东兴证券 DONGXING SECURITIES

扰动带来良机，主线还是顺周期

2020 年 12 月 13 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：

市场整体回调，周期表现稳健，成长、消费呈现分化态势。上周股票市场整体回调，创业板指跌 1.58%、上证综指跌 2.83%。煤炭、钢铁、石油石化、机械等周期行业在市场整体回调下表现稳定，均跑赢上证综指。食品饮料、电新、消费者服务、医药、电子等成长、消费板块中长期景气度向好的行业表现相对良好，景气度不足的板块如传媒、通信、计算机则表现较差。本周社融拐点出现，我们前期提出的几个观点得到验证：1）长期景气度向好行业表现良好初步验证即便信用收紧，叠加盈利上行，也不是估值的全面回落；2）海外供需主导的原材料铁矿石、石油等表现稳定初步反映出海外供需两旺、全球需求走向扩张的态势；3）人民币相对美元持续升值趋势确立持续得到验证。但从当前市场俩看，消费全面复苏的信号未出现。

本周两个重点事件受到市场普遍关注也引发市场较大波动，一是 CPI 同比大降引发通缩预期，二是社融拐点出现。

第一、CPI 大幅回落但无通缩风险，预计不会对整体股票市场造成实质性扰动。12 月 9 日，11 月 CPI 数据公布，CPI 同比-0.5%，预期值 0.1%，远不及预期。CPI 下行主要受食品分项的下拉，特别是猪肉、蔬菜价格的大幅下跌，猪肉本月同比-12.5%，较上月跌势继续扩大 9.7 个百分点，主要系去年高基数效应影响以及生猪供给增加，鲜菜本月同比 8.6%，较上月增速下降 8.1 个百分点。核心 CPI 持平表明国内基本面并未走弱。春节将至，猪肉、蔬菜等即将进入消费旺季，价格能够获得需求支撑，且单个分项的特定原因下跌预计不会引起全面通缩，对整体股票市场造成实质性扰动。

第二、社融拐点初现，信用债违约引发社融结构性变化，有限资金或将涌向低估值与高盈利。11 月社融增量同比仅为 6.84%，创 3 月以来新低，存量同比增长 13.6%，年内首次回落。信用违约事件导致 11 月企业债券融资显著减少，同时带动了信用利差的上行，提高企业潜在的融资成本，叠加表外融资处于持续压降区间，信用的收缩以及融资渠道结构性的变化进一步冲击估值虚高以及内生动力较弱的企业。经济向好、货币相对趋紧的环境下，有限资金将更倾向于追寻基本面持续向好、估值相对合理的板块。

CPI 大幅下行及社融拐点出现不会改变长期趋势，扰动反而带来机会。CPI 同比大降但主要系猪肉、蔬菜价格受特殊原因影响下跌，核心 CPI 保持稳定，无全面通缩风险，不会对股票市场整体造成实质性扰动。社融拐点初现，信用债违约导致企业债券融资下滑且提高潜在融资成本，表外融资持续处于压降区间，信用收缩以及融资渠道结构性变化进一步冲击估值虚高及内生动力较弱的企业。经济向好、货币相对趋紧的环境下，有限资金将更倾向于追寻基本面持续向好、估值相对合理的板块。两个事件不会改变长期趋势，反而带来结构性机会。行业配置选择“低估值+高盈利”：1）顺周期中的上游资源品：有色、钢铁、石油石化；2）受益于经济复苏盈利改善，估值具备修复预期的金融，重点关注银行和保险。

风险提示:宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

目 录

1. 周期表现稳健，成长、消费呈现分化态势 3
2. CPI 大幅回落但并无“通缩”风险 4
3. 社融拐点初现，信用债违约引发社融结构性变化 4
4. CPI 大幅下行及社融拐点出现不会改变长期趋势，扰动反而带来机会 5
5. 风险提示 5

