业绩向上与估值向下的博弈

——宏观策略研究报告

HWABAO SECURITIES ／ 2021年03月04日

分析师：杨宇 （执业证书编号 S0890515060001）
分析师：蔡梦苑 （执业证书编号 S0890517120001）
分析师：王震 （执业证书编号 S0890517100001）
分析师：樊彬彬 （执业证书编号 S0890520030001）
分析师：张菁 （执业证书编号 S0890519100001）

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

华宝证券 HWABAO SECURITIES

投资要点（1）

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **海外经济：**美国总体持续复苏，受疫情影响较大的行业未来或开启加速复苏进程。21年上半年主要是补库周期推动，各行业产能利用率逐步提升。随着企业盈利的改善，以及对经济复苏前景的乐观，企业资本开支信心大幅增加。
- **海外政策：**美国上半年政策环境好于下半年。未来重点关注两个刺激方案（1.9万亿纾困刺激和近2万亿基建方案）的进展情况。核心点关注刺激方案的规模、资金来源等。重视民主党的加税考量！
- **海外资本市场：**
  - ✓ **美债：**短期或趋缓，中长期将继续上行。上半年重点关注经济“快速”复苏的预期是否被经济数据证实or证伪。下半年重点关注美联储缩减QE的时间以及如何引导市场预期。
  - ✓ **美股：**波动虽大，短期暂不具备大跌基础。看好温和通胀逻辑下，疫情受损行业及低估值高确定性的价值股企业的业绩修复逻辑。
- **国内经济：**持续保持向正常状态的修复，顺周期力量（出口、制造业、消费）在不断增强，逆周期的力量（基建、地产）仍保持一定的“韧性”，整体上经济的内生增长动力在不断增强，企业盈利持续改善。
- **国内政策：**经济温和改善，通胀尚处在低位，小企业和服务业的恢复比较滞后，政策“急转向”的概率较小，中央经济工作会议中对于宏观政策的定调是“保持连续性、稳定性、可持续性”，预计货币政策不会快速收紧；但是趋势上要边际收紧。
- **流动性：**宏观流动性边际收紧相对确定。
- **估值：**从股债风险溢价视角来看，目前 A 股风险溢价已经跌至 25 分位数以下，股市相对于债市来说处于偏贵状态；从PE/PB来看，宽基指数整体估值处于相对合理的区间，但一些板块和一些龙头公司的估值突破了历史的上限，后续需要较长的时间来消化估值 。

投资要点（2）

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **全球流动性的逆转预期将会带来估值压力，美国疫苗接种提速叠加1.9万亿的财政刺激，使得通胀预期和经济复苏预期大幅提升，推动美国十年期国债到期收益率快速上行。 作为全球资产定价的锚，美债收益率的上行，对全球资产的估值都会形成一定的压力。A股也同样面临全球流动性逆转带来的估值压力。**
- **策略：**“经济景气度向上+无风险收益率上行预期”的宏观图景，股市将呈现结构性行情，估值的驱动让位于盈利驱动，市场的机构将更多来自阿尔法的机会，需要深耕细作、寻找细分赛道中具备高景气属性与竞争壁垒的的个股。当前需要重点关注全球流动性的转向对于总体估值水平的影响。依赖于长久期贴现逻辑定价的板块面临较大的估值的调整压力，包括消费、生物医药等行业龙头股票以及尚未调整或者调整不充分的成长股。
- **短期来看，要警惕市场快速调整带来基金大规模赎回的负反馈效应。**
- **重点关注的板块：**
  - ✓ 受益于无风险收益率上行的板块：保险、银行等
  - ✓ 全球复苏共振+PPI上行：化工、有色、工程机械、家电，新能源车和半导体等成长链条的中上游材料和设备
  - ✓ 从疫情中逐步恢复的服务型消费：影视、餐饮旅游、医美等；
  - ✓ 关注科技、消费、生物医药、新能源等核心资产估值消化后的配置机会：符合当前和未来经济结构的发展方向，有长期走牛的逻辑，短期估值较贵，但是随着业绩对于估值的消化或者出现主动的估值调整，仍是最值得配置的板块。

投资要点（3）

- **债市：**仍处在左侧，系统性机会暂缺。2021年上半年，基本面和流动性仍不利于债市，债市缺乏系统性的机会。到下半年，则需要重新审视经济的情况和国内主动处置风险的进程。可能超预期的因素在于主动处置风险过程中，为防止出现系统性风险，货币政策会有所配合，长端利率债会有一定的交易性机会。对于信用利差，2021年，经济周期进一步上行，但流动性边际上会有所收紧，信用利差有拉大的压力。此外，宏观政策回归“稳杠杆”，监管层主动处置风险是比较确定的方向，债券违约事件可能会增速，信用分化将会进一步加大。
- **风险提示：经济出现滞涨，美联储加息预期陡升；民主党加税政策推出过早或者力度过大；国内货币政策收紧节奏超预期。**

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观环境

- ✓ 经济总体情况
- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 细分耐用品行业产业链运转位置分布
- ✓ 美国货币&财政政策推演

03 美国资本市场展望

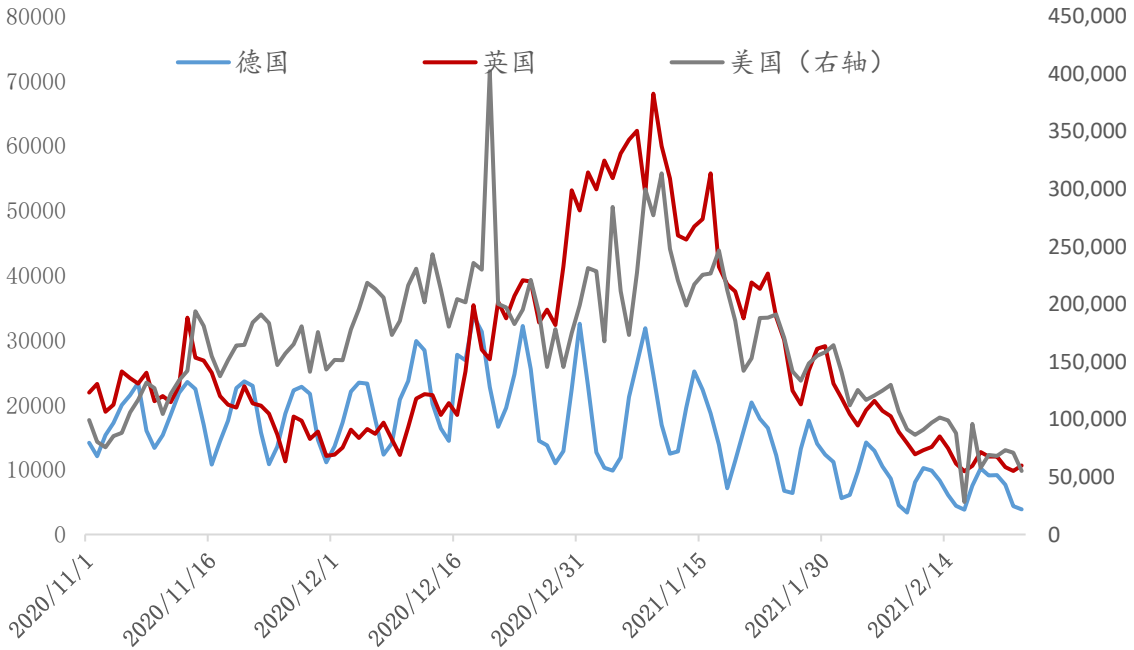
04 国内宏观经济环境

05 国内资本市场展望

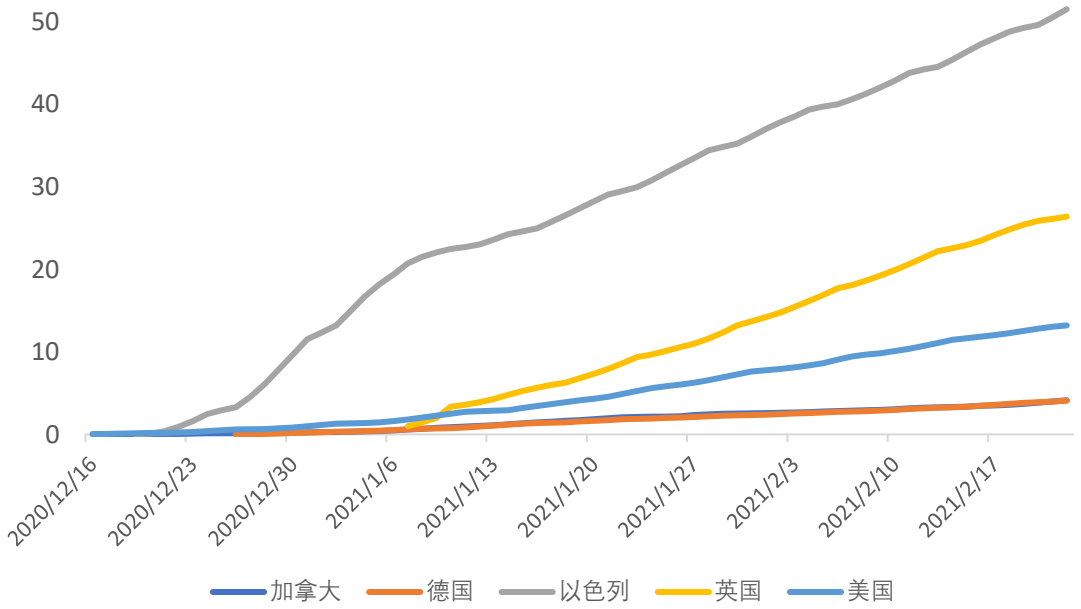
疫苗：发达国家接种加速，效果已初步显现

- **疫情**：全球新增病例逐渐回落，美、英、德、法新增病例从12月高位大幅回落。
- **疫苗**：发达国家接种速度逐步提高，以美、英、中、以色列等国家为接种第一梯队，欧盟主要国家为接种第二梯队。随着强生等更多厂商研发的疫苗问世，制约疫苗产能的因素将会大幅下降。

部分发达国家每日新增病例



部分发达国家每日接种占人口百分比（%）



数据来源：wind，our world in data

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观环境

- ✓ 经济总体情况
- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 细分耐用品行业产业链运转位置分布
- ✓ 美国货币&财政政策推演

03 美国资本市场展望

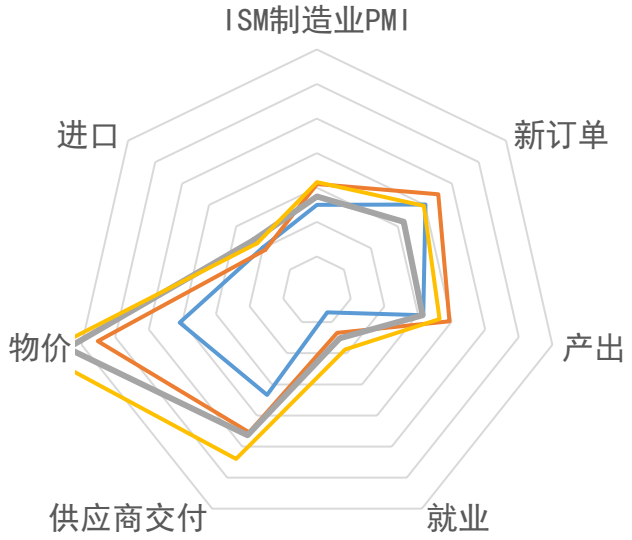
04 国内宏观经济环境

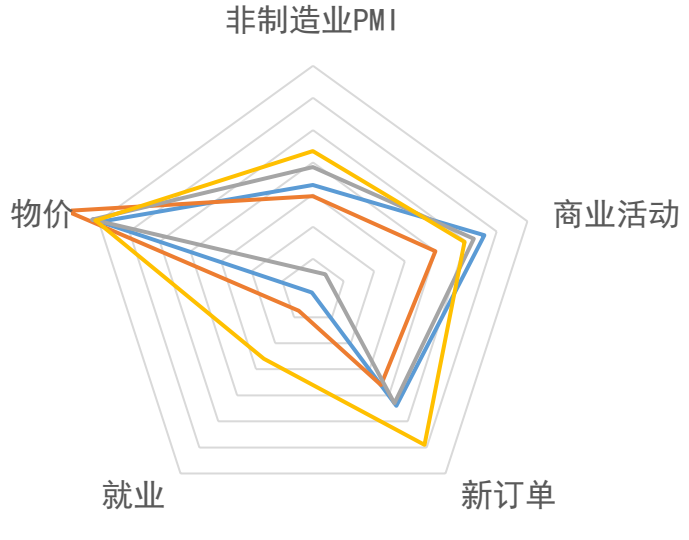
05 国内资本市场展望

美国经济总体情况：复苏力度将逐步加快

PMI是表征经济活动的孤岛指标。

- 美国制造业PMI 2月60.8，得益于需求端持续改善，新订单和产出持续高位，物价环比持续扩张，就业继续在荣枯线之上。
- 美国非制造业PMI 1月58.7，商业活动为59.9，继续大幅扩张；新订单大幅扩张（61.8）；就业分项首次站上荣枯线上方；物价小幅回落，但仍处于较高水平。



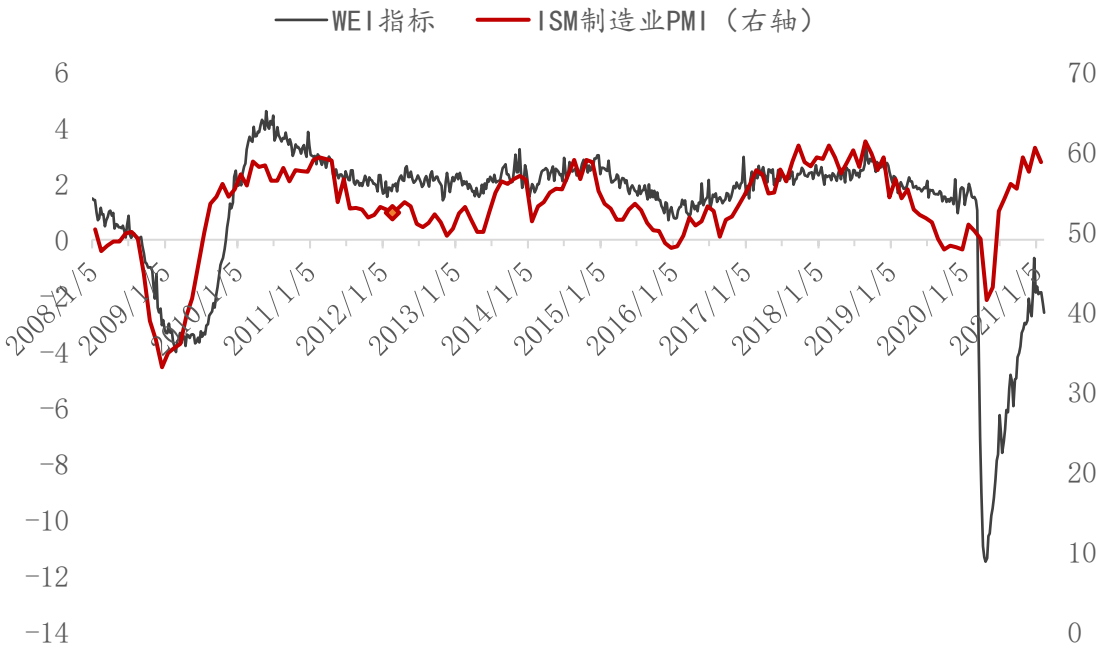


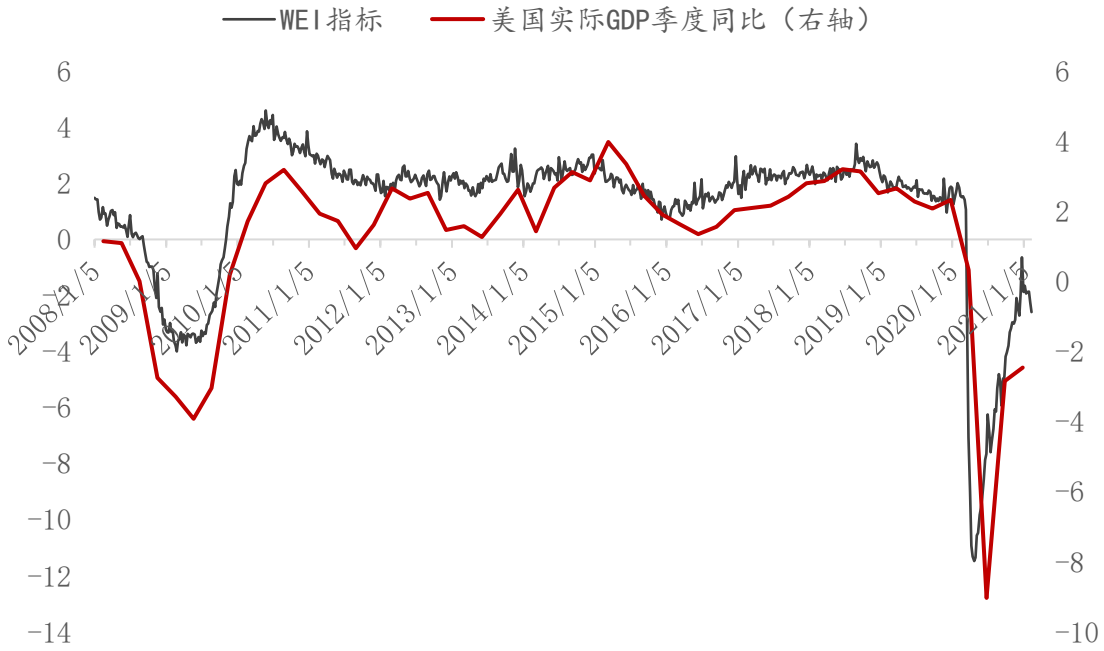
数据来源：wind

美国经济总体情况：复苏力度将逐步加快

纽约联储周度公布的WEI指标是反映经济情况的高频综合指标。

- **长周期角度来看，WEI（周度经济指标）与实际GDP一致性较高，**WEI指标能够较好表征经济运行的总体情况。
- 长周期角度来看，WEI与制造业PMI的长期趋势也是一致的。
- WEI指标目前尚未完全恢复为正，随着疫苗加速普及以及效果向好，预计WEI指标与GDP和PMI的剪刀差缺口将逐渐减小。



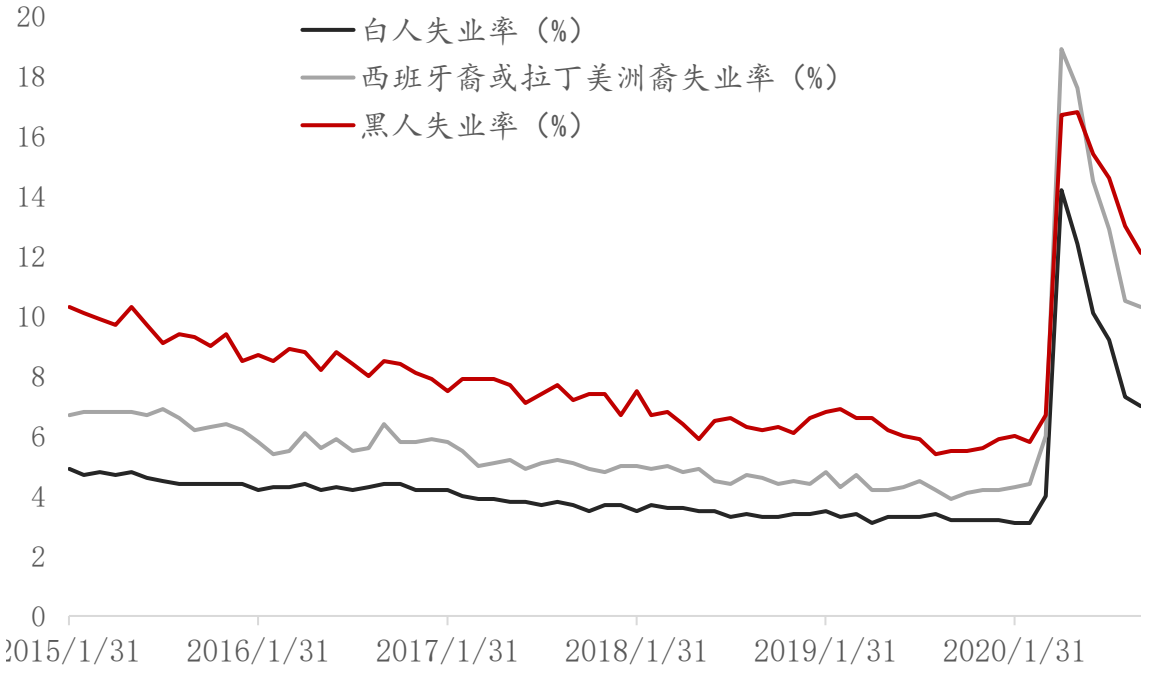


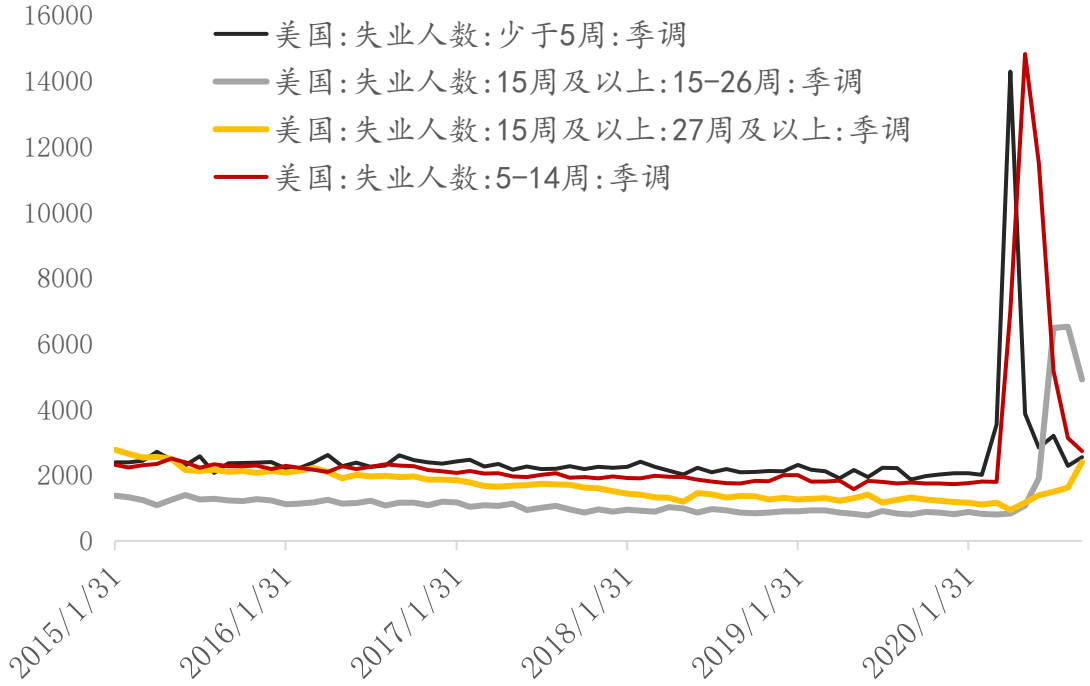
数据来源：wind、纽约联储

美国经济总体情况：复苏力度将逐步加快

就业数据是美国经济恢复情况的综合性表征指标，是经济复苏偏滞后的指标。

- **就业市场恢复格局：总体恢复速度有所减慢，结构性矛盾继续凸显。**
  - ✓ 1月新增非农就业人数**4.9万**人，主要集中在政府部门，私人部门1月新增非农人数**0.6**万；1月非农失业率降至**6.3%**。私人部门非农新增人数较为疲软，主要与疫情较严重情况下，休闲服务业就业恢复较差有关。
  - ✓ 结构性矛盾继续凸显：主要体现在**不同种族的失业率差异明显**、**不同收入人群的失业率差异明显**（美联储比较关心的指标）





