

策略报告

新华基金2020年Q4投资策略

2020.9.23

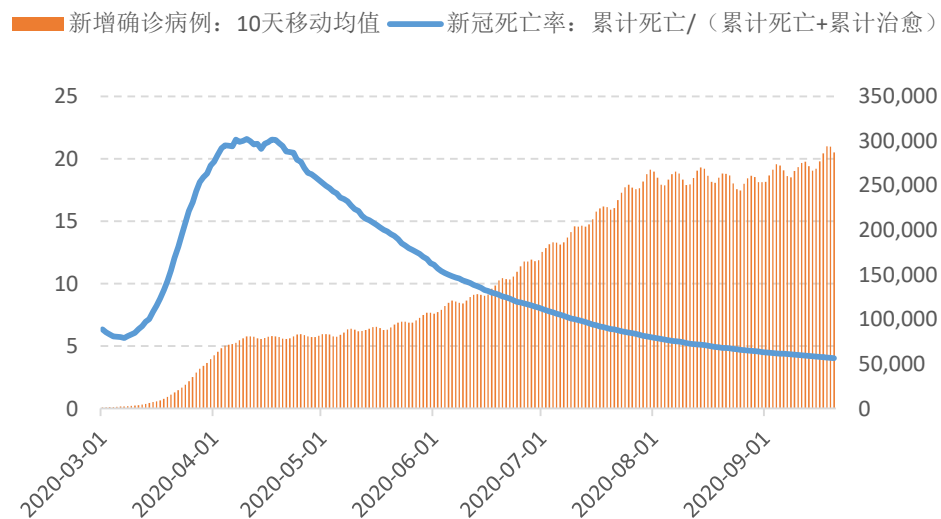
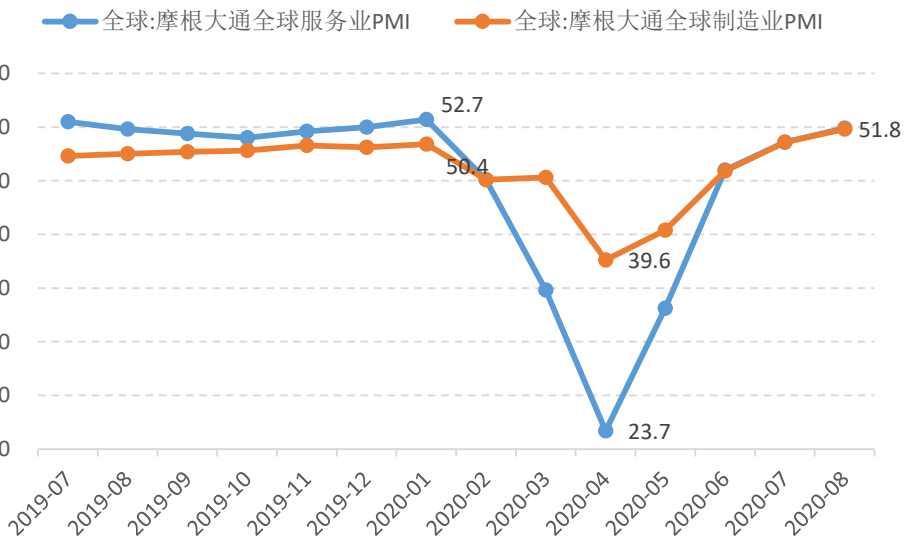


四季度宏观策略观点摘要

- ▶ 全球疫情仍未迎来拐点，美欧等主要经济体疫情多有反复，但政策宽松叠加新冠死亡率持续下降，预计全球经济在四季度将进一步修复，再一次出现经济大面积停摆的可能性较低；国内经济在四季度将基本修复至潜在增长水平，其中地产链条预计将震荡走弱，基建有待观察，消费和制造业投资是经济增速进一步修复的主要推动力，出口亮点主要在结构上。CPI和PPI在四季度将进一步收敛，PPI继续上行、CPI明显回落，四季度通胀暂不构成政策掣肘。
- ▶ 从DDM模型看，当前分子端企业盈利的持续修复是确定性的，预计下半年业绩中枢在15%左右（A股非金融）；而分母端的影响因素看，市场对于流动性的边际收紧也已经有较为充分的消化，短端和长端利率年内从目前位置进一步大幅上行的可能性都非常低；目前股权风险溢价已经从年初的历史高位降低至历史均值位，实体流动性逐步见顶回落不支持A股整体估值短期大幅攀升，中美摩擦等外部风险也可能冲击市场的风险偏好，四季度关注结构性机会。
- ▶ 投资建议：我们倾向于年底至明年年中，基本面和金融环境和2010、2016年会有一定相似性：当前实体流动性由于高基数和宽松不再加码会趋于回落，但货币政策短期内难以收紧，经济也仍在持续修复，流动性的边际变化更多是来自应急性宽松的退出，而非经济过热倒逼货币政策转向。参考2010年和2016年股市的走势，上述组合可能会导致市场从单边上行转为宽幅震荡、以时间换空间。政策保持强定力下，居民部门正在持续增加对权益类资产的配置，这对于市场来说是重要的基础性支撑。因此，建议维持均衡配置：1) 策略上需重视年底经济修复顺周期的低估值蓝筹逆袭的可能性，如，汽车、家电、大金融等；2) 中长期视角考虑，部分回调后的科技制造业板块也具备一定投资价值，尤其是当数字经济逐步作为生产要素，相关板块处于成长初期，参考成熟市场的发展规律，其市值占比有望达到历史新高。数字经济的网络效应、规模效应、范围经济及非竞争性等特征不仅使平台型公司受益，而且赋能实体行业的渗透率还在进一步提升：如军工、传媒、光伏、新能源汽车等基本面好转最为确定的板块，此外关注十四五规划和中美关系演变中蕴含的相应投资机会。

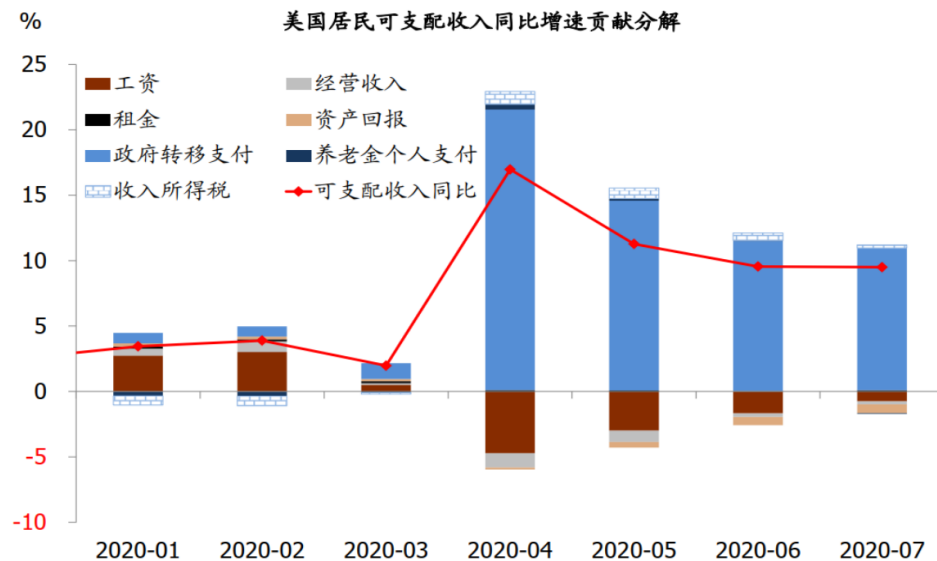
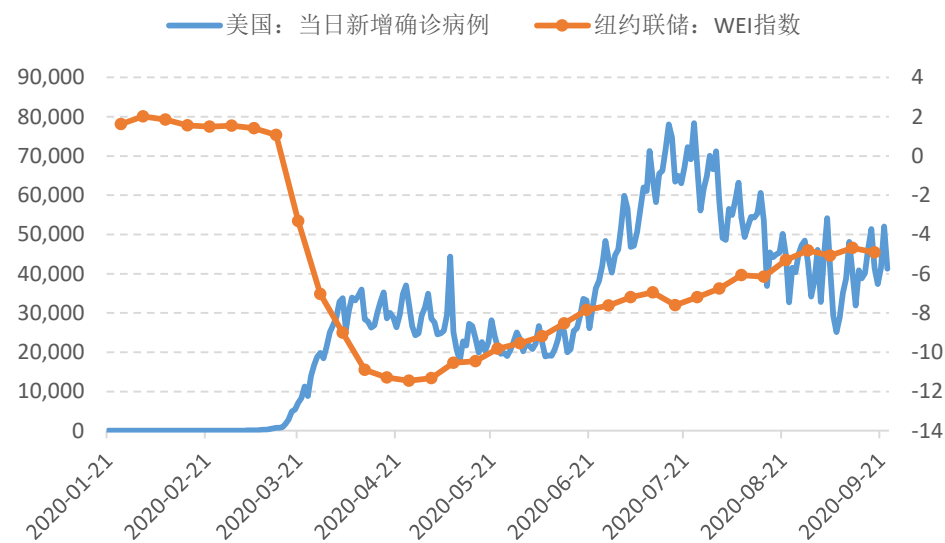
宏观经济

疫情阴霾下的全球经济恢复



- 新冠疫情爆发至今，中国经济最先修复，欧美经济从4月底开始也相继重启，带动全球经济从5月份开始逐步修复。从过去两个季度的表现来看，5-6月全球经济反弹的力度最强，期间疫情虽然加速向第三世界国家扩散，但中日韩和欧美疫情都在趋势性好转；
- 7月至今，随着美欧疫情相继出现较为明显的反弹，全球经济修复的斜率也有所放缓，但目前疫情反复还没有到迫使经济二次停摆的程度，叠加新冠死亡率的持续走低和政策面在疫情期间的积极应对，全球经济持续修复的方向预计仍将延续。

政策宽松是经济修复的主要推动力



- ▶ 以美国为例，从联储编制的WEI（每周经济指数）来看，即使在疫情反弹最为严重的7月，美国经济整体上仍在好转，疫情反复一度导致就业和零售数据反弹不及预期，但没有改变经济修复的大方向，政策宽松在其中发挥了至关重要的作用；
- ▶ 以美国家庭部门为例，疫情爆发至今，家庭部门可支配收入增速不降反升，主要就是来自失业救济等财政补贴的支撑，叠加利率水平的大幅下行，美国房地产市场和耐用品消费都表现出非常强的韧性。



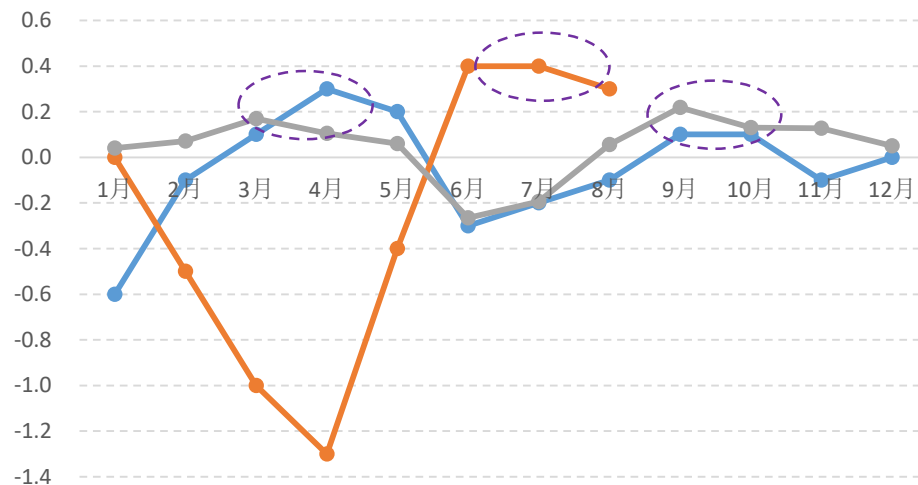
国内经济已连续两个季度持续修复

	累计同比 (%)				当月同比 (%)
	2019年	2012年2月	2020年6月	2020年8月	2020年8月
需求端					
房地产投资	9.9	-16.3	1.9	4.6	12.1
基建投资 (不含电力)	3.3	-26.9	0.0	2.0	7.0
制造业投资	3.1	-31.5	-11.7	-8.1	5.0
社会消费品零售总额	8.0	-20.5	-11.4	-8.6	0.5
出口 (美元计价)	0.5	-17.1	-6.2	-2.3	9.5
供给端					
工业增加值	5.7	-13.5	-1.3	0.4	5.6
服务业生产指数	6.9	-13.0	-6.1	-3.6	4.0
城镇调查失业率 (当月值)	5.2	6.2	5.7	5.6	

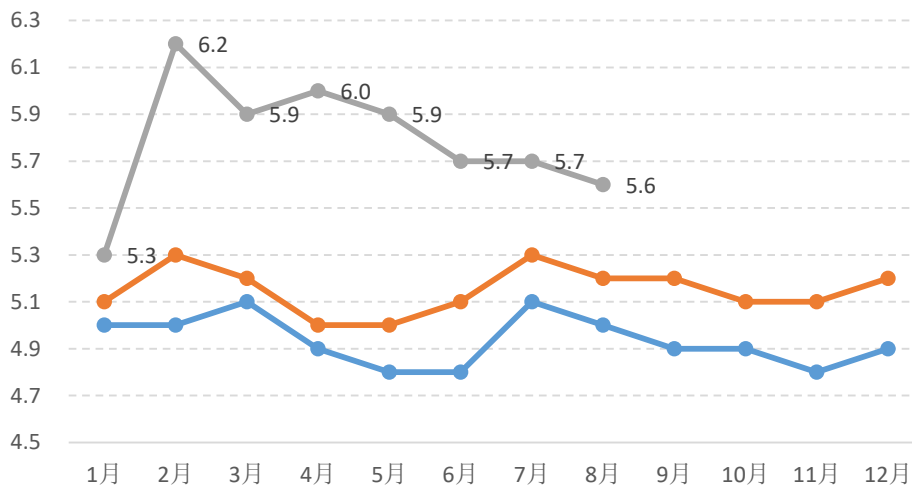
- ▶ 国内经济在2月下旬率先重启，至今已经持续修复超过两个季度，实际GDP增速在二季度转正，**三、四季度预计将进一步修复至5-6%左右，年底基本恢复至经济潜在水平；**
- ▶ 分项来看，地产投资和基建投资受益于政策宽松、单月增速已经明显高于疫情前水平；出口在国内供应链较快恢复的保障下也持续超预期；前期恢复较慢的居民消费和制造业投资从8月开始也有加速修复迹象。

经济仍有进一步修复的空间

—●— PPI环比：2019年 —●— PPI环比：2020年 —●— PPI环比：过去十年均值



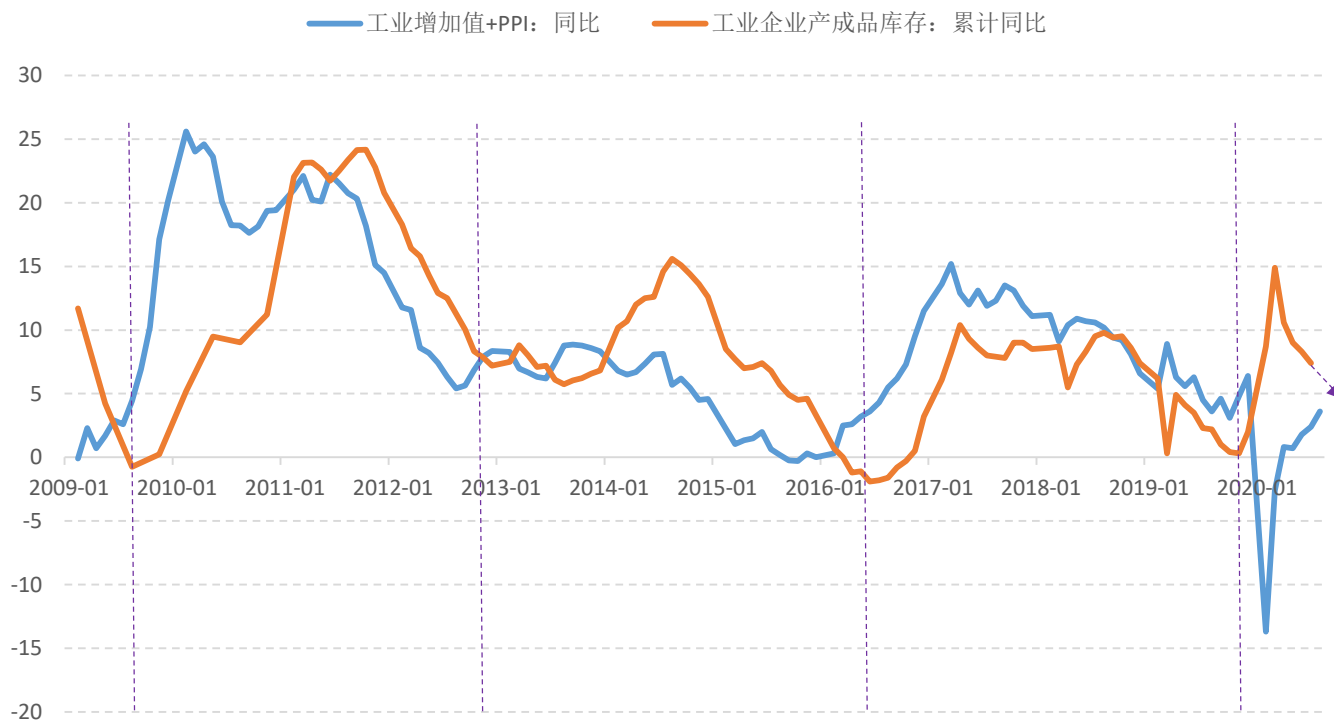
城镇调查失业率(%) —●— 2018年 —●— 2019年 —●— 2020年



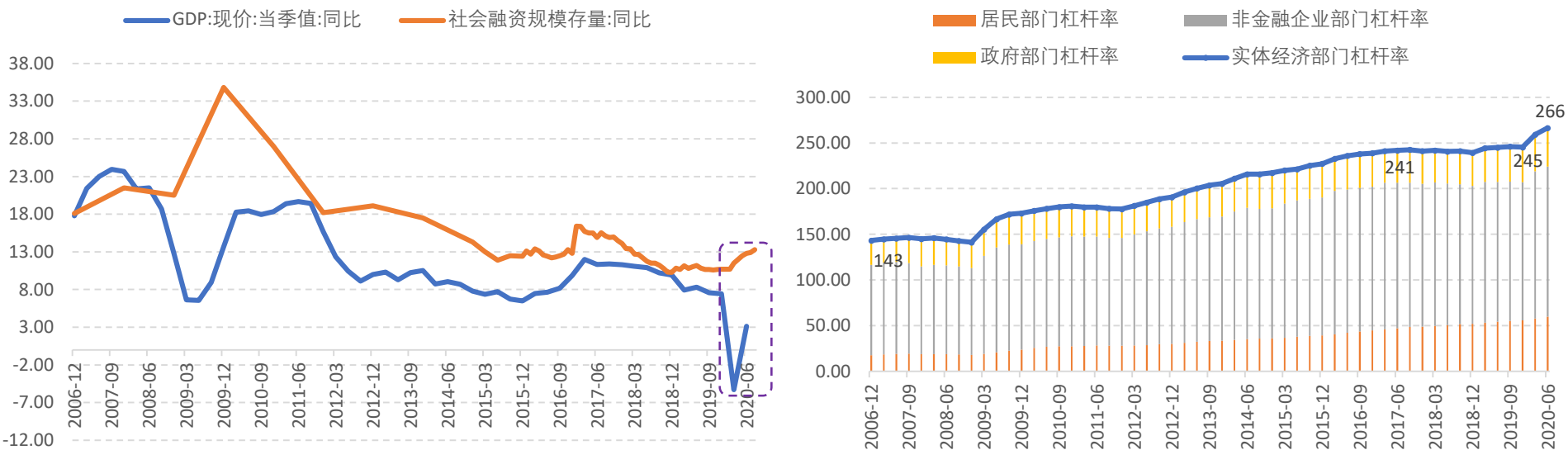
- ▶ 从累计增速来看，需求和供给主要分项的增速相比2019年底都还有一定的差距；
- ▶ 从边际变化来看，7-8月由于有高校毕业生集中进入就业市场，失业率本应季节性上行，但今年实际走势是稳步回落，农民工等其他群体的就业改善完全对冲了毕业季对失业率的影响，凸显经济修复对就业的提振；
- ▶ 此外，受南方雨季和高温等因素影响，7-8月是传统的施工淡季，这一时期的PPI环比多为持平或小幅负增长，但今年PPI环比持续在高位运行，也能印证经济的修复还没有结束。

库存周期：被动去库临近尾声

- ▶ 被动去库临近尾声是我们认为经济还能进一步修复的又一重要支撑；
- ▶ 如果没有疫情，在持续两年的去库过后，今年原本较大概率能启动新一轮的补库，2019年底的量价走势已经有补库的迹象；在疫情的突发冲击下，企业部门在一季度被动补库，二季度至今持续去库，年底至明年一季度有望开启补库，这将为短期经济增添新的动能。



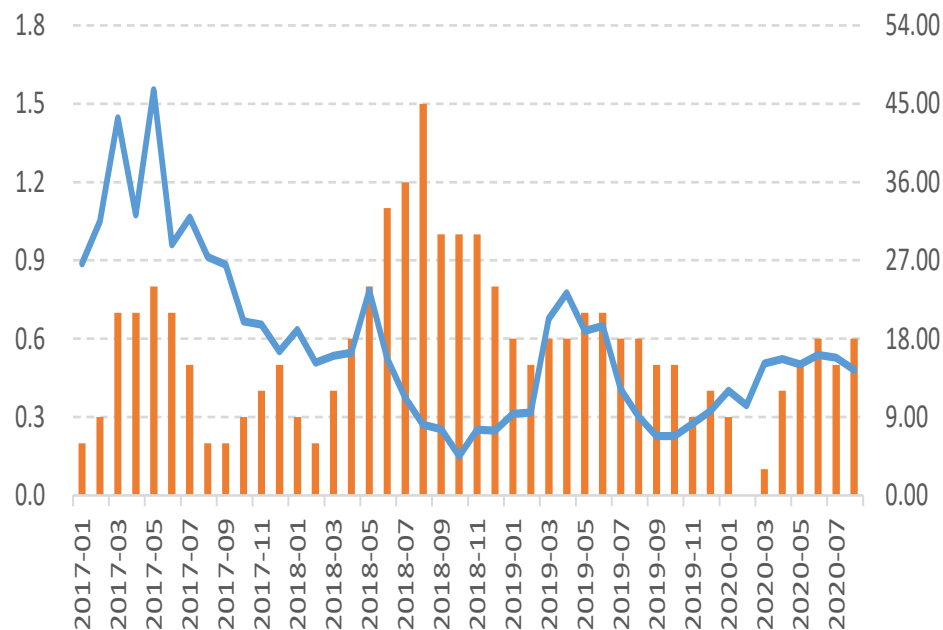
政策面逐步退出应急性宽松



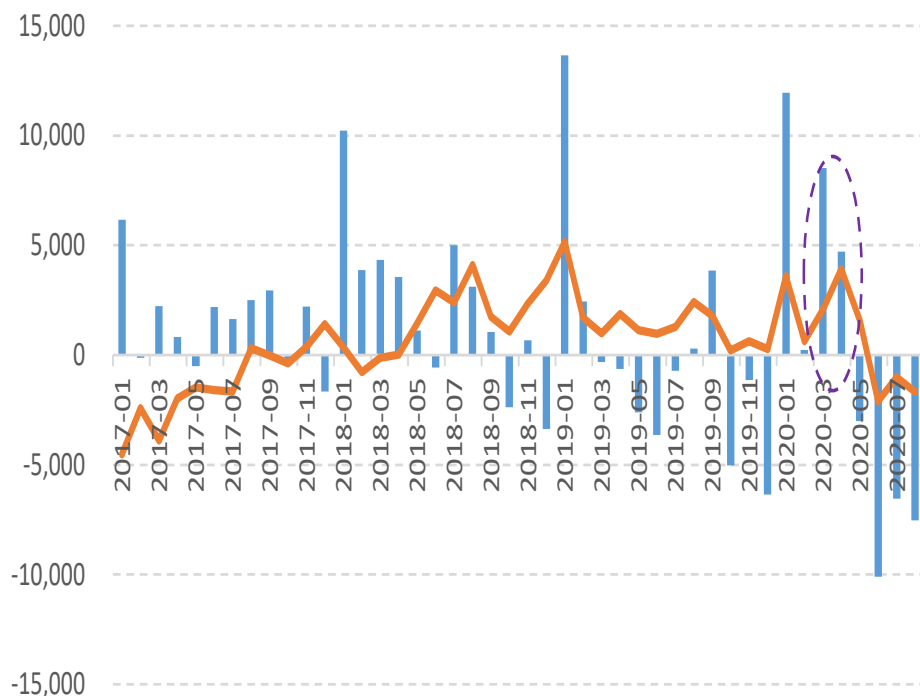
- 随着经济的持续修复，政策面的态度也正在发生转变；
- 2008年金融危机以来国内宏观杠杆率持续攀升的势头在2017-2019年已经得到较为明显的控制，信贷缺口成功降至0附近，但宏观杠杆率的绝对水平仍在高位，疫情的突然爆发更是导致今年的杠杆率再次跳升超过20个百分点。
- 政府和国企加杠杆是逆周期调节的应有之义，所以年初至今杠杆率的攀升并非不合理，但当经济走出疫情的阴影后，稳杠杆和结构去杠杆也势必会重新提上政策日程。

预防金融风险积累

70个大中城市新建商品住宅价格指数:环比
100大中城市:成交土地溢价率:当月值



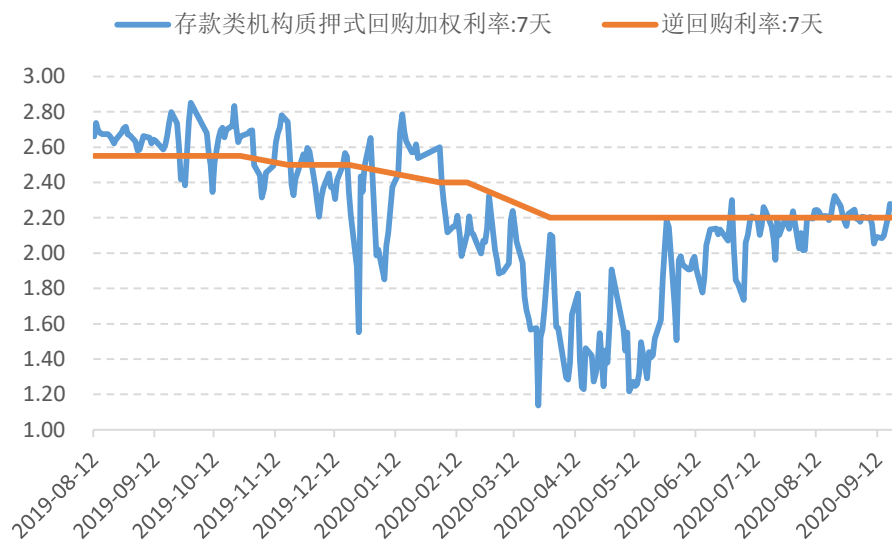
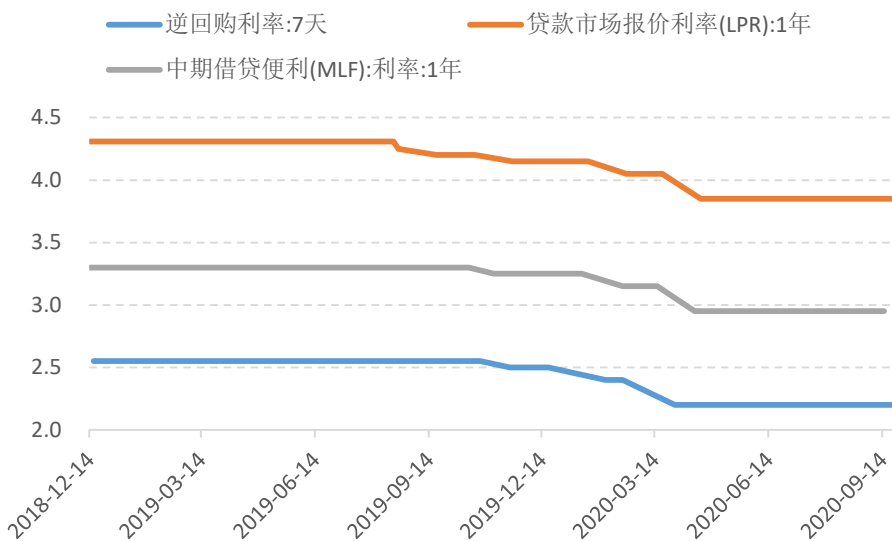
结构性存款: 环比变化 票据融资: 当月新增



- 为预防金融风险在货币宽松下的再次积累，国内政策提前应对，预调微调；
- 金融空转和套利：短端利率的过于平稳或者持续低于政策利率都容易引发空转和套利，疫情期间债市杠杆的抬升和结构性存款的较快增长都是相关的证据；
- 楼市再现局部攀升：房企的高杠杆和按揭的长久期使得楼市对于流动性宽松和利率下行最为敏感，疫情过后深圳和杭州等重点城市楼市相继出现过热迹象；

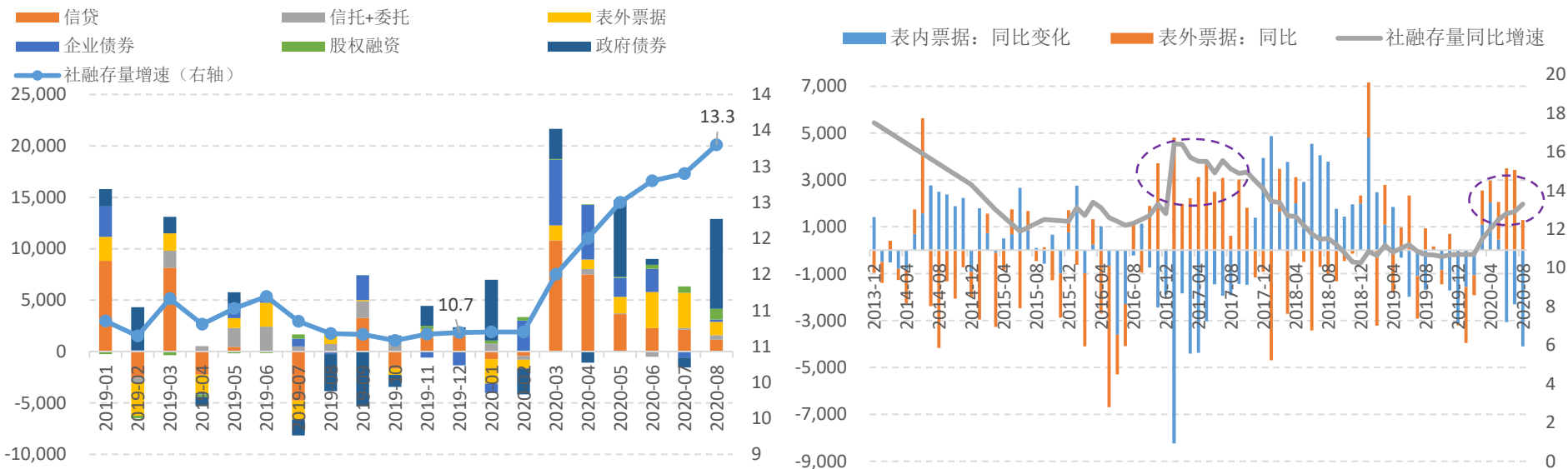
数据来源: WIND

货币政策回归稳健



- 政策的调整最先体现在货币政策操作上，政策利率（逆回购和MLF利率）从5月开始就不再继续下调，市场几度期待的降准也一再落空；
- 央行通过回笼流动性和货币政策报告等方式引导货币市场利率（DR007）中枢向7天逆回购收敛；
- 信贷投放方面，易纲行长在陆家嘴论坛上明确给出全年信贷和社融的合意水平：信贷新增20万亿，社融超过30万亿；

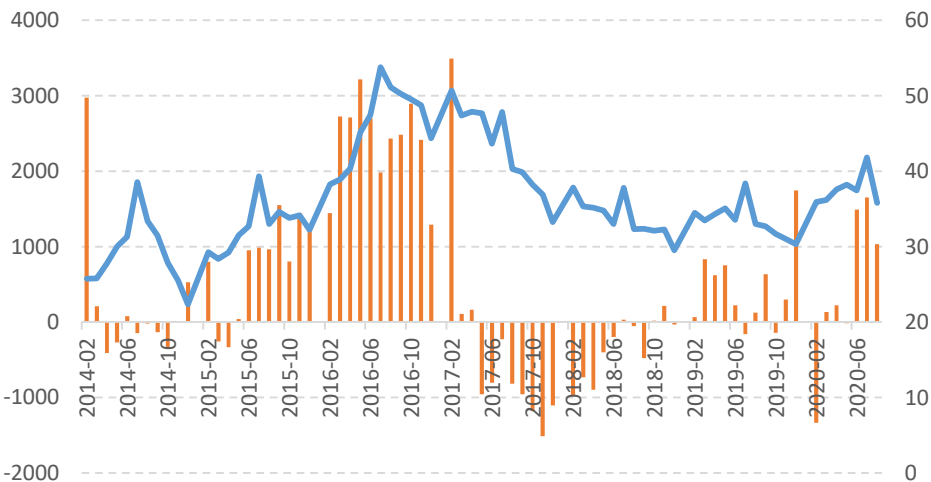
社融增速预计在四季度见顶



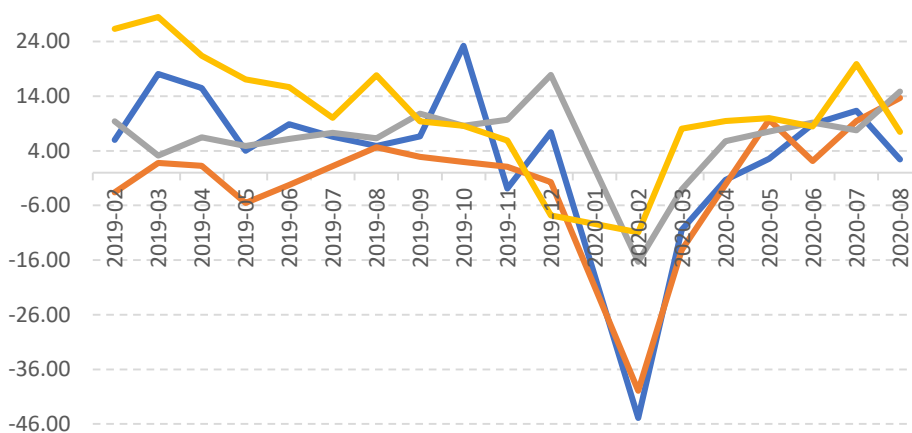
- 反应在信贷和社融增速上，社融增速虽然仍在继续攀升，但主要来自政府债券的支撑，信贷同比增量已经连续5个月降低，信贷增速在5月就已见顶，预计在10月地方债发行完毕后，社融增速也将逐步见顶；
- 社融回落的斜率则取决于非标融资的变化：从最近的8月数据来看，非标融资同比改善且明显超预期，和实体融资需求的恢复相吻合，在非标融资的冲击下，预计年内社融增速在见顶后的回落会较为温和。

地产：前端已经开始走弱

居民中长贷：同比变化 居民中长贷/商品房销售额：6月移动均值(右轴)



