策略研究报告

太平洋证券股份有限公司证券研究报告

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-12-20

投资策略报告

春季躁动不缺席，顺周期仍可为

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：

《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

《“金九”将至，稳中向上》——2020/8/30

《无惧资金分流扰动，金融周期持续发力》——2020/8/23

风险提示：货币收紧；中美关系超预期恶化

核心结论：春季躁动不缺席，顺周期仍可为。受益明年年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，12 月中央经济工作会议明确不搞“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，在市场对前期货币政策紧缩预期修正的背景下，春节躁动仍可期。此外，11 月国内经济数据在复苏阶段中展现出制造业投资加速改善、服务型消费仍有修复空间的新特点，加之“需求侧改革”成未来政策主线，“内循环”顺周期空间有望打开。叠加美联储仍保持持续宽松，弱美元背景下利于外资持续流入 A 股，增量资金为市场提供支撑。市场观望情绪仅是短期扰动，春季躁动行情不缺席。

政策不急转，科技内需是重点。中央经济工作会议利于修正市场对经济定调、政策力度和节奏的预期。经济上，定调仍以“稳中求进”、“底线思维”为主，单边、没有供需互动的需求侧政策并不符合政策目标。强化战略科技力量、增强产业链的自主可控、扩大内需等成为 2021 年六大重点任务。政策上，明确了“转弯”方向的必然性和“稳定”、“不急”的缓慢性，积极财政侧重于“新基建”。

退市新规强化优胜劣汰，估值重塑再加码。2020 年退市新规明显围绕量化标准不够多元和非量化标准描述笼统的痛点进行完善强化：一是，增加对企业持续经营的考量；二是，强化了企业自身规范的约束；三是，量化了重大违法强制退市的指标；四是，缩短简化退市流程。受益于此，“壳资源”炒作等投机行为将被 A 股所抛弃，基于基本面的价值投资行为将会因此明显强化，龙头企业享受溢价。

制造业投资加速改善，服务型消费仍有修复空间。生产端，持续保持高增速扩张，11 月工业增值当月同比增长 7%，环比增加 0.1 个百分点；投资方面，制造业加速修复，地产仍强于基建；消费方面，修复偏慢，11 月餐饮收入同比在上月短暂转正后又重回负增长，主要受近期国内疫情升温影响，服务型消费仍有修复空间。

年初流动性仍需呵护，春季躁动不会缺席。12 月 15 日央行再次开展 9500 亿 MLF 超常规操作，相较于 12 月 7 日和 16 日两次 MLF 到期续做的同时，再额外释放 3500 亿流动性。其主要是为了对冲银行中长期负债压力，以及缓解市场对于信用风险的担忧。但 MLF 的巨量投放并不能充分满足长期流动性投放，考虑到年初信贷发放前置，以及政府债提前发行，2021 年年初流动性仍需央行呵护，定向降准或 TMLF 的使用将可能成为央行操作的选择。

美联储维持宽松基调，支撑外资流入 A 股。12 月美联储议息会议结果基本符合预期。利率方面，美联储将维持前期不变；资产购买方面，对购债表述由此前的“未来几个月将至少以现在的规模购买……”变为“每月继续购买……直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展”，体现出货币政策的灵活性和支持实体经济的目标。受益于美联储宽松和弱美元趋势持续，支持资金流向新兴市场。

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、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：春季躁动不缺席，顺周期仍可为 4
1、政策不急转，科技内需是重点 4
2、退市新规强化优胜劣汰，估值重塑再加码 5
3、制造业投资加速改善，服务型消费仍有修复空间 7
4、年初流动性仍需呵护，春季躁动不会缺席 9
5、美联储维持宽松基调，支撑外资流入A股 10
6、春季躁动不缺席，顺周期仍可为 11

图表目录

图表 1：退市指标体现的修订（标蓝单元格为 2020 年修订项） 6
图表 2：制造业投资呈现加速修复 8
图表 3：11 月医药、计算机、铁路航空航天制造改善明显 8
图表 4：11 月餐饮收入同比回落至福增速 9
图表 5：2020Q3 超储率处于 1.6%的历史低位 10
图表 6：近五年 A 股“春季躁动”常态在一季度发生 10
图表 7：特朗普上任初期存在半年国内调整期（大事记） 11
图表 8：12 月 17 日单日北上资金流入规模达 80.58 亿元 11
图表 9：12 月 14 日-18 日一周外资流向医药、电新等 11
图表 10：沪深 300 估值与创业板指估值历史百分位已相近（截止 2020 年 12 月 18 日）12
图表 11：估值修复风格特点不明显，风格内分化差异大（截止 2020 年 12 月 18 日） 12

核心结论：春季躁动不缺席，顺周期仍可为

近期市场偏弱，主要受投资者保守策略影响。受益明年年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，12 月中央经济工作会议明确不搞“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，在市场对前期货币政策紧缩预期修正的背景下，春节躁动仍可期。此外，11 月国内经济数据在复苏阶段中展现出制造业投资加速改善、服务型消费仍有修复空间的新特点，加之“需求侧改革”成未来政策主线，“内循环”顺周期空间有望打开。叠加美联储仍保持持续宽松，弱美元背景下利于外资持续流入 A 股，增量资金为市场提供支撑。市场观望情绪仅是短期扰动，春季躁动行情不缺席。

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、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、政策不急转，科技内需是重点

12 月 18 日收盘后，12 月中央经济工作会议内容（后简称“会议”）正式对外发布，此市场普遍较关注此次会议，主要在于每年年底的中央经济工作会对来年的经济政策动向提供线索，尤其是针对 2021 年政策常态化后，经济定调、政策的力度和节奏市场预期存在较大分歧。

经济上，一方面，需意识到“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”；另一方面，强调 2021 年要确保“十四五开好局”、“优异成绩庆祝建党 100 周年”、“坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑”。可见经济定调上仍以“稳中求进”、“底线思维”为主。此外，相较于 12 月政治局会议采用的“需求侧改革”，此次会议采用“需求侧管理”的措辞，强调“紧紧扭住供给侧改革这条主线”，需求端主要以牵引供给、形成供需动态平衡为主，可见单边、没有供需互动的需求侧政策并不符合政策核心目标。强化战略科技力量、增强产业链的自主可控、扩大内需、推进全面改革、解决种子耕地问题、强化反垄断和防止资本无序扩张、解决大城市住房突出问题、碳达峰和碳中成为 2021 年六大重点任务。

政策上，会议强调了“要保持连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”，实施积极财政和稳健货币的财政组合拳，可见“转弯”方向的必然性和“稳定”、“不急”的缓慢性。其中，积极财政要提质增量、“增强国家重大战略任务财力保障”，“抓实

化解地方政府隐性债务风险工作”，“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”，显示监管层也意识到“疫情期间”政府加杠杆阶段各地方政府存在的潜在风险，更多的财政也将倾向于“新基建”和战略领域。但同时会议也明确了“政策时度效”、“政策操作上要更加精准有效”，可见政策难以大开大合，政策操作的阶段性和结构精准性将占主导。

2、退市新规强化优胜劣汰，估值重塑再加码

12 月 14 日，沪深交易所向市场发布了退市新规的征求意见稿，此前 A 股在 2012 年、2014 年和 2018 年也曾对退市制度进行完善。2012 年作为注册制改革的配套机制，改革亮点主要体现在对退市标准上进行了更为多样化的设计，在原有连续亏损的基础上，新增了“资不抵债”、营收不达标、“股价低于面值”、交易量不达标、审计意见否定或无法表示等退市指标；2014 年改革的亮点主要是首次确立了主动退市的途径和方法，并针对欺诈发行上市、重大信息披露违法的上市公司，明确实施强制退市程序，退市类型得到进一步丰富；2018 年的改革加大了对强制退市的执行力度，新增了对危害国家安全领域的重大违法行为退市类型。

一直以来，A 股退市不畅的原因主要包括以下三方面：一是，量化标准仍不够多元，财务指标易操控。在 2012 年上交所与深交所对退市制度进行完善之前，退市制度将连续亏损作为单一的业绩量化标准。由于标准较为粗糙，致使不少公司反复游走在标准边缘，频繁 ST 摘、戴帽，拒绝退市。2012 年改革后，新增的成交价、成交量等动态指标门槛又太低，无法完成实质上的筛选功能。二是，非量化标准描述笼统，易执行不到位。非量化指标是指退市条件中的违法违规行为。起初非量化指标仅包括欺诈发行与重大信息披露违法两项。表述较为笼统，判定的主观性大，较依赖执法力度。三是，中小投资者赔偿和退出渠道不完善。目前 A 股退市程序中对投资者的退出安排集中在退市整理期与全国中小企业股份转让系统进行挂牌转让（老三板）交易，但在退市整理期，根据“量大优先”的交易原则，中小投资者在退出时并不占优，老三板又由于缺乏流动性，难以满足退出流通的需求。目前中小投资者并没有完善的事后损失合法赔偿的机制。

