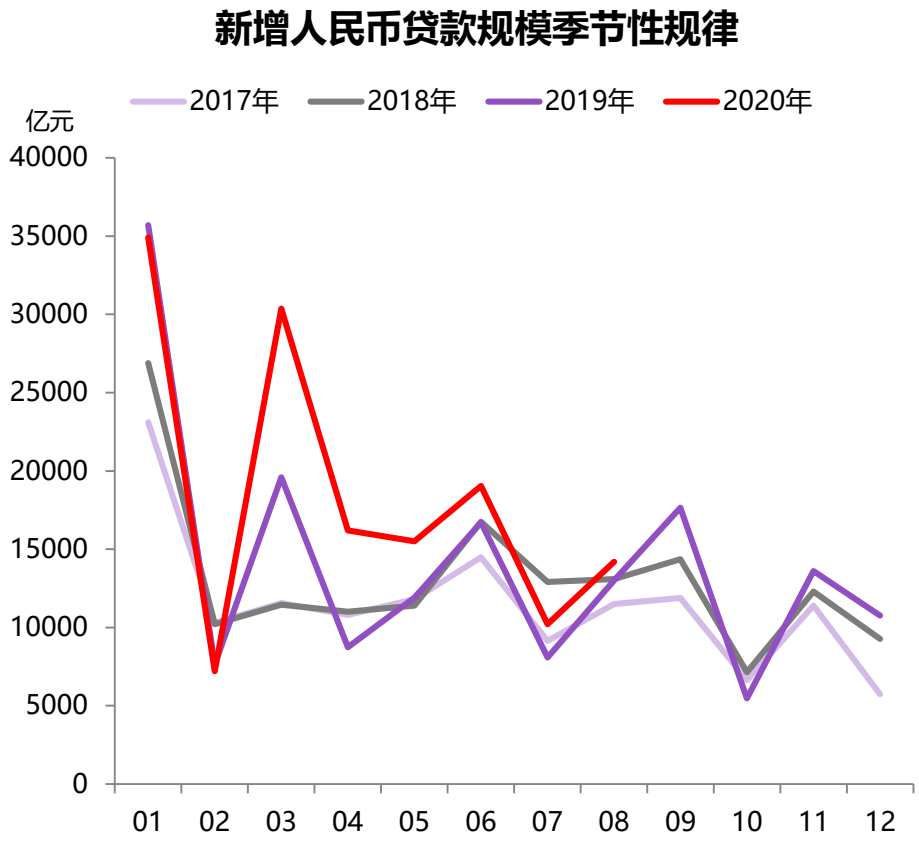
- 近期央行在公开市场操作放量，呵护市场流动性。10月财政支出季节性淡季过了之后，年底迎来财政支出大幅提升，四季度整体流动性仍总体宽松。



来源：Wind、国金证券研究所

四季度信用扩张相对温和

- 按照央行行长6月披露的20万亿元人民币贷款的全年增量计划，今年剩余4个月仍有5.2万亿元新增贷款的增量空间，相比去年同期的4.7万亿略有增长。



来源：Wind、国金证券研究所

目录

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 一、疫情冲击下国内经济复苏形态介于“V”型和“L”型之间
- 二、当前市场核心矛盾是经济复苏和货币政策的拉锯
- 三、微观资金层面关注新发公募建仓和外资流动
- 四、十四五规划、美国大选和疫情二次爆发风险是影响四季度行情的重要事件
- 五、市场展望：10月反弹、11月震荡、12月对明年定价

全年非金融业绩增速在-7%左右

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 随着经济逐步复苏，上市公司业绩逐季回升，营收和利润率同步改善。

自上而下业绩预测

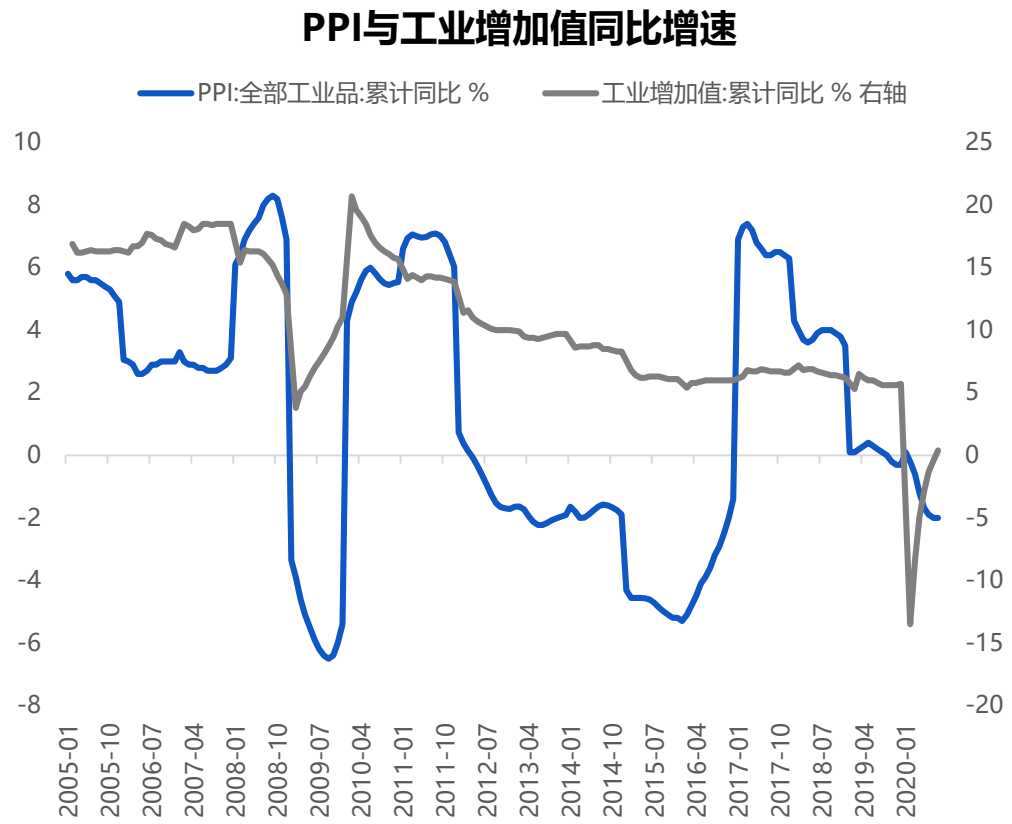
自上而下A股（非金融）盈利预测							
	2018年(A)	2019年(A)	2020Q1(A)	2020Q2(A)	2020Q3(E)	2020年(E)	2021年(E)
营收增速(%)	12.66	7.79	-12.30	-5.07	-4.70	-2.50	17.80
净利润率(%)	4.61	4.10	2.86	4.23	4.90	3.90	4.20
净利润增速(%)	-5.4	-4.1	-52.3	-24.4	-10.8	-7.3	26.9
说明：(A)表示实际值、(E)表示预测值							

