东兴证券 DONGXING SECURITIES

政策不急转弯，抓紧慢复苏机会

2020 年 12 月 20 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

市场整体回暖，分化趋势从板块间蔓延到板块内。上周股市回暖，创业板指涨 3.46%，上证综指涨 1.43%。周期、成长、消费均出现板块内部分化。周期行业中，涨价持续带来盈利改善的细分行业如有色金属表现优异；而因价差因素导致企业利润空间收缩、盈利改善存疑的钢铁、煤炭板块涨幅则较低；成长、消费板块中决定分化的核心因素则是行业长期景气度是否在上行，创新药、疫苗、光伏、新能源汽车等长期景气度上行的板块本周涨幅分别达到 8.22%、7.22%、8.13%、8.15%，而长期景气度不确定性较高的细分行业如中成药、医药流通、汽车零部件等表现则较差，涨幅仅分别为 1.31%、-2.72%、1.32%。

分化加大、拥抱高景气度的原因在于分子端（企业盈利）是当前主导市场的核心逻辑。高频数据显示，当前经济复苏的速度比市场预期更慢，而货币政策则比市场预期更“鸽”。当盈利温和改善、流动性边际大幅收紧概率不大的情景下，市场整体温和上涨而斜率放缓，资金会加速流向高弹性的细分领域，从而出现板块内分化加大的现象。12 月 15 日披露的 11 月经济数据显示经济复苏进程弱于市场预期。11 月的工业增加值当月同比 7.0%，固定资产投资累计同比 2.6%，均小幅超预期，但消费复苏仍旧相对缓慢，社会消费品零售总额当月同比 5.0%，与 2019 年的平均水平 8.05%仍有一定距离。12 月 15 日，央行续作 9500 亿元 MLF，远超预期的 8000 亿元，进一步确认货币政策整体中性偏宽松的趋势。

中央经济工作会议更强调不确定性和风险，定调“不急转弯”。2020 年 12 月 16 日到 18 日，中央经济工作会议在北京召开，会议着重强调了当前所面临的不确定性与风险，提出“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视”。基于以上考虑，会议提出宏观调控政策思路：“保持连续性、稳定性和可持续性”，并表示“政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”，整体来看，政策退出预计将比预期更慢、更缓。

关注景气度持续改善板块及中央经济工作会议带来的主题投资机会。分子端缓慢持续复苏，货币政策维持中性偏松的情境下，景气度持续改善的板块值得关注。此外，本次中央经济工作会议来看，产业改革凸显新重点，战略科技与产业链自主可控是明年任务的重中之重。[1]扩大消费成为本次会议的重要议题，会议提出多项具体措施，包括充分挖掘县乡消费潜力等。“碳达峰、碳中和”的“3060”目标更是首次在中央经济工作会议中出现，能源结构或将面临调整。在拥抱景气度的配置思路下，建议关注景气度持续改善板块及中央经济工作会议带来的主题投资机会，包括有色金属、银行、日用消费品、仓储物流、家电、汽车、光伏、风电等。

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

[1] 内容引用自《2020 年中央经济工作会议》，原文网址为：http://www.gov.cn/xinwen/2017-12/20/content_5248899.htm，具体内容详见正文。

目 录

1. 板块分化，景气度是关键 3
2. 经济复苏进程慢于市场预期，货币政策维持中性偏松 5
3. 中央经济工作会议更强调不确定性和风险，定调“不急转弯” 6
4. 关注景气度持续改善板块及中央经济工作会议带来的主题投资机会 7
风险提示 7

