结构性行情由流动性逐步转向业绩驱动

——2020年四季度宏观策略展望

HWABAO SECURITIES ／ 2020年9月24日

分析师：杨宇 （执业证书编号 S0890515060001）
分析师：蔡梦苑 （执业证书编号 S0890517120001）
分析师：王震 （执业证书编号 S0890517100001）
分析师：樊彬彬 （执业证书编号 S0890520030001）
分析师：张菁 （执业证书编号 S0890519100001）

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

华宝证券 HWABAO SECURITIES

投资要点

- **美国经济复苏韧性强，但远非V型反转。**三条线索：一是地产量价齐升；二是制造业在美国疫情二次爆发下几乎未受冲击，体现在制造业在6/7/8三个月持续复苏；三是美国小企业贷款指数疫情以来快速反弹。
- **美联储货币宽松持续时间将比预期更长。目前焦灼的财政刺激计划仍在谈判中，但国会两党的分裂使得达成协议难度愈来愈大。基建成为两党施政的一致方向，但两党对基建的具体实施方案目前尚有分歧。**
- **美股演绎由科技股向价值股的风格扩散逻辑，十年美债收益率目前处于底部区间。**美国经济韧性相对较强，一旦经济重回复苏趋势，力度可期，叠加流动性宽松，疫情受损的企业业绩会迎来修复，将带动由科技股向价值股的风格扩散。四季度美债上行区间不会太高，与基建是否推出、经济复苏情况、市场波动剧烈程度等相关。美债的波动性未来将逐步增大。
- **国内经济仍然延续持续修复的态势，尤其服务业开始出现明显好转。**生产端来看，增速趋于平稳。需求端来看，消费仍在改善，尤其服务业消费改善的速度开始加快；同时随着南方雨季的过去，基建和地产的赶工开始加快；外需继续好转。
- **货币政策偏中性，流动性呈偏紧格局。**引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行的操作方向未发生变化。随着疫情缓解，央行货币政策恢复正常化，短期利率上升至操作利率附近或上方，套利空间有效压缩，且当前仍处于经济恢复过程中，加息条件并不具备。预计下一阶段央行仍将保持流动性合理充裕，采取精细化操作维持资金面紧平衡的状态。针对当前长期资金缺口，预计央行将择机通过MLF投放进行熨平，同时也增强中期利率的指引作用。考虑到降准的信号作用，预计将根据经济情况考量作为备用工具。
- **股票市场：继续维持结构性的行情，短期来看低估价值板块相对占优区间。**宏观流动性边际收紧、经济基本面修复、增量资金入市的背景下，整体将继续维持结构性的行情，前期估值“泡沫化”比较严重的板块面临估值压缩的压力，短期来看低估价值板块相对占优，中长期来看，“内循环”受益相关的科技、医药、消费等板块估值消化之后仍是可能带来超额收益的板块。
- **债券市场：供需矛盾压力仍在，但已具备配置价值。**基本面缓慢修复，修复斜率继续放缓，预计这一过程仍将持续；货币政策方面，市场已经对中性的货币政策完成了重定价，后续货币政策仍将维持平稳，围绕政策利率窄幅波动。债市面临供需矛盾突出。估值来看，经历了8月份的利率上行后，收益率水平回到疫情之前，股债相对回报回归均衡，当前利率水平下债券配置价值有所凸显。短期超跌后，中短端利率会迎来修复行情，带来曲线走陡机会，中长端仍维持偏震荡看法。关注供给进度和银行负债端。
- **风险提示：**美国大选临近带来的地缘政治风险加剧、流动性超预期收紧、随着冬季的来临海外疫情二次大规模爆发。

内容目录

01 海外经济与资本市场情况

02 国内宏观经济

03 国内货币政策与流动性

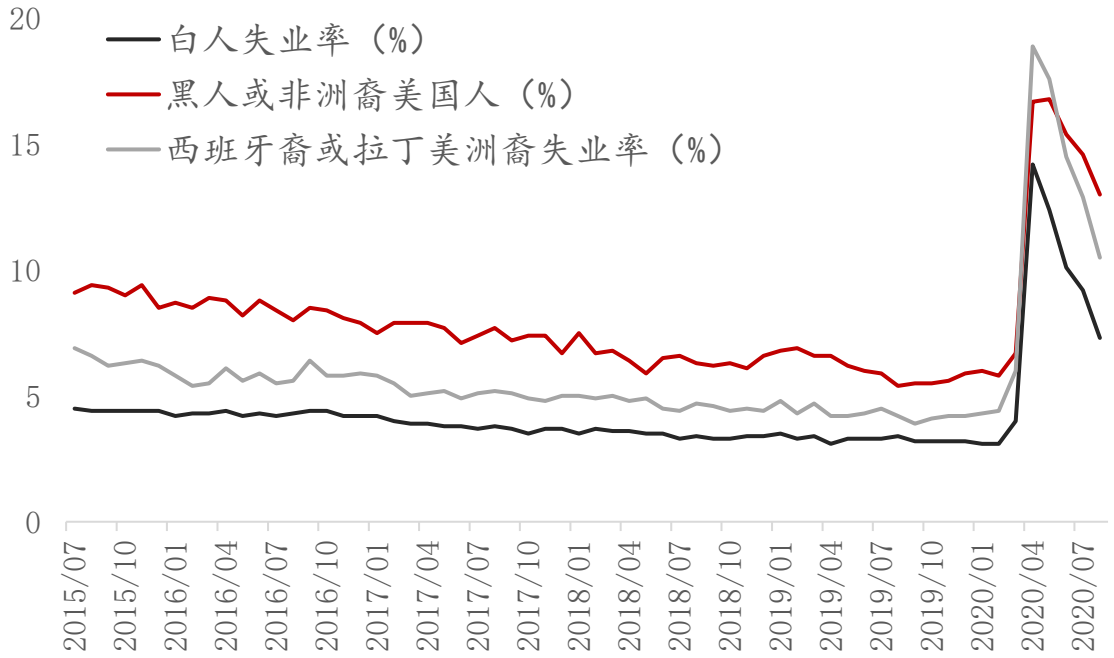
04 资本市场展望

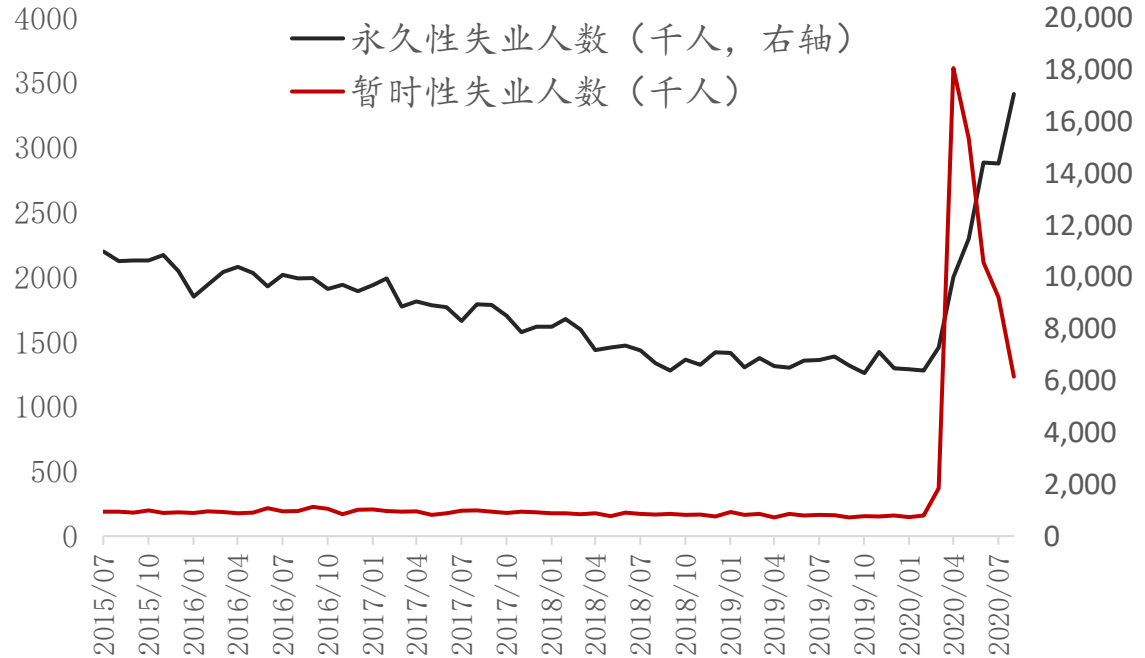
美国经济：经济复苏韧性强，但远非V型反转

华宝证券 HWABAO SECURITIES

就业数据是美国经济恢复情况的综合性表征指标。

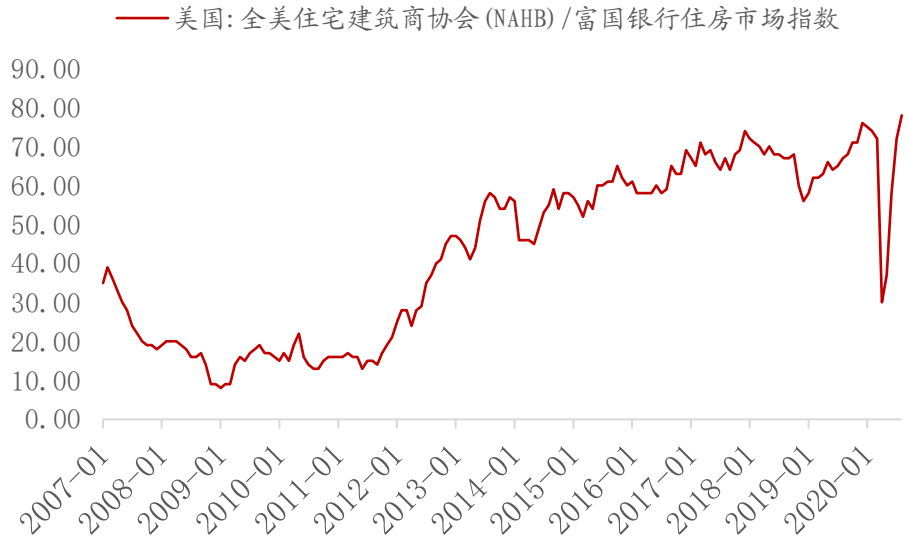
- **就业市场恢复格局：总体数据恢复较好，结构性矛盾继续凸显。**
  - ✓ 8月新增非农就业人数137.1万人，预期135万人，前值173.4万人，失业率降至8.4%，预期9.8%，前值10.2%；
  - ✓ 美联储主席鲍威尔公开表态：8月就业表现不错。
  - ✓ 结构性矛盾继续凸显：主要体现在**不同种族的失业率差异明显、永久性失业人数尚在增加**。



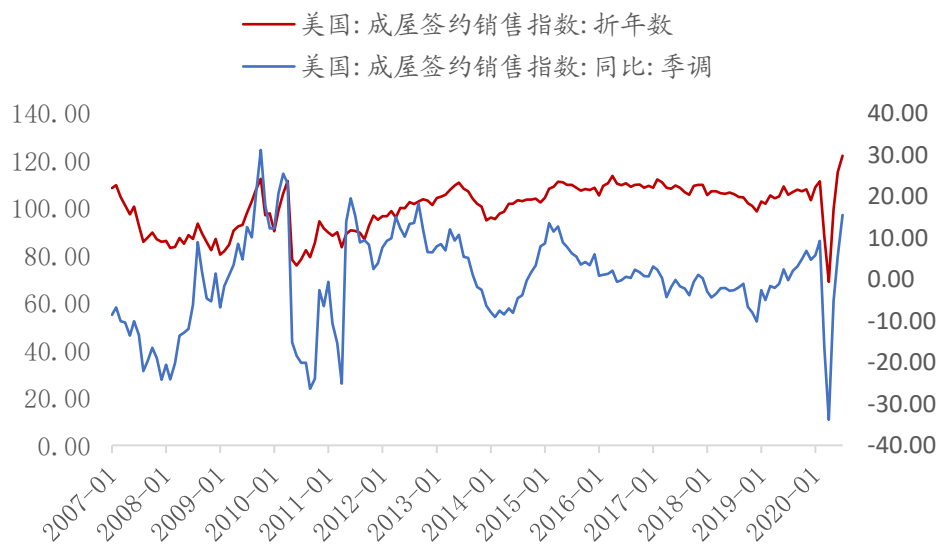


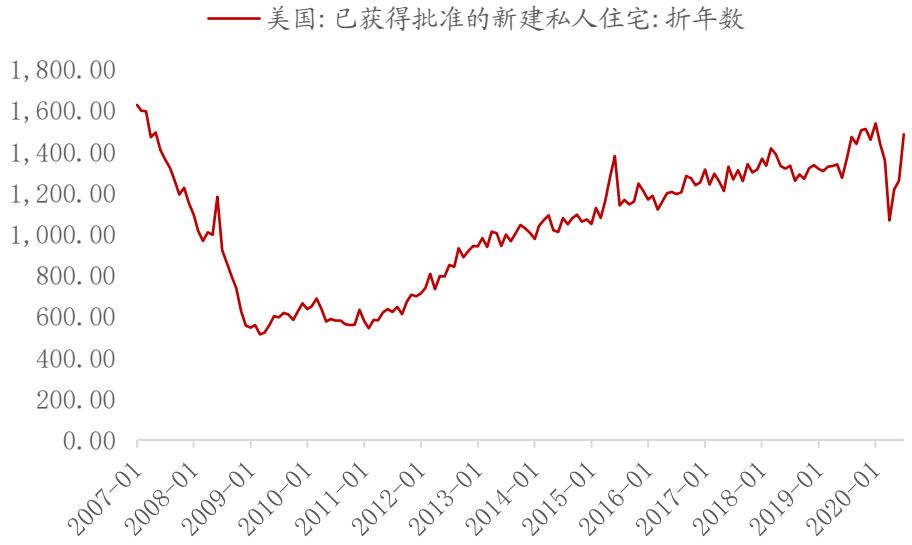
资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

