中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
电话：010-59219561
邮箱：chengg@avicsec.com

2020H2 我们做了哪些重要的判断

策略点评报告　　2020 年 12 月 31 日

摘要

- 在策略研究逐渐同质化，对投资决策的指导意义逐渐模糊化的当下，我们力求站在买方机构投资者的角度开展研究工作，输出对交易行为有切实指导意义的研究成果。
- 7 月初市场纠结于高估值还是低估值的风格时，我们提出了“行业判断比风格判断更重要”，着重提示可选消费的配置价值。此后可选消费大幅上涨。
- 7 月中旬中美关系再次紧张，市场担忧 2018 年的慢熊再现，我们提出“中美关系对 A 股扰动作用减小”。
- 7 月下旬美国新冠新增数量不断刷新纪录，当市场担忧美股再次暴跌时，我们建立医疗资源监测体系，提出“只要医疗资源不被挤兑，新增创新高也不会扰动经济复苏，坚定看多美股”。此后美股延续上涨。
- 8 月初伦敦金现突破 2000 美元/盎司，我们提出黄金中短期下跌可能性大，但 2021 年仍具备上升空间。伦敦金现从高点下跌幅度超过 9%。
- 8 月中旬，市场热点完全不在低估值周期股上，但我们提出 PPI 复苏确定性强，明确提示周期股的配置价值。此后低估值周期股迎来爆发。
- 9 月初市场对于人民币多空分歧不断加深，我们基于均衡汇率理论、购买力评价理论和利率平价理论等研究框架明确指出“中期人民币大概率升值”。目前人民币兑美元已经升破 6.6。
- 9 月中旬市场上仍有观点推测，由于基金发行量巨大，6 月底 7 月初 A 股的快速拉升能够在年底重现，我们明确阐述“基金扎堆发行代表居民入市热情，而非机构投资者主动择时”，指出四季度货币超发收敛，很难有整体快速突破的行情。
- 10 月，我们对于低估值顺周期的判断开始验证，市场又出现全面舍弃科技股的观点。我们发布报告，指出当下不具备 16、17 年科技股被碾压的基础，不应该放弃以创业板 50 为代表的成长风格。年底创 50 持续创新高。
- 10 月底，市场担忧美国大选风险影响 A 股，出现大选期间降低仓位的观点，我们明确判断美国大选对 A 股影响有限。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

新冠疫情的爆发让 2020 庚子年成为历史上又一个不平凡的年份。雄关漫道真如铁，而今迈步从头越，中航证券策略团队也在疫情后的 7 月份组建启程，为市场带来我们对于 A 股、外汇、海外和商品等方面的研判。

A 股是大类资产中的一小部分，深刻受到其他资产的影响。策略研究一定是以大类资产作为研究对象，如果仅仅埋头研究 A 股，最终可能管中窥豹，坐井观天。因此我们的策略研究以总量研究作为基础，团队中涵盖宏观、固收、量化和行研等研究员。

在策略研究逐渐同质化，对投资决策的指导意义逐渐模糊化的当下，我们力求站在买方机构投资者的角度开展研究工作，输出对交易行为有切实指导意义的研究成果。

表 1：2020 年中航证券策略团队对外发布的报告

发布日期	报告名称
2020年7月5日	《行业判断比风格判断重要：可选消费配置价值显现》
2020年7月7日	《本轮上涨符合牛市形成特征》
2020年7月18日	《中美关系趋紧等扰动市场情绪，短期调整后上行格局不变》
2020年7月25日	《美国疫情恶化到什么程度会导致美股下跌》
2020年8月9日	《黄金如何定价：短期波动加大，向上空间仍然可观》
2020年8月16日	《PPI恢复，上调低估值强周期行业至标配》
2020年8月23日	《2020或是A股牛短熊长的终结之年》
2020年8月30日	《如何预期未来十年的A股复合年化收益》
2020年9月6日	《多个维度指向中期人民币大概率升值》
2020年9月10日	《基金扎堆发行代表居民入市热情，而非机构投资者主动择时》
2020年9月18日	《迎接后疫情时代，重申可选消费配置价值》
2020年9月27日	《欧洲疫情反弹仅延缓复苏进程，把握市场回调机会》
2020年10月11日	《加配低估值顺周期不代表舍弃成长科技》
2020年10月18日	《欧洲疫情再创新高，难改经济复苏趋势》
2020年10月27日	《美国大选尾部风险对A股影响有限》
2020年10月28日	《部分欧美国家医疗资源进入挤兑状态，外盘波动或加大》
2020年11月7日	《大选期间美股发生了什么：再通胀策略的失效》
2020年11月11日	《医疗资源严重挤兑放大了疫苗对外盘的催化》
2020年11月29日	《一季度股债或继续分化，维持股优于债的判断》
2020年12月7日	《量化验证科技和医药的长线配置价值》

