2020 年 12 月 25 日
策略类●证券研究报告

增配顺周期，把握一季度行情

主题报告

分析师 李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

相关报告

定调政策“不急转弯”，投资信心有望继续修复 2020-12-20

政策快速退出担忧缓解，明年聚焦卡脖子问题 2020-12-20

情绪波动可能告一段落，投资信心将逐渐恢复 2020-12-13

风险偏好延续回暖趋势，建议继续增配顺周期 2020-12-06

疫苗进展推升风险偏好，转板落地或强化顺周期风格 2020-11-29

投资要点

◆ **经济景气复苏，增速前高后低。**1）低基数下的高增长。在 2020 年低基数的影响下，伴随着我国疫情得到良好控制及经济复苏持续推进，2021 年经济大概率将出现高增长；预计 2021 年我国 GDP 增速将达到 8%。2）经济增长节奏切换为“前高后低”。根据我们预测， 2021 年 Q1 至 Q4 我国 GDP 季度同比增速预计分别为 17.5%、7%、5.3%和 4.8%，GDP 增速逐季下滑。

◆ **资金正常化，宽松“渐退”是必然。**1）经济复苏后疫情刺激政策面临回归。保守统计，2020 年上半年，疫情对冲政策预计释放流动性约 6 万亿；比较来看，期间同比多增的流动性中，有约 2/3 来自于疫情对冲贡献。2）国家对于宏观杠杆率提升保持警惕。2020 年前三个季度我国实体杠杆率季度增速为 3.2%，期间杠杆率的爬升速度仅次于 2009 年；三季度以来，管理层多次释放信号要稳定我国杠杆水平。

◆ **2021 年行情展望：震荡结构性行情为主，把握 1 季度。**

- **指数层面可能难有大作为，结构性行情为主。**回溯历史行情来看，指数层面收益率相对有限，多数时间呈现结构性行情特征；1）复盘 2000 年和 2010 年相似的经济环境下，指数呈现阶段性或结构性行情；2）复盘 2000 年至今共四段相似的货币政策时期；指数主要呈现休整或结构性行情；3）复盘五年规划首年，指数休整的概率较大。
- **多个正面因素共振，把握 1 季度行情。**经济加速复苏、货币政策尚未转向、十四五规划政策催化、及传统春季躁动期等正面因素共同作用，2021 年一季度可能迎来较佳配置时间。

◆ **2021 年行业配置建议：风格再平衡，增配顺周期。**

- **需求回补，配置业绩改善高弹性的顺周期品种，首选关注上游原料和可选。**2021 年消费和部分需求回补将是经济的主要拉动力；从消费和出口需求回补来看，顺周期中的可选、工业原材料和工业中间制品需求回补空间大，具体对应行业包括有色、化工、采掘、钢铁、纺织服装、汽车等；而三季度行业业绩比较来看，伴随经济复苏，顺周期更高的业绩弹性得到了验证。
- **估值回归，业绩重要性凸显，建议低配预期较足的部分科技消费高估值品种，增配业绩确定性较高的新能源和高端装备等内生景气行业。**在货币市场逐渐回归正常化的大背景下，市场估值也将逐渐回归常态，业绩的重要性将更为凸显。虽然当前市场总体估值处于历史中值，但部分处于历史极高估值区位的科技消费板块，估值存在回撤风险，建议适当降低配置；同时，对于 2020 年因需求爆发行业景气上行的新能源和高端装备行业，由于 2021 年行业景气周期大概率将延续，建议增加配置。
- **建议重点关注有色、纺服、汽车、光伏发电、工业机器人等行业或主题板块。**

◆ **风险提示：美联储货币政策超预期转向、中美博弈及地缘冲突超预期、局部通胀超预期、信贷风险等。**

内容目录

一、经济景气复苏，增速前高后低 5
（一）2020 年 GDP 增速预计录得改革开放以来最低值 5
（二）一变：低基数下的确定性高增长 6
（三）二变：经济增长节奏切换为“前高后低” 8
二、资金面正常化，宽松“渐退”是必然 9
（一）经济复苏后疫情刺激政策面临回归 9
（二）国家对于宏观杠杆率提升保持警惕 10
三、2021 年行情展望：结构性行情为主，把握 1 季度 12
（一）震荡结构市，指数可能难有大作为 12
1、复盘历史相似的经济环境：阶段性行情或结构性行情 13
2、复盘历史相似的货币环境：休整或结构性行情 14
3、复盘历史五年规划首年：休整概率大 18
（二）多个正面因素共振，一季度可能迎来较佳配置时间 18
1、国内经济稳步复苏预计将至少持续到 1 季度 19
2、货币政策暂时可能不会迅速转向 19
3、十四五规划政策催化预期 20
4、春季躁动期投资情绪回暖 22
四、2021 年行业配置策略：风格再平衡，增配顺周期 23
（一）需求回补，配置业绩改善高弹性品种 23
1、消费和部分需求回补将是 2021 年经济的主要拉动力 23
（1）复苏节奏的不同，2021 年消费可能有较大回补空间 23
（2）疫苗上市，2021 年海外局部需求有望得到根本性改善 24
2、顺周期的可选和上游原材料回补弹性最大 26
3、三季报验证了顺周期的上游原材料和可选业绩改善弹性更大 27
（二）估值回归降低高估值品种配置比例 28
1、裂口收敛，但消费科技相对估值依旧较高 28
2、三季度以来资金偏好不再独宠科技消费 30
（三）新需求爆发，配置业绩确定性更高的内生景气行业 33
1、后疫情时期新能源和高端装备需求爆发 33
2、新能源的景气周期有望持续 35
（1）光伏未来十年新增装机复合增长有望达到 17.6% 35
（2）新能源汽车未来五年产销量复合增长有望达到约 37% 36
3、工业机器人的景气周期有望持续到 2021 年 37
（四）配置建议及重点行业 38
1、有色：工业金属涨价预期较强 38
2、纺织服装：需求回补且估值较低 40
3、汽车：行业景气上行延续，造车新势力正带来估值蝶变 41
4、光伏发电：高增长低估值，成长属性凸显 42
5、工业机器人：短期高景气，长期成长仍在 44
五、风险提示 45

图表目录

图 1：2020 预期 GDP 增速为近四十年最低值 6
图 2：我国新增病例主要来自于境外输入 7
图 3：全球疫情持续恶化 7
图 4：工业增加值同比保持高位增长，恢复到正常水平 7
图 5：社零同比继续向上修复 7
图 6：出口增速持续走高，超过 2019 年同期水平 8
图 7：失业率逐渐走低，接近正常水平 8
图 8：2020Q4 至 2021 年 GDP 季度同比增速预测图 9
图 9：我国实体部门杠杆率变化 11
图 10：我国与英美德日实体经济杠杆率变化对比（2006 年至 2020Q1） 12
图 11：我国与英美德日非金融企业杠杆率变化对比（2006 年至 2020Q1） 12
图 12：1999 年至 2012 年 M2 同比变化 15
图 13：2012 年至今 M2 同比变化 15
图 14：2002 年至今 10 年起国债收益率走势变化 15
图 15：2003H2 至 2004 年上证指数月度涨跌幅 16
图 16：2009Q4 至 2011Q3 年上证指数月度涨跌幅 16
图 17：2009Q4 至 2011Q3 年中小板指月度涨跌幅 17
图 18：2013Q2 至 2014Q1 年上证指数月度涨跌幅 17
图 19：2013Q2 至 2014Q1 年创业板指月度涨跌幅 17
图 20：2016H2 至 2017 年沪深 300 指数月度涨跌幅 18
图 21：2016H2 至 2017 年创业板指月度涨跌幅 18
图 22：制造业 PMI 分类指数（截止到 11 月） 19
图 23：大中小型制造业企业 PMI 指数（截至到 11 月） 19
图 24：11 月底香港局地疫情再度严峻 20
图 25：小型企业依旧处于景气边缘 20
图 26：布油、铜等主要工业品期货价格 20
图 27：CPI 同比在 2019 年四季度至 2020 年一季度处于高位 20
图 28：2018-2020 年社零月度同比变化 24
图 29：2018-2020 年餐饮收入月度同比变化 24
图 30：社零累计增速对比图（2020 年比较 2019 年、比较近 5 年的平均值） 26
图 31：出口重点商品同比增速对比图（2020 年比较 2019 年、比较近 5 年的平均值） 27
图 32：大类行业估值对比情况（2010 年至 2020 年 11 月） 29
图 33：估值安全时间占比（按月统计，月末估值高于当前估值的月份数量占比，2010 年至今） 29
图 34：化工和食品饮料估值裂口变化 30
图 35：采掘和计算机估值裂口变化 30
图 36：Q3 较 Q2 基金持仓变动金额 31
图 37：Q3 基金持仓占比变动 31
图 38：7 月至 11 月期间北向资金行业合计增减持总额 32
图 39：行业获得北向资金增持的公司数量占比（2020 年 7 月至 2020 年 11 月） 33
图 40：三季度以来新能源汽车产量持续高增长 34
图 41：三季度以来光伏电池产量保持较快增长 34
图 42：4 月以来工业机器人产量持续较快增长 34
图 43：4 月以来金属切削机床保持相对较快增长 34
图 44：2006 年-2020 年我国光伏新增装机及预期（GW） 35
图 45：2011 年-2020 年全球光伏新增装机及预期（GW） 35

图 46：2012 年-2025 年新能源车产销量及预期 36
图 47：2018 年-2021 年新能源汽车月产量及预测 37
图 48：工业机器人销量及其同比变化情况（万台） 37
图 49：我国汽车单月销量及其同比变化情况（万辆） 38
图 50：手机出货量及其同比变化情况（万部） 38
图 51：铜库存及价格变化（库存单位：吨；报价单位：美元/吨） 39
图 52：电解铝产能变化 39
图 53：当前产量与产能对比 39
图 54：电解铝主要下游应用行业依旧在加速复苏 40
图 55：全国百家大型零售企业服装类零售增速 40
图 56：服装中下游行业增速及下游存货周转情况 40
图 57：汽车销量自今年 3 月开始 V 型反转 41
图 58：2021 年销量预测数据 41
图 59：造车新势力的产品更迭明显加快 42
图 60：我国电力能源结构及对应的碳排放量 43
图 61：2010 年-2019 年我国可再生能源占比及预期 43
图 62：2010 年-2019 年可再生能源度电成本对比 43
图 63：制造业就业人员平均工资及其同比变化情况（元） 44
图 64：全球工业机器人销售均价变化情况（万美元） 44
图 65：中国和全球工业机器人密度变化情况（台/万人） 44
图 66：2019 年不同国家和地区工业机器人密度（台/万人） 44
图 67：2018 年不同结构和功能工业机器人的国产化率（%） 45
图 68：2017-2019 年中国工业机器人自主品牌销量占比情况（%） 45

表 1：春节期间政府采取的严格封锁措施，延迟复工复产 5
表 2：IMF2020 年经济增速预测（2020 年 10 月版） 8
表 3：用于对冲疫情的货币财政刺激政策 9
表 4：2000 年至今季度同比增速变化 13
表 5：五年规划按时间节奏统计主要指数涨跌幅 18
表 6：近三期五年规划的内容对比 21
表 7：上证指数和创业板指一季度涨跌情况（2000 年至 2020 年） 22
表 8：我国疫情得到控制之后重点商品出口变化 25
表 9：三季度行业业绩比较 28
表 10：北向资金增减持金额占比（2020 年 7 月至 2020 年 11 月） 32
表 11：保守测算 2030 年光伏新增装机量需求超 600GW 35
表 12：各地出台的促进汽车消费政策 41

一、经济景气复苏，增速前高后低

（一）2020 年 GDP 增速预计录得改革开放以来最低值

2020 年 1 月，我国新冠疫情爆发，为有效阻隔新冠疫情的传染，我国实施了严格的封锁政策，号召“宅家抗疫”；其中，1 月末至 2 月，在我国疫情高发时期，为严格限制人员流动和人员聚集，各地政府一再发文延后节后复工复产时间，生产经营活动暂时被动停滞。3 月份之后，虽然全国大部分地区复工复产已经逐渐趋向正常化，但由于疫情担忧尚未消散及伴随实施的常态化疫情防控措施，以聚集性服务业为代表的不少产业经营活动依旧受到明显限制，供需面临困境，叠加 3 月份海外疫情爆发带来的出口需求放缓，2020 年一季度我国 GDP 同比增速出现负增长，当季度 GDP 同比下滑 6.8%，为 1992 年有 GDP 季度同比统计数据以来的首次。

表 1：春节期间政府采取的严格封锁措施，延迟复工复产

时间	政策
2 月 1 日	湖北省宣布延长 2020 年春季假期至 2 月 13 日，2 月 14 日起正式上班
1 月 31 日	北京市明确行政区域内非必要企业复工时间不早于 2 月 9 日 24 时，大中小学幼儿园延迟开学
1 月 31 日	天津延迟企业复工和学校开学
1 月 31 日	河南省明确省内党政机关春节假期延长至 2 月 2 日，河南省企业复工期限推迟至 2 月 9 日；中小学、幼儿园开学时间延长至 2 月 17 日之后
1 月 30 日	交通部新闻发布会，截至 30 日上午，全国的省际包车和发往湖北的省际客运班线已经全部停运；湖北、北京等十个省市道路客运全面停运，还有 16 个省份全面暂停省际客运班线，28 个省份的多个城市也暂停或者部分暂停城市公交线路，武汉等 5 个城市还暂停了城市轨道交通的运营
1 月 30 日	贵州省要求省内各类企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工复产
1 月 30 日	河北省明确行政区域内企业复工复业时间不早于 2020 年 2 月 9 日 24 时
1 月 30 日	黑龙江要求全省行政区域内各类企业复工复业时间不早于 2 月 9 日 24 时
1 月 29 日	内蒙古自治区政府要求区内各类企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工，各级各类学校开学时间不早于 3 月 1 日
1 月 29 日	江西省区域内各类企业不早于 2020 年 2 月 9 日 24 时前复工
1 月 29 日	山东省明确省内各类企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工
1 月 29 日	云南省内各类企业及建设工程项目不早于 2 月 9 日 24 时前复工;；各级各类学校 2 月 17 日前不开学。
1 月 29 日	福建省明确除必要企业外，其他企业要根据自身情况不早于 2 月 9 日 24 时复工
1 月 29 日	安徽省明确省内各类企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工
1 月 28 日	重庆市明确本市各类企业复工、复产时间不得早于 2020 年 2 月 9 日 24 时。
1 月 28 日	江苏省要求省内各类企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工
1 月 28 日	广东省要求各类企业复工时间不早于 2 月 9 日 24 时；中小学、幼儿园 2 月 17 日前不开学，大专院校、中职学校、技工院校 2 月 24 日前不开学
1 月 27 日	上海市要求本市区域内各类企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工；各级各类学校 2 月 17 日前不开学。
1 月 27 日	浙江省要求省内各类企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工；各级各类学校 2 月 17 日前不开学。
1 月 27 日	国务院办公厅发布将春节假期延长至 2 月 2 日，2 月 3 日正式上班
1 月 23 日	继武汉之后，湖北鄂州、黄冈、赤壁、仙桃、枝江、潜江等 6 个地区宣布“封城”
1 月 23 日	武汉宣布早上 10 时开始“封城”，城市公交、地铁、轮渡、长途客运暂停运营,机场、火车站离汉通道暂时关闭

资料来源：互联网资料整理，华金证券研究所

2020 年二季度至四季度，虽然我国 GDP 季度增速逐渐上移，二、三季度 GDP 同比增速分别为 3.2%和 4.9%；但在 2020 年一季度 GDP 出现较大缺口背景下，且疫情影响在二季度至四季度也一直持续着，我国 2020 年 GDP 录得了改革开放以来的最差成绩。根据万得的一致性预期，2020 年预期 GDP 增速为 2.1%；而 1980 年至今，我国 GDP 增长最为缓慢的一年出现在 1990 年，当年 GDP 同比增长 3.92%。

图 1：2020 预期 GDP 增速为近四十年最低值



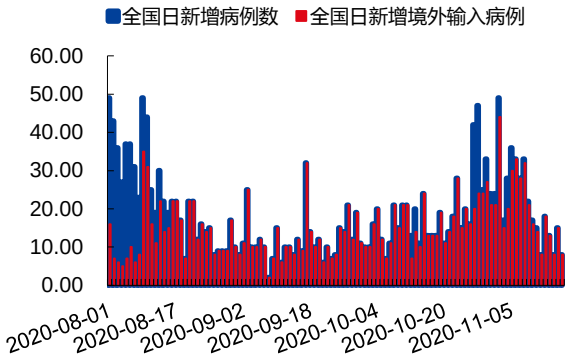
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）一变：低基数下的确定性高增长

在 2020 年低基数的影响下，伴随着我国疫情得到良好控制及经济复苏持续推进，2021 年经济实现高增长的可能性较高；截止到 2020 年 11 月，当月我国工业增加值同比增长已经达到去年同期的 6.9%、当月社会零售总额同比增长也恢复到 4.3%。

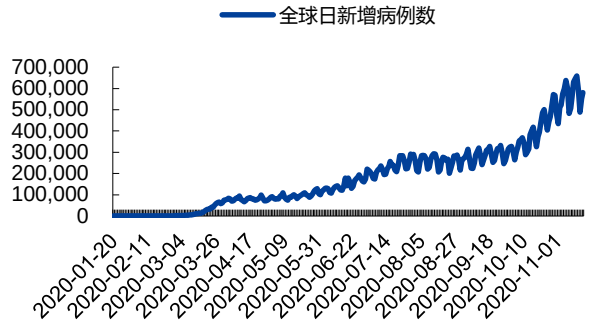
（1）在海外疫情持续恶化之下，在我国部分地区已经入冬的背景下，我国疫情防控依旧良好，局部风险都得到快速处置；截至近日，全国日新增病例数大多维持在 20 例以下，且多数来源于境外输入性病例。11 月 16 日，世卫组织举行新冠肺炎例行发布会，世卫组织卫生紧急项目负责人迈克尔·瑞安表示，现有证据表明，新冠病毒在中国的传播水平极低。而即便在国内疫情防控良好的背景下，卫健委对于我国疫情防控依旧保持高度警惕，强调我国疫情防控工作一刻不能放松，根据 11 月 12 日卫健委发布的关于冬季疫情的专家研判，可能局部虽有风险，但国内疫情整体可控。

图 2：我国新增病例主要来自于境外输入



资料来源：Wind，华金证券研究所

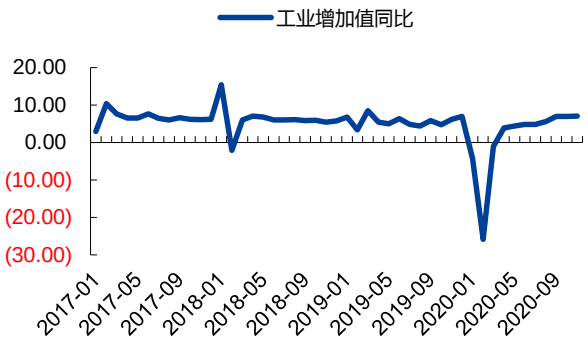
图 3：全球疫情持续恶化



资料来源：Wind，华金证券研究所

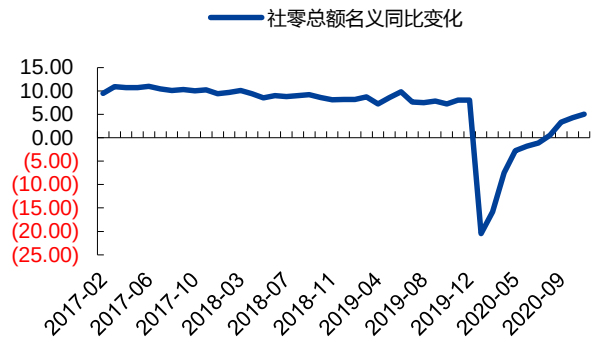
（2）我国各项主要经济指标持续向好。以 11 月份主要的经济统计数据来看：首先，工业增长继续保持较高的速度，11 月份规模以上工业同比增长 7.0%，比上年同期高 0.8 个百分点。其次，服务业加快恢复，11 月份全国服务业生产指数同比增长 8.0%，比 10 月份上升 0.6 个百分点。第三，消费修复继续，11 月份社会消费品零售总额同比增长 5.0%，增速比上个月加快 0.7 个百分点；其中，商品零售同比增长 5.8%，连续 5 个月实现正增长。第四，出口继续保持高增速；11 月出口总额 2680.7 亿美元，增长 21.1%，在高增速基础上出口同比较上个月继续约 10 个百分点。第五，就业整体稳定；1-11 月份，全国城镇新增就业 1099 万人，完成全年目标的 122.1%；11 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，连续 4 个月下降。

