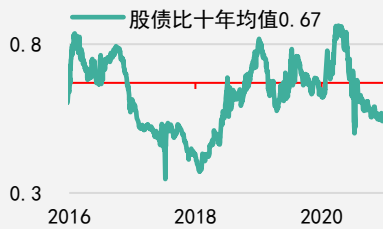


# 慢牛途中 道阻且长

板块  股指

建议低配股指：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：张若溪

电话：021-68770091

邮箱：zhangruoxi@qhfc.com.net

从业资格号：F3056946

期货分析师：许向东

电话：021-68770057-8071

邮箱：xuxiangdong@qhfc.com.net

从业资格号：F3063109

期货分析师：黄笑凡

电话：021-68770092

邮箱：huangxiaofan@qhfc.com.net

从业资格号：F3037570

投资咨询号：Z0013258

## 报告摘要

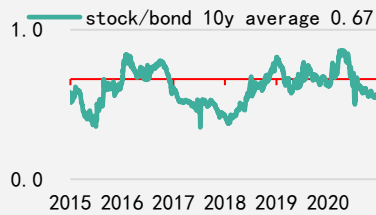
- 重行业，轻指数。不论是宏观流动性还是场内流动性，目前均不乐观。泛滥的流动性导致估值较高，风险溢价进一步下行的空间也不大。对指数比较悲观。
  - 超配科技。房地产长效机制可能真正建立，中国可能摆脱房地产信贷周期的压制，走出上个十年美国科技股的慢牛。
  - 超配港股。今年以来港股已经吸引了众多绩优蓝筹和科技股进行 IPO，南下资金流出显著超过北上资金。香港外汇管制较弱，将受益于吸收外溢美元。
  - 超配债券。政治局会议表示流动性近期不会收紧，债券的短期底部已经到位，未来货币政策进一步收紧可以确诊中长期底部。目前股债比更偏向超配债券。
- 各国为应对疫情采取超常规货币财政政策
  - 全年大类资产表现出明显的时间阶段
  - A 股流动性和估值均不乐观



## Bumper Ahead

### Sector Equity

#### Overweight bond:



### QIANHAI FUTURES CO., LTD

#### Investment consulting qualification

#### Investment research center

Analyst: Ruoxi Zhang

Tel: 021-68770091

E-mail: zhangruoxi@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3056946

Analyst: Xiangdong Xu

Tel: 021-68770057-8071

E-mail: xuxiangdong@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3063109

Analyst: Xiaofan Huang

Tel: 021-68770092

E-mail: huangxiaofan@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3037570

Investment consulting certificate No.:

Z0013258

### Abstract

- Low weight the index while overweight certain industries. Neither the macro liquidity nor the stock market liquidity is robust. Rampant liquidity has led to high valuations and little room for risk premiums to fall further. Pessimistic about the index.
  - Overweight technology. A long-term mechanism for real estate could actually be established, and China could shake off the real estate credit cycle into the slow pace U.S. FANG bull style in the last decade.
  - Overweight Hong Kong shares. Hong Kong stocks have attracted a large number of Blue-chip and technology ipos this year, with robust southbound outflows outpacing northbound outflows. Hong Kong, which has weaker exchange controls, would benefit from absorbing the excess US dollars.
  - Overallocation of bonds. The Political Bureau meeting said that liquidity will not tighten in the near future, the short-term bottom of bonds is in place, and further tightening of monetary policy in the future can confirm the medium - to long-term bottom. At present, the ratio of equities to bonds is more overmatched.
- Global counter COVID-19 has led to extraordinary fiscal and money policy
  - Global assets dance to the clock in 2020.
  - A share liquidity and valuations are not optimistic.

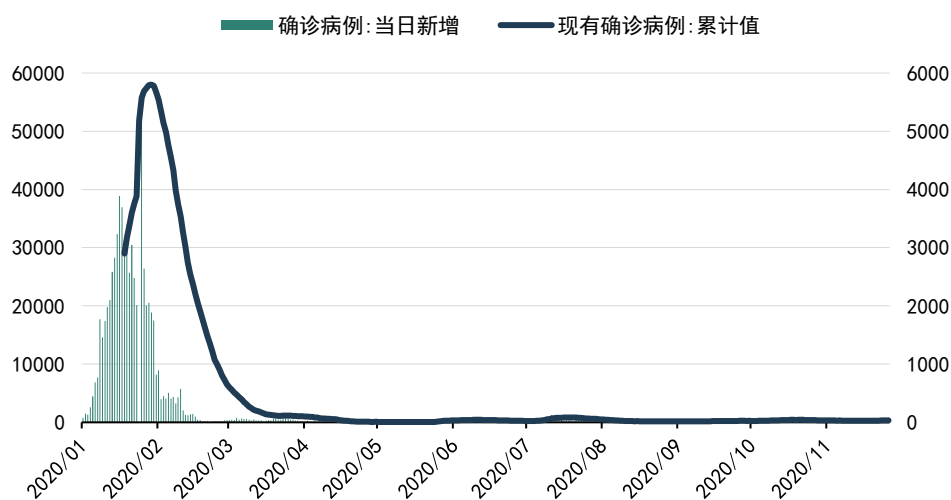
## 一、2020 回顾

### (一) 疫情及全球宏观

#### 1 国内外疫情情况

2019 年 12 月初，湖北省武汉市疾控中心监测发现不明原因肺炎病例，随后确诊病例逐渐增多，国家卫健委派出工作组、专家组赴武汉市，指导疫情处置工作，开展现场调查。2020 年 1 月下旬疫情开始在全国发酵，全国多地通报新冠疫情确诊病例。1 月 23 日，武汉“封城”，全市城市公交、地铁、轮渡、长途客运暂停运营；无特殊原因，市民不准离开武汉，机场、火车站离汉通道暂时关闭。与此同时，国务院发布春节假期延长通知，教育部发布春季学期延期开学通知。截至 1 月 26 日，中国内地 31 省份全部启动重大突发公共卫生事件一级响应。1 月 30 日晚，世卫组织将新型冠状病毒疫情列为国际关注的突发公共卫生事件。

图 1 全国新冠肺炎确诊病例和当日新增病例（右轴）



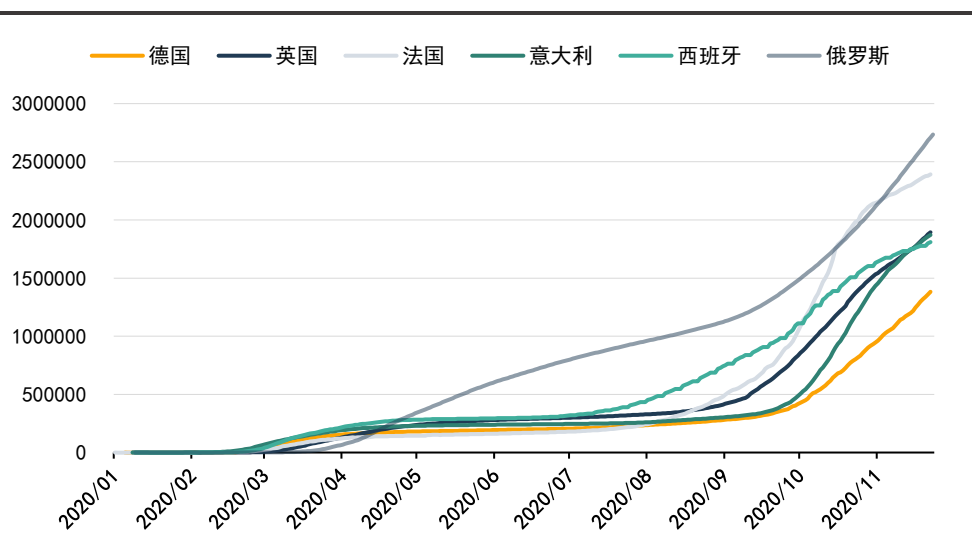
数据来源：Wind，前海期货

2 月下旬全国新冠肺炎确诊病例出现峰值，新增确诊人数开始下降，各地下调公共卫生事件等级。3 月下旬，全国各省市新增确诊、新增疑似病例陆续清零。2 月 10 日起，全国各地陆续开展复工复产工作。全国涉及重要国计民生类企业率先复工，随后建筑业、交通运输业等也逐步复工。3 月初，除湖北省外，全国工业大省规模以上工业企业开工率大多已经超过了 90%，工业大省如浙江、广东、山东、江苏等省已超过 95%；中小企业的复工复产率也在稳步提

高。4月8日，武汉解封，国内进入疫情防控常态化，经济逐步复苏。

2020年1月中下旬，新冠肺炎疫情开始在海外蔓延。疫情导致欧洲大多数国家经历了两次“封城”。3月中旬开始，由于新冠肺炎确诊病例的激增，欧洲各主要国家纷纷实行严格的防疫措施，包括关闭酒吧、剧院等所有“非必要”场所、限制民众出行等措施。4月下旬，德国、法国、意大利、西班牙等国达到疫情拐点，当日新增确诊病例开始下降，5月初，各国视情况开始逐步解封并推进复工复产。

