重视宏观假设的边际变化

2020 年 11 月 15 日

——策略周聚焦

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

核心结论：

■ ①宏观假设边际变化：大选落地+疫苗利好。大选后风险偏好上行趋势加强，拜登上台对美股正面，对中国资产亦有利，前半程弹性品种上涨。疫苗利好强化全球复苏预期，疫情受损行业估值与基本面出现改善可能，而受益于疫情环境的科技股出现回调压力。②股市迎来收官行情，人民币升值趋势以及 MSCI 可能提高 A 股权重预期下，外资将带来新的增量资金，公募发行有望再现开门红，叠加风险偏好提升，短期积极应对。③关注疫情受损行业补涨+通胀预期交易，受损行业石包括石化、航空、线下消费、博彩，通胀预期包括农产品、必选消费、大宗商品、基本材料。

正文摘要

■ **宏观假设变化：大选落地+疫苗利好，风险偏好上行趋势加强。**①2016 年特朗普在民调劣势的情况下赢得总统大选。此前两个月市场在等待靴子落地：全球股市震荡下跌，避险资产上涨。即便是特朗普超预期上台，大选不确定性消除后，全球风险资产齐涨。②我们认为 2020 年美国大选已基本落地，全球风险资产再次出现 Risk on。对市场首要冲击是风险偏好提升，弹性品种上涨。美股 11 月上旬以半导体、医药为代表的成长板块涨幅居前，这一逻辑在上周一（11/9）A 股创业板上涨中也得到映射。③11 月 9 日辉瑞、BioNTech 宣布新冠疫苗有效率超 90%。疫苗加速推进，进一步消除了中期不确定，风险偏好上行趋势加强。更重要的影响在于全球复苏预期增强，疫情中受损最严重的周期行业基本面出现改善的可能，而相对弱周期且受益于疫情环境的科技股则面临回调压力。

■ **风险偏好成为短期定价核心，A 股迎收官行情，关注受损行业补涨+通胀预期交易。**①短期风险偏好成为市场定价的核心，对政策收紧的担忧自然不会消除，但需要等待 12 月中央经济工作会议的定调以及明年两会后的政策执行。②从股市流动性看，我们认为在人民币升值趋势以及明年 MSCI 可能提高 A 股权重的预期下，外资将带来新的增量资金。此外三季度发行放缓的公募基金也可能出现开门红，风险偏好提升，增量资金入场，有望带动市场进入收官行情。③疫苗研发突破引致的复苏预期，使得风险偏好提升下的成长股逻辑出现变化，复苏环境下价值股的业绩表现将比成长股更优，未来两个季度成长-价值增速差将进一步收窄。④在投资者情绪变得更加乐观后，我们特别强调关注通胀预期交易。最近包括农产品、工业金属、基本材料价格已有较大涨幅，但股票市场还没有充分反映预期。随着疫苗突破，经济与贸易复苏，原油价格迎来快速上涨，农产品、必选消费、大宗商品、基本材料将受益于通胀归来。

■ **拜登上台的宏观假设变化。**①我们对美国股市仍然持正面态度，因为经济处于复苏轨道，拜登的当选也是正面因素。拜登上任后的三大任务分别是抗击疫情、推出财政刺激、重回巴黎协议，其中抗击疫情的措施和重回巴黎协议在上任首日即可实施，而财政刺激方案需参众两院投票通过方能推出。②拜登当选对中国股票资产也是有利的。从此前的一系列讲话来看，拜登的对华政策是选择性接触，中美在某些领域可展开合作。③对于港股市场我们看好的板块从科技转向消费。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

相关研究

1、《策略专题——掌握定价权的新发基金更喜欢什么？》2020-11-13
2、《东吴策略·行业风火轮——2020 年北上资金买了哪些行业？》2020-11-12
3、《东吴策略·市场温度计-流动性小幅改善》2020-11-09
4、《东吴策略-市场温度计-大规模 IPO 降低市场温度：东吴策略-市场温度计-大规模 IPO 降低市场温度》2020-11-03
5、《20Q3 盈利大幅改善，有望持续回暖——20 年三季报业绩点评》2020-11-02

