策略周报 股票投资策略简报

四季度市场节奏怎么走

基本结论

- **近期美股市场波动加大，特别是科技股大幅下跌，这对 A 股产生一定的负面影响。另外一个影响当前 A 股市场的核心因素是市场对宏观流动性的预期，比如流动性拐点和信用拐点等。**我们认为美股调整没有系统性风险，属于持续上涨后的正常调整，9 月美股市场或波动加大，四季度美股或重回震荡格局。我们预计后续市场在宏观流动性方面存在较大的预期差，核心逻辑来自三大方面：1）我国和海外息差持续扩大，人民币升值压力之下，央行或维持宽松政策；2）银行超储率处在低位，叠加 9-10 月大量利率债发行，央行将持续呵护市场流动性，近期央行公开市场操作也呈现放量的特征；3）在降低企业融资成本和促进银行让利实体经济的政策目标下，央行有维持宽松环境的诉求。

- **社融改善缓和了市场对信用收缩拐点的担忧，在信用改善的情况下银行超储率水平或持续面临压力，后续央行或采取相关政策呵护市场流动性，不排除通过降准等措施。**近期公布的 8 月社融数据超市场预期，其中政府债券融资大幅跃升，新增贷款持续改善。社融总量结构受政府债券影响较大，后续信用环境方面需聚焦新增贷款改善趋势。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。具体来看，9 月财政支出迎来季节性高点，整体宏观流动性或相对宽裕。但 10 月宏观流动性趋紧，一方面 9-10 月政府债券发行再次迎来小高峰，此外 10 月一般也是财政支出的年内低点。

- **四季度市场节奏前瞻：**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；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。

- **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 A 股市场调整的核心原因：美股波动与宏观流动性预期.....3
二、社融超预期，缓和市场对信用收缩拐点的担忧.....3
三、四季度 A 股市场节奏怎么走？.....4
四、行业配置三大思路：内需板块、消费电子、涨价主线.....5
重要事件前瞻.....6

图表目录

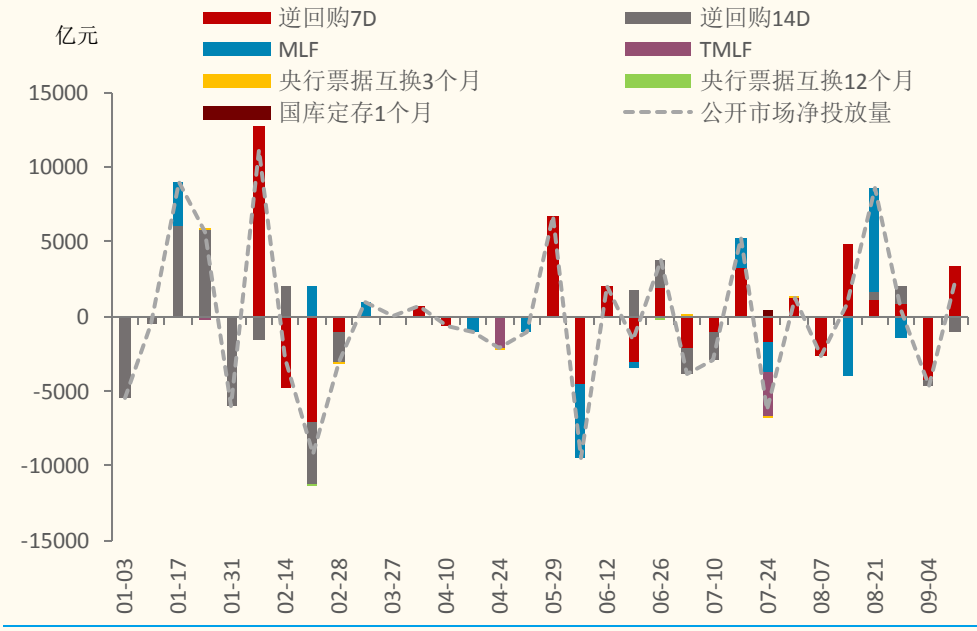
图表 1： 今年以来央行公开市场操作.....3
图表 2：新增人民币贷款规模.....4
图表 3：公共财政支出规模.....4
图表 4：美国大选后续时间表.....5
图表 5：重要事件前瞻.....6

一、当前 A 股市场调整的核心原因：美股波动与宏观流动性预期

- **近期美股市场波动加大，特别是科技股大幅下跌，这对 A 股产生一定的负面影响。我们认为美股调整没有系统性风险，属于持续上涨后的正常调整，9 月美股市场或波动加大，四季度美股或重回震荡格局。**具体来说，1）基本面方面：美国疫情和经济数据并没有明显的边际变化；2）流动性方面：美联储政策同样没有边际变化的预期，在岸和离岸美元流动保持稳定；3）事件性影响方面：此次调整也并非市场对拜登当选后加税和加强华尔街监管预期的反映，尽管拜登在民调中领先特朗普，但近期领先优势有缩小的趋势，而不是进一步扩大。

