2020 年 10 月 29 日

海外震荡，切换良机

——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

● **疫情重回市场焦点，科技股整体领跌**

隔夜欧美股市暴跌，海外疫情的反复重回市场焦点。其实自 10 月 23 日欧美当日新增确诊人数同时创下历史新高以来，欧美股市其实就已经开始回落。但与此前不同的是，随着对疫情的认知的深入和疫苗推出时点的临近，疫情出现反复的时候市场波动率整体呈现逐步收敛的趋势，其实市场已经开始从“恐慌”变为更加注重衡量实际损失。值得注意的是，前期涨幅较大且受益于流动性宽松的科技股整体领跌市场，这和较为拥挤的交易和较高的浮盈有一定关系：投资者在获利且面对不确定性时，最好的选择就是卖出所持有资产。这可能是波动的较大来源。

● **全球流动性环境不太可能复刻 3 月，最好的时刻已经过去**

第一波疫情带来的各国央行大幅“放水”的流动性环境已经不太可能复刻，这很大程度上是由于央行对于疫情爆发对经济的影响同样经历了由恐慌到逐步认知的过程，只要金融系统不出现崩溃，则经济的修复只是时间问题，进一步放松货币政策反而会有后遗症。此次疫情爆发之后美国企业债利差以及恐慌指数反而没有大幅上升得到印证，这和 3 月的情况有所不同，金融系统也在从恐慌到度量实际损失。进一步的从当下的资产定价中，第一波疫情的行情，典型的如黄金并未出现反弹，实际利率的 ETF 价格下跌，FDN ETF 的小幅反弹也未回到前高。这一定程度也证明：**投资者也承认实际利率底部已经形成并开始向上反弹，流动性因为疫情反复而重新大幅宽松的几率已经不大。**这也更好说明了美国科技股的尴尬境地：既面对不确定性，但是分母端的实际利率也面临收缩的风险。

● **对 A 股投资者而言：应该利用“疫情交易”窗口进行仓位切换**

8 月以来市场风格已经出现明显切换。10 月开始我们推荐的金融板块已经出现明显的领涨。此前部分投资者面临的尴尬境地是：持仓板块已被套，对于新的板块不敢追。当下随着海外疫情重回市场焦点，将为投资者调整仓位带来窗口期：一方面前期受益于疫情或者不受疫情影响的强势板块已经历了一波回调有“技术反弹需求”，另一方面国内经济复苏斜率也有所放缓让顺周期资产有所回落。市场确实有动力去根据 3 月的学习效应交易疫情，而前期强势板块近期也已开始反弹。我们提醒投资者：3 月后的市场很难复刻，大部分疫情交易都会被 7 月形成的价格天花板所压制。**更应该利用这次资产价格的波动，完成最终的仓位切换。**

● **既要贪婪，也要恐惧**

当下的核心矛盾，仍然是流动性的边际收紧和仍然较为宽松的信用环境。但是展望未来，经济复苏的路径会存在不确定性。我们在此前报告《金融是当下市场最优解》中分析了三种路径下，金融（银行、保险、房地产）都是相对阶段性占优的选择。投资者面对资产价格波动，既要贪婪，也要恐惧，坚定切向顺周期：第一，国内复苏正深入推进，周期价值板块攻守兼备（**银行、保险、房地产**）；第二，行业景气度在复苏中上行的：**化工（大炼化、钛白粉）、汽车、家电、集运。**

● **风险提示：**国内经济下行超预期；流动性超预期宽松；国内疫情出现反复。

相关研究报告

《投资策略专题-周期成长：转型中的变迁》-2020.10.28

《投资策略周报-金融成为当下市场的最优解》-2020.10.25

《投资策略周报-为全球风格共振做好准备》-2020.10.18

目 录

1、 隔夜欧美股市暴跌，疫情重回市场焦点 3
2、 全球不会有三月重现：流动性最好的时刻已经过去 4
3、 A 股投资者的选择：应该利用“疫情交易”窗口进行仓位切换 5
4、 珍惜调整机会：既要贪婪，也要恐惧 6
5、 风险提示 6

