

四季度交易什么？

证券研究报告

2021 年 10 月 09 日

作者

宋雪涛 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110517090003
 songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
 linyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-3 季度 GDP 增速可能低于 5%》2021-09-30
- 2 《宏观报告：鲍威尔的困惑——是工作找不到人？还是人找不到工作？ - 鲍威尔的困惑——是工作找不到人？还是人找不到工作？》2021-09-29
- 3 《宏观报告：宏观-能耗双控的几个常见问题》2021-09-28

海外市场：Q4 美股最大的影响因素的还是盈利，Q3 美股上市公司业绩还在兑现，疫情流感化带来业绩整体改善，整体风险不大。另一方面 Q4 海外流动性边际收敛的预期上升，风险情绪带动下美股波动上升，因此美股将维持高位震荡。Q4 海外市场最主要的交易逻辑是“滞胀预期和流动性边际收敛”，行业投资机会在于解除供给瓶颈提高生产效率的行业，例如能源，必需消费，消费服务等。

国内市场：国内市场的系统性风险也不大，但受到海外市场波动上升的影响，A 股和港股的波动加大。国内 Q4 最主要的交易逻辑是“衰退预期和流动性边际放松” 内外经济背景和流动性背景的差异，导致市场分化也在加大。如果原材料价格维持高位，毛利率继续下降，Q4 行业投资机会更聚焦在能够提高附加值、顺应产业升级趋势的细分领域。Q4 相对利好的是能够向外转移成本压力的出口优势性行业（细分行业全球市占率高的隐形冠军），和受益于国内流动性宽松的内需成长性行业（新能源、创新药等，和安全、能源、自主可控、国产替代有关，和宏观需求关系不大）。相对利空的是定价能力弱、成本敏感的中游制造业，对内需衰退敏感的消费周期类行业，和对海外流动性敏感的部分板块。

风险提示：国内疫情防控压力超预期；政策倾斜力度不及预期；美联储货币政策超预期收紧

1. 海外市场

1.1. 海外分子端

口服新冠特效药的问世是一个重大事件。新冠病毒变异至今，仅靠疫苗无法完全阻止病毒传播，如果缺少简便的治疗药物，以新冠更强的传播性和毒性，流感化的后果仍然十分严重，社会生活和全球供应链仍然难以回归正常化。

但是口服新冠特效药的问世，让轻症患者通过自行服药和简单防护可在家治愈，降低了社会大众对新冠的恐惧，就像“流感疫苗+口服特效药（奥司他韦等）”让人类社会免于流感影响一样，“新冠疫苗接种+口服新冠特效药”的组合可能是人类社会回归正轨的一块重要拼图。

在高比例疫苗高接种之后，发达国家的消费服务基本恢复正常，美国 ISM 非制造业 PMI 今年 3 月以来连续位于 60 以上，美国酒店入住率今年 6 月以来回到了疫情前 60% 以上的水平，谷歌流动数据显示今年 5 月以来美国商场和娱乐场所人流量低于疫情前水平不到 10%。

但工业生产受全球产业链影响依然存在供应紧张和效率不足的问题。供求错配最终体现为基础能源价格的上涨，形成明显的滞胀预期，更准确地说非典型滞胀（供给型通胀）。经典滞胀的成因是需求过热，但大宗商品产能不足，价格上涨导致供给减少，之后是需求回落同时产能释放，供给过剩价格下跌，经济进入衰退。

1.2. 海外分母端

由于非典型滞胀是由供给而非需求推动，因此货币政策也与经典滞胀时期的紧缩周期不同，对通胀的关注下降，偏向于财政主导货币配合，退出宽松会更加谨慎。9 月 23 日美联储议息会议基本确认了将在 11 月宣布 QE taper，鲍威尔在 9 月 28 日国会听证会再次确认了“美国几乎满足了（all but met）开始 taper 的条件，但距离加息很遥远”。

9 月议息会议之后，Q4 海外流动性边际收敛的预期升温，10 年美债收益率已经升至 1.60% 以上，主要是实际利率反弹，叠加了一些通胀预期的回升。利率反弹短期影响美股风险情绪，美元指数升 94 以上，突破年内高点。

参考 2013 年，美债利率会在美联储释放 taper 信号后反弹，在开启 taper 前随基本面转弱而回落。由于市场对于 Taper 预期充分，经济预期高位回落，并且实际利率长期为负的因素如高储蓄率、低增长、央行扩表等仍在持续，预计利率反弹幅度有限，taper 的影响应该弱于 2013 年，利率反弹的高点和今年初近似。

1.3. 海外市场总结

Q4 美股最大的影响因素的还是盈利，Q3 美股上市公司业绩还在兑现，疫情流感化带来业绩整体改善，整体风险不大。另一方面 Q4 海外流动性边际收敛的预期上升，风险情绪带动下美股波动上升，因此美股将维持高位震荡。Q4 海外市场最主要的交易逻辑是“滞胀预期和流动性边际收敛”，行业投资机会在于解除供给瓶颈提高生产效率的行业，例如能源，必需消费，消费服务等。

2. 国内市场

2.1. 国内分子端

9 月官方制造业 PMI 录得 49.6，旺季不旺，供需两弱。我们预计 3 季度实际 GDP 增速很可能低于 5%，两年同比增速也低于 5%。3 季度的经济下行是内外因素叠加、供需因素叠加的结果。4 季度经济有望较 3 季度小幅改善，但改善幅度有限。

限电一定程度上会强化国内经济的下行压力，但不一定会导致通胀。工业品价格通过可贸易品出口对外传导，但因为消费力不足（疫情反复、产业结构），对下游消费品价格传导不畅。工业品价格上涨导致制造业利润被挤出，形成明显的衰退预期。

2.2. 国内分母端

经济下行压力加大，稳增长政策进一步加码，另外 4 季度有 2.45 万亿 MLF 到期，同时防范房地产行业溢出金融风险，9 月底央行货政委 3 季度例会和房地产金融工作座谈会连续提到“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。四季度货币政策再宽松的可能性较高，国内流动性边际放松，但海外流动性边际收敛，内外流动性环境形成鲜明反差。

2.3. 风险偏好

近期中美关系实质性缓和，两国领导人通电话，商务部和美国贸易代表办公室互相释放友好信号，孟晚舟回国，中方外长和美方防长苏黎世会谈，中美关系正在在有限度地重回正轨，年底前中美可能在关税气候地缘安全等领域增加合作。

2.4. 国内市场总结

指数层面：国内市场的系统性风险也不大，但受到海外市场波动上升的影响，A 股和港股的波动加大。国内 Q4 最主要的交易逻辑是“衰退预期和流动性边际放松”，海外 Q4 交易“滞胀预期和流动性边际收敛”，内外经济背景和流动性背景的差异，导致市场分化也在加大。内外差异也体现在大宗商品和周期股的走势背离，大宗商品反映了全球供给不足的价格上涨（海外滞胀），周期股体现了需求不足的悲观预期（国内衰退）。

行业配置：如果原材料价格维持高位，毛利率继续下降，Q4 行业投资机会更聚焦在能够提高附加值、顺应产业升级趋势的细分领域。Q4 相对利好的是能够向外转移成本压力的出口优势性行业（细分行业全球市占率高的隐形冠军），和受益于国内流动性宽松的内需成长性行业（新能源、创新药等，和安全、能源、自主可控、国产替代有关，和宏观需求关系不大）。相对利空的是定价能力弱、成本敏感的中游制造业，对内需衰退敏感的消费周期类行业，和对海外流动性敏感的部分板块。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27492