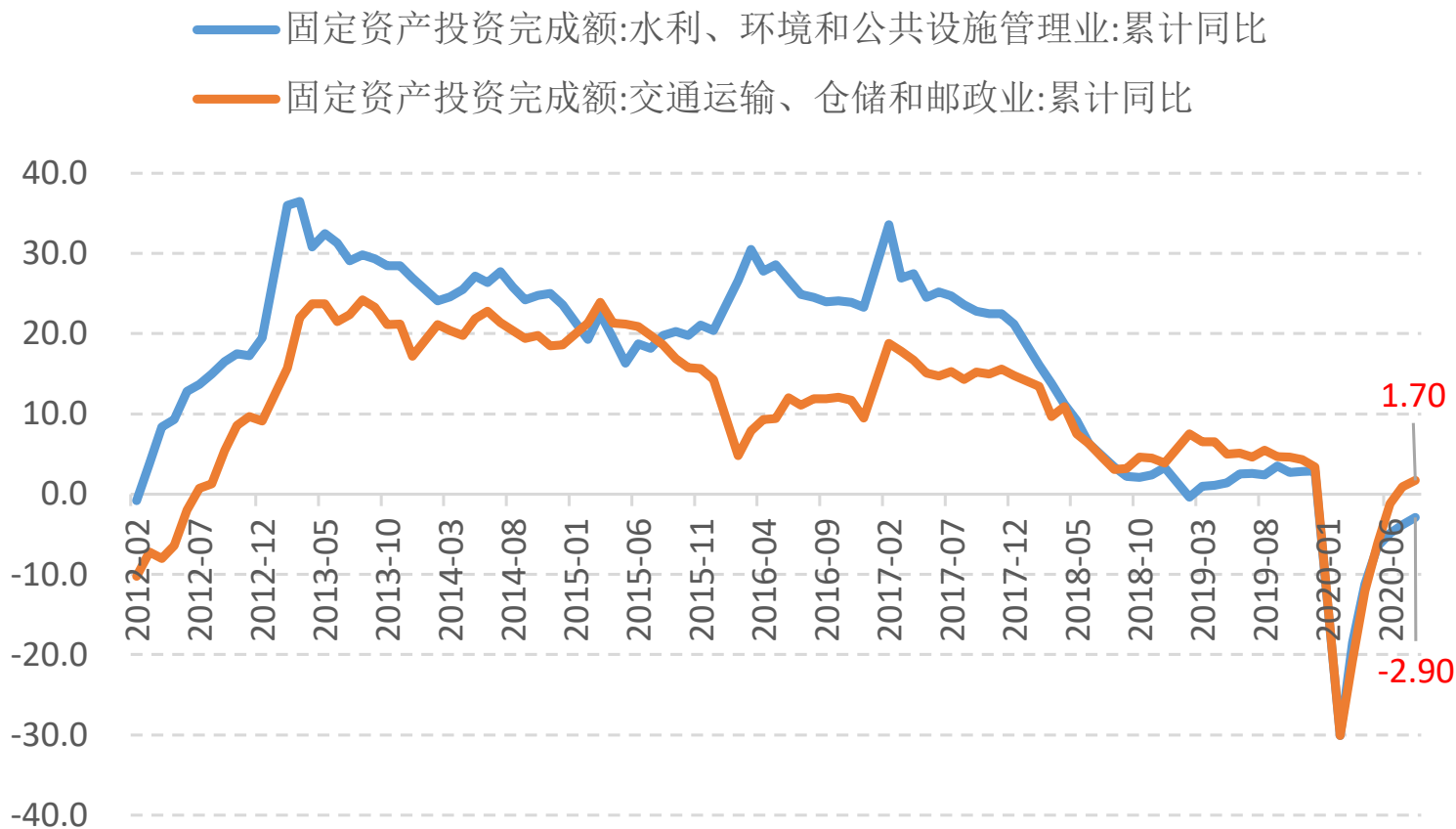
当月增速 (%) 地产新开工 销售面积
地产投资建安工程 地产投资：其他费用



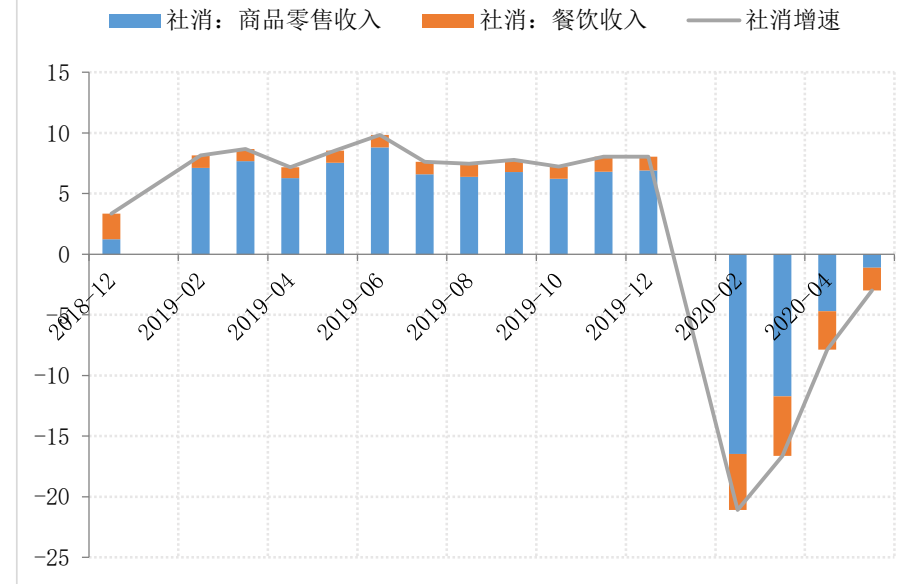
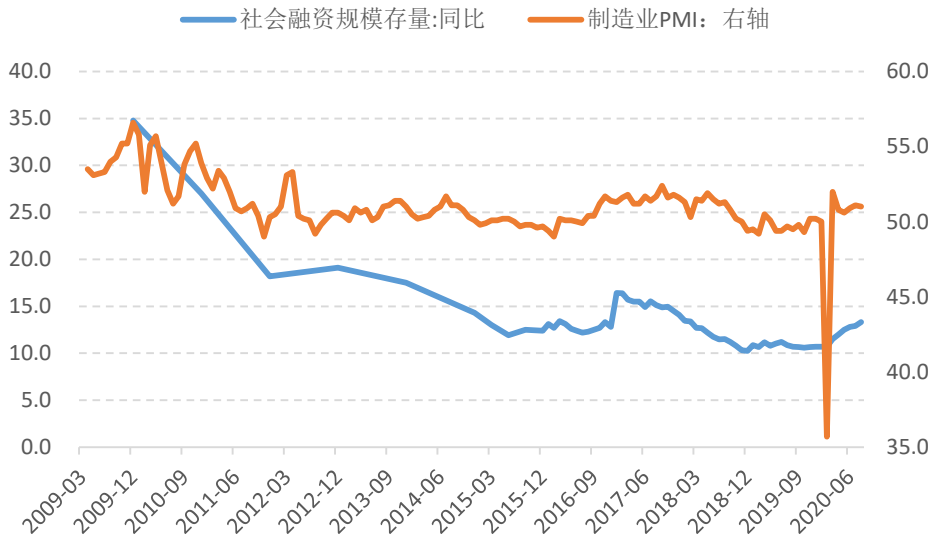
- 随着房企融资收紧和部分热点城市加码调控，作为对政策和金融条件最为敏感的需求项，地产链条从三季度开始趋于走弱：地产销售和建安增速维持高增，但前端的拿地和开工增速已经在震荡回落；
- 结合推盘节奏和二手房市场热度来看，预计四季度新房销售增速也将有所回落，地产产业链中只有后端的竣工增速还能较为确定性的上行：疫情导致竣工延后+“345”新规下房企加快结算以释放利润降低净负债率。

基建：稳增长中的调节器

- 基建增速略低于市场预期，预期差或主要来自经济自发修复力度较好，稳增长意愿的回落：地方政府在隐形债务扩张被严格限制的背景下缺乏意愿和能力，本轮稳增长主要依赖政府债券，本质上是中央层面在背书。经济接近潜在增速，基建发力取决于中央层面稳增长意愿和必要性。



消费与制造业投资：修复延续

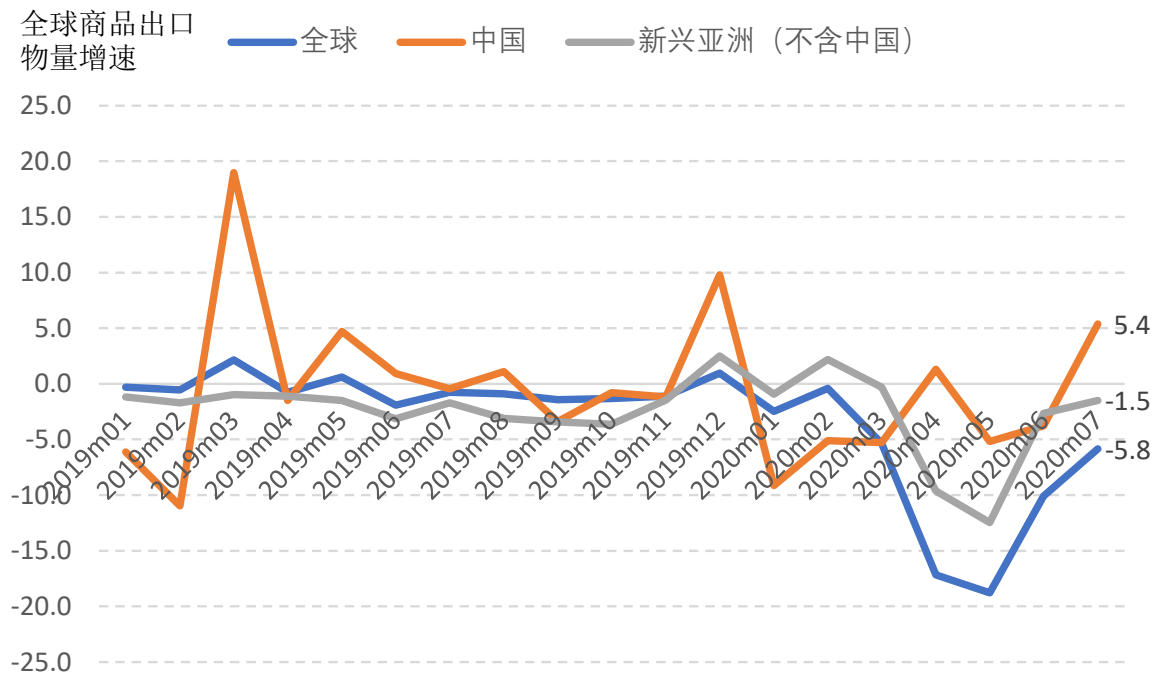


- 相比地产和基建链条在四季度面临不同程度的回落压力，消费和制造业投资仍有较大的修复空间；
- 消费：经济重启以来修复最为缓慢，尤其是依赖线下接触的餐饮和服务消费，考虑到国内疫情持续得到较好控制，居民收入也跟随经济修复而恢复，预计消费增速在四季度会继续上行；
- 制造业投资：典型的滞后变量，社融增速和企业盈利增速都对制造业投资有较为稳定的领先性，叠加海外经济还远没有完全修复，预计制造业投资增速在明年年中前都将震荡回升。

数据来源：WIND

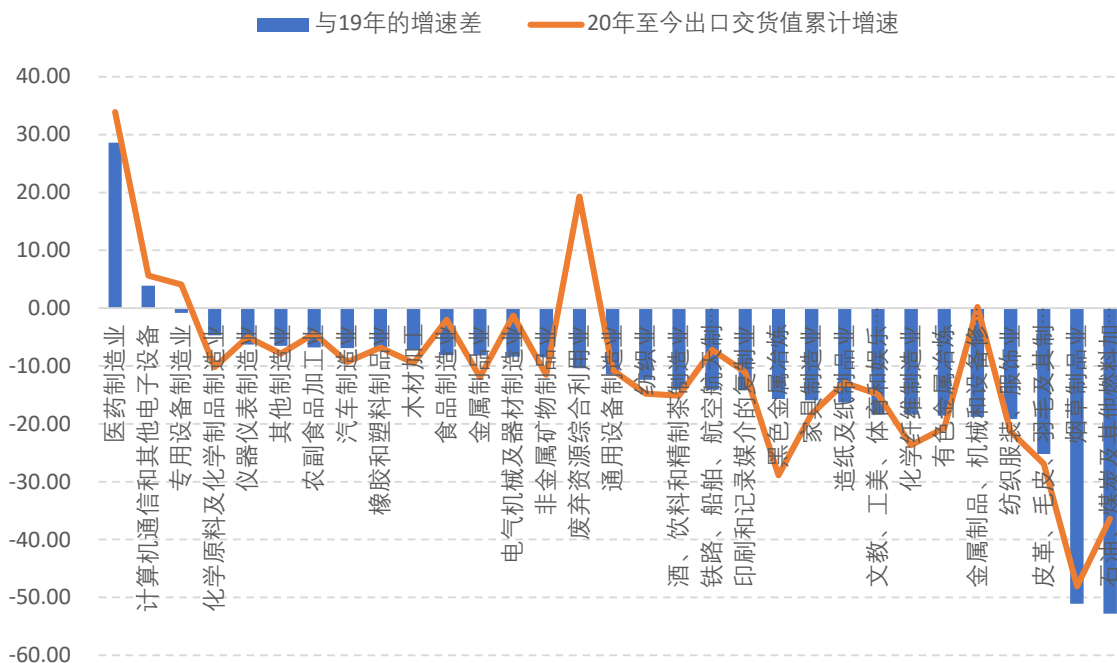
出口：寻找结构亮点

- ▶ 二季度以来出口表现持续超预期，市场曾担心二季度出口会跟随全球经济出现较大幅度的下滑，事实上疫情凸显了中国供应链的优势，疫情相关物资的出口和订单转移支撑国内出口维持非常强的韧性，三季度随着全球经济复苏更是进一步上行；
- ▶ 基于全球经济远未恢复到正常状态，出口依旧是后续基本面修复的关键链条之一，但考虑到疫情下订单转移的持续性存疑，建议更多从结构性寻找出口的亮点。

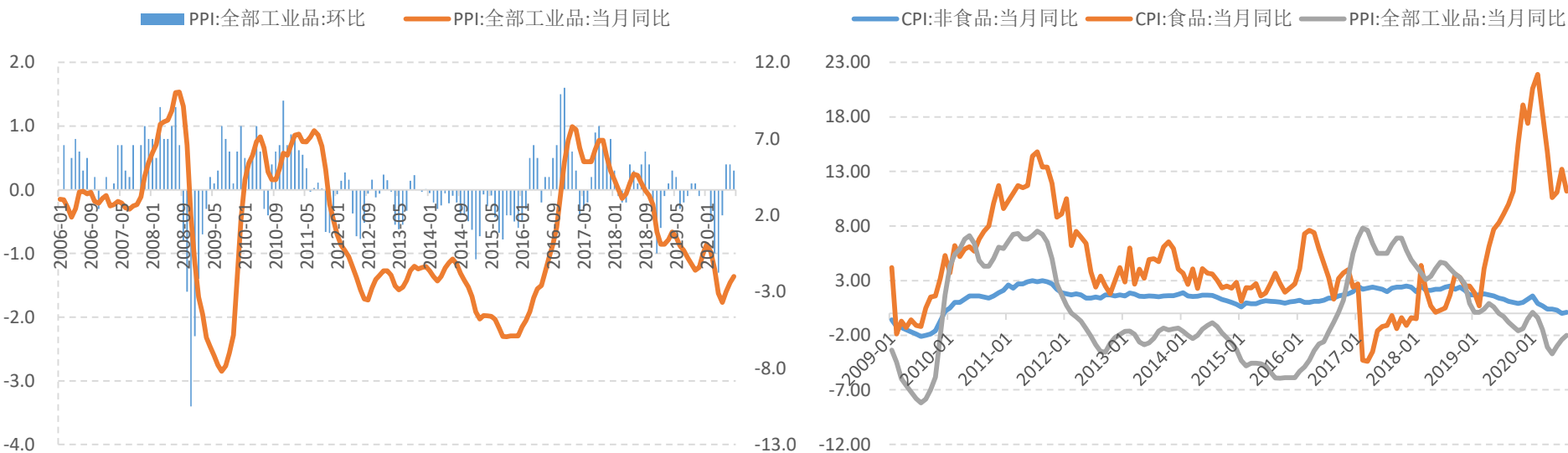


出口：寻找结构亮点

- 疫情爆发至今，虽然出口表现持续超预期，但分行业来看，出口交货值累计增速能够高于2019年全年的只有3个行业：医药制造、计算机通信和其他电子设备制造业、专用设备制造，上述行业分别受益于疫情防控、疫情经济和疫情下的订单转移。其他行业，尤其是多数劳动密集型行业出口相比正常水平仍有非常大的恢复空间；
- 后续从出口链条寻找亮点时应继续关注结构分化：受益疫情经济或订单转移的行业，需要具体分析海外订单能否持续。



通胀：CPI和PPI继续收敛

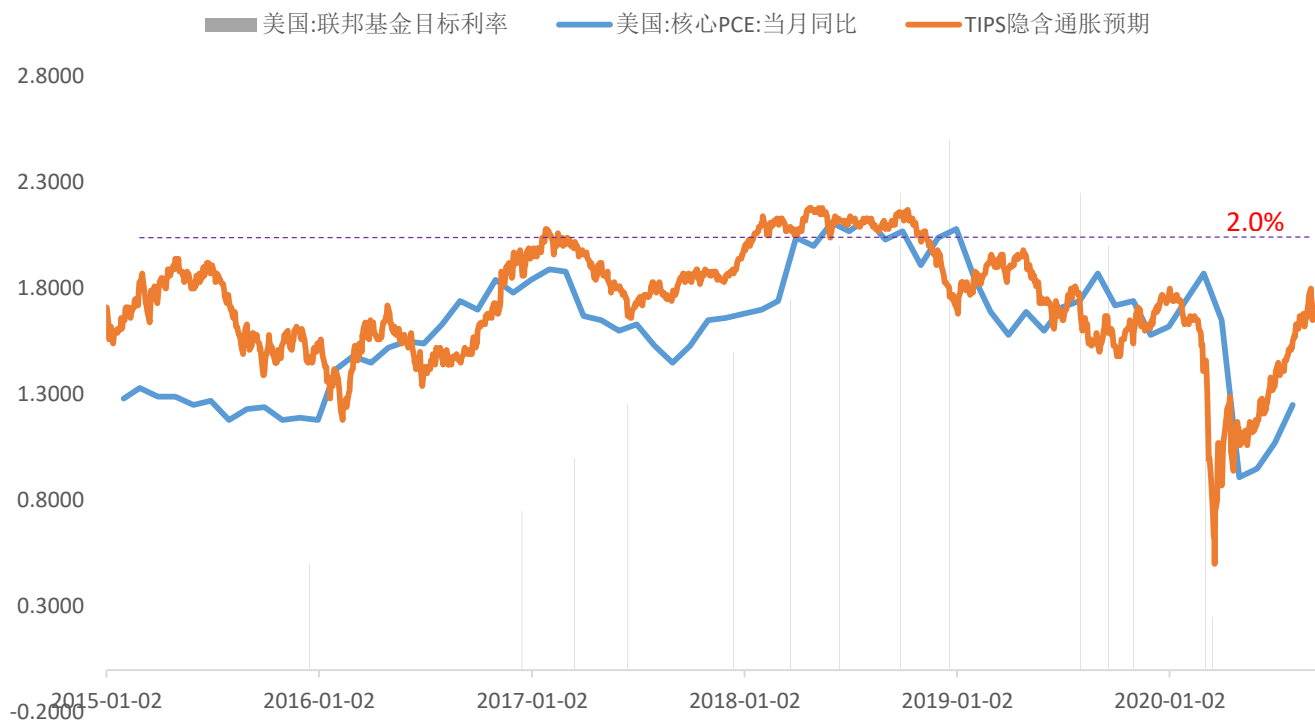


- 受南方洪涝等因素的扰动，CPI和PPI同比曾在6-7月出现短暂的共振上行，从8月开始，随着猪肉价格基数的快速提高和猪肉供给的恢复，CPI同比再次趋于回落，PPI同比则继续向上修复，预计CPI和PPI在四季度还将延续当前的收敛走势，只是PPI修复的斜率可能会有所放缓；

数据来源：WIND

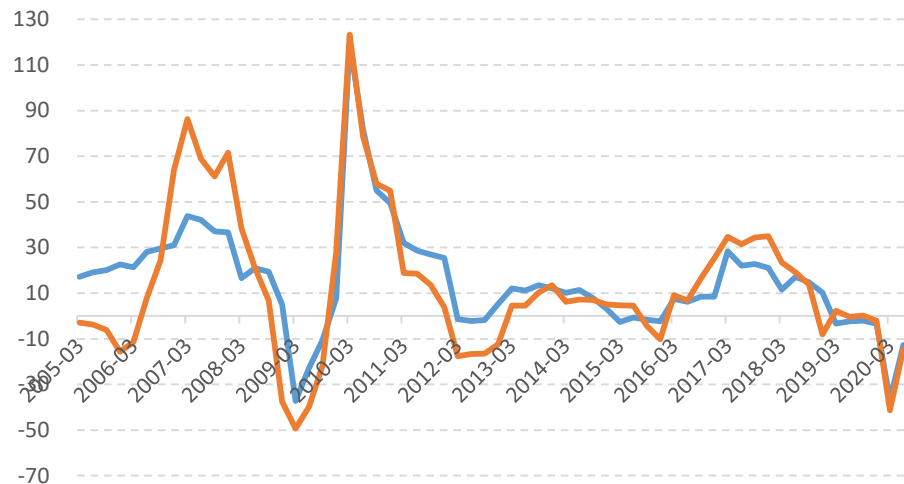
通胀：上行风险集中在明年

- 基于CPI回落和PPI修复的基本格局，我们从二季度末开始一直认为通胀在年内不是国内核心的宏观变量，不必担心通胀导致政策和流动性的进一步收紧；
- 这并不是认为通胀不重要，海外2011年以来和国内近年来成长持续跑赢价值，“消失的通胀”是关键的支持因素，如果明年通胀归来可能导致风格的系统性转变，只是年内通胀和通胀预期还不足以构成这么强的扰动。

