山證國際
SHANXI SECURITIES INTERNATIONAL

山证国际证券——策略研究

美大选结果近乎“尘埃落定”，周期及价值股迎来修复契机

报告日期：2020-11-17

摘要：

政策的可预测性增强，市场波动性趋于下降：尽管美官方仍未正式宣布大选结果，但综合各方信息，Biden 成为美国下任总统几乎已成定局。相较 Trump 政府的主张，Biden 及民主党代表的群体更支持“开放型经济”，贸易及外交政策注重“多边主义”，预期 Biden 当选后美国会再度加强其与全球盟友间合作，适度修复一度受影响的全球贸易关系及价值链，甚至令中美关系得到边际改善。相对 Trump 政府执政风格中的多变，Biden 的政治主张相对传统且清晰，政策的可预期性增强，市场的不确定性下降，有助于市场风险偏好的提升。美大选结果初步揭晓后，环球主要股指普遍上扬。港股与外围市场联系较为紧密，理论上受益于外围市场的波动性下降。

新冠疫苗利好频传，疫情对经济活动的影响边际弱化：欧美及亚洲部分主要经济体的疫情近日呈第二波甚至第三波爆发态势，但疫情对经济活动的冲击边际弱化。一方面，人类对新冠病毒及其影响的认知持续深化，已逐步接受并适应可能要与新冠病毒长期并存的现实，疫情对正常社会活动的破坏力趋于下降；另一方面，新冠疫苗研发利好消息频传，主要经济体均推出了各类新冠疫苗接种计划，社会信心显著增强，进而为经济活动的正常进行奠定基础。随着前期各国政策为应对疫情冲击而出台的大规模财政刺激及提供的流动性宽松成效渐显，微观主体的营收及利润也有望走出低谷。

人民币升值强劲，强化中国资产的吸引力：美国第二轮巨额财政刺激计划即将出台，而美联储为配合美经济复苏的需要，大概率仍会在相当长一段时间内提供低利率环境，中国则因经济复苏的基础较为稳固利率下行空间有限，这决定了中美间的巨大利差仍会持续存在。鉴于当前海外的疫情形势以及中国有望改善的外贸环境（RCEP 的签署、中美贸易关系改善等），我们预期中国资产在未来一段时间内的比较优势仍将较为显著，为人民币汇率的坚挺提供有效支撑。历史经验表明，人民币升值时期，作为海外资金配置中国资产桥头堡的港股显著受益。港股有望迎来盈利复苏与估值提升的双重投资契机。

市场风格有望切换，周期及价值股迎来修复契机：在新冠疫苗即将投入使用良好预期下，全球供应链流动及贸易往来将逐步恢复至正常；中美关系的未来走向虽然不会有大的变化，但存在阶段性改善的可能性，因而年初以来决定港股市场行情的两个主导因素将发生改变，前期估值坚挺的板块可能承压。当前多个主要经济体的宏观经济数据指标显示其经济已呈复苏趋势，表明前期各国政府推出的巨额的财政刺激以及提供的宽松流性效果已渐见成效，刺激了市场需求的有效上升；而对新冠疫情的积极应对也从供应端改善了供应链结构。我们认为，主要经济体的补库存需求和通胀预期将改善企业的盈利预期，资金将逐步开始布局周期股，刺激部分顺周期性股票录得较好的市场表现，建议积极关注有色、化工、建材、汽车等顺周期板块的龙头企业。随着经济复苏的延续，消费及价值型蓝筹股的估值也将迎来修复契机。

分析员

姓名：郭彪
中央编号：AXK321
电话：852 2501 1023
电邮：alfred.guo@ssif.com.hk

美大选结果近乎“尘埃落定”，周期及价值股迎来修复契机

一、政策的可预测性增强，市场波动性趋于下降

尽管美官方仍未正式宣布大选结果，但综合各方信息，Biden 成为美国下任总统几乎已成定局。相较 Trump 政府的主张，Biden 及民主党代表的群体更支持“开放型经济”，贸易及外交政策注重“多边主义”，预期 Biden 当选后美国会再度加强其与全球盟友间合作，适度修复一度受影响的全球贸易关系及价值链，甚至令中美关系得到边际改善（从 Biden 竞选期间的言论看，其反对以加征关税的方式处理国际贸易关系；支持民主党的跨国科技企业及菁英群体对科技交流持更开放态度等）。