2020 年退市制度的改革明显围绕量化标准不够多元和非量化标准描述笼统的痛点进行完善强化，具体体现在：一是，在退市指标中增加对企业持续经营的考量，新增“扣非净利润+营业收入”组合指标，对营收收入的认定排除了关联交易和主营无关的收入；二是，强化了企业自身规范的约束，在规范类退市指标中，信息披露和公司管理层也被纳入到退市考量的范围，；三是，量化了重大违法强制退市的指标，针对财务造假的重

大违法行为从虚增利润、虚增净利润、虚增净资产多维度尽可能的明确量化标准；四是，缩短简化退市流程，2020 年退市新规不仅取消了暂停上市和恢复上市环节，并将退市整理期期限缩短为 15 个交易日，同时取消交易类退市情形的退市整理期设置，解决“应退难退”的问题。

受益于退市制度的不断完善和执法力度的不断加强，我国股票市场所发挥的资源配置作用将得到强化，上市公司“优胜劣汰”将持续演绎。相应地，”壳资源”炒作等投机行为将被 A 股所抛弃，基于基本面的价值投资行为将会因此明显强化，龙头企业也将得益于市场对业绩的重视而享受一定估值溢价。从退市新规次日 15 日的 A 股表现来看，大盘股股价表现整体优于中小盘，ST 和*ST 股跌幅明显，市场也在不断认可退市新规所带来的新气象。

图表 1：退市指标体现的修订（标蓝单元格为 2020 年修订项）

交易类	（一）在本所仅发行 A 股股票的上市公司，连续 120 个交易日通过本所交易系统实现的累计股票成交量低于 500 万股，或者**连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于人民币 1 元；**
	（二）在本所仅发行 B 股股票的上市公司，连续 120 个交易日通过本所交易系统实现的累计股票成交量低于 100 万股，或者连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于人民币 1 元；
	（三）在本所既发行 A 股股票又发行 B 股股票的上市公司，其 A、B 股股票的成交量或者收盘价同时触及本条第（一）项和第（二）项规定的标准；
	（四）上市公司股东数量连续 20 个交易日（不含公司首次公开发行股票上市之日起 20 个交易日）每日均低于 2000 人;
	（五）上市公司连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于人民币 3 亿元；
	（六）本所认定的其他情形。
财务类	（一）最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币 1 亿元，或追溯重述后最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于人民币 1 亿元；
	（二）最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值，或追溯重述后最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值；
	（三）最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或否定意见的审计报告；
	（四）中国证监会行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度经审计的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致该年度实际已触及第（一）项、第（二）项情形的；
	（五）本所认定的其他情形。
	新增行政处罚决定书认定财务造假的退市风险警示情形。若根据证监会行政处罚决定书认定的事实，导致公司已披露的最近一个会计年度财务指标实际已触及退市风险警示情形的，则在公司披露行政处罚决定书后对公司实施退市风险警示，公司在此之后披露的首份年度报告如显示公司触及强制退市财务类指标的，公司股票将终止上市。
规范类	（一）因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但公司未在规定期限内改正，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品种停牌 2 个月内仍未改正；
	（二）未在法定期限内披露半年度报告或者经审计的年度报告，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品种停牌 2 个月内仍未披露；
	（三）**因半数以上董事无法完全保证公司所披露半年度报告或年度报告的真实性、准确性和完整性，**且未在法定期限内改正，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品种停牌 2 个月内仍未改正；
	（四）**因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷**，被本所要求限期改正但公司未在规定期限内改正，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品种停牌 2 个月内仍未改正；

