太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-01-03

投资策略报告

春季躁动渐近，保持布局思维

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190511030002

证券分析师：金达莱

电话：010-88695265

E-MAIL： jindl@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190518060001

相关研究报告：

《1月稳扎稳打，布局春季躁动》——2020/12/27

《春季躁动不缺席，顺周期仍可为》——2020/12/20

《估值切换可期，顺周期+双循环两手准备》——2020/12/6

《顺周期可持续、12月行情依旧》——2020/11/29

《均衡配置，聚焦顺周期轮动》——2020/11/22

《2021年年度策略：均衡配置，拾级而上》——2020/11/12

《外围风险缓和，情绪修复带动反弹》——2020/11/8

《静待曙光，11月不悲观》——2020/11/1

《以逸待劳，震荡下沿不悲观》——2020/10/25

《阶段性反弹，行稳方能致远》——2020/10/18

《节后反弹，阶段性修复》——2020/10/11

《“节前效应”短期扰动，中期布局时机将现》——2020/9/27

《需求端发力，复苏主线深化演绎》——2020/9/20

《炒作降温，顺周期持续修复》——2020/9/13

《阶段性盘整，静待曙光》——2020/9/06

风险提示：货币收紧；中美关系超预期恶化

核心结论：春季躁动渐近，保持布局思维。美国财政刺激落地利于外围流动性保持宽松，冬季疫情反扑但影响可控，弱美元和海外风险缓和背景下利于外资持续流入A股，为市场提供支撑。受益年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，政策明确不搞“急转弯”，预计未来几个月央行流动性政策仍将保持相对宽松，目前偏股型公募机构仓位处于2020年1月低水位，加仓仍有空间，春节躁动值得期待。近期市场逐渐走强，主要受疫苗问世、5G产业政策、龙头产能布局影响，春节躁动主线日益明晰。目前国内经济仍在复苏中，结构上呈现制造业（出口）加速改善、服务型消费有待修复的特点，“内循环”顺周期仍有空间。

PMI放缓无碍景气度向好，价格指数创年内新高。12月制造业PMI指数51.9，显示虽然经济修复放缓，但仍保持高景气度。生产指数、新订单和新出口订单指数均有回落，随着冬季全球疫情反弹和国内春节将至，我国经济供需均有放缓；出厂价格指数和主要原材料购进价格均出现大幅上涨，创年内新高，主要受近期国际大宗商品、国内钢铁煤炭价格上涨影响。12月非制造业PMI指数55.7，较11月回落，显示受冬季疫情影响，出行意愿有所降低，但建筑业PMI上涨，地产和基建投资仍保持良好。考虑到海外疫苗接种进程可能偏慢，未来几个月在海外供需缺口的支持下，我国出口可能会延续改善；随着疫苗问世，需求端仍可持续改善进而拉动供给，支撑PMI保持高位。

中欧协定强化全球复苏红利，数字经济和新能源领域受益。中欧投资协定不仅仅限于以往投资协定中的只涉及投资，还包括了知识产权保护、服务贸易等相关方面。此时中欧投资协定的达成，展现出中国在践行全球多边主义的战略布局，我国出口在2021年将充分受益全球经济复苏的大环境。目前中欧双方互为重要的经贸伙伴，协定的达成无疑能进一步提升双方经贸关系。投资结构上，中欧双方对外直接投资靠前的五大行业均相同，且主要集中于制造业。我国企业将受益于欧盟对华在数字经济、新能源领域的准入开放。

QFII两融提升A股吸引力，外资持续流入。12月28日后QFII可进行融资融券。短期来看，QFII两融的放开更多得代表了我国资本市场正在加速对外开放、融入国际规则的积极姿态，对A股的实质影响未必明显。其一，目前外资主要通过陆股通参与A股的投资，QFII两融业务只是小部分海外投资者受益；其二，虽然目前QFII额度限制已放开，但其中掌握20%额度的QFII机构隶属于国家政府，其投资往往注重保值增值，对融资投资需求较小。不过，中期来看，外资（尤其是私营的金融部门）对QFII投资渠道的利用或能得到改善。近期的外资持续流入短期主要受美国第二轮财政刺激即将落地，11月以来北上资金已累计净流入达792亿元。我们一直强调，外资流入A股存在持续性，2021年受益于美联储宽松和弱美元趋势持续，叠加我国积极鼓励对外开放的政策加持，将支持外资资金流向新兴市场。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，春季躁动两手抓。1）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；2）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；3）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、军工、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居、旅游酒店、影视影院。

