可选消费与顺周期板块或迎春季躁动

——1 月市场策略报告

日期：2021 年 1 月 4 日

- 2020 年 A 股市场圆满收官，各大指数均有不错的市场表现。12 月诸多政策利好和流动性呵护，市场维持上行。从结构上来看，大市值股票表现相对更加亮眼，科创板指大幅领跑，消费行业强势表现延续。
- **A 股估值水平继续上行，估值性价比或成为短期指数持续上行的一大压力。**休闲服务行业 PE 涨幅最为显著，家电年内估值呈现持续稳步上行的趋势，汽车估值小幅上行，可选消费整体表现较好；有色、钢铁、化工等周期品上行幅度有所放缓；传媒行业自 7 月以来进入下行通道，通信行业震荡下行，银行的上行趋势在 12 月反弹回落。
- **从资金和市场情绪来看，资金持续入市，市场情绪延续高涨。**两融数据持续上行，两融交易额占 A 股成交额走势处于高位，电气设备行业明显受到两融资金追捧。北上资金持续净流入。12 月 MLF 超额续作，央行呵护流动性意愿较强，资金平稳跨季。**春节前流动性保持平稳是大概率事件，**央行将通过 OMO、MLF 投放来进行到期和流动性阶段收紧的对冲。高估值行业仍未迎来压力明显上行的拐点。
- **新成立基金规模为市场资金带来了持续的增量，年金基金投资范围的调整，也为资本市场带来了长线资金。**年金的参与从长期来看利好估值不高、现金流确定和安全边际足的价值股。新成立公募基金持续入市，从平均两个月建仓期来看，预期 2021 年一季度入市资金仍有支撑。
- **经济仍处于复苏通道中，制造业顺周期改善，可选消费逐步回升。**出口的高速增长，也带动了制造业的继续上行。随消费者消费意愿和消费能力的逐步提升，海外旅游消费等逐步转移到国内，可选消费和服务仍有一定上行空间。冬季疫情有所扩散，预期可能给服务业带来一定负面影响，但预计总体影响有限。
- **中欧投资协定的顺利达成，将为双边的直接投资市场扩容打开空间。**对市场短期而言，信心将有明显的提振。从中长期来看，给我国相关制造业和服务业带来了新的机遇和挑战。中国和欧洲市场的绿色和数字化转型，也将为我国的科技、光伏能源能产业带来一定的扩容。
- **投资建议：**行业配置方面，可关注以下主线：1）高端白酒、休闲服务等可选消费板块；2）有色金属顺周期板块，重点关注锂等小金属板块；3）估值偏低、盈利能力稳定的银行、非银；4）新能源产业链、医药生物、国防军工、信息技术等“十四五”科技成长主线。
- **风险因素：**新冠疫情反复，新冠疫苗接种不及预期，中美摩擦加剧。

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理： 于天旭
电话：021-60883499
邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关报告

1. 万联证券研究所 20201201_策略专题报告_AAA_12 月市场策略_顺周期、低估值板块有望受益跨年行情
2. 万联证券研究所 20201109_策略专题报告_AAA_A 股 2020 年三季报业绩汇总
3. 万联证券研究所 20201101_策略专题报告_AAA_11 月市场策略

万联证券

目录

1、12 月市场表现 4
1.1 A 股市场表现：创业板领涨，消费强势表现延续 4
1.2 A 股估值表现：部分行业估值走势逆转上月 5
1.3 海外和中国香港市场：复苏背景下延续上行，涨幅有所收窄 7
2、A 股市场交易情绪和流动性表现 7
2.1 A 股交易量：日均成交额小幅回落 8
2.2 A 股市场情绪：资金持续入市，市场情绪延续高涨 8
2.3 资金面：MLF 史上最高超额续做 10
3、宏观基本面 12
3.1 通胀：食品项持续主导通胀，PPI 维持上行趋势 12
3.2 金融数据：货币政策逐步回归常态化 13
3.3 投资消费：制造业顺周期修复，可选消费逐步回升 13
3.4 贸易数据：制造业拉动延续，海外需求复苏助推出口 14
3.5 人民币汇率：持续走强 15
4、市场展望与投资建议 15
4.1 一季度市场展望 15
4.2 春节前夕投资建议 16
5、风险提示 17

图表目录

图表 1:A 股指数 2020 年下半年月度涨跌幅表现（%） 4
图表 2:2020 年 12 月申万一级行业指数涨跌幅表现（%） 5
图表 3:2020 年 A 股板块月度涨跌幅（%） 5
图表 4:A 股主要宽幅指数当前 PE、PB 所处近 10 年分位数（%） 6
图表 5:2020 年申万一级行业 PE（TTM） 6
图表 6:各行业 PE、PB 所处近 10 年分位数 7
图表 7:12 月主要海外市场指数表现（%） 7
图表 8:A 股日成交额（亿元） 8
图表 9:A 股主要股指日换手率（%） 8
图表 10:两融年交易额（万亿元）和占 A 股成交额比（%） 9
图表 11:申万一级行业 12 月两融净买入额（亿元） 9
图表 12:北向资金月度合计买卖总额（万亿元）和累计净买入（万亿元） 10
图表 13:2020 年月新成立偏股型基金份额（亿份） 10
图表 14:央行周公开市场货币净投放量（亿元） 11
图表 15:1 年、5 年期 LRP 利率连续 9 个月持平（%） 11
图表 16:质押式回购加权利率和国债收益率走势（%） 11
图表 17:SHIBOR 利率走势（%） 12
图表 18:PPI 高波动分项价格走势（%） 13
图表 19:PPI-CPI 剪刀差继续收窄（%） 13
图表 20:社融迎来下行拐点（%） 13
图表 21:政府专项债占社融比重略有下行（%） 13
图表 22:固定资产投资完成额累计同比增速（%） 14

万联证券

图表 23:可选消费增速走势（%） 14
图表 24:以美元计价我国进出口额单月同比增速（%） 15
图表 25:美元兑人民币走势 15
图表 26:人民币汇率指数与美元指数走势 15
图表 27:央行公开市场操作规模（亿元） 16
图表 28:MLF 自 8 月以来持续净投放（亿元，%） 16

万联证券

1、12月市场表现

1.1 A股市场表现：创业板领涨，消费强势表现延续

12月诸多政策利好和流动性呵护，市场维持上行。中欧投资协定的顺利签署，也给市场带来了乐观预期，有利于提升我国在未来全球化竞争的过程中的竞争力。12月中央经济工作会议召开，提出货币政策和财政政策明年“不急转弯”，市场偏好得到一定托底，经济四季度整体延续修复，12月A股整体继续上行，创业板涨幅最大，且全年表现强势。分行业来看，消费行业表现依然维持强势。

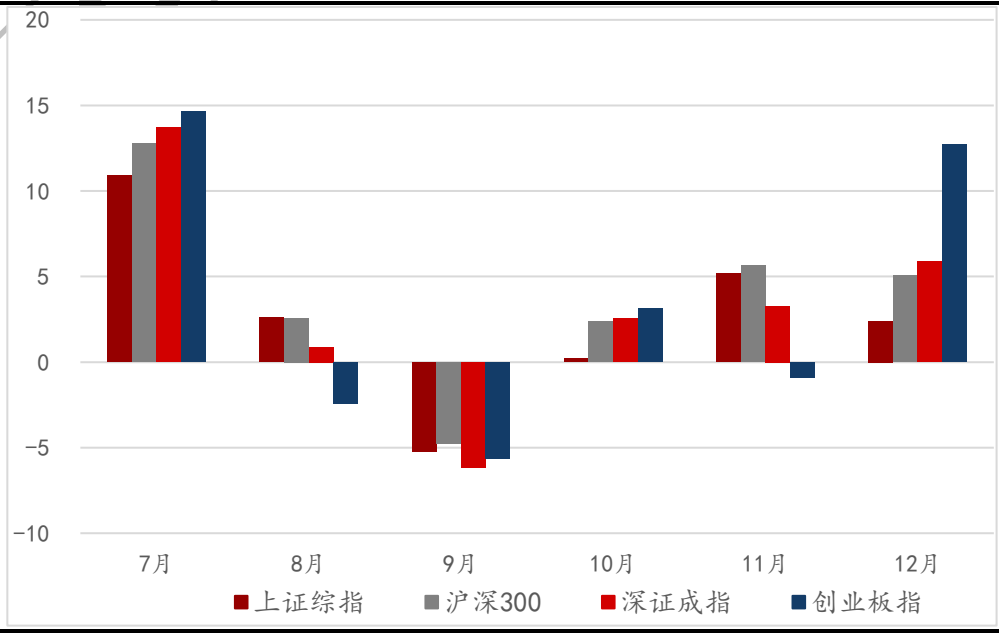
从结构上来看，大市值股票表现相对更加亮眼，沪深300涨幅高于中证500和中证1000的涨幅；科创板指大幅领跑。截至12月31日，上证综指上涨2.4%，深证成指上涨5.86%，沪深300上涨5.06%，创业板指大涨12.7%，科创50小幅上行0.54%。