	（五）因公司股本总额或股权分布发生变化，导致连续 20 个交易日不再具备上市条件，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在股票及其衍生品种停牌 1 个月内仍未解决；
	（六）公司可能被依法强制解散；
	（七）法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请；
	（八）本所认定的其他情形。
重大违法类	（一）上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形；
	（二）上市公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形。
	上市公司涉及上述第（一）项规定的重大违法行为，存在下列情形之一的，由本所决定终止其股票上市：
	1.公司首次公开发行股票申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，被中国证监会依据《证券法》第一百八十一条作出行政处罚决定，或者被人民法院依据《刑法》第一百六十条作出有罪生效判决；
	2.公司发行股份购买资产并构成重组上市，申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，被中国证监会依据《证券法》第一百八十一条作出行政处罚决定，或者被人民法院依据《刑法》第一百六十条作出有罪生效判决；
	3.公司披露的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，根据中国证监会行政处罚决定认定的事实，导致连续会计年度财务类指标已实际触及本章第三节规定的终止上市情形；
	4.根据中国证监会行政处罚决定认定的事实，公司披露的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，上市公司连续三年虚增净利润金额每年均超过当年年度报告对外披露净利润金额的 100%，且三年合计虚增净利润金额达到 10 亿元以上；或连续三年虚增利润总额金额每年均超过当年年度报告对外披露利润总额金额的 100%，且三年合计虚增利润总额金额达到 10 亿元以上；或连续三年资产负债表各科目虚假记载金额合计数每年均超过当年年度报告对外披露净资产金额的 50%，且三年累计虚假记载金额合计数达到 10 亿元以上（前述指标涉及的数据如为负值，取其绝对值计算）；
	5.本所根据上市公司违法行为的事实、性质、情节及社会影响等因素认定的其他严重损害证券市场秩序的情形。
	前款第 1 项、第 2 项统称欺诈发行强制退市情形，第 3 项至第 5 项统称重大信息披露违法强制退市情形。
	上市公司涉及第（二）项规定的重大违法行为，存在下列情形之一的，由本所决定终止其股票上市：
	1.上市公司或其主要子公司被依法吊销营业执照、责令关闭或者被撤销；
	2.上市公司或其主要子公司被依法吊销主营业务生产经营许可证，或者存在丧失继续生产经营法律资格的其他情形；
	3.本所根据上市公司重大违法行为损害国家利益、社会公共利益的严重程度，结合公司承担法律责任类型、对公司生产经营和上市地位的影响程度等情形，认为公司股票应当终止上市的。

资料来源：Wind，太平洋证券整理

3、制造业投资加速改善，服务型消费仍有修复空间

生产端，持续保持高增速扩张。11 月工业增值当月同比增长 7%，比 10 月增加 0.1 个百分点，持续维持在较高的增速；累计同比增长 2.3%，比 10 月增长 0.5 个百分点，持续受益于投资拉动的内外需回暖和出口的拉动。行业上，医药、计算机、铁路航空航天制造业同比增长 13.6%、9.3%、2.6%，较上月分别提升 5.4、4.3、3.3 个百分点，改善明显。其中医药制造业主要受益于 11 月多数疫苗重磅品种批签发量快速增长。此前对工业增加值影响较大的汽车制造业回落 3.6 个百分点至 11.1%，但仍保持在较高增速。

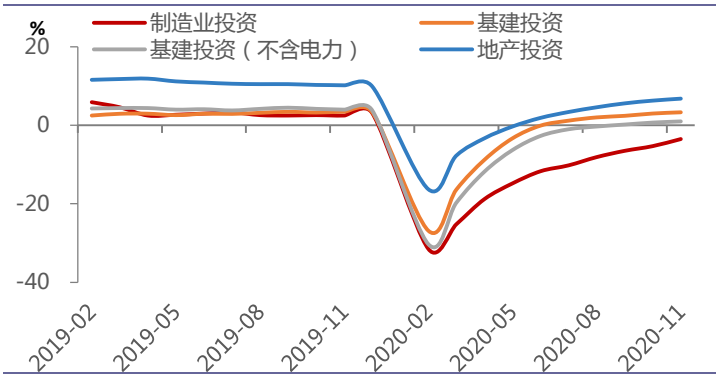
投资方面，制造业加速修复，地产仍强于基建。1-11 月固定资产投资额累计同比 2.6%，较上月增加 0.8 个百分点。其中，地产累计投资较上月增长 0.5 个百分点至 6.8%，仍受

去年土地购置面积上升的影响，此外，商品房销售面积的累计同比提升至 1.3%，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比降至 4%，后续房企资金流持续改善。制造业投资累计同比收窄至-3.5%，较 10 月提升 1.8 个百分点，受益于秋冬将至政府强调加强防疫和全球经济的逐渐回暖，制造业恢复速度明显加快。基建投资额累计同比较 10 月上涨 0.3 个百分点至 3.32%，不含电力基建投资累计同比跌幅较上月提升至 1%，显示秋冬到来电力、热力等基建投资有所加快，符合十四五规划下新能源及光伏等产业发展对电力基建的需求，预期电力需求将长期强化。

