跨年行情：通胀主题+可选消费

——策略周聚焦

2020 年 11 月 29 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

研究助理 冯涵若
执业证号：S0600119020001
fenghr@dwzq.com.cn

研究助理 张家琦
执业证号：S0600119070011
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenli@dwzq.com.cn

核心结论：

■ ①需求共振：中国三季度出口继续超预期，边际变化在于受疫情冲击较大的发达经济体三季度出口快速反弹。结构上三季度出口需求端贡献更大，二季度依靠供给优势的防疫+宅经济出口已明显回落。②供给反弹：三季度海外产能利用率已快速反弹，多数经济体工业产出也恢复至疫情前水平。③供需匹配：需求和产能利用率快速回暖，配合目前偏低的库存位置，未来 6 个月全球出口仍将共振向上，叠加疫苗预期，我们认为通胀预期会加速且更强烈的归来。④配置建议：通胀主题+可选消费，2000 年以来 PPI 大幅回正过程中，均可观察到顺周期行业受益明显，同时可选消费也率先复苏，业绩和股价表现均居行业前列。

正文摘要

■ **需求的共振：出口三季度全球回暖。**①中国三季度出口继续超出市场预期，10 月出口金额当月同比 11.4%，创过去 18 个月新高。②最大的边际变化出现在受疫情冲击较大的发达经济体，三季度出口快速反弹，9 月欧元区出口同比-3.1%、10 月日、韩出口同比-0.2%、-3.8%，均已恢复至疫情前水平。③结构看，三季度出口需求端贡献更大，二季度依靠供给优势的防疫+宅经济出口已明显回落，10 月药品出口金额累计同比较 7 月下降 2.2pct，医疗器械下降 6.6pct；而依赖需求端的产品出口明显回暖，车辆航空船舶、机电、塑料制品、贱金属 10 月出口金额累计同比较 7 月分别回升 8.4pct、4.1pct、7.9pct、3.7pct。

■ **供给的反弹：年底有望恢复至疫情前水平。**①三季度海外产能利用率已快速反弹，包括美国、欧元区、日韩在内的主要经济体产能利用率较二季度低点均有较大反弹，目前距疫情前水平相差 5 个百分点左右。②产能利用率快速恢复，使得多数经济体工业产出也恢复至疫情前水平。③此外美国房屋供给也处于低位，虽然低库存并不意味着立即的补库出现，但极低的库存预示着表观需求的回暖将更为强烈。

■ **供需匹配：通胀预期的加快归来。**①三季度以来包括农产品、工业金属、基本材料的价格都已有较大涨幅。②需求和产能利用率已在快速回暖，目前的通胀上行是有实际的供需支撑的，而配合目前偏低的库存位置，未来 6 个月全球出口仍将共振向上，叠加疫苗预期，我们认为通胀预期会加速且更强烈的归来。③历史上出口上行都配合 PPI 快速由负转正。

■ **跨年行情：通胀主题+可选消费。**①在投资者普遍预期需求将复苏的背景下，通胀预期将快速导入市场，部分通胀受益板块如农业、消费、服务、大宗材料行业业绩有望超预期。②2000 年以来 PPI 三次大幅回正的过程中，均可观察到顺周期行业受益明显。需求改善，价格回升的背景下，包括钢铁、化工、机械设备在内的周期行业盈利弹性可观，业绩表现居前，股价也同步反应。③此外可选消费行业在 PPI 大幅回正过程中也率先复苏，家电、汽车行业业绩改善明显，股价表现也居行业前列。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

相关研究

1、《东吴策略·行业风火轮——PPI 回升阶段哪些行业受益》2020-11-27
2、《策略专题 20201124：基于货币乘数角度的美国通胀风险观察》2020-11-25
3、《东吴策略·市场温度计——外资顺周期，内资抱消费》2020-11-24
4、《东吴策略·行业风火轮——通胀预期有多强？》2020-11-20
5、《东吴策略·市场温度计——外资和公募再度分化》2020-11-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 跨年行情：通胀主题+可选消费 4
2. 机构行为及市场情绪 9
3. 风险提示 11

