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 方堃
证券执业证书号：S0640520080001

疫苗进展短期不足以扭转美国疫情，市场情绪反复波动

策略周报　　2020 年 11 月 21 日

核心观点：

10 月工业增加值同比 6.9%，与前值持平，好于市场预期。制造业和公用事业工业增加值同比回落，采矿业工业增加值同比快速回升，结合 10 月采掘工业 PPI 环比下滑，反应上游供给恢复较快。10 月钢材产量同比升至 14.2%，为 2013 年 10 月以来新高，同时螺纹钢价格自 10 月以来持续反弹，创年内新高，可能反映了来自基建、地产等方面的需求较好。

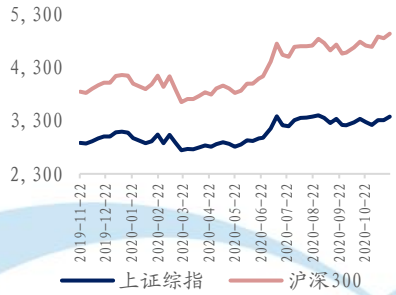
1-10 月固定资产投资完成额累计同比 1.8%，较前值提升 1 个百分点，符合市场预期。制造业投资累计增速升至-5.3%，基建投资（不含电力）累计增速升至 0.7%，房地产投资累计增速升至 6.3%，基建投资增速下半年回升速度放缓。房地产新开工、销售面积以及资金来源累计增速继续回升，但施工面积累计增速已连续两个月小幅回落，本年购置土地面积累计同比也已连续四个月回落，显示后续地产投资继续向上的动能可能不足。

10 月社会消费品零售总额同比 4.3%，较前值回升 1 个百分点，弱于市场预期。地产相关的建筑及装潢材料、家具、家电类增速回升，汽车类增速小幅走高。10 月消费实际增速 4.6%，已经回升至疫情前的水平，显示消费修复的进程也接近尾声。

总体来看，**10 月经济延续稳步复苏步伐，供给端平稳，需求端持续修复，符合我们对下半年经济复苏主要依靠需求拉动的判断。**但与疫情前水平相比，需求端修复的空间已经不大，结合货币政策已经边际转向，明年财政政策大概率也会较今年收紧，虽然从 GDP 同比增速看，四季度 GDP 同比在需求带动下有望继续走高至 5.5%左右，明年一季度 GDP 同比还会有明显的跳升，可能接近 20%，但环比角度看，增长动能可能将逐步减弱。

经贸对外开放进一步扩大，后疫情时代推动我国经济与全球复苏积极共振。15 日，中日韩澳新以及东盟十国的经贸部长正式签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），成为全球最大的自由贸易协定，这在中美博弈背景下具有十分重要的战略意义。尤其对于中日来说则是首次建立直接的自贸协定，这也为同样谈判多年的中日韩自贸协定做好前期铺垫。RCEP 成员国既包括我国最重要的进口来源地，也覆盖了我国主要的出口市场。RCEP 自贸协定签署后，一方面我国进口原材料将面临更低的关税水平，从而降低我国生产成本，增加我国产业链竞争力；另一方面，我国产品的最终市场将更加广阔，有利于发挥我国产业链优势，推动产业转型升级。RCEP 包涵降低关税税率等多项承诺，将从贸易、科技、产业等多方面推动我国经济增长，与后疫情时代全球复苏积极共振，有利于推动我国形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

市场走势



近期报告

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》

中航证券策略点评报告：《医疗资源严重挤兑放大了疫苗对外盘的催化》

中航证券策略周报：《美股风险犹存，A 股机大于危》

中航证券策略点评报告：《大选期间美股发生了什么，再通胀策略的失效》

中航证券策略周报：《外盘波动加大，回调或是吸筹布局机会》

中航证券策略深度报告：《部分欧美国家医疗资源进入挤兑状态，外盘波动或加大》

中航证券策略周报：《美股大选尾部对 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

美国第三波疫情愈演愈烈，单日新增确诊与新增死亡人数均创出本轮疫情的新高，并超过 7 月第二波疫情的高点。检测阳性比例持续高于 10%，显示疫情仍在恶化。更加值得警惕的是，ICU 病床占用率与新冠病人 ICU 病床占用率均达到疫情以来的新高，持续突破我们提出的警戒线，医疗资源面临挤兑风险进一步提升。美国中西部的州为本轮疫情的重灾区，本周美国约一半的州为防控疫情均已发布新的限制措施，加州、宾州、俄勒冈州、明尼苏达州均采取了部分逆转复工的措施。

本周美股先扬后抑，有关新冠疫苗进展的利好消息刺激美股短期上涨，16 日，Moderna 公布临床数据显示其新冠疫苗有效性达 94.5%。18 日，辉瑞更新发布其疫苗临床数据，有效性高达 95%。疫苗年内获批已经是大概率事件，预计美国 FDA 最快 12 月下放两种疫苗的紧急使用授权，明年产能估计扩大至 10 亿支。尽管企业发布的疫苗有效率数据迭创新高，市场的反应则出现钝化，市场更加关注疫苗产能扩张能力、疫苗接种意愿。**对未来疫苗的期待难以扭转当前疫情的蔓延，在本轮疫情波峰到来之前，美股市场仍将在经济恢复与疫情反复中曲折前进。**