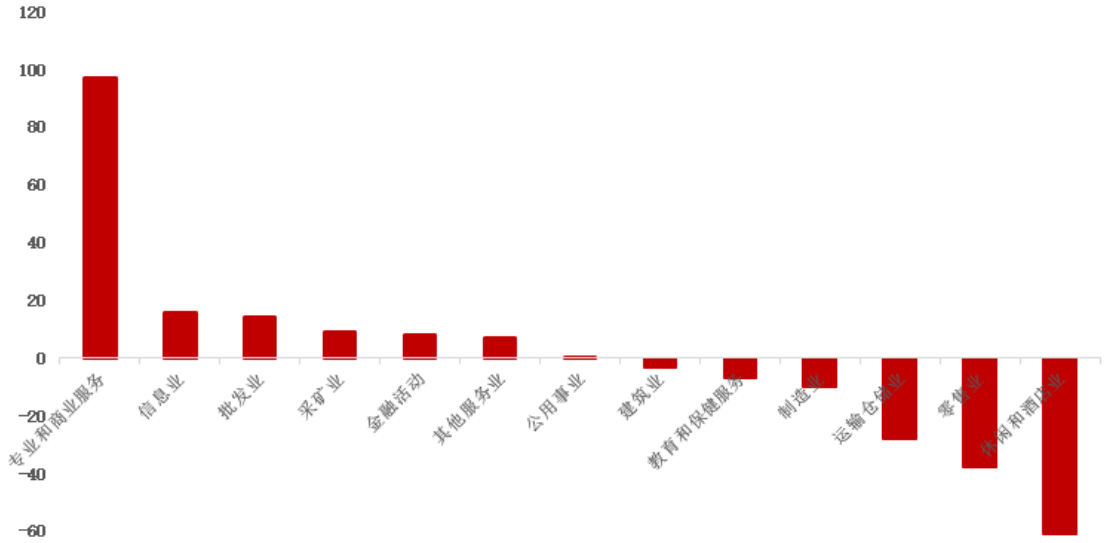
数据来源：wind

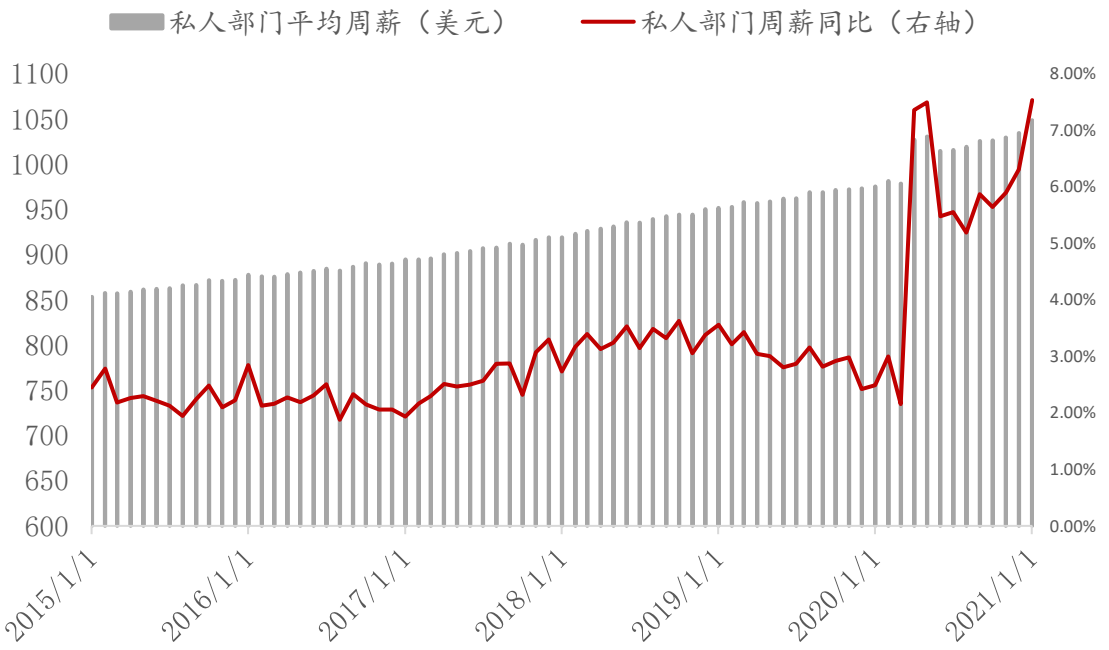
美国经济总体情况：复苏力度将逐步加快

就业数据是美国经济恢复情况的综合性表征指标，是经济复苏偏滞后的指标。

- 1月新增非农主要集中在受疫情影响较小的专业和商业服务部门。休闲住宿业新增下降较多，与1月美国疫情较为严重相关。
- **非农劳动者平均周薪依然处于向上趋势，且会继续维持。**在疫情之前，非农平均周薪的同比基本与GDP名义增幅类似。疫情之后，由于政府直接对居民部门补贴，以及为维持就业直接补贴僵尸企业，使得私人部门周薪同比大幅上升。

1月新增非农人数行业分布（千人）

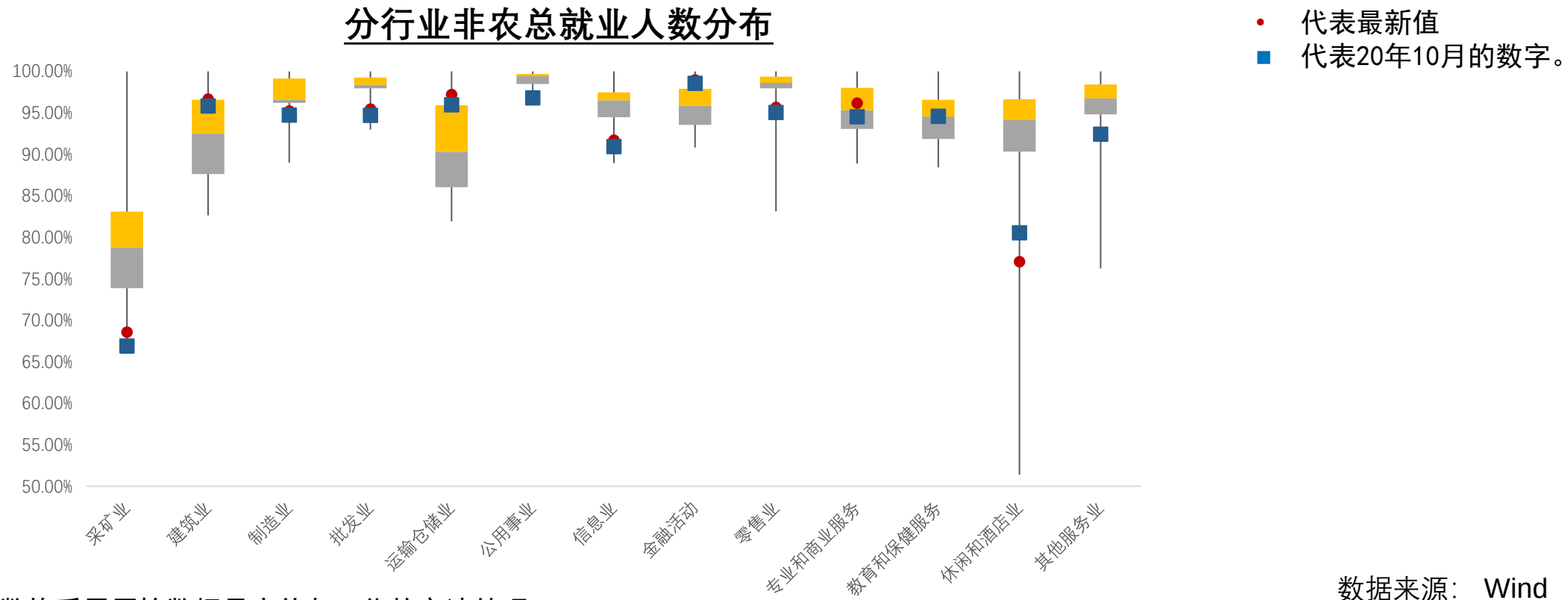




数据来源：wind、Bloomberg

非农细分：分行业恢复不均衡现象显著

- **非农就业在整个冬季恢复情况较弱**。反映在1月非农数据恢复较三个月前并没有特别明显的改善。
- **总体就业情况恢复较好的行业有：建筑业、运输仓储业、金融活动、专业商业服务和教育保障服务**。建筑与低利率环境下私人住宅需求暴涨相关；运输仓储一方面与疫情下网购数量同比大增有关，另一方面是与经济复苏密切相关，属于率先反映经济复苏的变量；金融活动、专业商业服务以及教育保障服务恢复较好，是因为此类活动受益于疫情影响。
- **其余行业恢复情况较差**，包括采矿业、制造业、批发业、休闲酒店业、零售业等。此类行业属于疫情受损行业，目前恢复进度仍然较慢。



注：分行业非农总就业人数均采用原始数据最大值归一化的方法处理。

数据来源： Wind

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观环境

- ✓ 经济总体情况
- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 细分耐用品行业产业链运转位置分布
- ✓ 美国货币&财政政策推演

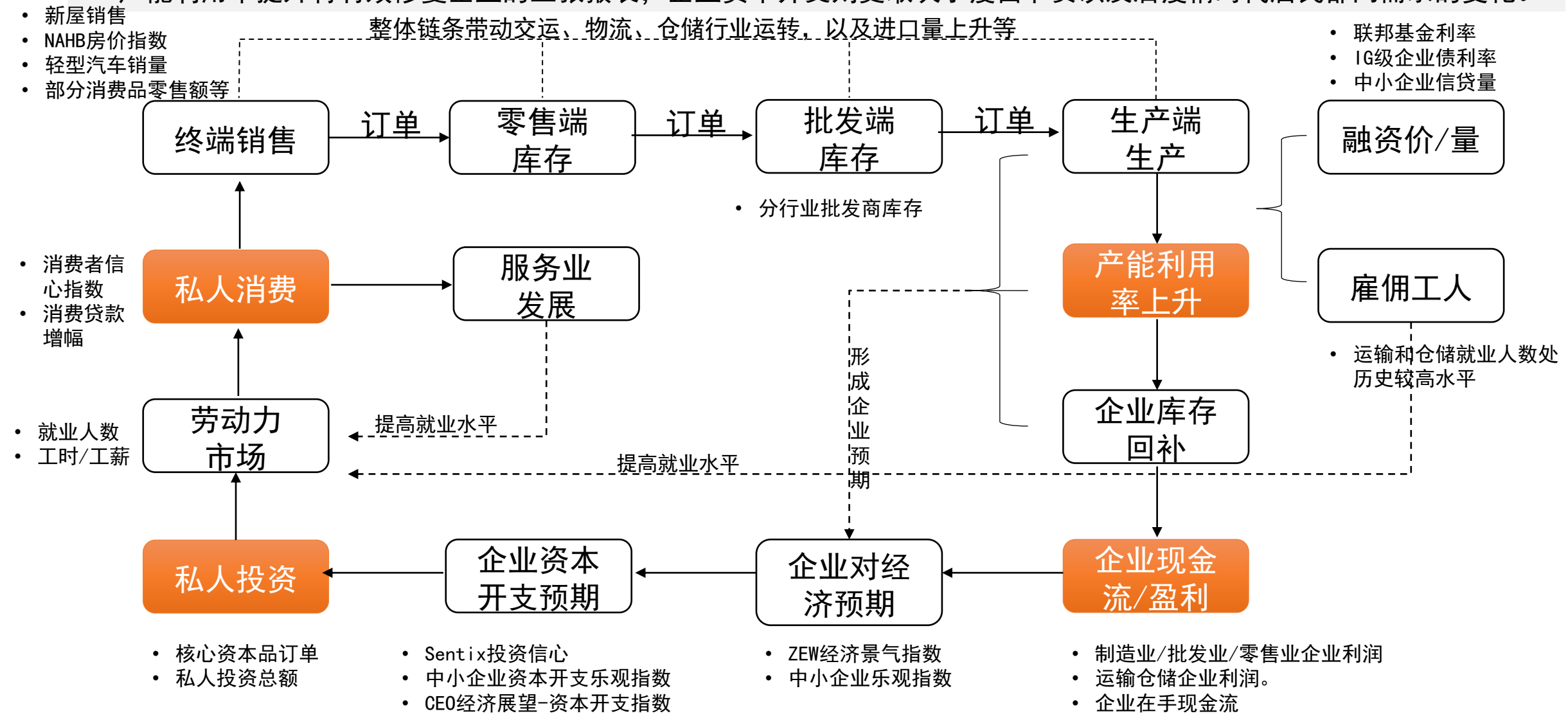
03 美国资本市场展望

04 国内宏观经济环境

05 国内资本市场展望

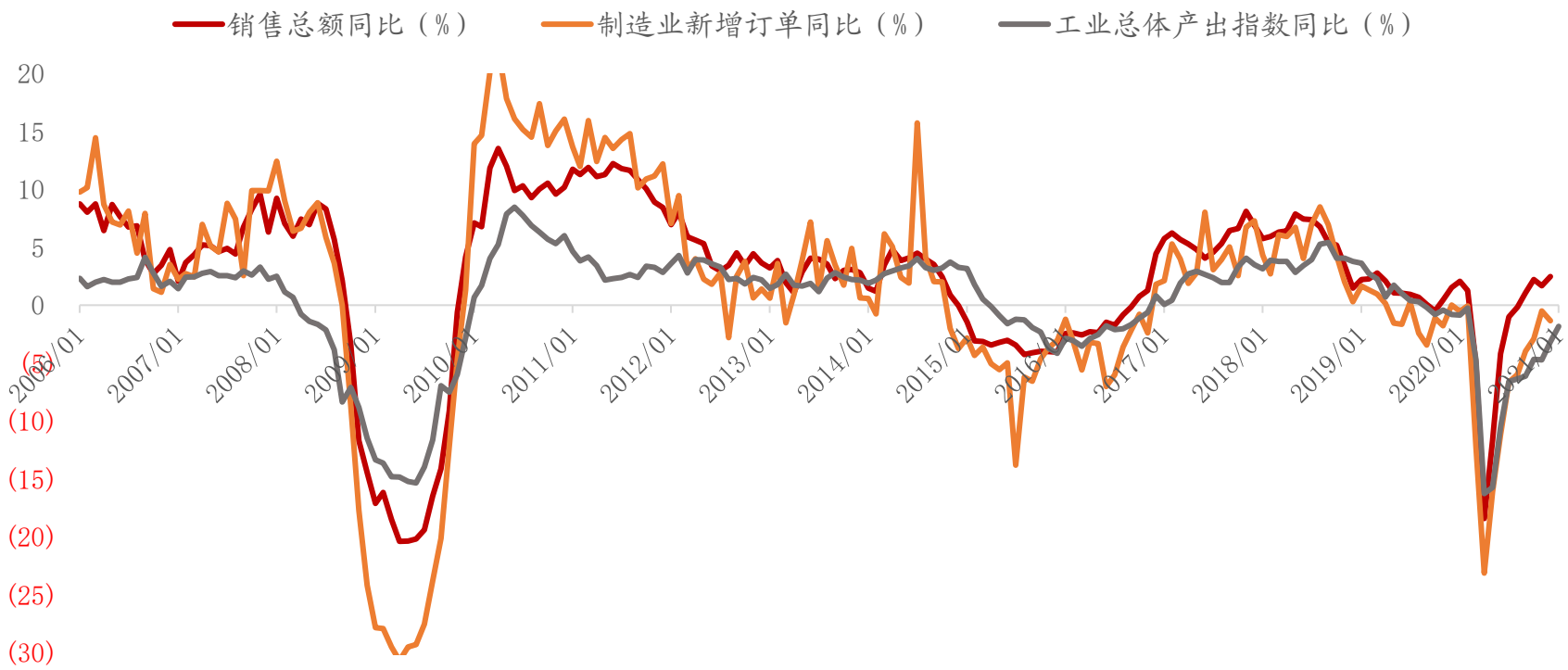
产业链运转：21年H1企业产能利用率回升是关键

- 我们认为：**2021上半年，企业产能利用率上升将成为带动经济复苏的关键变量**。
- 产能利用率提升将有效修复企业的三张报表，企业资本开支则更取决于疫苗节奏以及后疫情时代居民部门需求的变化。



环节一：销订产链条已较为顺畅，未来将加快运转

- **环节一：销售——订单——生产。**
  - ✓ 目前**环节一的链条已经运转较为顺畅。21年H1，随着经济持续复苏，该环节将加快运转。销订产会逐步由销售的持续攀升转化为产出的持续攀升，这会有效带动制造业订单的回升，使得企业生产进程加快。**
  - ✓ 截至21年1月，销售已经同比回正，订单和工业企业生产同比尚未转正。本轮新冠疫情冲击下，销售端抬升显著快于企业订单抬升速度和工业企业生产速度。未来工业总产出会持续上升，制造业生产进程将加快。

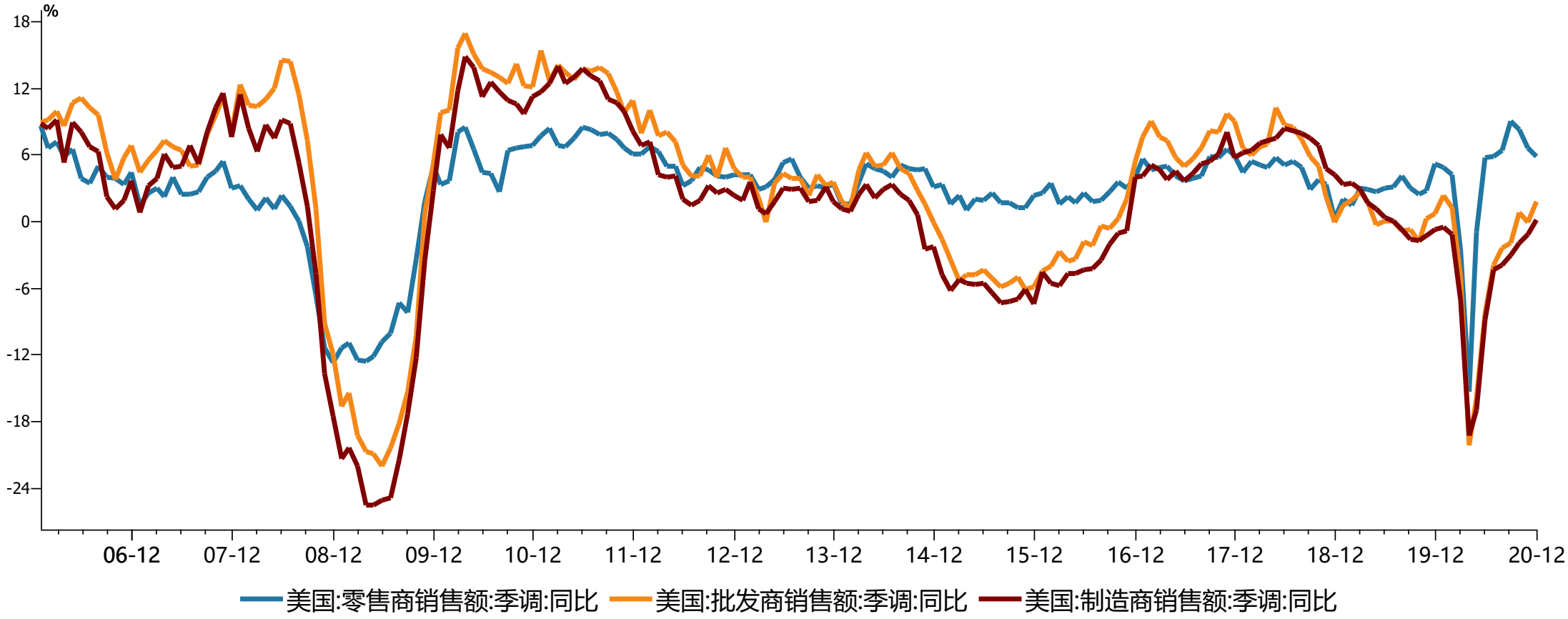


数据来源： Wind

环节一：销订产链条已较为顺畅，未来将加快运转

华宝证券 HWABAO SECURITIES

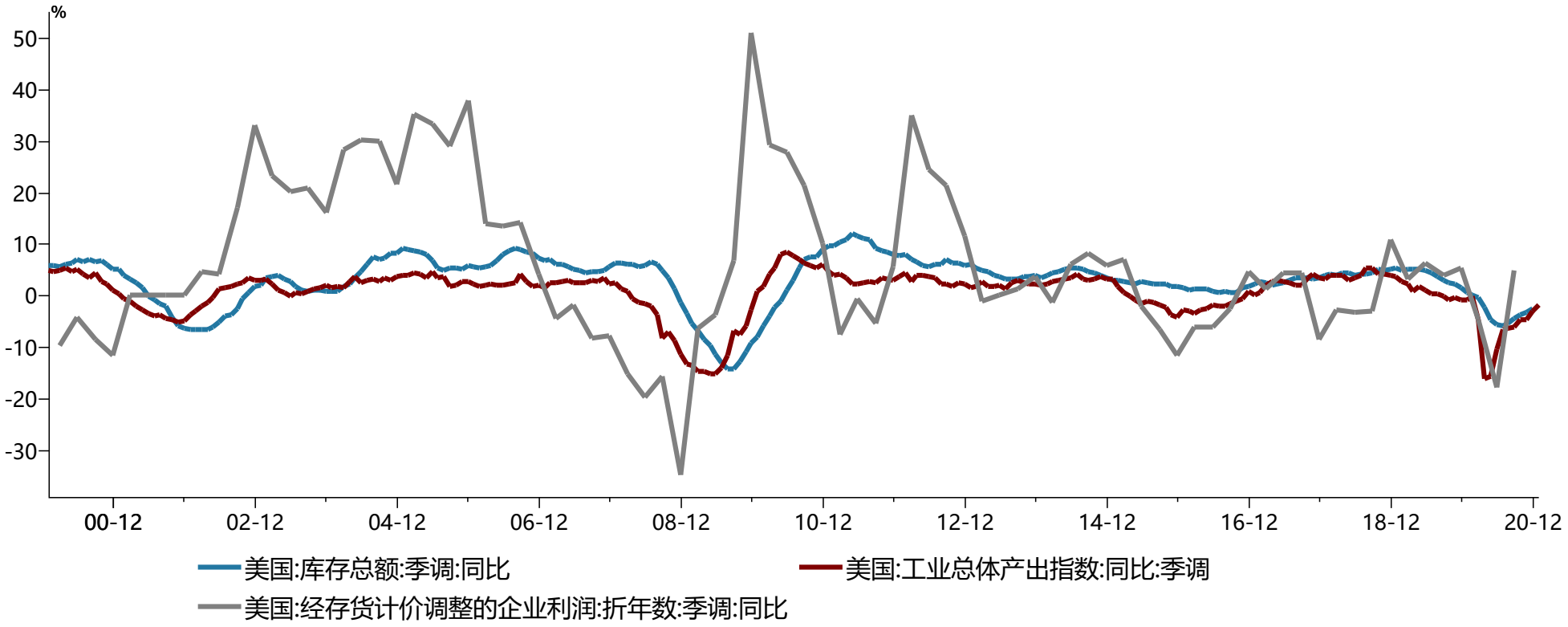
- **环节一：销售——订单——生产。**
  - ✓ 从销售端视角来看，零售商销售额增速显著快于批发商和制造商的销售增速，但零售商环比增幅已逐步开始弱于批发商和制造商的环比增幅。未来，随着生产链条的进一步加速以及销订产链条的畅通，制造商和批发商的销售额会进一步提升，零售商的销售额大概率维持在疫情前3%-5%的高位水平波动。