图 4：工业增加值同比保持高位增长，恢复到正常水平



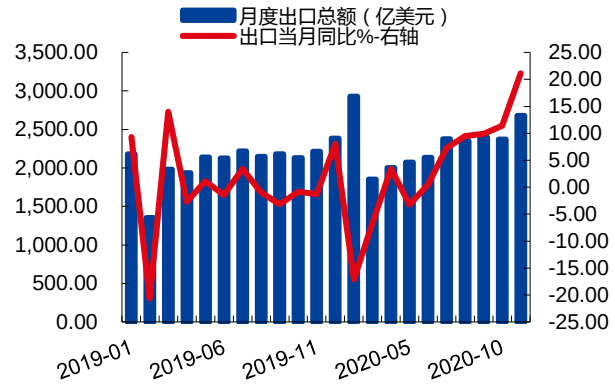
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：社零同比继续向上修复



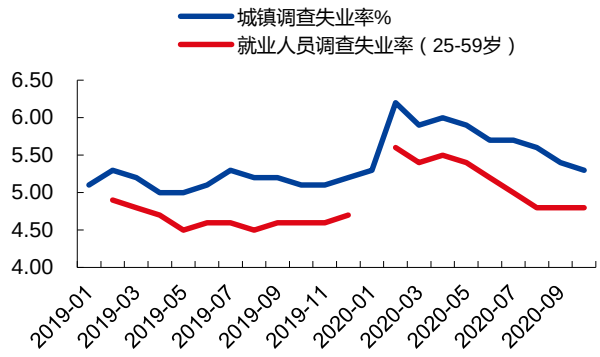
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：出口增速持续走高，超过 2019 年同期水平



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：失业率逐渐走低，接近正常水平



资料来源：Wind，华金证券研究所

（3）根据 IMF 组织在 2020 年 10 月的最新预测，2020 年预计我国 GDP 将实现 1.9%的正增长；2021 年预计我国经济增长将加速，达到 8.2%。

表 2：IMF2020 年经济增速预测（2020 年 10 月版）

GDP 实际增长率预测	2019 年	2020 年	2021 年
全球	2.8	-4.4	5.2
发达经济体	1.7	-5.8	3.9
美国	2.2	-4.3	3.1
欧元区	1.3	-8.3	5.2
德国	0.6	-6.0	4.2
法国	1.5	-9.8	6.0
意大利	0.3	-10.6	5.2
英国	1.5	-9.8	5.9
日本	0.7	-5.3	2.3
加拿大	1.7	-7.1	5.2
其他发达经济体	1.7	-3.8	3.6
新兴市场和发展中经济体	3.7	-3.3	6.0
中国	**6.1**	**1.9**	**8.2**
印度	4.2	-10.3	8.8
东盟五国	4.9	-3.4	6.2
俄罗斯	1.3	-4.1	2.8
巴西	1.1	-5.8	2.8

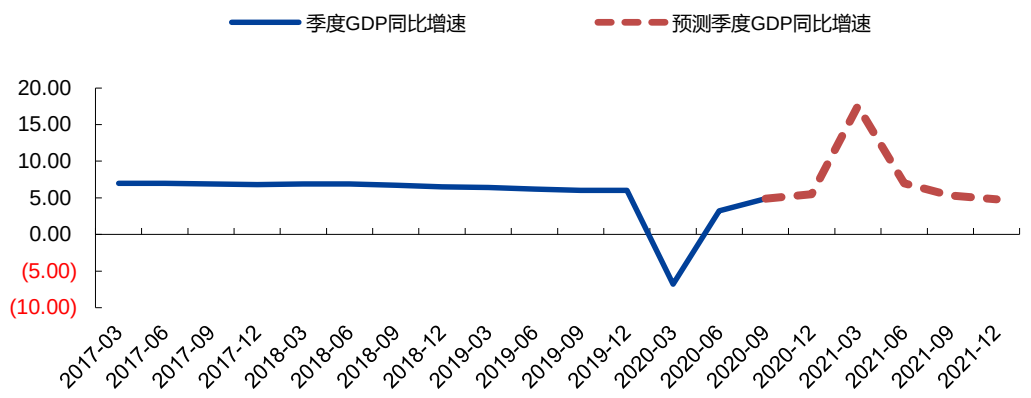
资料来源：《IMF 世界经济展望》，互联网资料整理，华金证券研究所

（三）二变：经济增长节奏切换为“前高后低”

2020 年，因 1 月份突发新冠疫情影响，我国一季度经济出现失速；随后二季度至四季度，我国经济是一个逐渐填坑、爬坡的过程；按季度来看，经济增长节奏是“前低后高”。

但 2021 年，由于基数影响，经济增长节奏将大为不同，更大概率可能会呈现“前高后低”的变化趋势。根据我们预测，按照我国经济潜在增速测算，2021 年 Q1 至 Q4 我国 GDP 季度同比增速分别为 17.5%、7%、5.3%和 4.8%，GDP 增速逐季下滑；2021 年全年 GDP 同比增速预计为 8%。

图 8：2020Q4 至 2021 年 GDP 季度同比增速预测图



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、资金面正常化，宽松“渐退”是必然

（一）经济复苏后疫情刺激政策面临回归

2020 年，在突发新冠疫情背景下，央行和财政部等金融管理部门在较短时间内出台了不少于 10 项的具体应对举措，包括降准、引导市场利率下行、增加再贷款再贴现额度、出台小微企业信用贷款支持计划、实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策等，以增强市场流动性，对冲疫情影响。

梳理来看，疫情对冲政策主要发生在 2020 年上半年，保守来统计，涉及新增释放金额约 6 万亿。假设比较 2020 年 1-11 月新增社会融资规模较去年同期的变化，今年前 11 个月合计新增社融规模 33 万亿，较去年同期约 23.5 万亿，同比多增了 9.5 万亿；而其中，社融同比多增的流动性中，有约三分之二来自于疫情对冲政策贡献。

2021 年展望来看，我国经济复苏的确定性较高，货币财政政策必然会逐渐回归正常化；2020 年上半年巨大的流动性增量可能反而成为 2021 年的掣肘，高基数下反而衬托 2021 年流动性边际明显“收紧”。

表 3：用于对冲疫情的货币财政刺激政策

时间	内容	方式	涉及新增释放金额-亿
1 月 6 日	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	全面降准	8000
1 月 31 日	央行安排 3000 亿元专项再贷款，支持金融机构向疫情防控重点企业提供优惠利率贷款	再贷款	3000
1 月 31 日	对募集资金主要用于疫情防控以及疫情较重地区金融机构和企业发行的金融债券、资产支持证券、公司信用类债券建立注册发行“绿色通道”	发行债券	
2 月 17 日/2 月 20 日	2 月份，公开市场操作逆回购和中期借贷便利（MLF）操作中标利率先后均下降 10 个基点，1 年期和 5 年期贷款市场报价利率（LPR）分别下降 10 个和 5 个基点，带动市场整体利率下行。	引导降低实际利率	

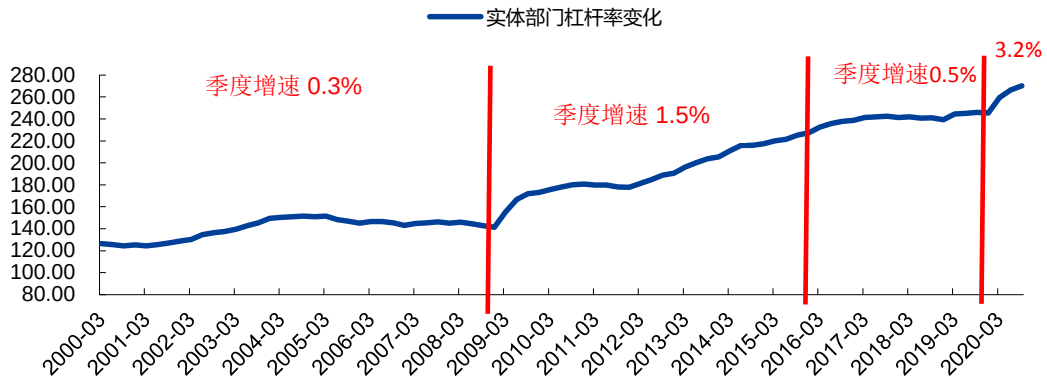
时间	内容	方式	涉及新增释放金额-亿
2 月 26 日	增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。其中，支农、支小再贷款额度分别为 1000 亿元、3000 亿元，再贴现额度 1000 亿元。	再贷款再贴现	5000
2 月 26 日	政策性银行在去年的基础上增加 3500 亿元专项信贷额度，以优惠利率向民营、中小微企业发放	增加专项信贷额度	3500
2 月 26 日	鼓励引导全国性商业银行加大对小微企业信贷投放力度，努力使小微贷款利率比上年有明显下降。国有大型银行上半年普惠型小微企业贷款余额同比增速要力争不低于 30%。	降低贷款利率及增加贷款增速	
2 月 26 日	2020 年 6 月底前，对地方法人银行新发放不高于 LPR 加 50 个基点的普惠型小微企业贷款，允许等额申请再贷款资金	发放低息贷款	
3 月 2 日	对于 2020 年 1 月 25 日以来到期的困难中小微企业贷款本金，结合企业受疫情影响情况和经营状况，给予企业一定期限的临时性延期还本安排	延迟还本付息	
3 月 16 日	对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款	定向降准	5500
4 月 3 日	对城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。中国人民银行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%	定向降准	4000
4 月 3 日	增加面向中小银行的再贷款、再贴现额度 1 万亿元	再贷款再贴现	10000
5 月 22 日	财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债	赤字增加和发行特别国债	20000
6 月 1 日	创设两个直达实体经济的货币政策工具，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划	创设货币政策工具	

资料来源：央行网站、新浪财经、华金证券研究所

（二）国家对于宏观杠杆率提升保持警惕

从 2000 年至今我国实体部门宏观杠杆率变化来看，大致经历了四个周期：第一个周期，2000 年至 2008 年全球金融危机，共约 8 年时间内，我国实体部门杠杆率保持稳定，实体部门杠杆率季度增速仅为 0.3%；第二个周期，2009 年至 2015 年，我国实体部门加杠杆，约 6 年期间实体部门杠杆率季度增速为 1.5%，其中 2009 年期间实体部门杠杆率季度增速为 5.2%；第三个周期，2016 年至 2019 年，近 4 年时间我国实体部门杠杆率再度趋于稳定，期间实体部门杠杆率季度增速降至 0.5%；第四个周期，2020 年，受到疫情冲击，我国实体部门再度明显加杠杆，2020 年前三个季度杠杆率季度增速提升至 3.2%，其中上半年季度杠杆率增速为 4.2%。

图 9：我国实体部门杠杆率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

比较来看，2020 年前三季度我国实体经济杠杆率的爬升速度仅次于 2009 年，展望 2021 年，从过往经验来看，我国实体经济宏观杠杆率势必面临减速。1）首先，假设以快速加杠杆的 2009 年次年宏观杠杆率变化来看；经过了 2009 年前三个季度的快速加杠杆之后，2010 年我国宏观杠杆率季度增速从 2009 年的 5.2%降至 1.1%，杠杆率扩张速度明显放缓；而 2011 年，我国宏观杠杆率甚至出现了下降。2）其次，2020 年前三季度杠杆率提升速度已经显著超越了 2009 至 2015 年我国加杠杆时期的平均杠杆率提升速度，即便小概率事件发生，我国重启新一轮加杠杆，2021 年杠杆率提升速率也将面临下降。

实际上，从近期监管层表态来看，国家对于宏观杠杆率提升始终保持警惕；2020 年三季度以来，多次释放信号要稳定我国杠杆水平。

- 2020 年 11 月 26 日，央行发布三季度货币政策报告。报告指出，完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门，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，保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。重视预期管理，保持物价水平稳定。处理好内外部均衡和长短期关系，尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。

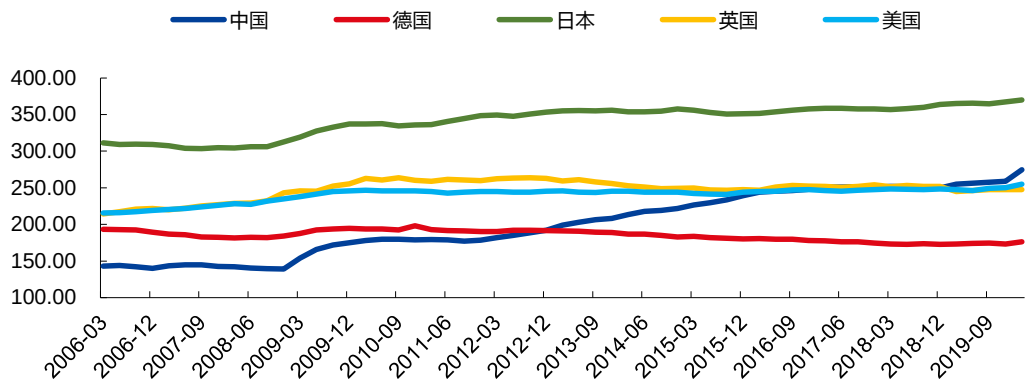
- 2020 年 11 月 17 日，央行行长易纲撰文《再论中国金融资产结构及政策含义》，表示要稳定宏观杠杆率；易纲指出，“新时期推动高质量发展，对金融体系及其资源配置功能提出了更高的要求，既要发挥好金融对实体经济的支持作用，又要避免宏观杠杆率过快上升形成系统性风险，实现经济和金融之间的良性循环。宏观杠杆率出现一定上升有其内在必然性，但上升过快就会积累风险，并挤压经济长期增长的空间。综合考虑经济增长对债务融资的需求，以及防范杠杆过快上升可能导致的风险，保持宏观杠杆率基本稳定是适宜选择。”

- 11 月 6 日，《中国金融稳定报告 2020》发布，提出宏观上管好货币总闸门，结构性去杠杆持续推进。 稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。

同时，假设比较国内外杠杆率水平来看，我国进一步加杠杆的空间也相对有限，尤其是其中的非金融企业部门。1）比较 2020 年一季度我国与美国、英国、德国、日本等国的杠杆率（含

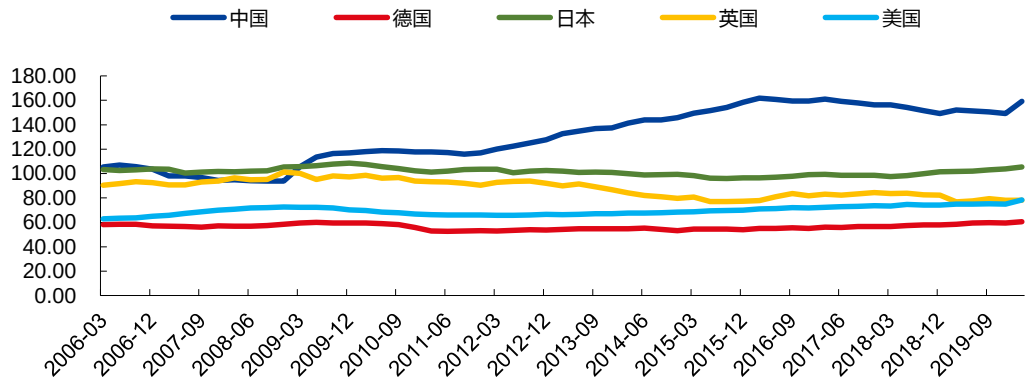
居民债务、政府债务和非金融企业债务），依次为 274.5%、255.1%、247.5%、176.1%和 369.9%，我国杠杆率已经超越了美国、英国、德国等发达国家，实体经济杠杆率仅次于日本。2）比较 2020 年一季度我国与美国、英国、德国、日本等国的非金融企业杠杆率，依次为 159.1%、78.3%、78.2%、60.5%和 105.3%，由于我国过去几年直接融资发展速度较银行贷款、债券等债权融资更为缓慢，我国非金融企业杠杆率显著超越同期发达国家水平。3）比较 2020 年一季度我国与美国、英国、德国、日本等国的居民杠杆率，依次为 57.2%、75.2%、84.5%、54.6%和 59.3%，虽然我国居民杠杆率较美国和英国还有差距，但由于居民杠杆率与房价变化有较为密切关联，在我国持续强调“房住不炒”的政策背景下，快速提升的可能性较低。

图 10：我国与英美德日实体经济杠杆率变化对比（2006 年至 2020Q1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：我国与英美德日非金融企业杠杆率变化对比（2006 年至 2020Q1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、2021 年行情展望：结构性行情为主，把握 1 季度

（一）震荡结构市，指数可能难有大作为

复盘过去相似的经济及政策背景下的指数表现，可能来说，指数层面上并未有明显的作为。

1、复盘历史相似的经济环境：阶段性行情或结构性行情

受 2020 年基数影响，2021 年经济基本面有两个确定性变化，包括年度高增长、和季度增速前高后低。假设以上述两个指标去回溯 1992 年至今我国 GDP 年度增速和季度增速变化，可以发现，2000 年、2010 年与 2021 年有着相似的 GDP 变化。1）2000 年来看，当年 GDP 年度不变价同比增长 8.49%，较 1999 年 7.66%有所提升；2000 年 Q1 至 Q4 的 GDP 季度不变价同比增速依次为 8.7%、9.1%、8.8%和 7.5%，季度增速总体呈现逐级走低迹象；2）2010 年来看，当年 GDP 年度不变价同比增长 10.64%，较 2009 年 9.4%有所提升；2010 年 Q1 至 Q4 的 GDP 季度不变价同比增速依次为 12.2%、10.8%、9.9%、9.9%，季度增速总体呈现逐季走低迹象。

表 4：2000 年至今季度同比增速变化

年份/GDP 增速	一季度	二季度	三季度	四季度	年度
1998 年	7.30	6.90	7.80	9.10	7.85
1999 年	8.90	7.90	7.60	6.70	7.66
2000 年	8.70	9.10	8.80	7.50	8.49
2001 年	9.50	8.60	8.00	7.50	8.34
2002 年	8.90	8.80	9.60	9.10	9.13
2003 年	11.10	9.10	10.00	10.00	10.04
2004 年	10.60	11.60	9.80	8.80	10.11
2005 年	11.10	11.10	10.80	12.40	11.39
2006 年	12.50	13.70	12.20	12.50	12.72
2007 年	13.80	15.00	14.30	13.90	14.23
2008 年	11.50	10.90	9.50	7.10	9.65
2009 年	6.40	8.20	10.60	11.90	9.40
2010 年	12.20	10.80	9.90	9.90	10.64
2011 年	10.20	10.00	9.40	8.80	9.55
2012 年	8.10	7.70	7.50	8.10	7.86
2013 年	7.90	7.60	7.90	7.70	7.77
2014 年	7.50	7.60	7.20	7.30	7.43
2015 年	7.10	7.10	7.00	6.90	7.04
2016 年	6.90	6.80	6.80	6.90	6.85
2017 年	7.00	7.00	6.90	6.80	6.95
2018 年	6.90	6.90	6.70	6.50	6.75
2019 年	6.40	6.20	6.00	6.00	6.11
2020 年	-6.80	3.20	4.90	*5.50*	*2.10*
2021 年预测	*17.00*	*7.00*	*5.50*	*5.00*	*8.00*

资料来源：Wind，华金证券研究所

（1）相似的 2000 年：涨一平三，年内涨幅主要在一季度实现

2000 年指数表现来看，主要股指在 1999 年接近半年左右的大幅下跌背景下，2000 年指数出现明显上涨，但年内涨幅主要在一季度实现。1）首先，上证指数在 1999 年三、四季度接近半年、约 20%跌幅背景下，2000 年一季度指数出现较大上涨，一季度涨幅达到 31.7%，二季度

至四季度分别上涨 7%、-1%和 8.55%；2）其次，深成指在在 1999 年三、四季度接近半年、约 30%跌幅背景下，2000 年一季度指数涨幅达到 34.5%，二季度至四季度分别上涨 6.6%、-6.4%和 5.1%。

从行业板块表现来看，采掘、建筑材料、机械设备、农林牧渔、医药生物、休闲服务、电子等行业板块领涨，涨幅超过 70%；而银行、家电、建筑装饰、计算机等板块涨幅居末，尤其是银行板块年度下跌 9%；总体来看，2020 年行业间结构性分化还是较为明显的。结合 2000 年实行积极财政政策，重点投向基础设施建设；事后推导来看，建筑材料、机械设备等行业领涨与政策导向相契合。

（2）相似的 2010 年：结构性震荡市特征明显

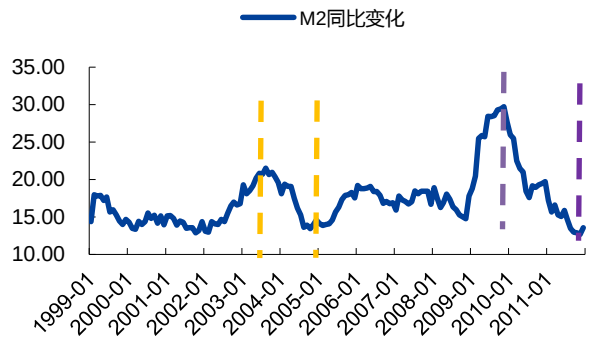
2010 年指数表现来看，主要股指在 2009 年实现大幅上涨、且四季度有明显上涨的背景下，2010 年指数出现一定幅度的调整；但代表当时的新兴指数“中小板指”表现占优。1）首先，上证指数在 2009 年实现约 80%涨幅、且四季度涨幅达到约 18%的背景下，2010 年上证指数出现调整，年跌幅约 15%；2010 年 Q1 至 Q4 涨跌幅分别为-5.1%、-23%、10.7%和 5.7%。2）其次，深成指在 2009 年实现约 111%的涨幅、且四季度涨幅达到约 22%的背景下，2010 年深成指出现下跌，年跌幅约 9%；2010 年 Q1 指 Q4 指数涨跌幅分别为-9%、-25%、22%和 8.6%。3）第三，中小板指在 2009 年实现约 96.6%的涨幅、且四季度涨幅约 27%的背景下，2010 年中小板指继续上涨，但年涨幅收窄至 21%；2010 年 Q1 指 Q4 中小板指涨跌幅分别为 3.5%、-16%、30%和 7.8%。