来源：Wind、国金证券研究所

“量升价稳”带动上市公司业绩逐季修复

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 工业增加实现V型恢复，四季度PPI或逐步企稳回升。

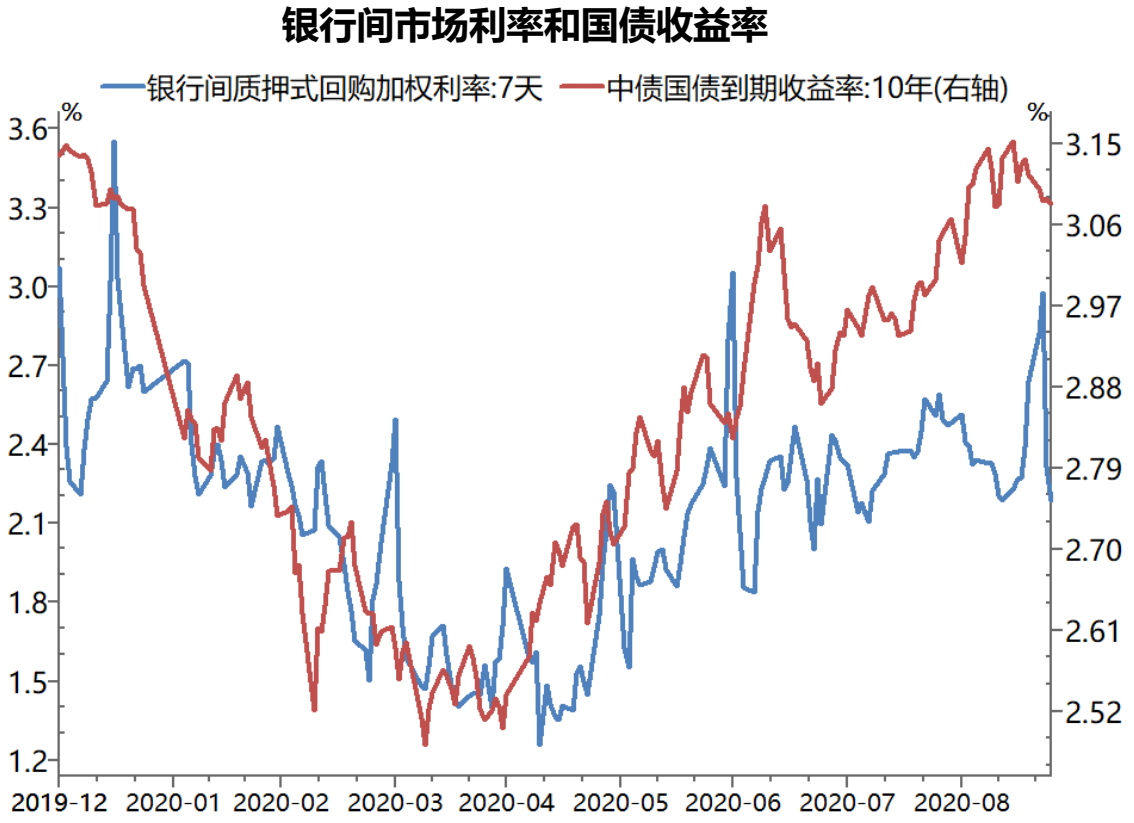


来源：Wind、国金证券研究所

货币政策已经过了最松的阶段，也过了最紧的时期

国金证券 SINOLINK SECURITIES

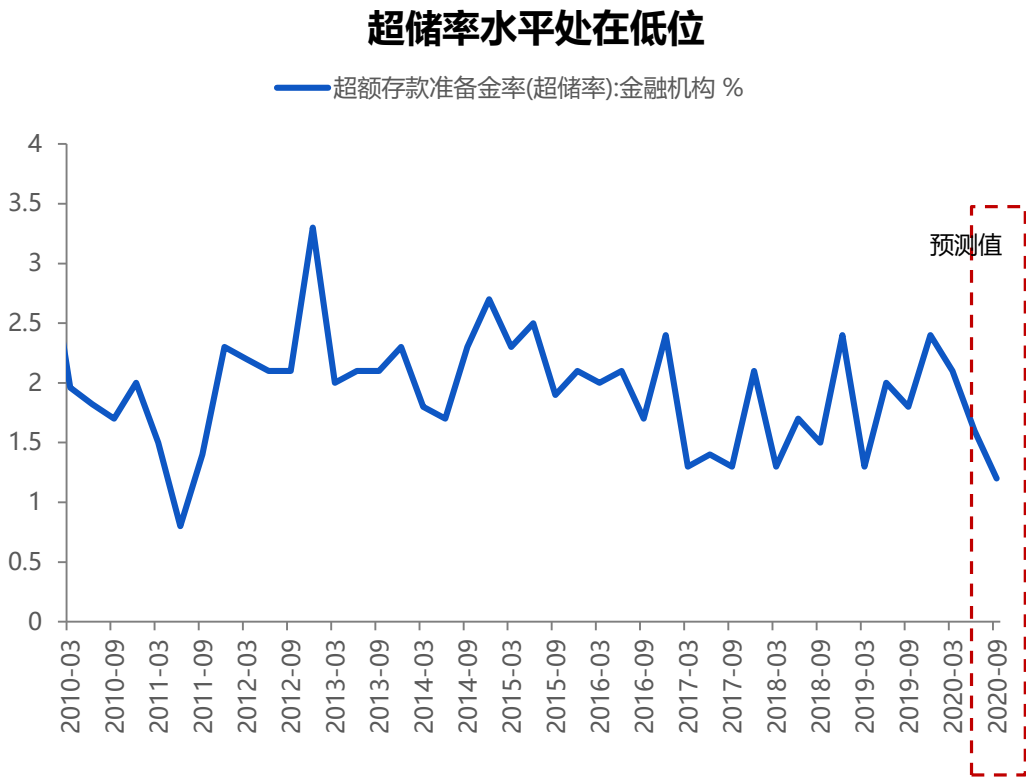
- 随着银行超储率创新低，近期央行MLF和公开市场资金投放规模逐步加大。



来源：Wind、国金证券研究所

四季度有没有降准?

- 10月大量政府债券发行，或超过2万亿规模。银行超储率处在较低位。

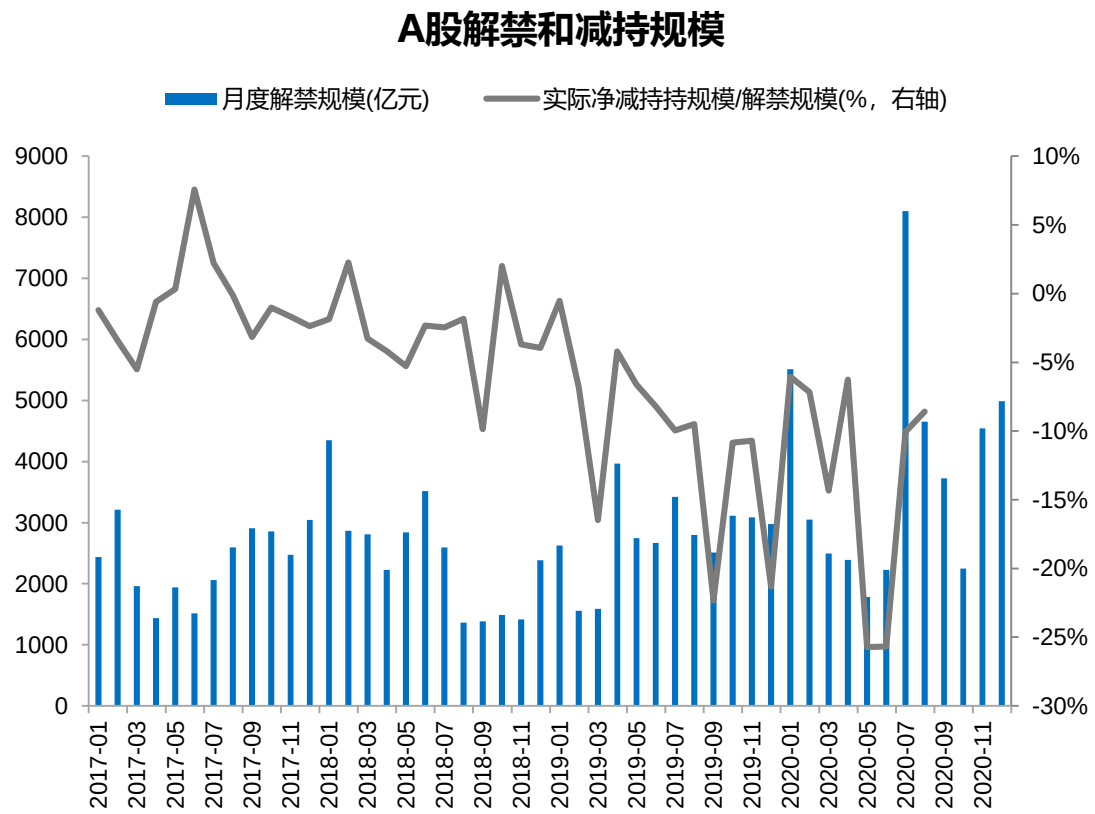


来源：Wind、国金证券研究所

目录

- 一、疫情冲击下国内经济复苏形态介于“V”型和“L”型之间
- 二、当前市场核心矛盾是经济复苏和货币政策的拉锯
- 三、微观资金层面关注新发公募建仓和外资流动
- 四、十四五规划、美国大选和疫情二次爆发风险是影响四季度行情的重要事件
- 五、市场展望：10月反弹、11月震荡、12月对明年定价

