

2020年11月9日

銷售部 - 投資策略

策略

論牛市思維

核心結論：①宏觀上，牛熊週期是客觀規律、避免不了。微觀上，即便是牛股，收益率高低也與牛熊高度相關。②借鑒歷史，牛市見頂一般有兩大信號：基本面和情緒面見頂。本輪牛市仍在處於雙輪驅動的3浪上漲中。③市場結構階段性再平衡中，中短期後週期的金融更優，中長期主線仍是代表轉型升級的科技。

誰也離不開牛熊週期。從歷史來看，美股和A股都具有牛熊週期，其中美股牛長熊短，A股牛短熊長。歷史上美股一輪牛熊週期平均20年，牛市、熊市、震盪市時間占比為6：1：3；A股一輪牛熊週期持續5-6年，時間比約為4：2：4。相較於美股，A股波動非常大，擇時策略性價比較高，更需要對牛熊背景有清晰的認知。上證綜指在過去五輪牛市中年化漲幅平均為126%，熊市平均年化跌幅為58%；相比之下，道指在牛市中的平均年化漲幅為20%，熊市平均年化跌幅為29%。牛熊輪回之所以存在是因為人性是不變的，貪婪與恐懼一直存在。市場上大量存在的噪音交易者會帶動市場情緒和市場估值的變化，導致價格越來越偏離真實價值，形成系統性的估值偏差。

這輪牛市尚未走完。回顧05/06-07/10年、08/10-10/11年、12/12-15/06年三輪牛市歷史規律，可以發現牛市結束均伴隨著基本面、情緒面見頂。最新三季報顯示A股盈利正在穩步回升，20Q3全A歸母淨利潤累計同比增速已收窄至-6.6%。根據歷史盈利週期規律，淨利潤同比和ROE回升持續6-7個季度，目前才1-2個季度，基本面離見頂尚遠。同時我們從絕對估值、相對估值、交易指標三個層面看市場情緒，如牛市高點為100度水溫，當前A股大約60度，因此情緒面同樣離見頂尚遠。此外，宏觀流動性拐點明顯領先股市拐點，微觀流動性拐點與股市拐點同步性更強，從歷次牛市經驗看，宏觀流動性拐點出現後一段時間，基本面仍然向上，牛市還要延續一段。當前，宏觀流動性寬鬆力度變小但方向沒變，微觀流動性依然寬鬆。

應對策略：順勢而上。牛市3浪的上漲階段源於資金面+基本面雙輪驅動。宏觀基本面上，Q3實際GDP單季同比增速為4.9%，較Q2的3.2%明顯回升。微觀盈利上，三季度財報顯示20Q3/20Q2/20Q1/19Q4全部A股歸屬母公司淨利累計同比分別為-6.6%/-18.0%/-24.0%/5.5%，A股業績持續改善。近期不少投資者擔心基金收益率已高，然而這種擔心大可不必。一方面，本輪牛市屬於慢牛，19年及今年初至今股票型基金收益率僅31.6%/26.8%，收益率空間仍大；另一方面，本輪牛市至今指數累計漲幅也不高，創業板指/滬深300/上證綜指最大漲幅僅為141.0%/66.9%/41.7%，遠未達到前幾輪牛市的水平。當前“十四五”規劃建議稿已出爐，其中特別突出了創新驅動和科技自立自強重要地位。中長期角度看，這次是轉型升級牛市，主線是科技。中短期應關注順週期，目前A股正處在風格階段性再平衡階段，行情有望從早週期向後週期板塊蔓延，即大金融，其中我們首推券商。此外，重視銀行、保險等低估的後週期板塊。

風險提示：向上超預期：疫情快速有效控制，國內改革大力推進；向下超預期：疫情傳播不確定性增加，中美貿易關係惡化。

宏觀

出口再超預期，韌性有望延續——10月外貿數據點評

根據海關總署統計，美元計價下，10月我國出口總額同比增速11.4%，進口同比增速4.7%，10月貿易順差規模回升至584.4億美元。我們的點評如下：

一、出口再超預期。10月我國以美元計價出口同比11.4%（前值9.9%，預期10.2%），貿易順差回升至584.4億美元。儘管海外疫情再次告急，10月整體封鎖措施仍較為緩和，並未明顯打斷其經濟恢復的趨勢。10月美國製造業PMI大幅升至59.3，日本和歐元區PMI也均繼續回升，外需景氣度仍高。

從主要出口商品類型看，防疫相關物資出口繼續回落。10月包含口罩在內的紡織製品（14.8%）和醫療儀器及器械（30.0%）出口增速繼續回落，但醫療器械增速仍處相對較高水平，塑料製品（98.0%）增速則有所回升。而其他品類出口多數改善。10月其他品類如家具（32.3%）、鞋靴（-5.9%）、汽車零配件（31.3%）、服裝（3.7%）等出口增速均同步改善，手機同比增速降幅由9月的-42.5%收窄至-20.2%，而自動數據處理設備（26.7%）出口增速則有所回落。

二、發達經濟體同步改善。從國別和地區來看，10月對發達經濟體出口同步改善，其中對美國（22.5%）出口增速繼續回升，對日本（5.7%）出口由負轉正，對歐盟（-7%）出口降幅收窄；對新興經濟體出口則漲跌互現，對中國香港（4.4%）和印度（18.3%）出口明顯回升，而對韓國（5.4%）、東盟（7.3%）則有所回落。

三、進口明顯回落。10月進口同比重新回落至4.7%（前值13.2%）。從數量看，10月我國進口大豆（40.6%）、鐵礦石（14.9%）繼續回升，而進口銅（43.7%）同比放緩，原油（-6.5%）同比轉負；從金額看，進口鐵礦石（46.7%）明顯回升，進口原油（-36%）、銅（57.2%）同比出現回落。19年同期進口基數偏高，也造成一定影響。

四、替代效應延續，支撐出口韌性。5月以後海外消費的逐步回暖，一方面受益於人口流動性的快速恢復，另一方面，與應對疫情出臺的財政貨幣政策托底居民收入相關。受制於歐洲主要國家相繼實施封鎖措施，以及美國大選很可能進一步陷入糾紛，阻礙財政救助計劃的順利推出，海外需求回暖斜率或將放緩。但海外產能恢復同步受限下，我國出口替代效應預計繼續發揮較大支撐作用，出口韌性延續。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。