太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-11-22

投资策略报告

均衡配置，聚焦顺周期轮动

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：

《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

《震荡接近尾声，金融周期补涨可持续》——2020/8/16

《8月蓄力，风格均衡》——2020/8/2

《震荡蓄力，蓝筹补涨可期待》——2020/7/26

《情绪释放正常调整，布局核心资产》——2020/7/19

风险提示：货币收紧；信用违约扩散

核心结论：均衡配置，聚焦顺周期轮动。近期市场表现为顺周期+高估值品种的较快轮动，体现出较明显的顺周期特点。国内外经济延续复苏趋势，需求端持续发力，餐饮消费转正显示服务型消费修复窗口渐近。近期随着疫情扰动、美国大选等外围不确定性因素的落地，人民币升值背景下，外资有望持续回流A股。维持前期基本面和外资将支撑A股向上的判断。虽然市场所担忧的信用风险对权益市场冲击有限，但在情绪面上将体现压制，叠加年关将至，投资者“保收益”心态等资金博弈行为边际增强，短期市场波动或加大，但不改中期看好。

顺周期复苏次第花开，服务型消费修复可期。10月国内经济延续前期修复态势，工业增加值当月同比增长6.90%，保持前期高增长，而结构上的新能源基建投资和餐饮消费体现出经济修复阶段中的新特点。基建投资额累计同比较9月上涨0.6个百分点至3.01%，好于不含电力的基建投资；餐饮收入同比全年首次转正至0.8%，显示居民外出意愿有所增强。往后看，地产受益于需求和房企资金流改善，仍能保持增长韧性；随着居民疫情出行担忧情绪的逐渐释放以及经济活动逐渐向正常回归，后续服务型消费有望明显改善；出口在外需改善和区域贸易环境改善下持续保持韧性，但欧美复工复产的加快可能促使我国与海外供给差距出现收敛，出口存在阶段波折。

央行呵护流动性，违约事件对权益市场冲击有限。受11月10日永煤信用风险事件影响，近期市场对信用紧张的担忧有所显现，市场利率呈现不同程度的上行，10年国债收益率上行至3.31%。但同时，信用风险事件暴露以来，11月16日央行超量续作MLF8000亿元，本月到期规模6000亿元；逆回购超额投放8500亿元，对冲到期的8200亿元，央行展现呵护市场流动性的迹象。结合11月17日在央行官网行长易纲发布的研究文章《再论中国金融资产结构及政策含义》来看，央行政策思路是稳步打破刚性兑付，预计未来可能还会有一些债务违约，但我们认为并不会发生系统性风险，后续经济持续复苏和信贷支持实体发展的友好环境，以及目前A股优质资产并未呈现流动性收缩，显示此次信用风险事件对权益市场的影响也主要限于情绪面。

外资有望持续回流，偏好中游制造。11月2日以来外资呈现陆续回流入A股的态势，近一周基本保持连续流入，截止目前累计流入规模达361.39亿元。行业上，买入化工、电气设备和机械设备较多。后续外资仍有持续回流A股的动力。一是，中长期美元将维持弱势，由此打开人民币升值空间，利于外资的持续流入。二是，较低的仓位支撑外资流入中国股票，据高盛统计，全球、新兴市场及亚太（日本除外）市场的主动型基金低配MSCI中国指数成分股410个基点，是过去二十年来最大的低配幅度。三是，国内资本市场对外开放是长期战略。预计2021年外资流入规模可达2500-3000亿元。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，聚焦顺周期轮动，风格保持均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：银行、保险；2）低估值且边际需求良好：化工、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G基建、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：均衡配置，聚焦顺周期轮动 4
1、顺周期复苏次第花开，服务型消费修复可期 4
2、央行呵护流动性，违约事件对权益市场冲击有限 6
3、外资有望持续回流，偏好中游制造 7
4、均衡配置，聚焦顺周期轮动 8

图表目录

图表 1：纺织、橡胶塑料制品以及黑色金属生产改善明显 5
图表 2：10 月电力、热力等基建投资有所加快 5
图表 3：10 月商品房销售面积增长 15.27%，仍十分强劲 6
图表 4：10 月餐饮收入同比全年首次转正至 0.8% 6
图表 5：近期国债收益率明显上行 7
图表 6：A 股盈利与规模以上工业企业利润拟合较好 7
图表 7：北上资金节奏明显影响 A 股市场 8
图表 8：近期外资买入化工、电气设备和机械设备较多 8
图表 9：重要指数估值持续收敛（截止 2020 年 11 月 20 日） 8
图表 10：周期、金融估值提升相对明显（截止 2020 年 11 月 20 日） 9