消费方面，修复偏慢，服务型消费修复仍有空间。11 月社零总额同比增长 5%，较上月提升 0.7 个百分点。其中，可选消费中通讯器材类、化妆品类增长明显，较 10 月分别增长 35.5/14.0 个百分点至 43.6%/32.3%，明显带动 11 月社零增长，显现出疫后需求端仍在持续修复。此外，汽车消费同比增长 11.8%，较 10 月小幅回升 0.2 个百分点，保持高增长，受益于汽车消费刺激政策，后续汽车消费仍将处于向上增长状态；但餐饮收入同比在上月短暂转正后又重回负增长，主要受近期国内疫情升温影响，但后续疫苗问世、疫情向好，服务类领域的消费修复仍有修复空间。另外，必需消费呈现持续高增速修复，显示在经济复苏背景下，就业改善能强化需求端的韧性，饮料、粮油食品、烟酒等必需消费品的零售同比增速仍保持 10%-15%左右的持续增长。

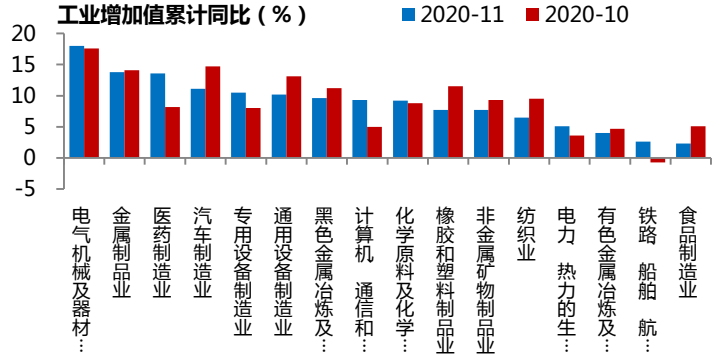
整体来看，11 月国内经济延续前期修复态势，制造业投资加速改善体现出经济修复阶段中的新特点，受冬季疫情反弹影响，聚集型餐饮消费仍有修复空间。展望后期，地产受益于需求和房企资金流改善，仍能保持增长韧性；后续服务型消费整体来看有望明显改善；出口在外需改善和区域贸易环境改善下持续保持韧性，但欧美复工复产的加快可能促使我国与海外供给差距出现收敛，出口存在阶段波折，但中长期仍能受益于全球经济复苏。

图表 2：制造业投资呈现加速修复



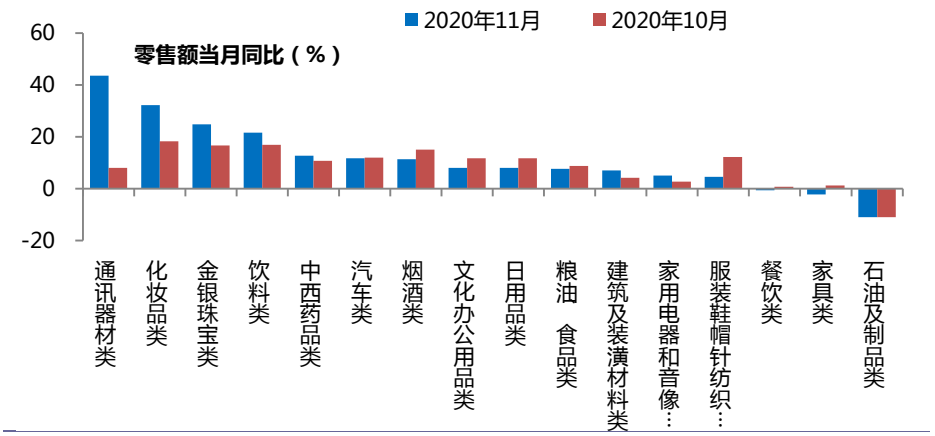
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：11 月医药、计算机、铁路航空航天制造改善明显



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：11 月餐饮收入同比回落至福增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