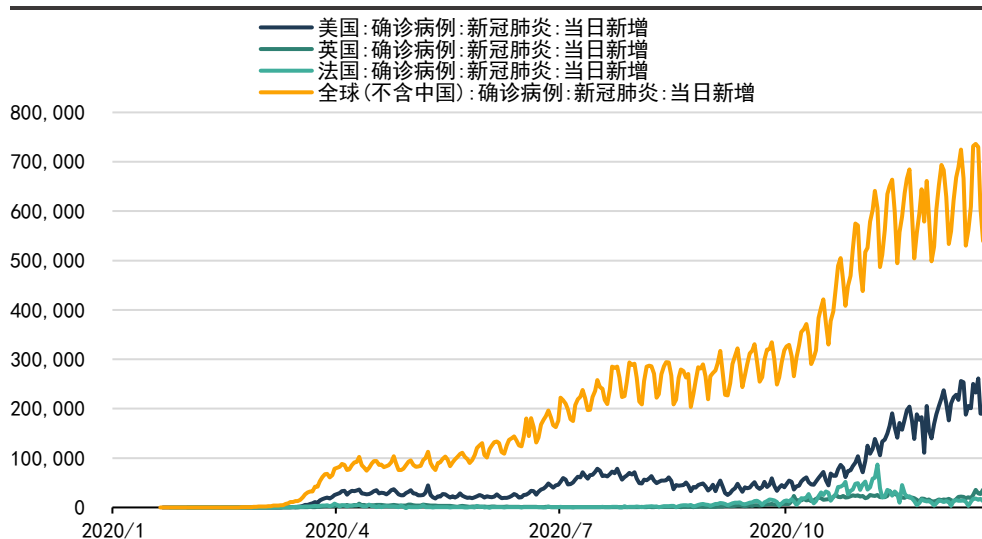
**图2 欧洲主要国家新冠肺炎疫情累计确诊病例**



数据来源：Wind，前海期货

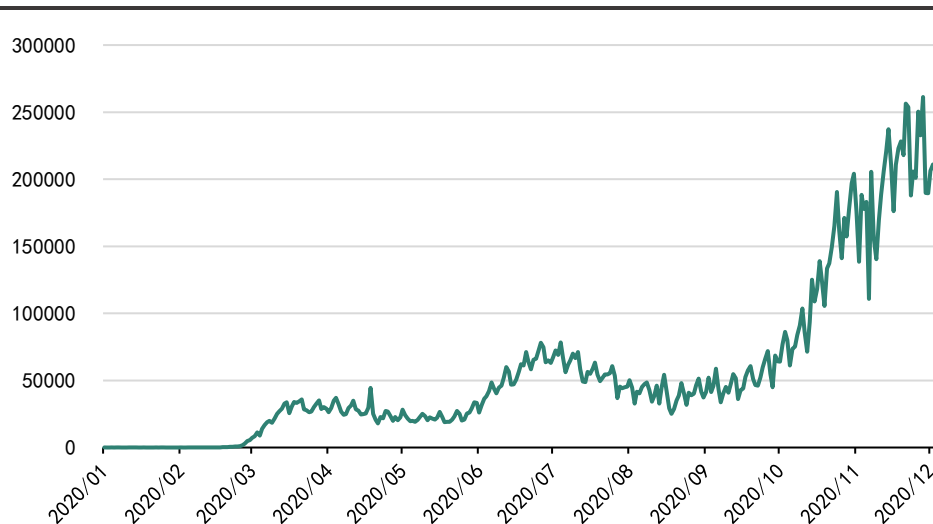
9月以来，随着欧洲各国经济活动逐步恢复，防疫措施放松，加上学生返校，欧洲部分国家疫情出现反弹，法国、英国、西班牙等地每日新增确诊人数均创新高。10月底，欧洲各国重启封锁措施，措施较第一次类似，但力度上不及3月份，普遍要求民众佩戴口罩，防疫措施集中在生活领域，包括限制外出和关闭非必要营业场所，工业生产暂未做太多禁止性规定。注重实行分区防疫政策，旨在最大限度避免冲击经济。新一轮封锁措施有一定成效，但随着冬季来临，欧洲主要疫情国当前仍面临较大的医疗负荷，死亡人数近期快速上升，目前整体情况不容乐观。

全世界范围内，疫情在10月后也呈现显著加速的状态。

**图3 疫情在10月后显著加速**


数据来源：Wind，前海期货

1月下旬美国开始出现新冠肺炎确诊病例，由于错失防控黄金窗口期，输入性病例失控，疫情在全美迅速蔓延，3月中旬，美国宣布进入紧急状态。4月1日，美国新冠肺炎确诊病例累计突破20万，纽约州成为美国疫情的“震中”。

**图4 美国新冠肺炎疫情当日新增确诊病例**


数据来源：Wind，前海期货

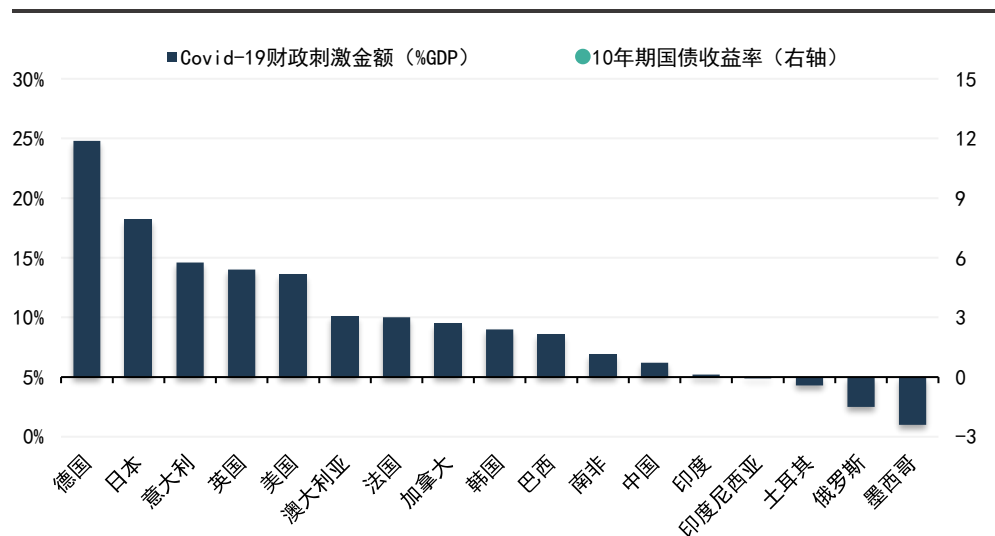
美国总统特朗普于4月16日宣布“重启美国”计划，分三个阶段重启美国经济，部分州开始陆续放松管制，逐步进行复工计划。进入5月份，由于“带病复工”，在存量确诊病例并未大幅消化的背景下，美国确诊人数持续上升，疫情反弹风险增大。进入秋冬季，美国疫情迅速爆发，7月份之后，美国每日新

增确诊在 5 万人以上，大幅高于 4 月初时期，新增确诊病例开始呈指数形式爆发，12 月 18 日全美报告新增新冠确诊病例超 40 万例，以近一倍的增幅再次刷新全球范围内一国单日新增确诊病例最高纪录。就美国目前的形势来看，疫情几乎处于失控状态，大部分人都将希望寄托在新冠疫苗身上，美国当选总统拜登也是如此，但疫苗紧急使用短期也无法扭转疫情严重的局面。

## 2 各国应对疫情采用超常规财政货币政策

Covid-19 给各国实体经济都带来了巨大冲击。为了填补居民和企业部门经济活动由于疫情造成的大幅萎缩，各国政府都采用了在政府部门加杠杆的行为。部分发展中国家已经出现了经济危机，比如下图中显著偏离样十年期国债收益率本区间的土耳其。

图 5 各国应对疫情财政刺激和国债收益率

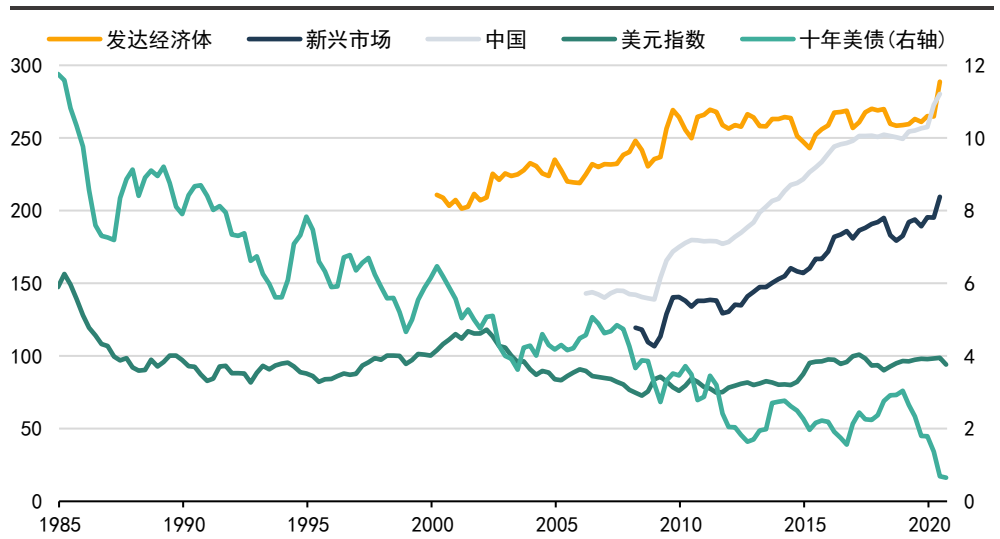


数据来源：CSIS, Bloomberg, 前海期货

根据 OECD 国家杠杆率数据，在 2019 年底，也就是疫情之前，全球主要经济体的宏观杠杆率已经达到或者接近新高。疫情后，政府杠杆率将显著增长。从下图我们可以看到，从整体上看，发达经济体在 07 年金融危机后并未有效去杠杆，后遗症一致延续至今。中国在金融危机后，地方政府和居民杠杆率显著攀升，实际上已经达到了发达经济体的水平，目前加杠杆的空间已经不大。新兴市场仍有一定空间，但无论是越南还是印度，从目前经济体量上看，都尚无法扮演 07 年金融危机后中国的角色。即使疫情冲击结束，全球经济可能在