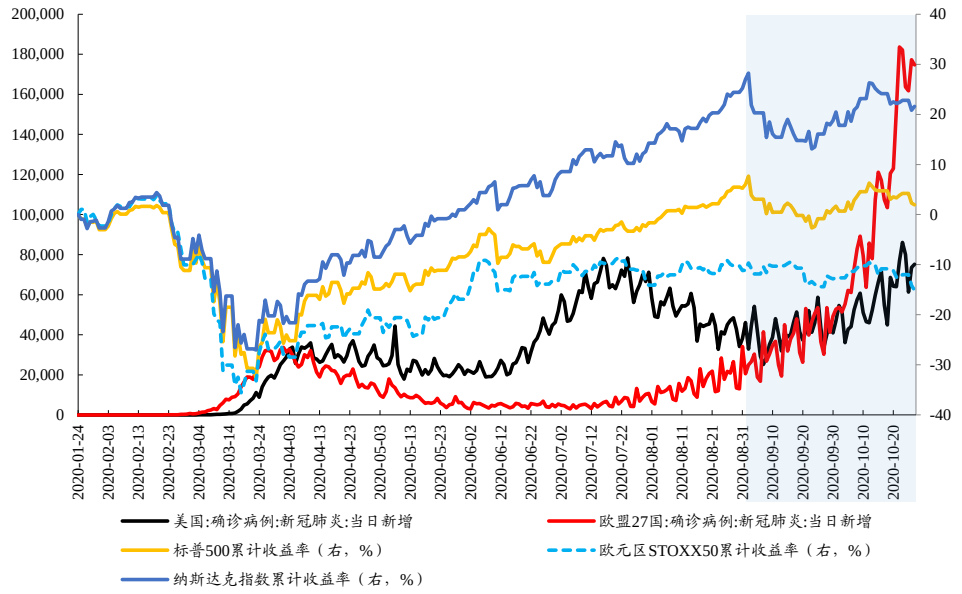
图表目录

图 1： 欧美疫情爆发，重回市场焦点 3
图 2： 从波动率收敛的视角来看美股对于疫情的“钝化”与“免疫” 4
图 3： 美国企业债利差近期也并未出现大幅上升 5
图 4： 前期受益于流动性的资产此次并未出现反弹 5
图 5： 伴随回调疫情受益板块出现的回调，疫情交易本身也有“技术反弹”的需求 6

1、 隔夜欧美股市暴跌，疫情重回市场焦点

隔夜欧美股市暴跌，我们认为主要与 10 月以来欧美疫情再次爆发叠加财政刺激迟迟未能落地有关，自 10 月 23 日欧美当日新增确诊人数同时创下历史新高以来，欧美股市其实就已经开始回落。

图1：欧美疫情爆发，重回市场焦点

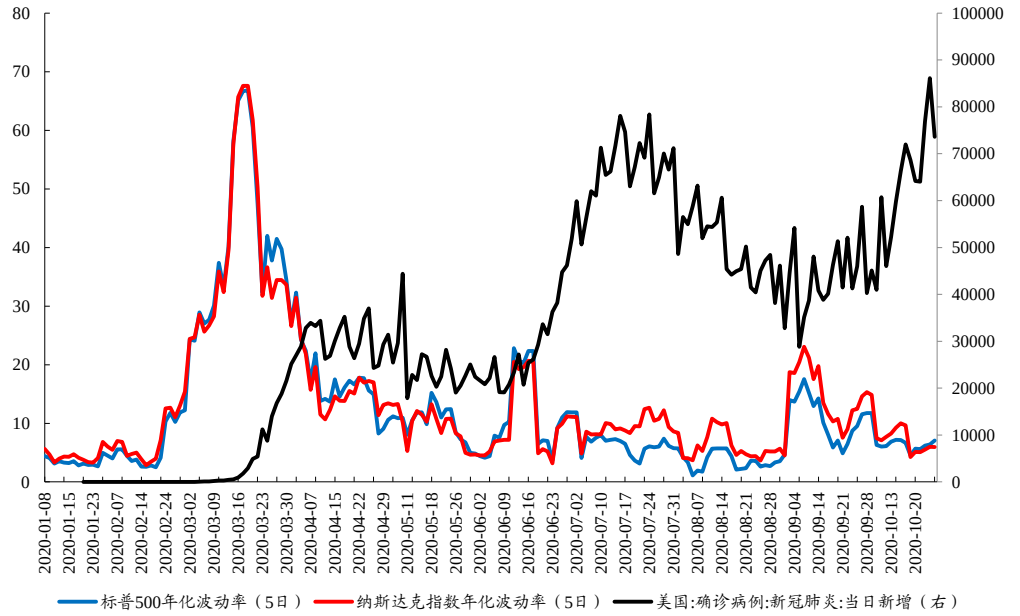


数据来源：Wind、开源证券研究所。注：数据截止至 2020-10-27

值得重视的是市场对于“疫情”也出现了学习效应。这种学习效应主要体现在在经历了第一波疫情带来的恐慌以及流动性危机之后，市场的波动率开始逐步收敛，并且面对后续出现的疫情反复，波动率也并未出现明显的上升，似乎市场已经对于疫情出现“钝化”与“免疫”：即市场从恐慌到逐步认知疫情，疫情的影响已经变为确定的“不确定性”。同时伴随“疫苗”生产时点的临近，“未来损失”已经得到限制，当下损失实际对于权益资产定价逻辑来说，是相对温和的。

但是昨夜美股却出现了暴跌，而疫情受益或者不受影响的科技股领跌市场，这一定程度说明，可能是当下面临大选与疫情反复，前期拥挤交易和获利较多的资产，有一定兑现盈利的需求。

图2：从波动率收敛的视角来看美股对于疫情的“钝化”与“免疫”

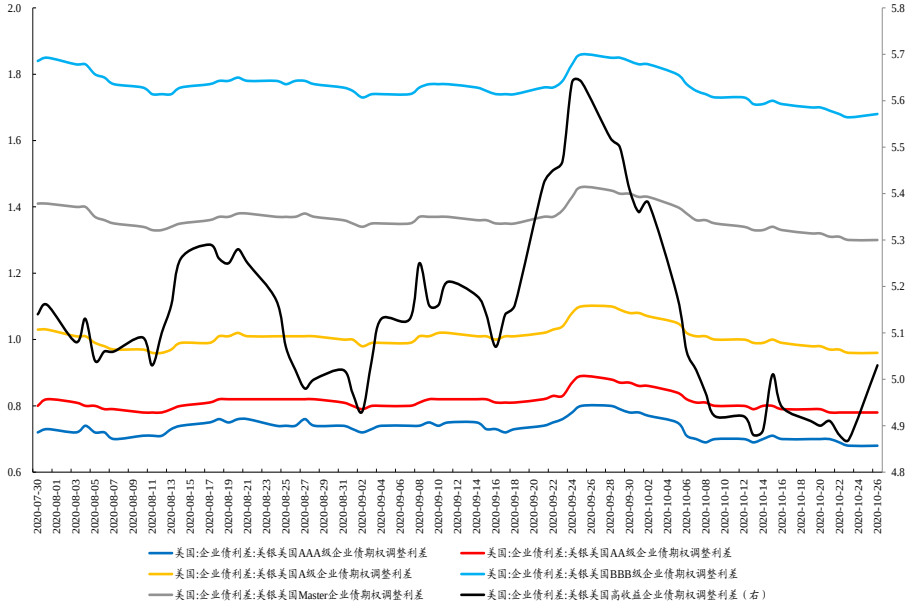


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 全球不会有三月重现：流动性最好的时刻已经过去

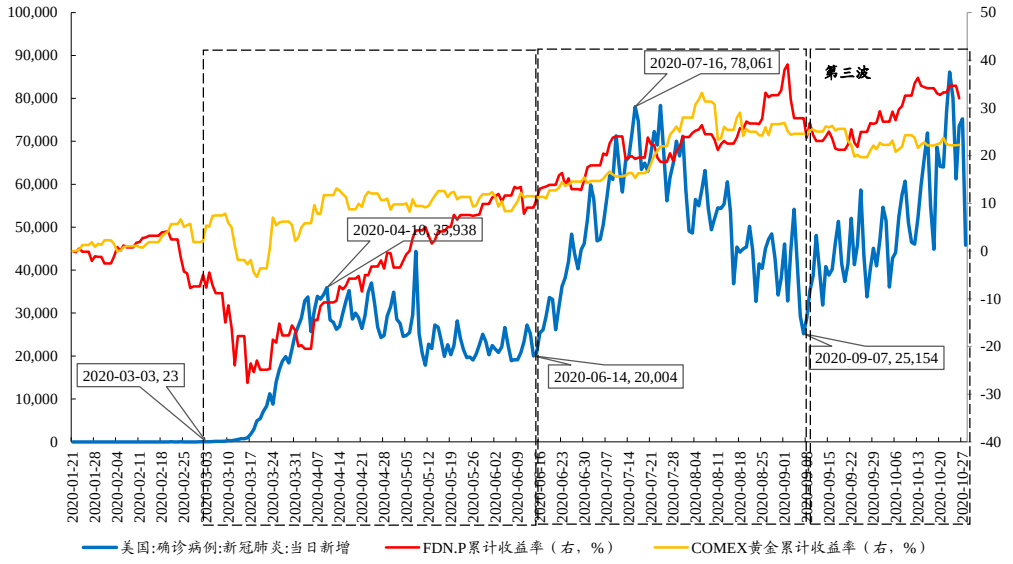
第一波疫情带来的各国央行大幅“放水”的流动性环境已经不太可能复刻，这很大程度上是由于央行对于疫情爆发对经济的影响同样经历了由恐慌到逐步认知的过程，只要金融系统不出现崩溃，则经济的修复只是时间问题，进一步放松货币政策反而会有后遗症。此次疫情爆发之后美国企业债利差以及恐慌指数反而没有大幅上升得到印证，这和 3 月的情况有所不同，金融系统也在从恐慌到度量实际损失。进一步的从当下的资产定价中，第一波疫情的行情，典型的如黄金并未出现反弹，实际利率的 ETF 价格下跌，FDN ETF 的小幅反弹也未回到前高。这一定程度也证明：**投资者也承认实际利率底部已经形成并开始向上反弹，流动性因为疫情反复而重新大幅宽松的几率已经不大。**这也更好说明了美国科技股的尴尬境地，既面对不确定性，但是分母端的实际利率也面临收缩的风险。

图3：美国企业债利差近期也并未出现大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：前期受益于流动性的资产此次并未出现反弹



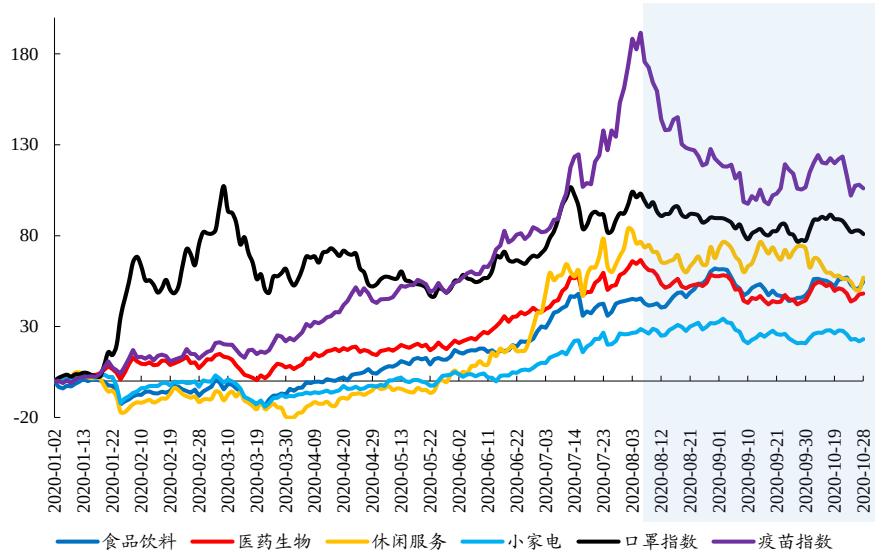
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：FDN.P 指 First Trust Dow Jones Internet Index Fund。

3、 A 股投资者的选择：应该利用“疫情交易”窗口进行仓位切换

8 月以来，市场风格已经出现明显切换。10 月开始我们推荐的金融板块已经出现明显的领涨。此前部分投资者面临的尴尬境地是：持仓板块已被套，对于新的板块不敢追。当下随着海外疫情爆发重回市场焦点，为投资者调整仓位带来窗口期：一方面前期受益于疫情或者不受疫情影响的强势板块已经经历了一波回调有“技术反弹需求”，另一方面国内经济复苏的斜率也有所放缓也让顺周期资产有所回落。市场确实有动力去像根据 3 月的学习效应进行交易疫情，而前期强势板块近期确实也出现了一定幅度的反弹。但我们需要提醒投资者注意的是：3 月后的市场很难复刻，大部

分疫情交易都会被7月形成的价格天花板所压制。**更应该利用这次资产价格的波动，完成最终的仓位切换。**

图5：伴随回调疫情受益板块出现的回调，疫情交易本身也有“技术反弹”的需求



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 珍惜调整机会：既要贪婪，也要恐惧

当下的核心矛盾，仍然是流动性的边际收紧和仍然较为宽松的信用环境。但是展望未来，经济复苏的路径会存在不确定性。我们在此前报告《金融是当下市场最优解》中分析了三种路径下（强复苏，弱复苏，经济回落）看，金融（银行、保险、房地产）都是相对阶段性占优的选择。投资者面对资产价格波动，既要贪婪，也要恐惧，坚定切向顺周期：第一，国内复苏正深入推进，周期价值板块攻守兼备（**银行、保险、房地产**）；第二，行业景气度在复苏中上行的：**化工（大炼化、钛白粉）、汽车、家电、集运**。

5、 风险提示

国内经济下行超预期；流动性超预期宽松；国内疫情出现反复。

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