策略周报 股票投资策略简报

再谈四季度市场节奏和风格

基本结论

- **当前市场核心矛盾是经济复苏和货币政策的拉锯，经济仍属于弱复苏，其中典型的特征是消费恢复强度明显低于工业生产，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。整体而言，短期内并看不到通胀压力，货币政策也难以大幅收紧。**8 月工业增加值当月同比增长 5.6%，接近疫情前的水平。而社零增速尽管已经转正，但是恢复强度明显滞后于工业生产。从中国家庭金融调查与研究中心的调查数据来看，年收入 20 万以上的高收入家庭预期今年消费减少幅度相对较少，为 7%，其他中低收入家庭预期消费减少幅度大都超过 10%。

- **四季度市场节奏前瞻：10 月份是较好的做多窗口。**1）10 月市场或迎来反弹，反弹的幅度取决于宏观流动性的边际变化。在美股和流动性与信用拐点预期的影响下，短期市场面临一定的调整压力，但正如前文所述，美股系统性风险并不大，此外 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；2）11 月美国大选之下，如果拜登当选，美股或面临一定的调整压力，短期同样会对 A 股市场产生一定影响。拜登当选对市场影响在于市场对其税收政策和华尔街监管政策的预期。但总体来看，在疫情冲击仍未消除的情况下，拜登的政策短期或相对温和；3）12 月市场或开始对明年定价，当前展望明年不确定因素仍相对较多，特别是经济复苏强度和货币政策走向。

- **至于今年四季度金融地产是否会逆袭，我们认为短期内缺乏基本面逻辑和事件性催化，长期来看低估值安全边际较高。**首先从金融地产行业基本面来看，整体来看银行、保险业绩仍存下行压力，地产业绩相对稳定，券商业绩在市场交投活跃的情况下相对较好。金融地产板块的低估值实际上也一定程度上反映了市场对这些板块的业绩预期，短期内我们认为很难看到政策和基本面拐点，板块趋势缺乏基本面逻辑和事件性催化。但从长期来看，金融地产板块具备较高的低估值安全边际，特别是当前银行和地产估值处在 2010 年以来的低位，如果从未来 1-2 年的角度来看，金融地产板块具备较高的配置价值。

- **在行业相对基本面的拐点出现之前，当前 A 股市场估值分化局面仍将持续一段时间。**估值分化走向收敛的方式主要有两种：一是通过价格调整快速收敛，一是通过业绩消化估值的方式逐步收敛。我们认为当前估值分化快速收敛的概率较低，主要原因是估值分化的背后实际上反映的是基本面的情况，在基本面没有出现大的拐点之前，低估值板块加速抬升估值的可能性较低。后续估值分化将通过业绩消化估值的方式逐步收敛。

- **行业配置保持均衡：1）消费和基建等内需板块：**聚焦消费和基建中供需两端受益的行业，比如消费中的商贸零售、休闲服务、食品饮料、家电等，基建中的建材、机械等；**2）消费电子产业链：**接下来苹果将发布 5G 新机，消费电子行业景气度持续上行；**3）涨价主线：**全球流动性持续宽松，美元或将进入新一轮贬值周期，以美元计价的大宗商品价格或迎来上行趋势，比如黄金等有色资源品。

- **风险提示：***海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、当前市场核心矛盾是经济复苏和货币政策的拉锯.....3
二、四季度 A 股市场节奏：10 月份是较好的做多窗口.....4
三、市场风格：金融地产能否逆袭？.....5
四、行业配置三大思路：内需板块、消费电子、涨价主线.....6
重要事件前瞻.....7