考虑到国内银行压降结构性存款的压力犹存，货币政策中性态度延续，本月 LPR 报价维持不变。为缓和信用债违约事件给金融市场带来的紧张情绪，央行 16 日进行的 8000 亿元 MLF 操作量创近五年新高。本轮信用债风险暴露之初央行即果断向市场注入了充足的流动性，信用债市场的局部风险并未演变为流动性风险，也没有蔓延到其他金融市场。但短期流动性投放难以根治信用问题，信用债市场违约增多标志着刚性兑付进一步打破，这将有利于金融市场风险收益重新定价，同时也是金融供给侧改革的必然趋势，机构的风险偏好也会重新调整，一方面会造成债市风险偏好下移，增加利率债安全资产的配置，另一方面，**从大类资产配置角度，信用债破刚兑会突显 A 股风险收益比的相对优势，在经济上行阶段 A 股将吸引更多机构投资者的配置。**

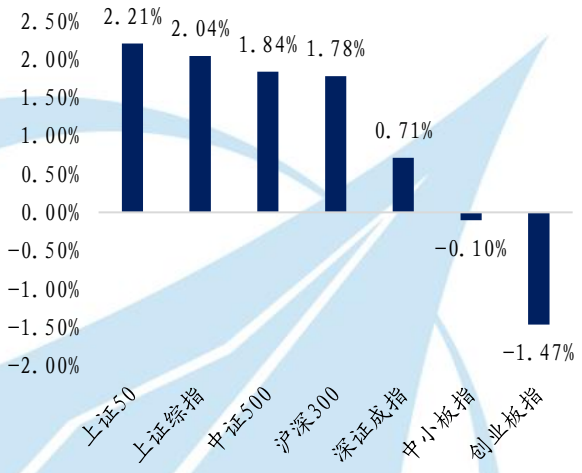
经济复苏与控杠杆相互制约货币政策，一方面经济数据延续复苏，宏观流动性收紧预期再起，央行政策维持审慎态度；而另一方面，近期监管对于防范金融风险的调门明显提高，但同时为了稳妥化解风险，特别是在当前信用风险依旧未见缓和的背景下，货币政策调整也会掌握分寸，不会操之过急，央行仍会在防风险与稳货币间寻求平衡。**目前以 CPI 和 PPI 为代表的通胀依旧处于低位，说明经济还未向过热阶段过渡，宏观流动性边际收紧还不足以制约权益类资产上涨的空间。**

综合而言，**我们认为中国宏观经济已经开始步入美林时钟框架下的复苏阶段，国内基本面复苏依然是 A 股市场的核心驱动力，国内若因海外波动出现调整反而应作为加仓机会。**板块配置方面，建议关注上游周期板块、大金融板块以及可选消费相关投资机会。

一、 本周行情回顾

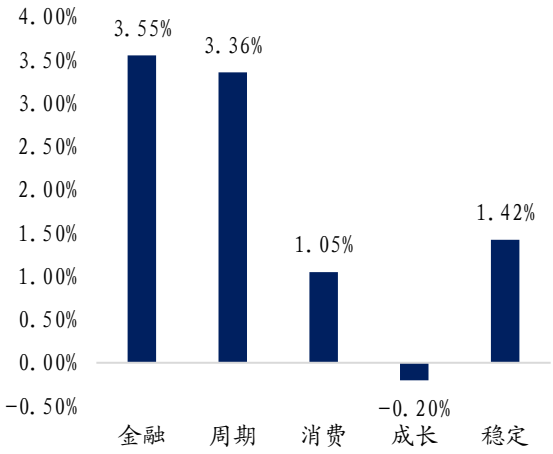
本周A股市场蓝筹风格跑赢成长风格，金融与周期行业领涨。本周上证指数涨2.04%，上证50涨2.21%，沪深300涨1.78%，深证成指涨0.71%，创业板指跌1.47%。行业表现方面，本周排名前三位的行业分别是有色(6.04%)、采掘(4.40%)、国防军工(4.33%)，排名后三位的分别是医药生物(-1.43%)、电子(-1.14%)、休闲服务(-0.70%)。风格上，本周金融股与周期股大涨超3%，稳定股涨1.42%，消费股涨1.05%，而成长股则下跌0.20%。估值方面，本周全部A股市盈率为22.73倍，较上周上升1.83%，剔除金融、石油石化股后市盈率为37.91倍，较上周上升1.37%。海外方面，本周欧美股市先扬后抑，指数高位整理涨跌不一，纳指周累计涨0.22%，而道指跌0.73%，标普500指数跌0.77%。法国CAC40指数周累计上涨2.15%，英国富时100指数跌0.56%，德国DAX指数周累计上涨0.46%。

