太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-12-13

投资策略报告

布局估值切换，短期调整无碍中期向上

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：布局估值切换，短期调整无碍中期向上。近期市场出现调整，但顺周期+科技消费表现相对抗跌，与近期外资节奏和年底流动性对冲存在一定关联。市场呈现抢跑春季躁动态势，由此我们强调顺周期+双循环两手准备的必要性。目前国内外经济展现韧性十足，我国出口将持续受益于与海外的供需错位，金融数据虽见顶回落，但企业经营仍在持续改善，后续经济动力有赖制造业内生的新一轮库存周期。短期市场利率抬升出现放缓，但货币“紧平衡”中期趋势不变。基本面和外资将持续支撑A股向上，市场观望情绪仅是短期扰动，估值切换行情可期。

社融如期回落，企业经营持续好转。11月社融2.13万亿，存量同比增长13.6%，较10月回落0.1个百分点。社融同比回落可能是资管新规即将到期以及近期信用风险事件的影响，导致信用债融资出现压力。结构上，社融高位增长仍受益于政府部门加杠杆；企业融资整体需求保持平稳；前期疫情期间压制的居民需求仍在持续释放中，结合CPI来看，显示下游需求修复虽有所修复但偏缓。预计12月政府融资仍将是社融核心驱动，但未来社融的驱动力将更多有赖企业。历史上，在社融高位回落后，由于经济周期相对信贷周期的滞后反应，A股市场并未见得马上进入下行；在风格上，消费和成长往往有更好表现，展现绝对收益，凸显出“弱周期”的优势，但若在市场整体走熊和杀估值的大环境下，金融和消费板块的防御属性能提供相对收益。

受益供需错配，出口仍能持续改善。11月我国出口同比增21.1%，较10月上升9.7个百分点，创下了继2018年以来的最高涨幅，持续受益于全球经济复苏过程中我国生产能力的优先修复，同时反映出外需改善的韧性。从结构上看，防疫物资尽管需求有所放缓但仍处于较高水平，对我国出口保持正向带动；劳动密集型产业出口持续改善；资本密集型产业出口维持扩张态势。即便疫苗研制的利好消息不断传出，但受疫情影响较大的国家也很难在短时间内恢复产能，因此中国出口具有持续性。节奏上，我国2021年出口前高后低，我国出口驱动力将由疫情物资转向国内产业链优化、全球经济逐渐修复。

利率抬升放缓，流动性阶段性缓解。11月下旬以来，央行积极投放中长期流动性，显现出呵护姿态。此前11月30日月末央行投放2000亿元MLF超市场预期，打破每月中旬投放一次的常规。历史上，非常规续作（2018年和2019年各两次在下旬）均主要基于流动性对冲、防风险的考虑。投放后，货币政策也未必会持续宽松，利率保持持续下行，由此并不能过度解读。受益于央行操作的积极对冲，市场利率抬升的速度有所放缓。价格方面，截止12月11日10年期国债收益率小幅回落至3.2951%，基本已回升到2019年疫情前的高位水平。结合三季度货币政策报告中“控总量、调结构”的提法，12月公开市场操作可能偏向于对冲属性，目前仅是阶段性的边际宽松。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，做好两手准备。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：布局估值切换，短期调整无碍中期向上 4
1、社融如期回落，企业经营持续好转 4
2、受益供需错配，出口仍能持续改善 6
3、利率抬升放缓，流动性阶段性缓解 7
4、布局估值切换，短期调整无碍中期向上 8

图表目录

图表 1：11 月政府部门延续加杠杆 5
图表 2：M1 在 11 月仍有明显改善 5
图表 3：社融增速见顶后 A 股市场风格表现分化明显 5
图表 4：我国出口仍明显受到疫情物资的支撑 6
图表 5：汽车、家电、纺服估值缺口较大，趋于回落 6
图表 6：2018 年和 2019 年各有两次 MLF 在下旬投放 7
图表 7：10 年期国债收益率已回升至 2019 年疫情前高位 7
图表 8：各重要指数估值水位均有下滑（截止 2020 年 12 月 11 日） 8
图表 9：各风格板块估值均有小幅回落（截止 2020 年 12 月 11 日） 8