从行业板块表现来看，电子、医药生物、机械设备、食品饮料、电气设备、计算机、军工等行业板块领涨，涨幅超过 20%；而钢铁、非银、银行、房地产等板块跌幅居前，年度跌幅均超过 20%，2010 年行业分化表现得更为极致。假设从领涨行业分布来看，与 2010 年政府工作报告中强调的“引导各方面把工作重点放到转变经济发展方式、调整经济结构上来”政策导向、与 2010 年我国“3G 元年”所开启的新一轮科技发展周期是相契合的。

2、复盘历史相似的货币环境：休整或结构性行情

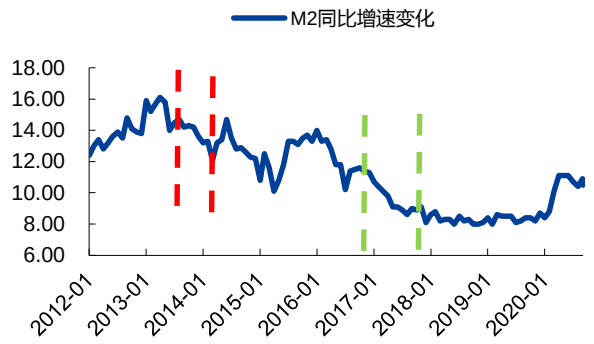
受到 2020 年疫情刺激政策退出、及国家稳定宏观杠杆率等双重影响，2021 年货币政策大概率可能呈现“宽松渐退”的特征，M2 同比增速或放缓。回溯 2000 年至今 M2 同比增速变化趋势，可以看到 2003 年下半年至 2004 年、2009 年四季度至 2011 年三季度、2013 年二季度至 2015 年一季度、2016 年至 2017 年，期间 M2 同比增速出现了明显放缓。而根据央行发布报告，2012 年之后，我国银行、证券、信托、基金、保险等机构的资产管理业务进入快速发展阶段，代客理财、资金信托等表外资金会影响我们仅采用 M2 同比来衡量资金松紧的准备性，假设叠加同期 10 年期国债收益率变化，我们修正 2000 年至今可能呈现相似的货币环境的四个阶段依次为；2003 年下半年至 2004 年、2009 年四季度至 2011 年三季度、2013 年二季度至 2014 年一季度、2016 下半年至 2017 年。

图 12：1999 年至 2012 年 M2 同比变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：2012 年至今 M2 同比变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：2002 年至今 10 年起国债收益率走势变化

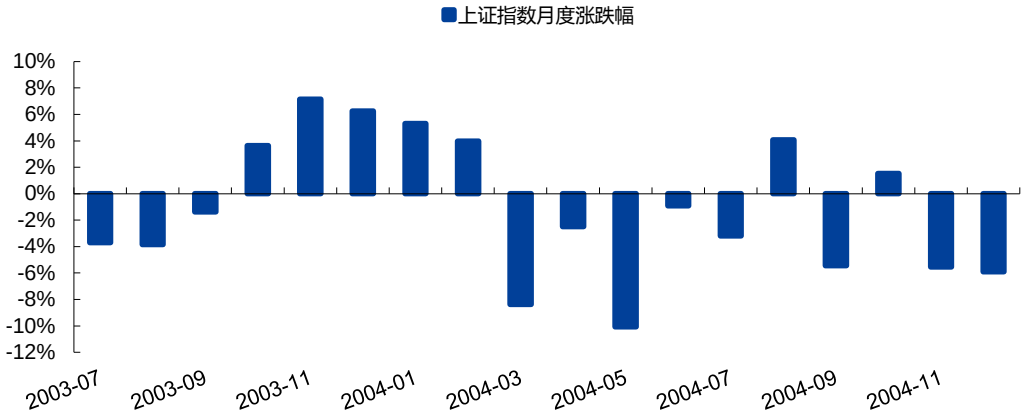


资料来源：Wind，华金证券研究所

（1）相似的 2003H2-2004 年：指数震荡向下

在货币总体呈收缩的 2003 年下半年至 2004 年期间，上证指数期间累计跌幅达到约 15%；其中，叠加 M2 同比增速变化和 10 年期国债收益率，分月度来看，以 2014 年 4 月作为分割点，1）4 月之前 M2 同比增速放缓但并未有明显下降，且 10 年期国债收益率总体还是在 4%之下，从上证指数表现上来看，月度涨跌互现，但总体表现还是相对较为稳定；2）4 月之后 M2 同比增速加速下滑，且 10 年期国债收益率处于 4%之上，上证指数月度表现上则跌多涨少，并且有月份跌幅相对较大、超过 10%。

图 15：2003H2 至 2004 年上证指数月度涨跌幅

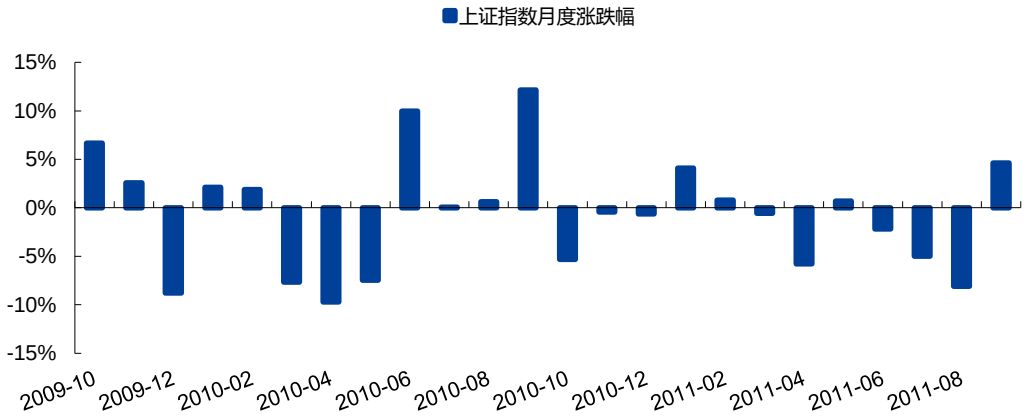


资料来源：Wind，华金证券研究所

（2）相似的 2009Q4-2011Q3：震荡分化的结构性行情

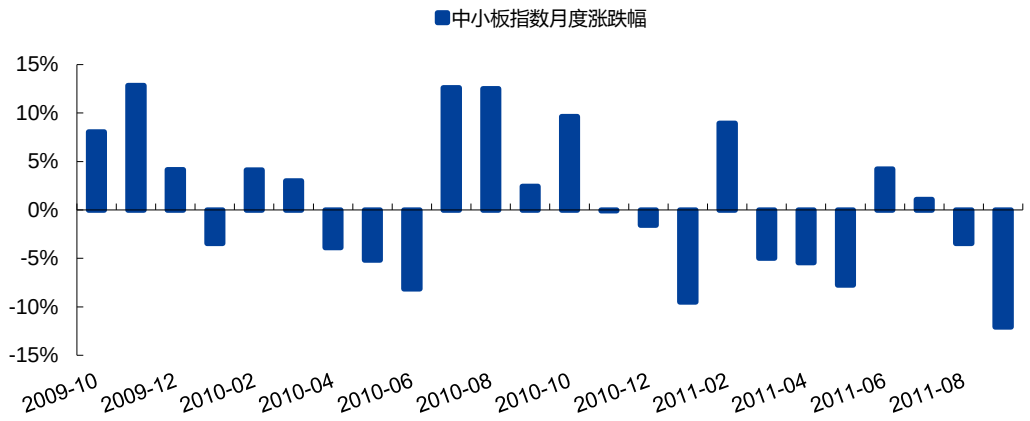
在货币总体呈收缩的 2009 年四季度至 2011 年三季度期间，上证指数期间累计跌幅达到约 15%，但中小板指累计涨幅达到 22%，板块间呈现剧烈分化。分月度来看，1）上证指数跌多涨少，并且未出现明显的连续上涨；2）中小板指来看，则呈现涨跌互现，并存在连续 3 个月以上的持续上涨。

图 16：2009Q4 至 2011Q3 年上证指数月度涨跌幅



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 17：2009Q4 至 2011Q3 年中小板指月度涨跌幅

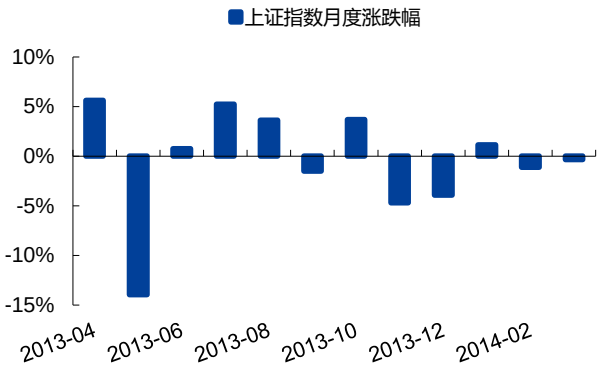


资料来源：Wind，华金证券研究所

（3）相似的 2013Q2-2014Q1：震荡分化的结构性行情

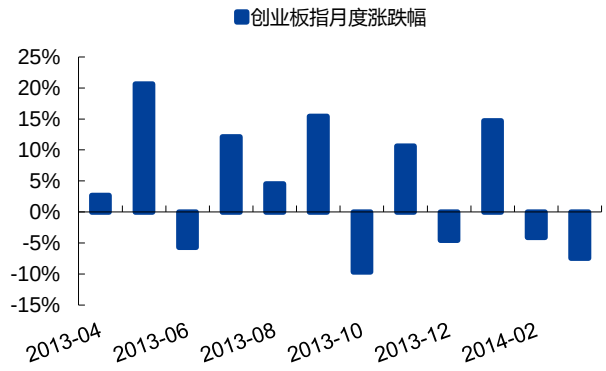
2013 年二季度至 2014 年一季度期间，上证指数期间累计跌幅达到约 9%，但创业板指累计涨幅超过 50%，结构性行情特征显著。分月度来看，1）上证指数跌多涨少，且在 2013 年 5 月因“钱荒”单月出现约 15%的下跌；2）创业板指来看，约 6 成时间出现上涨，上涨月平均涨幅显著超越下跌月的月均跌幅。**比较来看，2013Q2-2014Q1 行情特征与 2009Q4-2011Q3 期间更为相似，都呈现震荡分化的结构性行情，可能与 2010 年恰处于 3G 的技术周期、而 2013 年恰处于 4G 的技术周期有一定关联，由于新一轮科技周期推动了当时更具备科技、新兴概念的中小板指和创业板指的结构性行情；而 2013Q2-2014Q1 与 2003-2004 年也有一个相似性，即假设以 10 年期国债收益率达到 4%（2013 年 9 月）为分界线，上证指数在 2013 年 9 月之前月度表现是涨多跌少的，而 2013 年 9 月之后则明显的跌多涨少。**

图 18：2013Q2 至 2014Q1 年上证指数月度涨跌幅



资料来源：Wind,华金证券研究所

图 19：2013Q2 至 2014Q1 年创业板指月度涨跌幅



资料来源：Wind ,华金证券研究所

（4）相似的 2016H2-2017：震荡分化的结构性行情

2016 年三季度至 2017 年期间，上证指数期间累计涨幅达到约 13%，沪深 300 指数累计涨幅达到约 28%，但创业板指累计跌幅超过 20%，还是呈现震荡分化的结构性行情。分月度来看，1）沪深 300 指数涨多跌少，月度实现上涨的概率超过八成；2）创业板指则跌多涨少，并且下跌月的平均跌幅要显著超越上涨月的平均涨幅。**比较来看，2016H2-2017 行情特征与 2013Q2-2014Q1、2009Q4-2011Q3 期间更为相似，呈现震荡分化的结构性行情；但前两段行**

情的主要推动力为科技周期，因此代表当时新兴成长板块的中小板指、创业板指表现得更为突出；而 2016-2017 段结构性行情得主要推动力为供给侧改革，主要利好的为大蓝筹和大周期品种，呈现为更为代表蓝筹和周期的沪深 300 结构性行情。而从资金来看，2016H2-2017 年期间，10 年期国债收益率基本未超越 4%，也给了大蓝筹和大周期行情演绎的空间。

图 20：2016H2 至 2017 年沪深 300 指数月度涨跌幅



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 21：2016H2 至 2017 年创业板指月度涨跌幅



资料来源：Wind，华金证券研究所

3、复盘历史五年规划首年：休整概率大

根据中央发布的十四五规划建议全文，“十四五”是我国乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年，要在经济发展取得新成效。国内市场更加强大，经济结构更加优化，创新能力显著提升，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，农业基础更加稳固，城乡区域发展协调性明显增强，现代化经济体系建设取得重大进展。

2021 年，是我国十四五规划首年，也是开局之年、布局之年。从十五规划以来的历史数据回溯来看，五年规划首年可能由于诸多政策尚处于布局期，指数蓄势的概率相对较大；十五规划至今共 4 个五年规划期间，仅十一五规划首年有较好表现，其余包括十五规划、十二五规划、十三五规划可能首年指数表现都不太尽如人意；比较而言，五年规划的第四年和第五年，除了十五规划期间，其余五年规划的后两年指数都出现了一轮较为明显的上涨行情。

表 5：五年规划按时间节奏统计主要指数涨跌幅

五年规划	十五规划	十一五规划		十二五规划			十三五规划		
第 N 年	上证指数	上证指数	中小板指	上证指数	中小板指	创业板指	上证指数	中小板指	创业板指
第 1 年	-20.62	130.43	75.62	-21.68	-37.09	-35.88	-12.31	-22.89	-27.71
第 2 年	-17.52	96.66	153.17	3.17	-1.38	-2.14	6.56	16.73	-10.67
第 3 年	10.27	-65.39	-54.16	-6.75	17.54	82.73	-24.59	-37.75	-28.65
第 4 年	-15.40	79.98	96.64	52.87	9.67	12.83	22.30	41.03	43.79
第 5 年	-8.33	-14.31	21.26	9.41	53.70	84.41	10.24	35.13	45.46

资料来源：Wind，华金证券研究所

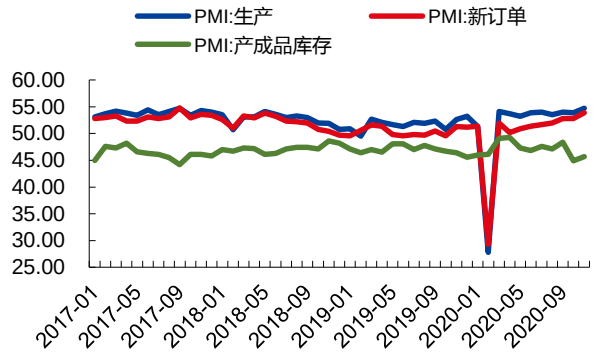
（二）多个正面因素共振，一季度可能迎来较佳配置时间

在经济持续复苏、货币政策尚未明显转向、十四五规划政策催化、及传统的春季躁动期等正面因素共振下，2021 年一季度可能迎来较佳配置时间。

1、国内经济稳步复苏预计将至少持续到 1 季度

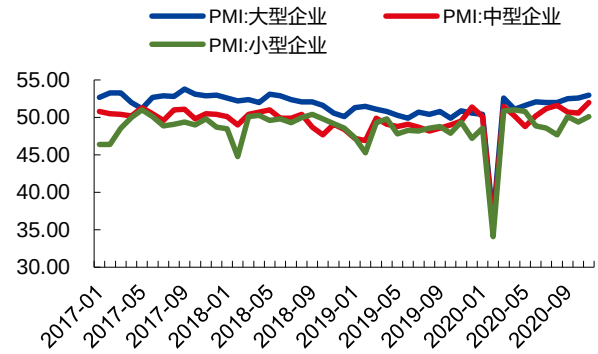
从已经发布的 11 月经济数据和 11 月 PMI 数据来看，2020 年四季度我国 GDP 增速将较三季度进一步提升，我国经济自 2020 年二季度开始即呈现加速复苏态势可能是相对确定的。1）11 月经济较 10 月再度改善；其中，工业增加值同比维持高位并较 10 月再度提升 0.1 个百分点，出口增速较 10 月有明显提升，社零、投资同比增速均较 10 月持续改善。2）11 月 PMI 指数创年内新高，供需同步增长，价格上涨，且大、中、小型企业经营活动均有改善。

图 22：制造业 PMI 分类指数（截止到 11 月）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 23：大中小型制造业企业 PMI 指数（截至到 11 月）



资料来源：Wind，华金证券研究所

而根据我们此前预测的，由于基数原因，2021 年 GDP 增速将前高后低；2021 年一季度 GDP 增速有望达到年内高点 17.5%；回溯 2020 年二季度至四季度 GDP 增速，至少来看，我国经济加速复苏的步伐将持续到 2021 年 1 季度。

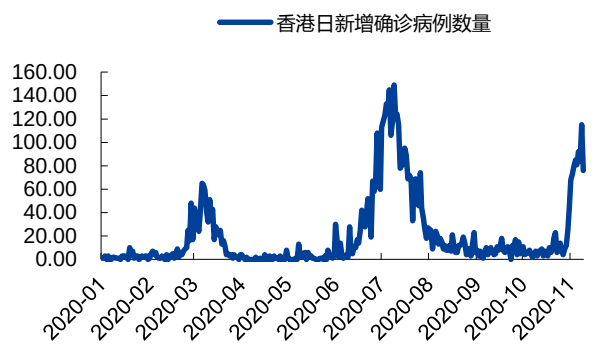
2、货币政策暂时可能不会迅速转向

根据我们此前的讨论，由于疫情时期实施的经济刺激政策面临退出、及我国稳定宏观杠杆率的需要，2021 年宽松货币政策渐退是大概率事件。但假设仅局限在 1 季度，由于当前依旧存在多个不确定性因素，且 1 季度通货膨胀压力相对不大，以三季度央行货币政策执行基调“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”来推测，可能货币政策依旧会维持“适度宽松。”

国内依旧存在多个不确定因素。1）海外新冠疫情持续恶化及对我国冬季防疫带来较大挑战。全球日新增病例数已经持续月余维持在 50 万以上，国内进入冬季后疫情再度出现防控压力；尤其是进入 11 月底，香港疫情小范围爆发，使得连续多日国内新增病例数达到 100 人以上。2）新冠疫苗研发虽然取得突破，但距离大规模接种还需要时间，目前疫苗供应和分发依旧存在极大不确定性。根据媒体报道，装载疫苗的玻璃瓶已出现紧缺迹象，超冷低温冷柜、干冰等冷链配送设备也被抢购。3）小微企业复苏缓慢，截至最新，小微企业依旧处于景气边缘，扶持政策的必要性依旧较高。从小型企业 PMI 指数来看，2020 年 6 月至今，仅有 9 月、11 月两个月 PMI 指数处于荣枯线之上，且 PMI 数值为 50.1%，只处于景气边缘；而其余 6、7、8、10 共四个月 PMI

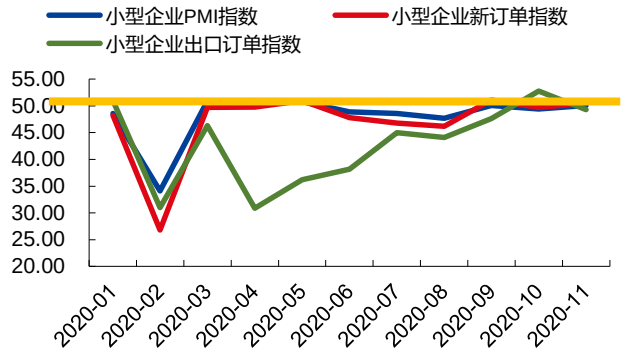
指数均处于荣枯线之下；根据统计局发布，11 月，反映资金紧张的小型企业占比为 42.3%，小型企业景气复苏依旧存在波动可能。4）信用债违约时有发生。11 月 4 日，华晨集团信用债违约；11 月 10 日，永煤集团信用债违约；11 月 13 日，紫光信用债爆雷；12 月 2 日，东旭光电信用债违约。虽然管理层释放信号将维护债券市场稳定工作，极大缓解了市场担忧；但在今年复杂环境冲击下，快速调整货币政策可能会加剧信用债风险。

图 24：11 月底香港局地疫情再度严峻



资料来源：Wind，华金证券研究所

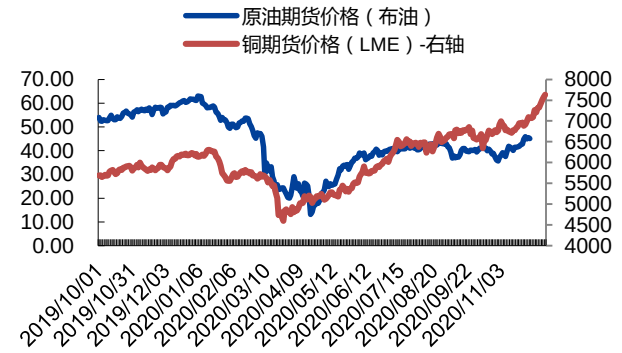
图 25：小型企业依旧处于景气边缘



资料来源：Wind，华金证券研究所

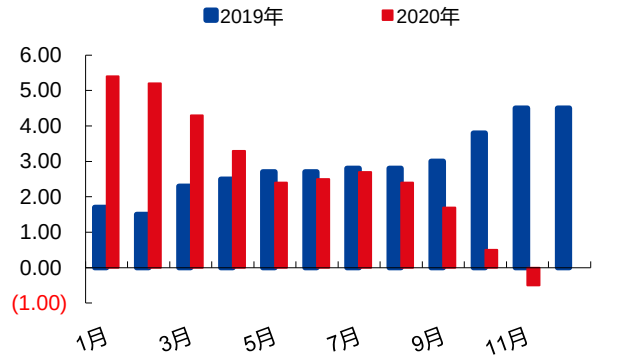
通货膨胀压力暂时不大。虽然原油、铜等大宗商品价格持续上涨、并推动 11 月我国出厂价格和原材料进货价格 PMI 指数大幅拉升，但在 2019 年四季度和 2021 年一季度通胀高基数下，当前至少持续到 1 季度，总体通货膨胀的压力并不大，不会因通胀促使货币政策紧急转向。而从央行最近的货币工具操作来看，并未受到大宗商品和工业品涨价影响，11 月共开展了 1 万亿的 MLF 操作，今年首次月内二次开展 MLF 操作，呵护流动性；1）11 月 16 日，央行开展 8000 亿元 MLF 操作，期限为一年，中标利率保持 2.95%；而 11 月 5 日、16 日各有一笔 MLF 到期，规模共计 6000 亿元；2）11 月 30 日，为维护月末流动性平稳，央行开展 2000 亿元中期借贷便利(MLF)操作和 1500 亿元逆回购操作；MLF 期限为 1 年，中标利率 2.95%，逆回购期限为 7 天，中标利率 2.2%。

图 26：布油、铜等主要工业品期货价格



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 27：CPI 同比在 2019 年四季度至 2020 年一季度处于高位



资料来源：Wind，华金证券研究所

3、十四五规划政策催化预期

根据惯例，十四五规划全文将于 2021 年 3 月两会期间通过并公布，2021 年下半年各行业的十四五规划将逐步落地；一季度政策催化预期相对较强。

对比过去的五年规划来看，十四五规划是我国实现第一个百年发展目标、承上启下向第二个百年奋斗目标迈进的第一个“五年”，从十四五规划建议全文来看，在消费、投资、科技、制造、战略新兴产业、军工、生态保护等重要内容，十四五规划都有新的解读和新的期许；可能来说，变革下政策预期空间会更为充足，市场催化也会更强一些。

表 6：近三期五年规划的内容对比

	十二五规划建议	十三五规划建议	十四五规划建议
时间跨度	2011-2015 年	2016-2020 年	2021-2025 年
发展环境-正面	当今世界，和平、发展、合作仍是时代潮流，世界多极化、经济全球化深入发展，世界经济政治格局出现新变化，科技创新孕育新突破，国际环境总体上有利于我国和平发展	和平与发展的时代主题没有变，世界多极化、经济全球化、文化多样化、社会信息化深入发展，世界经济在深度调整中曲折复苏，新一轮科技革命和产业变革蓄势待发，全球治理体系深刻变革，发展中国家群体力量继续增强，国际力量对比逐步趋向平衡。	当今世界正经历**百年未有之大变局**，**新一轮科技革命和产业变革深入发展**，**国际力量对比深刻调整**，和平与发展仍然是时代主题，人类命运共同体理念深入人心
发展环境-负面	国际金融危机影响深远，世界经济增长速度减缓，全球需求结构出现明显变化，围绕市场、资源、人才、技术、标准等的竞争更加激烈，气候变化以及能源资源安全、粮食安全等全球性问题更加突出，各种形式的保护主义抬头，我国发展的外部环境更趋复杂	国际金融危机深层次影响在相当长时期依然存在，全球经济贸易增长乏力，保护主义抬头，地缘政治关系复杂变化，传统安全威胁和非传统安全威胁交织，外部环境不稳定不确定因素增多	国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加，新冠肺炎疫情影响广泛深远，**经济全球化遭遇逆流，世界进入动荡变革期，单边主义、保护主义、霸权主义对世界和平与发展构成威胁**
科技	坚持把科技进步和创新作为加快转变经济发展方式的重要支撑。	深入实施创新驱动发展战略。发挥科技创新在全面创新中的引领作用。	坚持创新在我国现代化建设全局中的**核心地位**，把**科技自立自强作为国家发展的战略支撑**，**加快建设科技强国**。
消费	建立扩大消费需求的长效机制。把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居民消费潜力，逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列。	发挥消费对增长的基础作用，着力扩大居民消费，引导消费朝着智能、绿色、健康、安全方向转变，以扩大服务消费为重点带动消费结构升级。	全面促进消费。增强消费对经济发展的基础性作用，**顺应消费升级趋势**，提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费。
投资	发挥投资对扩大内需的重要作用，保持投资合理增长，优化投资结构，完善投资体制机制，提高投资质量和效益，有效拉动经济增长。	发挥投资对增长的关键作用，深化投融资体制改革，优化投资结构，增加有效投资。	拓展投资空间。优化投资结构，**保持投资合理增长**，发挥投资对优化供给结构的关键作用。
制造业	改造提升制造业。制造业发展重点是优化结构，改善品种质量，增强产业配套能力，淘汰落后产能。	加快建设制造强国，引导制造业朝着分工细化、协作紧密方向发展。	**保持制造业比重基本稳定**，巩固壮大实体经济根基。**坚持自主可控、安全高效，分行业做好供应链战略设计和精准施策**，推动全产业链优化升级。
战略新兴产业	培育发展战略性新兴产业。科学判断未来市场需求变化和技术发展趋势，加强政策支持和规划引导，强化核心关键技术研发，突破重点领域，积极有序发展。	支持战略性新兴产业发展，发挥产业政策导向和促进竞争功能，更好发挥国家产业投资引导基金作用，培育一批战略性产业。	发展战略性新兴产业。**加快壮大**新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。推动互联网、大数据、人工智能等同各产业深度融合，推

	十二五规划建议	十三五规划建议	十四五规划建议
			动先进制造业集群发展，**培育新技术、新产品、新业态、新模式**。
军工	加强国防和军队现代化建设。在全面建设小康社会进程中实现富国和强军的统一，将国防和军队现代化建设融入国家经济社会发展进程。	推动经济建设和国防建设融合发展。坚持发展和安全兼顾、富国和强军统一，实施军民融合发展战略，形成全要素、多领域、高效益的军民深度融合发展格局。	加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一。**加快机械化信息化智能化融合发展**，**全面加强练兵备战**，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，**确保二〇二七年实现建军百年奋斗目标**
生态保护	加快建设资源节约型、环境友好型社会，提高生态文明水平。	坚持绿色发展，着力改善生态环境。推动形成绿色发展方式和生活方式	推动绿色发展，促进人与自然和谐共生。深入实施可持续发展战略，完善生态文明领域统筹协调机制，构建生态文明体系，**促进经济社会发展全面绿色转型**，建设人与自然和谐共生的现代化。

资料来源：新华社，华金证券研究所

4、春季躁动期投资情绪回暖

从历史复盘数据来看，每年的一季度，市场在多数时间都会出现阶段性行情，投资情绪会明显回暖。其中，以沪深 300 指数和中小板指或创业板指综合来看整体市场，自 2002 年至 2020 年共 19 年间，以 1-3 月累计涨跌幅来看，只有 3 个年份沪深 300 指数为代表的大市值或中小创代表的中小市值均出现了明显下跌，主要为 2005 年、2008 年和 2016 年。而从沪深 300 和中小创均未取得绝对收益的 3 个年份来看，2005 年沪深 300 指数在 2 月实现了约 9%的上涨，2008 年中小板指在 2 月实现了约 7%的上涨，2016 年沪深 300 指数在 3 月实现了 12%的上涨、创业板指实现了约 20%的上涨，即是说即便在整体一季度未取得正收益的行情期间，都曾经出现了一轮明显的单月上涨行情；从这个角度来统计，2002 年至今春季躁动失败的概率几近为零，区别可能只在于春季躁动的长短和力度。

表 7：上证指数和创业板指一季度涨跌情况（2000 年至 2020 年）

年份/月度涨跌幅	1 月	2 月	3 月	1-3 月	1 月	2 月	3 月	1-3 月
	沪深 300 指数				中小板指（2010 年前）/创业板指（2010 年后）			
2002 年		1.9%	5.5%					
2003 年	9.4%	0.5%	0.1%	10.1%				
2004 年	7.2%	5.5%	2.5%	15.9%				
2005 年	-4.5%	8.9%	-9.4%	-5.8%				
2006 年	9.3%	4.3%	0.8%	14.9%	1.8%	0.6%	4.7%	7.2%
2007 年	16.9%	6.7%	9.3%	36.3%	24.8%	3.2%	12.8%	45.2%
2008 年	-13.4%	1.2%	-18.9%	-29.0%	-8.7%	6.8%	-18.8%	-20.8%
2009 年	11.8%	5.3%	17.2%	38.0%	6.8%	4.2%	17.6%	30.8%
2010 年	-10.4%	2.4%	1.9%	-6.4%	-3.5%	4.1%	3.0%	3.5%
2011 年	-1.7%	5.3%	-0.5%	3.0%	-9.5%	6.9%	-8.3%	-11.4%
2012 年	5.1%	6.9%	-6.8%	4.7%	-11.1%	13.4%	-7.7%	-7.0%
2013 年	6.5%	-0.5%	-6.7%	-1.1%	8.7%	11.0%	0.6%	21.4%
2014 年	-5.5%	-1.1%	-1.5%	-7.9%	14.7%	-4.1%	-7.5%	1.8%
2015 年	-2.8%	4.0%	13.4%	14.6%	14.2%	14.7%	21.1%	58.7%
2016 年	-21.0%	-2.3%	11.8%	-13.7%	-26.5%	-5.7%	19.0%	-17.5%

年份/月度涨跌幅	1月	2月	3月	1-3月	1月	2月	3月	1-3月
	沪深300指数				中小板指（2010年前）/创业板指（2010年后）			
2017年	2.4%	1.9%	0.1%	4.4%	-3.9%	2.2%	-1.0%	-2.8%
2018年	6.1%	-5.9%	-3.1%	-3.3%	-1.0%	1.1%	8.4%	8.4%
2019年	6.3%	14.6%	5.5%	28.6%	-1.8%	25.1%	10.3%	35.4%
2020年	-2.3%	-1.6%	-6.4%	-10.0%	7.2%	7.5%	-9.6%	4.1%

资料来源：Wind，华金证券研究所

四、2021年行业配置策略：风格再平衡，增配顺周期

从复盘历史来看，我们预期2021年将以震荡分化的结构性行情为主。根据我们前文对于2021年经济基本面和货币政策面的分析线索；首先，2021年经济将面临景气回归，其中，消费和部分出口将是拉动我国2021年经济增量的主要推动力；其次货币政策将面临宽松“渐退”，2020年的“涨估值”，2021年可能将进入“估值消化”、“业绩确定性”将成为市场关注的核心。

对此，我们针对性地提出以下三条配置建议；一是从经济景气回归、需求回补角度增配业绩改善高弹性的顺周期品种；二是从估值回归角度降低安全边际较低的高估值品种的配置比例；三是从新需求爆发角度配置业绩确定性更高的内生景气行业。

（一）需求回补，配置业绩改善高弹性品种

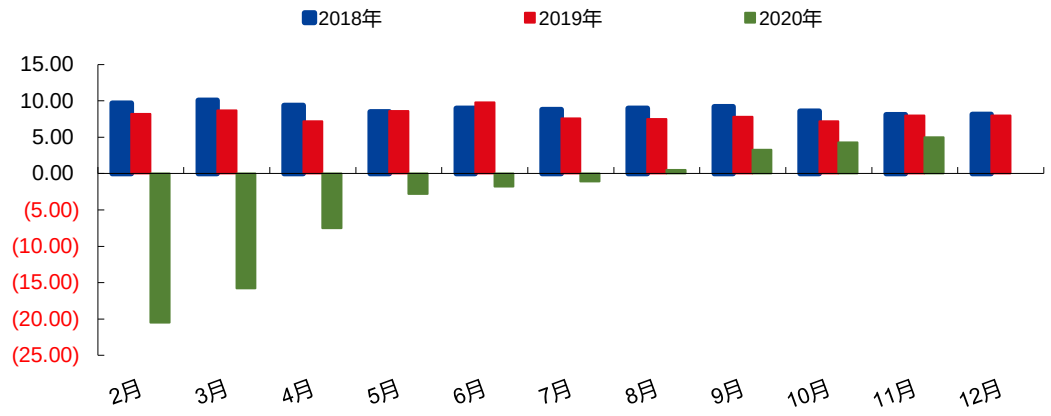
1、消费和部分需求回补将是2021年经济的主要拉动力

（1）复苏节奏的不同，2021年消费可能有较大回补空间

与2020年不同的，2021年拉动经济的核心动能可能转向消费端。2020年疫情发生后，经济指标的修复主要发生在生产供应端、进出口端和投资端，截止到2020年10月，生产、贸易都已经恢复到往年正常水平，投资中的房地产投资甚至超越了往年平均水平。而由于疫情对消费的影响更为持久、且我国依旧保持常态化疫情防控措施，截至最新，消费同比增速不仅依旧未能回到往年正常水平，还较正常水平有较大差距。展望2021年，伴随新冠疫苗大面积接种，全球范围内疫情得到控制，消费回补预计将有更大向上空间。

具体数据显示，2020年11月，社零当月同比增速为5.0%，较2018-2019年正常年份约7-10%的月度增速，可能至少还有2个百分点以上的回补空间。

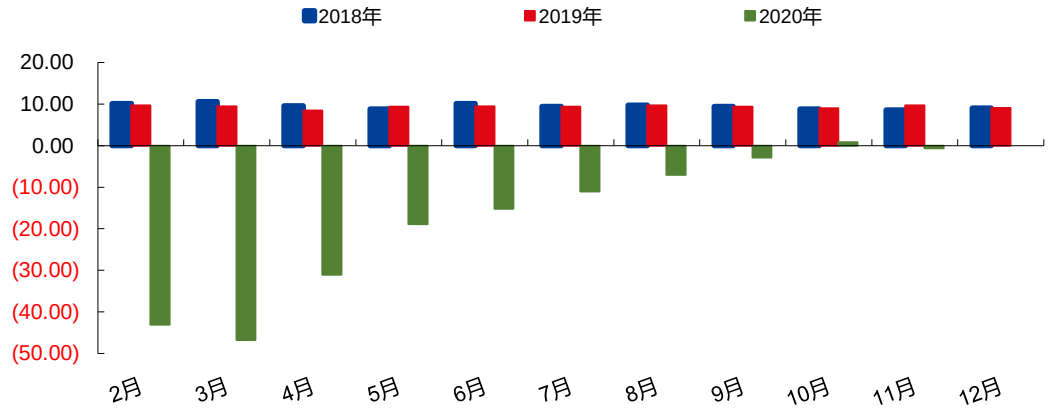
图 28：2018-2020 年社零月度同比变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

其中，尤其以餐饮为代表的聚集性消费，需求改善速度更为缓慢。2020 年 10 月至 11 月，餐饮月度同比增速维持在零上下附近波动，而比较 2018-2019 年同期餐饮月度增速基本稳定在约 9%，餐饮服务尚有较大的复苏空间。

图 29：2018-2020 年餐饮收入月度同比变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

（2）疫苗上市，2021 年海外局部需求有望得到根本性改善

2020 年 11 月开始，新冠疫苗研发好消息不断；2021 年新冠疫苗上市且实现大规模接种已经成为大概率事件。根据不完全统计，目前已经有至少 4 只新冠疫苗已经临近上市终点；1）美国时间 11 月 24 日，美国官方宣布辉瑞公司生产的新冠疫苗，预计最早将在 12 月中旬紧急获批发放。11 月 9 日，辉瑞宣布与德国生物科技公司 BioNTech 联合开发的新冠 mRNA 疫苗三期有效性超过 90%，随后几日宣布有效率达到 95%；存储上，辉瑞新冠 mRNA 疫苗在-70℃的超低温冷冻箱中可以保存 6 个月，而在正常 2 到 8℃的医院冰箱中只可以存储 5 天。2）高盛预计 Moderna 新冠疫苗最快将在 12 月获得紧急使用授权。11 月 16 日，海外疫苗研发公司 Moderna 公布临床试验中期评估结果，疫苗保护有效率达到 94.5%，并可在冰箱温度中保存 30 日。3）11 月 23 日，阿斯利康公布了与牛津大学合作研发的新冠候选疫苗试验结果，成为继辉瑞和莫德纳后全球第三个公布三期临床试验中期数据的疫苗研发团队；该款疫苗平均有效率达到 70%，且方便运输和储存。4）11 月 25 日，有媒体报道，国药集团可能已向国家药监局提交了新冠疫

苗上市申请；目前，国药候选疫苗已经在近百万人上进行紧急使用，没有接到一例严重不良反应的报告，只有个别的有一些轻微症状。

虽然从出口总量上来看，7 月至今我国出口已经基本恢复到往年的常态水平；但具体到出口商品来看，出口总量复苏主要有赖于医疗仪器器械、纺织制品等特殊时期医疗防护用品出口大幅增长，结构性复苏特征显著；截至最新，依旧有不少商品出口需求尚未有明显恢复。数据比较来看，1-11 月出口总量较去年同期的增量为 565 亿美元；而 1-11 月因医疗仪器器械和纺织制品带来的出口金额增量就达到 385 亿美元，2020 年出口增量贡献主要来源于医用防护物资。

根据海关发布的出口重点商品量值表，可以看到，农产品、工业品、以及以服装鞋帽、汽车、汽车零部件等为代表的可选消费品，截至目前，出口需求较往年依旧有较大缺口。

表 8：我国疫情得到控制之后重点商品出口变化

出口重点商品	1-5 月累计	1-6 月累计	1-7 月累计	1-8 月累计	1-9 月累计	1-10 月累计	1-11 月累计
水海产品	-17.9	-16.5	-14.3	-12.4	-10.8	-10.3	-8.5
粮食	-1.2	-2.3	-7	-11.1	-10.9	-12.9	-14.5
中药材及中式成药	4.5	5.6	4.1	4.3	3.5	3.2	2
稀土	-16	-21.1	-26	-26.7	-27.6	-27.2	-26.1
成品油	-5	-15.1	-23	-24.5	-28.3	-28.7	-32.2
肥料	-29	-24.5	-25.2	-22.5	-20	-13.8	-11.2
塑料制品	-1.2	3.6	7.8	11	13.5	15.7	18.6
箱包及类似容器	-29.9	-30.2	-29	-28.3	-27.2	-26.5	-24.7
纺织纱线、织物及制品	21.3	27.8	31.3	33.4	33.7	31.9	31
服装及衣着附件	-22.8	-19.4	-16.6	-12.9	-10.3	-8.6	-7.2
鞋靴	-30.6	-30.2	-28.9	-27.4	-25.3	-23.5	-22.2
家用电器	-4.5	0.7	6.2	10.5	14.2	16.7	20.6
陶瓷产品	-20.9	-15.4	-9.6	-7.7	-6.4	-5.2	-1.9
钢材	-17.2	-18.7	-19.7	-20.2	-20.4	-19.4	-17.6
未锻轧铝及铝材	-17.8	-20.1	-20.8	-20.2	-18.4	-16.8	-15.3
通用机械设备	-0.1	1.1	1.8	2.9	4.4	5.4	6.7
手机	-8.6	-3.2	3	5.5	-3.1	-5.9	-0.9
音视频设备及其零件	-14	-11.9	-7.7	-3.8	-0.5	1.5	4
集成电路	10.9	10.5	11.4	11.3	12.1	12.4	13.8
自动数据处理设备及其零部件	-1.5	-0.6	2.5	5.1	7.8	8.4	9.5
汽车（包括底盘）	-8.6	-11.9	-12.3	-11.6	-10.6	-8.5	-4.8
汽车零配件	-17	-19	-18.6	-16.3	-13.5	-10.7	-7.6
船舶	-25.8	-19.6	-16.8	-15.9	-11.9	-12.1	-11.1
液晶显示板	-21.2	-19.6	-17.1	-15.3	-13.8	-12.1	-9.5
家具及其零件	-16.8	-11.6	-5.8	-1.6	2.3	5.8	9.9
灯具、照明装置及其零件	-11.1	-6.5	-0.7	2.1	6.3	9.5	13.6
玩具	-14.5	-12.1	-5.6	-3.9	-1.9	1.4	5.9
医疗仪器及器械	28.5	41.4	47.3	46.1	44.3	43	42.5
*农产品	-3	-3.7	-3.3	-3.1	-2.7	-3	-2.7
*机电产品	-7.1	-5.5	-3	-1	0.5	1.9	4.3
*高新技术产品	-3.3	-1.9	0.8	2.2	2.5	2.7	4.7