4、年初流动性仍需呵护，春季躁动不会缺席

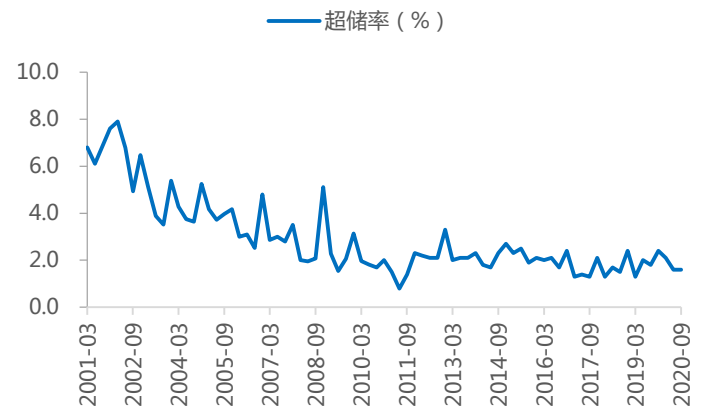
继 11 月底央行超常规投放 2000 亿 MLF 操作后，12 月 15 日央行再次开展 9500 亿 MLF 超常规操作，相较于 12 月 7 日和 16 日两次 MLF 到期续做的同时，再额外释放 3500 亿流动性，大超市场预期。其原因，我们认为与 11 月底非常规 MLF 续作类似，主要是为了对冲同业存单利率不断上行背景下银行中长期负债压力（Q3 金融机构超储率 1.6%，处于历史低位，历史均值在 2.1%-2.4%），以及缓解市场对于信用风险的担忧（永煤违约事件对债市流动性的冲击，11 月企业债发行规模显著萎缩）。从超常规 MLF 投放后的效果来看，存单利率有明显回落，但仍显著高于 MLF 利率，体现出与央行维持短中长期流动性均合理充裕的目标相悖，可见本次 MLF 续作旨在补充年末流动性的缺口。

但 MLF 的巨量投放不能充分满足长期流动性投放的工具角色，考虑到年初信贷发放前置，以及政府债提前发行，2021 年年初流动性仍需央行呵护。历史上来看，近 10 年来仅有 2017 年年初未出现降准，与当年货币政策定调“中性适度”、“流动性稳定合理”有关，不同于当下央行保持“政策稳健，维持流动性合理充裕”的基调。但考虑到楼市的局部过热、以及债务过度扩张的风险，全面降准的松货币信号可能概率也不大。由此来看，定向降准或 TMLF 的使用将可能成为央行操作的选择。

相应地，流动性提供的宽松环境将促使 A 股历年年初的“春季躁动”。近 5 年来，历次“春季躁动”基本发生在当年年初的一季度，在事件时点上基本始于前一年的中央经济工作会议，结束于当年的两会之后（或一季报窗口、4 月的政治局会议），仅有 2020 年的春季躁动出现明显在前一年 12 月提前反应，提前躁动也主要受益于市场对 2020 年“降准”的预期。可见，在未来市场对前期货币政策紧缩预期修正的背景下，春节躁动

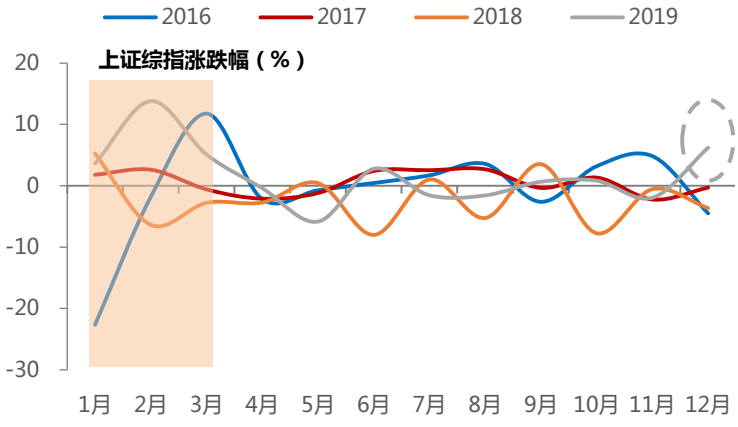
仍可以期待，12 月市场的不温不火和快速轮动（市场风偏保守）也为孕育 2021 年的春季躁动带来可能。

图表 5：2020Q3 超储率处于 1.6%的历史低位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：近五年 A 股“春季躁动”常态在一季度发生



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

5、美联储维持宽松基调，支撑外资流入 A 股

北京时间 12 月 17 日凌晨，美联储公布 12 月议息会议结果。资本市场反应显示，投资者对 12 月美联储议息会议内容表现为基本符合预期，其间美股走势先降后升，整体上行，美债长端利率走低，美元指数回落，黄金走高。

