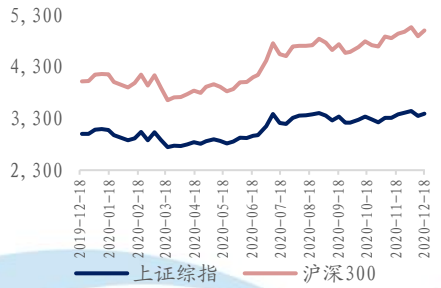
中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
证券分析师 郑梓淳
证券执业证书号：S0640520120001

主要经济指标持续走高，维持股优于债的中期判断

策略周报　　2020 年 12 月 19 日

市场走势



近期报告

中航证券策略周报:《经济恢复大势不改，回调或是吸筹机会》

中航证券策略周报:《国内经济延续向好趋势，关注顺周期主线》

中航证券策略周报:《美国疫情严重程度已超上轮峰值，市场情绪波动或加大》

中航证券策略周报:《疫苗进展短期内不足以扭转美国疫情，市场情绪反复波动》

中航证券策略周报:《欧美医疗资源挤兑下外盘波动加大，A 股或弱势震荡》

中航证券策略周报:《美股风险犹存，A 股机大于危》

中航证券策略周报:《外盘波动加大，回调或是吸筹布局机会》

中航证券策略周报:《经济复苏前景乐观，维持 A 股谨慎乐观》

中航证券策略周报:《国内经济和政策向好，短期维持谨慎乐观》

核心观点:

中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行。会议突出了我国今年的经济成就。对疫情的良好控制和强大的产业能力，使我国在 2020 年成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。在财政政策上，会议强调积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。在货币政策上，会议强调稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。会议强调，要促进经济运行保持在合理区间，继续做好“六稳”“六保”工作，合理把握宏观调控节奏和力度，精准有效实施宏观政策。总体上，经济会议对我国宏观经济政策的指引依然以“求稳”为主，这意味着，虽然我国经济明年一季度开始大概率进一步好转，目前宽松的货币政策大概率有所收紧，但这种收紧应为循序渐进的形式。

国内经济数据方面：11 月工业增加值同比 7%，较前值回升 0.1 个百分点，好于市场预期。分行业看，采矿业增速下滑，制造业和公用事业增速回升，高技术产业增速 10.8%，创年内新高，显示中下游复苏较好，产业结构继续优化。前 11 月固定资产投资完成额累计同比 2.6%，较前值回升 0.8 个百分点，符合市场预期。制造业、基建和房地产投资增速均继续走高，制造业投资增速依然为负，但回升速度较快，工业企业利润增速和 PMI 生产经营活动预期指数的持续走高，利好制造业投资的较快修复。房地产销售面积和新开工面积增速继续上行，房地产开发资金来源中与销售相关的定金及预收款、个人按揭贷款项目增速上行，11 月百城住宅价格指数同比上行至 4.3%，为去年 4 月以来的新高，显示房地产景气度提升。但本年土地购置面积增速持续下滑，叠加地产调控政策从紧，房住不炒政策基调不改，下半年多地出台政策为楼市降温，限制了房地产投资增速上行的持续性。

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

11 月社会消费品零售总额名义同比 5%，较前值上行 0.7 个百分点，弱于市场预期，一定程度上是源于消费品价格的超预期走低，扣除价格后的实际同比回升 1.5 个百分点至 6.1%。11 月商品零售增速继续回升，但餐饮收入增速再次跌至负值，可能反映了服务需求的修复依然偏弱。受双十一电商促销带动，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重累计值提升至 25%，11 月通讯器材增速大幅提升至 43.6%，化妆品、金银珠宝、家电等增速也有明显提升。总体而言，11 月各主要经济指标继续走高，工业增加值和出口都有超预期的表现，四季度 GDP 同比有望上行至 5.8%-6%左右。目前外需较内需的表现更为强劲，但明年海外供应链逐步恢复令今年推动我国出口提升的海外订单转移这一因素弱化，明年经济复苏的关键更多在于促进内需和经济内循环。

海外方面：本周，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）召开了 2020 年最后一次议息会议。利率方面，委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在 0%至 0.25%不变，并且表示，在美国劳动力市场充分就业同时通胀达到或超过 2%之前，这一目标利率将保持不变。从点阵图角度，此次会议与 9 月会议相同，均出现了全部委员均预计 2021 年联邦基金利率范围保持在 0%到 0.25%之间的情况；通胀方面，委员会再次强调疲软的需求和下跌的石油价格抑制了通胀上扬，同时再次表示，将致力于将长期平均通胀水平保持在 2%；资产购买方面，委员会表示要继续以不低于 800 亿美元/月的速度购买国债、400 亿美元/月的速度购买 MBS，直到在充分就业和物价稳定方面取得实质性进展。相比 9 月时对于购买资产的期限表述为“未来几个月”，此次议息会议对于 QE 期限的表述更加灵活，一定程度上坚定了投资者对于宽松政策持续的信心；经济指标预期上，此次联储给出的 2020-2023 的 GDP 增速为 -2.4%、4.2%、3.2%和 2.4%，失业率为 6.7%、5.0%、4.2%和 3.7%，核心 PCE 为 1.2%、1.8%、1.9%和 2.0%，与 9 月相比，经济增速和通胀预期整体上扬，失业率预期整体下行，表明由于疫苗等经济企稳的利好出现，联储对经济走势的判断出现边际乐观。联储在声明中表示，目前的公共卫生危机将在短期内继续对经济活动、就业和通货膨胀造成压力，经济的未来发展仍取决于疫情的发展情况，疫情仍然对中期经济前景构成相当大的风险。结合联储对较低的联邦基金利率的维持和对购债等量化宽松的持续时间的重新表述，可以推断在疫苗大规模应用，美国经济出现明显好转之前，宽松的货币政策仍将维持，但同时也要注意，美联储对经济预期的边际乐观倾向可能使得货币政策进一步宽松不及此前的预期。

美国疫情较上周再度恶化，我们监控的各项指标均显示疫情在不断加重，ICU 占用率不断攀升，持续突破警戒值，多地重症监护病房已经满负荷运转，全美病床总占用率在达到我们监控该指标 8 个月以来的新高。当地时间 12 月 18 日，根据约翰斯·霍普金斯大学的数据，美国在过去 7 天内报告了超过 151 万新增的新冠肺炎确诊病例，这意味着一周内每 216 个美国人中就有 1 人感染新冠肺炎。自新冠肺炎疫

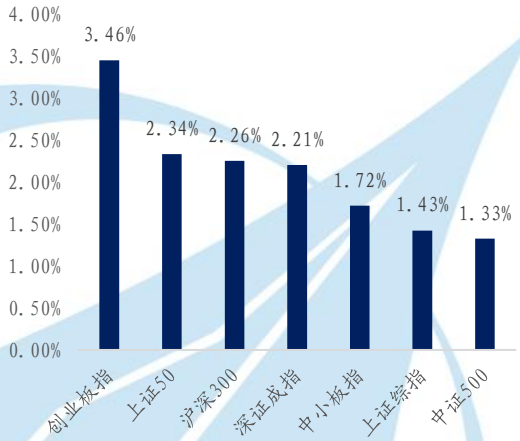
情在美国开始蔓延以来，这是一周内新增病例的最高纪录。投资者需警惕疫情进一步恶化造成美国经济再次陷入停滞。

综合而言，持续走高的主要经济指标印证了我国经济的持续复苏，从中央经济会议的内容可以看到宏观政策保持了连续性、稳定性、可持续性。政策面维持以稳为主的基调，意味着目前宽松的货币政策随着经济的经济逐步复苏在明年大概率将以循序渐进的方式逐步收紧。从短期经济周期的角度，根据泰勒公式，产出缺口的扩大（实际产出大于潜在产出）和通胀的复苏要求央行引导名义利率上升。我们使用 HP 滤波测算的名义产出缺口与代表市场名义利率的 SHIBOR3M 存在较强的相关性。目前市场对于 2021 年一季度名义 GDP 同比增速的一致性预期在 19%以上，意味着一季度实际产出将大幅超越潜在产出，产出缺口在回补的基础上正向扩大，大概率拉动名义利率进一步走高。同时，我们推算 PPI 高点在明年六月份左右，通胀的复苏也将带动名义利率上行。企业的盈利仍是股市核心驱动力，在经济复苏的大背景下，预计明年 A 股盈利向上修复趋势不变，我们看好 A 股市场中长期的走势，板块配置方面，建议继续关注广义顺周期板块：低估值上游、大金融（证券、保险）和以酒店、电影、旅游、免税等为代表的可选消费。

一、 本周行情回顾

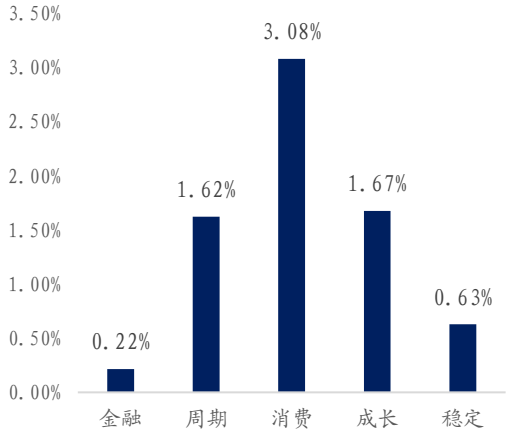
本周 A 股各大指数普涨，上证指数涨 1.43%；深证成指跌 2.21%；创业板指涨 3.46%，沪深 300 指数涨 2.26%。行业表现方面，本周排名前三位的行业分别是有色金属(7.05%)、电气设备(6.59%)、医药生物（4.25%），排名后三位的分别是纺织服装（-1.90%）、通信（-1.19%）、电子（-0.84%）。风格上，本周金融股涨 0.22%，周期股涨 1.62%，消费股涨 3.08%，成长股涨 1.67%，稳定股涨 0.63%。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 22.73 倍，较上周上升 1.38%，剔除金融、石油石化股后市盈率为 37.93 倍，较上周上升 1.76%。海外方面，本周道指涨 0.44%，纳指涨 3.05%，标普 500 指数涨 1.25%。德国 DAX 指数周涨 3.94%；法国 CAC40 指数周涨 0.37%；英国富时 100 指数周跌 0.27%。

图 1：本周主要指数涨跌幅



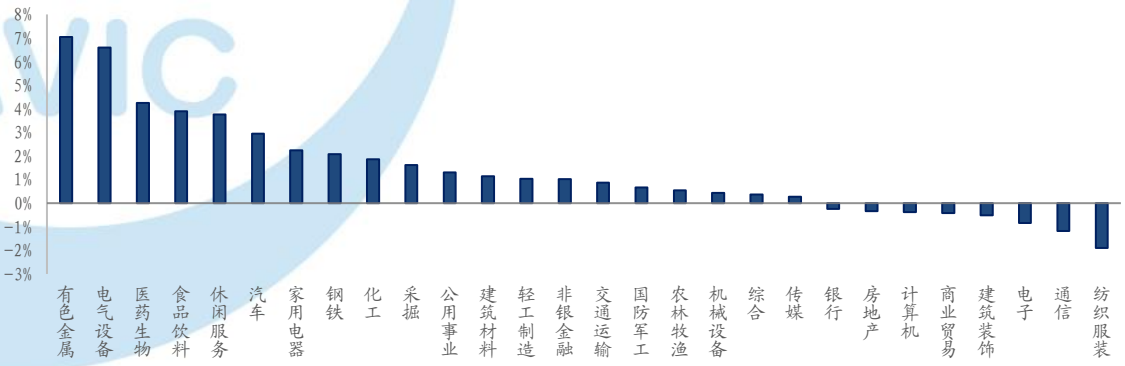
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 2：本周各风格股票涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券研究所

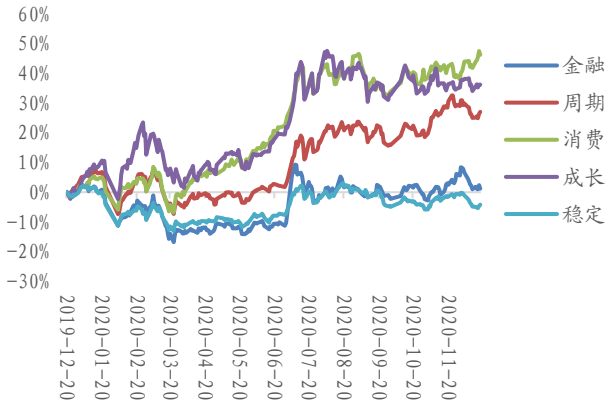
图 3：本周行业涨跌幅

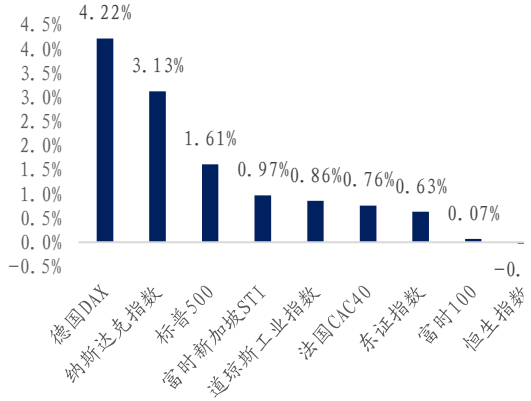


资料来源：Wind、中航证券研究所

图 4：各风格股票走势

图 5：本周海外主要指数涨跌幅



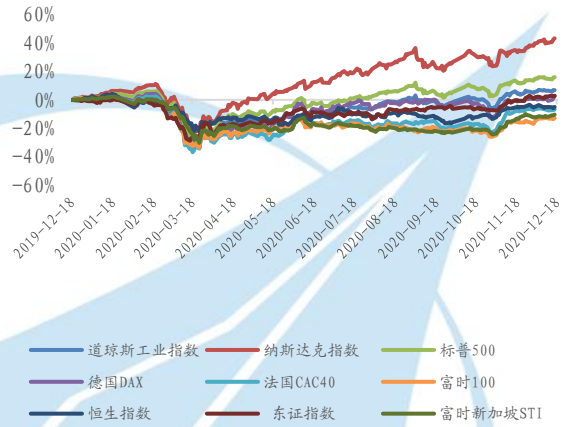


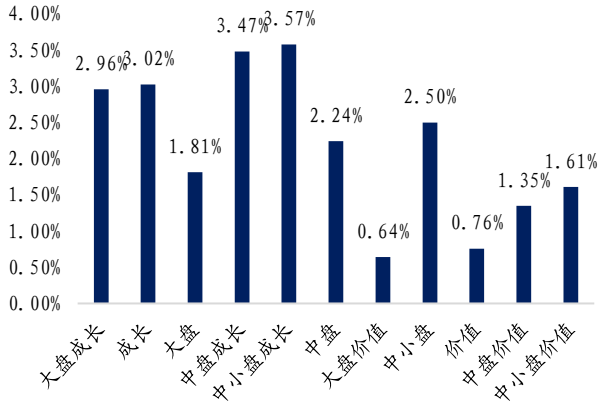
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 6：海外主要指数走势

资料来源：Wind、中航证券研究所

图 7：本周美股 MSCI 风格指数涨跌幅





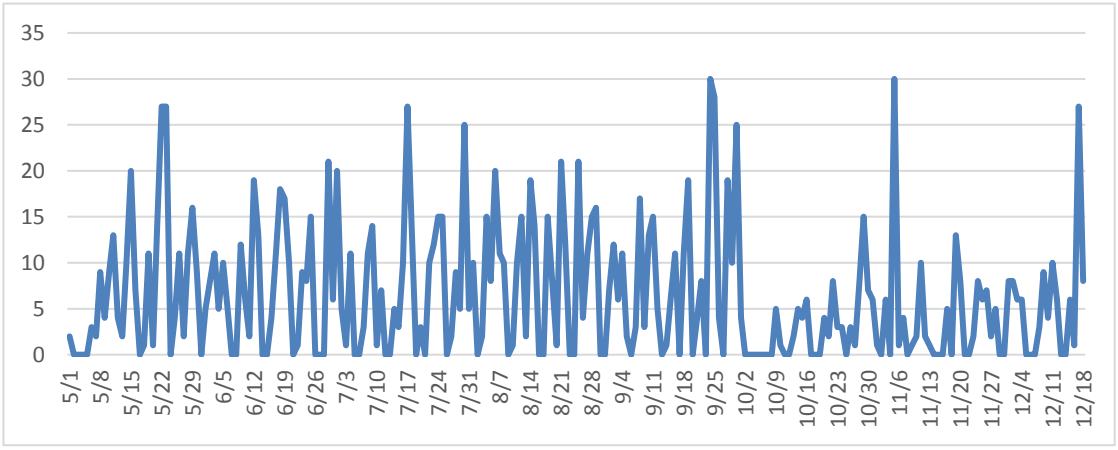
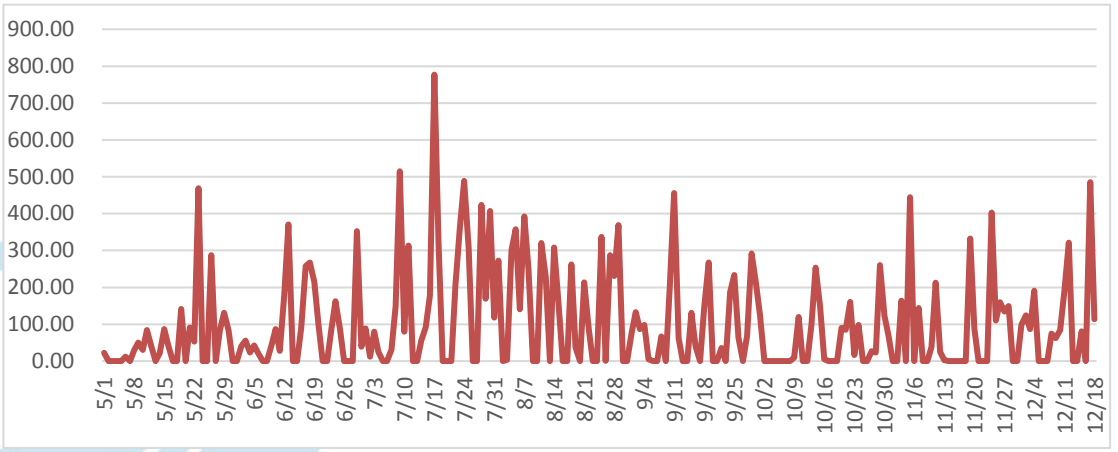
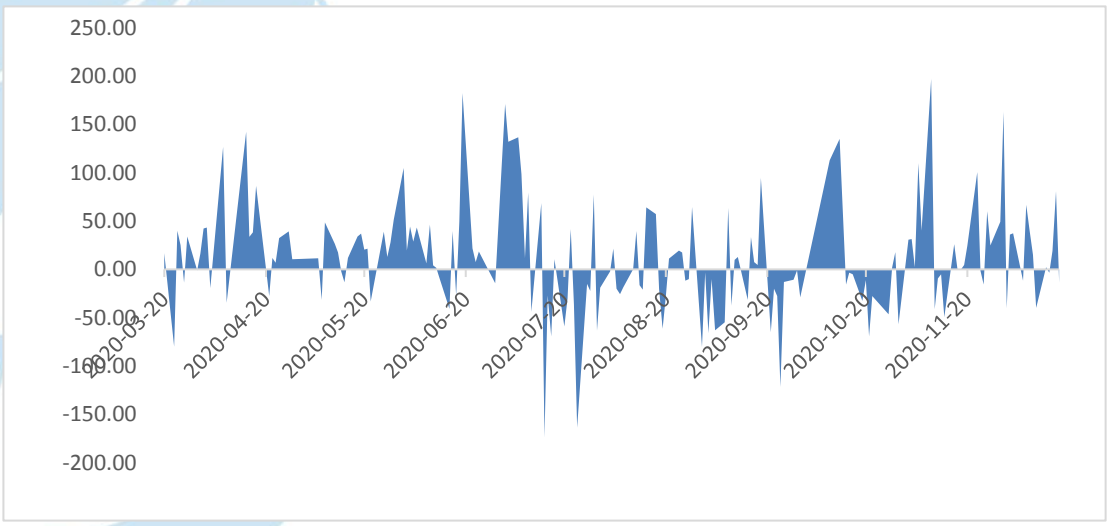
资料来源：Wind、中航证券研究所

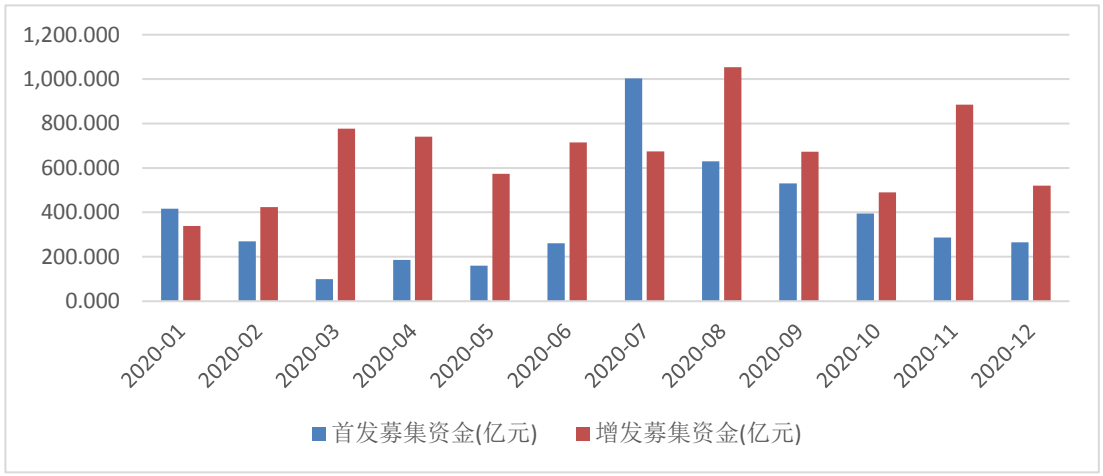
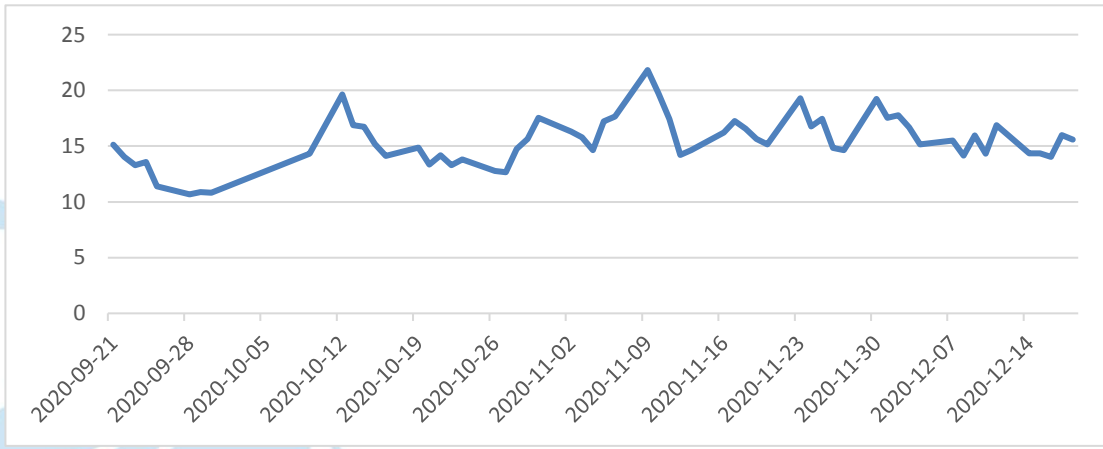
资料来源：Wind、中航证券研究所

二、资金监控

北向资金本周累计净流入 84.84 亿元，前一期为净流入 69.59 亿元。本周新发行的基金个数为 42 个，上周为 26 个；本周基金发行规模为 678.96 亿元，上周为 409.56 亿元。12 月份截至 12 月 18 日 IPO 募集资金为 265.77 亿元，增发募集资金 502.89 亿元。交易费用本周为 74.29 亿元，较上周的 76.81 亿元微降。

图表 8：资金监控

基金发行（个数）	
基金发行规模（亿元）	
北向资金（亿元）	

股权融资规模	
交易费用（亿元）	

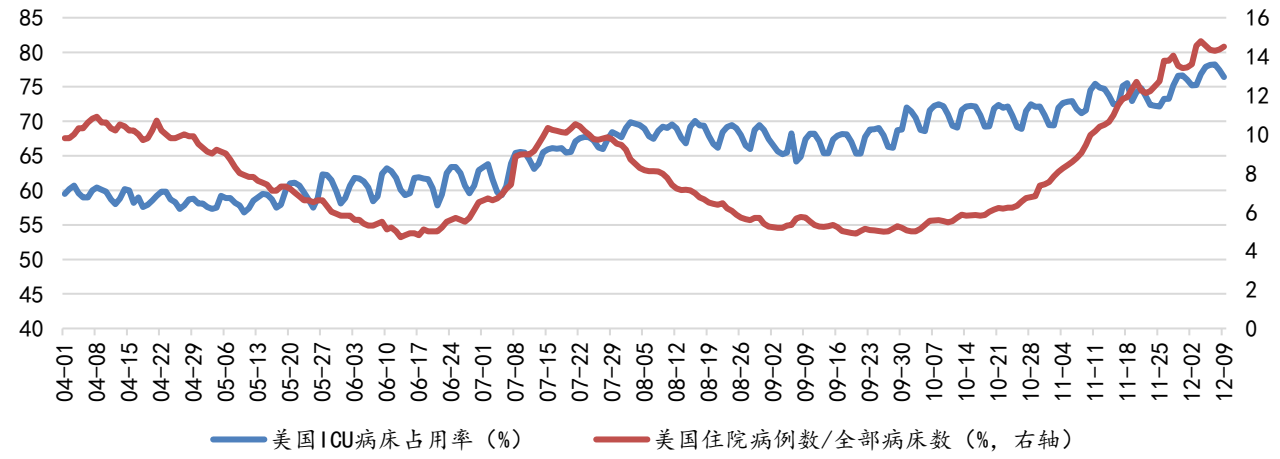
资料来源：Wind、中航证券研究所

三、 全球疫情

全球疫情方面，截至 12 月 19 日，全球累计感染人数已经超过 7598 万人，现有确诊人数 2091 万人，累计死亡人数超过 167.7 万人。美国方面，美国约翰斯·霍普金斯大学发布的新冠疫情最新统计数据显示，截至美东时间 12 月 18 日 16 时 27 分，美国新冠肺炎累计确诊病例超过 1737 万例，为 17375760 例，死亡病例为 312722 例。较前一日同一时间相比，在过去 24 小时内，美国新增确诊病例 226529 例，新增死亡病例 2775 例。根据约翰斯·霍普金斯大学的数据统计，以每月前 17 天的数据计算，12 月已经是自新冠肺炎疫情开始以来新增病例第二高的月份。我们对美国 ICU 病床占用率进行统计，截至 12 月 9 日美国全国 ICU 占用率为 76.41%，与上周小幅上升，持续超过我们之前提出的 70%-80%警戒值，美国全国病床利用率为 14.50%，达到今年四月份以来最高水平，已经接近我们提出的 15%-30%警戒值。美国全国检测阳性比率在上周小幅回落后本周反弹。我们对美国部分州进行单独统计，华盛顿州、明尼苏达州、佛罗里达州和纽约州的新冠病人 ICU 占用率 14 日平均值已超过或接近 40%；ICU 病床总占用率 14 日均值，美国排名前 19 位的州均超过 80%，我们统计的美国五十个州和三个特区或领地中有 39 个 ICU 病床总占用率超过我们提出

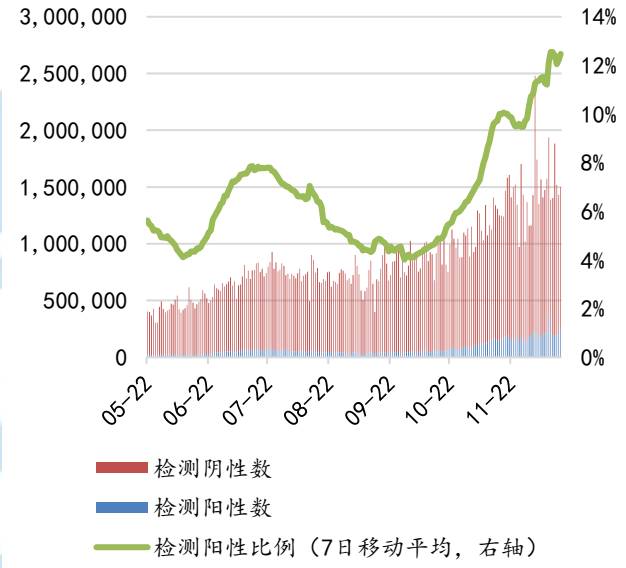
的 70%-80%警戒值，比上周增加 5 个州，新罕布什尔州的 ICU 总占用率 14 日均值达到 99.80%，已经满负荷运转，上述州的医疗资源存在出现挤兑的风险，目前加利福尼亚州、北卡罗来纳州和俄亥俄州已经重新出台居家令或实施宵禁，如果进一步恶化可能导致更多州政府再度封锁经济，需要持续关注。