此外，相对 Trump 政府执政风格中的多变，Biden 的政治主张相对传统且清晰，政策的可预期性增强，市场的不确定性下降，有助于市场风险偏好的提升。美大选结果初步揭晓后，环球主要股指普遍上扬。港股与外围市场联系较为紧密，理论上受益于外围市场的波动性下降。

图表 1 CBOE 波动率指数（VIX）于美大选后显著下降



图表 2 美元指数回落



图表 3 美十年期国债率攀升



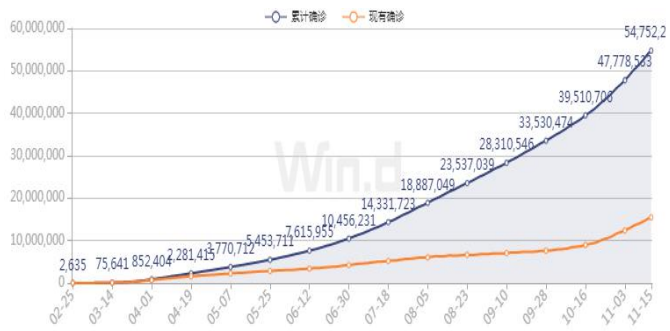
图片来源：www.investing.com

二、新冠疫苗利好频传，疫情对经济活动的影响边际弱化

欧美及亚洲部分主要经济体的疫情近日呈第二波甚至第三波爆发态势，预期政府对经济活动的控制政策会再度收紧，为当前脆弱的经济复苏增加压力，但疫情对经济活动的冲击已边际弱化。一方面，人类对新冠病毒及其影响的认知持续深化，已逐步接受并适应可能要与新冠病毒长期并存的现实，疫情对正常社会活动的破坏力趋于下降；另一方面，新冠疫苗研发利好消息频传，主要经济体均推出了各类新冠疫苗接种计划，社会信心显著增强，进而为经济活动的正常进行奠定基础。

随着前期各国政策为应对疫情冲击而出台的大规模财政刺激及提供的流动性宽松成效渐显，微观主体的营收及利润也有望走出低谷。

图表 4 海外疫情累计确诊病例趋势



图表 5 海外死亡病例占累计确诊的百分比



图表 6 世卫组织及部分国家疫苗接种计划预期时间表

世界卫生组织	世界卫生组织现阶段已经实行一项“新冠型肺炎疫苗实施计划”，预估在二零二一年份后出示 20 亿剂新冠型预苗，致力于保证 所有国家都能另外打疫苗新冠型预苗。
美国	最早或将在明年 4 月普及疫苗。美国国家过敏症和传染病研究所所长福奇日前接受采访时表示，美国政府最早将在 11 月下旬开始提供疫苗，任何可用的疫苗将最先提供给一线的医护人员，其次是老年人以及其他易感染人群。对全体美国人而言，新冠疫苗可能会在明年 4 月普及。
俄罗斯	俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫称，俄相关药厂已开始生产新冠疫苗，其产量将不断提高，预计最近几个月内将大规模接种。
意大利	意大利新冠疫情应急委员会特别专员阿尔库里表示，意大利将从 2021 年 1 月底开始为首批 170 万民众接种新冠疫苗，并逐步扩大接种范围。
澳大利亚	澳大利亚联邦卫生部长格雷格·亨特表示，昆士兰大学研发的一款候选新冠疫苗在 1 期临床试验中表现良好。该疫苗或将提前进入后续临床试验。若一切进展顺利，疫苗将在 2021 年年底前投入接种。
印尼	印尼总统佐科 13 日在接受路透社访问时表示，印尼预计于年底开展疫苗接种过程。
日本	日本厚生劳动省已经明确目标，从 2021 年上半年开始给全民接种新冠疫苗。
韩国	韩国中央防疫对策本部副本部长权埈郁于本月 10 日表示，将争取从 2021 年下半年起在国内开展疫苗接种。