数据来源：Wind

环节二：21年H1，产能利用率回升是复苏重要引擎

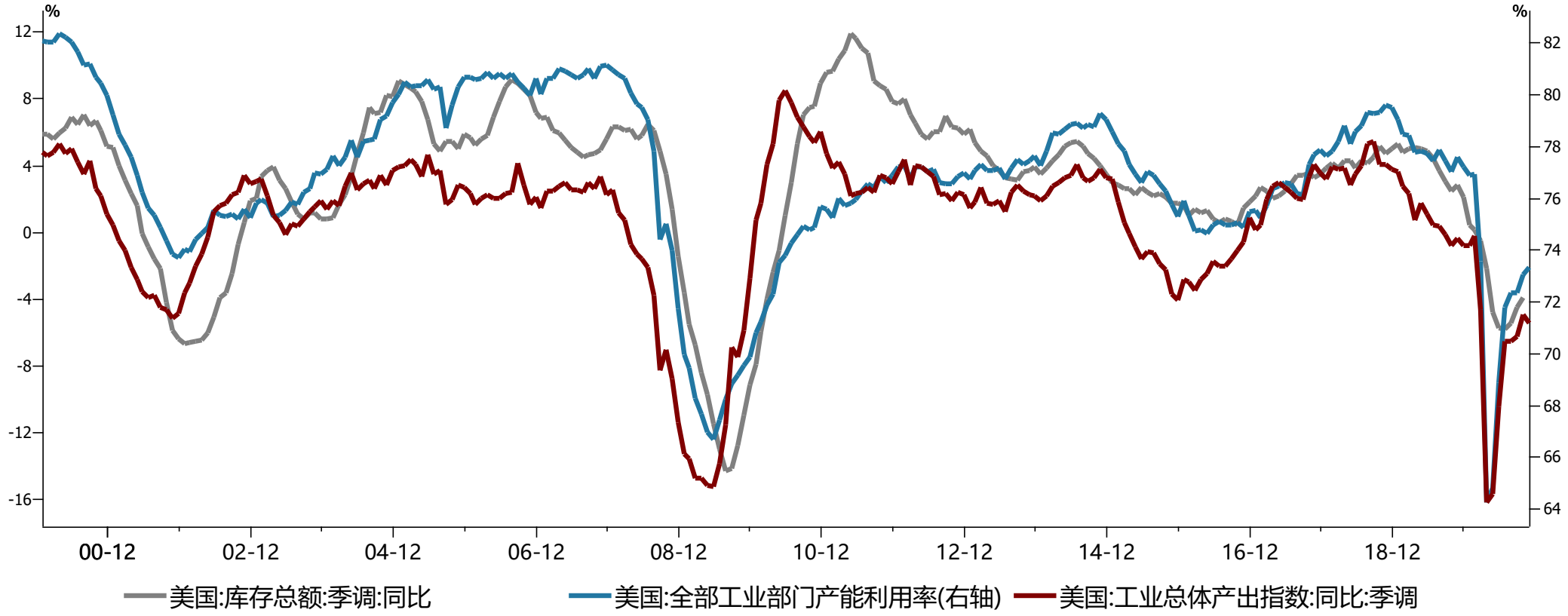
- **环节二：工业企业生产加快（产能利用率上升）——库存回补——企业盈利上升。**
  - ✓ 在经济从萧条转向复苏时，一般情况下，企业盈利最先见底回升，其次是企业产出（产能利用率）和库存的回升。这是因为需求端（销量和订单）的回暖，新增订单增速快于生产速度，企业进入被动去库存阶段；库存下降，企业盈利见底回升；之后，企业开始主动补库存，生产加快，盈利进一步改善，库存开始回补。
  - ✓ 但是当危机中生产端产能并未出清时（比如此次疫情），企业盈利和工业生产恢复则会比较同步。当然，库存的恢复总是最滞后的。



数据来源：Wind

环节二：21年H1，产能利用率回升是复苏重要引擎

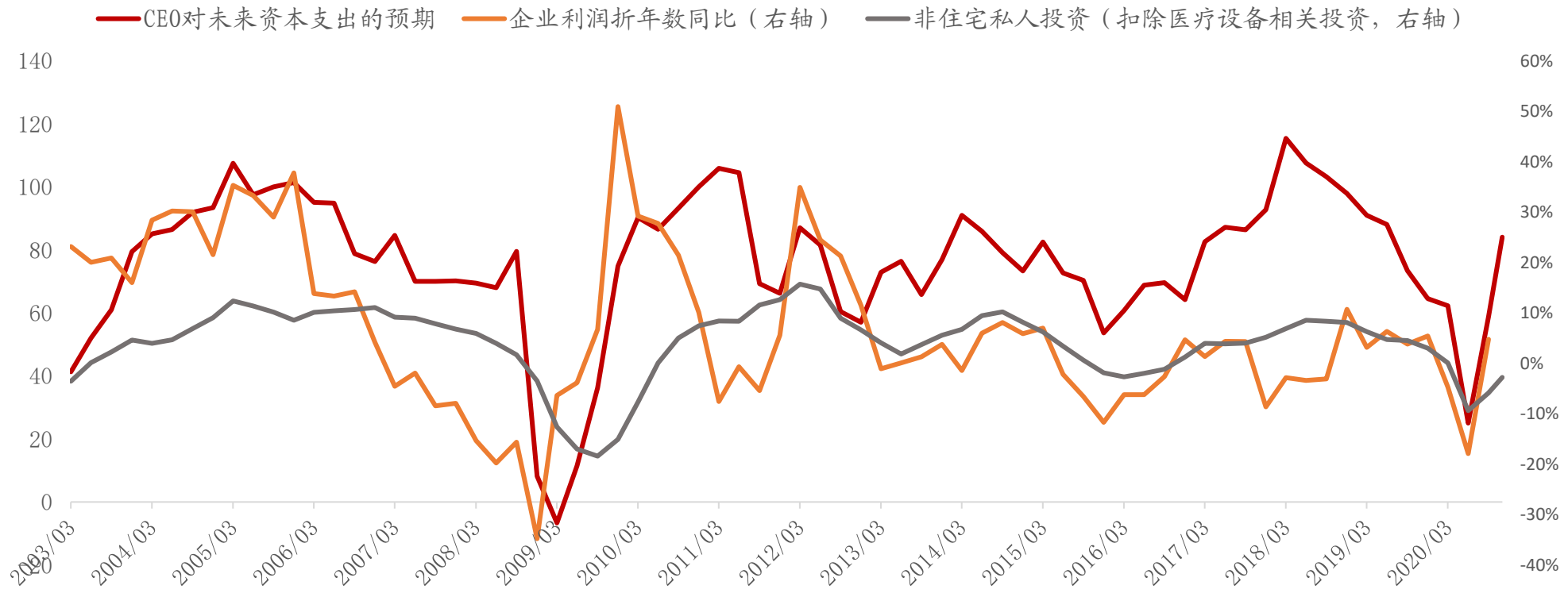
- **环节二：工业企业生产加快（产能利用率上升）——库存回补——企业盈利上升。**
  - ✓ 在疫苗接种顺利以及有效的正常情景假设下， 2021年经济一方面需要修复2020年产出缺口，另一方面，也有两年合计（2020, 2021合计相比2019年）正增长的潜力。目前工业部门产能利用率在75. 5%左右，仍低于疫情前的水平。我们认为：2021年上半年，甚至到Q3，企业产能利用率的提升都是经济复苏的主逻辑，**乐观情形下企业产能利用率会超过18年底80%的水平。**



数据来源：Wind

环节三：资本开支扩张或逐渐开启

- **环节三：企业盈利——对经济前景预期——资本开支。**
  - ✓ **CEO对未来资本开支预期有一定的顺周期性**。在疫苗接种加速以及效果显著的背景下，需求端预期大幅改善，进而促进CEO对未来资本开支预期的快速提升。
  - ✓ 在补库周期下，企业盈利也将继续逐步回升。考虑到20年H1基数问题，企业盈利同比将攀升较快。考虑到私人投资的顺周期属性，这也会对私人投资有一定的带动作用。**预计美国私人投资会继续温和回升，上升幅度需要继续观察。**

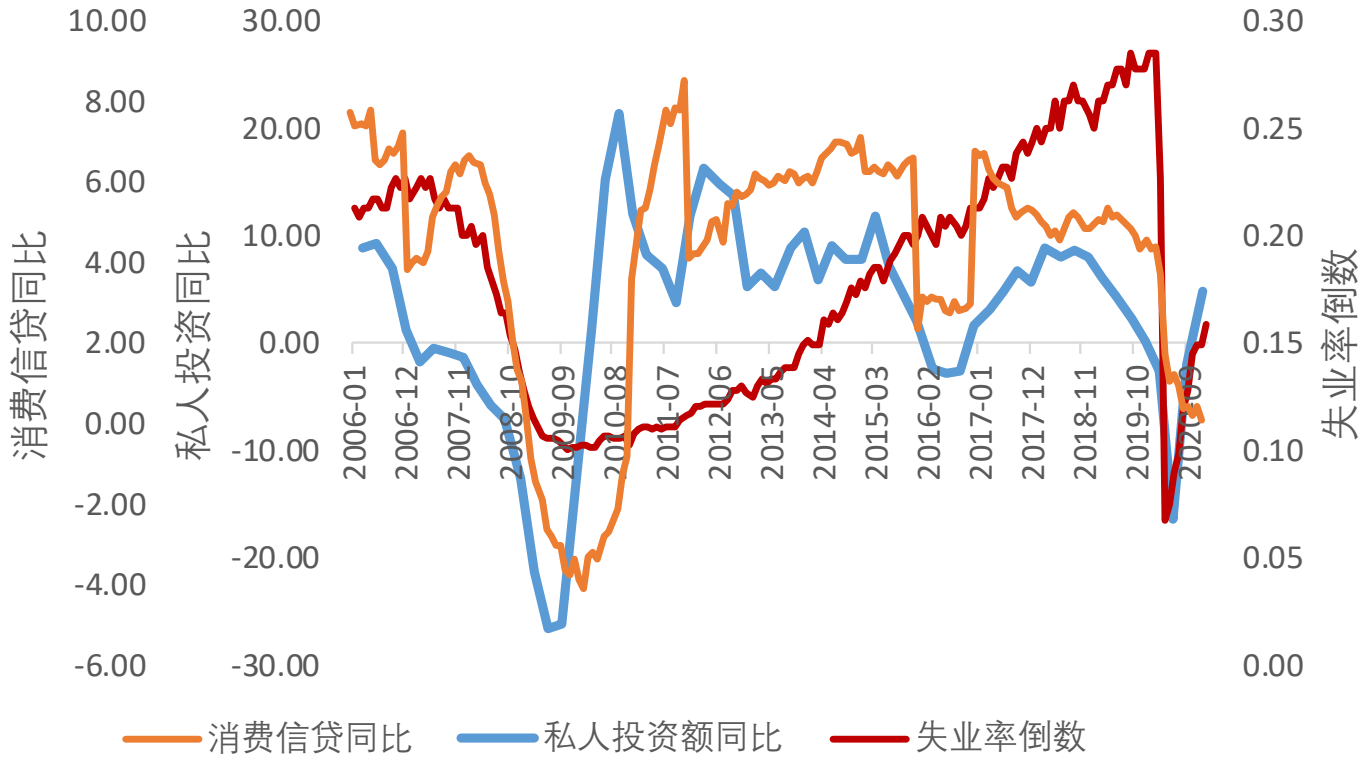


注：我们使用扣除医疗设备的非住宅私人投资数据来代表企业实际资本开支。这是因为私人投资中的设备投资包含医疗设备投资。受疫情影响，医疗设备投资增幅较高。扣除掉医疗设备后，能够较为真实反映私人部门基于对经济前景预期的资本支出情况。

数据来源：Wind

环节四：资本开支回暖将进一步提升经济复苏预期

- **环节四：资本开支——就业率——个人消费支出。**
  - ✓ 大规模的资本开支能够放大经济周期，提升经济复苏力度，带来就业市场的进一步改善，以及居民消费能力的显著提高。
  - ✓ 就目前情形来看，**资本开支或呈现温和复苏态势。目前尚不能判断是否是强资本开支周期的启动，这需要等待Q2或者Q3全球疫苗接种顺利，各主要国家实现群体免疫后再确定。**



数据来源： Wind

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观环境

- ✓ 经济总体情况
- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 细分耐用品行业产业链运转位置分布
- ✓ 美国货币&财政政策推演

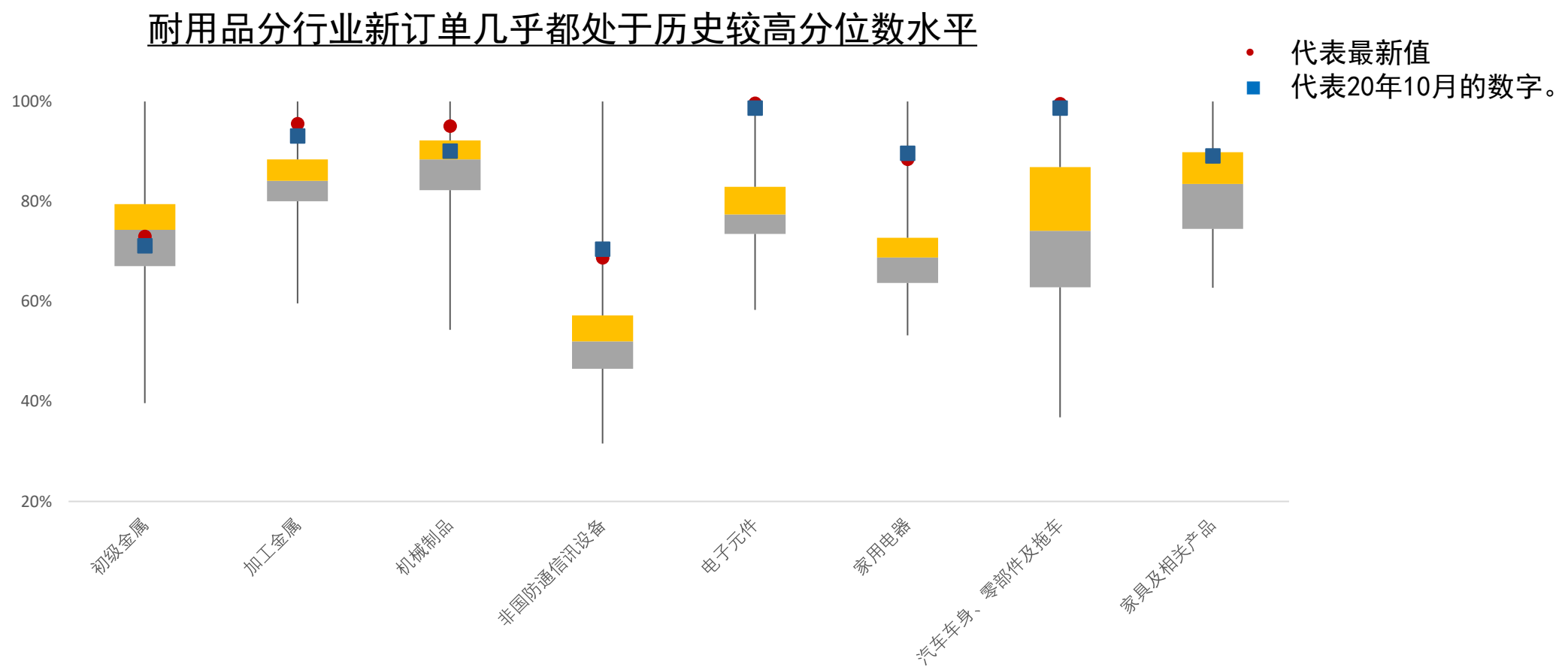
03 美国资本市场展望

04 国内宏观经济环境

05 国内资本市场展望

分行业新订单：几乎都处于历史较高水平

- **耐用品新订单大多处于历史较高分位数水平**：除初级金属以外，耐用品分细项新订单大都处于历史较高分位数水平。

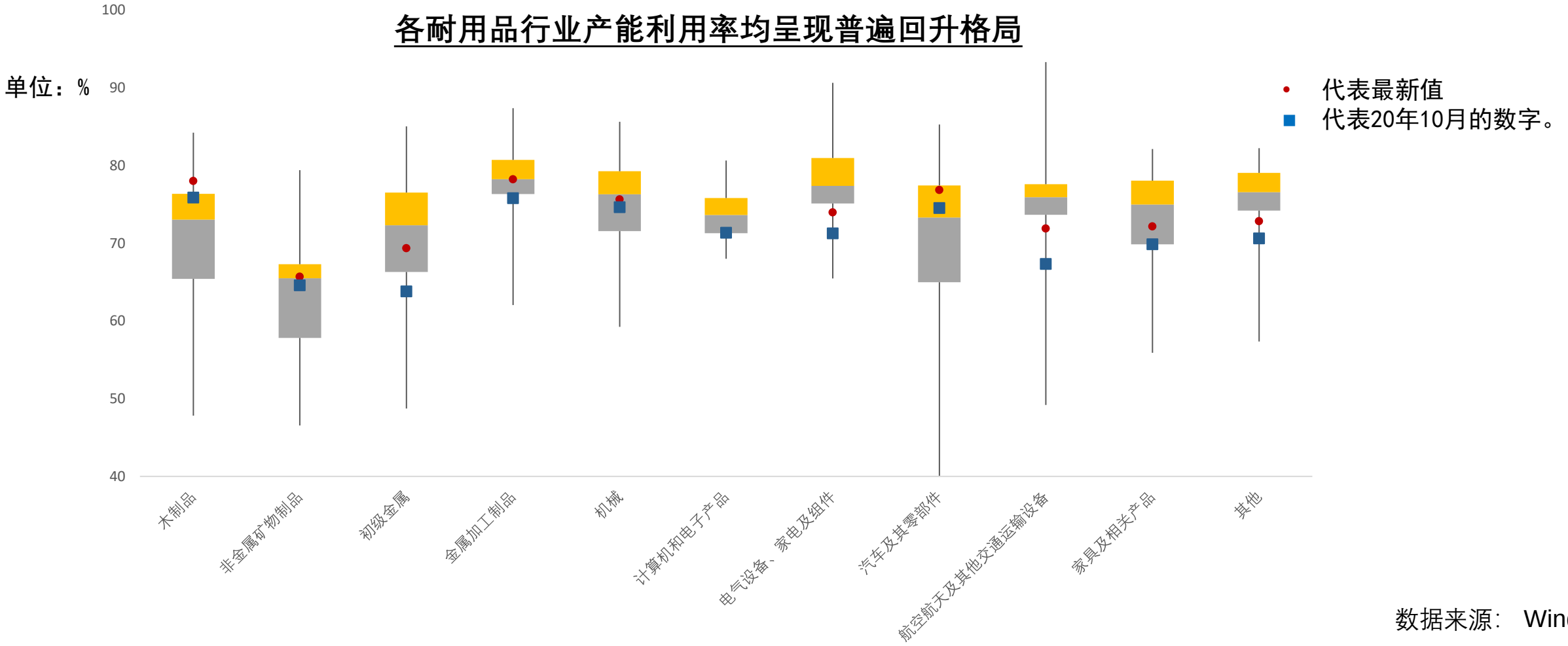


注：耐用品分行业新订单均采用原始数据最大值归一化的方法处理。

数据来源：Wind

产能利用率：所有行业均呈现普遍回升的格局

- 木制品和汽车的产能利用率已经提升至历史较高水平，后续进一步提升空间有限。未来重点关注相关资本开支周期的启动。
- 计算机及电子产品相关的电子元件行业产能利用率提高较少，或与相关芯片原材料紧缺有关。

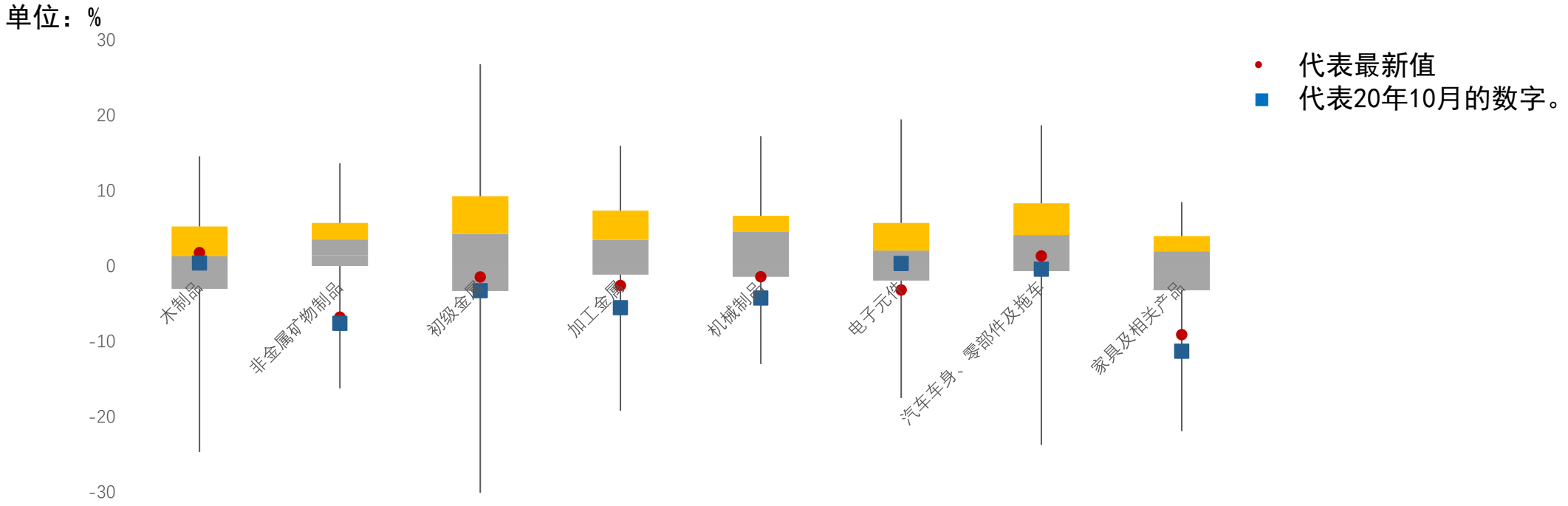


数据来源： Wind

分行业库存：小幅回升，仍处于历史较低水平

- **耐用品各行业库存同比均位于历史低位。**截至21年1月份（部分数据目前只更新到20年12月），只有木制品和汽车及零部件行业库存处于1/4分位数之上。其他行业库存均在历史1/4分位数左右或以下。
- **库存相比上期继续回升的行业有**：木制品、初级金属和加工金属、机械制品、汽车及零部件。随着地产、汽车等资本品的销售旺盛，相关上下游产业链的产能利用率提高，库存逐步回补。
- **库存相比上期有所下降的行业是**：计算机及电子产品相关的电子元件行业。电子元器件产业新订单持续在高位，由于相关芯片等的短缺，使得产能利用率有所下降，库存持续回落。