图 1：本周主要指数涨跌幅



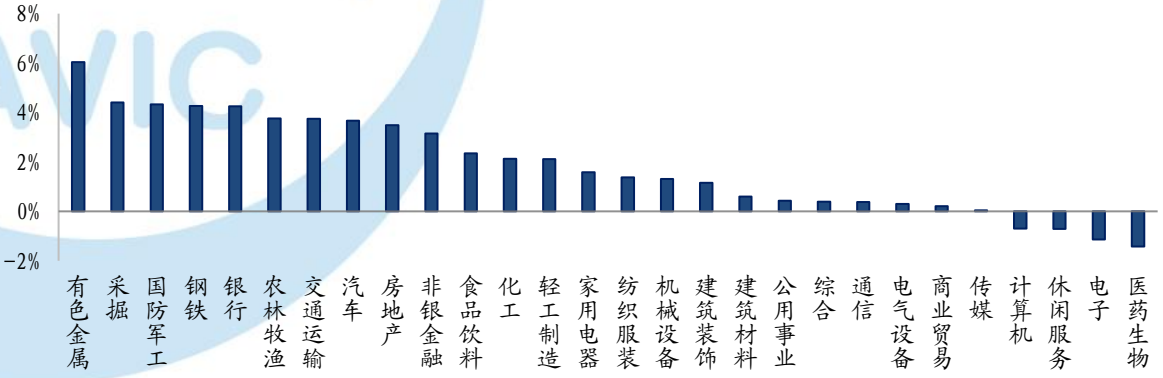
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 2：本周各风格股票涨跌幅



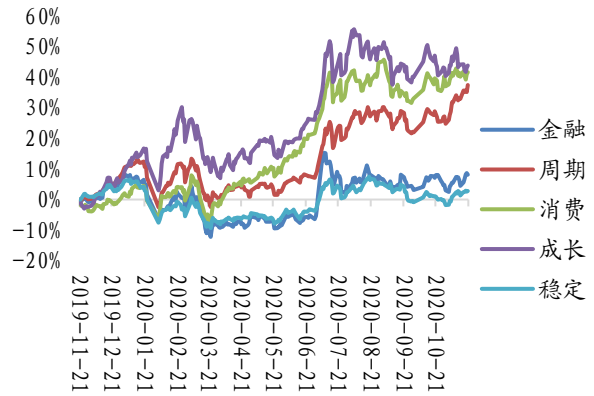
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 3：本周行业涨跌幅



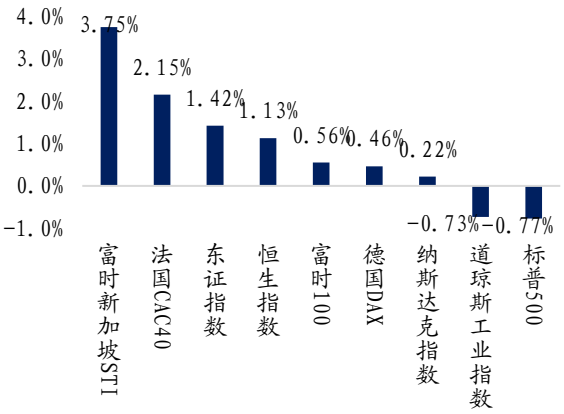
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 4：各风格股票走势



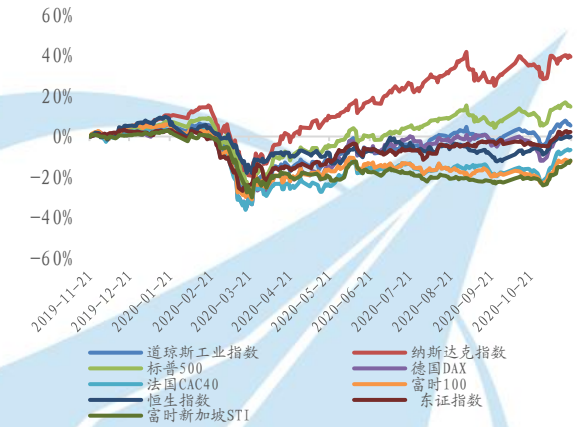
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 5：本周海外主要指数涨跌幅