目 录

核心结论：春季躁动渐近，保持布局思维 4
1、PMI 放缓无碍景气度向好，价格指数创年内新高 4
2、中欧协定强化全球复苏红利，数字经济和新能源领域受益 5
3、QFII 两融提升 A 股吸引力，外资持续流入 6
4、春季躁动渐近，保持布局思维 8

图表目录

图表 1：12 月 PMI 保持在历史高位 5
图表 2：12 月制造业 PMI 供需均有边际回落 5
图表 3：12 月服务业 PMI 回落，建筑业 PMI 回升 5
图表 4：欧盟占我国实际使用外资比重下滑至 5% 6
图表 5：中欧双方对外直接投资靠前的五大行业均相同 6
图表 6：额度靠前的机构多为隶属于国家政府的金融机构 7
图表 7：11 月以来北上资金累计净流入 792 亿元 7
图表 8：目前偏股混合型基金仓位处于 2020 年 1 月时水平（截止 2020 年 12 月 30 日）8
图表 9：沪深 300 估值提升至 75%历史分位（截止 2020 年 12 月 31 日） 8
图表 10：电新、军工行业历史估值百分位已达 70%（截止 2020 年 12 月 31 日） 9

核心结论：春季躁动渐近，保持布局思维

美国财政刺激落地利于外围流动性保持宽松，冬季疫情反扑但影响可控，弱美元和海外风险缓和背景下利于外资持续流入 A 股，为市场提供支撑。受益年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，政策明确不搞“急转弯”，预计未来几个月央行流动性政策仍将保持相对宽松，目前偏股型公募机构仓位处于 2020 年 1 月低水位，加仓仍有空间，春节躁动值得期待。近期市场逐渐走强，主要受疫苗问世、5G 产业政策、龙头产能布局影响，春节躁动主线日益明晰。目前国内经济仍在复苏中，结构上呈现制造业（出口）加速改善、服务型消费有待修复的特点，“内循环”顺周期仍有空间。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，春季躁动两手抓。1）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；2）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；3）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、军工、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居、旅游酒店、影视影院。

1、PMI 放缓无碍景气度向好，价格指数创年内新高

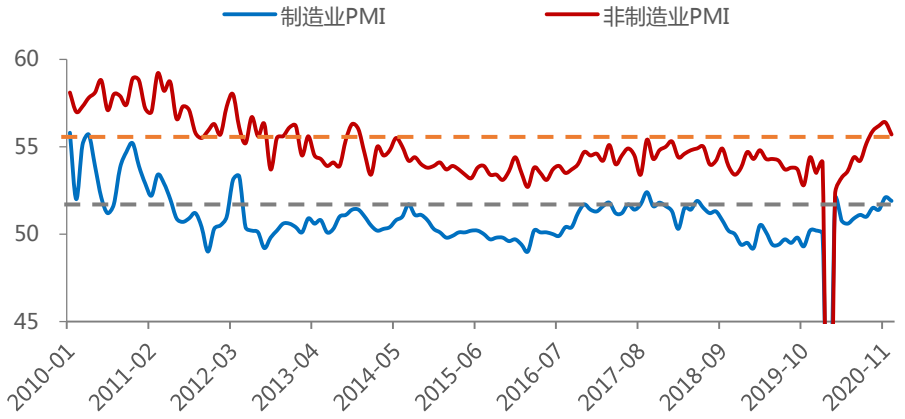
12 月制造业 PMI 指数 51.9，较 11 月减少 0.2，显示虽然经济修复放缓，但仍保持近 1 年以来的高景气度。其中，PMI 生产指数由上月的 54.7 降至 54.2，新订单指数和新出口订单也分别回落至 53.6、51.3，但仍处于高位，显示随着冬季全球疫情反弹和国内春节将至（生产淡季），我国经济修复边际放缓，企业生产行为回落；产成品库存由上月的 45.7 增加至 46.2，而原材料库存较上月相比保持不变，采购量回落，呈现按需生产特点；出厂价格指数和主要原材料购进价格均出现大幅上涨，创年内新高，分别升至 58.9 和 68.0，主要受近期国际大宗商品（疫苗问世加速全球经济修复，美国保持积极财政）、国内钢铁煤炭价格上涨（寒潮限电）影响。