按申万一级行业划分，12月一级行业涨跌各显，表现分化较大。上涨的11个一级行业中，休闲服务（+24.98%）、电气设备（+19.93%）、食品饮料（+17.99%）涨幅较多；下跌的16个一级行业中，商业贸易（-7.79%）、建筑装饰（-7.73%）、房地产（-7.14）降幅较多。

12月按风格划分，仅消费（+9.5%）和成长（5.65%）风格上涨，下半年以来表现相对较好的周期（-0.35%）和金融（-3.53%）风格调整转跌。

12月按规模划分，大盘（+6.68%）表现继续相对强势，优于中盘（+3.28%）和小盘（0.71 %），符合自8月以来趋势。

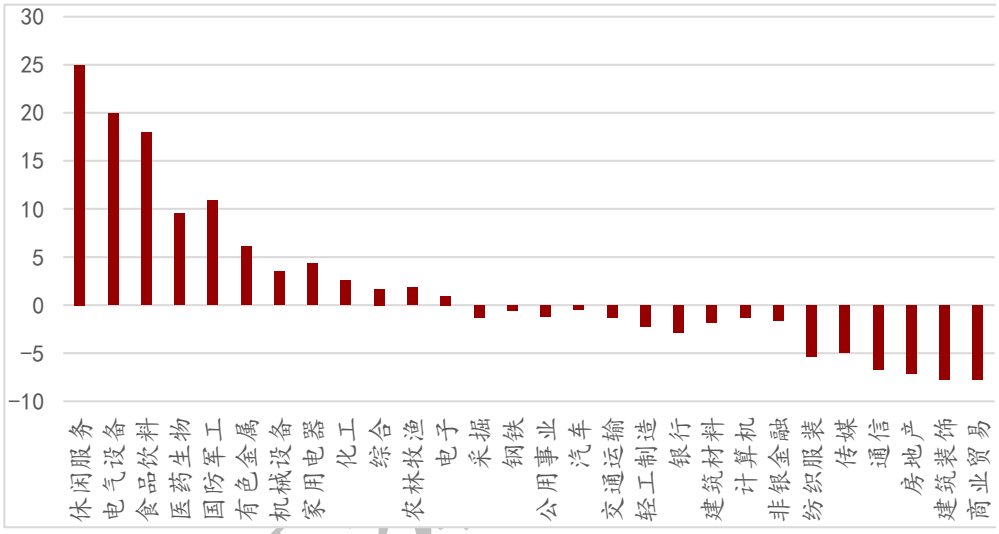
图表1： A股指数2020年下半年月度涨跌幅表现（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月31日

图表2： 2020 年 12 月申万一级行业指数涨跌幅表现（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月31日

图表3： 2020 年 A 股板块月度涨跌幅（%）

分类	指数	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
风格	金融	-4.67	-4.46	-6.47	4.06	-3.09	3.30	9.83	2.66	-3.32	-0.15	8.15	-5.36
	周期	-1.58	-1.46	-4.77	2.37	-0.07	5.27	14.39	4.11	-5.44	2.33	8.79	-1.58
	消费	-1.78	-0.04	-0.07	6.03	4.81	11.32	13.58	3.71	-8.26	2.95	0.14	7.85
	成长	5.59	5.60	-9.42	7.05	0.03	11.63	16.32	-0.33	-6.08	0.21	1.61	3.32
	稳定	-4.69	-5.38	-1.99	3.11	-1.46	2.77	6.16	2.33	-5.69	-1.00	5.27	-4.98
规模	大盘指数	-1.95	-1.16	-6.34	6.64	-1.14	8.13	12.49	2.41	-4.30	3.22	5.08	4.67
	中盘指数	1.33	1.15	-7.67	6.24	1.05	8.83	12.94	1.58	-7.18	-1.18	3.86	1.42
	小盘指数	2.22	2.41	-7.55	5.10	2.02	8.80	12.88	0.90	-8.14	-1.32	2.99	-0.89
业绩	亏损股指数	-1.15	2.52	-6.63	1.33	-0.27	5.82	14.05	4.39	-6.38	-2.15	4.23	-4.46
	微利股指数	-1.27	-2.52	-7.39	-1.12	2.41	3.77	15.97	1.19	-6.44	-1.36	9.60	-5.08
	绩优股指数	-3.04	-2.33	-4.00	9.69	2.21	11.28	14.18	2.80	-6.26	2.49	0.77	13.85

资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2 A股估值表现：部分行业估值走势逆转上月

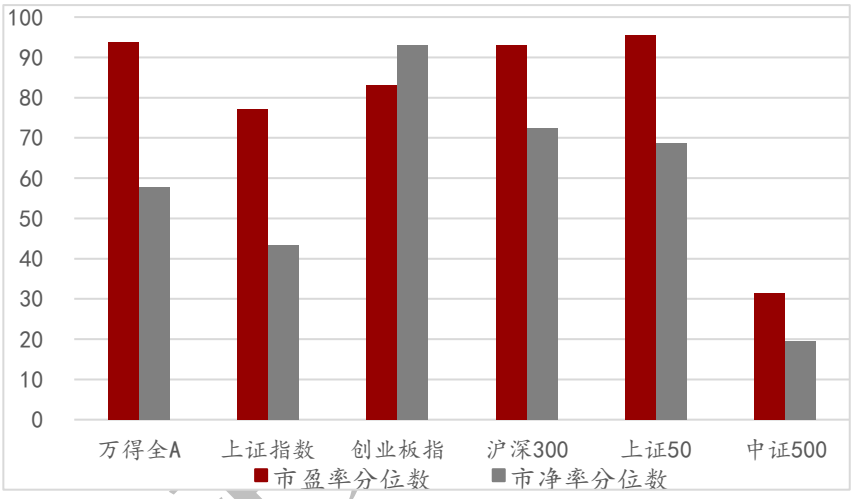
A股估值水平继续上行，估值性价比或成为短期指数持续上行的一大压力，中证500估值仍处于较低位置，安全边际相对最高。截至12月31日，上证指数滚动市盈率为15.84倍，处于2010年以来74%历史分位数；创业板指滚动市盈率为63.00倍，处于80%历史分位数；沪深300滚动市盈率为15.82倍，处于91%历史分位数。从PB角度来看，上证指数、创业板指、沪深300、中证500、上证50、万德全A的当前估值所处近10年历史分位数分别为39%、93%、71%、18%、68%、53%。

申万一级行业中滚动市盈率较11月末涨跌各半，休闲服务行业涨幅最为显著，家电年内估值呈现持续稳步上行的趋势，汽车估值小幅上行，可选消费整体表现较好；有色、钢铁、化工等周期品上行幅度有所放缓；传媒行业自7月以来进入下行通道，通信行业震荡下行，银行的上行趋势在12月反弹回落。13个较上月底提高的一级行业中，在11月出现估值回落调整的休闲服务（+24.0X）、电气设备（+7.3X）、食品饮料（+7.2X）的滚动市盈率倍数提高幅度较大，且当前均创下年内估值相对新高。15个滚动市盈率下滑的一级行业中，11月估值回升的商业贸易（-2.6X）和通信（-2.5X），以及传媒（-2.5X）滚动市盈率倍数下跌幅度最大，且通信和传媒均创下年内估值相对新低。

从一级行业当前PE、PB所处近10年历史分位数来看，食品饮料、休闲服务、家用电器、电气设备处于近10年估值相对高位，PE、PB分位数均高于80%。其中食品饮料行业处在估值历史绝对高位水平。当前休闲服务行业利润水平仍处于相对低位，随