耐用品库存同比（除木材）几乎都处于历史较低分位数附近



注：耐用品分行业库存是采用同比数据。

数据来源： Wind

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观环境

- ✓ 经济总体情况
- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 细分耐用品行业产业链运转位置分布
- ✓ 美国货币&财政政策推演

03 美国资本市场展望

04 国内宏观经济环境

05 国内资本市场展望

货币&财政政策：政策环境上半年好于下半年

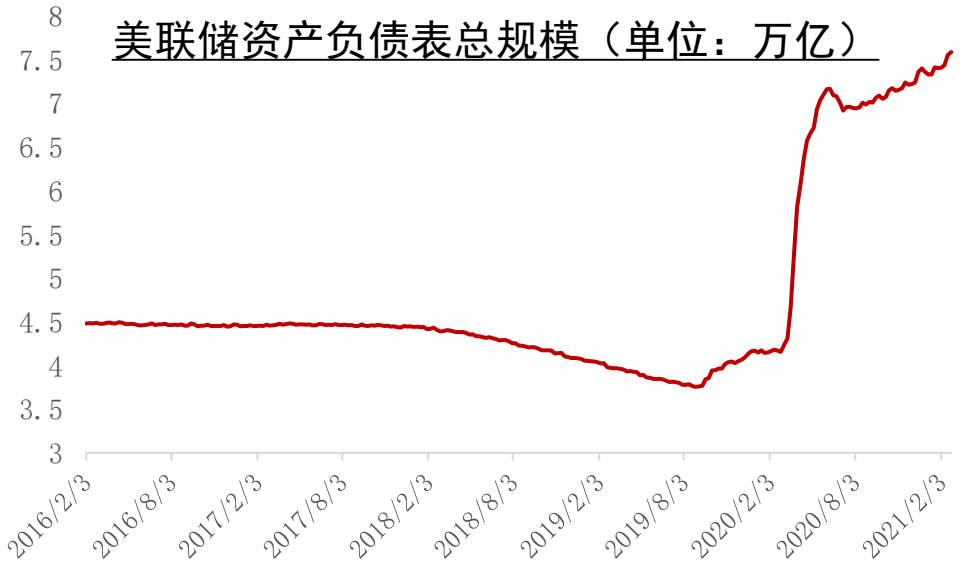
货币政策：

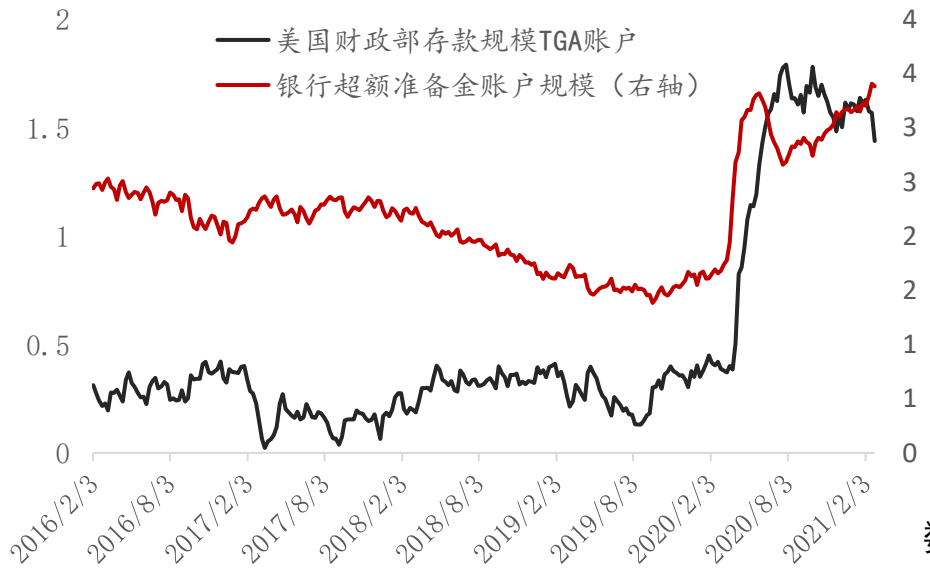
- 收紧流动性首先从缩减QE购买量开始。缩减QE的时间点并不一定是美国经济达到充分就业状态后。我们预计缩减QE或在2021年下半年实施。
- 美联储一般会在经济过热的情况下采取加息措施，加息一般是在美国经济达到充分就业状态。第二种加息时间点是美国经济陷入滞涨状态时，目前该种情景出现概率较小。
- 美联储大概率不会实施收益率曲线控制（YCC）。

财政政策：

- 拜登1.9万亿刺激目前众议院已经通过，待参议院讨论。重点关注出台总规模，以及居民端的救助金额。
- 拜登重提基建及绿色能源，估计规模在2万亿左右。
- 刺激计划的资金来源部分或通过加税筹集。加税时间点或在美国疫苗接种率较高，接近群体免疫前后。

美联储资产负债表总规模（单位：万亿）





单位：万亿

数据来源： Wind

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观环境

- ✓ 经济总体情况
- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 细分耐用品行业产业链运转位置分布
- ✓ 美国货币&财政政策推演

03 美国资本市场展望

04 国内宏观经济环境

05 国内资本市场展望

美债：十年美债短期或会趋缓，长期继续上行

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **Tips实际利率：短期有快速上升后小幅趋缓回落的可能，中长期将持续上升。**
  - ✓ 2月以来美债名义利率上行的主要驱动因素是实际利率（tips）的上行(春节以来快速上行30bp)。这主要是与市场对经济复苏预期过快有关。
  - ✓ 未来实际利率依然会继续上行，上行幅度与上行速度取决于三个因素：

    a）经济“快速” 复苏的预期逐步被后验的经济数据证实或证伪。

    b）美联储是否会实施扭转操作（Operation Twist）。实施扭转操作也需要配合考虑国会的刺激方案规模等。

    c）美联储缩减QE的时间以及如何引导市场预期。借鉴13年美联储缩减QE时，由于太过突然，市场较为恐慌，tips利率大幅攀升（见下页ppt的图）。

实际利率

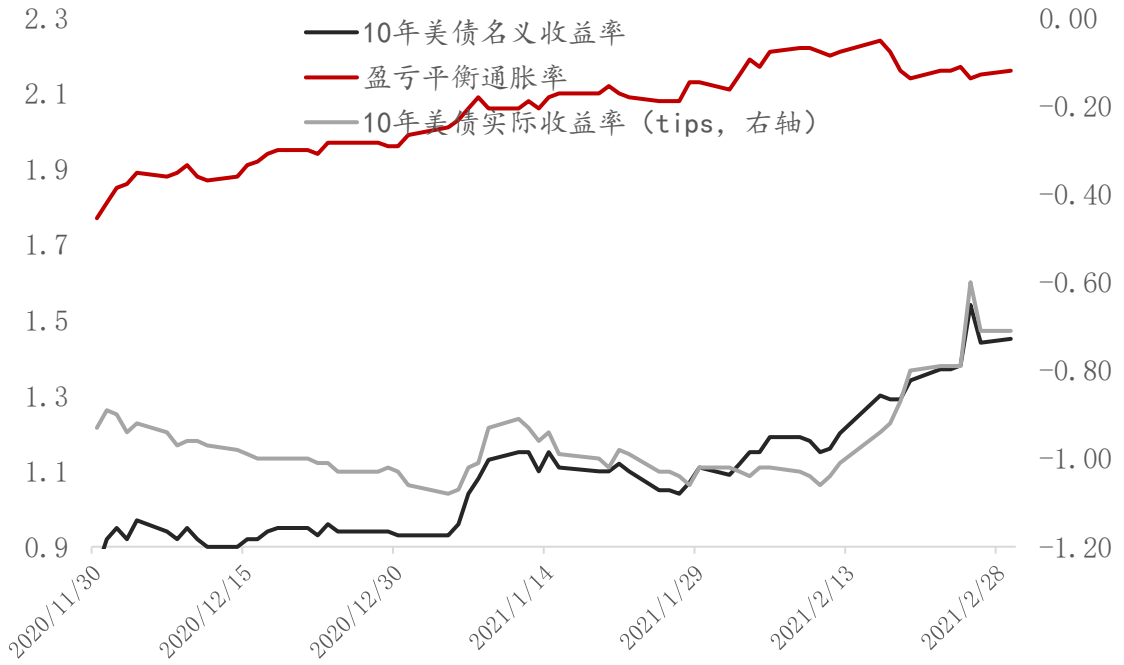
美联储缩减QE时间以及如何引导市场预期：该变量或在下半年逐步成为影响实际利率的主线。

美联储是否会实行扭转操作：短期内暂不会实施扭转操作

经济快速复苏的预期是否被数据证实：该因素是基础变量，持续影响实际利率。我们认为：该变量短期内不会被完全证实。基于此，实际利率有快速上升后小幅趋缓回落的可能。

美债：十年美债短期或会趋缓，长期继续上行

- **十年盈亏平衡通胀率：短期或会继续超涨，中长期维持现有2%水平波动。**
  - ✓ 十年盈亏平衡通胀率目前已经到了2.15%的水平。考虑到美联储长期平均通胀2%的目标，中长期维持现有2%的水平波动。



13年5月伯南克公开表态缩减QE后，10年tips利率大幅上行

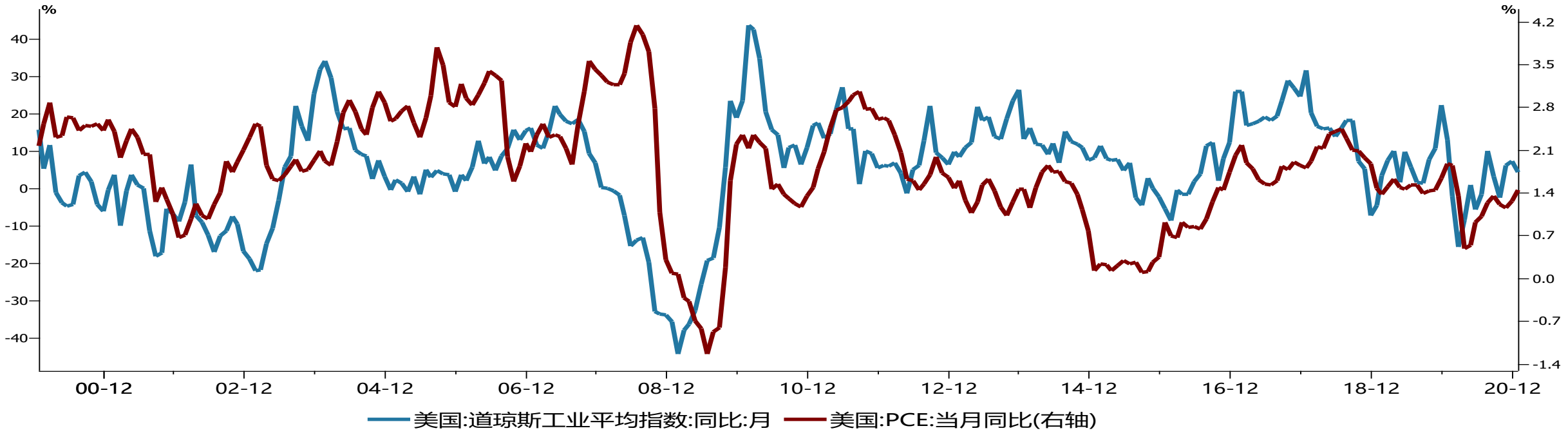


数据来源： Wind

美股：让子弹再飞一会，波动虽高，暂不存在大跌基础

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **美股整体走势：波动虽高，暂不存在大跌基础。**
  - ✓ 中长期来看，温和通胀成为支持股价上升的因素，业绩成为股市的主要驱动力。
  - ✓ 继续维持我们去年9月以来的观点：看好疫情受损行业的价值修复逻辑——**疫情受损行业及低估值确定性高的价值股企业，其业绩将会迎来修复。**
  - ✓ **可能导致美股出现大跌的风险点：**美债收益率持续大幅攀升；经济出现滞涨，美联储加息预期陡升；民主党加税政策推出过早或者力度过大。



数据来源：Wind

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观环境

- ✓ 经济总体情况
- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 细分耐用品行业产业链运转位置分布
- ✓ 美国货币&财政政策推演

03 美国资本市场展望

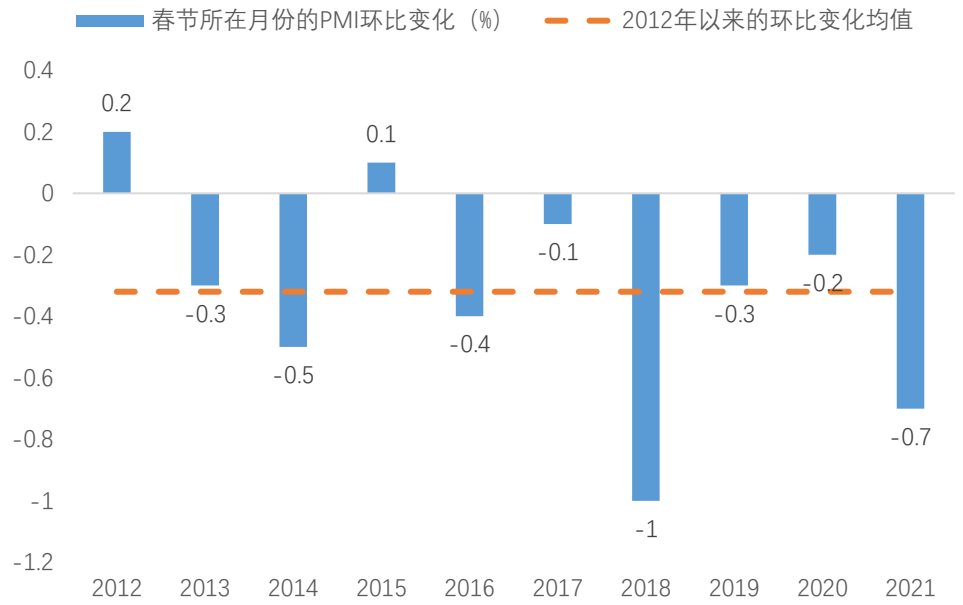
04 国内宏观经济环境

05 国内资本市场展望

2月份PMI数据走弱主要受季节性影响

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 2021年2月官方制造业PMI为50.6%，环比下降0.7个百分点，略低于市场预期，但仍维持在扩张区间。**2月PMI的回落主要是由于季节效应，并不说明制造业景气的弱化。**从过去的经验来看，春节所在月份相对于前一个的PMI数据回落在0.1-1%之间，平均回落0.3个点。
- 新订单维持在50以上，而同时产成品库存有所回落，说明需求端依旧表现强劲。
- 出厂价格的上行，同时库存回落，说明当前库存的去化是“被动去库存”而非“主动去库存”。

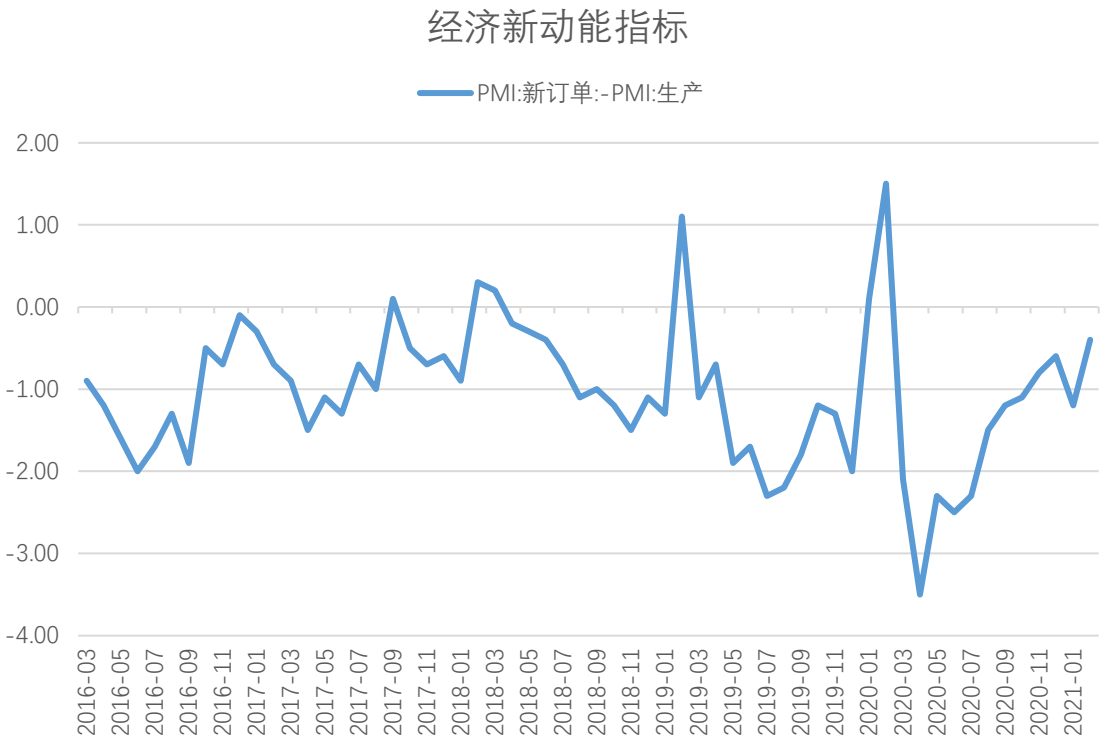


	PMI	PMI:生产	PMI:新订单	PMI:新出口订单	PMI:原材料库存	PMI:产成品库存	PMI:主要原材料购进价格	PMI:出厂价格	PMI:生产经营活动预期
2021-02	50.60	51.90	51.50	48.80	47.70	48.00	66.70	58.50	59.20
2021-01	51.30	53.50	52.30	50.20	49.00	49.00	67.10	57.20	57.90
2020-12	51.90	54.20	53.60	51.30	48.60	46.20	68.00	58.90	59.80
2020-11	52.10	54.70	53.90	51.50	48.60	45.70	62.60	56.50	60.10
2020-10	51.40	53.90	52.80	51.00	48.00	44.90	58.80	53.20	59.30
2020-02	35.70	27.80	29.30	28.70	33.90	46.10	51.40	44.30	41.80
2020-01	50.00	51.30	51.40	48.70	47.10	46.00	53.80	49.00	57.90

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业景气度仍保持向上的趋势

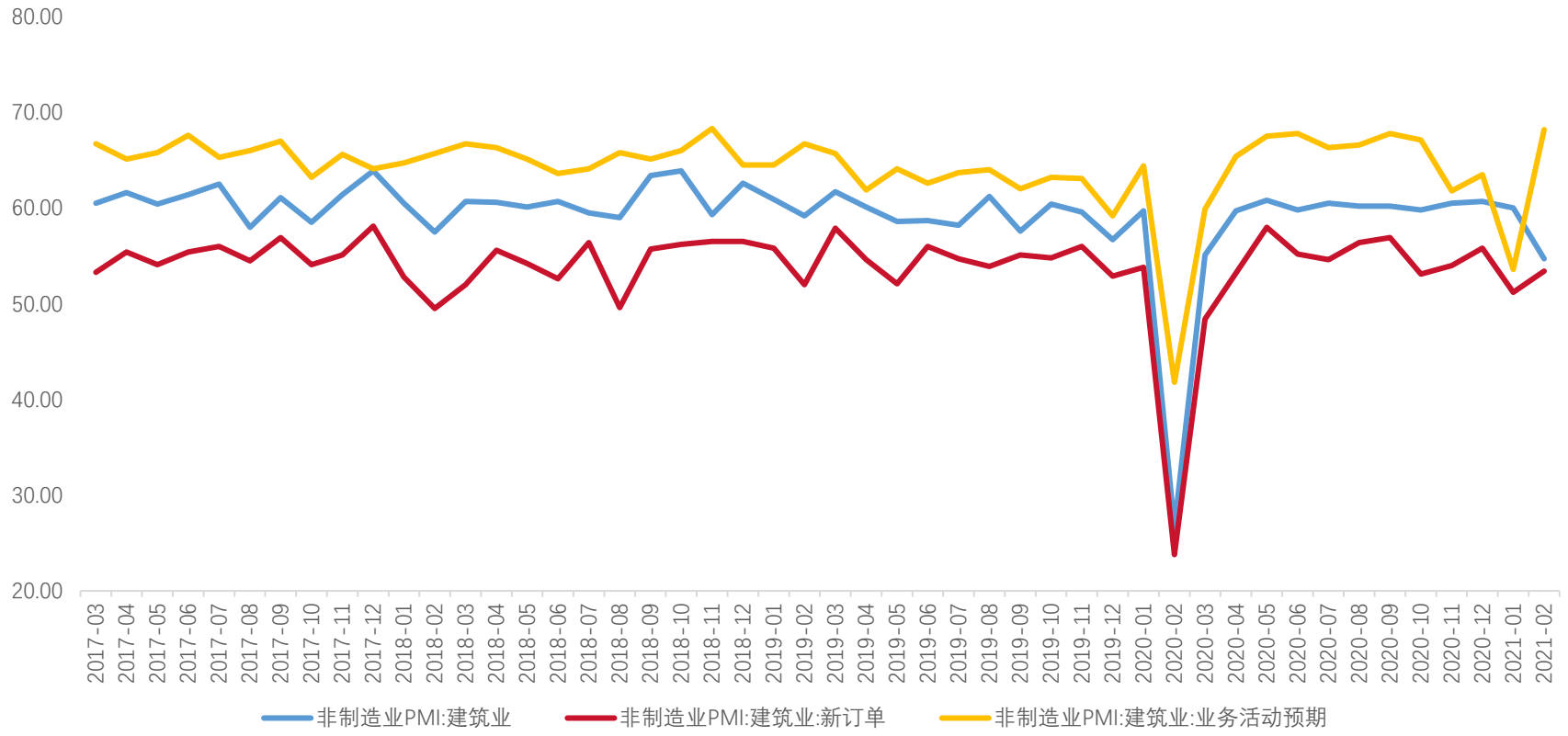
- 经济新动能指标持续向好，PMI新订单分项与生产分项的差值延续回升的趋势，表明企业面临的供需状况仍处于持续改善的状态
- 企业经营预期向好。本月企业生产经营活动预期指数升至59.2%，高于上月1.3个百分点。从行业情况看，通用设备、专用设备、汽车、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产经营活动预期指数均位于高位景气区间。部分调查企业反映，3月份将进入产销旺季，市场需求有望回升，企业对节后行业发展信心增强。
- 微观预期向好意味着2月很可能只是春节、疫后防控等特殊因素的压制。考虑到开年周边国家出口增速较高，2月高频数据也比较稳定，在全球“走出疫情”大背景下，我们对经济仍持偏积极判断。



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

春节之后建筑业预期向好

- 建筑业商务活动指数为54.7%，低于上月5.3个百分点，表明受春节假日及天气因素等影响，建筑业施工进度有所放缓。从市场需求和预期看，新订单指数和业务活动预期指数分别为53.4%和68.2%，高于上月2.2和14.6个百分点，表明近期建筑业市场需求有所增加，行业发展预期向好。

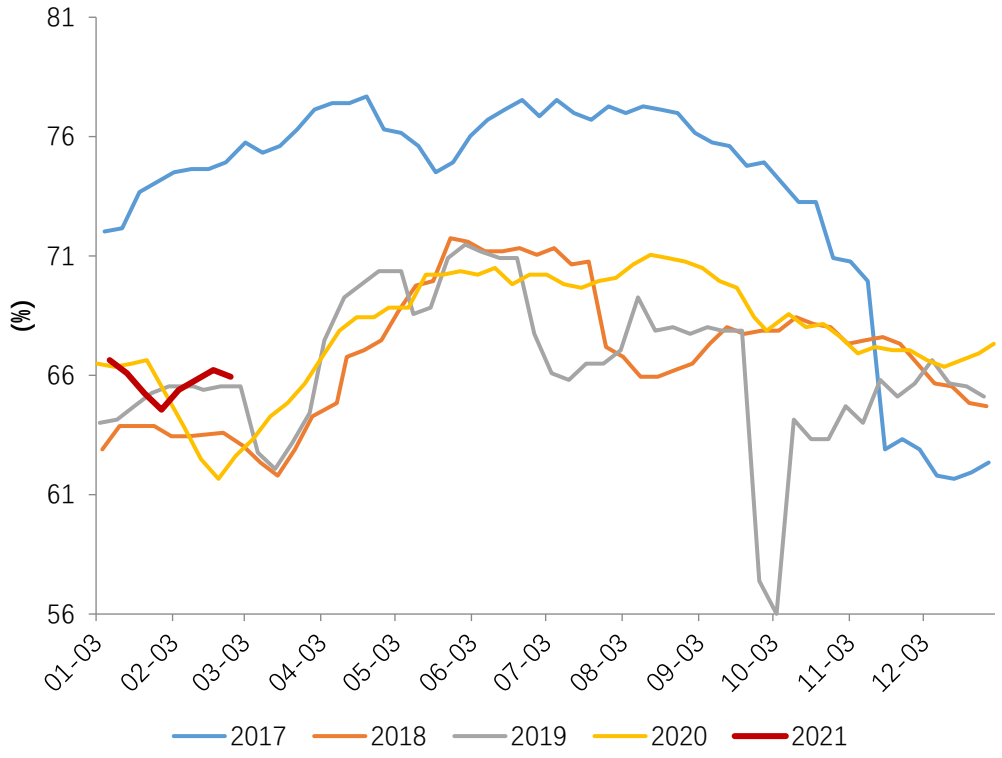


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

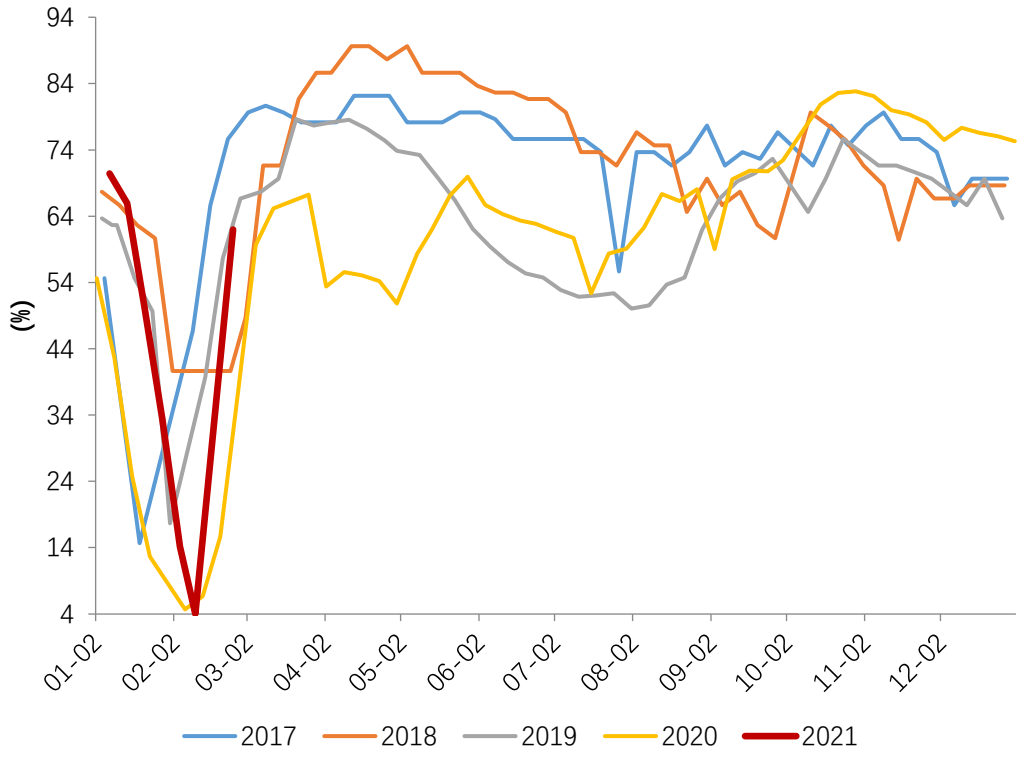
节后开工率快速回升（1）

- 截至2月26日，高炉开工率回到66.16%，回到今年1月初的水平；
- 截至2月26日，江浙地区下游织机的开工率回到62.32%，较2月10日的低点回升约58个百分点，当前的开工率水平约为年初的80%，整体上复工的速度较快。

高炉开工率(163家):全国



开工率:涤纶长丝:下游织机:江浙地区

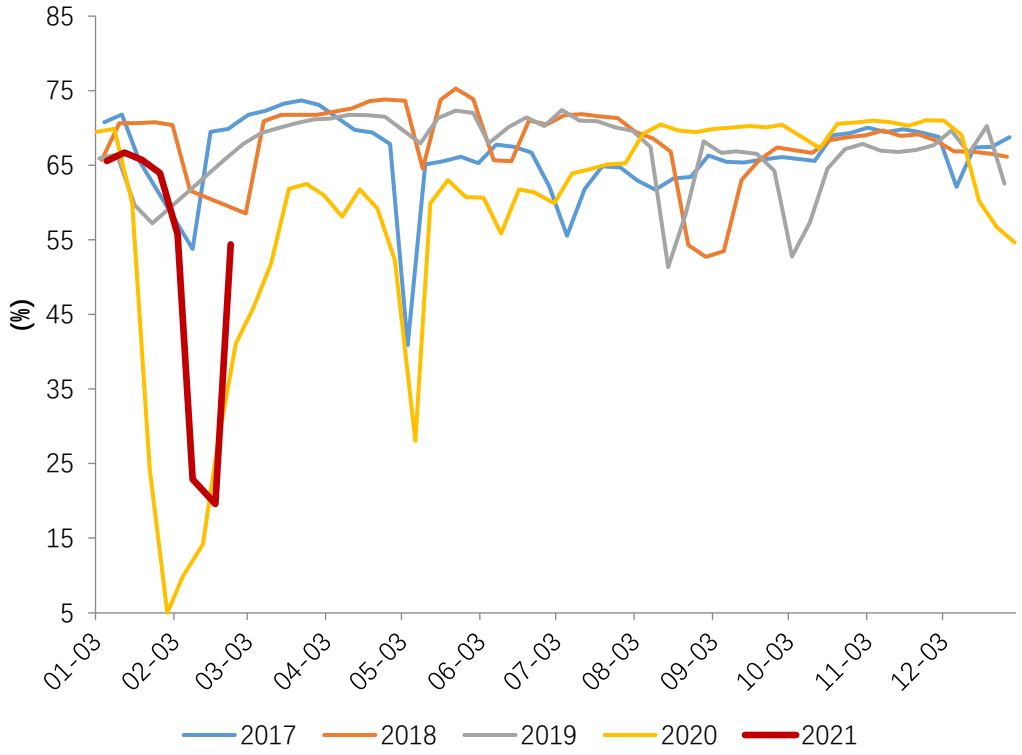


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

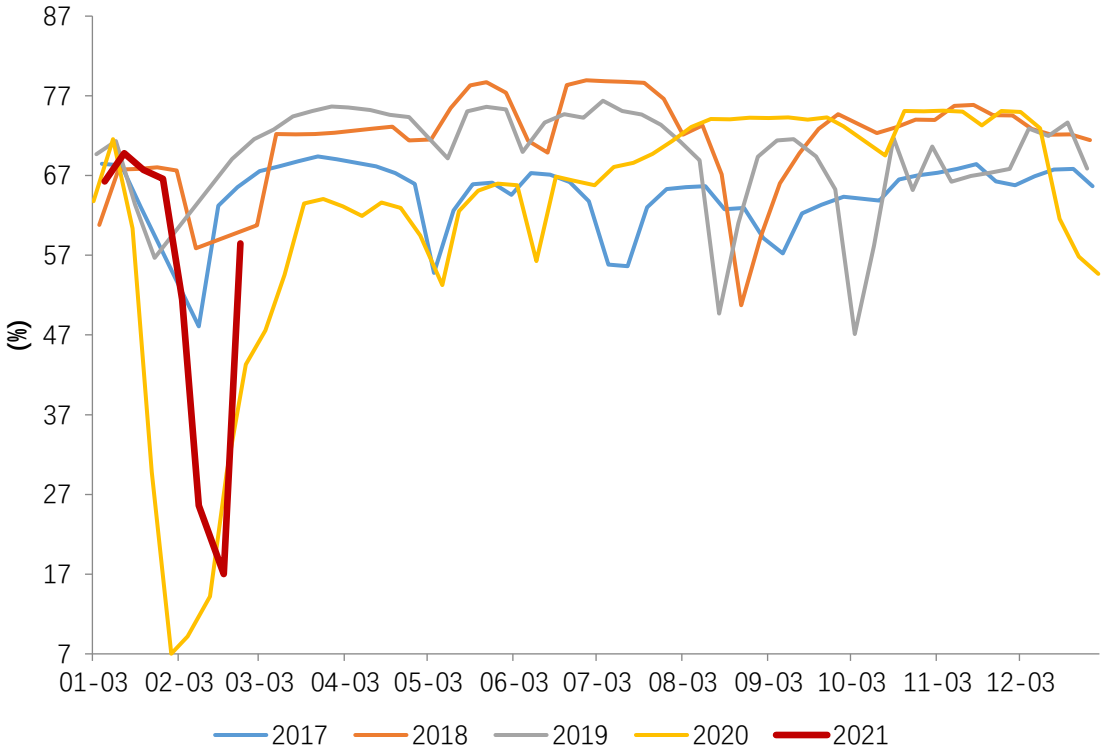
节后开工率快速回升（2）

- 汽车轮胎的开工率出现陡峭式上行，其中，截至2月25日，半钢胎开工率为54.66%，较2月19的低点上行约35个百分点；全钢胎开工率为58.73%，较2月19日的低点回升约41个百分点。

开工率:汽车轮胎:半钢胎



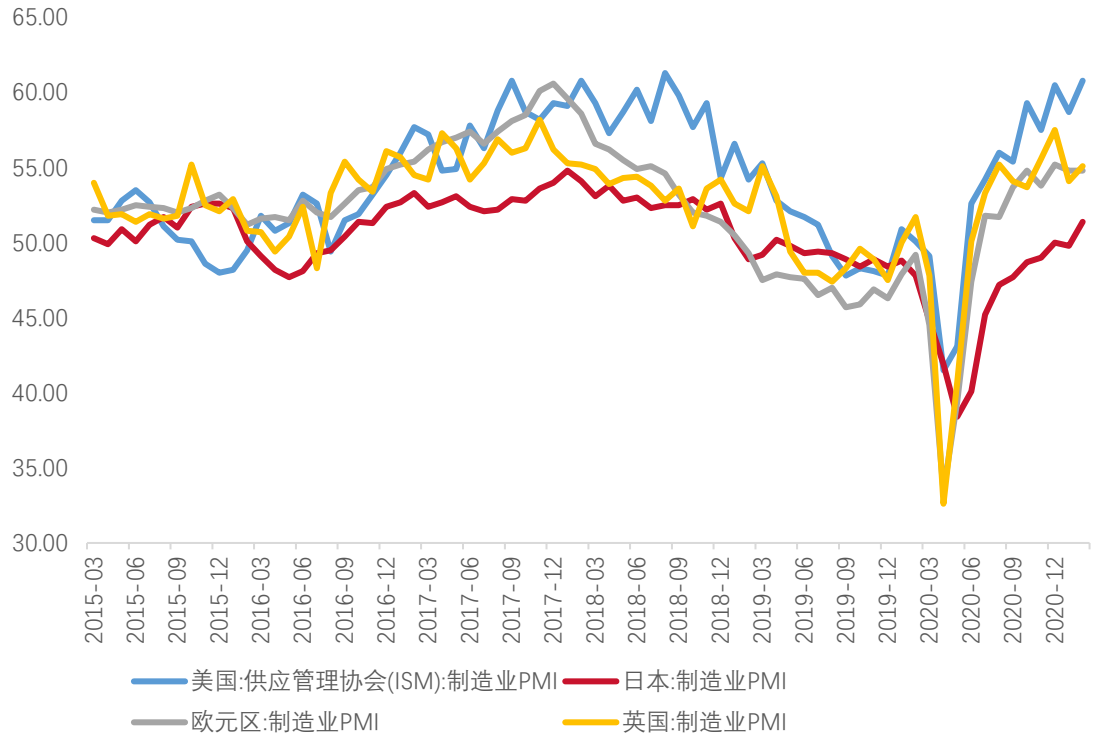
开工率:汽车轮胎:全钢胎

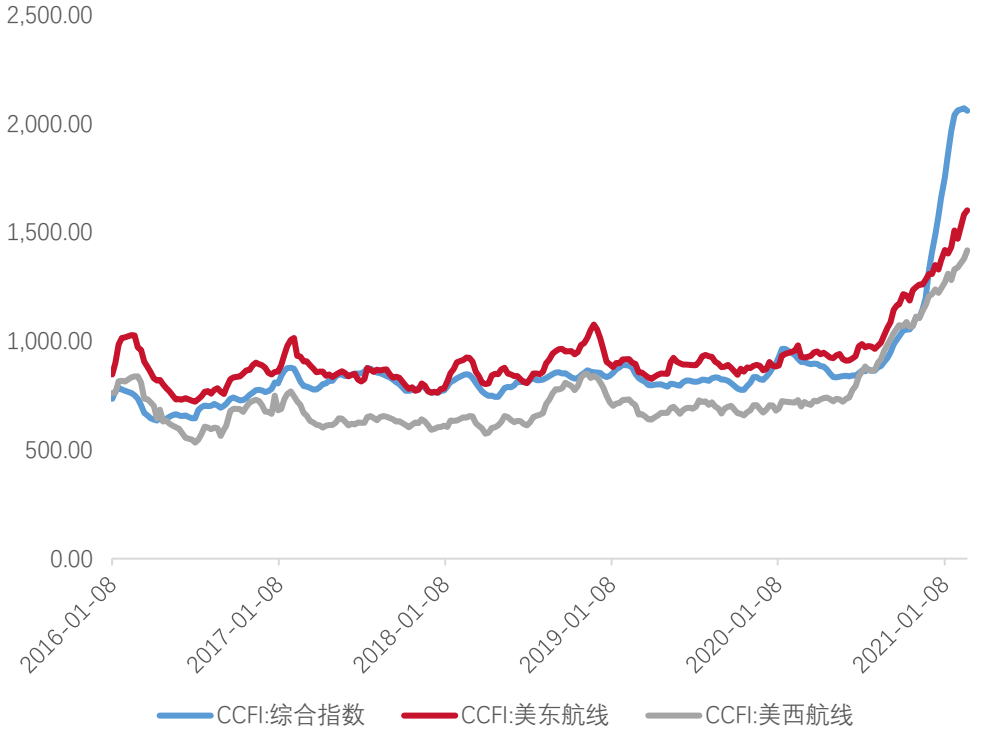


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

外需：海外经济的复苏支撑国内出口继续保持景气

- 随着疫苗的加快推进和疫苗的有效性，海外经济正在加快恢复，主要国家PMI指数持续抬升。2月份美国PMI指数高达60.08%。
- 与出口景气度关系密切的出口集装箱运价指数继续保持高位，到美国的航线的运价还在继续上涨，随着美国经济的加快恢复，进口的需求也在持续回升。

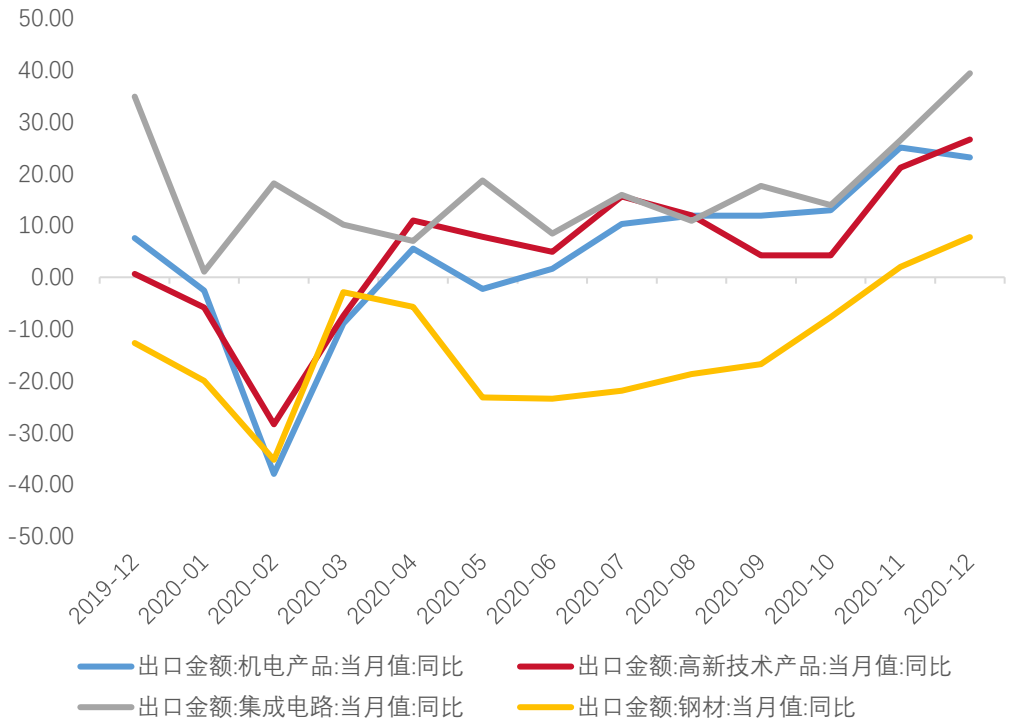


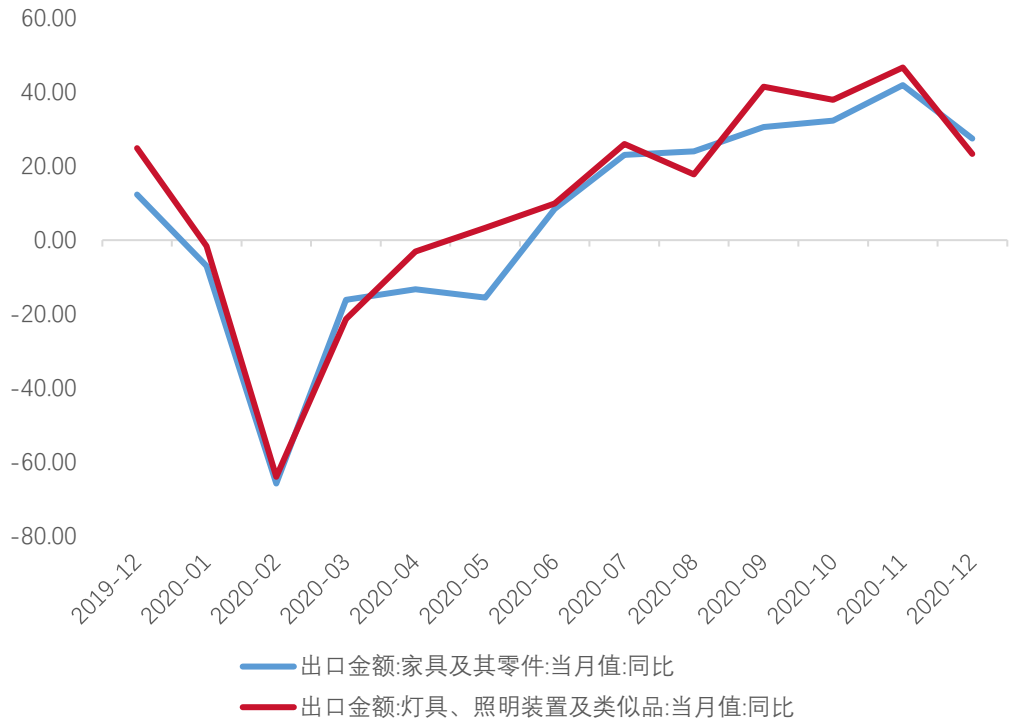


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

外需：出口的韧性仍较强，短期会继续保持高景气度

- 随着全球补库存和海外生产恢复，中国出口结构转向生产配套型，越来越向装备制造、上游核心零部件、原材料出口转移。
- 尽管产出环节有被替代的压力，但需求端的支撑还在：美国公布了1.9万亿财政刺激+美国地产周期。

