Orient Fund

2020年4季度权益市场展望

——权益研究部

要点

■ 一、国际国内宏观情况

- 欧美疫情大概率反复，但二次冲击力度可控
- 补库周期启动苗头已现，且经济复苏具备中期持续性
- 逆周期政策回归中性，将导致信用扩张放缓，进而制约复苏的弹性

■ 二、没有趋势性利空，把握短期波动带来的配置机会

- 基本面上行趋势，是当前与2018年、20年Q1的最大不同
- 市场对货币紧预期已有充分反映，不必过度担忧流动性压力
- 美国大选的不确定性，可能会冲击Q4中前段风险偏好
- 三季报窗口期，业绩增长通常或是超额收益的主要来源
- 结合历史经验，价值风格与中游制造有望在四季度迎来转机

■ 三、投资建议

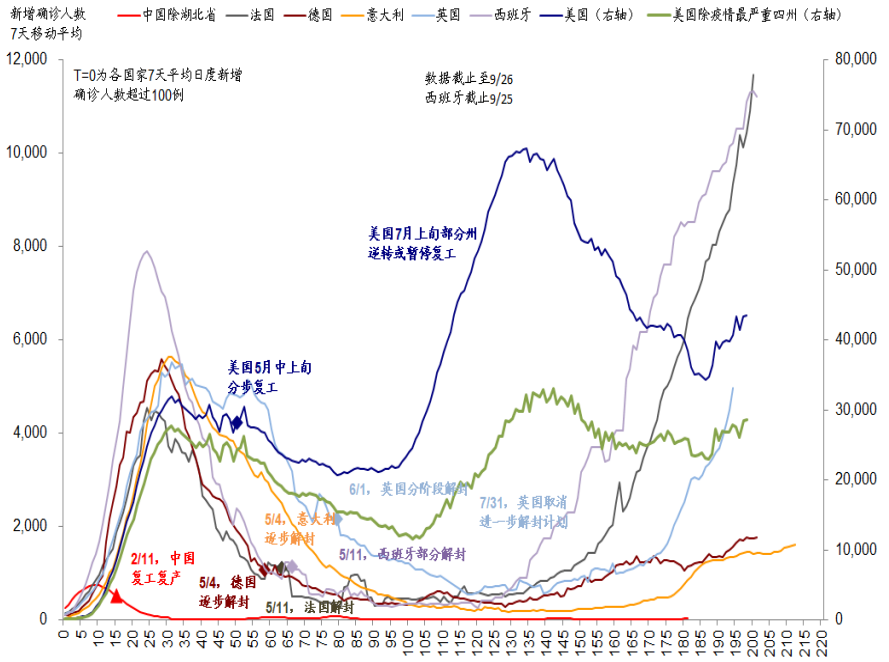
- 看好四季度价值板块估值修复机会
- 关注环比改善的可选消费与中游制造
- 继续持有景气向上的核心科技赛道

1.1、欧美疫情大概率反复，但二次冲击力度可控

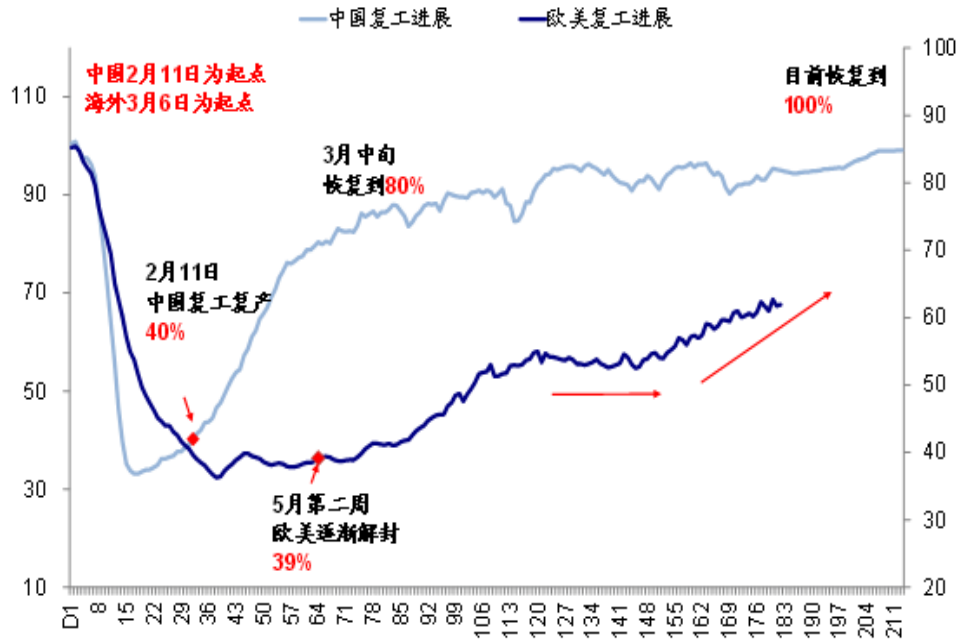
- 三季度开始，欧洲二次疫情爆发、发展中国家疫情反复，海外单日新增仍持续处在25-30万的高位，欧美经济面临二次封锁，美联储官员表态并未对市场提供更为宽松的预期，由此也引发了9月海内外市场波动加剧；

- 尽管疫情反弹会再度打击基本面复苏的信心，但当前阳性率和死亡率都趋于稳定，且疫苗研发推进已经取得了阶段性进展，疫情二次爆发料不会中断海内外复苏进程。

欧洲疫情二次爆发，美国也出现反弹迹象



但疫情反弹并未中断海内外复苏进程



资料来源：Wind数据库，东方基金整理

1.1、欧美疫情大概率反复，但二次冲击力度可控

- 截至2020年9月，全球在研新冠病毒疫苗已达234支，其中有39支已进入临床试验的不同阶段。进展最快的10支疫苗已经或确定将进入III期临床试验，此外还有2支处于临床III期的疫苗已被批准限制性或早期使用。

- 此前英国阿斯利康疫苗试验受阻，但国产疫苗四款进入三期临床，最快年底上市，预计我国疫苗今年年产能可达6.1亿剂，明年可达10亿剂以上。

全球疫苗进入临床第三阶段最新情况一览（截止2020年9月）

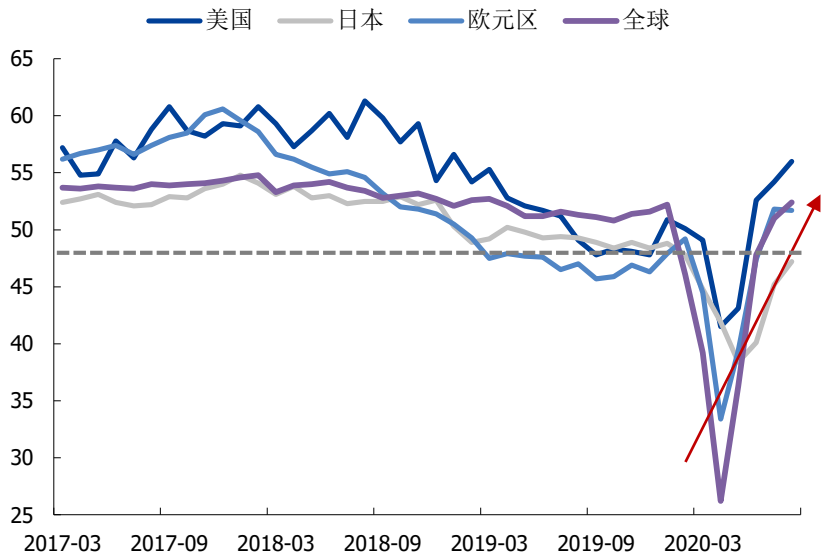
序号	公司	国别	临床阶段	最新临床阶段开始时间	预计疫苗上市时间
1	Moderna & National Institutes of Health	美国	第三阶段	2020年7月	2020年底
2	BioNtech &Pfizer &Fosun Pharma	德国、美国	第三阶段	2020年4月	年底有望投产
3	Astra Zeneca & University of Oxford	英国、瑞典	第三阶段	2020年6月	年底有望投产
4	武汉生物研究所/国药集团	中国	第三阶段	2020年7月	2020年底
5	北京生物研究所/国药集团	中国	第三阶段	2020年7月	2020年底
6	科兴生物	中国	第三阶段	2020年7月	N/A
7	Gamaleya研究所	俄罗斯	第三阶段	2020年8月	9月投产
8	康希诺	中国	第三阶段	2020年9月	N/A
9	强生	美国	第三阶段	2020年9月	N/A
10	Inovio	美国	第三阶段	2020年9月	N/A

资料来源：WHO，东方基金整理

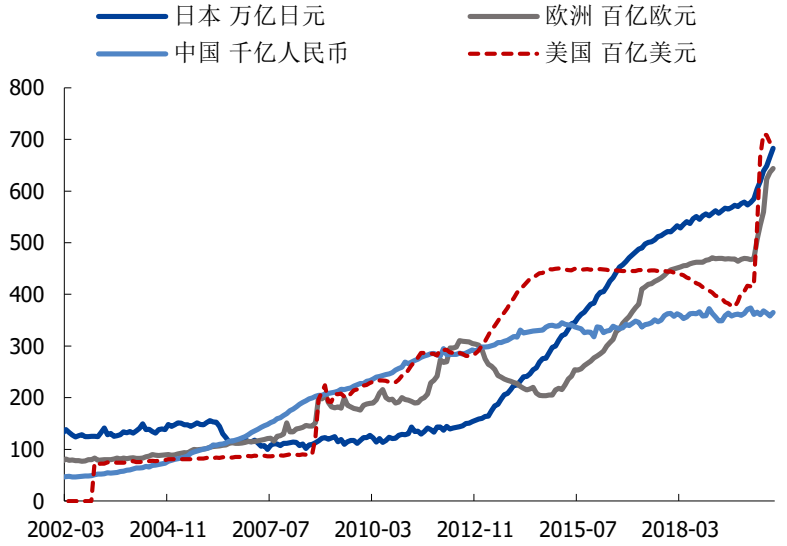
1.1、欧美疫情大概率反复，但二次冲击力度可控

- 欧洲多国经济重启进程可能受二次疫情阻碍，但不会改变全球经济复苏趋势，多国PMI见底回升至枯荣线上方，微观消费活动也在加速回暖。随着疫苗取得积极进展，下半年全球经济复苏有望加快。
- 美联储阶段性停止QE需等待核心通胀上行，基本面转好，失业率恢复等条件具备。当前美国申请失业救助金人数距离恢复常态仍有距离，且后续突破需等待疫苗的有效推广，因此中期内尚不具备QE缩量的条件。