四季度解禁和减持压力保持相对平稳



来源：Wind、国金证券研究所

外资成交是占比稳定在5%左右

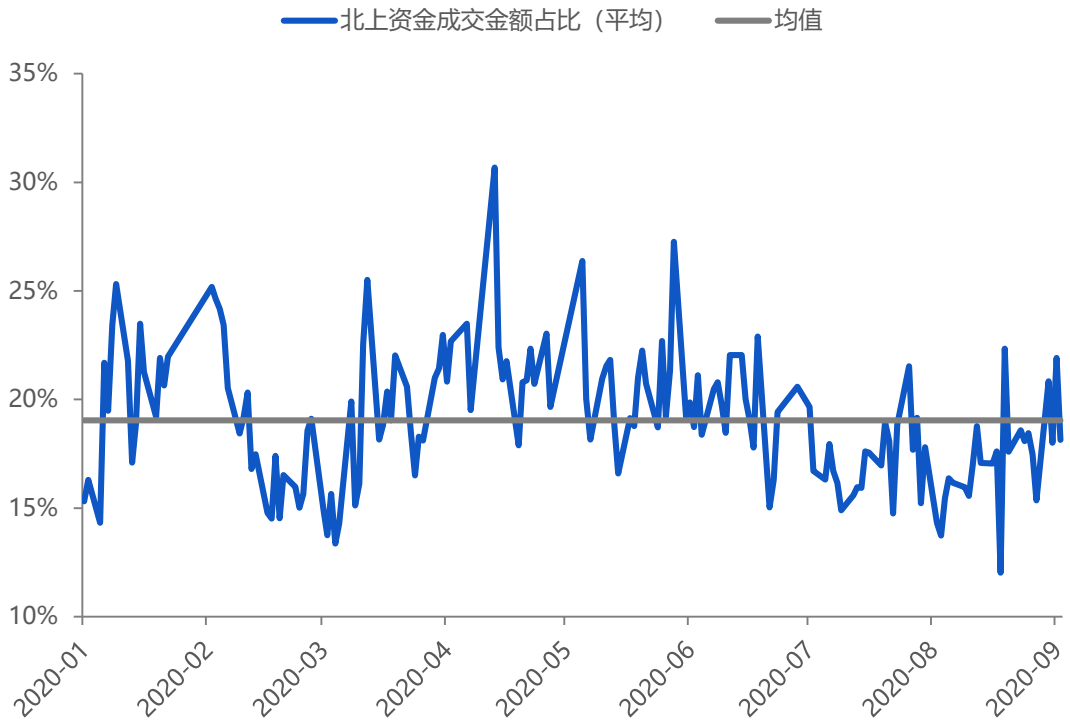


来源：Wind、国金证券研究所
说明：陆股通成交占比为max（买入金额，卖出金额）/A股成交金额

外资对部分交易活跃股票的交易占比平均接近20%

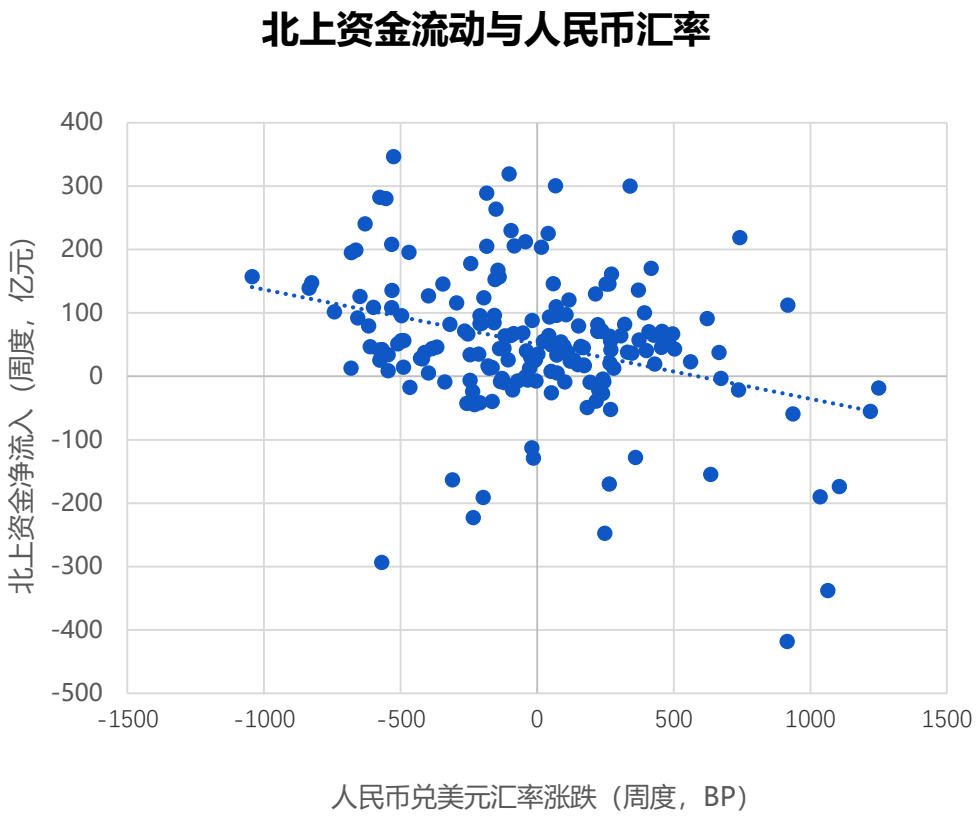
国金证券 SINOLINK SECURITIES

外资交易活跃股票的成交金额占比



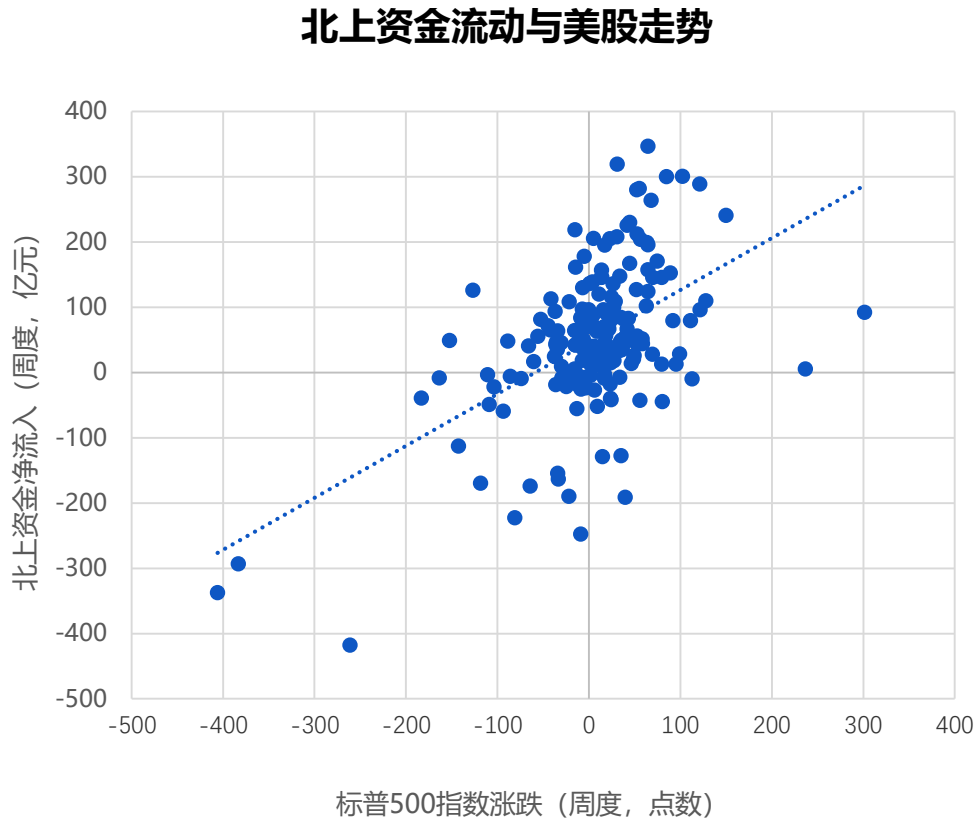
来源：Wind、国金证券研究所
说明：陆股通成交占比为max（买入金额，卖出金额）/A股成交金额