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 宏观假设变化：大选落地+疫苗利好 4
2. 拜登上台的宏观假设变化 6
3. 机构行为及市场情绪 7
4. 风险提示 9

图表目录

图 1：每两周新发基金建仓期均值 5
图 2：按申请材料接收日统计基金发行份额 5
图 3：三季度成长价值风格盈利增速差收窄 6
图 4：农产品和原油、钢铁等中游生产材料价格已大幅上涨 6
图 5：股票型&偏股混合型公募基金仓位 8
图 6：公募基金风格偏移 8
图 7：陆股通净流入 8
图 8：北上资金各行业净买入（11/09-11/13） 8
图 9：行业离散度 8
图 10：A 股风险溢价 8

策略研究员观察到最近两周，宏观假设出现两个边际变化：美国大选落地+疫苗研发突破，全球股市也对此做出了迅速且强烈的反馈，并且这一反馈很可能只是开始，我们有必要仔细审视宏观假设变化后，需要做出怎样的战略调整。

1. 宏观假设变化：大选落地+疫苗利好

太阳底下没有新鲜事：大选落地后的 Risk on。我们先将视角转到 2016 年 11 月 9 日，特朗普在民调劣势的情况下，赢得美国 2016 年总统大选。此前两个月市场在等待靴子落地：美股标普 500 下跌 3.6%，A 股上证综指震荡盘整，最大跌幅 4.6%，黄金期货最大涨幅 3.8%。即便是特朗普超预期上台，大选不确定性消除后，全球风险资产齐涨，此后一个月美股标普 500 上涨 6.0%，上证综指涨 5.8%，黄金期货跌 8.1%。太阳底下没有新鲜事，我们认为 2020 年美国大选已基本落地，全球风险资产再次出现 Risk on：11 月以来标普 500 上涨 8.2%，上证综指涨 2.7%，黄金期货 11 月 9 日大跌 4.6%。我们 10 月初报告《靴子难落地》指出美国大选是不确定性，不等于风险，但更难定价。美国大选落地，对市场首要冲击是风险偏好提升，弹性品种上涨。表现在疫苗利好公布前，美股 11 月上旬以半导体、医药为代表的成长板块涨幅居前，这一逻辑在上周一（11/9）A 股创业板上涨中也得到映射。中期需要考虑的是拜登上台对宏观假设的影响，结合其政策的推进节奏，判断经济、中美关系、股市影响路径，对此我们将在第二部分进行详细讨论。

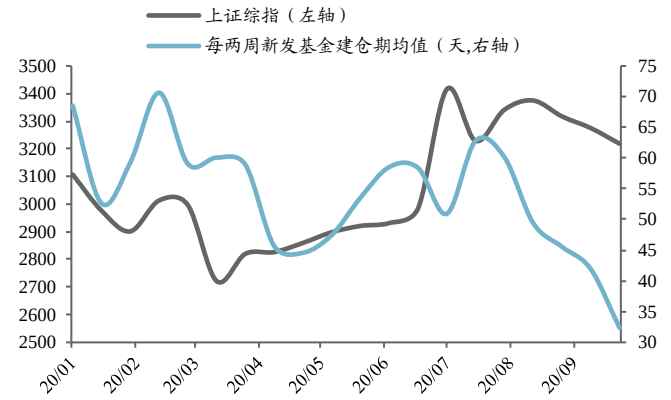
疫苗关键突破，复苏预期加强，价值成长分化。与 16 年底不同的是，大选落地的同时，疫苗研发出现了关键突破：11 月 9 日辉瑞、BioNTech 宣布新冠疫苗有效率超 90%。疫苗加速推进，进一步消除了中期不确定，风险偏好上行趋势加强。但更重要的影响在于全球复苏预期增强，疫情中受损最严重的周期行业基本面出现改善的可能，而相对弱周期且受益于疫情环境的科技股则面临回调压力。而大宗商品受益于补库需求，较此前的成长股显现更强的价格弹性。股市方面：11/9 至今美股道琼斯指数上涨 2.7%，纳斯达克下跌 1.6%，A 股上证红利上涨 1.7%，创业板指下跌 1%。大宗商品中 ICE 布油上涨 9.2%，铁矿石上涨 5.5%，聚丙烯上涨 3.5%。当然疫苗从量产到最终接种都存在很大的不确定性，使得疫情受损行业基本面回暖仍需较长时间的等待，但我们认为市场已经在给复苏预期定价，未来一段时间部分投资者可能上调 2021 年的全球增长预期，今年由于流动性推高的静态估值，明年 EPS 上调的可能，使得动态估值出现下行。