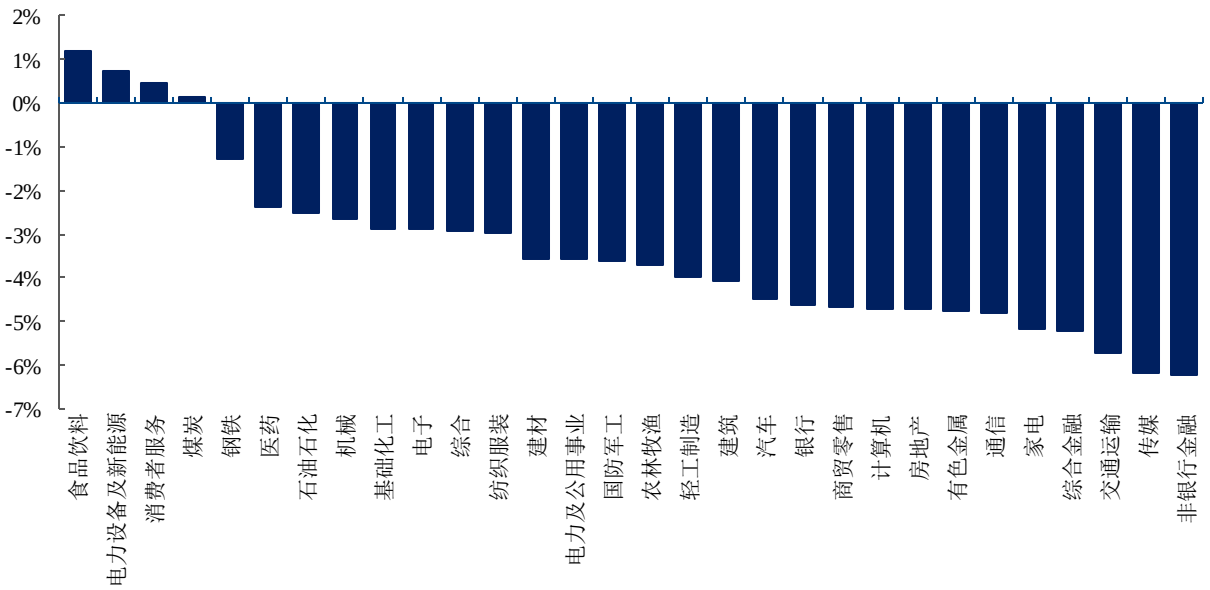
插图目录

图 1：上周市场仅食品饮料、电新、消费者服务、煤炭小幅上涨，成长股分化 3
图 2：主要指数均下跌，创业板指跌-1.58%，上证综指跌-2.83% 4
图 3：各主要风格指数均下跌 4
图 4：人民币相对美元持续升值趋势确立 4
图 5：11 月 CPI 同比-0.5%，主要受食品价格下拉 5
图 6：11 月猪肉价格大跌，同比仅为-12.50% 5
图 7：核心 CPI 同比 0.5%，已连续 5 个月维持稳定 5
图 8：11 月社融增量为 2.13 万亿元，同比创 3 月以来新低 6
图 9：社融规模存量同比 13.6%，为年内首次下行 6
图 10：企业债券融资压缩，表外融资持续压降，信贷小幅多增支撑社融规模 7
图 11：信托贷款压降速度进一步提升达年内高点 7

1. 周期表现稳健，成长、消费呈现分化态势

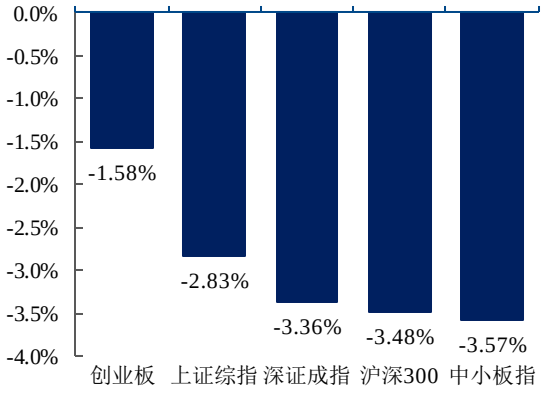
市场整体回调，周期跌幅较小，成长、消费股呈现分化态势。上周股票市场整体回调，各主要指数均下跌，创业板指跌 1.58%、上证综指跌 2.83%、沪深 300 跌 3.48%。煤炭、钢铁、石油石化、机械等周期行业在市场整体回调下表现相对稳定，周涨跌幅分别 0.16%、-1.27%、-2.52%、-2.67%，均跑赢上证综指。食品饮料、电力设备及新能源、消费者服务、医药、电子等成长、消费板块中长期景气度向好的行业表现相对良好，周涨跌幅为 1.21%、0.75%、0.46%、0.16%、-2.40%、-2.91%，景气度不足的板块如传媒、通信、计算机则表现较差，上周分别下跌-6.19%、-4.82%和-4.72%。本周社融拐点初现，我们前期提出的几个观点得到验证：1）长期景气度向好行业表现良好初步验证即便信用收紧，叠加盈利上行，也不是估值的全面回落；2）海外供需主导的原材料铁矿石、石油等表现稳定初步反映出海外供需两旺、全球需求走向扩张的态势；3）人民币相对美元持续升值趋势确立持续得到验证。但从当前市场来看，消费全面复苏的信号未出现。

图 1： 上周市场仅食品饮料、电新、消费者服务、煤炭小幅上涨，成长股分化



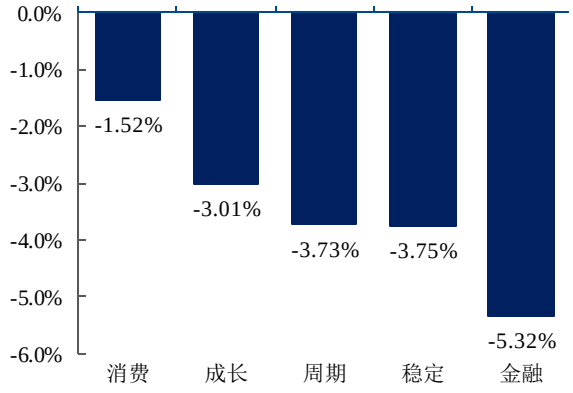
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：主要指数均下跌，创业板指跌-1.58%，上证综指跌-2.83%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3：各主要风格指数均下跌



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4：人民币相对美元持续升值趋势确立



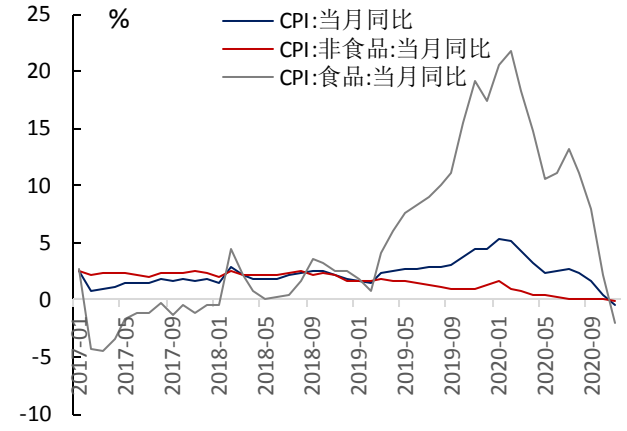
资料来源：wind、东兴证券研究所

2. CPI 大幅回落但并无“通缩”风险

CPI 大幅回落但并无“通缩”风险。2020 年 12 月 9 日国家统计局发布 11 月 CPI 数据：CPI 同比-0.5%，前值 0.5%，预期值 0.1%，远不及预期，核心 CPI 为 0.5%，已连续 5 个月持平。CPI 下行主要受食品分项的下拉，CPI 食品当月同比为-2.0%，较前月大幅下跌 15.20 个百分点。食品分项下行主要原因在于猪肉、蔬菜价格的大幅下跌。猪肉本月同比-12.5%，较上月跌势继续扩大 9.7 个百分点，主要系去年高基数效应影响以及生猪供给增加，鲜菜本月同比 8.6%，较上月增速下降 8.1 个百分点。核心 CPI 连续 5 个月持平表明