核心结论：均衡配置，聚焦顺周期轮动

近期市场表现为顺周期+高估值品种的较快轮动，体现出较明显的顺周期特点。国内外经济延续复苏趋势，需求端持续发力，餐饮消费转正显示服务型消费修复窗口渐近。近期随着疫情扰动、美国大选等外围不确定性因素的落地，人民币升值背景下，外资有望持续回流 A 股。维持前期基本面和外资将支撑 A 股向上的判断。虽然市场所担忧的信用风险对权益市场冲击有限，但在情绪面上将体现压制，叠加年关将至，投资者“保收益”心态等资金博弈行为边际增强，短期市场波动或加大，但不改中期看好。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，聚焦顺周期轮动，风格保持均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：银行、保险；2）低估值且边际需求良好：化工、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G 基建、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、顺周期复苏次第花开，服务型消费修复可期

生产端，保持高增速扩张。10 月，工业增加值当月同比增长 6.90%，持平上月，维持在较高增速；累计同比增加 1.80%，较上月增加 0.6%，显示持续受益于出口和投资带动下内外需回暖的拉动。当前欧美疫情反弹强化，中国供应链较东南亚国家更为稳定，优势凸显。RCEP 的签署一定程度上也平滑了中美摩擦引发的出口贸易潜在风险，2021 制造业有望成为拉动经济增长的主要引擎。行业上，纺织业、橡胶和塑料制品业以及黑色金属冶炼及压延加工业同比增加 9.50%/11.50%/11.20%，较上月分别提升 3.90/3.10/2.2 个百分点，改善相对明显，其中受地产投资增加，叠加 10 月份钢铁、煤炭价格上行的影响，黑色产品涨价预期强化，对应开采活动增加；此前对工业增加值推动较大的汽车制造业增速边际回落 1.7 个百分点至 14.7%，持续保持在较高增长态势；专用设备制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业分别较上月持平、回落 3 个百分点，分别保持在 5.0%/8.0%。

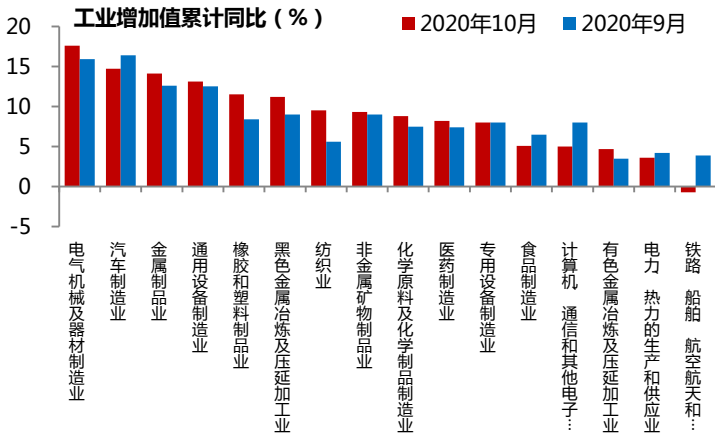
投资方面，地产强于基建，在新能源领域的基建投资逐渐显现。1-10 月固定资产投资额累计同比 1.8%，较上月增加 1 个百分点。其中，地产累计投资较上月增长 0.7 个百分点至 6.3%，持续受益于去年 8-10 月土地购置面积上升，滞后反应到今年的土地购置费中，此外，10 月商品房销售面积增长 15.27%，仍十分强劲，房企资金流也有持续改善，支撑后续回暖；制造业投资累计同比下降 5.3%，较 9 月收窄 1.2 个百分点，制造业恢复

速度加快，受益于秋冬将至政府强调加强防疫和全球经济的逐渐回暖，但目前制造业对固定资产投资的拖累仍在；基建投资额累计同比较 9 月上涨 0.6 个百分点至 3.01%，不含电力基建投资累计同比跌幅较上月收窄 0.5 个百分点至 0.7%，显示秋冬到来电力、热力等基建投资有所加快，符合十四五规划下新能源及光伏等产业发展对电力基建的需求，预期电力需求将长期强化。

消费方面，服务型消费修复可期。10 月社会消费品零售额同比增长 4.3%，较上月回升 1 个百分点。其中，可选消费中化妆品、黄金珠宝仍增长明显，较 9 月分别增长 4.6/5.1 个百分点至 18.3%/16.7%，对此次社零增速产生较大推动，显现出疫后经济修复已呈现需求端驱动的特征。此外，汽车消费同比增长 12.0%，较 9 月小幅回升 0.8 个百分点，保持高增长，受益于汽车消费刺激政策，后续汽车消费仍将处于较快增长状态；餐饮收入同比全年首次转正至 0.8%，显示消费者外食频率增加，对疫情的担忧情绪显著下降，后续服务类领域的消费修复值得期待。另外，必需消费呈现持续高增速修复，显示在经济复苏背景下，就业改善能强化需求端的韧性，饮料、粮油食品、烟酒等必需消费品的零售同比增速仍保持 10%-15%左右的持续增长。

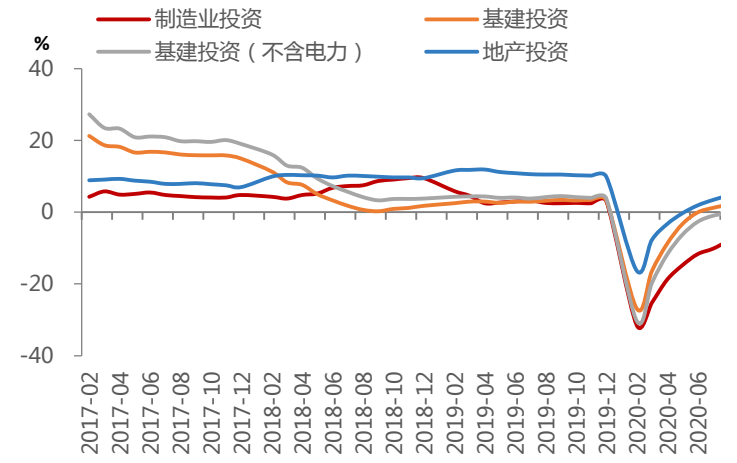
整体来看，10 月国内经济延续前期修复态势，而新能源的基建投资和餐饮消费的同比转正体现出经济修复阶段中的新特点。往后看，地产受益于需求和房企资金流改善，仍能保持增长韧性；随着居民疫情出行担忧情绪的逐渐释放以及经济活动逐渐向正常回归，后续服务型消费有望明显改善；出口在外需改善和区域贸易环境改善下持续保持韧性，但欧美复工复产的加快可能促使我国与海外供给差距出现收敛，出口存在阶段波折。

图表 1：纺织、橡胶塑料制品以及黑色金属生产改善明显



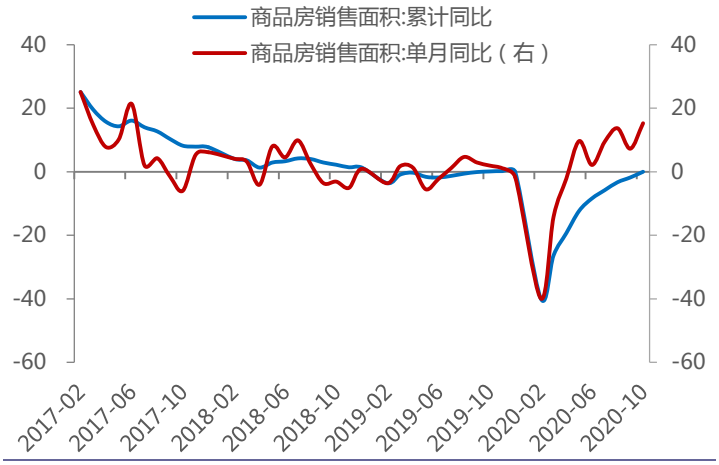
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：10 月电力、热力等基建投资有所加快