12 月非制造业 PMI 指数 55.7，较 11 月回落 0.7，显示受冬季疫情反弹影响，餐饮、电影等出行意愿有所降低，服务业 PMI 出现小幅回落，由上月的 55.7 降至 54.8。建筑业 PMI 上涨 0.2 至 60.7，从业人员升至 48.6，说明用工需求增加，地产和基建投资仍保持良好。但由于 2021 年财政回归正常化，基建投资或将表现温和，而地产在短期较为景气但是受到“三道红线”约束，可能在 2021 年存在下行压力。

总体来看，受疫情加剧和年底淡季影响，12 月 PMI 数据显示供需均有边际回落。考虑到目前美国约 200 万人已接种疫苗，远低于特朗普之前承诺的到年底接种 2000 万人的数目，可见美国社会组织效率、民众配合度等因素或导致美国疫苗接种进程偏慢，由此

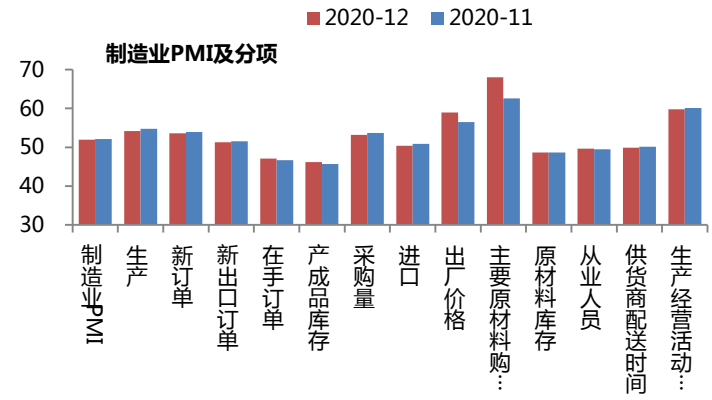
未来几个月在海外较大供需缺口的支持下，我国出口可能会延续复苏，随着疫苗问世，需求端仍可持续改善进而拉动生产供给，从而促使 PMI 保持高位，短期的疫情反复仅会引发 PMI 阶段性小幅回落。

图表 1：12 月 PMI 保持在历史高位



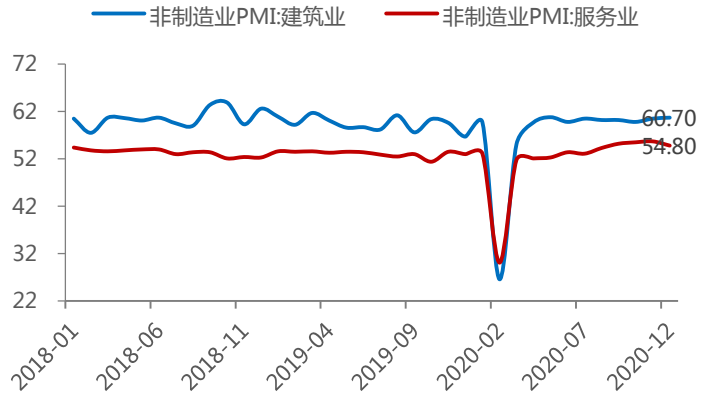
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 2：12 月制造业 PMI 供需均有边际回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：12 月服务业 PMI 回落，建筑业 PMI 回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

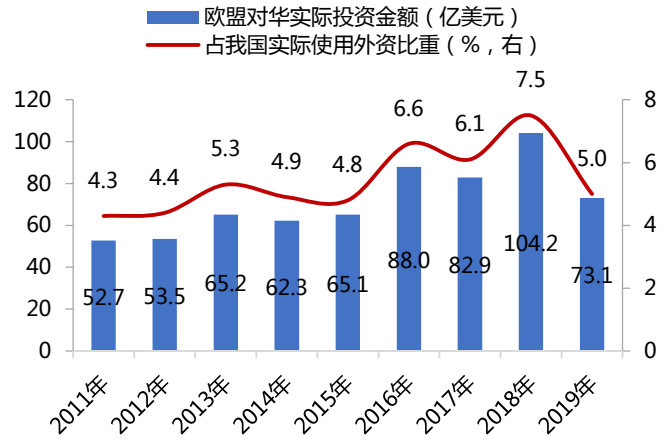
2、中欧协定强化全球复苏红利，数字经济和新能源领域受益

12 月 30 日，中欧领导人共同宣布如期完成中欧投资协定谈判，显示关于协定文本的所有磋商和谈判已经完成。协定谈判完成后，后续主要还需要通过确定最终文本、进行法律审查、翻译等流程，然后再进行签署协定和批准。从历次中欧协定谈判的内容来看，中欧双边投资协定的核心内容主要包括投资保护、市场准入、投资监管、可持续运

营发展四个方面，显示中欧投资协定是一个全面的投资协定，不仅仅限于以往的投资协定中只涉及投资，此次中欧投资协定还包括了知识产权保护、服务贸易等相关方面。在12月最新一轮谈判中，准入负面清单等议题得到磋商，意味着只要是清单以外均可以投资，投资障碍减少，从而促使中欧双方投资领域进一步扩大。此时中欧投资协定的达成，叠加此前RCEP的正式签署，明年中国还将启动加入CPTPP的谈判，展现出中国在践行全球多边主义的战略布局，我国出口在2021年将充分受益全球经济复苏的大环境。

目前中欧双方互为重要的经贸伙伴，协定的达成无疑能进一步提升双方经贸关系。直接投资方面，2019年中国对欧盟直接投资金额达到107亿美元，欧盟对华投资73.1亿美元，较2018年同比下降29.9%，占我国实际使用外资比重下滑至5%，此次投资协定的达成有望改变目前中欧双方直接投资踟蹰不前的现状，释放投资潜力。结构上，中欧双方对外直接投资靠前的五大行业均相同，且主要集中于制造业，2019年中国对欧盟直接投资占比53%，欧盟对华直接投资占比58%，次之的租赁和商务服务业领域仅有10%左右的占比。结合在2020年7月第31轮谈判中的内容，欧盟就市场准入方面重申要求改善中国在电信和计算机部门、卫生、生物技术和新能源汽车方面的报价，叠加欧盟在推进数字化和绿色经济的鼓励政策来看，我国企业将受益于欧盟对华在数字经济、新能源领域的准入开放。

图表4：欧盟占我国实际使用外资比重下滑至5%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表5：中欧双方对外直接投资靠前的五大行业均相同

TOP5行业	2019年中国对欧盟直接投资占比（%）	TOP5行业	2020年欧盟对华直接投资占比（%）
制造业	53.2	制造业	58.2
租赁和商务服务业	9.2	租赁和商务服务业	11.9
科学研究、技术服务和地质勘查业	6.9	批发和零售业	8.4
批发和零售业	5.9	科学研究和技术服务业	7.8
金融业	4.1	金融业	5.1

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

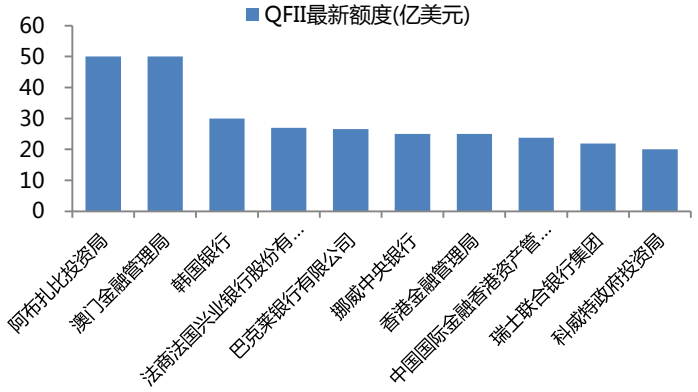
3、QFII两融提升A股吸引力，外资持续流入

12月28日中国结算发布通知，沪深市场QFII、RQFII登记结算制度改革相关业务正式上线，当日各证券公司QFII/RQFII客户可申请开立信用账户，次一交易日即可参与