具体来看，利率方面，美联储将维持前期 0-0.25%利率不变，点阵图显示 FOMC 委员预计至少到 2023 年不会加息，与 11 月基本一致，符合市场预期。资产购买方面，体现出与 11 月存在差异，对购债表述由此前的“未来几个月将至少以现在的规模购买……”变为“每月继续购买……直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展”，体现出货币政策的灵活性和支持实体经济的目标，不过美联储在实质行动上仍保持 QE 购买量至少 1200 亿美元/月不变，可见年内就财政刺激方案达成一致概率不大。此外，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，如有必要，美联储可以增加购债规模和期限以进一步支持经济，并将在相当长的一段时间内继续支持经济，反映目前美国货币宽松政策还并未到亟需考虑收紧的阶段。宏观经济方面，美联储上调了今明两年美国经济增速预期（2020 年/2021 年实际 GDP 同比增速为-2.4%/4.2%，9 月预期为-3.7%/4.0%），失业率预期也有所好转（2020 年/2021 年失业率 6.7%/5.0%，9 月预期为 7.6%/5.5%），通胀未有明显变化（预期 2023 年通胀水平恢复到 2%）。

受益于美联储宽松和弱美元趋势持续，支持资金流向新兴市场。12 月 17 日单日，北上资金流入 A 股规模达 80.58 亿元，显著超出今年以来流入期间 45 亿元的单日平均水平。12 月 14 日-18 日一周外资主要流向医药、电新等领域。

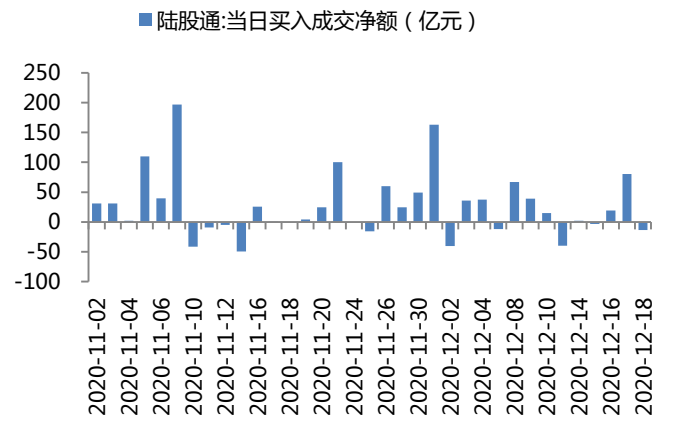
图表 7：特朗普上任初期存在半年国内调整期（大事记）

经济指标	中位数					集中趋势				
	2020	2021	2022	2023	长期	2020	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增长（同比，%）	**-2.4**	**4.2**	**3.2**	**2.4**	**1.8**	**-2.5--2.2**	**3.7-5.0**	**3.0-3.5**	**2.2-2.7**	**1.7-2.0**
9 月预测	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0--3.0	3.6-4.7	2.5-3.3	2.4-3.0	1.7-2.0
失业率（%）	**6.7**	**5.0**	**4.2**	**3.7**	**4.1**	**6.7-6.8**	**4.7-5.4**	**3.8-4.6**	**3.5-4.3**	**3.9-4.3**
9 月预测	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0-8.0	5.0-6.2	4.0-5.0	3.5-4.4	3.9-4.3
PCE 通胀（同比，%）	**1.2**	**1.8**	**1.9**	**2.0**	**2.0**	**1.2**	**1.7-1.9**	**1.8-2.0**	**1.9-2.1**	**2.0**
9 月预测	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1-1.3	1.6-1.9	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0
核心通胀（同比，%）	**1.4**	**1.8**	**1.9**	**2.0**		**1.4**	**1.7-1.8**	**1.8-2.0**	**1.9-2.1**	
9 月预测	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3-1.5	1.6-1.8	1.7-1.9	1.9-2.0	
基准利率（%）	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**2.5**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1-0.4**	**2.3-2.5**
9 月预测	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5

