经济复苏有望，但幅度存疑

——当下的主流交易思路和矛盾

报告要点：

- **这次复苏和 2009 年并不同**

一方面中国的信贷脉冲已经越过了高点，但全球的通胀预期依然在底部。另一方面美国期限利差的恢复也慢于上一次。这导致市场并没有全情投入到复苏的故事中。

- **金融市场的震荡持续了一个季度**

在市场上的直接表现就是，从 2020 年 7 月开始，无论是商品价格、股指，都开始震荡。价格震荡从商品开始，蔓延到新兴市场，继而传导到发达市场。当然美国大选的不确定性肯定对此有影响，但随着时间推移，这种影响在慢慢下降。市场也将开始选择方向。

- **复苏可期，但幅度存疑**

我们认为 2021 年经济复苏是大概率事件，但一方面它的幅度存疑，另一方面它的持续性存疑。我们认为在未来 8-12 个月经济复苏的概率更大。

- **当下的高胜率低赔率与低胜率高赔率策略**

实际上按照历史经验来看，经济长期来看由于基数原因逐渐降速，尤其是在大型经济危机之后的降速是一个大概率事件。

- 继续看空经济，看好货币政策刺激加码，看多债券实际上是一个长期正确但短期可能存疑的逻辑。同时考虑到国债收益率和先周期股票估值水平。这可能是一个低赔率的交易逻辑
- 看好经济复苏，看好货币政策正常化，看好未来长期经济复苏，是一个长期大概率不正确，但短期被市场追捧的交易。考虑到顺周期行业的估值水平和大宗商品价格。这可能是一个短期正确，在长期虽然低胜率但赔率足够高的交易

因此我们建议投资者考虑第二种选项，并挑选了三种值得考虑的长期低胜率高赔率的交易：

- 银行股的市净率修复
- 美债收益率的提高
- 大宗商品/股指的比价修复

他们对应的逻辑分别是：

- 利率上行
- 经济复苏
- 通胀提高

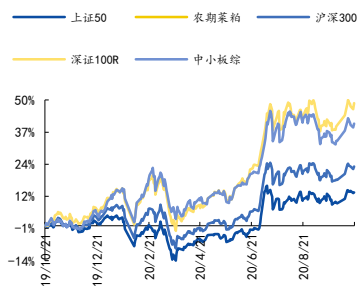
可以看到，三个交易的核心驱动力相关但不雷同。

风险提示：疫情发展超预期，经济下行超预期

主要数据：

上证综指：	3328.10
深圳成指：	13603.88
沪深 300：	4793.47
中小盘指：	4430.56
创业板指：	2740.58

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 陈大鹏
执业证书编号 S0020520070002
邮箱 chendapeng_sh@gyzq.com.cn
电话 02151097188

内容目录

1.2021 年的经济复苏，可能并不典型 4
1.1 中国依然是领先指标，但中国的信贷脉冲可能已经越过了顶点 4
1.2 但全球的通胀预期，尤其是期限利差并不够高 5
2.一个季度的震荡 7
2.1 金融市场实际上已经踌躇了一整个季度 7
2.2 不确定性的升高可能也与美国大选有关，但这种影响会慢慢消退 8
3.核心问题：2021 年经济同比上行大概率无疑问，但幅度存疑 9
3.1 美国的期限利差还会继续扩大么？有可能但不确定 9
3.2 目前长端美债收益率的位置相当于给联储投不信任票，可能性存在但在金融市场上赔率不高 10
4.2021 年低胜率高赔率的机会 12
4.1 价值股的反转 12
4.2 银行股估值的修复 13
4.3 以原油为代表的商品价格恢复 14
5.结论 15

图表目录

图 1：过去 10 年，中国经济领先指标一直是全球经济的风向标 4
图 2：中国的信贷脉冲也一直影响着全球的通胀预期，但社融继续超预期的概率在逐渐变小 4
图 3：中国先行指标和新兴市场股价走势对比，可以看到当前的复苏不如 2010 年 5
图 4：期限利差的恢复并不如 2009 年之后（横轴为从期限利差最低开始计时的天数） 5
图 5：全球大部分主要国家的产出缺口在 2019 年，依然在负数区间，2020 年在救助政策下，产出缺口大幅扩大的可能性并不大 6
图 6：中国产出缺口情况更为良好 6
图 7：铜价在 7 月后进入震荡行情 7
图 8：新兴市场权益走势震荡 7
图 9：发达市场权益走势在其后进入震荡 8