核心结论：布局估值切换，短期调整无碍中期向上

近期市场出现调整，但顺周期+科技消费表现相对抗跌，与近期外资节奏和年底流动性对冲存在一定关联。市场呈现抢跑春季躁动态势，由此我们强调顺周期+双循环两手准备的必要性。目前国内外经济展现韧性十足，我国出口将持续受益于与海外的供需错位，金融数据虽见顶回落，但企业经营仍在持续改善，后续经济动力有赖制造业内生的新一轮库存周期。短期市场利率抬升出现放缓，但货币“紧平衡”中期趋势不变。基本面和外资将持续支撑A股向上，市场观望情绪仅是短期扰动，估值切换行情可期。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，做好两手准备。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、社融如期回落，企业经营持续好转

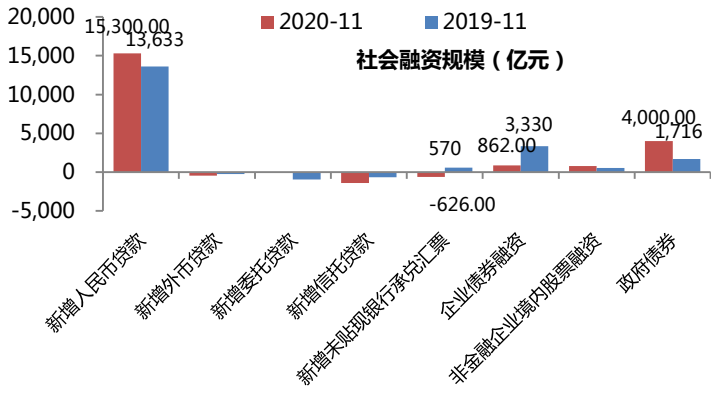
11月社融2.13万亿，存量同比增长13.6%，较10月回落0.1个百分点。社融同比回落可能是资管新规即将到期以及近期信用风险事件的影响，导致信用债融资出现压力，信用债发行862亿元，同比少增2468亿，主要是由于永煤违约事件的影响，导致信用债发行取消。结构上，社融高位增长仍受益于政府部门加杠杆，政府债券净增4000亿元，同比多增2284亿元，仍保持增加；企业融资整体需求保持平稳，11月企业新增中长期贷款达5887亿元，持续好于去年同期，同比多增1681亿元，结合M1和M2来看，11月M2仍保持在10.7%的较高增速，较10月环比提升0.2个百分点，仍高于当前经济名义增速，M1同比提升至10%，反映出企业经营活动现金流有所好转。此外，11月委贷+信托贷款同比没有明显收缩，分别同比少减928亿元、多减714亿元，压降较强，显示监管整顿金融乱象依然明确。企业股票融资同比明显改善，同比多增247亿元，与近期资本市场改革推进相关。

另外，居民部门需求继续释放，前期疫情期间压制的居民需求仍在持续释放中，结合CPI来看,11月核心CPI同比维持前期的0.5%,显示下游需求修复虽有所修复但偏缓。11月居民贷款新增7534亿元，同比多增703亿元。居民短期贷款、中长期贷款分别为2486亿元、5049亿元，其中长期贷款增加与房地产市场的回暖有关，按揭贷款需求仍较旺盛。

整体来看，11 月金融数据虽出现边际高点回落，但仍保持高位，延续前期政府部门加杠杆的趋势，符合流向实体的“精准投放”基调，企业活跃度提升，但居民需求修复缓慢。考虑到一般国债及地方政府一般债券剩余约 4 千亿额度将在 12 月发行，叠加低基数，预计 12 月政府融资仍将是社融核心驱动，但未来社融的驱动力将更多有赖企业。虽然自二季度以来，我国经济得以持续回暖，但下游需求偏弱、就业等压力仍需要货币政策的支持，目前不具备收紧的条件，2021 年社融增速有望呈现先下后稳的格局。