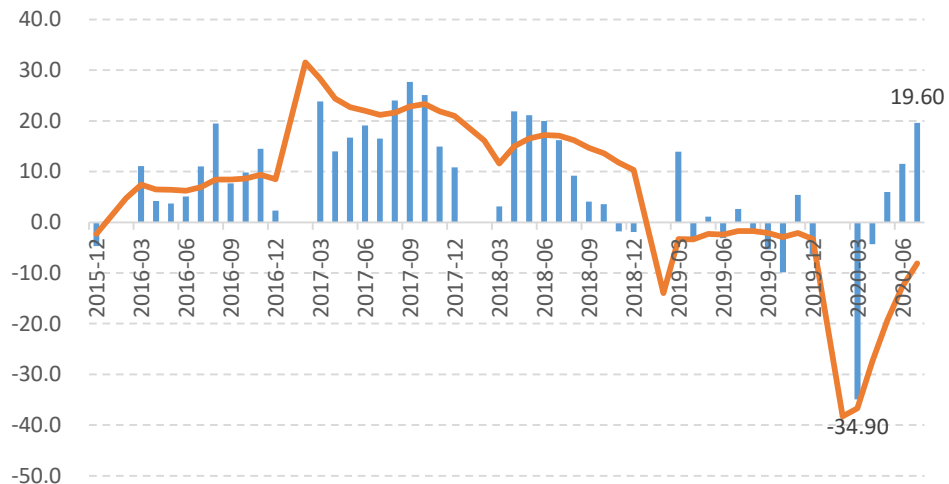


企业盈利增速年内将持续修复

— A股累计盈利增速：剔除金融石化 — 工业企业利润累计增速



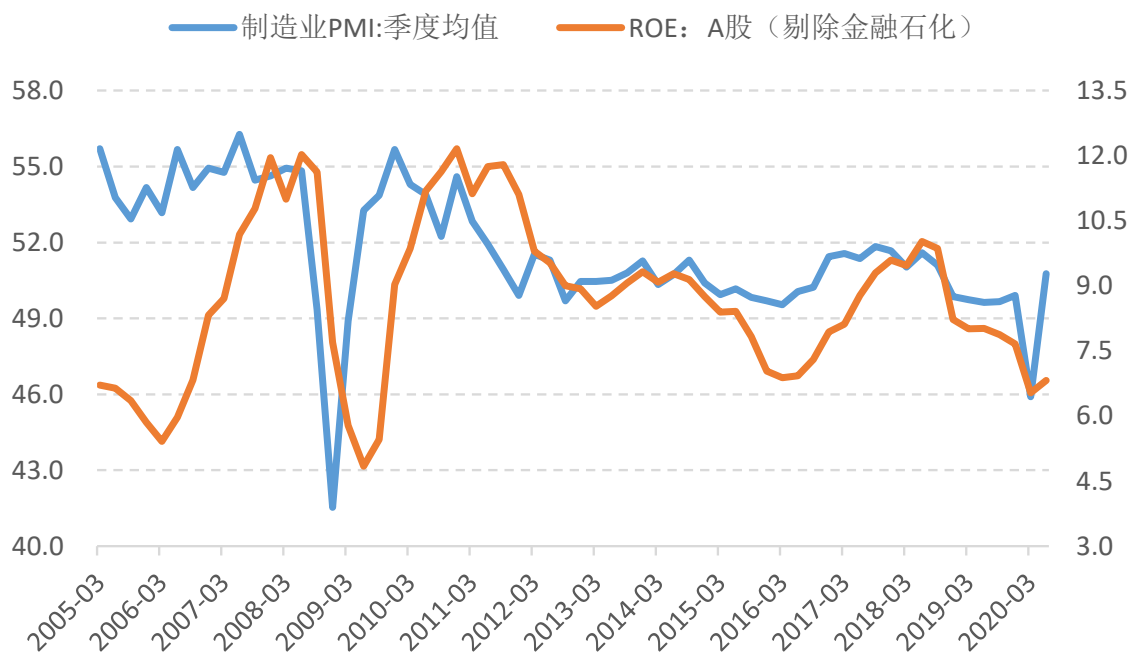
■ 工业企业:利润总额:当月同比 — 工业企业:利润总额:累计同比



- 2020上半年 A股上市公司（不含金融石化）整体盈利同比下滑15.2%，二季度单季同比正增7.1%，相比一季度42%的负增长大幅反弹；
- 从7-8月的工业企业盈利增速继续较快反弹来看，三季度A股盈利单季增速预计将进一步回升至15%以上，四季度回升的斜率可能会有明显放缓。

企业盈利能力也将持续改善

- ▶ A股上市公司（不含金融石化）整体ROE在一季度出现较大幅度下滑，二季度反弹0.28pct至6.82%，仍明显低于2019年报7.66%的水平，且二季度ROE的反弹主要来自杠杆的提升，资产周转率仍在回落，净利润率的提升也不明显，这意味着后续还有进一步修复的空间；
- ▶ 从更长的维度来看，2018年三季报至今，A股整体ROE呈现震荡回落的走势，和宏观经济的下滑基本一致，结合我们对基本面的判断，预计A股整体ROE在明年年中前都将持续上行。

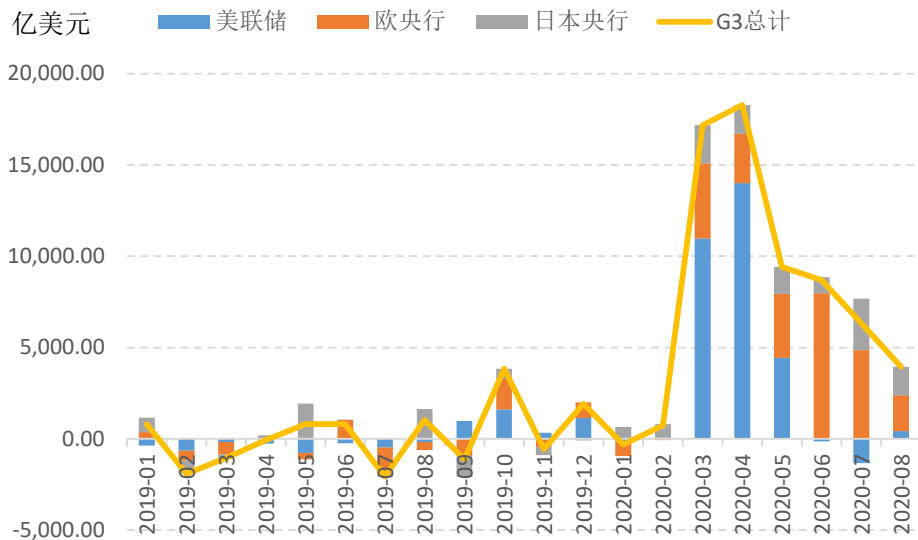


主要经济数据与企业盈利预测

	实际GDP 当季同比	实际GDP 累计同比	社消当季 同比	投资当季 同比	出口当季 同比	CPI: 季末 月份同比	PPI: 季末 月份同比	A股非金融净利 增速: 单季同比
2020年Q1	-6.80	-6.80	-19.00	-16.10	-13.00	4.30	-1.50	-52.50
2020年Q2	2.00	0.50	-3.00	1.00	2.00	2.50	-3.00	-2.40
2020年Q3 (E)	5.00	1.30	0.50	6.80	7.00	1.70	-1.80	14.00
2020年Q4 (E)	6.00	2.20	4.00	6.50	7.50	0.80	-1.00	16.00

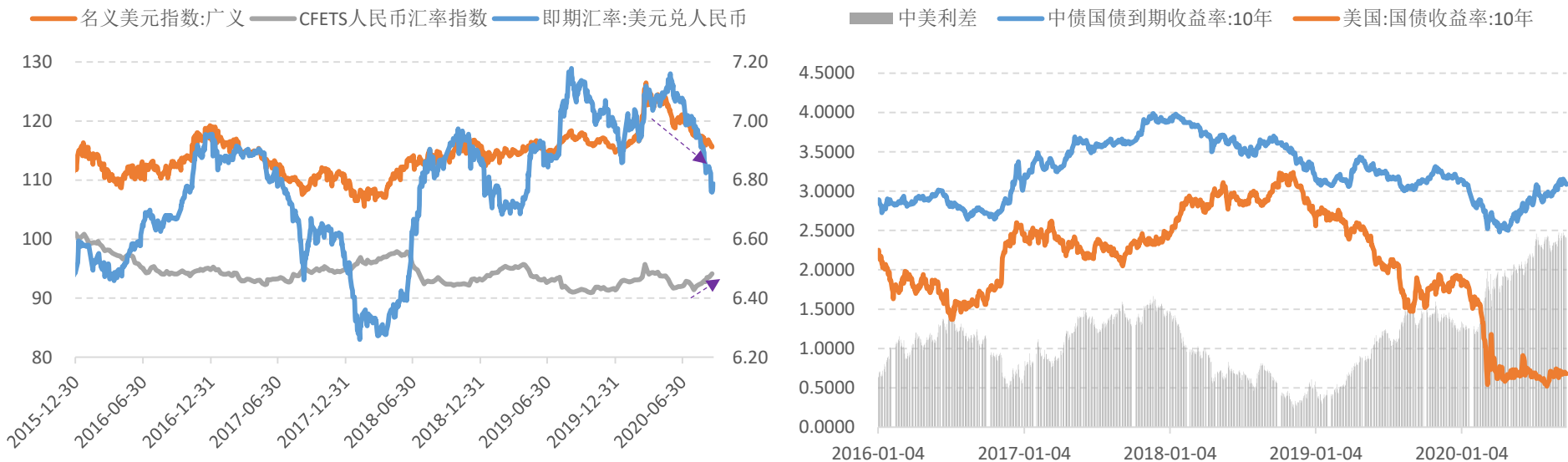
流动性

海外宽松：步伐放缓、转向尚早



- 疫情爆发后，G3央行均开启新一轮的大规模扩表，为市场提供流动性支持，避免了流动性危机的爆发。VIX和TED等指标在3月一度飙升至次贷危机以来的新高，但很快都重新回到低位；
- 从6月开始，美联储扩表的力度明显放缓，我们并不认为这意味着海外流动性的拐点已经临近，近期扩表的放缓乃至小幅缩表，主要是应急性流动性需求减少导致的被动变化，并非主导引导；
- 更为重要的是，美联储将平均通胀目标引入货币政策框架，美联储加息的阀门会较以往更高，不论何党执政，目前普遍预期在明年年底前美联储不会传递任何可能加息的信号，流动性宽松依旧是主基调。

海外宽松对国内的映射

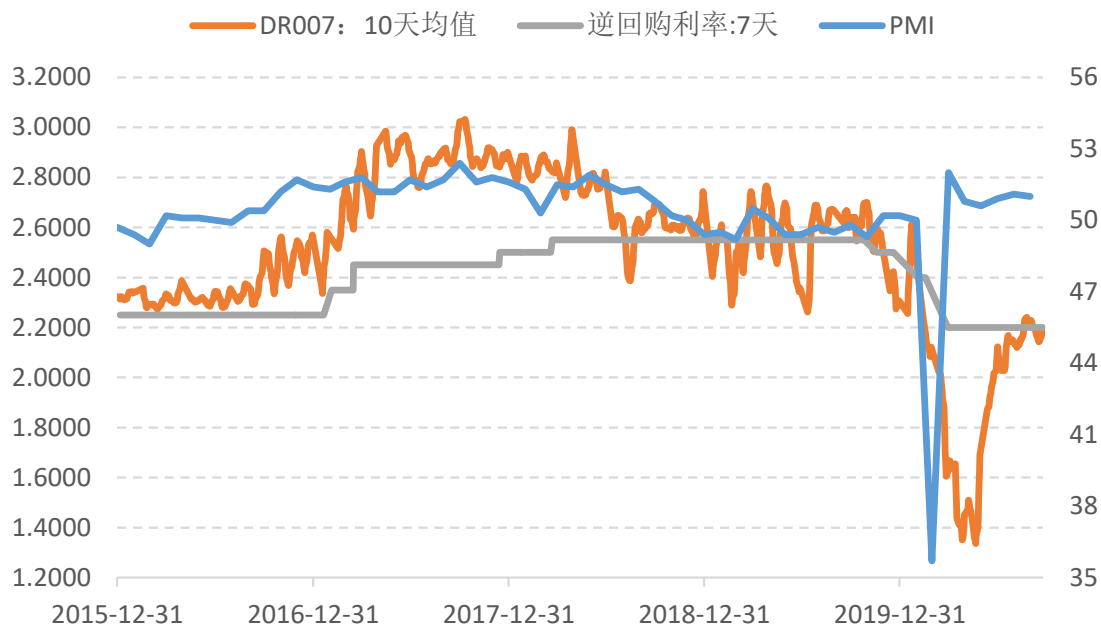


- 对于联储持续宽松的一致预期并非没有风险，美元指数5月中旬以来从100的高位快速回落至93附近，10年期美债利率在美国经济持续修复的背景下一直在0.7附近徘徊，都是市场对联储宽松预期高度一致的体现，近期美元已经在反弹，后续美债是否会变盘也需密切关注；
- 对于国内来说，海外流动性宽松能部分对冲国内流动性的边际收紧，进而减缓国内政策变化对市场的冲击，比如目前中美利差处在历史高位，一定程度上约束了国内利率继续向上调整的空间，这对A股的估值也会有一定的支撑。

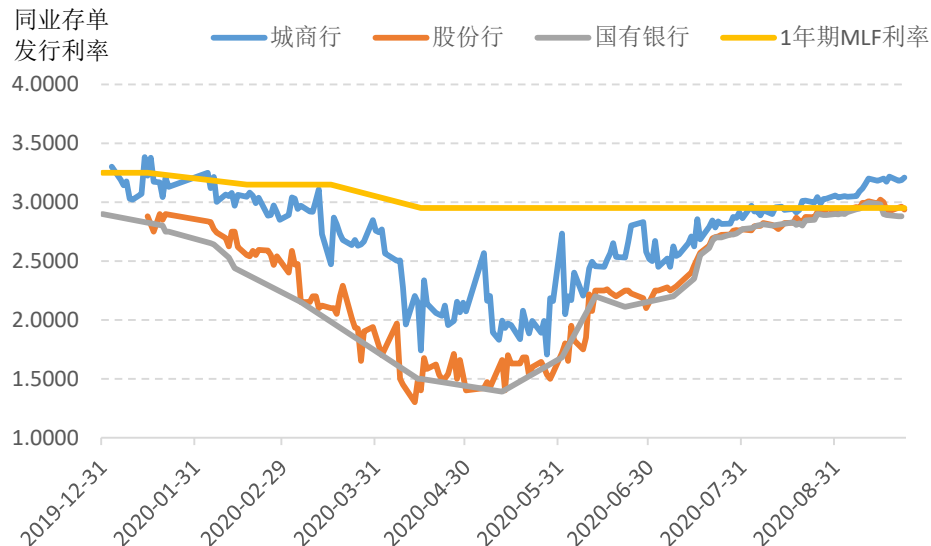
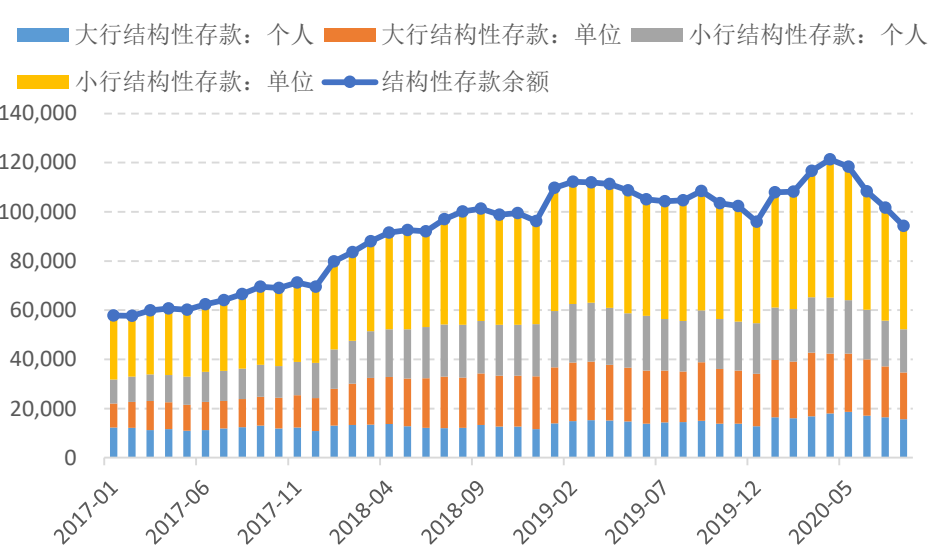
数据来源：WIND

银行间流动性

- ▶ 疫情期间，DR007利率一度大幅低于7天逆回购利率，表征银行间流动性处在非常宽松的状态；
- ▶ 央行在三季度通过净回笼资金和货币政策执行报告等方式明确引导资金利率向政策利率回归；目前DR007已经回归到围绕7天逆回购利率波动的合意水平，我们认为央行无意传递进一步收紧的信号，央行不再持续净回笼资金也能印证态度的边际变化；

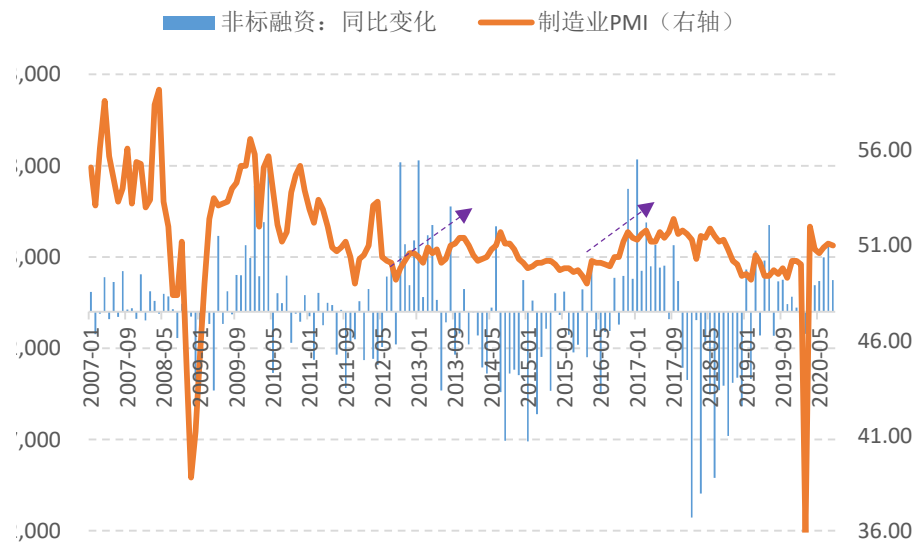
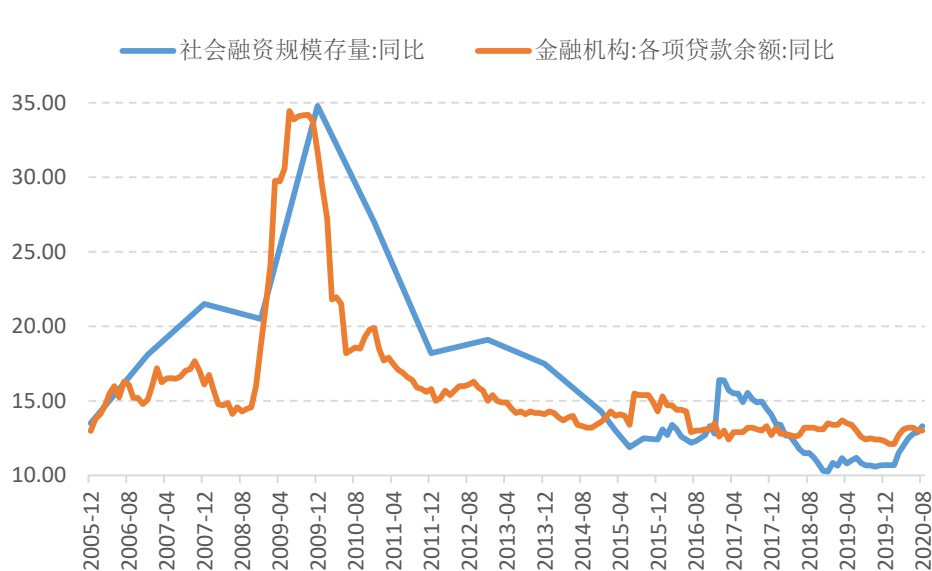