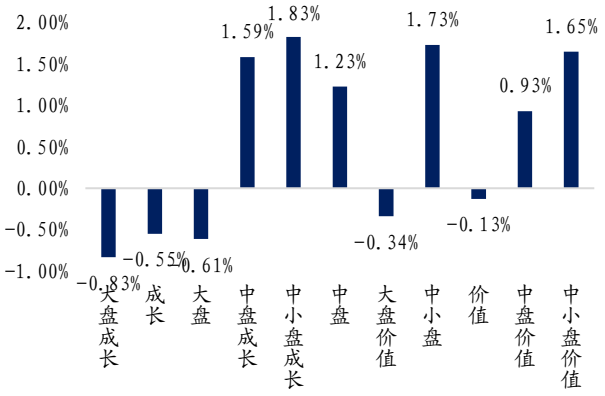
资料来源：Wind、中航证券研究所

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

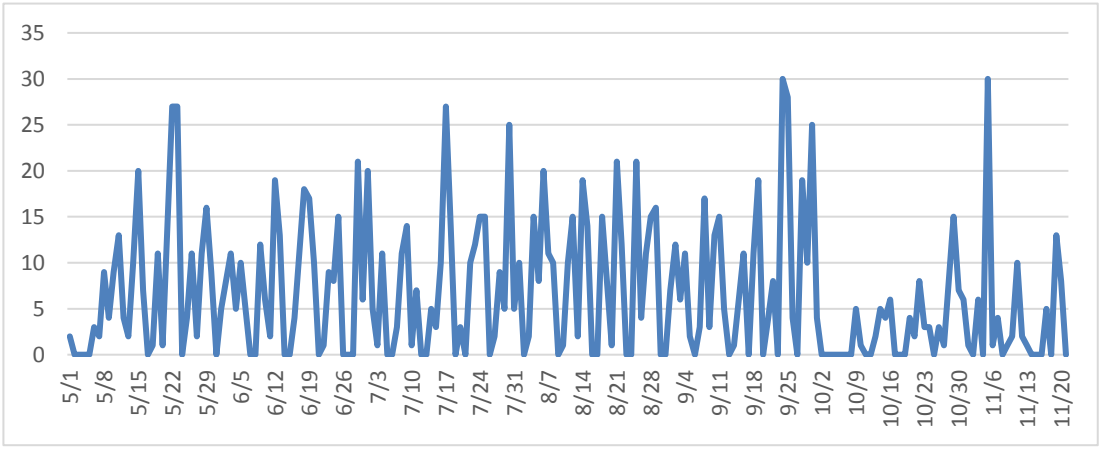
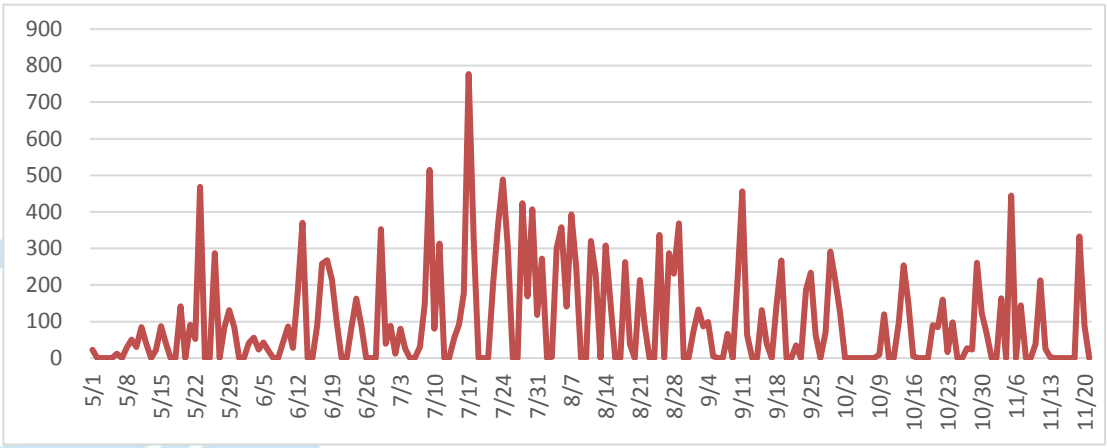
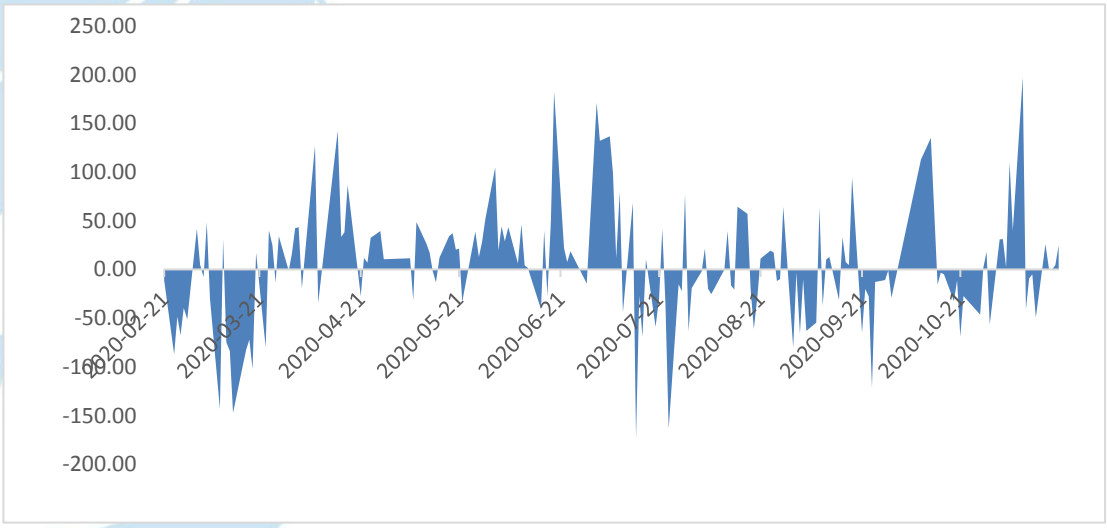