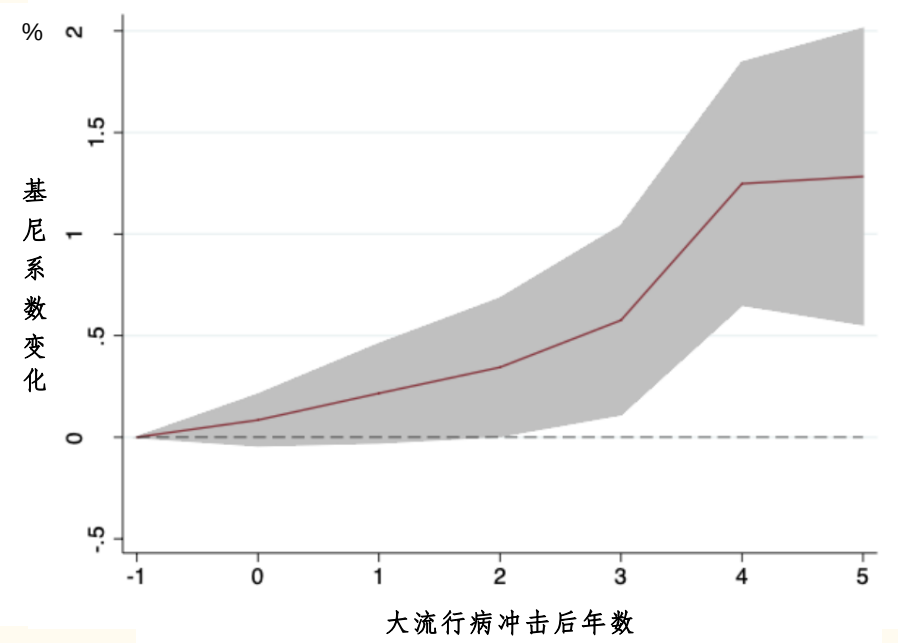
图表目录

图表 1：历史上大流行病后基尼系数有所上行.....3
图表 2：消费恢复强度明显弱于工业生产.....4
图表 3：中低收入家庭消费缩减幅度相对更大.....4
图表 4：美国大选后续时间表.....5
图表 5：过去十年金融地产个月超额收益.....6
图表 6：重要事件前瞻.....7

一、当前市场核心矛盾是经济复苏和货币政策的拉锯

- 回顾今年以来的市场行情，流动性宽松是推动市场上行的核心因素。但随着疫情的缓和以及经济逐步复苏，市场对流动性拐点和信用拐点开始有所担忧，经济复苏和货币政策的拉锯是当前市场的核心矛盾。**总体来说，经济复苏是以何种形式，复苏强度如何是影响后市的关键因素。**
- **我们认为疫情冲击下经济复苏形态介于“V”型和“L”型之间**。也就是说疫情冲击并不能简单认为是一次公共卫生事件带来的脉冲式冲击，其对潜在经济增长同样有所影响。举例来说，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。此次疫情同样对收入分配也会产生深远的影响，对经济结构和潜在增速均有一定负面冲击。

