

# 强势数据自证经济修复逻辑，仍应保持多

## 头思维

2020年12月2日星期三

### 摘要：

近期，A股市场在大盘金融股的带动下维持了多头上攻的态势，结构上，IH（上证50指数）的表现要明显好于IC（中证500指数），市场交易的核心逻辑仍然是风险因素释放后经济复苏的预期，最新出炉的中国11月PMI数据确认了经济强势复苏的事实。同时，由于疫苗进度的加速，这种经济复苏预期的逻辑不仅停留在疫情控制较好的国内市场同样也存在于疫情仍在肆虐的海外市场，全球权益类资产的代表美国股市保持着自己历史新高高的步伐，而作为全球经济晴雨表的铜价更是开始了近十年来为期最长的一次拉升。

从中期的角度来看，A股市场重心向上的逻辑非常清晰：宏观经济的修复传导至上市公司盈利水平的提升导致指数EPS上升，在中性预期下，股指期货三大指数的领先市盈率均处在一个中等偏下的分位，市场的定价还没有充分反应未来上市公司盈利的修复，所以EPS的提升将成为指数上行的决定性动力。

**短期市场的扰动项是对政策向紧的担忧和情绪指标仍然不强。**情绪指标的问题要动态的观察，若市场的赚钱效应可以持续，增量资金加速入场，则市场的情绪也将转热。对政策拐点的担忧，我认为是2021年下半年再考虑的问题，2021年货币政策更多的是在量上的调节，而在价上考虑到不断走扩的中美利差和人民币兑美元的升值压力，在经历过信用事件冲击后，利率的上行的步伐可能已经接近尾声，至少短期来看利率端不会再给股票市场的估值水平带来较大的向下牵引力。

总结下来，对于股指我们继续坚定的持有多头的观点，经济数据的强势不断地自证着市场正在交易的经济修复预期，而在宏观需求向好的背景下，这种自证还会持续下去。对于政策拐点的担忧还为时尚早。

交易层面，未来可能出现基本面和技术面的共振；操作上，建议继续持有IF2103和IC2103合约的多头头寸。套利方面，由于IF2012和IH2012合约已出现升水，投资者可以关注持有指数ETF空股指期货的“吃升水”策略。

### 投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294号

许青辰

投资咨询部研究员

[xuqingchen@htfutures.com](mailto:xuqingchen@htfutures.com)

从业资格号：F3077365

投资咨询号：Z0015042

### 分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

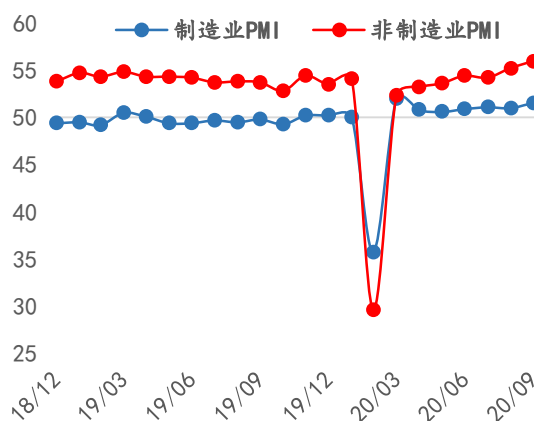
近期，A股市场在大盘金融股的带动下维持了多头上攻的态势，结构上，IH（上证50指数）的表现要明显好于IC（中证500指数），市场交易的核心逻辑仍然是风险因素释放后经济复苏的预期，最新出炉的中国11月PMI数据确认了经济强势复苏的事实。同时，由于疫苗进程的加速，这种经济复苏预期的逻辑不仅停留在疫情控制较好的国内市场同样也存在于疫情仍在肆虐的海外市场，全球权益类资产的代表美国股市保持着自己历史新高的步伐，而作为全球经济晴雨表的铜价更是开始了近十年来为期最长的一次拉升。