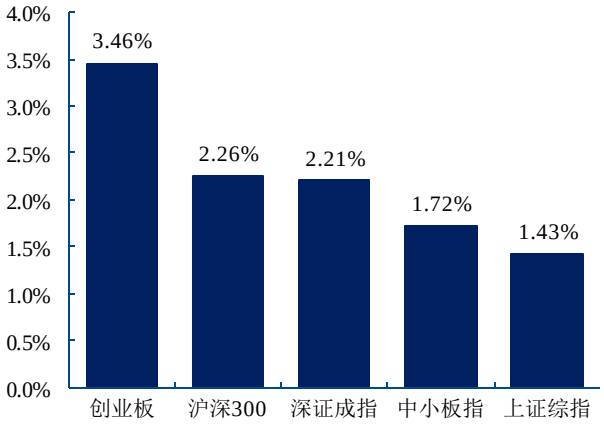
插图目录

图 1：股市大幅回暖，创业板指涨 3.46%，上证综指涨 1.43% 3
图 2：消费上周表现突出，涨 3.08% 3
图 3：有色、电新、医药、食品饮料、汽车等涨幅居前，纺服、通信、电子等下跌 3
图 4：工业金属价格 12 月以来进一步上升 4
图 5：铁矿石价格涨幅已远超下游螺纹钢价格涨幅 4
图 6：分化趋势从板块间蔓延到板块内 5
图 7：11 月工业增加值当月同比 7.0%，增速放缓 6
图 8：11 月固定资产投资完成额累计同比 2.6% 5
图 9：社零 11 月同比 5.0% 6
图 10：11 月 MLF 创 2014 年以来单月最高 6

1. 板块分化，景气度是关键

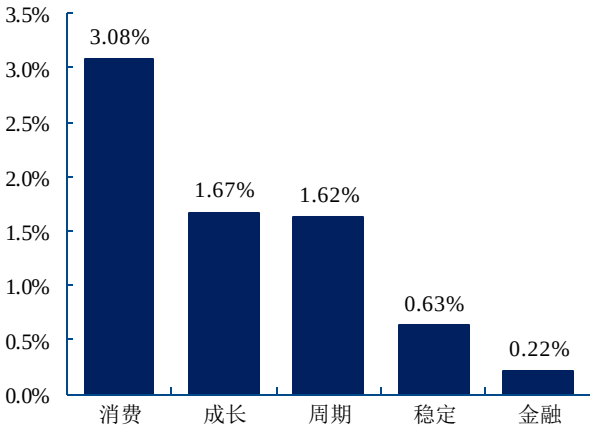
上周股票市场大幅回暖，A 股主要指数全面上涨。上周股市大幅回暖，创业板指涨 3.46%居首，沪深 300 涨 2.26%，上证综指涨 1.43%。从中信风格角度来看，消费板块涨 3.08%、成长涨 1.67%、周期涨 1.62%、稳定涨 0.63%、金融涨 0.22%。从行业角度看，有色金属、电力设备及新能源、医药、食品饮料、汽车涨幅前五，分别上涨 6.94%、6.48%、4.34%、3.95%、3.23%。跌幅前五的行业为纺织服装、通信、电子、传媒、农林牧渔，分别下跌 2.23%、2.13%、1.20%、0.46%、0.37%。

图 1：上周创业板指涨 3.46%，上证综指涨 1.43%



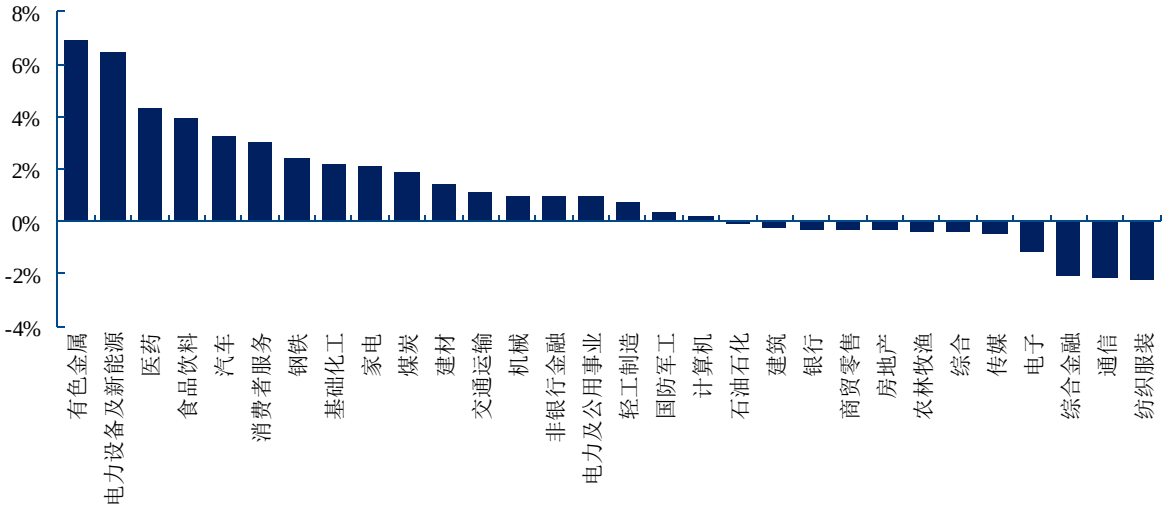
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：消费上周表现突出，涨 3.08%