经济复苏韧性强体现之一：地产量价齐升





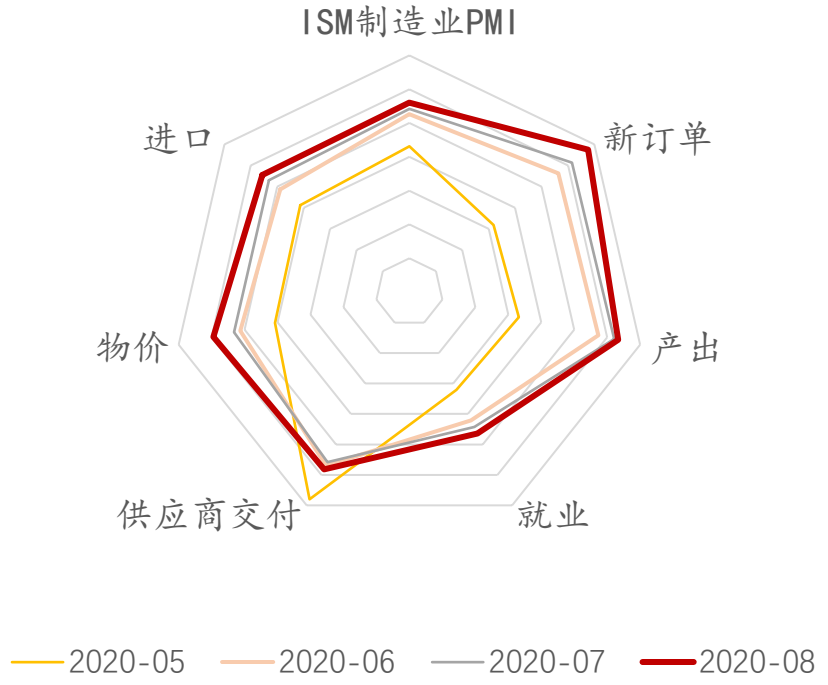




资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

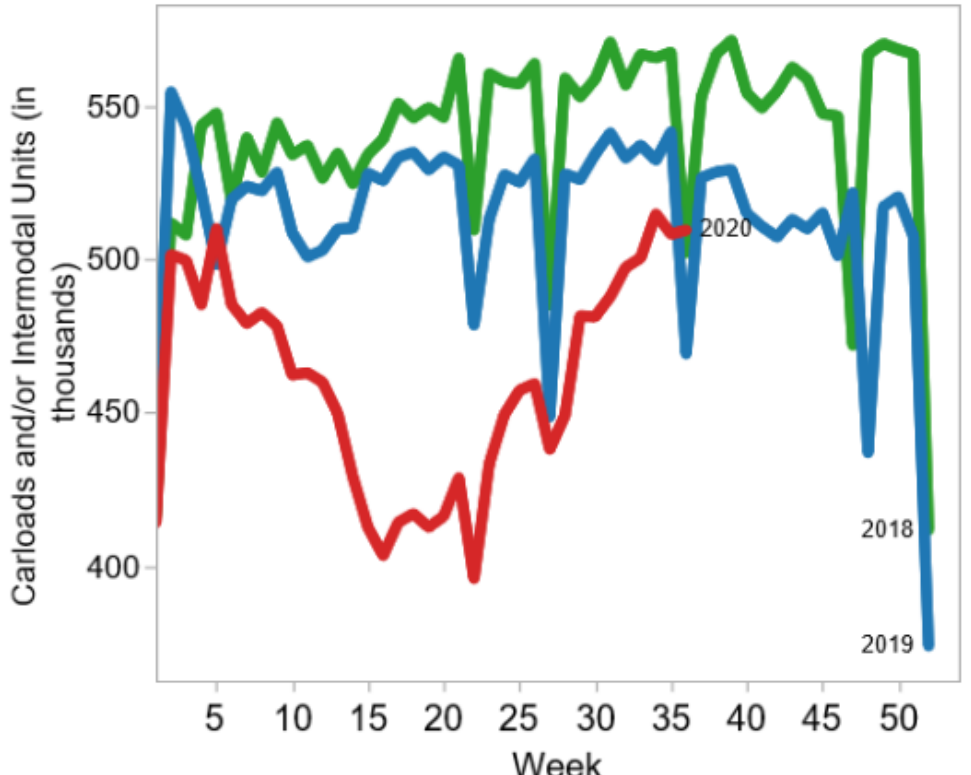
经济复苏韧性强体现之二：制造业持续复苏

- **制造业在美国疫情二次爆发下几乎未受冲击，体现在制造业在6/7/8三个月持续复苏。**
  - ✓ 制造业PMI8月为56，预期值54.5，前值54.2。大幅好于预期。
  - ✓ 企业新订单持续扩张、产出量持续扩张。企业原材料量价齐升，进口量及物价持续扩张。
  - ✓ 铁路货运量未受二次疫情爆发影响，稳步持续上升。



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

美国铁路货运量同比转正



经济复苏韧性强体现之三：小企业获得贷款渠道通畅

华宝证券 HWABAO SECURITIES

美国小企业贷款指数疫情以来快速反弹



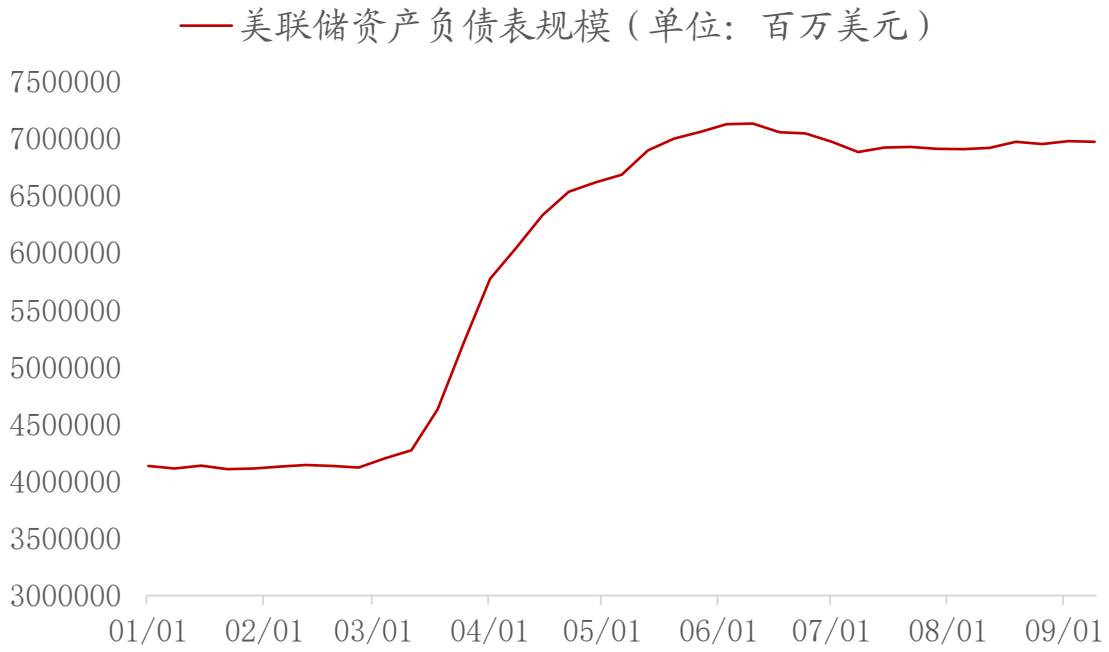
资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

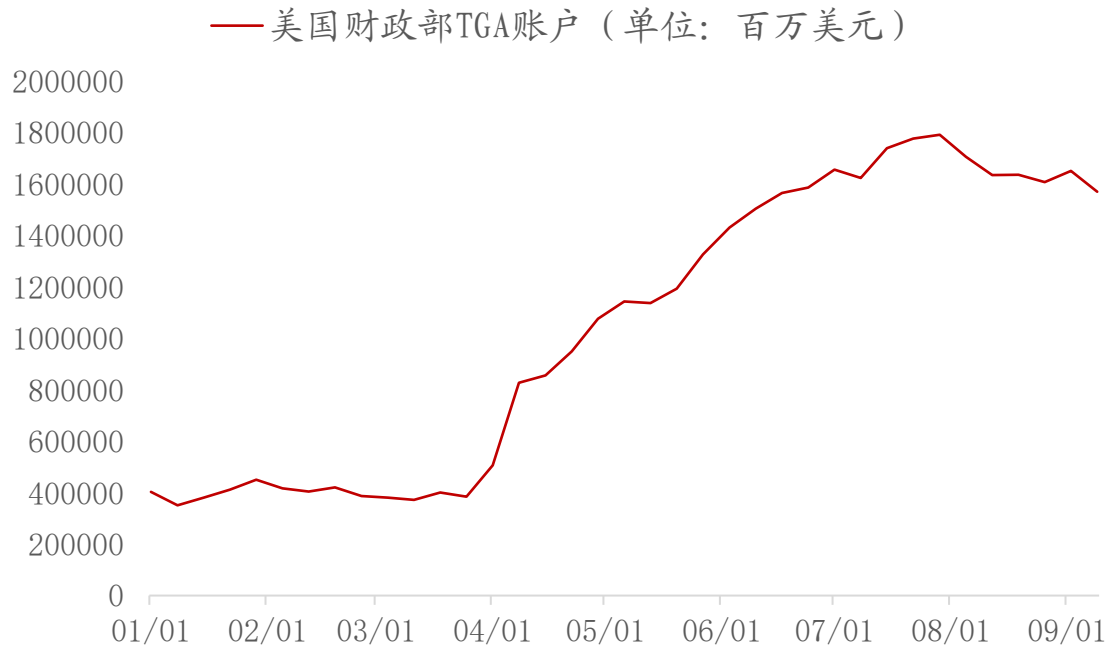
政策：美联储货币宽松持续时间将比预期更长

华宝证券 HWABAO SECURITIES

政策展望

- 美联储货币宽松持续时间将比市场预期的更长。
- 目前焦灼的财政刺激计划仍在谈判中，但国会两党的分裂使得达成协议难度愈来愈大。
- 基建成为两党施政的一致方向，但两党对基建的具体实施方案目前尚有分歧。



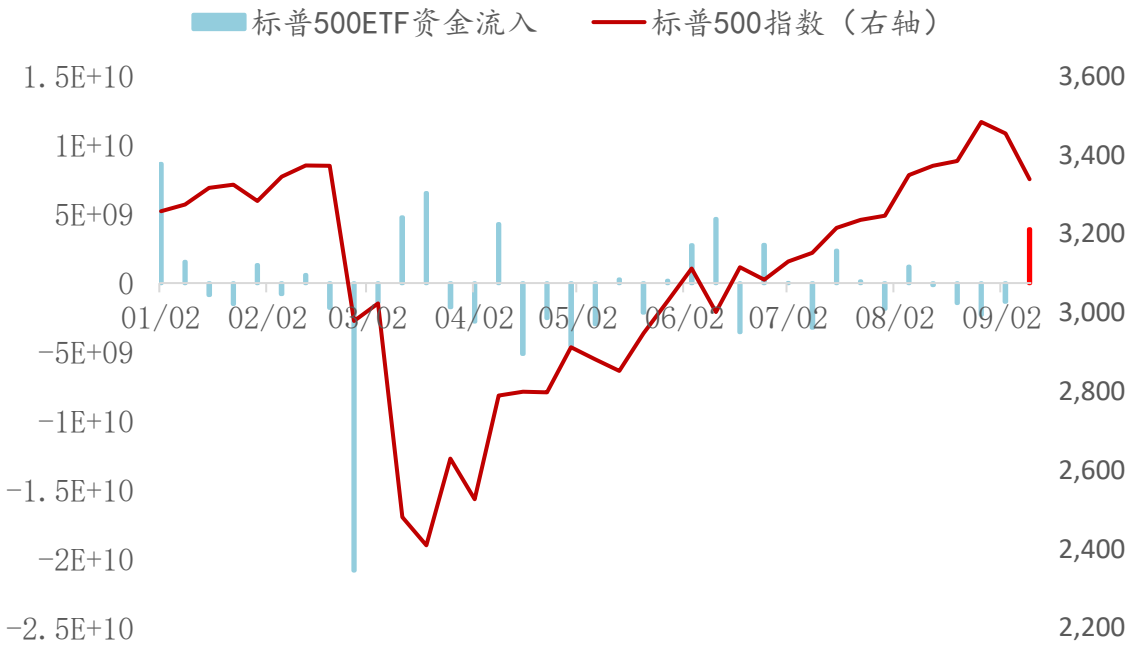


资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

美股演绎由科技股向价值股的风格扩散逻辑

- **整体走势：震荡加大，小幅上行。**
- 风格切换：核心取决于业绩和估值。
- 美国经济韧性相对较强，一旦经济重回复苏趋势，力度可期。叠加流动性宽松，疫情受损的企业业绩会迎来修复。

科技股 外在风险点：警惕美国政府针对科技垄断巨头的相关限制措施。



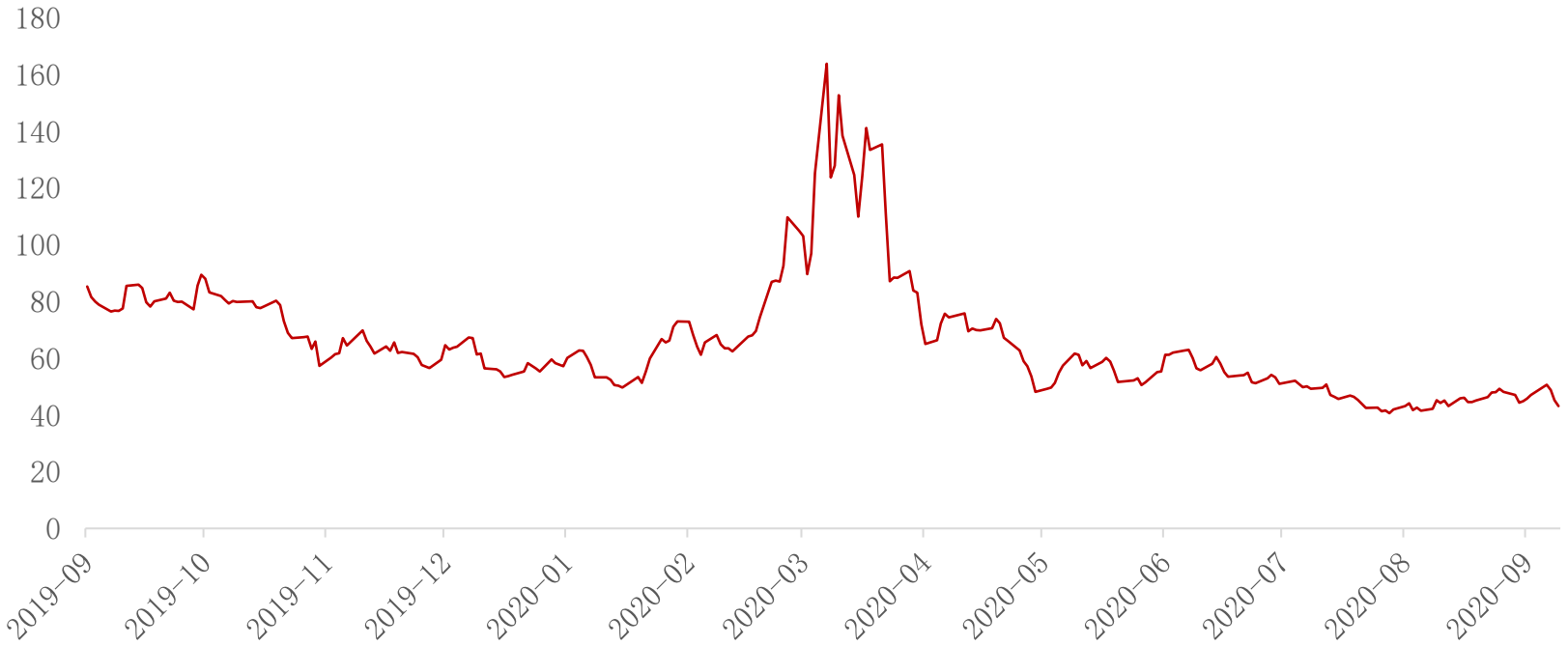


资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

十年美债收益率目前处于底部区间

- 十年美债名义利率目前处于底部区间，即四季度十年美债的底或在**0.6%**左右。
- 四季度美债上行区间不会太高，与基建是否推出、经济复苏情况、市场波动剧烈程度等相关。
- 美债的波动性未来将逐步增大。

美国国债波动率基准指数（ICE美银MOVE指数）在历史底部震荡



资料来源：Bloomberg，华宝证券研究创新部

内容目录

01 海外经济与资本市场情况

02 国内宏观经济

03 国内货币政策与流动性

04 资本市场展望

国内经济：整体处于稳步恢复期，一些领域复相对滞后

华宝证券 HWABAO SECURITIES

国内经济整体已经修复到准常态水平，部分领域恢复进度仍相对滞后.