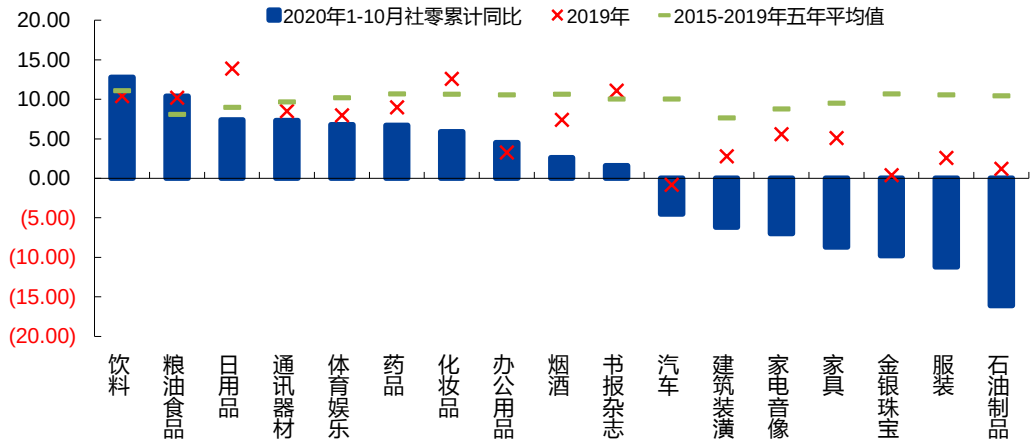
资料来源：Wind，华金证券研究所

2、顺周期的可选和上游原材料回补弹性最大

消费和出口部分需求回补将是 2021 年经济增长的重要推动力，也将是贯穿于 2021 年 A 股市场的重要投资主线。

从消费回补角度，我们以 2020 年社零主要品类的零售总额累计增速为基础，与 2019 年社零同品类的零售增速、及近五年同品类的零售增速进行对比，顺周期可选消费的回补空间明显更大。其中，排序来看，**首先，石油制品、服装、金银珠宝、家具、家电等可选消费回补空间极大，较五年平均值回补空间超过了 15 个百分点，**较 2019 年回补空间也超过了 10 个百分点；其次，日用品、通信器材、体育娱乐用品、药品等偏刚性消费，距离五年均值或 2019 年可能仅只有 2-3 个百分点的差额，回补空间较低；第三，饮料、粮油食品等必选消费社零增速反而超越 2019 年和过去五年平均水平，可能不存在回补空间。

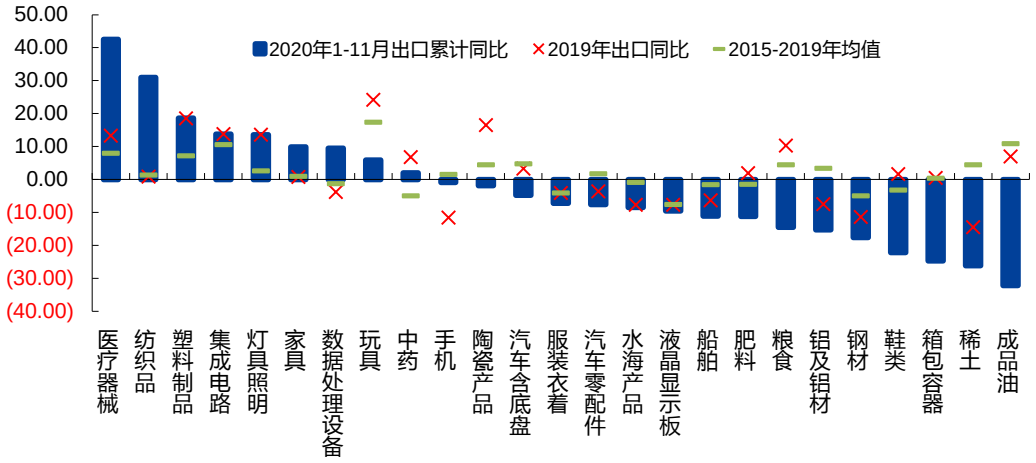
图 30：社零累计增速对比图（2020 年比较 2019 年、比较近 5 年的平均值）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从出口回补空间排序比较来看，首先，成品油、稀土、钢材、铝材等为代表的上游工业原材料回补空间最大；其次为箱包容器、鞋类、玩具、陶瓷产品等可选消费；第三为粮食、肥料、水产品等农产品；第四为液晶显示器、汽车零配件等工业配件；而医疗器械、纺织品 2020 年出口增速则显著超越同期水平，塑料制品、灯具、家具等日用品 2020 年出口增速也达到历史平均水平，不存在需求回补。

图 31：出口重点商品同比增速对比图（2020 年比较 2019 年、比较近 5 年的平均值）



资料来源：Wind，华金证券研究所

总结来看，消费回补主要集中于顺周期的可选，而出口回补则主要集中于顺周期的可选、工业原材料及中间产品、和农产品。因此，我们建议从需求回补角度重点配置顺周期中的可选、工业原材料和工业中间制品，具体包括有色、化工、采掘、钢铁、纺织服装、汽车等。

3、三季报验证了顺周期的上游原材料和可选业绩改善弹性更大

将行业按照上游原材料、中游制造业、可选消费、必选消费、金融、TMT 等划分类别，比较 2020 年三季度较 2020 年二季度业绩改善弹性；可以看到，上游原料>可选消费>中游制造业>金融>必须消费>TMT。具体来说：

（1）上游原材料三季度业绩改善弹性最高；采掘、化工等行业三季度净利润边际改善幅度达到 100 个百分点；而钢铁、有色等三季度边际改善幅度达到 50 个百分点。从业绩改善持续性来看，有色、化工已经连续两个月净利润增速均有明显改善迹象。

（2）可选消费同步复苏；疫情影响逐渐消退，家电、汽车、纺织服装、休闲服务均出现明显的需求回补现象。

（3）中游制造业来看，复苏开始扩散；从二季度早复苏的机械、电气设备，已经逐渐扩散到军工、交运、轻工制造等行业。

（4）金融行业三季度业绩开始出现修复。银行、非银等季度净利润增速在三季度有明显改善；其中，非银三季度业绩大幅改善可能有一定基数原因。

（5）TMT 和必选消费行业三季度业绩多数呈现边际下滑。从科技和必选消费两个年内涨幅最好的板块业绩来看，仅电子、医药行业业绩保持稳定且维持相对较高增速，其余板块业绩波动均相对较大。

表 9：三季度行业业绩比较

分类	板块	20Q3 净利润增速边际提升	20Q3 收入增速边际提升	季度净利润同比增长 20Q3	季度净利润同比增长 20Q2	季度净利润同比增长 20Q1	季度收入同比增长 20Q3	季度收入同比增长 20Q2	季度收入同比增长 20Q1	季度现金流量净额占收入比 20Q3	季度现金流量净额占收入比 20Q2	季度现金流量净额占收入比 20Q1
上游原材料	采掘	145.54	6.74	72.25	-73.30	-84.33	-12.11	-18.85	-11.32	18.19	18.62	3.12
	有色金属	49.76	-2.08	36.24	-13.52	-56.80	15.49	17.57	7.38	4.30	7.66	3.99
	化工	137.92	6.64	95.70	-42.22	-107	-16.00	-22.63	-18.60	8.45	18.81	-6.95
	建筑材料	0.97	6.43	16.98	16.01	-38.03	17.56	11.13	-22.61	12.87	21.59	-13.68
	钢铁	78.16	5.86	47.05	-31.11	-41.36	2.84	-3.02	-6.03	7.07	12.47	0.58
中游制造	机械设备	1.02	6.97	44.79	43.76	-43.33	19.21	12.24	-14.02	7.52	8.49	-11.33
	交通运输	41.32	3.62	-31.35	-72.66	-121.8	2.14	-1.48	-12.18	11.49	8.78	-10.69
	国防军工	104.56	12.07	86.62	-17.94	39.63	13.08	1.01	-11.92	3.95	-21.24	-26.05
	电气设备	34.59	6.28	74.44	39.85	-10.98	24.59	18.31	-9.62	8.62	6.19	-9.16
	轻工制造	22.92	11.63	11.21	-11.71	-35.45	11.83	0.20	-15.76	12.54	19.59	-1.36
	建筑装饰	8.71	4.45	16.08	7.38	-30.39	21.94	17.49	-9.19	2.52	1.56	-30.38
可选消费	家用电器	33.79	13.66	16.97	-16.82	-51.81	13.38	-0.28	-24.40	8.28	10.41	-6.22
	汽车	28.71	8.46	58.78	30.07	-81.21	14.89	6.43	-33.09	4.70	15.39	-5.61
	纺织服装	20.38	-6.71	7.85	-12.54	-80.76	-9.93	-3.22	-27.02	10.86	3.97	-4.69
	休闲服务	64.31	17.21	-24.92	-89.23	-151.2	-25.94	-43.15	-48.66	17.83	24.10	-21.39
金融	房地产	9.76	8.05	4.21	-5.55	-42.47	14.47	6.43	-4.39	13.67	19.27	-48.66
	银行	19.68	-2.23	-4.14	-23.82	5.52	3.08	5.31	7.20	29.63	-78.90	291.54
	非银金融	58.09	-1.65	36.40	-21.69	-23.61	15.55	17.20	0.09	1.84	7.48	40.76
TMT	电子	-0.94	1.58	37.16	38.09	-10.87	11.53	9.95	-3.96	11.02	5.47	4.38
	通信	-158.3	-0.21	14.08	172.34	-56.67	7.84	8.05	-9.60	18.55	19.84	4.15
	传媒	-175.2	2.98	11.35	186.52	-49.93	-9.69	-12.67	-19.72	11.83	18.38	0.84
	计算机	-6.62	-8.19	-5.87	0.75	-118.11	4.84	13.03	-14.18	7.61	5.59	-31.88
必须消费	医药生物	12.28	7.82	52.25	39.97	-17.97	10.92	3.10	-7.73	11.29	15.10	1.44
	食品饮料	-7.66	-1.83	17.91	25.57	-0.66	11.17	13.00	0.15	24.19	19.81	0.44
	农林牧渔	-43.30	5.58	76.81	120.11	397.43	34.54	28.96	16.18	12.70	14.13	5.12
	公用事业	-2.56	-0.57	33.82	36.39	-28.86	3.09	3.66	-10.44	33.72	24.38	21.11
	商业贸易	-40.60	6.29	-54.27	-13.67	-72.84	5.28	-1.01	-13.07	3.72	3.88	-5.93
	综合	380.03	3.04	220.53	-159.5	11.76	5.64	2.60	-9.98	0.91	11.28	-9.16
全部 A 股		29.88	4.03	17.45	-12.44	-24.03	6.71	2.67	-8.82	11.34	1.94	37.66
全部 A 股(非金融石油石化)		11.63	4.25	20.63	9.00	-41.91	11.05	6.80	-11.22	9.71	10.32	-7.85

资料来源：Wind，华金证券研究所

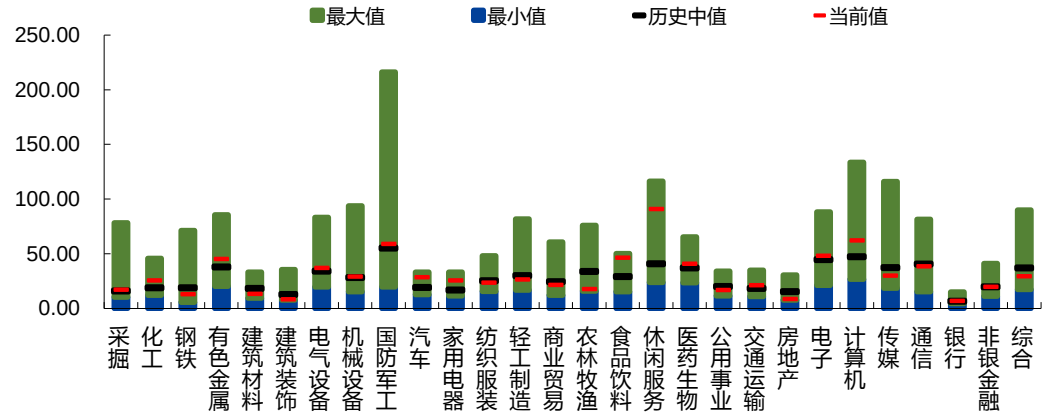
（二）估值回归降低高估值品种配置比例

1、裂口收敛，但消费科技相对估值依旧较高

总体上，当前 A 股市场估值水平处于 2010 年至今历史中值区域，并未出现明显的高估或低估现象。

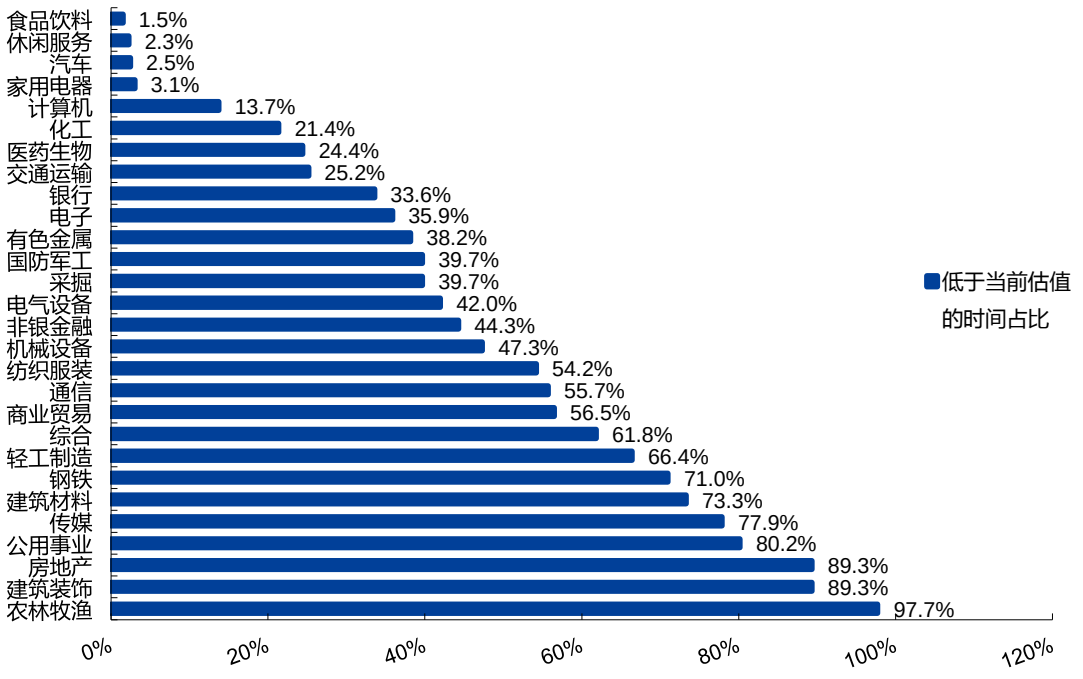
但假设以行业划分进行板块对比，相对于顺周期，消费和部分科技板块的估值安全边际可能较低。1）以 PE 估值的当前值和历史中值进行数值比较，食品饮料、休闲服务、计算机、家电、汽车等消费科技板块当前估值明显高于历史中值，而其余板块当前估值多与历史中值相当。2）以 PE 估值当前值与历史最大值进行数值比较，食品饮料、休闲服务、汽车、家电等消费行业当前估值逼近历史最大极值。3）以 PE 估值当前值与历史最小值进行数值比较，建筑装饰、房地产、农林牧渔等行业当前估值也接近探底至历史最小极值。4）以 PE 估值高于当前值的历史月份数量占比来比较，农林牧渔、建筑装饰、房地产、公用事业、传媒等行业多数时间里估值均超越当前值，食品饮料、休闲服务、汽车、家电等行业绝大多数时间里估值均低于当前值。

图 32：大类行业估值对比情况（2010 年至 2020 年 11 月）



资料来源：Wind，华金证券研究所

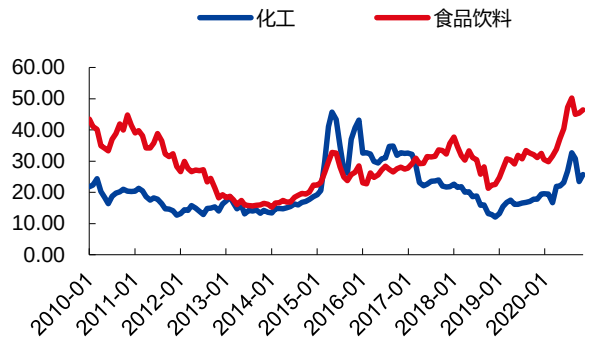
图 33：估值安全时间占比（按月统计，月末估值高于当前估值的月份数量占比，2010 年至今）



资料来源：Wind，华金证券研究所

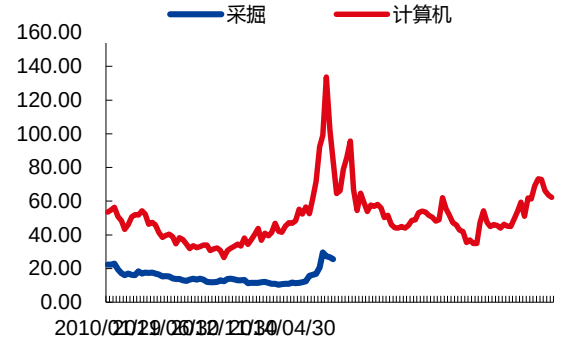
而假设从二、三季度以来行业估值裂口变化来看，消费科技板块较顺周期行业的估值裂口正逐渐收敛，但截止到最新，可能估值收敛暂未完全结束；历史回溯来看，我们选取的代表行业裂口经过收敛后依旧处于历史相对较大区域。

图 34：化工和食品饮料估值裂口变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 35：采掘和计算机估值裂口变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

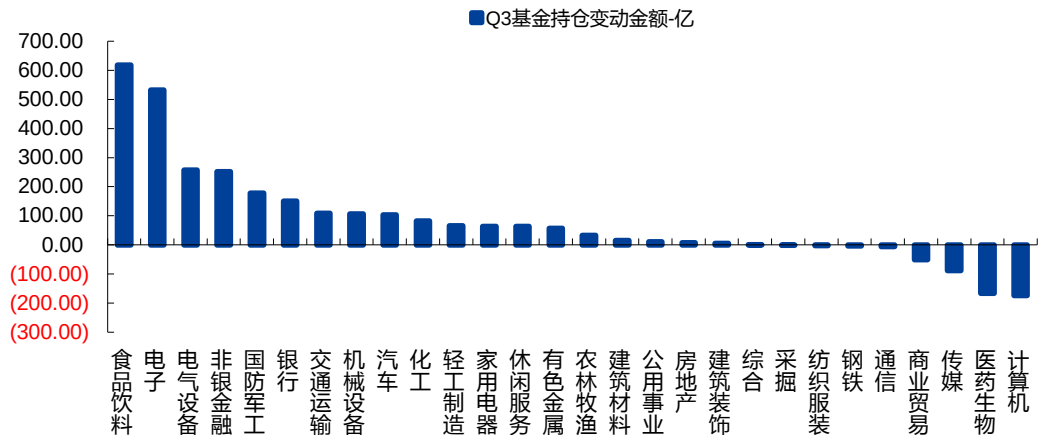
2、三季度以来资金偏好不再独宠科技消费

（1）公募基金：科技消费抱团打破

比较基金重仓股在 2020Q2 和 2020Q3 两个季度间的季度持仓变化，可以发现四个较为明显的特征，一是基金曾经抱团的科技消费板块内部出现分化，以电子、食品饮料、休闲服务等为代表的行业依旧获得增持；而以计算机、医药生物等为代表的行业则出现明显的减持行为；二是以非银、银行、交运、机械设备等为代表的顺周期及金融板块，获得基金明显增持；三是基金持股集中度依旧较高，Q2 重仓的前二大行业电力设备和休闲服务等持仓占比进一步提升；四是军工受青睐度显著升温，Q3 持仓比例较 Q2 增长近八成。

a.从季度基金持仓变动金额来看（季度基金持仓数量变动*日均成交价格），食品饮料、电子、电气设备、非银、国防军工等位列行业前五，受到基金更为明显的增持；而计算机、医药生物、传媒、商业贸易、通信等行业基金减持居首。比较来看，基金对于科技消费大类板块的持股意愿出现明显差异。