1-2 年内保持低水平增长。

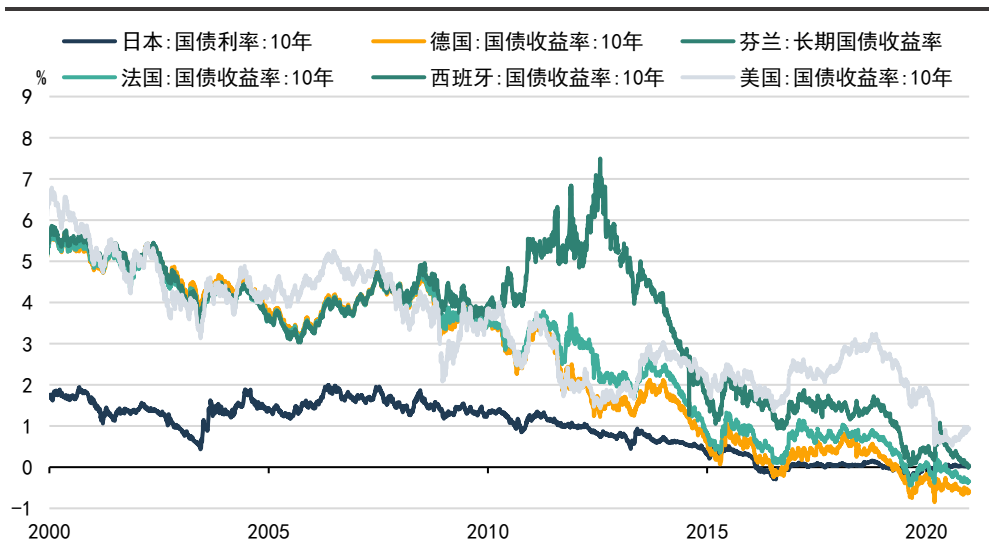
图 6 全球主要经济体宏观杠杆率（截至 2020 上半年）



数据来源：OECD，前海期货

美联储为了应对这次危机，进行了金融危机后第 4 轮 QE。3 个月内，美联储资产负债表增加了几乎 3 万亿美元。联邦利率已经降至 0，实际利率为负。欧央行和日本央行的负利率程度在疫情后加深。发达央行的常规武器库几乎耗尽，中长期来看，联储很可能不得不探索新的工具。从上一轮 QE 的情况来看，这些负债是无法通过谨慎的财政政策减少的，而且 QE 并不能解决经济内部和经济体之间的失衡问题，每轮 QE 之间的时间在缩短，幅度在增长。预计未来几年，货币的超发可能长期存在，现金可能成为收益最低的资产。

图 7 Covid 加速了发达国家原有的负利率趋势



数据来源：Wind，前海期货

为了应对本次疫情，美国采用了超常规的财政政策：直接支付，比次贷危机中的购买债券更加接近直升机撒钱模式。在应对疫情的第一个刺激计划 (CARES ACT) 中，总金额为 2 万亿美元，其中 3000 亿为直接现金支付，2600 亿为额外的失业补助。对于个人的一次性支付，CARES ACT 一次性给成人支付 1200 美元，儿童为 500 美元。新法案成人和儿童均为 600 美元。周度支付也继承了减量的趋势，从每周 600 美元降为 300 美元，淡出时间计划为 2021 年 3 月底。

表 1 美国疫情刺激计划

法案	总量(万亿)	一次性支付(美元)		周度支付	
		成人	儿童	额度	淡出时间
CARES ACT	2	1200	500	600	2020/7/31
新法案	0.9	600	600	300	2021/3/31

数据来源：Bloomberg, 前海期货

中低收入人群的消费偏好显著强于中高收入人群。CARES ACT 初始的 600 美元周支付金额合时薪 15 美元，已经远远高于大多数美国州最低时薪规定。这释放大量的被压抑的消费需求。这些都是对于实体经济的需求。由于欧美制造业产业链受疫情影响较大，这部分需求很大程度上由中国承接，这就解释了为什么海外的家电等传统实体经济需求反弹比国内快。

## (二) 大类资产表现

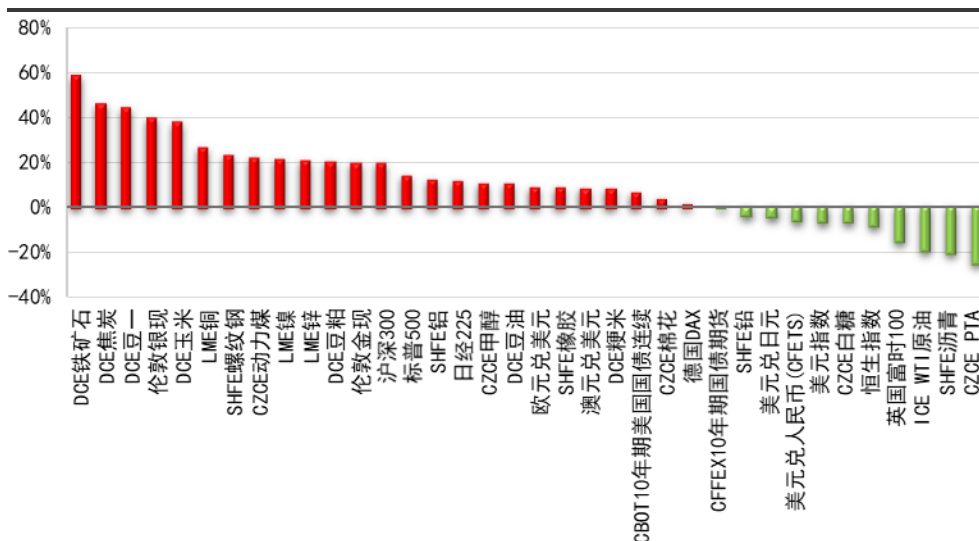
### 1 大类资产

#### (1) 总体表现

纵观 2020 年全年，商品涨幅最高，尤其是对应了中国需求的工业品。这表示中国已经处在过热的经济周期，商品将跑赢其他资产，其次是股票，然后是现金，最差的是债券。



图8 大类资产表现 (2020/1/1-2020/12/22)



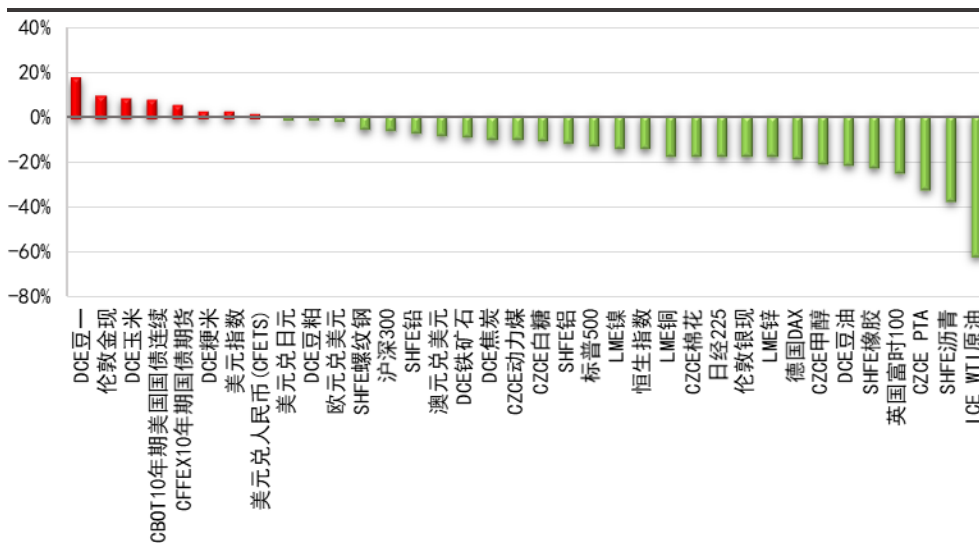
数据来源: Wind, 前海期货

下面按照疫情冲击、温和再通胀、通胀预期加速来划分, 回顾一下 2020 年的大类资产表现。

### (2) 疫情冲击

在疫情第一波冲击的时, 极度的通缩预期打压原油、工业金属的价格。甚至黄金价格也在 2020/3/13-2020/3/20 的两周内下跌 10%。

图9 大类资产表现 (2020/1/1-2020/4/31)

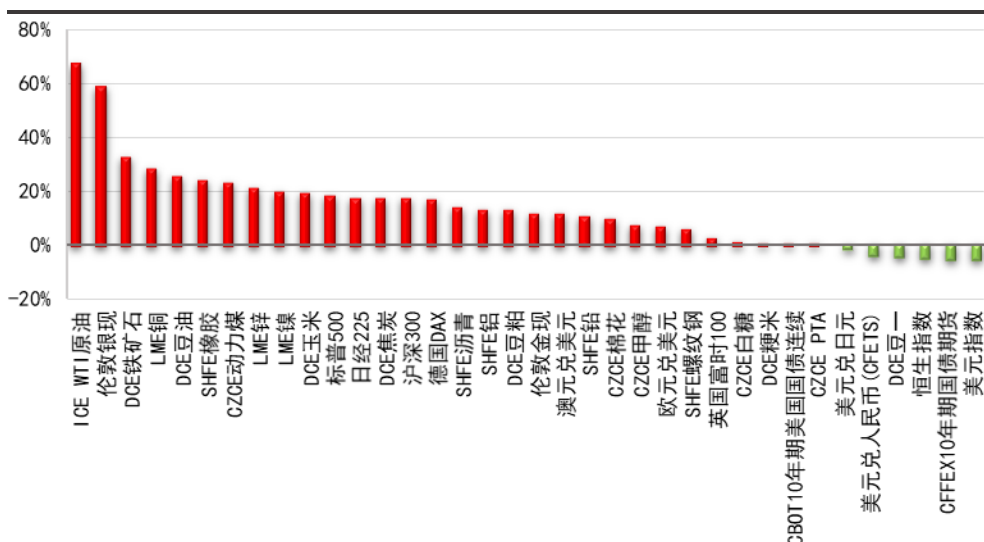


数据来源: Wind, 前海期货

### (3) 温和再通胀

4月以来,在中国疫情得到控制后,加上北半球入夏,疫情得到一定控制。全球大类资产从极度通缩预期中部分恢复,“再通胀”是全球资本市场的主题。由于疫情导致的骤停式通缩压力边际减弱,经济逐步恢复正轨,极度悲观预期修复,部分商品比如黄金开始演绎通胀逻辑。原油是所有商品中表现最好的,涨幅近70%。WT17月合约大幅反弹至40美元一线。铁矿石由于供给问题涨幅也比较可观,达到了35%。伦敦金现货价格攀升至2012年的新高,长期看多逻辑仍然比较完备。疫情初期,由于供应链被破坏,部分农产品价格小幅上涨,但4月以来,随着生产秩序的恢复,粳米、豆一等价格均出现了回落。对于大多数大类资产,通胀逻辑只是恢复正常。

图10 大类资产表现(2020/5/1-2020/9/31)

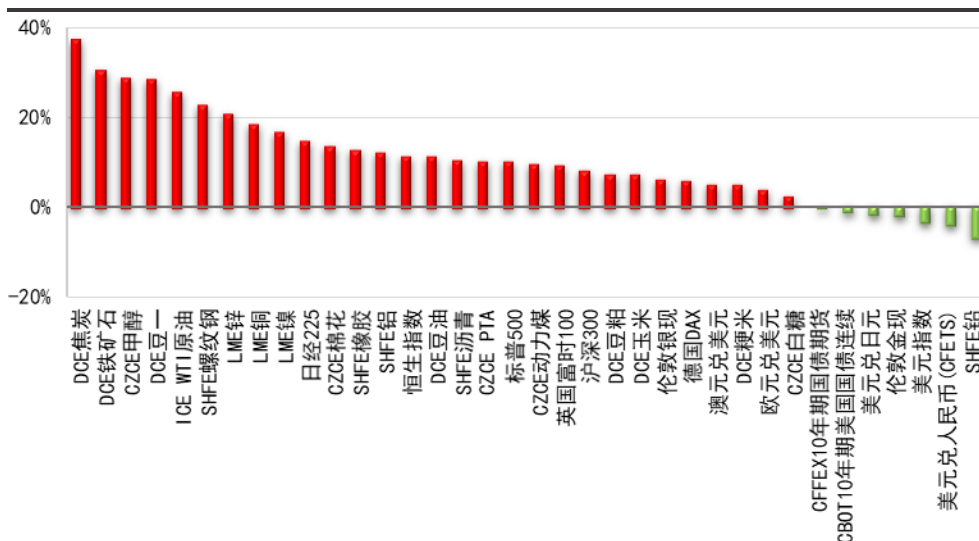


数据来源: Wind, 前海期货

#### (4) 通胀加速

1 在10月后,随着北半球入冬,欧美疫情超预期爆发。但消费需求旺盛,溢出的需求转至中国。在出口拉动下,大量工业品供给缺口明显,价格被拉至S曲线右端,价格上涨明显。以电解铝为例,利润明显再上台阶,山东电解铝利润水平已经达到5000元/吨,为5年内最高水平,表明目前供需存在明显缺口。

图 11 大类资产表现 (2020/10/1-2020/12/22)



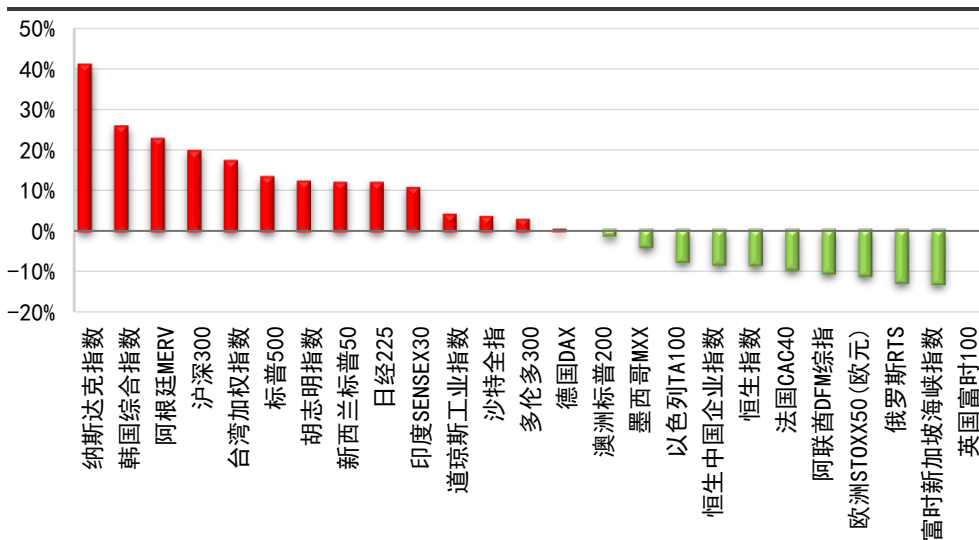
数据来源: Wind, 前海期货

## 2 全球股指

权益市场方面, 纳斯达克依旧是表现最好的主要金融市场全指, 升幅近 40%。

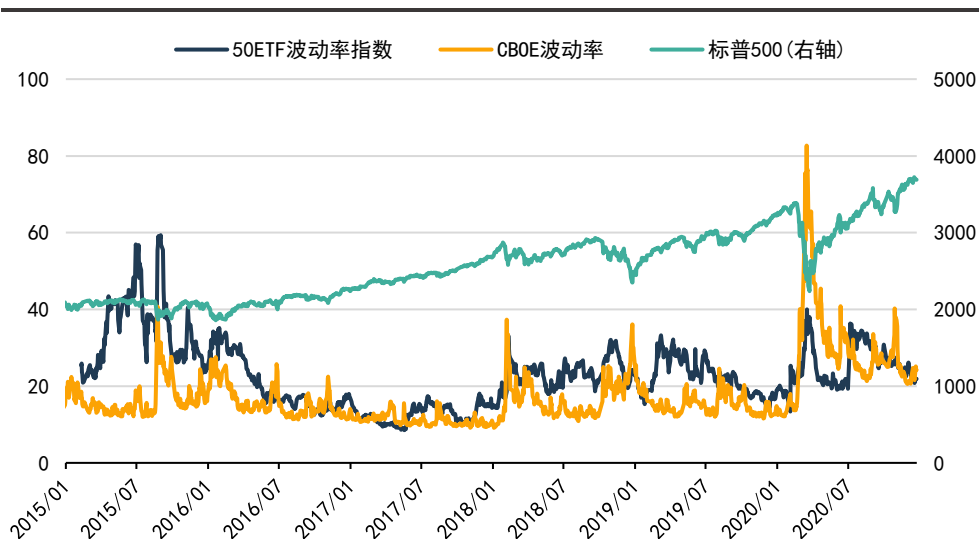
沪深 300 涨幅为 20%, 在主要市场中表现较差。

图 12 全球重要指数表现 (2020/1/1-2020/12/22)



数据来源: Wind, 前海期货

在波动率方面, 美股隐含波动率有所降低, 但仍然显著高于 2019 年的震荡中枢。

**图 13 美股隐含波动率有所降低**


数据来源：Wind，前海期货

### 3 中国 A 股表现

总体来看，2020 年最大的两个方向是中国有规模优势的高端制造和消费行业。

2020 年电气设备领涨。这和今年内光伏、电动车需求爆发有关。食品饮料、医药生物延续了 2019 年的出色表现，依然亮眼。休闲服务涨幅较大是由于中国中免的权重超过 60%。在强大的需求缺口驱动下，PPI 上涨，工业企业利润明显上涨，带动行业进入补库周期。汽车、有色、化工等强周期行业今年的收益普遍很好。

排名最差的分别是银行、通信和房地产行业。银行被要求提高拨备，短期业绩释放无望，但未来利差可能扩大，但这也是周期性的，更长期的走牛逻辑很难成立。房地产行业受制于三条红线，上下游龙头集中度显著提高，但资金周转率显著下降，未来的超额收益更多来自于净利润率的提升，生意的本质显著变差。房地产后周期的家电、家具，上游的涂料、家具等行业上半年涨幅较大，但伴随着原材料价格的上涨，普遍回调。行业集中的逻辑能否带来业绩提升，还需要四季度财报证实。

**表 2 A 股各行业表现**

指数	2016	2017	2018	2019	2020
电气设备	-17.18	-8.46	-34.95	24.37	83.18
食品饮料	7.43	53.85	-21.95	72.87	77.48
休闲服务	-21.19	-4.17	-10.61	27.92	76.88
医药生物	-13.46	3.56	-27.67	36.85	50.19
汽车	-9.53	-0.52	-34.34	14.60	42.72
国防军工	-18.58	-16.65	-31.04	27.19	40.42
有色金属	-6.17	15.39	-41.04	24.27	26.71
化工	-7.13	-3.81	-31.72	24.22	31.59
电子	-12.70	13.47	-42.37	73.77	31.21
机械设备	-16.84	-10.19	-35.11	23.92	26.33
建筑材料	0.03	6.05	-30.30	51.03	21.29
家用电器	-1.87	43.03	-31.40	56.99	23.79
轻工制造	-14.36	-12.62	-36.62	19.27	15.79
农林牧渔	-8.58	-12.62	-22.44	45.45	14.89
综合	-12.89	-21.47	-39.30	26.13	10.82
传媒	-32.39	-23.10	-39.58	21.20	8.31
计算机	-30.32	-11.26	-24.53	48.04	6.77
钢铁	-8.13	19.74	-29.62	-2.09	4.26
非银金融	-14.69	17.30	-25.37	45.51	0.21
商业贸易	-13.47	-13.60	-32.70	8.80	1.64
采掘	-5.76	-0.01	-32.71	9.07	-3.74
交通运输	-22.60	6.53	-30.17	17.28	-2.43
公用事业	-17.69	-7.05	-29.72	5.12	-1.76
纺织服装	-13.56	-23.85	-34.33	7.09	-5.84
建筑装饰	-0.44	-6.26	-29.27	-2.12	-7.01
银行	-4.93	13.28	-14.67	22.93	-6.34
通信	-15.95	-3.05	-31.32	19.96	-9.98
房地产	-17.69	0.80	-28.79	22.75	-10.75

数据来源：Wind, 前海期货

## 二、A 股流动性及估值

### (一) 流动性

#### 1 国内总量

今年年初，新冠疫情冲击下国内货币市场流动性环境相当宽松，货币市场利率大幅回落至政策利率之下，同时伴随着政策利率下调。5月下旬，伴随着总需求的回升、复工复产的加快，经济逐步复苏，此前为了应对疫

情冲击，流动性最宽松的时期已经过去，央行开始推动货币政策向常态化回归，标志是货币市场利率持续抬升，流动性从宽松状态边际收紧，实体经济已逐步从“宽货币”走向“宽信用”的阶段。

图 14 5 月份以来 10 年期国债收益率开始上行



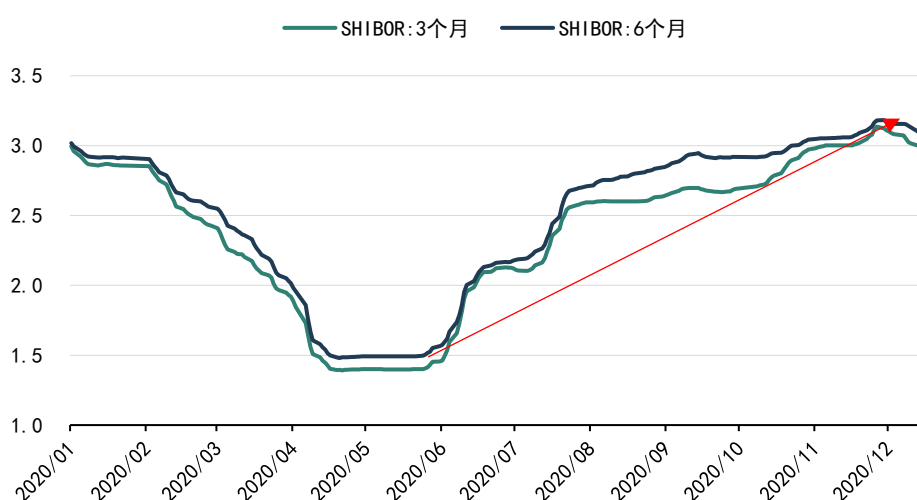
数据来源：Wind，前海期货

进入下半年，经济持续修复，宽信用格局延续。中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，会议指出：“货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。”二季度货币政策执行报告延续 7 月 30 日政治局会议对经济形势“明显好于预期”的判断，对后续经济增长的判断较为乐观。货币政策短期不会转向收紧，同时进一步强调政治局会议定调中的边际变化，由前期“抗疫”模式逐渐回归常态化，货币政策的重心从“逆周期调控和防止脱实向虚”间的平衡，转变为稳增长和防风险的长期均衡，注重跨周期设计和调节。8 月中下旬，总量货币政策基本回归常态化，标志是货币市场利率开始围绕政策利率中枢波动，流动性进入紧平衡状态。

10 月下旬开始，流动性整体仍然以平衡为主，但超储率持续低位导致资金价格波动性加大，受货币谨慎投放、信用债违约、叠加双十一、MLF 错位等因素影响，资金面持续紧张，流动性分层情况加剧。11 月中旬起，受央行维稳政策延续、破单次操作记录超额续作 MLF，释放了较大规模的中期流动性的影响，各期限利率均有下行，短端收益率下行明显，受经济数

据持续改善引发的通胀担忧制约，中长端收益率下行幅度较小。12月中央经济工作会议定位2021年宏观政策基调，要“保持连续性、稳定性、可持续性”。具体提出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，“不急转弯，把握好政策时效度”，基本确定货币政策短期内仍维持中性稳健，不会急速转向。

图 15 5 月份以来银行间 SHIBOR 利率不断上行



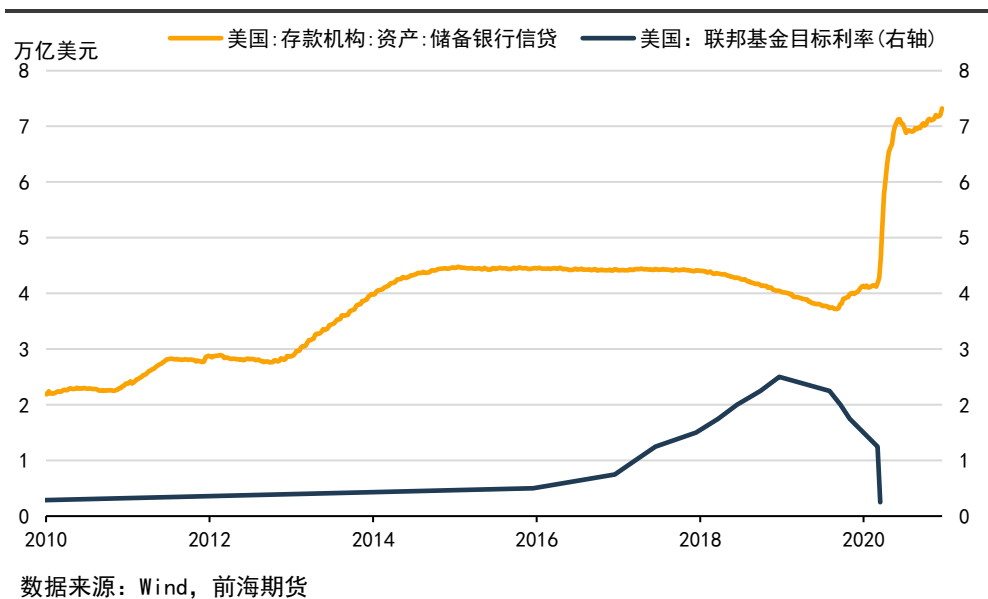
数据来源：Wind，前海期货

从流动性总量来看，一方面，适逢税期及跨年，年末金融机构将面临各项监管指标考核，因此金融机构对于流动性的阶段性需求会显著放大；从 M0 的季节性变化规律来看，每年年末时点现金需求较大，现金需求的上升可能对银行间资金面造成影响，取现需求叠加跨年考核压力或带来扰动，资金需求较为紧张。另一方面，从最近三年的财政支出的季节性规律来看，12月通常是年内公共财政支出高点，财政支出会减少对基础货币的占用，从而补充短期流动性，12月财政支出节奏预计较快，可以缓和银行间流动性；因超量 MLF 投放有所放宽，央行呵护流动性意图明显，考虑到今年银行体系扩表速度的增加，央行大概率将在年末考核时点出手呵护资金面。预计 12 月月内央行主动操作力度大概率维持中性，流动性投放以呵护为主。当前短期流动性环境宽松，预计 MLF 超额续作将是银行间中长期流动性的主要来源，MLF 续作量将是重要观察点。

## 2 中国经济领先美国一个时钟

2020年3月以来，为应对疫情对金融市场和实体经济的流动性冲击，美联储迅速做出反应，推出无限量QE、海外央行美元互换、“字母表”信贷扩张计划等工具，推动其总资产快速扩张。数据显示，自宣布无限量QE后，美联储总资产从2月底的4.16万亿美元扩张至6月10日高峰时期的7.17万亿美元，平均每周扩张2000亿美元。同时美联储也将联邦基金利率由1.6%左右快速下调至零附近，并于9月暗示零利率可能要维持两到三年时间。流动性的快速注入，有效避免了美国乃至全球金融市场和实体经济因流动性“失血”而陷入休克危机，同时量化宽松和低利率的货币政策也在吞噬美元的内在价值。美联储货币政策可能长期保持十分宽松的状态，这必将导致美元币值长期被削弱。