图表目录

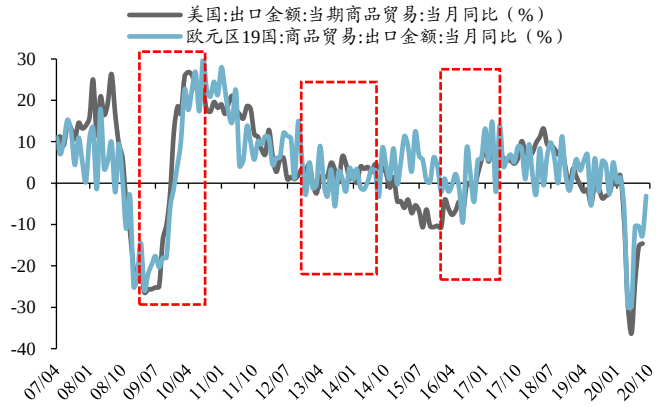
图 1：美国&欧元区出口共振 4
图 2：中韩日出口共振 4
图 3：运输设备、机电、塑料制品、贱金属等出口回升 5
图 4：防疫+宅经济出口回落 5
图 5：美国&欧元区产能利用率回升 6
图 6：中国、日本、韩国产能利用率回升 6
图 7：美国&欧元区工业传出持续恢复 6
图 8：中国、日本、韩国工业产出持续回升 6
图 9：当前美国制造业库存处于低位 6
图 10：当前日本制造业库存处于低位 6
图 11：中国出口回升伴随 PPI 快速由负转正 7
图 12：欧元区 19 国出口表现与 PPI 高度相关 7
图 13：日本出口表现与 PPI 高度相关 7
图 14：美国房屋空置率与制造业存货量变动 7
图 15：2002 年 PPI 回正过程中周期行业业绩更优 8
图 16：2002 年 PPI 回正过程中周期行业股价跌幅更小 8
图 17：2009 年 PPI 回正过程中周期、消费业绩居前 9
图 18：2009 年 PPI 回正过程中周期、消费涨幅更高 9
图 19：2016 年 PPI 回正过程中可选消费业绩改善明显 9
图 20：2016 年 PPI 回正过程中可选消费股价表现居前 9
图 21：股票型&偏股混合型公募基金仓位 10
图 22：公募基金风格偏移 10
图 23：陆股通净流入 10
图 24：北上资金各行业净买入（11/23-11/127） 10
图 25：行业离散度 10
图 26：A 股风险溢价 10

我们已经观察到三季度以来通胀在上行，当市场焦点聚集在疫苗利好，带来复苏预期时，我们发现需求也已经扎实恢复。未来六个月经济复苏可能比市场预期的更为坚挺，同样通胀预期主题也将更为强烈。

1. 跨年行情：通胀主题+可选消费

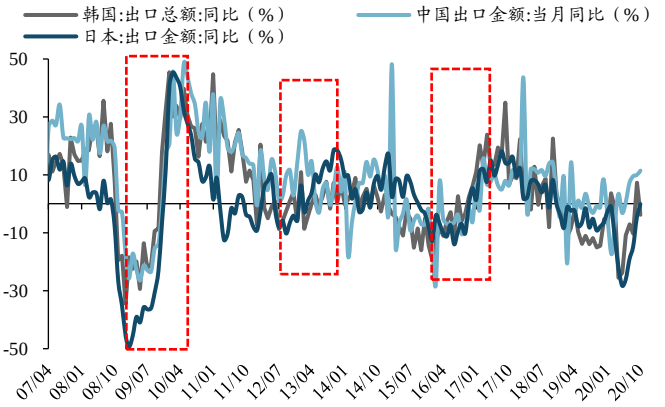
需求的共振：出口三季度全球回暖。中国三季度出口继续超出市场预期，10 月出口金额当月同比 11.4%，创过去 18 个月新高。同样得益于疫情控制良好的是中国台湾、越南，10 月出口金额当月同比高达 11.3%、19.2%，也创出 2019 年以来新高。最大的边际变化出现在受疫情冲击较大的发达经济体，三季度出口快速反弹，9 月欧元区出口同比-3.1%、10 月日、韩出口同比-0.2%、-3.8%，均已恢复至疫情前水平，即便是美国 9 月出口同比-15.7%，较 5 月低点-33.4%也已回升过半。出口的全球共振意味着中国三季度出口已不止供给侧逻辑：疫情冲击导致的全球供给倾斜，而逐步转为需求侧逻辑：需求回暖带来的增量表现。首先从趋势看，主要经济体出口的共振往往伴随着外需上行周期，典型如 09-10 年、13 年、16-17 年，19 年四季度已经观测到全球出口的共振，上半年疫情将这一节奏打乱，我们倾向认为明年二季度之前全球出口仍将保持向上共振，由此带来国内出口的继续上行。其次结构看，三季度出口需求端贡献更大，二季度依靠供给优势的防疫+宅经济出口已明显回落，10 月药品出口金额累计同比较 7 月下降 2.2pct，医疗器械下降 6.6pct，纺织品出口增速放缓，10 月出口金额累计同比 8.0%，与 9 月持平；而依赖需求端的产品出口明显回暖，车辆航空船舶、机电、塑料制品、贱金属 10 月出口金额累计同比较 7 月分别回升 8.4pct、4.1pct、7.9pct、3.7pct，以上行业更多依赖于海外需求的回暖，也是之前几轮出口上行周期中的主要支撑。

图 1：美国&欧元区出口共振



数据来源：Wind，东吴证券研究所

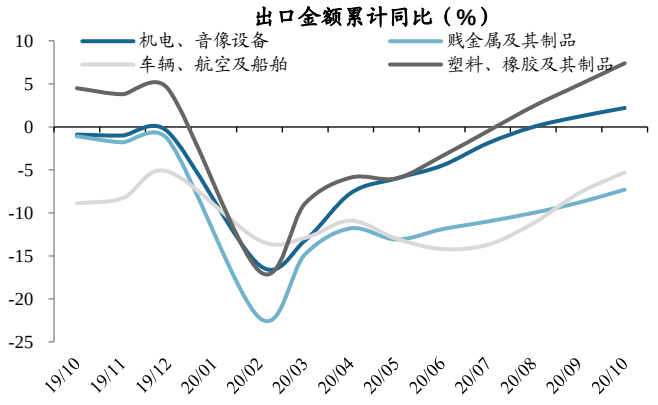
图 2：中韩日出口共振



数据来源：Wind，东吴证券研究所

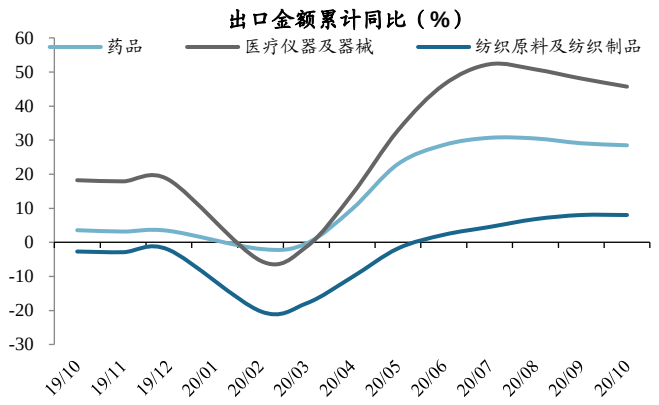
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：运输设备、机电、塑料制品、贱金属等出口回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：防疫+宅经济出口回落

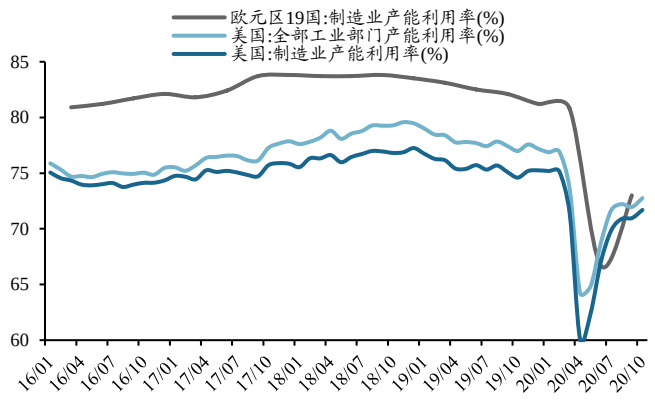


数据来源：Wind，东吴证券研究所

供给的反弹：年底有望恢复至疫情前水平。当多数认知还停留在海外供给处于受限状态时，三季度海外产能利用率已快速反弹，目前美国制造业产能利用率从 4 月低点 60%升至 10 月 72%，距疫情前差 4pct，欧元区制造业产能利用率从 6 月 67%升至 9 月 73%，距疫情前差 8pct，日本制造业产能利用率指数从 5 月 67 升至 9 月 93，距疫情前差 5pct，韩国制造业产能利用率指数从 5 月 88 跃升至 9 月 101，距疫情前差 2pct，中国产能利用率恢复更早，从 3 月 67%升至 9 月 77%。产能利用率快速恢复，使得多数经济体工业产出也恢复至疫情前水平。在全球供给能力快速恢复的背景下，美国工业生产指数同比从 4 月-20%升至 10 月-4%，距疫情前差 3pct，欧元区工业生产指数同比从 4 月-28%升至 9 月-7%，距疫情前差 6pct，日本工业生产指数同比从 5 月-26%升至 9 月-9%，距疫情前差 5pct，韩国工业生产指数同比从 5 月-10%升至 9 月 8%，距疫情前差 3pct，中国工业增加值同比从 2 月-26%升至 10 月 7%。目前市场对出口的担忧在于，海外产能恢复后，中国出口份额的下降，我们倾向认为份额的下降会被贸易总额的增长对冲，例证在于三季度全球产能已出现快速恢复，中国出口仍在加速，贸易总额增长的动力源于目前的低位库存，9 月底美国制造业（除运输外）存货同比-2.3%，耐用品（除运输外）存货同比-4.0%，这一水平与 2016 年中低位持平，而随后美国开启了一年半的补库周期，同期也是全球贸易共振向上的区间。此外美国房屋供给也处于低位，美国住房空置率 0.9%已创下 1980 年以来新低，虽然低库存并不意味着立即的补库出现，但极低的库存预示着表观需求的回暖将更为强烈。

