



黄金强势逻辑受到挑战，股强债弱格局或延续 ——资本市场月报（2020 年 11 月）

■ **11 月海外市场回顾：**11 月的海外市场呈现风险偏好走高的形态，权益市场上涨，而作为避险资产的美元、黄金则明显回落，虽然美债利率全月呈现震荡形态，但也一度逼近 1% 的相对高位。推动市场风险偏好走高的逻辑我们认为来源于拜登入主白宫以及疫苗有效性超预期下的“戴维斯双击”。

■ **12 月海外市场前瞻：****美债：**关注美联储议息会议。美债利率的短期波动预计将会受到疫苗以及美联储表态的影响。**汇率：“拜登交易”的推动。**疫苗所带来的风险偏好提升，在 12 月仍将继续压制美元表现，但同时也要关注短期的部分积极因素。**黄金：强势期或逐渐过去。**黄金的绝对强势期或已经逐渐过去，整体配置比例需要逐步调低，交易机会来自于预期差。

■ **11 月债市回顾：**11 月债券利率先上后下，影响债券市场的因素较多，一方面有偏中期的，另一方面有偏短期的。

■ **12 月债市前瞻：**12 月债市利率中枢较 11 月进一步上移，不过幅度不大，利率向上会继续突破 3.3%。

■ **11 月以来 A 股涨跌不一，**截止 11 月 27 日，A 股各板块跌幅不一，中证红利、上证 50、沪深 300 涨幅显著，创业板表现最为疲弱。

■ **A 股 2021 年大势展望。**截至 11 月，以上证综合指数为代表，股市全年运行平稳，全年涨幅 7%，实际运行区间[2647, 3459]，符合我们在 2020 年年初的年度展望中，全年区间[2700, 3500]的预测。展望 2021 年，我们认为股市的积极表现仍然可期，在不发生超预期事件的基准情形下，2021 年全年上证综指或于[2800, 3700]区间运行。

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-82956697

✉：liudongliang@cmbchina.com

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

朱肖炜

资本市场研究员

☎：0755-83169193

✉：alphonsezhu@cmbchina.com

目录

一、海外市场.....	1
（一）海外资产回顾.....	1
（二）海外投资重点.....	1
（三）海外资产展望.....	2
二、债券市场.....	4
（一）11 月回顾和 12 月展望	4
1. 11 月回顾：债券利率冲高之后修复.....	4
2. 12 月展望：债券市场仍承压.....	5
（二）债券发行情况追踪.....	6
三、股票市场.....	8
（一）行情回顾.....	8
（二）股市流动性追踪.....	9
1. 资金需求端	9
2. 资金供给端	11
（三）股市点评.....	13

图目录

图 1: 美债长端利率走高	2
图 2: 美国 11 月 PMI 维持扩张	2
图 3: 美欧利差出现短线上行	3
图 4: 欧元区服务业 PMI 持续位于收缩区间	3
图 5: 实际利率 vs 黄金	4
图 6: SPDR 黄金 ETF 持仓出现调整回落	4
图 7: 11 月 10 年国债、国开债利率先上后下	5
图 8: 11 月 10-1Y 国债、国开债利差下行, 继续平坦化	5
图 9: 11 月国债净融资环比回升	6
图 10: 11 月政策性金融债净融资环比小幅回落	6
图 11: 11 月地方债净融资环比明显少增	6
图 12: 11 月同业存单净融资环比减少	6
图 13: 11 月信用债净融资环比基本维持	7
图 14: 本月各大指数表现	8
图 15: 本月 A 股涨跌幅分布区间	8
图 16: 本月各行业涨跌幅情况	8
图 17: A 股净利润同比增速预测	9
图 18: 本月各板块估值走势	9
图 19: 各大指数估值曲线	9
图 20: IPO 家数与募集金额	10
图 21: 增发及配股家数与募集资金	10
图 22: 本月重要股东增减持行业情况	11
图 23: 新成立股票、偏股型公募基金规模情况	11
图 24: 本月两融情况	12
图 25: 本月两融交易额占 A 股成交额情况	12
图 26: 本月北上资金变化情况	12