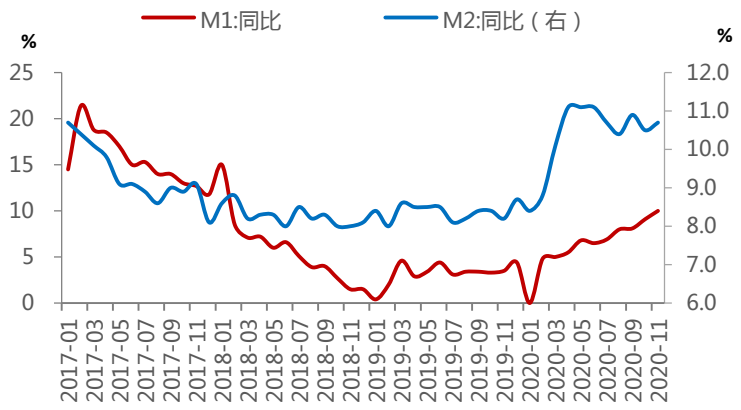
历史上，在社融高位回落后，往往由于经济周期相对信贷周期的滞后反应，A 股市场并未见得马上进入下行，例如 2009 年 10 月、2013 年 1 月、2017 年 12 月新增社融增速高点后 1 个月市场仍能显示稳中向上，后续也主要受金融权重板块的拖累而促使指数表现不理想；在风格上，消费和成长往往有更好表现，展现绝对收益，凸显出“弱周期”的优势，但若在市场整体走熊和杀估值的大环境下（类比 2018 年的市场），金融和消费板块的防御属性能提供相对收益。

图表 1：11 月政府部门延续加杠杆



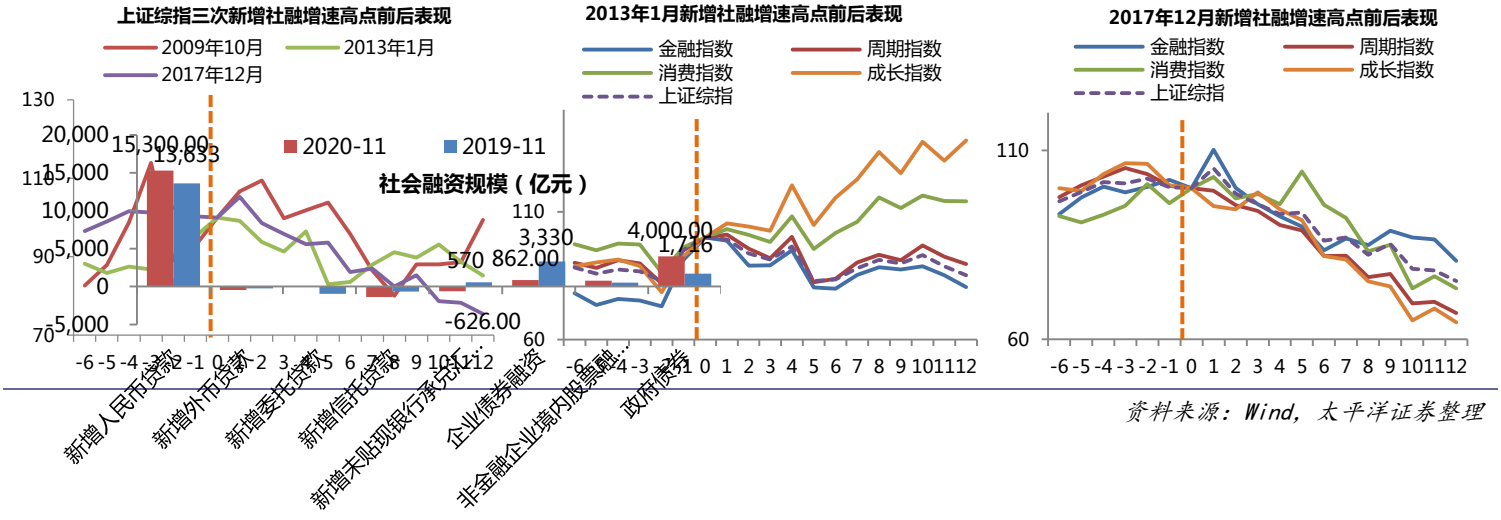
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：M1 在 11 月仍有明显改善



