2020 年 11 月 09 日

买入复苏，勿再犹豫

——投资策略点评

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

● **疫苗新进展提升复苏确定性，欧股、原油大涨**

北京时间 2020 年 11 月 9 日晚间，辉瑞制药公布了最新的新冠疫苗研究数据，表明了在大规模试验中疫苗取得了良好的效果。**疫苗研发的新突破无疑提振了市场对于经济复苏的确定性预期**。从资产价格表现上看，截止本文发文时，更受益于经济复苏的原油、铜、铝等工业商品期货大涨，欧股、美股中标普 500、道琼斯工业指数股指期货大涨，而前期更受益于流动性的黄金、白银等反而大幅下跌，这背后其实正反映的是全球经济复苏带来的工业需求回暖预期以及后续宽松的货币政策回归常态化导致的流动性收紧预期，我们此前在报告《流动性的变局与破局》中曾类比 2008-2009 年全球经济从衰退到复苏过程中的大类资产表现，而当前正在上演从**更受益于流动性的资产→更受益于实体经济复苏的资产**。**经济即将走出疫情，市场将会呈现与疫情状态的截然不同**。

● **全球风格切换开始出现，共振在途**

由于经济复苏+流动性边际收紧的组合更有利于价值风格占优，且国内疫情的控制比海外更好，**因此 A 股的风格切换其实自 7 月以来就已经发生**，而且正在随着我国经济复苏的深化而逐步推进。此前我们强调了全球流动性预期的拐点已显现，而当下随着经济复苏的确定性进一步提升，**这也就意味着全球风格切换也将开始出现**。我们曾在《为全球风格共振做好准备》报告中提到，随着美国经济复苏深化与实际利率反弹，美股出现风格切换概率在增大，这意味着：前期我国部分科技板块走势与美股科技股存在的映射关系的正向作用可能会被削弱；全球投资者风格的变化也会影响北上资金行为，后续价值风格的深化也会让顺周期配置更加多元化。全**球风格切换将与 A 股的风格切换形成共振，进一步深化**。

● **A 股的核心驱动力在盈利，复苏将为系统性价值发现提供宏观基础**

当前 A 股给予投资者的风险补偿已经处于历史的均值水平。历史上看风险溢价水平回落到均值时，对应的是经济复苏时期。比较有参考意义是我国经济在 2017 年进入复苏深水区之后，Wind 全 A 指数收益率中盈利贡献占据主导，估值贡献反而为负。**如何以盈利弹性对抗估值收缩压力成为 A 股内部任何投资标的都需要面对的命题**。此前市场可能仍偏好受益于经济复苏且具有 α 收益的个股，而**当下全球经济复苏的确定性将为投资者系统性价值发现提供更好的宏观基础**。

● **风格切换向更深入推进，把握三条进攻主线**

随着全球风格切换正在发生，与 A 股共振在途，**A 股的风格切换将向更深入推进，我们认为当前投资者抓紧时间买入复苏，勿再犹豫，把握以下三条主线（不分先后）**：（1）在复苏具有方向的确定性下，经济复苏带来价值修复：**金融（银行、保险、房地产）**。（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸**。（3）通胀交易可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤）**。

● **风险提示：**疫苗研发不及预期；国内经济超预期下行；海外经济复苏证伪。

相关研究报告

《投资策略周报-大选以后，买入复苏》-2020.11.8

《投资策略专题-经济的一面镜子——2020 三季报深度分析》-2020.11.5

《投资策略月报-11 月策略：依然顺周期》-2020.11.1

目 录

1、 疫苗新进展提升复苏确定性，欧股、原油大涨 3
2、 全球风格切换开始出现，共振在途 3
3、 A 股的核心驱动力在盈利，复苏将为系统性价值发现提供宏观基础 3
4、 买入复苏，勿再犹豫 3
5、 风险提示 4

1、 疫苗新进展提升复苏确定性，欧股、原油大涨

北京时间 2020 年 11 月 9 日晚间，辉瑞制药公布了最新的新冠疫苗研究数据，表明了在大规模试验中疫苗取得了良好的效果。**疫苗研发的新突破无疑提振了市场对于经济复苏的确定性预期**。从资产价格表现上看，截止本文发文时，更受益于经济复苏的原油、铜、铝等工业商品期货大涨，欧股、美股中标普 500、道琼斯工业指数股指期货大涨，而前期更受益于流动性的黄金、白银等反而大幅下跌，这背后其实正反映的是全球经济复苏带来的工业需求回暖预期以及后续宽松的货币政策回归常态化导致的流动性收紧预期，我们此前在报告《流动性的变局与破局》中曾类比 2008-2009 年全球经济从衰退到复苏过程中的大类资产表现，而当前正在上演从**更受益于流动性的资产→更受益于实体经济复苏的资产**。**经济即将走出疫情，市场将会呈现与疫情状态的截然不同**。

2、 全球风格切换开始出现，共振在途

由于经济复苏+流动性边际收紧的组合更有利于价值风格占优，且国内疫情的控制比海外更好，**因此 A 股的风格切换其实自 7 月以来就已经发生**，而且正在随着我国经济复苏的深化而逐步推进。此前我们强调了全球流动性预期的拐点已显现，而当下随着经济复苏的确定性进一步提升，**这也就意味着全球风格切换也将开始出现**。我们曾在《为全球风格共振做好准备》报告中提到，随着美国经济复苏深化与实际利率反弹，美股出现风格切换概率在增大，这意味着：前期我国部分科技板块走势与美股科技股存在的映射关系的正向作用可能会被削弱；全球投资者风格的变化也会影响北上资金行为，后续价值风格的深化也会让顺周期配置更加多元化。**全球风格切换将与 A 股的风格切换形成共振，进一步深化**。

3、 A 股的核心驱动力在盈利，复苏将为系统性价值发现提供宏观基础

如果站在股债风险溢价视角看，当前 A 股给予投资者的风险补偿已经处于历史的均值水平。历史上看，风险溢价水平回落到均值时，对应的是经济复苏时期。比较有参考意义是我国经济在 2017 年进入复苏深水区之后，Wind 全 A 指数收益率中盈利贡献占据主导，而估值贡献反而为负。**如何以盈利弹性对抗估值收缩压力成为 A 股内部任何投资标的都需要面对的命题**。此前可能市场还在寻找受益于经济复苏的板块中具有 α 收益的个股，**而当下全球经济复苏的确定性将为投资者系统性的价值发现提供更好的宏观基础**。

4、 买入复苏，勿再犹豫

随着全球风格切换正在发生，与 A 股共振在途，A 股的风格切换将向更深入推进，我们认为当前投资者抓紧时间买入复苏，勿再犹豫，把握以下三条主线（不分先后）：（1）在复苏具有方向的确定性下，经济复苏带来价值修复：**金融（银行、保险、房地产）**。（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸**。（3）通胀交易可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤）**。

5、 风险提示

疫苗研发不及预期；国内经济超预期下行；海外经济复苏证伪。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn