民生证券 MINSHENG SECURITIES

策略研究

环境易变，聚焦合理估值下的确定性

——21 年年度投资策略

民生 FOCUS　　2020 年 12 月 16 日

报告摘要：

● **策略体系简介：策略研究的重点应该在哪**

随着 A 股资金生态的改变，以及与国际接轨的程度加深，我们观察到，股票资产的定价也在和国际市场看齐。主流资金按照业绩和增长的确定性，对资产价格进行了明确的分层，各“赛道”前几名的优质资产的估值体系被进一步重构。这实际上反映了 A 股市场当前的三点规律：1、随着 A 股与国际市场接轨，资金的定价效率明显提高；2、经济增速下移，各板块各“赛道”的公司根据其成长空间和资产质量被明显区别对待；3、流动性宽松，资金成本低廉，使得核心资产被集体抢筹。

适应于当前环境，我们认为策略研究体系应该从以往的大势研判、行业配置进一步细化为系统性风险判断、优质“赛道”识别和行情判断上，而这也需要策略研究打通宏观、中观、微观，对研究者提出了更高的要求。

● **宏观环境展望：复苏已是一致预期，但不确定性较大**

对于明年国内的几大宏观变量周期我们判断，地产和基建周期拐头下行，经济复苏的重心会转向消费和制造业投资，结构上服务业和可选消费更优，而制造业投资总体增速继续上行可能有限，高端制造业投资增速可以继续保持。社融增速在十一月见拐点之后会继续趋势回落，利率易上难下。分季度来看，Q1-Q2 是能见度较高的阶段。Q3 宏观环境将在经济复苏、通胀、政策节奏的多重组合中带来较大不确定

● **产业趋势判断：21年可以聚焦于哪些优质“赛道”**

展望明年，权益资产的核心矛盾是：资金成本抬升、机会成本（债券收益率）上升，风险偏好将随经济修复和政策不确定性而高位波动。因此对于高确定性的核心资产，不宜追涨，既要等待合理估值也要更集中于有长期逻辑不易受短期扰动的方向。对于更大范围的中等确定性的资产，估值已经不便宜的背景下，需要进一步集中在业绩改善提升空间大的方向。

基于此，我们筛选了 5 大板块，13 个方向，共 27 个“赛道”，可以进一步作为明年的核心股票池挑选依据。

● **年度策略：环境易变，聚焦合理估值下的确定性**

Q1 阶段由于疫苗生产落地尚未能达成一致预期，线下消费的复苏仍会受到制约，且海外短期仍然受困于愈演愈烈的新增病例，因此市场整体仍将偏向震荡，机会主要集中在：1、前期回调到位且有基本面催化；2、能够在一季报业绩增速上形成预期差，这两大方向上。

Q2 阶段随着疫苗生产和实际效果逐步被验证，以及欧美财政刺激逐步落地，消费板块将得到演绎，业绩修复的弹性也会更大。

二季度末开始需要更加关注系统性风险的演绎，尤其是海外发达国家经济增长和延伸的通胀预期。如果货币政策转向防通胀，权益资产表现可能会迎来明显分化，能够对冲通胀的周期板块更优，而如果经济修复不及预期，宽松政策延续，科技消费的方向仍将是主线逻辑。

● **风险提示**

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：　S0100511010001

电话：　（8610）85127632

邮箱：　lifengyjs@mszq.com

研究助理：钱力

执业证号：　S0100119070037

电话：　(021)60876719

邮箱：　qianli@mszq.com

目录

一、策略体系简介：策略研究的重点应该在哪.....4
（一）A股市场的新生态和新规律.....4
（二）顺时应势，策略研究的重点在哪？.....6
1、首先要回答的核心基本问题是，如何去判断一项资产是否该买入？.....6
2、第二个问题是中观行业层面该如何配置？.....6
3、第三个问题是交易层面该不该调仓，往什么方向调仓？.....7
二、宏观环境展望：复苏已是一致预期，但不确定性较大.....9
（一）经济复苏展望：重点看消费和制造业投资.....9
1、消费将在疫苗分发的推动下进一步回归正常.....9
2、制造业投资在杠杆率和信用风险约束下，扩张幅度有限，但高端制造业投资上行有望延续.....10
3、海外疫情逐步消退，复工生产加速下，对出口增速谨慎乐观.....11
4、地产周期已处顶部、基建增速可能回落.....12
（二）流动性环境展望：社融拐点确立，利率易上难下，外资持续流入.....14
1、社融增速拐点确立.....14
2、经济持续修复、通胀回归和控杠杆使得利率易上难下.....15
3、经济复苏和政策正常化的时滞会使外资持续流向人民币资产.....16
（三）不确定的海外经济：滞涨还是强劲复苏？.....17
1、全球经济底部已过，随着疫苗问世，海外发达国家群体免疫最快有望在明年上半年形成.....17
2、发达国家出台大规模财政刺激的政策方向较为一致，有利于经济复苏.....18
3、中长期低回报率预期下，流动性可能涌向商品市场.....18
4、不确定性因素一：疫情过后发达国家消费需求能否强劲复苏.....19
5、不确定性因素二：如果经济强劲复苏、通胀明显上行，发达国家是否敢于回归政策正常化.....21
三、产业趋势判断：21年可以聚焦于哪些优质“赛道”.....22
（一）大消费：必选贡献确定性，关注可选和服务业的业绩修复.....23
1、主线一：疫情中受损明年业绩修复弹性较好：线下连锁休闲食品、酒店、航空、餐饮.....23
2、主线二：集中度和品牌力提升下贡献中长期业绩确定性：白酒、调味品.....23
3、关注：受益消费升级成长趋势明显，但短期需要进一步逻辑验证：小家电、化妆品、免税.....24
4、关注：重新寻找增长逻辑等待底部反转：游戏.....24
（二）高端制造业：从关注产业发展空间转向跟踪逻辑兑现.....25
1、主线一：成长确定性高的产业趋势：汽车产业电动化、智能化，光伏.....25
2、主线二：5G换机周期与可穿戴产品创新：消费电子.....25
（三）信息产业：重点跟踪云计算产业链相关公司进展.....25
1、主线一：数字经济加速渗透趋势：云化软件厂商.....25
2、关注：云计算基础设施成长性依旧，但竞争环境存疑：光模块、IDC.....26
（四）医药：集采免疫的消费类医药方向更优.....26
1、主线一：高端差异化医疗服务需求提升趋势：第三方医疗.....26
2、主线二：消费属性更强，医保控费影响小：疫苗、生长激素、血制品、中药、药店.....26
3、关注：竞争加剧且受潜在政策影响，以龙头股配置为主：创新药、医疗器械.....27
（五）周期：复苏预期和通胀预期下的配置落脚点.....27
1、主线一：估值占优，业绩持续修复，受益利率上行趋势：保险、银行.....27
2、主线二：需求复苏，通胀预期再起：化工、有色.....28
四、年度策略：环境易变，聚焦合理估值下的确定性.....29
（一）系统性风险：海外复苏超预期带来政策转向防通胀.....29
（二）行情展望：Q1偏震荡，Q2看消费，下半年关注系统性风险变化.....33

五、风险提示 33

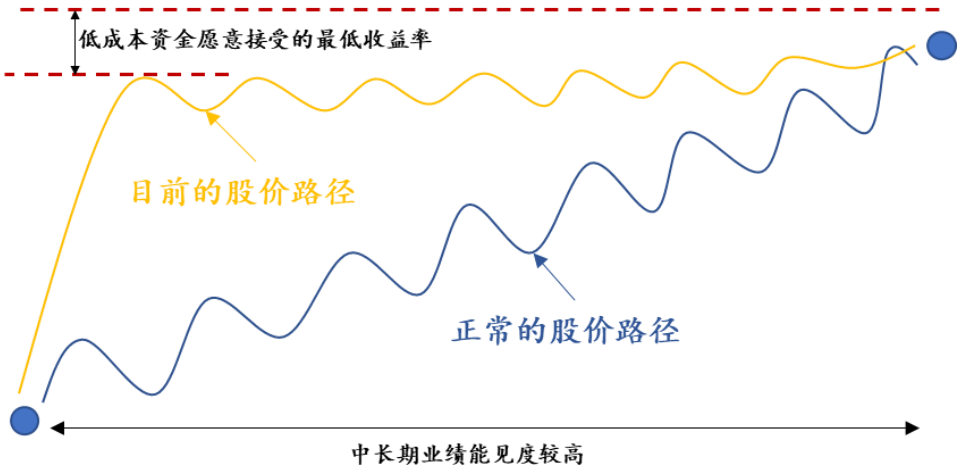
一、策略体系简介：策略研究的重点应该在哪

（一）A 股市场的新生态和新规律

随着 A 股资金生态的改变，以及与国际接轨的程度加深，我们观察到，股票资产的定价也在和国际市场看齐。在本轮疫情后的市场行情中，非常明显的可以观察到，在国内外低成本资金的买入下，从新能源、医药到白酒、调味品、周期龙头，都出现了股价被大幅抬升，脱离原有估值体系的现象。

短期的股价巨大涨幅，从标的上看，都是业绩三到五年可见度很高，确定性较强的核心资产。在以往如果一只高确定性龙头五年的预期涨幅是从 10 元/股涨到 30 元，一只年化预期收益率为 15%的国内资金在第一年的买入价上限是 17.15 元，而一只资金成本为 2%，年化预期收益为 5%的资金在第一年的买入价上限就可以高达 24.7 元。如果当前国际利率环境不发生彻底改变，经济仅有结构性亮点的情况下，优质核心资产中类似长线资金越多，除非发生系统性熊市，否则很难回调到合理买入价。

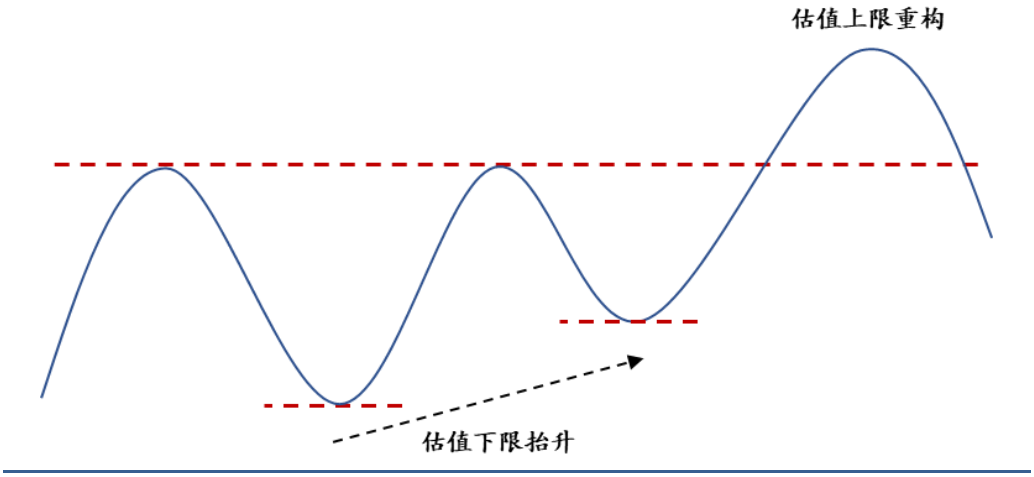
图 1：高确定性龙头股高估值的原因是优质资产的稀缺性和低成本资金的涌入



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

各“赛道”前几名的优质资产的估值体系进一步重构。如果说 2017 年外资流入导致的龙头股估值中枢开始抬升，那么本次疫情后的估值体系变化幅度就更大。估值下限受资产质量，增长预期，和资金成本影响发生上移，估值上限如果业绩确定性强可以大幅脱离原有高点，甚至提前开始估值切换，以明年的业绩和当前的估值来定价。

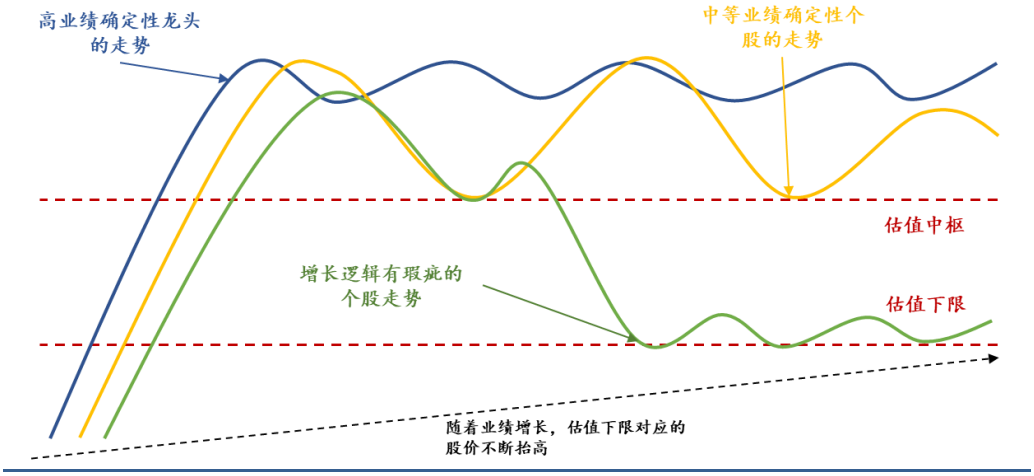
图 2：优质核心资产估值体系重构



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

从市场整体来看，这又与纯粹流动性驱动资产价格上涨非常不同，资金按照业绩和增长的确定性，对资产价格进行了明确的分层。高业绩确定性个股股价高高在上，业绩确定性中等的二三线龙头资产在情绪性杀跌下，有回调至估值中枢的机会，而前期增长逻辑受损，或者景气度预期下行的个股就会从高位跌回估值中枢以下，甚至熊市才会出现的估值下限。

图 3：个股股价按照业绩确定性出现了明显分层



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

这实际上反映了 A 股市场当前的三点规律：1、随着 A 股与国际市场接轨，资金的定价效率明显提高；2、经济增速下移，各板块各“赛道”的公司根据其成长空间和资产质量被明显区别对待；3、流动性宽松，资金成本低廉，使得核心资产被集体抢筹。