## 一、PMI 数据超预期的强劲

近期，支撑A股上涨的主要逻辑链有两条：风险的释放和经济的修复，市场仍然在交易着复苏的预期，这也是周期股集体异动的主要因素。

11月官方制造业PMI为52.1，好于市场预期的51.5，前值为51.4；非制造业PMI为56.4，好于市场预期的56，前值为56.2；综合PMI产出指数为55.7，前值为55.3。制造业PMI与非制造业PMI同步向好扩张，11月非制造业扩张速度快于制造业，三个指标均为年内高点，维持了较强的景气势头，供给端与需求端的扩张速度均超过市场预期。数据甚至显示，现在经济恢复的速度，比从经济停滞的2月到复产复工的3月的速度还要快。

图：制造业和非制造业 PMI (%)



图：中国综合 PMI:产出指数 (%)

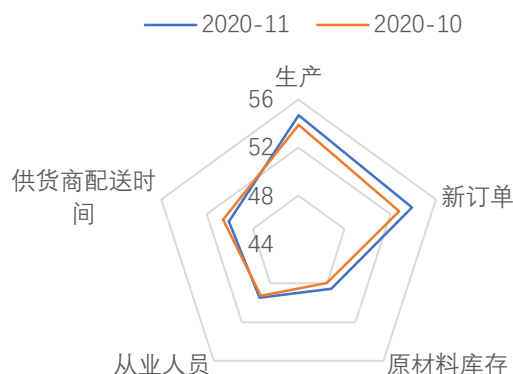


数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

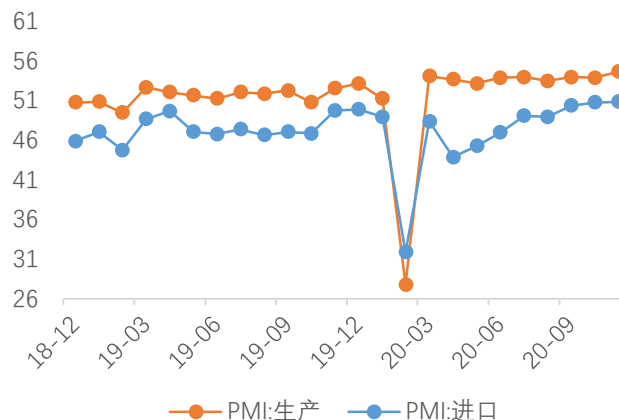
五大构成指数，生产和新订单指数拉动制造业PMI最为明显，分别为1.18和1.20，原材料库存和从业人员指数则为拖累项，分别拖累0.14和0.10，供应商配送时间指数的影响并不明显。

PMI生产指数从53.9上升至54.7，为2017年9月以来新高。生产端的加速，一是终端需求的回暖，继续向生产端传导。二是产成品库存的下降，三季度以来工业企业产成品库存累计同比持续下降，企业库存压力有了明显改善。三是对未来的乐观预期，11月PMI生产经营活动预期指数60.1。总的来说，供给端的扩张较为强劲。

图：PMI 五大构成指数 (%)



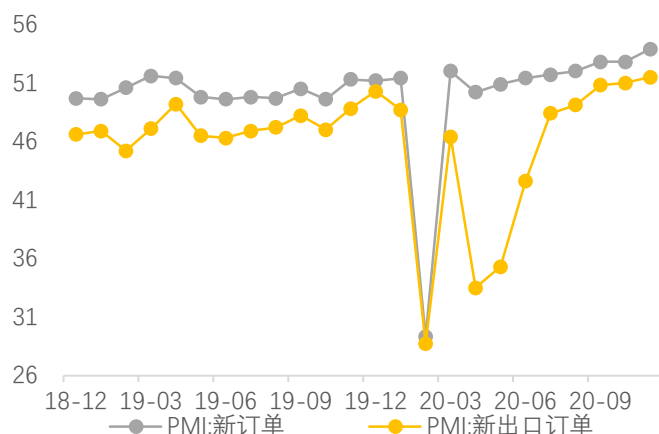
图：PMI 生产和进口指数 (%)