图 16 12月联储会议表示将保持国债购买量

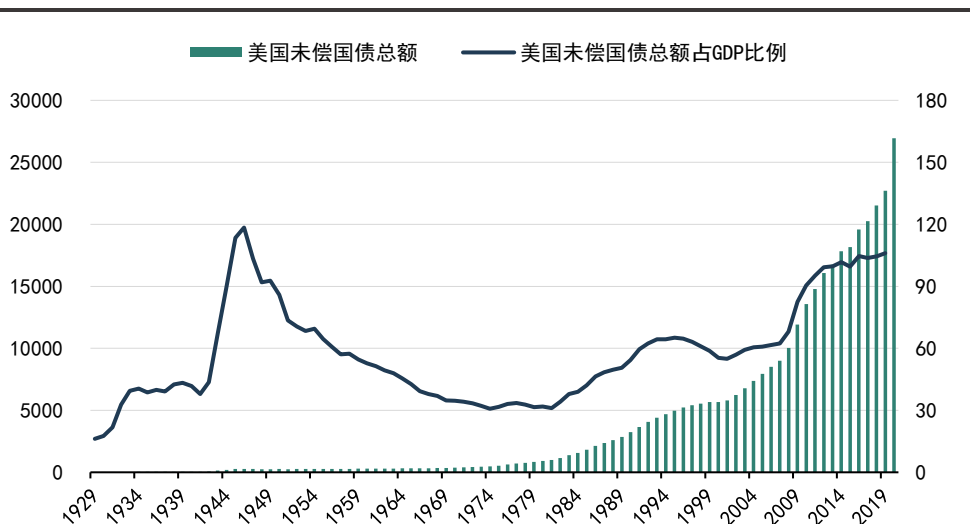


此外，联邦政府财政赤字大幅增加，美国国债规模飙升，使得投资者越来越质疑美国的偿债能力，由此引发对美元信心的进一步动摇。2019年末，美国国债未偿余额为22.7万亿美元，约占同期GDP的106.02%。截至9月，未偿余额扩张至26.9万亿美元，幅度为近五年来的总和。据美国国会预算办公室，预计在始于今年10月1日的2020财年，美国联邦政府财政预算赤字将达到3.1万亿美元。2020年至今，外国投资者持有美债规



模增速不断下降，占比出现了明显下跌，可能反应了全球投资者对美元资产偏好程度的下降。自 1971 年美元与黄金脱钩之后，美国的联邦财政就成为支撑美元信用的重要因素，不断恶化的联邦财政状况必将持续削弱美元的信用基础。

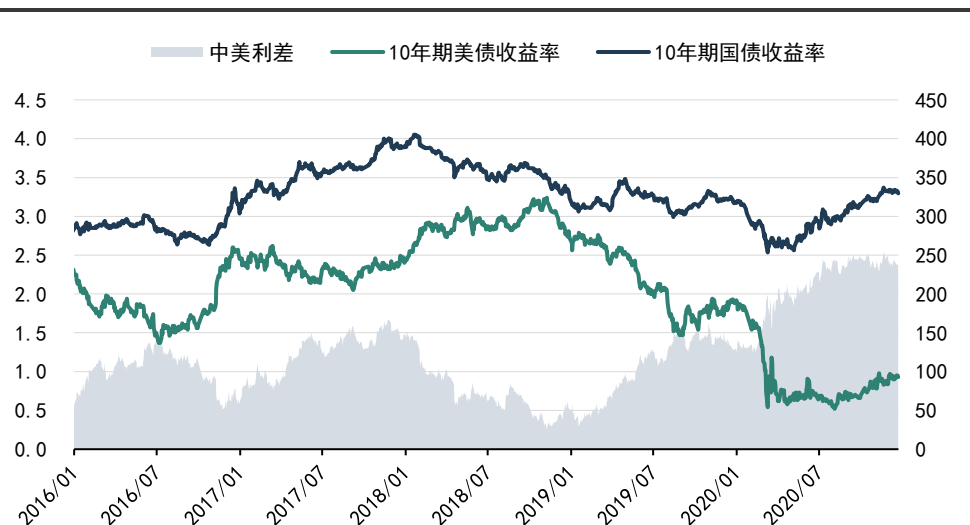
图 17 美国未偿国债总额快速累积 (%)



数据来源：Wind，前海期货

随着中美货币政策周期的分化，美国货币政策持续宽松，而中国由宽松转向中性。

图 18 中美 10 年期国债收益率与中美利差 (右轴; %)



数据来源：Wind，前海期货

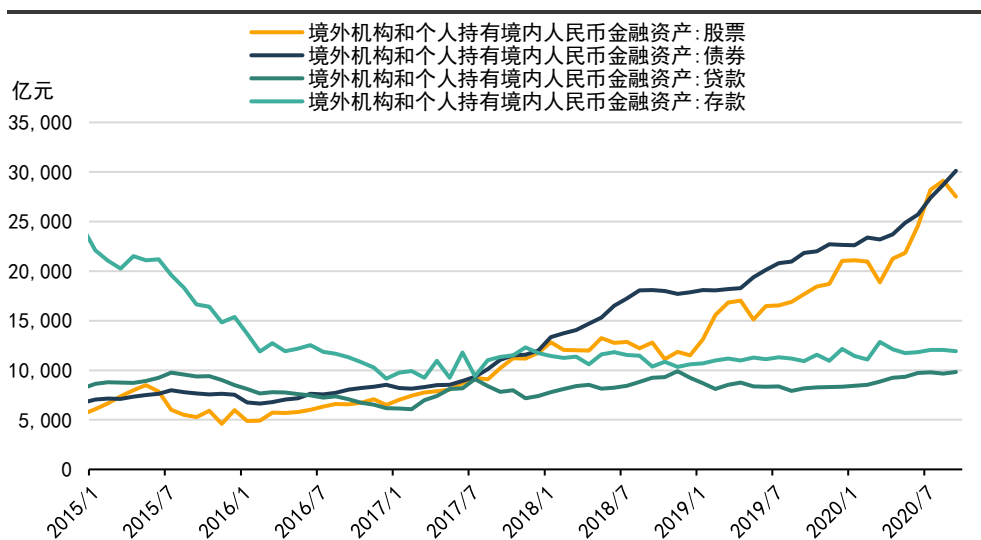
中国已经进入过热阶段，而美国仍然处在复苏阶段，中国的资产价格会受到美国流动性的支撑。今年5月份以来，10年期国债收益率一路上行至3.3%，而美国10年期国债收益率一路下行，中美利差已创下历史新高，接近250个bp。随着中美利差上行，境外机构正不断增持人民币债券，增持幅度已创下新高。考虑到境外货币政策可能较长时间维持宽松，且随着欧美疫情再度恶化，资本市场对疫情的担忧持续升温，中美利差或较长时间维持高位。

### 3 场内流动性

#### (1) 互联互通

疫情后，中美国债利差已经接近历史最高水平。同时，欧美国债利差也从底部显著回升。这仍然是外资积极配置中国资产的核心驱动力。疫情爆发后，在利差驱动下，外资在坚定增持债券。由于国内疫情的影响，权益配置有所减少。

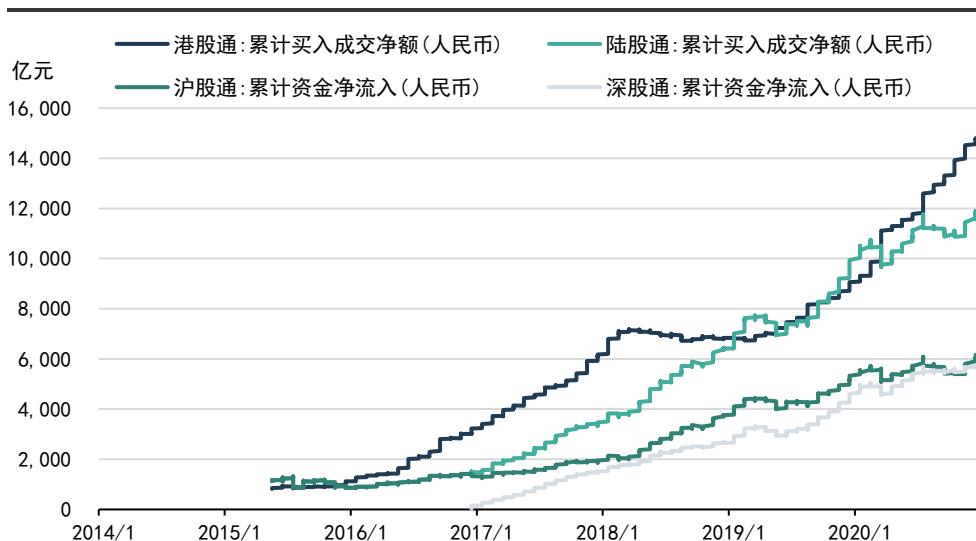
图 19 境外机构继续增持



数据来源：Wind，前海期货

从更高频的陆股通数据可以看到，在大幅回撤后，外资持有陆股通股票市值已经创下新高。同时，南下资金积极配置港股，目前持有金额已经超过陆股通持有金额。陆港通渠道已经是外资投入中国资本的主要通道，其占比超过90%。