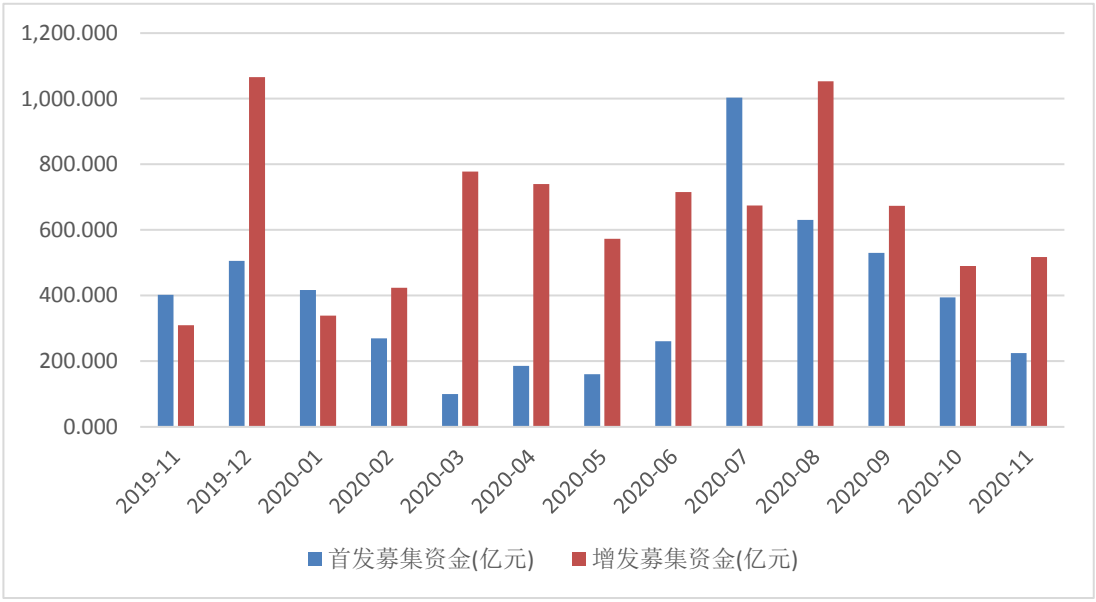
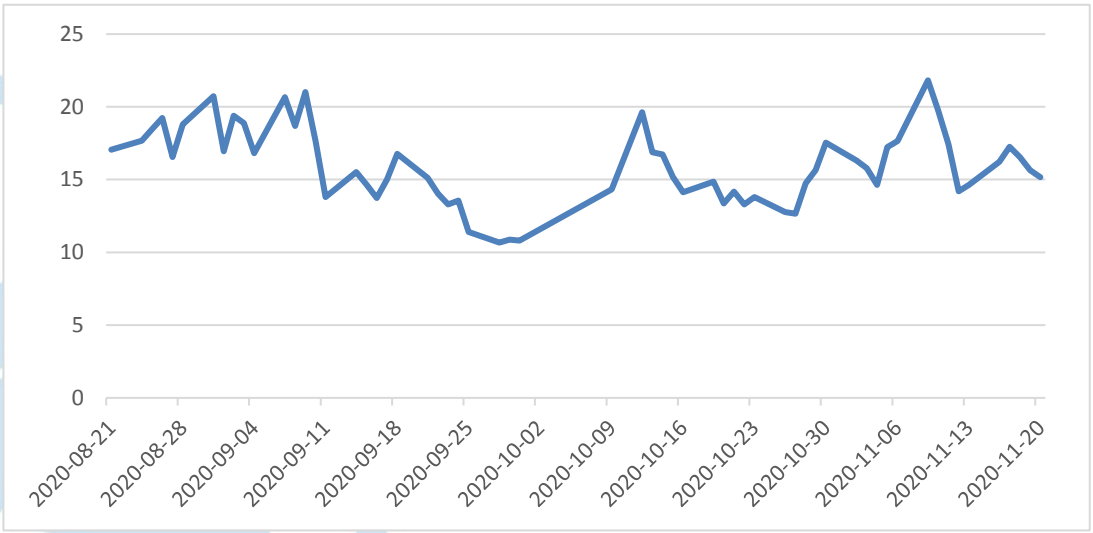
资料来源：Wind、中航证券研究所

二、 资金监控

北向资金本周累计净流入 55.10 亿元，较前一周为净流入 92.13 亿元有所下降。本周新发行的基金个数为 26 个，上周为 16 个；本周基金发行规模为 420.72 亿元，上周为 278.49 亿元。11 月份截至 20 日 IPO 募集资金为 225.24 亿元，增发募集资金 517.26 亿元。交易费用本周为 80.9 亿元，较上周的 87.8 亿元略有所下降。