北上资金流动与人民币汇率正相关



来源：Wind、国金证券研究所

北上资金流动与美股走势正相关

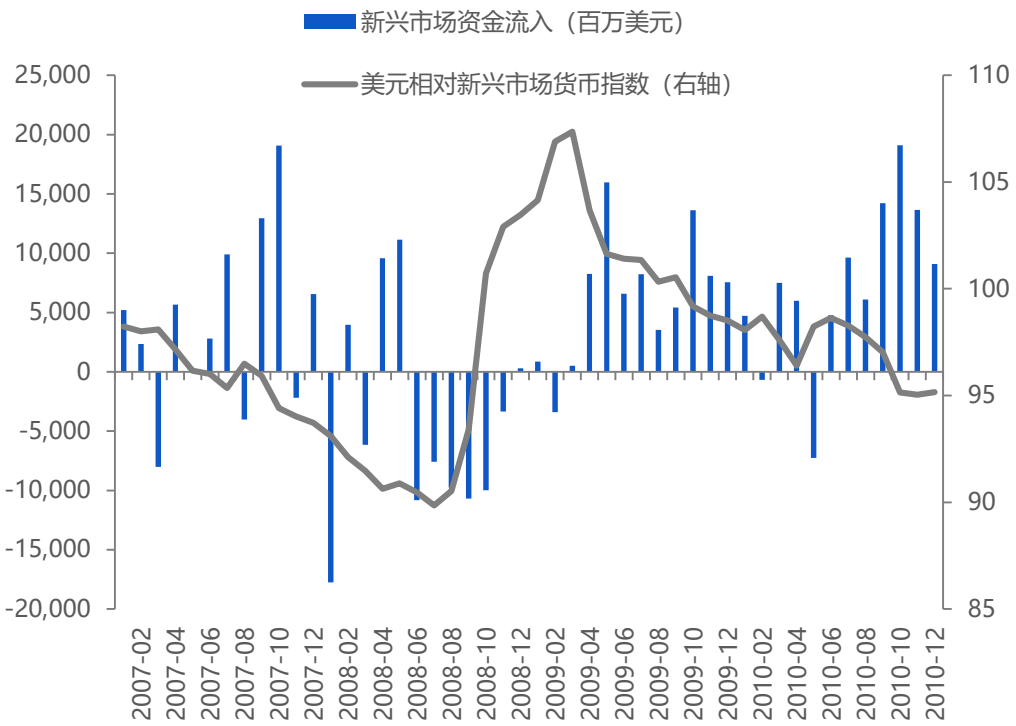


来源：Wind、国金证券研究所

美元贬值周期下，全球资本持续流入A股市场

国金证券 SINOLINK SECURITIES

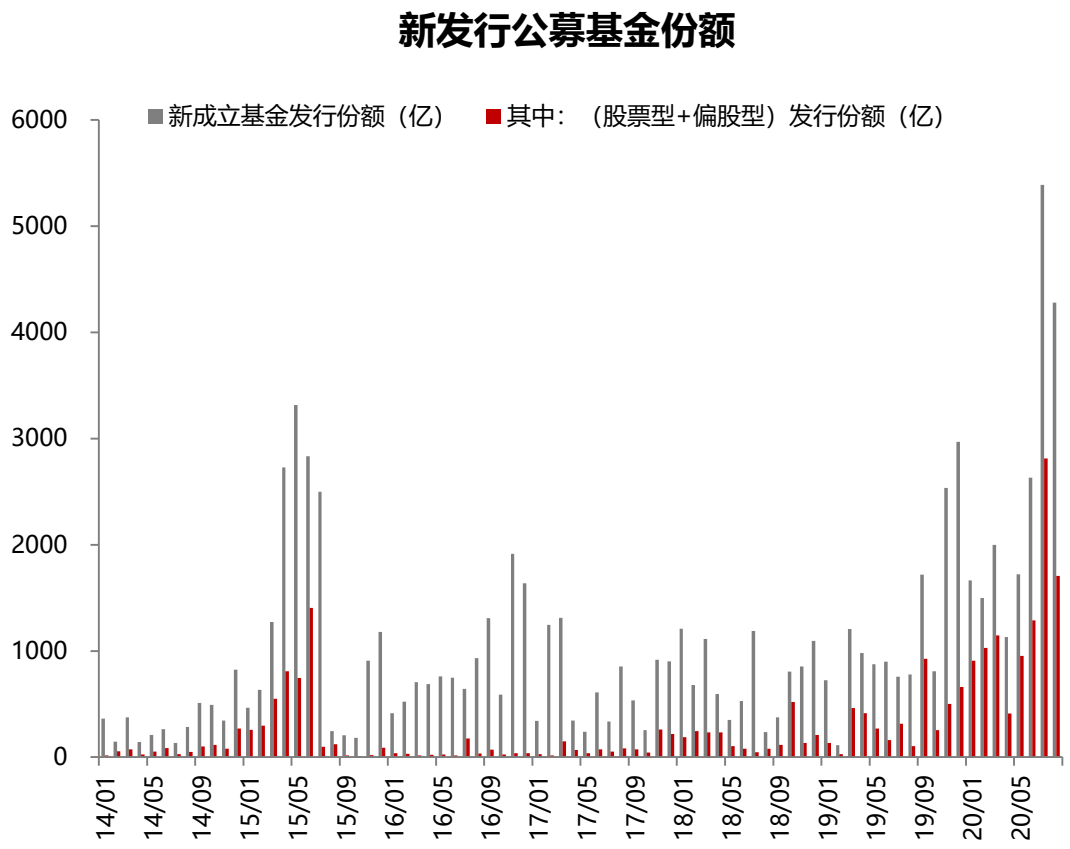
金融危机期间美元相对新兴市场货币汇率与新兴市场资本流动



来源：EPFR、Wind、国金证券研究所

新发权益类公募基金规模创新高

- 今年以来权益类公募基金发行规模超过1万亿，创历史新高。

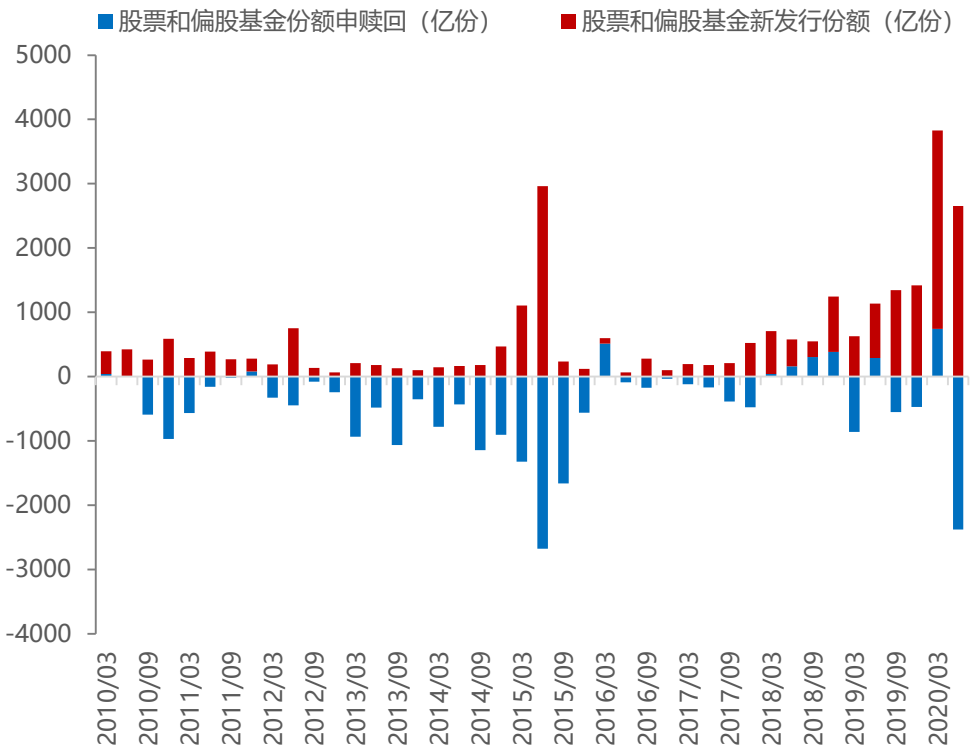


来源：Wind、国金证券研究所

基金发行中的“赎旧买新”现象

- “赎旧买新”的现象在公募基金发行中一直存在，背后的原因一方面与基金销售渠道对新基金的大力度宣传相关，另一方面与个人投资者追逐爆款基金的羊群效应相关。

新发行权益类公募基金份额和存量基金申赎回

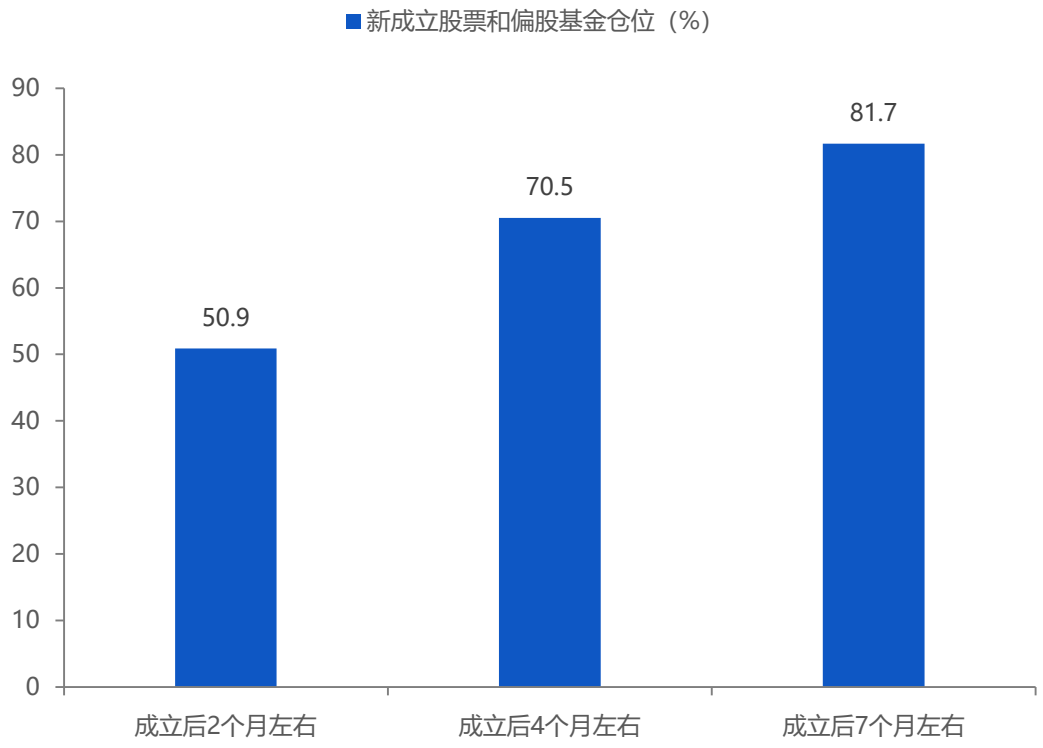


来源：Wind、国金证券研究所

四季度是新成立公募基金集中建仓期

- 我们预计今年7月-9月新发行的5000多亿权益类公募基金在四季度仓位将达到50%左右，即2500亿左右的建仓资金。