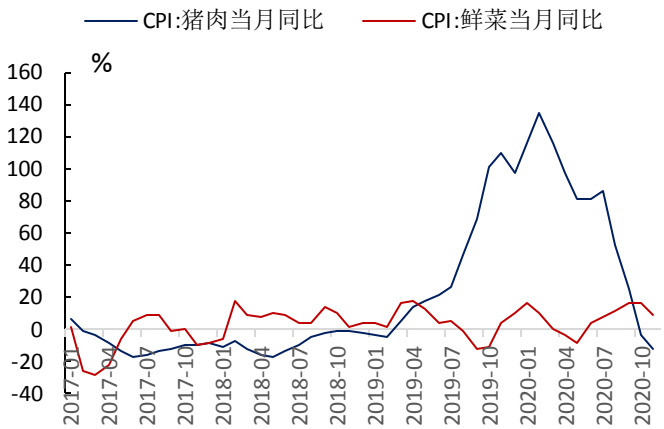
国内基本面并未走弱，除食品外的消费品供需稳定。食品价格带动 CPI 下行，但春节将至，猪肉、蔬菜等即将进入消费旺季，价格能够获得需求支撑，且单个分项的特定原因下跌不会引起全面通缩，对整体股票市场造成实质性扰动。

图 5：11 月 CPI 同比-0.5%，主要受食品价格下拉



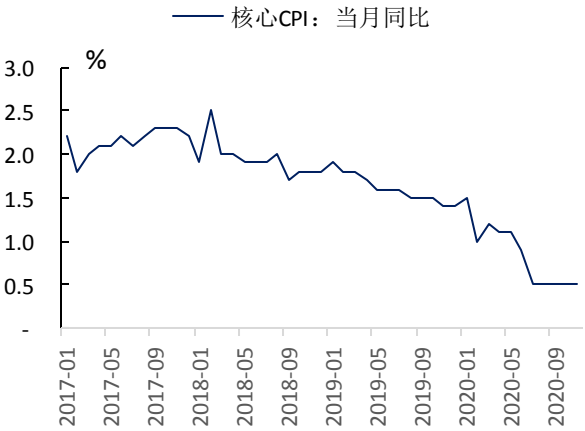
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：11 月猪肉价格大跌，同比仅为-12.50%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7：核心 CPI 同比 0.5%，已连续 5 个月维持稳定

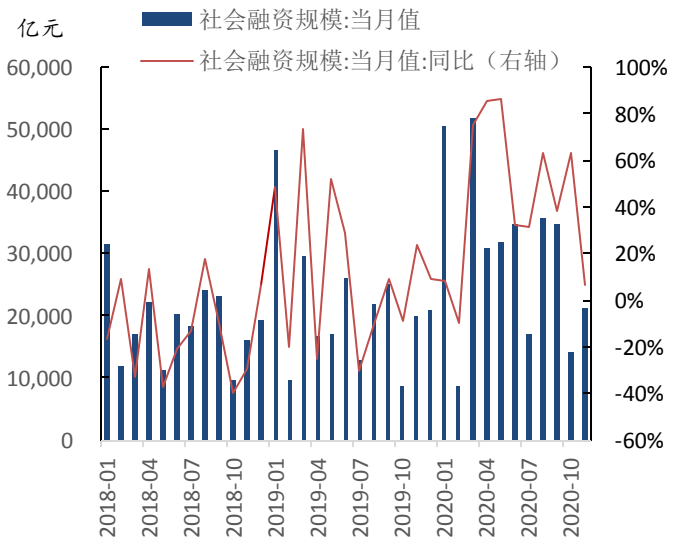


资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 社融拐点初现，信用债违约引发社融结构性变化

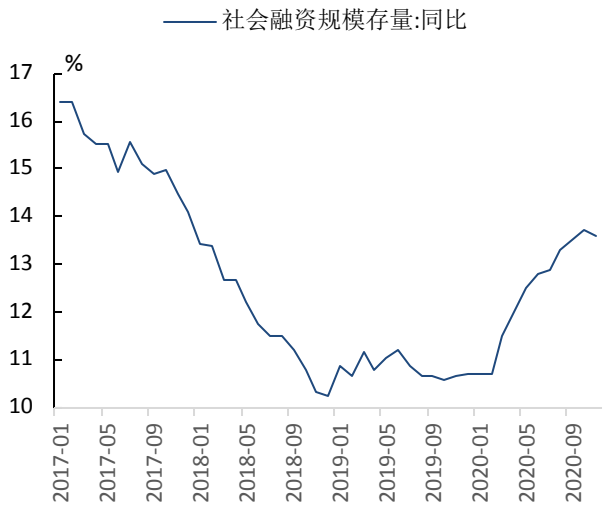
社融拐点初现，信用债违约引发社融结构性变化，有限资金或将涌向低估值与高盈利。11 月社会融资规模增量为 2.13 万亿元，同比大幅下行，仅为 6.84%，创 3 月份以来新低。社融存量同比增长 13.6%，较前值回落 0.1 个百分点，为年内首次出现回落。信用违约事件导致 11 月企业债券融资显著减少，由 10 月的 2522 亿元大幅下降至 11 月的 862 亿元，同时带动了信用利差的上行，地方国企、民营企业产业债信用利差分别由 11 月 7 日的 272.62bp、73.38bp 上升至 288.92bp、109.17bp，提高了企业潜在的融资成本。当前表外融资处于持续压降区间，11 月信托贷款、委托贷款、未贴现承兑汇票分别下降 1387 亿元、31 亿元、636 亿元，特别是信托贷款压降速度进一步加快，降幅达年内最高。信用的收缩以及融资渠道结构性的变化进一步冲击估值虚高以及内生动力较弱的企业。经济向好、货币相对趋紧的环境下，有限资金将更倾向于追寻基本面持续向好、估值相对合理的板块。

图 8：11 月社融增量为 2.13 万亿元，同比创 3 月以来新低



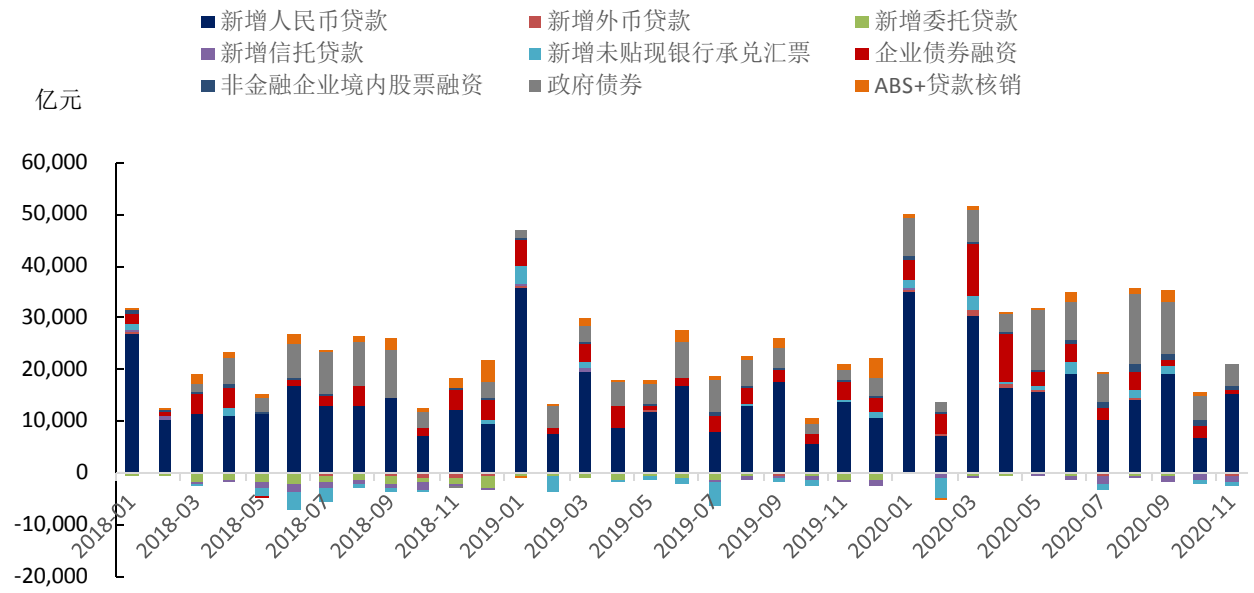
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：社融规模存量同比 13.6%，为年内首次下行