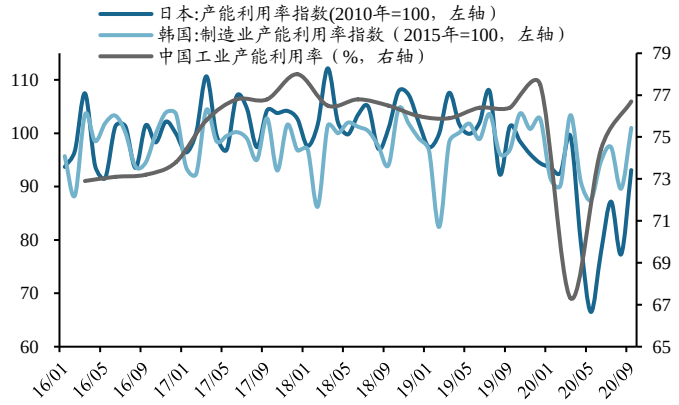
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：美国&欧元区产能利用率回升



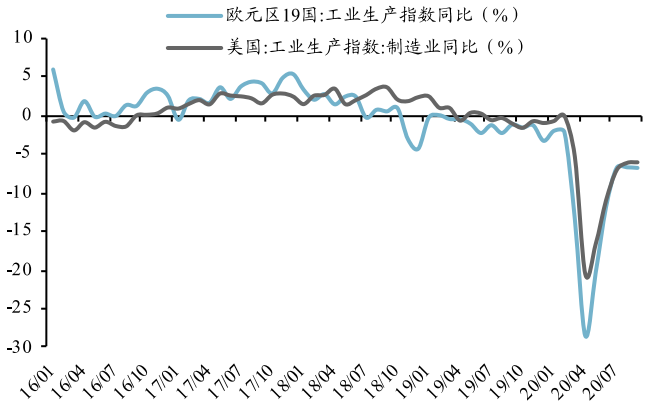
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：中国、日本、韩国产能利用率回升



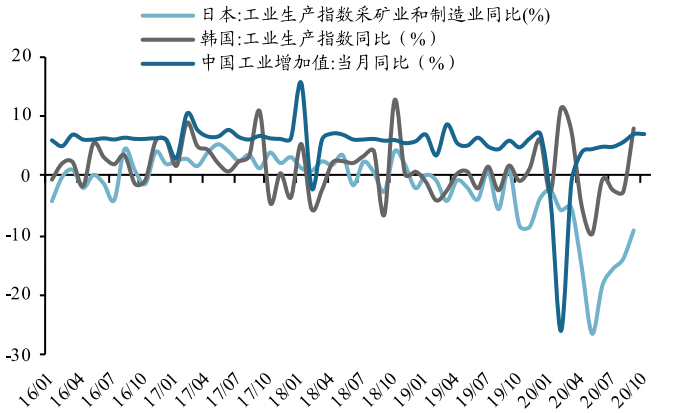
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：美国&欧元区工业传出持续恢复



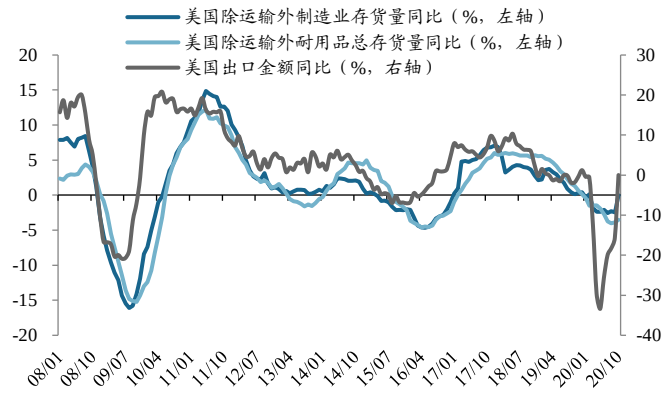
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：中国、日本、韩国工业产出持续回升



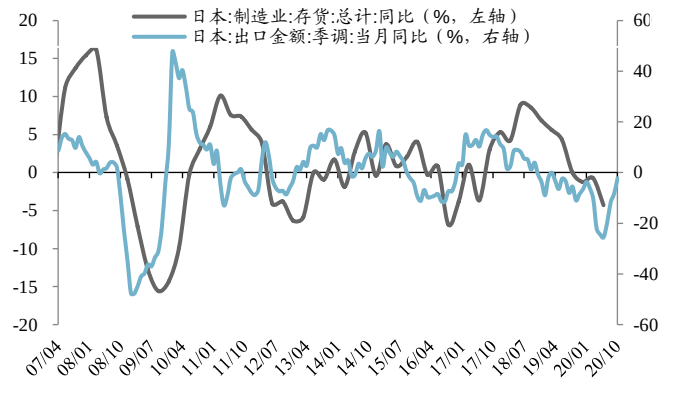
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：当前美国制造业库存处于低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：当前日本制造业库存处于低位

