日期：2020 年 11 月 17 日

资本市场以稳为主　结构变局愈发明显

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

结构变局愈发明显

隔夜欧美股市再度集体大涨，道指距 30000 点只一步之遥，道琼斯工业指数和标准普尔 500 指数隔夜收于纪录高位，外盘周期股继续跑赢科技股。对应 A 股，虽然较此前区间下沿风险偏好有所提升，但依然保持中期固有节奏，淡定地在区间中行走，结构层面的变局却愈发明显，光伏、芯片、疫苗等老赛道大部分品种处于持续调整阶段，顺周期品种依次呈现资金切入迹象，导致创业板指数跌幅扩大，权重指数相对抗跌。近期，周期方向各板块呈现轮番上行格局，北向资金已多日对沪股通实现净买入，但对于深股通实现净卖出。周期品种对于催化剂更为敏感，周一的港口、运输、有色，周二的地产、油气资源就是明显典范。此外，白酒板块尾盘蹦极，部分过强板块风险也需谨防。

从基本面看，近期信用债违约影响、东盟成立、10 月经济数据公布成为近期市场影响的主要因素。

东盟 RCEP 具有重要的经济、政治意义

11 月 15 日，经过长达八年时间的艰难谈判，东盟十国和中、日、韩、澳、新共 15 个国家终于签订了区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）。RCEP 的成功签署，显示了 15 国凝聚的自由贸易共识，更是对推动世界经济发展的建设性表达，是历史性的突破，具有重要的经济和政治意义，一方面，世界上人口最多、经贸规模最大、最具发展潜力的自由贸易区正式启航。RCEP 是 15 个国家达成的区域贸易协定，采用统一的经贸投资规则，有助于中国在内的各个国家企业在区域内进行供应链、产业链的高效布局。各成员之间关税减让以立即降至零关税和十年内降至零关税的承诺为主，因此短期有望释放利好。长远来看，随着疫情影响逐步减弱，RCEP 有望成为地区经济走向新一轮增长的重要推动力量之一。另一方面，过去一段时间，全球贸易保护主义抬头，个别大国任性退群，自由贸易遇到挫折，前景蒙上一层阴影。在此情况下，RCEP 能踏平坎坷成大道，背后是多边主义和自由贸易的胜利，是中国面对外部扰动的一个重要的突破和胜利。

RCEP 协定下，受益较大的行业，包括纺织服装、轻工、建材、农产品、采掘业、电子商务、港口、海运等。

信用债事件再度考验年末债务压力

近期，信用债市场发生多起高评级主体信用事件，信用评级为 AAA 的国企也出现违约，11 月 16 日晚间，华晨汽车集团控股有限公司公告称，目前，华晨集团已构成债务违约金额合计 65 亿元，逾期利息金额合计 1.44 亿元。因企业资金紧张，续作授信审批未完成，造成无法偿还。11 月 10 日，永煤集团未能按期足额兑付“20 永煤 SCP003”，构成实质性违约。Wind 数据显示，今年以来共有 109 只债券发生违约，合计债券余额为 1260.83 亿元。与去年全年 184 只债券违约，违约余额 1494.04 亿对比，今年全年数量上比去年大概率有较大幅度的下降，但规模上目前已相差不大。到年底，还有一个半月的时间，总体违约规模有可能超过去年，有望实现违约金额再创新高。市场担忧的是，以前投资者比较信赖的国企，也出现不稳，一旦有企业选择违约，其他公司就可能出现连锁反应，而地方政府城投债规模庞大，税收来源不足，一旦刚性兑付不再，很容易产生效仿。从前几年以来的民企违约，到当下的国企违约，显示出随着经济转型和去杠杆的进程推进下，部分弱势企业加速出清的态势，这对市场短期无疑是考验，但对于中长期来看，出清后的重新出发并非是坏事。

经济景气度继续上行

10 月经济数据表现积极，经济延续稳定恢复态势，经济增长面在拓展，恢复过程中的不平衡状况在改善，增长势头进一步巩固。服务业生产增速继续提升，投资和消费同比增速也创下年内新高。六大口径（工业、服务业、出口、消费、投资、房地产）中只有工业增加值增速持平，其余均较上月继续加速。机构上，主要有上游黑色、有色加工；中游通用设备、电气机械、化工；下游医药、金属制品、橡塑、纺织业等。计算机电子继续减速，汽车低于上月，但仍在景气高位；且新能源车产量明显加速。社会消费品零售总额增速进一步上行至 4.3%，其中六个领域景气明显：餐饮单月首度转正；汽车零售进一步加速；金银珠宝和化妆品高位加速；烟酒零售保持高位；服装增速显著加快。同时“双 11”成交额创新高，挖掘机销量连续 7 个月同比增速超过 50%，多地发电量或用电量数据刷新年内纪录预计，四季度经济增长可能比二三季度进一步加快，GDP 增速将达 6%左右，今年全年能够实现经济社会发展主要目标任务。

资本市场以稳为主

结合基本面和临近年底的特殊时段，资本市场以稳为主，经过前期众多考验的箱体底部无疑拥有强劲的支撑，当然面对年底，部分不利因素还有待进一步消化，所以箱体波动一直是我们此前数期研究报告中

反复强调的市场格局。从中长期看，结合宏观经济数据的有力恢复和结构改善以及破除万难达成的 RCEP 协议，中国经济的长期基本面是可靠的，当下虽有波折和坎坷，但无法撼动根基，待诸多不利因素消化之后，A 股仍有望循着经济恢复的节奏而走出区间。

对外开放和经济恢复的结构布局

从中长期看，中国可以进一步把握开放的红利投资机会，中国需要与世界经济产生更多的连接与交融，经济发展未来的前途在开放。借鉴日本、韩国、中国台湾地区，以及印度、巴西、南非等新兴经济体的经验，开放的红利，将使股、债、汇、房等中国优质资产价值长期得到支撑，其中最为受益的是股市，结合中国在疫情受控下的经济恢复路径看，配置方向以顺周期景气、制造业回流、上游价格上涨为主线，同时重点关注清洁能源、“十四五”、弱美元、中美贸易修复等方向，行业上重点关注：化工、煤炭、有色、白电、钢铁、电子、机械、汽车。

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。