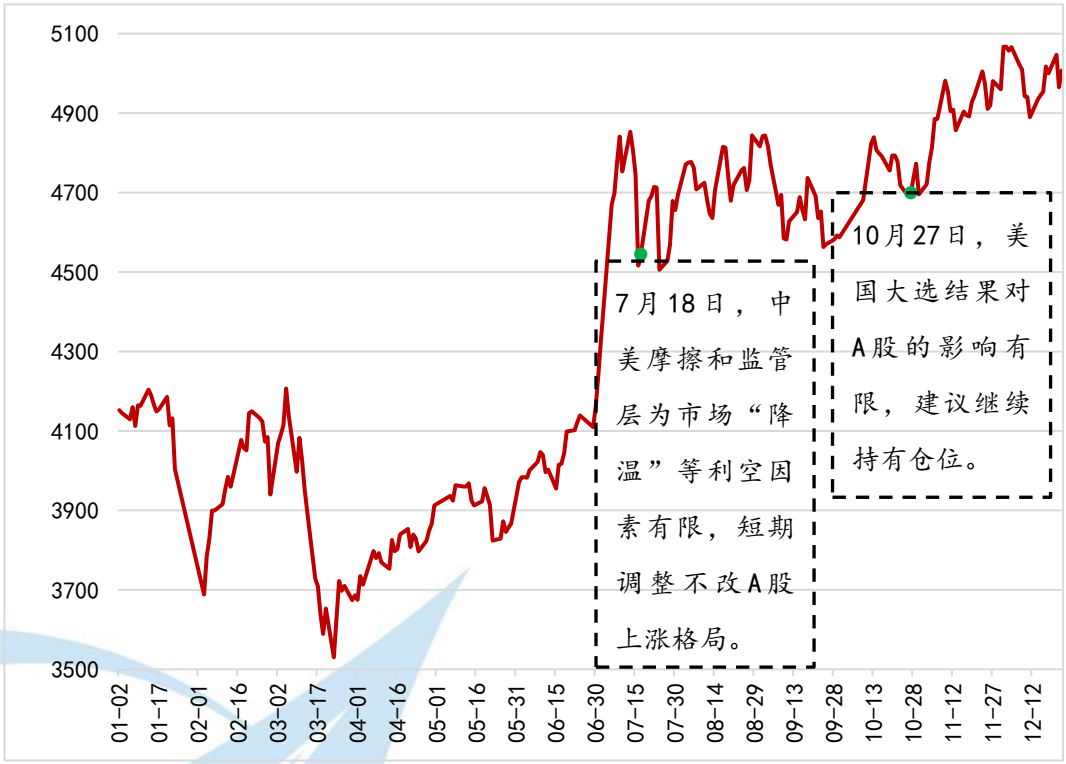
资料来源：中航证券研究所整理

一、2020 年下半年 A 股市场研判

下半年，我们总计发布了 20 篇（12 篇深度、8 篇点评）涉及 A 股、美股、欧股、固收、外汇、黄金和商品等主要大类资产的研究报告。对机构投资者真正关心的问题进行了研判。

研判成果来看，截至 12 月 25 日，较 7 月 18 日作出“中美摩擦和监管层为市场‘降温’等利空因素有限”的判断后，上涨 10.94%，较 10 月 27 日作出“美国大选结果对 A 股影响有限”的判断后，上涨 7.29%。