资料来源：wind、东兴证券研究所

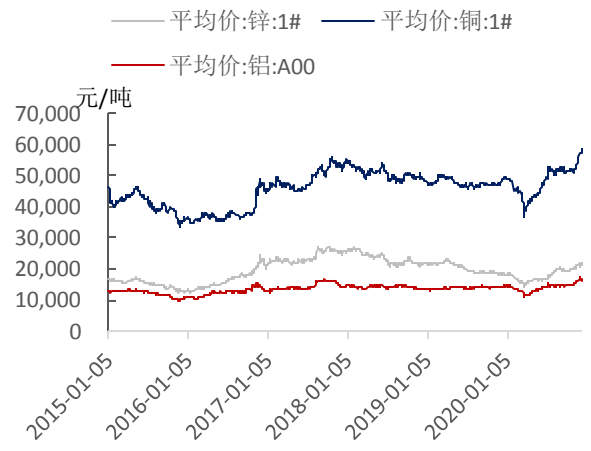
图 3： 有色、电新、医药、食品饮料、汽车等涨幅居前，纺服、通信、电子等下跌



资料来源：wind、东兴证券研究所

分化趋势从板块间蔓延到板块内。周期行业中，涨价预期持续带动盈利改善的细分行业如有色金属表现优异，领涨市场，涨幅达到 6.94%。有色金属大宗商品价格持续上行，上周工业金属锌、铜、铝分别涨 2.72%、0.89%、0.85%。在全球未来经济复苏确定性较高的背景下有色金属仍有坚实的涨价预期。而阶段性供需错配、因价差因素导致企业利润空间收缩、盈利改善存疑的钢铁、煤炭板块涨幅则较低，仅分别为 2.39%和 1.90%。钢铁大宗商品来看，铁矿石价格年内涨幅已接近 60%，而同期螺纹钢价格涨幅则仅不足 20%，钢厂利润空间遭大幅压缩。煤炭方面，寒冬及经济复苏拉动需求上升，同时供给端又趋紧，供需不平衡带来阶段性涨价，但这只是阶段性的供需错配因素，并不改变长期景气度。成长、消费板块中决定分化的核心因素则是行业长期景气度是否在上行，创新药、疫苗、光伏、新能源汽车等长期景气度上行的板块本周涨幅分别达到 8.22%、7.22%、8.13%、8.15%，而长期景气度相对不确定的细分行业如中成药、医药流通、汽车零部件等表现则较差，涨幅仅分别为 1.31%、-2.72%、1.32%。

图 4：工业金属价格 12 月以来进一步上升



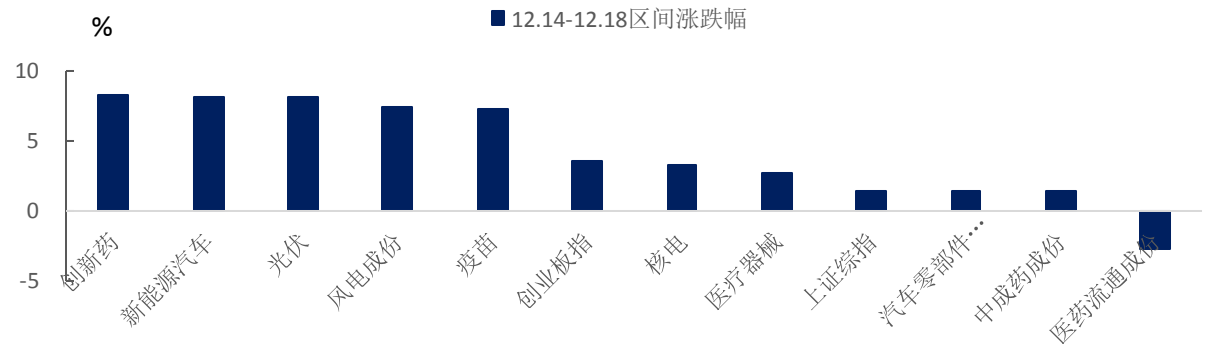
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5： 铁矿石价格涨幅已远超下游螺纹钢价格涨幅