新发行权益类公募基金建仓节奏



来源：Wind、国金证券研究所
说明：选取2018年和2019年新成立基金，统计成立后仓位数据

目录

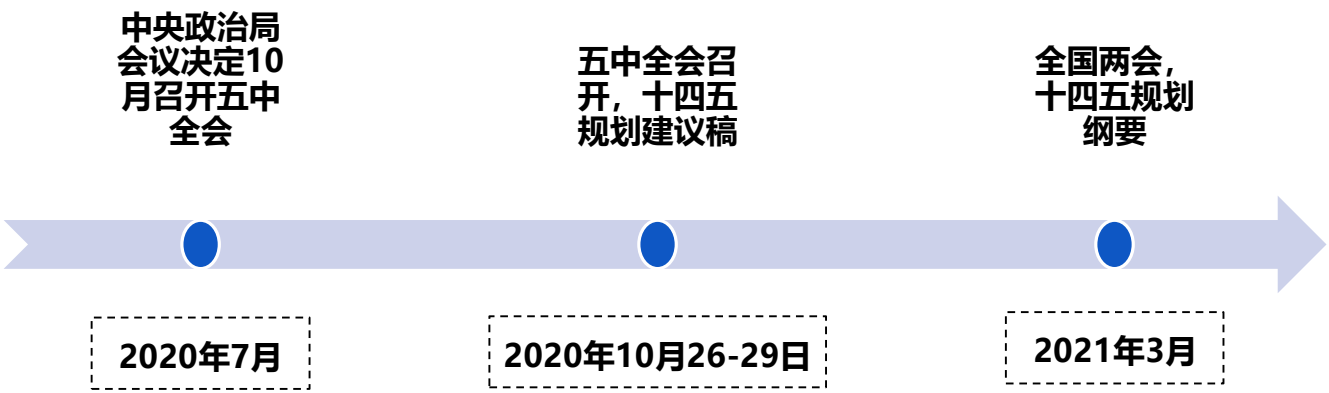
- 一、疫情冲击下国内经济复苏形态介于“V”型和“L”型之间
- 二、当前市场核心矛盾是经济复苏和货币政策的拉锯
- 三、微观资金层面关注新发公募建仓和外资流动
- 四、十四五规划、美国大选和疫情二次爆发风险是影响四季度行情的重要事件
- 五、市场展望：10月反弹、11月震荡、12月对明年定价

十四五规划时间表：十月底出建议稿

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 10月底五中全会出建议稿，而后发改委进一步细化和完善规划，明年两会公布总体规划纲要。

十四五规划时间表



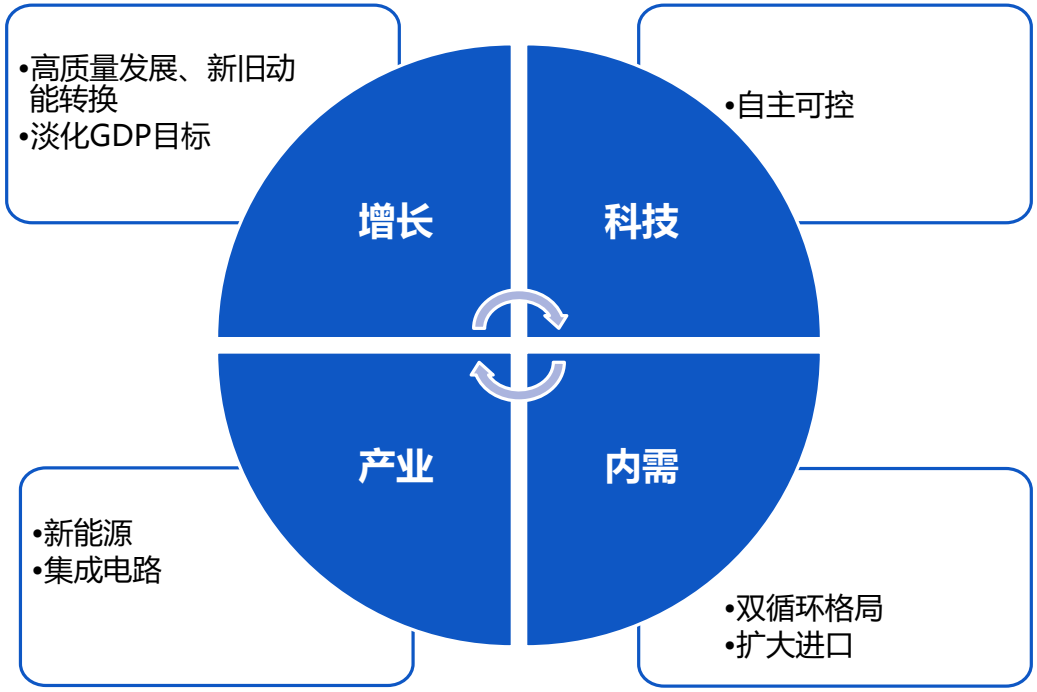
来源：Wind、国金证券研究所

十四五规划：扩大内需、自主可控和扩大进口

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 十四五规划大的背景是过去40年模式面临转变，未来30年（到2050年）的新起点。或淡化GDP目标，注重高质量发展和新旧动能转变。

十四五规划展望



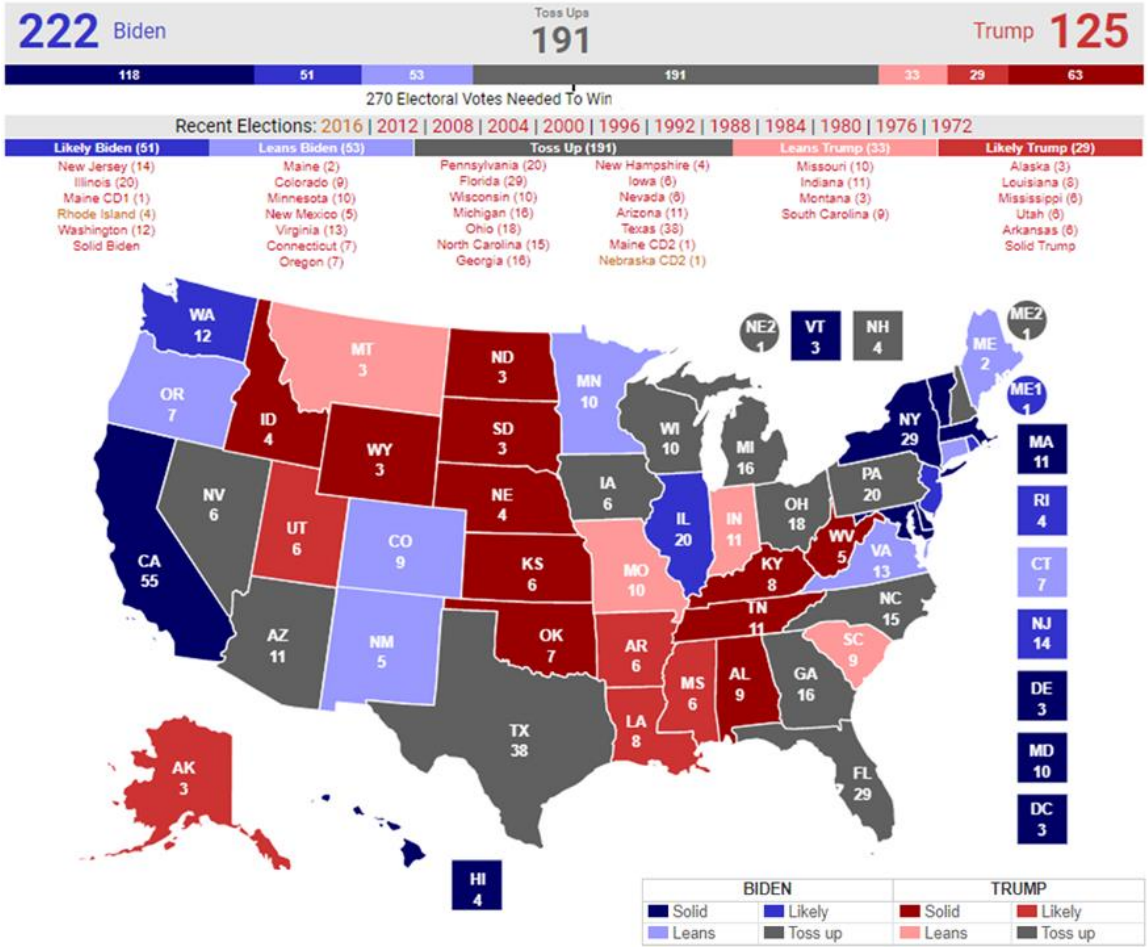
来源：Wind、国金证券研究所

美国大选：拜登距当选还差50张选票

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 民主党的优势州普遍集中在美国西海岸和美国东部。而共和党的优势州集中在美国中部等地区。

2020年美国大选民调选情



来源：RealPolitics、国金证券研究所

拜登竞选纲领：取消减税、修复盟友关系

国金证券 SINOLINK SECURITIES

民主党精选纲领

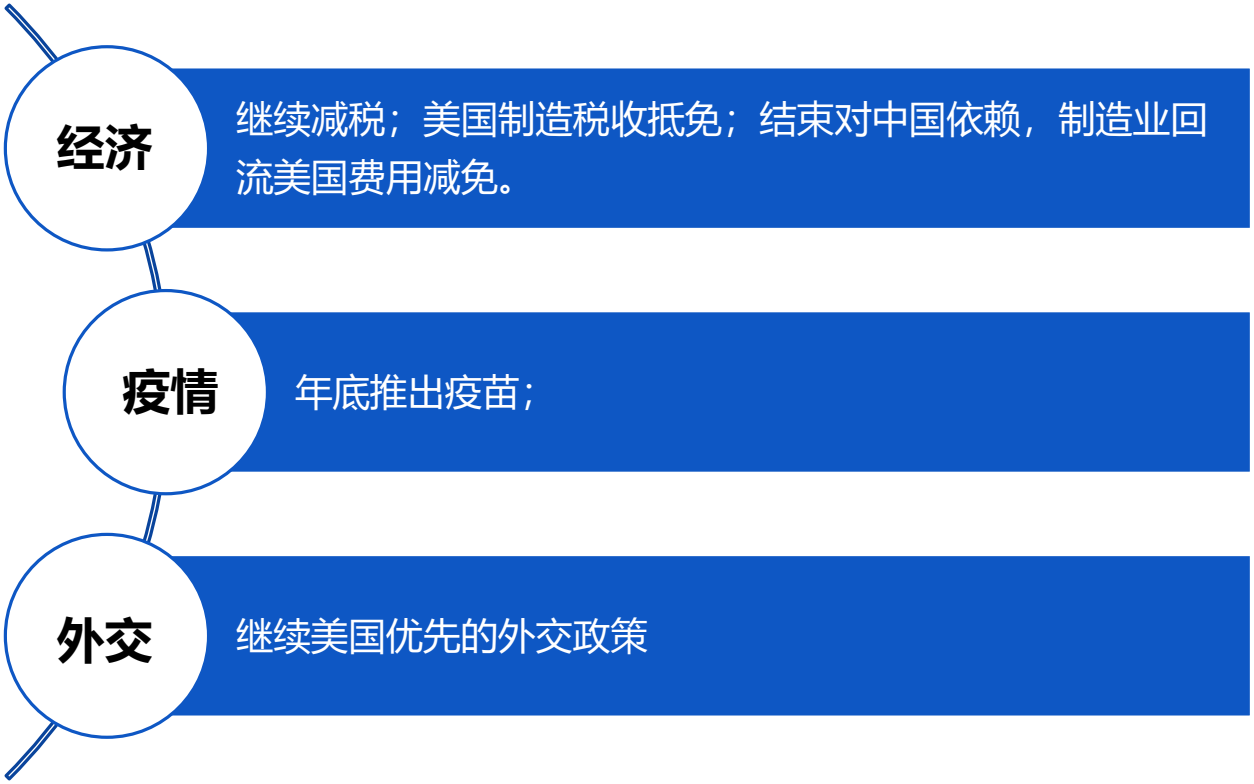
经济	不进行贸易战；对华尔街严监管；取消特朗普减税，实施对工薪家庭更有利的税制；
疫情	纠正特朗普政府疫情应对措施，进行免费监测和治疗，免费提供疫苗
外交	修复与盟国关系

来源：Wind、国金证券研究所

特朗普竞选纲领：继续减税、美国优先

国金证券 SINOLINK SECURITIES

共和党精选纲领

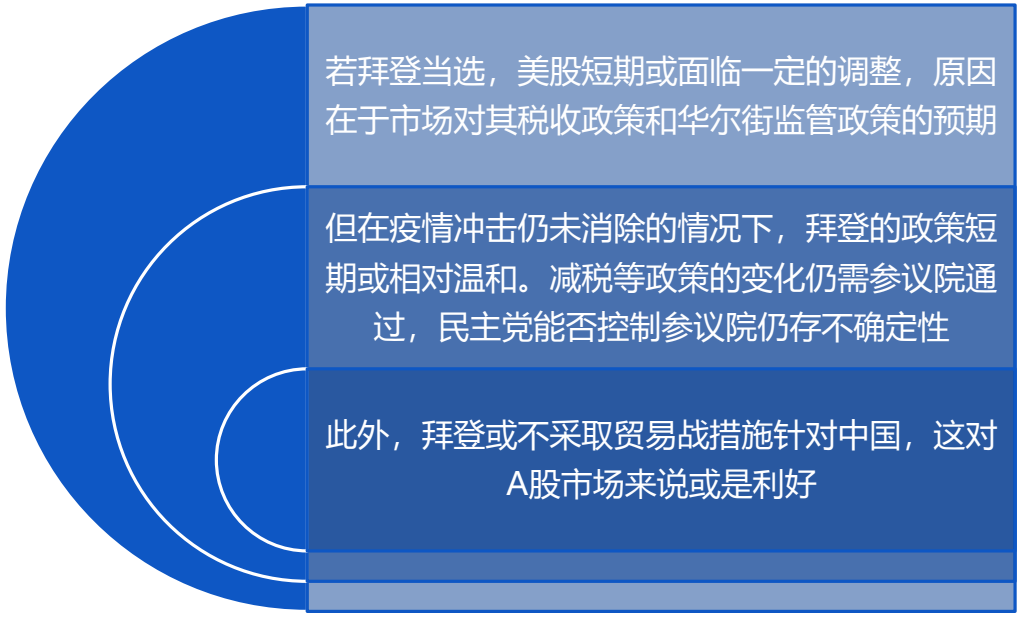


来源：Wind、国金证券研究所

如果拜登当选，市场如何演绎

国金证券 SINOLINK SECURITIES

拜登当选对市场的影响

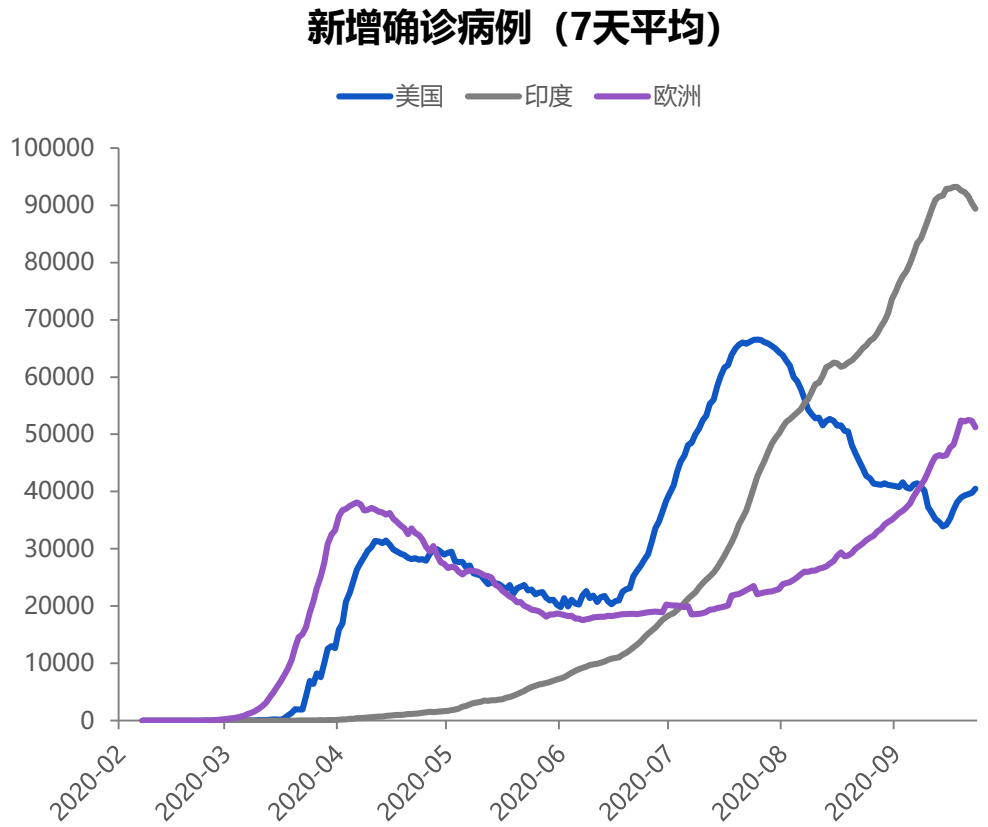


来源：Wind、国金证券研究所

四季度疫情二次爆发的不确定仍较大

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 但二次爆发对市场的影响相对全球疫情首次大爆发是有所钝化的。



来源：Wind、国金证券研究所

目录

- 一、疫情冲击下国内经济复苏形态介于“V”型和“L”型之间
- 二、当前市场核心矛盾是经济复苏和货币政策的拉锯
- 三、微观资金层面关注新发公募建仓和外资流动
- 四、十四五规划、美国大选和疫情二次爆发风险是影响四季度行情的重要事件
- 五、市场展望与行业配置：10月反弹、11月震荡、12月对明年定价

整个四季度呈现结构性行情

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- M2-名义GDP增速高位回落，市场难有大幅上涨空间。

四季度M2与名义GDP增速差从高位回落

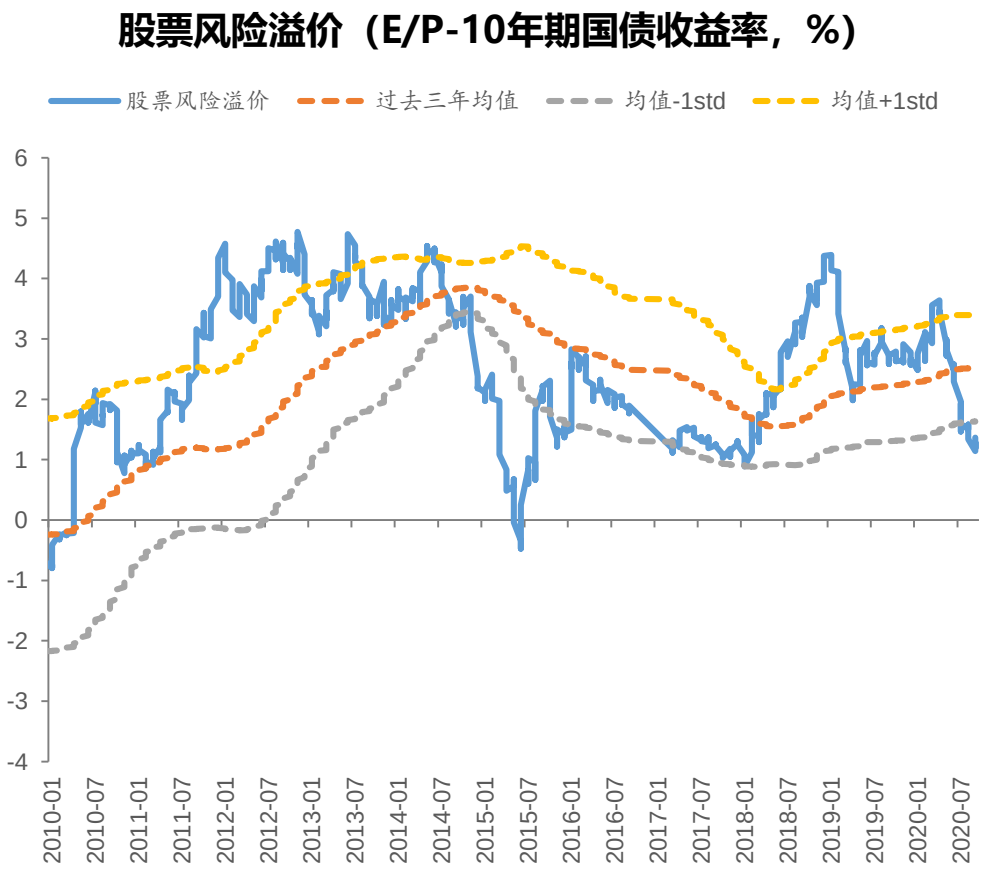


来源：Wind、国金证券研究所

风险溢价处在过去三年均值的负一倍标准差左右

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 这意味着市场或仍处在结构性行情当中。



来源：Wind、国金证券研究所

10月反弹，11月震荡，12月对明年定价

国金证券 SINOLINK SECURITIES

10月反弹

- 美股系统性风险并不大。10月在政府债券发行压力和财政支出放缓的背景下，央行或持续呵护市场流动性。
- 10月底召开的十九届五中全会将聚焦十四五规划，市场对于十四五规划的预期也将成为推动市场的重要因素。

11月震荡

- 若拜登当选，对美股短期产生一定负面冲击。
- 秋冬季节，疫情二次爆发风险。

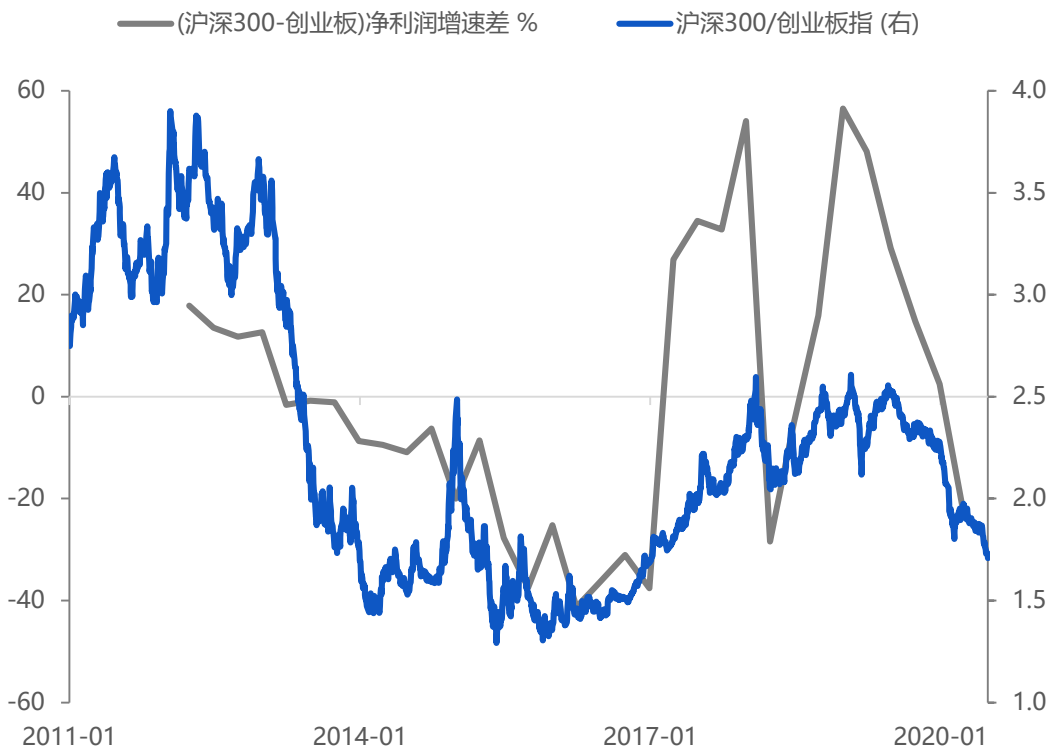
12月对明年定价

- 仍有较大的不确定性。
- 货币政策正常化预期，市场对流动性和信用环境拐点的担忧。

风格分化的背后是板块相对基本面的变化

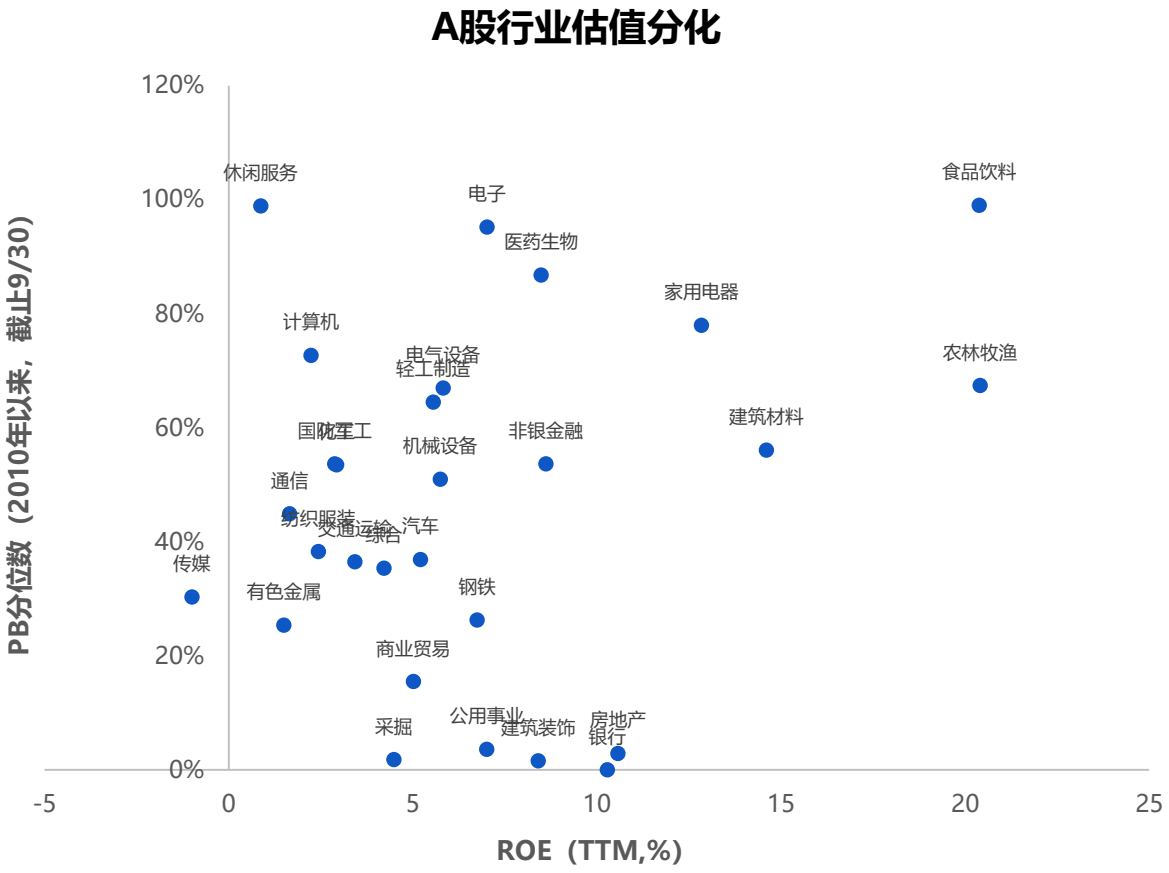
国金证券 SINOLINK SECURITIES

风格分化与相对业绩增速



来源：Wind、国金证券研究所

没有看到相对基本面拐点前，行业估值分化延续

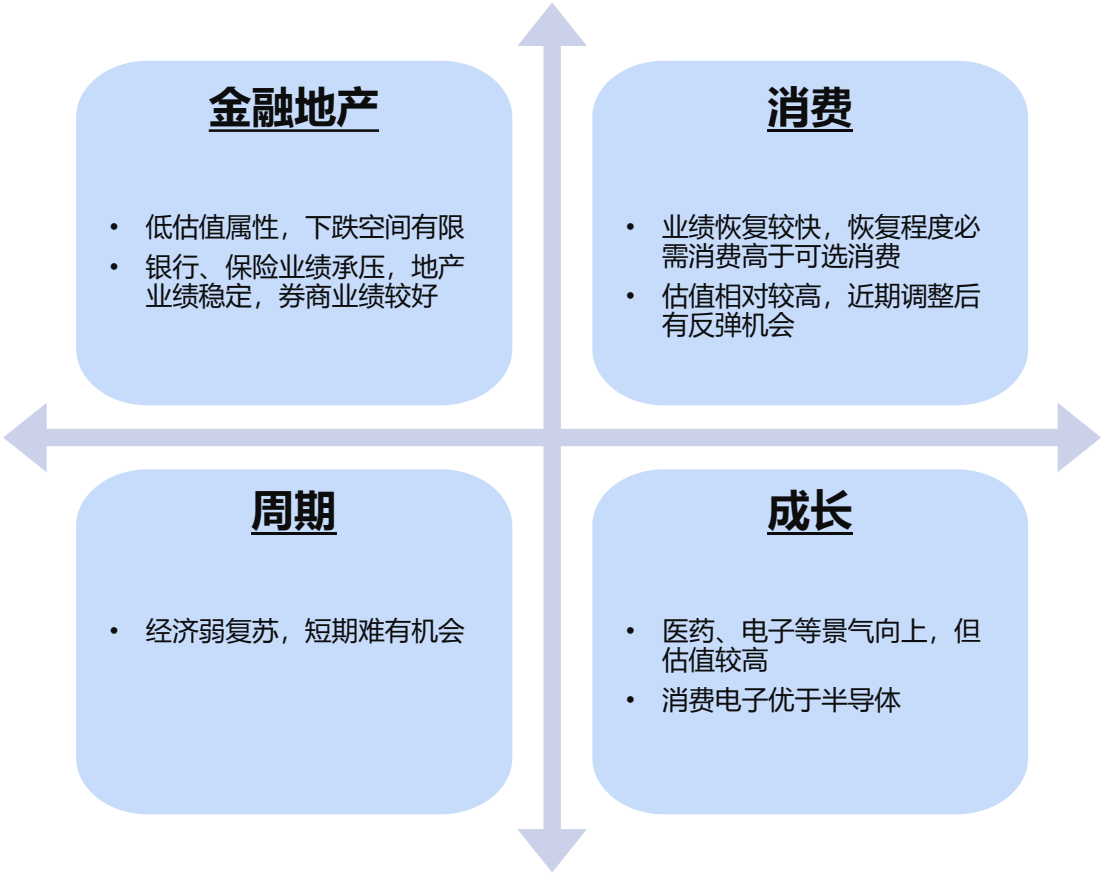


来源：Wind、国金证券研究所

反弹或仍集中在消费和成长板块

国金证券 SINOLINK SECURITIES

各大板块当前投资特征



来源：Wind、国金证券研究所

前瞻明年投资主线

国金证券 SINOLINK SECURITIES

1、坚守消费和科技长期优质赛道

- 自下而上精选个股。

2、金融：保险、银行等

- 一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和货币政策正常化预期，受益于利率曲线陡峭化。

3、成长初期的行业：5G等

- 戴维斯双击的机会，包括5G基础设施建设和应用端。

4、困境反转的行业：航空、机场、旅游、酒店等

- 疫情对行业冲击最差的阶段已经过去，业绩修复超预期

风险提示

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 经济复苏不及预期
- 外黑天鹅事件（地缘政治风险、主权评级下调等）

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道4001号
时代金融中心7GH

谢谢



国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn