东兴证券 DONGXING SECURITIES

资金情绪共振，继续交易复苏

2020 年 12 月 6 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

全球股市普涨，经济复苏预期加强带来市场整体风险偏好提升。上周市场整体表现亮眼，俄罗斯 RTS 指数涨 4.22%居海外市场之首，伦敦富时 100 指数涨 2.87%，纳斯达克指数涨 2.12%，标普 500 指数涨 1.67%，上证综指涨 1.06%，道琼斯指数涨 1.03%，仅德国 DAX 指数和恒生指数跌-0.28%和-0.22%。A 股市场全面上涨，创业板指结束自 11 月以来连续三周跌势，沪深 300 涨 1.71%，上证综指涨 1.06%。市场整体乐观情绪上升，VIX 指数从 11 月初的 37.13 连降至 12 月 4 日的 20.79，降幅达-44.01%，疫苗进展叠加美总统大选结果落地带来经济复苏预期加强，市场整体风险偏好提升。

情绪面：成交金额、换手率维持相对高位，北向资金持续大额流入。成交金额和换手率维持自 11 月以来的相对高位。北向资金持续大额流入，11 月为 2020 年单月最大流入月份，总流入额 579.29 亿元，超过今年 4 月、6 月的 532.58 亿元和 526.79 亿元。从行业分布来看，11 月以来北向资金持续涌入机械、非银金融、银行、有色金属、交通运输、基础化工、石油石化、钢铁等顺周期及低估值板块，总体依然维持顺周期和低估值的投资逻辑。

资金面：短期内预计人民币相对美元升值趋势不会变，外资具备持续流入动力。疫情以来美国货币政策、财政政策大放水，美元计价资产价格大涨，美国企业、政府负债高企，坏账率提高，美国流动性短期难以大幅收紧。通胀来看，当前 CPI 距离 2%的目标值尚有一定距离且美联储在 8 月底的杰克逊霍尔全球央行年会上已表示允许通胀率适度高于 2%。美联储利率“点阵图”也显示联邦基金利率或维持近零水平至 2022 年底。美联储不收紧货币政策，则人民币相对美元强势的趋势预计不会改变，人民币资产对外资具有持续的吸引力。

钱多核心资产少与经济复苏长期确定性逻辑不变，布局后疫情时代高景气赛道。情绪指标来看市场仍具交易热情，美元延续弱势、人民币处于升值区间的预期给外资流入带来持续动力。当前企业盈利改善弹性史无前例，流动性维持充裕，股票市场钱多核心资产少。疫苗将面市背景下，经济复苏的长期确定性得到确认，行业配置寻找后疫情时代的高景气赛道：1）海外供需主导的原材料包括铁矿石、石油等；2）受冲击最大行业的“否极泰来”，重点包括零售、国内旅游、仓储物流、公路、电影院线（上游）等行业的龙头企业；3）受益于经济复苏盈利改善，估值具备修复预期的金融板块，重点关注银行和保险。

风险提示:宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

目 录

1. 全球市场风险偏好提升，经济复苏预期确定性增强 3
2. 情绪面：市场情绪偏乐观，外资加速流入 4
3. 资金面：人民币相对美元升值趋势短期预计不会改变 5
4. 布局后疫情时代高景气赛道 8
5. 风险提示 8

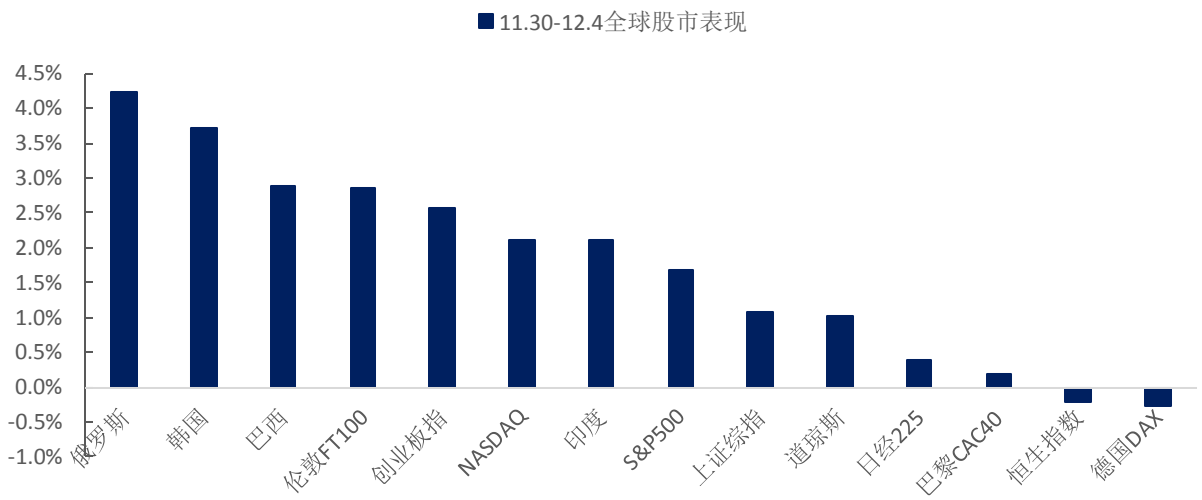
插图目录

图 1：全球股市大幅上涨，俄罗斯涨 4.22%居首，纳斯达克涨 2.12%，标普 500 涨 1.67% 3
图 2：主要指数均上涨，创业板指涨 4.27%居首 4
图 3：VIX 指数自 11 月以来大幅回落 4
图 4：成交金额、换手率较 11 月并无显著下行 4
图 5：11 月北向资金成交净买入额为 2020 年单月最大值 4
图 6：北向资金 11 月净流入的行业分布 5
图 7：美国周期行业领涨，成长板块表现弱势 6
图 8：联邦基金利率疫情期间迅速下行至 0 附近 6
图 9：充裕流动性下美股迅速摆脱疫情影响持续走高 7
图 10：美房价 3 月以来持续上行，斜率远较疫情前陡峭 7
图 11：联邦非金融企业、政府债务飙升 7
图 12：2020 年以来美国贷款撇账率高升 7
图 13：美国 CPI 同比距目标值 2%尚有一定距离 8
图 14：联邦基金利率或维持近零水平至 2022 年底 8

1. 全球市场风险偏好提升，经济复苏预期确定性增强

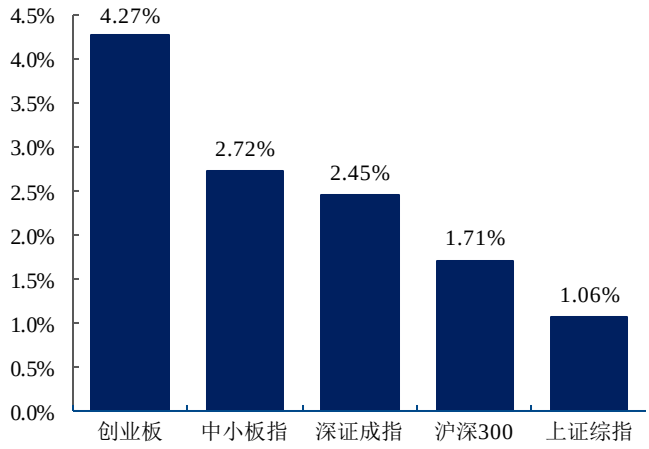
上周全球股票市场普涨，主要系前期疫苗、大选等风险因素落地，经济复苏预期确定性增强，美国新一轮财政刺激计划出台预期增强，市场风险偏好提升，乐观情绪高涨。上周全球主要股票市场都经历了一轮大幅上涨，仅德国 DAX 指数和香港恒生指数有所下跌。其中俄罗斯 RTS 指数涨 4.22%居海外市场之首，伦敦富时 100 指数涨 2.87%，纳斯达克指数涨 2.12%，标普 500 指数涨 1.67%，上证综指涨 1.06%，道琼斯指数涨 1.03%，德国 DAX 指数跌-0.28%，恒生指数跌-0.22%。从 A 股市场来看，主要指数全面上涨，创业板指涨 4.27%，中小板指涨 2.72%，深证成指涨 2.45%，沪深 300 涨 1.71%，上证综指涨 1.06%，创业板指结束自 11 月以来连续三周的跌势。全球来看，疫苗取得积极进展、美国大选落地后拜登入主白宫，最主要两大风险因素渐次落地，带来全球市场对经济复苏确定性预期进一步增强，美国财政刺激法案计划出台的预期加强，带来全市场风险偏好的上行，VIX 指数从 11 月初的 37.13 连降至 12 月 4 日的 20.79，降幅达-44.01%，风险偏好大幅提升，不确定性减少，整体市场乐观情绪高涨。

图 1： 全球股市大幅上涨，俄罗斯涨 4.22%居首，纳斯达克涨 2.12%，标普 500 涨 1.67%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：主要指数均上涨，创业板指涨 4.27%居首



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3：VIX 指数自 11 月以来大幅回落



资料来源：wind、东兴证券研究所

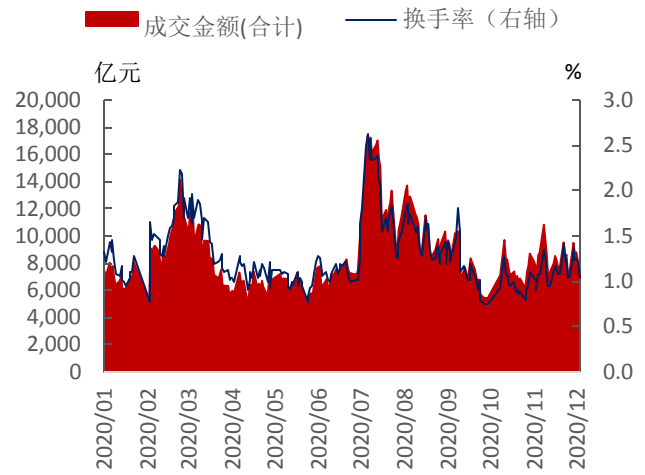
2. 情绪面：市场情绪偏乐观，外资加速流入

从全部 A 股的成交金额和换手率来看，市场热度整体相较 11 月下旬并无显著的下行。11 月 20 日全部 A 股的成交金额为 7507.20 亿元，12 月 4 日为 7485.75 亿元；11 月 20 日全部 A 股换手率达 1.07%，12 月 4 日为 1.04%。从市场交易活跃度来看，12 月首周依然保持较高的交易情绪。北向资金自 11 月以来持续大额流入，11 月为 2020 年北向资金单月最大净流入月，单月净流入 579.29 亿元，甚至超越今年 4 月、6 月的 532.58 亿元和 526.79 亿元。从北向资金 11 月以来增配和减配的行业来看，外资持续加仓机械、非银金融、银行、有色金属、交通运输、基础化工、石油石化、钢铁等顺周期及低估值板块，分布配置 525.79 亿元、214.24 亿元、171.06 亿元、133.92 亿元、143.99 亿元、86.97 亿元、58.08 亿元、34.19 亿元。

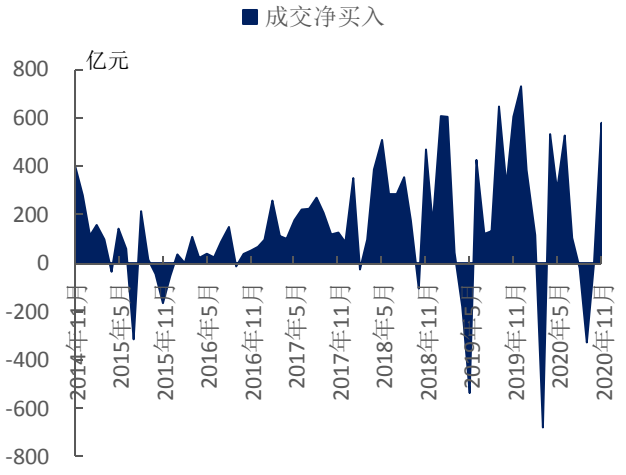
市场情绪活跃度依然较高，股票市场的逻辑依然基于人民币较美元持续走强的预期和疫苗进展、大选结束两个全球最大的不确定性落地带来的全球风险偏好提升。

图 4：成交金额、换手率较 11 月并无显著下行

图 5：11 月北向资金成交净买入额为 2020 年单月最大值

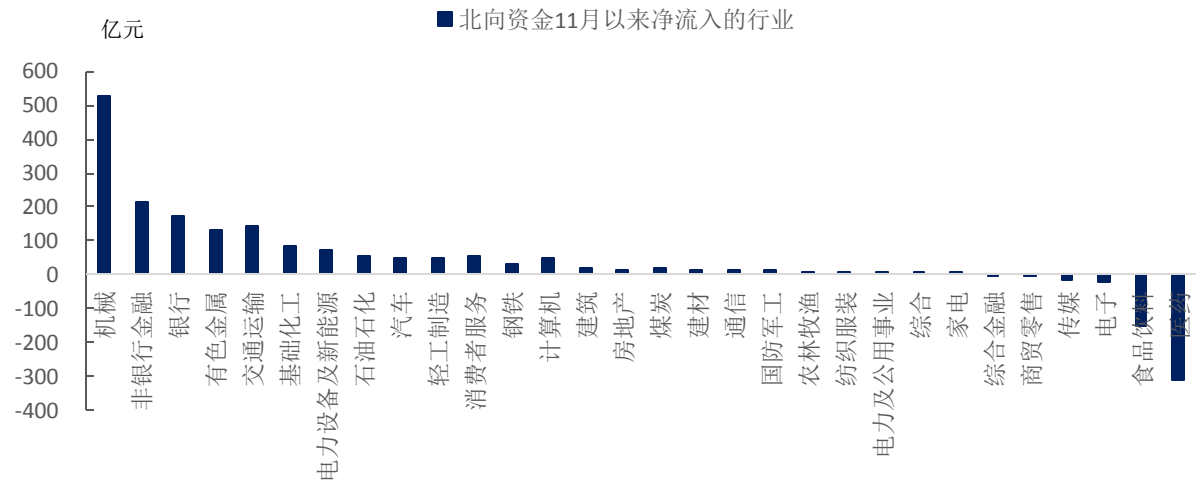


资料来源：wind、东兴证券研究所



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：北向资金 11 月以来净流入的行业分布



资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 资金面：人民币相对美元升值趋势短期预计不会改变

今年 5 月底以来，美元持续走弱，人民币维持强势。美元指数由 5 月 15 日的 100.38 跌至 12 月 4 日的 90.57，人民币兑美元汇率中间价则从 5 月 29 日的 7.13 下探至 12 月 4 日的 6.55，且美元指数、人民币兑美元汇率当前下行斜率仍然较为陡峭。

美元跳水主要源于疫情期间美国出台了极为宽松的货币和财政政策。美国联邦基金利率由 3 月 2 日的

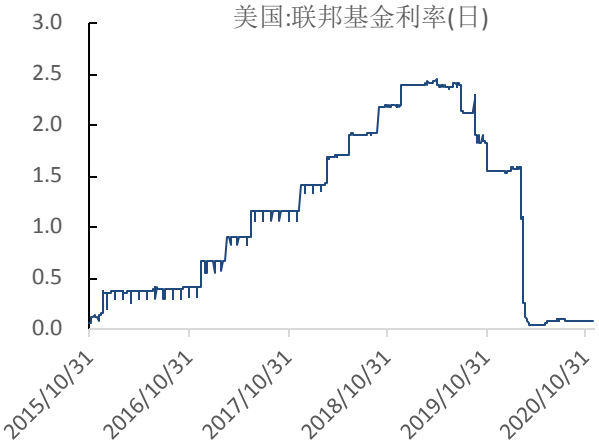
1.59 迅速下行至 3 月 31 日的 0.08，其后始终维持在 0 利率附近。3 月 23 日，美联储更是宣布开启无限量 QE 政策，不限量的通过买入国债和 MBS 等进行公开市场操作。3 月底，美国政府出台总额 2.2 万亿美元的《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》（CARES），为低收入个人和家庭提供现金补助，为各类企业提供紧急资金援助。

图 7：美国周期行业领涨，成长板块表现弱势



资料来源：wind、东兴证券研究所

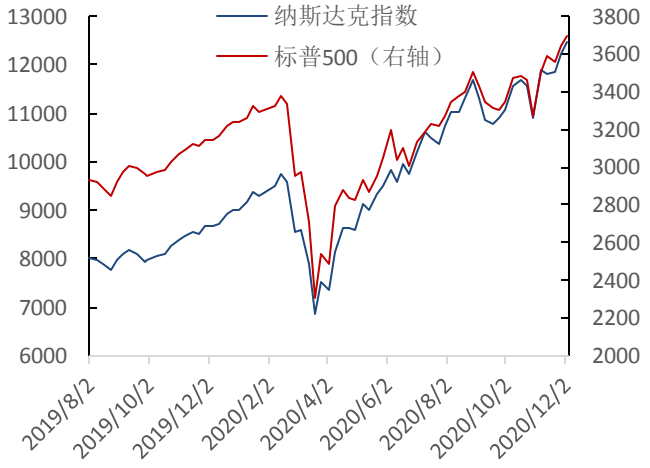
图 8：联邦基金利率疫情期间迅速下行至 0 附近



资料来源：wind、东兴证券研究所

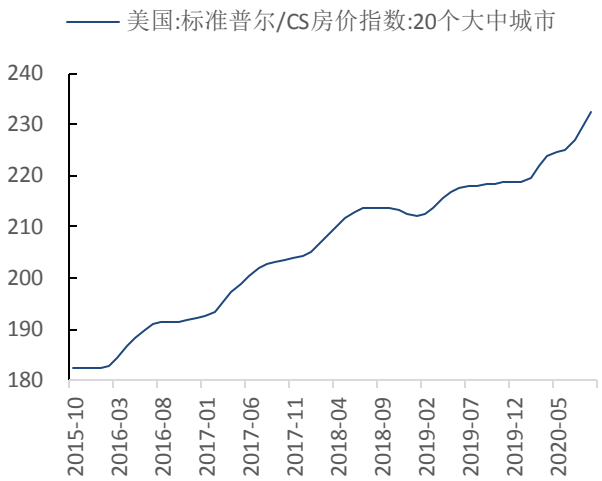
货币政策、财政政策的大放水下，美元计价资产价格大涨，负债高企，美国流动性短期难以大幅收紧。纳斯达克指数、标普 500 指数分别于 6 月初和 8 月初回归至疫情前水平，并在疫情持续爆发、停工停产的弱势基本面下持续走高。美国房价自 3 月以来持续上行且上行斜率较疫情前显著加大。3 月以来，美国非金融企业、政府负债飙升，分别达到 40.05 万亿、25.01 万亿，工商业、房地产贷款撇账率也较 2019 年显著上升，截止 9 月 30 日分别达到 0.55%、0.07%，较 2019 年底分别上升 0.20%和 0.06%。整体负债高企，坏账率抬升。

图 9：充裕流动性下美股迅速摆脱疫情影响持续走高



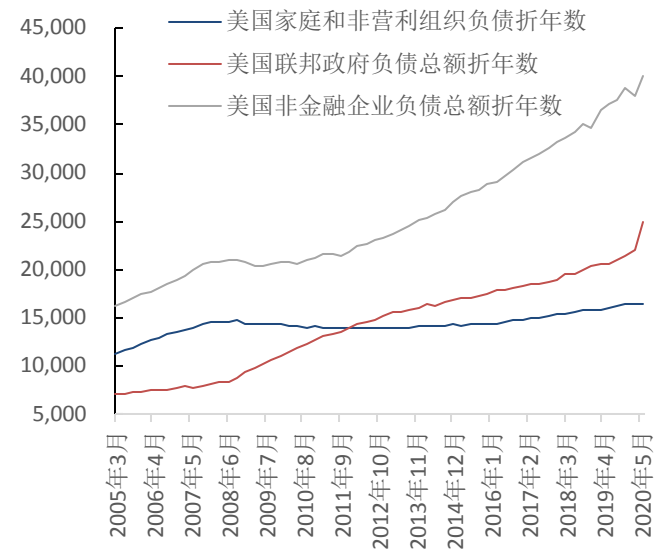
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：美房价 3 月以来持续上行，斜率远较疫情前陡峭



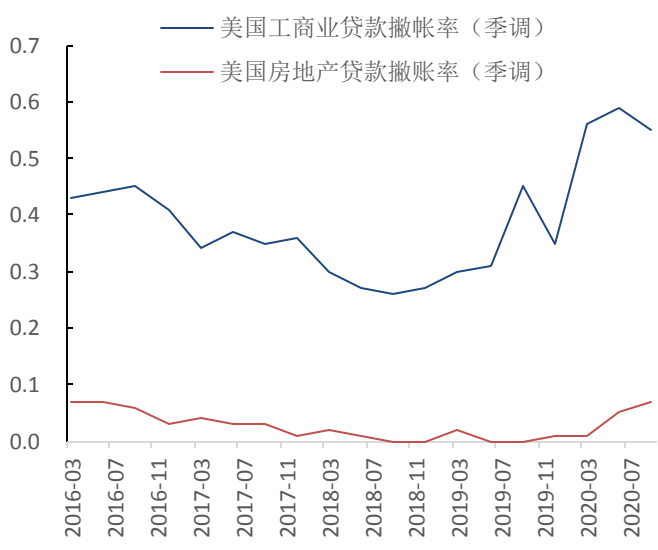
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 11：联邦非金融企业、政府债务飙升



资料来源：wind、东兴证券研究所

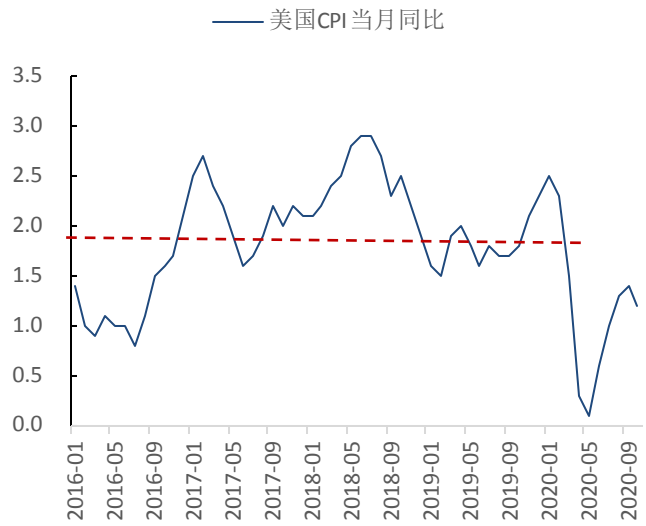
图 12： 2020 年以来美国贷款撇账率高升



资料来源：wind、东兴证券研究所

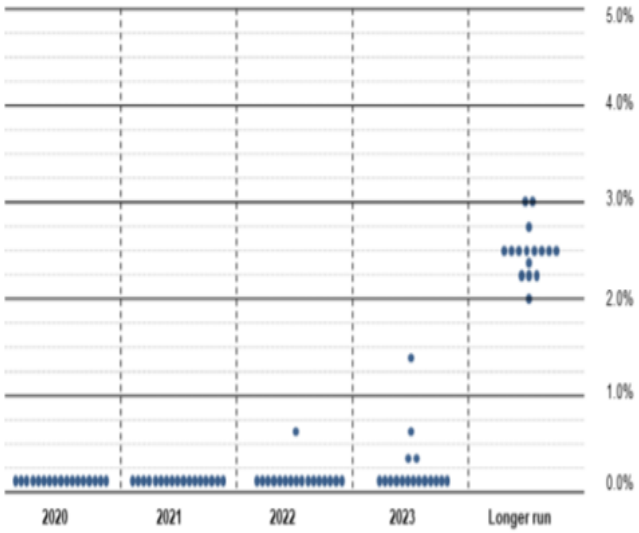
美联储有意放宽通胀目标，人民币兑美元汇率预计将长期处于升值区间，人民币资产对外资具有持续的吸引力。美国 10 月 CPI 同比为 1.2%，距目标值 2%尚有一定距离，且美联储主席鲍威尔在 8 月底的杰克逊霍尔全球央行年会上已表示，美联储将采取“平均通胀目标制”，允许通胀率适度高于 2%。9 月美联储议息会议发布的利率“点阵图”也显示联邦基金利率或维持近零水平至 2022 年底。美元货币政策持续宽松的环境下，人民币兑美元汇率预计将长期处于升值区间，人民币资产对外资具有持续的吸引力。

图 13：美国 CPI 同比距目标值 2%尚有一定距离



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 14：联邦基金利率或维持近零水平至 2022 年底



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 布局后疫情时代高景气赛道

钱多核心资产少与经济复苏长期确定性逻辑不变，布局后疫情时代高景气赛道。情绪指标来看，市场仍具交易热情，美元延续弱势、人民币处于升值区间的预期给外资流入带来持续动力，外围流动性宽松背景下，国内货币政策若迅速收紧或将面临输入性通胀风险与资产泡沫压力。我们在《2021 年展望：返璞归真，重归复苏》中提出，当前企业盈利改善弹性史无前例，流动性维持充裕，股票市场具备钱多核心资产少的牛市逻辑。疫苗将面市背景下，经济复苏的长期确定性得到确认，行业配置寻找后疫情时代的高景气赛道：1）押注海外复苏。海外供需主导的原材料包括铁矿石、石油等；2）受冲击最大行业的“否极泰来”。重点包括零售、国内旅游、仓储物流、公路、电影院线（上游）等行业的龙头企业；3）受益于经济复苏盈利改善，估值具备修复预期的金融板块，重点关注银行和保险。

5. 风险提示

宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526