主要国家或地区PMI基本见底回升



美日欧货币宽松与财政刺激仍在持续

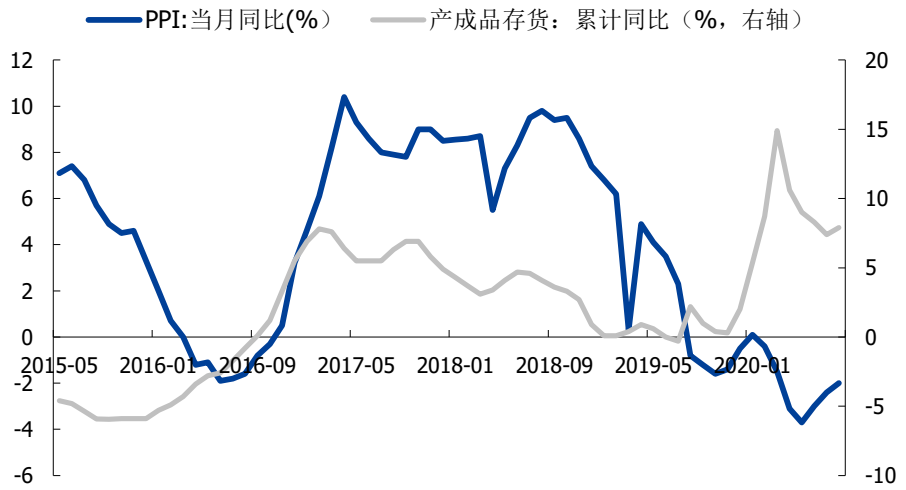


资料来源：Wind数据库，东方基金整理

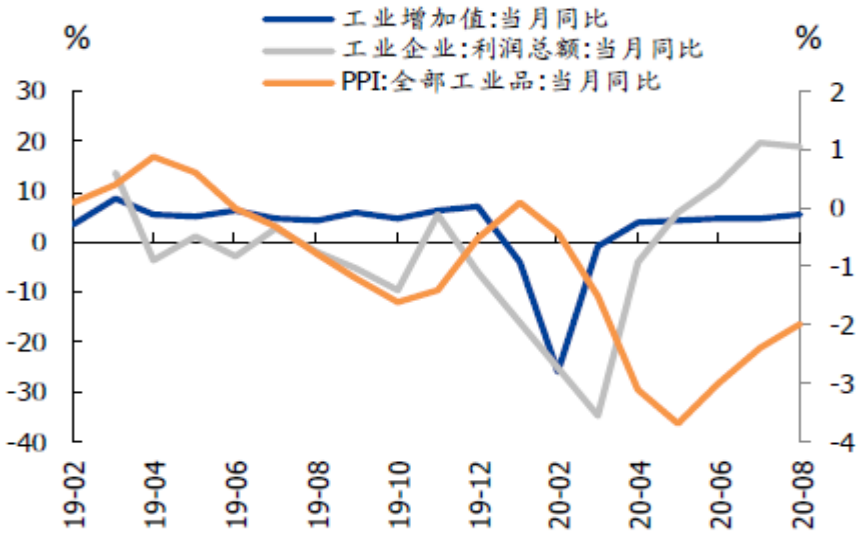
1.2、补库周期启动苗头已现，经济复苏具备中期持续性

- 二季度开始，国内工业链进入连续4个月的库存消化期，而随着量价不断修复，三季度工业企业产成品库存已经回落至过去10年的均值水平，甚至部分行业已经出现补库迹象。
- 进入三季度以来，工业企业利润已经连续两个月处于接近20%的高位，8月工业增加值、PPI当月增速分别提升0.8、0.4个百分点，未来修复趋势有望延续。

8月库存周期回补苗头已现



工业企业利润维持在高位区间

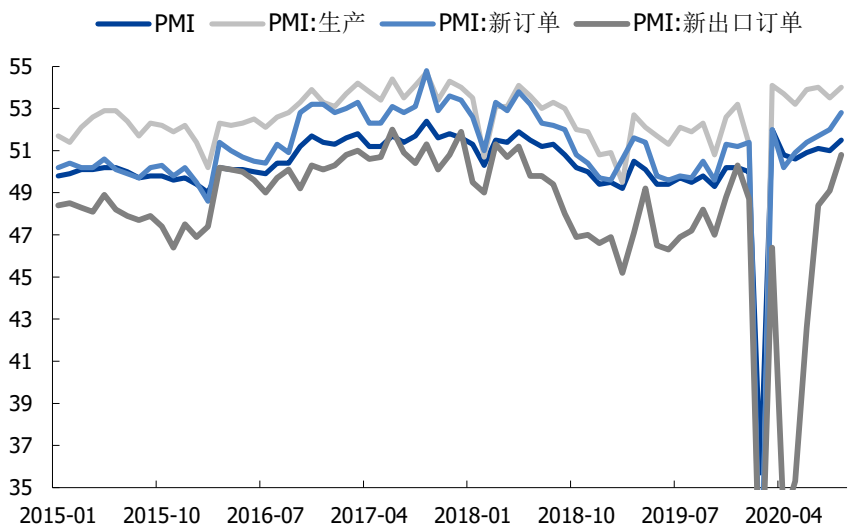


资料来源：Wind数据库，东方基金整理

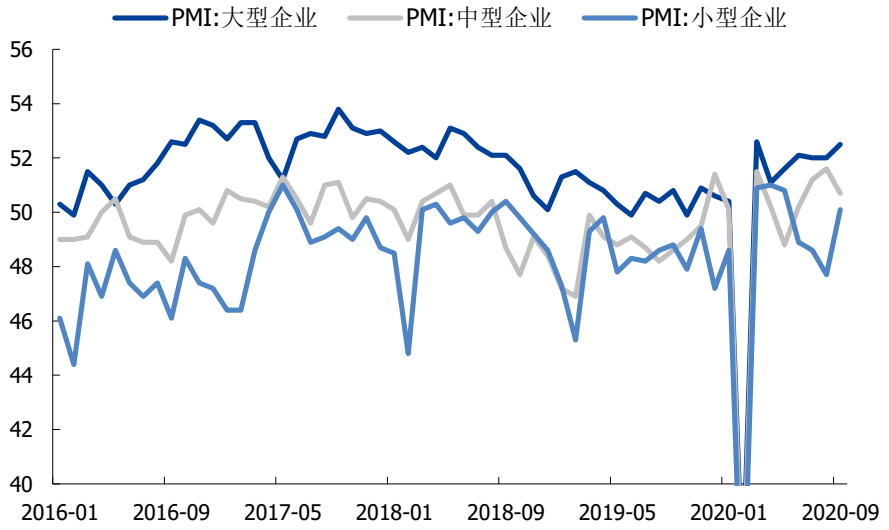
1.2、补库周期启动苗头已现，经济复苏具备中期持续性

- 9月制造业PMI较上月上涨0.5个百分点至51.5%，略高于预期的51.3%，已连续第7个月处于扩张区间。
- 9月新出口订单指数继续回升1.7个百分点至50.8%，连续第5个月反弹，是今年首次升至扩张区间。
- 小企业景气度回升明显，结束了此前连续4个月回落，重新回到扩张区间，可能的原因包括8月暴雨洪涝影响减退、制造业传统生产旺季到来、小微企业纾困帮扶政策效果显现等。

9月PMI继续改善，新出口订单疫情以来首次扩张



小型企业景气度大幅提升

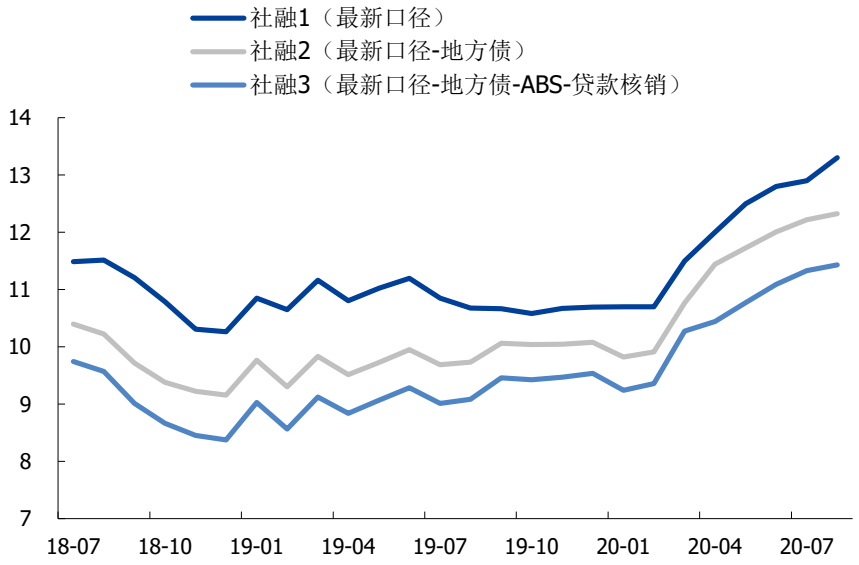


资料来源：Wind数据库，东方基金整理

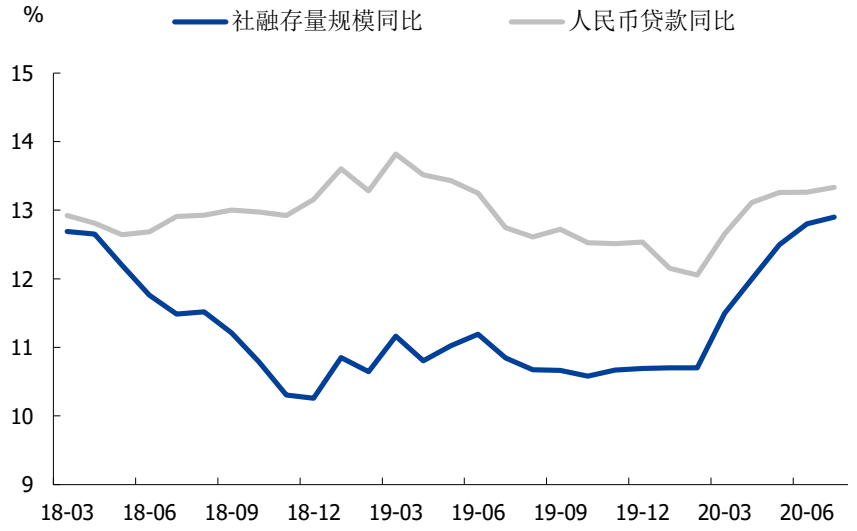
1.2、补库周期启动苗头已现，经济复苏具备中期持续性

- 金融数据显示信用依然处于扩张通道，8月居民短贷、居民中长期贷款、企业中长期贷款均创过去5年同期新高；在巨量政府债发行支撑下，社融也继续超预期大增，8月社融存量增速较7月继续回升0.4%至13.3%。
- 从趋势来看，今年1至5月社融存量同比均保持0.5%以上的增长，经历了这一波急速宽信用之后，6月以来社融放量有所收敛，在全年信用投放目标下，四季度社融增长空间不大，预计年底保持在13%以上的水平。