图 10：VIX 期货价格回到区间内的低位区域 8
图 11 美国经济周期图 9
图 12 美国期限利差很难说会维持不变 10
图 13 欧元区经济没有回到趋势线 11
图 14 美国经济也没有回到趋势线 11
图 15 在政策具有连续性的当下，很难想象中国会重新回到供给侧改革之前的产出缺口 11
图 16 铜金比暗示一个良好的未来 12
图 17 价值与成长的比价 12
图 18 欧洲银行股走势低迷 13
图 19 BIS 认为银行股市净率的下降是因为坏账而不是监管，其估值体系在危机前后没有改变 14
图 20：商品与股指的比价 14

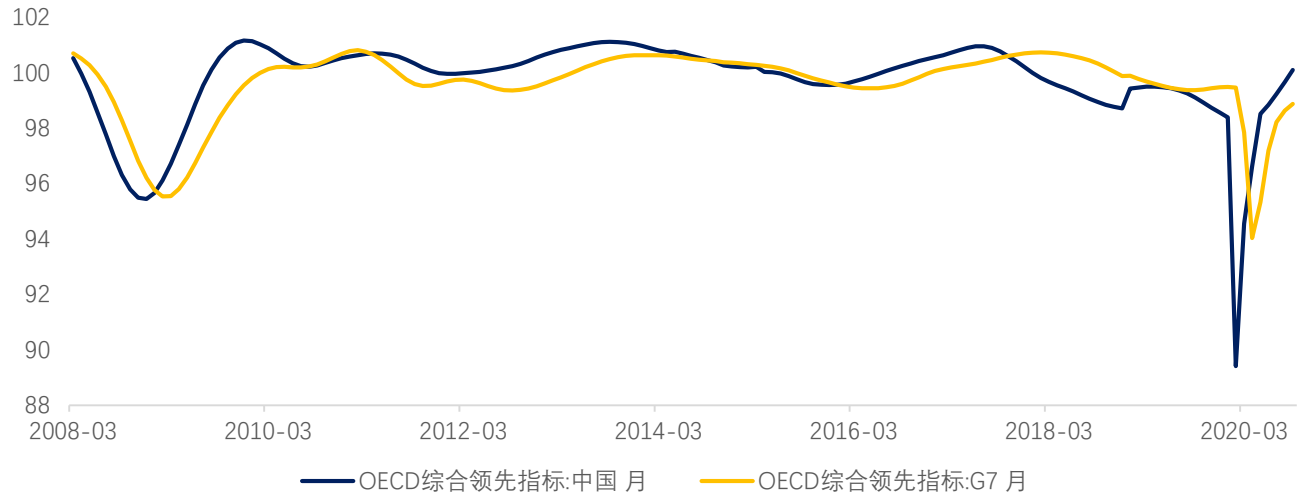
我们认为当前市场的主要矛盾在于，2021 年全球经济有望复苏，但一方面不确定性依然存在，另一方面复苏的幅度是存疑的，能否支持当前市场较高的估值也存在变数。

1.2021 年的经济复苏，可能并不典型

1.1 中国依然是领先指标，但中国的信贷脉冲可能已经越过了顶点

从 2009 年以来，中国一直是全球经济的先行指标，中国的经济领先指标和信贷脉冲一直是全球经济的领先指标。但从目前来看，中国货币政策最宽松，M2-GDP 差值最大，信贷脉冲最丰沛的时候可能已经过去。

图 1：过去 10 年，中国经济领先指标一直是全球经济的风向标



资料来源：Wind，国元证券研究所

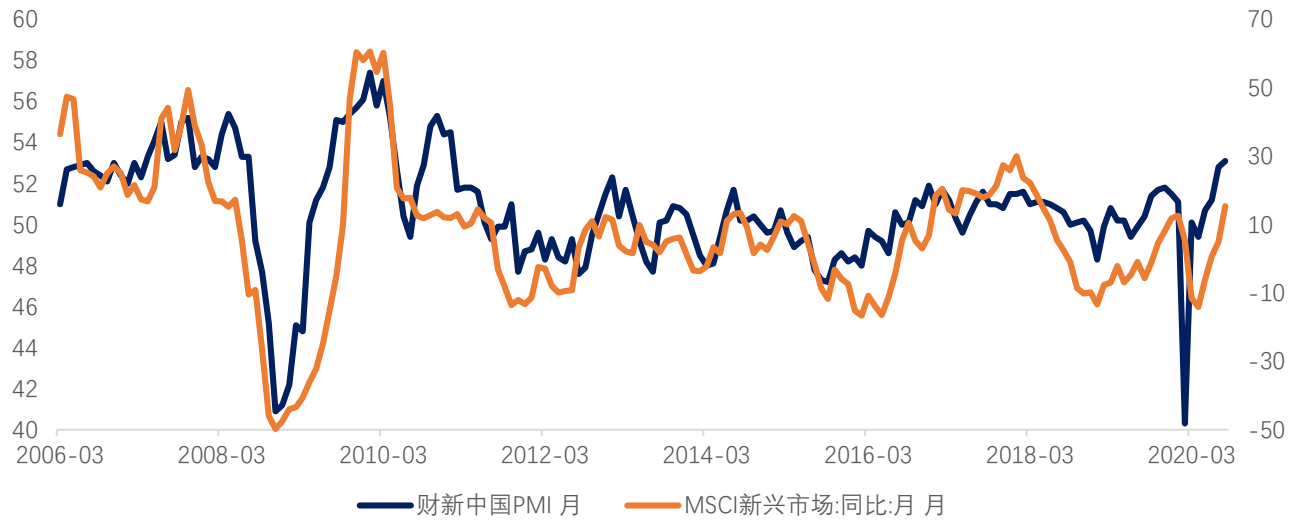
图 2：中国的信贷脉冲也一直影响着全球的通胀预期，但社融继续超预期的概率在逐渐变小