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

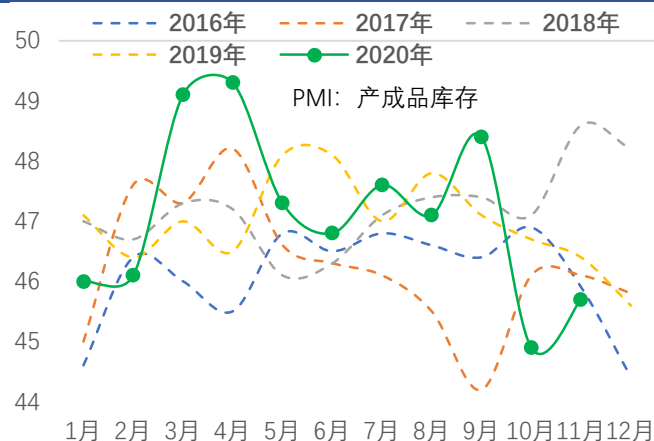
内需和外需同步拓张。新订单指数从52.8上升至53.9，新出口订单指数从51.0上升至51.5，进口订单指数也从50.8升至50.9，内需扩张速度要快于外需。经济处于主动补库存阶段，11月产成品库存指数从44.9上升至45.7，原材料库存指数从48.0上升至48.6，采购量指数从53.1上升至51.7，供应端极为强劲的背景下，产成品库存指数仍处在季节性低位，侧面反映需求端的好转。

图：PMI 新订单和新出口订单指数 (%)



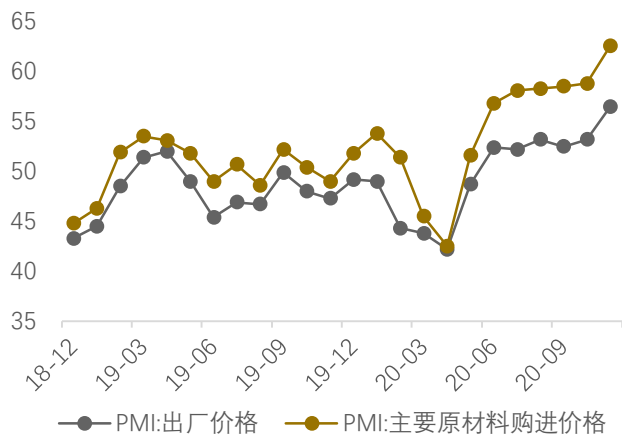
数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

图：PMI：产成品库存指数 (%)



制造业PMI两个价格指数均明显上升。主要原材料购进价格指数从58.8上升至62.6，主要是受到大宗商品价格在11月出现明显上涨的影响；出厂价格指数从53.2上升至56.5，主要因终端需求较强。原材料价格的上涨可以转嫁在出厂价格，对企业的利润率不产生明显的打压。新订单指数-产成品库存指数的差值在高位持续扩张，显示出需求在更快的主动消化库存。

图：PMI 出厂价格和主要原材料购进价格指数 (%)



图：PMI 新订单指数-产成品库存指数 (%)



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

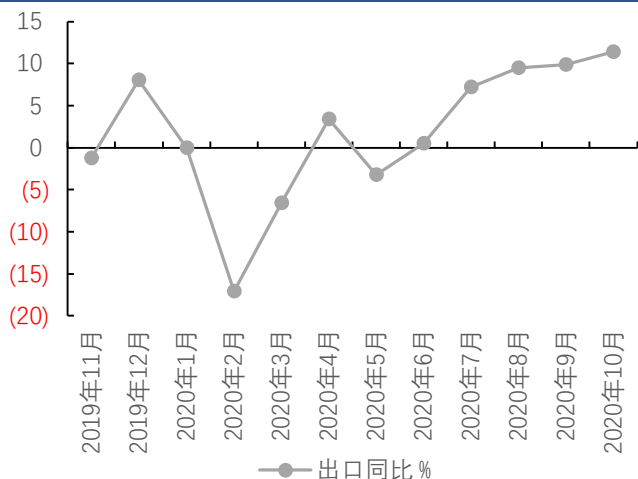
PMI数据确认了经济在强势复苏的事实，目前市场关注的焦点变成了复苏能够维持多久？复苏周期的长短取决于需求端的变化，现阶段需求的最大边际变化量其实是外需也就是出口，出口的持续向好将带动制造业投资，制造业的改善会促进就业，而就业的好转会拉动消费和服务业复苏。