- 生产端：工业生产环比改善速度放缓，逐步进入平台期；
- 需求端：房地产（**快速恢复**）；基建投资（**受财政支出进度偏慢影响，增速有所回落**）；消费、制造业（**缓慢恢复**）；外需（**较好恢复**）
- 服务业：8月份服务业增加值增速为**4%**，较上月抬升**0.5**个百分点，持续改善。

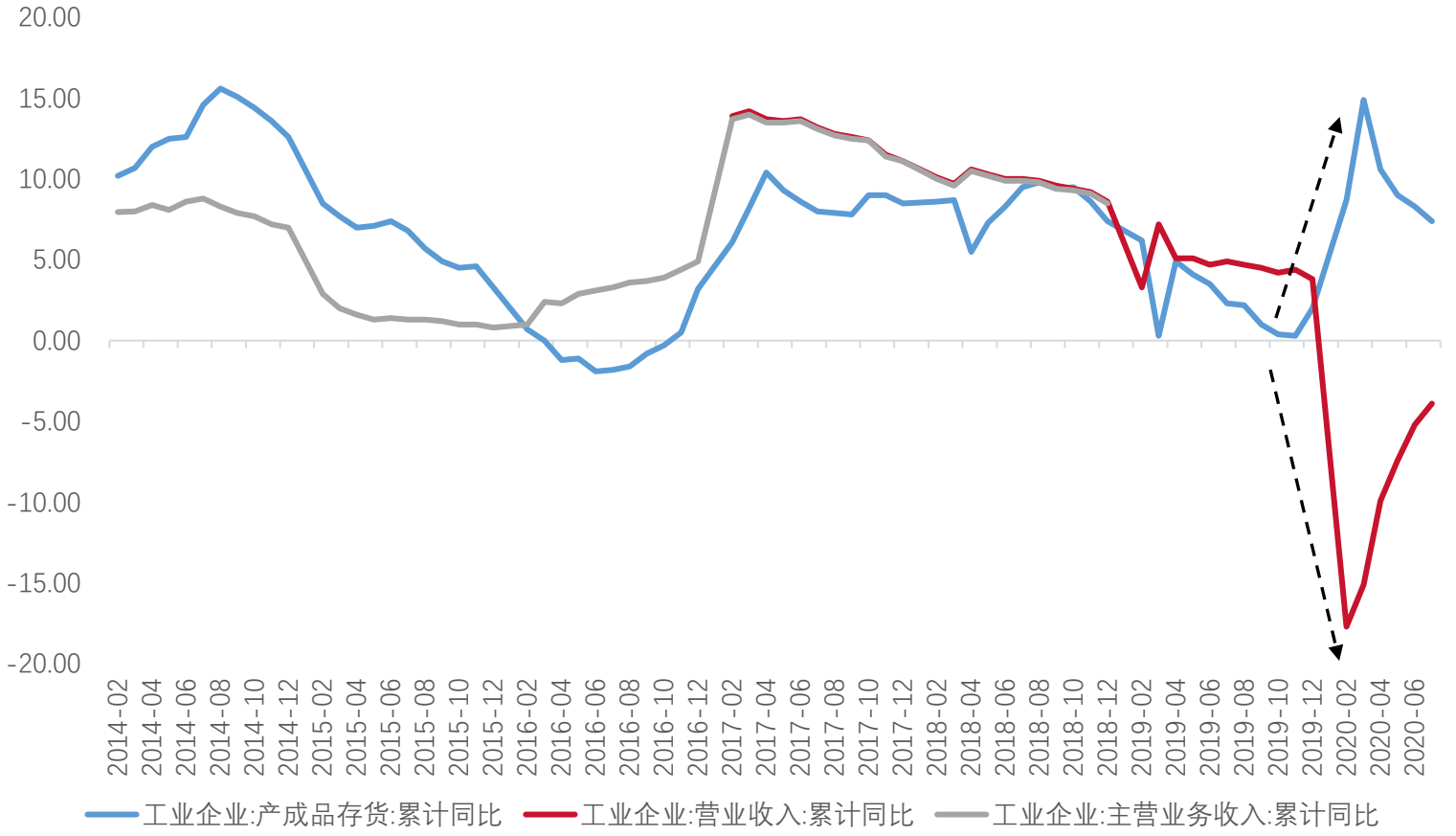
国内经济正在持续恢复

单月同比	工业增加值	出口（季调）	社零	固定资产投资	房地产投资	基建投资（含电力）	制造业投资
2020-08	5.6%	13.7%	0.5%	9.3%	11.8%	7%	5%
2020-07	4.8%	6.1%	-1.1%	8.3%	11.7%	7.7%	-3.1%
2020-06	4.8%	0.3%	-1.8%	5.6%	8.5%	8.3%	-3.5%
2020-05	4.4%	-0.8%	-2.8%	3.9%	8.1%	10.9%	-5.3%
2020-04	3.9%	2.2%	-7.5%	0.8%	7.0%	4.8%	-6.7%
2020-03	-1.1%	-6.0%	-15.8%	-9.5%	1.1%	-8.0%	-20.6%
2020-02	-25.9%	6.3%	-20.5%	-24.5%	-16.3%	-26.9%	-31.5%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

生产端：增速趋于平稳，与厂商主动调整库存有关

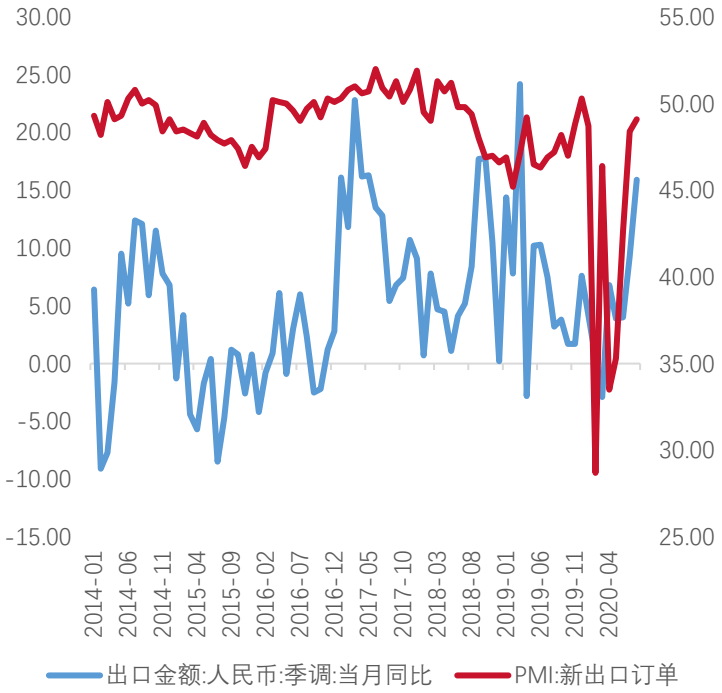
- 7月工业增加值同比增速4. 8%，持平6月份；
- 主要是前期生产的恢复速度要明显快于需求端，库存存在一定的积累，随着生产恢复到正常状态，厂商有适当放慢生产节奏，加快库存消化的诉求。

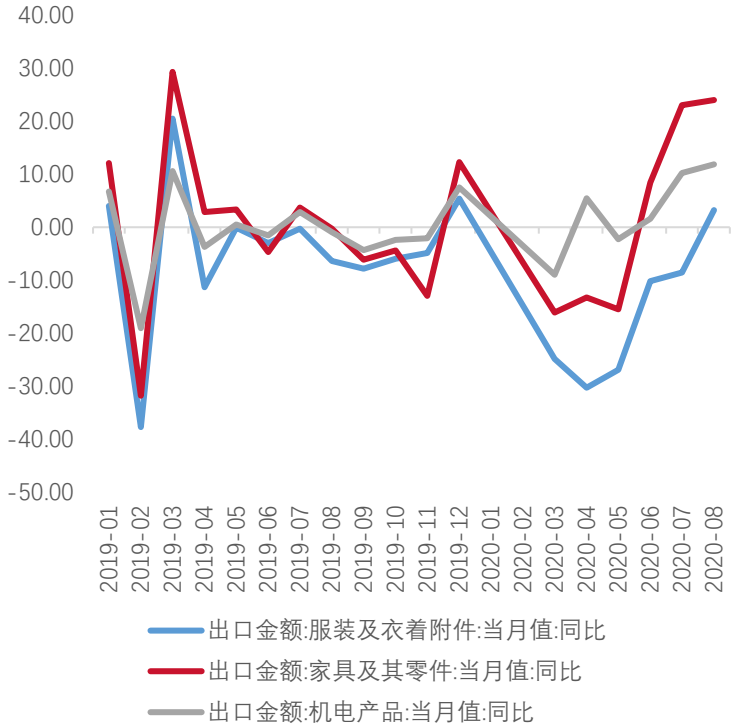


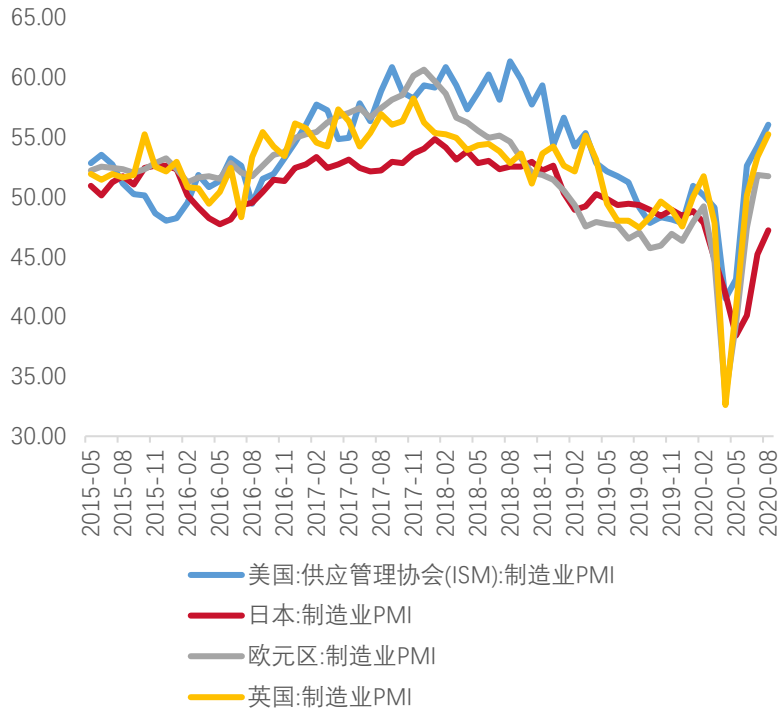
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

外需：出口短期有望保持景气状态

- **8月出口继续好转**（以美元计价，8月出口同比增速为9. 5%，进一步快于上月的7. 2%）；
- **口罩、医疗器械等防疫用品增速进一步下降；电子产品依然在高增区间；传统劳动密集型产品（机电产品、服装、家具）增速也在恢复；**
- **出口预计短期仍可以保持景气状态，结构性看则机会更为明显。**
  - ✓ 随着全球复工继续，经济活动和产业链互动仍在继续改善，同时打开对资本品、消费品的需求；
  - ✓ 疫苗出来后全球经济修复斜率大概率进一步抬升，可能会促发明年上半年全球贸易的共振。



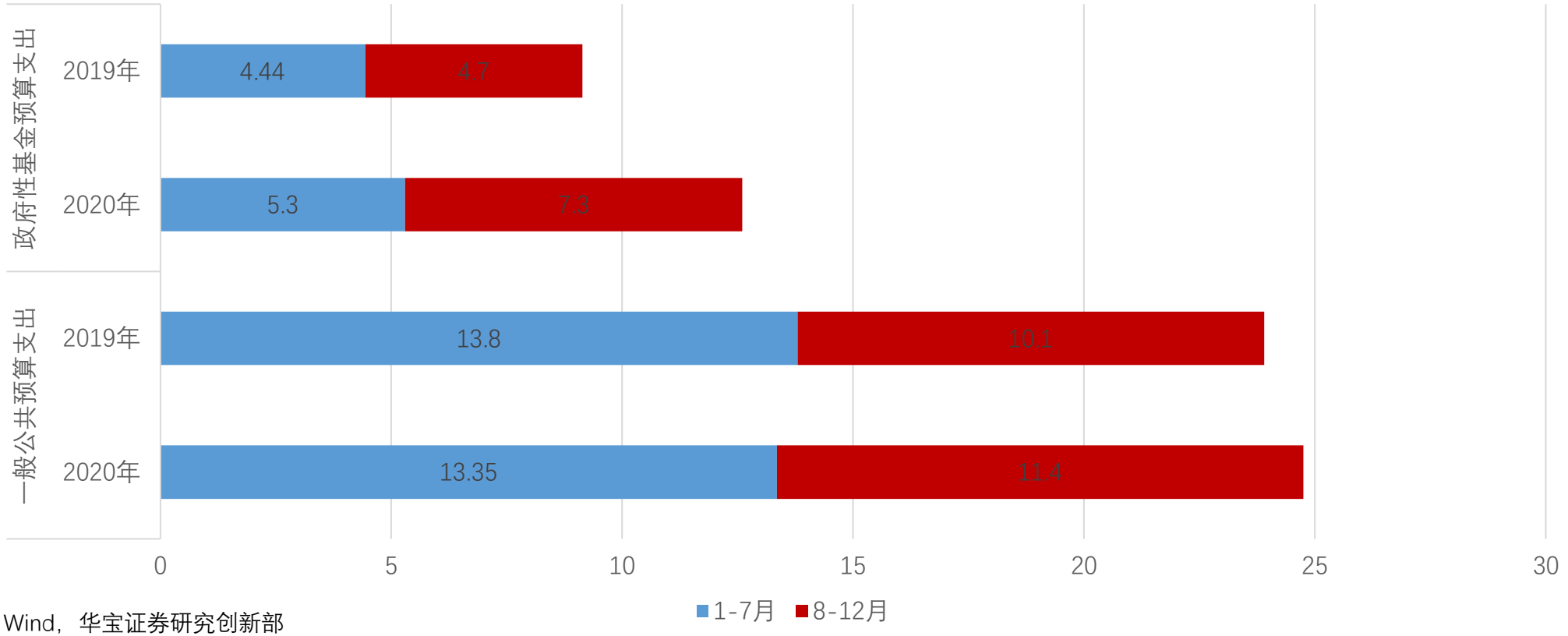




资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

基建：随着财政的发力，投资增速有望持续回升

- **下半年财政支出将维持较高增速，基建资金有充分保障。**
  - ✓ 据2020年财政预算草案，全国一般公共预算支出24.8 亿元，同比增长3.8%，全国政府性基金预算支出12.6万亿元，同比增长38%，按照目前支出情况，要实现全年预算目标，8~12 月份合计一般公共预算支出要达到**11.4万亿**元，同比增长**13.3%**，政府性基金支出需要达到**7.3万亿**元，同比增长**55.9%**。