（二）顺时应势，策略研究的重点在哪？

对应于上一小节最后总结的三大规律，策略研究体系在此基础上需要进一步更新，以回答最新的资产配置问题。

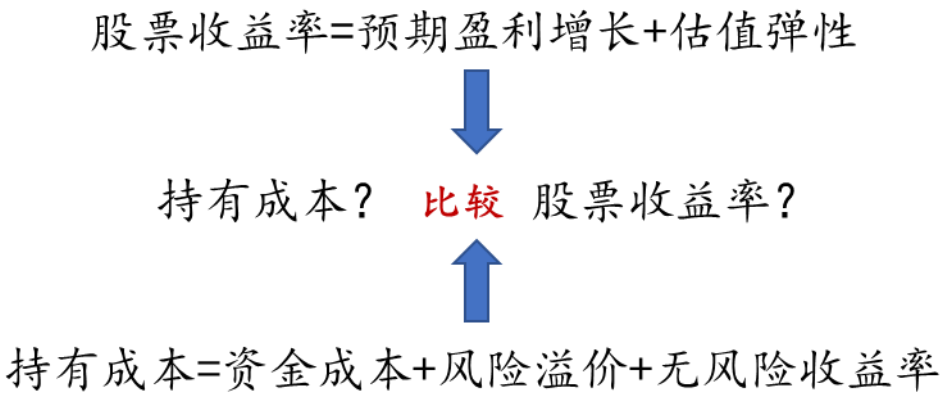
1、首先要回答的核心基本问题是，如何去判断一项资产是否该买入？

从规律三：“流动性宽松，资金成本低廉，使得核心资产被集体抢筹”可以看出，实际上这是一个非常主观的问题。资金持有成本越低，越能接受长期年化复合收益越低的资产，看起来股价高高在上却还有大额资金买入，体现的就是不同性质投资者对资产的定价不同。

从拆分来看，资金的持有成本由三部分组成：资金本身的成本、风险溢价和机会成本（无风险利率）。经济环境越不乐观，投资者的风险偏好越低，风险溢价也就越低，比如今年疫情发生后，先是受疫情影响较小、业绩能见度和确定性较高的调味品涨幅最大，随着疫情见顶而流动性充裕，投资者的风险偏好开始抬升，此时有明确产业趋势的成长股既能满足长期增长逻辑，又有更高的预期收益率，开始受到追捧。随着经济复苏预期走强，科技股继续上涨空间暂时难以打开，业绩能见度小一点但弹性明显的周期股由于收益率较高，可以满足进一步提高的风险溢价，开始被资金买入。

在这个维度上，策略研究要回答的问题是，资金成本的转折点何时到来？无风险利率上下带来机会成本波动如何影响股价？市场的风险偏好如何？实际上对应的是系统性风险的识别。

图 4：流动性环境对权益资产的影响比总量经济增速更加重要



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2、第二个问题是中观行业层面该如何配置？

对应于上一小节总结的规律二：“经济增速下移，各板块各“赛道”的公司根据其成长空间和资产质量被明显区别对待”。以往，行业轮动能够成立的最重要基础在于，各板块各行业的资产都不错，A 板块上涨空间涨完，可以转向 B 板块，将股票资产看空间的属性完全展现。但目前轮动的基础已经被破坏，各板块的资产开始被明显区别对待，市场主流资金开始转而按业绩确定性和成长空间来给资产分类。

这就使得微观层面，根据个股中长期业绩确定性被分成了三类：1、可以中长期看清发展

路径的高确定性个股；2、有成长性但能见度不高的中等确定性个股；3、估值安全垫较高，以前的优质资产出现增长瑕疵的个股；4、其它既没有成长性也没有确定性的个股。

对应于这三类，投资策略也应该相应单独设计：

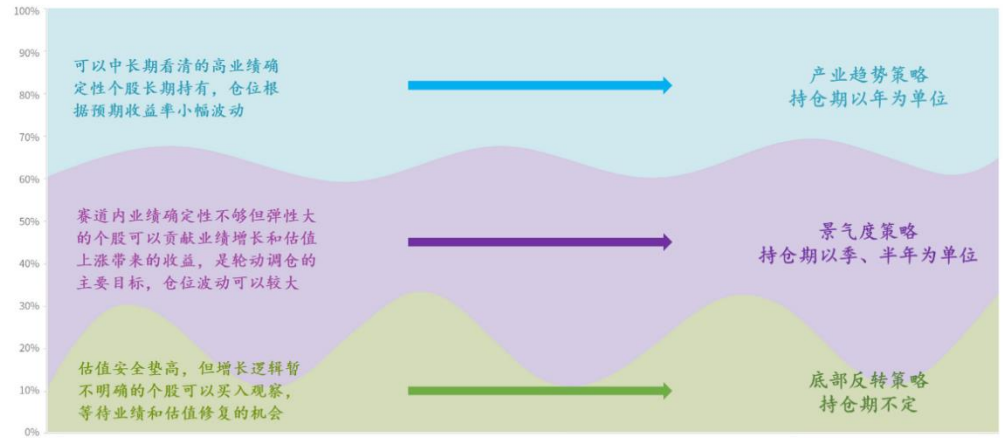
1、高确定性个股适用于产业趋势策略，持仓期以年为单位，适合长期持有，仓位上根据板块是否高估，并且结合其它资产收益机会做低频波动。而一旦已经涨上去，除非系统性风险否则此类资产基本不会给合适买点，价格会一路走高；

2、中等确定性个股适用于景气度策略，持仓期以季、半年为单位。如果在投资组合中仅持有高确定性资产，且长期持仓并不调整，一旦低业绩增长率的价值股占比过重，很可能会使组合收益率落后大盘，此时需要从当年看好的“赛道”中挑选业绩确定性低一点，但弹性较好的品种作为超额收益的主要贡献力量。这部分个股的仓位可以采取中频，根据市场主线轮动调仓的方法变化；

3、除了市场有一致预期的热门高、中确定性个股，部分长期跟踪，但企业经营处于低谷尚未被市场认知的个股也值得买入观察，一旦增长重新确立，业绩修复叠加估值回归的双击也能贡献相当一部分收益。

回归到中观，当前的宏观和市场环境使得我们的注意力可以完全集中在有发展方向的部分优质“赛道”中，进一步的再从相应“赛道”中，按照成长空间和确定性筛选目标资产池。在这个维度上，策略研究要回答的问题是：接下来以年为单位，什么“赛道”是值得重点关注的？实际上对应的是优质“赛道”识别。

图 5：策略体系思考一：投资组合内高确定性龙头长期持有，其它资产贡献收益弹性



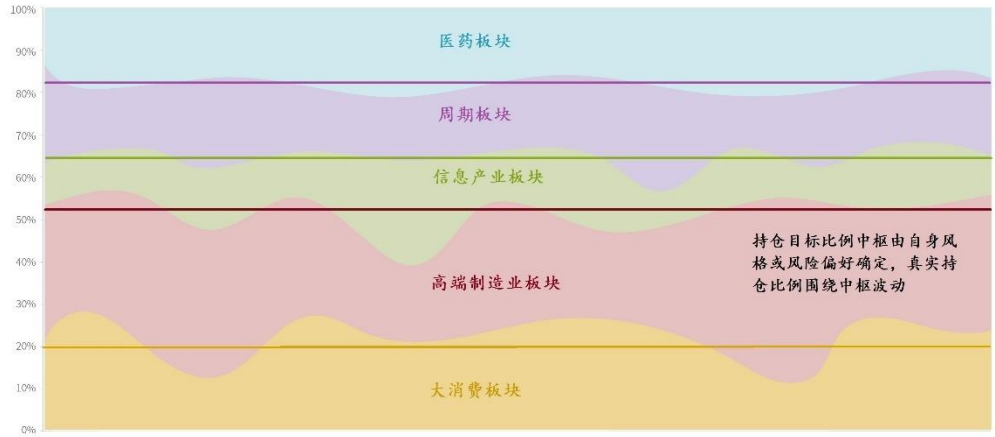
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

3、第三个问题是交易层面该不该调仓，往什么方向调仓？

最后到交易层次，在这个维度上，策略研究要回答的问题是：市场的主线是什么？风格是什么？需不需要调仓？是板块间调仓还是板块内调仓？实际上对应的是交易层面的行情判断。由于各板块逻辑演绎和兑现存在时间差，另外并非所有投资者都是长线资金，资金存在明显的时间成本，使得 A 股市场容易在一段时间内会形成诸如主线板块、补涨板块、风格轮动等特点。调仓也应该并非是卖出某一板块追入另一个板块，基于在上一部分中提到的：“贡献收益

弹性的中等确定性标的可以根据市场主线轮动调仓，高确定性标的长线持有”的思路，所谓轮动应该只是各板块仓位占比的波动，波动的中枢可以按投资者自身风险偏好确定，低风险偏好可以重仓在医药、大消费板块，而研究能力更强，风险偏好更高的投资者可以加大对科技股（高端制造业、信息产业）的持仓。

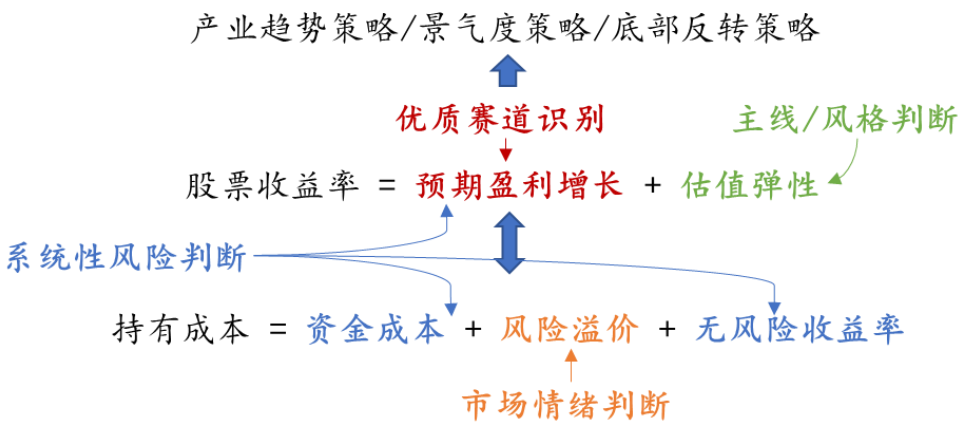
图 6：策略体系思考二：行业轮动带来的只是摩擦成本，核心是各板块仓位的上下调整



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

综上，适应于当前环境，策略研究体系应该从以往的大势研判、行业配置进一步细化为系统性风险判断、优质“赛道”识别和行情判断上，而这也需要策略研究打通宏观、中观、微观，对研究者提出了更高的要求。

图 7：策略研究体系框架



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

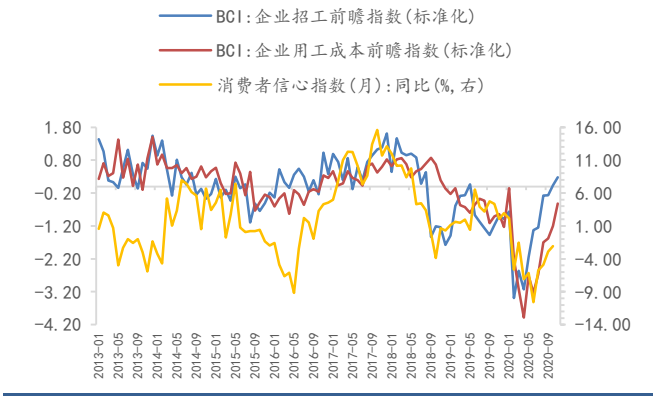
二、宏观环境展望：复苏已是一致预期，但不确定性较大

（一）经济复苏展望：重点看消费和制造业投资

1、消费将在疫苗分发的推动下进一步回归正常

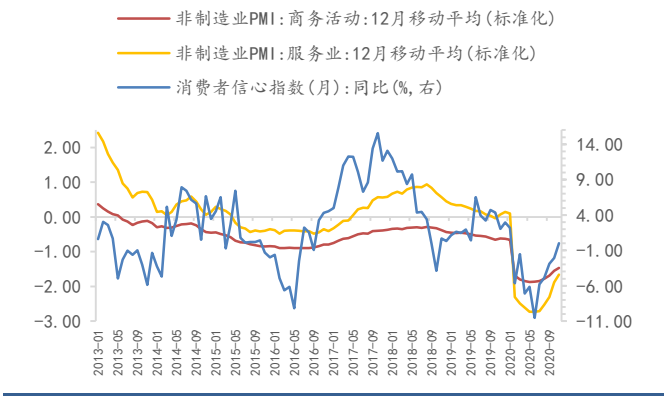
制约消费进一步回升的主因仍然是对疫情的潜在担忧。疫情后经济复苏呈现明显的结构性特点，消费者信心和消费增速持续低迷。从 BCI 细分数据来看，不论是企业招工前瞻还是企业用工成本前瞻均已同比回升至疫情前水平，大幅领先消费者信心指数回升的水平。而与消费者信心指数情况一致的是，非制造业 PMI 里的商务活动和服务业仍处低位，这说明对疫情的担忧仍是消费的主要制约因素。

图 8：用工和薪酬已经明显回升，但消费者信心仍处低位



资料来源：WIND，民生证券研究院

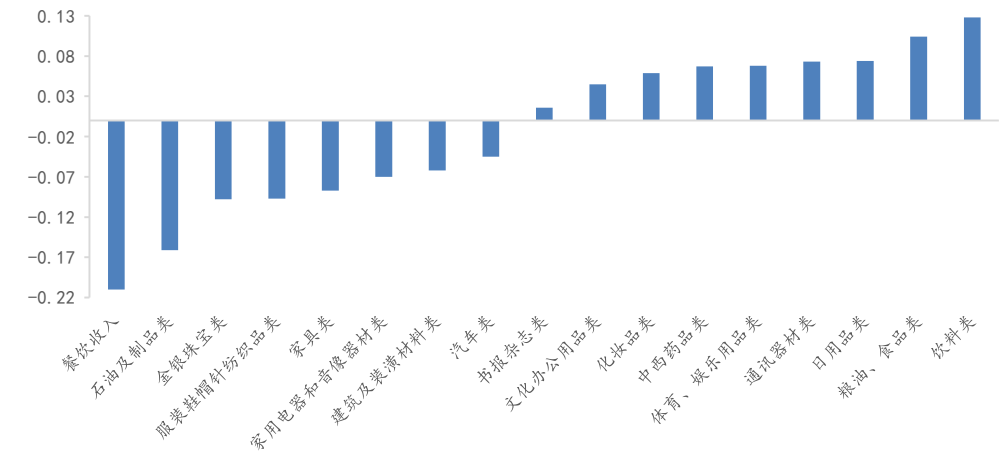
图 9：和线下活动低位一样，疫情是当前制约消费的主因



资料来源：WIND，民生证券研究院

结构上判断，后续以线下消费场景为主的可选消费和服务业将是消费复苏的重点。疫情期间必选消费需求增长亮眼，可选消费恢复总体上仍有近一半类别还没有恢复到去年同期水平，下一阶段，伴随着消费场景的回归，消费的复苏预计将呈现必选消费放缓，可选消费和服务业加速的态势。