资料来源：Wind，国元证券研究所

综上所述，可以说，2020 年在应对 COVID-19 的危机时，亦或是中国疫情不如欧美严重，亦或是中国人民银行无意或无力进行类似 09 年的刺激，结果是在 2020 年秋冬之际的当下，中国的先行指标恢复相对 2009-2010 年来说比较疲软。而且我们也不认为在 2021 年，经济有望复苏的年份，人民银行会加码刺激。因此大概率，本轮经济复苏中，中国先行指标上行的部分已经走完。

图 3：中国先行指标和新兴市场股价走势对比，可以看到当前的复苏不如 2010 年

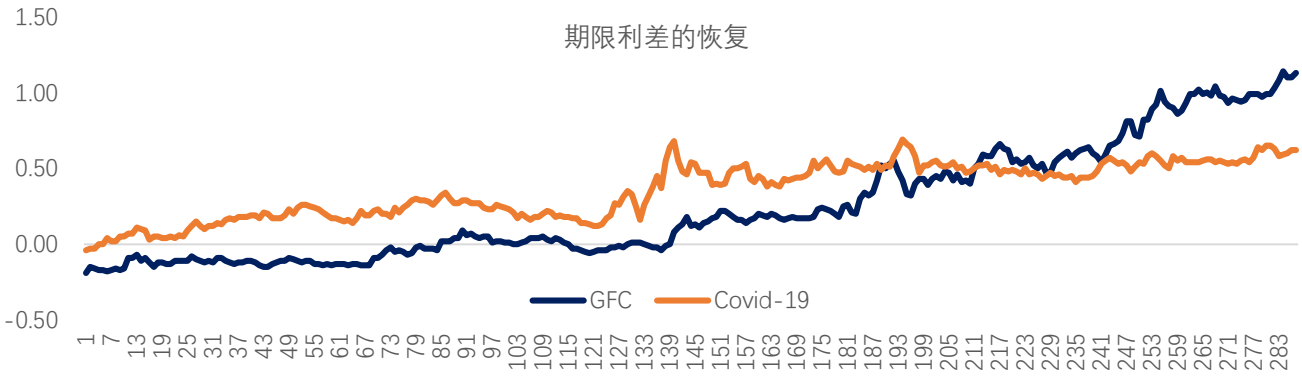


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 但全球的通胀预期，尤其是期限利差并不够高

在普林格经济周期的理论中，先行指标走高后，根据传导效率的不同，经济同步指标会迟滞一段时间之后开始上行，在中国这个时间一般是 8-12 个月。因此一方面我们可以对通胀恢复持有耐心，但另一方面，当前的通胀预期实际上只能说回到了疫情之前的水平，并没有类似 2009 年之后的快速恢复。