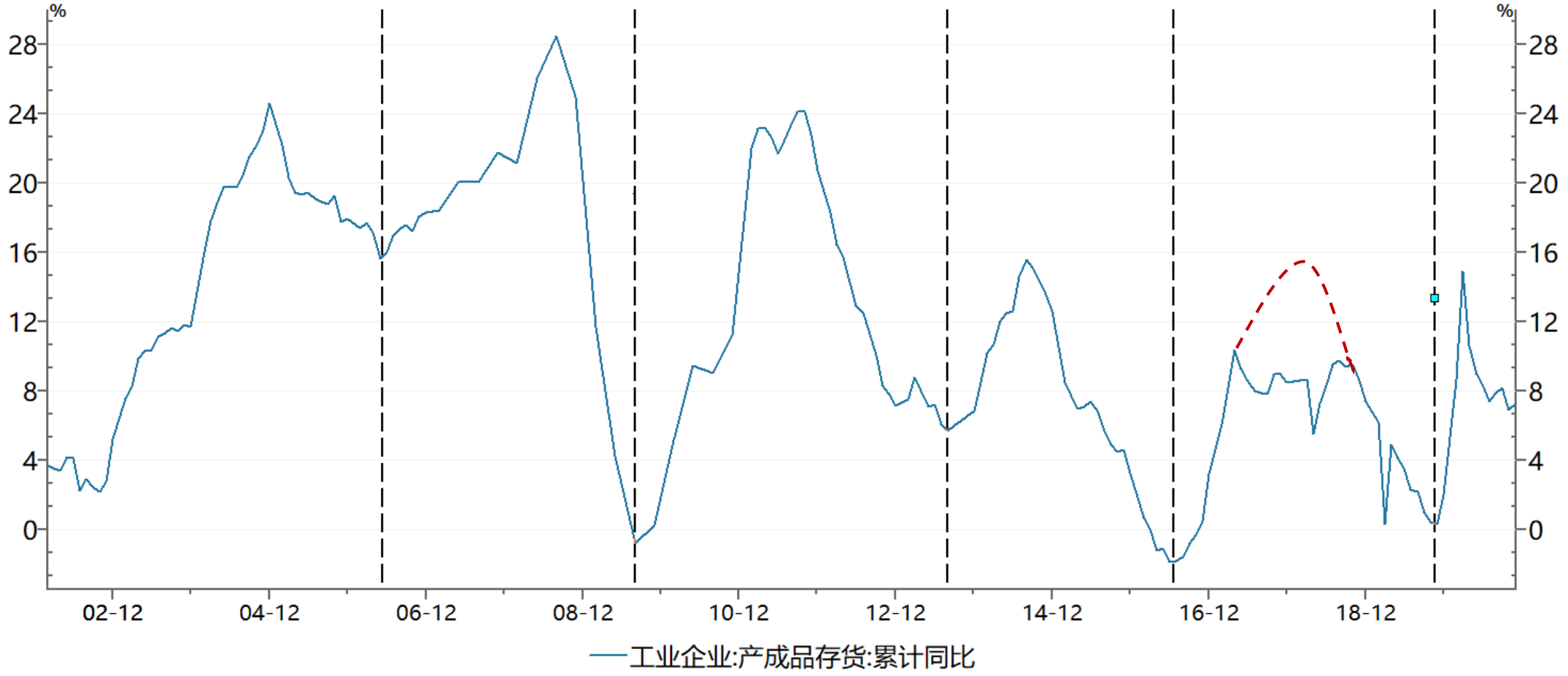




资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业：短周期视角-库存的回补周期

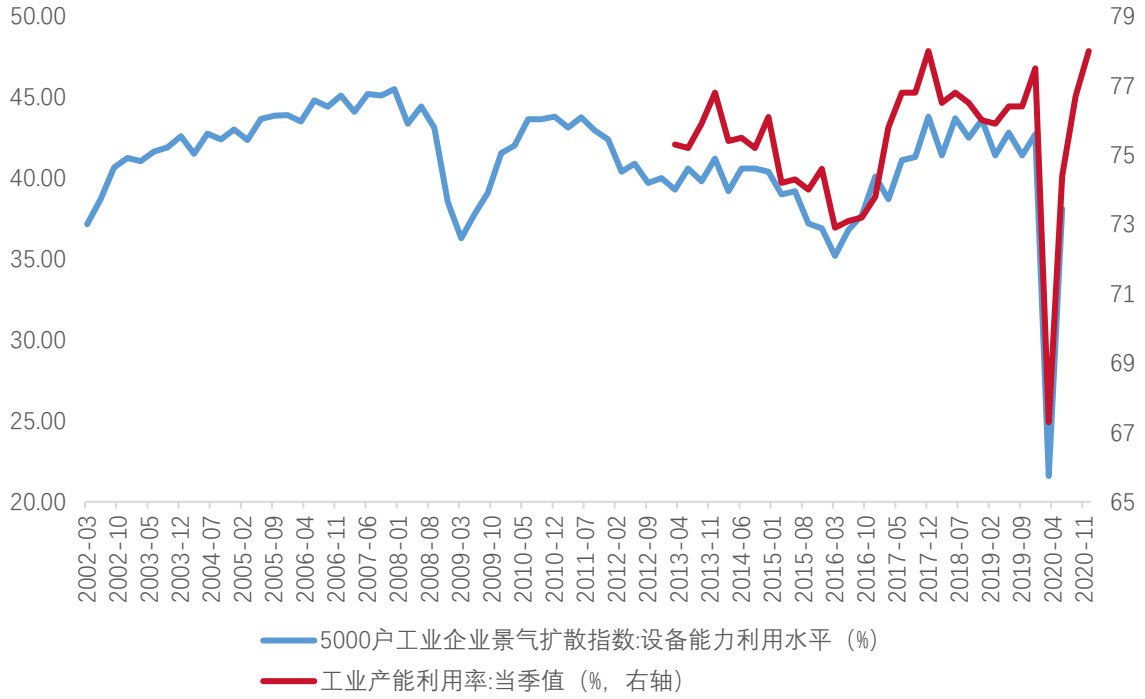
- 经过一轮去库存周期，当前企业处于低库存运行状态。受经济复苏所带来的需求侧拉动影响，工业企业或将迎来一波利润修复，利润回升叠加低库存状态，企业可能进入主动补库存的周期。

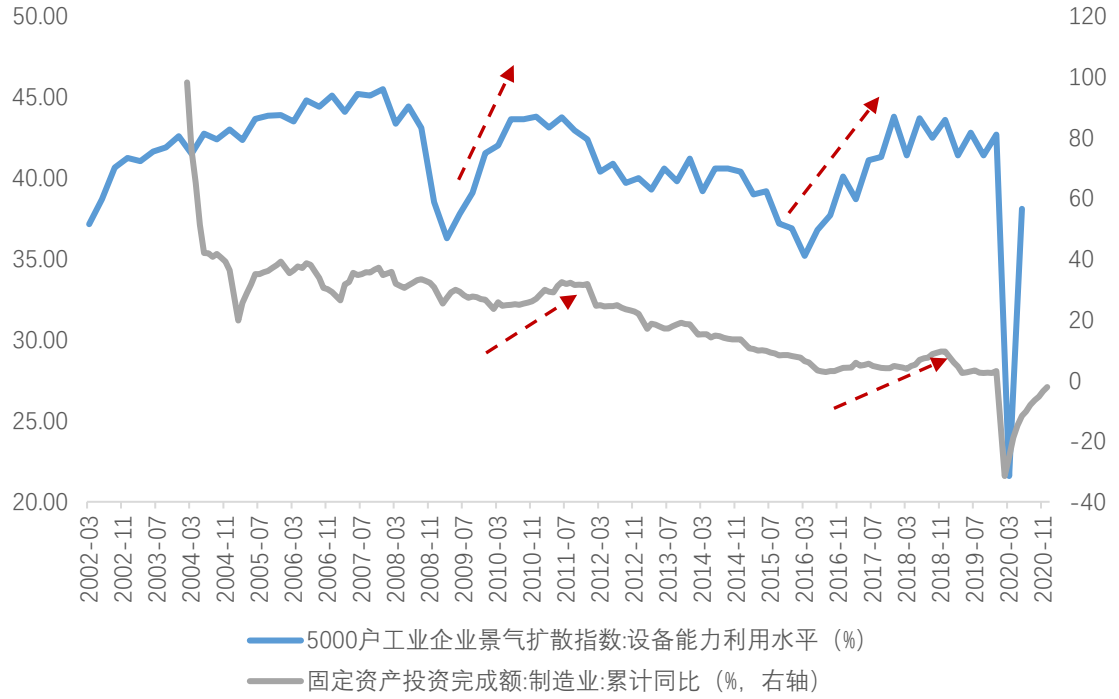


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业：长周期视角—新一轮产能支出周期可能开启

- 近10年来，经历了三轮产能出清，产能处于有效出清的状态：
  - ✓ 2011-2015年：金融危机后全球产能过剩，伴随着需求下行，市场约从2011年开始了自发而漫长的出清；
  - ✓ 2018-2019年：贸易摩擦、金融去杠杆下，经历了彻底而猛烈的出清；
  - ✓ 2020年：疫情意外冲击、需求短期冻结，再经历过度出清。
- 当下产能利用率高度饱和，四季度中国工业产能利用率达到78%，为近5年同期最高水平，中国制造业处于新一轮资本开支周期的起点。

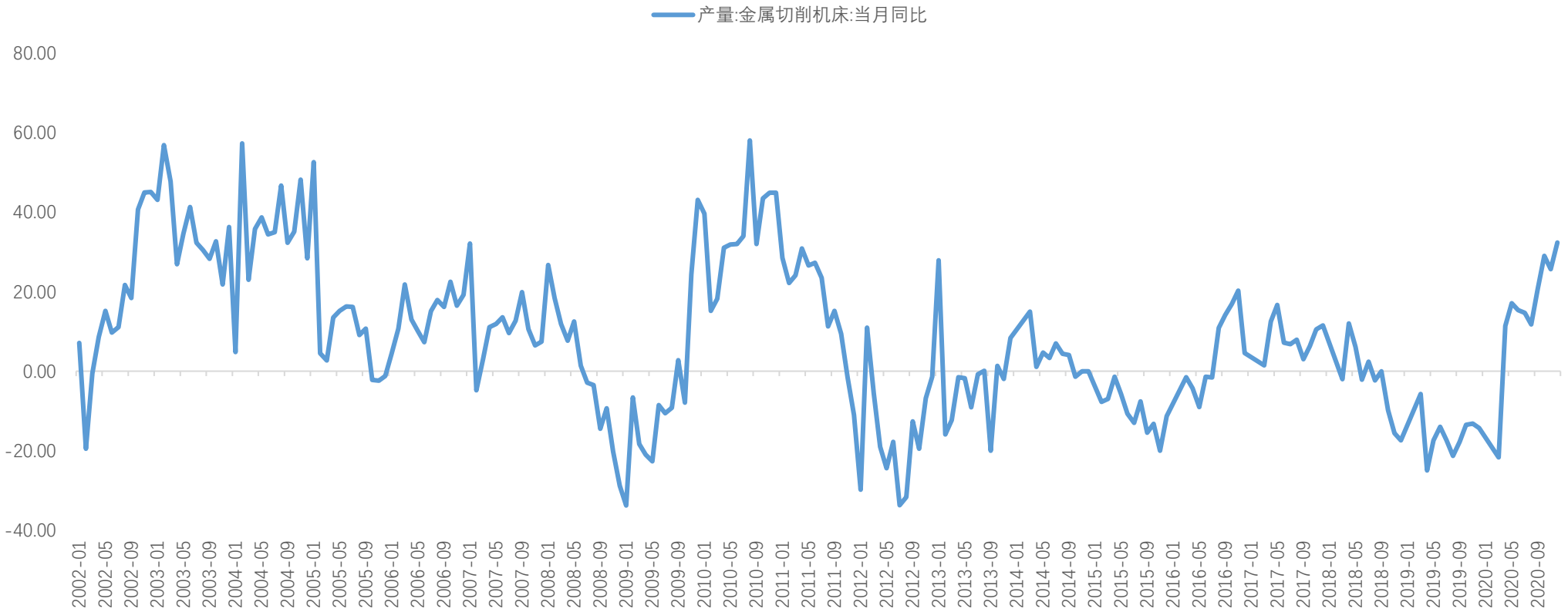




资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业：产能周期回升的一个证据

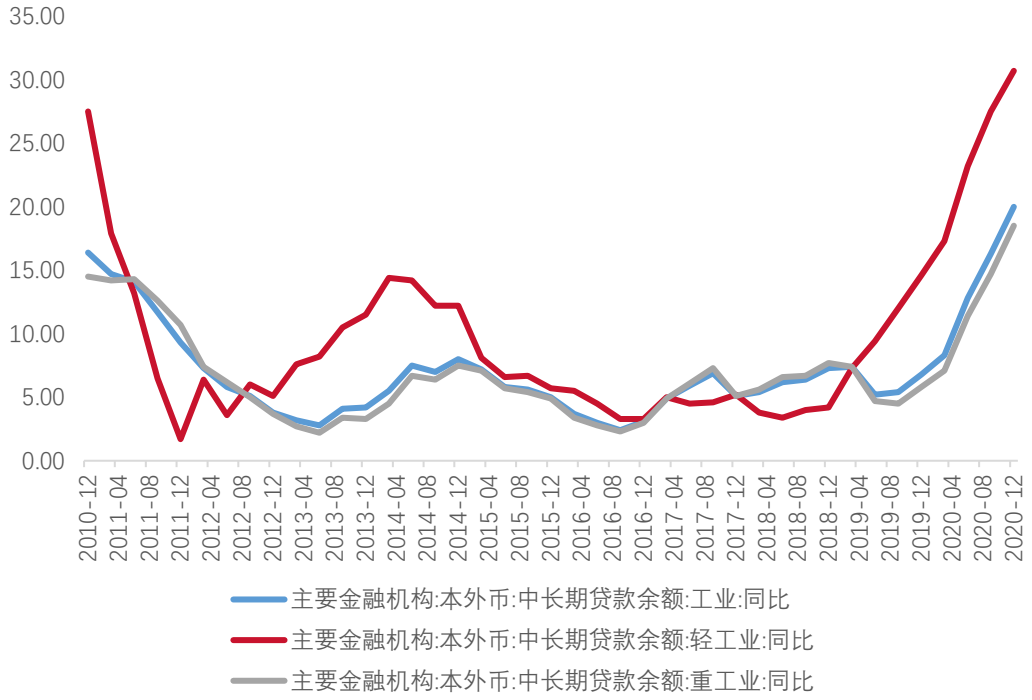
- 2020年机床产量增速的上行趋势非常陡峭，3月份增速曾低至负的21.7%，到12月份已攀升至正的32.4%。机床自然是用来增加制造业产能的。机床产量的快速回升对应着未来制造业新增产能的投入。
- 从历史上看，每次机床产量增速的陡峭上升都伴随着产能的大幅扩张，比如2002-2003年和2009-2010年。
- 从固定资产投资层面来看，上游重化工业和中游设备制造业投资同比都高达30%左右，也说明产能扩张的动能较强。

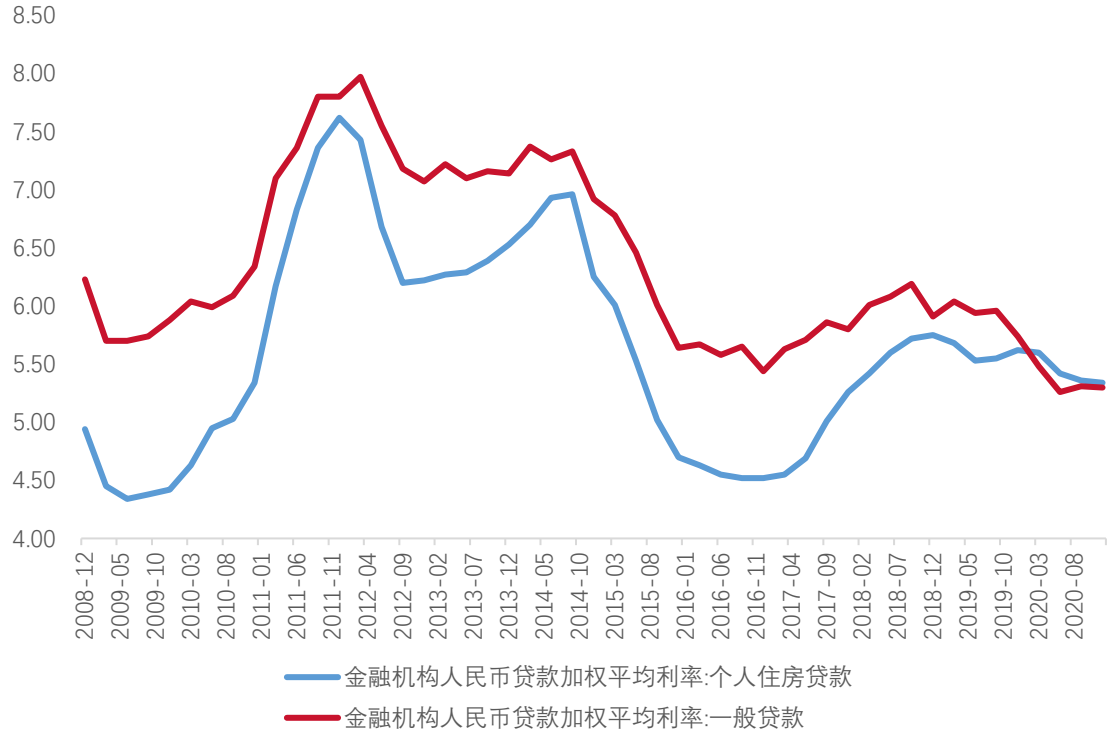


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业：政策和金融的支持力度较大

- 金融对于制造业的支持力度持续保持较高力度，货币政策要求“确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”；
- 例证1：2020年四季度，投向工业领域的中长期贷款余额同比增速高达20%，创十年来新高；
- 例证2：2020年开始，政策引导下，一般贷款的贷款利率已经低于个人住房贷款利率，实体的融资的融资成本明显降低。同时银行信贷中涉房贷款的比例也有了明显的回落。

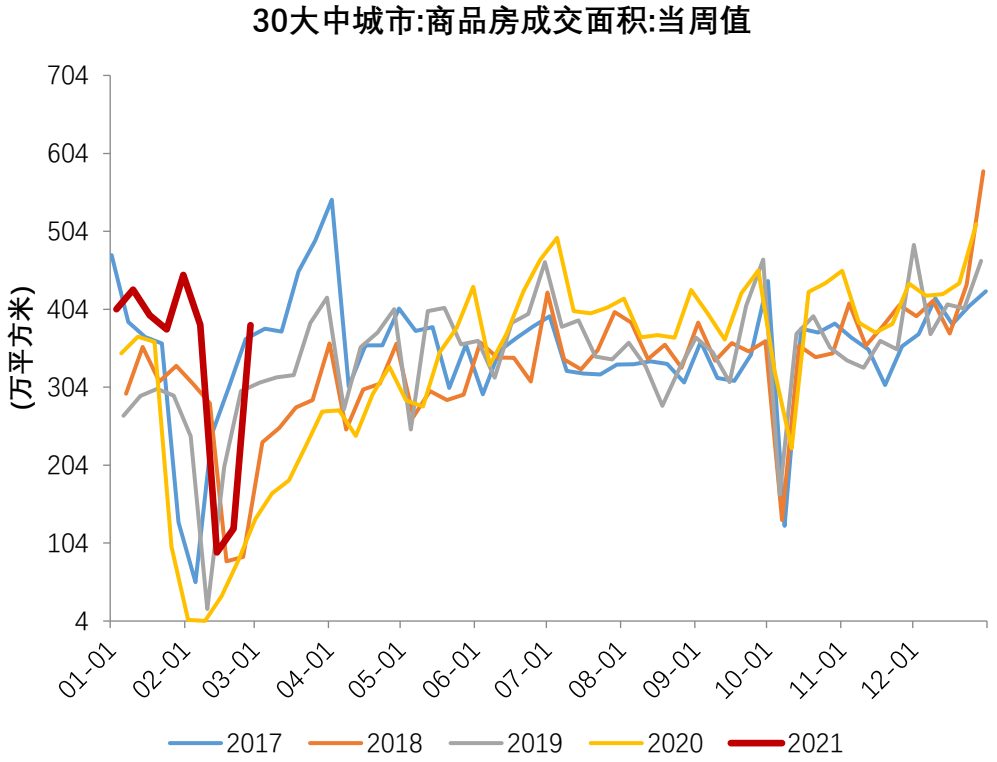


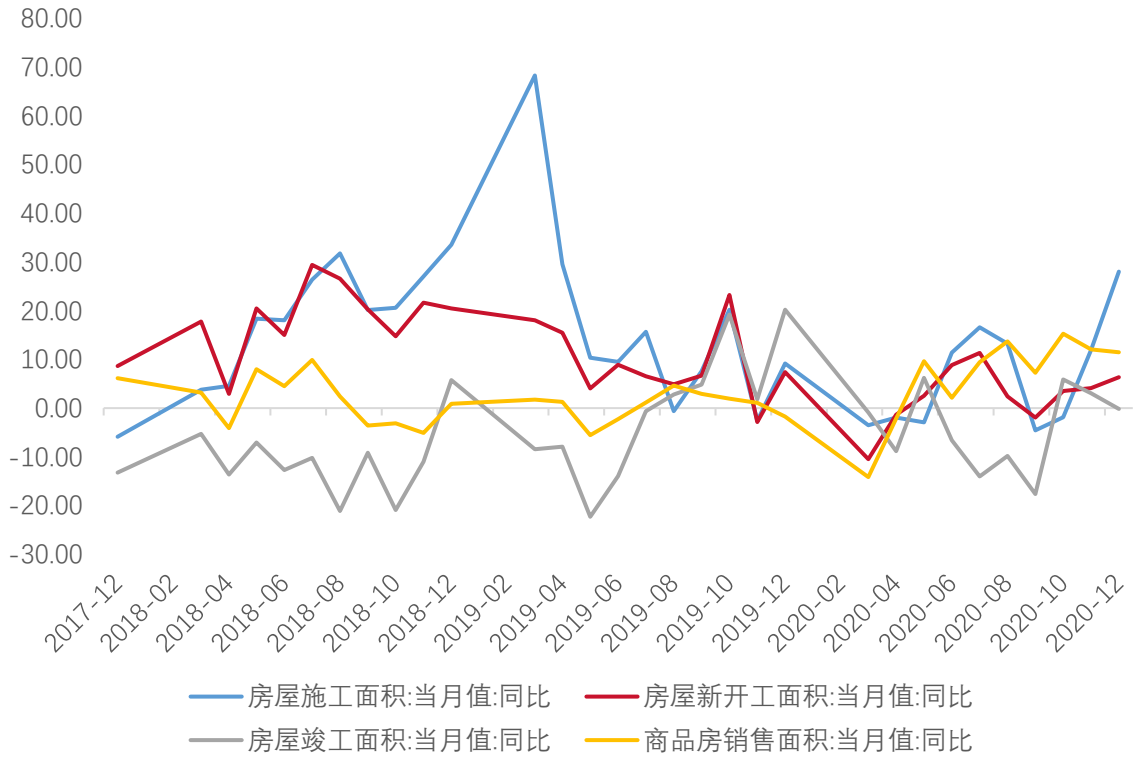


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

房地产：短期仍有“韧性”，“三条红线”监管下投资强周期将迎来拐点

- 短期来看，地产销量仍处于高位，2020年12月份商品房销售面积同比增速为11.5%，依然保持在较高的位置。春节之后，30城大中城市商品房成交面快速回升，目前已经接近1月初的水平，地产的销售持续保持景气状态。
- 终端销量的景气背景下，新开工、施工也保持了一定的“韧性”。
- 中长期视角来看，监管对于房地产的监管进一步收紧，**“三条红线”+房地产贷款集中度管理，房地产投资强周期在后续将迎来拐点；**