- **另外一个影响当前 A 股市场的核心因素是市场对宏观流动性的预期，比如流动性拐点和信用拐点等。**我们近期路演交流下来，当前市场对降准基本没有预期，普遍认为当前货币政策基本维持当前格局，呈现易紧难松的特征。我们预计后续市场在宏观流动性方面存在较大的预期差，核心逻辑来自三大方面：1）我国和海外息差持续扩大，人民币升值压力之下，央行或维持宽松政策；2）银行超储率处在低位，叠加 9-10 月大量利率债发行，央行将持续呵护市场流动性，近期央行公开市场操作也呈现放量的特征；3）在降低企业融资成本和促进银行让利实体经济的政策目标下，央行有维持宽松环境的诉求。

图表 1：今年以来央行公开市场操作



来源：Wind、国金证券研究所

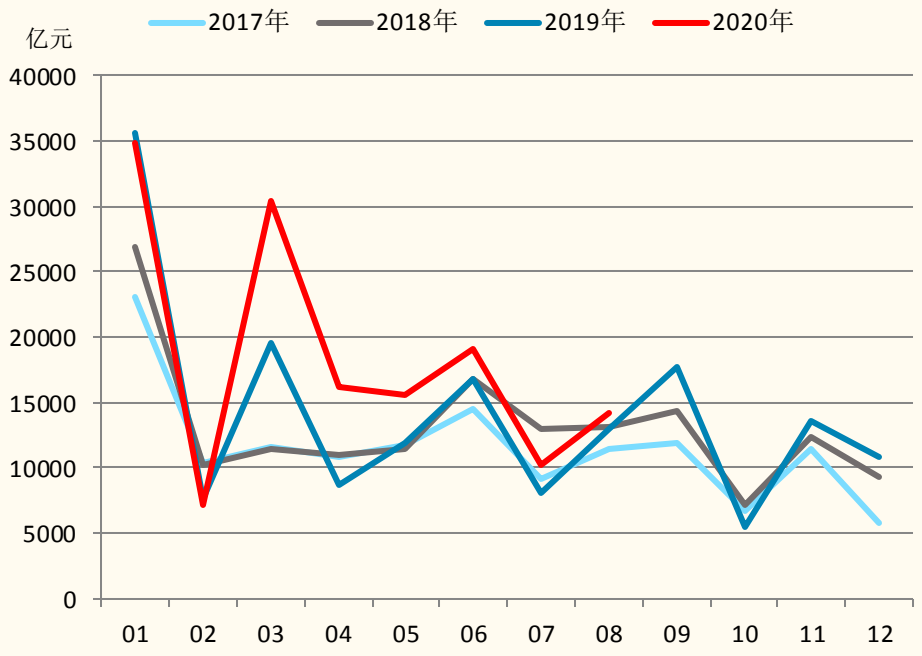
二、社融超预期，缓和市场对信用收缩拐点的担忧

- 近期公布的 8 月社融数据超市场预期，社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 万亿元，其中政府债券融资大幅跃升，新增贷款持续改善。**社融总量结构受政府债券影响较大，后续信用环境方面需聚焦新增贷款改善趋势。**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。节奏上来看，从历史新增贷款的季节性特征来看，9 月和 11 月规模相对较高，10 月和 12 月规模或相对较低。

- **社融改善缓和了市场对信用收缩拐点的担忧，在信用改善的情况下银行超储率水平或持续面临压力，后续央行或采取相关政策呵护市场流动性，不排除通过降准等措施。**具体来看，9 月财政支出迎来季节性高点，整体宏