银行间流动性



- 近期引发银行流动性较为紧张的另一诱因是监管要求压降结构性存款；
- 原本为资金出让方的国有大行也开始在同业市场持续发行存单，国有大行的存单发行利率一度超出一年期MLF利率，进一步加剧了市场对于流动性紧缩的担忧；
- 目前到年底，结构性存款还要进一步压降，但9月MLF的超额续作明显缓解了市场的担忧，即压降结构性存款引发的流动性紧张，央行是可以对冲的。

数据来源：WIND



- 目前市场对于社融增速的见顶回落已经有较为充分的预期，即社融增速会在10月见顶回落，明年逐步回落到11-12%附近；
- 分歧主要在于社融会以怎样的斜率回落：考虑到目前经济在持续修复，而非标融资具有非常强的顺周期性，预计非标融资的回暖能部分对冲地方债发行结束和表内信贷额度紧张导致的社融增速回落。

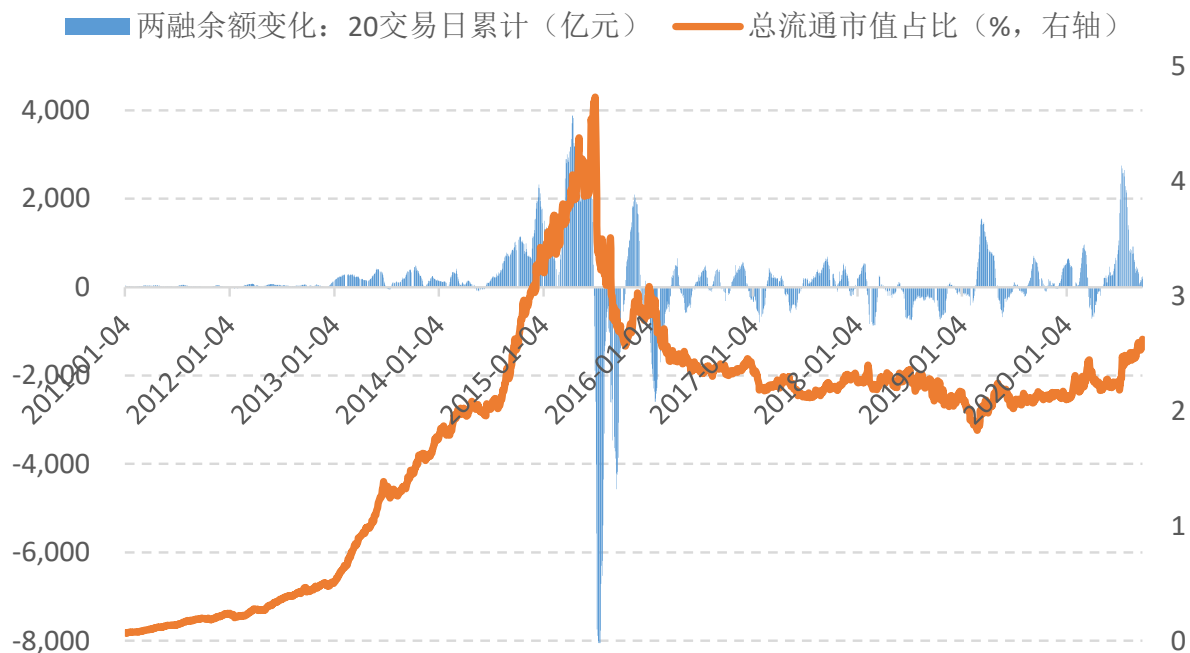
实体流动性与A股估值



- 关于实体流动性与A股的关系，我们主要从两个指标来观察：一，M1与M2的增速差；二，实体企业反馈的融资环境变化，民企信用利差和BCI融资环境指数都是较为理想的跟踪指标；
- 从上述指标和A股估值的经验关系来看，如果实体流动性见顶回落，那么对于股市来说，估值的进一步提升会面临较大的阻力，这也是我们认为市场正从估值驱动向盈利驱动切换的主要原因之一。

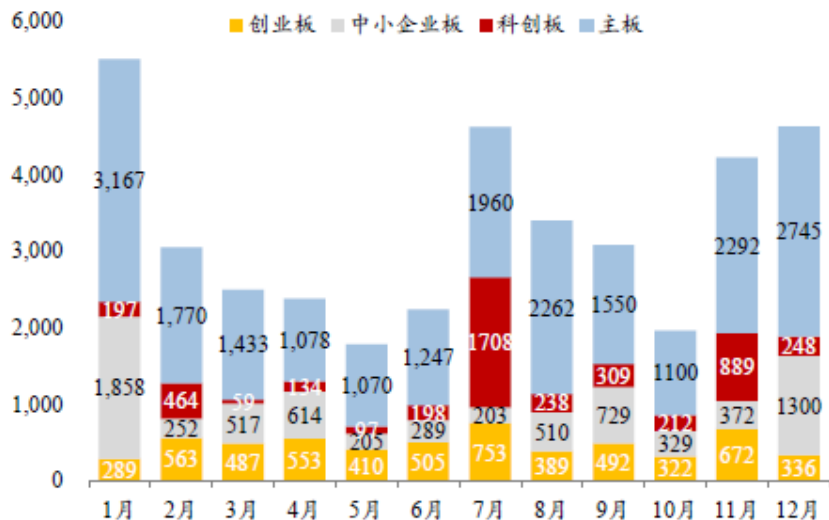
两融：杠杆资金入市放缓

- ▶ 截至9月24日，两融余额占A股总流通市值的比值在2.5%附近，处在过去五年较高的位置，但相比2015年4%+的峰值仍然较为健康；
- ▶ 边际来看，7月市场快速上涨过后，杠杆资金入市也趋于放缓，目前日均新增（20交易日累计）处在过去三年均值水平以下。

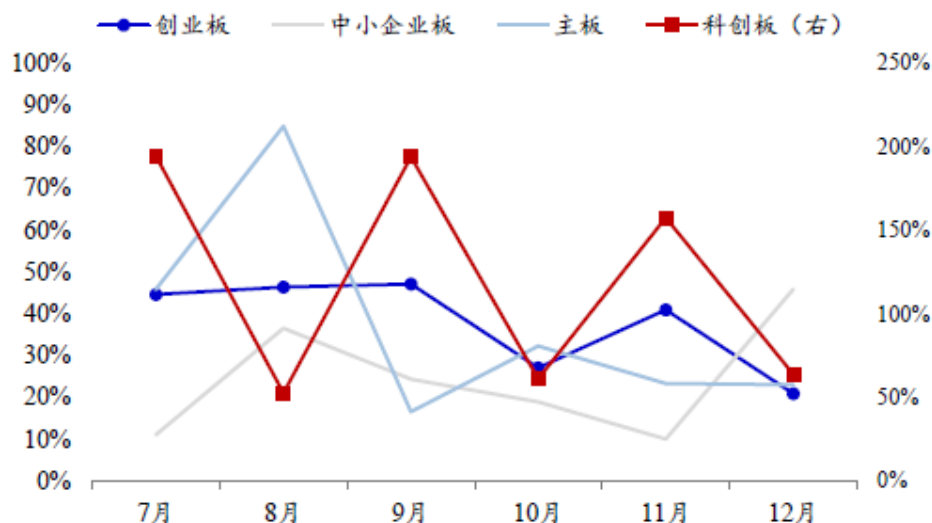


科创板解禁

2020年下半年各板块解禁市值（亿元）

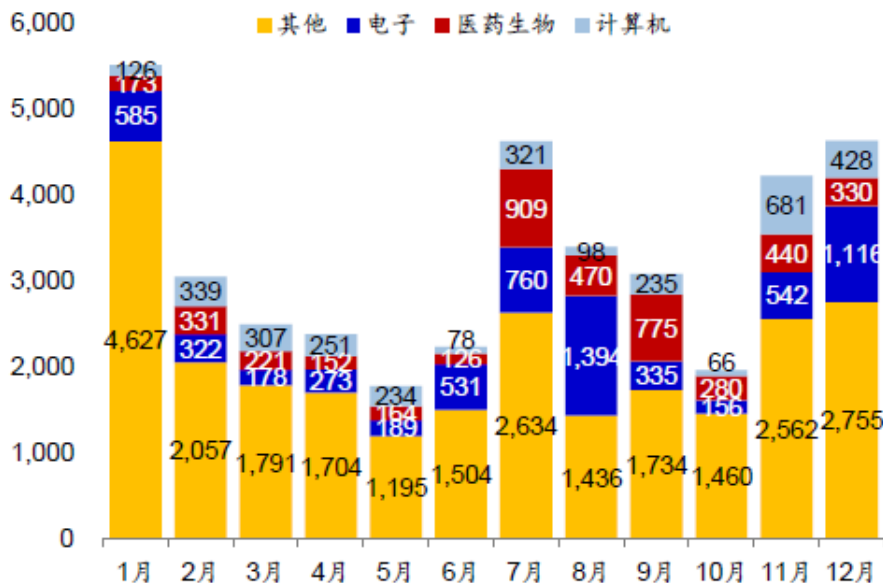


2020年下半年公司解禁市值/公司流通市值

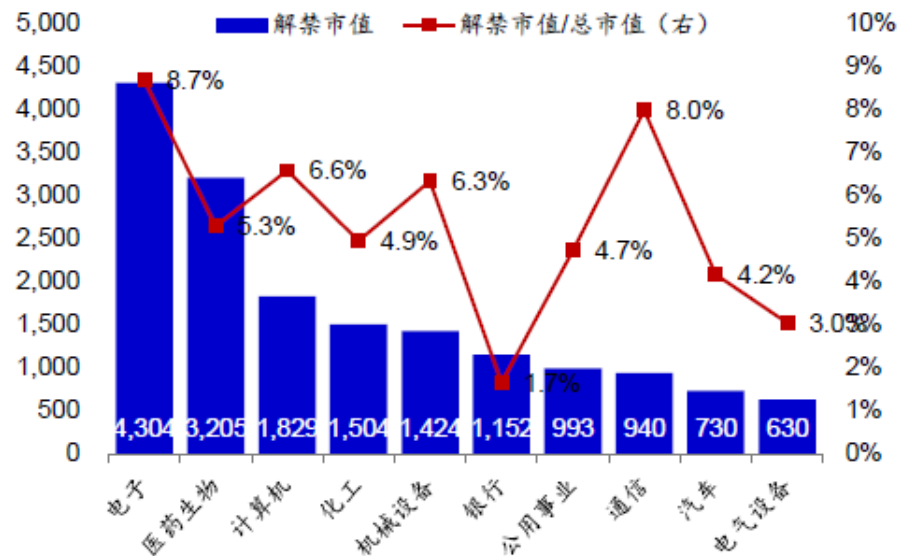


- 7月解禁高峰过后，11月和12月还将面临较大的解禁压力，单月解禁规模分别达4225亿元和4630亿元，体量和7月的4624亿元基本相当；
- 从主要板块来看，11月是科创板和创业板的解禁高峰，解禁市值/流通市值比超过150%；12月是创业板的解禁高峰，解禁市值/流通市值比达到50%，为年内新高；

2020年下半年各行业解禁市值（亿元）



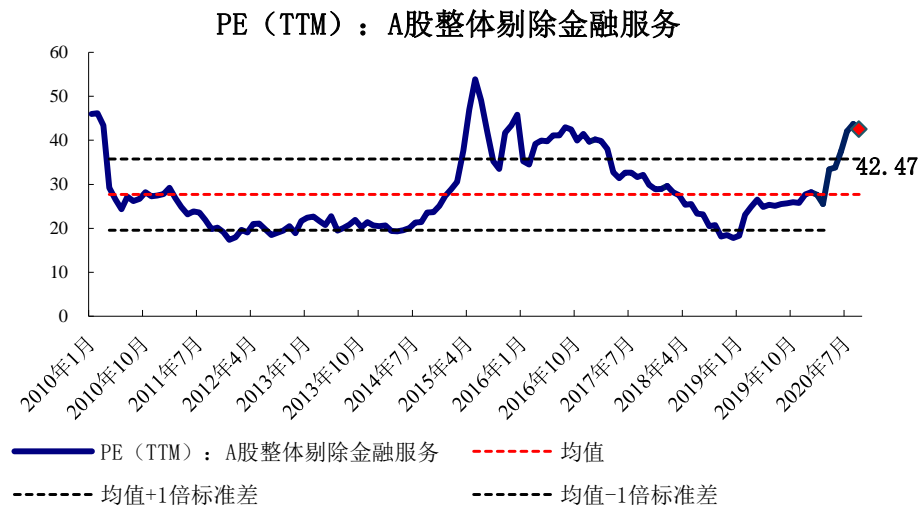
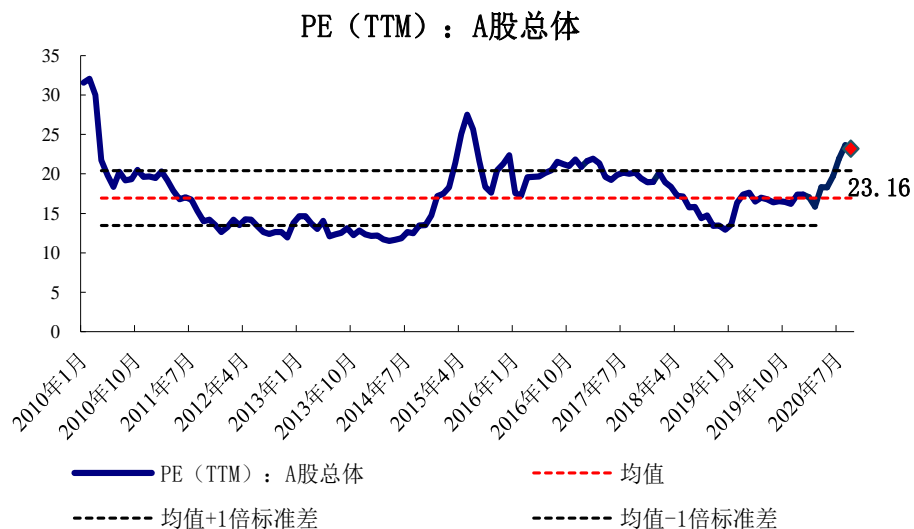
2020年下半年各行业解禁市值（亿元）



- 分行业来看，电子、医药和计算机等行业解禁市值排名前三位；
- 其中，电子行业11-12月累计解禁市值1658亿元，医药行业和计算机行业分别为770亿元和1109亿元，计算机行业解禁压力为年内最大，电子和医药行业解禁压力相比年内高峰的7-8月有所缓解。

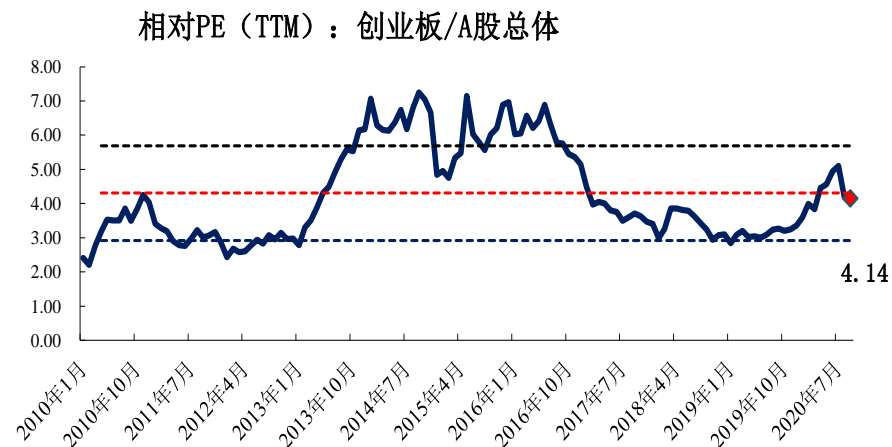
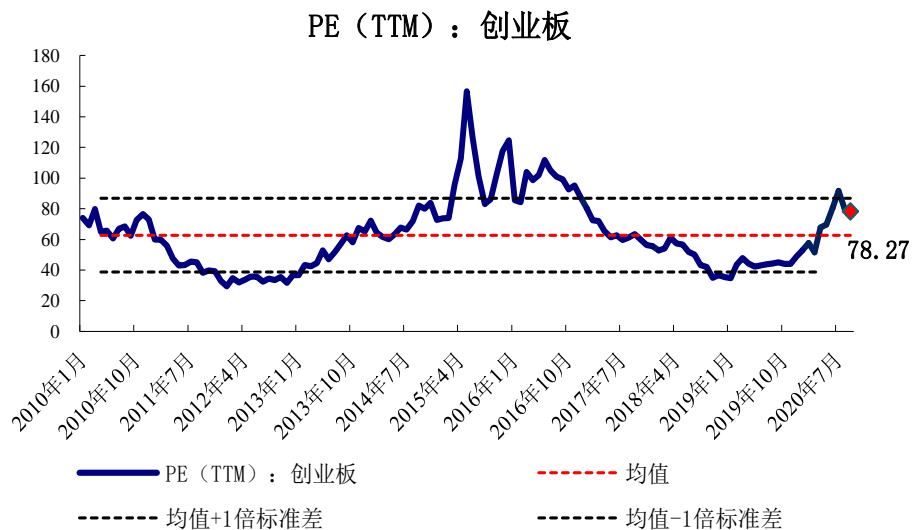
估值与风险溢价

估值水平：万得全A



- 截至2020年9月24日，A股总体PE估值23.16倍，全A剔除金融服务估值42.47倍，均处于2011年以来的较高位置；
- 考虑到上半年疫情对上市公司业绩的剧烈冲击，计算PE (TTM)的EPS有一定的失真，假定上半年业绩增速和去年同期基本相当以排除疫情的扰动，目前A股总体PE在过去十年均值+1倍标准差位置。

估值水平：创业板

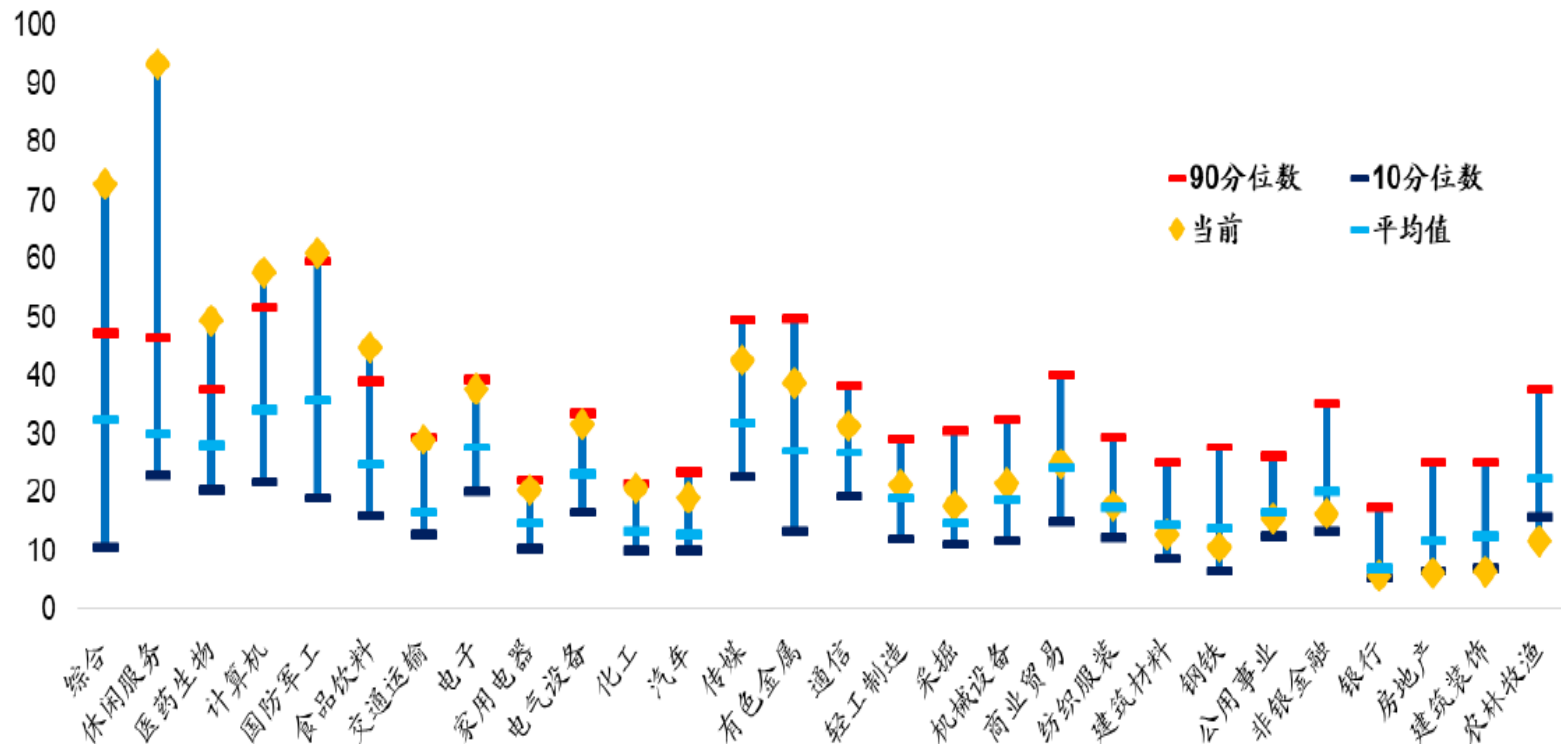


- 截至9月24日，创业板（剔除商誉减值因素）估值目前78.27倍，处于过去十年78%分位数水平；
- 创业板剔除商誉减值因素比上全A的估值比目前正处在过去十年均值位置上。