图 10：从消费品零售总额累计增速来看，可选消费和服务业有望在线下场景回归下加速复苏



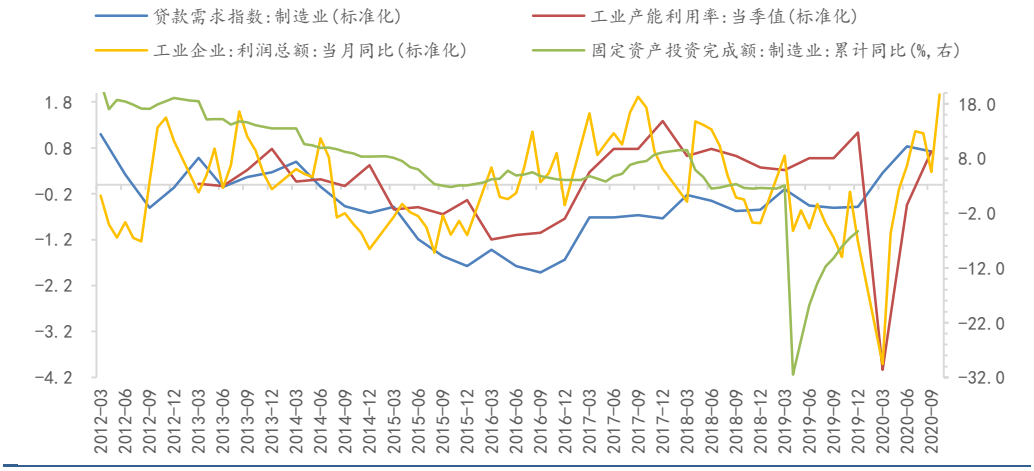
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2、制造业投资在杠杆率和信用风险约束下，扩张幅度有限，但高端制造业投资上行有望延续

目前三大领先指标均指向制造业投资仍将继续修复。从需求端来看，制造业产能利用率在今年 9 月已经回升至 76.9%，接近疫情前水平，也和上一轮经济周期 2017 年相差无几。在明年国内和海外经济持续修复的趋势中，产能利用率大概率仍将继续上行，这将是制造业投资的重要动力来源。

从融资途径来看，国内制造业投资主要来自自筹资金和国内贷款。制造业贷款需求指数在 9 月份已经达到 69.6，虽然相比 6 月份的 70.6 有所下行但仍处于上行通道中。工业企业利润代表企业自筹资金来源，10 月份已经大幅回升至 28.2%，甚至超过 2017 年高点。

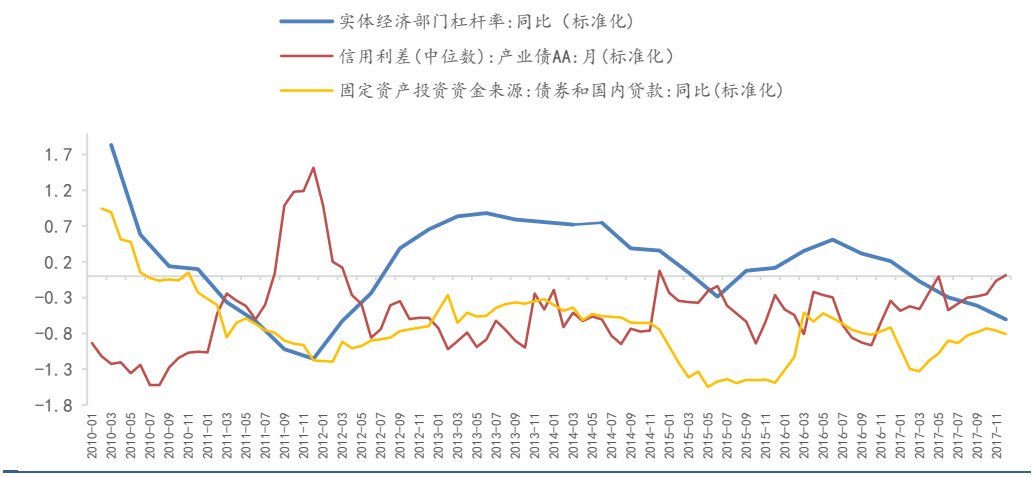
图 11：领先指标均指向制造业投资将继续回升



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

但杠杆率和信用风险会制约增速修复的上限。从 10 年至 17 年的历史数据（部分数据只更新到 17 年）中可以观察到，固定资产投资资金来源：债券和国内贷款同比增速基本与实体经济部门杠杆率一致，而与信用利差相反。因此在信用风险抬头带来风险溢价下行，以及实体经济部门杠杆率约束下，制造业从国内贷款和债券市场融资增速将会受限，进而会影响后续投资增速继续恢复的强度。

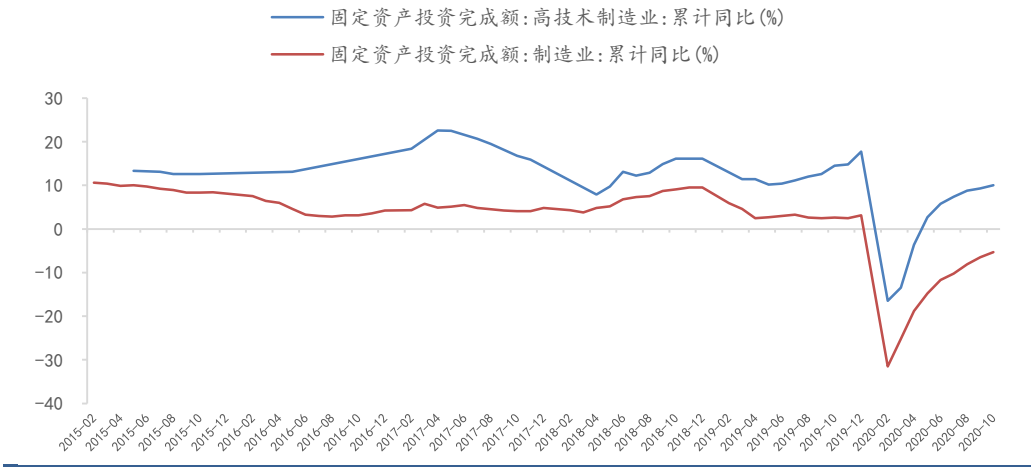
图 12：信用风险和杠杆率约束下，制造业投资融资渠道会相对受限进而影响后续增速



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

结构上判断，高端制造业投资增速有望继续保持上行。高端制造业对的应电气、计算机、通信、电子、医药等产业趋势相比总量经济明显上行的行业，在疫情后投资增速快速回升，10 月份已经恢复至 10%。在产业景气度持续上行和国内融资端政策支持下，增速的持续性相比传统制造业也会更有保障。

图 13：高端制造业投资在疫情后快速恢复，在融资端支持下增速有望延续

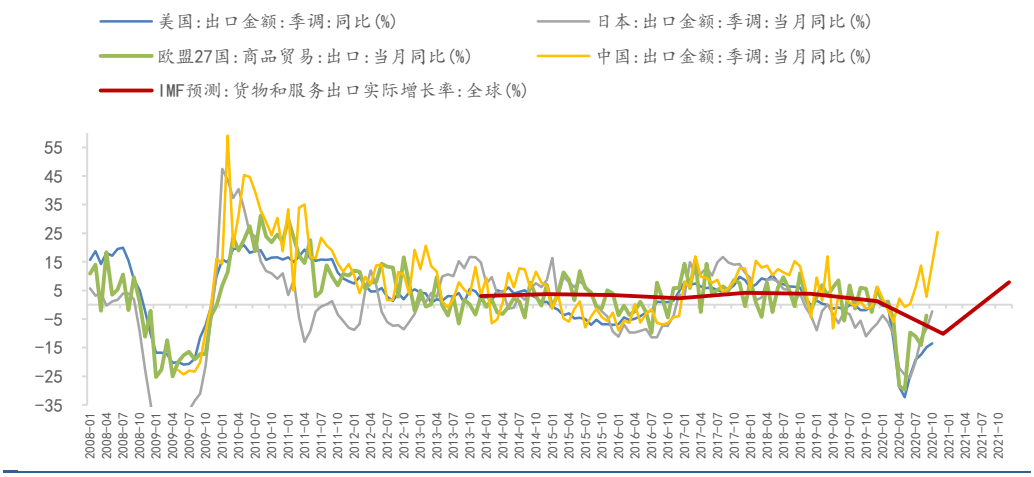


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

3、海外疫情逐步消退，复工生产加速下，对出口增速谨慎乐观

一旦海外疫情消退，明显高于全球出口增速中枢的水平会有回归的压力。疫情期间经济数据一大超预期的地方就在出口增速上，从数据上看，中国 11 月季调后的出口金额增速达到了 25.4%，而最新公布的美国、日本、欧盟增速为-13.49%（10 月份）、-2.27%（10 月份）、-3.8%（9 月份）。从历史上看，各主要出口国出口增速波动基本具有一致性，因此疫情期间中国的出口增速更多来自国外生产恢复受阻的影响，因此，对后续出口增速持谨慎乐观的态度。

图 14：中国出口增速在疫情期间一枝独秀，但后续可能面临回归



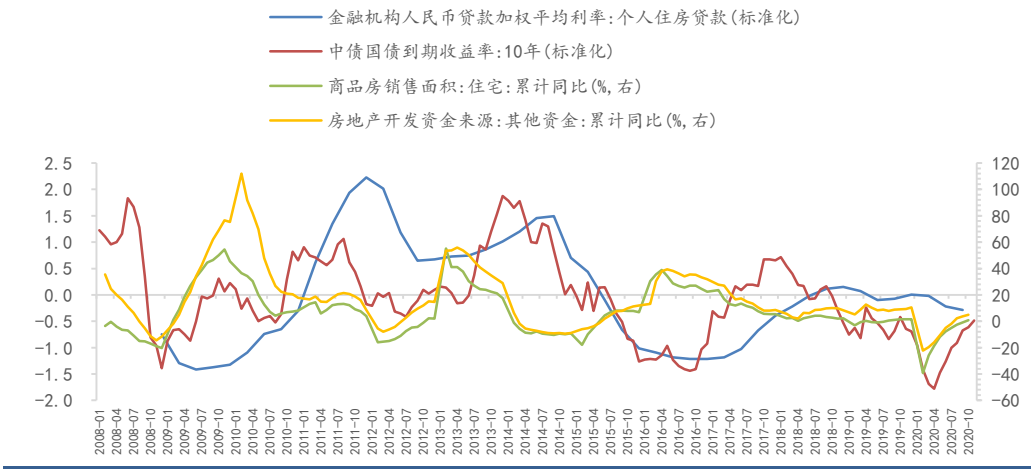
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

4、地产周期已处顶部、基建增速可能回落

对明年的地产周期，从需求端来看，随着利率水平自 5 月份以后逐步升高，人民币贷款利率有了上行的压力，而从银行股的行业投资预期中可以看出，权益市场是预计贷款利率要有所上行的，至少**在货币政策正常化的趋势下，前期利好地产市场修复的低利率环境不会再存在，地产需求端会有所受限**。实际上从 30 大中城市：商品房成交面积高频同比来看，地产销售数据自 8 月份就有见顶迹象，近两个月已经震荡下行。

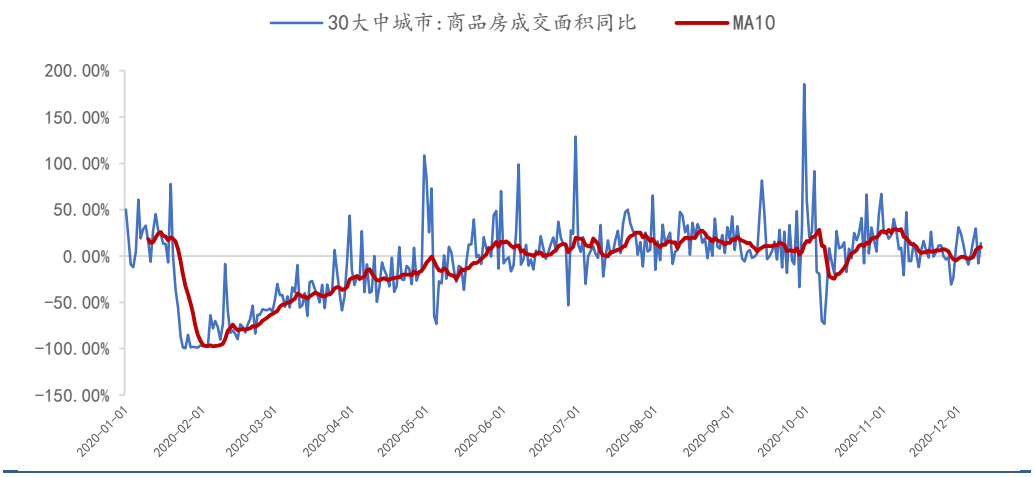
从供给端来看，销售端增速回落会使得房企开发资金来源占比超过 50%的定金、预收款、个人按揭贷款增速开始下行，进而联动影响地产商的融资能力。

图 15：贷款利率下行见底会约束地产需求，进而影响地产商融资能力



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

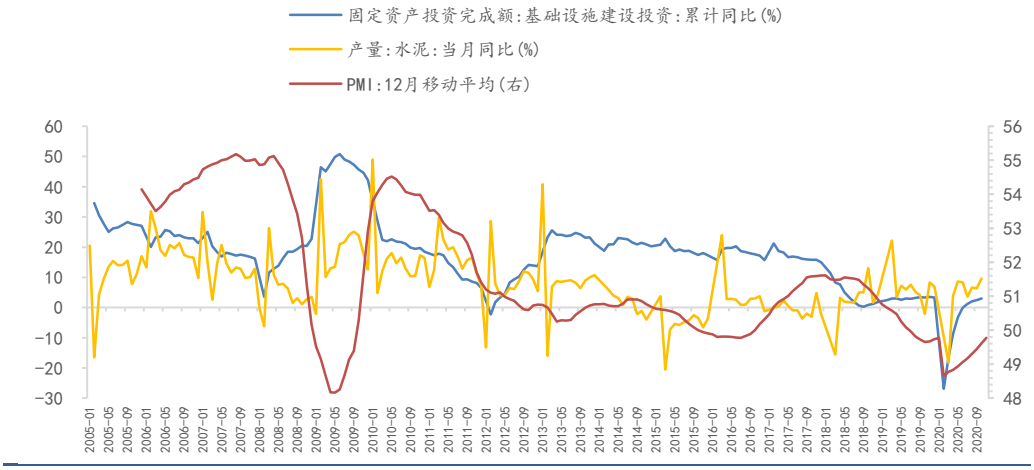
图 16：高频数据显示，地产销售自 8 月份以来已经有见顶迹象



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

对明年的基建增速整体也持谨慎态度。从历史上看，基建累计同比增速基本上体现出明显的逆周期性质，以水泥产量同比增速辅助观察，逆周期规律会更明显。**明年随着国内外经济进一步修复，经济稳增长的需要降低，基建增速会受到明显约束。**

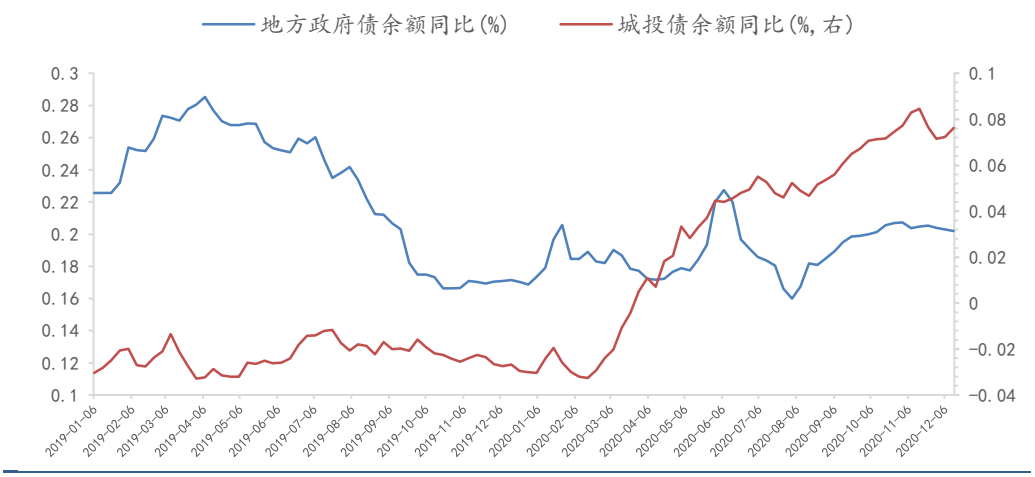
图 17：基建投资增速体现出明显的逆周期属性



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

从融资渠道上预判，基建的可用资金也在减少。从我们统计的日度高频城投债和地方政府债余额同比增速来看，和社融数据一致，11 月开始已经陆续出现下行拐点。地方债增量减少会从支出端限制基建增速继续回升。

图 18：财政刺激收敛，城投债和地方政府债增速下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

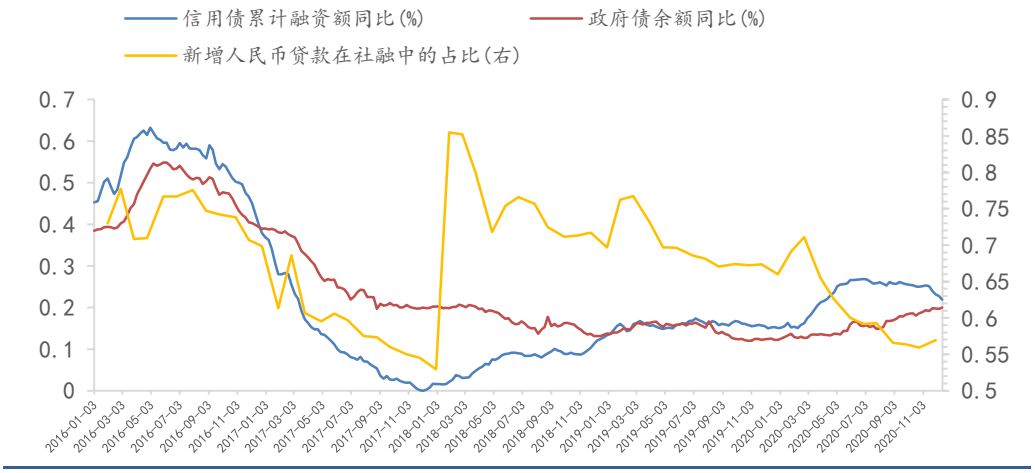
（二）流动性环境展望：社融拐点确立，利率易上难下，外资持续流入

1、社融增速拐点确立

目前的社融最大的特点是在结构里政府债占比越来越大。从 16 年至今的数据中可以看出，从绝对值上，目前社融中人民币贷款占比为 57%，而 2 月份疫情前的中枢大概在 70%，疫情后开始加速下行。这体现债券融资对社融的影响越来越大，甚至目前边际上判断社融拐点，债券融资是最关键的因素。

今年为了抗击疫情明显扩大了财政赤字，明年疫情结束财政赤字会自然缩减，导致政府债融资减少，进而促使社融增速开始下行，实际上根据我们高频统计的日度政府债（包括国债、地方政府债、城投债）同比增速和信用债（包括公司债、企业债、中票短融）同比增速已经先后出现拐点，信用债融资增速更是在信用风险催化下明显下行。

图 19：政府债融资越来越成为社融的重要支撑力量

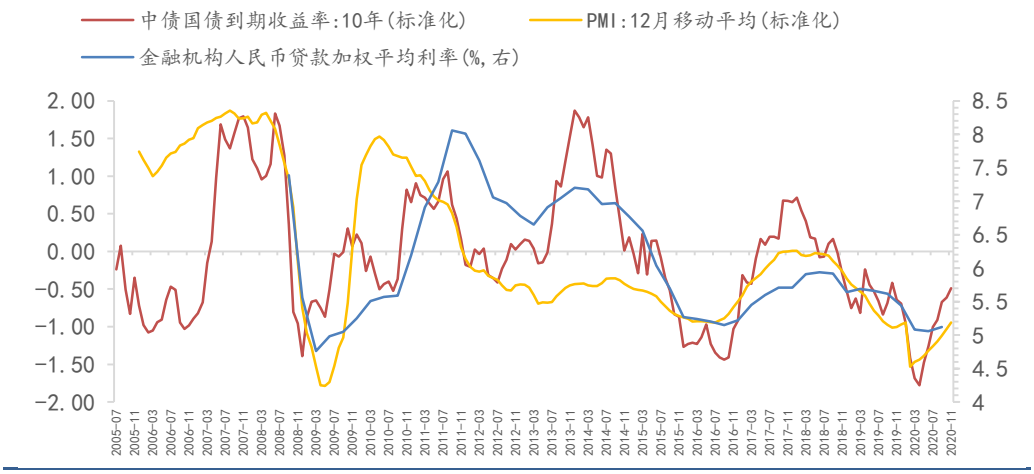


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2、经济持续修复、通胀回归和控杠杆使得利率易上难下

明年从趋势上去判断利率主要看三大因素：经济增速、通胀预期和货币政策。首先**经济趋势性不利于债市**，随着经济复苏深化，资金会更多的流向实体经济，进而推动资金成本上行。

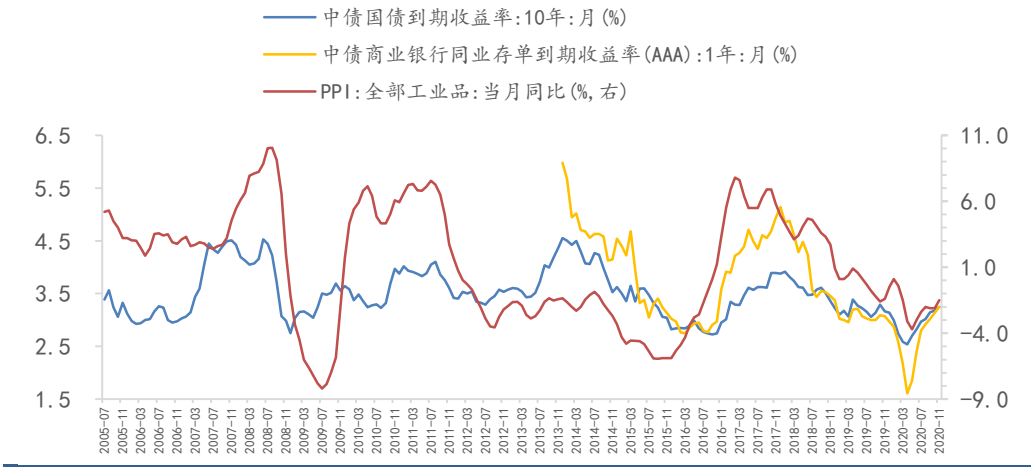
图 20：经济修复将使得资金进入实体经济，进而不利于债市利率



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

通胀预期可能在明年经济修复的过程中逐渐成为利率走势的主导力量，虽然目前 PPI 增速仍处于负数区间，CPI 也明显回落，但明年上半年通胀会有一个明显上行的阶段，而后续的持续性则要看海外经济复苏是否会超预期。节奏上会先推升长端利率，如果导致货币政策转向防通胀，会进一步不利于短端利率。

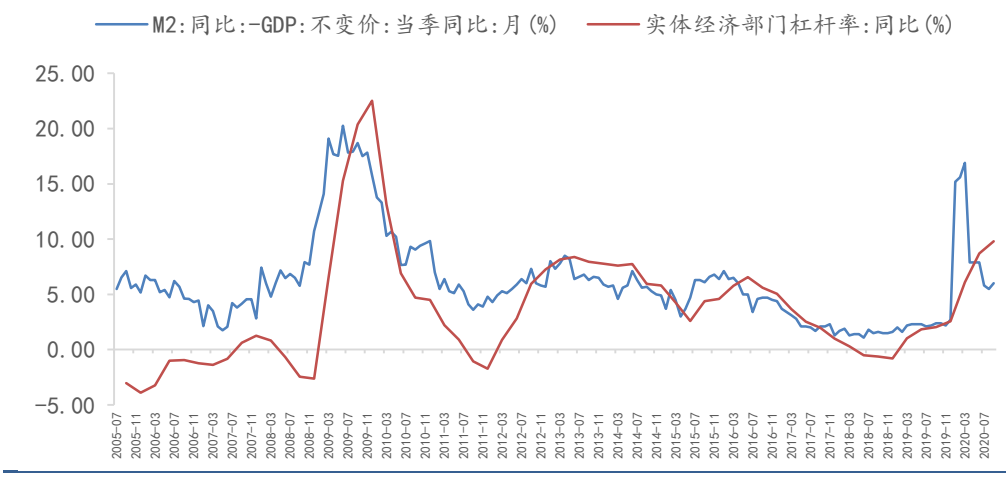
图 21：通胀预期会进一步不利于利率趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

货币政策在 5 月份利率见底后，最明显的变化是转向了防风险，而信用债市场风险突发更证明了这一措施的必要性。控杠杆意味着要保持货币供应量和社融规模合理增长，从历史数据来看，M2 相对 GDP 增速的回归后续都对应着杠杆率水平的下降，至少是增速的下降，**流动性的收紧也会不利于利率。**

图 22：控杠杆意味着疫情期间大幅增长的流动性要开始回归正常水平

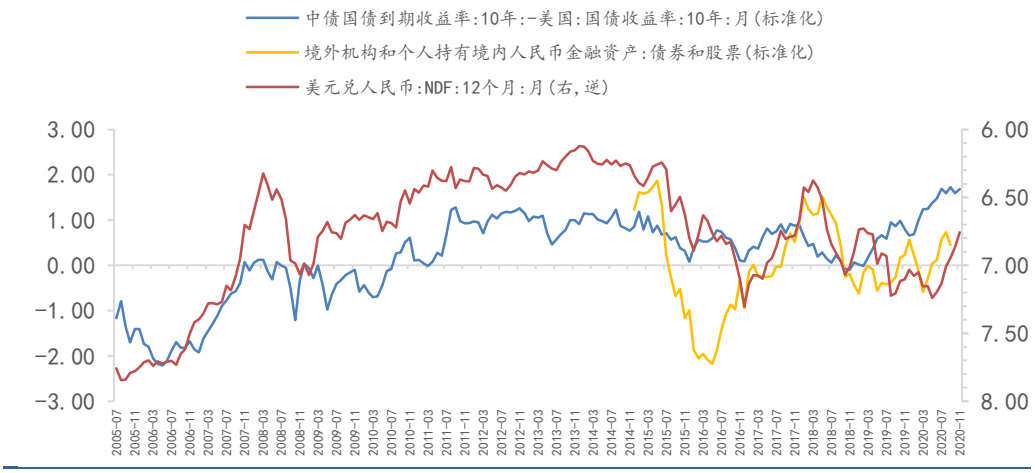


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

3、经济复苏和政策正常化的时滞会使外资持续流向人民币资产

国内政策回归正常化与海外宽松环境的反差带来的一个重要影响是跨国资金的流动。疫情前，中美长端利差基本稳定在 0.9%的中枢左右波动，疫情后尤其是 9 月份之后加速上升至 2.4%左右，同期可以明显观察到人民币汇率预期的上升以及境外资金加速流入国内债市和股市。这一资金流向的改变实际上体现的是货币政策相异所带来的资产收益率变化。如果政策层面不改变的话，除非全球经济发生重大风险，引发资金避险情绪，外资流向人民币资产的趋势很难改变。

图 23：国内政策回归正常化与海外宽松环境的反差不改变的话会使得外资持续流向人民币资产



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

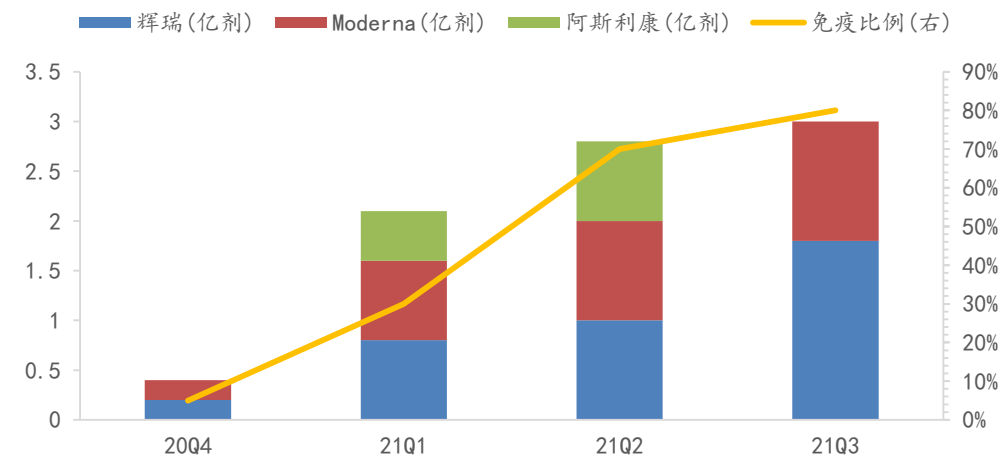
（三）不确定的海外经济：滞涨还是强劲复苏？

1、全球经济底部已过，随着疫苗问世，海外发达国家群体免疫最快有望在明年上半年形成

乐观展望美国有望在明年一季度末达到 30%人口免疫。目前海外主要有辉瑞、Moderna、阿斯利康三种疫苗交付进度最为确定。在今年年底之前，辉瑞承诺的全球 5000 万剂疫苗中 2000 万剂可能将供应美国 ，Moderna 则确认会在今年底将所有疫苗共 2000 万剂运往美国。而到明年一季度，美国早期订购的 8000 万剂辉瑞疫苗和 8000 万剂 Moderna 疫苗将开始供应美国，预计阿斯利康将有 5000 万剂供应美国。以每人需要接种两针，和疫苗的有效性来计算（2.8 亿剂*90%*0.5），明年一季度将有 30%美国人口接种疫苗。

最快到明年中美国可能将实现群体免疫。一般来说要达到群体免疫，疫苗覆盖率需要至少达到 60%以上，明年二季度，辉瑞、Moderna、阿斯利康（还不包括市场中的候选疫苗）将各有 1 亿剂供应美国，即使考虑到疫苗供应有所延迟，也将有 40%美国人口能够得到接种（3 亿剂*90%*0.5），70%人口足以实现群体免疫。

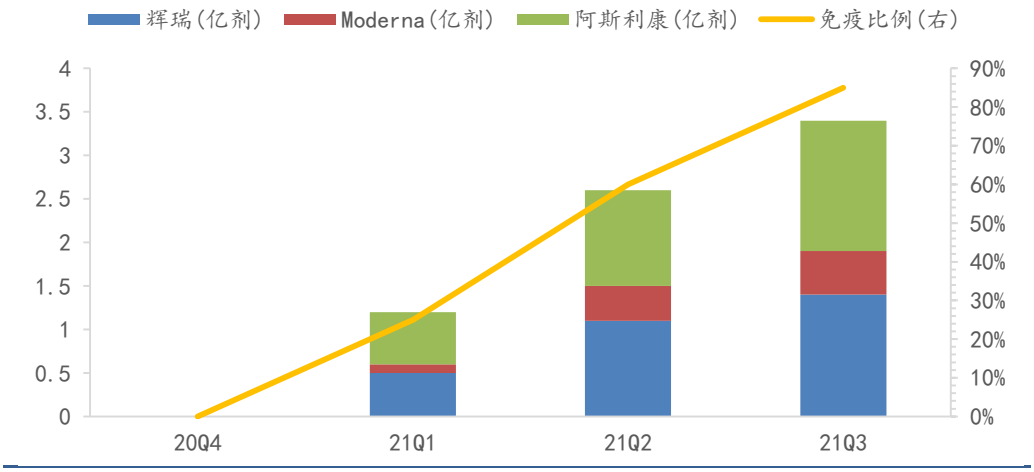
图 24：美国疫苗接种后民众免疫比例预测



资料来源：Deutsche Bank，World Bank，民生证券研究院整理

欧盟也有望在明年夏季末实现群体免疫。欧盟已经与 Moderna 签署了 1.6 亿剂疫苗的订单，另外也订购了 7 亿剂辉瑞和阿斯利康的疫苗。但由于欧盟与 Moderna 签署供应协议的时间较晚，难以保证订单供应，且从审批进度来看，欧盟的监管机构可能要到明年一季度才能批准辉瑞或阿斯利康疫苗的使用，因此整体进度会比美国略晚，在迟至明年二季度完成至少 2.5 亿人接种疫苗，并可能在夏季后半段实现群体免疫。

图 25：欧盟疫苗接种后民众免疫比例预测



资料来源：Deutsche Bank，World Bank，民生证券研究院整理

2、发达国家出台大规模财政刺激的政策方向较为一致，有利于经济复苏

本轮疫情冲击带来的全球经济下滑与金融危机相比较，最大的区别在于货币政策空间受限的情况下，财政政策将发挥更大的作用。截止目前，主要美、日、欧主要发达国家均出台了大规模的财政刺激措施：

日本在疫情后先出台了两轮经济刺激计划，总规模达 2.2 万亿美元，侧重点在拉动内需，刺激消费，救助对象主要是个人、家庭和中小企业。12 月 8 日进一步出台了第三轮经济刺激计划，规模达 7080 亿美元，侧重点在产业结构转型，将主要投资于绿色能源、数字技术 、远程教育和移动通信领域。

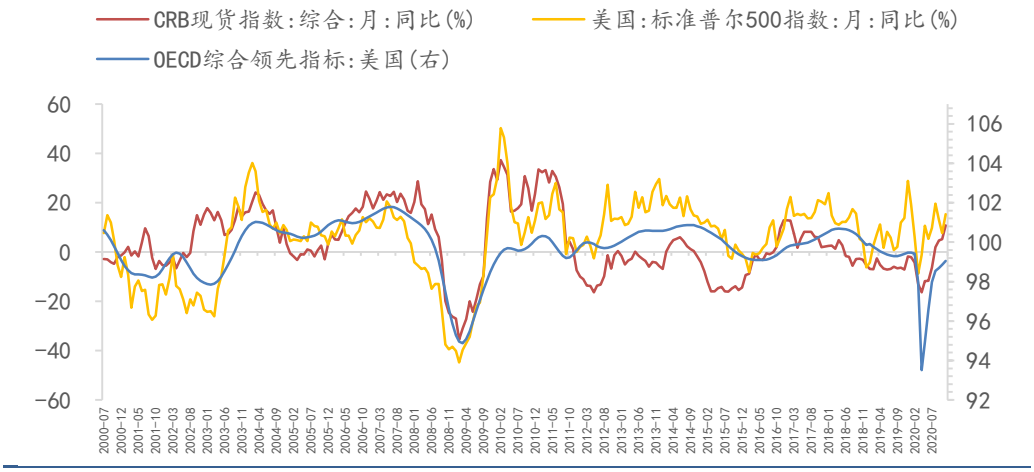
欧洲央行在 12 月 10 日将规模已达 1.35 万亿欧元的经济抗疫购债计划（PEPP）再增加 5000 亿欧元，并延长至 2021 年 6 月底，对于到期的 PEPP 债券将重新投资，至少持续到 2023 年底。同日欧盟峰会批准了 1.85 万亿欧元的财政刺激计划，其中包括 2021-2027 年七年预算案所需的 1.1 万亿欧元，和 7500 亿欧元抗疫援助基金。

美国在疫情后共出台了四轮刺激方案，包括最早的 83 亿美元公共卫生援助，第二轮支援家庭的方案，第三轮也是规模最大的 CARES 法案，第四轮薪资保护计划（PPP）。但目前第五轮财政刺激的谈判陷入了僵局，总规模也从最初预期的最高 3 万亿美元，降至目前不到一万亿美元的规模。从财政刺激具体方向上，前期美国总统特朗普和众议院议长佩洛西都提到了将基建支出作为经济刺激计划的重点，这一预期可能在后续的措施中进一步明确。

3、中长期低回报率预期下，流动性可能涌向商品市场

当前全球的投资环境相比疫情前已经明显发生变化，大量低成本资金使得资产收益率快速下行，风险偏好也明显提升。

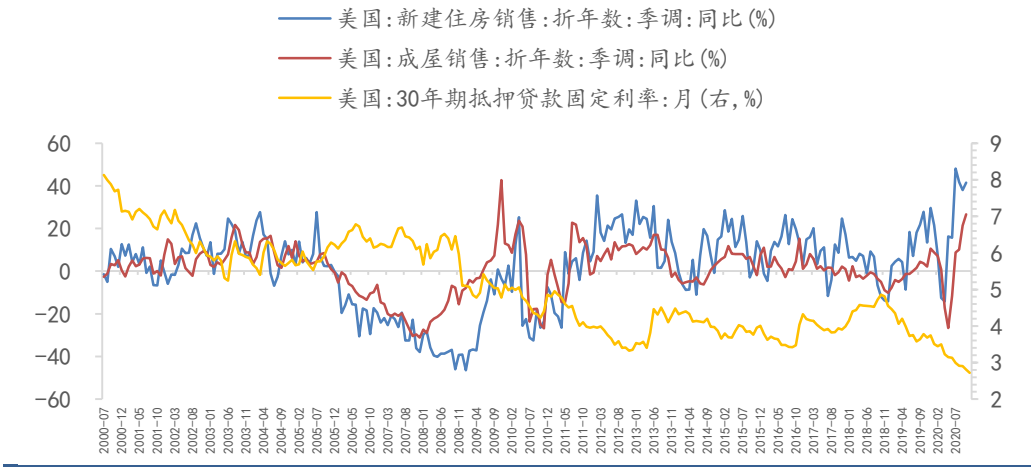
图 26：股市和商品反弹力度明显大于实体经济修复情况



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

商品的涨价背后也存在着坚实的基本面基础，疫情后美国新建住房和成屋销售同比增速均明显回升，反映了美国长期贷款利率下行至历史低位降低了买房的融资成本，提高了居民的住房购买能力。另外本次疫情后财政政策发挥的作用将明显高于金融危机时期，其中在基建方面占比亦不会小。同时诸如铜、铝还受益于新能源产业等新兴制造业的发展。

图 27：美国房地产市场在低利率环境下需求明显回升

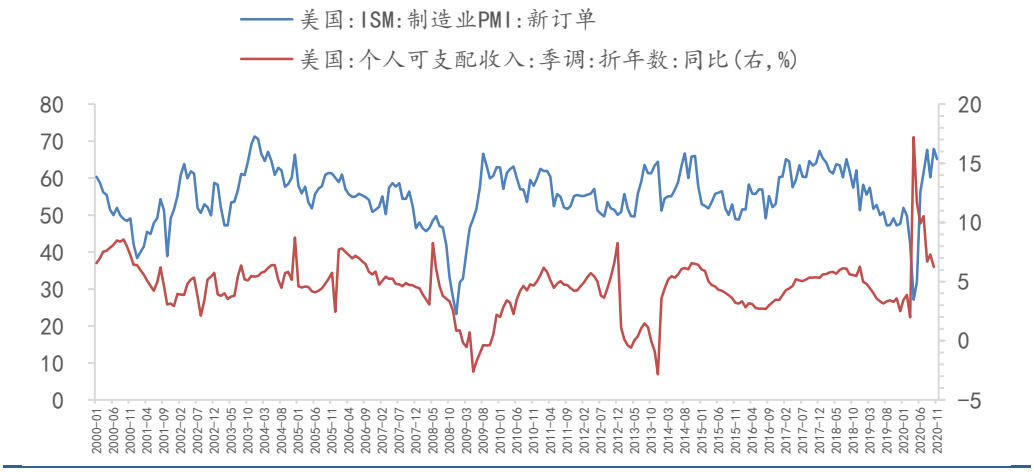


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

4、不确定性因素一：疫情过后发达国家消费需求能否强劲复苏

海外发达国家以美国为例，财政直接转移支付使得居民可支配收入明显增加。本次疫情后欧美发达国家采取的刺激方案与金融危机时期有较大不同，对失业救济、居民转移支付占到了6.1%，而金融危机时期几乎为 0。本质上反映的是疫情和金融危机对经济的冲击模式不一样，主要是服务业受到巨大冲击造成短期大量失业，因此政策的重点在于尽可能减少失业对消费和整个经济的负面影响。从数据上可以观察到，截止十月份美国个人可支配收入达到 17515.2 美元，同比增速达 6.25%，远高于金融危机时期 11000 美元左右水平，以及 0%附近的同比增速。

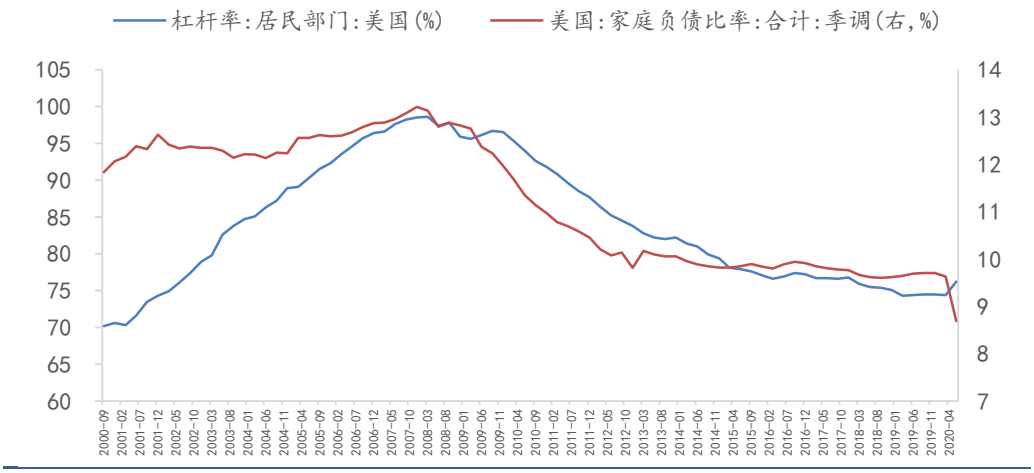
图 28：美国财政直接转移支付使居民可支配收入明显增加



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

美国居民部门资产负债表从数据上看也未明显恶化。自金融危机以来，美国居民部门资产负债表就一直处于修复趋势中，杠杆率从 98.6%回落至今年 6 月份的 76.2%，家庭负债比率从 13.22%回落至今年 6 月份的 8.70%，都出现了明显回落。