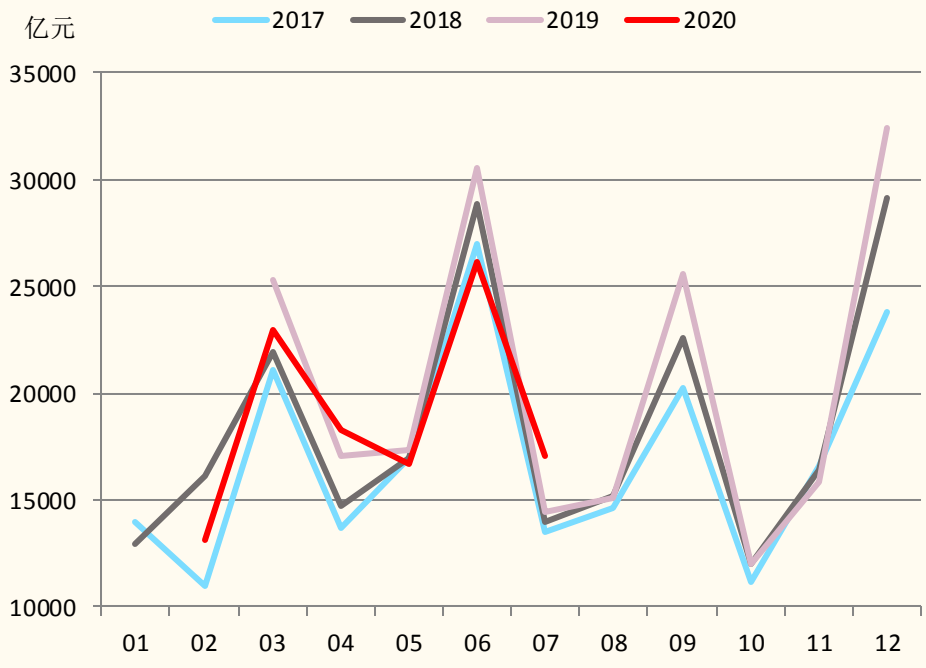
观流动性或相对宽裕。但 10 月宏观流动性趋紧，一方面 9-10 月政府债券发行再次迎来小高峰，此外 10 月一般也是财政支出的年内低点。

图表 2：新增人民币贷款规模



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：公共财政支出规模



来源：Wind、国金证券研究所

三、四季度 A 股市场节奏怎么走？

- **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。
- **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。
- **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

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：**

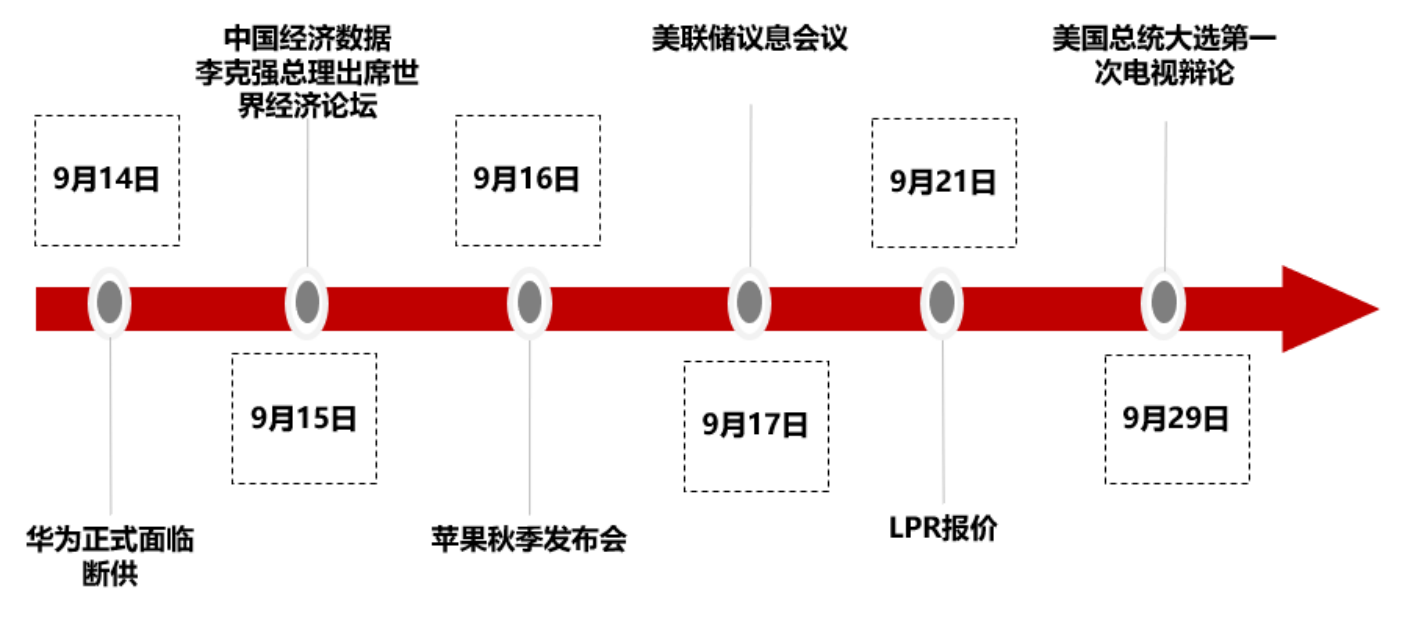
  特朗普政府允许苹果等公司继续使用微信，市场对美国禁用微信冲击苹果手机销量的担忧有所缓和，接下来苹果将发布 5G 新机，消费电子行业景气度持续上行。此外，美国制裁华为等中国科技公司事件对苹果产业链相关公司影响相对较小。

- **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 5：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