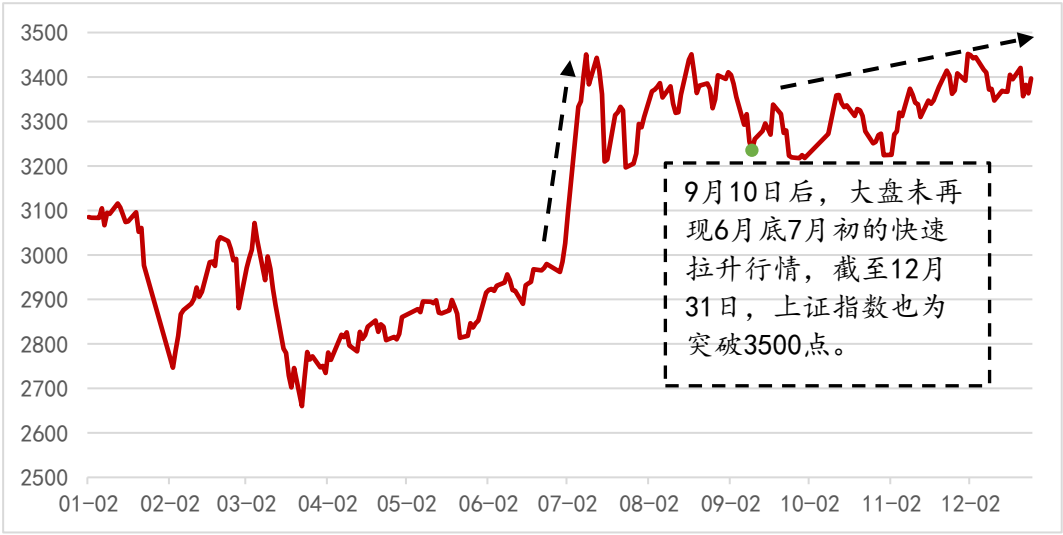
图 1：2020 年 6 月开始沪深 300 走势及我们所做出的中短期判断



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

9 月 10 日，当市场纠结 6 月底 7 月初的暴力拉升是否能够再现时，我们在《基金扎堆发行代表居民入市热情，而非机构投资者主动择时》中判断公募基金发行创新高不能简单推理成为看多的理由，为市场降温。结果上，**后市未再出现如 6 月底 7 月初快速拉升行情，上涨斜率趋缓，上证综指到 12 月 31 日也未像当时市场上很多投资者所期望的一样，突破 3500 点心理关口**。

图 2：2020 年 6 月开始沪深 300 走势及我们所做出的中短期判断



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

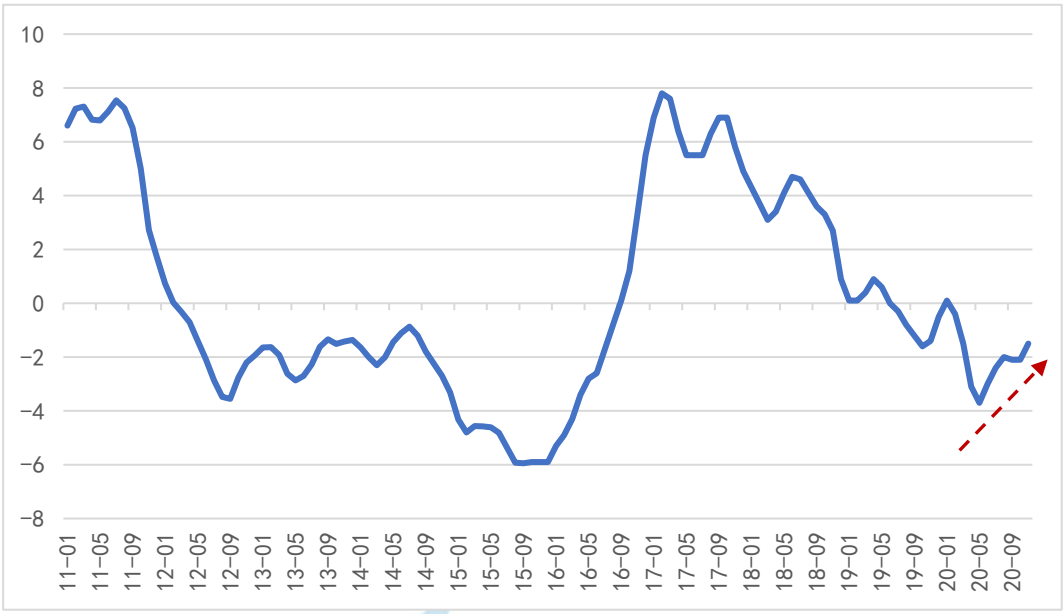
长期多空上，我们判断 2020 年或将是 A 股长期以来“牛短熊长”的结束之年，并分析预测了未来十年的 A 股年化复合收益率将趋近 8%-9%。

在《2020 年或是 A 股牛短熊长的终结之年》中，我们认为两次快速泡沫化的资产价格使 A 股需要通过更长的时间下跌来消化，所以横向对比其他国家，A 股长期以来呈现牛短熊长的格局。但基于粗放逆周期调节的退出，投资者国际化与机构化加深，以及资本市场地位提升、投融资改革红利释放三个因素，我们研判 2020 年是 A 股结束牛短熊长的转折之年。

我们在《如何预期未来十年的 A 股复合年化收益率》中认为 2021-2030 年股市的年化复合增速将与名义 GDP 的增速相匹配。基于劳动力投入这一因素，我们推算出 2021-2030 年中国名义 GDP 复合年化增速约为 8.53%。这也是我们所推断的，在被动不择时且充分多元化的情况下投资 A 股的未来十年的复合年化收益率。

风格和行业上，**我们在 8 月份便提出市场将向低估值强周期进行转换，是市场上最早提出该风格和行业切换的团队之一**。在 8 月 16 日发布的《PPI 恢复，上调低估值强周期行业至标配》中我们通过对 PPI 两个先行指标 M1 和 PMI 主要原材料购进价格的观察和判断，认为在两个先行指标大幅上扬的基础下，PPI 将由深度负值逐渐向零靠近。**从图 2 的结果来看，8 月到 11 月 PPI 同比确实呈现回升状态**。

图 3：PPI 触底回升，与我们研判一致（%）



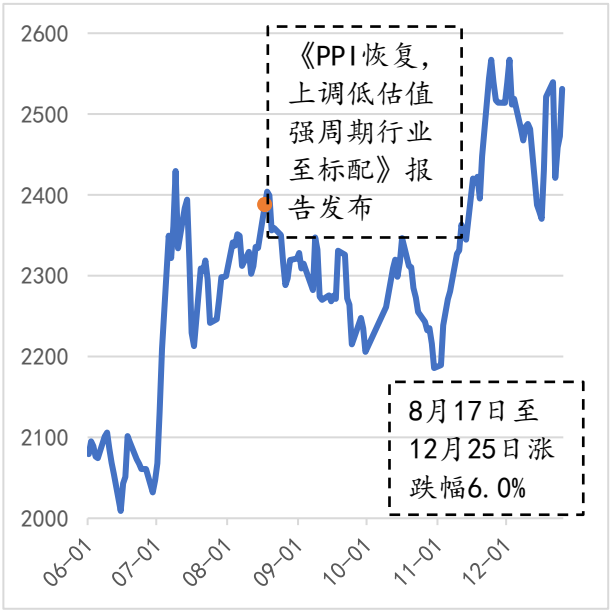
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

PPI 的恢复也将预示着 A 股净利增速的同步改善，低估值强周期行业有望得到一定的景气度修复，据此我们建议将该风格和行业的配置仓位由低配上调为标配。结果上，虽然低估值强周期行业在我们发布报告后的短期内出现了回调，但中期来看，上涨趋势明显。有色金属、采掘、钢铁和化工四个作为低估值强周期的表征行业，**自发布报告到 12 月 25 日，四个行业的申万行业指数涨幅均超以沪深 300 为代表的大盘指数（8 月 17 日至 12 月 25 日沪深 300 涨幅为 4.71%）**。