不同口径下社融增速（%）



人民币贷款尤其是中长期贷款维持高增

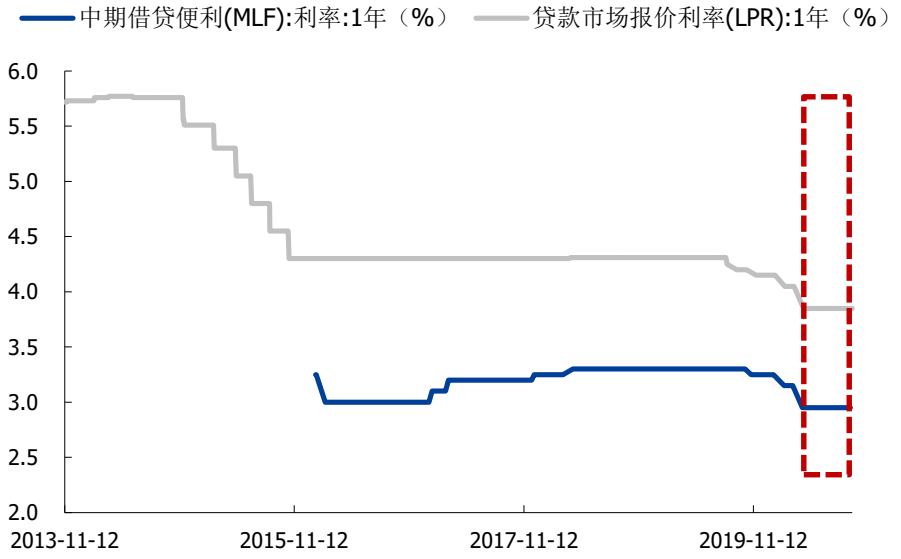


资料来源：Wind数据库，东方基金整理

1.3、逆周期政策回归中性，将制约信用扩张及经济复苏弹性

- 一方面，货币政策已经逐渐回归中性，截至9月LPR连续5个月未作调整，10年期国债收益率已回升至3.1%以上的疫情前水平，DR007从4月的1%以下逐步抬升至2%以上。

截至9月20日LPR连续5个月未作调整



2020年5月以来国债收益率持续上行

资料来源：Wind数据库，东方基金整理

1.3、逆周期政策回归中性，将制约信用扩张及经济复苏弹性

- 另一方面，对于资金套利与房地产融资的防范将制约后市信用扩张斜率。8月20日重点房地产企业座谈会上，明确了重点房地产企业资金监测和融资管理的“三道红线”规则，房地产企业有息债务规模将受到控制。

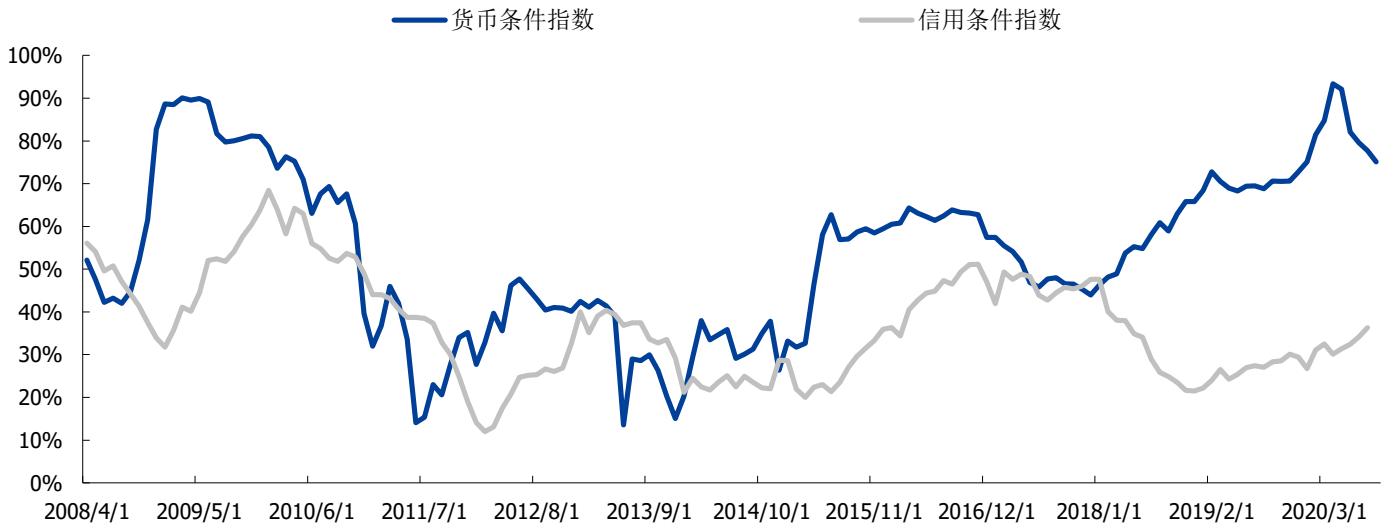
为控制房地产企业有息债务增长，为房企负债设置三道红线

资料来源：Bloomberg，东方基金整理

1.3、逆周期政策回归中性，将制约信用扩张及经济复苏弹性

- 回顾年初以来宏观流动性政策组合的演化，大体经过了1-4月的宽货币、宽信用，5-6月的稳货币、宽信用，再到三季度以来的稳货币、稳信用。
- 向后看，信用扩张与经济复苏的趋势仍将延续，但整体复苏的斜率受限，同时将继续呈现结构性紧（打压资金套利和收紧房地产融资）+结构性松（引导信贷投向实体，尤其是小微企业和制造性企业）的特征。

货币与信用条件指数走势自二季度开始出现逆转



资料来源：Wind数据库，东方基金整理

要点

■ 一、国际国内宏观情况

- 欧美疫情大概率反复，但二次冲击力度可控
- 补库周期启动苗头已现，且经济复苏具备中期持续性
- 逆周期政策回归中性，将导致信用扩张放缓，进而制约复苏的弹性

■ 二、没有趋势性利空，把握短期波动带来的配置机会

- 基本面上行趋势，是当前与2018年、20年Q1的最大不同
- 市场对货币紧预期已有充分反映，不必过度担忧流动性压力
- 美国大选的不确定性，可能会冲击Q4中前段风险偏好
- 三季报窗口期，业绩增长通常或是超额收益的主要来源
- 结合历史经验，价值风格与中游制造有望在四季度迎来转机

■ 三、投资建议

- 看好四季度价值板块估值修复机会
- 关注环比改善的可选消费与中游制造
- 继续持有景气向上的核心科技赛道

2.1、基本面上行趋势，是当前与18年、20年Q1的最大不同

- 近期疫情二次爆发使基本面信心再度遭受打击，国内逆周期调控政策也在趋向常态化，宏观环境似乎进入“基本面下行+流动性收紧”的组合，这也不免让人联想起2018年的市场环境。
- 但这一悲观的组合假设并不成立，上文已经提到当前经济复苏具备中期持续性，且利率上行也有来自融资需求的推动，逆周期政策渐进式退出不会在短期内改变基本面的上行趋势。