着行业利润的持续修复，虽然股价持续上行，估值仍将有所回落。当前估值处在历史相对低位的有建筑装饰、房地产、公用事业等。

图表4： A股主要宽幅指数当前PE、PB所处近10年分位数（%）



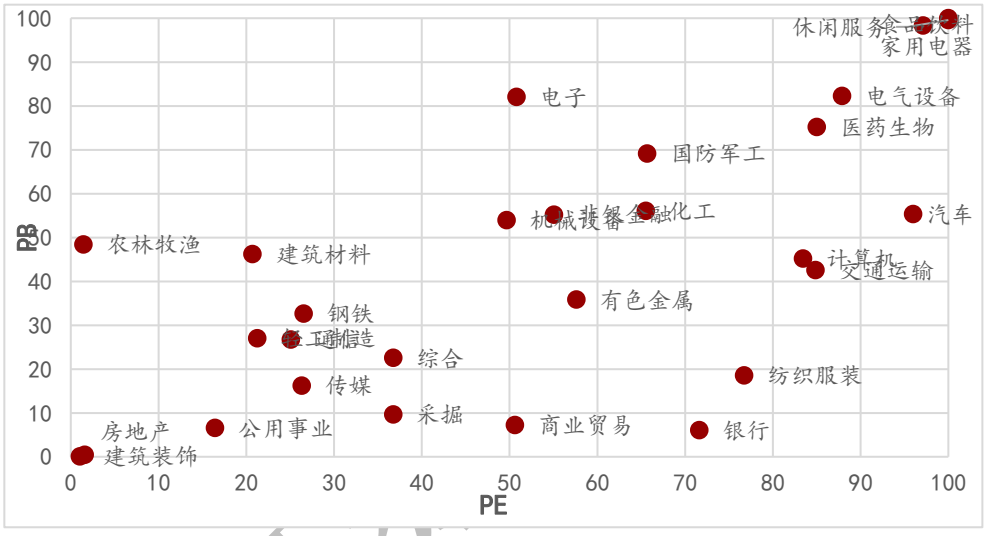
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5： 2020年申万一级行业PE（TTM）

行业名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	趋势	12月-11月
休闲服务	31.3	30.3	27.1	34.3	67.2	84.3	119.7	108.2	161.1	145.1	131.1	155.1		24.0
电气设备	34.1	34.8	31.6	33.0	31.5	35.2	43.5	44.1	41.2	43.9	39.3	46.6		7.3
食品饮料	30.7	30.0	31.0	33.7	36.6	39.9	47.0	52.3	44.2	46.2	45.4	52.6		7.2
国防军工	59.9	60.6	54.5	57.4	54.5	56.1	71.7	76.9	74.8	70.6	68.1	72.1		4.0
医药生物	38.1	38.9	39.0	41.8	45.2	52.2	61.6	59.9	49.0	49.9	41.3	44.9		3.6
家用电器	16.7	16.1	14.4	16.1	19.4	19.9	22.0	22.1	23.3	25.0	26.1	27.7		1.5
有色金属	38.2	37.6	30.5	31.5	36.2	37.8	45.8	45.3	42.0	42.3	47.1	48.4		1.4
化工	21.6	21.6	19.3	20.3	23.0	24.6	29.2	30.5	29.7	30.6	29.8	30.4		0.7
机械设备	26.4	26.8	24.8	25.0	27.9	28.8	32.5	34.4	29.3	29.8	29.1	29.7		0.6
综合	33.0	34.5	29.4	41.5	41.2	43.7	48.7	49.5	39.6	40.4	35.6	36.2		0.6
农林牧渔	30.7	29.9	32.8	23.5	18.6	19.8	22.9	24.4	17.5	17.1	15.6	15.9		0.3
钢铁	9.1	9.0	9.0	10.7	11.6	11.8	12.7	12.9	14.2	14.5	14.2	14.4		0.2
汽车	19.8	20.4	18.5	19.0	23.1	25.4	29.0	30.5	28.2	32.0	31.0	31.2		0.2
公用事业	18.4	18.0	18.0	18.9	19.8	20.5	22.3	23.2	20.0	20.0	18.7	18.5		-0.2
交通运输	17.1	15.9	15.5	16.0	20.5	21.0	22.6	23.1	23.2	22.8	24.7	24.4		-0.3
银行	6.7	6.3	6.0	6.2	6.0	5.9	6.0	6.3	6.4	6.7	7.5	7.2		-0.3
建筑材料	12.3	13.3	13.0	13.8	14.3	14.1	17.4	17.8	15.1	14.8	14.7	14.2		-0.5
建筑装饰	9.3	9.2	9.0	9.4	9.7	9.6	10.7	11.0	9.9	9.8	9.6	8.9		-0.8
电子	47.8	50.5	40.6	44.5	45.0	54.0	60.4	60.5	52.0	52.0	50.1	49.3		-0.8
房地产	9.3	9.1	8.4	8.4	8.6	9.1	9.6	9.8	9.3	8.9	9.3	8.5		-0.8
采掘	12.4	11.5	11.0	11.5	12.5	12.4	14.0	14.1	14.7	14.7	16.4	15.5		-0.9
非银金融	15.2	15.0	13.6	14.0	14.8	15.6	19.2	19.7	18.9	18.4	19.0	18.1		-0.9
轻工制造	24.1	23.7	21.2	20.8	22.8	24.1	28.0	29.0	26.8	26.6	26.4	25.3		-1.0
纺织服装	24.9	25.8	24.5	23.7	29.6	30.6	32.4	33.4	35.5	36.2	38.1	36.5		-1.6
计算机	62.5	69.3	57.5	61.4	69.6	77.6	82.6	82.5	74.5	71.7	70.8	68.6		-2.2
传媒	42.5	43.4	38.3	41.2	46.0	53.5	51.1	45.7	40.9	39.9	38.2	35.6		-2.5
通信	38.2	43.6	38.9	41.1	42.0	45.4	47.2	46.6	39.6	38.7	39.7	37.2		-2.5
商业贸易	14.3	13.8	14.4	17.5	22.2	25.0	27.8	26.3	24.5	24.3	29.5	26.8		-2.6

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： 各行业 PE、PB 所处近 10 年分位数



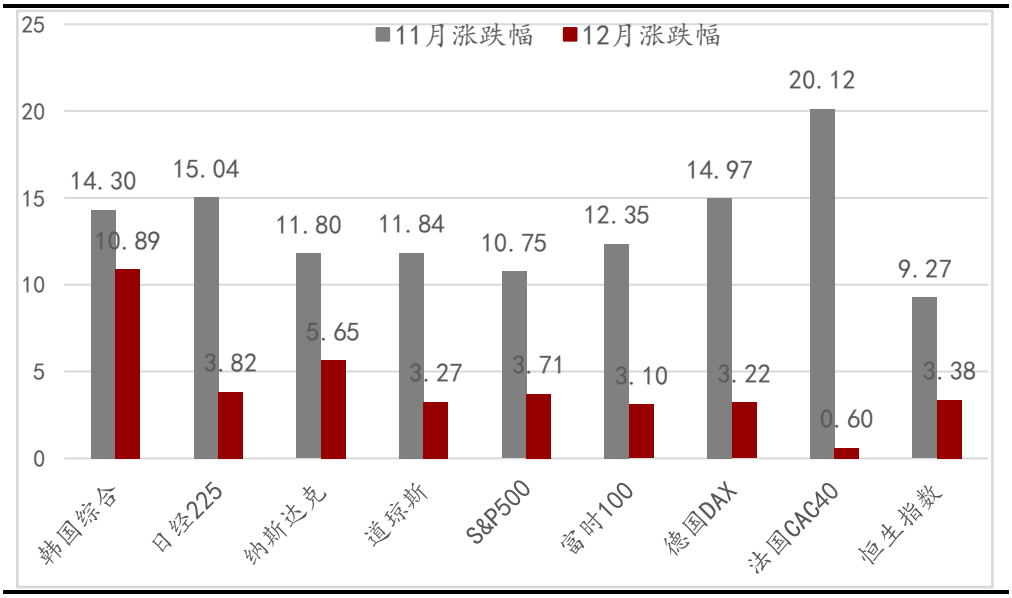
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.3 海外和中国香港市场：复苏背景下延续上行，涨幅有所收窄

进入12月，海外市场指数普遍上行，但涨幅相对11月涨幅有所缩窄。全球经济整体仍处于复苏阶段，但英国的新冠变种病毒扩散和美国疫情持续恶化对市场造成了不利冲击。英国为首个批准新冠疫苗上市接种的主要国家，欧美多国相继批准新冠疫苗上市，给市场带来一定程度的利好。叠加美国通过新一轮9000亿美元新冠纾困法案，也对美国经济的延续修复带来一定支持。

截至12月30日收盘：美股中，道琼斯工业指数上涨2.6%，纳斯达克指数上涨5.5%，标普500指数上涨3.05%；欧洲市场中，德国DAX上涨3.22%，法国CAC40上涨1.47%，英国富时100上涨4.62%；亚太市场中，日经225上涨3.82%，韩国综合指数上涨10.89%，恒生指数3.06%。