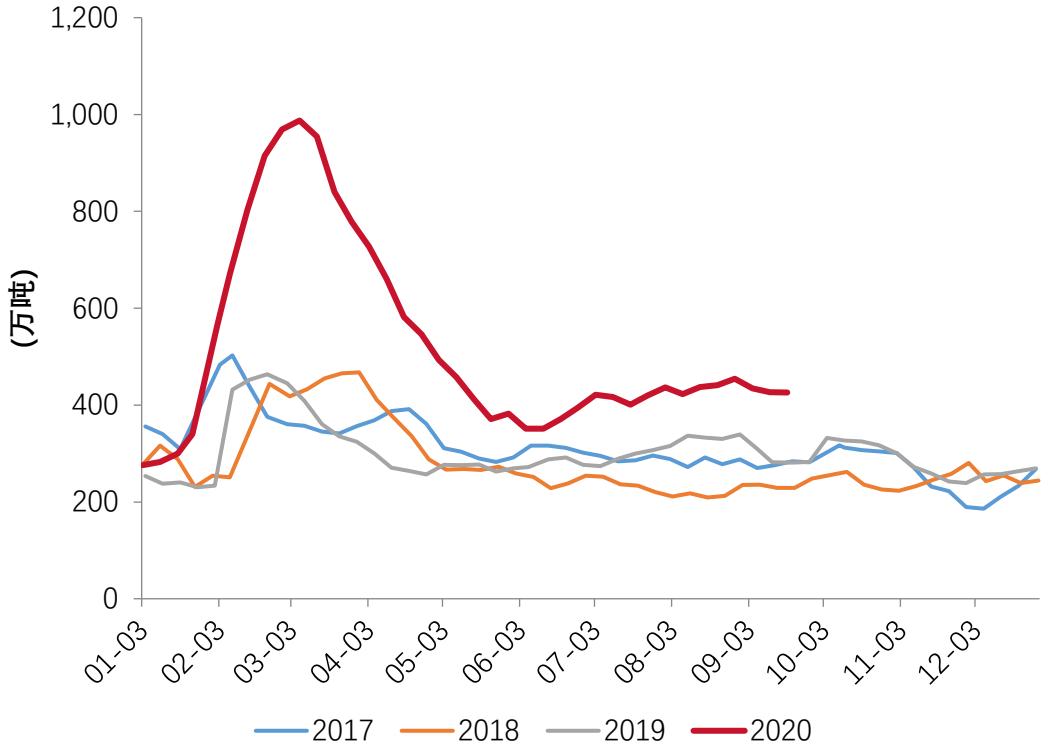


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

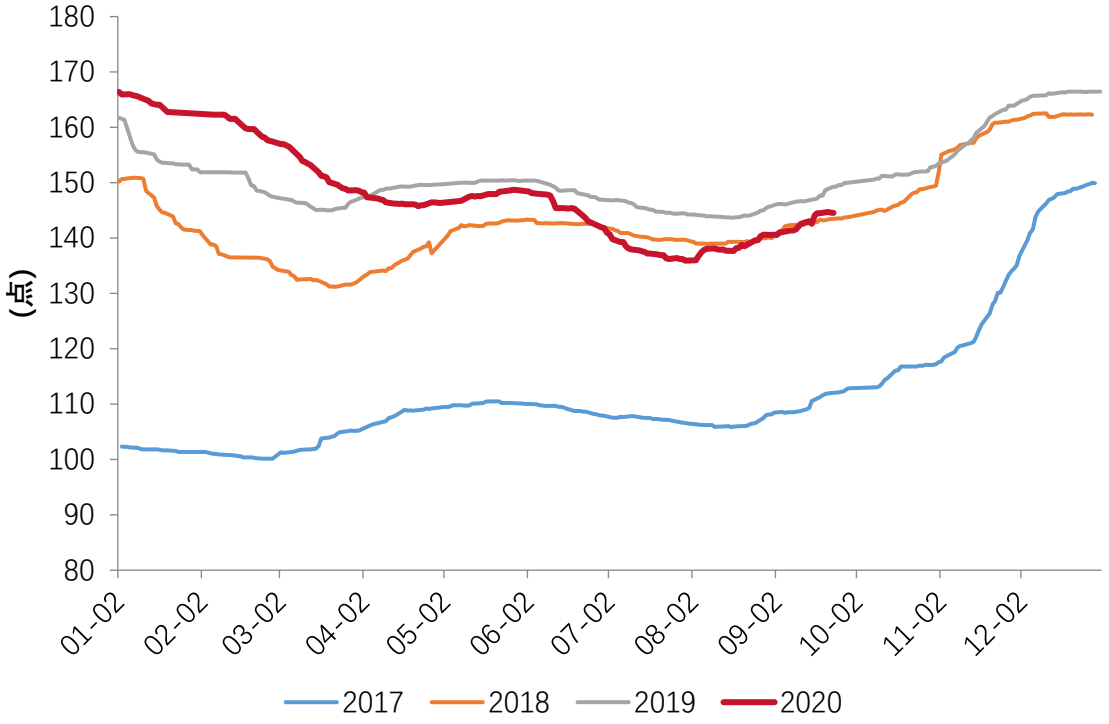
基建：随着财政的发力，投资增速有望持续回升

- 6-7月基建投资增速回落，主要受洪涝扰动；
- 目前洪涝期已过，四季度大概率会出现抢工/赶工的情形；
- 水泥价格反弹预示基建加快扩张。

主要钢厂库存:建筑钢材



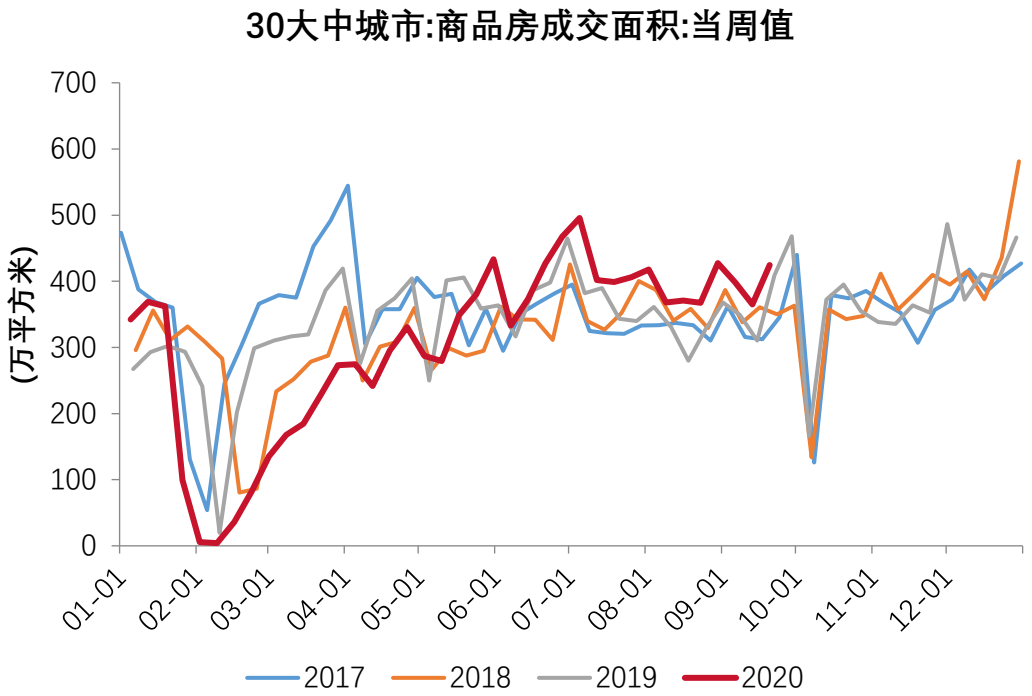
水泥价格指数:全国

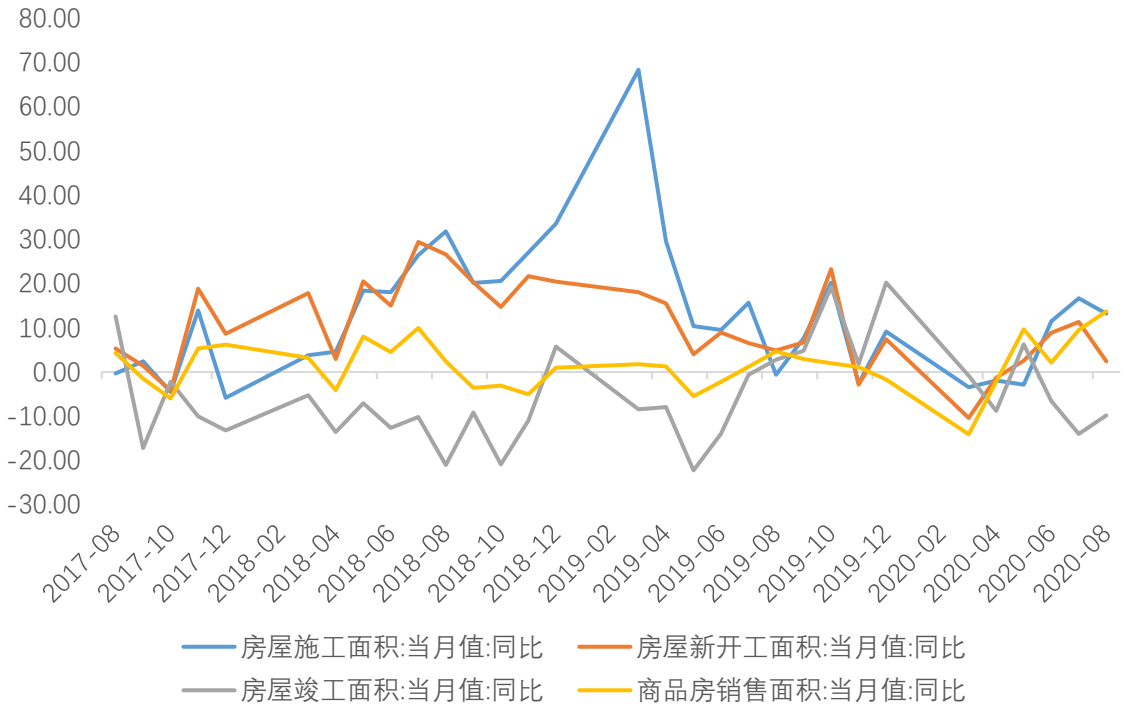


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

房地产：投资明显改善，“韧性”较强

- 强劲的房地产活动表明市场情绪依然稳健，这可能得益于此前部分被抑制的需求继续释放、整体货币信贷条件较为宽松，以及户籍和土地改革等。
- 不过，近期部分出现过热迹象的城市已收紧房地产政策，且据报道监管层计划收紧开放商债券融资，这可能会给未来几个月房地产活动带来一定下行压力。

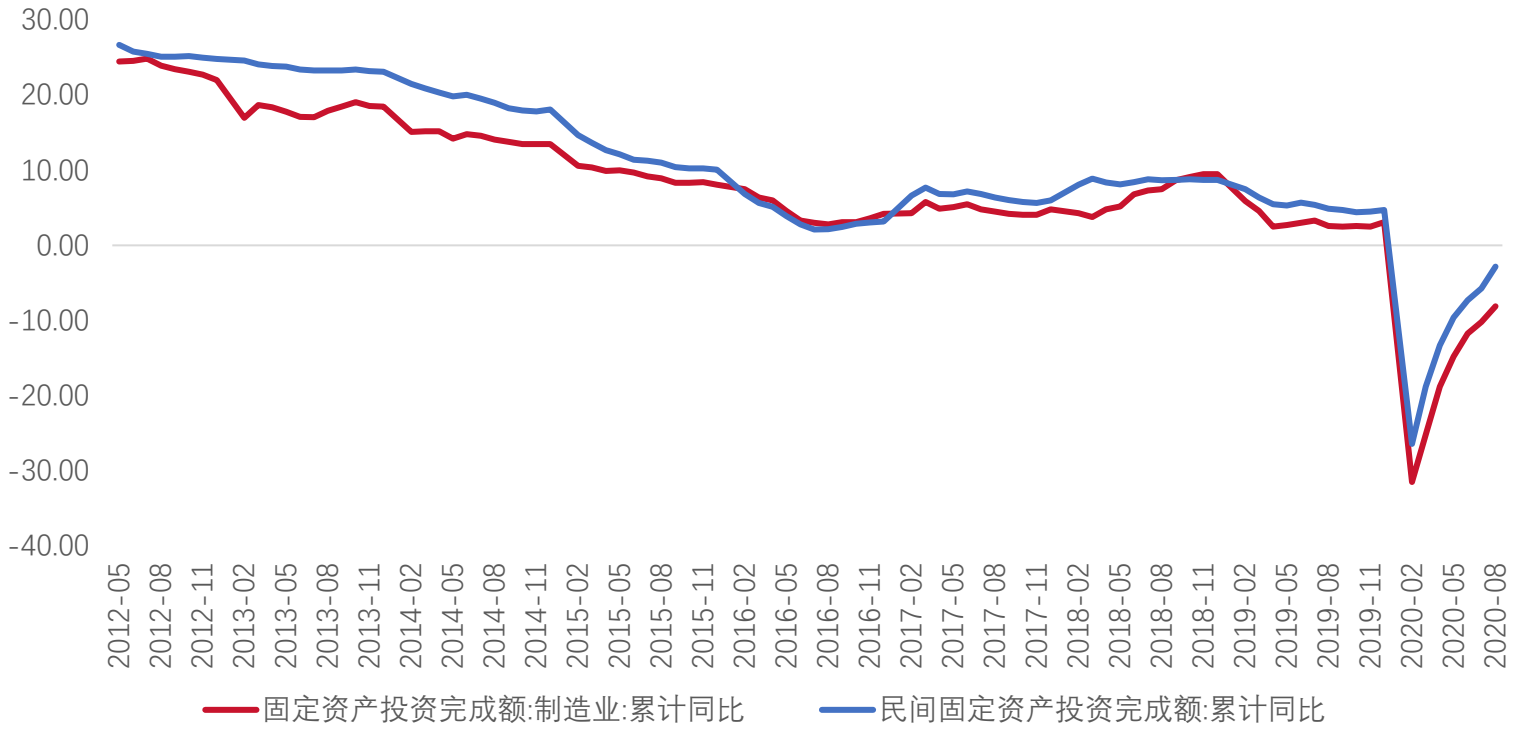




资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业：反弹动能相对较弱，短期数据有所好转

- 投资活动中，民间投资和制造业投资在5月之后反弹动力明显变弱，考虑到民间投资和制造业投资集中在中小企业，基本预示了中小企业的反弹将继续弱于大企业。
- 8月份制造业投资当月同比由前期负值（-3.1%）转正为5.0%，对投资同比拉动由前期持续为负转正为1.51%，8月制造业投资增速明显加快，主要是受益于前期制造业信贷支持、出口改善以及政策支持。
- 不过，在对未来预期不乐观的情绪下，制造业企业资本开支的意愿不足，而设备更新周期已经在2018年结束，制造业投资的完全恢复还需要一定的时间。

