2020 年 11 月 08 日

大选以后，买入复苏

——投资策略周报

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

● **经济复苏：大选交易下的另一条市场主线**

从本周（2020 年 11 月 2 日至 6 日）资产价格表现来看：海外市场出现了明显的大选交易，而国内股票市场则对经济复苏更多定价。我们从美股表现来看更受益于民主党执政的科技、医疗等板块明显表现地更好，**值得关注的是同期美债收益率出现上行，这对未来成长性资产是不利的**。A 股市场中新能源板块成为“拜登交易”的主阵地，北上资金在期间博弈激烈。投资者容易被忽视的是北上资金在期间稳定流入国内银行、采掘、建筑装饰等顺周期板块。从 A 股全市场涨幅来看，真正的主线是在交易国内经济复苏动能的转换以及未来可能由于供需结构失衡带来的通胀。**相对于“大选交易”的博弈，经济复苏的方向正在成为市场共识。**

● **风险溢价的角度：未来赚盈利的钱更容易**

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（典型的是 2008-2009 年和 2016 年底-2017 年），市场在此期间上涨的概率较大，而经济复苏的节奏与弹性决定了市场的最终走向。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。这在国债收益率上行概率较大的当下，**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。**

● **复苏信号的交织：确定的方向与不确定的斜率**

如果盈利是未来一年内的核心驱动力，则基本面的演绎成为关键。当下经济的路径已经较为明朗：消费的持续性来自企业盈利的改善传导至居民部门的收入预期以及消费信心的改善，而出口的持续性来自替代效应与外溢效应的共同作用。我们根据 2001/2008 年美国经济在不同程度刺激计划下的恢复路径为依据，判断当下我国的出口可以在不同情景假设下都有较大概率维持季度级别以上的乐观。而进一步看我们此前报告中分析的出口的回暖+信用资源再分配+长期资本开支的底部将对应到我国制造业的回暖。当然，上述经济路径中不确定的是经济在供需错配中呈现的最终弹性。再通胀交易处在左侧布局区间。

● **把握复苏中的确定性与弹性**

在上述基准分析下，我们认为当前投资者可以把握复苏方向的三条主线：（1）在复苏具有方向的确定性下，首推的是不依赖于对于持续性和弹性有任何假设的板块：金融（**银行、保险、房地产**）都是相对阶段性占优的选择。（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）通胀交易需要对于经济复苏的弹性有一定假设，赔率型品种可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤）**。

● **风险提示：**国内经济下行超预期；流动性超预期宽松；美国经济步入衰退。

相关研究报告

《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

《投资策略点评-风格切换已具备盈利基础——2020 三季报点评》-2020.10.31

目　录

1、 经济复苏：大选交易下的另一条市场主线 3
2、 风险溢价的角度：未来一年仍是赚盈利的钱 4
3、 复苏信号的交织：方向 VS 斜率 6
3.1、 复苏方向的确定性：国内消费复苏与海外出口的持续性 6
3.2、 经济弹性需要验证：交易通胀赔率较高，但对应路径上的不确定性 8
4、 把握复苏方向的三条主线 10
5、 风险提示 10

图表目录

图 1: 标普 500 中与民主党执政更相关的行业表现更好 3
图 2: 美元指数近期大幅走弱 3
图 3: 近期 10 年期美债收益率继续上行，同时期限利差走阔 3
图 4: 家电、汽车本周表现依旧强势 4
图 5: 细分行业上，贵金属、石油化工、化纤涨幅也靠前 4
图 6: 11 月 4 日-6 日北上资金交易与拜登当选相关的电气设备板块时存在明显的反复 4
图 7: 本周北上资金持续净流入银行、采掘、建筑装饰等顺周期板块 4
图 8: 历史上风险溢价的可比时期均处于经济复苏期 5
图 9: 在上述时刻之后的未来一年中市场收益率来源主要是盈利贡献 5
图 10: 出口依赖型行业净利润增速高于非出口依赖型行业 6
图 11: 出口依赖公司净利润增速修复斜率三季度开始高于非出口依赖型公司 6
图 12: 居民部门的收入预期与消费信心仍在持续改善 7
图 13: 我国出口美国的替代效应（蓝色底色区间）与溢出效应（红色底色区间） 8
图 14: 我国 10 月出口增速的斜率又开始抬头 8
图 15: 金铜比、金油比仍未恢复至 2019 年年底的水平 9
图 16: 当前银行板块的风险补偿水平处于历史+1x 标准差左右 10