风险偏好成为短期定价核心，A 股迎收官行情。A 股自 8 月以来的市场调整，主要源于对政策收紧的担忧以及美国大选的不确定性。我们认为短期风险偏好成为市场定价的核心，对政策收紧的担忧自然不会消除，但需要等待 12 月中央经济工作会议的定调以及明年两会后的政策执行，而未来 3 个月 A 股也将处于业绩空窗期，相较于四季度业绩，市场更关注的明年的经济增长预期和业绩表现。在大选不确定性消除后，风险偏好

请务必阅读正文之后的免责声明部分

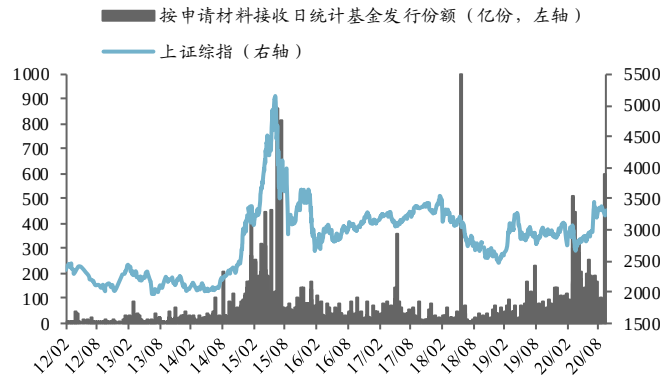
的提升成为核心变量。从股市流动性看，我们认为未来 6 个月外资将出现再次流入，11 月以来陆港通北上资金净流入 306 亿元，占到今年累计净流入 1244 亿元的 25%，在人民币升值趋势以及明年 MSCI 可能提高 A 股权重的预期下，外资将带来新的增量资金。此外三季度发行放缓的公募基金也可能出现开门红，我们已经观测到 9 月以来新发公募基金申请材料较此前三个月出现明显提升，接近今年 2-3 月申请峰值，同时 8 月以来基金建仓速度不断加快，从流动性角度看，风险偏好提升，增量资金入场，有望带动市场进入收官行情。

图 1：每两周新发基金建仓期均值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

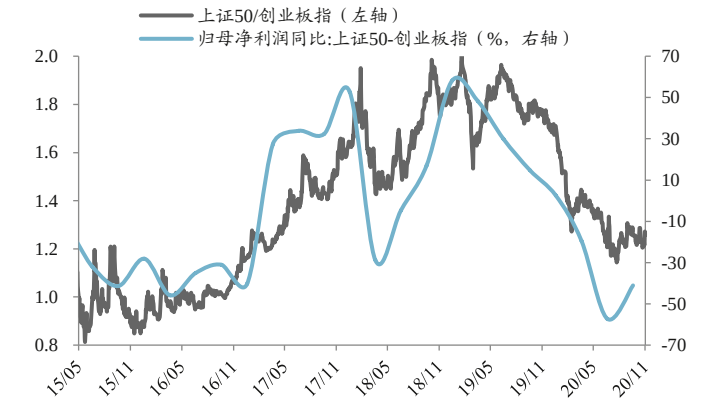
图 2：按申请材料接收日统计基金发行份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

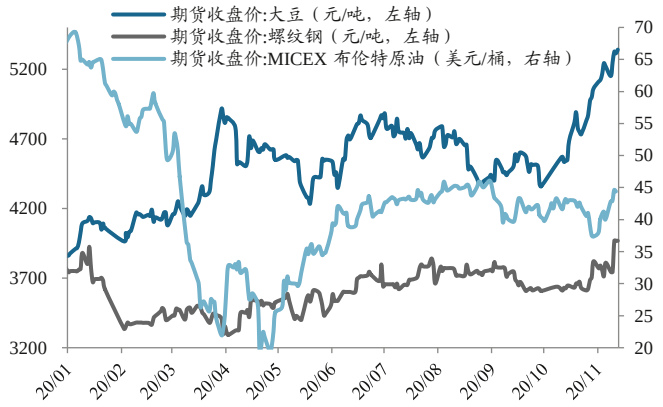
配置：受损行业补涨+通胀预期交易。疫苗研发突破引致的复苏预期，使得风险偏好提升下的成长股逻辑出现变化，复苏环境下价值股的业绩表现将比成长股更优，这一趋势已经在三季报有所体现，今年前两季度创业板指净利润累计同比 35%，对比上证 50 净利润同比-22%，增速差 57%已创下历史峰值，三季报创业板指净利润累计同比回落至 30%，上证 50 净利润同比回升至-11%，增速差收窄至 41%，在复苏预期下，顺周期板块的业绩表现会比成长股更优，未来两个季度成长-价值增速差将进一步收窄。此外临近年关，公募配置更倾向于明年的配置，近期创业板大跌也与此有关。所以策略更倾向于基于中期视角下的受损行业补涨和通胀预期交易。首先，疫情受损且前期跌幅居前的行业，将迎来估值与基本面的双重修复，典型如石油、航空航运、餐饮旅游、线下消费、博彩等行业，其中石油、博彩行业的预期修复将更加强烈，航空航运及餐饮旅游、线下消费会在基本面回暖临近时表现的更为强烈。紧随其后，在投资者情绪变得更加乐观后，我们特别强调关注通胀预期交易。最近包括农产品、工业金属、基本材料的价格已有较大涨幅，但股票市场还没有充分反映预期。大豆期货收盘价从年初的 3909 元/吨上涨到目前 5342 元/吨，其中 9 月以来累计涨幅 22.5%；螺纹钢期货收盘价从 2 月份低点 3335 元/吨上涨到目前 3968 元/吨，累计涨幅 19.0%。随着疫苗突破，经济与贸易复苏，原油价格迎来快速上涨，布伦特原油期货收盘价从 4 月份低点 19.2 美元/桶上涨到目前 44.6 美元/桶，其中 9 月以来累计涨幅 12.9%。农产品、必选消费、大宗商品、基本材料将受益于通胀归来。

图 3：三季度成长价值风格盈利增速差收窄



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：农产品和原油、钢铁等中游生产材料价格已大幅上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 拜登上台的宏观假设变化

我们对美国股市仍然持正面态度，因为经济处于复苏轨道，拜登的当选也是正面因素。拜登上任后的三大任务分别是抗击疫情、推出财政刺激、重回巴黎协议，其中抗击疫情的措施和重回巴黎协议在上任首日即可实施，而财政刺激方案需参众两院投票通过方能推出。

第一、拜登上任后，疫情有望得到更快更有效的控制。拜登本周一已宣布成立 13 人组成的新冠疫情专家小组，计划掌管联邦政府的抗疫工作。拜登表示会加大力度管控疫情、扩大监测范围，并呼吁民众佩戴口罩。另一方面，辉瑞公司疫苗研制有重大突破，拜登新政府的抗疫重点可能放在扩大接种疫苗的普及程度上。从疫苗进展推测，2021 年二季度前美国民众有望获得大规模注射。因此，可以预见，拜登上任后，新冠疫情管控效果会好于特朗普在任时期。

第二、新一轮财政刺激方案可能即将推出，但具体时间表要取决于参议院选举结果。如果参议院共和党占多数，那么财政刺激可能在 1 万亿左右规模。如果民主党占多数，那么财政刺激方案有望迅速通过。我们估计财政刺激规模在 2 万亿美元左右。

第三、拜登就职首日即可重返《巴黎协议》。如果 2021 年 1 月初总统权力交接顺利，拜登可能在当天宣布重返《巴黎协议》。拜登此前公布的政策包括一个总额两万亿美元的绿色能源计划，建立一套清洁能源标准，使得美国电力行业在 2035 年前实现碳中和，同时推动美国在 2050 年前实现净零排放。

疫情缓和与财政刺激将进一步助推美国经济复苏，安全有效的疫苗是周期类资产价值重估的催化剂。可以预期，在疫情中受损最大的行业可能在疫情结束后景气恢复幅度最大。而这些行业就是诸如航空航运，旅游酒店，建筑建设之类的周期性行业。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

拜登当选对中国股票资产也是有利的。从此前的一系列讲话来看，拜登的对华政策是选择性接触，中美在某些领域可展开合作。

1. 暂时保留 2021 年 1 月到期的中美阶段一贸易谈判成果，不会立刻取消关税。在获得中方承诺更大程度开放市场后逐步降低关税税率。美方不会着力于消除贸易顺差，也不会以关税作为主要手段；2.美国供应链的"国内大循环"：在消除疫情影响过程中，拜登希望关键的医药医疗供应链能够部分回流国内。但不是威胁企业，而是通过政府采购的方式吸引供应链回流美国；3. 回到奥巴马时代关注南海策略，拜登政府会在西太平洋地区重新树立军事优势。4.中美双方最合适的合作领域是气候变化与环境保护，预计很快能开展对话。5. 拜登认为中美是战略竞争关系，因此他将以发展美国自身高科技为首要目标，而非削弱中国以强大美国，因此不基于规则的对抗性政策将明显减少。

对于港股市场我们看好的板块从科技转向消费。

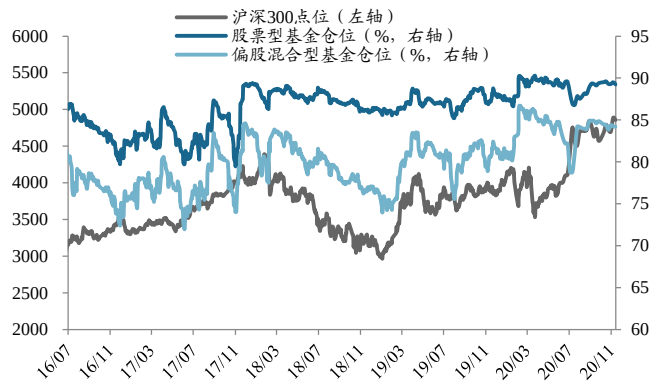
1. 美国经济复苏带来的外需修复有利于中国传统消费服务行业，如百货、零售、货运、航空。光伏行业同样受益于强劲的外需和拜登的新能源政策。2. 我们短期对科技股谨慎。其一，中长期来看，美国对于中国科技产业链的打压不会逆转。以华为为例，其在全球范围内被限制发展，是美国高科技界和国家安全部门的联合抵制的结果。由于这一决策受到共同利益的影响，所以不会因为总统更换而改变。其二，科技互联网公司在疫情中受益，疫情结束后相应的正面影响会逐渐消退。其三，美国总统交接前，中美冲突仍有激化的可能。据环球时报报道，特朗普政府颁发行政令，禁止美国养老金投资中国共 31 家有军方背景的公司。该禁令将于 2021 年 1 月 11 日上午 9:30 开始生效，公司名单包括大型的国有航空航天和建筑公司、海康威视、浪潮集团、华为和中国电信公司等技术和通信公司。

3. 机构行为及市场情绪

最近一周公募仓位微降，风格上继续向消费为代表的价值板块倾斜。上周五（11/13）偏股混合型基金仓位 84.2%，前值 84.3% ；股票型基金仓位 89.2%，前值 89.5% 。最近一周公募基金进一步向消费为主的价值板块倾斜。此前一周公募基金抱团加强，风格偏向价值，行业向消费扩散。

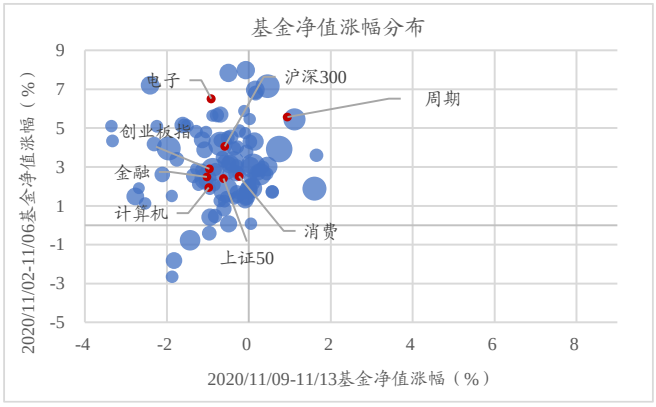
最近一周北上资金转净流入减少，外资买入前三为交通运输、电子和基础化工。最近一周（11/09-13，下同）陆股通合计净流入 92 亿元，前值 214 亿元。最近一周北上资金净买入额前三行业：交通运输、电子、基础化工；卖出前三行业：食品饮料、商贸零售、通信。

图 5：股票型&偏股混合型公募基金仓位



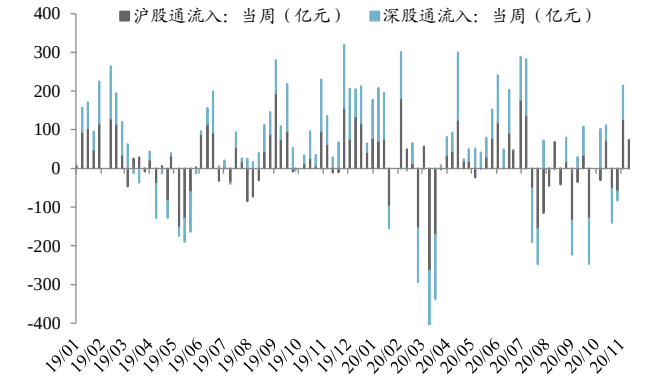
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：公募基金风格偏移



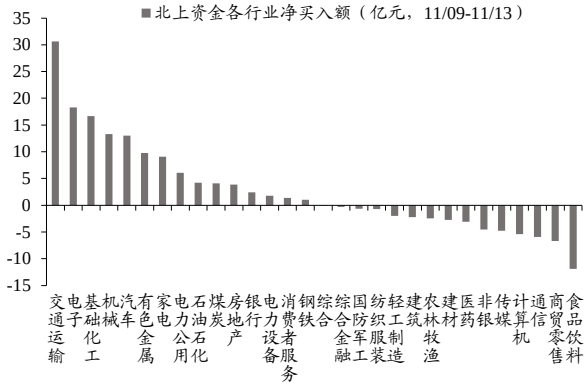
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：陆股通净流入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

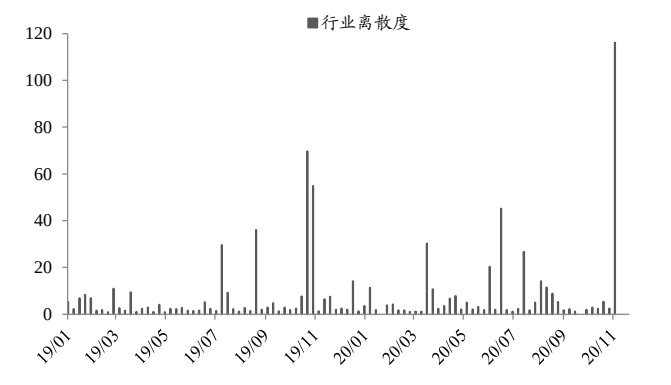
图 8：北上资金各行业净买入（11/09-11/13）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

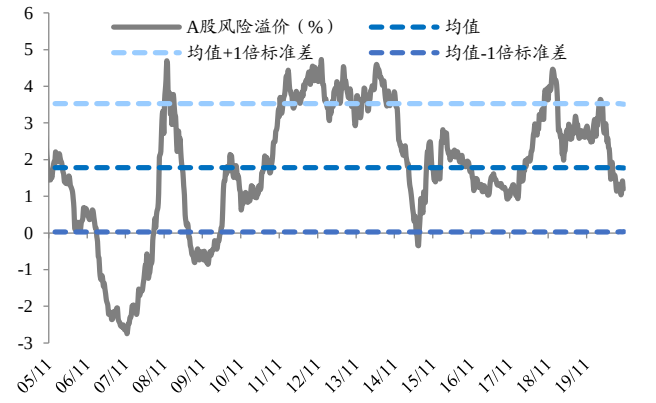
最近一周 A 股风险溢价下降，行业间分化显著加剧。A 股风险溢价 1.21%，历史分位数 31%，前值 1.25% ，低于 05 年以来均值 1.78%。行业离散度为 116.2，历史分位数 99%，前值 2.4。

图 9：行业离散度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：A 股风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