与市场更为相关的中长期贷款增速仍在上行

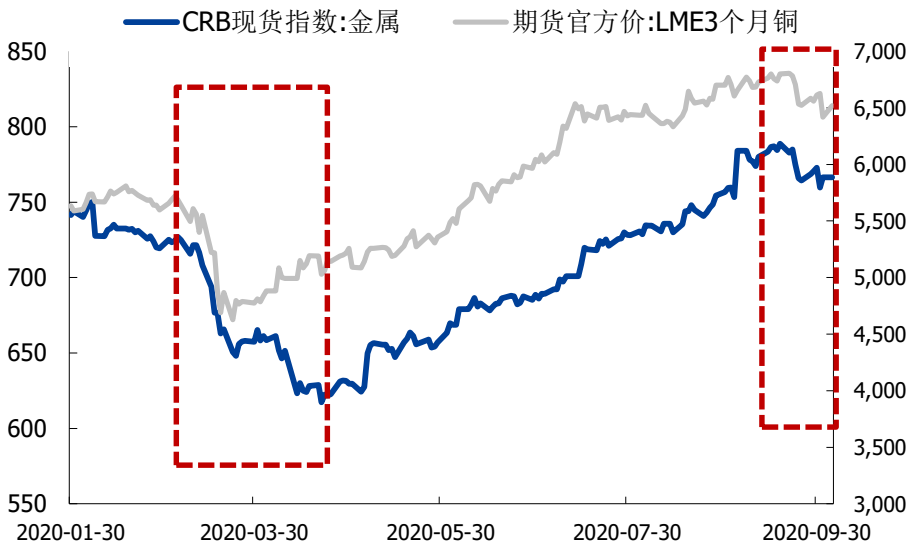
利率上行尚不足以扭转基本面恢复趋势

资料来源：Wind，开源证券，新时代证券

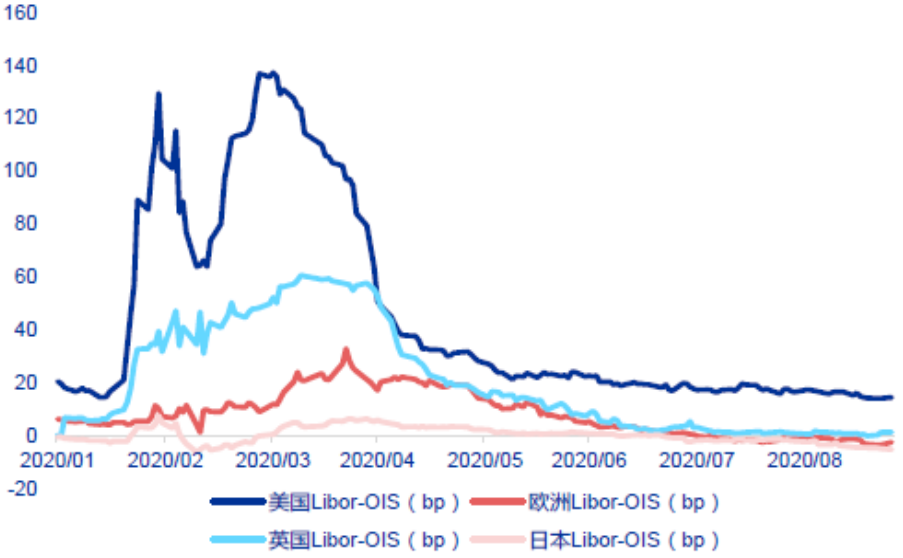
2.1、基本面上行趋势，是当前与18年、20年Q1的最大不同

- 从海外风险资产价格反映来看，虽然市场表现出一定的学习效应，疫情的不确定性引发工业金属、股票等风险资产价格的回调，但调整幅度上远小于Q1，说明海外疫情恶化并不构成市场的主要矛盾。
- 与一季度相比，当前金融市场流动性维持平稳，不存在挤兑危机等问题。因此，结合基本面与流动性情况，当前市场并无趋势性利空，出现系统性风险可能性很小。

海外二次疫情对于基本面预期冲击有限



美元流动性维持稳定，未出现挤兑危机

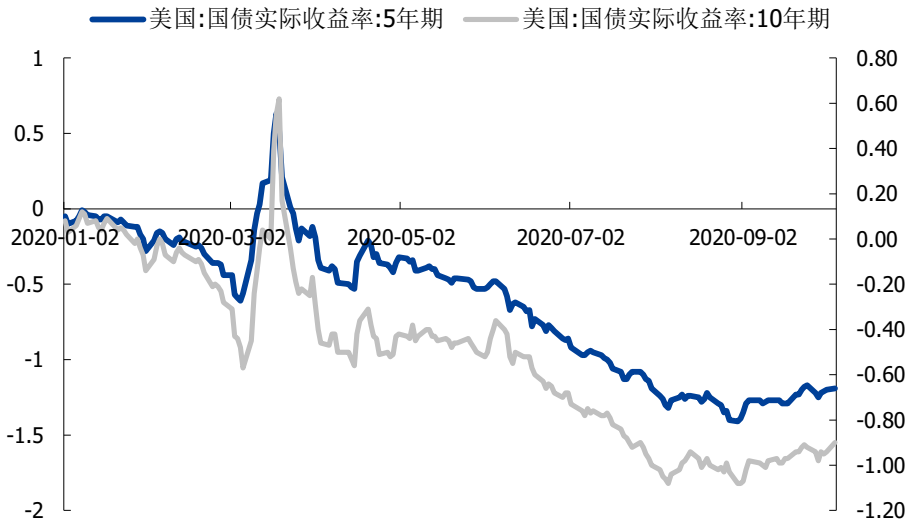


资料来源：Wind，申万宏源证券，东方基金整理

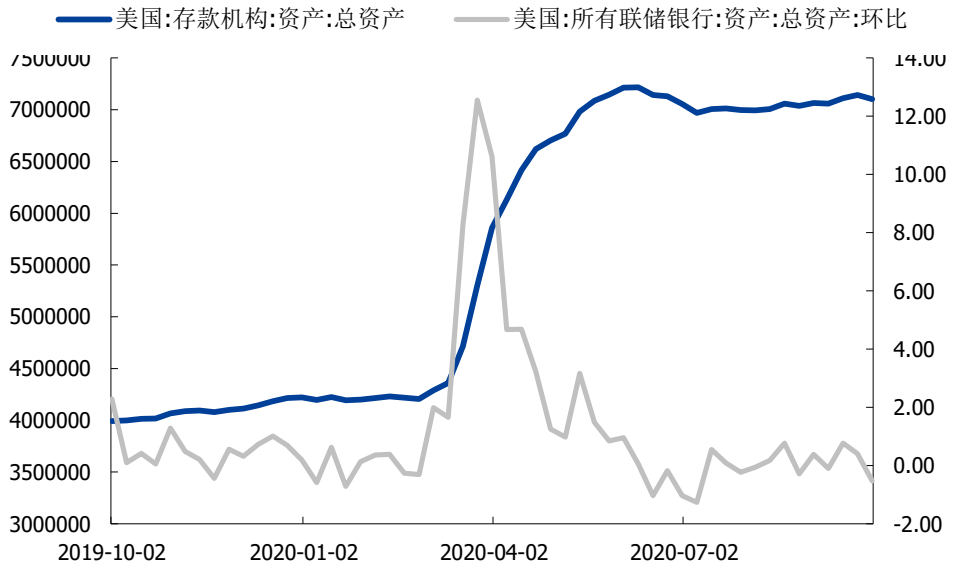
2.2、市场对紧货币已充分反映，不必过度担忧流动性压力

- 面对疫情的二次爆发，美联储未向市场释放更为宽松的信号，是导致近期海内外市场回调的重要原因之一。
- 事实上，美国实际利率自9月起确实出现探底回升，各类资产价格也对此作出了反映；但根据历史经验，美联储实质性收紧建立在核心通胀上行、失业率恢复至常态的背景下，当前显然不具备这样的基本面条件；后续随着经济二次探底风险加剧，不排除再度宽松加码的可能。

9月以来美国实际利率探底回升



美联储资产负债表目前仍维持扩张

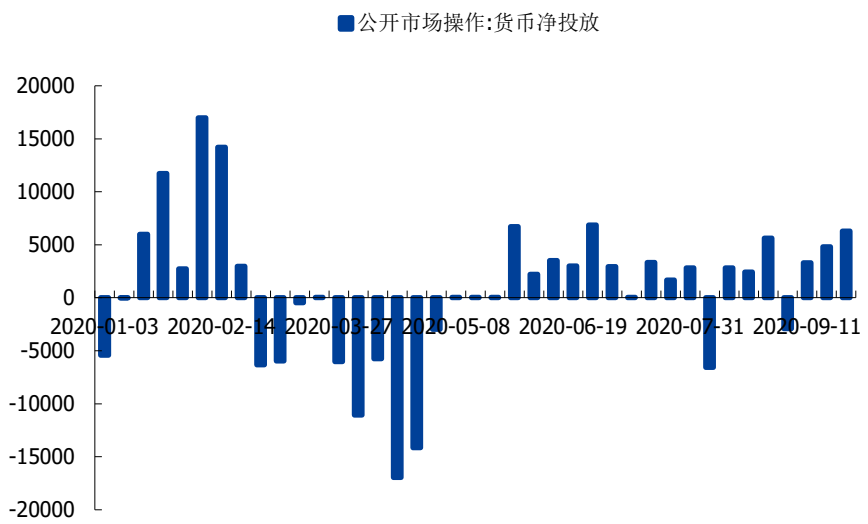


资料来源：Wind，东方基金整理

2.2、市场对紧货币已充分反映，不必过度担忧流动性压力

- 国内方面，利率中枢上行最快的阶段已经过去，近期央行公开市场持续净投放，表明了货币基调仍然以稳为主。
- 另一方面，虽然利率中枢已经升至疫情爆发前的水平，但期限利差依然位于合理区间，这与前几次因货币紧缩引发基本面衰退的情形（2011年、2013年中、2017年Q4）存在较大差异。

近期央行公开市场维持净投放



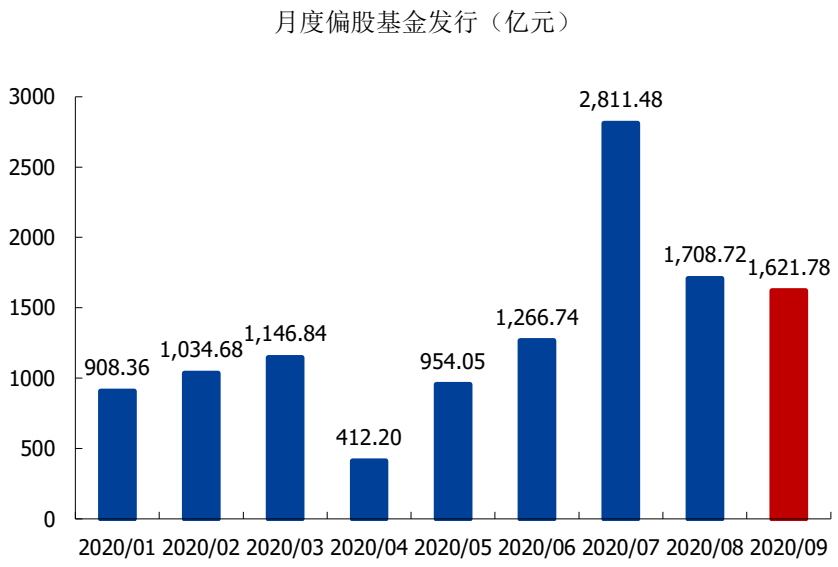
当前期限利差仍在合理区间

资料来源：Wind，东方基金整理

2.2、市场对紧货币已充分反映，不必过度担忧流动性压力

- 不同于宏观资金面的边际趋紧，股市流动性依然非常充裕，以偏股类公募基金发行测算来看，虽然8-9月市场情绪转弱，但偏股类公募基金仍然保持着单月1500亿+的发行速度。
- 同时，以险资为代表的大类资产配置型资金也在不断提升权益类资产持有比重，增量资金入市的趋势下，不必过度担忧宏观流动性压力。