图表7： 12 月主要海外市场指数表现（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

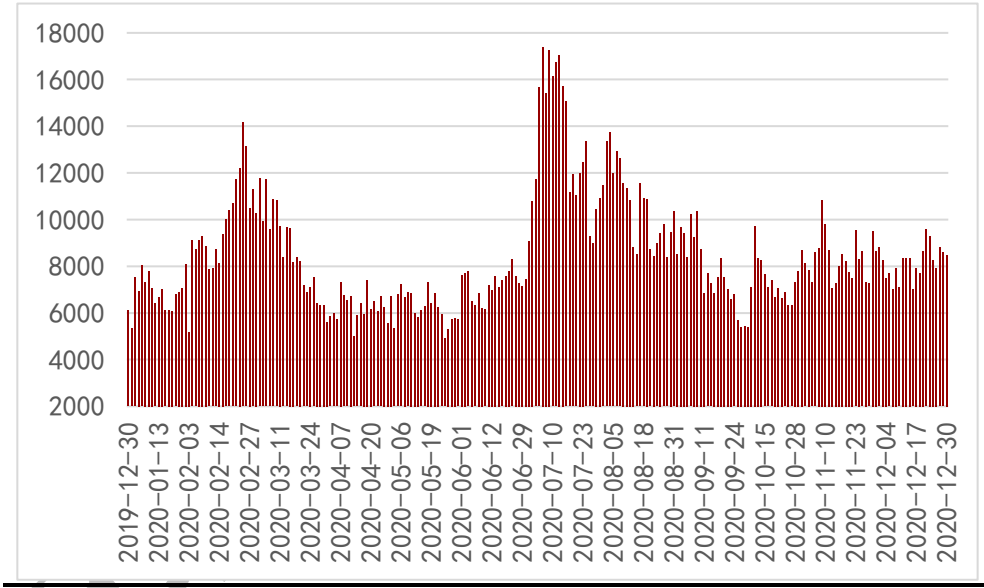
注：数据截至2020年12月31日

2、A股市场交易情绪和流动性表现

2.1 A股交易量：日均成交额小幅回落

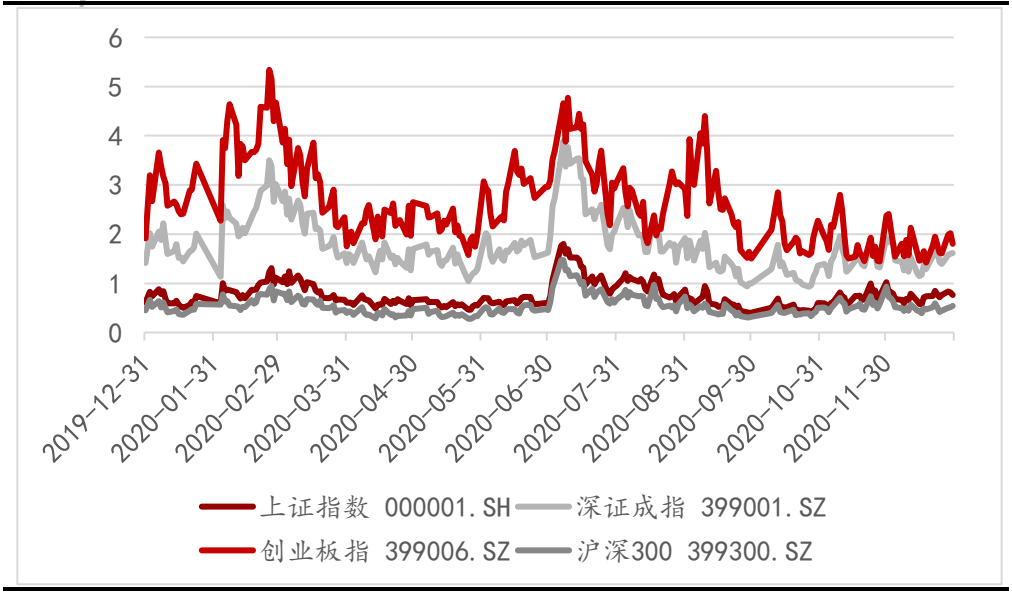
12月央行通过超量续做MLF和加大逆回购投放力度补充年底流动性，对A股交易情绪起到一定托底作用，叠加北向资金等增量资金持续流入，12月沪深两市日均成交额近8200亿元，较上月小幅下降逾百亿元。从换手率来看，12月主要宽幅股指换手率略低于11月。

图表8： A股日成交额（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表9： A股主要股指日换手率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 A股市场情绪：资金持续入市，市场情绪延续高涨

两融数据持续上行，两融交易额占A股成交额走势处于高位，市场情绪持续高涨。截至12月30日，融资融券总余额突破1.6万亿元，环比上月末多增417.62亿元，单月增幅有所放缓；12月两融交易额占A股日成交额比例为9.52%，创四个月来新高，较11月环比提高0.14个百分点；两融余额占A股流通市值比为2.58%，创2016年

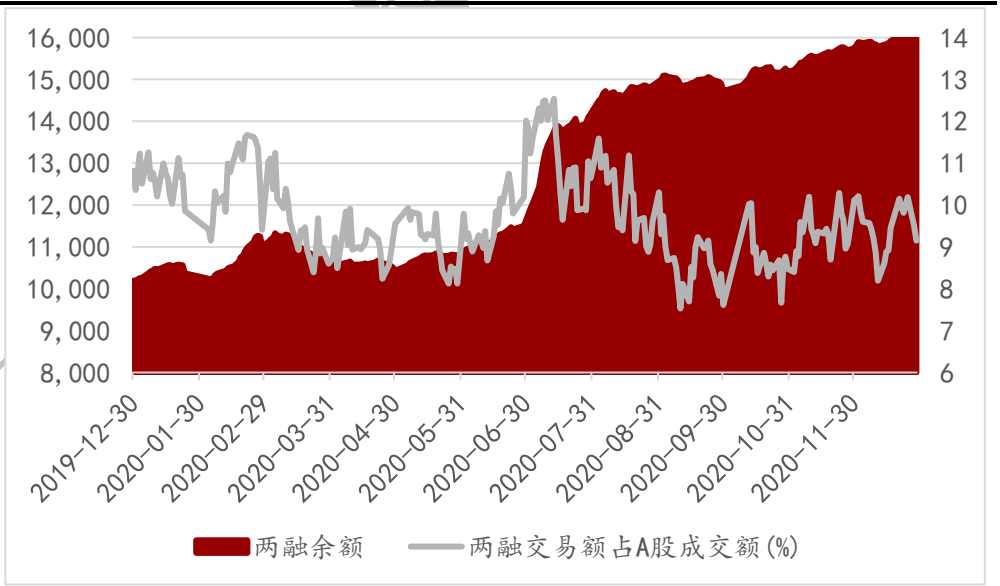
2 月以来新高。

电气设备行业明显受到两融资金追捧，而计算机行业整体净流出。具体到一级行业来看，截至 12 月 30 日月内多数行业为两融净流入，其中电气设备净流入额最高突破百亿元，计算机、非银金融和通信净流出额较高。

北上资金持续净流入。北向资金截至 12 月 30 日累计净流入 11,993.30 亿元，12 月单月净流入 541.60 亿元，在沪深港通通道因圣诞假期关闭两个交易日的情况下，单月净流入额仍创年内次高，已连续三个月净流入；12 月当月北向资金买卖合计总额 18,643.99 亿元，较上月有所回落。

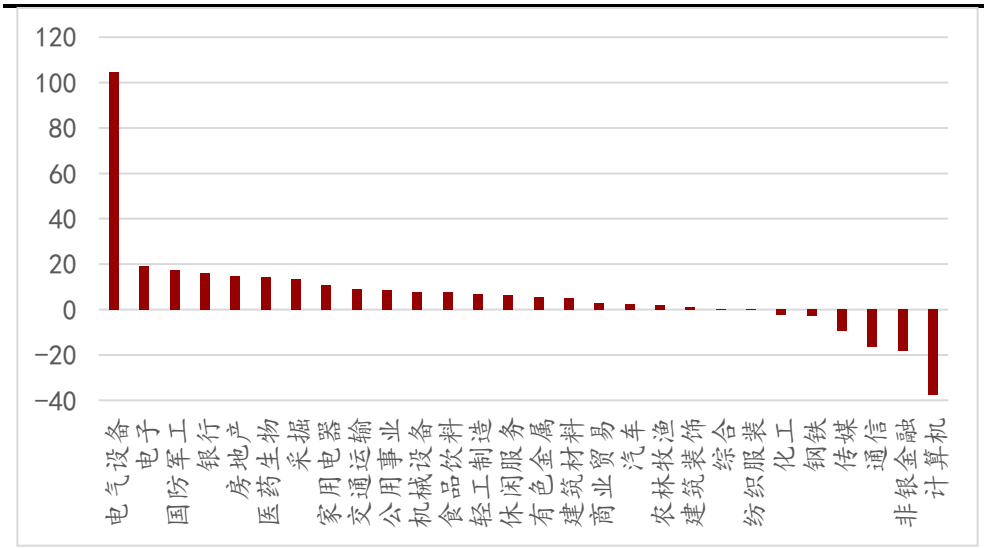
新成立公募基金持续入市，从平均两个月建仓期来看，预期 2021 年一季度入市资金仍有支撑。募基金截至 12 月 28 日单月新成立偏股型基金份额 1482.34 亿份，环比 11 月有所下降，但仍处于年内较高水平。

