日期：2020 年 12 月 01 日

卷土重来，伸手可及

分析师： 蔡钧毅
Tel： 021-53686166
E-mail： caijunyi@shzq.com
SAC 证书编号： S0870514070001

报告编号：

相关报告：

首次报告日期：2015 年 10 月 16 日

看似攻而不克，实则围而不攻

上证指数仅差两点，就在周一，11 月最后一个交易日，A 股功亏一篑，午后遭遇空方大力反击，金融股爆发后在尾盘被集中砸盘。即将闯关成功的大好局面为之改观，市场解读为 MSCI 指数调整效应和受到海外负面因素的困扰，A 股走势扑朔迷离，退守 3400 点一线，由于整体的偏强趋势的中期格局未变，周二 A 股卷土重来，再度陈兵关前。Wind 数据显示，11 月份 28 个申万一级行业，有色、采掘、钢铁涨幅居前，有色金属涨逾 20%，一马当先；采掘、钢铁涨幅均超 10%，列二三位。近四周时间内，产生了两次红周一和一次颇具戏剧特色的周一，市场结构层面分别启动了科技、顺周期、低估值大金融作为抓手，引领市场一步一个脚印走向年内高区附近，指数大涨小回，我们前期研报指出，第二次红周一启动了迎合市场主赛道的顺周期行业，当时代表核心资产和权重的指数上证 50、中证 100、沪深 300 均已领先刷新年内新高，所以 11 月后期的进攻成色在不断提高。

而本周一看似攻而不克，实则是围而不攻，符合我们上期研报对于市场节奏之研判。当下随着年尾效应的逐步释放和消化，科技、医药行业的老赛道分别调整到位，市场在顺周期和低估值行业引领之下亦步亦趋渐次向上，利空的渐次消化和市场的逐步走强形成了默契的配合。预计，按此节奏，无需过量的成交，以柔性方式突破上证指数新高在 12 月将是大概率事件。

资本市场重任在肩—与实体经济携手前行

从基本面看，金融方面高管的表态彰显着未来金融市场和资本市场的战略发展方向。其中，易会满题为《提高直接融资比重》的署名文章指出，提高直接融资比重（注册制），健全中国特色多层次资本市场体系，推动上市公司质量提升，建立常态化退市机制，大力推动长期资金入市等核心内容，体现资本市场长期发展格局将进一步规范向好，本轮资本市场走强具有很强的法治、规范、扶助实体经济、优胜劣汰的烙印，所以运行方式较历次资本市场上行周期有很大的不同，需要投资者细细体会。

同时，央行行长和银保监会主席对货币政策和房地产的表态也对资本市场有重大意义。在货币政策方面，央行表示，保持货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，

这预示着，始于下半年的货币政策回归中性将是中国未来的货币政策战略，这与疫情之前的始终执行的金融和实体去杠杆战略是吻合的。疫情期间的货币政策放松是应对突发事件的应急操作，中国未来需要的是有质量的发展，所以一旦经济恢复到一定阶段，货币释放的尺度将严格保持克制。此外，郭树清主席对于房地产方向的表态，显示房地产将进入稳态，大上大下均不符合中国经济现阶段要求，这个“灰犀牛”需要时间来逐步化解，当下不能让房地产继续高歌猛进产生风险，并吞噬其他创新产业的资源。

两位高管的表态利于我们更客观地解读中国经济发展和未来资本市场的作用。没有“水牛”，将房地产资源释放给其他行业，这对于扶助实体经济的资本市场形成间接正面作用，而资本市场将不再依靠货币放水而走强，而是更加脚踏实地反映经济增长和扶持实体经济的成效。

股市突破后的上行速率不会操之过急

所以在金融“三巨头”的阐述表态之下，我们对于股市的上行周期的速率切不可操之过急。即便在突破新高之后，资本市场依然将和经济和货币紧密相连，过度井喷式偏离概率不高。同时从结构看，优势行业和优势企业将成为资金轮番推升市场的主角。经过两年多的市场回升，我们也切身感受到了资本市场的各结构板块呈现滚筒式推进格局，各行业的阶段性表现是随着经济（中观）、风险偏好、美股映射、估值性价比等要素轮番登场。回顾本轮行情发展至今，约大部分行业均有雨露均沾，只是强度有所偏差。此外，各行业龙头企业在各自行业涨幅中强度更大。

有“故事”的顺周期行业将被继续深入挖掘

当下，市场顺周期、低估值行业依然阶段性占优，该中期趋势有望随着经济修复而延续。2021 年一季度将可能是经济修复的一个小高点，其后的发展目前市场预期较为模糊。从历史相对估值来看主要顺周期行业仍有估值修复空间，板块行情如果延续到明年一季度后，那么新经济板块相对盈利增长优势预计将在 2021 年下半年体现。

目前对于顺周期行业的追逐不仅仅是对疫情修复的逻辑，还需要寻找借势疫情后更为有利发展的顺周期行业，尤其是供给端收缩逻辑，新冠疫情实际上也加大了对一些行业存量冲击，导致相关产能退出，并结合行业自身库存和产业周期，需求有望复苏至超越疫情前水平的顺周期行业和优势企业，这样的顺周期行业将成为阶段性领涨主角。目前汽车产业链和机械行业似乎正在扮演这样的角色，化工、有色等略次之。

分析师声明

蔡钧毅

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。