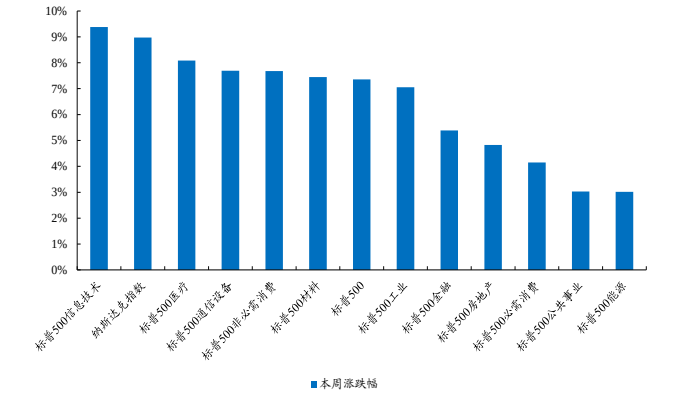
表 1: 当前部分产油国公布的财政预算中对于油价的预估差异较大 9

1、 经济复苏：大选交易下的另一条市场主线

从本周（2020 年 11 月 2 日至 6 日）海外内的资产价格表现来看，一个明显的特征便是**海外在交易大选，而国内主要以交易复苏为主**。

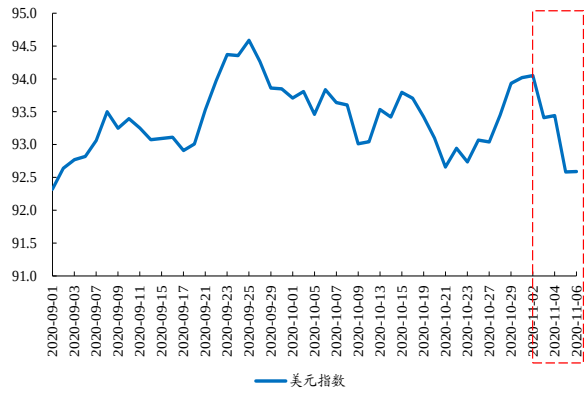
我们从美股表现以及美元指数的走势来看，更受益于民主党执政的板块明显表现地更好：典型的如科技股、医疗以及非必需消费，同时美元指数近期也大幅走弱，上述资产价格背后其实反映的是本周海外主要是交易大选结果，而明显市场更倾向于认为民主党候选人拜登会当选。

图1：标普 500 中与民主党执政更相关的行业表现更好



数据来源：Wind、开源证券研究所

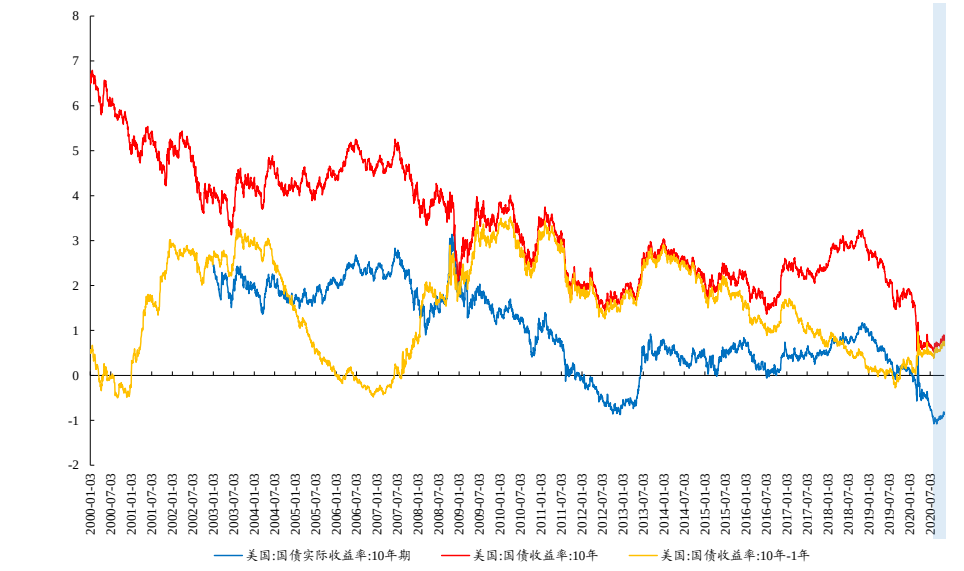
图2：美元指数近期大幅走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

值得注意的是，近期美债收益率继续上行，同时期限利差扩大。这意味着市场已经开始认识到后续美联储独立性会增加，而伴随经济复苏后，货币政策应该趋于正常化，例如 2008 年金融危机后。这从中期维度来看，利率的上行对于科技股又是不利的。