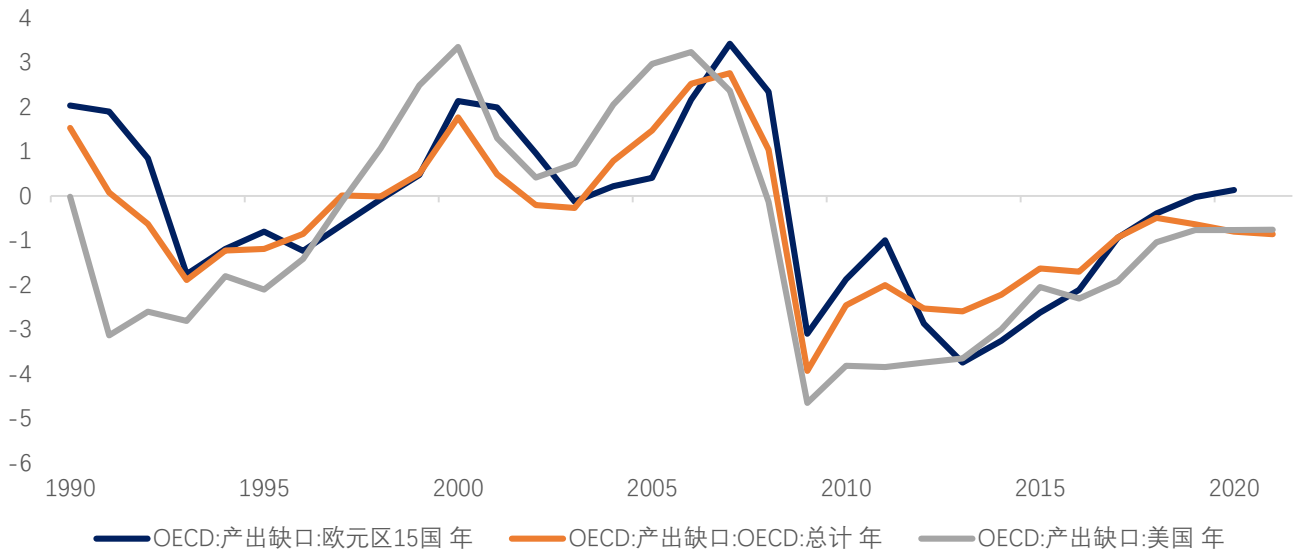
图 4：期限利差的恢复并不如 2009 年之后（横轴为从期限利差最低开始计时的天数）



资料来源：Wind，国元证券研究所

对于这种情况的产生原因，有两种可能，一种是疫情对于经济需求的压制依然存在，在疫情结束之后通胀预期会走高。一种是，全球在过去 10 年产出缺口迟迟没有回到正数区间。这种对于通胀的压制依然在发挥作用。

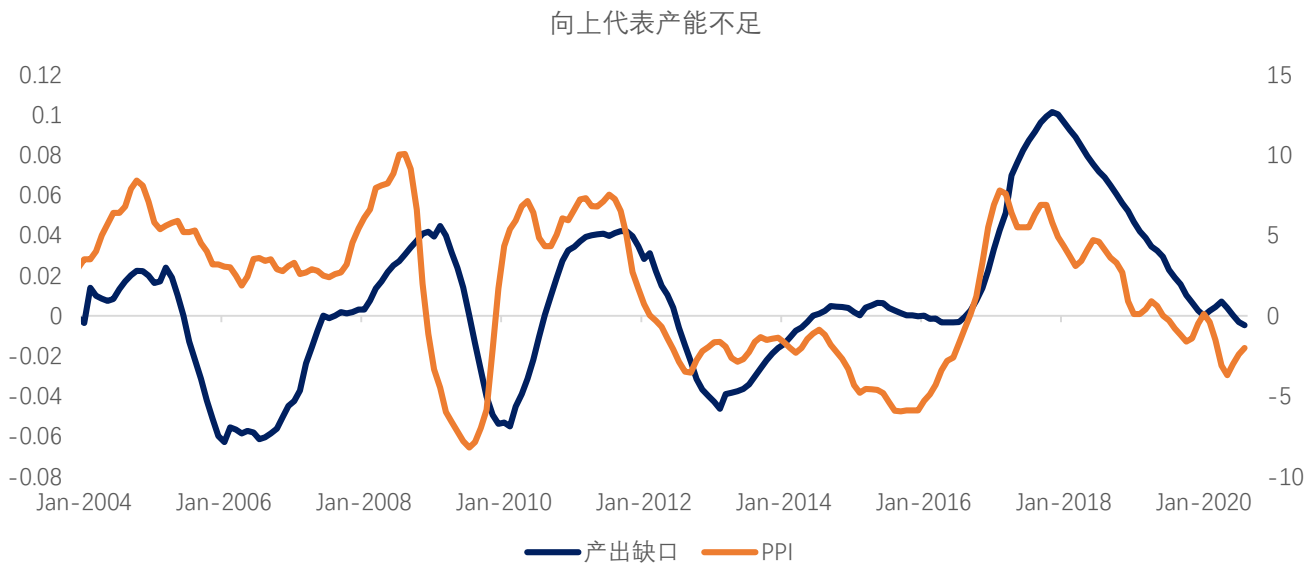
图 5：全球大部分主要国家的产出缺口在 2019 年，依然在负数区间，2020 年在救助政策下，产出缺口大幅扩大的可能性并不大