图表10：两融年交易额（万亿元）和占 A 股成交额比（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

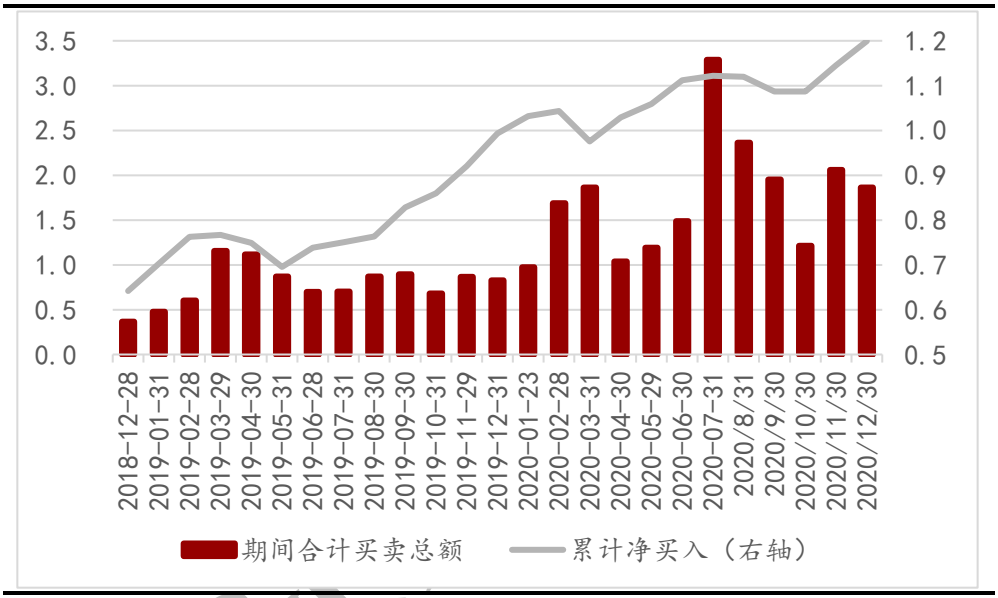
图表11：申万一级行业 12 月两融净买入额（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月30日

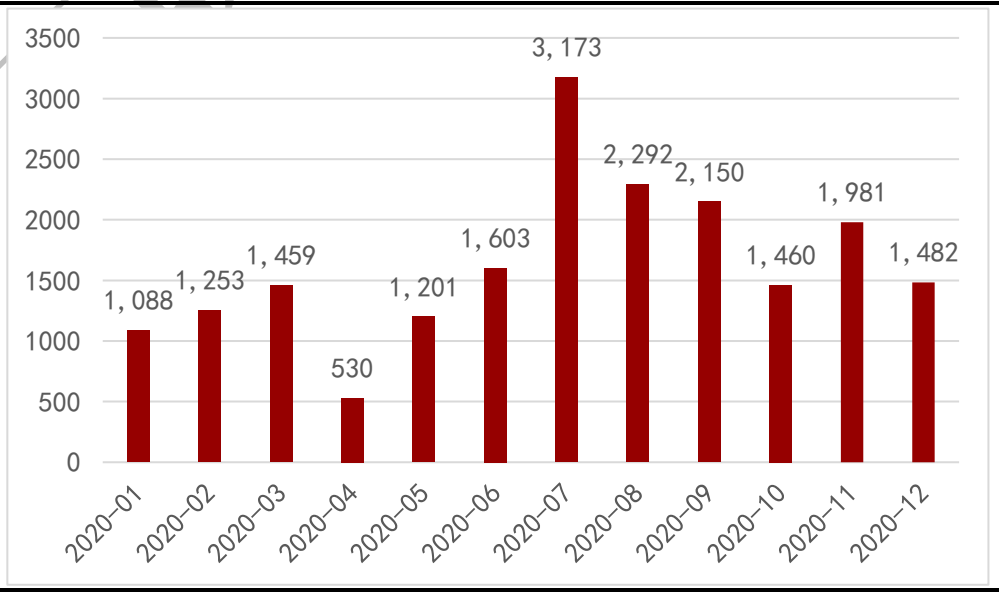
图表12：北向资金月度合计买卖总额（万亿元）和累计净买入（万亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月30日

图表13：2020年月新成立偏股型基金份额（亿份）



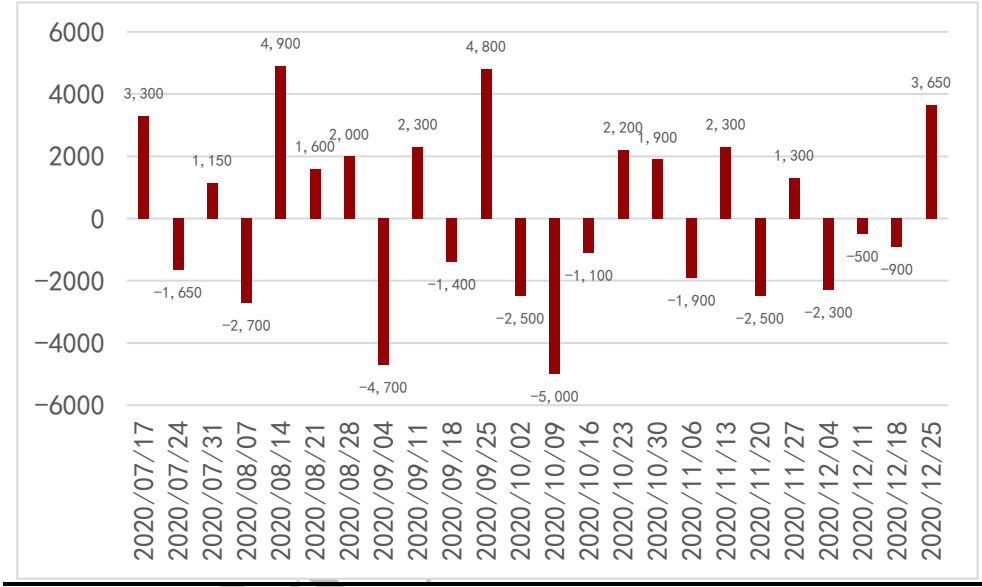
资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截止2020年12月30日

2.3 资金面：MLF史上最高超额续做

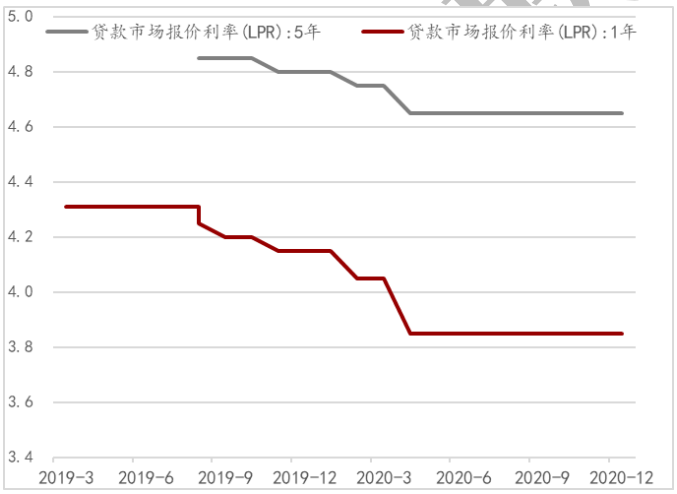
12月央行加大了公开市场净投放力度，叠加MLF史上最高超额续做（净投放3500亿元），以维持年底短期流动性。本月1年期、5年期LPR和一年期MLF报价均符合预期不变，考虑到中央经济工作会议精神和央行货币政策委员会四季度例会信息，要求明年宏观政策“不急转弯”，中长期流动性有望处于紧平衡状态。