融资融券类证券交易。意味着此后，QFII 资金可通过“加杠杆”的形式参与 A 股的做多做空机制，进一步接轨国际，利于提升 A 股对外资的吸引力。但短期来看，QFII 两融的放开更多得代表了我国资本市场正在加速对外开放、融入国际规则的积极姿态，对 A 股的实质影响未必明显。其一，目前外资主要通过陆股通参与 A 股的投资，QFII 两融业务只是小部分海外投资者受益，在 2020 年三季度末，QFII 重仓股的持股市值约 2400 亿元，而同期陆股通北上资金的持股市值高达 1.9 万亿，QFII 仅占整体的 11%。其二，虽然目前 QFII 额度限制已放开，但从目前 359 家 QFII 机构的额度分布来看，额度靠前的机构主要包括阿布扎比投资局、澳门金融管理局、韩国银行等隶属于国家政府的金融机构，韩国银行等 9 家国家金融机构的额度就达到 237 亿美元，占比 20%，而这类机构的投资往往注重保值增值，并不会产生明显的融资投资需求。不过，中期来看，受益两融的制度红利，外资（尤其是私营的金融部门）对 QFII 投资渠道的利用或能得到改善，QFII 对市场的影响力将得到提升。

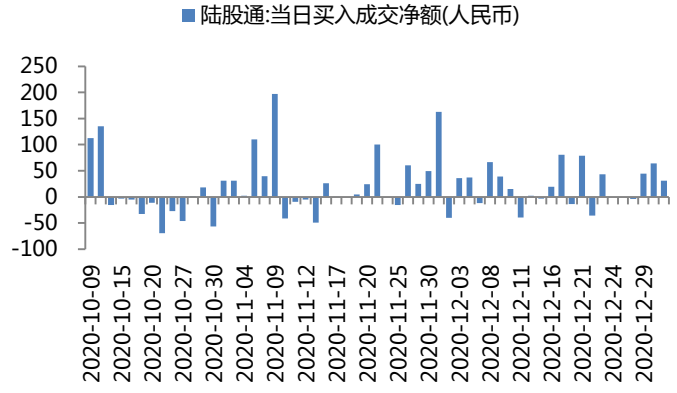
近期的外资持续流入短期主要受美国第二轮财政刺激即将落地，12 月 28 日特朗普还是了总规模为 9000 亿美元的新冠纾困法案和政府拨款法案。目前参议院能否顺利通过发放给个人的现金金额从 600 美元提升至 2000 美元的刺激方案，仍存在不确定性。在消息公布之际，相应地，美元指数明显走弱，人民币被动升值，美债收益率出现上行后回落。我们一直强调，外资流入 A 股存在持续性，2021 年受益于美联储宽松和弱美元趋势持续，叠加我国积极鼓励对外开放的政策加持，将支持外资资金流向新兴市场。自拜登当选、A 股海外风险缓解后，11 月以来，北上资金已连续 9 周保持流入 A 股，截止 2020 年 12 月底，近期已累计净流入达 792 亿元，预计 2021 年外资流入规模可达 2500-3000 亿元。

图表 6：额度靠前的机构多为隶属于国家政府的金融机构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：11 月以来北上资金累计净流入 792 亿元



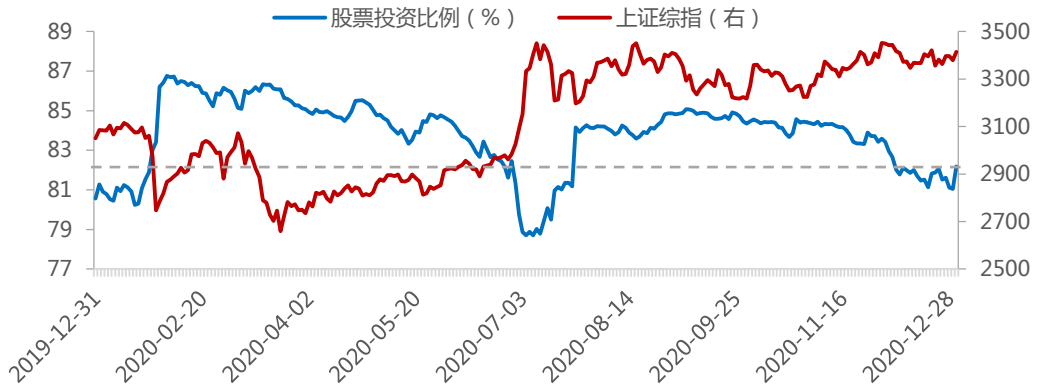
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、春季躁动渐近，保持布局思维