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）	

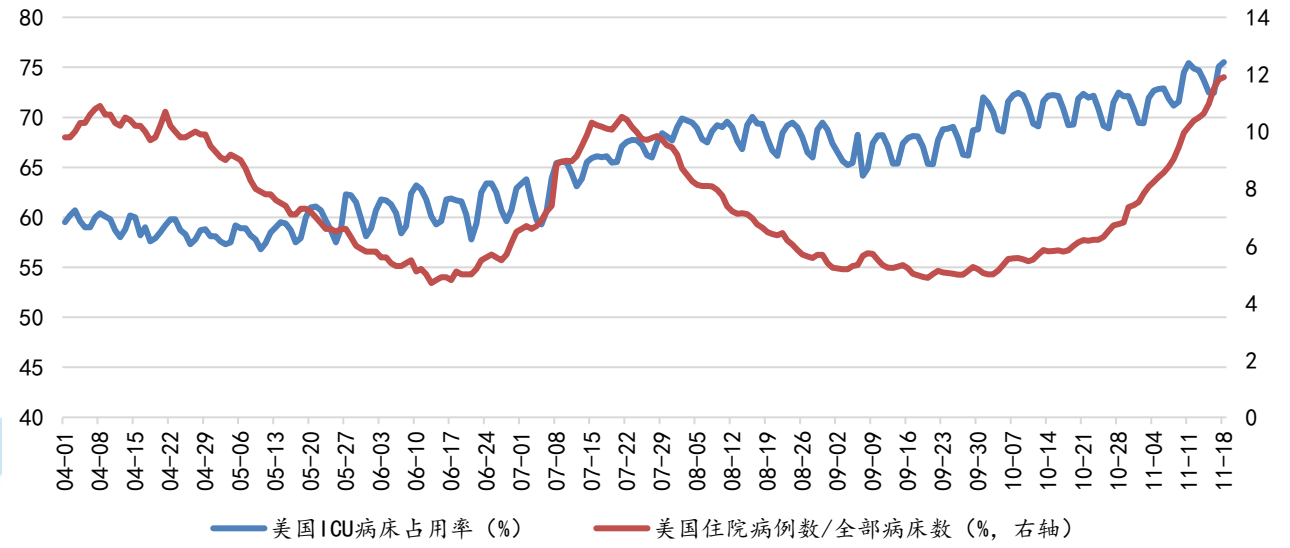
资料来源：Wind、中航证券研究所

三、全球疫情

全球疫情方面，截至 11 月 21 日，全球感染人数已经超过 5,727.4 万人，累计死亡人数超过 136.8 万人。据美国约翰斯·霍普金斯大学新冠疫情统计数据，截至美东时间 11 月 21 日晚 6 时，全美范围有 1,204 万人感染新冠肺炎，死亡人数达到 25.55 万人。美国单日新增确诊数量居高不下，逼近 19 万，全国检测阳性比例持续高于 10%，显示疫情仍在继续恶化。此外，近期美国的住院率有明显的上升，单日新增死亡也出现抬升。我们对美国 ICU 病床占用率进行统计，截至 11 月 18 日，美国全国 ICU 占用率为 75.52%，较上周继续攀升，超过我们之前提出的 70%警戒线；美国全国病床利用率为 11.9%，较上周大幅攀升，且近几周呈现明显上升趋势，但仍低于我们提出的 15%-30%警戒值。对美国分州进行单独统计，西部地区北达

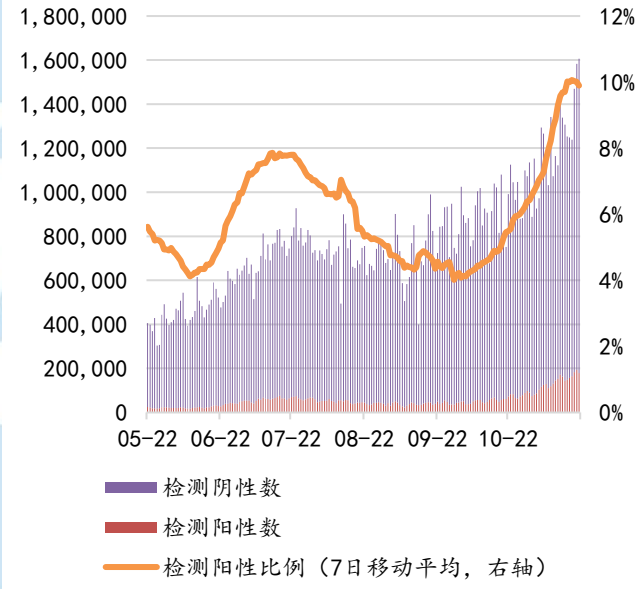
科他州、新墨西哥州 ICU 病床占用率达 90%，得州、宾州、密歇根州、佐治亚州 ICU 病床占用率超 80%，佛州、加州 ICU 病床占用率也超过 70%，均高于警戒线水平，上述各州的医疗资源存在出现挤兑的风险，如果进一步恶化地方政府可能会出台封锁经济的政策，需要持续关注。

图 9：美国全国 ICU 病床占用率



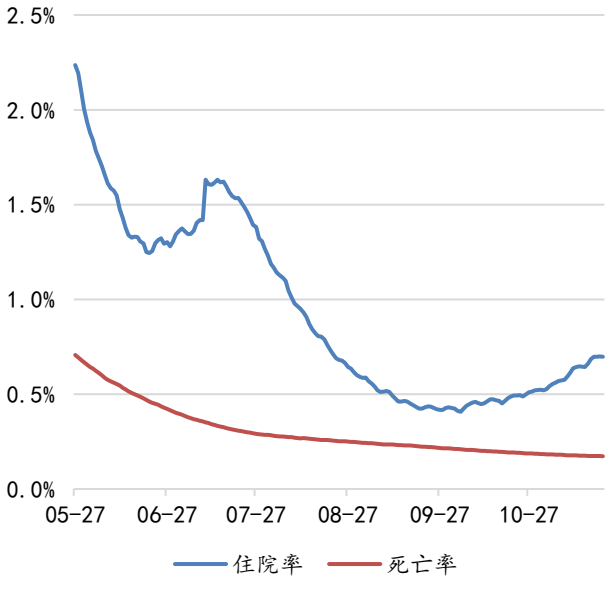
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 10：美国新冠病毒检测结果