估值对比：行业比较

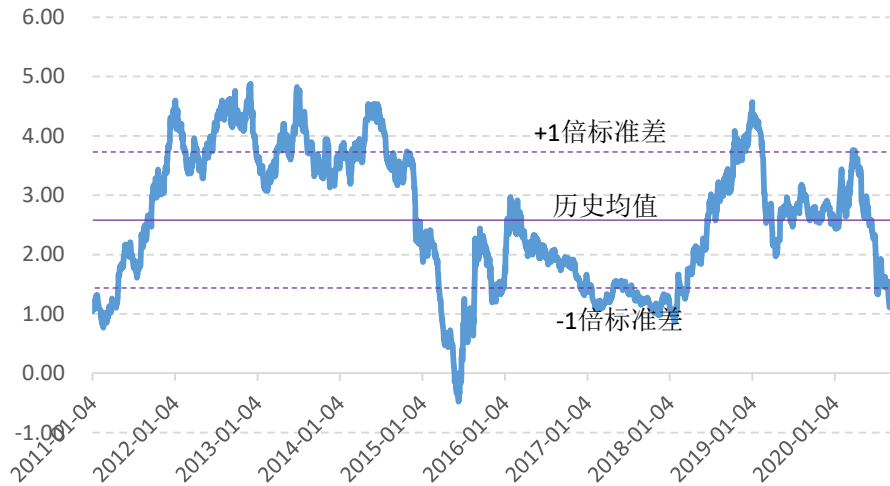
- 从动态市盈率来看，申万一级行业中，社服、医药、计算、计算、国防、军工、食品饮料、交运等板块的估值处在历史最高位置；
- 银行、地产、建筑和农林牧渔等板块的估值位于历史10%分位数附近或更低。

动态PE所处历史分位：一级行业

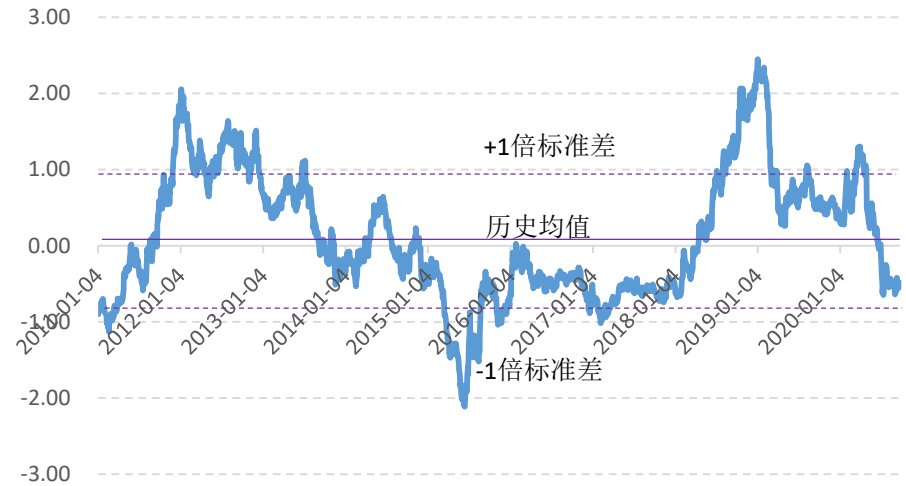


估值对比：股权风险溢价

股权风险溢价：万得全A



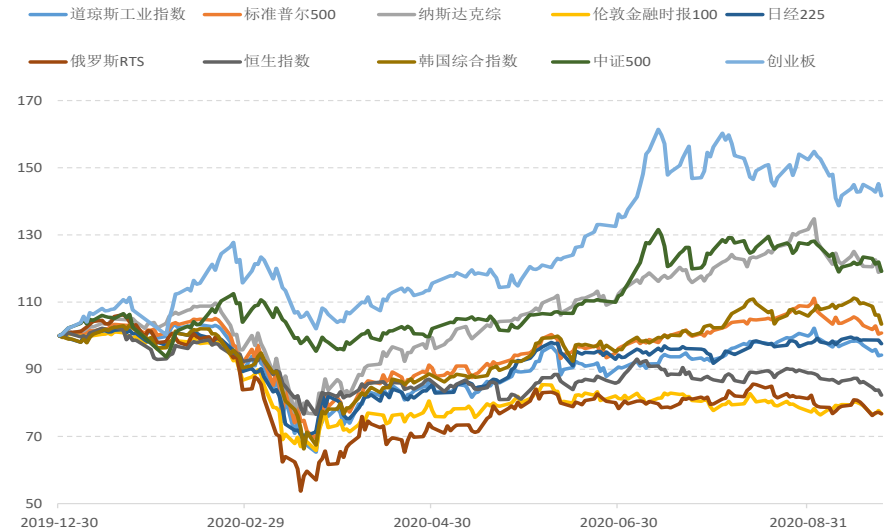
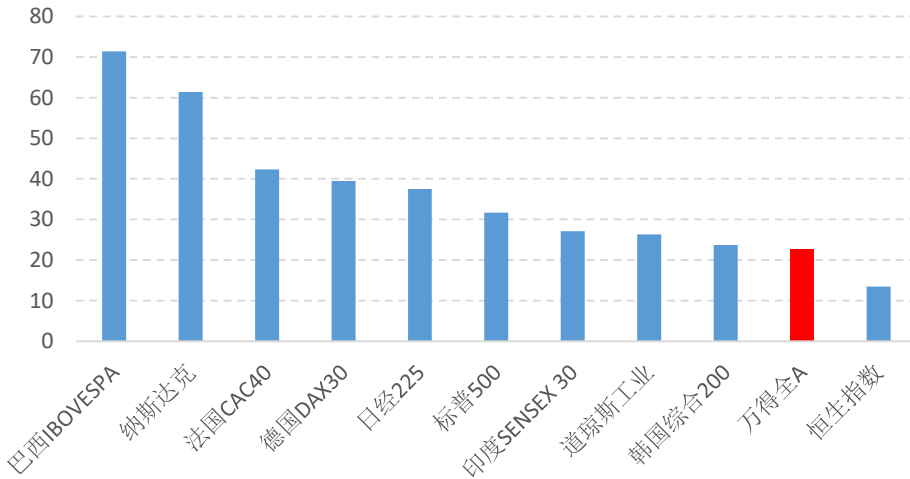
股权风险溢价：万得全A（不含金融石化）



- 截止到9月24日，股权风险溢价（1/万得全A滚动PE-10年期国债利率）处在均-1倍标准差位置，年初至今呈现持续下降的走势；
- 主要是无风险利率已经反弹至疫情爆发前的水平，而A股在盈利还没有完全恢复的背景下、股价已经有不同程度的上涨，导致股权风险溢价目前处在较低位置，即从股债性价比的角度来看，当下A股没有上半年无风险利率处于低位时那么有吸引力，但仍位于均值中枢附近。

估值对比：国际比较

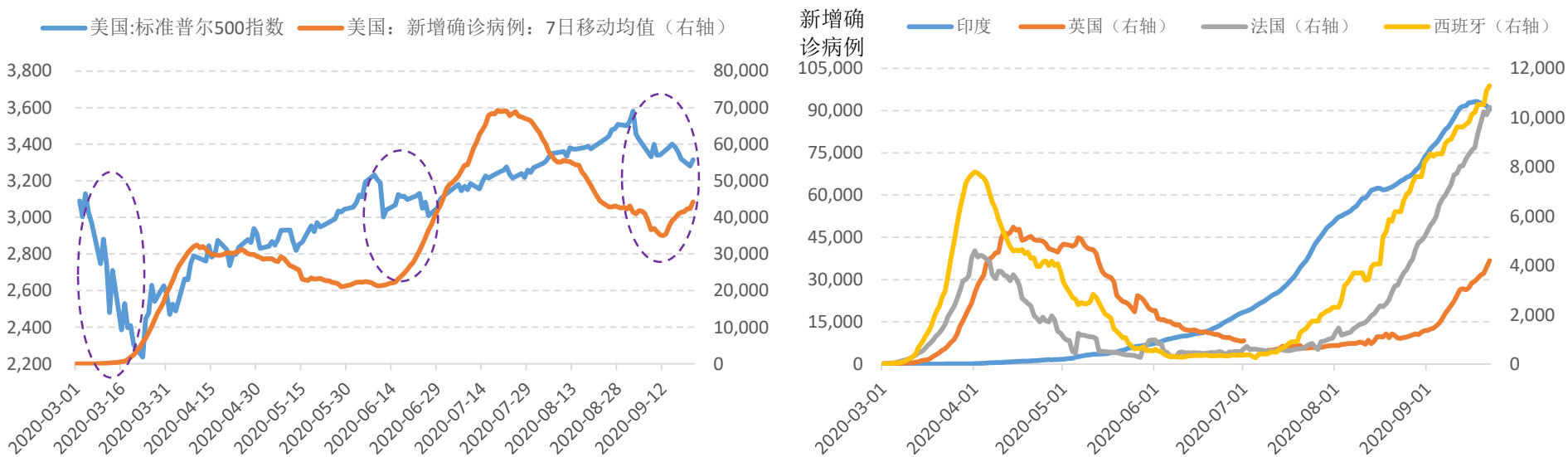
市盈率（TTM，整体法）



- 年初至今，A股整体表现较为强势，截止9月24日，沪深300年内累计涨幅11.6%，和标普500基本相当；中证500年内累计涨幅18.5%，和纳斯达克基本持平；创业板指数涨幅更是高达41.3%；
- 但得益于疫情的有效控制和经济增速在全球率先转正，A股估值全球来看依旧处在较低位置，万得全A目前市盈率（TTM）22.7倍，在全球主要股指中仅低于恒生指数。

数据来源：WIND

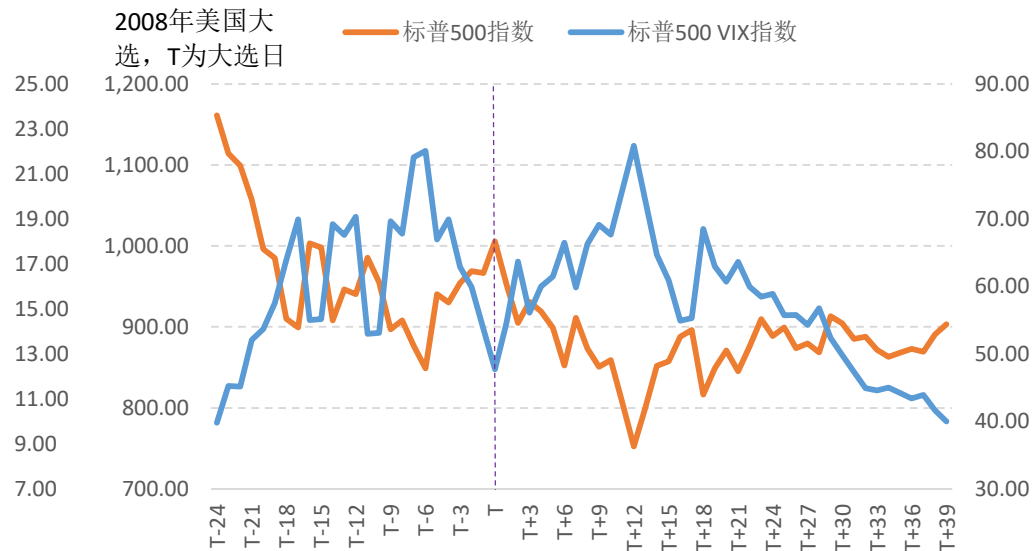
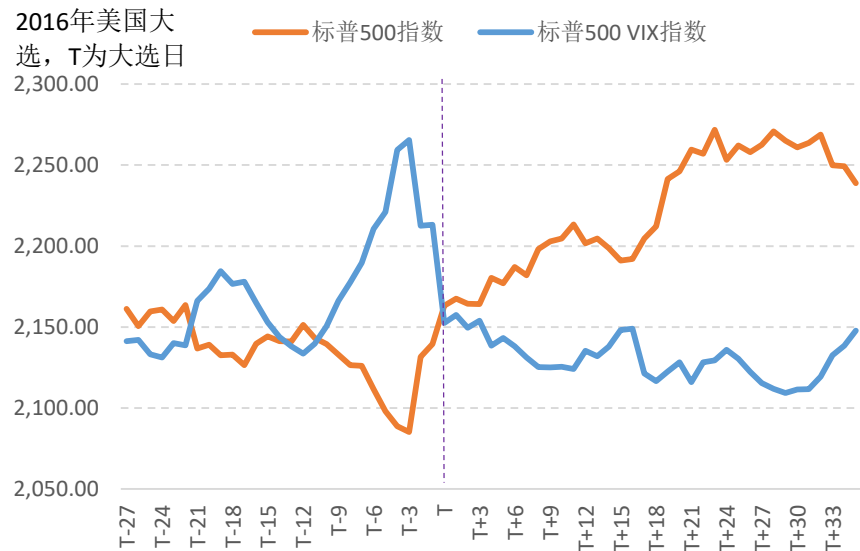
风险因素：新冠疫情



- 目前全球疫情仍旧没有迎来拐点，印度等国仍在持续恶化，美国和法西等国疫情也相继出现较为严重的反弹，叠加四季度是北半球流感的高发季，需关注疫情反复可能对市场造成的冲击。
- 以美股为例，年初至今美股三次较大幅度的调整都和疫情的恶化有一定的关联。当然，在政策宽松的呵护下，加之新冠死亡率的持续降低，我们倾向于认为疫情恶化不足以改变经济和市场的方向。

数据来源：WIND

风险因素：美国大选



- 美国大选年有所谓“惊奇十月”之说，当前选情较为焦灼，市场难以对大选结果形成一致性预期，选情的变化可能会持续对市场产生扰动，历史经验表明市场波动在大选年的10月多会加剧，期间中美关系会发生的变化也有需密切跟踪；
- 对于国内来说，更为重要的是大选落定后中美关系会如何演变，关注其中蕴含的风险或机会。

关注10月政治局会议的信号

- 政策面关于十四五规划的相关讨论和政治局会议对于经济的判断和政策的定调是否会发生明显的变化；
- 十四五规划可能蕴含着值得长期布局的投资机会，而政治局会议的相关定调不仅会影响后续经济的走势，也会对市场风险偏好产生直接的影响。目前来看，最为关键的政策面是否会、以及如何引导宏观杠杆率的再次下行。

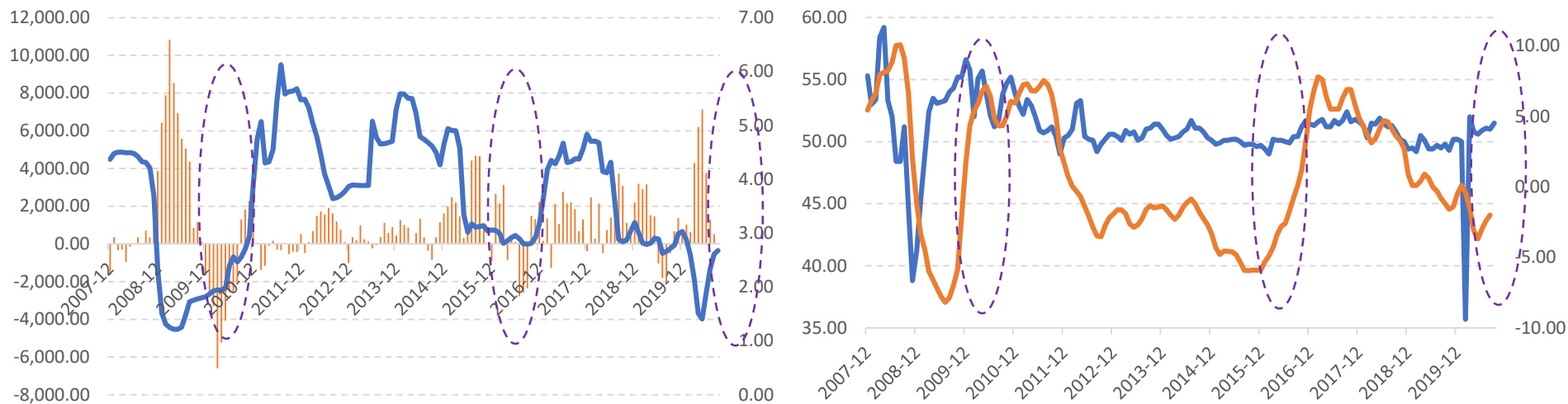


投资策略

宽松退坡如何影响市场？

金融机构:新增人民币贷款:当月值:同比增加 SHIBOR:3个月:月

PMI PPI:全部工业品:当月同比

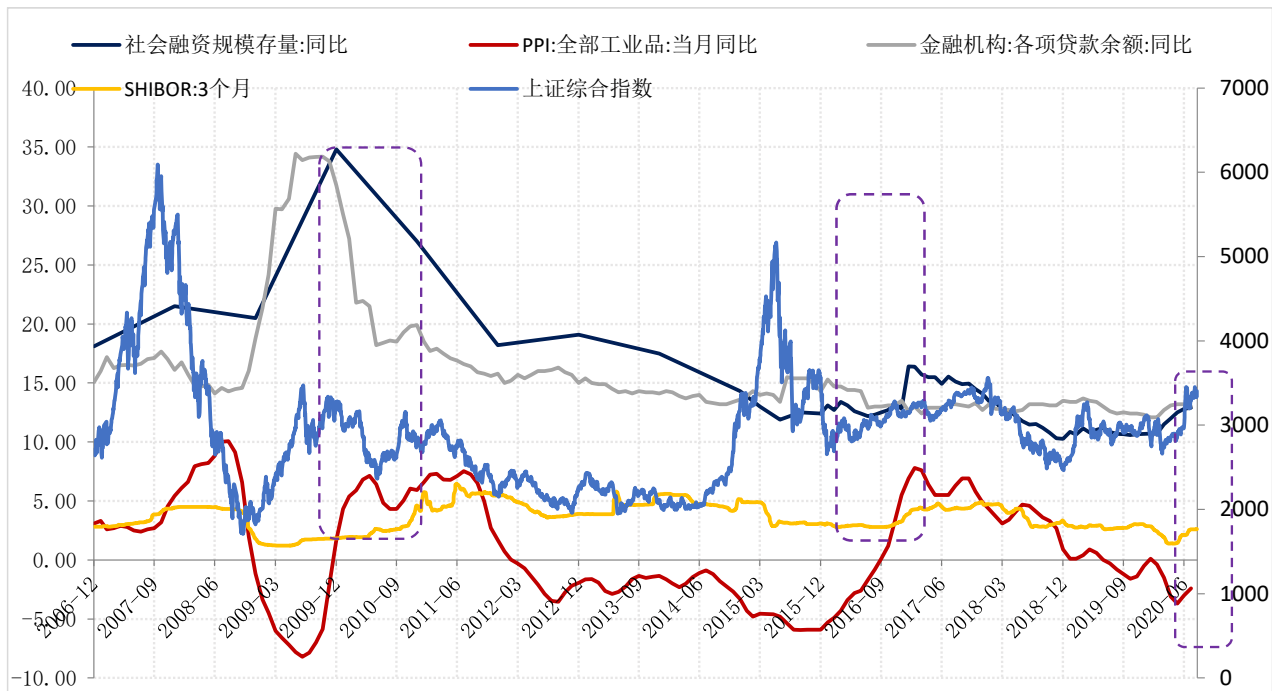


- 本轮牛市开始于2018年底，至今已经接近两年，科技和大消费持续领跑市场，今年新冠疫情突然爆发迫使全球央行大幅加码宽松，进一步推升市场估值并加剧板块间的分化；
- 站在当前时点，虽然海外疫情形势依旧严峻，全球经济复苏也面临诸多挑战，但国内基本面的继续修复是确定性的，政策面也已经明确传递不会进一步宽松的信号，后续经济和流动性的组合会和2010年以及2016年较为类似：利率中枢很难再有大的下行，社融和信贷增速在宽松退坡后趋于回落，但PPI和PMI等表征的经济基本面继续上行。