图表 1：历史上大流行病后基尼系数有所上行

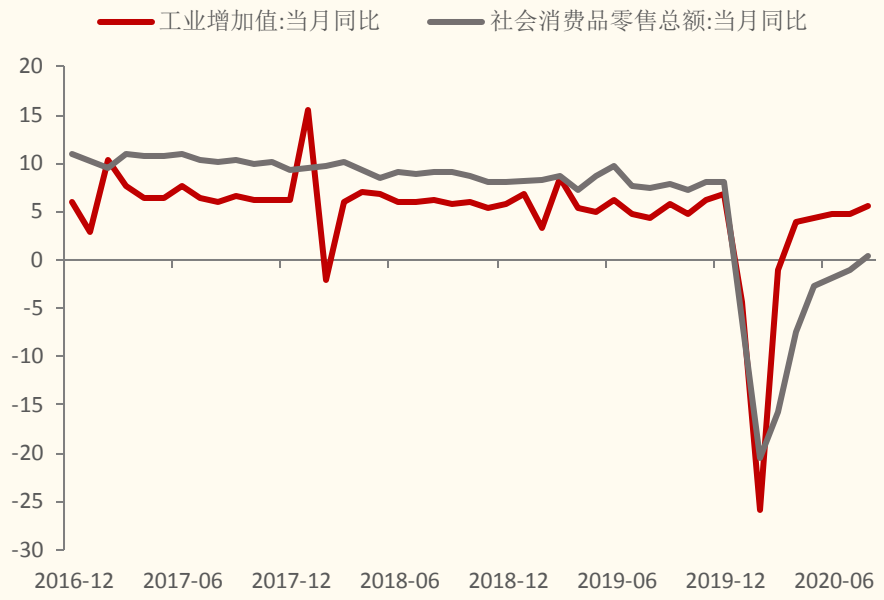


说明：统计了 1961-2017 年 175 个国家的数据

来源：IMF、国金证券研究所

- **我们认为当前经济仍属于弱复苏，其中典型的特征是消费恢复强度明显低于工业生产，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。整体而言，短期内并看不到通胀压力，货币政策也难以大幅收紧**。8 月工业增加值当月同比增长 5.6%，接近疫情前的水平。而社零增速尽管已经转正，但是恢复强度明显滞后于工业生产。从中国家庭金融调查与研究中心的调查数据来看，年收入 20 万以上的高收入家庭预期今年消费减少幅度相对较少，为 7%，其他中低收入家庭预期消费减少幅度大都超过 10%。

图表 2：消费恢复强度明显弱于工业生产



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：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

二、四季度 A 股市场节奏：10 月份是较好的做多窗口

- **10 月市场或迎来反弹，反弹的幅度取决于宏观流动性的边际变化。**在美股和流动性与信用拐点预期的影响下，短期市场面临一定的调整压力，但正如前文所述，美股系统性风险并不大，此外 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。此外，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 月美国大选之下，如果拜登当选，美股或面临一定的调整压力，短期同样会对 A 股市场产生一定影响。**11 月影响全球市场最为核心的因素是美国大选，从时间表来看，11 月初美国大选结果出炉，如果拜登获胜，那么美国短期或面临一定的调整，原因在于市场对其税收政策和华尔街监管政策的预期。但总体来看，在疫情冲击仍未消除的情况下，拜登的政策短期或

相对温和。此外，拜登或不采取贸易战措施针对中国，这对 A 股市场来说或是利好。

- **12 月市场或开始对明年定价，当前展望明年不确定因素仍相对较多，特别是经济复苏强度和货币政策走向。**如果明年全球经济复苏持续加强，市场对流动性拐点和信用拐点的担忧会随之强化，这对权益类资产来说相对不利。

图表 4：美国大选后续时间表

时间	事件
9 月 29 日	第一场总统辩论
10 月 7 日	副总统辩论
10 月 15 日	第二场总统辩论
10 月 22 日	第三场总统辩论
11 月 3 日	总统大选
次年 1 月	总统就职

来源：国金证券研究所

三、市场风格：金融地产能否逆袭？

- 临近四季度，市场对低估值的金融地产板块能否在年底逆袭的关注度逐步提升。如果只从统计规律来看，过去十年四季度金融地产板块跑赢市场的情况并不很明显。从研究角度来说，简单从季节性角度去看板块的相对收益并不妥当。不同年份不同阶段的宏观和微观环境不同，不同板块的市场表现的逻辑也不尽相同。
- 至于今年四季度金融地产是否会逆袭，我们首先从金融地产行业基本面来看，整体来看银行、保险业绩仍存下行压力，地产业绩相对稳定，券商业绩在市场交投活跃的情况下相对较好。**金融地产板块的低估值实际上也一定程度上反映了市场对这些板块的业绩预期，短期内我们认为很难看到政策和基本面拐点，板块上行趋势缺乏基本面逻辑和事件性催化。但从长期来看，金融地产板块具备较高的低估值安全边际，特别是当前银行和地产估值处在 2010 年以来的低位，如果从未来 1-2 年的角度来看，金融地产板块具备较高的配置价值。**