图 36：Q3 较 Q2 基金持仓变动金额

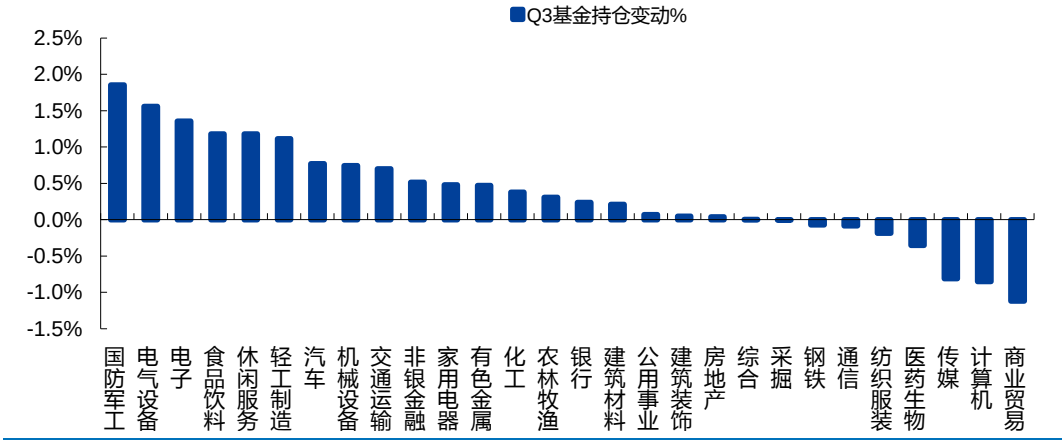


资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：基金持仓数量已经通过期间股本变化进行调整

b.从基金持仓占比（基金持仓变动金额/日均流通市值）变化来看，军工、电气设备、电子、食品饮料、休闲服务是基金重点加仓的五个行业，而商业贸易、计算机、传媒、医药生物、纺织服装等则是基金减持的主要方向；同样可以发现，科技消费板块的持仓抱团被打破。而假设将基金增持比例行业排名放宽至前十位，轻工、汽车、机械设备、交运、非银等顺周期和金融板块受到了基金更为明显的关注。

图 37：Q3 基金持仓占比变动



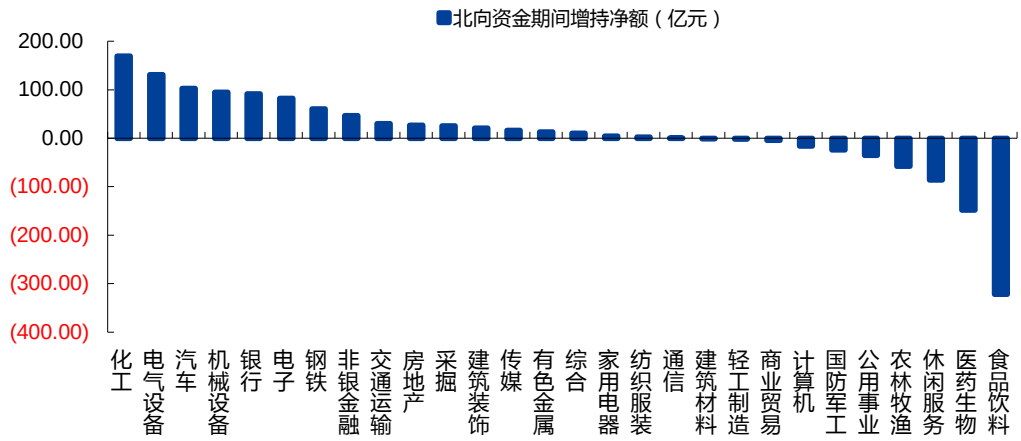
资料来源：Wind，华金证券研究所

（2）北向资金：向顺周期行业靠拢

比较 2020 年 6 月底和 2020 年 11 月 30 日北向资金的持仓情况，可以看到，三季度以来，北向资金增持的方向主要集中在化工、汽车、机械、银行等顺周期行业，而减持的方向则主要集中在今年涨幅较大的休闲服务、食品饮料、医药生物、农林牧渔等必选消费行业。

（1）从行业增减持金额排序来看，化工、电气设备、汽车、机械设备、银行等行业增持净额排名行业前五，分别净增持金额为 169 亿元、137 亿元、103 亿元、95 亿和 91 亿元；而食品饮料、医药生物、休闲服务、农林牧渔、公用事业等减持净额排名行业前列，分别净减持金额达到 322 亿元、149 亿元、86 亿元、58 亿元和 35 亿元。

图 38：7 月至 11 月期间北向资金行业合计增减持总额



资料来源：Wind，华金证券研究所

（2）假设以行业净增持金额占对应公司总市值比重作为衡量北向资金净增持比例，行业排序来看，钢铁、综合、机械设备、化工、电气设备等行业位列净增持前五位，依旧主要集中于顺周期行业；而休闲服务、食品饮料、农林牧渔、医药生物、国防军工等则净减持居首。

表 10：北向资金增减持金额占比（2020 年 7 月至 2020 年 11 月）

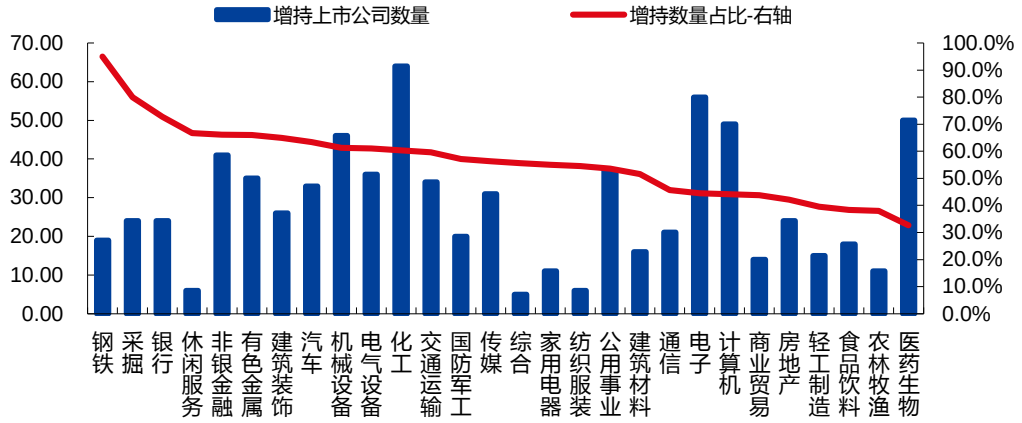
行业	北向增减持净额-亿元	获得北向持仓的公司总市值合计-亿元	北向合计持仓市值-亿元	增持净额/总市值	增持净额/持仓市值
钢铁	60.71	5,667.20	186.19	1.07%	32.61%
综合	10.23	1,317.03	91.64	0.78%	11.17%
机械设备	95.16	15,148.14	791.95	0.63%	12.02%
化工	169.22	28,128.61	747.43	0.60%	22.64%
电气设备	131.37	22,275.22	1,104.20	0.59%	11.90%
汽车	103.09	18,854.99	736.66	0.55%	13.99%
纺织服装	2.10	1,024.19	13.45	0.21%	15.62%
建筑装饰	20.97	11,004.07	190.24	0.19%	11.02%
电子	82.20	48,428.56	1,503.73	0.17%	5.47%
采掘	25.29	17,929.04	121.89	0.14%	20.75%
房地产	26.49	18,933.15	500.53	0.14%	5.29%
交通运输	30.23	23,638.44	578.80	0.13%	5.22%
传媒	16.20	14,454.56	373.31	0.11%	4.34%
有色金属	12.88	14,015.96	287.78	0.09%	4.47%
银行	91.41	100,377.79	1,485.66	0.09%	6.15%
非银金融	46.30	74,248.54	1,442.86	0.06%	3.21%
家用电器	4.16	14,505.57	2,059.57	0.03%	0.20%
通信	0.16	9,926.73	176.27	0.00%	0.09%
建筑材料	-0.62	9,338.43	461.17	-0.01%	-0.13%
轻工制造	-1.59	5,962.72	201.33	-0.03%	-0.79%
计算机	-16.13	26,327.08	541.65	-0.06%	-2.98%
商业贸易	-4.41	6,663.97	104.40	-0.07%	-4.23%
公用事业	-35.36	18,620.82	382.01	-0.19%	-9.26%
国防军工	-23.77	10,829.55	136.01	-0.22%	-17.48%
医药生物	-148.57	59,090.81	2,294.53	-0.25%	-6.47%

行业	北向增减持净额-亿元	获得北向持仓的公司总市值合计-亿元	北向合计持仓市值-亿元	增持净额/总市值	增持净额/持仓市值
农林牧渔	-57.92	11,511.65	277.95	-0.50%	-20.84%
食品饮料	-322.18	57,299.50	3,582.11	-0.56%	-8.99%
休闲服务	-85.94	5,429.03	443.77	-1.58%	-19.37%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（3）假设比较行业持仓上市公司获得增持的公司数量占比，行业排序来看，增持公司数量占比最高的前五行业依次为钢铁、采掘、银行、休闲服务和非银，主要集中在顺周期行业和可选消费行业；而增持公司数量占比排名最末的前五行业依次为医药生物、农林牧渔、食品饮料、轻工制造和房地产。

图 39：行业获得北向资金增持的公司数量占比（2020 年 7 月至 2020 年 11 月）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）新需求爆发，配置业绩确定性更高的内生景气行业

1、后疫情时期新能源和高端装备需求爆发

后疫情时期，伴随我国制造业的逐渐恢复，新需求周期正在爆发。其中，以新能源汽车、光伏发电等为代表的新能源产业，和以工业机器人为代表的高端装备产业表现尤为突出。

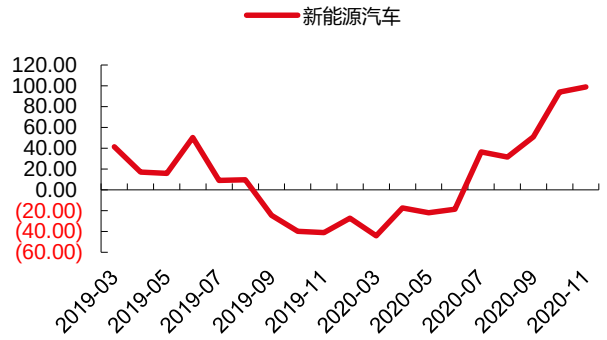
（1）新能源产业

习近平在气候雄心峰会上发表的重要讲话和中央经济工作会议都明确指出要大力发展新能源，我国二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和。

2020 年 12 月 12 日，习近平总书记在气候雄心峰会上发表《继往开来，开启全球应对气候变化新征程》重要讲话，提出到 2030 年，我国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重达 25%左右，风电、太阳能发电总装机达 12 亿千瓦以上。这是我国自 2016 年加入巴黎协定以来，首次提出的碳减排的量化指标，可见我国发展可再生能源、促进经济社会发展全面绿色转型的信心和决心。

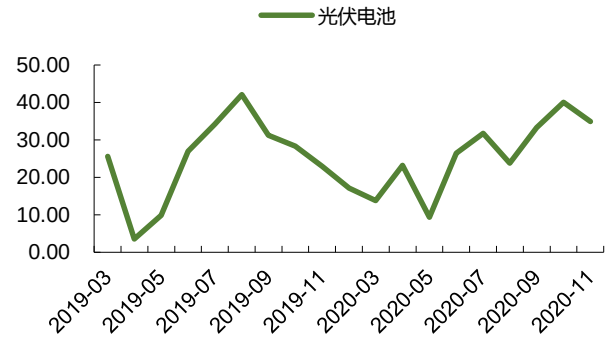
数据显示，三季度以来，新能源汽车产量持续高增长，并在 10-11 月连续两个月产量增长接近翻倍；而以光伏电池产量也保持持续较快增长，凸显我国光伏装机需求旺盛。

图 40：三季度以来新能源汽车产量持续高增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 41：三季度以来光伏电池产量保持较快增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

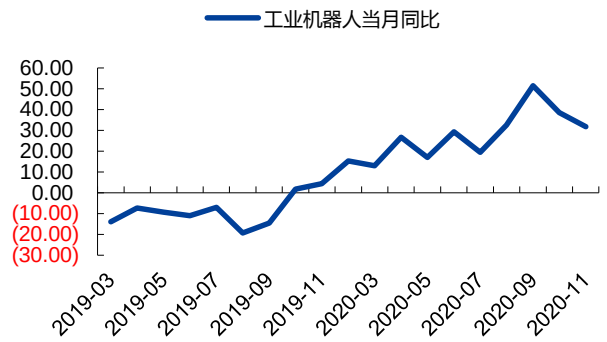
（2）高端装备产业

1980 年以来，改革开放、加入世贸组织分别推动了我国制造业两轮大发展，并奠定我国制造业大国的根基。进入 2020 年，全球政治经济环境正发生复杂变化，但危中藏机，我国制造业产业正加速从内而外寻求变革；而以 5G、工业互联网等为标志的新一轮科技发展周期开启，可能正成为推动我国制造业实现向上跃升的新引擎。

12 月 16 至 18 日，中央经济工作会议召开，明确提出要扩大制造业设备更新和技术改造投资。在我国人口红利逐渐下降的背景下，在 5G、工业互联网等新基建的基础上逐步实现的制造业智能化、自动化、集约化升级改造，将有助于提升我国制造业生产效率、降低制造业单位成本，可能将成为我国制造业参与全球竞争的新利器。

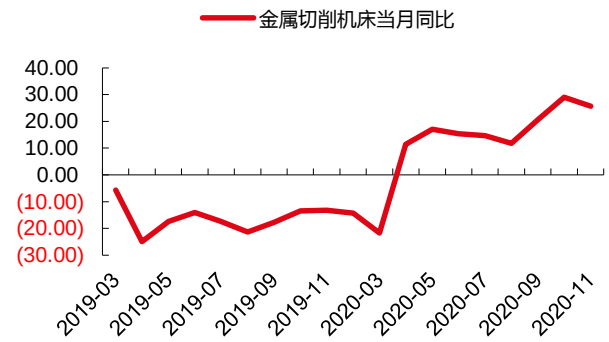
数据显示，2020 年 4 月开始，以工业机器人、金属切削机床等为代表的高端装备产量同比持续以较大幅度扩张；其中，尤其是工业机器人产品，自 2020 年 8 月至 11 月连续三个月时间里，工业机器人产量同比增长均超过 30%。

图 42：4 月以来工业机器人产量持续较快增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 43：4 月以来金属切削机床保持相对较快增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

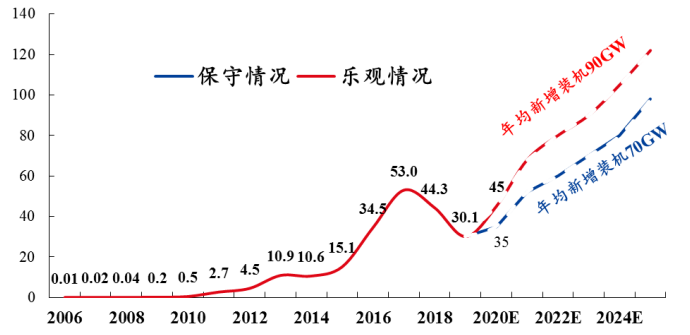
2、新能源的景气周期有望持续

（1）光伏未来十年新增装机复合增长有望达到 17.6%

光伏行业协会大幅上调“十四五”期间新增装机预期：2020 年 Q1-Q3 我国光伏新增并网 18.7GW，同比增长 17%。其中，光伏电站 10.04GW，分布式电站 8.66GW，预计今年全年新增装机 34-45GW。根据光伏行业协会 2020 年 12 月 10 日最新报告预期，“十四五”期间我国光伏年均新增装机在 70GW~90GW，2025 年新增装机或达 120GW 左右，较之前的预期大幅上调。

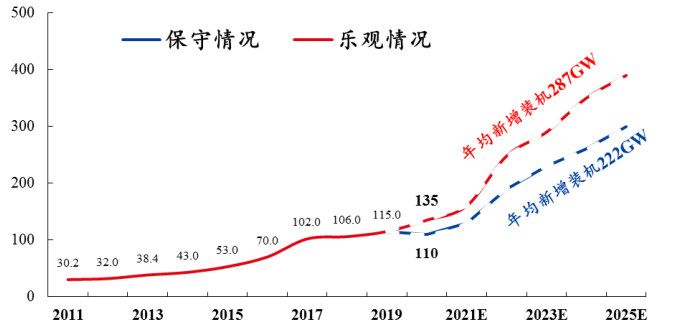
12 月 10 日，我国光伏行业协会预计 2020 年全球光伏新增装机 110GW~135GW，同比-4.5%~17.4%，预计全球 2021-2025 年年均新增装机达 222GW-287GW，2025 年当年全球光伏新增装机有望达 400GW，较 2019 年增长 250%。

图 44：2006 年-2020 年我国光伏新增装机及预期（GW）



资料来源：CPIA，华金证券研究所

图 45：2011 年-2020 年全球光伏新增装机及预期（GW）



资料来源：CPIA，华金证券研究所

我们基于全球发电量数据保守测算了 2030 年光伏新增装机量。基于 2019 年全球 2.7 万 TWh 电力需求，假设未来十年电力需求每年的增速在 1.70%~2.45%之间，保守假设光伏发电占比从 2019 年的 2.7%上升到 2030 年的 13.9%，假设利用小时数为 1300 小时，容配比 1:1.1，可算出 2030 年全球累计光伏装机需求为 4025GW，当年新增装机需求为 605GW，未来十年的年均复合增长约 17.6%。

表 11：保守测算 2030 年光伏新增装机量需求超 600GW

	发电量：世界（TWh）	YOY	光伏发电量（TWh）	光伏累计装机量（MW）	利用小时数	光伏发电占比	光伏新增（GW）
2016	24,957	2.76%	328.18	301,562	1247	1.3%	75
2017	25,677	2.88%	442.62	401,682	1259	1.7%	99
2018	26,615	3.65%	584.63	504,082	1291	2.2%	104
2019	27,005	1.46%	724.09	619,082	1289	2.7%	115
2020E	**27,464**	**1.70%**	**873.35**	**738,986**	**1300**	**3.2%**	**120**
2021E	28,013	2.00%	1,064.49	900,726	1300	3.8%	162
2022E	28,587	2.05%	1,286.43	1,088,516	1300	4.5%	188
2023E	29,188	2.10%	1,532.35	1,296,604	1300	5.3%	208
2024E	29,815	2.15%	1,818.72	1,538,920	1300	6.1%	242
2025E	30,471	2.20%	2,148.21	1,817,717	1300	7.1%	279
2026E	31,157	2.25%	2,523.69	2,135,431	1300	8.1%	318

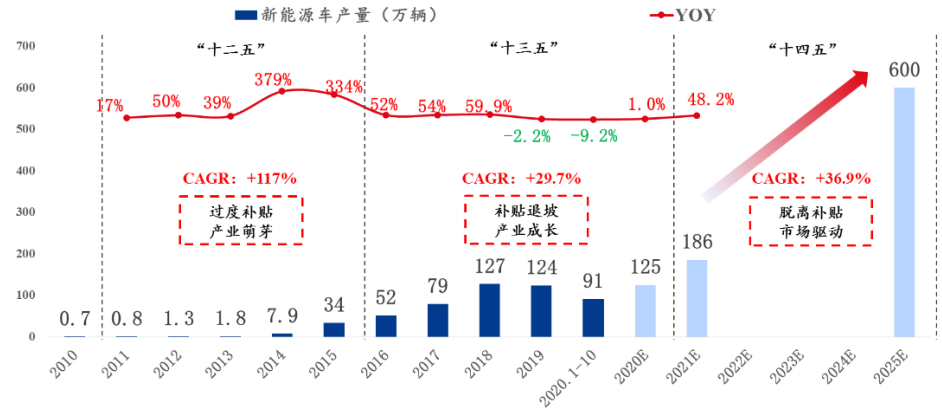
	发电量：世界（TWh）	YOY	光伏发电量（TWh）	光伏累计装机量（MW）	利用小时数	光伏发电占比	光伏新增（GW）
2027E	31,873	2.30%	2,964.22	2,508,182	1300	9.3%	373
2028E	32,622	2.35%	3,457.96	2,925,970	1300	10.6%	418
2029E	33,405	2.40%	4,042.03	3,420,183	1300	12.1%	494
2030E	**34,224**	**2.45%**	**4,757.09**	**4,025,230**	**1300**	**13.9%**	**605**

资料来源：Wind，华金证券研究所

（2）新能源汽车未来五年产销量复合增长有望达到约 37%

2020 年 11 月 2 日，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，明确 2025 年新能源车渗透率约 20%，我们估算 2025 年新能源车产销量约 600 万辆。行业从“十二五”期间过渡补贴野蛮生长，到“十三五”期间补贴退坡产业成长阶段，到接下来的“十四五”期间，将迎来脱离补贴市场驱动阶段。新能源车产销量在 2021 年-2025 年期间，实现年均复合 36.9%的增长。