图3：近期 10 年期美债收益率继续上行，同时期限利差走阔

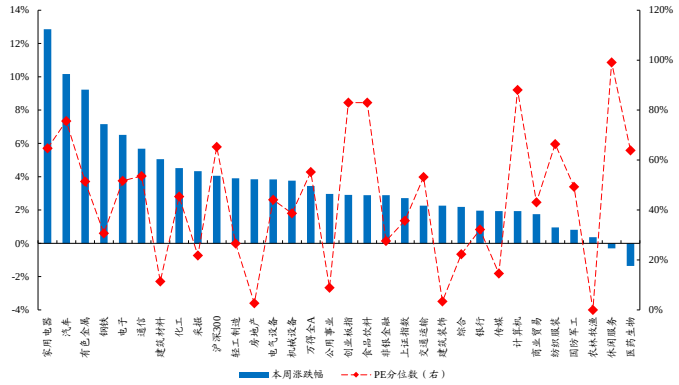


数据来源：Wind、开源证券研究所

“拜登交易”在国内的新能源板块上出现了波动上行，但更值得注意的是 A 股本周的真正主角其实是国内经济复苏动能的转换以及未来可能由于供需结构失衡带来的通胀。从一级行业表现排名上看，家电、汽车板块本周表现依旧强势，这延续了

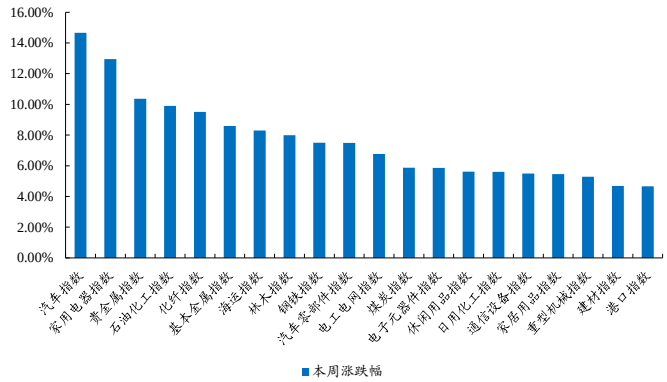
我们此前提到的国内经济动能正在由逆周期政策所主导的投资向内生动能（比如可选消费）切换的逻辑，但同时我们从细分行业的表现也可以观察到贵金属、石油化工以及化纤涨幅也靠前，全球经济复苏中的“再通胀”开始进入国内投资者的视野。值得一提的是我们在实际利率上行期，并不建议投资者对黄金对应的板块因为“避险属性”进行投资，更具有性价比的在工业属性更强的品种中（例如铜、铝）。

图4：家电、汽车本周表现依旧强势



数据来源：Wind、开源证券研究所

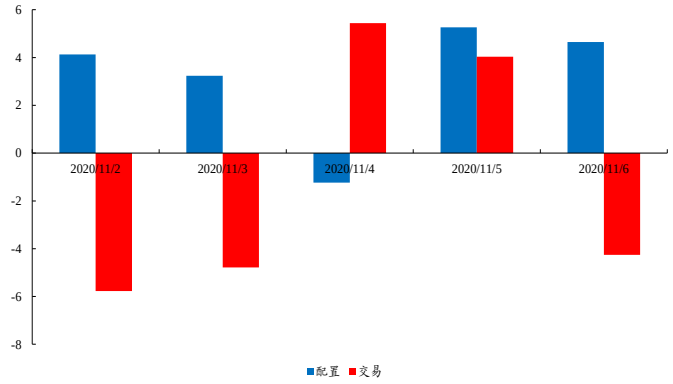
图5：细分行业上，贵金属、石油化工、化纤涨幅也靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

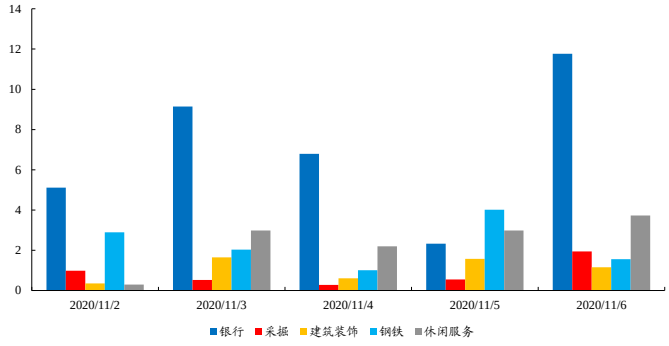
值得关注的是，在交易大选上更有信息优势的北上资金，在“大选周”中对新能源板块因为公司业绩、选情变化不断反复，但始终不变的却是在持续买入银行、采掘、建筑装饰等顺周期板块，当下**中国经济的基本面反而是海外投资者更为稳定的共识**，这背后的原因值得思考。

图6：11 月 4 日-6 日北上资金交易与拜登当选相关的电气设备板块时存在明显的反复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：本周北上资金持续净流入银行、采掘、建筑装饰等顺周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