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：分化趋势从板块间蔓延到板块内



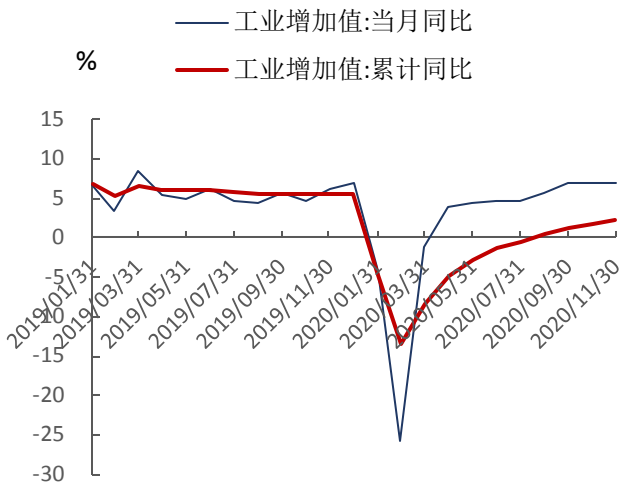
资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 经济复苏进程慢于市场预期，货币政策维持中性偏松

分化加大、拥抱高景气度的原因在于分子端（企业盈利）的影响是当前主导市场的核心逻辑。高频数据显示，当前经济复苏的速度比市场预期更慢，而货币政策则比市场预期更“鸽”。当盈利温和改善、流动性边际大幅收紧概率不大的情景下，市场整体温和上涨而斜率放缓，资金会加速流向高弹性的细分领域，从而出现板块内分化加大的现象。

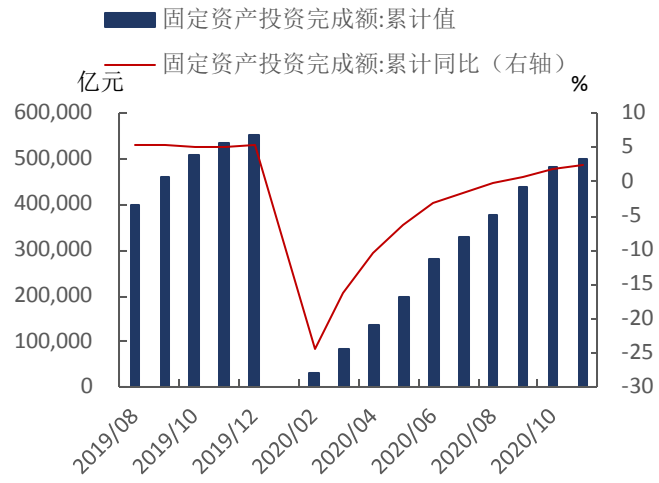
11 月经济数据显示经济复苏进程弱于市场预期，央行续作 MLF 进一步确认货币政策中性偏宽松。12 月 15 日披露的 11 月经济数据来看，工业增加值当月同比 7.0%，预期值 6.8%，累计同比 2.3%，小幅超出预期。当月同比的斜率较 7 月以来有大幅降低，工业经济活动增速放缓。11 月固定资产投资累计同比 2.6%，预期 2.58%，均小幅超预期。消费复苏仍旧相对缓慢，社会消费品零售总额当月同比仅为 5.0%，预期 5.6%，消费增速不及预期，与 2019 年平均水平 8.05%相比也有一定距离。从 11 月经济数据来看，经济整体处于复苏区间但进程仍相对缓慢。12 月 15 日，央行续作 9500 亿元 MLF，远超市场预期的 8000 亿元，从历史角度看，本次投放也是单月新投放最高的月份。央行的公开市场操作进一步确认货币政策整体中性偏宽松的趋势。

图 7：11 月工业增加值当月同比 7.0%，增速放缓



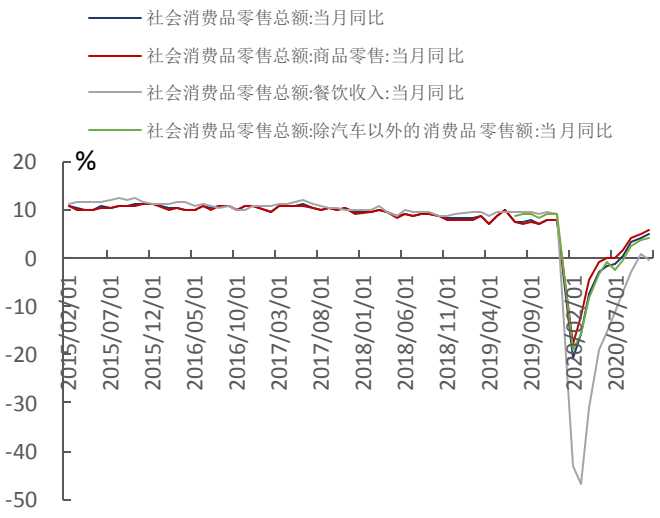
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 8：11 月固定资产投资完成额累计同比 2.6%