图 4：申万有色金属行业指数



图 5：申万采掘行业指数



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图 6：申万钢铁行业指数

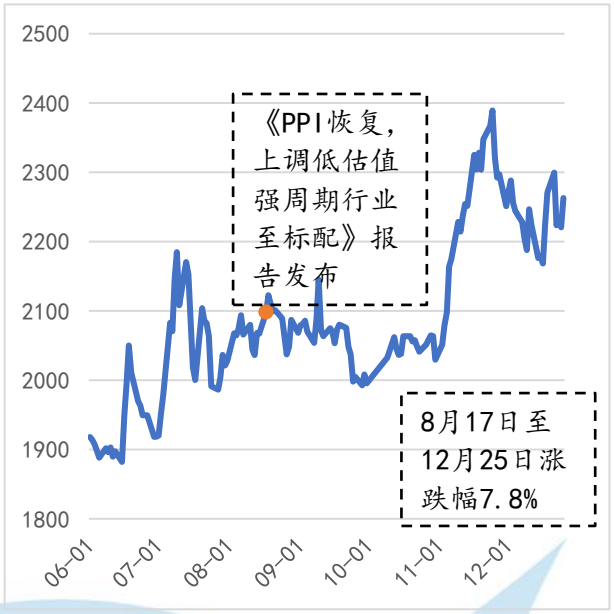


图 7：申万化工行业指数



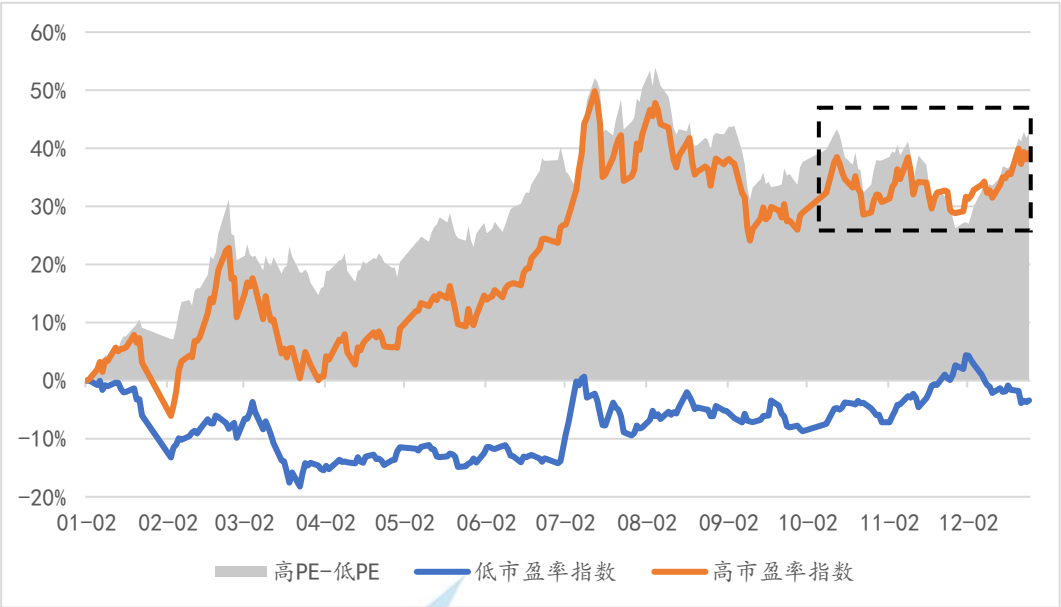
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

当市场争论是否将会出现全面的风格和行业转换的时候，我们判断虽然低估值顺周期行业确实存在边际上超配的合理性，但认为未来几个月市场风格将趋于均衡，成长股不会像 16、17 年那样完全被碾压。

研判结果上看，自我们于 10 月 11 日发布《加配低估值顺周期不代表舍弃成长科技》研究报告以来，**成长和价值板块并未出现明显的分化行情**（下图黑框内），甚至从 12 月初开始，高市盈率指数再一次跑赢低市盈率指数。符合我们所作出的判断。