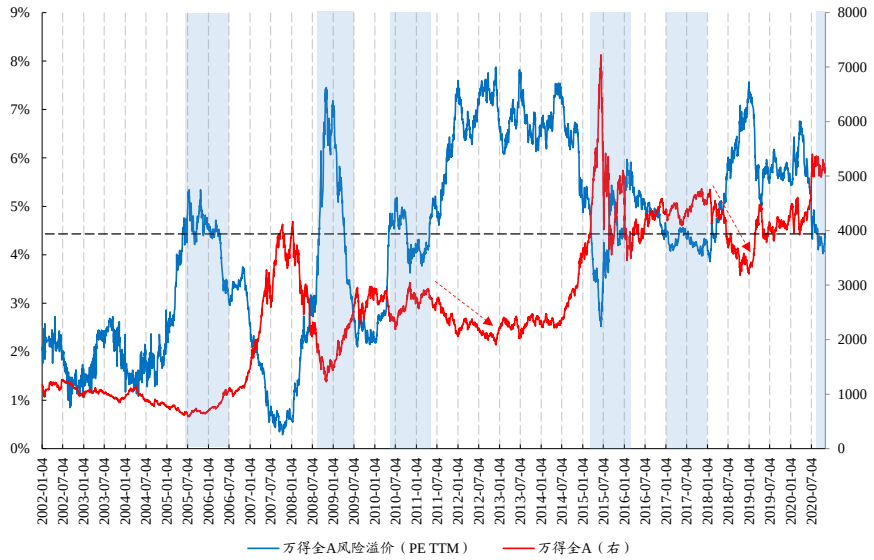
2、 风险溢价的角度：未来一年仍是赚盈利的钱

上述现象让我们值得思考 A 股目前的状态，以支持中期视角的收益预期和收益来源的分析。如果站在风险溢价（股债比的视角）的角度来看当前 A 股给予投资者的风险补偿水平，已经处于历史的均值水平，如果考虑到债券收益率可能的潜在上行，A 股属于偏贵状态。我们参考历史上风险溢价回落到相近水平的时刻，我们会发现以下几点特征：

第一，历史上风险溢价与当前水平的可比时期均处于经济复苏期，而不同之处在于经济复苏的节奏与弹性。历史上的风险溢价水平到了当前位置之后，如果没有

流动性的进一步宽松则很难使得风险溢价持续大幅下行，但由于这些时期往往处于经济复苏期，因此市场在此期间上涨的概率较大。比较相似的类比是 2008 年 7 月-2009 年 7 月以及 2017 年 1 月-2018 年 1 月，不同之处在于 2008 年属于复苏初期，经济复苏的弹性大，而 2017 年已经是复苏深水区，但经济复苏的弹性也相对较小。

图8：历史上风险溢价的可比时期均处于经济复苏期



数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，在上述时刻之后的未来一年中市场收益率来源主要是盈利贡献。基于上述宏观经济特征，从收益率的贡献来看，未来一年仍是主要赚盈利的钱。典型的例证便是我国经济在 2017 年进入复苏深水区之后，**指数收益率中盈利贡献占据主导，而估值贡献反而为负。**

图9：在上述时刻之后的未来一年中市场收益率来源主要是盈利贡献

估值贡献	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指
2005-06-10	49.25%	34.70%	33.02%	
2006-04-14	102.54%	124.56%	137.49%	
2009-04-13	34.88%	26.47%	21.67%	
2010-10-14	-29.67%	-31.53%	-30.04%	-31.17%
2016-12-15	-9.86%	-2.93%	7.75%	-1.17%
2017-07-05	-24.42%	-21.10%	-16.71%	-4.99%
2017-07-06	-24.15%	-20.84%	-16.34%	-4.77%
2017-07-24	-19.67%	-17.68%	-13.52%	9.51%
2017-07-25	-19.59%	-17.70%	-13.51%	9.62%
2018-03-06	-9.82%	-12.41%	-11.29%	33.67%
盈利贡献	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指
2005-06-10	-3.78%	2.46%	8.80%	
2006-04-14	95.64%	39.51%	52.22%	
2009-04-13	3.24%	2.86%	9.01%	
2010-10-14	16.06%	16.51%	12.52%	17.40%
2016-12-15	14.24%	6.93%	10.06%	-7.95%
2017-07-05	9.25%	7.00%	9.05%	-11.24%
2017-07-06	8.63%	6.50%	8.29%	-11.31%
2017-07-24	10.11%	7.42%	9.58%	-13.09%
2017-07-25	9.57%	7.03%	9.08%	-12.82%
2018-03-06	4.76%	7.66%	7.06%	-38.97%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：考察的区间为具体时间点后推一年。

3、 复苏信号的交织：方向 VS 斜率

如前分析，未来市场赚盈利的钱比赚估值的钱更为容易，这也就意味着基本面的演绎是当前市场最为核心的问题。我们认为当下**基本面面临方向的确定性与弹性（斜率）的不确定性**：

（1）**国内经济动能切换方向的确定性**：即逆周期政策主导的基建+地产投资增速在放缓，而消费、出口以及相关制造业仍处于上升通道。

（2）**未来海外经济复苏方向的确定性**：如果我们的目光放得更长远一点，未来疫情的控制以及财政刺激的落地都是确定的，因此海外经济复苏只是时间问题。

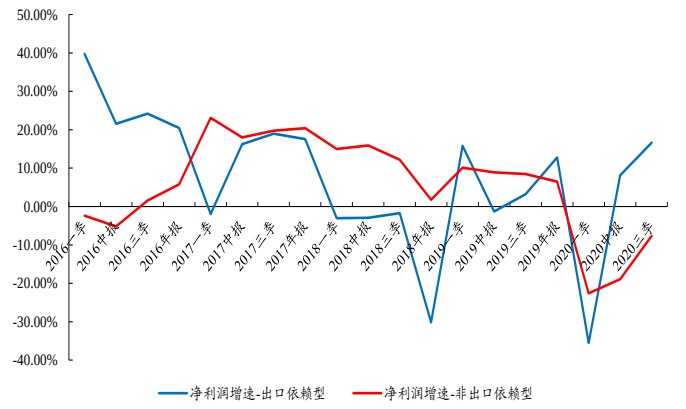
（3）唯一的不确定性在于：**经济复苏的弹性（斜率）**，这也是当前市场对于复苏信号进行交易时感到纠结的地方。

面临上述基本面信号的确定性与不确定性，在当前的市场环境下我们建议**投资者需要把握确定性的方向，即国内消费的恢复以及出口的高景气，这两大因素短期并无逆转信号，持续性可以不断跟踪；而通胀交易存在不确定性，但是赔率自然较高。**

3.1、 复苏方向的确定性：国内消费复苏与海外出口的持续性

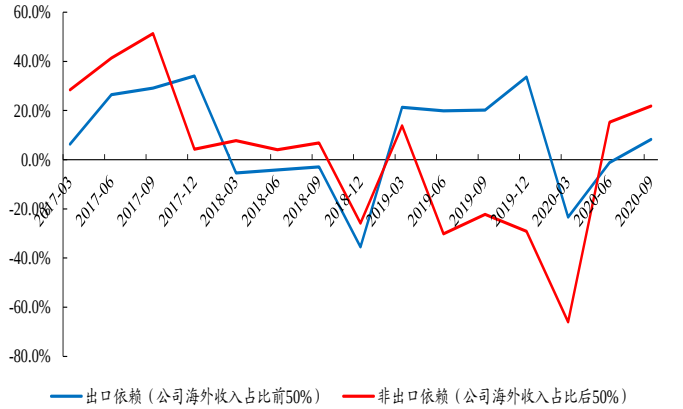
我们曾在报告《经济的一面镜子——2020 三季报深度分析》中提到，**三季报的财务数据确实支撑了出口和消费具有明显优势的结论**。我们发现，出口依赖型行业的净利润增速高于非出口型行业，出口占比高的公司修复斜率高于出口占比低的公司，而消费行业中**汽车、家电、家具以及以酒店为代表的线下消费**仍然是持续明显改善较好的行业。

图10：出口依赖型行业净利润增速高于非出口依赖型行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：出口依赖公司净利润增速修复斜率三季度开始高于非出口依赖型公司

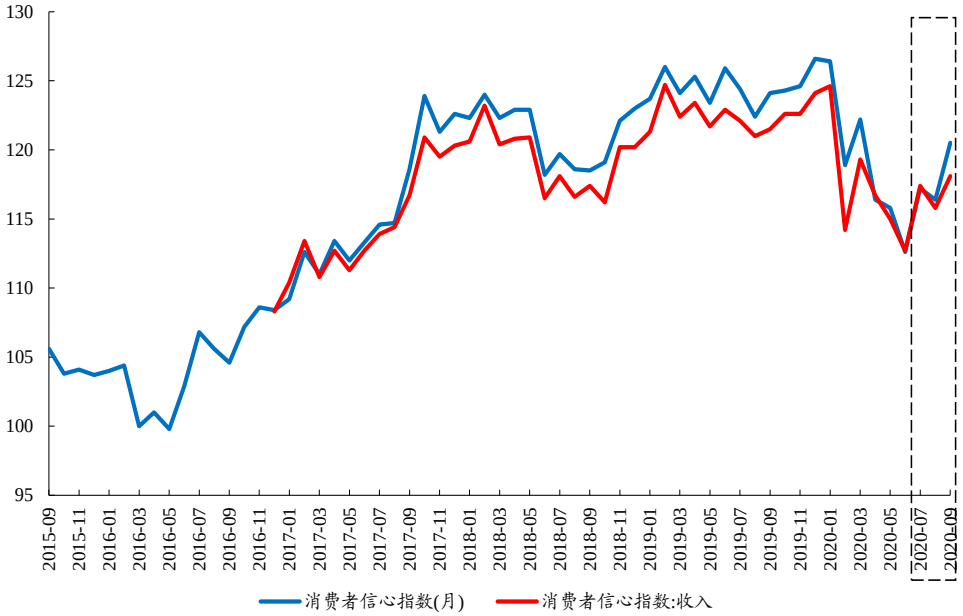


数据来源：Wind、开源证券研究所

展望未来，我们认为消费与出口的持续复苏都将是大概率事件，核心的理由在于：

（1）在投资向消费的切换过程中，我们明显看到了企业盈利的改善，这将持续改善居民部门的收入预期与消费信心，形成良性循环。

图12：居民部门的收入预期与消费信心仍在持续改善



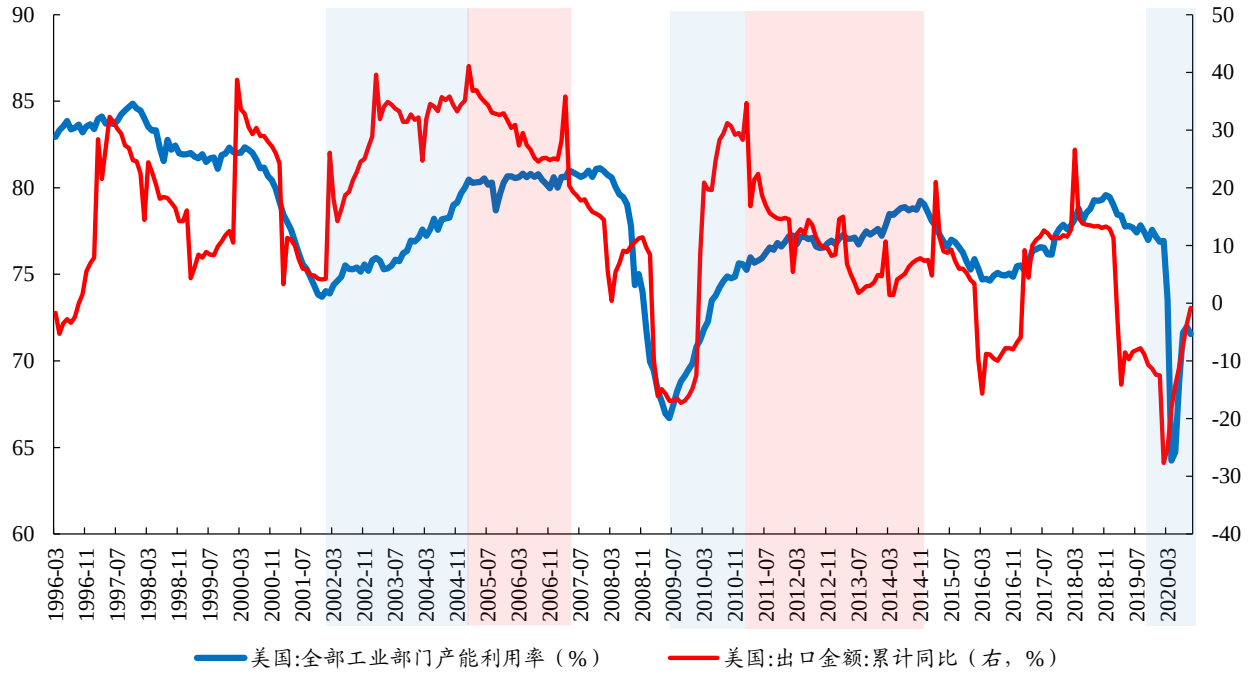
数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）**外需的持续性无论在海外经济何种演绎路径下，均至少在未来存在季度级别以上的强势期**。外需的持续强劲目前主要依赖于疫情国的供需缺口，而参考2001/2008 年美国经济从危机后复苏的情形（正好对应了不同力度的财政刺激），即便疫情被完全控制住，**这种替代效应[1]也至少要持续 1 年左右，更不用说即便替代效应开始回落，海外需求复苏所带来的外溢效应[2]也将持续一段时间**，我们至少对于出口可以保持季度级别以上的乐观。我们可以清楚地看到蓝色底色区间所代表的替代效应在美国经济复苏的初期其实是十分明显的，这是由于美国的产能利用率并未达到一个饱和的状态，而当产能利用率基本稳定在特定水平之后（红色底色区间）这种替代效应便逐步减弱，此时出口的拉动主要依靠美国经济复苏的外溢效应。而从最新公布的 10 月出口数据来看，由于欧美疫情再次复发，这种替代效应对我国出口的拉动作用还是十分明显。

出口的回暖+信用资源再分配+长期资本开支的底部将对应到我国制造业的结构性甚至是全面复苏，其中将有丰富的机会。具体可以参考我们 9 月 30 日发布的报告《结构之光：制造业的十年之变》。

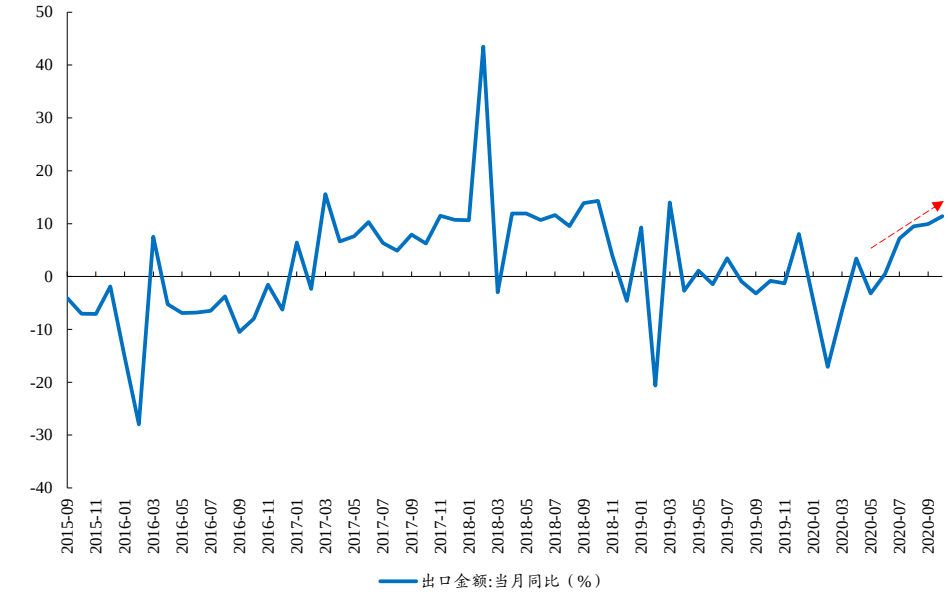
[1] 替代效应在这里主要指的是由于进口国的产能跟不上需求扩张的速度而需要从海外进口带来的外需改善部分。
[2] 外溢效应指的是当进口国的产能利用率达到较高水平之后，此时由于进口国的经济复苏十分强劲，因此供需仍存在缺口。

图13：我国出口美国的替代效应（蓝色底色区间）与溢出效应（红色底色区间）



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：这里的“美国:出口金额:累计同比”是指我国出口到美国的金额累计同比。

图14：我国 10 月出口增速的斜率又开始抬头



数据来源：Wind、开源证券研究所

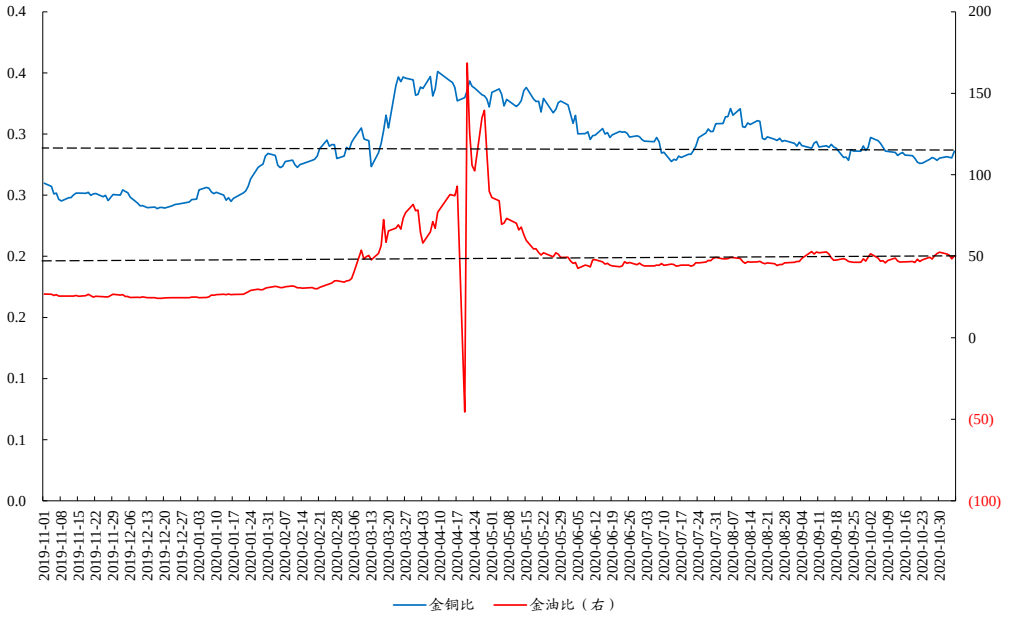
3.2、 经济弹性需要验证：交易通胀赔率较高，但对应路径上的不确定性

我们从当前的资产价格表现中也看到了不少交易全球经济复苏下的通胀预期，然而我们认为由于经济复苏的斜率相比于方向而言是更为不确定的，这也就意味着通胀的弹性与经济的弹性均存在不同的演绎路径。以原油与铜为例，**影响供需的因素（疫情的反复、各国财政政策预期的反复以及产油国的减产计划等）始终让原油与铜的价格处于波动较大的状态**，而在全球流动性预期拐点出现之后金铜比与金油比的变化就更加接近于实际需求，就目前来看全球与之相关的需求仍未恢复到 2019

年年底的水平。

当前大量工业品剔除掉流动性因素后，其实价格并未恢复到疫情前水平。“再通胀”自然成为市场当下交易的重点。确实经济走向复苏后，出现 2009 年后全球工业大宗上涨的可能性是存在的。

图15：金铜比、金油比仍未恢复至 2019 年年底的水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

但对于股票市场投资者而言，强周期品种对商品价格弹性的要求较高，由于当下“蓝色浪潮”较难出现，财政刺激政策的规模以及对应的受益行业短时间内也就不太可能确定，这也就意味着其实美国经济复苏的弹性并不明朗，参考 2001/2008 年的两种情形，财政政策刺激法案的不同最终导致的经济复苏斜率（影响需求的恢复斜率）以及产能利用率恢复的斜率（影响供给的恢复斜率）组合是不一样的。

可以侧面印证的是主要产油国对于油价的预期其实也在不断随着全球经济形势的变化而变化，如果以公布日期排序，我们则会发现 8 月下旬以来预估油价经历了从相对悲观→乐观→谨慎的变化，10 月的沙特曾以 50 美元每桶进行财政预算，而巴林最新一期的预估油价回落为 45 美元/桶，这与前期走出第一波疫情后的油价高点相近。

表1：当前部分产油国公布的财政预算中对于油价的预估差异较大

公布日期	中东成员国	预估 2021 年基准油价（美元/桶）	2021 年财政收入（亿美元）	2021 年财政支出（亿美元）
2020 年 8 月 22 日	哈萨克斯坦	35	石油收入 46.99	89.16
2020 年 9 月 10 日	科威特	35	230	690.00
2020 年 10 月 13 日	沙特阿拉伯	50	——	预估赤字率为 5.1%
2020 年 11 月 3 日	巴林	45	123.30	87.89

数据来源：中华人民共和国商务部等网站、开源证券研究所

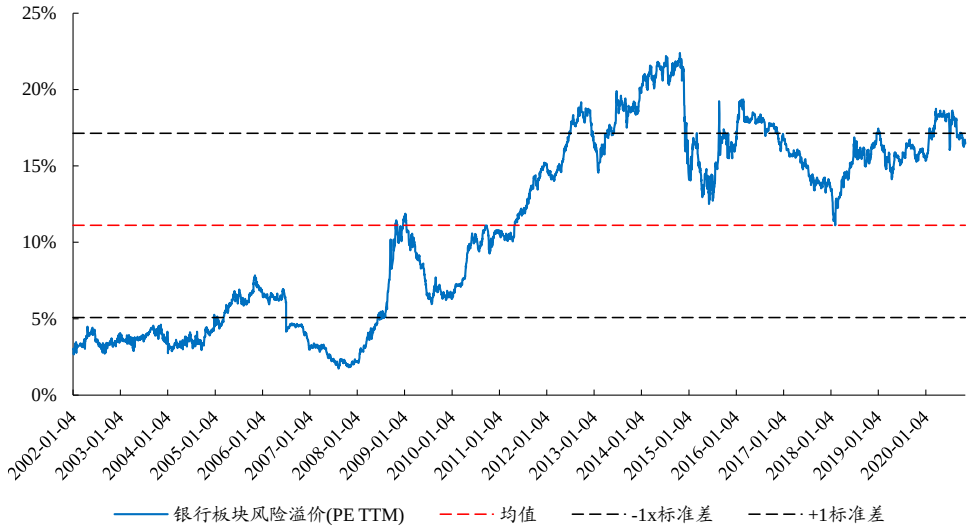
目前而言是交易通胀的强周期品种（有色，原油）的“赔率”时刻，确定性需要进一步检验。

4、 把握复苏方向的三条主线

选情基本接近落幕，国内经济动能切换以及未来海外经济复苏具有方向的确定性，但弹性需要进一步验证，交易基本面是 A 股真正的主线所在。结合风险溢价的水平以及相对稳定的历史规律，未来一年内盈利仍是市场的核心驱动力。当前投资者可以把握复苏收益的三条主线：

（1）基于全球经济复苏方向的确定性，首推仍然是对于经济复苏强度和年度以上持续性不需要任何假设的板块：金融（**银行、保险、房地产**）都是相对阶段性占优的选择。这是当前市场不同观点投资者都可以形成合力的方向。

图16：当前银行板块的风险补偿水平处于历史+1x 标准差左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）把握制造业复苏的投资机会，该链条需要对经济复苏持续性有一定假设，而我们对此表示乐观：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸**。

（3）通胀交易需要对于经济复苏的弹性有一定假设，赔率型品种可以布局：**有色（铜、铝）、煤炭（焦煤）**。

5、 风险提示

国内经济下行超预期；流动性超预期宽松；美国经济步入衰退。

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R3（中风险），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