资料来源：Wind，国元证券研究所

从这一点上，中国的产出缺口在 2016 年之后可能领先全球产出缺口率先修复。

图 6：中国产出缺口情况更为良好



资料来源：Wind，国元证券研究所

综上所述，我们当前的矛盾在于：**全球的经济复苏依然没有完成，但中国的信贷脉冲已经完成，全球产出缺口没有走阔，中国产出缺口可能走阔，但在贸易战的干扰和内循环的设想下，这种拉动作用是存疑的。这与上一次全球金融危机之后的复苏是迥异的。**

2.一个季度的震荡

2.1 金融市场实际上已经踌躇了一整个季度

从 2020 年 7 月开始，当央行们的货币政策宽松边际放缓之后，金融市场对于经济预期和通胀预期的恢复就开始存疑。市场首先看到的是商品价格和新兴市场权益市场的上行趋缓继而进入震荡，其次是发达市场权益市场进入震荡。

图 7：铜价在 7 月后进入震荡行情



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：新兴市场权益走势震荡



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：发达市场权益走势在其后进入震荡



资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 不确定性的升高可能也与美国大选有关，但这种影响会慢慢消退

不能否认的是，2020 年 11 月之前美国大选对于金融市场的影响依然巨大。但实际上从上图也可以看出，即使是所谓的“Biden Bid”也并没有让市场放弃对于经济的担忧。目前来看，VIX 的期货价格相较之前有所回落，市场似乎开始逐渐回到先前的经济探讨上。

图 10：VIX 期货价格回到区间内的低位区域



资料来源：Tradingview.com，国元证券研究所

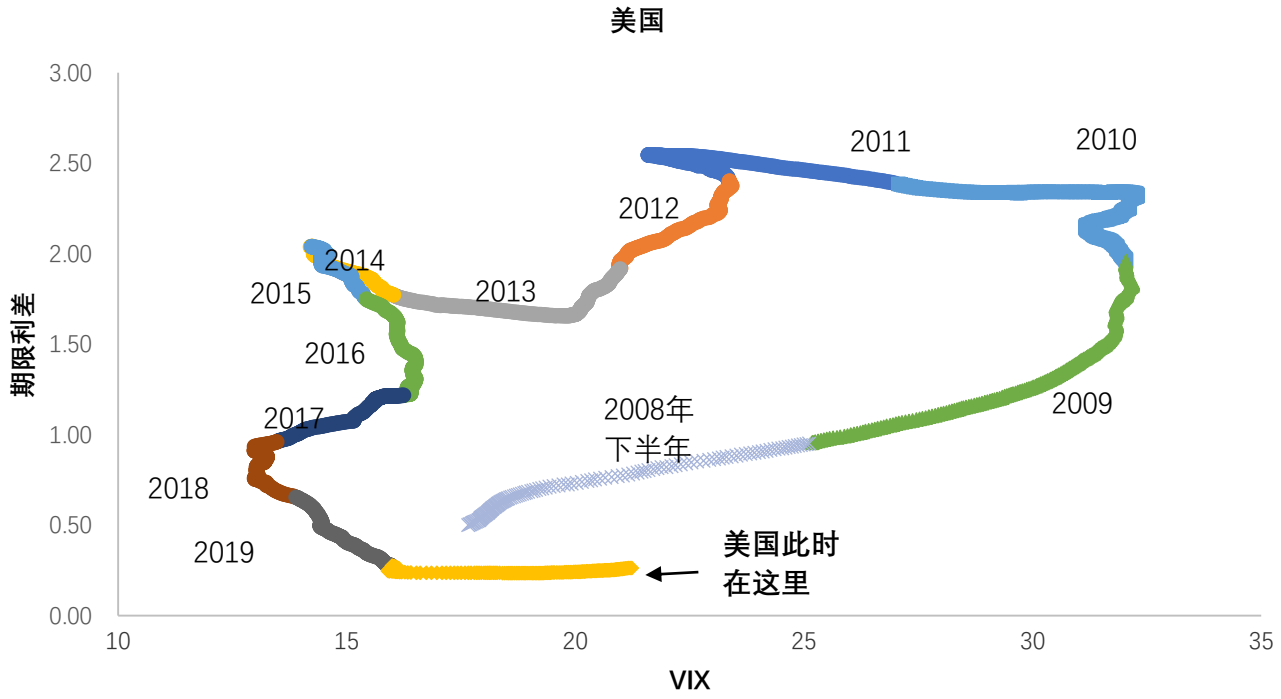
3.核心问题：2021 年经济同比上行大概率无疑问，但幅度存疑

3.1 美国的期限利差还会继续扩大么？有可能但不确定

如果说为了应对疫情，全球央行在 1、2 季度实行了非常规的货币政策并成功将当时摇摇欲坠的期限利差拉回到了当前的 1.8%，那么当下，在货币政策边际放缓的时候，2021 年通胀预期能否回到 2%以上就是一个巨大的疑问。