图表14：央行周公开市场货币净投放量（亿元）



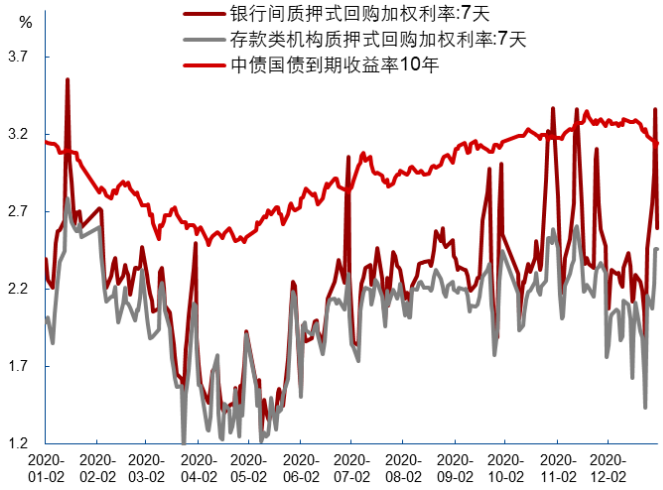
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表15： 1年、5年期LRP利率连续9个月持平（%）



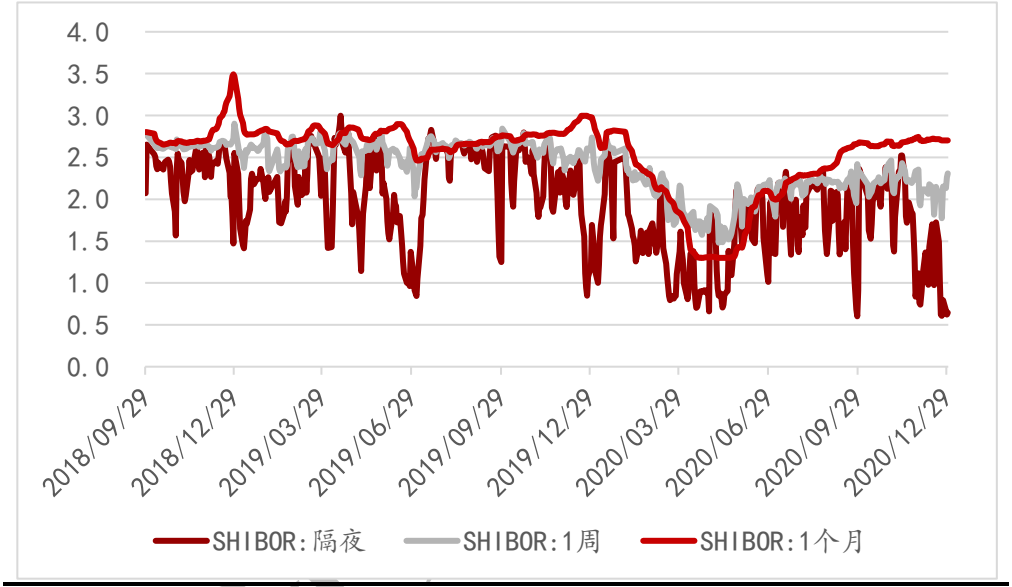
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表16：质押式回购加权利率和国债收益率走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表17：SHIBOR 利率走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2020年12月30日

3、宏观基本面

3.1 通胀：食品项持续主导通胀，PPI维持上行趋势

2020 年 11 月 CPI 同比增速-0.5%，预期涨 0.1%，前值涨 0.5%，环比下行-0.6%，1-10 月 CPI 累计同比 2.7%；PPI 同比增速-1.5%，较上月上行 0.6 个百分点，市场预期-1.5%，环比上涨 0.5%。

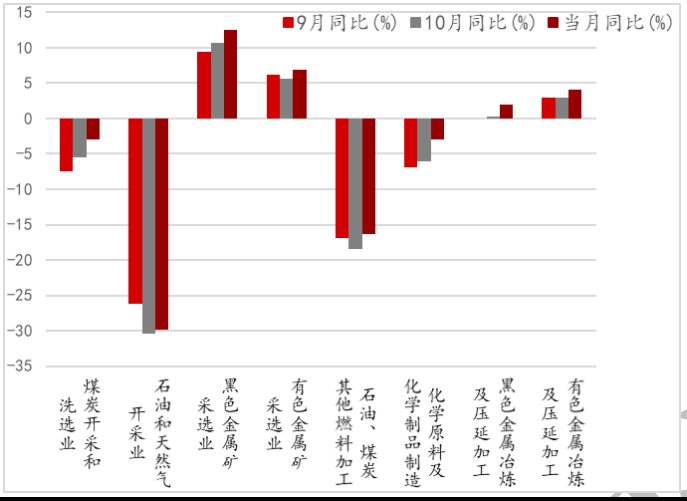
CPI 同比增速近年首次转负，食品项为主要拖累，猪肉价格高基数叠加价格进入回落通道，导致下行速度继续加快。核心 CPI 连续 5 个月持平，消费品、服务类价格环比均有所回落。双节驱动服务业消费因素消退，11 月上海受疫情影响，部分出行和线下消费减少也有一定影响。核心 CPI 同比增速持平于 0.5%，环比回落-0.1%。CPI 服务项同比持平于 10 月的 0.3%，环比回落 0.5 个百分点至-0.4%，消费品同比则继续回落 1.6 个百分点至-1%，环比回落 0.2 个百分点至-0.8%。

非食品各分项同、环比增速同上月比波动较小，衣着、居住、生活用品、医疗保健修复增速环比依然较慢，需求端整体修复有限。从CPI非食品分项来看，教育文化和娱乐同比增速1.0%，环比增速0.6%，旅游业增速并未下调，出行相关的飞机票、宾馆住宿和旅游价格环比仍在继续上行。衣着、居住、医疗保健等必须消费基本低位小幅上行。11月交通、通信工具同比下行-3.9%，环比下行-0.2%。中东地缘政治对原油价格影响较大，近期局势依然动荡，原油价格的波动性仍将延续。非食品项环比来看整体小幅回落0.1个百分点，需求端依然偏弱。

PPI同、环比数据均修复上行，工业企业利润仍在修复，但略有放缓。PPI生活资料同比下行，主要是食品类的下滑的拉动。生产资料同比明显上行，原材料工业增速上行最快，采掘工业也反弹上行。加工工业和原材料工业的差值有所缩窄，加工企业的价格修复不及原材料价格速度，工业企业利润预期仍将继续修复，但修复速度略有放缓。从PPIRM来看，工业生产者购进价格上行0.8百分点至-1.6%，购进价格涨幅高于出厂价格。PPIRM分项中，黑色、有色、建筑、纺织原料类购进价格同环比仍在逐步修复，纺织、建材、汽车等行业需求仍在继续上行。预期一季度CPI增速依然

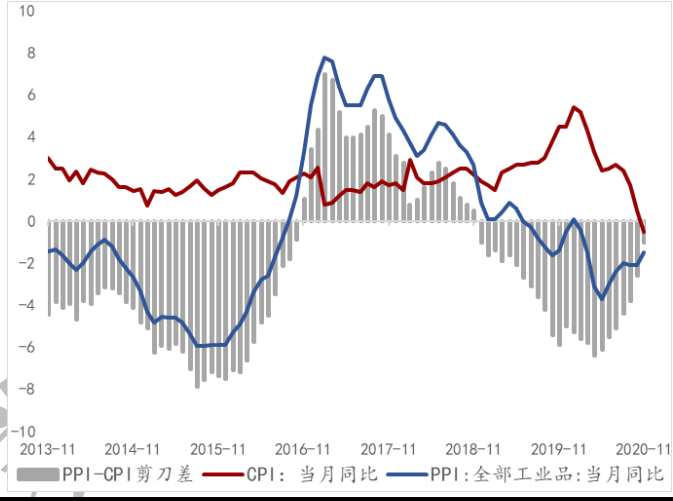
承压，PPI上行趋势不变。

图表18：PPI 高波动分项价格走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表19：PPI-CPI 剪刀差继续收窄（%）