今年以来偏股类公募基金发行



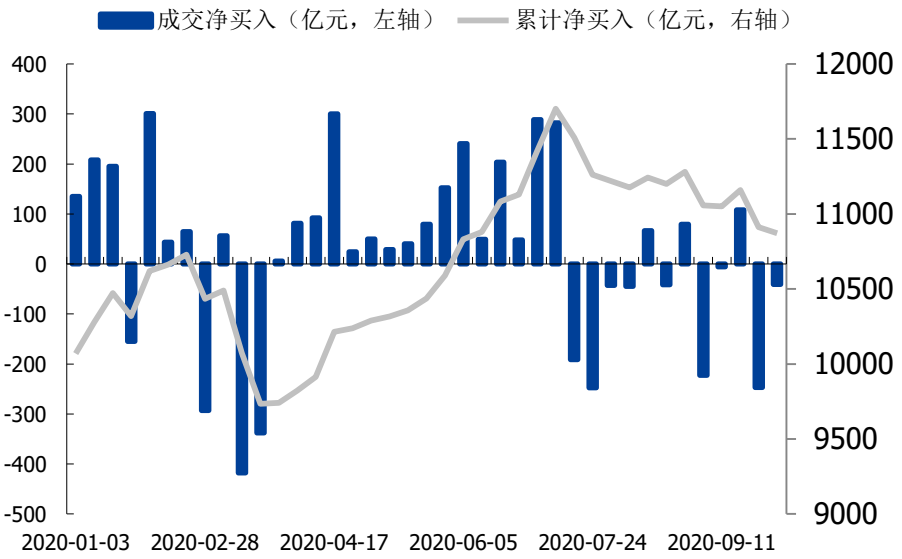
险资运用余额占比持续上行

资料来源：Wind，东方基金整理

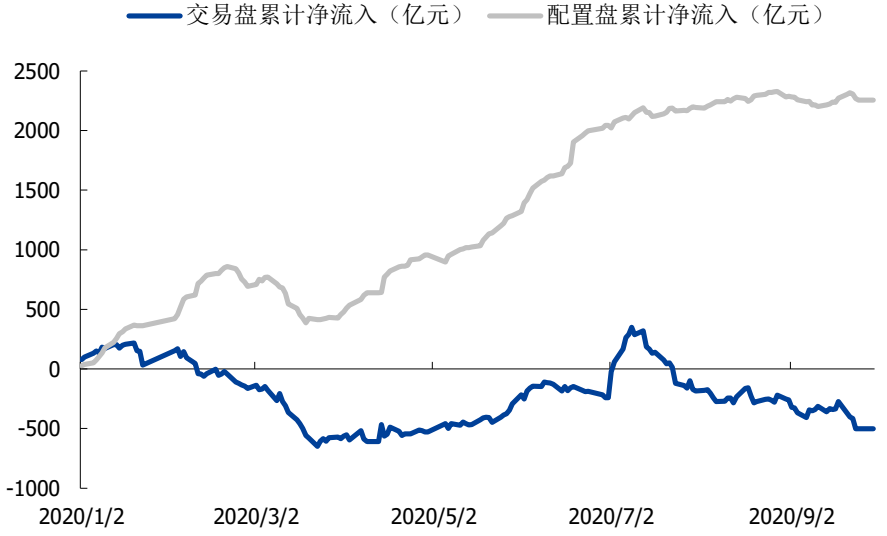
2.2、市场对紧货币已充分反映，不必过度担忧流动性压力

- 疫情冲击叠加中美摩擦，7月以来北上资金呈持续净流出，但通过资金结构的拆分，可以看到三季度外资的大进大出主要由交易型资金驱动，而长期配置型资金并未撤离。
- 在中外利差以及基本面优势支撑下，人民币汇率升值依然具备空间，短期外部不确定性落地后，外资流出依然是长期趋势。

三季度外资持续净流出



但通过结构拆分，可以看到配置型资金并未离场

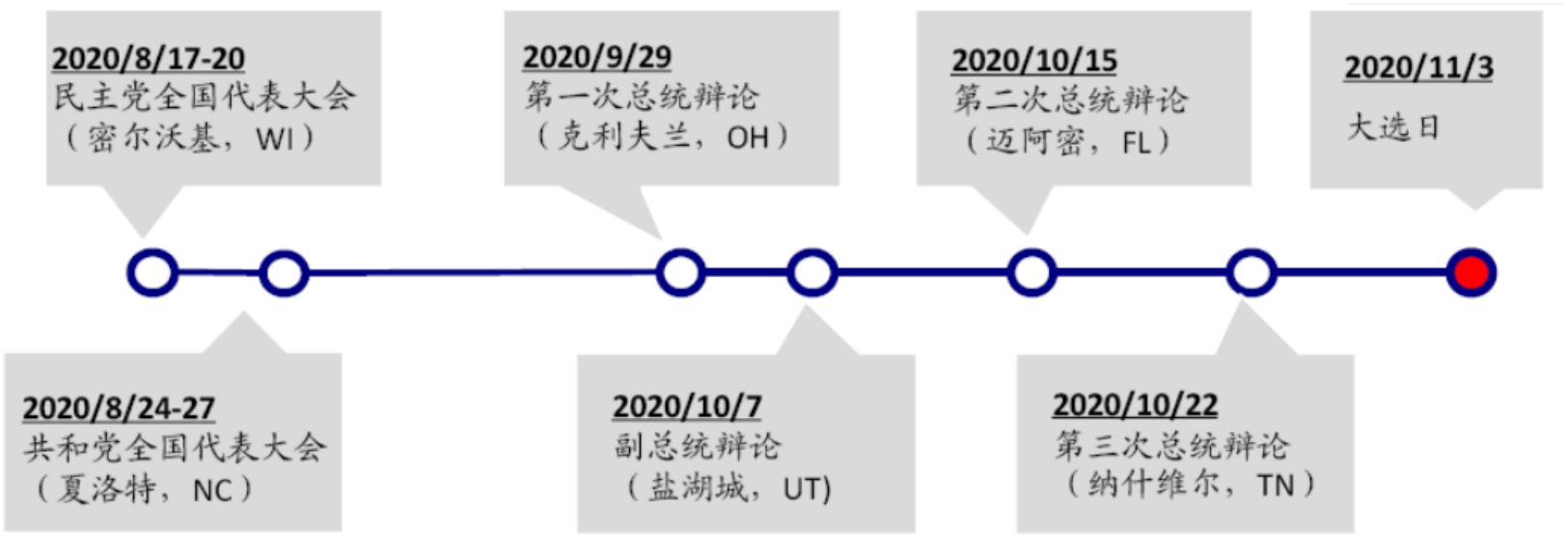


资料来源：Wind，东方基金整理

2.3、美国大选的不确定性，可能会冲击Q4中前段风险偏好

- 从常识判断角度，大选进入白热化阶段后，政策和选情的不确定性都可能导致投资者维持观望和谨慎态度，海外市场在大选结果最终出炉前可能维持弱势和震荡。
- 另外的一个尾部风险是11月3日大选投票日后，大选结果无法及时出炉、甚至引发争议需要较长时间才能落定，可能会进一步提升市场的不确定性。

2020年美国大选原定时间表



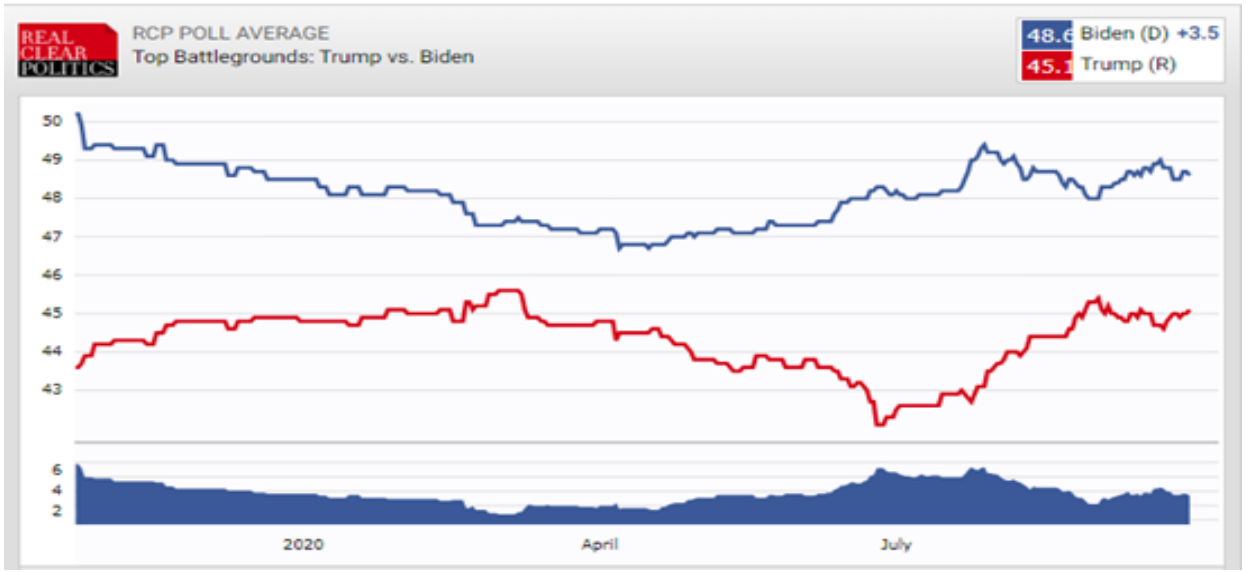
资料来源：东方基金整理

2.3、美国大选的不确定性，可能会冲击Q4中前段风险偏好

- 特朗普于近日（10月2日）感染新冠，又给大选未来路径演变增添了诸多不确定性。包括原定于10月15日的第二轮总统候选人辩论、未来几周的竞选安排、政策推进、甚至极端情形下最终大选都有可能受到影响。