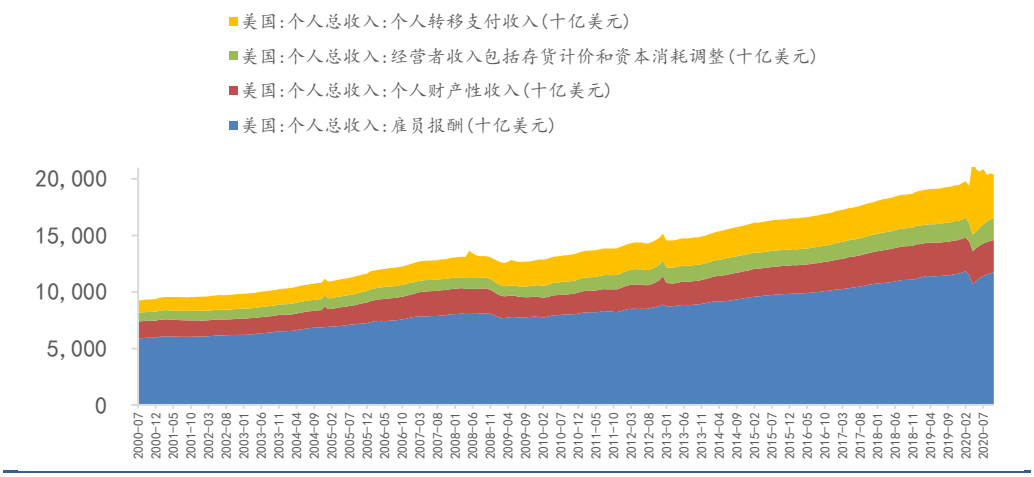
图 29：美国居民资产负债表在疫情期间并未明显恶化



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

但需要注意的是看似美好的美国居民部门债务和收入数据很大程度上受益于前期纾困政策，真实需求能否明显恢复还要取决于经济本身的情况。从美国个人总收入构成中可以看到，疫情后转移支付收入明显增加，陡峭化上行，而同期财产性收入、经营收入、雇员报酬都出现明显下滑，甚至还没有恢复至疫情前水平。这说明经济正常化，由生产、收入、消费的循环还没有建立，在转移支付基础上增长的消费是极为脆弱的。

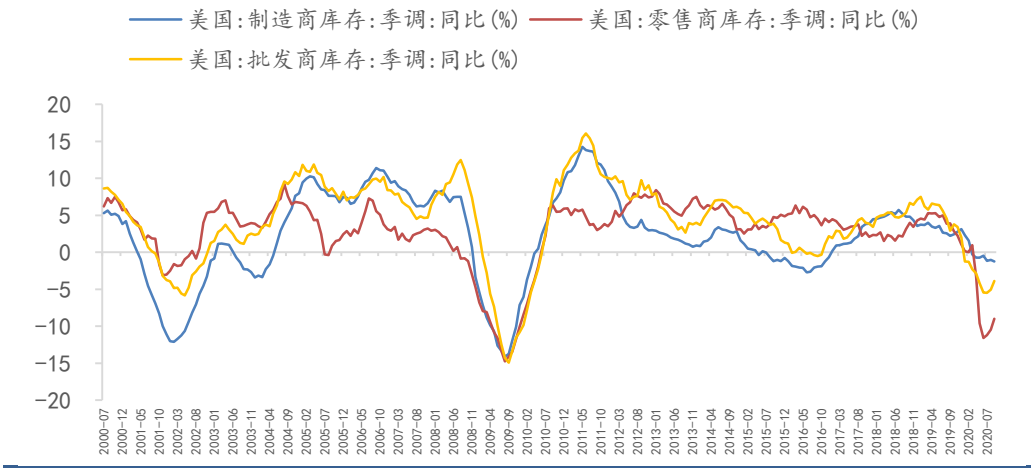
图 30：目前美国居民收入中转移支付的占比很大，薪资收入仍然下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

海外疫情对供给端的拖累要明显高于需求端，库存整体处于极低水平，补库本身一定程度上也能够推动需求端增长。美国本轮库存周期显著不同于以往，从结构上看，零售和批发库存下降远快于制造业，其中零售库存同比增速已经接近 08 年金融危机的低点。这反映了疫情对生产的拖累要远大于消费，更反映了在财政刺激下居民的消费能力并未明显受损。当前极低的库存水平有望带来一段持续上行的补库阶段，带动需求端进一步增长。

图 31：美国消费和制造业库存都处于极低位置



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

5、不确定性因素二：如果经济强劲复苏、通胀明显上行，发达国家是否敢于回归政策正常化

海外发达国家不论是居民还是企业部门的流动性，在本次疫情后都非常依赖于政府救助政策提供的资金。因此相比经济复苏，可能中长期宽松政策采取何种方式退出可能影响会更大。推演来看，如果经济能够明显复苏，回归正常化的确是可能选项之一，这一迹象从当前美国第五轮财政刺激在疫苗出现明显进展后就踌躇不前中就可以观察到。而另一个能够迫使海外发达国家转向政策退出的就是大通胀的出现，货币政策重新转为防通胀。

三、产业趋势判断：21 年可以聚焦于哪些优质“赛道”

展望明年，权益资产的核心矛盾是：资金成本抬升、机会成本（债券收益率）上升，风险偏好将随经济修复和政策不确定性而高位波动。因此对于高确定性的核心资产，不宜追涨，既要等待合理估值也要更集中于有长期逻辑不易受短期扰动的方向。对于更大范围的中等确定性的资产，估值已经不便宜的背景下，需要进一步集中在业绩改善提升空间大的方向。

表1：21 年重点关注的优质“赛道”

板块名称	配置逻辑		重点“赛道”	明年看点
大消费	主线一	疫情中受损明年业绩修复弹性较好	线下连锁食品	开店增速，收入和盈利改善
			酒店	需求修复，开店增速
			航空	客流尤其是国际航线恢复情况，市场份额变化
			餐饮	餐饮消费提升，开店增速
	主线二	集中度和品牌力提升下贡献中长期业绩确定性	白酒	春节备货旺季，高业绩弹性
			调味品	餐饮复苏，涨价预期
	关注	受益消费升级成长趋势明显，但短期需要进一步逻辑验证	小家电	外需订单持续性，内需增速
			化妆品	双十一后续复购能够持续
			免税	跨境电商发展，竞争变化
	关注	重寻增长逻辑等待反转	游戏	新游情况，业绩增速见底
高端制造	主线一	成长确定性高的产业趋势	汽车电动化、智能化	1、新能源车企在国内非限购市场拓展； 2、电池端产品和技术路线演进； 3、智能化软件公司客户拓展、业绩落地
			光伏	1、大尺寸技术变革； 2、产业链一体化趋势
	主线二	5G 换机周期和可穿戴产品创新	消费电子	1、5G 换机下的细分零部件； 2、苹果产业链； 3、Mini LED 产业化
信息产业	主线一	数字经济加速渗透趋势	云化软件厂商	软件厂商云化进展
	关注	云计算基础设施成长性依旧，但竞争环境存疑	光模块	产业链招标、行业竞争
			IDC	REITS 试点、行业竞争
医药	主线一	高端差异化医疗服务需求提升	第三方医疗	业绩增速
	主线二	消费属性更强，医保控费影响小	疫苗	研发管线、产品你能否如期推出
			生长激素	业绩增速
			血制品	采浆恢复情况
			中药	商业拓展、新品研发
			药店	行业并购
	关注	竞争加剧且受潜在政策影响，以龙头配置为主	创新药、医疗器械	医保谈判实质影响、产品商业化进展
周期	主线一	估值占优、业绩持续修复、受益利率上行趋势	保险	开门红情况、转型进展
			银行	金融监管政策、资产质量
	主线二	需求复苏、通胀预期再起	化工	产业链下游需求，供需格局
			有色	疫后经济复苏，价格和库存

资料来源：WIND，民生证券研究院

（一）大消费：必选贡献确定性，关注可选和服务业的业绩修复

主要“赛道”包括：刚需消费品（调味品、乳制品、速冻食品、造纸、文具等），可选消费品（白酒、啤酒、休闲食品、家电、化妆品等），社会服务（酒店、旅游、餐饮、教育、航空、超市、免税、快递、游戏等）。

1、主线一：疫情中受损明年业绩修复弹性较好：线下连锁休闲食品、酒店、航空、餐饮

线下连锁休闲食品：长期增长空间较大，连锁化、规模化带来成本下降和品类拓展。

疫情期间线下连锁休闲食品门店人流量下降，加速了行业分化，但龙头企业在加快开店，补贴加盟商抢占优质门店资源。

明年的看点：龙头企业开店数增速，收入和盈利改善。

酒店：连锁化率提升和品牌升级趋势加速

疫情期间，单体酒店和小型酒店集团在防疫水平、组织能力、运营经验和资金上明显弱于大型酒店集团，供给端明显出清，行业连锁化率提升加速，可以明显看到三大酒店龙头开业速度并未减缓，待开业酒店数量创新高。

明年的看点：需求端继续修复，开店数继续增加

航空：航线客流持续恢复，行业供给收缩可能带来市场份额变化

疫情期间，航空公司飞机引进迟缓，退租提升，机队规模增速放缓，国外方面空客和波音飞机产量也持续低迷，行业供给增速收紧可能导致竞争格局重塑。

明年的看点：客流尤其是国际航线恢复，市场份额变化

餐饮：连锁化龙头逆势扩张，门店数扩张空间仍然较大

从趋势上看，我国餐饮行业连锁化率仍远低于美国、日本，连锁餐饮在品牌、供应链、食品安全方面优势明显，近年来龙头企业在资本市场助力下加速开店，疫情也使得中小餐饮企业继续出清。

明年看点：餐饮消费提升，新开门店数

2、主线二：集中度和品牌力提升下贡献中长期业绩确定性：白酒、调味品

白酒：行业集中度进一步提升，强品牌力、全国型布局的高端、次高端竞争优势更大，业绩确定性能见度更高。

从趋势上看，过去几年行业已经步入存量竞争格局，产品结构升级趋势明显，在各价格带中，仅高端白酒的经济价值贡献度持续性攀升。高端白酒竞争格局依然良好，大概率不会以牺牲价格，而是以逐步争取更高的价格来作为竞争重点，通过产品结构升级拓展发展空间。

疫情期间，白酒行业分化被放大，龙头凭借强大的品牌力表现更为突出，反过来进一步强化了自身品牌力。高端白酒竞争格局稳固，次高端规模增速高，但竞争开始加剧。

明年的看点：疫情稳定后高端、次高端白酒的送礼、婚宴、家宴等消费场景增加，行业即

将步入春节备货旺季，酒企当前主要工作在于维持渠道库存良性以期实现控货稳价，如果疫情不大范围反弹，叠加低基数效应，21 年 H1 白酒业绩弹性可能较高。

调味品：行业空间仍然巨大，品牌化下的价升成为长期增长动力，B 端餐饮连锁化发展+C 端家庭烹饪便捷化需求引领的复合化也是方向之一。

疫情期间，龙头竞争优势进一步加强，收入增速明显高于行业平均。复合调味料在家庭渠道渗透率提升。

明年的看点：1、明年疫情恢复有望拉动餐饮业复苏，进而带动调味品恢复性增长。2、原材料价格上涨，行业略有成本上涨压力，另外龙头海天已经处于提价窗口期，带动板块涨价预期抬升

3、关注：受益消费升级成长趋势明显，但短期需要进一步逻辑验证：小家电、化妆品、免税

小家电：渗透率提升空间较大，兼具出口市场增长逻辑，但疫情后成长性有待验证

疫情期间，消费者居家时间大幅增多，直接提升了对小家电的需求，本质上属于家电领域的消费升级，满足了消费者细分领域的需求，增长空间和持续性仍然较大，另外海外需求空间也较大，但短期业绩增速明显，明年持续性还有待验证。

明年看点：外需订单增速的持续性，内需随着疫情消是否会继续回落

化妆品：国产化妆品增速红利，新渠道、多品类拓展空间巨大，但竞争格局尚未稳定

化妆品行业整体空间仍将维持超过 10%的复合增长，其中国产品牌崛起趋势明显，叠加线上渠道，包括社交媒体渠道助力国产品牌和新兴品牌加速增长、但化妆品企业依靠单品热销，业绩持续性仍然存疑。

明年看点：今年双十一活动刺激后，明年后续复购能否持续。

免税：免税承接海外消费回流是长期大方向，新增拓宽线上渠道亮点，但免税牌照发放带来潜在竞争压力，可能对当前估值水平形成冲击

海南免税政策放宽后免税销售额高速增长，从长期视角看，免税行业将会持续承接海外消费回流。另外，免税企业陆续拥抱线上渠道，通过直邮和跨境电商等模式进一步提高免税销售额。但潜在风险是，免税牌照的放开如果引来行业竞争加剧，容易冲击当前较高的估值。

明年看点：跨境电商、直邮等模式发展，竞争格局演变

4、关注：重新寻找增长逻辑等待底部反转：游戏

游戏：买量竞争趋于激烈，估值底部安全边际较高，等待新产品对业绩的催化

随着疫情红利逐渐减退，叠加阿里、网易等大厂先后入局，游戏买量市场竞争趋于激烈，游戏板块估值跌回中枢以下，已经趋于合理，安全边际较高。21 年上半年游戏龙头将重新进入游戏产品释放周期。

明年看点：新投放游戏情况，业绩增速能否筑底

（二）高端制造业：从关注产业发展空间转向跟踪逻辑兑现

主要“赛道”包括：汽车（电动化、智能化、整车），消费电子（元件、模组、面板、半导体等），光伏。

1、主线一：成长确定性高的产业趋势：汽车产业电动化、智能化，光伏

汽车产业电动化、智能化：比较稀缺的供给端变革带来的高成长性行业

目前来看，电动平台在发展中会经历三个阶段：1、集中在电池部分，各个电动车平台的体验差异不明显，时间大概在 2021-2022 年间实现；2、集中在软件层面，车企将续航、平台化部署完毕后，竞争的主要就是软件服务提升车辆的可用性，时间大概在 2022 年；3、最终构建电动汽车的生态圈，包括智能化等大趋势，时间可能在 2025 年后。