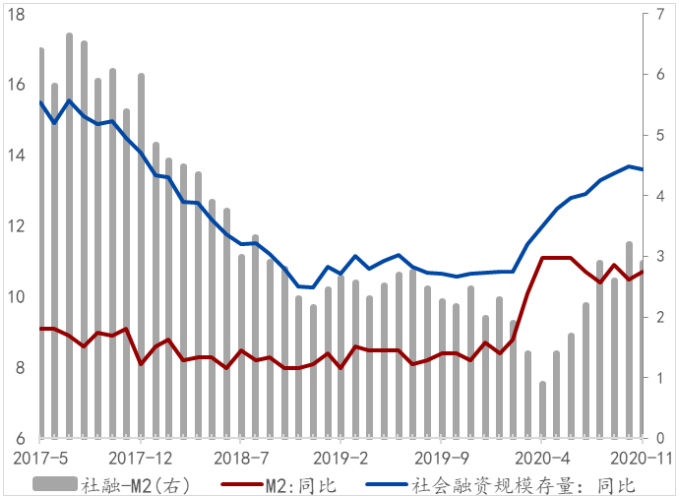
资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2金融数据：货币政策逐步回归常态化

社融-M2剪刀差持续走阔，11月社融拐点确立，剪刀差或逐步转向收敛，宽财政宽货币政策也逐步切换。11月社融存量同比增速较上行下行0.1个百分点至13.6%，M2同比增速继续上行0.2个百分点至10.7%，M1同比上行0.9个百分点至10%。

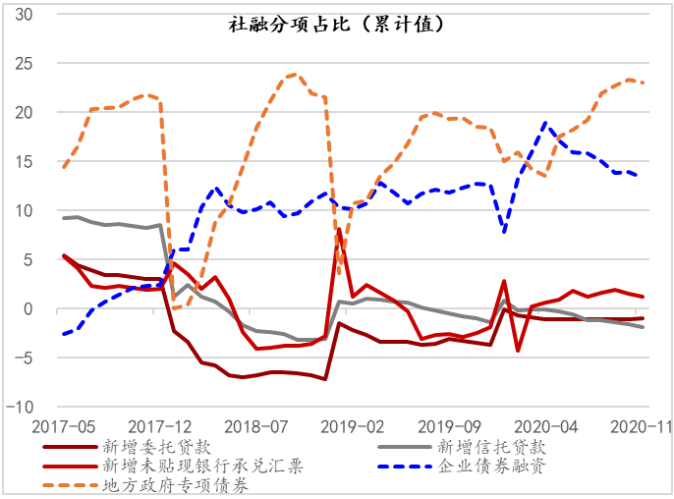
货币政策的重心当前已经切换到“稳增长”和“金融防风险”方向。专项债占社融比重也未继续攀升，社融增速迎来拐点。由于经济尚未完全修复至疫情前的水平，货币政策还未到收紧之时，“稳货币”“稳信用”政策基调预期将持续至明年一季度。

图表20：社融迎来下行拐点（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表21：政府专项债占社融比重略有下行（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

3.3 投资消费：制造业顺周期修复，可选消费逐步回升

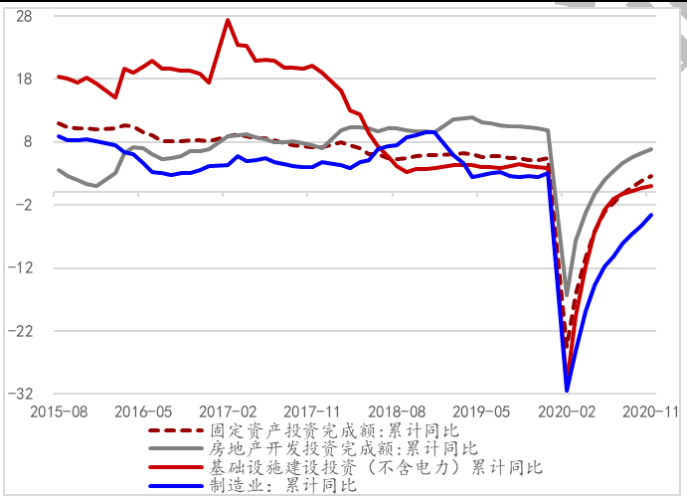
1-11月固定资产投资累计增速较上月上行0.8个百分点至2.6%，房地产开发投资累计同比增速上行0.5个百分点至6.8%，基建累计同比增速上行0.3个百分点至3.32%，制造业继续修复1.8个百分点至-3.5%。民间固定资产投资上行0.9个百分点至0.2%。11

月社会消费品零售当月同比上行0.7个百分点至5%。

地产投资全年维持高韧性增长，制造业顺周期改善。地产销售依然维持旺盛，新开工增速持续上行，地产进入竣工周期，竣工明显提速。在“房住不炒”的政策基调下，“三条红线”的融资限制，对企业资金来源形成了一定约束，但给企业预留了足够的整改时间，当下房地产行业资金来源仍未明显受限，从长期来讲，利好企业的健康和稳定发展。房企也有足够动力推动房屋竣工，加快资金回款。制造业投资持续亮眼，顺周期改善，整体好于预期，出口的高速增长，也带动了制造业的继续上行。基建投资随着经济增速的延续上行，逆周期调节力量将逐步退出，但四季度仍将延续上行。

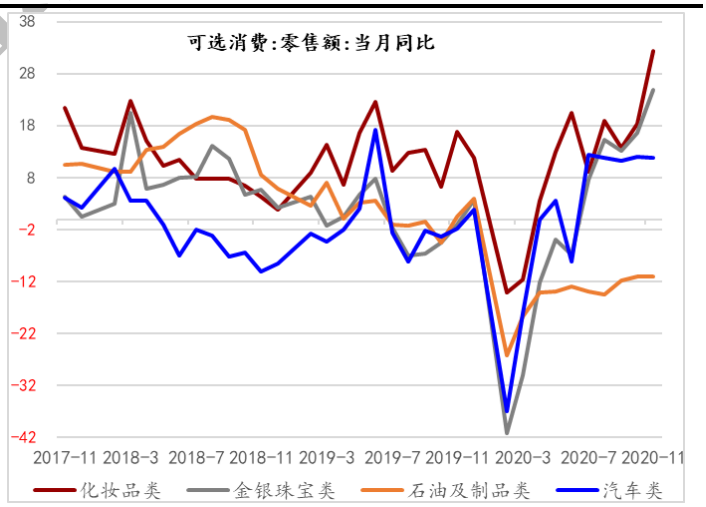
可选消费整体修复增速逐步回升。汽车消费延续处于高位，近期增速整体好于2018和2019年全年的表现，化妆品和金银珠宝增速也持续上行。随消费者消费意愿和消费能力的逐步提升，海外旅游消费等逐步转移到国内，可选消费和服务仍有一定上行空间。

图表22：固定资产投资完成额累计同比增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表23：可选消费增速走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

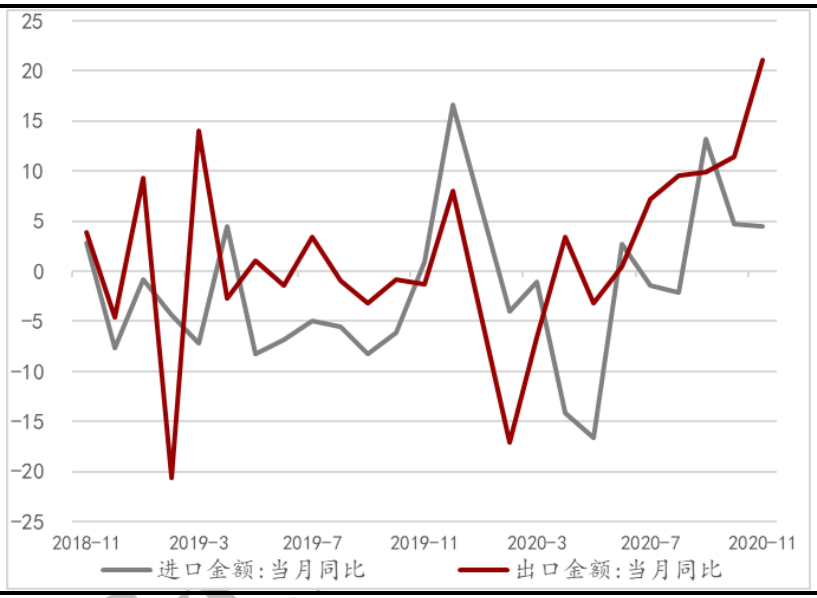
3.4贸易数据：制造业拉动延续，海外需求复苏助推出口

2020年11月，按美元计价，我国出口2680.7亿美元，同比21.1%，前值11.4%；进口1926.5亿美元，同比4.5%，前值4.7%；贸易顺差754.2亿美元，前值584.4亿美元。

11月出口增速进一步加速，大幅超出市场预期。外需逐步修复，分国家和地区来看，美国和欧盟出口增速大幅拉升，对东盟出口也持续稳步上行。贸易结构继续改善，制造业的拉升趋势延续。受海外疫情反复的影响，医疗物资下行幅度放缓。12月圣诞节也会提升海外的消费需求，出口保持较强增长的格局在四季度仍将延续，而一季度受低基数效应的影响，同比增速也将继续攀升。