图表 5：过去十年金融地产个月超额收益

银行相对沪深300超额收益（月度，%）												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2019	1.90	(6.94)	(5.27)	2.63	1.61	(1.91)	(0.53)	(4.73)	2.73	2.45	0.16	(2.98)
2018	6.66	(1.67)	(2.92)	2.21	(4.24)	0.20	3.98	4.23	2.49	7.49	(4.08)	(0.45)
2017	1.99	(0.58)	(1.99)	(3.39)	3.98	(3.40)	3.42	(1.06)	(2.84)	(3.54)	2.57	(2.13)
2016	6.86	1.29	(4.41)	3.32	0.89	(1.93)	(0.59)	0.68	(0.13)	(1.61)	(1.77)	2.24
2015	(7.49)	(4.98)	(3.54)	(4.32)	(7.31)	11.18	2.74	5.51	4.26	(6.69)	2.03	(0.26)
2014	0.66	0.73	3.39	1.09	(0.57)	(0.31)	(0.71)	(4.21)	(3.50)	2.39	3.21	7.19
2013	8.74	(1.99)	(1.04)	1.23	(1.16)	(0.05)	(4.81)	1.30	1.43	1.73	(4.62)	(1.23)
2012	1.66	(4.19)	1.06	(2.65)	(5.39)	1.92	1.19	4.73	(6.99)	3.56	6.40	5.13
2011	2.82	(4.40)	6.86	4.99	1.68	(6.86)	(1.22)	3.70	3.27	3.57	0.43	8.78
2010	(0.26)	(0.72)	2.12	(0.21)	4.49	1.00	(3.51)	(7.08)	(3.98)	(5.78)	0.93	(0.27)
保险相对沪深300超额收益（月度，%）												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2019	4.71	(2.13)	2.83	9.19	(0.93)	5.59	0.03	(0.68)	(1.51)	(0.23)	(3.26)	(3.45)
2018	(1.72)	(2.87)	(2.26)	(2.88)	0.78	2.18	5.50	5.78	5.27	1.52	(1.84)	(5.73)
2017	1.30	(3.69)	1.01	3.09	15.09	3.64	3.35	5.36	(4.24)	13.01	5.92	(0.35)
2016	2.65	(0.98)	(0.76)	2.29	0.98	(1.65)	(1.09)	1.41	2.38	(1.01)	(0.23)	2.59
2015	(0.57)	(2.31)	(6.05)	(7.03)	(5.52)	3.22	(3.49)	2.60	2.35	1.33	1.19	2.77
2014	(1.90)	(0.10)	(1.12)	2.83	2.18	(0.33)	4.81	(3.63)	(5.98)	2.57	8.59	18.72
2013	(3.69)	(3.16)	(4.82)	(0.34)	(6.76)	3.07	(5.35)	1.86	(2.19)	3.08	9.86	3.14
2012	5.06	(3.19)	(3.18)	4.80	0.28	13.95	2.72	(5.35)	2.34	(6.74)	(0.14)	8.64
2011	(6.57)	(5.02)	(0.44)	6.37	(1.14)	(1.75)	(4.91)	(2.63)	(5.41)	8.36	(0.89)	7.50
2010	(4.15)	(2.78)	5.85	2.91	0.23	12.32	(13.71)	(5.41)	0.31	1.19	(2.58)	(2.48)
