三种可能，三种思路

——策略周报（2020 年第 35 期）

报告要点：

- **当前存在三种思路**

在通胀预期触及疫情前的水平时，当前市场并没有一个共识的主线，全球大部分资产都进入了震荡过程，我们认为对未来的看法有三种思路。

第一种思路是：看空疫情后的经济走势，关注债市的机会。

历史经验显示，大型经济危机过后，经济趋势的恢复需要时间，一种思路是对于经济持有比较悲观的态度，认为经济增速在一段时间内都不会恢复到之前的位置。而此时中国国债收益率水平已经具有一定的吸引力。我们认为这种看法相对比较稳健保守，但风险在于在货币政策难以边际宽松的时节看多债券具有不确定性

第二种思路是：看好疫情后的经济走势，关注周期股的机会。

当前通胀预期大概在 1.8 左右，而长期通胀预期依然是 2，通胀预期的修复带来潜在的周期股行情。这种思路的是一种胜率较低但赔率较高的思路。它的风险在于，联储是否真的有能力在目前的框架下把通胀预期推高。市场似乎对于 YCC 没有抱有太多指望。负利率可能有效但联储态度模糊

第三种思路是：看好疫情后的经济走势，但认为非负利率无法完成，关注黄金/黄金股的机会。

历史经验表明 QE 无法提振通胀预期，而当前全球积攒的债务问题需要经济的恢复以缓解，那么联储超预期的可能性始终存在。当前贵金属价格实际上隐藏了一定负利率的预期，一旦实现，贵金属的投资逻辑将被重估

投资策略：市场一致预期时，选择高胜率低赔率的策略，市场意见分歧时，选择高赔率低胜率的策略

我们认为当前大类资产配置和权益市场缺乏主线，市场意见分歧剧烈，适合选择高赔率低胜率的策略。

第二种和第三种思路可能更好。他们的风险在于，如果经济复苏不达预期，明年全球经济数据低迷，周期股难以有较好的表现。但考虑到当前许多周期股估值合理。我们认为周期股即便上行乏力，也没有大幅下跌的基础。

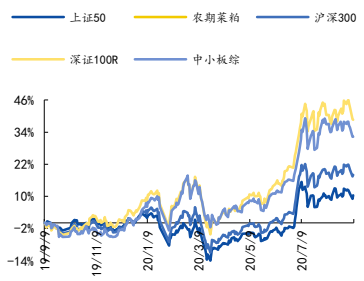
当前我们更建议关注有色，农业，钢铁，煤炭等行业，他们可能在短期会表现出一定的抗跌特性，并在未来潜在的通胀预期恢复中可能因之受益。

风险提示：经济复苏不达预期

主要数据：

上证综指：	3316.42
深圳成指：	13293.33
沪深 300：	4694.39
中小盘指：	4444.58
创业板指：	2650.63

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.核心策略：三种思路 3
2.经济周期，中国依然领先发达市场 3
3.资产价格走势及预判 5

图表目录

图 1：中国经济周期相当领先 3
图 2：美国则依然处在经济后周期的位置 4
图 3：通胀预期已经恢复到疫情前的水平 4
图 4：中国国债期货处在长期趋势线下，但短期有反弹的可能 5
图 5：权益市场短期有超涨的可能性 6
图 6：美国国债收益率虽然有下行空间，但长期来看反弹往上的可能性更大 .. 6
图 7：美股有回调的可能 7
图 8：大宗商品短期承压 8
图 9：美元指数在支撑位附近的迟滞也给大宗商品带来压力 8

1.核心策略：三种思路

在通胀预期触及疫情前的水平时，当前市场并没有一个共识的主线，全球大部分资产都进入了震荡过程，我们认为对未来的看法有三种思路。

第一种思路是：看空疫情后的经济走势，关注债市的机会。

历史经验显示，大型经济危机过后，经济趋势的恢复需要时间，一种思路是对于经济持有比较悲观的态度，认为经济增速在一段时间内都不会恢复到之前的位置。而此时中国国债收益率水平已经具有一定的吸引力。我们认为这种看法相对比较稳健保守，但风险在于在货币政策难以边际宽松的时节看多债券具有不确定性。

第二种思路是：看好疫情后的经济走势，关注周期股的机会。

当前通胀预期大概在 1.8 左右，而长期通胀预期依然是 2，通胀预期的修复带来潜在的周期股行情。这种思路的是一种胜率较低但赔率较高的思路。它的风险在于，联储是否真的有能力在目前的框架下把通胀预期推高。市场似乎对于 YCC 没有抱有太多指望。负利率可能有效但联储态度模糊。