摇摆州支持率对比：拜登VS特朗普

Top Battlegrounds: Trump vs. Biden				
RCP Average	Date	Biden (D)	Trump (R)	Spread
Top Battlegrounds	10/2	48.6	45.1	Biden +3.5
Florida	October 2nd	47.8	46.7	Biden +1.1
Pennsylvania	October 2nd	49.6	43.9	Biden +5.7
Michigan	October 2nd	49.2	44.0	Biden +5.2
Wisconsin	October 2nd	49.8	44.3	Biden +5.5
North Carolina	October 2nd	47.1	46.6	Biden +0.5
Arizona	October 2nd	48.0	45.2	Biden +2.8

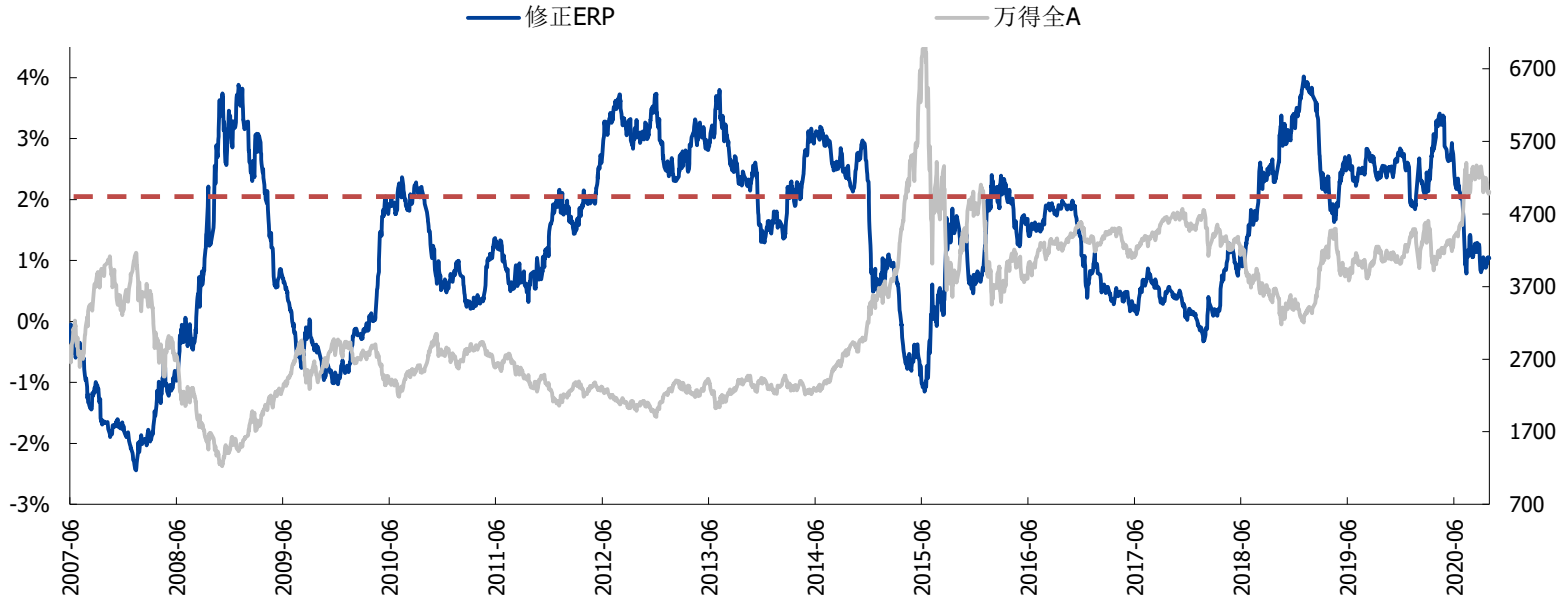


资料来源：中金公司，东方基金整理

2.3、美国大选的不确定性，可能会冲击Q4中前段风险偏好

- 距离11月3日美国大选投票日仅剩短短1个月的时间里，特朗普感染新冠使得未来演化路径的不确定性进一步增加，也即波动或不同情形选择赔率的加大，从而对市场风险偏好形成冲击。
- 经历过7月上旬拉升后，A股股权风险溢价进入历史均值区域，在外部不确定性仍高的背景下，四季度前段估值继续修复的难度较大。

全A股权风险溢价位于均值区域，估值继续修复动力不足

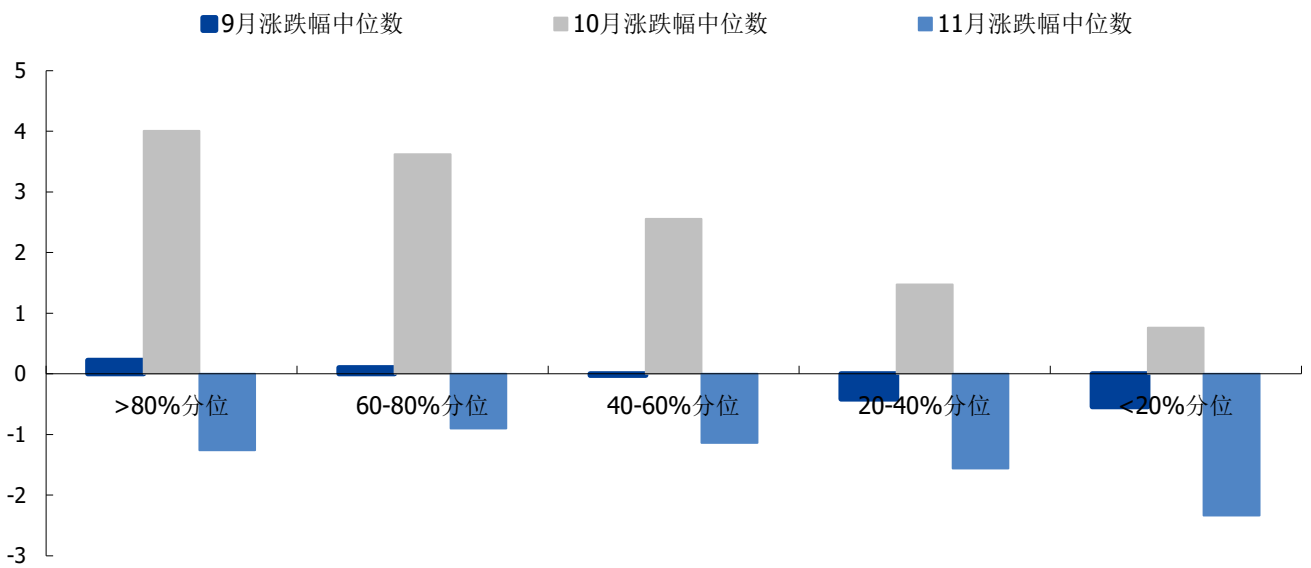


资料来源：Wind，东方基金整理

2.4、三季报窗口期，业绩增长通常或是超额收益的主要来源

- 历史经验显示，在三季报披露窗口，A股标的涨跌幅与当季业绩增速具有较强的相关性，三季报增速越靠前的公司涨幅也越大，这一特点在10月尤为显著。
- 在外部不确定性较大、估值上行动力不足的背景下，业绩增长或将成为A股超额收益的主要来源。

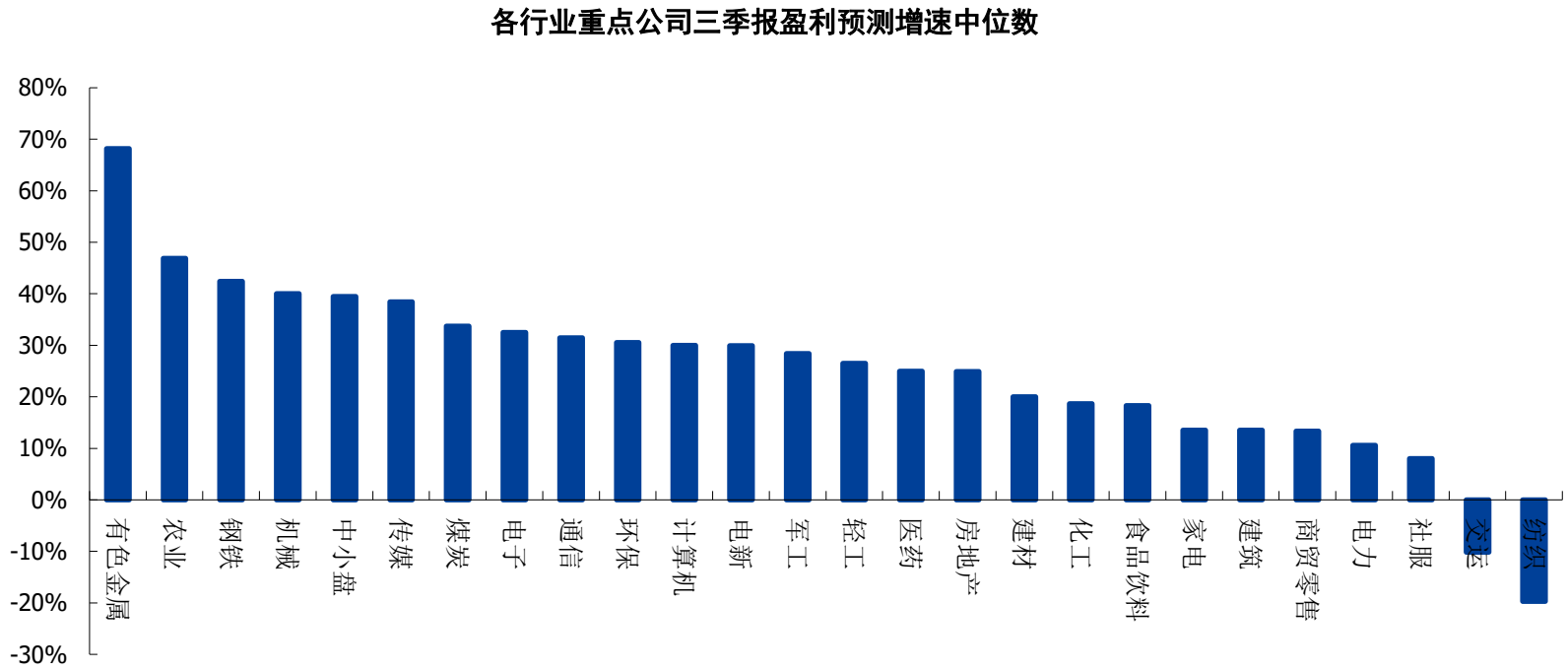
过去10年四季度各月份涨跌幅与三季报增速关系



资料来源：Wind，东方基金整理

2.4、三季报窗口期，业绩增长通常或是超额收益的主要来源

- 根据券商分析师对各行业重点公司的三季报预测整理，申万一级行业中，三季报业绩增速靠前行业为有色金属、农业、钢铁、机械、传媒，而纺服、交运、社服、电力和商贸零售相对靠后。