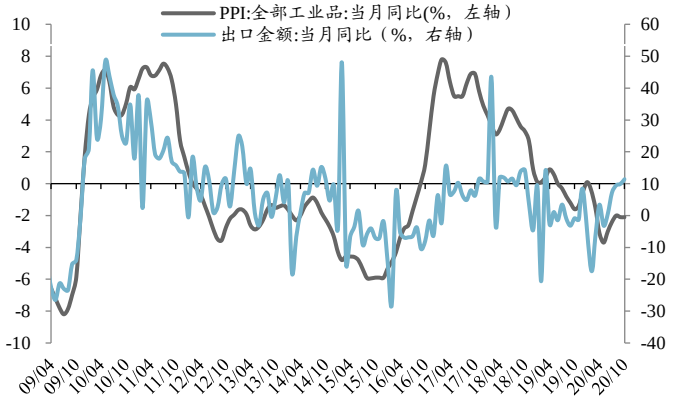


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

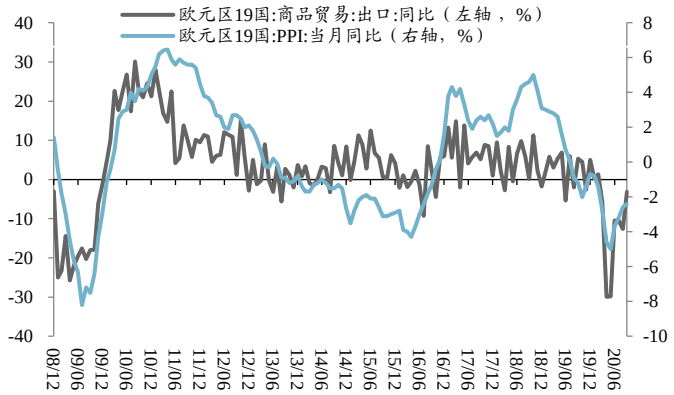
供需匹配：通胀预期的加快归来。我们前期报告《行业风火轮——通胀预期有多强？》已经观察到三季度以来，物价的普遍上行：原油价格涨幅超 20%，大类有色金属期货价格上涨超 15%，基本材料中钢铁、水泥、玻璃价格上涨超 10%，即便是 CPI 项下，牛羊肉价格上涨也超 5%。主流观点认为疫苗利好带来复苏预期，推动价格上行，而我们前面的研究发现需求和产能利用率已在快速回暖，目前的通胀上行是有实际的供需支撑的，而配合目前偏低的库存位置，未来 6 个月全球出口仍将共振向上，叠加疫苗预期，我们认为通胀预期会加速且更强烈的归来。回顾历次出口上行，都配合 PPI 快速由负转正，2002 年 6-12 月，PPI 当月同比从-2.5%转正为 0.4%，同期出口金额当月同比从 17.8%升至 30.2%；2009 年 7-12 月，PPI 由-8.2%大幅回正至 1.7%，同期出口从-23.0%大幅升至 17.7%；2016 年 2-10 月，PPI 由-4.9%回正至 1.2%，同期出口从-28.0%升至-8.0%。今年以来 PPI 从 5 月低点-3.7%回升至目前-2.1%，未来 6 个月将出现快速转正。

图 11：中国出口回升伴随 PPI 快速由负转正



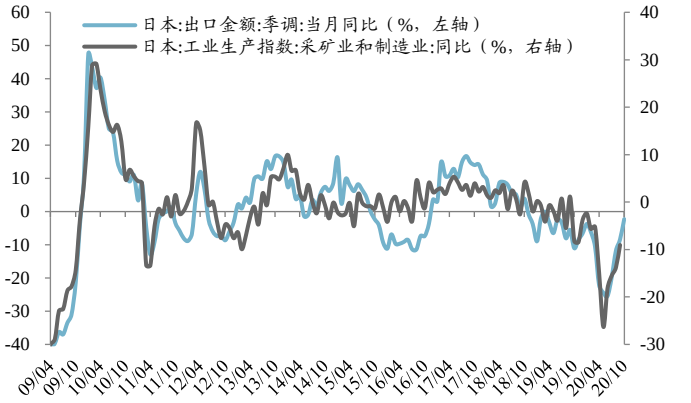
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：欧元区 19 国出口表现与 PPI 高度相关



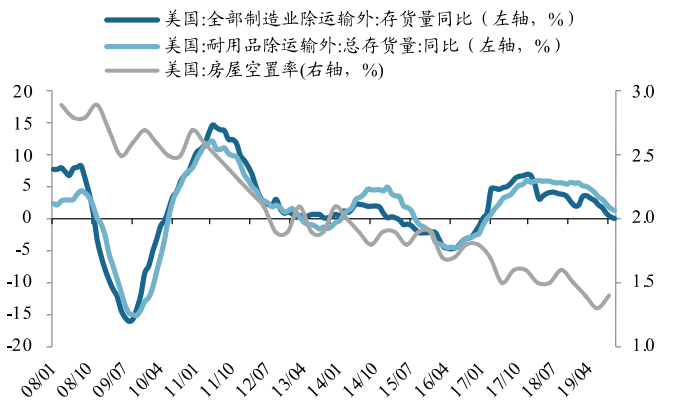
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：日本出口表现与 PPI 高度相关



数据来源：Wind，东吴证券研究所

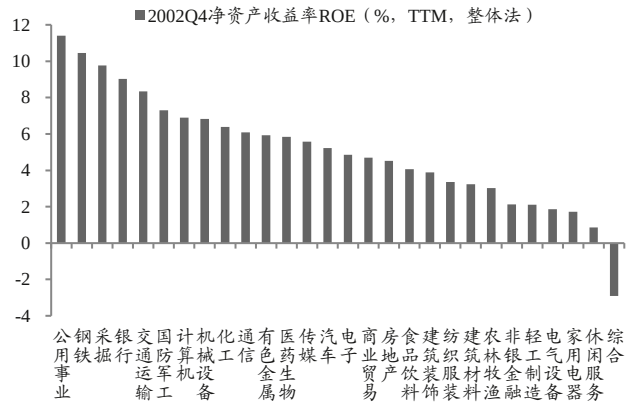
图 14：美国房屋空置率与制造业存货量变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

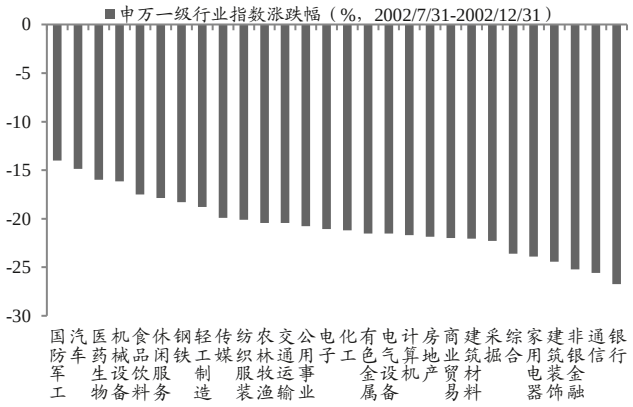
跨年行情，通胀主题+可选消费。继续维持前期报告《重视宏观假设的边际变化》A 股迎收官行情判断，美大选落地叠加疫苗利好，风险偏好提升明显，全球出口共振，推动业绩继续改善，10 月工业企业利润同比高达 28.2%，带动今年工业企业利润累计同比转正至 0.7%。对政策收紧的担忧自然不会消除，但需要等待 12 月中央经济工作会议的定调以及明年两会后的政策执行，而未来 3 个月 A 股也将处于业绩空窗期，相较于四季度业绩，市场更关注的明年的经济增长预期和业绩表现。从配置看，重视通胀主题，三季度以来包括农产品、工业金属、基本材料的价格都已有较大涨幅，在投资者普遍预期需求将复苏的背景下，通胀预期将快速导入市场，部分通胀受益板块如农业、消费、服务、大宗材料行业业绩有望超预期。我们前期报告《行业风火轮——PPI 回升阶段哪些行业收益？》观察到**2000 年以来 PPI 三次大幅回正的过程中，均可观察到顺周期行业受益明显。需求改善，价格回升的背景下，包括钢铁、化工、机械设备在内的周期行业盈利弹性可观，业绩表现居前，股价也同步反应。**2002 年 7-12 月 PPI 由-2.3%转正 0.4%，顺周期行业受益明显，Q4 钢铁 ROE 10%，行业排名第 2、公用事业（11%，1）、机械设备（10%，8）；7/31-12/31 股价涨跌幅：钢铁（-18%，7）、公用事业（-21%，13）、机械设备（-16%，4）。**此外可选消费行业在 PPI 大幅回正过程中也率先复苏，家电、汽车行业业绩改善明显，股价表现也居行业前列。**2016 年 4-9 月 PPI 由-3.4%转正 0.1%，可选消费业绩改善明显，Q3 家电 ROE（15%，2）、汽车（14%，4）；4/30-9/30 股价涨幅：家电（13%，1）、汽车（5%，11）。

图 15：2002 年 PPI 回正过程中周期行业业绩更优



数据来源：Wind，东吴证券研究所

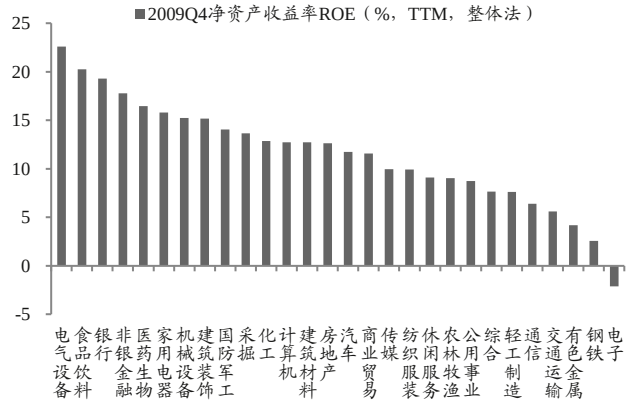
图 16：2002 年 PPI 回正过程中周期行业股价跌幅更小



数据来源：Wind，东吴证券研究所

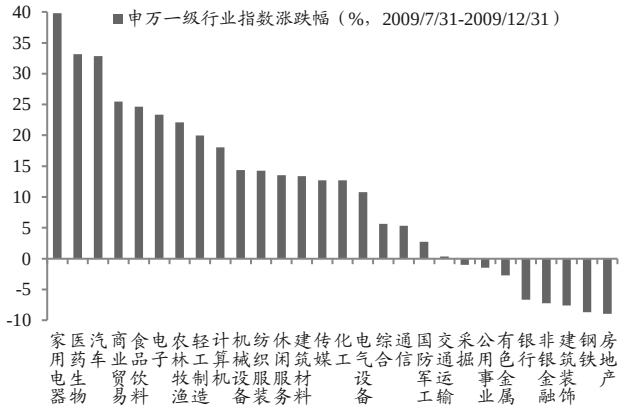
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 17：2009 年 PPI 回正过程中周期、消费业绩居前



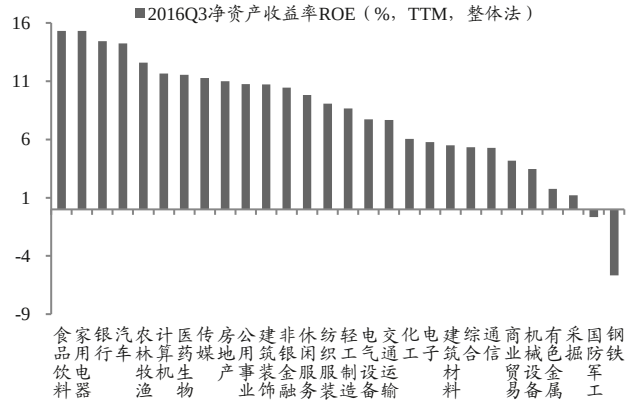
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：2009 年 PPI 回正过程中周期、消费涨幅更高



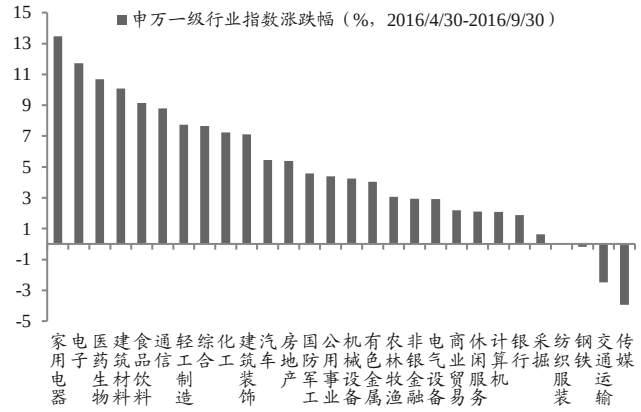
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19：2016 年 PPI 回正过程中可选消费业绩改善明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：2016 年 PPI 回正过程中可选消费股价表现居前



数据来源：Wind，东吴证券研究所

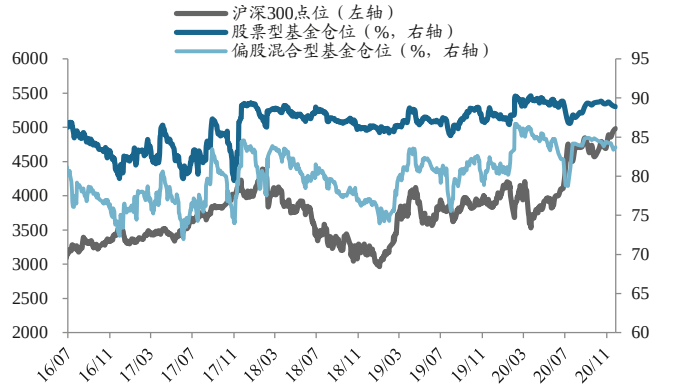
2. 机构行为及市场情绪

最近一周公募仓位微降，风格上继续向消费为代表的价值板块倾斜。上周五（11/27）偏股混合型基金仓位 83.7%，前值 83.4%；股票型基金仓位 88.9%，前值 89.0%。最近一周公募基金进一步向消费为主的价值板块倾斜。此前一周公募基金抱团减弱，风格偏向价值，行业向消费扩散。