第三种思路是：看好疫情后的经济走势，但认为非负利率无法完成，关注黄金/黄金股的机会。

历史经验表明 QE 无法提振通胀预期，而当前全球积攒的债务问题需要经济的恢复以缓解，那么联储超预期的可能性始终存在。当前贵金属价格实际上隐藏了一定负利率的预期，一旦实现，贵金属的投资逻辑将被重估。

投资策略：市场一致预期时，选择高胜率低赔率的策略，市场意见分歧时，选择高赔率低胜率的策略

我们认为当前大类资产配置和权益市场缺乏主线，市场意见分歧剧烈，适合选择高赔率低胜率的策略。

第二种和第三种思路可能更好。他们的风险在于，如果经济复苏不达预期，明年全球经济数据低迷，周期股难以有较好的表现。但考虑到当前许多周期股估值合理。我们认为周期股即便上行乏力，也没有大幅下跌的基础。

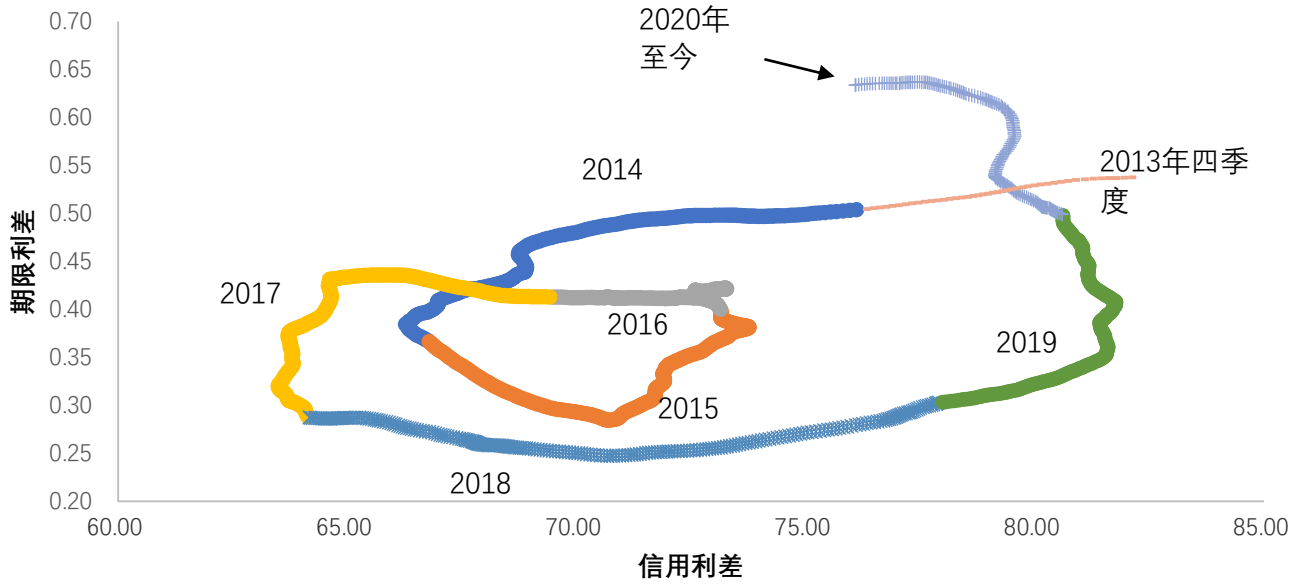
2.经济周期，中国依然领先发达市场

当前中国的经济周期依然领先发达市场

从 2018 年 12 月开始，中国的 M1 数据开始见底反弹，而在那之前三个季度，由于贸易战的冲击，人民银行的逆周期举措早已开始。

而中国经济周期的位置也由此领先发达国家相当长的距离。

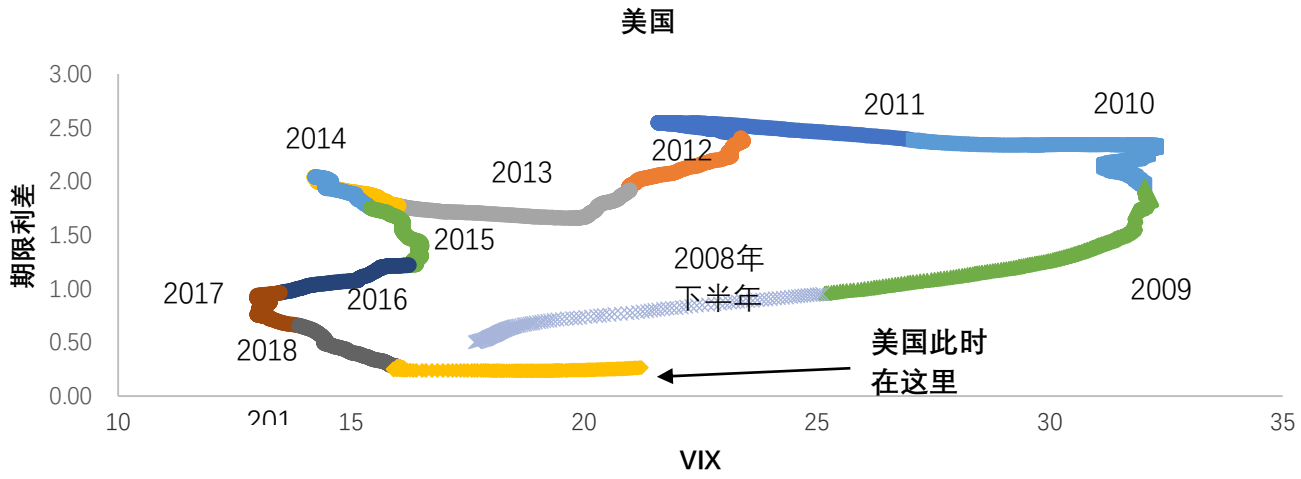
图 1：中国经济周期相当领先