资料来源：Wind，山证国际整理

三、人民币升值强劲，强化中国资产的吸引力

美元泛滥的流动性令美元信誉受损，导致市场对非美资产配置需求增加，加之中国防疫成效显著，经济率先复苏，资本市场对外开放力度日益增加以及中美间较高的利差，5 月份以来人民币对美元升值显著，显著提升了中国资产的吸引力。

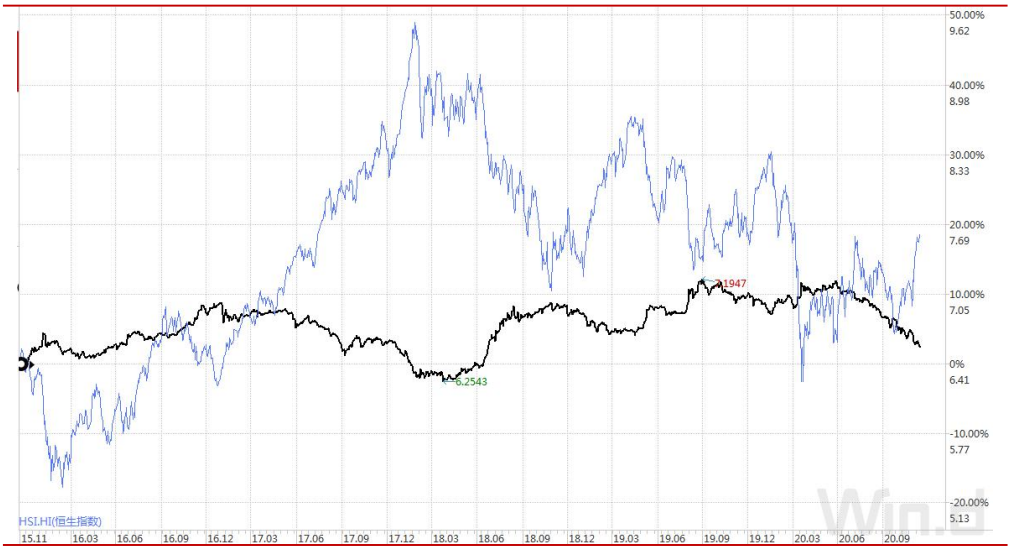
美国第二轮巨额财政刺激计划即将出台，而美联储为配合美经济复苏的需要，大概率仍会在相当长一段时间内提供低利率环境，中国则因经济复苏的基础较为稳固利率下行空间有限，这决定了中美间的巨大利差仍会持续存在。鉴于当前海外的疫情形势以及中国有望改善的外贸环境（RCEP 的签署、中美贸易关系改善等），我们预期中国资产在未来一段时间内的比较优势仍将较为显著，为人民币汇率的坚挺提供有效支撑。

图表 7 5 月底以来，人 民币对美元持续升值 (USD/CNY)