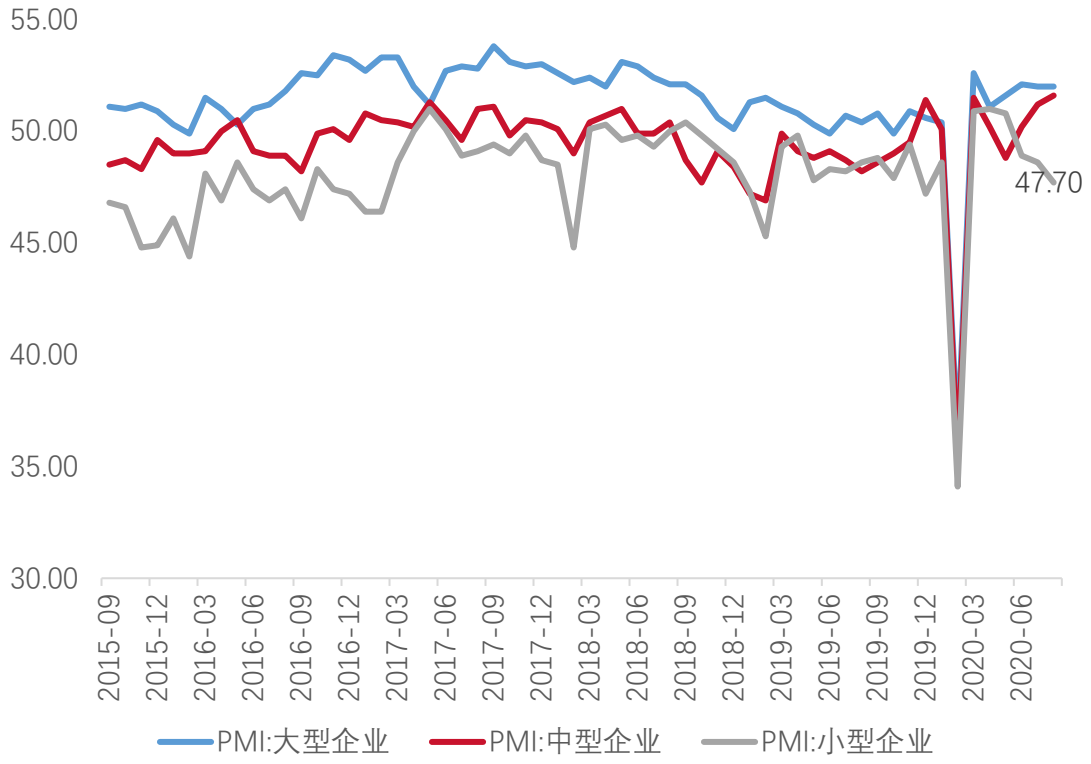


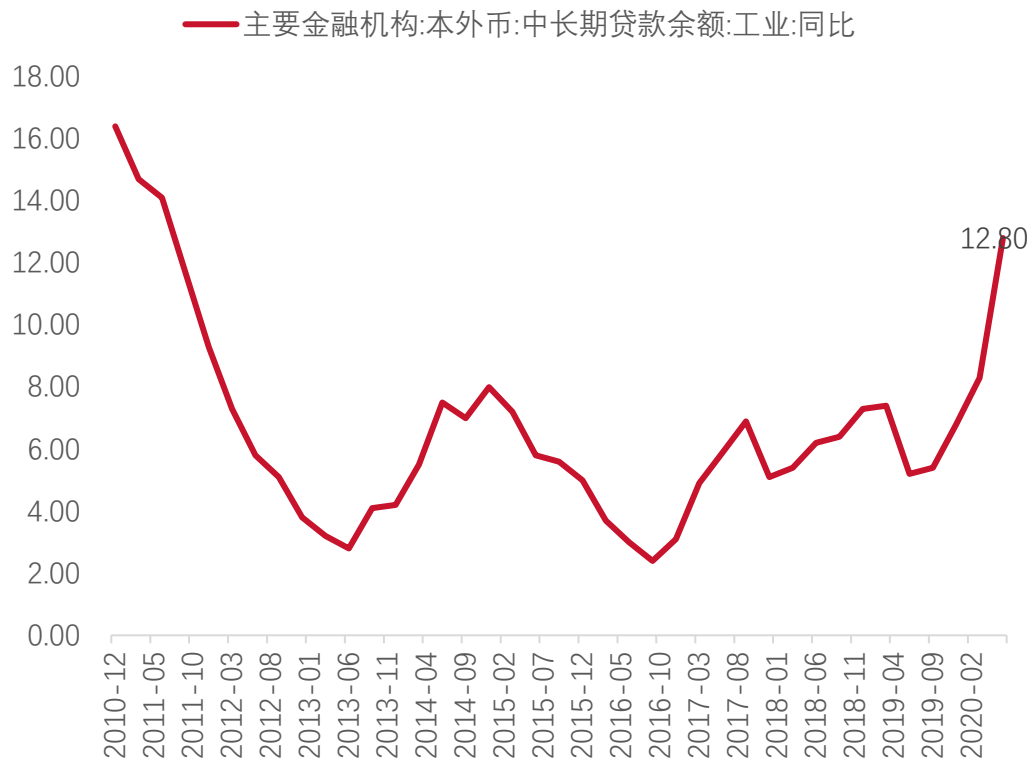
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

工业企业中长期融资需求回升显示大型制造业在扩大投资

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 虽然整体上来看，制造业投资处于偏弱状态，但工业企业中长期贷款余额同比增速则出现了明显回升，2020年2季度末达12.8%，创2011年三季度以来新高；
- 一个可能的原因是：中大型工业企业借助宽松的货币政策环境进行了逆势产能扩张；
- 制造业行业的集中度进一步提升，有利于制造业龙头后续的盈利抬升。

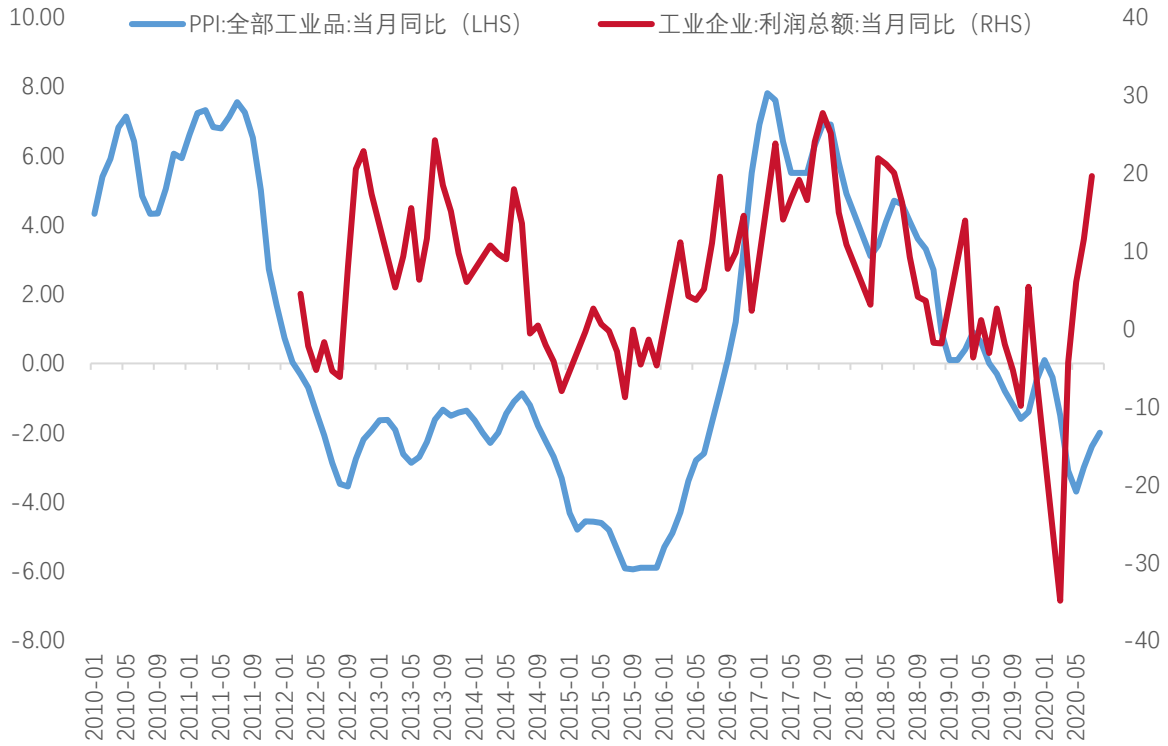


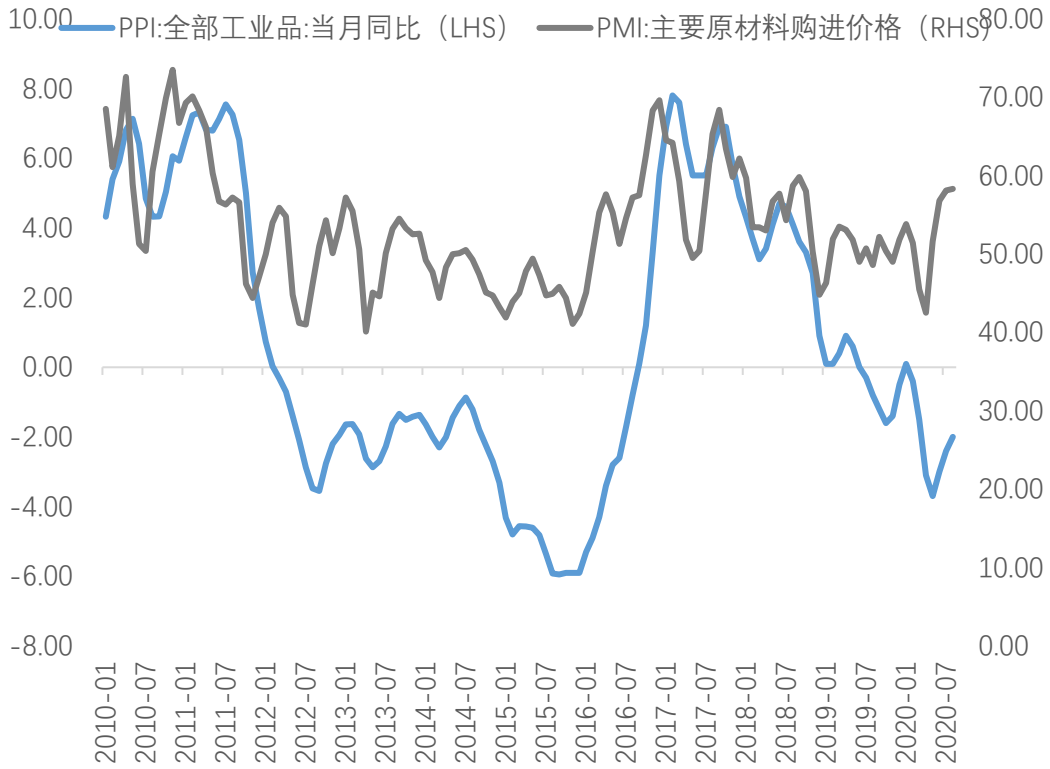


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

企业盈利探底回升

- PMI原材料价格指数连续两个月回升，6月份PPI环比转正，7月份继续回升，**PPI大概率已经见底**；
- 5月份工业企业利润同比6%，**疫情发生后首次转正，6月份反弹到11.5%**；
- **企业盈利在5月份大概率已经见底**；

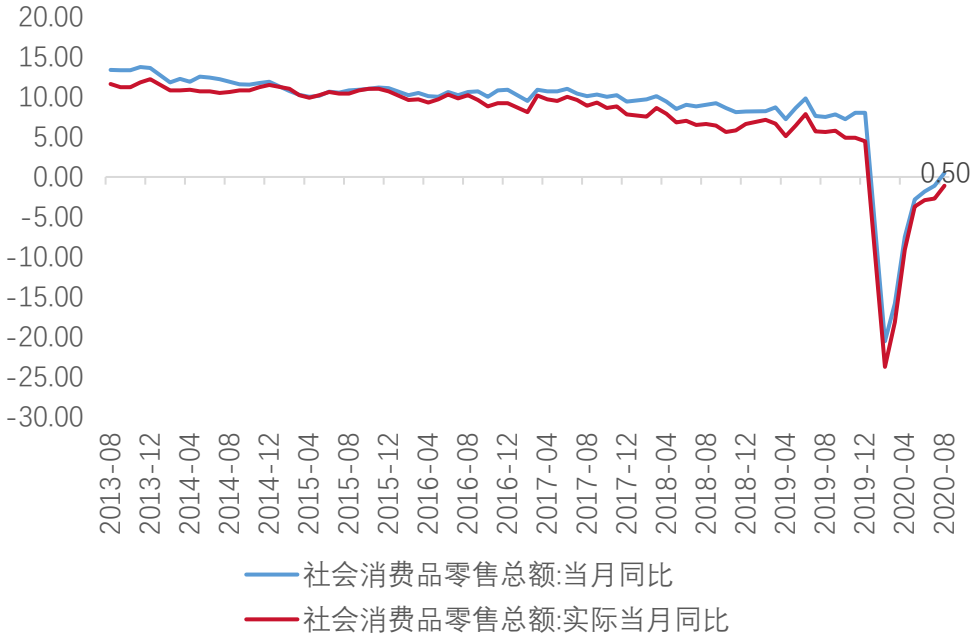


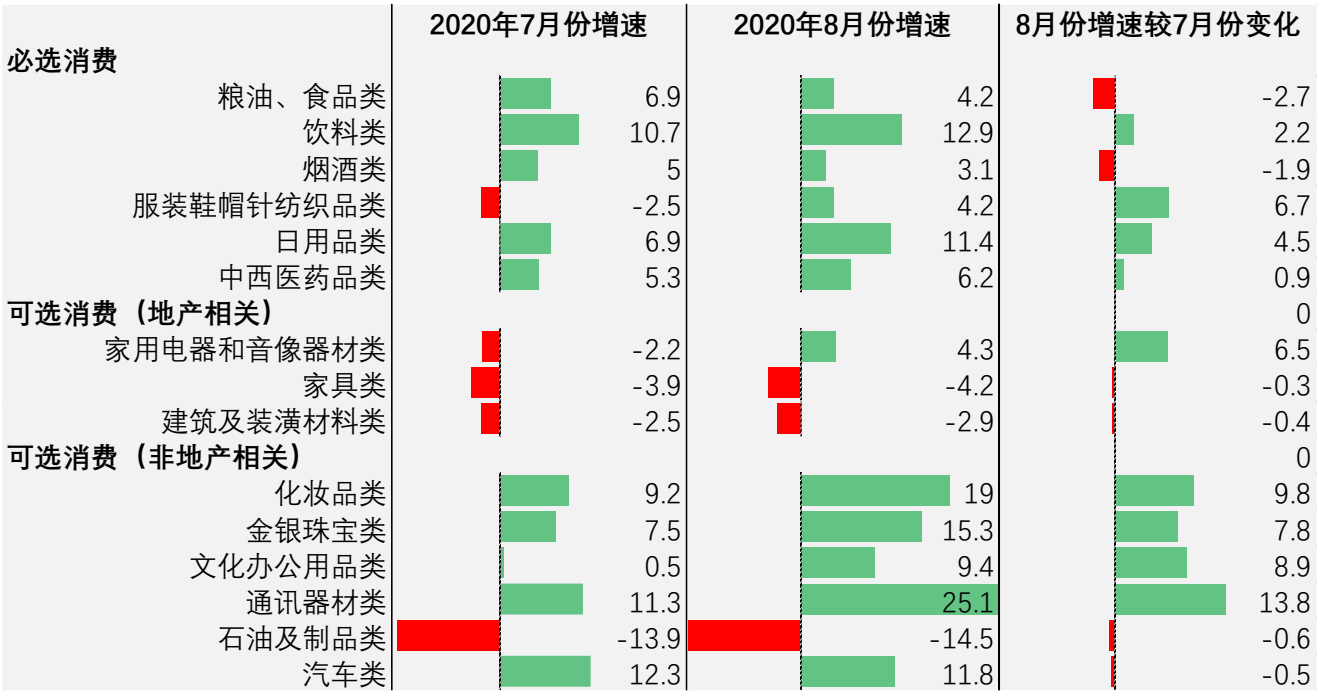


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

消费：消费继续保持弱复苏，汽车消费贡献明显

- 8月份，社零同比增长0.5%，较前值回升1.6个百分点，增速年内首次由负转正。其中，除汽车以外的消费品零售额下降0.6%，降幅较上月收窄1.8个百分点。汽车销售同比增速为11.8%，虽然略低于上月12.3%的同比高增，但也处于19年7月以来的次高水平，拉动社零提升1.15个百分点，仍然是提振社零的主要因素。扣除波动较大的汽车分项，其余社零分项的修复呈现波动中缓慢回升的态势；
- 今年居民可支配收入增速（和GDP增速同步）的预计下行，可能对消费意愿形成持续制约；同时，消费业态的转型仍在持续演进，即使不考虑疫情的影响，线上零售、生鲜配送等业态，也将对传统的线下零售、餐饮消费等形成持续迭代。

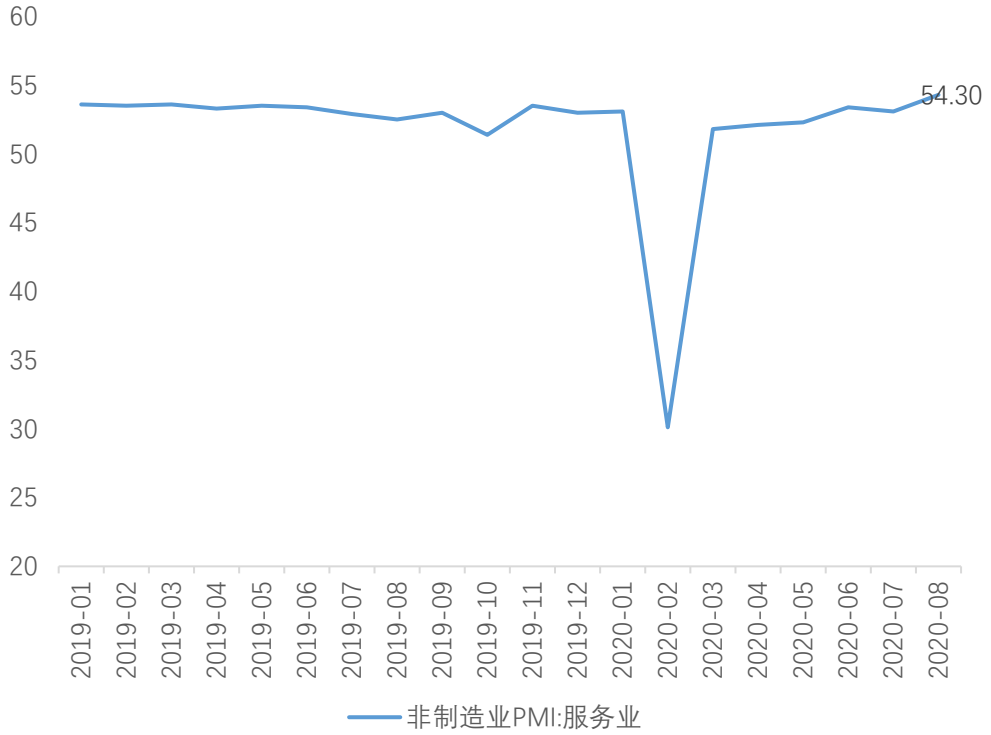


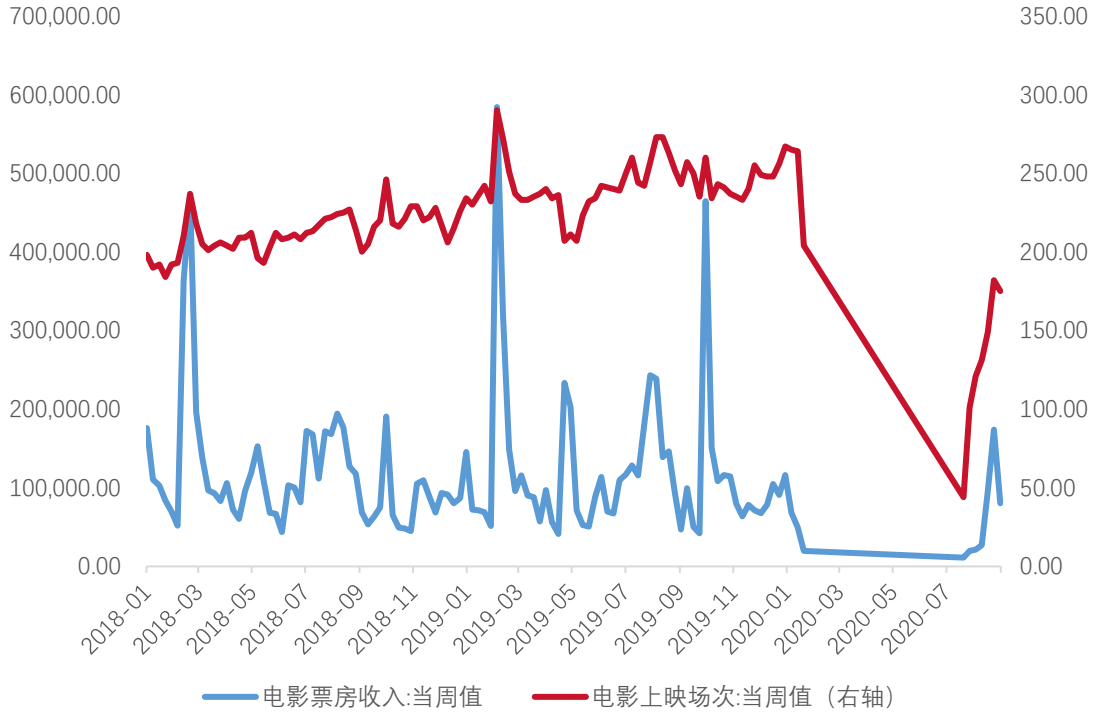


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

消费：服务消费开始加快恢复

- 8月份的服务业PMI指数回到54.3，较7月份回升1.2个百分点。其中，**铁路运输、航空运输、住宿等行业的非制造业PMI商务活动指数都反弹到60以上，这些都是和人员跨地区流动相关的服务业，表明人员在外活动增加。**
- 其他的信号还包括**电影消费在8月份迎来快速恢复**。截至8月27日，复工影院总数为9512家，复工率达88%，总观影人次为1.4亿。与此同时，电影票房收入也开始探底回升，8月份电影票房收入达33.98亿元，接近2019年同期水平的44%。





资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

内容目录

01 海外经济与资本市场情况

02 国内宏观经济

03 国内货币政策与流动性

04 资本市场展望

政策基调：总量宽松加码的概率较低，重心在于抓落实

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **7月30日的中央政治局会议对下半年的宏观政策给出了定调：**宏观政策取向从短期应对“危机”模式转向更多考虑中长期问题的模式，下半年总量宽松加码的概率较低，重心在于抓紧上半年出台的系列政策的落实以及观察政策的效果。预计下半年的政策组合为：财政政策为主导，货币政策配合积极财政政策的“落地见效”。
- **重提防风险，预计金融监管会有所收紧。**提出要“实现稳增长和防风险长期均衡”，并重新强调“防风险”。关于这一点，最近银保监会加大对银行银行和交叉金融业务等金融“乱象”的关注是个重要信号。预计下半年金融监管的力度会加大。
- **货币政策在原有“更加灵活适度”的表述上，新增了“精准导向”的要求，后续总量上的边际放松概率较小。**
- **财政政策在继续保持“积极有为”的基础上更加强调 “注重实效”。**明确提出要“确保宏观政策落地见效”、要“注重实效”、“要保障重大项目建设资金，注重质量和效益”，并且对“落地见效”提了很多要求。由此判断：**下半年总量政策的重心应该在财政，一些重大项目要尽快落地，落地要尽快产生效果，做实经济增长。**具体的措施，**一是加快债券发行节奏，尽快使资金到位；二是加快广义财政的支出，尽快发挥作用。**

货币政策：已经由应对危机模式回归到常态

华宝证券 HWABAO SECURITIES

货币政策

“我们现在更加强调适度这两个字。适度有两个含义，一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配。**第二个是价格上要适度。**一方面要引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。同时也要认识到利率适当下行并不是利率越低越好，利率过低也是不利的，利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题，产生资金可能流向不应该流向领域的问题。所以利率适当下行但也不能过低。下半年稳健的货币政策要更加灵活适度，保持总量的适度，综合利用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕。另外又要抓住合理让利这个关键，保市场主体，特别是更多地关注贷款利率的变化，继续深化LPR改革，**推动贷款实际利率持续下行和企业综合融资成本明显下降**，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。”

需要退出的政策

- 3000亿专项再贷款（已退出）
- 5000亿支持支持复工复产的再贷款再贴现（已退出）
- 超额公开市场投放（已退出）
- 1万亿再贷款再贴现（到7月7日，地方法人银行累计发放优惠利率贷款包括贴现总共是3747亿元。）
- 创新直达实体工具

继续保持的政策

- 正常的货币政策逆周期调节，通过总量、价格、结构工具来提供对实体经济的支持

货币政策：金融防风险重要性提升

华宝证券 HWABAO SECURITIES

时间	机构	事项	主要内容
2020/7/14	银保监会	银保监会通报影子银行和交叉金融业务存在的突出问题并答记者问	**目的：**坚决纠正资金空转、脱实向虚等行为，提高银行业保险业支持“六稳”“六保”的质效； 通报的问题主要集中在“资管新规”“理财新规”执行不到位、业务风险隔离不审慎、非标投资业务管控不力等方面； **坚决防止影子银行回潮和结构复杂产品死灰复燃。**要通过规范整改影子银行和交叉金融业务突出问题，进一步疏通融资渠道，引导资金更高质量服务实体经济，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务； “五个严禁”。一是**严禁多层嵌套投资、资金空转，结构复杂产品和业务死灰复燃**；二是严禁监管套利、假创新和伪创新行为，发行超出风控水平和管理能力、尽职管理不到位的金融产品；三是严禁选择性落实新规要求，过渡期整改不积极不到位，过渡期内新增资金池运作、长期限的非标资产，母行与理财子公司间产品划转不合规、利益输送、风险交叉传染；四是**严禁资金违规流入股市，违规投向房地产领域、“两高一剩”等限制性领域**；五是严禁不当宣传和销售，降低投资者准入门槛，严重侵害金融投资者和消费者合法权益。
2020/7/11	银保监会	银保监会答记者问	面临的突出风险与挑战有以下几个方面：第一，不良资产上升压力加大。第二，部分中小金融机构问题较为严重。第三，部分市场乱象有所反弹。**一些高风险影子银行死灰复燃，有的以新形式新面目企图卷土重来。**企业、住户等部门杠杆率上升。**部分资金违规流入房市股市，推高资产泡沫**。第四，违法违规行为时有发生。 我们**必须做好不良贷款可能大幅反弹的应对准备**。一要进一步做实资产分类。二要继续加大处置力度。三要拓宽不良资产处置渠道。 由于现行财务会计和统计制度造成的时滞影响。按照权责发生制会计原理，**潜在风险贷款利息收入仍在利润核算中全额计入，而实际风险尚未全面反映。** **督促引导资金“脱虚向实”。**深入开展市场乱象整治“回头看”，依法严厉打击资金空转和违规套利行为。当前特别要强化资金流向监管，规范跨市场资金往来和业务合作，**严禁银行保险机构违规参与场外配资，严查乱加杠杆和投机炒作行为，防止催生资产泡沫**，确保金融资源真正流向实体经济中最需要的领域和环节。

货币政策：信用投向更强调结构化，精准导向

华宝证券 HWABAO SECURITIES

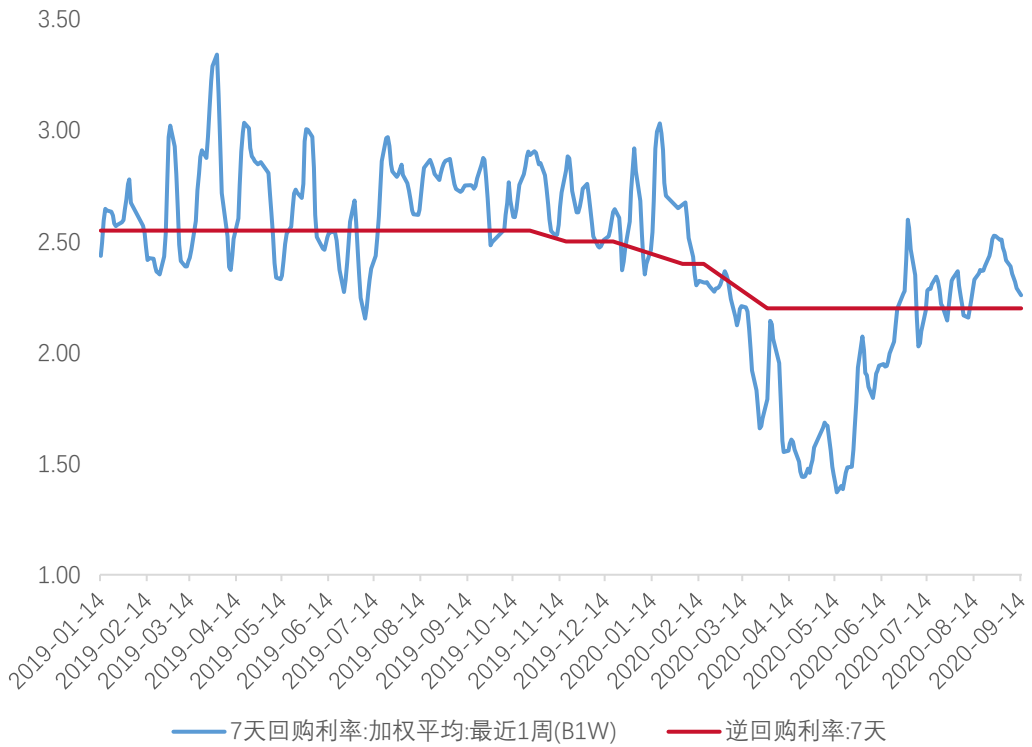
时间	事项	主要内容
2020/8/6	二季度货币政策执行报告	“**稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节**，处理好稳增长、保就业、调结构防风险、控通胀的关系， 实现稳增长和防风险长期均衡。”
2020/8/17	MLF超量续作	MLF增量续作7000亿元，操作利率持平。
2020/8/20	住建部、央行联合召开房地产企业座谈会	形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则
2020/8/25	14天逆回购重启	连续多天进行14天逆回购操作。一方面减轻公开市场集中到期操作压力，另一方面，公开市场提供资金成本的增加，也进一步加深市场的谨慎心态。
2020/8/25	国务院政策例行吹风会	**刘国强：**LPR改革促进降低贷款利率的成效显著，要进一步优化LPR传导机制，督促金融机构更好地将LPR内嵌入贷款FTP（银行内部资金转移）定价曲线中，健全以公开市场操作利率为短期政策利率和以MLF利率为中期政策利率的央行政策利率体系，**促进市场利率围绕作为中枢的央行政策利率波动** **孙国锋：货币政策需要有更大的确定性来应对各种不确定性，即“三个不变”**：要保持稳健货币政策的取向不变、灵活适度的操作要求不变、坚持正常货币政策的决心不变；未来LPR的走势取决于宏观经济趋势、通胀形势以及贷款市场供求等因素，**预计后续企业贷款利率还会进一步下行**。
2020/9/2	国常会	保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌。
2020/9/6	银保监会副主席周亮讲话	**下一步要坚决防范化解金融风险，提早谋划、未雨绸缪**。要稳妥地处置高风险，严格遵循房住不炒的定位，防止房地产市场过度金融化；落实资管新规的要求，防止影子银行的反弹。

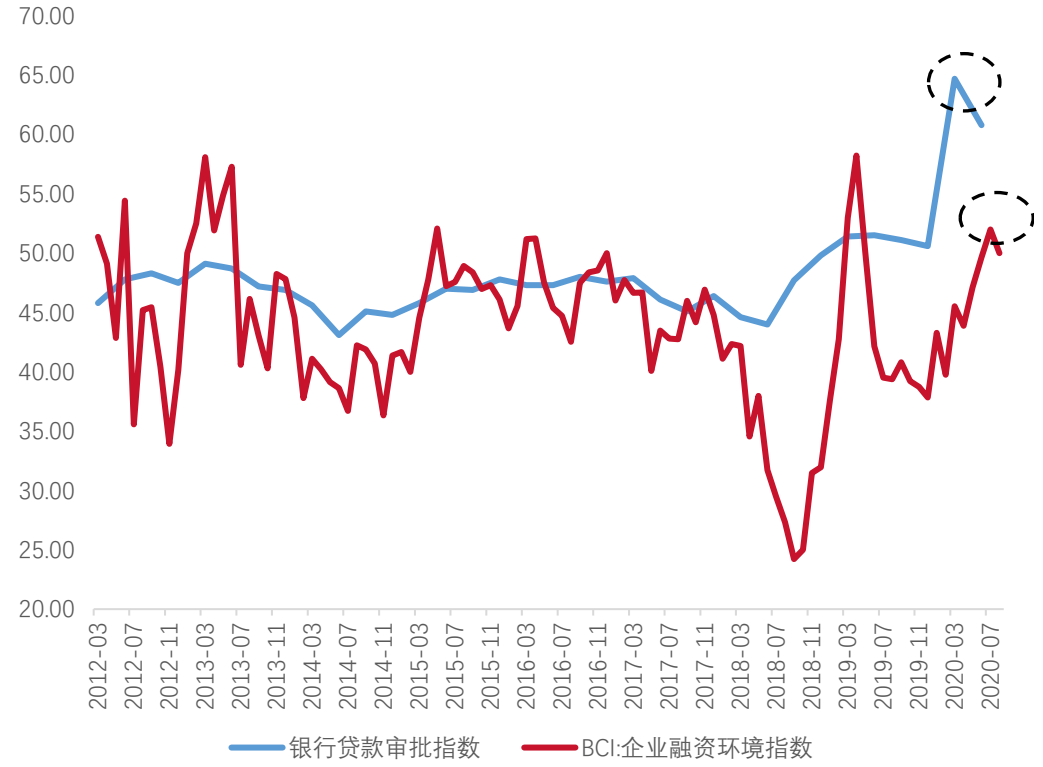
预计四季度货币政策会保持相对中性

华宝证券 HWABAO SECURITIES

政策展望

- 预计下一阶段央行仍将保持流动性合理充裕，采取**精细化操作维持资金面紧平衡的状态**。针对当前长期资金缺口，预计央行将**择机通过MLF投放进行熨平，同时也增强中期利率的指引作用**；
- “要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”的要求则意味着**定向、结构性的放松应该还会保持**。
- 综上，**预计下半年货币政策会保持相对中性，总量上的边际放松概率较小，信用总量边际上也会收敛**，但由于经济依然存在小微企业和制造业偏弱的结构性问题，在收敛的速度和收敛的幅度的选择上将会相对谨慎。

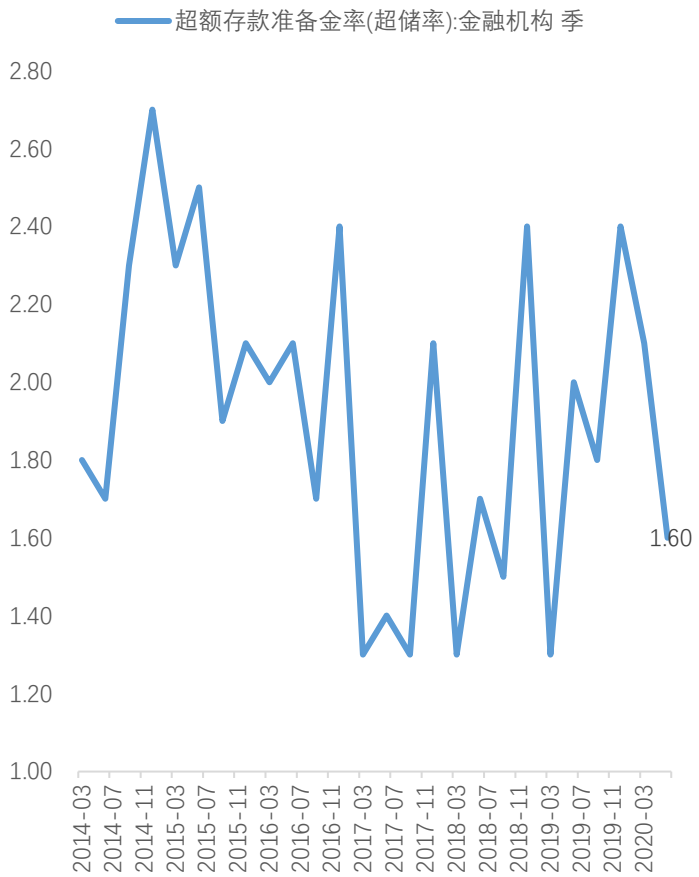


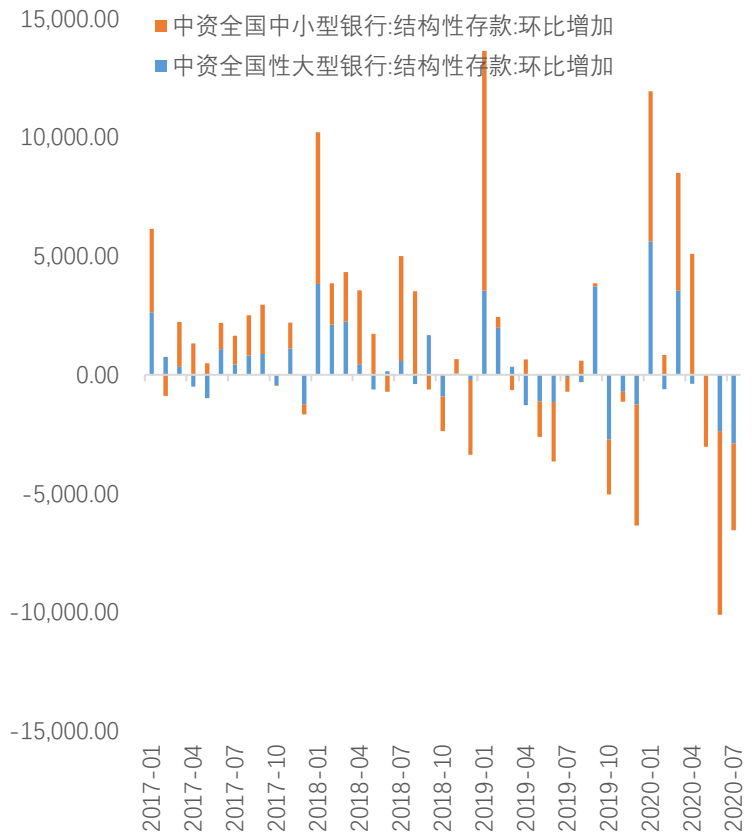


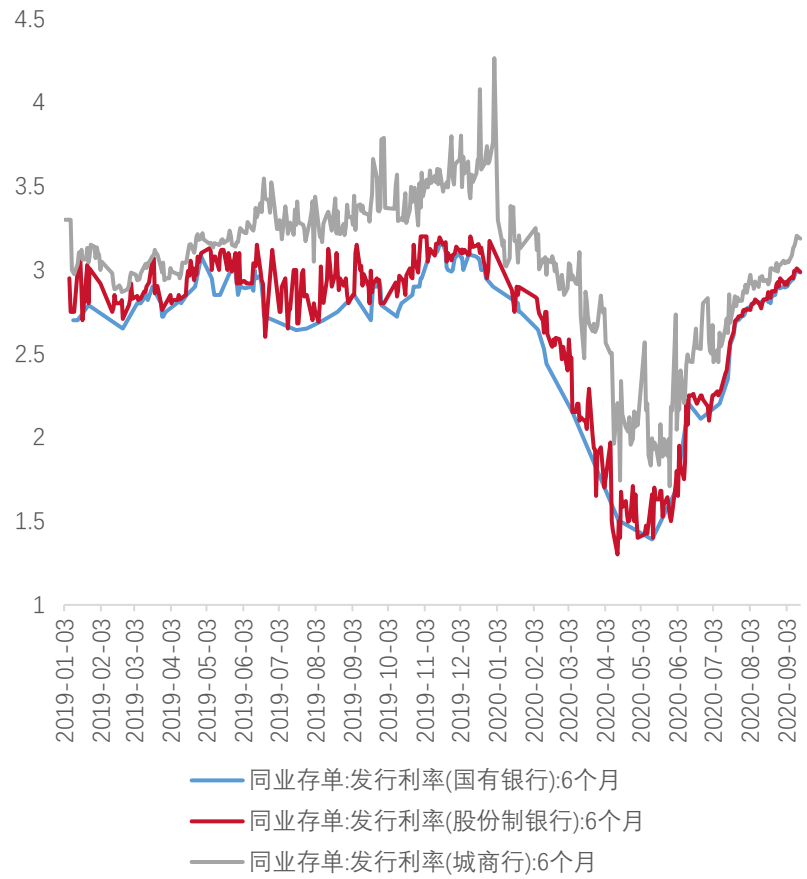
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

流动性：银行间市场流动性呈偏紧格局

- 低超储率下银行间市场流动性收敛，对公开市场操作的依赖性加大，资金价格波动加大；
- 结构性存款在持续压降，叠加政府债的大规模发行，银行负债端压力仍比较大；



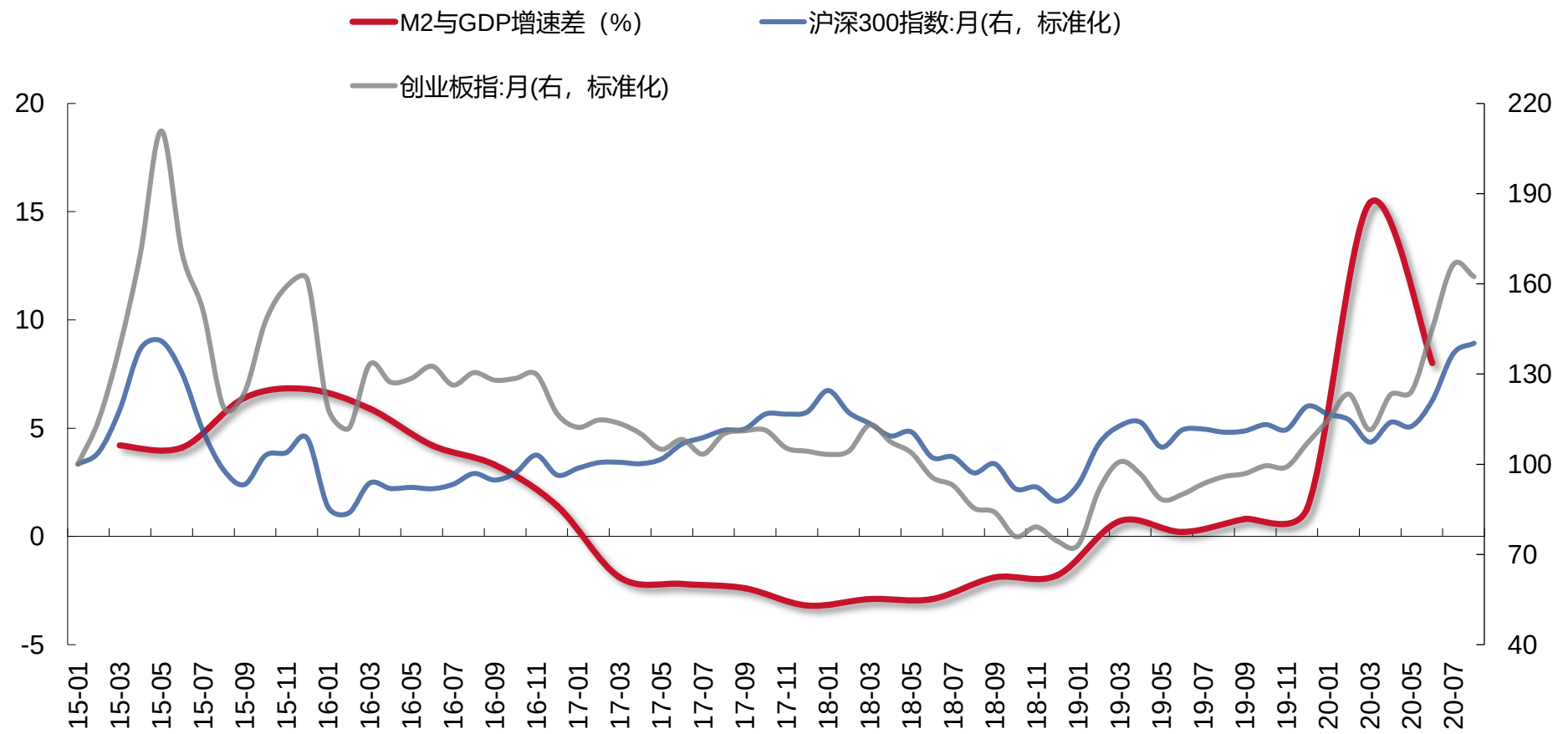




资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

金融市场货币条件趋于收敛

- 随着实体经济的逐步恢复，融资需求回升，金融市场的流动性正在收敛。



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

内容目录

01 海外经济与资本市场情况

02 国内宏观经济

03 国内货币政策与流动性

04 资本市场展望

股票市场：经济持续修复带动企业盈利持续好转

华宝证券 HWABAO SECURITIES

2020年二季度全部A股净利润累计同比增速有所回升（%）

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股	6.8	6.8	6.5	-24.3	-17.6
A股剔除金融	-1.8	-1.7	-1.9	-52.7	-23.5
A股剔除金融、中石油、中石化	-1	0.1	-1.2	-41.7	-12.9
A股剔除银行	6.8	6.6	6.5	-46.1	-23.5
A股剔除银行、中石油、中石化	8.1	8.8	7.7	-37.5	-15.2