资料来源：Wind,国元证券研究所

而与之相对的，美国的经济周期相对滞后。

图 2：美国则依然处在经济后周期的位置

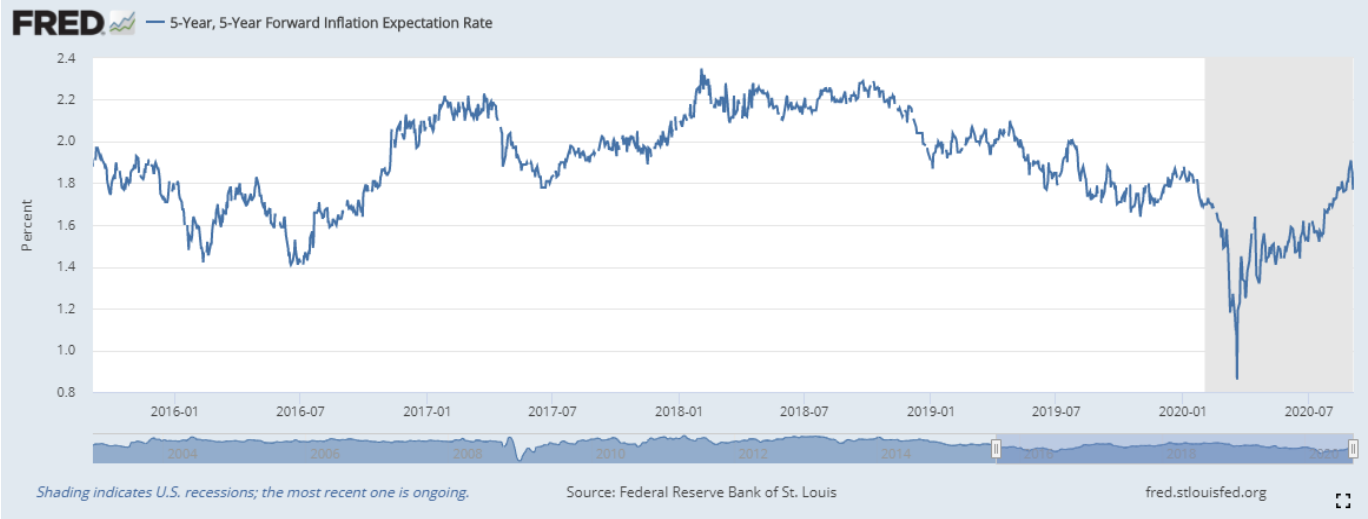


资料来源：Wind,国元证券研究所

这种错配的一种体现是：从今年 4 月份到今天，市场一直持续做多通胀预期，并认为美国将会在较低的利率维持较长的时间。

而当前的市场的矛盾分歧之处在于，当通胀预期已经恢复到疫情前的情况，接下来进一步做多通胀预期需要更多的利好支持。而货币政策初露疲态。

图 3：通胀预期已经恢复到疫情前的水平



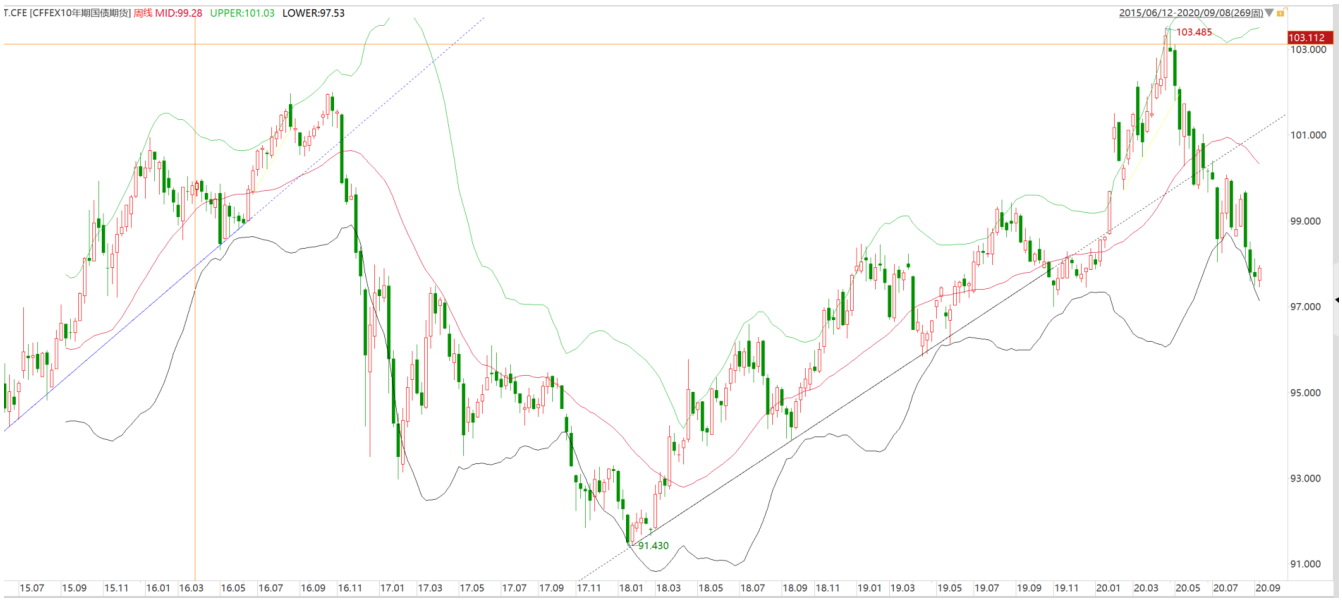
资料来源：Wind,国元证券研究所

上述观点我们可以在诸多大类资产的走势中寻得端倪。

3.资产价格走势及预判

上文中分析中国市场处于较为先周期的情况，我们可以在债市和股市中寻得类似的逻辑线索。

图 4：中国国债期货处在长期趋势线下，但短期有反弹的可能



资料来源：Wind,国元证券研究所

图 5：权益市场短期有超涨的可能性



资料来源：Wind,国元证券研究所

可以看到，中国债券市场处在长期的趋势线下，当前有一定超跌反弹的可能，但趋势依然没有反转的迹象。