资料来源：Wind、中航证券研究所

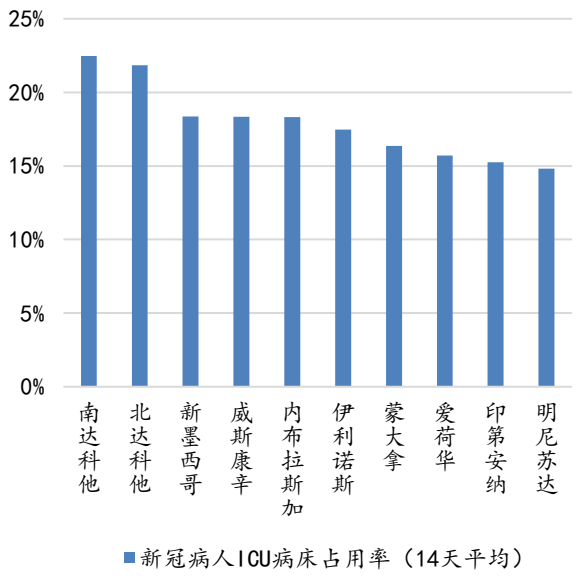
图 11：美国住院率及死亡率



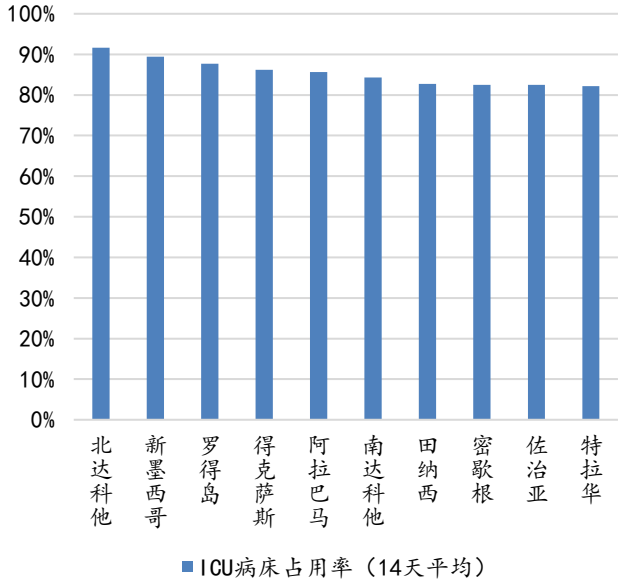
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 12：美国部分州新冠病人 ICU 占用率（14 日均值）

图 13：美国部分州 ICU 占用率（14 日均值）



资料来源：Wind、中航证券研究所

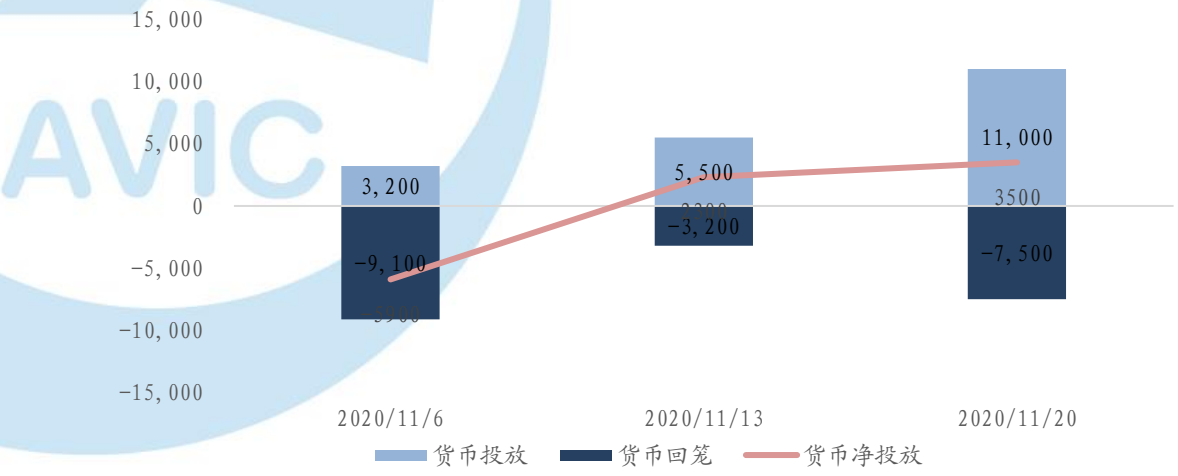


资料来源：Wind、中航证券研究所

四、宏观流动性监测

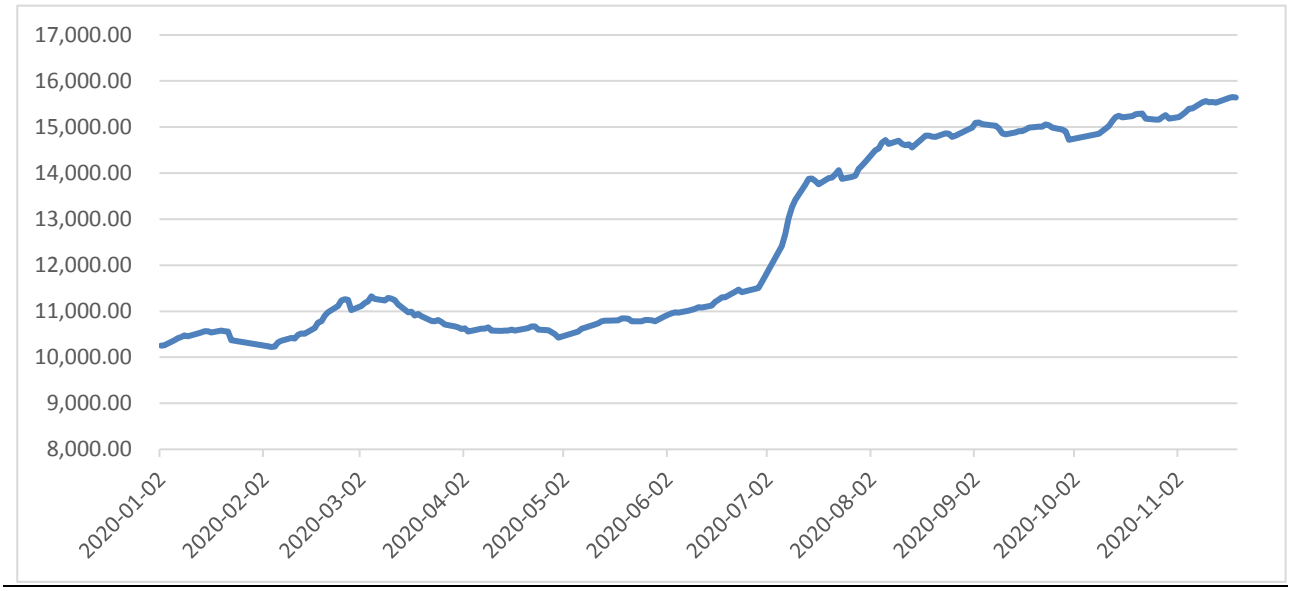
流动性方面，本周央行公开操作净投放货币 3500 亿元，创近两个月单周新高，上周为净投放货币 2300 亿元。为缓和信用债违约事件给金融市场带来的紧张情绪，央行公开市场周一（16 日）进行 11 月 MLF 操作达 8000 亿元创近五年新高，周二到周五连续进行七天期逆回购操作。两融余额为 15,639.62 亿元，上周为 15,541.64 亿元，较上周有所上升。

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）

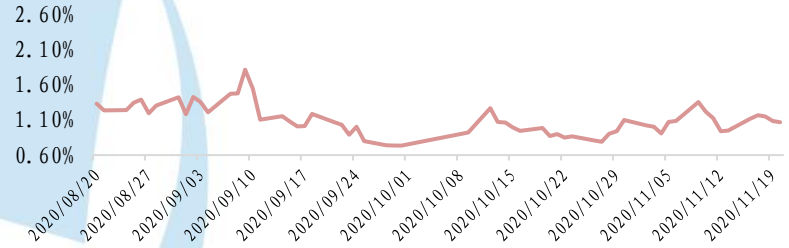
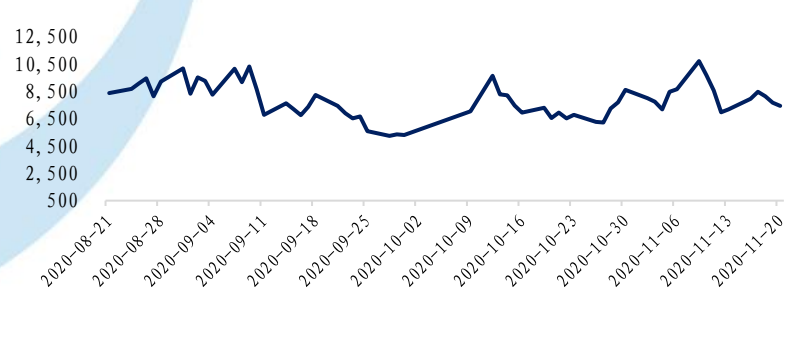


资料来源：Wind、中航证券研究所

五、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 1.12%，与上周持平。A 股日均成交金额为 7,435.72 亿元，上周为 8,082.97 亿元，较上周有所下降。

图表 15：市场情绪

换手率	本期 2020/11/20 1.12% 上期 2020/11/13 1.12%		—
A 股日均成交金额（亿元）	本期 2020/11/20 7,435.72 上期 2020/11/13 8,082.97		↓

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　：预计未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：预计未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%至10%之间。
卖出　：预计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　：预计未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：预计未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：预计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，研究所所长。
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。
方堃，SAC 执业证书号：S0640520080001，中航证券宏观策略分析师。

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。