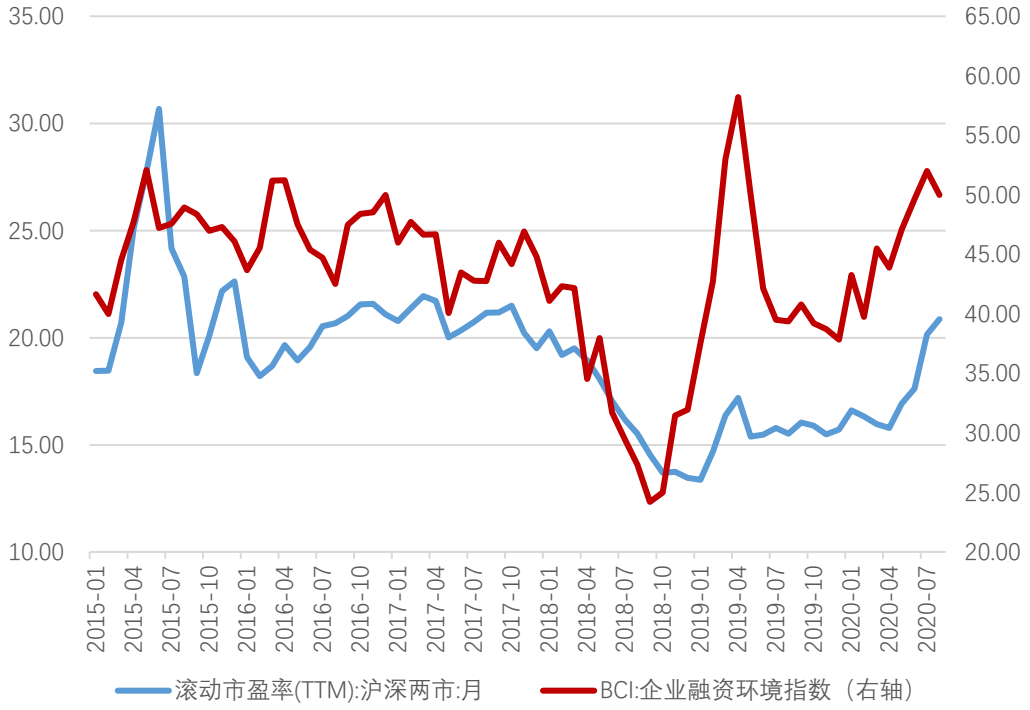
2020年二季度全部A股净利润单季同比增速有所回升（%）

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股	3.9	7	1.4	-24.3	-12.2
A股剔除金融	-5.4	-1.5	-7.3	-52.7	0.1
A股剔除金融、中石油、中石化	-4.9	2.4	-17.4	-41.7	10.3
A股剔除银行	1.7	6.3	-1.5	-46.1	-4.1
A股剔除银行、中石油、中石化	2.7	10.4	-9.3	-37.5	4.1

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

股票市场：金融市场货币条件收紧

- 随着实体经济的逐步恢复，融资需求回升，金融市场的流动性正在收敛；
- 企业融资环境的拐点出现，将对A股的估值产生压制；
- 目前，信用利差还处于压缩阶段，流动性收敛对于估值的压制作用还不明显；



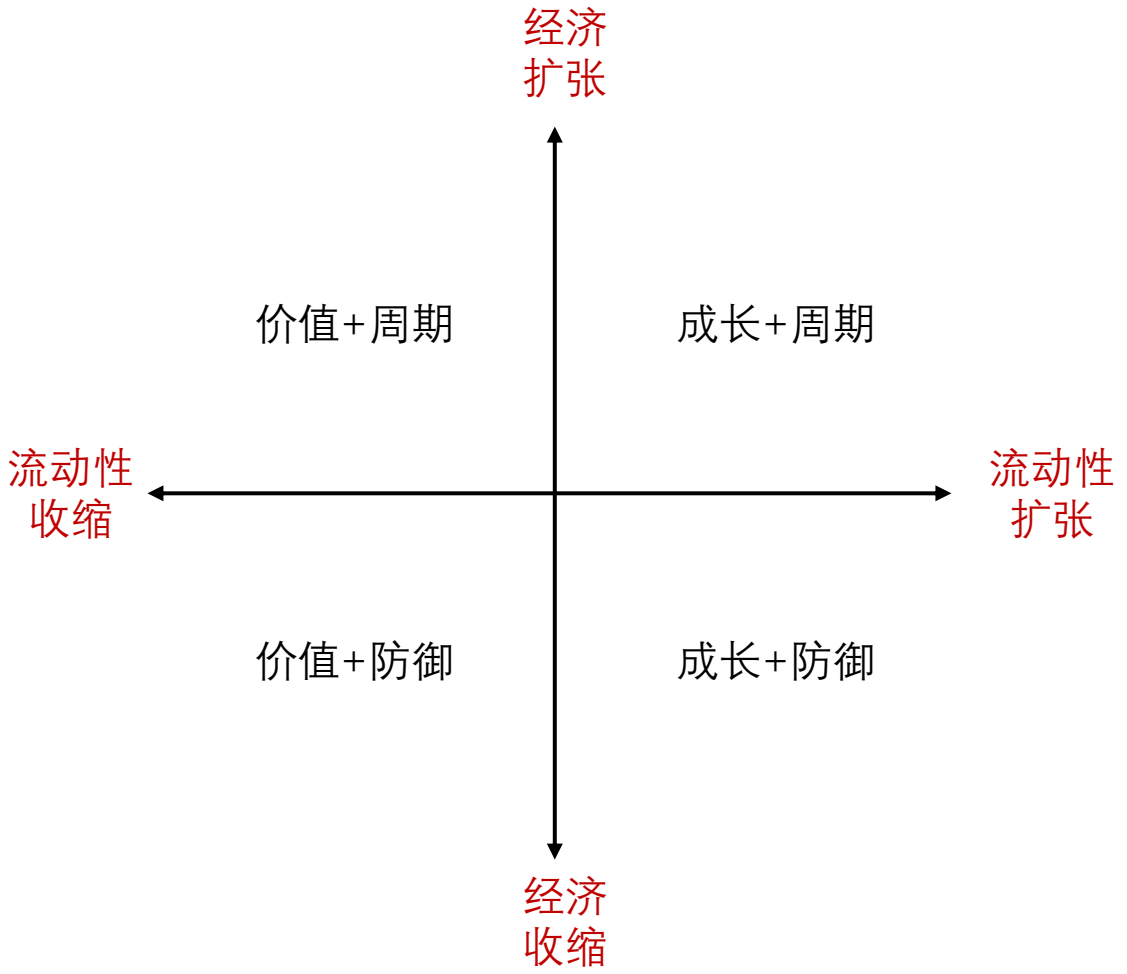


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

股票市场：当前市场的分化处于极端水平

- 当前市场的宏观环境从“流动性扩张+经济扩张”的组合状态向“流动性收缩+经济扩张”的组合状态过度；
- 成长股与价值股出现了极度的分化





资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

股票市场：继续维持结构性的行情，短期来看低估价值板块相对占优

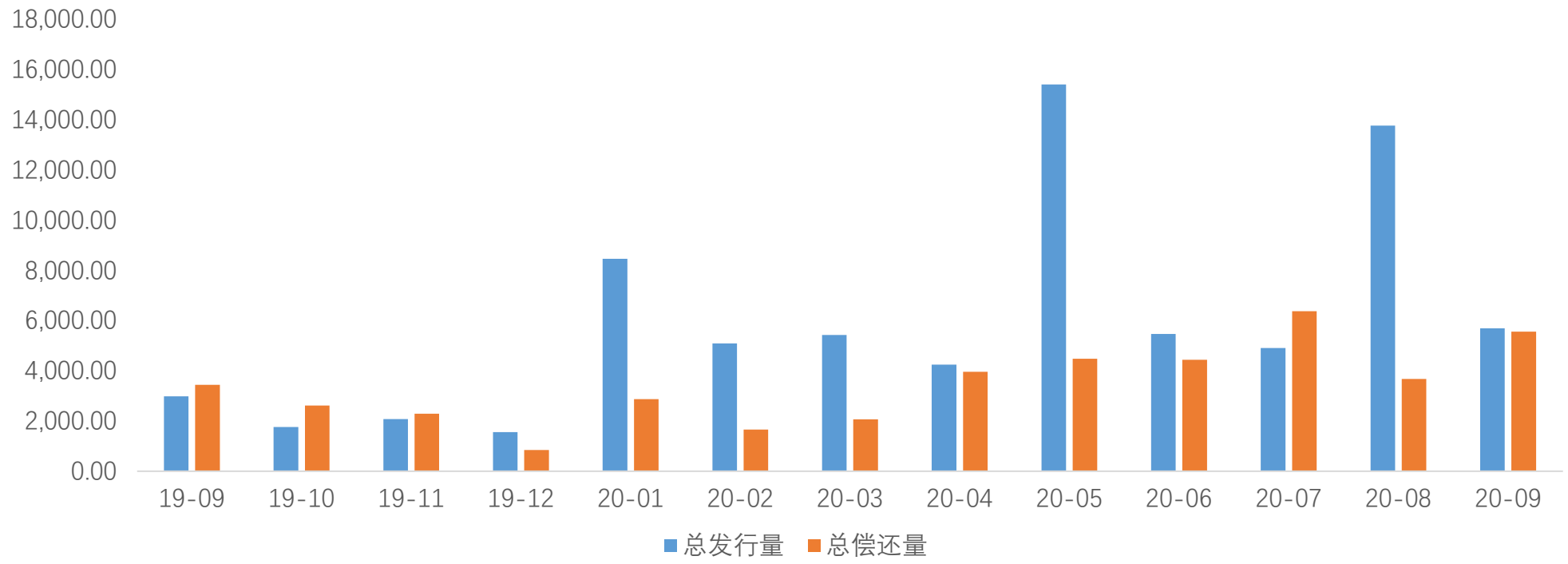
华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **从基本面来看，**经济持续修复带动企业盈利持续好转。
- **从流动性来看，**金融市场的流动性拐点已经出现，当前处于收敛状态。
- **从风险偏好来看，**由于市场赚钱效应的存在，市场的风险偏好还处于偏高水平，居民资产配置边际上增加权益资产配置的动力仍然存在；
- **策略总结：**宏观流动性边际收紧、经济基本面修复、增量资金入市的背景下，**整体将继续维持结构性的行情，前期估值“泡沫化”比较严重的板块面临估值压缩的压力，短期来看低估价值板块相对占优，**中长期来看，“内循环”受益相关的科技、医药、消费等板块估值消化之后仍是可能带来超额收益的板块。
- **市场可能的风险包括：**美国大选临近带来的地缘政治风险加剧、随着冬季的来临海外疫情重新出现大规模爆发、市场赚钱效应回落后抱团股的瓦解对市场带来阶段性的冲击。

债券市场：供给压力是当前最主要的利空因素

华宝证券 HWABAO SECURITIES

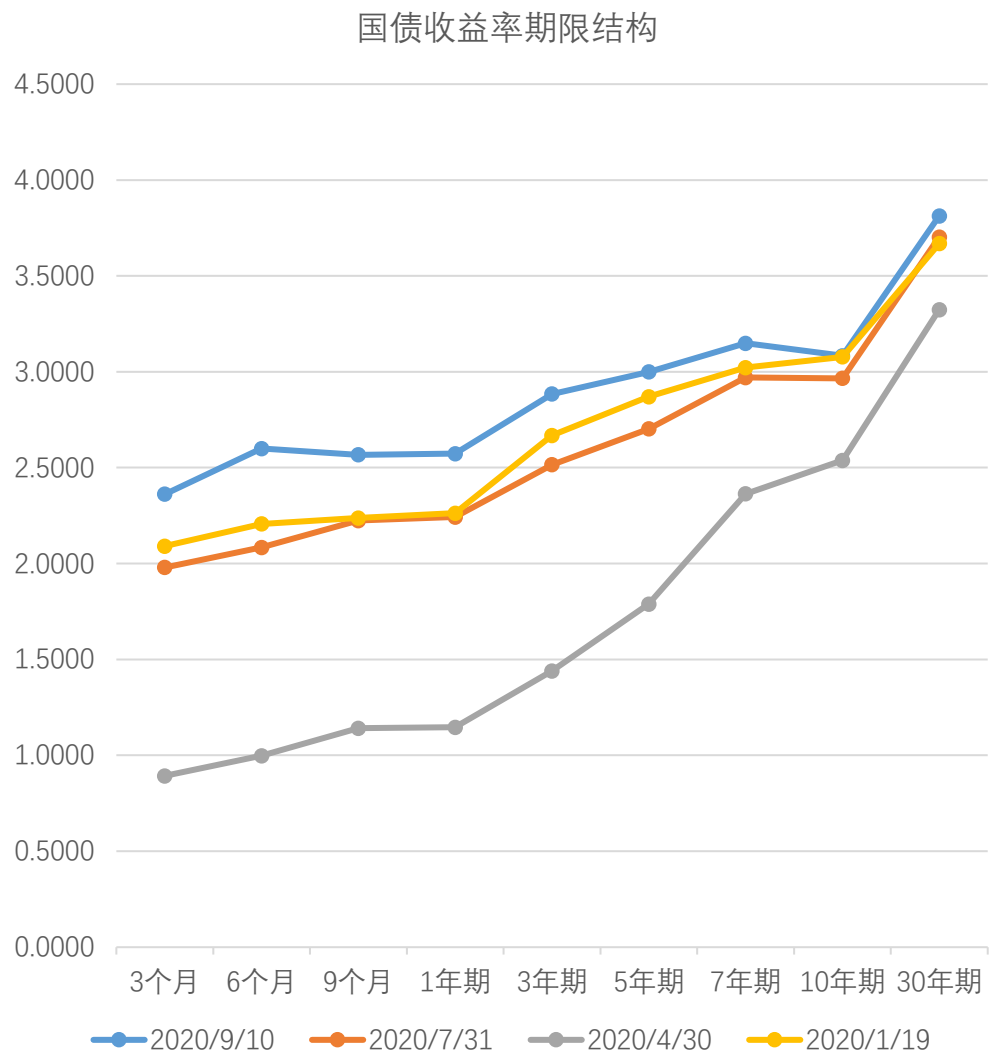
- **国债：**还有1.76万亿元一般国债须在余下4个月内完成发行，**月均净发行规模约4400亿元，为年内一般国债月度净发行量的最高水平。**
- **地方政府债：**截至8月份底，剩余专项债8634亿元额度将在9-10月发行完毕，月均发行**4317亿元**，余下的一般债724亿元，将在剩余4个月发行。
- **因此9月将是政府债券的发行高峰期，债市压力较大，债券收益率易上难下。**



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

债券市场：供需矛盾压力仍在，但已具备配置价值

- **基本面缓慢修复，修复斜率继续放缓，预计这一过程仍将持续；**
- **货币政策方面，市场已经对中性的货币政策完成了重定价**，后续货币政策仍将维持平稳，围绕政策利率窄幅波动。
- **债市面临供需矛盾突出：**供给方面，9月和10月仍有大规模的国债和地方债供给；需求方面，商业银行的负债端的压力尚未缓解，结构性存款规模持续压缩，超储率仍处于极低水平，配债能力不足。
- **估值来看，**经历了8月份的利率上行后，收益率水平回到疫情之前，股债相对回报回归均衡，**当前利率水平下债券配置价值有所凸显。**
- **策略总结：**短期超跌后，中短端利率会迎来修复行情，带来曲线走陡机会，中长端仍维持偏震荡看法。关注供给进度和银行负债端。
- **市场可能的风险包括：**中外经济复苏出现共振、债券供给与货币投放的不匹配导致的流动性冲击



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

风险提示及免责声明

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 市场有风险，投资须谨慎。
- 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。

谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」

华宝证券
HWABAO SECURITIES