反之中国权益市场则在长期的趋势线上，当前有一定超涨回落的可能，但趋势同样没有反转的迹象。

图 6：美国国债收益率虽然有下行空间，但长期来看反弹往上的可能性更大



资料来源：Wind,国元证券研究所

美国长债似乎仍有一定的下行空间。

图 7：美股有回调的可能



资料来源：Wind,国元证券研究所

与之相呼应的是美股当前也有调整的可能，市场预期波动率可能在 9-10 月放大。

图 8：大宗商品短期承压



资料来源：Wind,国元证券研究所

同时在商品市场上，通胀预期的恢复也被打断。当前市场正在等待新的交易逻辑。

图 9：美元指数在支撑位附近的迟滞也给大宗商品带来压力



资料来源：Wind,国元证券研究所

同时美元指数在支撑位附近的迟滞也呼应了前文中大宗商品价格的止步不前的情形。

综上所述：

在短期，我们认为中国债券收益率有可能上行，权益市场可能下行，在长期，我们更看好权益市场的机会。

在短期，我们认为美债收益率可能上行，权益市场可能下行，在长期，我们认为美债收益率走高可能是大概率事件。

综上所述，我们当前认为农业，有色，钢铁，煤炭等行业可能更具有防风险属性。

风险提示：经济复苏不达预期

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