潜在风险是汽车零部件的价值可能下跌比较快，中国电动车企优势之一是在成本端能体现出价格优势，但下降的空间是有限的。趋势上看，电动汽车平台间相似性较高，消费者能直观感受到差异的最主要是在智能座舱、人机交互、自动驾驶几个领域，未来的竞争格局重点可能还是看这方面的布局。

明年看点：1、新能源车企在国内非限购市场的拓展情况；2、电池端产品和技术路线的演变；3、智能化方向涉及的软件公司业务和客户拓展、业绩落地情况。

光伏：少有的具有全球优势的科技产业，成本降低实现平价上网

光伏是中国少有的具有全球竞争优势的科技产业，理论上增长空间上限是全球市场，中长期增长逻辑是成本降低实现平价上网。

明年的看点：1、大尺寸带来的技术变革，210 和 182 产品相对于 166 尺寸产品能够带来进一步的成本下降，目前制约行业大尺寸产品推广的核心痛点经过一年时间已经逐渐解决，明年有望消除；2、产业链一体化趋势，一体化企业的竞争优势主要体现在通过上游盈利补贴下游组件，有增加行业竞争格局不确定性的可能。

2、主线二：5G 换机周期与可穿戴产品创新：消费电子

消费电子：在 5G 换机周期延后、可穿戴产品功能提升、半导体产业生产满载投资积极的驱动下，仍然可以寻找确定性和成长性两类机会

产业趋势上，电子企业从单一零组件、模组化部件，向整机组装方向发展，未来将是强者恒强的局面。而成长空间要从每轮技术、产品创新中在细分领域方向上去寻找。

明年的看点：1、5G 换机周期中的创新与高景气“赛道”：光学镜头、CIS、SiP、FPC 等；2、苹果产业链；3、Mini LED 产业化进展

（三）信息产业：重点跟踪云计算产业链相关公司进展

主要“赛道”包括：5G 通信（无线网、设备商等），云计算（光通信、服务器、IDC 厂商等），软件（产业软件、网络安全、安防等）

1、主线一：数字经济加速渗透趋势：云化软件厂商

云化软件厂商：商业模式更佳，兼具产业集中度提升和国产替代逻辑，中长期机会显著

中国企业信息化水平相对经济发展仍然较为落后，但疫情加速了市场教育进程，传统的线下零售、餐饮、采购等活动受阻，企业对零售电商、协同办公、CRM、数字化采购等 SaaS 产品需求显著增加。是 C 端逻辑改造 B 端商业模式的代表，兼具产业集中度提升和国产替代逻辑，中长期均有机会可以挖掘。

明年看点：软件厂商云化进展

2、关注：云计算基础设施成长性依旧，但竞争环境存疑：光模块、IDC

光模块：处于云计算设备成长“赛道”中，估值安全垫较高，但竞争格局略有存疑

从产业预测来看，基于 5G 规模商用和用户渗透率加速提升，21 年光网络投资增速仍能达到 17%。海外市场里光网络受疫情带来的数字经济渗透加速、流量压力加大的影响，光网络方面投资仍会有较快增长。收益于前期估值和股价回调消化较好，机会仍然存在，且作为云计算相关“赛道”成长性也有，但“赛道”竞争可能比较激烈，个股增长空间值得关注。

明年看点：产业链相关招标、行业竞争情况

IDC：数字经济下的新型基建，但产能过剩引发价格战担忧

长期产业趋势上，数字化转型和数字经济在 GDP 中占比提升空间巨大，而疫情进一步加速了数字化转型这个过程，在这一传统企业上云，各类经营管理数字化的进程中，产业集中度提升也是趋势之一。以 21 年维度展望，云计算巨头资本开支仍会较快，云化进程也在加快，带动云计算基础设施端和下游需求端继续增长。

明年看点：IDC 厂商 REITS 试点及产能过剩下竞争格局是否发生变化

（四）医药：集采免疫的消费类医药方向更优

主要“赛道”包括：创新药（CXO、药企），医疗器械（诊断、骨科、眼科、心血管、口腔等），消费医药（第三方医疗、互联网医疗、药店、疫苗、血制品、胰岛素、中药、医美等）

1、主线一：高端差异化医疗服务需求提升趋势：第三方医疗

第三方医疗：提供差异化医疗服务需求的长期优质“赛道”

在医保进入全面精细化管理阶段，公立医院内高端差异化需求被限制，医生收入水平也受到带量采购影响，公立医院、医保体系外的自费第三方医疗市场发展空间巨大。且今年的疫情对于线下服务为主的第三方医疗也带来了较大影响，明年业绩修复也是一大看点。

明年看点：增速能否继续维持

2、主线二：消费属性更强，医保控费影响小：疫苗、生长激素、血制品、中药、药店

疫苗：竞争格局占优，兼具消费升级属性

准入门槛持续提升，行业竞争格局稳定，以产品和技术驱动，在国内预防免疫接种市场远未被满足，产品中二类苗重磅品种如 HPV 疫苗、13 价肺炎具备消费升级的属性。新冠疫苗的相关扰动并不会改变增长逻辑。

明年看点：研发管线、重要产品能否如期推出并销售

生长激素：用户粘性较高，市场需求明确

生长激素对患者的效果非常明显，使得用户粘性较高，今年也受疫情影响业绩，明年有修复预期，渠道下沉市场开拓也是潜在增长空间来源。

明年看点：业绩增速能否维持

血制品：行业准入门槛高，竞争格局良好

行业具备资源属性，壁垒较高，盈利能力良好，属于比较稳定的“赛道”。目前行业处于成熟期，行业没有新进入者，自 2001 年起，政府就不再批准新设血制品企业，龙头的规模和资源优势表现为长期估值溢价。受疫情影响，明年医院门诊量和手术量有望带动需求量恢复。

明年看点：采浆恢复情况

中药：具有品牌价值的龙头药企消费属性明显，市场认知度较高

具备消费升级逻辑，对集采免疫，产品拥有一定自主提价能力，从品牌、影响、渠道来看，品牌价值是核心竞争力，部分龙头药企市场认知度较高，受到资金肯定，属于优质长线标的。

明年看点：商业拓展、新品研发

药店：处方药外流趋势，产业集中度提升

最大的增长看点在于处方外流，未来十年增速可以看到 10%-15%，另外还有集中度提升的趋势，参照日本药房集中度的水平，龙头药房未来十年增速有望可以保持在 15%-20%。从龙头药房发展来看，可能已经过了高速扩张期，收购速度放慢，市场并购空间也不如以前。

看点：行业并购，医药电商竞争影响

3、关注：竞争加剧且受潜在政策影响，以龙头股配置为主：创新药、医疗器械

医保筹资和支出两端压力日渐增大，从药品到器械的带量采购持续推进，过往通过给予高额利润进行推广的利益产品，未来都有可能被列入打压对象。部分品种即使标准化程度不高，持续推进的 DRGS、总额控费等，也会持续挤压这些利益品种的生存空间。

明年看点：医保谈判实质影响，产品商业化进展

（五）周期：复苏预期和通胀预期下的配置落脚点

主要“赛道”包括：地产（家居、建材等），基建（工程机械、建材、建筑等），通胀（化工、资源品等），金融（保险、证券、银行），农业

1、主线一：估值占优，业绩持续修复，受益利率上行趋势：保险、银行

保险：转型是长期趋势，疫情后有望开始明显修复

疫情后居民对高价值健康险产品购买力有所下降，促使险企发力高质量代理人、多元化产品和线上渠道以应对转型。负债端代理人提质是长期观察点，短期预计明年代理人规模能够逐渐修复。投资端长端利率的回升有利于折现率的回升和投资收益的增加

明年看点：开门红情况，转型进展

银行：经济持续修复，经营拐点确立

经济持续复苏缓解银行资产质量压力，收益率有望逐级回升，预计改善幅度会优于负债端成本，明年随着信贷成本的释放，业绩增速也将随之回升。

明年看点：金融监管政策、资产质量

2、主线二：需求复苏，通胀预期再起：化工、有色

化工：周期资产中的压舱石，竞争格局良好

具备一体化、规模化、低成本优势的龙头标的属于长期持有的压舱石，是极为稀缺的顺周期成长资产，在经济回暖需求修复下，部分竞争格局较好的品种也会有周期翻转的机会。

明年看点：产业链下游需求，供需格局

有色：周期资产中的弹性标的，优选格局良好方向

工业金属中格局较好的有铜、铝，库存相对低位，新增产能可控，国内外需求恢复，明年价格有望保持在较高水平。新能源锂钴随着新能源汽车需求较快增长，中长期确定性较大，在成本制约下，供给收缩，格局趋于合理。

明年看点：疫后经济复苏，价格和库存

四、年度策略：环境易变，聚焦合理估值下的确定性

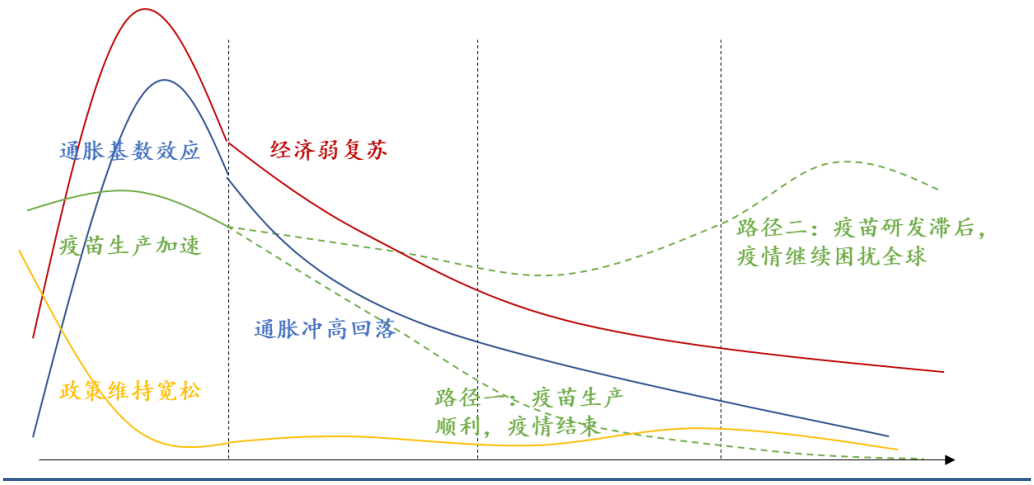
（一）系统性风险：海外复苏超预期带来政策转向防通胀

对于明年国内的几大宏观变量周期我们判断，地产和基建周期拐头下行，经济复苏的重心会转向消费和制造业投资，结构上服务业和可选消费更优，而制造业投资总体增速继续上行可能有限，高端制造业投资增速可以继续保持。社融增速在十一月见拐点之后会继续趋势回落，利率易上难下。

分季度来看，上半年两个季度是能见度较高的阶段，一季度经济增长和通胀都会出于基数效应而出现大幅回升，但潜在的风险是欧美的疫情和财政救助的你追我赶能否支撑经济维持到疫苗生产。二季度，如果疫苗生产顺利，最快年中欧美发达国家疫苗接种率可以达到 60%，形成群体免疫，考虑到诸如加拿大人口少而疫苗预定量大，可能一季度就能形成群体免疫进而给全世界带来示范效应，如果在二季度初就形成疫情结束的一致预期，反而会在大宗商品的价格刺激下使得二季度的通胀继续维持高位。

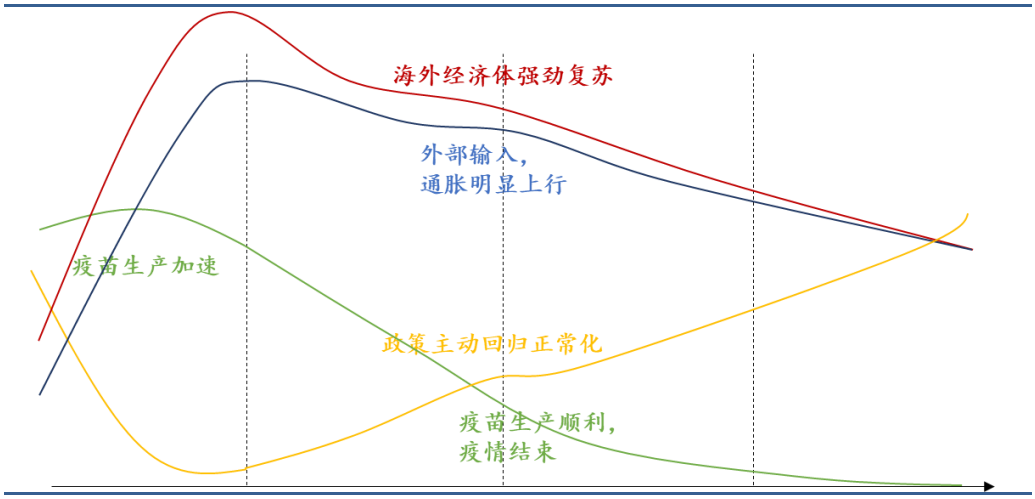
三季度开始，宏观环境将在经济复苏、通胀、政策节奏的多重组合中带来较大不确定。推演来看存在三种路径。路径一是：如果经济弱复苏，通胀冲高回落，宽松政策将延续；路径二是：如果经济强复苏、通胀明显回升，全球宽松政策可能主动开始回归正常化，或者市场预期回归正常化从而提前在资产价格上反映；路径三是：经济弱复苏，但通胀明显回升，全球宽松政策转向防通胀，被迫回归正常化 。