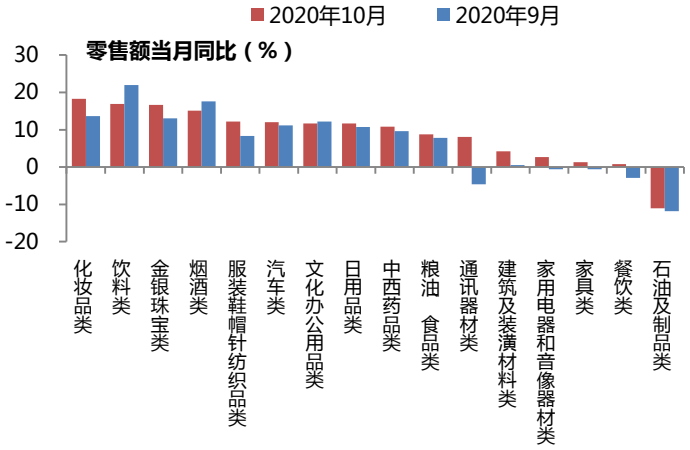
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：10 月商品房销售面积增长 15.27%，仍十分强劲



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：10 月餐饮收入同比全年首次转正至 0.8%



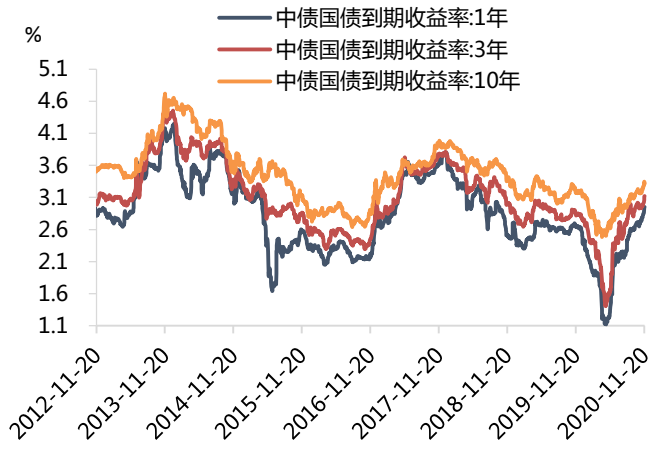
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、央行呵护流动性，违约事件对权益市场冲击有限

受 11 月 10 日永煤信用风险事件影响，近期市场对信用紧张的担忧有所显现。相较于 11 月 13 日，11 月 20 日 1 年期国债收益率增加 10.39 个 BP 至 2.9503%，10 年期国债收益率增加 3.85 个 BP 至 3.3100%，信用债违约引发的担忧进一步加大了资金紧张。但同时我们也观察到，信用风险事件暴露以来，11 月 16 日央行超量续作 MLF8000 亿元，本月到期规模 6000 亿元；逆回购超额投放 8500 亿元，对冲到期的 8200 亿元，针对信用风险事件引发的流动性冲击做出正面回应，展现呵护市场流动性的迹象。

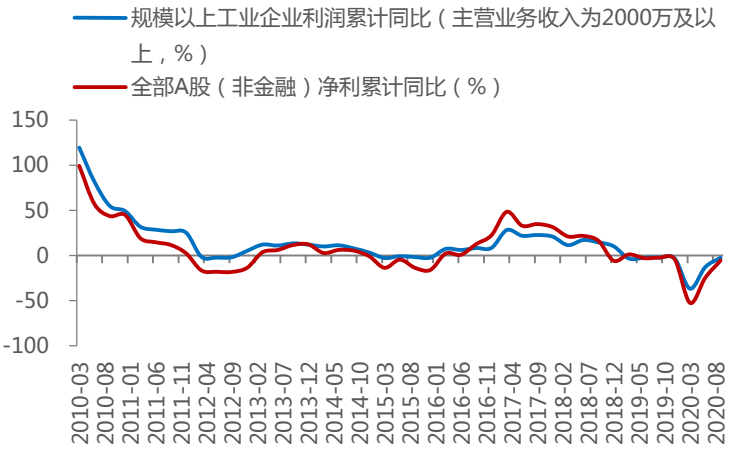
结合 11 月 17 日在央行官网行长易纲发布的研究文章《再论中国金融资产结构及政策含义》来看，央行政策思路是稳步打破刚性兑付，预计未来可能还会有一些债务违约，但我们认为并不会发生系统性风险，对权益市场的影响也主要限于情绪面。相较于 2018 年企业盈利下行和“去杠杆”的政策环境，当下企业的信用违约事件暴露的是疫情期间“非正常”信贷支持过后的市场出清问题，在后续经济持续复苏和信贷支持实体发展的背景下，并不具备大量企业违约，尤其是向优质企业传递信用风险的格局。此外，A 股上市公司相对于全社会的企业来说，一定程度上是大中型企业（A 股企业盈利变化情况与规模以上，即主营业务收入为 2000 万及以上的工业企业利润变化拟合较好），市场出清打击的主体将是中小型企业，对 A 股上市公司的影响相对有限，从信用违约对流动性冲击的角度观察，目前 A 股的优质资产并未遭受“赎回”等流动性紧张的冲击，显示永煤等信用事件对权益市场的影响目前限于情绪方面。