理论上来说，经济周期的角度是支持期限利差的扩大的，如下图所示，当前美国波动率依然有上行动力，期限利差依然有扩大动力。

图 11 美国经济周期图



资料来源：Wind，国元证券研究所

但即便当前的期限利差维持不动，美国的长期期限利差均值也可能继续走高，当然从历史经验来看，由于期限利差和通胀有一定相关性，而通胀又具有不确定性，期限利差维持不动的概率并不高。

图 12 美国期限利差很难说会维持不变



资料来源：Wind，国元证券研究所

分拆来看，短端利率大概率会维持在低位，联储即便要考虑加息，也大概率会先和市场提前 1-2 个季度沟通，目前来看，联储的鹰派声音应该被视作是防范一致预期的形成。

长端利率的变化可能由财政政策触发。前文已经讲述，目前来看，在货币政策无法继续超预期，中国信贷脉冲已经趋缓，通胀预期回到疫情前等大背景下，要指望长端利率自然回升的概率非常低。美国的财政刺激成为了市场的信心所在。实际上，我们认为在过去几年内，美国制造业 PMI 相对低迷，由于贸易战带来的不确定性压制了市场主体的投资意愿。即便没有财政刺激，如果大选后不确定性降低，企业的投资行为也可能增加。

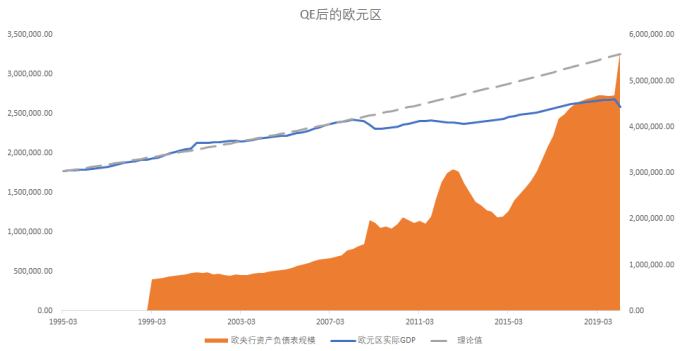
3.2 目前长端美债收益率的位置相当于给联储投不信任票，可能性存在但在金融市场上赔率不高

实际上我们对于长端美债收益率上行最大的信心在于：且不论长期它是否能回到历史均值附近，但当前的位置实在太低，不到 2%的长端美债收益率意味着市场不认为长期经济能回到过去的趋势线，长期来看我们要处在一个更低通胀的世界。

这个结论可能是一个“低赔率高胜率”的陷阱。

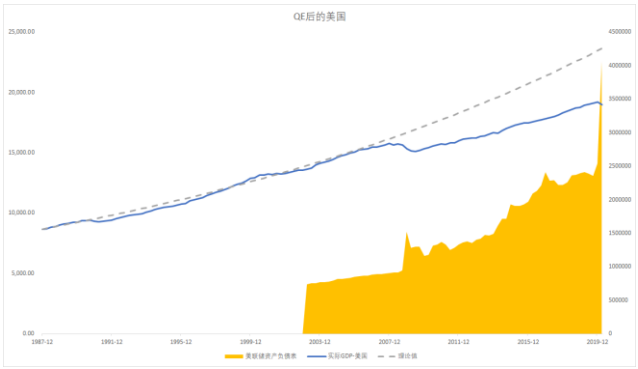
从历史上来看，大型经济危机后经济增速总是降低的，而且货币政策对于经济增速的恢复几乎于事无补。

图 13 欧元区经济没有回到趋势线



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 14 美国经济也没有回到趋势线



资料来源：Wind，国元证券研究所

这是它“高胜率”的部分。

然而此时继续做空经济的赔率却并不高，一方面做空中国经济相当于认为中国的产出缺口会继续回到负数区间，这与 16 年以来中国供给侧改革的基调是违背的。

图 15 在政策具有连续性的当下，很难想象中国会重新回到供给侧改革之前的产出缺口

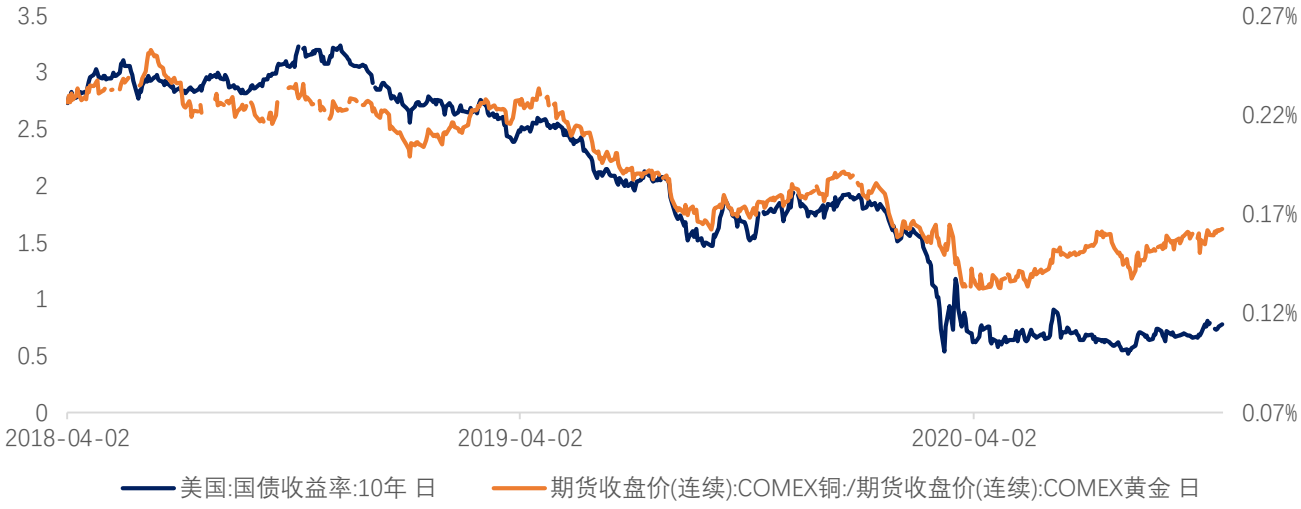


资料来源：Wind，国元证券研究所

同理，与 PPI 或者通胀相关的行业估值也都较低。向下的空间实际上不大。

从铜金比上也可以得出类似的结论，当前铜金比和美债收益率并不高，除非我们相信从 2021 年开始，美国就要开始经历长期的低速增长，不然在 2020 年四季度继续看空美债收益率的逻辑就不严谨。

图 16 铜金比暗示未来通胀预期良好



资料来源：Wind，国元证券研究所

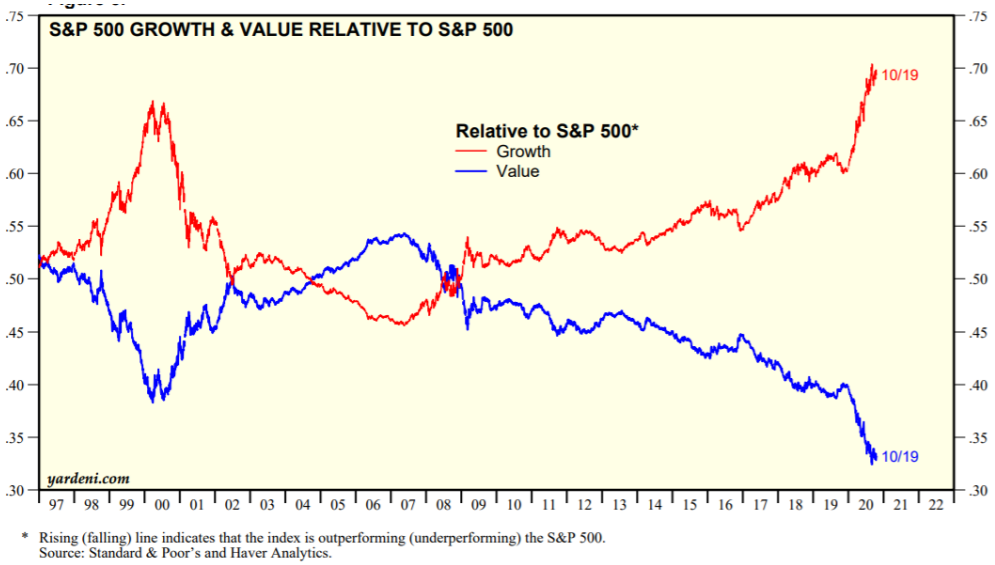
综上所述，诚然当前通胀预期/美债收益率依然有很多的不确定因素，但考虑到市场预期和价格，当前做空美债收益率相比做多美债收益率胜率更高，赔率更低。

4.2021 年低胜率高赔率的机会

4.1 价值股的反转

当前成长股相对价值股的溢价已经达到长周期的峰值，下注反转是一个胜率较低但赔率极高的交易。

图 17 价值与成长的比价



资料来源：Yardeni.com，国元证券研究所

价值股相对成长股的折价成因非常多，我们认为穷举实际上意义也不大，但超常规的

货币政策可能是其原因之一。

企业的资产和负债都可以分成短期和长期两种：

- 短期的资不抵债被叫做流动性危机
- 长期的资不抵债被叫做偿付性危机

不难理解，价值股更善于抵御流动性危机，超常规的货币政策某种意义上帮助更多企业应付了流动性危机，或者说，降低了价值股的吸引力。

4.2 银行股估值的修复

在 07 年之前，GSIB 银行股的市净率往往在 2 以上，而之后银行股市净率一路走低。普遍来说大家认为成因有两种：

1，利率的走低不利于银行

2，对银行的监管加强

其中第一点可以从美国和欧洲银行股走势得到验证，低利率对于银行股的伤害是巨大的。

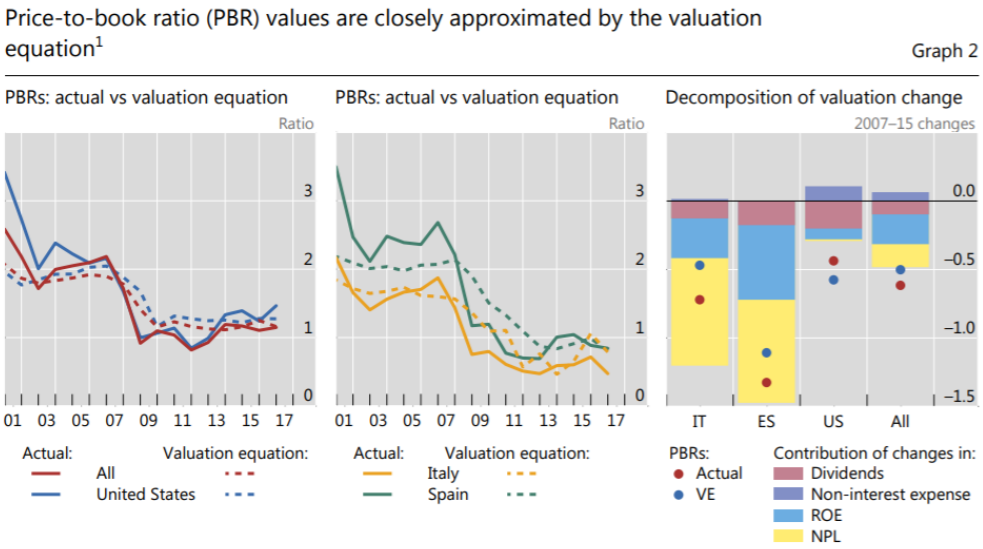
图 18 欧洲银行股走势低迷



资料来源：Tradingview.com,国元证券研究所

第二点依然存疑，BIS 的看法是，银行股市净率降低与监管无关，是自身债务问题发酵的原因。

图 19 BIS 认为银行股市净率的下降是因为坏账而不是监管，其估值体系在危机前后没有改变



[1] Fitted values use coefficients estimated in the baseline VE specification (see Table 1, column 1).

Sources: Datastream; Fitch Solutions; authors' calculations.

资料来源：BIS，国元证券研究所

4.3 以原油为代表的商品价格恢复

目前权益市场对于商品的溢价程度达到了历史最高，如果我们认为其会发生均值回归过程，看多商品指数看空股指是更好的策略。

图 20：商品与股指的比价



资料来源：Wind，国元证券研究所

5.结论

当前市场依然具有较大的不确定性，分歧主要在于2021年经济复苏可能和历史不一样，同时美国大选也给市场带来了各种变数。

但我们认为当前看空长期经济增速属于胜率高但赔率较低的交易，看好经济属于胜率较低但赔率较高的交易。因此我们建议在2021年至少考虑下述三种高赔率交易之一：

1，做多价值/成长

2，做多银行股

3，做多商品

他们各自的驱动力有相似之处，也有不同的地方。

- 价值股的回归可能需要货币政策的正常化
- 银行股的上行可能需要无风险利率走高
- 而商品的上行需要经济复苏良好

毫无疑问这三点彼此互相关联，但投资者依然需要留意其中微妙的不同之处。

风险提示：疫情发展超预期，经济下行超预期

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188