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：社融增速见顶后 A 股市场风格表现分化明显



资料来源：Wind，太平洋证券整理

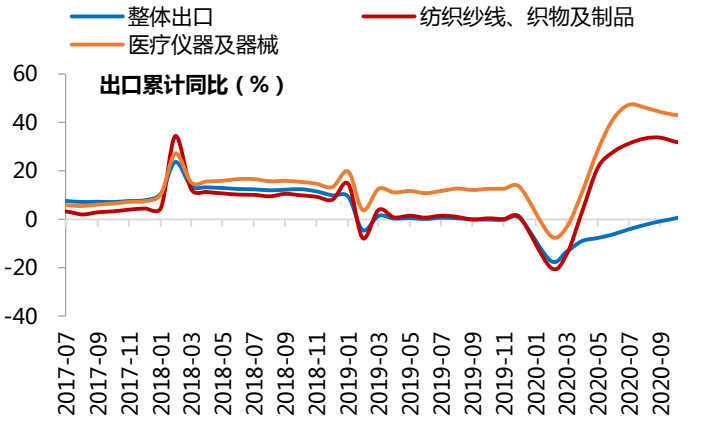
2、受益供需错配，出口仍能持续改善

11 月以美元计价的我国出口同比增长 21.1%，较 10 月上升 9.7 个百分点，创下了继 2018 年以来的最高涨幅，持续受益于全球经济复苏过程中我国生产能力的优先修复，同时反映出外需改善的韧性。从结构上看，11 月医疗仪器及机械出口额累计同比由 43.0%下滑到 42.5%，持续下滑，而纺织纱线、织物及制品出口额累计同比由 31.9%下滑到 31.0%，防疫物资尽管需求有所放缓但仍处于较高水平，对我国出口保持正向带动；劳动密集型产业出口持续改善，服装、家具、灯具照明、玩具 11 月出口累计同比分别为-7.2%、9.9%、13.6%、5.9%，均较 10 月环比明显改善，显示海外居民生活逐步恢复正常，疫情对居民消费的影响有所减小；资本密集型产业出口维持扩张态势，11 月高新技术产品和机电产品出口额累计同比 4.7%，保持修复增长，推动我国出口维持扩张态势。

从地区来看，11 月我国对美国、欧盟出口增速改善靠前，累计同比分别环比提升 4.1%、2.0%均至 5.7%。而对东盟和日本的出口累计增速改善靠后，或与欧美疫情加剧，防疫物资需求旺盛有关，欧美 PMI 指数持续，需求向好，但本国国内供给水平有限条件下，对我国进口依赖回升。叠加西方节日消费增加，预计中国出口景气仍将持续。

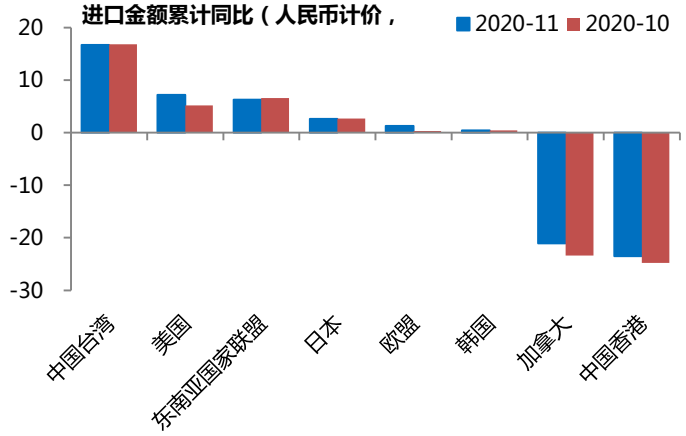
总体上，11 月出口保持强劲复苏，仍充分受益于全球经济复苏过程中我国生产能力的优先修复，目前海外疫情仍然没有平息，即便疫苗研制的利好消息不断传出，但受疫情影响较大的国家也很难在短时间内恢复产能，因此海外的供需缺口具有一定的持续性，从而带动中国出口。节奏上，我国 2021 年出口前高后低，在上半年出口将有望达到高点，随着明年疫苗兑现以及海外生产的逐步恢复，预计我国出口将在下半年出现回落，我国出口驱动力将由疫情物资转向国内产业链优化、全球经济逐渐修复。

图表 4：我国出口仍明显受到疫情物资的支撑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：汽车、家电、纺服估值缺口较大，趋于回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、利率抬升放缓，流动性阶段性缓解

11 月下旬以来，央行积极投放中长期流动性，显现出呵护姿态。此前 11 月 30 日月末央行投放 2000 亿元 MLF 超出市场预期，打破每月中旬投放一次的常规。历史上来看，多数 MLF 发行在月中主要为了到期续作，目前有四次非常规续作（2018 年和 2019 年各两次在下旬），均主要基于流动性对冲、防风险的考虑，非常规 MLF 投放后，货币政策也未必会持续宽松，利率保持持续下行，由此并不能过度解读此次非常规 MLF 投放对于研判货币政策未来走向的信号意义。我们认为此次的非常规 MLF 续作也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），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）。

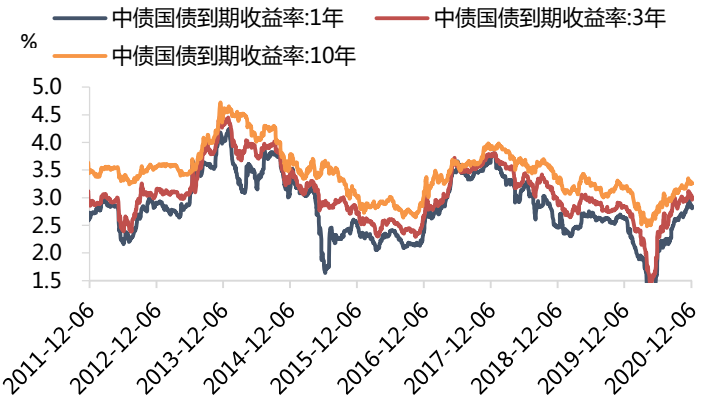
受益于央行操作的积极对冲，市场利率抬升的速度有所放缓。从最新流动性量价数据来看，价格方面，长端收益率出现边际回落，截止 12 月 11 日 10 年期国债收益率小幅回落至 3.2951%，此前 10 年期国债收益率从 4 月底部的 2.5%上涨 80BP 至近期的 3.3%附近，基本已回升到 2019 年疫情前的高位水平，此时央行的积极对冲或可确认 3.3%的高位利率短期内难以进一步提升；量方面，11 月以来，MLF 超量续作，投放 1 万亿，回笼 9000 亿，逆回购呈缩量续作，投放 1.95 万亿，回笼 2.31 万亿。结合三季度货币政策报告中“控总量、调结构”的提法，12 月公开市场操作可能偏向于对冲属性，目前仅是阶段性的边际宽松。

图表 6：2018 年和 2019 年各有两次 MLF 在下旬投放

年份	2018 年	2019 年	2020 年
MLF 月中投放次数	15	12	11
MLF 月底投放次数	2	2	1
合计	17	14	12

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：10 年期国债收益率已回升至 2019 年疫情前高位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、布局估值切换，短期调整无碍中期向上