图 20 高频数据显示陆股通、港股通持续增持



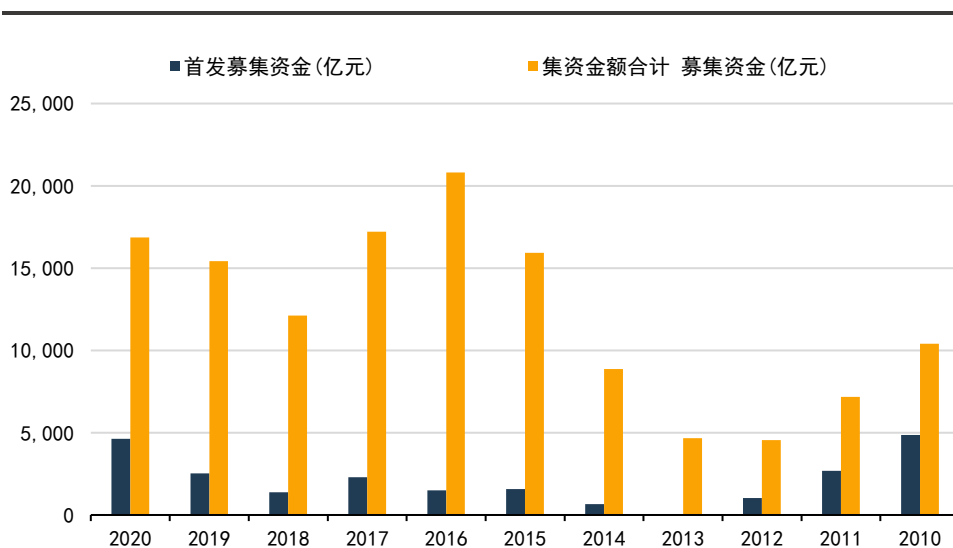
数据来源: Wind, 前海期货

对于互联互通项目, 2020 年流出投资港股的资金远超过流入资金。在 2019 年两者还保持着均势, 2020 年港股通流出资金接近 3000 亿元。沪伦通市场体量暂时较小, 不纳入统计。

## (2) 一二级增发

2020 年二级市场共募集资金 16866 亿元。尤其在下半年再融资和新股发行频率显著加快。

图 21 总筹资金额接近历史高点



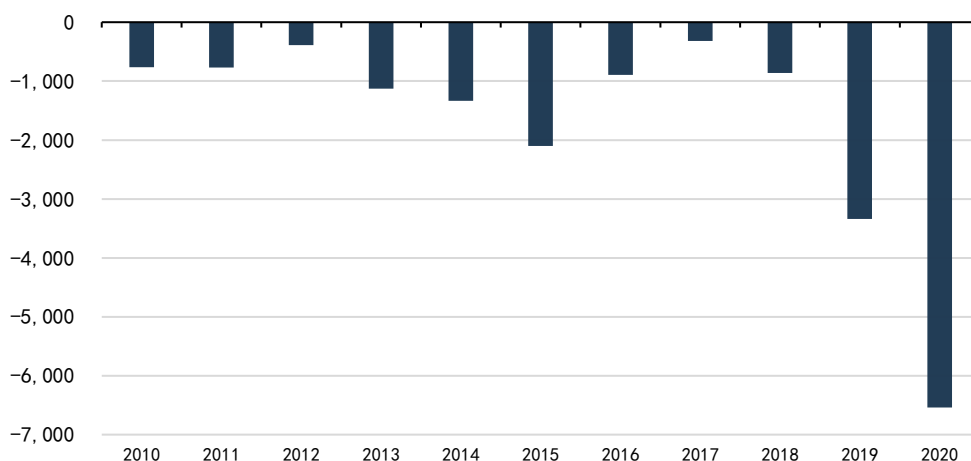
数据来源: Wind, 前海期货

一二级增发项目，会对场内沉淀资金造成一定分流。

### (3) 产业资本增减持

2020 年产业资本减持力度空前，截至 12 月 25 日达到 6540 亿。

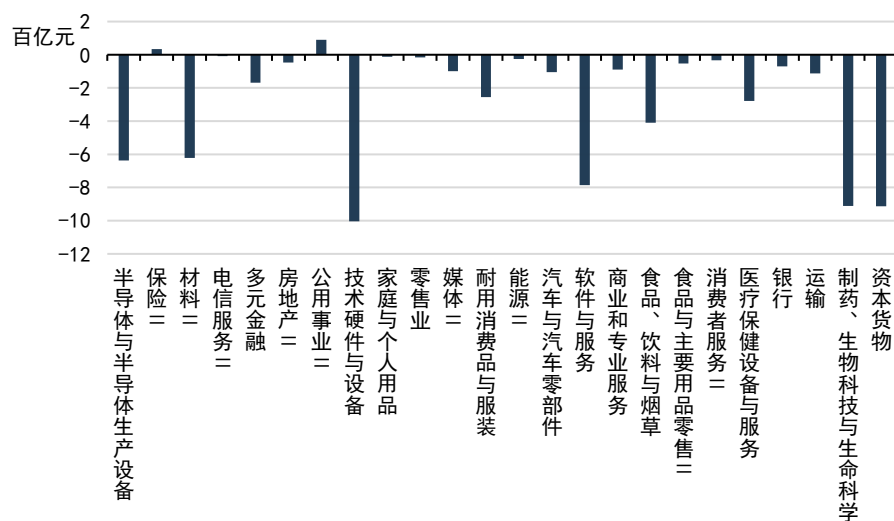
图 22 产业资本减持力度空前(亿)



数据来源：Wind，前海期货

从内部结构上看，产业资本减持主要集中在半导体、技术硬件与设备、软件与服务的科技行业。另外，材料和制药、生物科技与生命行业减持量也较大。

图 23 科技行业减持力度较大



数据来源：Wind，前海期货

目前，A 股场内流动性非常不健康，失血现象严重。互联互通市场流出 3000 亿元，产业资本减持 6500 亿元，同时总筹资金额处在历史较高水平。

## （二）估值

### 1 国际估值

截至 2020 年 12 月 25 日，沪深 300 指数年内上涨 23%，在全球综合类指数中名列前茅。在 A 股内部，科技股收益显著超越大盘。创业板指和创业板 50 指数年收益分别为 58%和 80%，明显跑赢沪深 300。这分别是沪深 300 和科技股连续第二年跑赢对手。

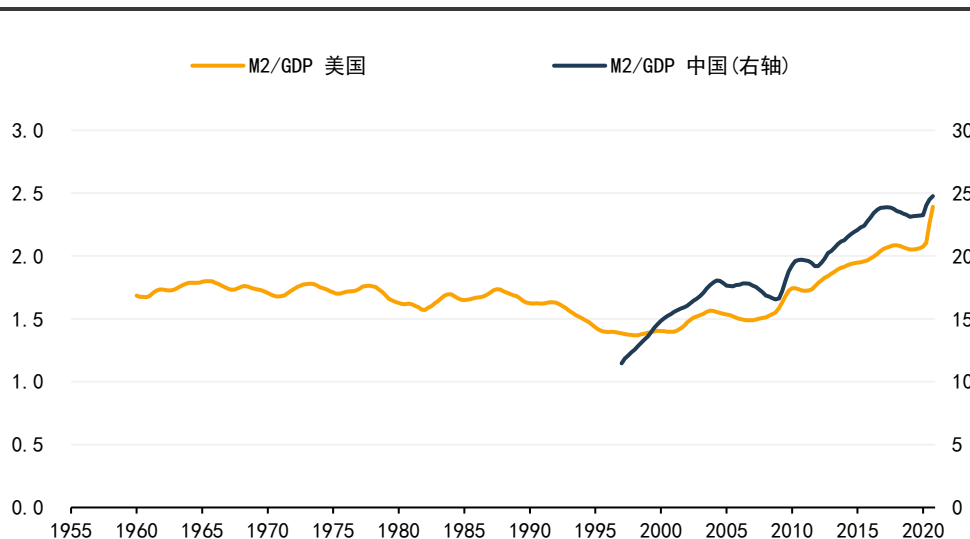
表 3 国内外重要指数估值

简称	市盈率 PE	市净率 PB	股息率	上市以来总收益	年内涨幅
上证 50	12.58	1.49	2.53	3.51	15%
沪深 300	14.89	1.71	1.98	4.13	23%
上证指数	14.40	1.51	2.06	33.97	11%
万得全 A	21.55	1.98	1.48	13.95	23%
深证成指	34.26	3.56	0.96	15.91	34%
中证 500	25.93	2.02	1.24	6.28	19%
中小板指	40.72	4.65	0.81	9.34	41%
创业板指	78.80	7.90	0.40	2.84	58%
创业板 50	108.97	9.32	0.26	2.72	80%
科创板 50	89.65	6.64	0.34	1.35	35%
恒生指数	12.67	1.27	2.00	263.87	-6%
恒生中国企业指数	11.87	1.33	1.82	5.22	-7%
台湾加权指数	#N/A	#N/A	#N/A	143.31	19%
日经 225	#N/A	#N/A	#N/A	118.47	13%
韩国综合指数	#N/A	#N/A	#N/A	28.07	28%
印度 SENSEX30	#N/A	#N/A	#N/A	469.74	14%
胡志明指数	#N/A	#N/A	#N/A	10.84	13%
标普 500	26.77	4.06	1.51	209.69	15%
道琼斯工业指数	27.69	6.48	1.63	302.00	6%
纳斯达克指数	44.37	5.76	0.75	128.05	43%
多伦多 300	37.19	1.89	2.95	17.62	3%
富时 100	#N/A	#N/A	#N/A	6.50	-14%
法国 CAC40	#N/A	#N/A	#N/A	3.71	-8%
德国 DAX	#N/A	#N/A	#N/A	13.59	3%
欧洲 STOXX50	#N/A	#N/A	#N/A	3.08	-10%