图表 5：近期国债收益率明显上行



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：A 股盈利与规模以上工业企业利润拟合较好



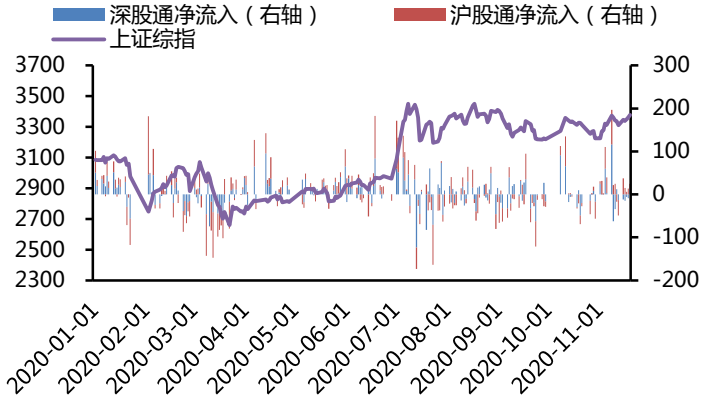
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、外资有望持续回流，偏好中游制造

重申后市对外资入市节奏不亦悲观，外资将成为打破近期存量博弈局面的关键资金方。结合近期市场表现来看，外资俨然成为影响市场节奏的关键资金，10 月以来但凡市场单日大涨，不乏外资大幅流入百亿的身影，市场弱势时也有外资小幅流入的情形。11 月 2 日以来外资呈现陆续回流入 A 股的态势，近一周基本保持连续流入（仅 18 日流出 0.1418 亿元），截止目前累计流入规模达 361.39 亿元。行业上，流入化工、电气设备和机械设备较多。

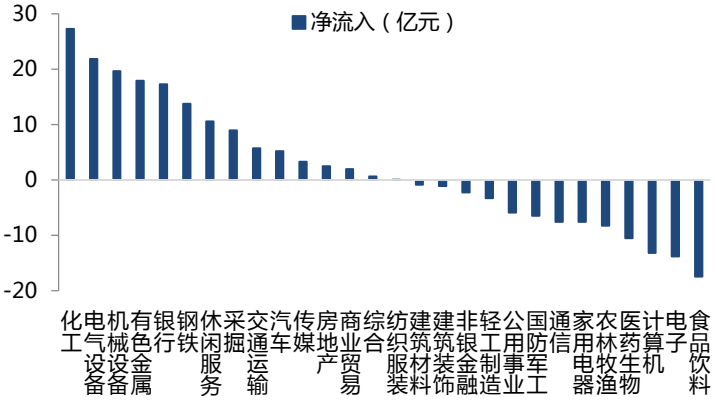
后续外资仍有持续回流 A 股的动力。一是，中长期美元将维持弱势，由此打开人民币升值空间，利于外资的持续流入。历史经验显示，当美元指数走弱时，新兴市场表现要强于发达市场。截止 11 月 20 日，人民币汇率升值至 6.5750，相较于 5 月时底部的 7.16 仍升值幅度达到 8.17%。目前，A 股整体估值水平不贵，处于震荡区间中枢附近，A 股在全球权益资产配置中的性价比仍较高。二是，较低的仓位支撑外资流入中国股票，据高盛统计，全球、新兴市场及亚太（日本除外）市场的主动型基金（总资产管理规模为 2.2 万亿美元）低配 MSCI 中国指数成分股 410 个基点，是过去二十年来最大的低配幅度。三是，国内资本市场对外开放是长期战略，未来将积极推动统一 QFII/RQFII 资格要求，并将降低准入门槛，同时扩大投资范围。我们认为外资仍将是 2021 年 A 股重要增量资金，预计流入规模可达 2500-3000 亿元。

图表 7：北上资金节奏明显影响 A 股市场



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：近期外资买入化工、电气设备和机械设备较多



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、均衡配置，聚焦顺周期轮动

近期市场表现为顺周期+高估值品种的较快轮动，体现出较明显的顺周期特点。国内外经济延续复苏趋势，需求端持续发力，餐饮消费转正显示服务型消费修复窗口渐近。近期随着疫情扰动、美国大选等外围不确定性因素的落地，人民币升值背景下，外资有望持续回流 A 股。维持前期基本面和外资将支撑 A 股向上的判断。虽然市场所担忧的信用风险对权益市场冲击有限，但在情绪面上将体现压制，叠加年关将至，投资者“保收益”心态等资金博弈行为边际增强，短期市场波动或加大，但不改中期看好。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，聚焦顺周期轮动，风格保持均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：银行、保险；2）低估值且边际需求良好：化工、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G 基建、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 9：重要指数估值持续收敛（截止 2020 年 11 月 20 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	1.62	40.88%	15.14	66.83%	20.67	0.71	40.02
	上证 50	1.26	28.25%	11.86	53.50%	11.38	0.43	33.30
	中小板指	4.38	58.96%	35.92	71.45%	37.73	-0.58	44.97
	创业板指	7.35	89.12%	62.68	79.58%	48.33	-1.24	45.98
	中证 500	2.12	20.06%	29.61	35.79%	21.93	1.70	28.49
	创业板 50	8.44	84.06%	73.91	81.95%	65.51	-2.01	61.69

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：周期、金融估值提升相对明显（截止 2020 年 11 月 20 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	1.12	5.1%	15.94	27.8%	-2.68	4.08	20.20
	化工	2.51	43.5%	30.48	50.0%	35.11	2.09	50.22
	钢铁	1.04	20.5%	14.89	32.9%	10.08	4.15	25.79
	有色金属	2.61	29.2%	45.95	59.4%	24.59	7.35	48.19
	建筑材料	2.26	40.3%	15.29	13.0%	30.55	-0.51	31.72
	建筑装饰	0.91	0.8%	9.65	4.0%	0.15	0.22	7.25
	电气设备	3.55	55.3%	39.45	42.7%	63.80	-0.20	65.19
	机械设备	2.59	37.9%	29.29	40.8%	27.54	1.19	38.00
	公用事业	1.42	3.8%	18.73	10.5%	2.33	-0.07	12.31
	交通运输	1.55	24.2%	24.87	60.7%	2.41	3.29	24.57
消费	汽车	2.37	45.5%	31.60	75.6%	49.46	4.71	70.58
	家用电器	4.03	93.5%	27.44	65.1%	31.88	1.31	63.21
	纺织服装	1.94	28.2%	38.69	68.3%	0.16	1.34	8.89
	轻工制造	2.05	33.2%	27.31	28.2%	22.75	1.89	36.70
	商业贸易	1.56	7.6%	29.91	42.1%	9.78	-0.61	18.04
	农林牧渔	3.46	47.2%	15.54	0.3%	15.89	3.81	13.10
	食品饮料	9.46	97.1%	46.87	85.5%	62.41	0.15	87.75
	休闲服务	6.00	85.4%	128.72	99.1%	56.66	-1.82	85.51
	医药生物	4.45	63.7%	42.49	61.5%	41.91	-1.74	39.69
金融	房地产	1.22	1.8%	9.26	4.2%	-3.92	1.73	16.53
	银行	0.71	2.8%	7.22	37.7%	-3.59	2.26	17.43
	非银金融	1.95	24.1%	18.25	30.0%	3.55	1.48	25.87
成长	国防军工	3.29	61.9%	66.47	57.2%	39.13	6.99	45.49
	电子	4.28	78.0%	50.23	49.5%	35.19	-1.09	38.48
	计算机	4.35	54.7%	72.84	87.1%	14.52	-0.59	6.71
	传媒	2.70	10.9%	34.90	13.1%	15.43	-0.38	21.26
	通信	2.52	43.3%	40.54	52.0%	0.14	0.19	-8.78

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。