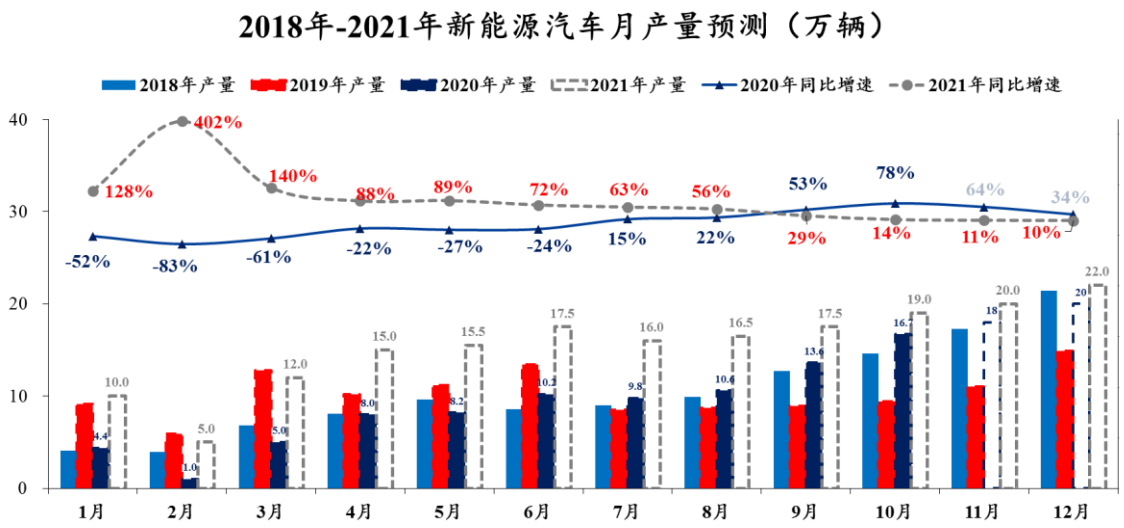
图 46：2012 年-2025 年新能源车产销量及预期



资料来源：中汽协，华金证券研究所

2020 年 1-11 月新能源汽车产销分别完成 111.9 万辆和 110.9 万辆，同比分别下降 0.1%和增长 3.9%，销量增速较 1-10 月已实现由负转正。其中，11 月完成销量 20 万辆，同比增长 104.9%，产量完成 19.8 万辆，同比增长 75.1%，全年产销量有望超 130 万辆，超预期。明年产销量有望超 180 万辆，同比增速将超 30%。基于明年超 180 万辆的数据，我们预期明年上半年新能车月度增速超 80%，下半年月度增速回落，但月度产销量将不断创历史高峰。

图 47：2018 年-2021 年新能源汽车月产量及预测

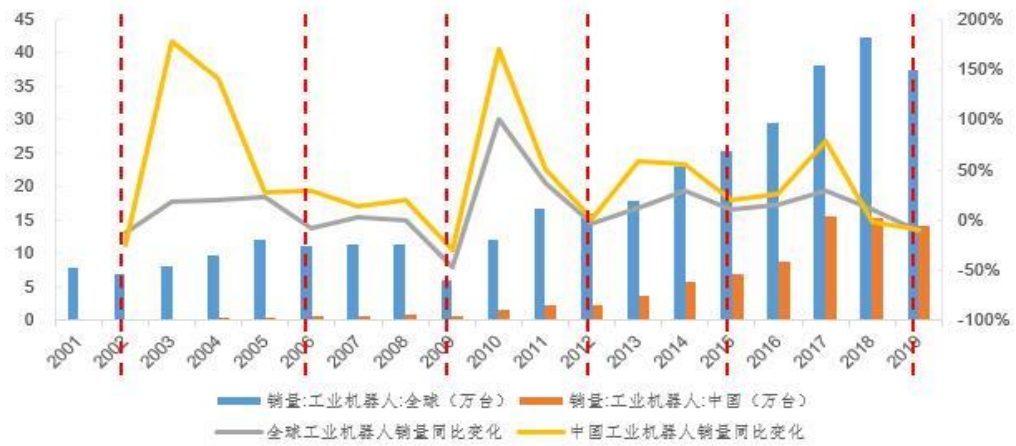


资料来源：中汽协，华金证券研究所

3、工业机器人的景气周期有望持续到 2021 年

工业机器人表现为 3-4 年的周期，2020 年有望成为新一轮周期起点。根据 IFR 公布的工业机器人销量数据进行复盘，全球和中国工业机器人销量表现为 3-4 年的周期。2018 年 9 月起，受宏观经济下滑等原因素影响，我国工业机器人单月产量连续 13 个月下滑，2019 年 10 月销量同比转正，2019 年底进入快速增长阶段。2020 年 3-10 月，我国工业机器人单月产量同比增速开始恢复，假设工业机器人 3-4 年周期的趋势不变，则 2020 年有望成为新一轮周期的起点。

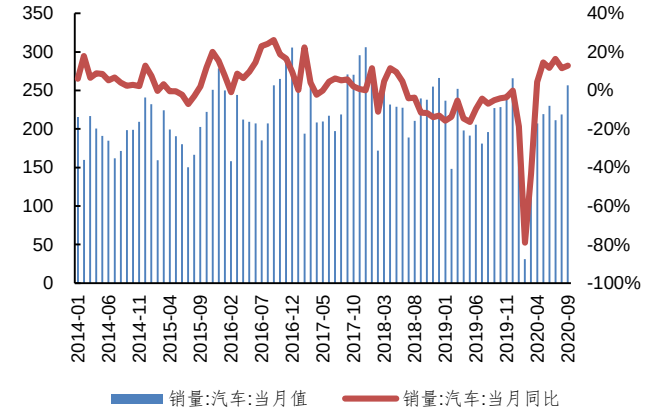
图 48：工业机器人销量及其同比变化情况（万台）



资料来源：IFR，华金证券研究所

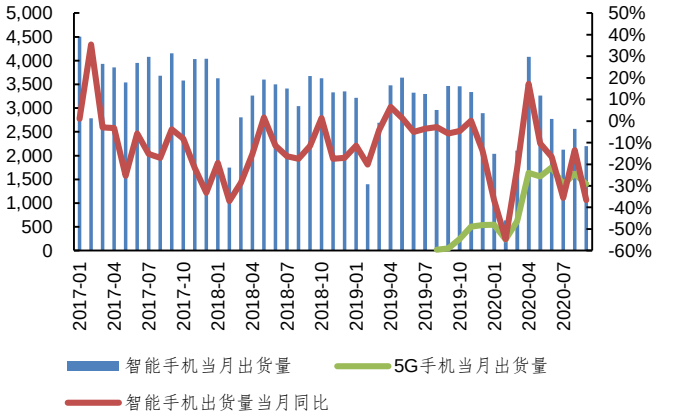
预计 2021 年工业机器人景气度有望延续。2020 年 1-10 月我国汽车行业固定资产投资完成额同比增速大幅收窄至-15.4%，4 月我国汽车销量同比增速转正，5-10 月销量同比保持两位数的增速，汽车行业景气度正快速提升；2020 年 1-10 月我国 3C 行业固定资产投资完成额同比增长 12.0%，同时，受益于 5G 换机以及 TWS 销量的提升，2021 年电子行业景气度有望继续提升。工业机器人两大下游景气度向上，预计 2021 年工业机器人行业高景气有望延续。

图 49：我国汽车单月销量及其同比变化情况（万辆）



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，华金证券研究所

图 50：手机出货量及其同比变化情况（万部）



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

（四）配置建议及重点行业

综合行业配置路径、行业比较及机构资金行业配置现状，我们总体建议如下：

首先，建议适当增加配置 1）有色、化工、采掘、钢铁等上游工业原材料；2）机械设备、军工等中游制造业；3）汽车、纺织服装等受益于消费回补和扩大内需政策的可选消费；4）商业贸易等此前受疫情冲击较为明显的服务业。

其次，建议适当降低配置 1）通信、计算机等预期反应较为充分且估值高企的部分细分科技板块，2）医药生物、食品饮料等为代表的部分估值处于历史极值的刚性消费板块。

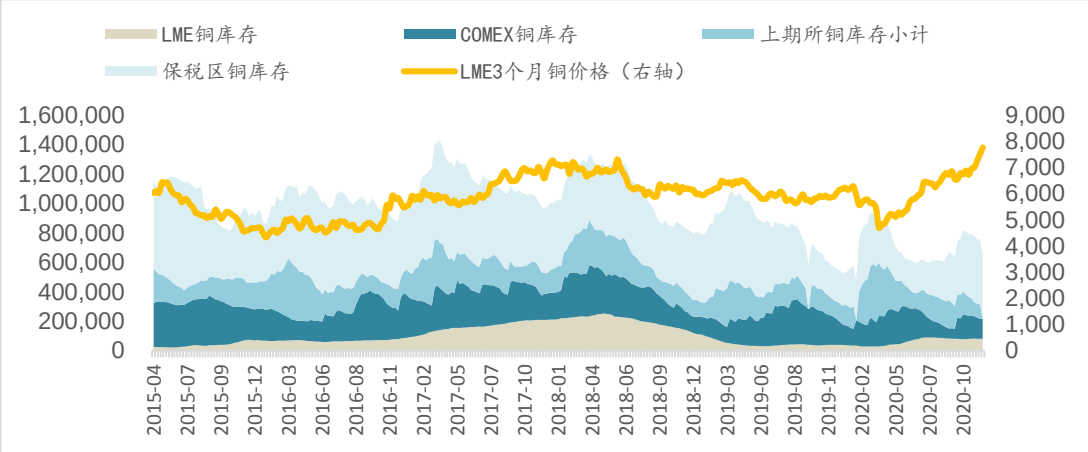
其余板块建议保持当前配置比例。

同时，基于业绩改善弹性、估值、资金关注度等行业对比，综合行业需求变化，**建议重点关注有色、纺织服装、汽车、光伏、工业机器人等行业或主题方向。**

1、有色：工业金属涨价预期较强

铜价涨价预期依旧较强。伴随经济复苏，作为工业基础金属的铜矿需求快速回暖，短期内铜矿出现供应不足，促使铜价出现上涨，目前 LME3 个月铜价已经达到了 2014 年以来的新高。但当前数据显示铜库存依旧处在低位，作为铜矿的主产区南美洲依旧受到疫情恶化供应难以快速恢复；叠加新冠疫苗正逐步落地，全球经济复苏步伐将进一步提速，铜矿需求依旧将维持高景气度；预计铜价上涨预期依旧较强。同时，拜登上台及最新披露的较差美国非农数据，美国推出新一轮大规模经济刺激计划的预期升温，美元进一步走软预期较强，预计也将拉动大宗商品涨价预期。

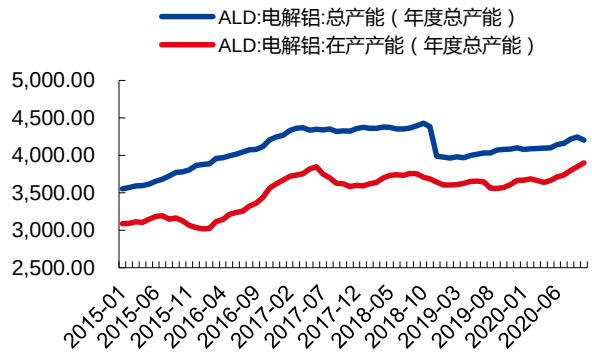
图 51：铜库存及价格变化（库存单位：吨；报价单位：美元/吨）



资料来源：Wind，华金证券研究所

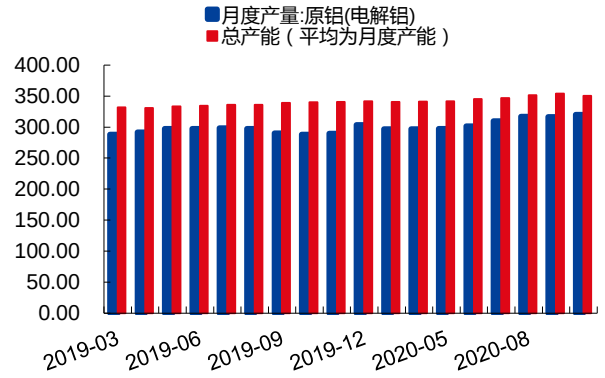
电解铝短期供不应求状况预计将继续，支撑铝价进一步上行。2017-2018 年，由于供给侧改革推动产能去化，以及违规产能清理及环保限产措施实施，电解铝产能出现了明显下降，较高位降幅达到了约 10%。2020 年下半年，在我国经济呈现加速复苏的背景下，电解铝主要下游应用行业包括房地产建筑业、交通运输、电力电子、耐用消费品等产量均明显提升，促使电解铝需求快速增长，供不应求状况推动电解铝价格走高。而当前，我国经济复苏依旧在进一步提速中，电解铝需求预计将继续维持在高景气区间，而比较来看，电解铝的产能空间已经较为有限，供不应求状况预计在一段时间内仍将持续。

图 52：电解铝产能变化



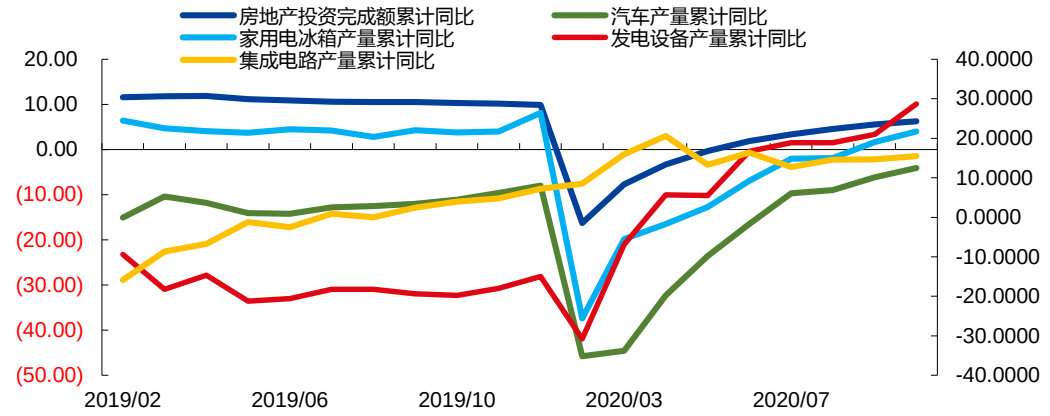
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 53：当前产量与产能对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 54：电解铝主要下游应用行业依旧在加速复苏

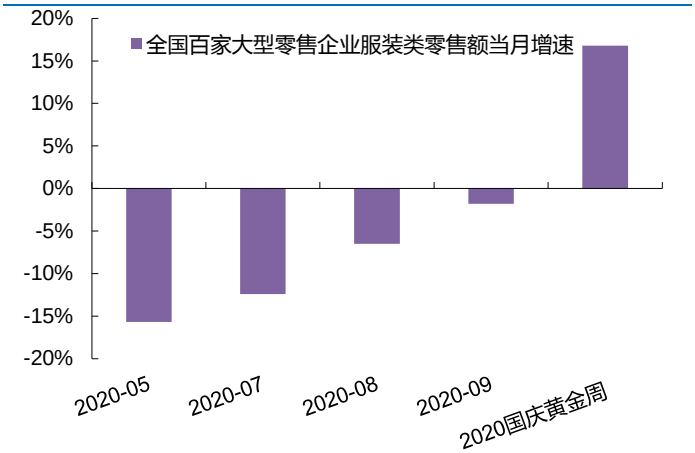


资料来源：Wind，华金证券研究所

2、纺织服装：需求回补且估值较低

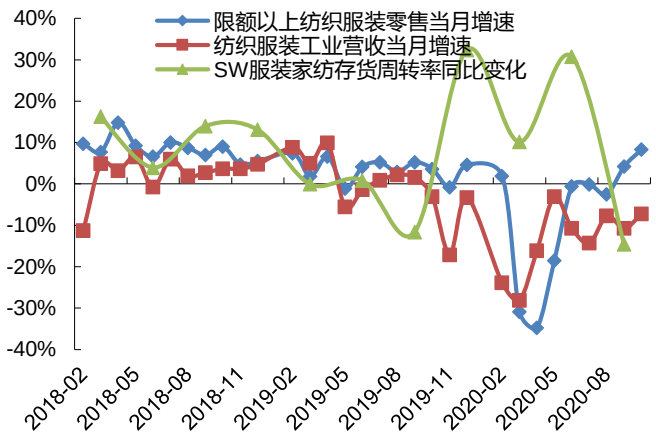
受益于线下客流恢复、库存减轻、及气温利好，终端服装短期出现恢复性增长。根据全国商业信息中心发布的服装类零售数据显示，服装类零售企业线下客流明显复苏，国庆节已经实现双位数增长。而从服装库存来看，2019 年下半年开始，服装类企业零售增速持续高于收入增速，阻碍服饰企业增长的行业库存压力正有所减轻。叠加 2020 年冬天气温较低，寒冷气候持续时间较长；因去年暖冬和疫情影响造成的服装低基数影响下，服装短周期有望出现恢复性增长。

图 55：全国百家大型零售企业服装类零售增速



资料来源：Wind，中华全国商业信息中心，华金证券研究所

图 56：服装中下游行业增速及下游存货周转情况



资料来源：Wind，统计局，华金证券研究所

我国纺织大国地位稳固，RCEP 签署短期中性，但长期利好行业发展。由于国内纺织产业链及配套工业体系完善，即使劳动力成本上行推动服装产能向东南亚转移，国内服装出口市占率已于 2018 年降至 32%，但我国纺织品出口继续占据全球 37%市场份额，纺织大国地位稳固。近期我国与东盟十国等国家签署 RCEP，关税长期降低或将有利于区域行业发展。

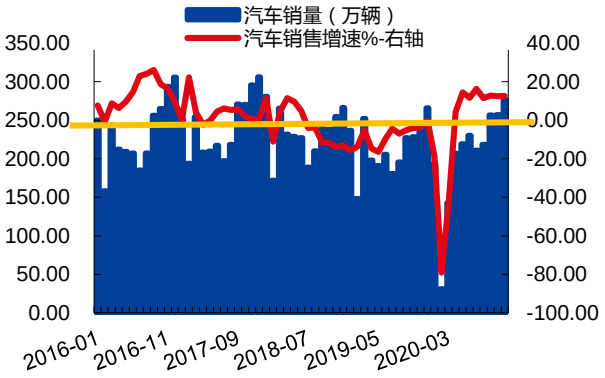
纺织服装行业绝对估值和相对估值均较低，安全边际较高。截至 11 月底，纺织服装行业 PE 估值约 23.7X，按行业估值从低到高排序，纺织服装排在行业第 12 位；相对估值来看，过去 10 年纺织服装行业 PE 中值为 25.23X，当前估值水平低于历史中值约 6%；按行业当前 PE 较中值的向下偏离度排序，纺织服装排在行业第 11 位。

3、汽车：行业景气上行延续，造车新势力正带来估值蝶变

今年 3 月以来的 V 型反转持续至今，2021 年行业景气度上行有望延续。根据中汽协数据，2020 年前 11 个月汽车销量 2247 万辆，同比下滑 2.9%；预计全年销量 2530 万辆，同比下滑 1.8%。今年以来，受疫情影响，2 月汽车产销水平大幅下降，但 4 月开始增速转正，呈现 V 型反转，全年销量好于预期。其中，新能源汽车需求爆发，自 7 月份以来实现连续正增长，前 11 个月销量累计 110.9 万辆，增速转正，同比增长 3.9%；预计全年销量有望突破 130 万辆，同比增长约 7.8%。展望 2021 年，在中央经济工作会议明确要有序取消一些行政性限制消费购买的规定，在全国各地刺激汽车消费政策落地发酵背景下，我国汽车消费正从“限制”转向“鼓励”；叠加 2021 年我国经济景气复苏，及低基数的共同作用，汽车行业景气度有望将继续上行。

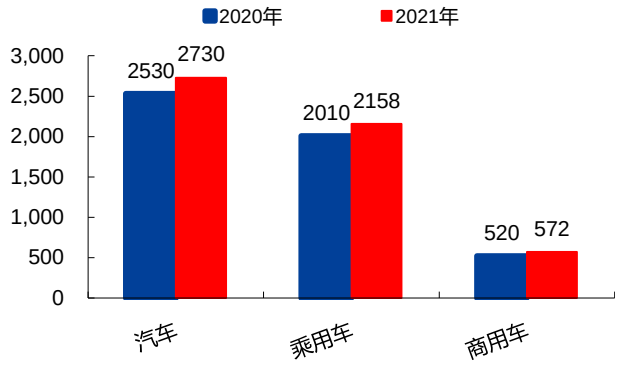
根据预测，2021 年汽车总销量预计约 2730 万辆，增长 7.9%；其中，乘用车 2158 万辆，增长约 7.4%；商用车 572 万辆，增长约 10.0%。