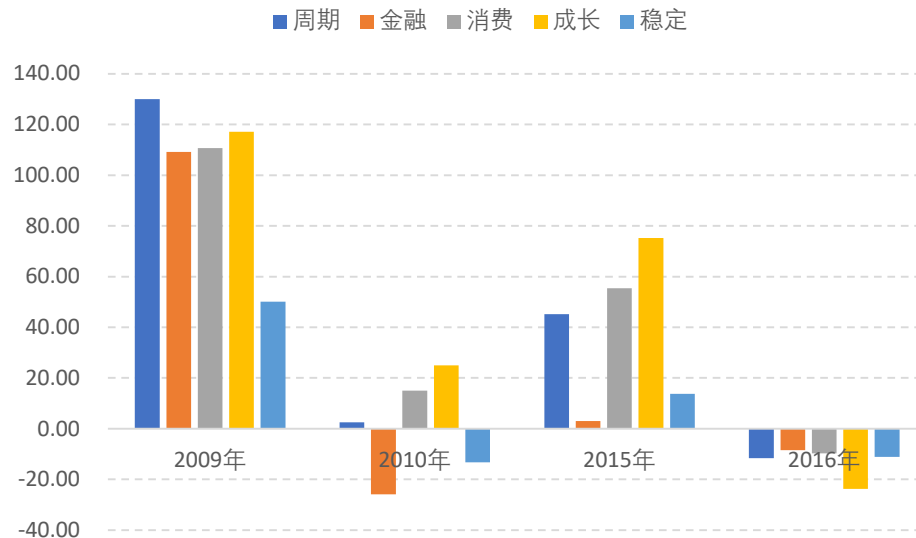
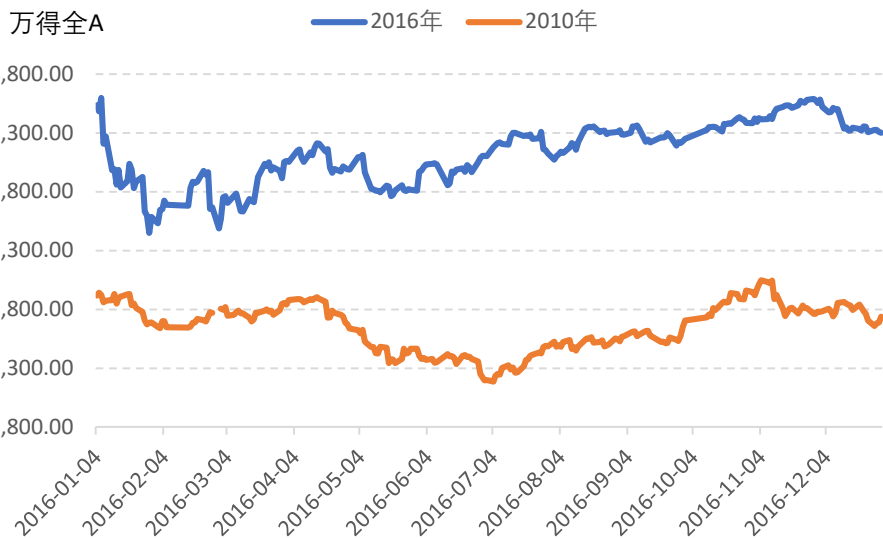
数据来源：WIND

来自2010和2016年的启示

- 2010年和2016年的市场走势不尽相同，和当下也不完全可以，但至少有以下两个共同特征值得参考：
 - 一、全年市场走势都是宽幅震荡，且都呈现先跌后涨的V型走势：宽松退坡后的利率触底乃至回升和社融增速由升转降对市场走势构成明显的压制，但高基数过后，如果经济韧性还在、社融增速又再次抬头，对市场会形成新的支撑；
 - 二，市场风格都发生了明显的切换，2010年从周期切换至消费，2016年从成长切换至价值。



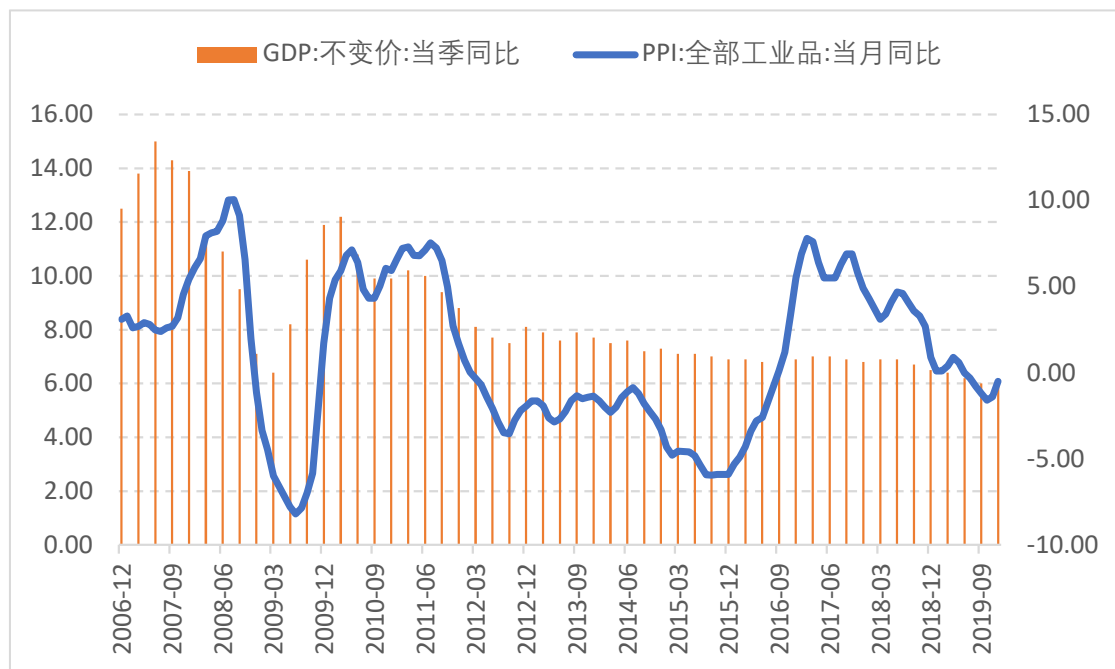
来自2010和2016年的启示



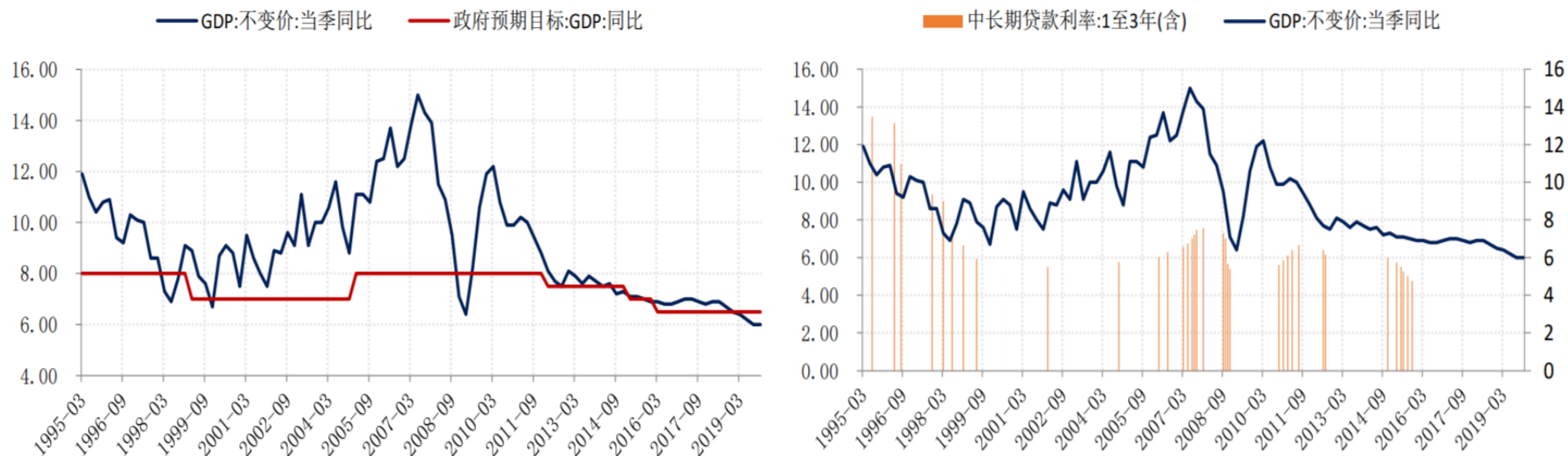
- ▶ 我们倾向于认为年底至明年，基本面和金融条件的走势和2010年以及2016年会有一定的相似性：当前实体流动性由于高基数和宽松不再加码会趋于回落，但货币政策短期内难以收紧，经济也仍在持续修复，流动性的边际变化更多是来自应急性宽松的退出，而非经济过热倒逼货币政策转向。参考2010年和2016年股市的走势，上述组合可能会导致市场从单边上行转为宽幅震荡。

来自2010和2016年的启示

- 2010年和2016年都发生过市场对政策面或基本面的系统性重估：2010年，四万亿刺激的后遗症开始显现+人口红利渐行渐远，经济开始增速换挡；2016年，供给侧结构性改革破除了长达近三年的工业通缩状态，市场对经济前景不再极度悲观且更加关注供给侧的变化；
- 而2018年底以来，政策框架连续性较强，即使面对疫情的突发冲击也保持较强定力，疫情也没有改变国内经济长期向好的趋势，我们倾向于市场正在上演的震荡走势是中场的休养生息。



政策强定力的影响：经济周期性波动弱化

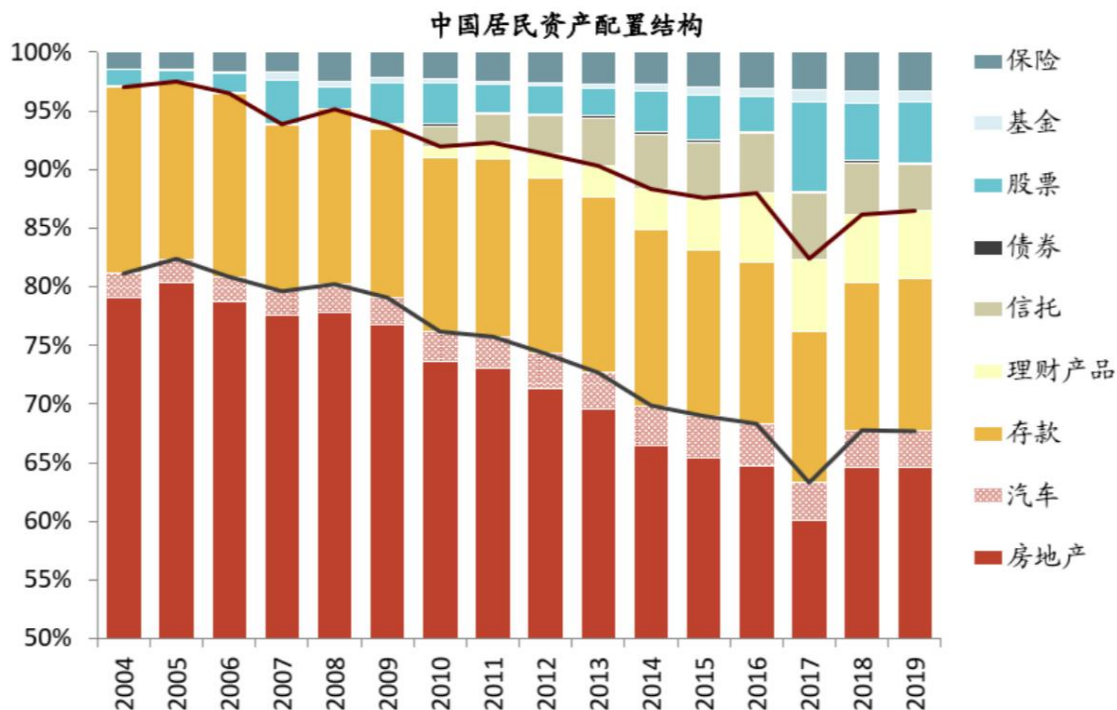


- ▶ 传统模式下，宏观调控思路较为简单：年初制定的全年经济增速目标就是底线，当经济增速跌穿这个目标时，政府会迅速出台货币宽松和财政刺激等一揽子政策；
- ▶ 但2018年下半年，当GDP增速再次跌穿年初目标时，政府虽然启动逆周期，但力度明显不及往年，只是希望稳住经济持续下滑的趋势，而无意抬升经济；
- ▶ 今年疫情期间的政策应对更是凸显政策的强定力：重点在于保就业保企业现金流，并没有启用房地产和地方政府隐性债务等传统强刺激工具。由此导致的经济周期性波动弱化意味着市场风格可能很难再像过往那样简单跟随经济周期切换。

政策强定力的影响：居民部门增加权益资产配置

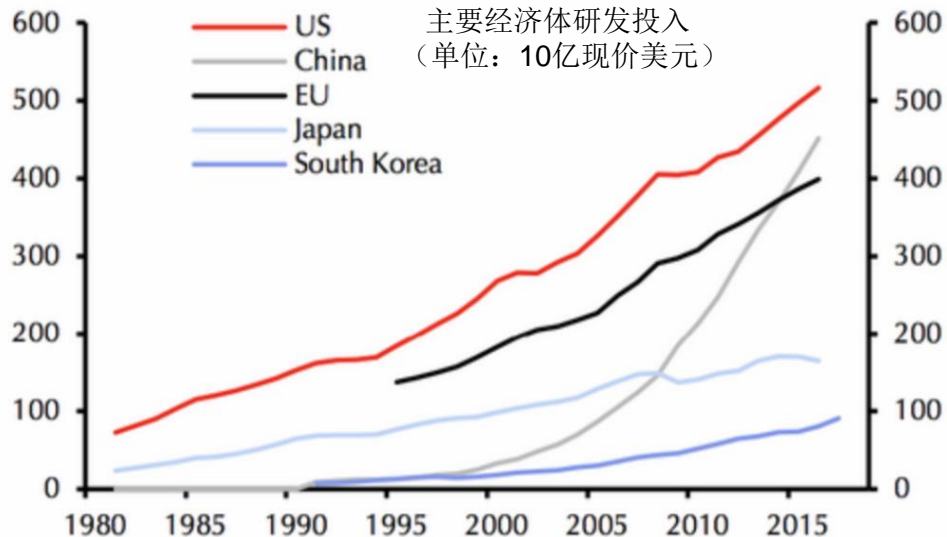


- 政策保持强定力的另一个影响是居民部门正在持续增加对权益类资产的配置，这对于市场来说是重要的基础性支撑；
- 过往我国居民部分资产配置以房地产等非金融资产为主，非存款金融资产中又以理财等刚兑产品为主，这两类资产之所以备受居民青睐，本质上都是源于以往政策对于通过地产基建稳增长的依赖；
- 随着政策面坚定推进“房住不炒”，并通过资管新规破除刚兑，居民部门势必会增加对权益类资产的配置。