图 32：宏观环境路径一：海外经济弱复苏、通胀冲高回落、政策维持宽松



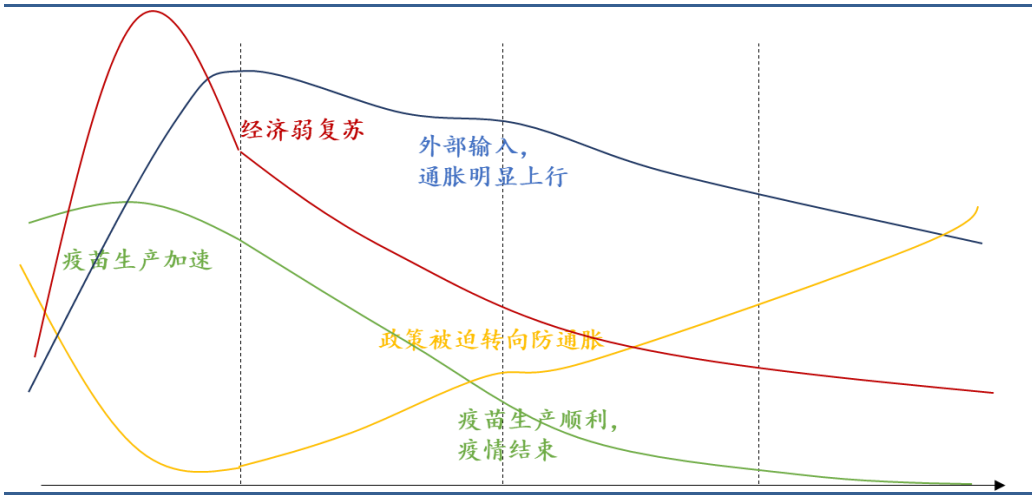
资料来源：Wind，民生证券研究院整理

图 33：宏观环境路径二：海外经济强复苏、通胀明显上行、政策主动回归正常化



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

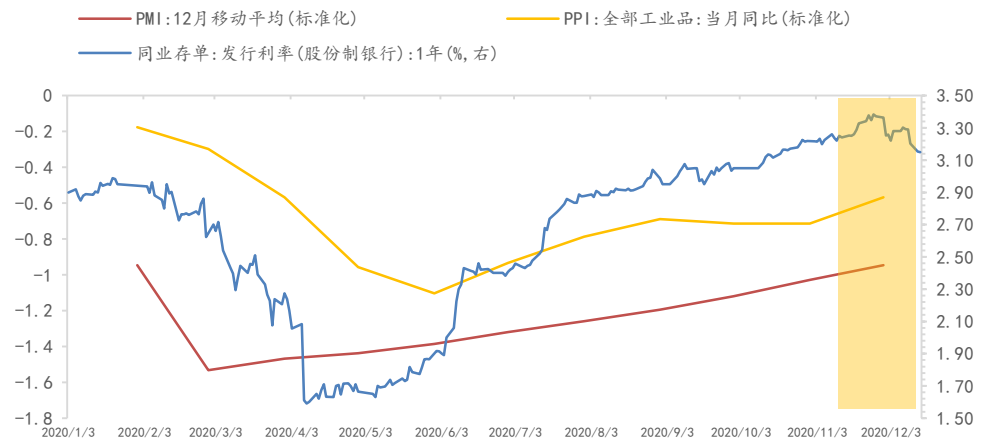
图 34：宏观环境路径三：海外经济弱复苏、通胀明显上行、政策被迫转向防通胀



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

之所以在系统性风险环节重点关注海外的经济增长和通胀是否会超预期，原因在于明年在控杠杆而难以明显去杠杆的背景下，只有货币政策转向防通胀才会引发流动性超预期收紧，进而打击各类风险资产。从上个月以永煤事件为代表的信用风险爆发后利率的走势来看，利率在上行之后很快便被政策层的表态和央行的对冲操作磨平，并有小幅下行。再结合历史上历次风险事件后利率的走势来看，信用风险本身是不会改变利率的趋势的，而明年在国内外形势重大不确定性面前，杠杆率只能控制不能大规模去化，显然就只有通胀才能促使货币政策转向，因而是最值得担忧的风险点。

图 35：信用风险冲击并不会导致流动性趋势改变

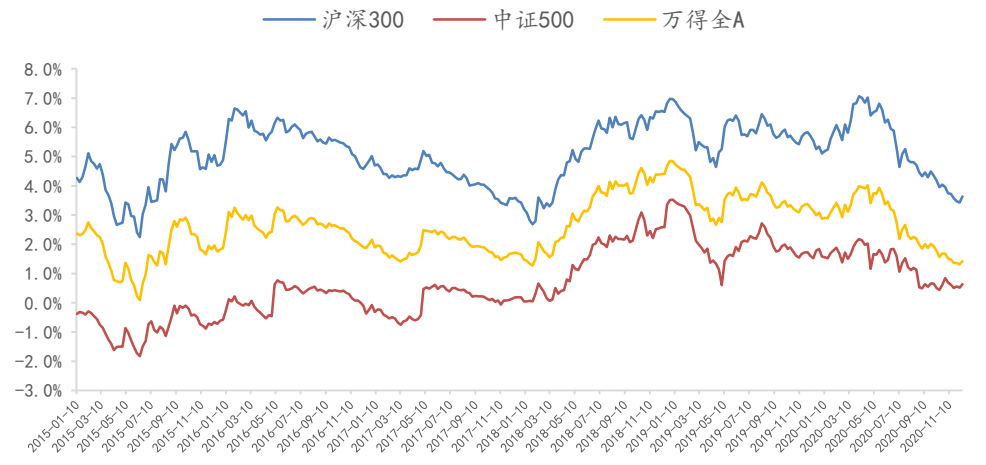


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

对于宏观环境的三种演化路径所带来的系统性风险，我们也分别设定了观察锚以随时在投资策略层面进行改变和应对。观察的第一个重点集中在一季度：疫苗生产的进展，以及先行注射疫苗的国家真实效果，还有后续经济反弹的力度。观察的第二个重点在二季度：海外消费和投资的复苏弹性，以及通胀的上行情况。到了年中基本就能确定全年的宏观路径到底是三种中的哪一种。

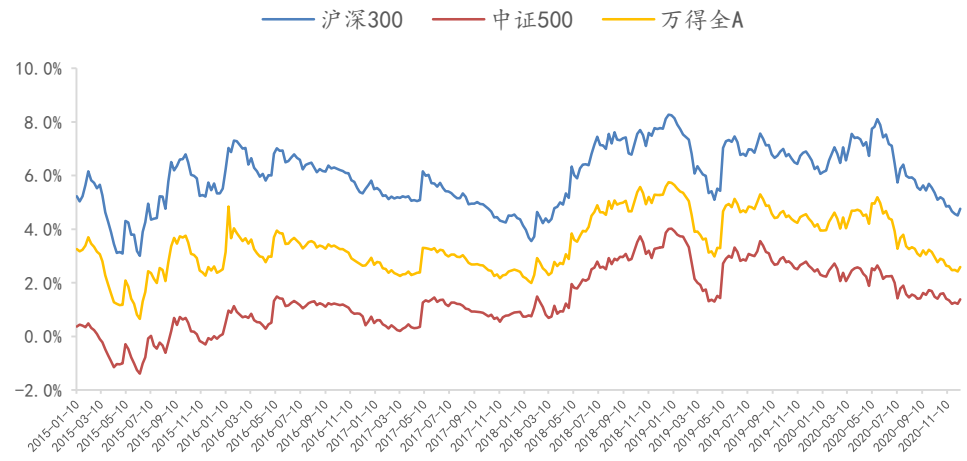
对于现阶段市场所担忧的估值问题，我们认为权益资产尚未达到泡沫阶段，且估值体系不能简单锚定历史区间。从沪深 300、中证 500 和万得全 A 的 FY1 和 FY2 估值倒数与十年期国债之差所构成的股债收益比来看，目前权重股占比较高的沪深 300 和万得全 A 已经接近 17 年末水平，而以中小市值股票为主的中证 500 还尚未达到。

图 36：主要指数股债收益比（基于 FY1 PE 和十年期国债收益率）



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

图 37：主要指数股债收益比（基于 FY2 PE 和十年期国债收益率）

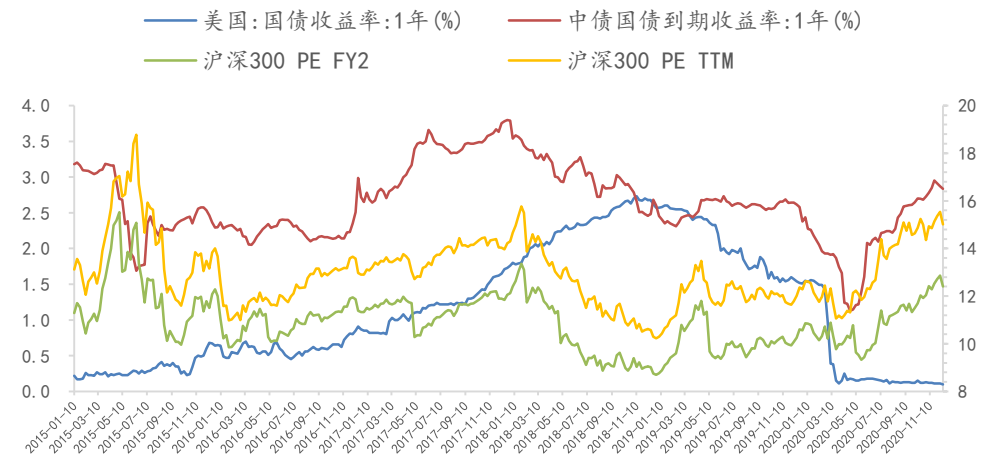


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

在策略体系介绍中我们已经阐述，资产的贵与不贵，值不值得买是一个非常主观的问题，核心点在于资金的成本，如果资产的收益率能够覆盖资金成本和机会成本，那么就仍然会有资金愿意持有。从资产供给端来讲，当前权益资产的重要特点在于股价中对明年复苏预期已经较充分的计价，但是这种线性外推很有可能会低估明年企业业绩修复的幅度和能力，因此在不便宜的估值水平下赚明年业绩继续修复的钱，仍然是一个不错的选择。更何况在全球优质资产越发稀缺的大趋势下，核心资产的估值很难回调到舒服的位置，长线资金持股不会被短期波动所干扰，这也是目前估值水平能够支撑的重要原因之一。

从资金成本的角度来看，明年外资将是市场流动性方面的重要变量，也是抵御国内流动性偏下行的主要力量。截止目前，美国一年期国债收益率仅 0.1%，对于这类资金来讲，不论是国内的债券还是股票，吸引力都远胜于国外同类资产。

图 38：从资金成本看，明年外资将是影响市场流动性最大的变量



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

（二）行情展望：Q1 偏震荡，Q2 看消费，下半年关注系统性风险变化

Q1 阶段由于疫苗生产落地尚未能达成一致预期，线下消费的复苏仍会受到制约，且海外短期仍然受困于愈演愈烈的新增病例，因此市场整体仍将偏向震荡，机会主要集中在：1、前期回调到位且有基本面催化；2、能够在一季报业绩增速上形成预期差，这两大方向上。

Q2 阶段随着疫苗生产和实际效果逐步被验证，以及欧美财政刺激逐步落地，以线下场景消费为主要商业模式的板块将得到演绎，业绩修复的弹性也会更大。

二季度末开始需要更加关注系统性风险的演绎，尤其是海外发达国家经济增长和由此延伸的通胀预期。如果货币政策转向防通胀，权益资产表现可能会迎来明显分化，能够对冲通胀的周期板块更优，而如果经济修复不及预期，宽松政策延续，科技消费的方向仍将是主线逻辑。

五、风险提示

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

插图目录

图 1：高确定性龙头股高估值的原因是优质资产的稀缺性和低成本资金的涌入 4
图 2：优质核心资产估值体系重构 5
图 3：个股股价按照业绩确定性出现了明显分层 5
图 4：流动性环境对权益资产的影响比总量经济增速更加重要 6
图 5：策略体系思考一：投资组合内高确定性龙头长期持有，其它资产贡献收益弹性 7
图 6：策略体系思考二：行业轮动带来的只是摩擦成本，核心是各板块仓位的上下调整 8
图 7：策略研究体系框架 8
图 8：用工和薪酬已经明显回升，但消费者信心仍处低位 9
图 9：和线下活动低位一样，疫情是当前制约消费的主因 9
图 10：可选消费和服务业有望在线下场景回归下加速复苏 9
图 11：领先指标均指向制造业投资将继续回升 10
图 12：信用风险和杠杆率约束下，制造业投资融资渠道会相对受限进而影响后续增速 11
图 13：高端制造业投资在疫情后快速恢复，在融资端支持下增速有望延续 11
图 14：中国出口增速在疫情期间一枝独秀，但后续可能面临回归 12
图 15：贷款利率下行见底会约束地产需求，进而影响地产商融资能力 12
图 16：高频数据显示，地产销售自 8 月份以来已经有见顶迹象 13
图 17：基建投资增速体现出明显的逆周期属性 13
图 18：财政刺激收敛，城投债和地方政府债增速下滑 14
图 19：政府债融资越来越成为社融的重要支撑力量 14
图 20：经济修复将使得资金进入实体经济，进而不利于债市利率 15
图 21：通胀预期会进一步不利于利率趋势 15
图 22：控杠杆意味着疫情期间大幅增长的流动性要开始回归正常水平 16
图 23：国内政策回归正常化与海外宽松环境的反差不改变的话会使得外资持续流向人民币资产 16
图 24：美国疫苗接种后民众免疫比例预测 17
图 25：欧盟疫苗接种后民众免疫比例预测 18
图 26：股市和商品反弹力度明显大于实体经济修复情况 19
图 27：美国房地产市场在低利率环境下需求明显回升 19
图 28：美国财政直接转移支付使居民可支配收入明显增加 20
图 29：美国居民资产负债表在疫情期间并未明显恶化 20
图 30：目前美国居民收入中转移支付的占比很大，薪资收入仍然下滑 21
图 31：美国消费和制造业库存都处于极低位置 21
图 32：宏观环境路径一：海外经济弱复苏、通胀冲高回落、政策维持宽松 29
图 33：宏观环境路径二：海外经济强复苏、通胀明显上行、政策主动回归正常化 30
图 34：宏观环境路径三：海外经济弱复苏、通胀明显上行、政策被迫转向防通胀 30
图 35：信用风险冲击并不会导致流动性趋势改变 31
图 36：主要指数股债收益比（基于 FY1 PE 和十年期国债收益率） 31
图 37：主要指数股债收益比（基于 FY2 PE 和十年期国债收益率） 32
图 38：从资金成本看，明年外资将是影响市场流动性最大的变量 32

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

钱力，策略研究员，美国杜兰大学金融学硕士，三年宏观策略研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。