表目录

表 1: 大类资产表现回顾 (截至 2020 年 11 月 27 日)	1
---	---



一、海外市场

(一) 海外资产回顾

11 月的海外市场呈现风险偏好走高的形态，权益市场上涨，而作为避险资产的美元、黄金则明显回落，虽然美债利率全月呈现震荡形态，但也一度逼近 1% 的相对高位。推动市场风险偏好走高的逻辑我们认为来源于拜登获得大选胜利以及疫苗有效性超预期下的“戴维斯双击”。一方面，拜登获选美国总统，“美国大政府”回归，其主张的大规模财政刺激方案在一定程度上刺激了市场的神经；另一方面，辉瑞疫苗有效性超过 9 成，远超市场预期，或有望成为本次新冠疫情的分水岭，这也强化了“复苏交易”的逻辑，推动风险资产走高。对于人民币来说，受益于“拜登交易”以及弱美元，在岸人民币汇率不断升值，盘中一度达到 6.54 的相对高位。

表 1：大类资产表现回顾（截至 2020 年 11 月 27 日）

大类资产	名称	本月以来 (%)	本季以来 (%)	今年以来 (%)
权益	MSCI 发达市场	12.61%	9.09%	8.74%
	MSCI 新兴市场	9.84%	11.39%	12.32%
	道琼斯工业平均指数	12.86%	7.66%	4.81%
	标准普尔 500 指数	11.27%	8.19%	12.62%
	纳斯达克综合指数	11.86%	9.30%	36.03%
	上证综合指数	5.70%	5.91%	11.74%
	伦敦金融时报 100 指数	14.17%	8.55%	-15.58%
	巴黎 CAC40 指数	21.85%	16.55%	-6.35%
	法兰克福 DAX 指数	15.36%	4.51%	0.65%
	东京日经 225 指数	15.96%	14.92%	12.63%
	恒生指数	11.56%	14.65%	-4.59%
	圣保罗 IBOVESPA 指数	17.69%	16.88%	-4.38%
大类资产	名称	本月以来 (BP)	本季以来 (BP)	今年以来 (BP)
利率	美国 10Y	-4	15	-108
	中国 10Y	12	15	16
	英国 10Y	7	10	-51
	法国 10Y	-1	-11	-47
	德国 10Y	4	-3	-40
	日本 10Y	-1	0	4
大类资产	名称	本月以来 (%)	本季以来 (%)	今年以来 (%)
贵金属	黄金	-4.81%	-5.19%	17.82%
	白银	-2.07%	-2.49%	28.21%
大类资产	名称	本月以来 (%)	本季以来 (%)	今年以来 (%)
汇率	美元	2.38%	2.20%	4.84%
	人民币	1.79%	3.47%	5.83%
	日元	0.48%	1.28%	4.34%
	英镑	2.79%	3.03%	0.36%
	欧元	2.70%	2.04%	6.63%

资料来源：Wind、招商银行研究院

(二) 海外投资重点

1) 关注疫苗进展

尽管全球的新冠疫情还在蔓延，但疫苗也同时取得了积极的进展。辉瑞和 BioNTech 联合研发的新冠疫苗有效性超过 90%，Moderna 的三期试验新冠疫苗有效性也达到了 94.5%。



对海外经济和政策演变来说，如果本次疫苗能够成为新冠疫情的分水岭，首先会极大改变市场对于未来经济复苏节奏的预期，提振市场信心；其次，主要发达经济体执行大规模封锁措施的必要性和力度将逐渐下降，经济受疫情冲击的力度趋于弱化；再次，美联储等主要央行超常规货币政策的退出时点可能也将比预想中更早到来。

后续需持续关注疫苗研发的关键节点、以及疫苗大规模接种后在经济修复层面上可能产生的预期差。若疫苗研发仍保持积极进展，预计市场将维持对经济修复的乐观预期，海外风险偏好将继续走高；而若疫苗研发出现阻碍，或是产生一定的预期差，市场也将出现短期波动。