资料来源：Wind，太平洋证券整理

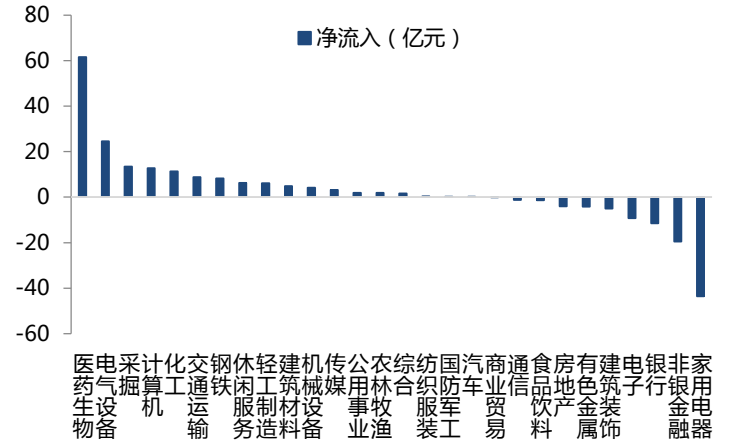
注：集中趋势是剔除了每年每个月的 3 个最高和 3 个最低之后的预测值

图表 8：12 月 17 日单日北上资金流入规模达 80.58 亿元



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：12 月 14 日-18 日一周外资流向医药、电新等



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

6、春季躁动不缺席，顺周期仍可为

近期市场偏弱，主要受投资者保守策略影响。受益明年年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，12 月中央经济工作会议明确不搞“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，在市场对前期货币政策紧缩预期修正的背景下，春节躁动仍可期。此外，11 月国内经济数据在复苏阶段中展现出制造业投资加速改善、服务型消费仍有修复空间的新特点，加之“需求侧改革”成未来政策主线，“内循环”

顺周期空间有望打开。叠加美联储仍保持持续宽松，弱美元背景下利于外资持续流入 A 股，增量资金为市场提供支撑。市场观望情绪仅是短期扰动，春季躁动行情不缺席。

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、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 10：沪深 300 估值与创业板指估值历史百分位已相近（截止 2020 年 12 月 18 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	1.70	49.93%	15.59	70.80%	22.05	1.20	41.63
	上证 50	1.49	43.25%	13.84	67.50%	14.52	1.41	37.05
	中小板指	4.53	63.65%	33.18	56.09%	37.14	-0.19	44.35
	创业板指	7.68	90.80%	59.26	72.25%	54.65	2.29	52.20
	中证 500	2.03	17.11%	27.93	26.58%	19.44	-0.45	25.87
	创业板 50	9.01	88.66%	69.28	76.01%	74.86	3.25	70.83

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 11：估值修复风格特点不明显，风格内分化差异大（截止 2020 年 12 月 18 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	1.16	6.6%	16.41	29.8%	0.24	1.35	23.81
	化工	2.49	42.5%	30.10	49.1%	32.16	0.71	46.94
	钢铁	1.00	18.3%	14.75	32.8%	6.47	1.07	21.66
	有色金属	2.67	31.3%	47.27	63.3%	29.05	5.37	53.49
	建筑材料	2.13	33.3%	14.41	10.5%	23.08	0.37	24.18
	建筑装饰	0.87	0.0%	9.28	1.9%	-4.69	-1.71	2.07
	电气设备	3.87	64.5%	43.13	54.7%	76.64	5.10	78.14
	机械设备	2.57	37.1%	29.09	40.2%	26.61	-0.77	36.99
	公用事业	1.39	2.7%	18.36	7.9%	0.11	0.04	9.87
	交通运输	1.49	20.2%	24.34	57.8%	-1.45	-0.25	19.87
消费	汽车	2.29	42.6%	30.59	73.7%	43.17	2.31	63.39
	家用电器	3.81	87.5%	25.98	63.0%	24.57	1.99	54.16
	纺织服装	1.83	19.9%	36.75	62.8%	-5.87	-2.75	2.34
	轻工制造	1.95	28.7%	25.99	25.2%	17.54	-0.54	30.90
	商业贸易	1.46	4.6%	27.96	38.3%	2.72	-2.19	10.45
	农林牧渔	3.44	46.3%	15.48	0.3%	14.97	-0.73	12.21

	食品饮料	10.11	98.4%	50.31	90.5%	74.36	3.41	101.57
	休闲服务	6.48	87.8%	139.20	99.2%	69.06	2.54	100.20
	医药生物	4.70	71.2%	44.79	68.5%	48.97	3.46	46.63
金融	房地产	1.16	0.4%	8.72	1.1%	-9.46	-1.43	9.81
	银行	0.70	2.4%	7.16	36.8%	-4.39	-1.50	16.46
	非银金融	1.96	25.1%	18.33	30.3%	3.96	-0.42	26.37
成长	国防军工	3.26	60.5%	66.08	56.2%	38.29	-1.45	44.61
	电子	4.16	75.4%	48.28	45.5%	31.87	-2.67	35.08
	计算机	4.16	49.6%	69.81	84.2%	8.83	-2.26	1.41
	传媒	2.56	9.1%	37.00	17.5%	9.99	-2.59	15.54
	通信	2.33	33.3%	37.43	38.8%	-7.54	-2.96	-15.77

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。