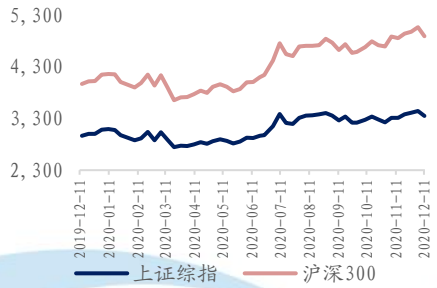
中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
证券分析师 郑梓淳
证券执业证书号：S0640520120001

经济恢复大势不改，回调或是吸筹机会

策略周报　　2020 年 12 月 12 日

市场走势



近期报告

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》

中航证券策略周报:《长假消费强势复苏，短期谨慎乐观》

核心观点:

金融数据方面，11 月新增人民币贷款 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元，略好于市场预期。结构上看，短期贷款同比少增，居民和企业中长期贷款均同比多增，但多增规模继续放缓，为 3 月之后的新低，显示居民和企业需求端仍在恢复，但随着货币政策边际收紧，信用扩张力度在逐渐减弱，对需求端的推动在减弱。11 月新增社会融资规模 2.13 万亿元，同比多增 1406 亿元。结构上看，新增人民币贷款在社融中的占比从上月的 47%提升至 72%，为 3 月以来的新高。在非标监管加强的背景下，11 月非标融资继续减少且同比多减，资管新规过渡期延长到 2021 年年末，预计明年将延续非标压降趋势，进而继续对社融构成拖累。直接融资方面，受信用债市场风险事件冲击影响，11 月企业债券融资规模环比大幅下滑，同时 11 月 IPO 数量继续下降，非金融企业境内股票融资规模降至下半年新低。此外，受制于政府债务额度，11 月政府债券融资规模连续第三个月下降。11 月社融存量增速 13.6%，环比回落 0.1 个百分点，11 月有望成为社融增速的拐点，目前社融存量增速显著高于潜在名义 GDP 增速，明年向潜在增速回归是大概率事件。11 月 M2 增速环比提升 0.2 个百分点至 10.7%，居民存款增长和年末财政投放节奏加快对 M2 形成支撑，明年 M2 增速也将大概率趋于回落。M1 增速环比提升 0.9 个百分点至 10%，与 M2 的剪刀差已经基本收敛，显示实体经济活跃度继续上升。

通胀方面，11 月 CPI 同比-0.5%，前值 0.5%，弱于市场预期。11 月 CPI 环比-0.6%，前值-0.3%，低于历史同期均值水平，其中食品环比大跌 2.4%，非食品环比也降至-0.1%。食品中，鲜菜和猪肉环比跌幅较大。高频数据显示全国生猪价格在 11 月末开始有小幅反弹，但预计供给端修复对猪价的抑制将持续到明年，目前仍处于猪周期下行阶段。蔬菜价格也从 11 月下旬开始回升，农产品批发价格 200 指数近期快速反弹并创出下半年的新高，有望带动 12 月食品环比回升。11 月 PPI 同比-1.5%，前值-2.1%，符合市场预期。11 月 PPI 环比 0.5%，前值 0%。11 月以来，原油以及铜等基本金属价格出现明显上行，带动大宗商品价格指数整体走高，国内南华工业品指数也显著上行创年内新高，反映工业生产领域供需结构改善。目前 PPI 环比已连续 6 个月正增长或持平，表现强于 CPI。CPI 降至负增长受猪肉价格扰动较多，但剔除食品和能源的核心 CPI 同比连续第五个月持平于 0.5%，也处于通缩的边缘，反映目前终端需求还是偏弱。这也意味着

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

货币政策尚不具备快速收紧的条件。

进出口方面，以美元计，2020 年 11 月我国外贸进出口 4607.2 亿美元，同比增 13.6%。其中，出口 2680.7 亿美元，同比增 21.1%，增速较上月出现较大幅度上升，进口 1926.5 亿美元，同比增 4.5%，增速较上月微降，贸易顺差 754.2 亿美元。我国 11 月出口增速再次提升，除去年低基数因素外，主要系：我国产业链恢复得较为彻底，而进入 11 月，海外疫情恶化令供给端产业链恢复受挫，同时需求端对医疗及居家用品的需求因隔离而增加。从主要出口品类上看，医疗仪器及器械、塑料制品 11 月出口增速较上月加快，也可以佐证这种判断。11 月较 10 月进口增速小幅回落，除去年高基数因素外，主要系海外疫情反复影响国外产能。总体上，预计在未来数月，疫苗广泛注射之前，决定我国出口持续走强的因素仍会起作用，但随着海外供应链的逐步恢复，目前出口的高增速恐将难以维持。

政策方面，2020 年 12 月 11 日，中共中央政治局召开会议，会议的其中一项内容是分析研究 2021 年经济工作。会议提及要“扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，提升国民经济体系整体效能”，其中的“需求侧改革”为首次提及，这一表述与 10 月 10 日商务部表示要开展新一轮汽车下乡和以旧换新的举措相印证，后续关于消费方面的新政策或持续出台。会议指出，“我国经济运行逐步恢复常态”，同时也指出“但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性”，强调要继续做好“六稳”、落实“六保”，基于中央关于经济及外部形势的判断可推测：2021 年，各项疫情期间的短期刺激政策预计逐步退出，但节奏上或较缓，力求在货币和财政政策逐渐回归常态的同时，保持我国经济平稳运行。