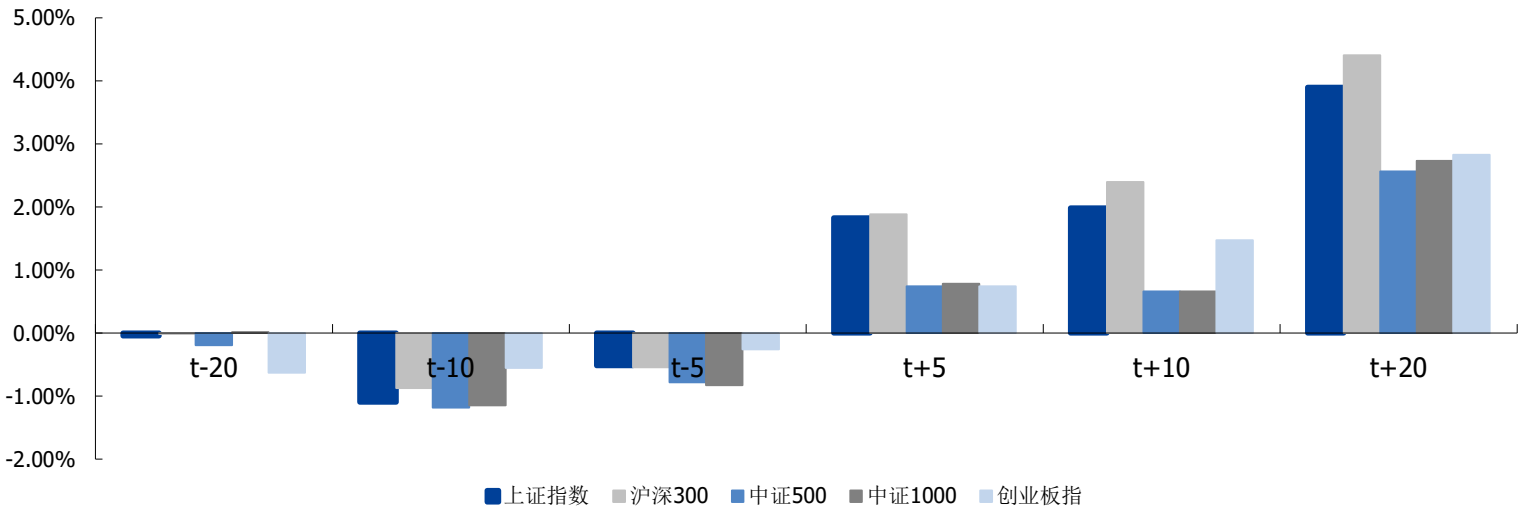


资料来源：券商分析师预测，东方基金整理

2.5、价值风格与中游制造有望在四季度迎来转机

- 根据过去10年的经验，十一前后的市场通常呈先抑后扬走势，假期归来后的A股指数收涨概率较高。
- 下图数据为过去十年国庆前后20日内的主要宽基指数收益均值情况，从涨跌幅情况看，节后20日的正收益概率较大，且沪深300的涨幅超过中证500。

十一假期前后市场各指数涨跌幅统计（过去10年均值）

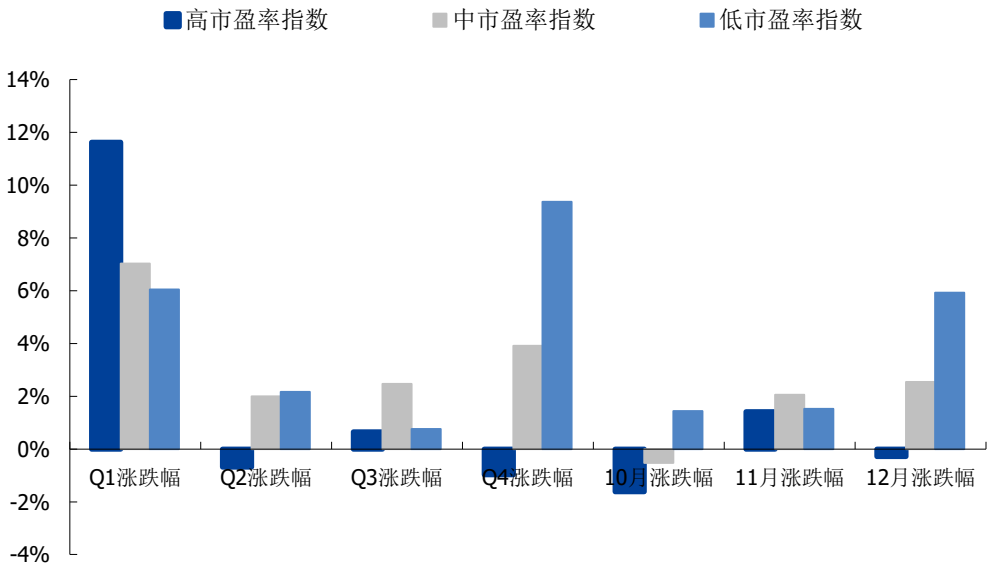


资料来源：Wind，东方基金整理

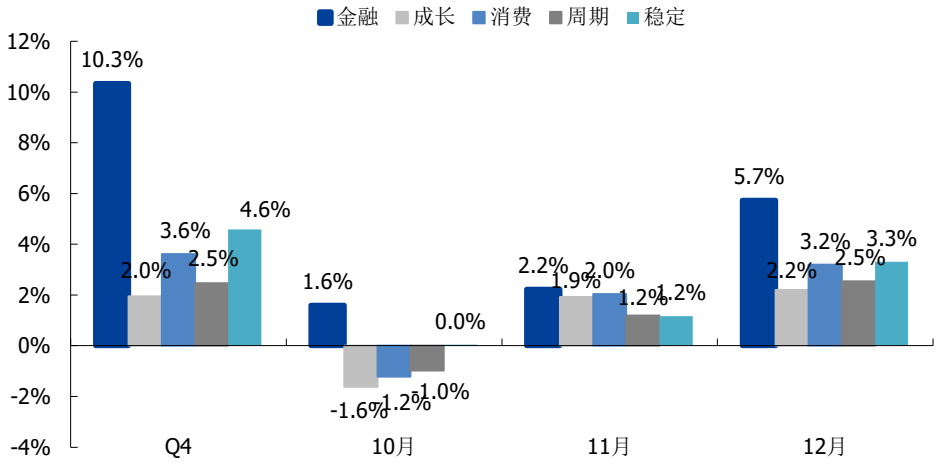
2.5、价值风格与中游制造有望在四季度迎来转机

- 历史经验显示，A股四季度风格通常偏向价值板块，同样以过去10年经验为例，四季度是4个季度内低估值标的大幅跑赢的时段，其中又以10月和12月最为明显。
- 从中信风格指数复盘也能看出类似规律，过去15年低估值的金融板块在四季度明显跑赢。从右图中也可以发现，2005年到2019年各版块涨跌幅统计中，金融板块获取超额收益的确定性最高，涨幅也较为靠前。