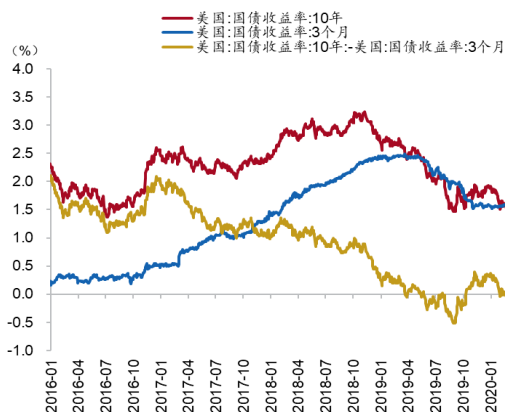
(三) 海外资产展望

1) 美债：关注美联储议息会议

在拜登赢得大选叠加疫苗问世预期升温的推动下，全球复苏交易的逻辑进一步强化，美债利率一度逼近 1%，随后则有所回落。

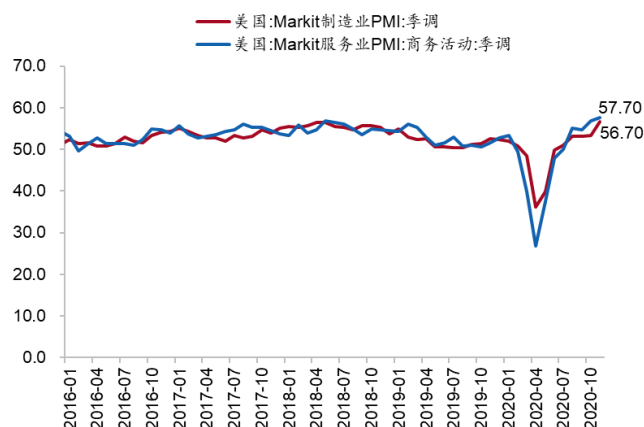
趋势上来说，美国经济的复苏逻辑、通胀预期的重建在未来仍将继续，美债利率中枢将进一步提升。此外，考虑到疫苗的问世，无论是经济的复苏，还是超常规货币政策提前退出的预期都将明显上升，美债利率的上行幅度也有望在明年逐步加大。短期来说，美债利率的走向需要关注两点核心影响因素：一是美联储 12 月的议息会议，在疫苗即将问世的背景下，美联储这一次议息会议的表态将至关重要；二是上文中提到疫苗在研发中有可能产生的预期差，这也将对利率端产生扰动。

图 1：美债长端利率走高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：美国 11 月 PMI 维持扩张



资料来源：Wind、招商银行研究院

2) 汇率：“拜登交易”的推动

随着拜登赢得大选，市场不确定性下降，在“拜登交易”的推动下，美元出现明显走弱，而非美货币例如人民币则出现明显升值。此外，与之形成共振



的是，疫苗有效性大超市场预期，风险偏好的进一步走高也压制了美元作为避险资产的优势。

展望后市，我们认为疫苗所带来的风险偏好提升，在 12 月仍将继续压制美元表现，但同时短期也需要关注两点影响因素：一是美欧之间因为封锁强度不同所带来的经济修复差异。我们看到美国目前的服务业 PMI 仍处扩张区间，且远远高于市场预期。但欧洲则受制于防疫措施的收紧，其服务业 PMI 仍处于收缩区间，预计这将对美元产生一定支撑。二是美欧 12 月议息会议中有可能产生态度的边际分化。欧央行为避免经济出现再度衰退，其大概率将在 12 月的会议中加码宽松。对于美联储来说，若因为疫苗的问世叠加目前美国经济修复形态偏强，其宽松态度有所收敛的话，美元或将在年底出现反弹。

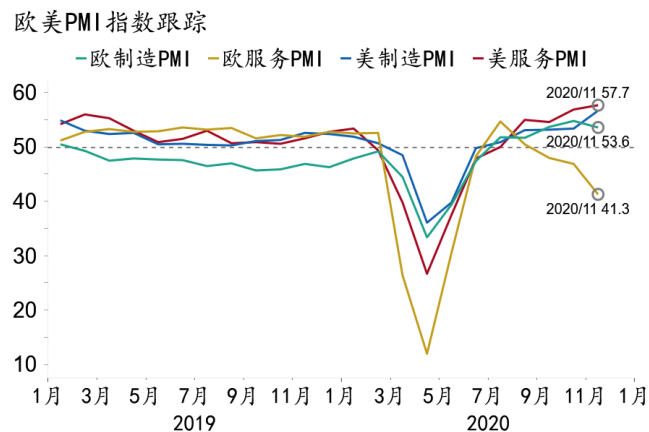
对于人民币来说，拜登获胜所带来的情绪上的提振已经在人民币汇率上有所定价，走势或更多将受到美元变化的影响。若 12 月仍能维持弱美元的形态，人民币汇率或有望再上一城。而若美联储宽松态度出现变化并导致短期内美元出现反弹，人民币汇率也将出现一定调整。