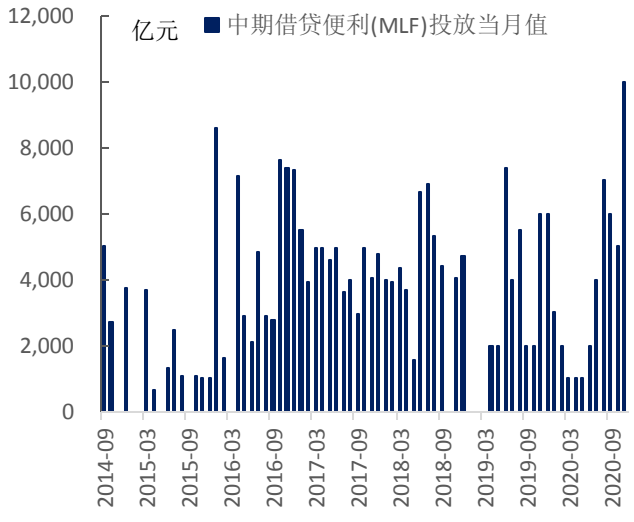
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：社零 11 月同比 5.0%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：11 月 MLF 创 2014 年以来单月最高



资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 中央经济工作会议更强调不确定性和风险，定调“不急转弯”

中央经济工作会议更强调不确定性和风险，定调“不急转弯”。2020 年 12 月 16 日到 18 日，中央经济工作会议在北京召开，本次会议中着重强调了当前所面临的不确定性与风险，相较于此前的中央政治局会议更加具体的提出“*疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固。明年世界经济形势*

仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视”。基于以上判断，会议提出的宏观调控政策思路是“*保持连续性、稳定性和可持续性*”，可持续性意味着在疫情影响逐渐消退、经济继续复苏[2]、宽松政策导致杠杆率攀升的背景下，宏观政策退出和转弯具有必要性，而“连续性”、“稳定性”又要求在实体经济疫后初愈、复苏基础仍不稳固背景下，宏观政策的退出不可过急、过快，需防止风险加快暴露。会议也定调“*政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效*”，整体来看，政策退出预计将比预期更慢、更缓。

4. 关注景气度持续改善板块及中央经济工作会议带来的主题投资机会

关注景气度持续改善板块及中央经济工作会议带来的主题投资机会。分子端缓慢持续复苏，货币政策维持中性偏松下，景气度持续改善的板块值得关注。本次中央经济工作会议来看，产业改革凸显新重点。科技与产业链在 2019 年中央经济会议中于重点任务的第五段提及，而今年的中央经济工作会议中，强化国家战略科技力量、增强产业链供应链自主可控能力则被提到首要位置，作为重点任务第一段、第二段的主要内容。科技创新与产业链自主可控预计将是明年经济任务的重中之重。扩大消费成为本次会议的重要议题，会议提出多项具体措施，包括“*有序取消一些行政性限制消费购买的规定、充分挖掘县乡消费潜力*”等，当前政策导向下，预计一系列行政性限制消费购买的规定将逐步取消、扩大农村消费，推进电商进农村，健全县乡村三级物流配送体系建设进程预计将进一步加快、疫情后复苏缓慢的中低端消费有望受到拉动。“碳达峰、碳中和”的“3060”目标首次在中央经济工作会议中出现，本次会议提出：“*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。*”，能源结构或将面临调整。在拥抱景气度的配置思路下，建议关注景气度持续改善板块及中央经济工作会议带来的主题投资机会，包括有色金属、银行、日用消费品、仓储物流、家电、汽车、光伏、风电等。

风险提示

行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

[2] 内容部分引用自 2020 年 12 月 19 日发布的东兴证券总量报告《不急转弯与改革创新——中央经济会议定调 2021》。

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526