宏觀

疫情風波再起，復蘇何去何從？

歐美疫情風險上升，多國確診突破峰值。8月以來，歐洲部分國家的新冠肺炎疫情就形成了“二次抬頭”的趨勢，而9月這些國家的每日新增確診病例數量更是突破了前期高點。歐洲疫情風險的上升在資本市場上同樣有所反映，表現為“股跌債漲”。與此同時，美國的疫情也有再度見底回升的趨勢。

死亡、確診趨勢分離，經濟衰退概率不大。死亡人數維持低位，未隨確診病例走高。我們注意到，雖然歐美等發達國家爆發了第二輪疫情，但是在死亡情況上同第一輪疫情存在顯著不同。從死亡人數上來看，第二輪疫情時儘管每日新增確診病例數量突破了前期峰值，但由於應對措施更為完善，死亡病例數量並未隨確診病例的走高而大幅上升。如9月以來西班牙每日新增新冠肺炎確診病例數量的峰值大約是第一輪疫情時的1.8倍，但新增死亡病例數量的峰值卻僅有第一輪疫情時峰值的20%左右。美國的情況也同歐洲類似，從死亡率上來看，截止10月6日，美國所有確診新冠肺炎的患者之中，累計死亡人數占比已降至2.84%，不足第一輪疫情高峰時頂部值的一半。在美國致死病因中，因新冠致死人數也已明顯下降，9月前三周僅是因心臟病致死人數的三分之一。全面封鎖儘量避免，經濟衰退概率不大。疫情期間對於人員流動的封鎖，是造成經濟活動陷入停滯的主要原因，而人口流動性一旦恢復，經濟自然也就隨之復蘇。當前美國和歐洲主要國家人口流動性依然如常，雖然不排除個別地區封鎖措施的再度出臺，但由於死亡病例依然趨降，二次爆發疫情國家全面封鎖的必要性不強，各國出於經濟增長考慮也會儘量避免。由於人口流動情況尚未偏離疫情後的常態水平，歐美等國PMI指數多數仍處於年內高位的擴張區間。從消費情況來看，高頻數據顯示9月以來美國消費增速或仍將保持上升勢頭，歐元區19國消費者信心指數和英國GFK消費者信心指數也並未轉向，這意味著消費自疫情後的恢復態勢或有望保持。而消費在歐美發達國家中地位至關重要，GDP的七至八成都來自於消費，如果歐美國家消費恢復的態勢能夠保持，經濟復蘇的勢頭大概率也將持續。歐央行對於歐元區經濟增長的判斷與此類似，其認為20Q3開始歐元區經濟能夠實現持續復蘇，但環比增速逐漸放緩。此外，不容忽視的是，即便因為疫情使得歐美經濟真的再度衰退，刺激政策也會為經濟托底。

疫情遭遇經濟恢復，支撐我國出口韌性。首先，由於歐美疫情二次爆發並未帶來死亡人數的顯著上升，因此各國可以儘量避免對於人口流動的全面封鎖，作為全球經濟龍頭的美國和歐洲還沒有出現因疫情影響而使經濟增長重陷全面衰退的跡象。這也意味著全球經濟復蘇的進程雖然可能有所放緩，但其趨勢並未改變。其次，歐美發達國家或將步入疫情上升和經濟恢復並存的階段，而這對於我國的出口很有幫助。一方面，海外疫情上升使得其對我國防疫相關物資的需求仍較旺盛，而另一方面，歐美等國經濟的恢復也將支撐我國外需，如作為我國出口中的重要部分，機電產品出口增速已連續兩個月位於高位，勞動密集型產品增速也持續回升，我國出口“韌性”延續時間或有所延長。最後，從相對經濟表現而言，歐洲還是要弱於美國。在名義經濟增長好於歐洲的情況之下，近來美國10年期國債收益率和歐元區10年期公債收益率之差也開始築底回升，這意味著前期美元指數持續走低的趨勢或將有所逆轉，雖然上行的進程目前還較平穩，但也給新興市場國家的貨幣帶來考驗。當然，歐美經濟復蘇的趨勢雖然比較明朗，但其進程仍可能受到不確定因素的干擾而並非一帆風順。美國主要風險來自于總統大選，候選人政策主張對經濟影響差異很大，歐洲則取決於英國和歐盟的“脫歐”協議能否順利達成。

策略

循級而上

核心結論。①長假期間海外股市整體上漲，外盤擔憂消退。中國基本面更強+人民幣升值，外資望繼續流入。②內因決定市場中長期趨勢，資金面+基本面雙輪驅動的牛市3浪上漲趨勢未變，過去2個半月的橫盤震盪類似06年5-8月。③市場結構階段性再平衡中，科技是轉型升級牛的中長期主線，中短期經濟復蘇驅動金融地產修復，其中券商最優。