券商相对沪深300超额收益（月度，%）												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2019	1.86	15.50	1.19	(7.21)	(3.25)	5.25	(3.00)	(3.83)	1.43	(4.47)	(0.98)	9.88
2018	1.38	(5.83)	1.30	2.22	(6.72)	(2.18)	(0.35)	(0.24)	(1.51)	11.30	1.73	(1.53)
2017	(2.40)	(0.39)	(4.50)	(1.41)	(3.15)	(3.20)	1.44	4.35	(2.18)	(11.72)	(0.20)	(8.63)
2016	(5.55)	(3.46)	12.17	(3.85)	2.04	0.69	(3.81)	1.50	(2.23)	1.56	0.43	(3.98)
2015	(11.20)	4.58	(0.94)	(6.68)	(7.08)	(6.47)	(6.98)	(13.97)	0.45	8.85	10.50	0.95
2014	(0.32)	(4.06)	(3.26)	3.70	(0.60)	(0.80)	6.32	(0.90)	2.82	3.04	29.00	34.15
2013	4.74	3.14	(8.77)	4.33	1.74	(6.80)	7.37	(1.32)	0.03	(0.94)	2.90	3.52
2012	5.11	2.17	4.83	6.57	6.05	(2.30)	0.66	(7.20)	10.20	(4.16)	(7.25)	12.77
2011	(1.41)	8.01	(5.20)	(3.02)	1.37	0.93	(3.58)	(1.21)	4.72	2.94	(6.65)	(3.48)
2010	1.16	(4.75)	(0.66)	0.48	(15.00)	(1.80)	(1.25)	(6.42)	(7.28)	21.13	(10.06)	(2.03)
地产相对沪深300超额收益（月度，%）												
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2019	(2.45)	(0.92)	6.33	(5.02)	(0.21)	(4.49)	(1.76)	(5.78)	0.89	0.12	0.31	3.44
2018	7.54	(5.53)	1.30	(2.13)	(6.33)	(0.49)	(2.43)	0.25	(3.30)	3.46	4.37	(0.18)
2017	(3.51)	0.49	(2.03)	0.14	(4.44)	(1.67)	(2.23)	(2.03)	0.83	(3.78)	0.03	(0.86)
2016	(4.19)	2.31	(2.33)	0.33	(3.15)	1.21	(5.28)	8.23	1.90	(2.93)	(1.57)	(0.43)
2015	3.10	(1.21)	6.01	(0.74)	6.71	3.58	(0.91)	(0.30)	(1.77)	5.95	4.66	9.23
2014	1.07	(2.17)	11.22	(2.34)	0.85	(1.06)	4.45	0.77	2.88	0.39	2.32	(10.20)
2013	(4.44)	0.01	(2.43)	2.51	5.18	(0.28)	2.66	1.39	(4.68)	(0.71)	(2.87)	(0.58)
2012	(1.87)	5.39	2.84	5.93	2.81	0.58	(2.05)	(2.13)	(0.73)	4.05	3.52	3.43
2011	(0.28)	0.59	5.66	(2.05)	(1.38)	5.58	(0.77)	2.04	(5.07)	1.40	(1.95)	1.46
2010	(1.81)	2.39	2.75	(10.85)	(0.83)	1.76	9.52	(3.15)	(4.51)	(5.54)	(1.89)	0.96