资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

房地产：竣工周期有望回升

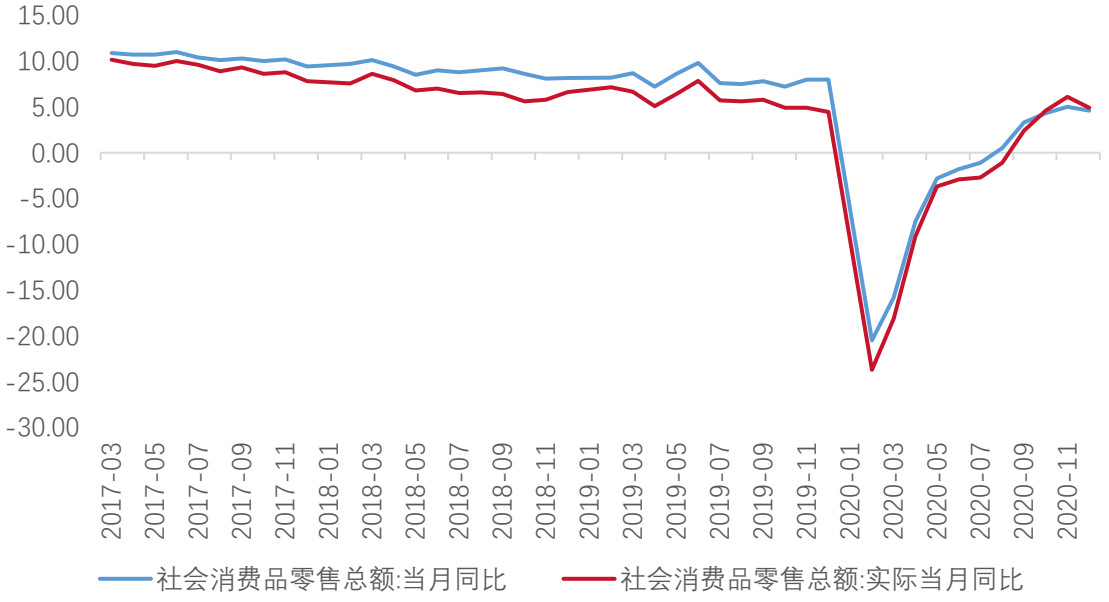
- 前期高周转策略造成的交房压力将驱动竣工周期的回升，建安投资对地产投资的拉动作用增强。房地产开发建设需要一定的周期，所以历史上看新开工数对竣工数有一个明确的传导效应，但从2016年-2017年新开工数据却和2018年-2019年的竣工数据发生了背离，原因可能是部分房企受到“资本寒冬”的影响拉长了销售到竣工的时间，未来随着工程陆续完成，预计会带来一段时间的竣工回暖。
- 当前，与房地产竣工关系密切的浮法玻璃的价格在2020年5月份探底后持续回升，并创2009年以来的新高。

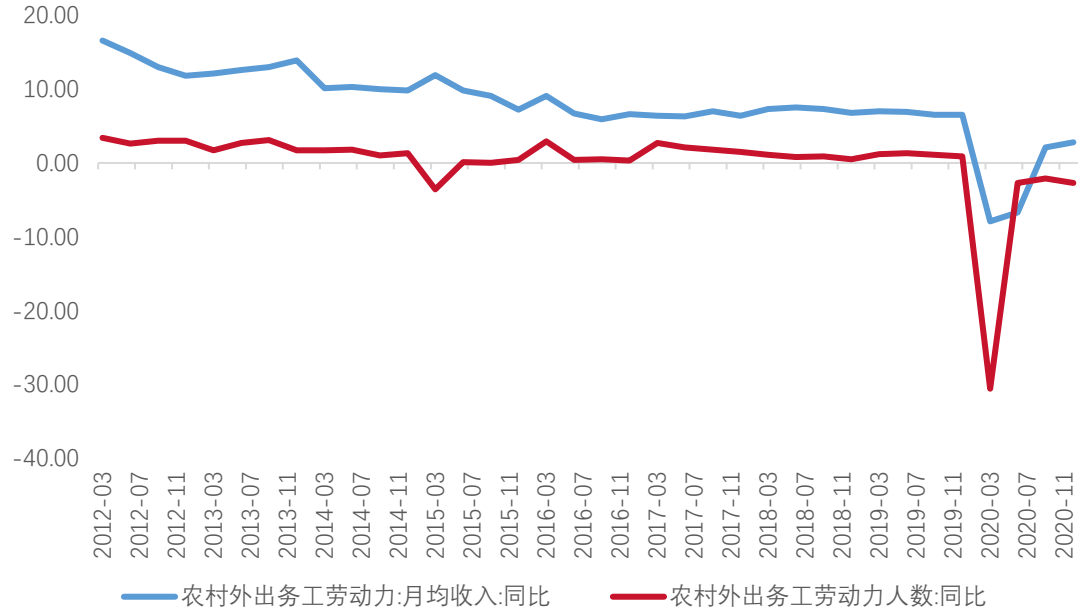


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

消费：服务业和小企业的恢复滞后对消费有一定的制约

- 疫情影响下，消费的恢复也相对偏慢，社会消费品零售总额同比增速从今年前2个月的-20.5%反弹至11月的5%，12月社会消费品零售总额同比增4.6%，比前值有所回落（前值增5.0%）。由于12月价格有所上涨。实际社零同比增速回落幅度更高，从上月6.1%回落至4.91%，回落幅度达到1.2个百分点（名义社零回落0.4个百分点）。
- 消费数据仍远低于8-9%的潜在增速。
- 核心原因在于，小企业和服务业在疫情之后恢复的比较滞后，而小企业和服务业又是承担大量就业的部门，所以居民的就业和收入恢复的较慢，制约消费。农民工的月均收入和外出务工人数与正常年份相比仍有比较明显的差距。

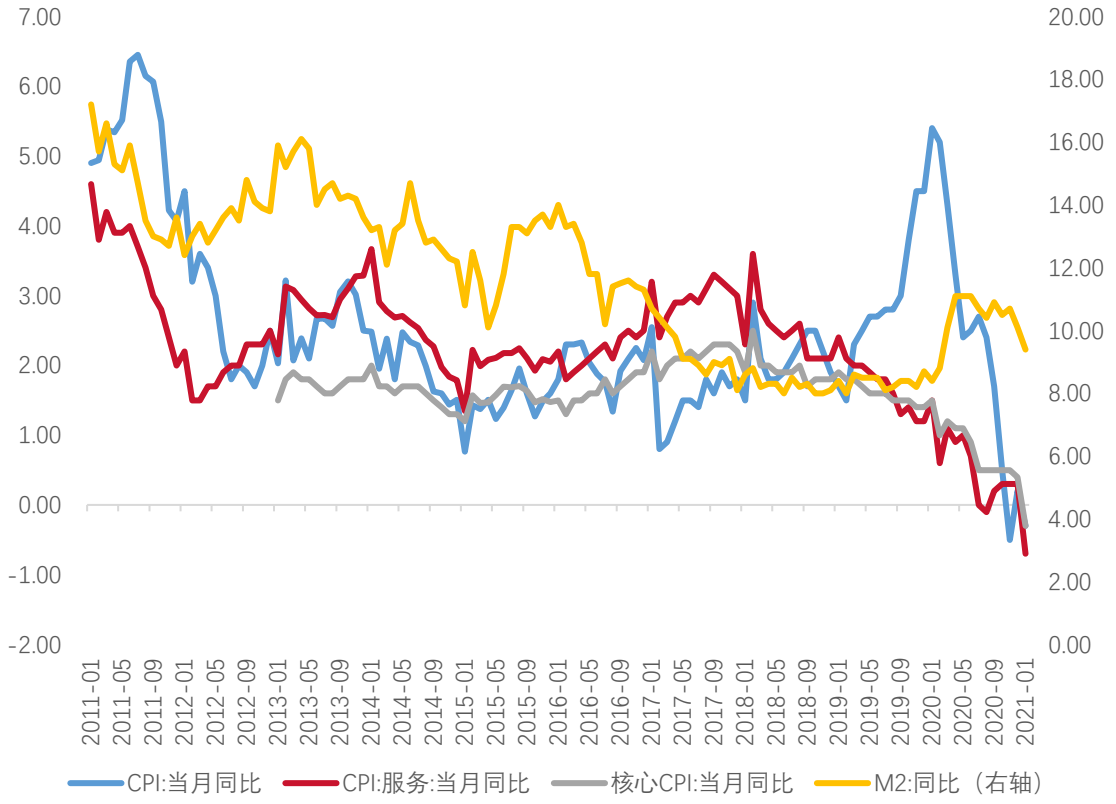


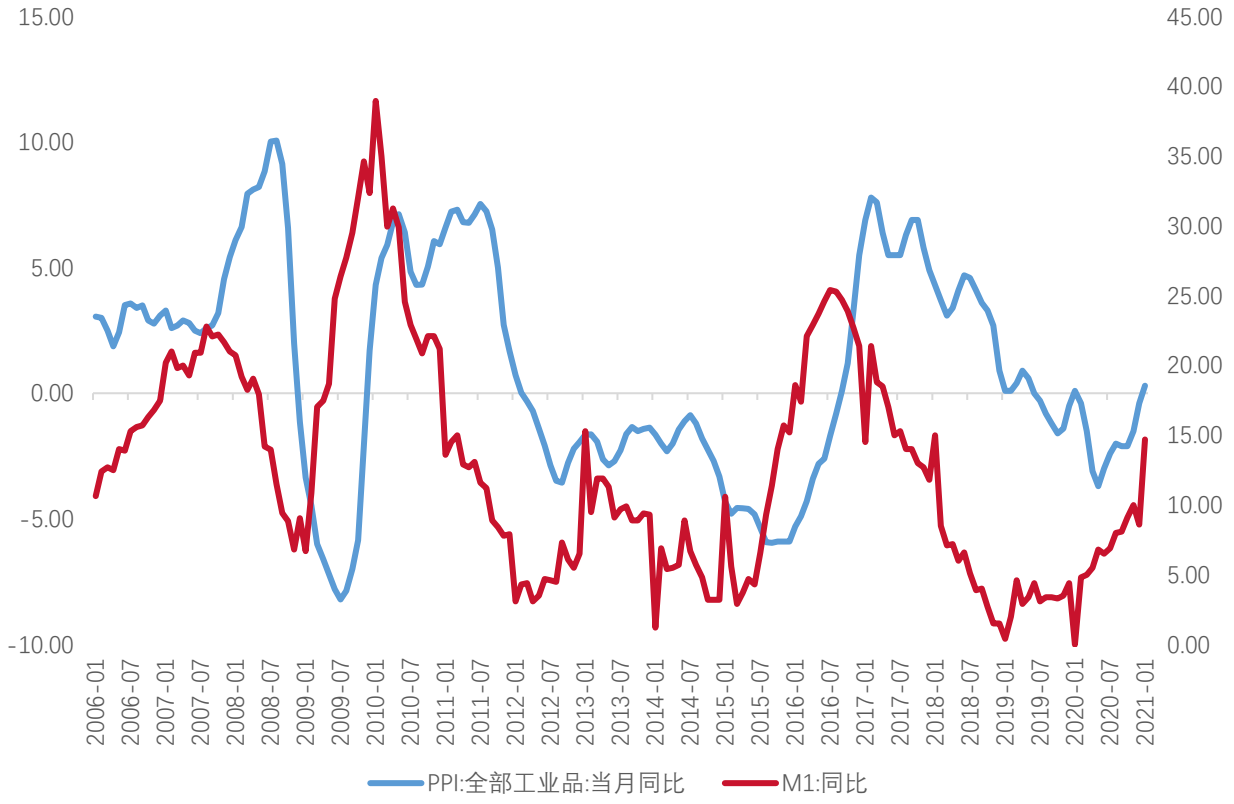


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

通胀：CPI保持温和，PPI有上行动力

- CPI：总需求还难以膨胀+经济潜在供给能力未受疫情过度破坏；
- PPI：全球经济重启+宽松的货币推动商品价格+石油等大宗商品价格有底部反弹的可能。



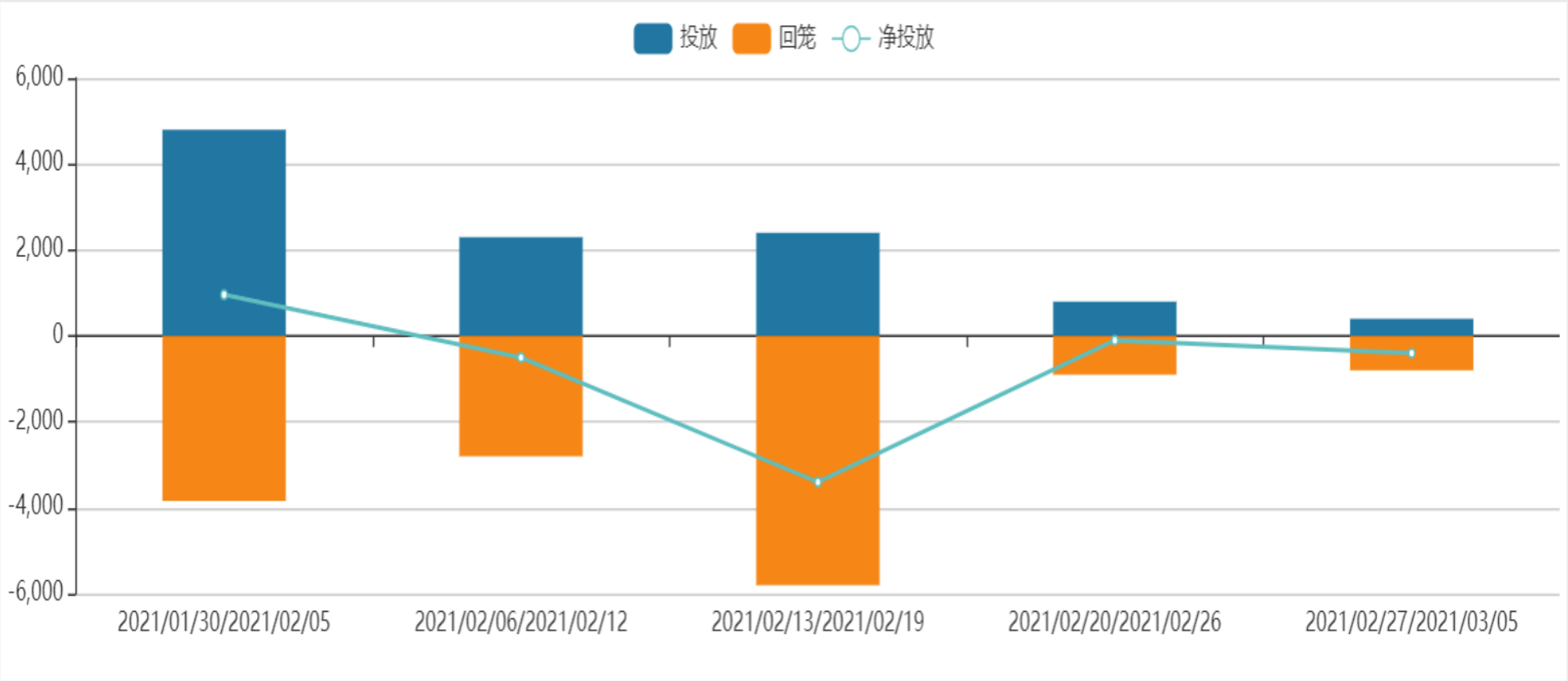


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

央行保持“流动性短缺”的操作框架

华宝证券 HWABAO SECURITIES

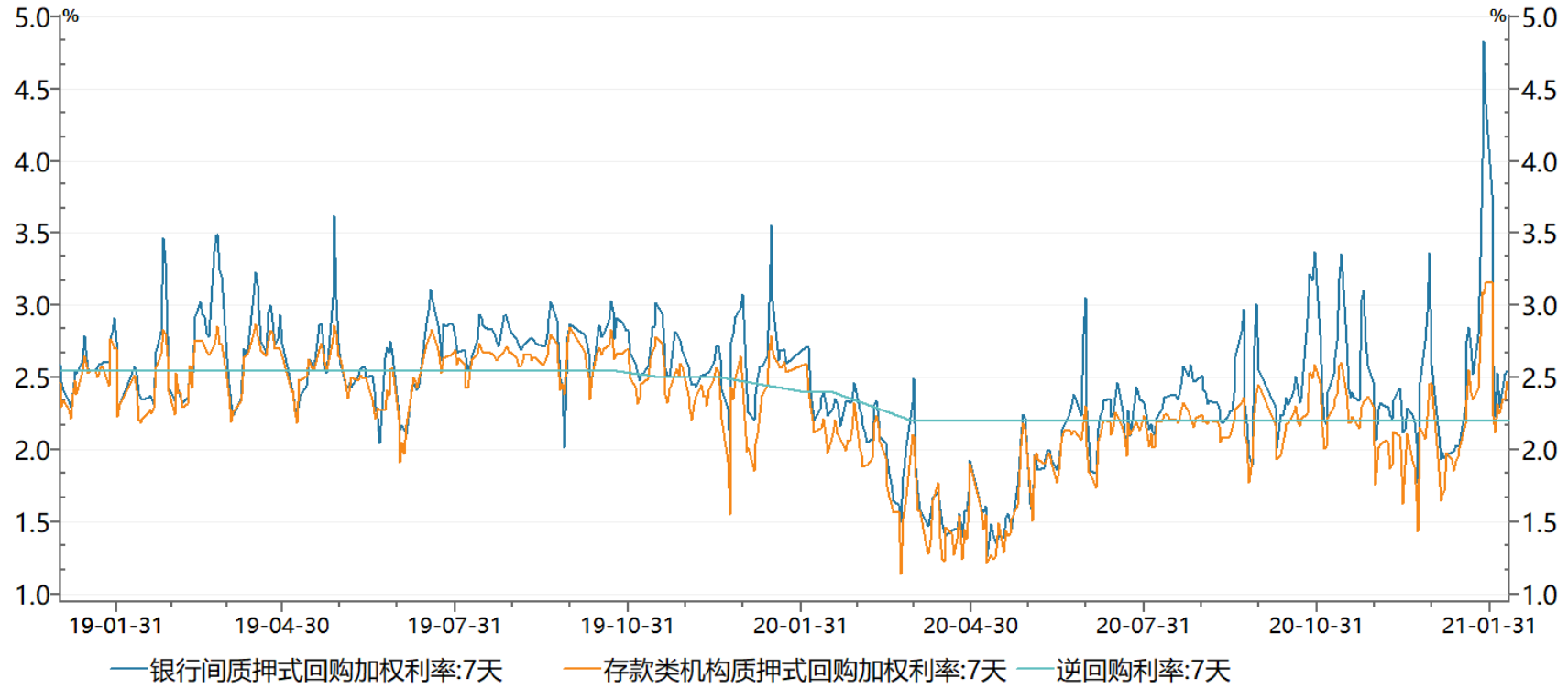
- 央行保持资金面维持中性略偏紧的状态，央行削峰填谷，MLF缩量续做，节前资金面经历了大幅的收紧，春节后央行公开市场继续大额净回笼，但是资金面较为宽松。



中期资金面紧平衡的概率依然较大

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 后续来看，央行可能继续保持“流动性短缺”的操作框架，中期资金面紧平衡的概率依然较大，央行报告也对公开市场操作进行了解释：“判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场7天逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量。体现当前的资金面基本符合央行合意的资金利率水平，资金利率将围绕公开市场利率运行
- **后续重点关注OMO和MLF等政策利率的变化。**



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观环境

- ✓ 经济总体情况
- ✓ 产业链运转全景图
- ✓ 细分耐用品行业产业链运转位置分布
- ✓ 美国货币&财政政策推演

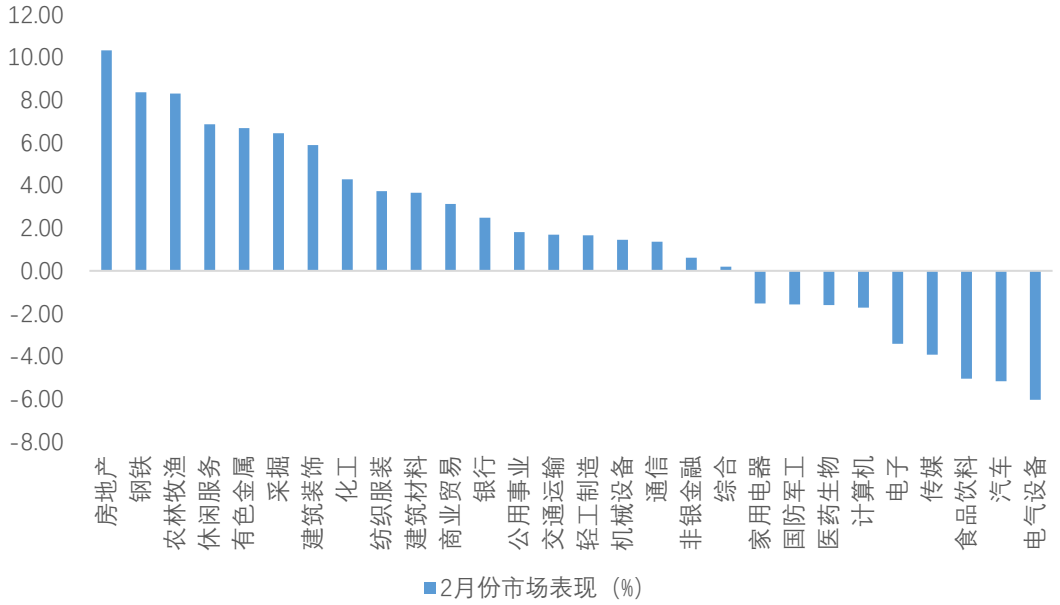
03 美国资本市场展望

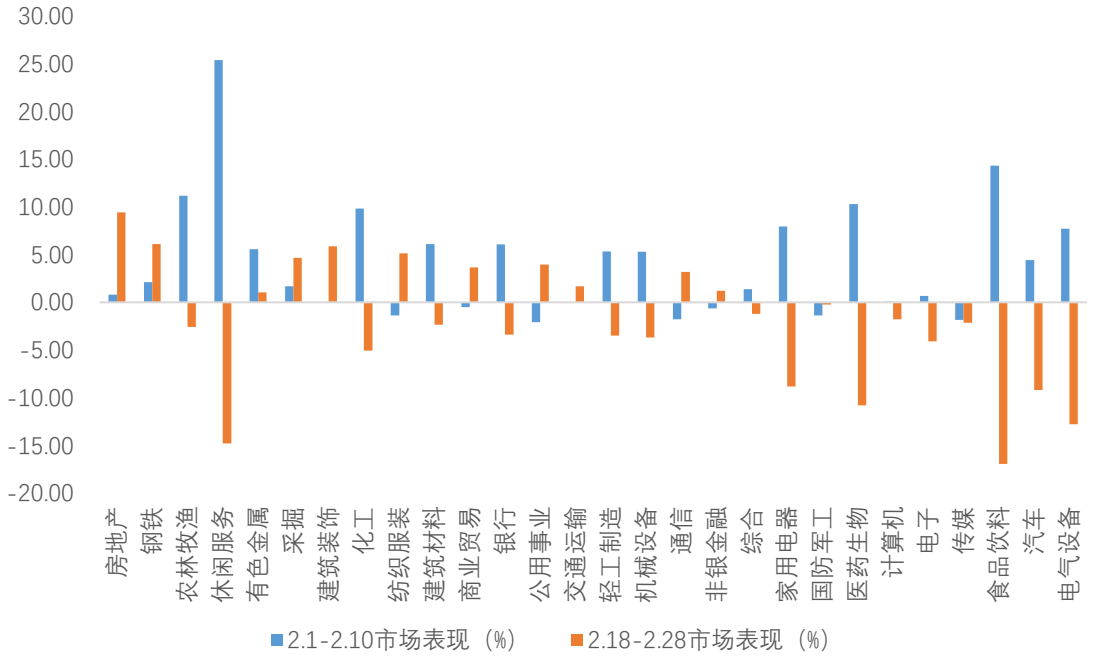
04 国内宏观经济环境

05 国内资本市场展望

2月份A股市场回顾：总体呈倒“V”型，结构分化

- 2月份的A股市场整体呈倒“V”型，走势转折的节点是春节假期，春节前，指数呈上涨的趋势；春节后，受美债收益率快速上行的影响，上证指数、沪深300、创业板指等宽基指数出现单边下行行情，尤其创业板指出现了大幅调整，创业板指单月下跌6.86%。
- 从行业涨跌幅来看，2月份申万一级行业整体涨多跌少，涨幅领先的行业分别有房地产、钢铁、农林牧渔、休闲服务、有色、采掘、建筑装饰，涨幅均在5%以上，涨幅居前的行业绝大多数为顺周期以及出行消费行业，跌幅居前的行业有电气设备、汽车、食品饮料等，均为前期涨幅较大，估值处在高位区间的行业。
- 节前和节后，A股结构出现了明显的变化，节前大幅上涨的休闲服务、食品饮料、医药生物、电气设备、家电等板块在节后出现快速的调整。而节前相对弱势的房地产、钢铁、建筑装饰等行业则在节后出现了明显的上涨，市场开始关注通胀交易。