图 9：美国全国 ICU 病床占用率



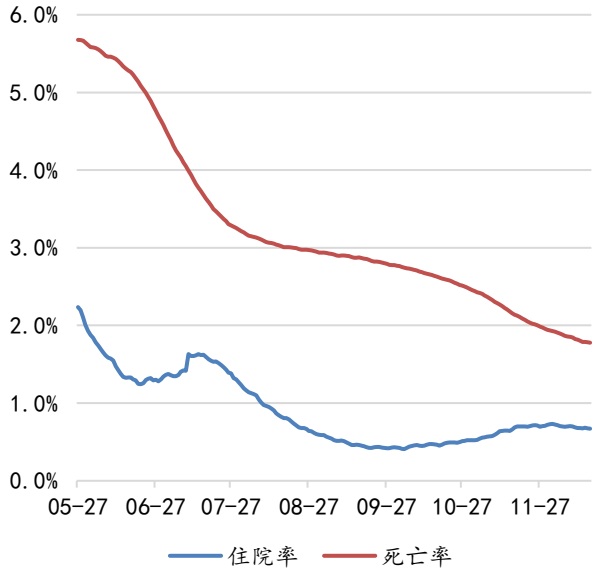
资料来源：美国疾控中心、中航证券研究所

图 10：美国新冠病毒检测结果



资料来源：covidtracking、中航证券研究所

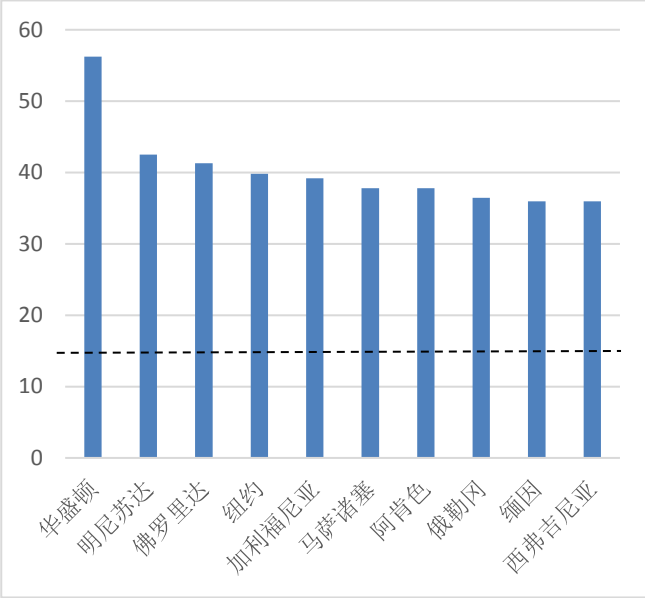
图 11：美国住院率及死亡率



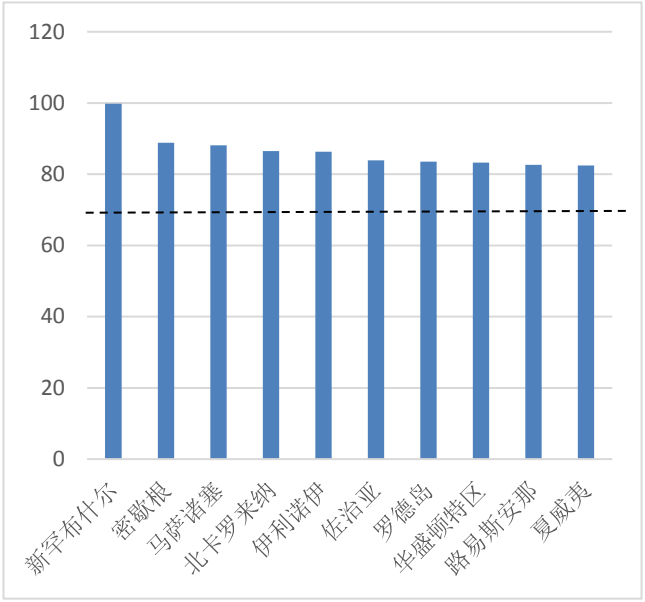
资料来源：covidtracking、中航证券研究所

图 12：部分州新冠病人 ICU 占用率（14 日均值）

图 13：部分州 ICU 占用率（14 日均值）



资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

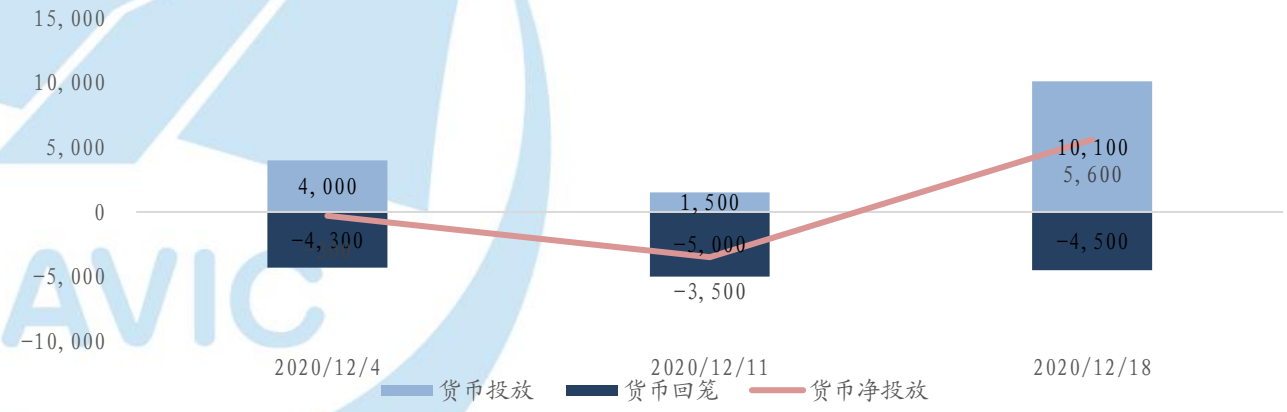


资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

四、宏观流动性监测

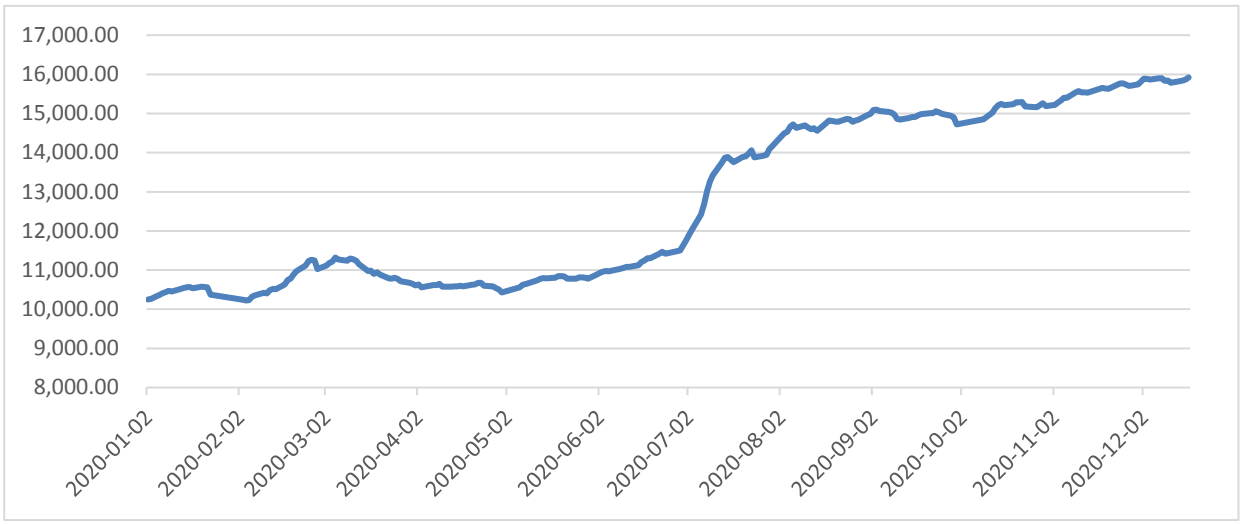
流动性方面，本周央行公开操作净投放货币 5600 亿元，上周为净回笼货币 3500 亿元。两融余额为 15919.51 亿元，上周为 15838.97 亿元，较上周小幅反弹，本周流动性整体较为充裕。

图 14：央行公开市场操作（单位：亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 15：融资融券余额（单位：亿元）

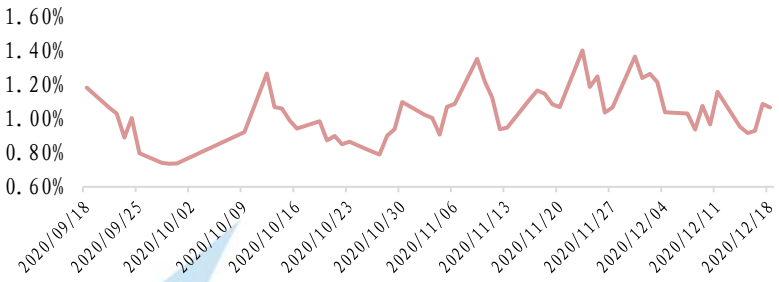
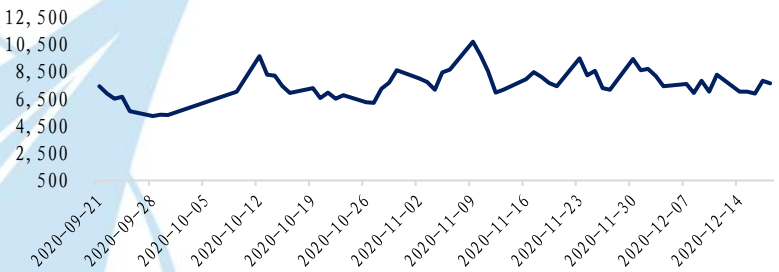


资料来源：Wind、中航证券研究所

五、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 0.99%，较上周的 1.03%有所回落。A 股日均成交金额为 7283.35 亿元，较上周的 7530.83 亿元有所下降。

图表 16：市场情绪

换手率	本期 2020/12/18 0.99% 上期 2020/12/11 1.03%		↓
A 股日均成交金额（亿元）	本期 2020/12/18 7283.35 上期 2020/12/11 7530.83		↓

资料来源：Wind、中航证券研究所

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，金融学博士，中航证券首席经济学家。

符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，中航证券研究所首席宏观分析师。

成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中航证券研究所首席策略分析师。

郑梓淳，SAC 执业证书号：S0640520120001，中航证券研究所策略分析师。

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本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师个人的不同设想、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。