近期市场出现调整，但顺周期+科技消费表现相对抗跌，与近期外资节奏和年底流动性对冲存在一定关联。市场呈现抢跑春季躁动态势，由此我们强调顺周期+双循环两手准备的必要性。目前国内外经济展现韧性十足，我国出口将持续受益于与海外的供需错位，金融数据虽见顶回落，但企业经营仍在持续改善，后续经济动力有赖制造业内生的新一轮库存周期。短期市场利率抬升出现放缓，但货币“紧平衡”中期趋势不变。基本面和外资将持续支撑A股向上，市场观望情绪仅是短期扰动，估值切换行情可期。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，做好两手准备。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 8：各重要指数估值水位均有下滑（截止 2020 年 12 月 11 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	1.61	39.51%	15.01	65.65%	19.36	-3.31	38.50
	上证 50	1.26	28.14%	11.85	53.28%	11.90	-3.08	33.92
	中小板指	4.30	55.70%	35.30	68.13%	34.82	-2.86	41.91
	创业板指	7.45	89.57%	63.79	81.73%	49.48	-0.91	47.11
	中证 500	2.04	17.25%	28.71	30.87%	17.88	-3.59	24.22
	创业板 50	8.61	84.78%	75.77	83.39%	67.61	-0.73	63.75

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 9：各风格板块估值均有小幅回落（截止 2020 年 12 月 11 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	1.14	5.6%	16.17	28.7%	-1.35	-1.21	21.85
	化工	2.43	39.1%	29.61	47.7%	29.75	-1.93	44.26
	钢铁	0.98	16.9%	14.45	31.8%	4.31	-1.37	19.20
	有色金属	2.51	26.4%	44.46	55.5%	20.55	-2.32	43.39
	建筑材料	2.11	32.3%	14.23	9.7%	21.69	-3.41	22.78
	建筑装饰	0.87	0.0%	9.31	2.2%	-4.20	-4.34	2.59
	电气设备	3.61	57.6%	40.20	45.1%	65.71	1.26	67.12
	机械设备	2.57	37.1%	29.00	39.7%	26.07	-2.39	36.40
	公用事业	1.37	2.0%	18.09	7.0%	-1.18	-3.76	8.46

	交通运输	1.48	19.4%	24.14	56.6%	-2.30	-5.19	18.84
消费	汽车	2.21	39.9%	29.53	71.0%	39.08	-4.90	58.73
	家用电器	3.72	84.9%	25.40	61.9%	21.85	-5.51	50.79
	纺织服装	1.87	22.9%	37.23	63.9%	-4.05	-3.04	4.31
	轻工制造	1.93	27.8%	25.83	24.7%	16.34	-3.09	29.55
	商业贸易	1.47	4.9%	28.02	38.4%	3.15	-5.25	10.92
	农林牧渔	3.42	45.4%	15.37	0.3%	14.35	-4.37	11.59
	食品饮料	9.70	97.6%	48.31	88.3%	67.83	4.27	94.02
	休闲服务	6.25	86.8%	134.10	99.2%	62.94	1.60	92.94
	医药生物	4.50	65.1%	42.83	62.3%	42.90	-1.00	40.65
金融	房地产	1.16	0.4%	8.75	1.2%	-9.15	-6.02	10.18
	银行	0.70	2.4%	7.18	37.1%	-4.16	-5.95	16.74
	非银金融	1.94	23.3%	18.14	29.3%	2.91	-7.28	25.09
成长	国防军工	3.26	60.6%	65.55	54.9%	37.37	-3.24	43.64
	电子	4.19	76.3%	48.68	46.1%	32.99	-3.18	36.22
	计算机	4.17	49.9%	69.87	84.3%	9.25	-4.35	1.80
	传媒	2.55	8.9%	36.96	17.4%	9.69	-5.94	15.24
	通信	2.35	34.4%	37.76	40.2%	-6.43	-5.52	-14.76

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	张文婷	18820150251	zhangwt@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

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。