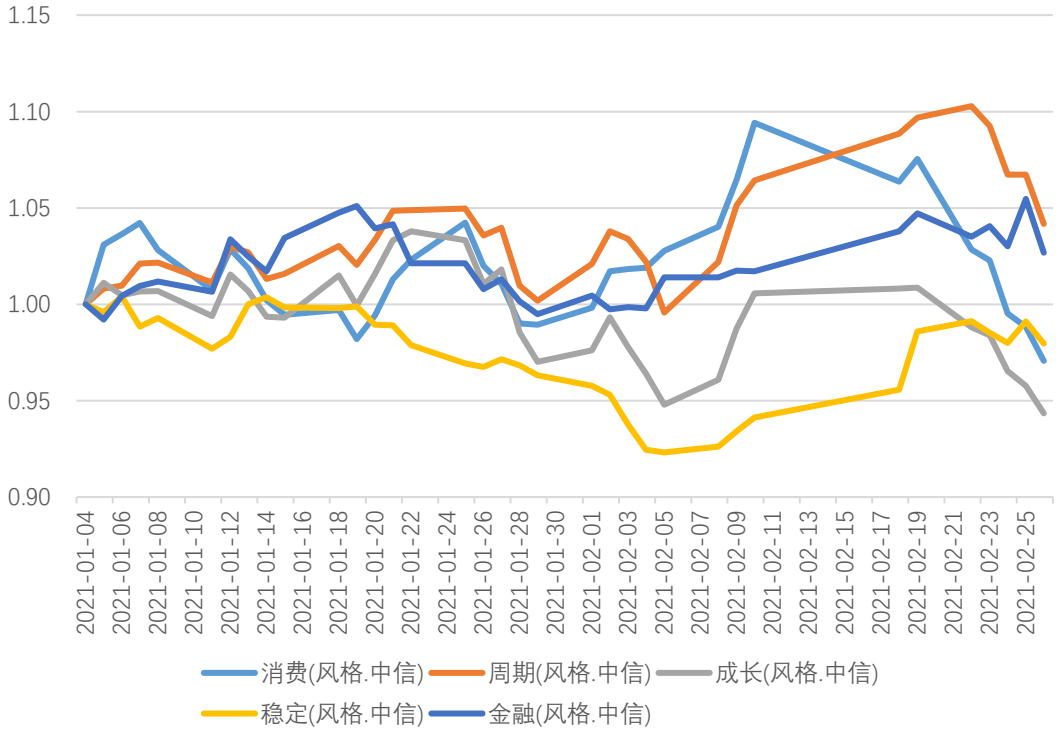


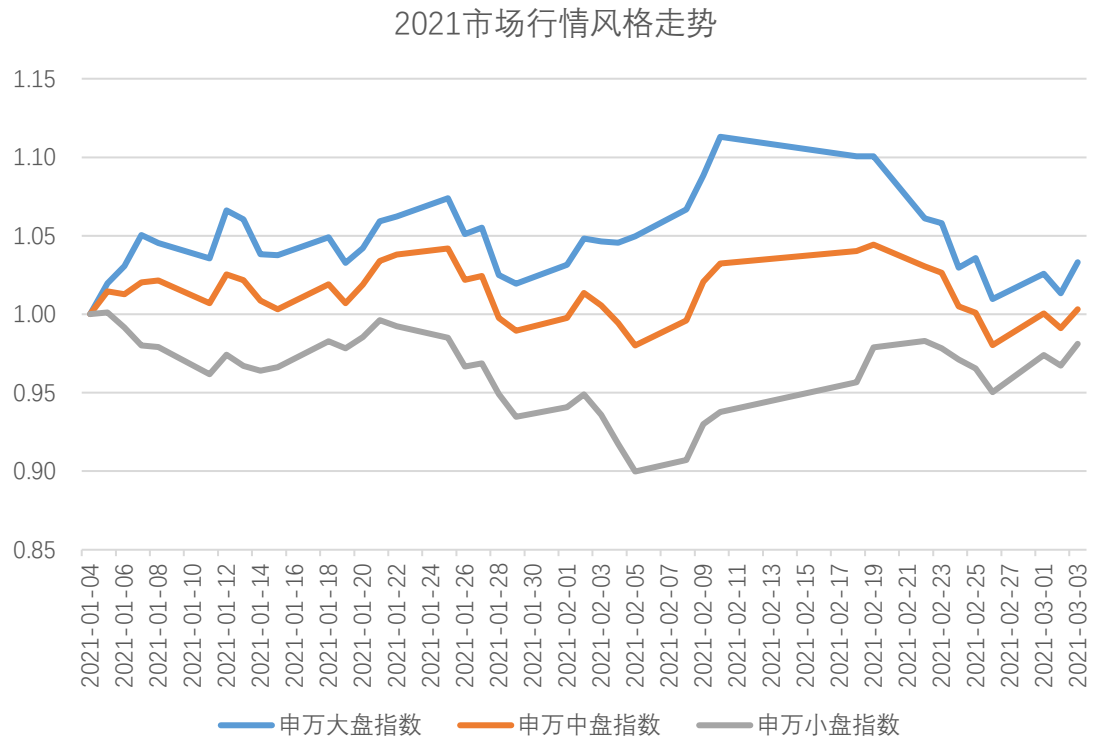


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2月份A股市场回顾：春节之后A股风格出现了明显的变化

- 从风格来看，之前相对强势的消费、成长板块在春节之后出现了明显的调整。而此前相对弱势的稳定、周期、金融板块在节后表现的相对强势。
- 从市值来看，此前滞涨的小盘股在春节之后表现强势，而大盘股则出现了明显的调整。
- 对无风险收益率上行的担忧，导致依托贴现长久期类的标的估值大幅下杀，消费、医疗服务等大市值龙头，恰好是这类资产的典型代表。

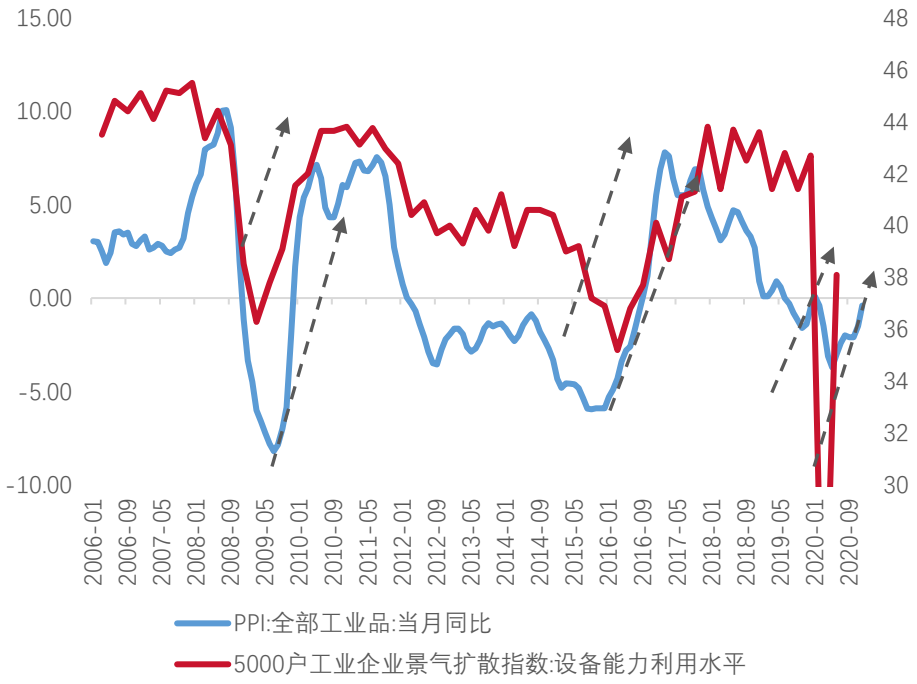


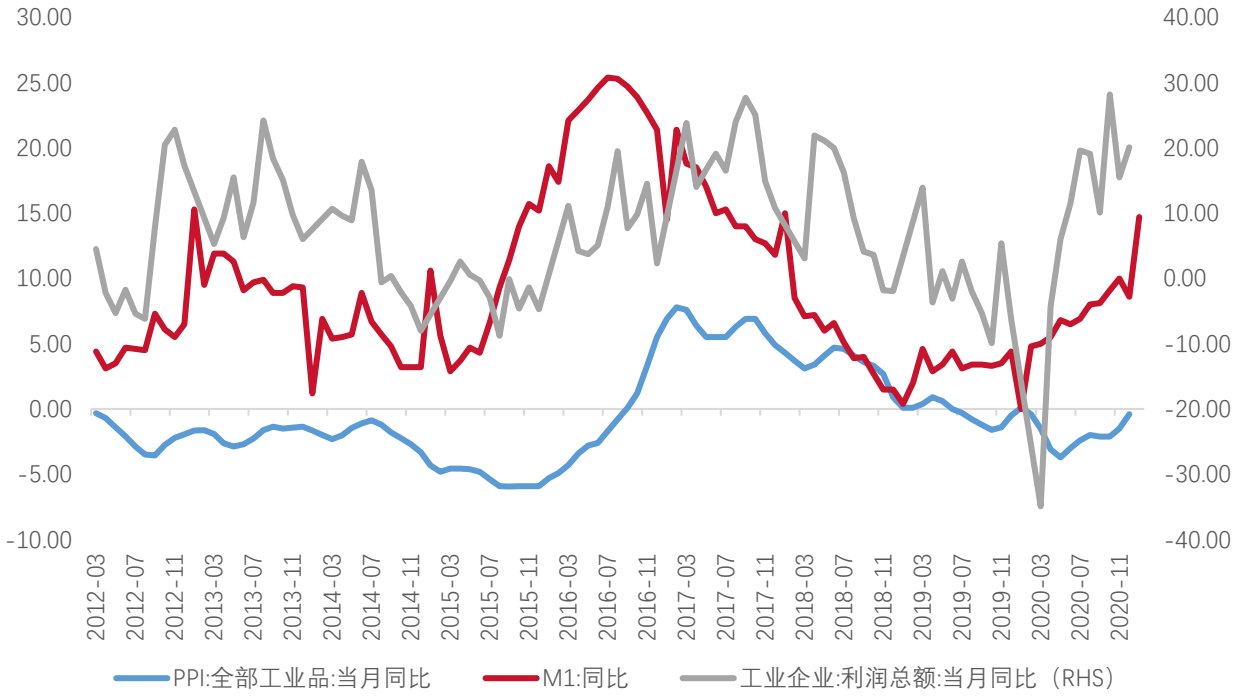


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

基本面：企业盈利持续回升的趋势不改

- 随着疫苗在全球的推广，疫情有望逐步平息，全球的供给和需求将加快恢复，有望出现全球供需扩张的共振。
- “需求改善→产量回升→产能缺口扩大→量稳价升→企业盈利加速回升”的传导链条保持顺畅。
- 领先指标M1已经连续回升12个月，预计当前处于低位的PPI将很快迎来探底回升。
- 2021年，顺周期的逻辑比较通畅，预计上市公司的利润和ROE将会出现明显回升。

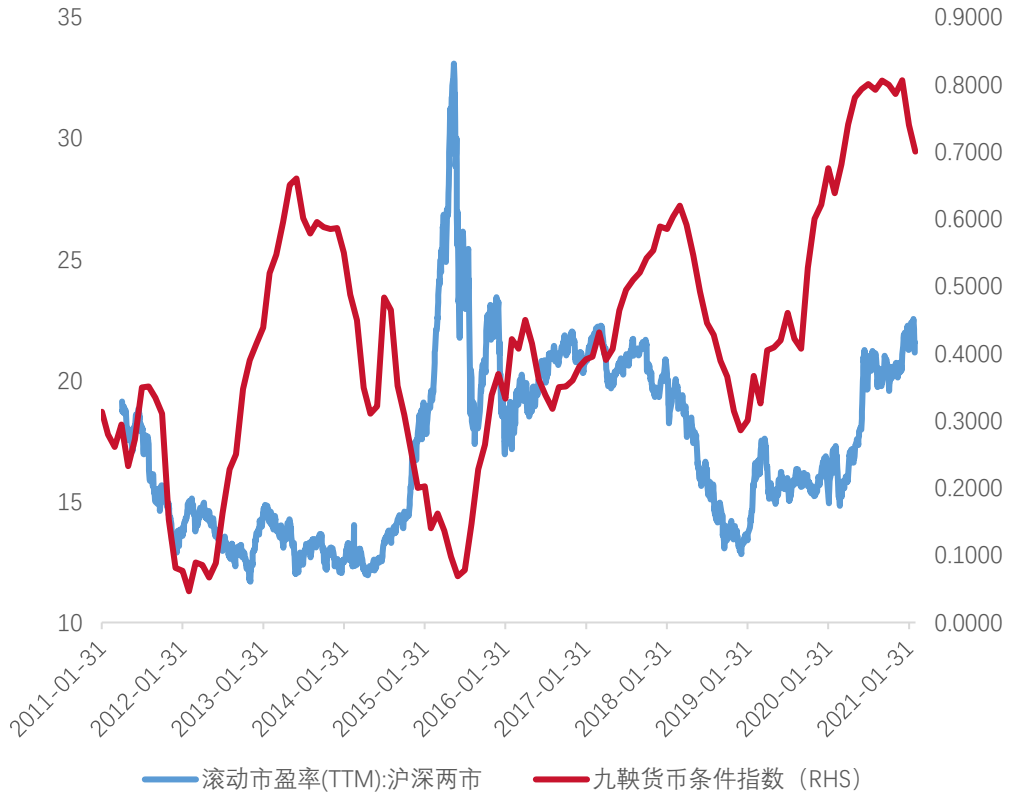


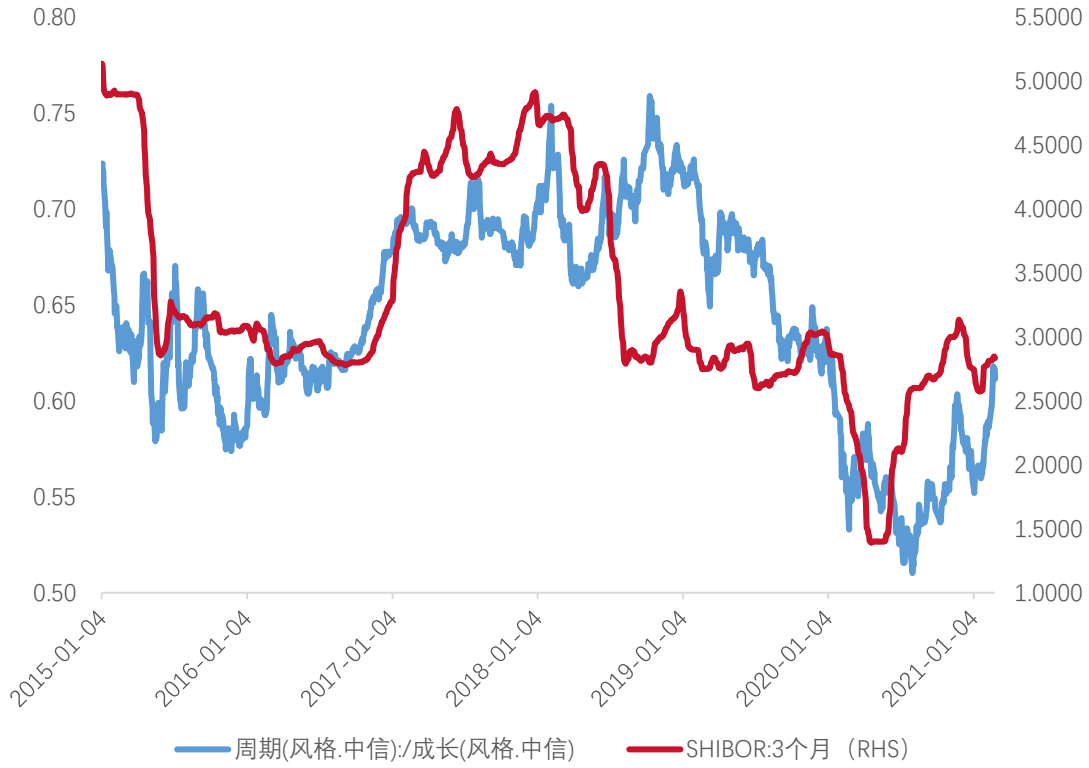


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

宏观流动性：流动性供给放缓是大概率事件

- 2021年以“稳杠杆”为主的宏观政策主基调，政策“转弯”比较确定，流动性供给放缓是大概率事件。
- 这种背景下，对拔估值不要有太高期待，多关注企业基本面和盈利能力改善，多在赚企业成长的钱上下功夫，多挖掘市场预期尚不充分的地方，而对在扎堆、预期过高的地方“做道场”保持清醒和警惕。





相对估值：股市相对债市的估值处于偏贵状态

- **从股债风险溢价视角来看，目前A股风险溢价已经跌至25分位数以下，A股的估值相对于无风险收益率是处于偏贵状态。从历史经验来看，后续估值带来的贡献比较有限，随着经济基本面的逐步改善，盈利的贡献将逐步提升。**
- **后续A股市场对于流动性的边际变化将会比较敏感，波动会加大。**
- 注：风险溢价=沪深300市盈率倒数×100-中债国债到期收益率:10年×100



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

股票市场：业绩驱动的“结构性行情”，配置“顺周期”

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 大的宏观环境来看，经济持续保持向正常状态的修复，尤其随着海外疫苗供应的加快和疫苗有效性的抬升，有望出现内外需的共振，经济的内生增长动力也在不断增强，企业盈利有望持续增长。
- 政策层面上看，当前无论是海外还是国内，宽松政策逐步退出的方向是一致的，不同的是和时退出和退出的节奏的问题。这将大大弱化疫情期间比较有效的流动性驱动估值回升的逻辑。
- 全球流动性的逆转预期将会带来估值压力，美国疫苗接种提速叠加1.9万亿的财政刺激，使得通胀预期和经济复苏预期大幅提升，推动美国十年期国债到期收益率快速上行。 作为全球资产定价的锚，美债收益率的上行，对全球资产的估值都会形成一定的压力。A股也同样面临全球流动性逆转带来的估值压力。
- 从股债风险溢价视角来看，目前 A 股风险溢价已经跌至 25 分位数以下，股市相对于债市来说处于偏贵状态；从PE/PB来看，宽基指数整体估值处于相对合理的区间，但一些板块和一些龙头公司的估值突破了历史的上限，后续需要较长的时间来消化估值 。
- **策略：**“经济景气度向上+无风险收益率上行预期”的宏观图景，股市将呈现结构性行情，估值的驱动让位于盈利驱动，市场的机构将更多来自阿尔法的机会，需要深耕细作、寻找细分赛道中具备高景气属性与竞争壁垒的的个股。当前需要重点关注全球流动性的转向对于总体估值水平的影响。依赖于长久期贴现逻辑定价的板块面临较大的估值的调整压力，包括消费、生物医药等行业龙头股票以及尚未调整或者调整不充分的成长股。
- **风险：**短期来看，要警惕市场快速调整带来基金大规模赎回的负反馈效应。

股票市场：业绩改善驱动的“结构性行情”，配置“顺周期”

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 重点关注的板块：
  - ✓ **受益于无风险收益率上行的板块：保险、银行等**
  - ✓ **全球复苏共振+PPI上行：化工、有色、工程机械、家电，新能源车和半导体等成长链条的中上游材料和设备**
  - ✓ **从疫情中逐步恢复的服务型消费：影视、餐饮旅游、医美等；**
  - ✓ **关注科技、消费、生物医药、新能源等核心资产估值消化后的配置机会**：符合当前和未来经济结构的发展方向，有长期走牛的逻辑，短期估值较贵，但是随着业绩对于估值的消化或者出现主动的估值调整，仍是最值得配置的板块。

债市：仍处在“左侧”，系统性机会暂缺

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 从基本面来看，2021年上半年，经济大概率还是会保持持续回暖的趋势，并且由于基数效应的存在，上半年的经济同比数据还会表现的比较亮眼，同时我们也看到经济的内生改善动能在不断增强，逆周期的板块如地产和基建等仍有韧性，海外疫苗落地之后将会首先带动需求端的加快修复，外需短期仍有一定的支撑。到下半年，对于经济而言，地产和基建可能会回落压力，海外订单有一定的回流压力，这个时候需要观察资本支出周期是否真正启动，从而支撑经济的韧性。
- 从流动性层面上看，政策定调是“不急转弯”，则意味着宽松加码的概率非常小，资金面易紧难松。
- 从估值来看，无风险利率超过了2019年高点，部分反映了经济周期的向上动能，但还不能轻言顶部已经出现。不过，对于配置盘来说，当前的收益率已经具备了一定的吸引力。
- 总体上看，对于债券市场来说，2021年上半年，基本面和流动性仍不利于债市，债市缺乏系统性的机会。到下半年，则需要重新审视经济的情况和国内主动处置风险的进程。可能超预期的因素在于主动处置风险过程中，为防止出现系统性风险，货币政策会有所配合，长端利率债会有一定的交易性机会。
- 对于信用利差，2019-2020所处的总体环境对信用利差都处于很有利的局面——信用环境好转，流动性环境总体维持平稳。展望2021，经济周期进一步上行，但流动性边际上会有所收紧，信用利差有拉大的压力。此外，2021年是资管新规过渡期的最后一年，宏观政策回归“稳杠杆”，监管层主动处置风险是比较确定的方向，债券违约事件可能会增速，信用分化将会进一步加大。

风险提示及免责声明

华宝证券 HWABAO SECURITIES

风险提示及免责声明:

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明:

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。

谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」

华宝证券
HWABAO SECURITIES