数据来源：investing.com

图表 8 人民币升值期间，恒指通常有相对较佳表现



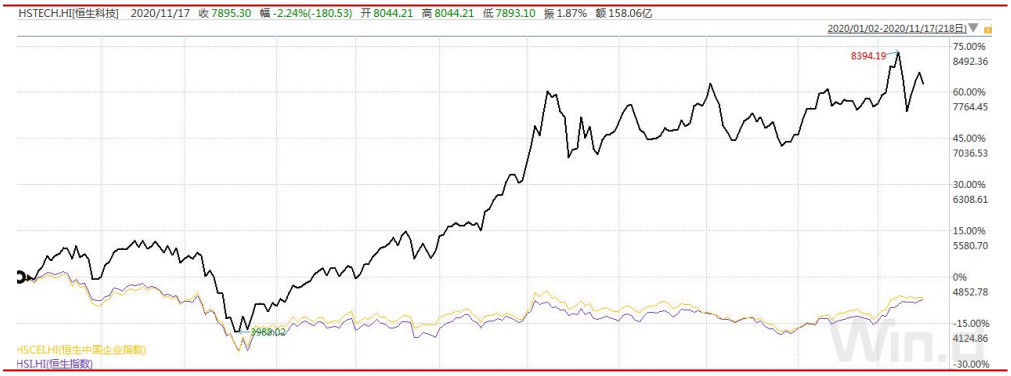
数据来源：wind, 山证国际整理

历史经验表明，人民币升值时期，作为海外资金配置中国资产桥头堡的港股显著受益。港股有望迎来盈利复苏与估值提升的双重投资契机。

四、市场风格有望切换，周期及价值股迎来修复契机

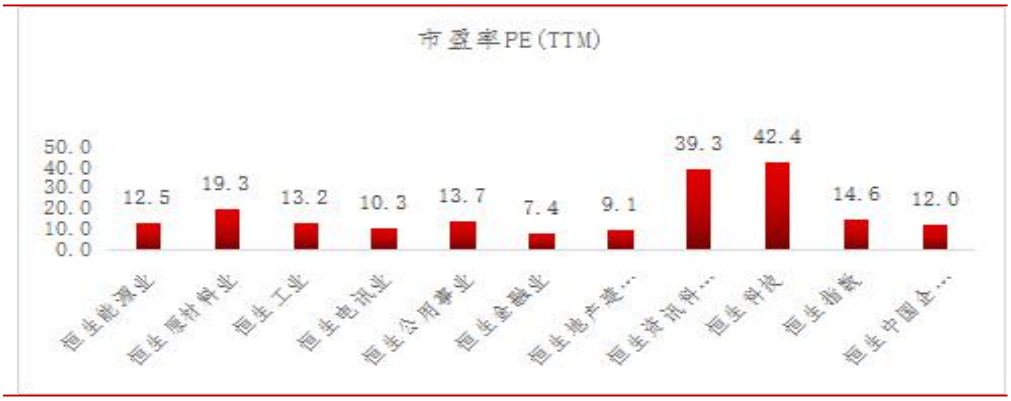
年初以来，新冠疫情及中美角力一直为港股市场结构性行情的主导因素，恒生科技指数、生物科技板提数及部分弱周期性板块显著跑赢大市。于全球范围看，泛滥的流动性同样聚焦于对少数受疫情影响小甚至受益于疫情的高成长性优质资产如互联网生活服务、在线科教文娱及远程办公应用领域的追逐，令部分企业估值高企，股价有泡沫化迹象，面临下行压力，而资金亦有向低估值板块流动的避免需要。

图表 9 疫情以来，科技类个股表现显著优于大市



数据来源：Wind，山证国际整理

图表 10 当前港股各行业及重点指数估值情况



数据来源：Wind，山证国际整理

在新冠疫苗即将投入使用良好预期下，全球供应链流动及贸易往来将逐步恢复至正常；中美关系的未来走向虽然不会有大的变化，但存在阶段性改善的可能性，因而年初以来决定港股市场行情的两个主导因素将发生改变，前期估值坚挺的板块可能承压，如物管、医药板块，受益于疫情而用户规模巨增的互联网生活服务及在线科教文娱类个股，以及在科技封锁、供应链中断预期下有望实现国产替代的芯片类个股等。

当前多个主要经济体的宏观经济数据指标显示其经济已呈复苏趋势，表明前期各国政府推出的巨额的财政刺激以及提供的宽松流性效果已渐见成效，刺激了市场需求的有效上升；而对新冠疫情的积极应对也从供应端改善了供应链结构。

我们认为，主要经济体的补库存需求和通胀预期将改善企业的盈利预期，资金已逐步开始布局周期股，刺激部分顺周期性股票录得较好的市场表现，建议积极关注有色、化工、建材、汽车等顺周期板块的龙头企业。随着经济复苏的延续，消费及价值型蓝筹股的估值也将迎来修复契机。

五、风险提示

（1）美大选争议进程与结果超市场预期；（2）COVID-19 病毒出现重大变异，令现行研发的疫苗效果不佳等。

免责申明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提 到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

分析师声明：

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

a) 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；

b) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；

c) 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

联系方法：

香港金钟夏慤道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室
电话：(852) 2501 1039
传真：(852) 2810 9962
公司网址：http://www.ssif.com.hk