最近一周北上资金转净流入增加，外资买入前三为非银、家电和医药。最近一周（11/23-27，下同）陆股通合计净流入 169 亿元，前值 55 亿元。最近一周北上资金净买入额前三行业：非银、家电、医药；卖出前三行业：食品饮料、建材、电力公用。

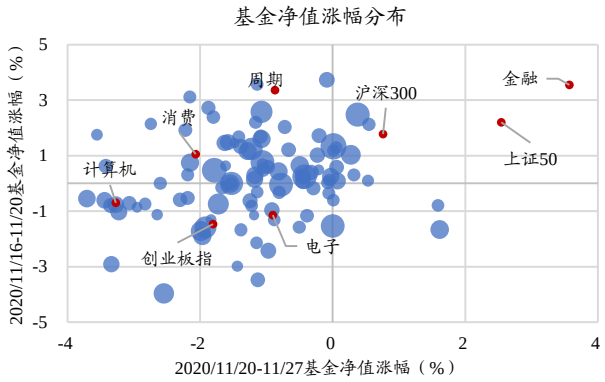
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 21：股票型&偏股混合型公募基金仓位



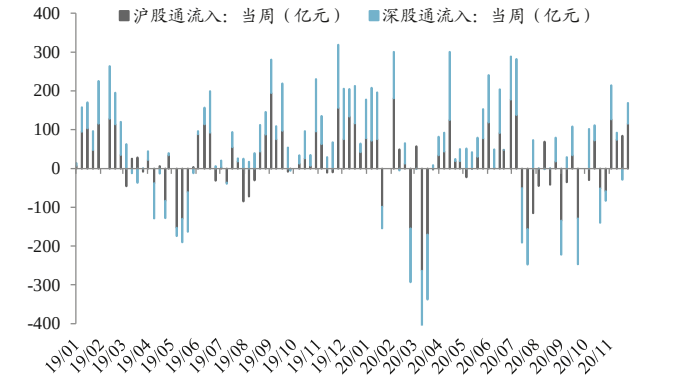
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：公募基金风格偏移



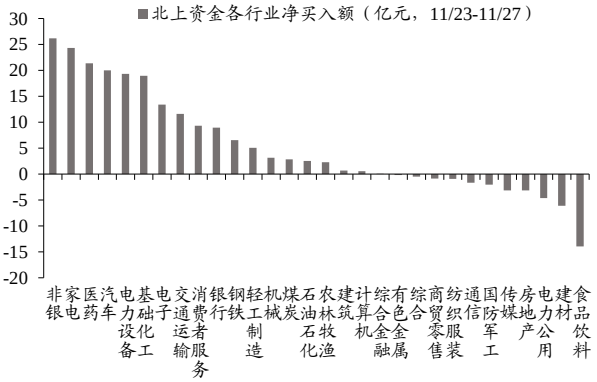
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 23：陆股通净流入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

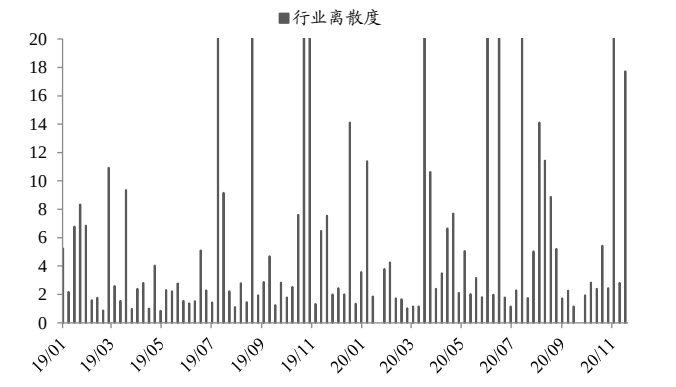
图 24：北上资金各行业净买入（11/23-11/127）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

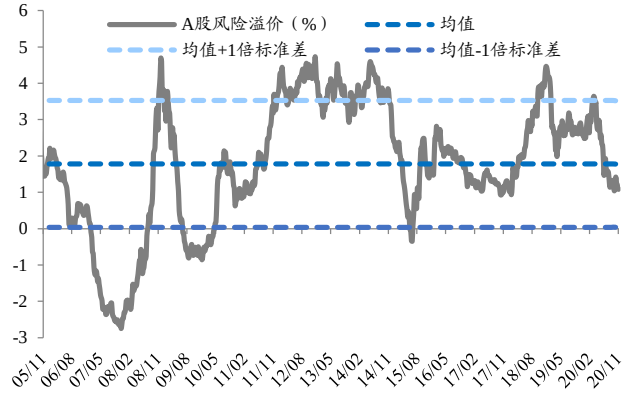
最近一周 A 股风险溢价微降，行业间分化显著加剧。A 股风险溢价 1.09%，历史分位数 27%，前值 1.09% ，低于 05 年以来均值 1.78%。行业离散度为 17.7，历史分位数 93%，前值 2.8。

图 25：行业离散度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 26：A 股风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