图 57：汽车销量自今年 3 月开始 V 型反转



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 58：2021 年销量预测数据



资料来源：中汽协，Wind，华金证券研究所

表 12：各地出台的促进汽车消费政策

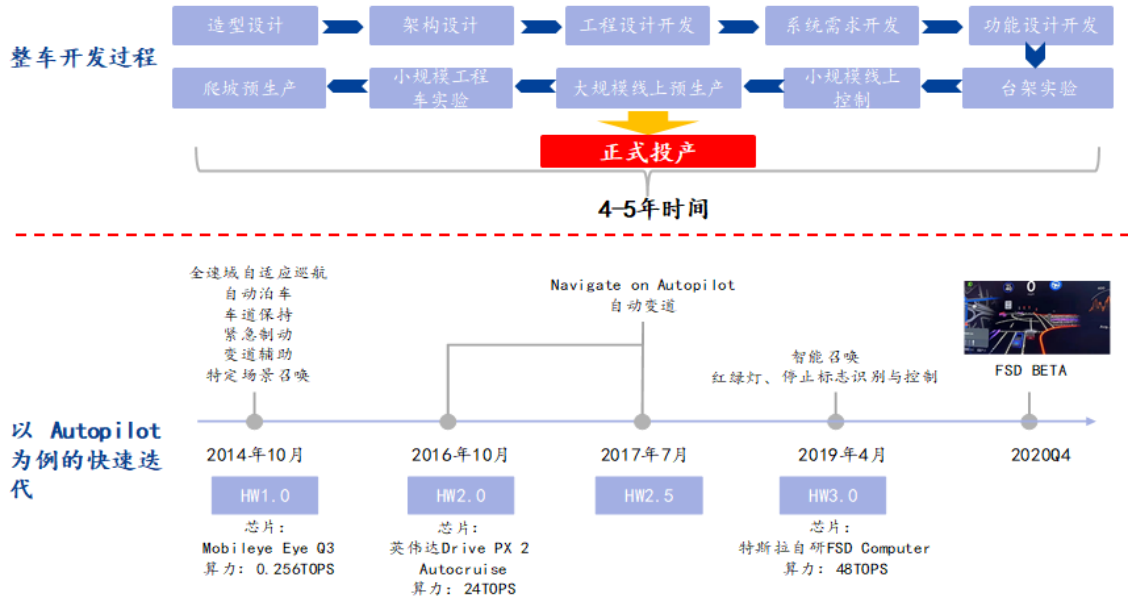
区域	政策出台时间	政策内容
重庆	1 月 2 日	1）对在本市购买新能源汽车的单位和个人，按规定给予补贴； 2）全面取消二手车限迁政策，除国家要淘汰的黄标车意外，对复合国家在用机动车排放和安全标准，在环保定期检验有效期和年检有效期内的二手车均可办理迁入手续
佛山	2 月 3 日	1）购买新车，补贴 2000 元/辆；旧车更新换代，3000 元/辆 2）同一消费者一次性购买 5 台及以上大、中、重型客运、载货汽车（单价不低于 50 万元），补助 5000 元/辆
深圳	2 月 21 日	稳定汽车等大宗消费，加快广州、深圳新增汽车指标放好，优先保障家庭首购需求
株洲、湘潭	3 月 2 日	补贴 3000 元/台，每人限购一台
广州	3 月 3 日	1）新能源汽车 1 万元/辆； 2）购买国六标准新车，3000 元/辆
珠海	3 月 11 日	1）对在珠海注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准排量汽车的消费者给予补助，对符合规定的车展布展企业、车展汽车销售企业，给予场地、宣传投入补助和销售奖励。 2）简化汽车登记、二手车交易手续、优化汽车金融服务。
长沙	3 月 14 日	在长沙上牌落户，可获得裸车价款 3%的一次性补贴，每台车最高补贴不超过 3000 元。
黑龙江	3 月 2 日	2019 年主营业务收入 1 亿元以上,2020 年新增流动资金贷款 1000 万元以上的制造业企业，

		照疫情期间企业实付利息的 50%贴息。
吉林	3 月 3 日	1）对 2019 年零售额亿元以上，且 2020 年一季度同比增量达到 500 万元（含）-1000 万元的汽车销售企业，每户企业给予一次性奖励资金 20 万元； 2）2020 年一季度零售额同比增量达到 1000 万元及以上的，每户企业给予一次性奖励资金 30 万元
杭州	3 月 25 日	1）2020 年一次性增加 2 万个小客车指标，按 3:1 的比例通过个人阶梯摇号和县（市）个人指标摇号的方式进行配置，即个人阶梯摇号 15000 个、县（市）个人指标摇号 5000 个。 2）于 2020 年 5 月 29 日组织一次个人阶梯摇号，完成 15000 个指标的配置。
南昌	3 月 25 日	1）对疫情期间在南昌市内购买新车（含乘用车和商用车），按 1000 元/辆给予补贴。 2）对 2020 年销售额增速超过全市平均增速的限上商贸企业，在 2019 年该企业销售额基础上，每增加 1000 万元销售额给予 1 万元奖励，单个企业 20 万元封顶。
宁波	3 月 27 日	1）消费者购买本地生产、销售的乘用车，给予每辆车让利 5000 元，每家企业限让利销售 6000 辆。 2）宁波将根据企业季度增速，给予每百分点最低 5 万元、最高 100 万元支持。

资料来源：互联网平台，华金证券研究所

造车新势力崛起带来的估值蝶变。特斯拉自 2018 年起，销量大幅增长，2020 年全年销量有望实现 50 万辆。国内造车新势力今年开始放量，销量进入快速增长期。新造车企业市值高企带来的行业估值蝶变；首先，智能化使汽车从功能汽车向智能汽车转变，从交通工具向移动终端转变，通过软件硬件互相催化快速迭代，摩尔定律赋能电动车；其次，OTA 功能升级、后服务和软件增值等新型服务内容不仅降低了整车周期性，商业模式创新也有助于重塑车企盈利点。

图 59：造车新势力的产品更迭明显加快



资料来源：华金证券研究所

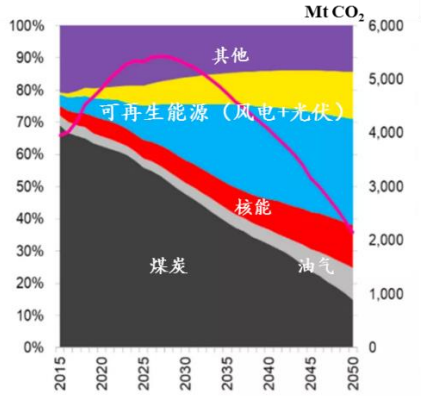
4、光伏发电：高增长低估值，成长属性凸显

光伏发电行业长逻辑清晰，2030 年碳排放达到高峰，2060 年实现碳中和。根据 BNEF 数据，我国二氧化碳排放总量约 95 亿吨，占比全球约 28.6%，主要来自热力和电力占比约 50%，工业占比约 30%，交通占比约 10%。电力的减排最主要的措施就是使用可再生能源。根据国际

能源署测算，我国电力对应的碳排放将在 2025 年-2030 年达到最高峰约 55 亿吨，随着我国太阳能和风电占比的提升，到 2050 年电力对应的碳排放可下降至约 22.5 亿吨。

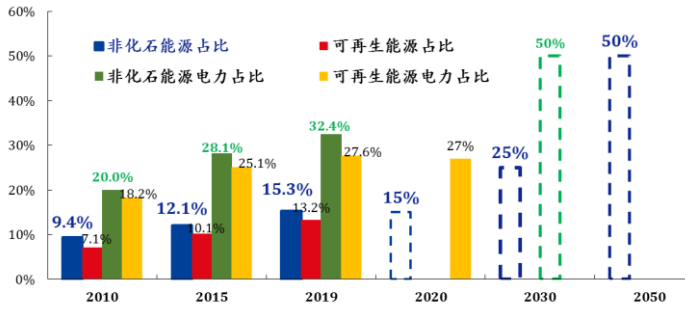
2020 年 Q1-Q3 我国光伏新增并网 18.7GW，同比增长 17%。根据光伏行业协会 2020 年 12 月 10 日最新报告预期，“十四五”期间我国光伏年均新增装机在 70GW~90GW，2025 年新增装机或达 120GW 左右，较之前的预期大幅上调。

图 60：我国电力能源结构及对应的碳排放量



资料来源：国际能源署，BNEF，华金证券研究所

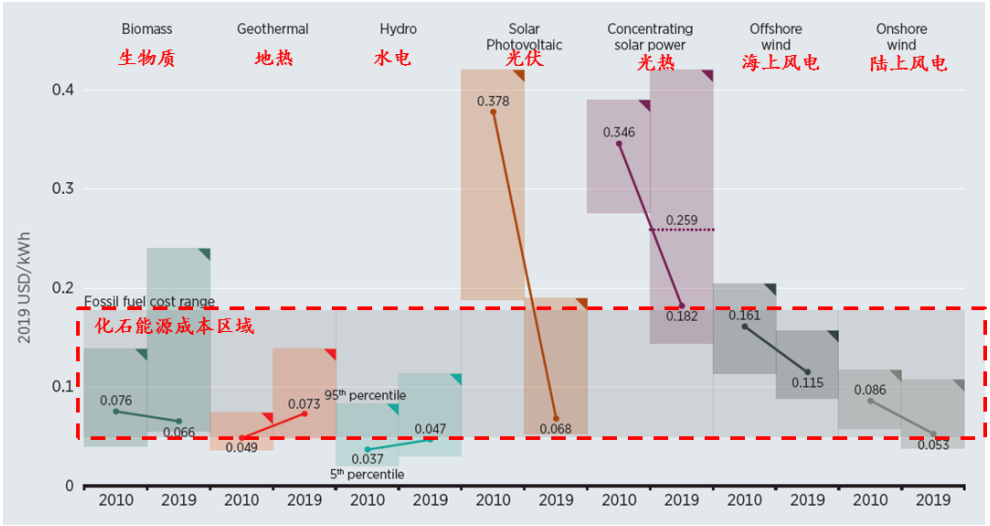
图 61：2010 年-2019 年我国可再生能源占比及预期



资料来源：ERI，华金证券研究所

光伏成本高速下行，度电成本开始有竞争力。根据 IRENA 报告，对比了生物质、地热、水电、光伏、光热、海上风电和陆上风电的度电成本，其中光伏在 2010 年-2019 年间度电成本下降了 82%至 0.068 美元/kWh，是所有可再生能源中成本下降最快的品种，并且度电成本已经接近了化石能源成本区域的下限。同时，光伏度电成本未来仍然有巨大下降空间；根据《2020 年 BP 世界能源展望》预计，在“快速转型”和“净零”情景下，到 2050 年太阳能发电成本预计还将分别下降 65%和 70%，大幅低于化石能源成本。

图 62：2010 年-2019 年可再生能源度电成本对比



资料来源：IRENA，华金证券研究所

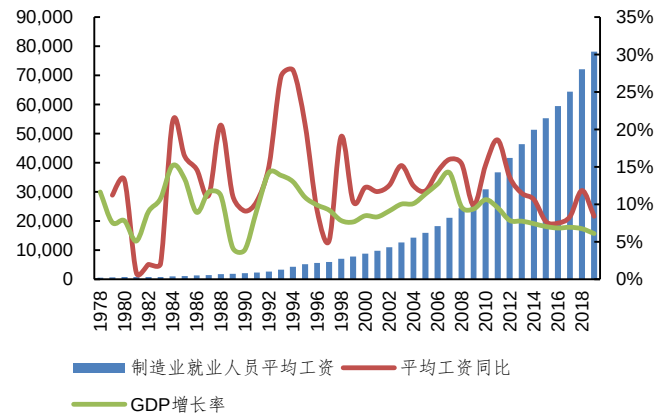
我国光伏产业竞争力全球绝对领先，属于我国制造业产业链上稀缺的独门绝技。麦肯锡全球研究院曾就中美两国各行业竞争力进行比较，称中国已经逐渐占据全球清洁能源技术的领先位置，光伏电池板处于绝对领先地位。2019 年我国多晶硅、硅片、电池片组件产能全球占比分别为

67.3%、97.4%、78.7%、71.3%。并且全球光伏产能向我国集中的趋势仍在持续，我国光伏行业以民营企业为主，创新能力强、行业竞争度异常激烈，行业全球领先优势有望持续扩大。

5、工业机器人：短期高景气，长期成长仍在

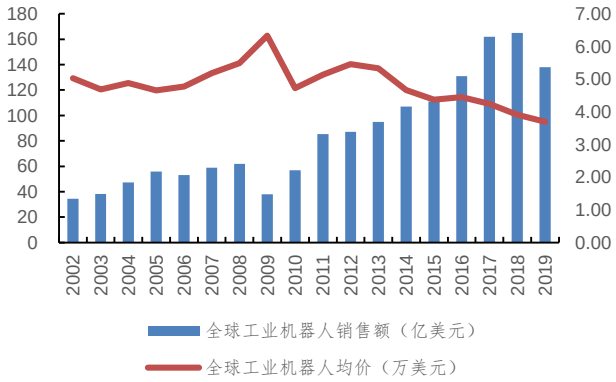
劳动红利消失，机器换人大势所趋。（1）2010-2019 年我国 15-64 岁劳动力人口占比由 74.5%逐步下降至 70.6%，同时农民工从事制造业的比例由 2008 年的 37.2%下降至 2019 年的 27.4%。在劳动力供给下降的背景下，我国制造业人工成本逐年提高，2010-2019 年我国制造业人均工资由 3.09 万元持续增长至 7.81 万元，CAGR 为 10.85%；（2）随着技术的不断进步和成熟，工业机器人价格呈下降趋势，根据 IFR 数据测算，2009-2019 年全球工业机器人销售均价由 6.33 万美元下降至 3.70 万美元；（3）在工业机器人性价比持续提升和制造业转型升级的背景下，机器换人大势所趋。

图 63：制造业就业人员平均工资及其同比变化情况（元）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 64：全球工业机器人销售均价变化情况（万美元）

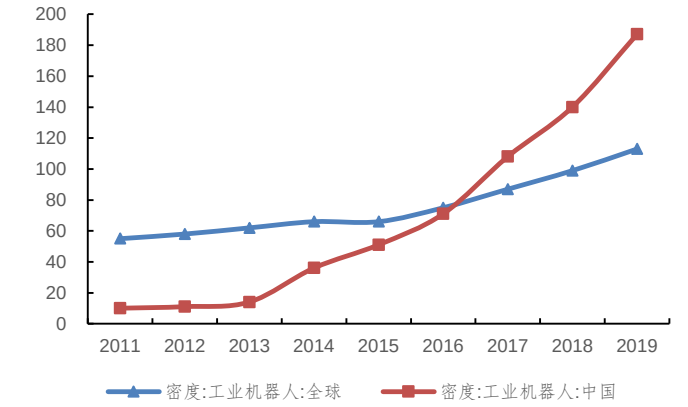


资料来源：IFR，华金证券研究所

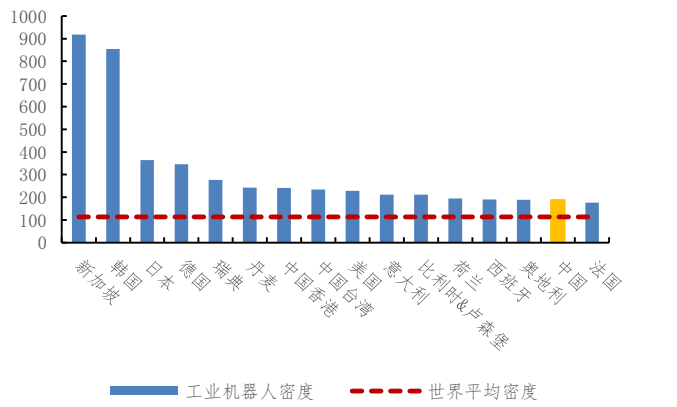
工业机器人密度持续提升，行业长期成长仍在。全球工业机器人密度稳步提升，中国市场提升速度更快，根据 IFR 数据，2011-2019 年中国工业机器人密度由 10 台/万人增长至 187 台/万人，并于 2017 年首次超过世界工业机器人平均密度。随着《中国制造 2025》等国家战略的推进以及中国制造业的转型升级，预计中国工业机器人密度将持续提升。2019 年中国机器人密度与新加坡、韩国、日本相比，仍有较大差距。根据前瞻产业研究院数据，2019 年中国工业机器人销售额为 57.3 亿美元，若中国工业机器人密度能够增长至日本 364 台/万人的水平，则中国工业机器人市场销售额有望超过 100 亿美元。

图 65：中国和全球工业机器人密度变化情况（台/万人）

图 66：2019 年不同国家和地区工业机器人密度（台/万人）



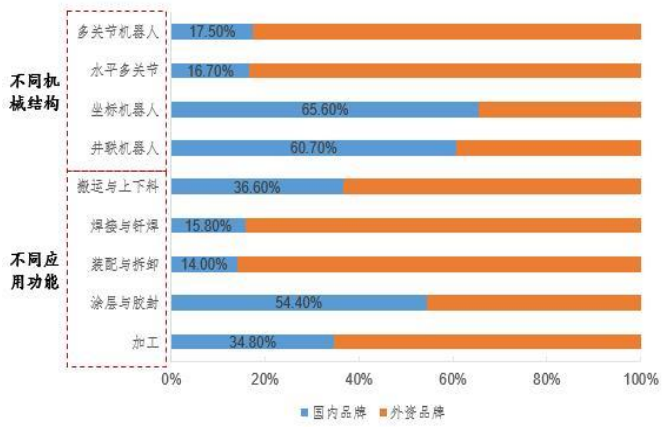
资料来源：IFR，华金证券研究所



资料来源：IFR，华金证券研究所

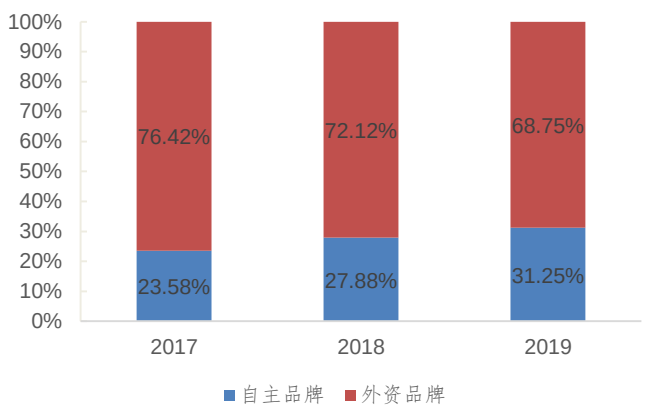
中国工业机器人国产化率不高，但正稳步提升。中国工业机器人国产化程度不高，在高端市场上尤为明显，根据 CRIA 数据，2018 年中国工业机器人市场上技术水平较高的多关节机器人和水平多关节机器人的国产化率分别为 17.5%、16.7%；在汽车制造业、3C 电子制造业中应用的焊接、装配机器人对一致性、可靠性的要求较高，2018 年我国焊接、装配机器人国产化率仅分别为 15.8%、14.0%。随着国产工业机器人厂商在研发上的持续投入，以及通过并购等方式提升技术水平，我国工业机器人国产化程度逐步提升，根据前瞻产业研究院和机经网数据，2017-2019 年中国工业机器人市场上自主品牌销量占比由 23.58%提升至 31.25%。

图 67：2018 年不同结构和功能工业机器人的国产化率（%）



资料来源：CRIA，华金证券研究所

图 68：2017-2019 年中国工业机器人自主品牌销量占比情况（%）



资料来源：前瞻产业研究院，机经网，华金证券研究所

五、风险提示

- **美联储货币政策超预期转向**

目前是市场大多数观点是预期 2021 年美联储的政策立场不会发生改变，同时，尤其是在拜登入主白宫及提名耶伦作为新任财长的背景下，美国量化宽松预计能够持续。但不可否认，最新的美联储纪要显示部分官员罕见的对于美联储量化宽松政策开始担忧，而 IMF 更是对于当前部分国家极度宽松的货币财政政策进行严厉批评；假设美联储的货币政策立场出现超预期转向，可能将对全球市场流动性形成极大冲击。

- **中美博弈及地缘冲突超预期**

目前市场多数观点倾向于认为，基于美国新任总统拜登此前的从政履历及政治理念，拜登入主白宫后，中美关系可能将稍微出现缓和。但根据拜登关于我国的最新发言，“他会暂时维持与中国的第一阶段贸易协议，不会立即采取任何行动，包括取消关税，”中美关系走向、及我国与新任美国总统的磨合依旧存在不确定性。假设期间中美博弈及可能的地缘冲突超出预期，则可能导致海外资金避险情绪升温，投资风险偏好或面临快速下降。

- **局部通胀超预期**

在 2020 年上半年 CPI 高基数背景下，2021 年爆发全面通胀的概率相对较低。但目前由上游原材料驱动的涨价浪潮正在兴起，国内存在局部通胀可能，并可能干扰我国货币政策的正常节奏。

- **信贷风险等**

从 2020 年 11 月因“永煤”引发的信贷危机处置情况来看，监管层对于防范系统性金融风险的态度是坚决、处置方式是有效的；但展望 2021 年，在 2020 年我国本就较高的非金融企业杠杆率再度提升的背景下，个别性的信贷风险是有可能出现的；假设其中出现了超预期的信贷个案，对于市场风险偏好可能形成较大影响。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn