

A 股将向上突破点燃市场热情

中华保险研究所 秦建国

2020年11月，大选影响弱化、疫苗使用进展超预期，打消了市场担忧、提振了总需求修复，全球风险资产大幅上涨，各大类资产的优劣表现依次为“股票>商品>债券>汇率”，黄金、国债等避险资产下跌、美元指数走弱。12月，回调后振荡向上仍是主线。

一、大类资产市场回顾

1. 股市：震荡上扬

海外市场方面，美国大选不确定性落地导致市场风险偏好上升明显、新冠肺炎疫苗研发超预期、全球市场回暖，主要市场在科技股的带动下强势上涨，多个股指月涨幅创新高，其中，道琼斯工业指数上涨11.84%，创1987年以来最大月涨幅。

国内经济持续复苏，工业端数据稳定，消费端增速企稳回升等因素的作用下，国内股票除创业板指外，均有不错的表现。A股市值84.3万亿，总市值/2019年GDP的比值为85.1%。上证综指和深证成指分别上涨5.19%和3.28%，创业板指小幅下跌0.90%；上证50、沪深300和中证500分别上涨5.76%、5.64%和3.43%，其中，上证50在11月23日突破2015年6月前高。化工、有色、造纸等多领域与复苏关系密切的优质公司股价创新高。

表1 2020年11月全球股市价格月度变化

		上月末价格 (2020-10-30)	当月末价格 (2020-11-30)	涨跌 (%)
中国股市	上证综指	3224.53	3391.76	5.19
	深证成指	13236.6	13670.11	3.28
	上证50	3280.38	3469.42	5.76
	沪深300	4695.33	4960.25	5.64
	中证500	6111.48	6320.94	3.43
	中证1000	6511.16	6622.36	1.71
	中小板指	8967.11	9042.47	0.84
	创业板指	2655.86	2631.89	-0.9
美国股市	道琼斯	26501.6	29638.64	11.84
	纳斯达克	10911.59	12198.74	11.8
	标普500	3269.96	3621.63	10.75
欧洲股市	富时100	5577.27	6266.19	12.35
	法国CAC40	4594.24	5518.55	20.12
	德国DAX	11560.51	13291.16	14.97
亚太股市	日经225	22977.13	26433.62	15.04
	恒生指数	24107.42	26341.49	9.27
	孟买SENSEX30	39614.07	44149.72	11.45
	澳洲标普200	12084.47	12768.52	5.66
全球	MSCI全球	551	618.27	12.21

2. 债市：整体小幅下跌

11月，债市先抑后扬，整体小幅下跌，维持偏弱震荡状态。11月末央行年内首次在非月中时点开展MLF操作，市场做多情绪升温，利率债收益率全线显著下行。10年期国开利率上行约4BP；10年国债利率上行约7BP；1年期国债利率上行约10BP；国债期限利差（10-1Y）当前为42BP，整体在11月下行约3BP。国内债券指数方面，中证国债指数收益率小幅提升，中证企业债指数结束了多月上涨，出现小幅下跌。

10月底以来，美债收益率持续处于低位，看空美债力量继续处于历史高点。美联储将在年底收回原于12月31日到期的紧急贷款计

划资金，SMCCF 的计划“撤退”造成 11 月企业债市场的动荡。

3. 商品：原油大涨，黄金下跌

国内下游消费持续复苏、中游行业景气依旧，导致上游资源品价格全面上扬，南华商品指数/工业品指数几乎一路上涨，钢铁、有色、煤炭、建材、原油价格上涨明显，化工行业多数产品价格持续上涨，农产品中饲料价格也在攀升，仅肉价下跌。南华商品指数和南华工业品指数在 11 月上涨 8.27% 和 11.14%。国际市场上，铜、原油等甚至出现技术性超买区间，铜的投机性多头仓位再创历史新高。随着全球权益资产的走好，金价在 11 月出现较大幅度下跌，为半年以来的最低水平。

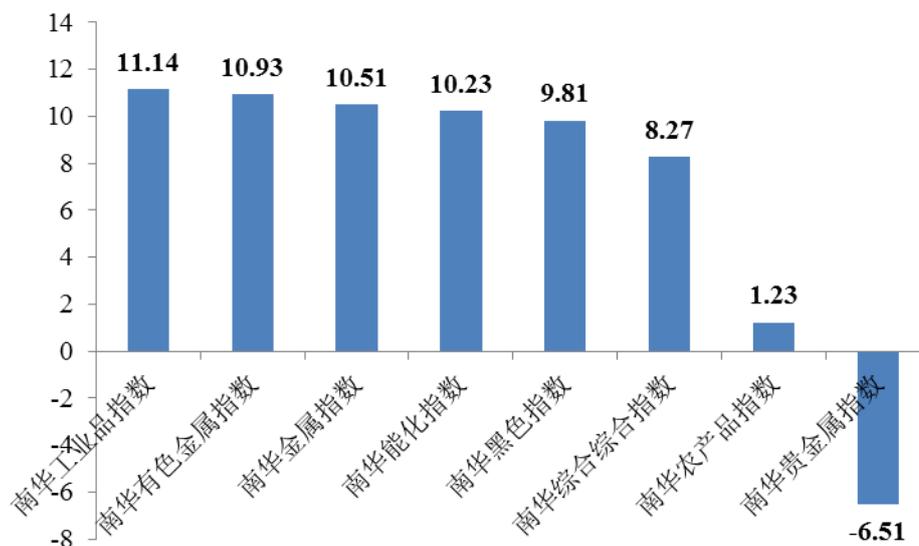


图 1 2020 年 11 月主要商品指数涨跌情况 (%)

资料来源：WIND，中华保险研究所

4. 汇率：美元指数探新低，人民币升值

11 月，美国经济复苏形势严峻、财政刺激政策落地仍待时日、疫情严重等，导致美国保持极度宽松水平，美元指数下跌 2.11% 为近期新低，其中，兑欧元、英镑和日元分别贬值 2.6%，2.7% 和 0.5%。

美国新一轮财政刺激短期难产导致资金从北美流入日本市场是推升日元，日元震荡走升。

受经济基本面的支撑、RCEP协议的正式签订、中外利差的保持、美元指数的波动以及中美关系的持续紧张等多重因素的影响，人民币汇率走势呈现震荡上涨后转入平稳震荡。其中，人民币在岸汇率从6.7002上涨至6.5827，累计上涨1175点，涨1.75%；人民币中间价从6.7232调升至6.5782，累计升1450点，升2.16%；人民币离岸汇率从6.6964上涨至6.5846，累计上涨1118点，涨1.67%。

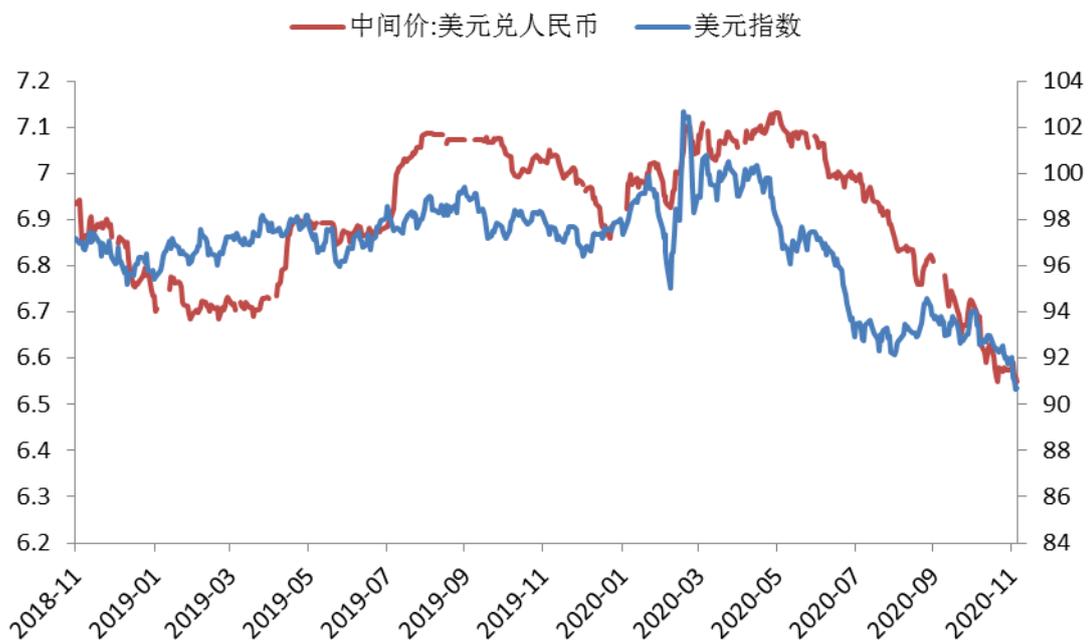


图2 人民币汇率演变趋势图

资料来源：WIND，中华保险研究所

二、政策回归中性不会改变

三季度货币政策执行报告中重提“总闸门”，是对此前货币政策的肯定，并对未来预期给予明确。但“既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”的表述，说明应对临时性的变化，货币政策将更多强调“灵活适度”。

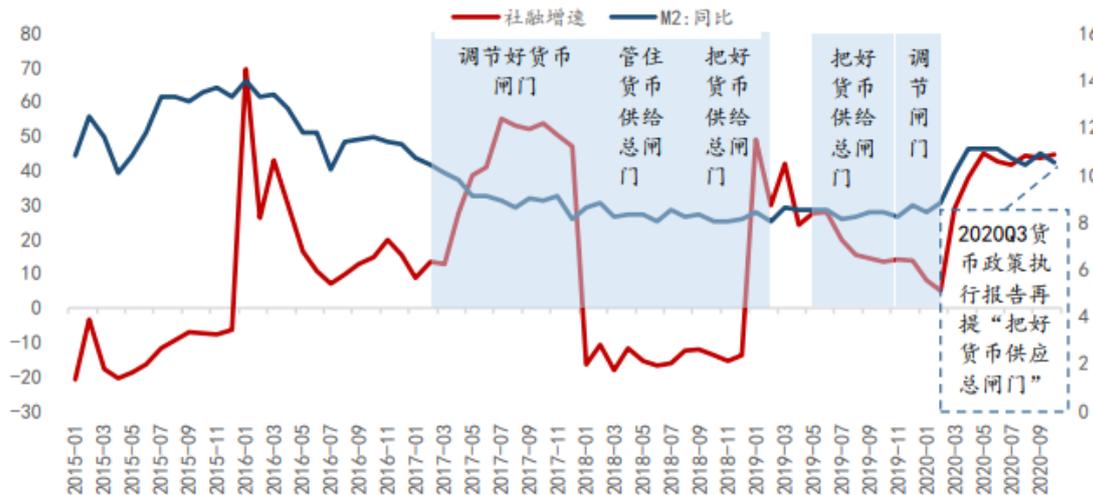


图3 货币政策重提“总闸门”

资料来源：WIND，中华保险研究所

货币政策回归常态化，叠加部分逆周期调节工具的退出（再贷款和创新直达工具等），以及政府债券发行量可能有所下降，2021年社融增速、信贷增速将放缓并回落，宏观杠杆率的波动将平滑，稳杠杆将成为重要任务之一。

三、大类资产配置建议

1. 股票市场：超配

国内股市将继续受益于国内以及全球经济复苏，关注金融、汽车、军工等板块。

2. 债券市场：低配

债市压力依然较大，未来国债期货的基差向上修复。美债利率仍保持低位运行；封锁措施重启导致欧洲经济复苏曲折，加上通缩压力，12月欧洲央行或将重新加码货币宽松，预计欧债利率或重回下行并低位震荡。

3. 商品市场：超配

商品指数上行应是新一轮起点,经济复苏特别是需求侧的刺激加之全球主要央行宽松政策,导致商品价格出现新一轮的上涨,商品资产的表现将优于其他资产,重点以铜、原油等资产为主。

金价的核心影响因素是美元实际利率,美国制造业 PMI 等高频数据已修复常态,但美元实际利率仍在底部,加之美联储扩大量化宽松的预期,美元实际利率将上行,金价或将下行。

4. 外汇市场

随着国内经济继续复苏,货币政策保持稳健,人民币的升值基础不变,但升值节奏可控,未来一年兑美元升值 5%左右;全球经济弱复苏,美元指数趋弱,人民币汇率震荡上涨。人民币升值背景下,外资有望持续回流 A 股。

四、风险提示

海外疫情的不确定性;地缘政治冲突存在超预期的可能性;流动性超预期收紧;经济基本面和盈利修复不及预期。