来源：Wind、国金证券研究所

四、行业配置三大思路：内需板块、消费电子、涨价主线

- **在行业相对基本面的拐点出现之前，当前 A 股市场估值分化局面仍将持续一段时间。**估值分化走向收敛的方式主要有两种：一是通过价格调整快速收敛，一是通过业绩消化估值的方式逐步收敛。我们认为当前估值分化快速收敛的概率较低，主要原因是估值分化的背后实际上反映的是基本面的情况，在基本面没有出现大的拐点之前，低估值板块加速抬升估值的可能性较低。后续估值分化将通过业绩消化估值的方式逐步收敛。
- **行业配置保持均衡，建议关注“消费和基建等内需板块、消费电子产业链、涨价主线”。**
- **消费和基建等内需板块：**

  1）消费：商贸零售、休闲服务、食品饮料、家电等。随着疫情的缓和，以及在提振消费的政策之下，服务性消费增长和消费市场下沉是消费行业的重要边际变化。商贸零售、休闲服务、食品饮料、家电等行业一方面需求端受益于需求回暖，另一方面供给端也充分受益于行业集中度的提升。特别是临近中秋和国庆假期，必需消费和服务型消费或迎来旺季；

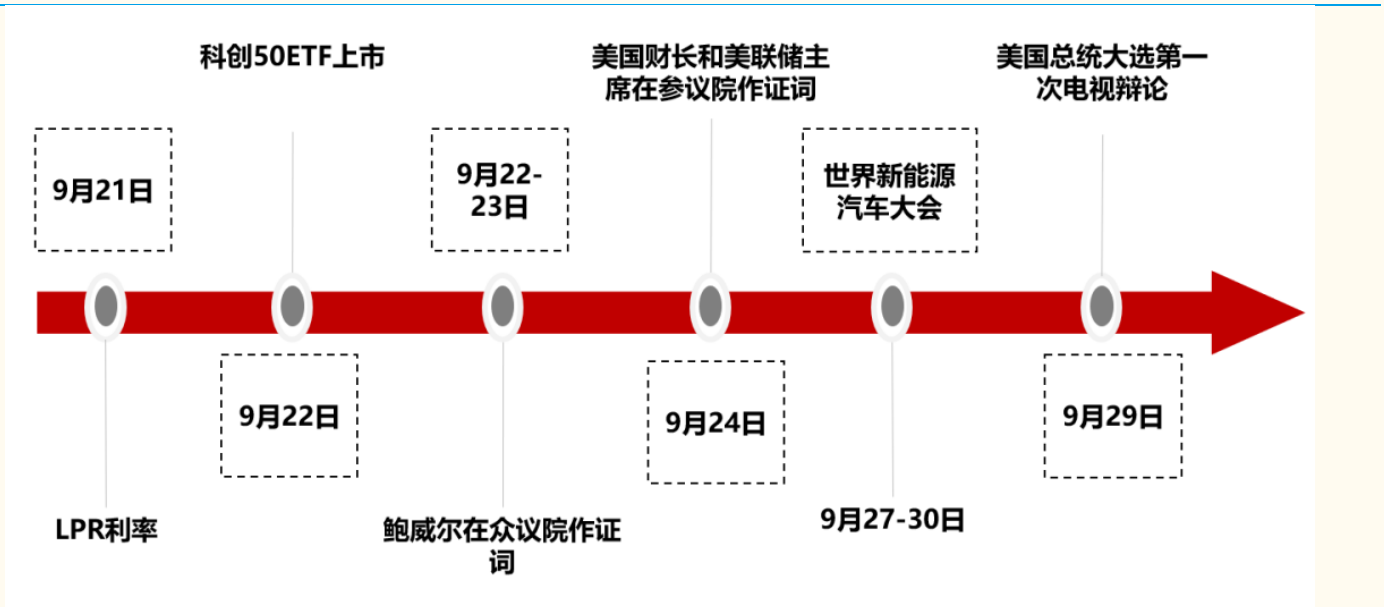
  2）基建：建材、机械等。随着扩大内需政策的加速落实，下半年各类投资项目将加速上马，基建投资或将明显提速，预计全年基建投资在 10%以上，建材、机械等基建产业链行业将受益于基建投资扩张。此外，随着高温季节逐渐过去，基建等相关行业将迎来需求旺季。
- **消费电子产业链：**

  接下来苹果将发布 5G 新机，消费电子行业景气度持续上行。此外，美国制裁华为等中国科技公司事件对苹果产业链相关公司影响相对较小。
- **涨价主线：**

  我们认为接下来美元将进入新一轮贬值周期，美元对其他主要国家货币将进一步贬值，叠加全球流动性持续宽松，在这个背景下，以美元计价的国际大宗商品价格或迎来上行趋势，比如黄金等有色资源品。

重要事件前瞻

图表 6：重要事件前瞻



来源：国金证券研究所

- **风险提示：**政策刺激力度不及市场预期、市场流动性风险、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

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