图 3：美欧利差出现短线上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：欧元区服务业 PMI 持续位于收缩区间



资料来源：IHS Markit、Macrobond、招商银行研究院

3) 贵金属：强势期或逐渐过去

尽管疫苗的推出时点、接种效果仍存在一定的不确定性，但疫苗最终能够得以广泛性使用仍属于大概率事件，这将有助于强化“复苏交易”的逻辑，市场会逐渐定价超常规货币政策逐步推出的预期，美债利率或将进一步推高，实际利率也可能会从深度负值的坑位中逐渐修复，并对黄金产生压制，此前低美元实际利率驱动金价上行的逻辑面临挑战。

因此，总的来说，我们认为黄金的绝对强势期或已经逐渐过去，整体配置比例需要逐步调低，交易机会来自于预期差。

图 5：实际利率 vs 黄金



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：SPDR 黄金 ETF 持仓出现调整回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、债券市场

（一）11 月回顾和 12 月展望

1. 11 月回顾：债券利率冲高之后修复

11 月债券利率先上后下，影响债券市场的因素较多，一方面有偏中期的，另一方面有偏短期的。本月以来，周期躁动成为权益和商品市场的主线，经济复苏和通胀预期有抬升，国债期货几乎同步开始下跌，国债利率震荡上行。12 日，信用市场受到违约事件冲击，多只净值产品受到影响，赎回压力上升，对债券市场造成了一定程度的流动性冲击，10 年国债利率向上突破 3.3%。之后，随着央行出手投放流动性维稳，金融委表态维护市场公平和秩序，恐慌情绪开始散去，10 年国债利率随之回落到 3.3% 以下。此外，短期资金利率先上后下，非银流动性更紧张，不过 1 年同业存单利率仍在小幅向上，短债利率抬升，债券曲线继续平坦化。

截止至 27 日，较上月最后一个交易日，10 年期国债利率上行 12bp 至 3.3%，10 年期国开债利率上行 8bp 至 3.75%；10-1 年国债利差下行 6p 至 39bp，10-1 年国开债利差下行 13bp 至 68bp。



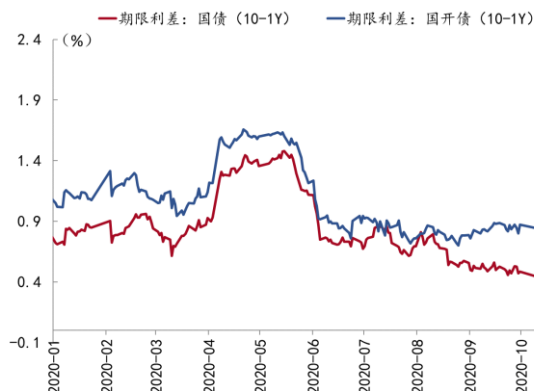
图 7：11 月 10 年国债、国开债利率先上后下

中国国债和国开债收益率



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：11 月 10-1Y 国债、国开债利差下行，继续平坦化



资料来源：Wind、招商银行研究院

2. 12 月展望：债券市场仍承压

利率方面，12 月债市利率中枢较 11 月进一步上移，不过幅度不大，利率向上会继续突破 3.3%。12 月流动性压力会上升，资金利率抬升，但更多是季节性紧张，幅度有限，不会造成恐慌。三季度央行货币政策执行报告指出，根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，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”，意味着央行后期释放的流动性将视市场需求来调节，预计 DR007 利率更多是在政策利率上方波动，不会偏离太远，也不会造成市场恐慌情绪。

11 月 12 日，以永煤违约为标志性事件的信用风波开始，之后持续了 1 周，之后在监管表态，以及违约债券得到处置的情况下，信用市场情绪开始走出底部，逐渐地缓慢修复。对此我们认为，伴随着监管的出手干预，短期流动性冲击已逐渐接近尾声，信用市场投资情绪出现小幅反弹，不过参考历史经验，整体投资情绪的修复可能还需要 1-2 个月。此外，后续信用债市场结构可能会出现调整：一是信用债投资偏好提升缓慢，资金更多向优质主体集中，高收益债券需求或减少；二是在结构上，投资者对弱资质国企的信心恢复到前期的难度偏大，企债券面临重定价，国企利差或走向分化；三是市场将再次审视国内外

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1158