海外方面，美国 12 月 5 日当周的初请失业金人数实际公布 85.30 万，预期 72.5 万，前值 71.2 万。截至 11 月 28 日的持续申请失业金人数增加了 23 万人，至 576 万人，是 8 月份以来首次上升，显示疫情反复再次冲击美国就业市场。欧元区三季度 GDP 终值同比缩 4.3%，环比增 12.5%。本周，欧盟领导人在布鲁塞尔举行的欧盟峰会上批准了由联合债券支持的 2.2 万亿美元刺激计划，该刺激计划有望在未来数年帮助欧盟持续恢复经济活力，但短期来看，随着疫情反复，欧洲经济在疫苗大范围注射前仍难言恢复。

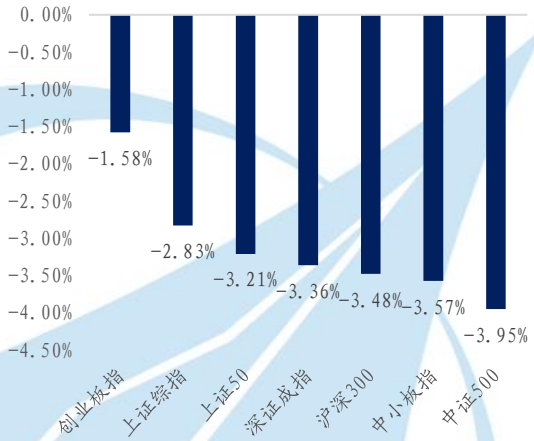
美国疫情持续数周的恶化趋势仍在持续，我们监控的各项指标均显示疫情在不断加重，ICU 占用率不断攀升，持续突破警戒值，全美病床总占用率在短暂小幅回落后再度反弹，美国疫情严重程度已超过上一轮峰值。美国当地时间 12 月 11 日，根据新冠追踪项目数据，美国新冠肺炎住院患者数再次打破历史纪录。截至报道，全美共有 108044 名新冠患者住院治疗。这也是美国连续 10 天因新冠肺炎住院的患者数超过 10 万名，医疗资源出现挤兑的风险大大增加，由于加利福尼亚州的新冠肺炎病例继续以创纪录的水平激增，加州索诺玛县下达了居家隔离令。同时，由于缺乏重症监护病床和医务人员，弗雷斯诺市议会宣布弗雷斯诺县进入紧急状态。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，本周布伦特原油突破 50 美元，创疫情以来新高，铁矿石主力合约突破千元大关创八年新高，日内大宗商品价格大幅上升导致通胀预期升温，十年期国债大幅下挫，无风险利率的上升对股债形成双杀，尤其对高估值的科技股压制效果更加明显。国内 11 月 CPI 同比降至负值，主要受食品端扰动；11 月社融同比 13.6%超预期，年内同比首次回落，宽松政策退出压制风险偏好。美国疫情的持续恶化对经济的影响已经开始显现，部分地区已经出现医疗资源挤兑的现象，投资者需要持续关注美国疫情的走势。今年下半年以来，受益于国内复工复产深化、国际商品价格反弹，上游周期类行业如石油石化、有色、钢铁、化工景气度显著好转。预计明年 A 股盈利向上修复趋势不变，盈利仍是股市核心驱动力。我们对 A 股持乐观态度，近期市场的回调应被视为加仓机会，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）和可选消费。

一、 本周行情回顾

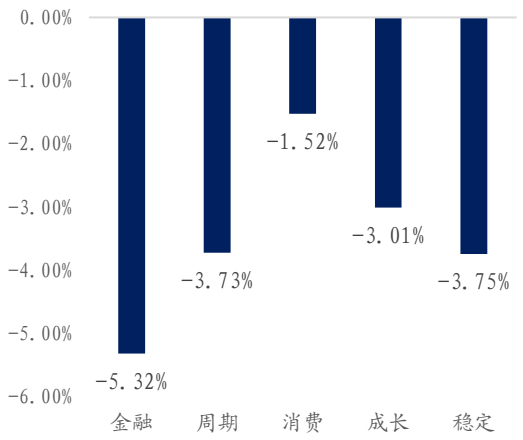
本周 A 股各大指数普跌，上证指数跌 2.83%；深证成指跌 3.36%；创业板指跌 1.58%，沪深 300 指数跌 3.48%。行业表现方面，本周排名前三位的行业分别是食品饮料(1.19%)、休闲服务(1.06%)、电气设备(0.75%)，排名后三位的分别是非银金融(-6.32%)、传媒(-6.01%)、交通运输(-5.42%)。风格上，本周金融股跌 5.32%，周期股跌 3.73%，消费股跌 1.52%，成长股跌 3.01%，稳定股跌 3.75%。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 22.43 倍，较上周下降 3.08%，剔除金融、石油石化股后市盈率为 37.27 倍，较上周下降 2.63%。海外方面，本周道指跌 0.57%，纳指跌 0.69%，标普 500 指数跌 0.96%。德国 DAX 指数周跌 1.39%；法国 CAC40 指数周跌 1.81%；英国富时 100 指数周跌 0.05%。

图 1：本周主要指数涨跌幅



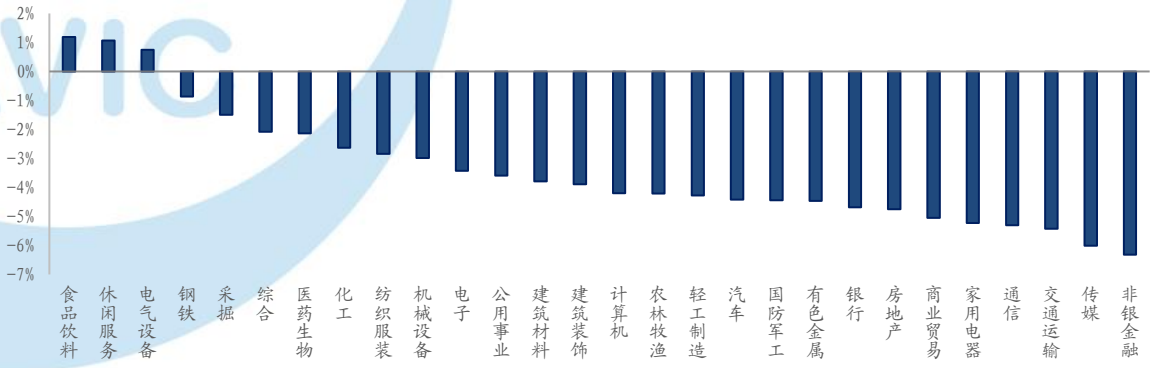
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 2：本周各风格股票涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券研究所

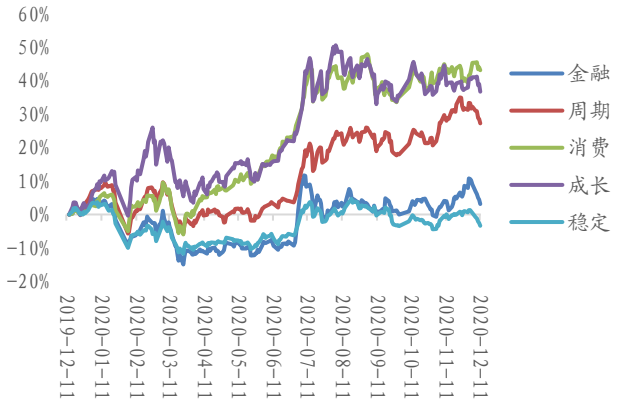
图 3：本周行业涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券研究所

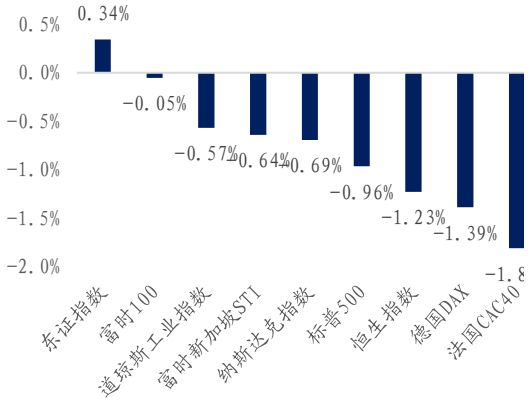
图 4：各风格股票走势

图 5：本周海外主要指数涨跌幅



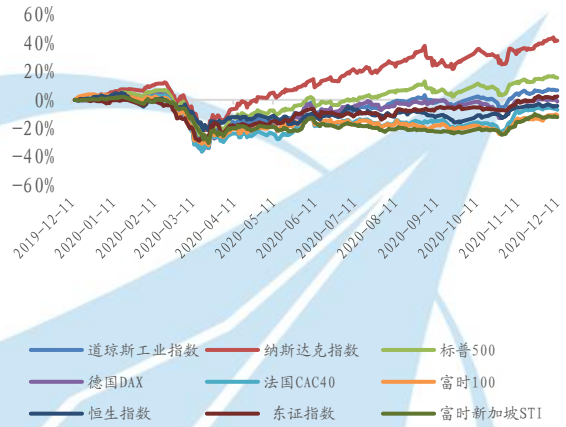
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 6：海外主要指数走势

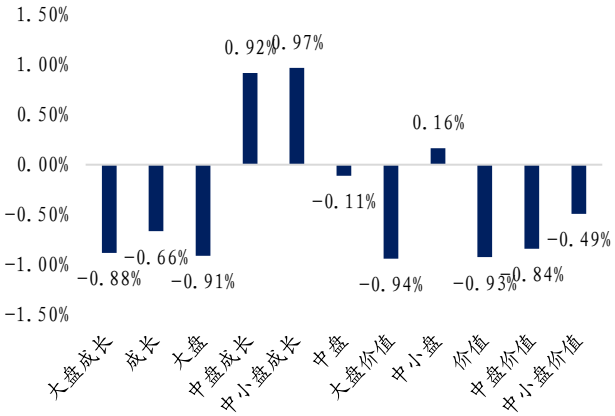


资料来源：Wind、中航证券研究所

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

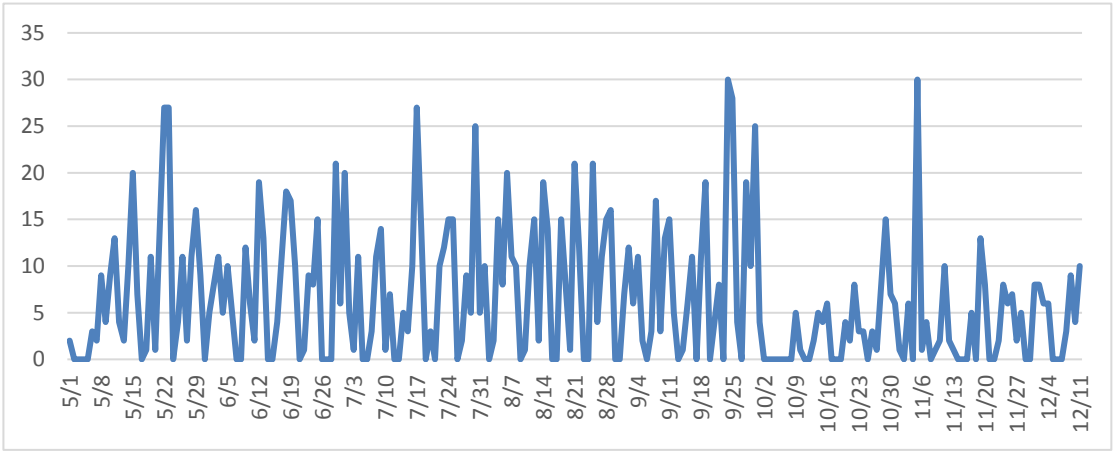
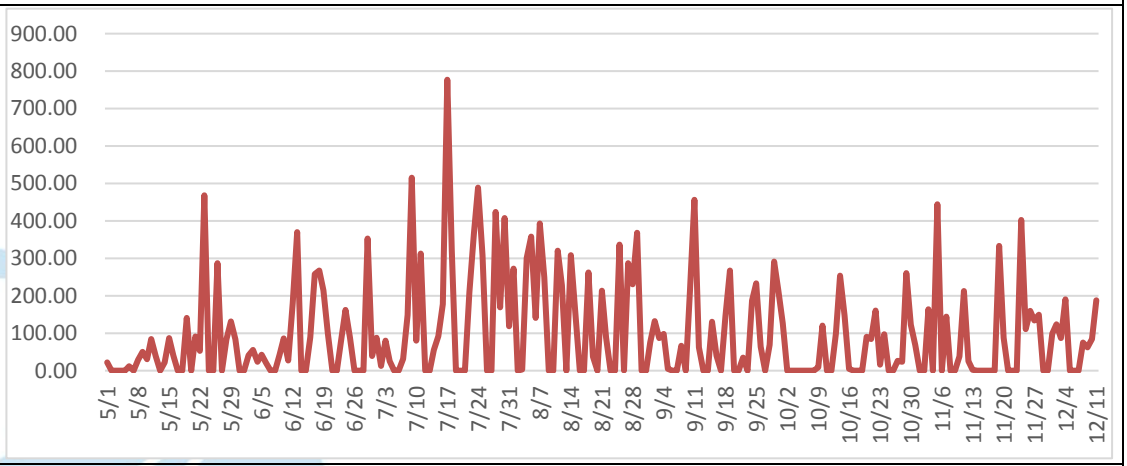
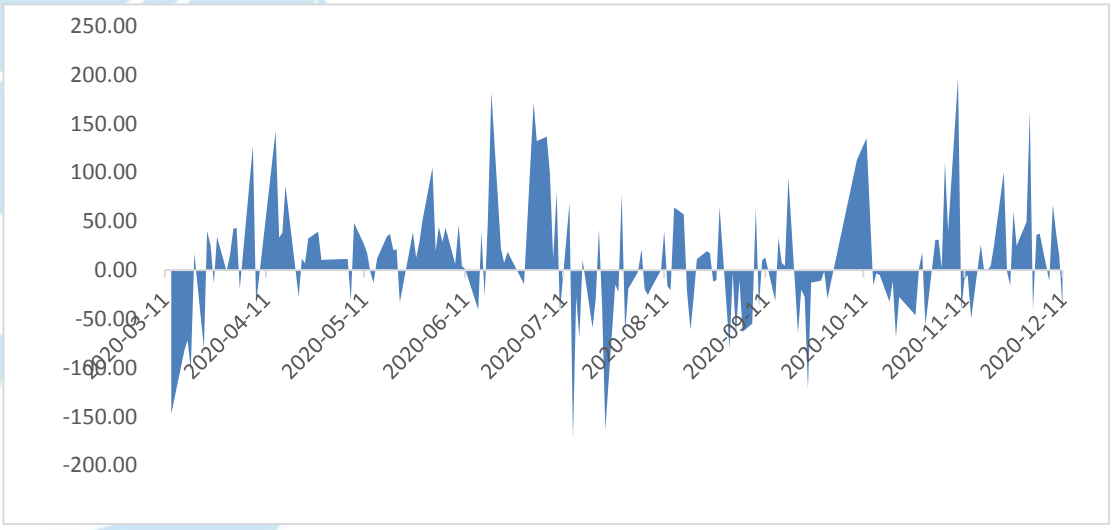


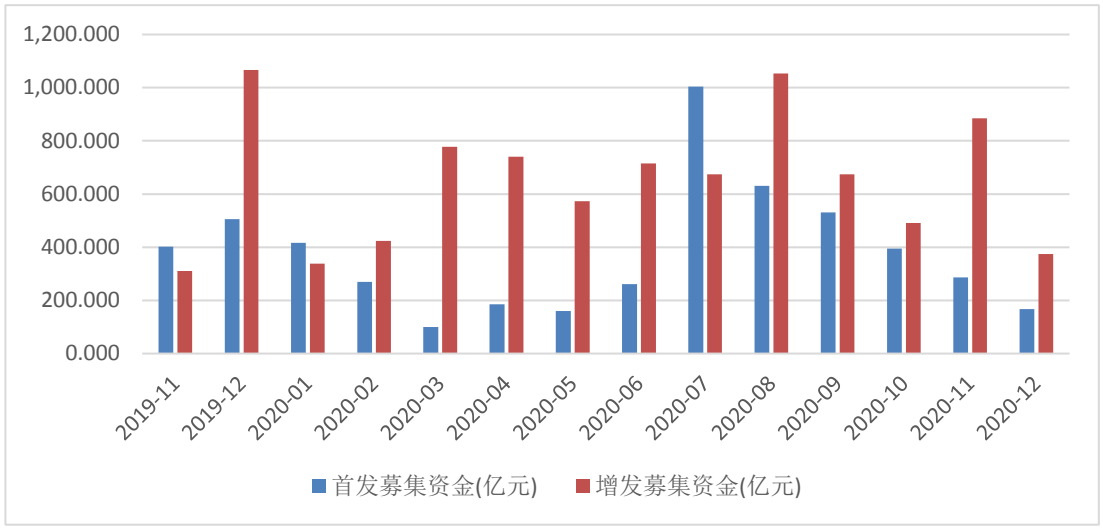
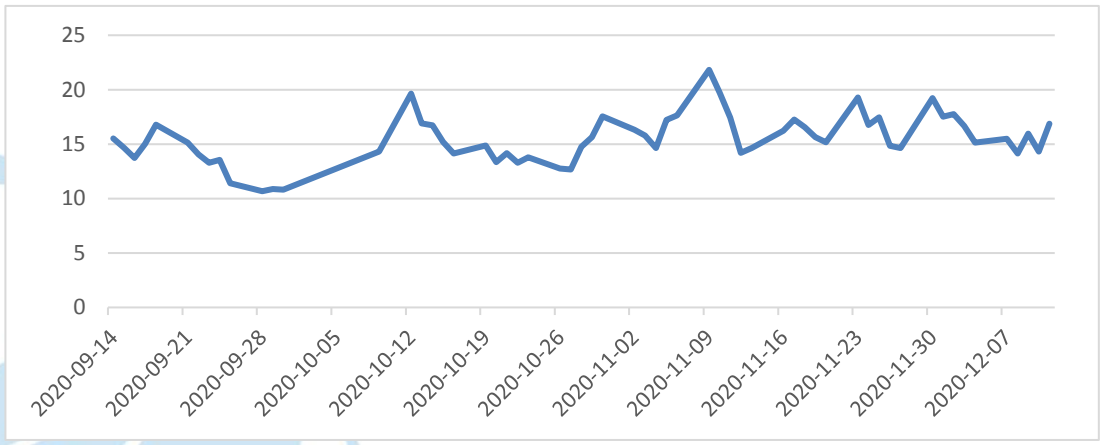
资料来源：Wind、中航证券研究所

二、资金监控

北向资金本周累计净流入 69.59 亿元，前一期为净流入 245.40 亿元。本周新发行的基金个数为 26 个，上周为 28 个；本周基金发行规模为 409.56 亿元，上周为 500.39 亿元。12 月份截至 12 月 11 日 IPO 募集资金为 167.11 亿元，增发募集资金 374.87 亿元。交易费用本周为 76.81 亿元，较上周的 86.35 亿元有所回落。

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）	

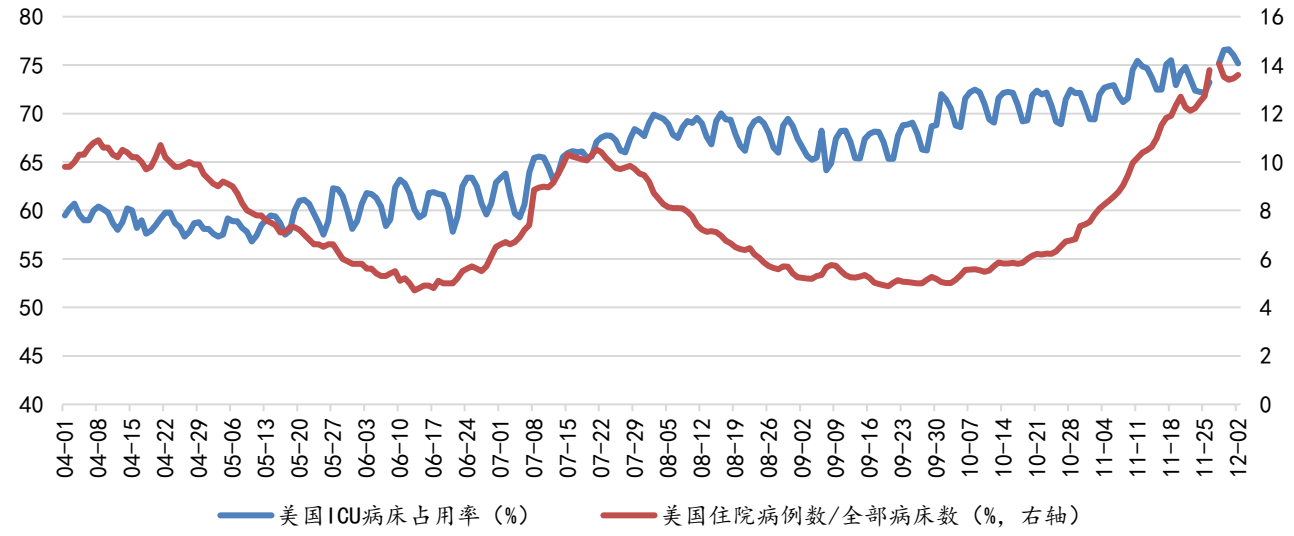
股权融资规模	
交易费用（亿元）	

资料来源：Wind、中航证券研究所

三、 全球疫情

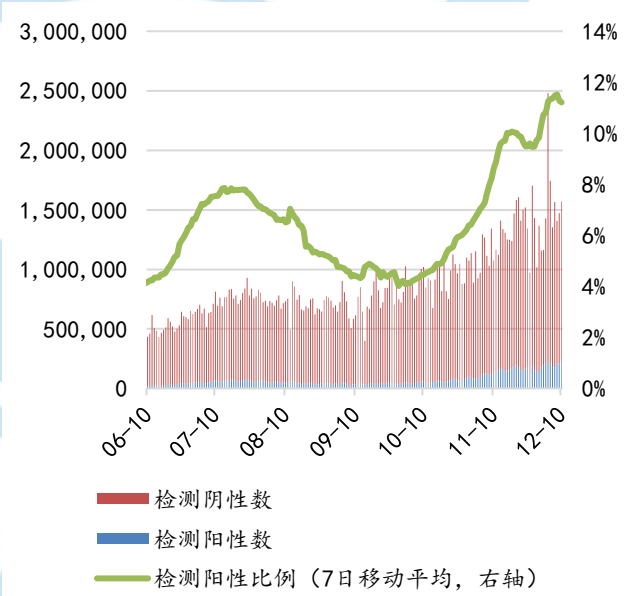
全球疫情方面，截至 12 月 12 日，全球累计感染人数已经超过 7139 万人，现有确诊人数 2081 万人，累计死亡人数超过 159.6 万人。美国方面，根据美国约翰斯·霍普金斯大学的统计数据显示，截至美国东部时间 12 月 11 日，美国新冠肺炎确诊病例已经超过 1629.5 万，死亡病例已超过 30 万。我们对美国 ICU 病床占用率进行统计，截至 12 月 2 日美国全国 ICU 占用率为 75.18%，与上周基本持平，持续超过我们之前提出的 70%-80%警戒值，美国全国病床利用率为 13.59%，较上周略有回落，已经逼近我们提出的 15%-30%警戒值。美国全国检测阳性比率在上周短暂回落后本周小幅回落但仍处高位。我们对美国部分州进行单独统计，明尼苏达州、华盛顿州、纽约州、特拉华州和加利福尼亚州的新冠病人 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 14 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 35 个 ICU 病床总占用率超过我们提出的 70%-80%警戒值，这些州的医疗资源存在出现挤兑的风险，如果进一步恶化可能导致政府再度封锁经济，需要持续关注。

图 9：美国全国 ICU 病床占用率



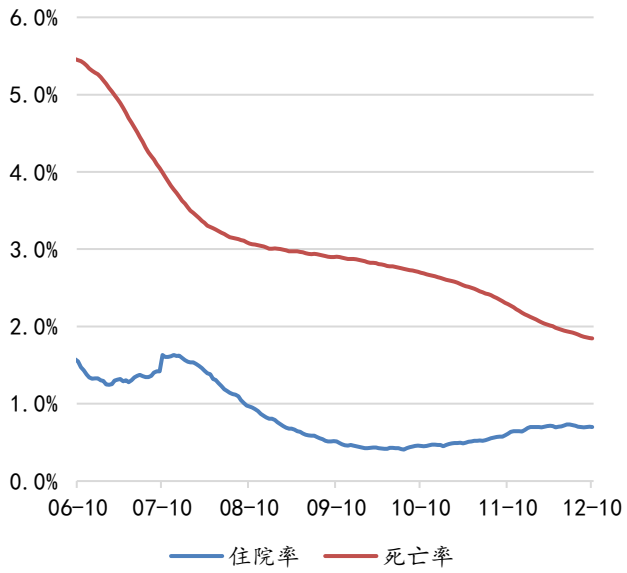
资料来源：美国疾控中心、中航证券研究所

图 10：美国新冠病毒检测结果



资料来源：covidtracking、中航证券研究所

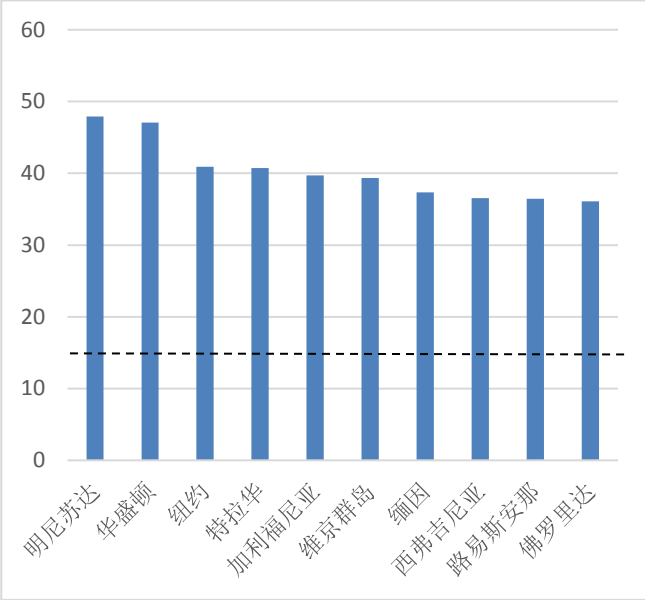
图 11：美国住院率及死亡率



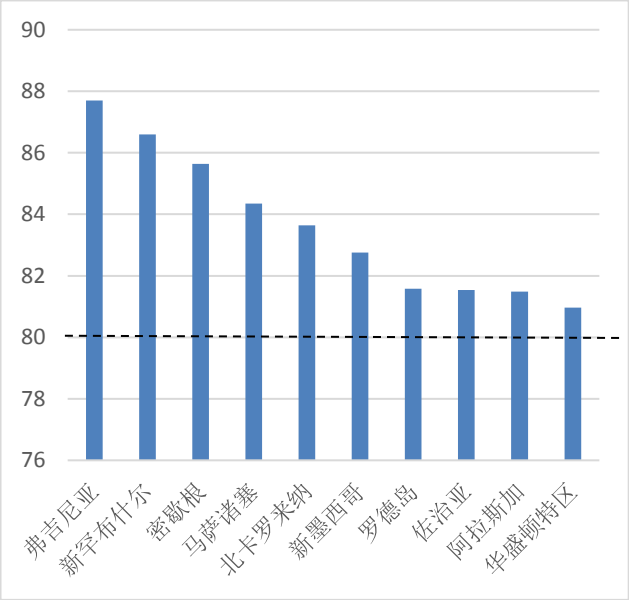
资料来源：covidtracking、中航证券研究所

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

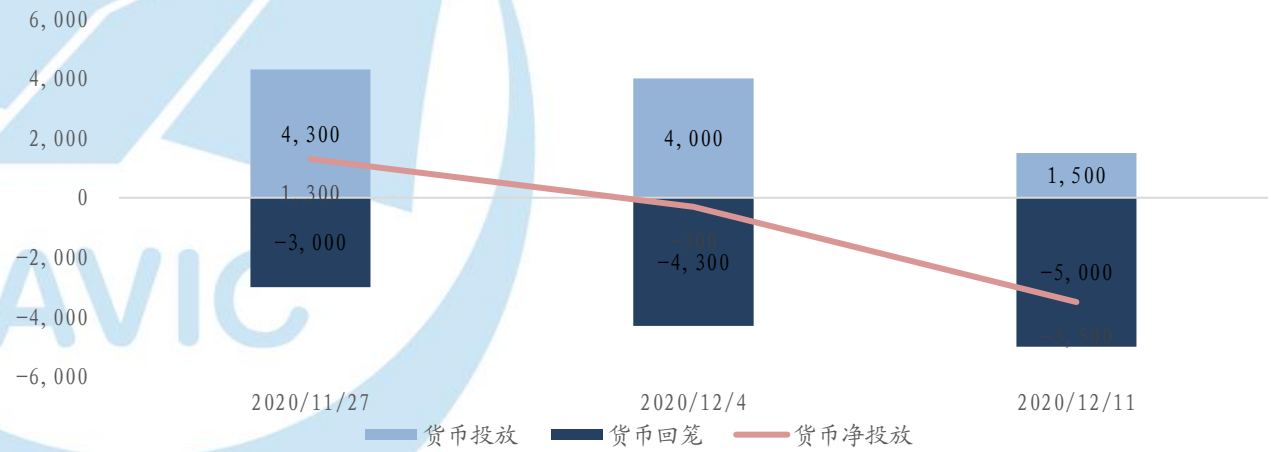


资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

四、宏观流动性监测

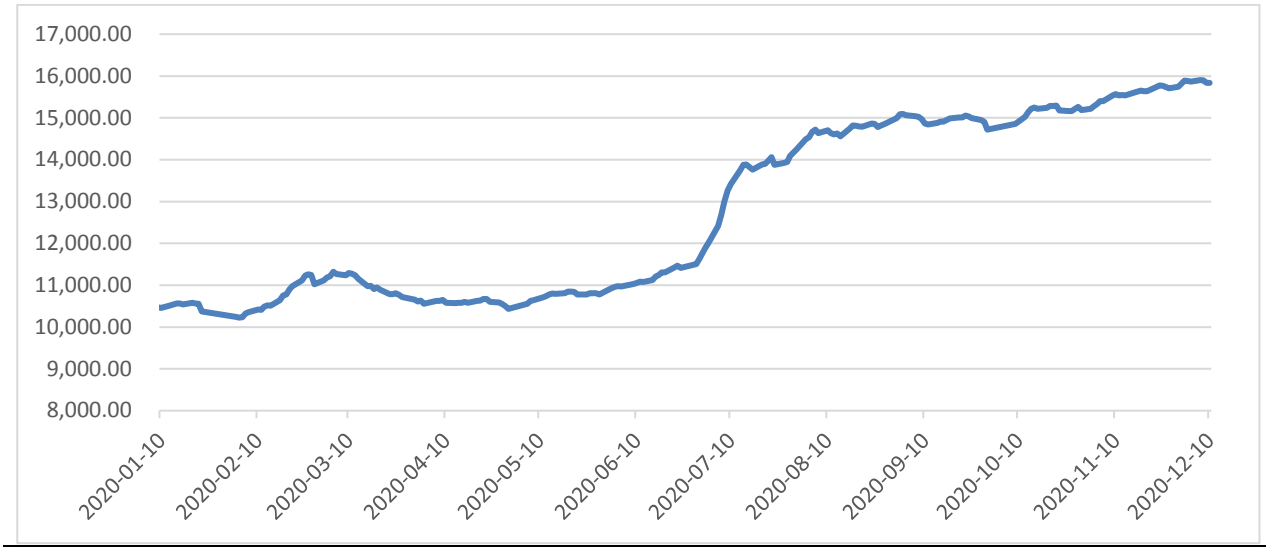
流动性方面，本周央行公开操作净回笼货币 3500 亿元，上周为净回笼货币 300 亿元。两融余额为 15838.97 亿元，上周为 15878.91 亿元，较上周小幅回落。

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）

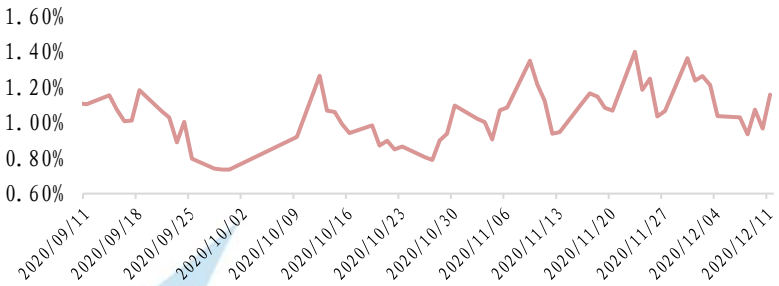
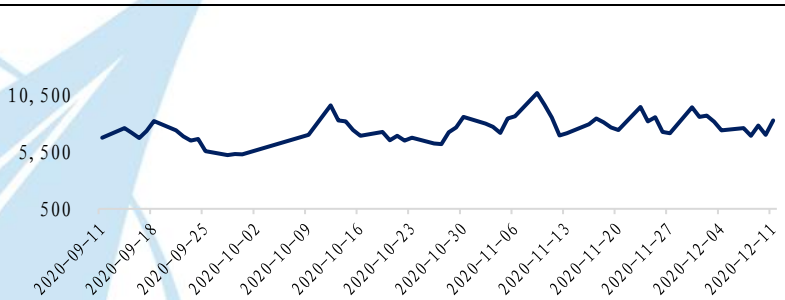


资料来源：Wind、中航证券研究所

五、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 1.03%，较上周的 1.22%有所回落。A 股日均成交金额为 7530.83 亿元，上周为 8465.97 亿元。

图表 16：市场情绪

换手率	本期 2020/12/11 1.03% 上期 2020/12/04 1.22%		↓
A 股日均成交金额（亿元）	本期 2020/12/11 7530.83 上期 2020/12/4 8465.97		↓

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。