十一假期前后市场各指数涨跌幅统计（过去10年均值）



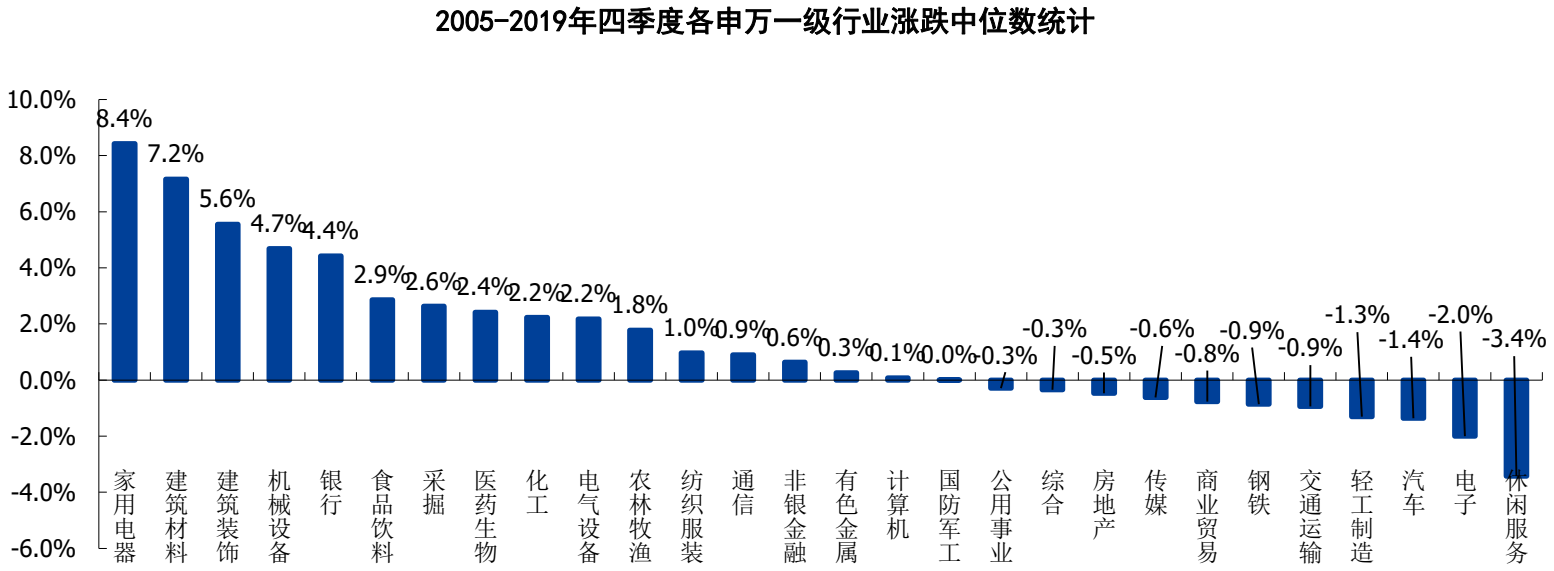
2005-2019年各风格板块涨跌均值统计



资料来源：Wind，东方基金整理

2.5、价值风格与中游制造有望在四季度迎来转机

- 具体到行业方面，过去15年各申万一级行业按照四季度涨跌幅中位数排序，家电、建材、建筑、机械、银行分列前5，而休闲服务、电子、汽车、轻工、交运排名靠后。

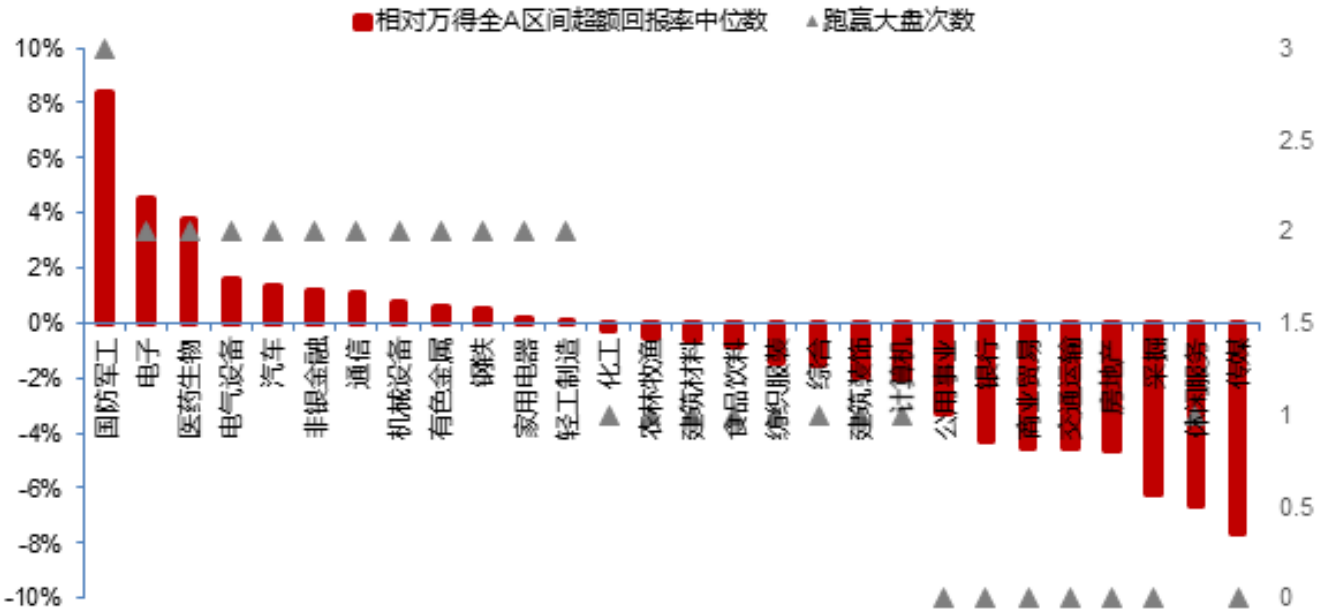


资料来源：Wind，东方基金整理

2.5、价值风格与中游制造有望在四季度迎来转机

- 除了常规季节性规律外，当前另外一个显著的宏观特征为通胀结构，也即CPI-PPI的背离，具体表现为PPI抬升与CPI回落的通胀组合。
- 过去10年来， PPI抬升与CPI回落的组合共发生过3次，分别是2013年11-12月、2014年6-7月，以及2016年5-8月；通过统计这些时段的行业表现，发现军工、电子、电气设备、汽车等中游制造表现相对靠前。

过去三轮PPI抬升+CPI回落通胀组合下的行业表现



资料来源：Wind，申万宏源证券

2.6 、总结

- 2018年和今年Q1，市场由于内外因素受到系统性风险大幅扰动，我们认为，但当前市场与此前两个时点相比，无基本面趋势和流动性并没有发生较大变化，因此四季度市场暂无趋势性利空，出现系统性风险可能性很小。
- 市场对于海内外紧货币预期已充分反映，A股市场增量资金依然充裕，对于宏观流动性不必过度担忧，且不排除海外再度宽松加码的可能。
- 特朗普感染新冠使得大选演化路径的不确定性进一步增加，从而对市场风险偏好形成压制。而A股风险溢价已进入历史均值区域，四季度前段估值继续修复的难度较大。
- 三季报披露窗口内，A股相对表现与业绩增速具有较强的相关性，在外部不确定性较大、估值上行动力不足的背景下，业绩增长将成为下一阶段A股超额收益的主要来源。
- 历史经验显示，A股四季度风格通常偏向低估值的价值板块；除了常规季节性规律外，PPI抬升与CPI回落的通胀组合利于中游制造表现，价值风格与中游制造有望在四季度迎来转机。

要点

■ 一、国际国内宏观情况

- ■ 欧美疫情大概率反复，但二次冲击力度可控
- ■ 补库周期启动苗头已现，且经济复苏具备中期持续性
- ■ 逆周期政策回归中性，将导致信用扩张放缓，进而制约复苏的弹性

■ 二、 没有趋势性利空，把握短期波动带来的配置机会

- ➢ 基本面上行趋势，是当前与2018年、20年Q1的最大不同
- ➢ 市场对货币紧预期已有充分反映，不必过度担忧流动性压力
- ➢ 美国大选的不确定性，可能会冲击Q4中前段风险偏好
- ➢ 三季报窗口期，业绩增长通常或是超额收益的主要来源
- ➢ 结合历史经验，价值风格与中游制造有望在四季度迎来转机

■ 三、投资建议

- ➢ 看好四季度价值板块估值修复机会
- ➢ 关注环比改善的可选消费与中游制造
- ➢ 继续持有景气向上的核心科技赛道

3.1 、四季度看好价值板块估值修复机会

■ **稳健增长且受益于宏观面改善的金融板块：**

- 1、银行：年初至今，银行板块经过多轮利空后累计跌超11%，估值与持仓均处于10年期底部；当前板块估值已经充分反映悲观情景下的盈利预期，宏观面向好也利于银行风险改善，看好四季度优质银行股机会。
- 2、保险：随着利率中枢高位企稳，险资资产端配置压力缓解；而负债端的逐渐改善叠加开门红保费高增预期将成为四季度保险股的强催化，绝对收益与相对收益均可期待。

■ **寻找顺周期板块的阿尔法周期股：**

- 1、化工：二季度以来，部分基础化工产品价格及盈利已经出现明显恢复，未来有望逐季度向好，继续看好化工龙头白马以及高成长公司。
- 2、有色：全球经济恢复趋势下，顺周期工业金属板块具有较好投资机会，重点关注兼具工业和金融属性且受益于供需错配的铜，以及受益于新能源景气向上支撑的钴、锂板块。

3.2、关注环比改善的可选消费与中游制造

■ **继续看好环比改善趋势确定的可选消费板块：**

- 1、白酒：随着疫情稳定和中秋国庆节日催化，中高端白酒边际改善明确；目前板块估值在可接受范围，业绩环比改善和中期业绩的确定性仍是后市板块上涨的核心驱动。
- 2、白电：白电龙头壁垒深厚，短期环比改善趋势确定，当前估值在消费板块中较低。
- 3、厨电和家居：竣工复苏有望带动厨电和家居的需求弹性，且近期线下销售逐步改善，业绩兑现确定性较强；长期看，厨电和家居的行业规模仍有成长空间，龙头份额仍有提升空间。
- 4、酒店：疫情影响或加速行业集中度提升，后续需求环比改善时弹性较大。
- 5、职教：教育行业本身商业模式具有长期向好的确定性，受疫情影响短期需求延后兑现，中长期或催生更多的教育培训需求。

■ **推荐兼具景气趋势与成长逻辑的中游制造：**

- 1、光伏：行业处于边际改善向上的通道，产业链价格反映需求景气复苏，国内抢装+海外需求回升促进Q4需求爆发；光伏接近平价后中长期成长逻辑更为顺畅。
- 2、工程机械：内需驱动景气持续，从业绩确定及估值安全边际角度持续推荐。
- 3、军工：军工自主可控属性受全球疫情冲击较小，“十四五”规划催生优质细分赛道，看好装备需求叠加国产替代加速下的行业机会。

3.3、继续持有景气向上的核心科技赛道

■ 继续看好景气持续向上、成长空间大的核心科技赛道：

- 1、电动车：电动车内外需求均恢复至高增长，Q4有望迎来内外销量共振，各主流车企在特斯拉引领及政策压力下加速转型，长期来看全球电动化趋势基本不可逆。国内电动车产业链中游制造、上游资源环节在全球范围看产品力、成本等优势突出，具备长期配置价值。
- 2、消费电子：苹果产业链大概率行业景气度筑底，三季度同比增速虽有压力，但环比已经开始改善，预计未来3-4个季度行业景气度将持续提升。TWS耳机短期受疫情影响后已经恢复高增长，目前airpods出货量环比持续提升，安卓TWS数据保持高增长，根据现有趋势，未来耳机赛道大概率将继续维持增长。
- 3、面板：三季度面板价格维持上涨趋势，面板景气持续向上，看好头部公司估值修复。
- 4、5G：5G建设进程超预期，主设备商稀缺龙头业绩边际改善可期：“新基建”政策不断催化，5G基站建设不断加速，看好相关基础设施投入带来的机会。
- 5、计算机：软件收入在三季度已经开始复苏，新基建开启新一轮IT支出景气周期，行业基本面处于中长期底部拐点区；云计算具备广阔市场，且龙头企业先发优势和长期确定性，建议继续持有；金融监管环境放松，产业支持政策频出，基础软件替换趋势下金融IT景气持续向上。

免责条款

东方基金管理有限责任公司（下称“东方基金”）是经中国证券监督管理委员会批准依法设立的公募基金管理公司，具备公募基金管理人资格。

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行负担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。

东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

Thanks!