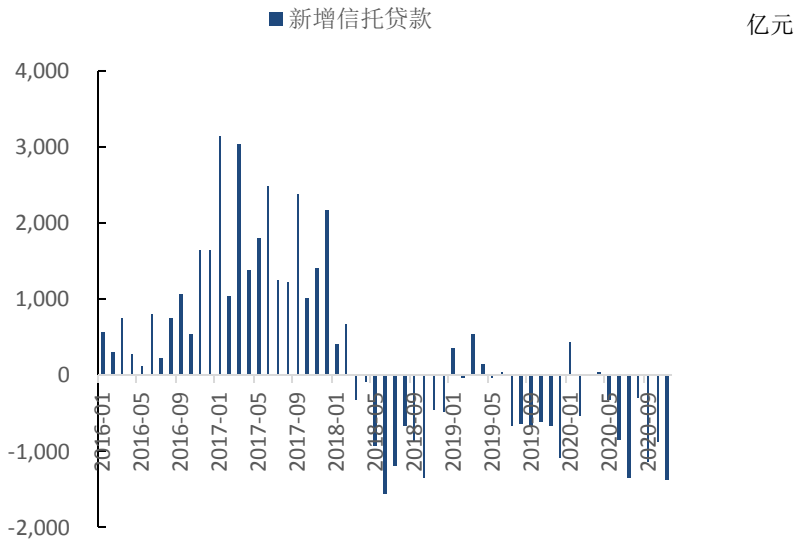
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：企业债券融资压缩，表外融资持续压降，信贷小幅多增支撑社融规模



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 11：信托贷款压降速度进一步提升达年内高点



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. CPI 大幅下行及社融拐点出现不会改变长期趋势，扰动反而带来机会

CPI 大幅下行及社融拐点出现不会改变长期趋势，扰动反而带来机会。CPI 同比大降但主要系猪肉、蔬菜价格受特殊原因影响下跌，核心 CPI 仍延续稳定趋势，并无全面通缩风险，不会对股票市场整体造成实质性扰动。社融拐点初现，信用债违约导致企业债券融资下滑且提高潜在融资成本，表外融资持续处于压降区间，信用的收缩以及融资渠道结构性的变化进一步冲击估值虚高以及内生动力较弱的企业。经济向好、货币相对趋紧的环境下，有限资金将更倾向于追寻基本面持续向好、估值相对合理的板块。两个事件不会改变长期趋势，反而带来结构性机会。行业配置上选择“低估值+高盈利”：1）顺周期中的上游资源品：有色、钢铁、石油石化；2）受益于经济复苏盈利改善，估值具备修复预期的金融，重点关注银行和保险。

5. 风险提示

宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

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

研究助理：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