外盤有驚無險，外資望流入。9月市場交投清淡，A股日均成交額僅為7680億元，較8月下降了27%，市場成交額萎縮，背後的原因在於投資者擔憂十一長假期間海外市場不確定性或將對A股造成衝擊，類似2018年10月的情形再現A股。自從14年11月滬股通開通後，外資進出A股渠道更加順暢，A股與美股聯動越來越明顯。但是，這並不意味著當前美股高位波折必將拖累A股，這是因為無論從基本面還是估值角度看，目前A股都比美股表現更好。此外，A無懼外盤波動的另外一個原因是今年內資增量資金規模大，而且人民幣升值預期也將吸引外資繼續流入，18年1月和10月美股大跌拖累A股的情形恐難再現。內資包括公募、保險、散戶、杠杆資金等，以公募基金為例，2018年新發行偏股型基金總計為3774億份，而今年1-9月已累計發行1.46萬億份，內資大規模湧入有利於穩定A股市場。

內因是核心，雙輪驅動不變。決定A股中期趨勢是內因，根據經典的DDM模型，決定股價的因素主要包括流動性、基本面、風險偏好，A股流動性寬鬆和基本面向好將共同驅動市場走強。流動性可以分為宏觀流動性和微觀流動性，我們認為宏觀流動性力度變小了，但是方向未變，微觀流動性依舊充裕。從歷史經驗上看，通脹上升導致貨幣政策轉向收緊，一般CPI或PPI達到3%以上可能會觸發貨幣政策收緊，以史為鑒，我們認為現在開始擔憂貨幣政策收緊為時過早。微觀流動性非常充裕，這得益於19年以來A股賺錢效應顯著和資產配置力量從房市轉向股市。8月工業企業利潤當月同比為19.1%，工業企業增加值當月同比5.6%，這些高頻數據均顯示基本面正在溫和復蘇。我們預計後續基本面數據將繼續改善，基本面回升源於兩大動力：一是經濟週期因素，二是對沖政策發力。

應對策略：循級而上。統計歷史上滬深300每個月上漲概率，我們發現四季度上漲的概率整體較高，2005年以來滬深300在10月、11月、12月上漲概率分別為67%、53%、60%，而其他月份均值為57%。由於今年的行情肯定不屬 單邊下降的熊市，因此根據歷史上一年2次大行情的規律，今年滬深300指數還有望出現第二次行情，Q4行情仍可期。中長期角度看，這次是轉型升級牛市，主線是科技，類似1980-2000年的美股，產業結構升級是核心。展望未來一年到一年半，即這輪牛市的終點，科技仍是產業主線，基本面將更強，如計算機、新能源產業鏈等。站在當前時點，往後看到年底，我們認為需兼顧經濟復蘇邏輯，創業板牛市3浪已走完大半程，而主板牛市3浪仍在進行中，疫情衝擊過去後主板基本面正在逐步改善，行情有望從早週期向後週期板塊蔓延。

風險提示：向上超預期：疫情快速有效控制，國內改革大力推進；向下超預期：疫情傳播不確定性增加，中美貿易關係惡化。

金融工程

債券量化系列之二——債券違約概率模型及多因子組合優化

債務違約事件數量增長較快。近年來，債券違約的數量和涉及的金額均呈現上升趨勢。2015年，全年僅有7例違約，涉及的金額僅為16.55億元。截至2020年8月底，債券違約的數量為128例，涉及的金額為1403.52億元。

部分債券在違約之前仍然保持高評級。債券發生違約的前一個月，有44.10%的債項評級為C，占比最高，有8.95%的債項評級為CC，兩者合計為53.06%。然而，有約16%的債券在違約前的一個月，債項評級仍在AA-及以上。

違約債券的基本面情況。主要從兩個方面來分析：一是根據所選的基本面財務指標從低到高構建5個債券組合，月度再平衡，計算債券違約事件在5個組合中出現的頻率；二是計算每個違約的債券違約前一個月的因子暴露情況。總體來看，違約債券主要呈現出低償債能力，低盈利水平和低成長水平的特徵。

違約概率預測模型。從發債公司的基本面因子出發，利用Logistic回歸模型結合Bagging算法，搭建違約風險概率模型，以預測債券的違約概率。若按照違約概率將所有債券分成5組，大約有61%的違約事件出現在預測違約概率最高的債券組合中，而只有0.44%的違約事件出現在預測違約概率最低的債券組合中。

企業債多因子組合優化。通過組合優化的方法，在儘量降低債券組合違約風險的目標下，控制單只債券的權重，構建優化組合。優化後的組合與複合因子得分前10%的債券組合的收益風險特徵接近，但可以較好地控制組合內的債券數量，且避免選到違約債券。

風險提示。數據挖掘是從歷史先驗數據獲取經驗模型的方法，存在模型失效可能。

債券

逢低關注機會

9月轉債表現：轉債指數下跌

1）轉債指數下跌。2）行業整體下跌。3）平均轉股溢價率上升。

10月權益前瞻：短期或有擾動，向上趨勢不變

經濟復蘇延續。9月全國製造業PMI小幅回升至51.5%，創4月以來新高，也是18年以來同期新高。從新訂單情況來看，9月新訂單指數連續5個月上行，新出口訂單指數年內首次回升至線上。此外工業利潤增速穩定，上游利潤改善顯著，鋼鐵、化纖、有色、化工和建材利潤增速降幅均有明顯收窄，下游汽車、紡織增速由負轉正，中游行業漲跌互現。

利率拐點未至。目前宏觀杠杆率高企，經濟依然延續復蘇，預計名義GDP增速持續回升至明年一季度，貨幣轉松仍缺乏基本面的支持。從過去幾輪熊尾利率調整位置、隱含稅率以及社融-M2增速差領先關係來看，利率拐點未至，10月債熊仍將延續。

向上趨勢不變。9月權益市場調整，成交額降至三季度以來的低點，市場情緒降溫。節前觀望情緒較濃，而總體來看，基本面修復態勢延續，單二季度多數行業盈利回升，在週期及政策等因素推動下預計基本面繼續回暖，宏觀流動性數量上依舊充裕，微觀流動性方面，今年在房住不炒和股權融資大發展的背景下居民資產配置有望進一步轉向股市。中期來看向上的趨勢不變，而臨近美國大選，海外因素或產生短期擾動。

10月轉債策略：逢低關注機會

9月轉債跟隨權益市場明顯調整，月均成交額環比下降46%，情緒有所降溫，行業方面金融及電力交運跌幅相對較小。轉債估值經歷明顯壓縮，以中間價位平價券估值來看，9月低點基本壓縮到二季度末的低位水平，節前幾個交易日估值有所回升。展望10月，新券發行可能提速，關注優質新券佈局機會，此外關注陸續公佈的Q3業績預告情況，而美國大選的背景下海外等因素或造成一定短期擾動，回調或帶來配置機會。行業上建議更多關注金融、地產相關、工業、材料、可選消費等偏週期行業，科技成長以及醫藥等前期調整幅度較大，對於業績確定性較強，正股估值合理匹配的個券也可適當關注，此外未來可關注十四五規劃受益方向。

風險提示：基本面變化、股市波動、政策不達預期、價格和溢價率調整風險。

行業研究

新能源板塊：歐洲六國9月新能源汽車銷量同比高增

德國：9月新能源汽車銷量同比增長337.1%，滲透率達15.6%。其中PHEV車型銷量20127輛，同比增長463.5%；純電動汽車銷量21188輛，同比增長260.3%。

挪威：9月新能源汽車銷量同比增長75.6%，滲透率達81.6%。其中純電動汽車註冊量達9560輛，同比增長57.1%，占汽車總註冊量的61.5%；插電式汽車註冊量達3129輛，同比增長174.7%，占總註冊量的20.1%。

法國：9月新能源汽車銷量同比增長221.5%，滲透率達10.6%。根據CCFA數據，1-9月法國新能源純電動汽車合計銷量7.05萬輛，相比19年同期增長132%；20年1-9月法國插電式汽車合計銷量4.03萬輛，較19年同期增長239%。

瑞典：9月新能源汽車銷量同比增長173.7%，滲透率達34.4%。根據瑞典bilsweden數據來看，2020年9月瑞典汽車註冊量為2.87萬輛，同比增長7.3%。其中純電動車銷量為3668輛，同比增長109.5%，滲透率12.8%；插電式新能源車銷量6217輛，同比增長234.1%，滲透率21.6%；純電動和插電式合計9885輛，同比增長173.7%，合計滲透率34.4%。

西班牙：9月新能源汽車銷量同比增長200.7%，滲透率達5.7%。根據西班牙ANFAC（西班牙汽車工業協會）數據來看，2020年9月西班牙汽車註冊量為7.07萬輛，同比下滑13.5%。其中純電動車銷量為2045輛，同比增長157.2%，滲透率2.9%；插電式新能源車銷量1969輛，同比增長264.6%，滲透率2.8%；純電動和插電式合計4014輛，同比增長200.7%，合計滲透率5.7%。

英國：9月新能源汽車銷量同比增長165.9%，滲透率達10.5%。根據英國SMMT（英國汽車工業協會）數據來看，2020年9月英國汽車註冊量為32.8萬輛，同比下滑4.4%。其中純電動車銷量為21903輛，同比增長184.3%，滲透率6.7%；插電式新能源車銷量12400輛，同比增長138.6%，滲透率3.8%；純電動和插電式合計34303輛，同比增長165.9%，合計滲透率10.5%。

投資建議：1）戰略性標的：我們認為未來新能源汽車替代傳統燃油車大勢所趨，相較于傳統車，新能源汽車單車價值增量最大的環節為動力電池；我們認為未來三元動力電池將配套高端乘用車型，磷酸鐵鋰電池配套低端車型；2）格局較好的行業：我們認為在鋰電池產業鏈中濕法隔膜、負極材料行業格局較好。

風險提示：新能源汽車行業政策風險，技術路線變化風險，疫情影響下新能源汽車銷量不及預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮　閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢　閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。