出口高景气的主要支撑因素有：一方面，海外货币政策的宽松短期内难以退出，财政刺激力度较大且存在持续刺激的必要性，同时发达国家在未来两个季度内就可能大面积接种疫苗，国际贸易的蛋糕在变大，外需大环境将逐步转强。另一方面，以当前可预测的疫苗生产速度评估，发展中国家大面积接种疫苗的时间节点可能会晚于发达国家两到三个季度，也就是发展中国家的生产力恢复的进程将滞后于发达国家需求的恢复，出口订单从中国转移走，也是个缓慢的渐进过程。所以，从出口提振需求的角度来观察，未来经济的复苏周期甚至可能贯穿整个2021年。

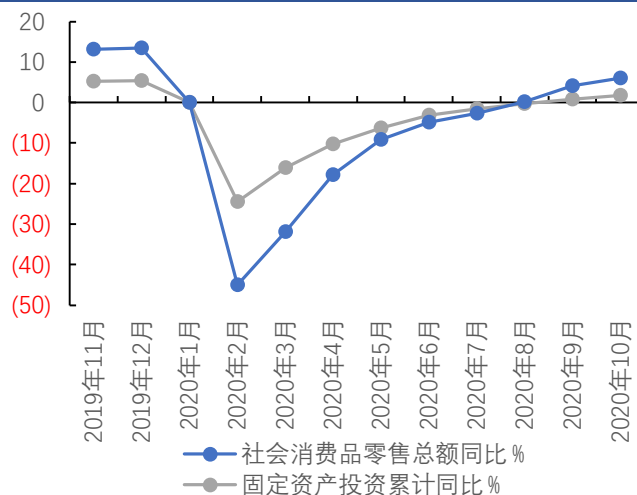
## 二、政策的拐点到了嘛？

既然经济的恢复已经到了疫情前的水平，那么前期为了对冲疫情而采取的较为激进的逆周期政策也会逐渐退出，未来我们在基本面和政策面会看到一些变化。经济的增长动能将从依赖政策的刺激转向内生性的动力。制造业投资可以一定程度反映经济内生增长的动力。固定资产投资、出口和消费的回升改善了制造业企业对未来的预期，11月制造业PMI生产经营活动预期指数高达60.1，制造业投资将是经济回升的下一个动力。

图：出口同比增速高于疫情前的水平



图：社消和固投增速也逐渐恢复至疫情前的水平





数据来源: WIND、海通期货投资咨询部

经济的内生动力恢复了,逆周期政策刺激的动能就该退出了。近期央行发的三个政策研究报告均将矛头指向了过去经济发展高度依赖房地产业的问题。如果说之前迫于经济压力的原因,政策层面并没有对房地产行业有极为严格的控制,那么现在经济增长的内生动力恢复之后,是可以考虑调控房地产给新行业腾出发展空间的。所以说,2021年财政和货币政策可能都将偏紧,紧信用与房地产调控以及控制影子银行规模都是息息相关的,与信用风险发生的可能性也是密切挂钩。

从中期的角度来看,A股市场重心向上的逻辑非常清晰:宏观经济的修复传导至上市公司盈利水平的提升导致指数EPS上升,在中性预期下,股指期货三大指数的领先市盈率均处在一个中等偏下的分位,市场的定价还没有充分反应未来上市公司盈利的修复,所以EPS的提升将成为指数上行的决定性动力。

### 短期市场的扰动项是对政策向紧的担忧和情绪指标仍然不强。

情绪指标的问题要动态的观察,若市场的赚钱效应可以持续,增量资金加速入场,则市场的情绪也将转热,随着指数的上涨,A股场内交投活跃度有望提升,在赚钱效应的刺激下,进一步吸引场外资金入场,从而形成一个较好的正向循环直至市场过热。

对政策拐点的担忧,我认为是2021年下半年再考虑的问题,货币政策上未来最大的压力来自于输入型的通胀压力,但是输入型的通胀压力核心要看美联储怎么做,美联储如果加息我们可能会被迫的跟随加息。根据最新的美联储议息会议的点阵图来看,美国明年不太可能加息,最多只会降M2增速,所以2021年货币政策更多的是在量上的调节,而在价上考虑到不断走扩的中美利差和人民币兑美元的升值压力,在经历过信用事件冲击后,利率的上行的步伐可能已经接近尾声,至少短期来看利率端不会再给股票市场的估值水平带来较大的向下牵引力。

总结下来,对于股指我们继续坚定的持有多头的观点,经济数据的强势不断地自证着市场正在交易的经济修复预期,而在宏观需求向好的背景下,这种自证还会持续下去。在领先市盈率处在中等偏下的分位的前提下,EPS的提升将成为指数上行的决定性动力。对于政策拐点的担忧还为时尚早,短期来看利率端不再会压制股票市场的估值水平。指数的价格指标持续强势,情绪指标也逐渐出现转强的迹象。交易层面,未来可能出现基本面和技术面的共振;操作上,建议继续持有IF2103和IC2103合约的多头头寸。套利方面,由于IF2012和IH2012合约已出现升水,投资者可以关注持有指数ETF空股指期货的“吃升水”策略。

图:沪深300指数成分股赚钱效应提升

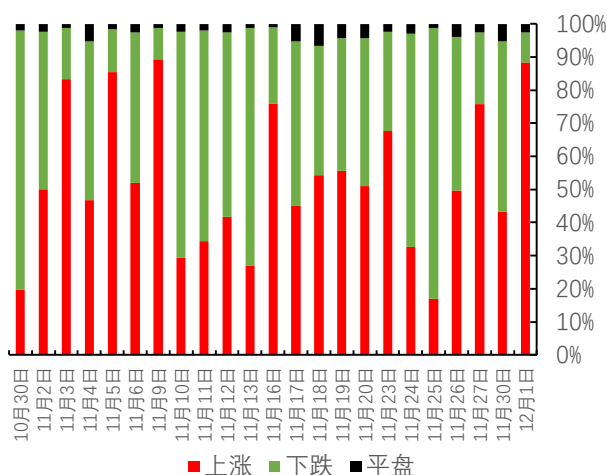
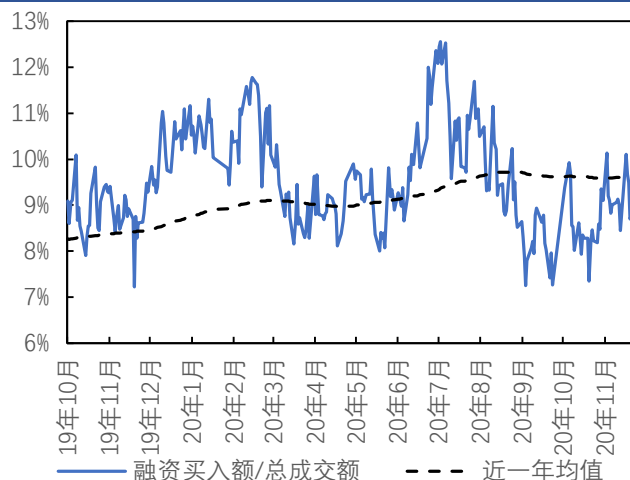


图:融资买入额占总成交额的比重提升至接近10%的水平



数据来源：WIND、海通期货投资咨询部

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。