数据来源：Wind, 前海期货

截至 2020 年 12 月 25 日，标普 500 的收益率为 14.62%。从 2016 年以来 5 年的收益率分别为：9.54%，19.42%，-6.24%，28.88%和 14.62%。科技股在美股内部同样跑赢了同期大盘指数。截至 2020 年 12 月 25 日，以科技互联网为代表的纳斯达克指数涨幅则为 43%，远远跑赢过标普 500 指数。

图 24 中美货币流动性均处在历史最高位



数据来源：Wind，前海期货

## 2 国内估值

2020 年 A 股估值水平有所突破。用总市值/GDP 来衡量，仍处在健康位置。

图 25 全市场估值有所突破



数据来源：Wind，前海期货

图 26 全市场估值有所突破



数据来源: Wind, 前海期货

万得全 A 市盈率处在中等偏高位置, 市净率处在中等偏低位置。

图 27 风险溢价仍有下行空间, 但已然不大



数据来源: Wind, 前海期货

风险溢价距离历史底部仍有下行空间, 但非常有限。

由于股指攀升, 债市持续调整, 截至 2020 年 12 月 25 日, 股债比已经从 4 月下旬的历史极高值显著回落, 目前处在历史较低位置, 显示相对于债券股指吸引力有限, 建议对股指进行低配。

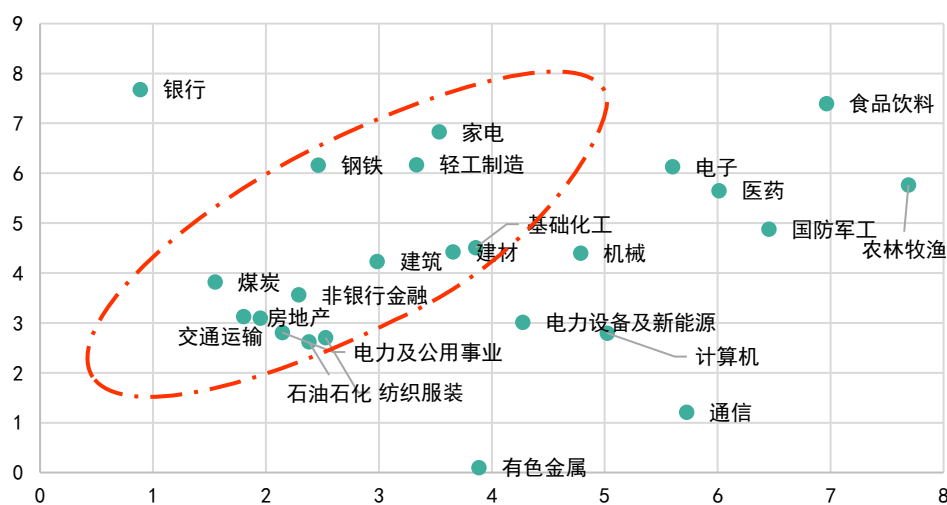
图 28 股债比有所回落(红线为 0.67, 10 年平均值)



数据来源: Wind, 前海期货

### 3 行业估值

图 29 PB-ROE 估值



数据来源: Wind, 前海期货

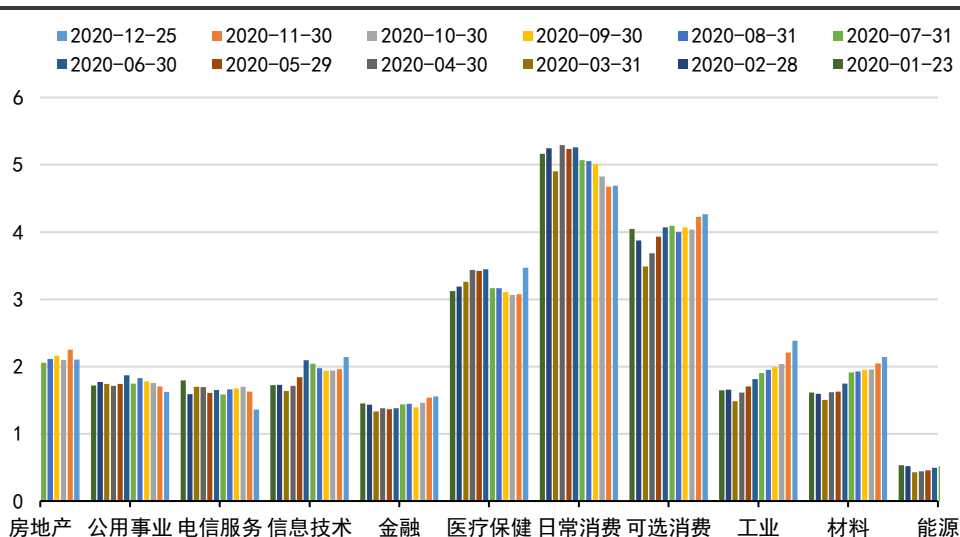
用 PB-ROE 估值显示, 红圈内行业估值较为合理。

#### (三) 行业配置结构

2020 年, 随着中国疫情的完全可控, 北上资金显著增加了可选消费的权重, 同时降低了日常消费的权重。同时, 工业、材料也都有明显增加。



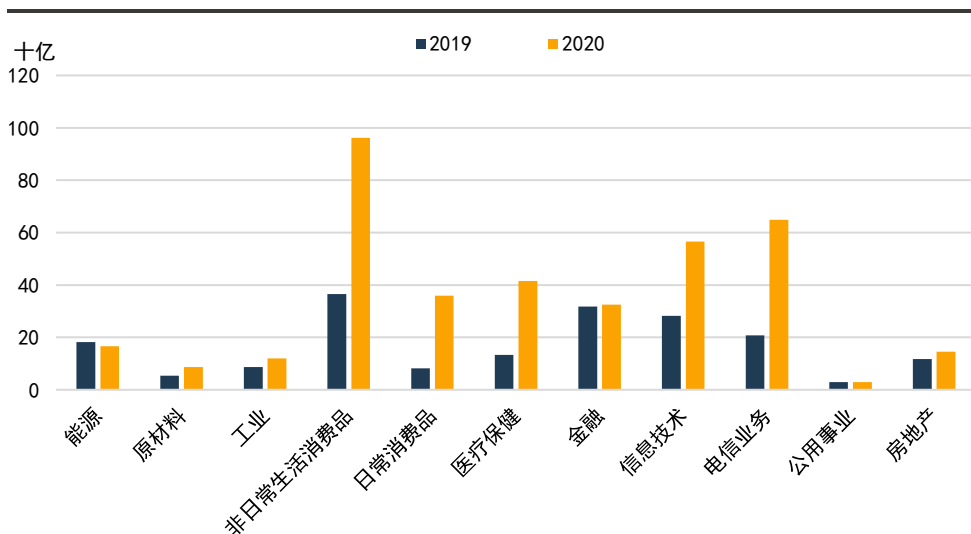
图 30 北上资金向可选消费和制造业倾斜



数据来源: Wind, 前海期货

和北上资金相比, 国内基金对于日常消费和医疗保健的配置力度更大。

图 31 基金偏向配置日常消费和医疗保健



数据来源: Wind, 前海期货

结合估值和基金配置, 我们认为石油石化行业存在较好机会。

### 三、总结

从宏观流动性上看, A 股美股都处在极度充裕阶段, 未来疫情稳定后流动性收紧是确定性事件。

从行业流动性上看, A 股失血比较严重, 外资的流入无法弥补大规模的减

持和增发。

所以，我们认为应该重行业，轻指数。不论是宏观流动性还是场内流动性，目前均不乐观。泛滥的流动性导致估值较高，风险溢价进一步下行的空间也不大。对指数比较悲观。

在行业选择上，我们认为应该超配科技。中国未来的比较优势在于工程师红利和庞大的单一消费市场，而房地产显然已经成为经济的累赘而不是动力。未来随着疫情信贷洪峰退潮，房地产长效机制可能真正建立，中国可能真正摆脱房地产信贷周期的牵制，虽然这种周期因素已经趋弱。中国未来可能走出上个十年美国科技股的慢牛。

在 A 股或是港股的选择上，我们认为应超配港股。今年以来港股已经吸引了众多绩优蓝筹和科技股进行 IPO，明年二月更是有快手甚至抖音等巨头上市。在 2020 年，南下资金流出显著超过北上资金。加上香港是金融中心，将充分受益于美元外溢。

在股债分配上，我们认为应超配债券。最近的政治局工作会议表示流动性近期不会收紧，那么债券的短期底部已经探明，至少过于悲观的预期可以修复。未来货币政策进一步收紧则可以确诊中长期底部。目前股债比更偏向超配债券。

#### 四、重要时点和风险

A 股风险溢价显著降低，中美关系超预期、反垄断超预期。

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfc.net>