美国财政刺激落地利于外围流动性保持宽松，冬季疫情反扑但影响可控，弱美元和海外风险缓和背景下利于外资持续流入 A 股，为市场提供支撑。受益年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，政策明确不搞“急转弯”，预计未来几个月央行流动性政策仍将保持相对宽松，目前偏股型公募机构仓位处于 2020 年 1 月低水位，加仓仍有空间，春节躁动值得期待。近期市场逐渐走强，主要受疫苗问世、5G 产业政策、龙头产能布局影响，春节躁动主线日益明晰。目前国内经济仍在复苏中，结构上呈现制造业（出口）加速改善、服务型消费有待修复的特点，“内循环”顺周期仍有空间。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，春季躁动两手抓。1）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；2）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；3）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、军工、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居、旅游酒店、影视影院。

图表 8：目前偏股混合型基金仓位处于 2020 年 1 月时水平（截止 2020 年 12 月 30 日）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 9：沪深 300 估值提升至 75%历史分位（截止 2020 年 12 月 31 日）

	板块	PB	PB 历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）		
						年初至今	近一周	3/24 反弹以来
重要指数	沪深 300	1.75	53.29%	16.10	74.53%	27.21	4.23	47.62
	上证 50	1.53	44.48%	14.22	70.01%	18.85	4.34	42.23
	中小板指	4.74	68.70%	34.81	65.83%	43.91	2.91	51.47
	创业板指	8.34	93.09%	64.39	82.99%	64.96	5.16	62.35
	中证 500	2.05	17.77%	28.22	28.13%	20.87	2.61	27.37
	创业板 50	9.76	93.11%	75.01	82.84%	88.74	5.72	84.39

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：电新、军工行业历史估值百分位已达 70%（截止 2020 年 12 月 31 日）

风格	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）		
						年初至今	近一周	3/24 反弹以来
周期	采掘	1.11	4.9%	16.55	30.6%	-1.34	0.37	21.86
	化工	2.56	46.1%	30.85	51.4%	34.98	2.85	50.07
	钢铁	0.99	17.9%	14.55	32.3%	4.90	0.76	19.87
	有色金属	2.75	34.2%	48.66	67.6%	34.77	4.55	60.30
	建筑材料	2.15	34.6%	14.51	10.9%	23.74	1.73	24.84
	建筑装饰	0.84	0.1%	8.98	0.6%	-7.92	0.31	-1.39
	电气设备	4.29	69.6%	47.74	69.4%	94.71	3.29	96.37
	机械设备	2.67	40.6%	30.14	43.4%	31.06	3.38	41.80
	公用事业	1.40	3.3%	18.57	9.4%	0.98	2.18	10.83
	交通运输	1.51	22.0%	24.83	60.7%	0.24	3.24	21.94
消费	汽车	2.34	44.3%	31.70	75.8%	45.85	2.00	66.46
	家用电器	4.16	95.5%	28.27	66.2%	31.08	3.98	62.21
	纺织服装	1.83	20.0%	36.80	62.9%	-7.08	1.85	1.03
	轻工制造	1.93	27.9%	25.71	24.6%	15.76	1.97	28.91
	商业贸易	1.43	3.6%	27.27	37.5%	-0.22	-0.37	7.29
	农林牧渔	3.56	50.5%	16.01	0.8%	18.29	2.14	15.44
	食品饮料	10.79	99.4%	53.65	93.1%	84.97	6.82	113.83
	休闲服务	7.67	95.9%	164.64	100.0%	99.38	8.74	136.10
	医药生物	4.75	72.6%	45.35	70.2%	51.10	1.85	48.72
金融	房地产	1.14	0.2%	8.56	0.8%	-10.85	1.49	8.12
	银行	0.71	3.0%	7.24	38.0%	-3.25	2.47	17.85
	非银金融	2.00	28.7%	18.73	32.8%	6.11	5.92	28.98
成长	国防军工	3.73	72.9%	75.42	72.0%	57.98	6.62	65.19
	电子	4.31	78.5%	49.95	49.2%	36.05	1.75	39.36
	计算机	4.22	51.1%	70.65	85.0%	9.75	5.33	2.27
	传媒	2.51	8.7%	36.18	15.7%	7.86	2.32	13.31
	通信	2.33	33.3%	37.48	39.0%	-8.33	3.24	-16.49

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性:我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
北京地区销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
上海区域销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海区域销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海地区销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
上海地区销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
上海地区销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
深圳地区销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
深圳地区销售	唐小迪	13418584996	tangxd@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座
电话： (8610)88321761
传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。