进口增速有所回落，从美国进口仍维持高速增长。部分矿产资源主要供给国，受疫情和国内政策影响，出口量有所下行。有色、黑色进口量价齐升，内需整体继续上行。未来内需能否明显修复提升，仍需关注“内循环”的政策推动下，促消费、稳就业的政策落地情况。短期来看，内需修复仍将延续。

图表24：以美元计价我国进出口额单月同比增速（%）

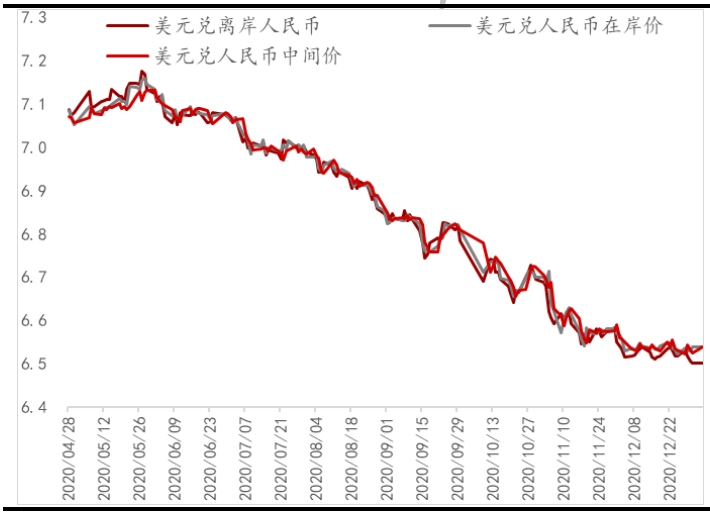


资料来源：Wind，万联证券研究所

3.5 人民币汇率：持续走强

12月美联储利率决议就此前市场担忧的货币宽松持续时间做出承诺，市场预期美国通胀率有望继续上行，叠加英国脱欧协议达成导致英镑走强，美元指数在12月持续下行，12月人民币延续走强趋势。截至12月30日/29日，人民币兑美元在岸价/离岸价为6.5307/6.5177，较上月底分别上涨520/670个点。

图表25：美元兑人民币走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表26：人民币汇率指数与美元指数走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

4、市场展望与投资建议

4.1 一季度市场展望

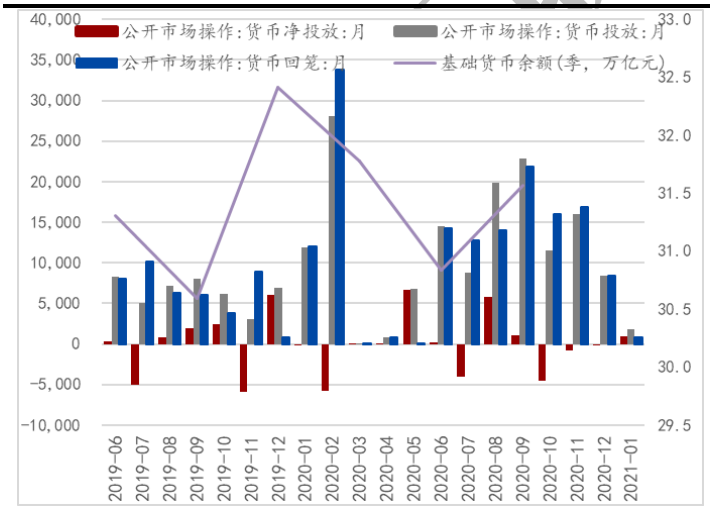
冬季疫情有所扩散，预期可能给服务业带来一定负面影响，但预计总体影响有限。海外防疫力度及效果整体较差，主要靠货币和财政政策支持。目前，新冠疫苗已在部分欧美国家对公众试种，需关注疫苗投放进程和疫苗防疫效果。虽然内地经济在疫情得到基本控制后恢复，投资、消费、进出口三驾马车在下半年持续上行，但旅游、餐饮、

航空等服务业仍承受疫情余波，预计随着疫苗的普及，相关行业仍有较大的业绩修复空间。叠加上半年低基数因素，使得 2021 年一季度经济增长高增速成为高确定性事件。伴随着农历新年的大规模人口迁移，可能导致部分区域的疫情扩散，对服务业和线下消费仍有一定负面影响。但疫情大规模爆发可能性较低，生产端受到影响有限，对经济总体影响也有限。

新成立基金规模为市场资金带来了持续的增量，年金基金投资范围的调整，也为资本市场带来了长线资金。2020 年在流动性相对充裕，A 股整体高收益率的背景下，偏股型公募新发约 2 万亿元，私募、券商资管、险资、银行理财等累计增量资金或破万亿元，成为提高直接融资比重的主要推动力。《关于调整年金基金投资范围的通知》里将年金投资权益资产的比重上调了 10 个百分点，此次权益上限调整有望为 A 股最多带来约 3000 亿的增量资金，并且年金是资本市场的长钱，**年金的参与利好估值不高、现金流确定和安全边际足的价值股。**

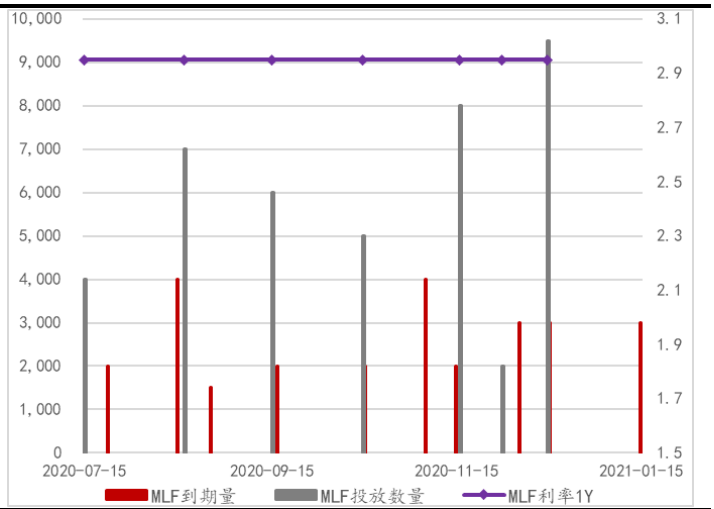
春节前流动性保持平稳是大概率事件，央行将通过 OMO、MLF 投放来进行到期和流动性阶段收紧的对冲。12 月 MLF 市场超额投放，资金市场平稳跨季。2020 年 1 月第一周将有 5200 亿元逆回购到期，1 月 15 日有 3000 亿元 MLF 到期，进入 1 月中旬缴税高峰的到来，预期央行将主要以对冲为主，MLF 投放将小幅超额续作。预期短端资金利率波动将有所加大，资金 12 月平稳跨季后，利率中枢将略有上升，但中长端利率仍将跟随经济修复程度和速度，调整空间不大。

图表27：央行公开市场操作规模（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表28：MLF 自 8 月以来持续净投放（亿元，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

中欧投资协定的顺利达成，将为双边的直接投资市场扩容打开局面。对市场短期而言，信心将有明显的提振。本次投资协定主要在市场准入、投资保护、争端解决和可持续发展四个方面形成共识，有助于为未来双方投资市场打开更大空间，也给我国相关制造业和服务业带来了新的机遇和挑战。未来中国和欧洲市场的绿色和数字化转型，也将为我国的科技、光伏能源能产业带来一定的扩容。

当前市场上，部分受投资者青睐的行业估值已经明显偏高，而估值处于低位的行业仍面临基本面受损的问题。**春节前市场流动性仍将保持平稳，如果流动性收紧，高估值的行业将面临较大压力，而盈利持续修复，且修复速度高于 2020 年增速的行业仍有较大的上行空间。**

4.2 春节前夕投资建议

进入 2021 年，市场大概率延续对业绩确定性较高的顺周期和消费板块，A 股整体盈

利能力有望持续修复，可选消费板块将受益于人均收入增长、消费升级等趋势，继续获得市场认可。

行业配置方面，可关注以下主线：1）高端白酒、休闲服务等可选消费板块；2）有色金属顺周期板块，重点关注锂等小金属板块；3）估值偏低、盈利能力稳定的银行、非银；4）新能源产业链、医药生物、国防军工、信息技术等“十四五”科技成长主线。

5、风险提示

新冠疫情反复，新冠疫苗接种不及预期，中美摩擦加剧。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场