研判逻辑则是我们认为 16、17 年风格的极端分化除了无风险利率持续上升以外，还有两个不可忽视的重要原因。其一，是供给侧改革下 PPI 快速上升顺周期业绩显著改善。创业板商誉减值大爆发业绩显著恶化。其二，是再融资收紧等严监管对成长风格的打压。目前不具备这两个原因。而随着 5G 商用的推进，科技板块开启新一轮景气周期，通信、电子等科技行业的景气度提升驱动创业板行情。

图 8：低市盈率与高市盈率年初以来分化状况

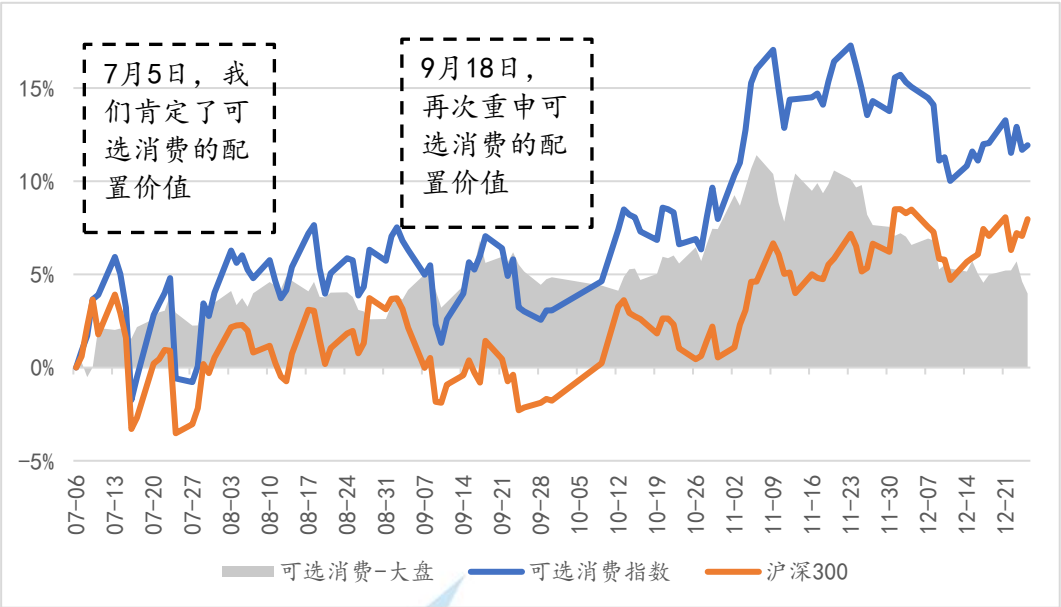


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

除了低估值强周期行业，我们也在疫情后持续肯定可选消费行业的配置价值。7 月 5 日，我们发布了《行业判断比风格判断重要：可选消费配置价值显现》，首次强调了可选消费的配置价值。9 月 18 日，我们基于对 G7 工业国再次因为疫情停产停工的可能性的降低、可选消费板块景气度跟随经济复苏、可选与必选消费收益分化已超过风格分化以及必选消费估值已极端化等因素再一次加强了我们对于可选消费存在配置价值的判断。

研判结果上看，从 7 月 5 日至 12 月 25 日，**Wind 可选消费指数涨幅一直领跑于大盘。此段时间内，可选消费指数涨幅为 11.93%，同期沪深 300 指数涨幅为 7.96%**。

图 9：可选消费指数自我们首次强调配置价值以来便一直跑赢大盘



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

在 2021 年展望上，我们认为权益资产的主要矛盾将是经济复苏与无风险利率上升之间的对抗。M1 和 PPI 将指引 A 股净利润增速恢复到第二季度末，但无风险利率的上升会在估值层面对 A 股进行压制。从历史来看，流动性收紧对股市的打压并不是立竿见影的，而取决于政策收紧与盈利复苏哪个因素更占主导地位，只有流动性收紧累积到一定的阶段后，无风险利率反弹到一定程度，盈利增速放缓后，才会制约股市的上涨空间。基于此，我们认为明年权益资产的节奏将会是前高后低。配置上，建议在 2021 年上半年关注广义顺周期（传统上游顺周期、大金融和可选消费行业）的配置价值。下半年则在货币政策微调的催化下可以寻求科技行业的机会。而基于订单量爆发、地缘政治摩擦和盈利兑现等三个维度，我们认为军工行业存在贯穿全年的配置机会。

二、2020 年对于人民币汇率的研判

当市场对于人民币的多空分歧加大时，我们坚定的认为人民币将会维持在上升通道中。

研判结果上，9 月 4 日我们发布《多个维度指向中期人民币大概率升值》研究报告，**截至 12 月 25 日，美元兑人民币汇率已涨近 4.5%，验证了我们前期对于人民币的判断**。

研判逻辑则是我们基于均衡汇率理论、购买力评价理论和利率平价理论三大汇率研究框架进行了分析，并且我们也认为人民币升值符合高层的战略规划，即经济增长“双循环”下“刺激国内需求”有助于人民币走强；人民币“国际化”需要强势的货币；放松外汇市场干预也为货币走强提供基础。综合来看，无论从哪个维度来分析，人民币的升值趋势都较为明显。

图 10：今年以来美元兑人民币汇率走势（坐标轴逆序，单位：元）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

三、2020 年对海外疫情及欧美股市的研判

外围疫情的不确定性一直扰动着 A 股市场，自 7 月 25 日以来，我们撰写并发布了多篇有关欧美疫情节奏方面的研究报告，分析判断欧美疫情对于经济的影响。我们认为，疫情对经济最重要的影响路径是疫情冲击下医疗资源挤兑，迫使政府封锁经济。只要医疗资源充足，新增人数创新高并不能阻碍经济复苏进程，新冠新增确诊也将逐渐与经济数据脱钩。所以为了衡量医疗资源的充沛程度，我们在《美国疫情恶化到什么程度会导致美股下跌》中依据海外第一波疫情的数据和经验，建立了三个观测指标，即当日检测阳性率、ICU 病床利用率和全部病床利用率，受限于欧洲医疗数据与美国的差异，后两个指标在欧洲国家（主要为英、法、西、意、德五国）实际应用转变为新冠重症患者与 ICU 床位之比和新冠患者住院人数与全部床位之比。

美国和欧洲疫情反弹，新增确诊分别再创新高时，我们在 7 月 25 日、9 月 27 日和 10 月 19 日，分别发布报告，阐述疫情的反扑并未造成医疗资源挤兑，无法影响到经济复苏。研判结果上新增人数再创新高确实并未阻碍欧美股市上涨。

四、2020 年对黄金价格的研判

疫情影响下，经济衰退，全球央行持续超发货币，造就了今年的黄金牛市。但短期上，8 月 9 日撰写《黄金如何定价：短期波动加大，向上空间仍然可观》时我们明确指出，在交易层面上黄金的多头交易呈现出较为拥挤的特征，叠加名义利率反弹的可能性，黄金大概率出现回调。

研判结果上，**我们基本上在黄金价格本轮上涨的高点作出对短期回调的预判，8 月 9 日发布报告到 12 月 25 日，黄金回调幅度达 7.3%。**

然而长期来看，美国极端货币超发和未来逆全球化导致的进口比例下降可能会促使货币超发重新恢复对通胀的解释力，通胀可能会超预期上涨，拉低实际利率，推动黄金价格继续上涨，这是我们对黄金价格预测的核心逻辑。叠加各国央行购买黄金的趋势可能不变以及中美摩擦可能无法逆转两个因素，我们认为黄金在未来仍然存在上涨空间。

图 11：伦敦金现今年以来价格走势，发布报告后金价确实出现回调



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

在新的一年里，我们将更加努力，踔厉奋发，继续为市场带来我们的理解、思考与判断。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持 ：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 ：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 ：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中国人民大学管理学学士，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。