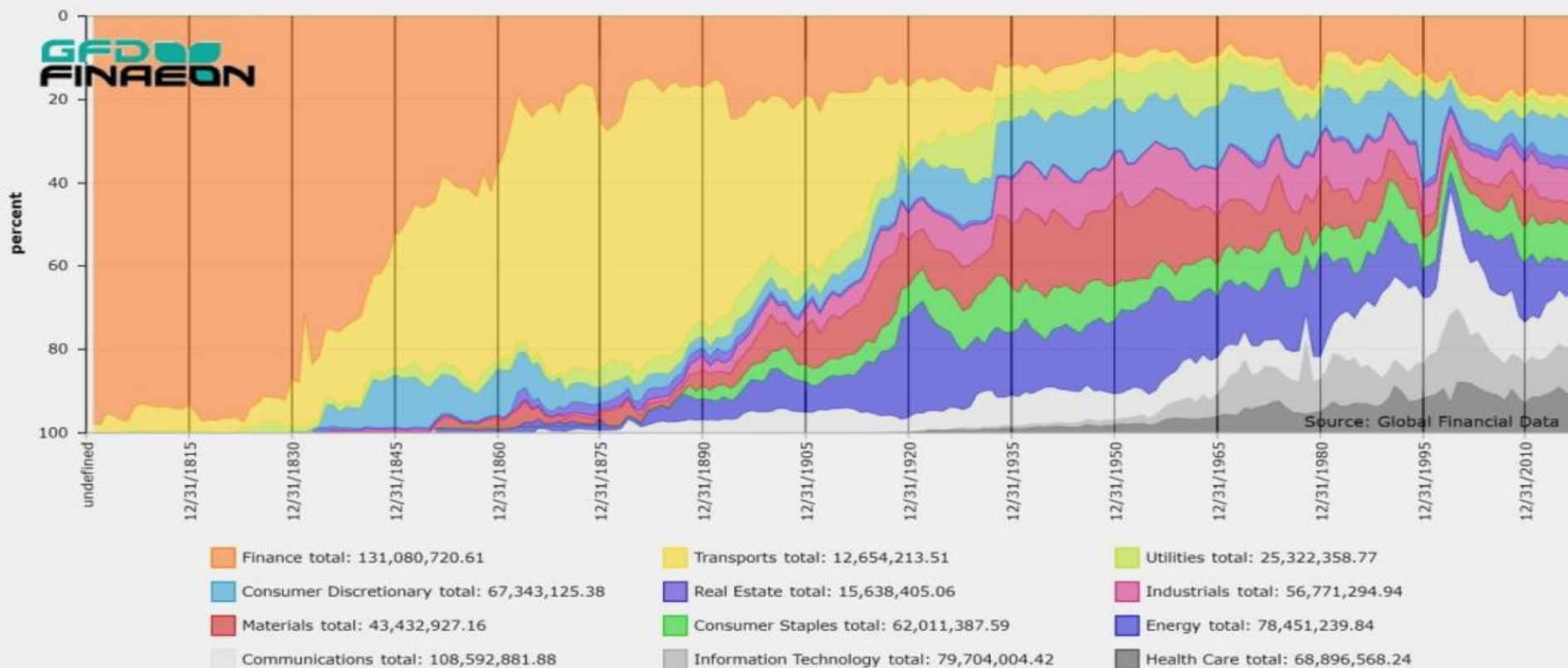
政策强定力的影响：科技主线难以撼动

图：产业发展趋势



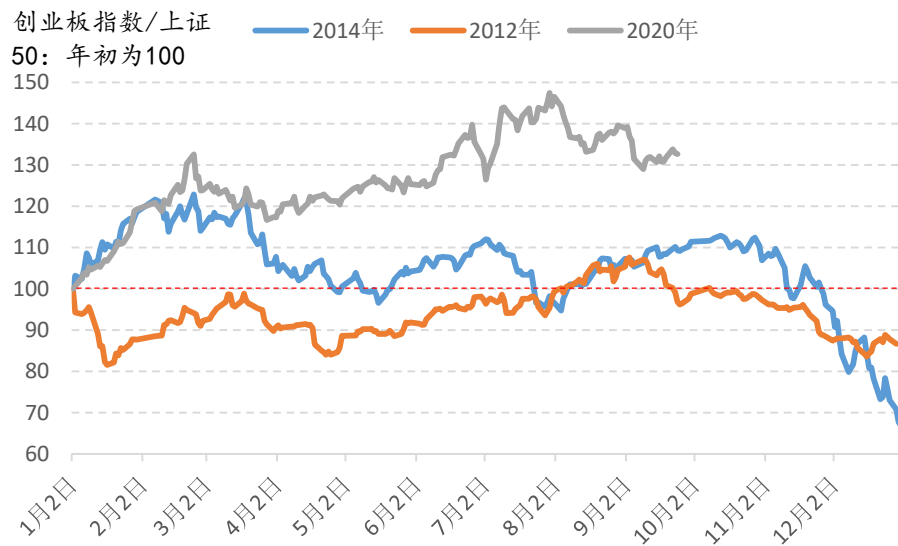
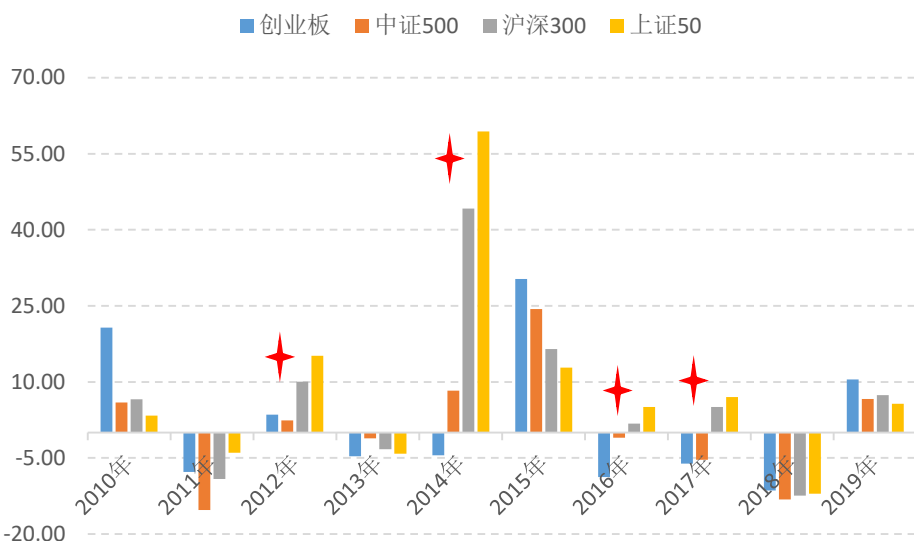
- 政策保持定力的另一面是对创新驱动的坚持。本轮牛市源于2018年的金融去杠杆和中美贸易战，在外部环境持续恶化的背景下，国内一方面要稳妥化解累积的金融风险，增强经济韧性，另一方面要坚持创新驱动，加快经济转型，这也是当下产业发展趋势的内在要求；
- 今年5月政治局常委会议明确提出国内循环为主的“双循环”理念。市场对于双循环的理解还有待政策面的进一步沟通和解读，但消费驱动和创新驱动是确定性的双主线，预计在十四五规划中会进一步体现，对于市场来说，科技主线很难被撼动。

政策强定力的影响：数字经济市值占比相应变化



- 当前数字经济逐步作为生产要素，相关板块处于成长初期，参考成熟市场的发展规律，其市值占比有望达到历史新高。数字经济的网络效应、规模效应、范围经济及非竞争性等特征使得数字平台的规模还在扩大、范围还在延伸，数字经济赋能实体行业的渗透率还可能进一步提升，数字化发展也在模糊传统的行业边界，等等，这些因素共同使得用数字经济相关板块市值占比来判断股市是否是估值泡沫并不能得出确切结论。基于上述逻辑，我们判断当前数字经济相关板块在股市的市值占比在未来几年仍可能继续上升。

低估值蓝筹年底逆袭？



- 过去十年中有四年低估值蓝筹在四季度相比成长取得明显的超额收益，其中2016年和2017年是价值风格全年持续占优，对当下参考价值有限；2012年前三季度市场风格也较为均衡；
- 我们重点关注的是2014年，即成长在前10个月持续跑赢低估值蓝筹，但在年底最后2个月被逆袭；
- 考虑到年初以来成长风格演绎较2014年更为极致，且流动性环境不支持估值的进一步上升，四季度在策略上应充分预防低估值蓝筹逆袭的发生，我们在四季度看好低估值蓝筹板块，同时中长期继续看好调整过后估值合理、具备核心竞争力的科技板块。



四季度宏观策略小结

- ▶ 全球疫情仍未迎来拐点，且美欧等主要经济体疫情多有反复，但政策宽松叠加新冠死亡率持续下降，预计全球经济在四季度将进一步修复，再一次出现经济大面积停摆的可能性较低；国内经济在四季度将基本修复至潜在增长水平，其中地产链条预计将震荡走弱，基建有待观察，消费和制造业投资是经济增速进一步修复的主要推动力，出口亮点主要在结构上。CPI和PPI在四季度将进一步收敛，PPI继续上行、CPI明显回落，四季度通胀暂不构成政策掣肘。
- ▶ 从DDM模型看，当前分子端企业盈利的持续修复是确定性的，预计下半年业绩中枢在15%左右（A股非金融）；而分母端的影响因素看，市场对于流动性的边际收紧也已经有较为充分的消化，短端和长端利率年内从目前位置进一步大幅上行的可能性都非常低；目前股权风险溢价已经从年初的历史高位降低至历史均值位，实体流动性逐步见顶回落不支持A股整体估值短期大幅攀升，中美摩擦等外部风险也可能会冲击市场的风险偏好，四季度关注结构性机会。
- ▶ 投资建议：我们倾向于年底至明年，基本面和金融环境和2010、2016年会有一定相似性：当前实体流动性由于高基数和宽松不再加码会趋于回落，但货币政策短期内难以收紧，经济也仍在持续修复，流动性的边际变化更多是来自应急性宽松的退出，而非经济过热倒逼货币政策转向。参考2010年和2016年股市的走势，上述组合可能会导致市场从单边上行转为宽幅震荡、以时间换空间。政策保持强定力的另一个影响是居民部门正在持续增加对权益类资产的配置，这对于市场来说是重要的基础性支撑。因此，建议维持均衡配置：1) 策略上需重视年底经济修复顺周期的低估值蓝筹逆袭的可能性，如，汽车、家电、大金融等；2) 中长期视角考虑，部分回调后的科技制造业板块也具备一定投资价值，尤其是当数字经济逐步作为生产要素，相关板块处于成长初期，参考成熟市场的发展规律，其市值占比有望达到历史新高。数字经济的网络效应、规模效应、范围经济及非竞争性等特征不仅使平台型公司受益，而且赋能实体行业的渗透率还在进一步提升：如军工、传媒、光伏、新能源汽车等基本面好转最为确定的板块，此外关注十四五规划和中美关系演变中蕴含的相应投资机会。

行业配置建议

2020年Q4行业观点

行业	评级	观点
汽车	超配	如果宏观环境持续修复，可以看到乘用车市场持续一年以上的弱复苏，中短期可以结合整车厂新车周期布局乘用车个股；此轮疫情对部分海外零部件供应商打击巨大，优质零部件公司有望借此实现全球的市占率提升；重卡行业未来半年销量将维持高增长，业绩确定性高，估值仍有提升空间，值得配置。
家电	超配	近期部分前期高估值绩优股出现回调，拥有低估值、高确定性、良好现金流的白电资产配置性价比逐步凸显，叠加我们观察到行业销量和销售均价数据的显著回暖，复苏拐点确立；地产产业链零售回暖迹象明确，看好厨电板块；疫情推动小家电销量集中爆发，近期我们观察到销量增速环比显著回落，预计中短期销量仍有一定压力。长期看，小家电将受益于消费升级和新渠道快速增长，看好优质小家电龙头。
军工	超配	军品采购处于十三五最后一年，叠加军改影响趋缓，订单确定性强。核心装备增长不低于15%，关键设备增速更高。20年国防预算增长6.6%，目前周边摩擦不断，国防战略重心转向积极防御，伴随现代战争实战要求，导弹、四代战机等关键武器装备进入放量阶段，十四五国防开支大概率超预期。航空发动机是工业皇冠上的明珠，未来3年进入快速成长期。核心装备拉动产业链成长，可见相关标的年报季报稳步增长，军工板块将呈现跨年行情。

2020年Q4行业观点

行业	评级	观点
非银	超配	在基本面确定性修复和政策逐步退出的背景下，长端利率易上难下，利好保险资产端；疫情导致的低基数叠加保险公司普遍在积极备战开门红，原保费收入也有望在半年触底反弹。从基本面修复+利率上行的角度去寻求配置，保险的逻辑非常顺畅。此外，如果年底发生风格切换，保险的资产端也会进一步受益。
传媒	超配	游戏板块：超配。游戏是5G应用最大的落地方向，四季度是一个新游戏集体发布的关键季度，大厂都有相关重磅游戏发布； 电梯媒体：超配。电梯广告市场近期需求持续旺盛，刊例价近期有所上调，认为电梯媒体行业进入上行周期，有量价齐升可能； 其他板块：标配
建材	超配	梅雨季节过后赶工趋势延续，水泥库存下降和开工率上行趋势延续；玻璃企业库存下降印证下游地产需求景气；地产竣工叠加精装修集采平台类消费建材公司受益，零售端消费建材受益需求复苏；玻纤行业Q2景气度见底后进入上行周期。

2020年Q4行业观点

行业	评级	观点
医药	标配	<p>医药板块中报整体符合预期，部分疫情影响公司业绩有亮眼表现，核心赛道公司整体表现较好。但由于前期累计涨幅较为可观，短期估值、机构仓位较高，板块处于调整期，四季度给予行业标配评级。方向在于优选估值处于合理区间的龙头优势个股。高景气赛道、具有核心竞争力且管理优秀的医药相关公司具备穿越牛熊的长期投资价值。四季度需要重点关注行业政策的变化，如高值耗材集采、创新药医保目录谈判等，跟踪价格的变化对于企业业绩和未来预期的影响。配置方向上，仍然看好创新升级和医药消费赛道，具体子板块上主要看好创新药及创新产业链、医疗消费、生物药、创新器械和创新疫苗等领域。</p>
电新	标配	<p>传统电力设备：标配</p> <p>2020年，国网初步安排电网投资4,500亿元，可有效带动社会投资9,000亿元，其中特高压投资预计额度达到1,811亿元，新增三条直流线路。核心投资变量在于国家电网关于泛在电力物联网方向的投资进度。</p> <p>新能源发电：超配</p> <p>风电（标配）：2019-20年抢装带来订单高增，目前预期较高超预期的概率不大。行业中海上风电由于补贴退坡滞后，预计能够维持两年的高景气度；光伏（超配）：由于三季度出现爆炸和水灾等突发事故，引起行业各环节价格上涨，影响下游需求。但由于下游需求旺盛，预计每年保持20%的复合增速；核电（标配）：板块不确定性较强，AP1000的推广进程慢，板块受外部因素影响大，建设进度随时可能延缓。板块存在政策出台或设施建设的短期投机性机会。</p> <p>新能源汽车：超配</p> <p>2020年国内电动车销量预计为110万辆，同比略有下降，08月同比数据开始转正。结构有改善，产品力强的车型挤占低端车型市场份额。从09月排产情况来看龙头电池企业排产逐月改善，国内销量有望缓慢复苏。</p>

2020年Q4行业观点

行业	评级	观点
公用事业	标配	<p>发电和燃气水务板块：标配</p> <p>火电（标配）：2020年火电发电量增速下调为3.5%，上半年动力煤价格中枢下行，预计火电行业全年利用小时数有一定保障；</p> <p>水电（超配）：2020H1发电量持续出现负增长，从主要水电站水位跟踪的情况来看，来水情况有所好转，预计2020Q3开始业绩环比出现改善，建议超配；</p> <p>燃气（低配）：主要板块机会在于燃气价改刺激消费量的增长，关注价改、采暖季煤改气带来的阶段性机会。</p> <p>环保板块：标配</p> <p>大气治理（低配）：燃煤电厂治理渗透率达到80%以上，向上空间有限，非电领域由于环保督查目前存在订单增长的预期；</p> <p>水治理：预计2020年民营企业融资条件逐渐改善，建议标配；</p> <p>土壤治理（标配）：土壤修复行业2020年预计不会出现明显恢复，全年预计行业订单增长10~20%；</p> <p>固废和危废处理（标配）：固废行业成熟度较高，近年来中标价格逐年走低；危废行业景气度略高，但项目相对分散。</p>
交运	标配	<p>机场短期由于疫情原因，机场业绩普遍较差，当前国内客流逐步复苏，国际客流恢复缓慢。中长期看，免税业务成为一线枢纽机场的主要利润来源，机场的渠道价值变现确定性高，机场适合长期投资者底部逐步建仓；</p> <p>受益于上游电商业务的持续增长，快递行业有望维持高景气，但格局较差；</p> <p>由于疫情影响，多数航空公司估值已处于较低位置，可以考虑左侧布局以时间换空间。</p>
电子	标配	<p>苹果产业链：标配，iPhone销量会迎来增长5G换机潮来动；继续看好苹果产业链公司业绩确定性</p> <p>面板行业：标配，面板行业四季度价格超预期、明年一季度继续涨价仍有继续涨价，明年全年供需偏紧</p> <p>半导体：标配，华为、中芯产业链不确定性较强；相对看好非华为中芯产业链标的</p>

2020年Q4行业观点

行业	评级	观点
地产	标配	7月至今，从房企融资到热点城市调控，行业迎来新一轮调控，结合目前基本面已经趋于走弱，预计调控进一步加码的可能性较低，这为年底板块估值切换创造了较为有利的宏观环境。但考虑到345新规可能引发的行业供给侧改革，只建议标配，重点配置财务稳健的板块龙头。
建筑	标配	Q3专项债提前发行带来社融数据超预期，广义基建投资6-8月单月同比增速为8.4%、7.7%、7.1% 呈现回落趋势，受益工程业务率先复苏建筑企业Q1、Q2单季度收入和业绩呈现“V”型反转，装配式建筑细分子行业景气度持续：钢结构和预制混凝土PC 龙头订单集中度持续提升。
农业	标配	动物产业链，猪价拐点已来，生猪数量快速增长将逐步被市场认知， 养殖板块谨慎 ，建议关注养殖后周期，屠宰肉制品、动保、饲料及添加剂。植物产业链，粮食安全主题有望在四季度再次发酵，国内玉米缺口超7000万吨，国际麦、大豆玉米价格上涨概率较大， 生产资料板块需关注 。
机械	标配	20年前三季度制造业韧性较强，通用设备中金属切削机床数据同比继续维持增长趋势。8月份全国规模以上工业企业的工业机器人产量20,663套，同比增长32.50%，单月产量增速回升明显，且延续去年10月以来的持续回升趋势。受益机器换人，智能制造是产业长期方向，高端装备制造补短板持续推动。2020年1-8月挖机累计销量210,474台，累计增加28.8%，国内190,222台，累计增加29.7%，工程机械用需两旺，20Q4维持较高景气度。新能源车补贴延续，欧洲电动化加速，锂电设备有望再次进入扩张期。核心零部件龙头企业长期看好，高端制造标的享受估值溢价。

2020年Q4行业观点

行业	评级	观点
有色	标配	<p>未来类似有色金属这样的完全竞争性的周期行业，阶段性跑赢仍然可能，但出现大级别的牛市的可能性在下降。就4季度而言，是疫情问题解决前，黎明前最后一段风险仍存的黑暗阶段。建议给与板块整体标配评级，超配铜、黄金和锂子板块。</p> <p>全球定价的有色品种受益于全球覆水难收的持续流动性宽松，代表性品种黄金和铜。铜对通胀的敏感性更强于黄金，在黄金牛市后半程期间，铜的表现有望更加积极。能源金属中的锂未来成长空间巨大，其中二线锂盐厂已经成功进入头部车企或电池厂供应体系，有望表现出比赣锋锂业更大的弹性。</p>
化工	标配	<p>三季度国内地产竣工恢复，建安投资持续增长，叠加海外逐步复工复产，出口底部回升，带动化工产品需求回暖，同时OPEC减产油价上涨，化工产品价格整体上涨，部分供给格局较好、库存较低的品种涨幅较大。预计四季度地产链和出口仍将持续拉动化工需求，被动去库存有望转换到主动补库存，产品价格上涨将持续，看好顺周期、有成长的龙头白马标的。精细化工和新材料领域还有较大的进口替代空间，受益国内下游电子行业加速崛起以及国家意志推动，继续看好半导体、显示材料等相关标的。</p>
煤炭	标配	<p>三季度水电发电量影响火电以及煤炭的需求，导致港口动力煤价格先跌后涨；供给方面，主产地部分矿停产以及煤管票管理严格，港口的进口仍然没有实际放松；供需导致电厂和港口库存持续下降。预计四季度港口动力煤价格围绕中枢600元/吨波动，建议关注年报高分红和山西国改标的。</p>

2020年Q4行业观点

行业	评级	观点
钢铁	标配	<p>2季度以来，国内经济增长速度逐季回升，其中地产和基建起到了主导作用。随着年中以来经济复苏进入内生恢复状态，流动性宽松边际收紧。8月以来，普钢价格已经有所回落。从业绩看，由于铁矿石价格的大幅上涨和钢价的回落，3季度钢企业绩相比二季度不会有明显改观。普钢给予标配评级；</p> <p>特钢过去两年一直表现较好，对应的是制造业转型升级的长期趋势，成长特性明显。疫情国后我国制造业活跃度和投资持续温和好转，特钢子板块个股业绩表现超预期。随着全球经济从底部复苏，叠加制造业的持续升级，特钢个股仍将有良好表现，建议超配。</p>
纺服	低配	<p>纺织品 在8月出口累积同比达到33.4%以上，主要为医疗物资中口罩、手套等制品，实际服装出口同比下滑12.9% 下滑幅度收窄。疫情影响海外订单和零售需求，服装类企业国内消费复苏缓慢。运动和童装等细分景气赛道率先复苏。</p>



■ 免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的分析不会发生任何变更。

报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。

■ 风险提示：

市场有风险，投资需谨慎。

投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。