短期债市扰动，不改 A 股循序渐进

报告日期：2020-11-15

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
分析师：张冬冬
执业证书号：S0010520080001
电话：18621976380
邮箱：zhangdd@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com
联系人：夏怡
执业证书号：S0010120020018
电话：18105518766
邮箱：xiayi@hazq.com

相关报告

1.《短期扰动不改循序渐进》2020-11-12

2.《外围尘埃落地，A 股应声大涨》2020-11-09

3.《循序渐进》2020-11-08

主要观点：

● 短期债市扰动，不改 A 股循序渐进

永煤事件还在继续演绎，无论结果如何，对债市乃至中国地方政府估值体系、信用体系评价均有深远影响，重则重构中国债券市场信用评价体系，轻则也会影响机构投资者对区域金融风险的再审视。对 A 股而言，该扰动不至于构成系统性风险，核心在于并未撼动当前 A 股运行的核心逻辑：首先该事件对 A 股流动性影响是间接的、暂时的；二是该事件的风险传导在一定程度上会压制 A 股风险偏好，但近期受拜登胜选以及 RCEP 签署等影响，A 股市场风险偏好还处于逐级抬升进程中；最后，该事件不会逆转经济复苏的趋势。经济层面，3 季度美国经济数据确认复苏开启，10 月份海内外 PMI 皆维持明显改善或荣枯线上方高位运行，国内外经济迎来复苏共振。出口在海外经济复苏和海外疫情形势依然严峻的双重支撑下，仍然有继续维持较高增速的潜力。10 月新增信贷继续维持中长期高增的期限结构优化，此外贷款流向上也发生了巨大的变化，资金更多更快的开始流向非金融实体企业部门，支撑实体部门的短期、中长期贷款增速大幅改善，有利于改善工业和制造业经济端；**流动性层面，**10 月 M2 同比增速有所回落主要是基于当局对经济形势的相机抉择，目前无论是从国内经济复苏未到潜在增速水平前的货币支持角度，还是从海外流动性维持宽松、通胀压力显著下降以及近段时间外汇升值的角度看，都不支持货币政策走向显著收紧，从更长的时间维度来看，目前的货币政策正走在温和回归正常化的过程当中，货币政策基调的变化可关注年底的中央经济工作会议定调。过去一周由于永煤债违约冲击，市场利率尤其是短期市场利率显著上行，未来一周流动性方面需关注将有 7500 亿到期；**市场风险偏好仍面临平稳提升的契机，尽管永煤事件在一定程度上压制市场风险偏好，但**一方面美国大选不仅水落石出，且拜登当选短期大大提升市场风险偏好；另一方面，RCEP 签署预示全球多边合作正在回归正轨；此外，“十四五”规划和二 0 三五远景目标的提出也成为未来中期一段时间内提振市场风险偏好的重要支撑。**因此，整体来看，尽管短期有扰动，但无需悲观，循序渐进依旧是主旋律，仍可围绕“十四五”规划产业主线寻找结构性机会。**

● 十一月首选化工、电子、金融

受“十四五”提振，以及美国大选水落石出，市场风险偏好面临重新提升的契机，关注高景气板块和低估值修复的大金融板块机会。把握三类机会：一是顺周期的高景气或景气持续上行板块，如**化工**、机械等行业；二是成长科技风格的业绩已经显现出持续的相对优势，并且在“十四五”科技创新和新电子消费品热点的催化下，**电子**、电气设备、国防军工等高景气板块迎来配置机会；三是处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块，多重触底夯实安全边际，具备长期配置价值，此外金融体制改革、资本市场改革加速都有望为**大金融**行情带来催化因素。

● 风险提示

疫情二次冲击;中美关系显著恶化;经济复苏不及预期;政策过早转向。

正文目录

1 市场观点：短期债市扰动，不改 A 股循序渐进 4
1.1 海内外经济复苏共振，信贷资金结构继续优化 4
1.2 短期利率受永煤违约冲击显著上行，货币整体温和回归 7
1.3 市场风险偏好平稳提升 9
2 行业配置：十一月首选化工、电子、金融 10
2.1 本月首选行业表现回顾 10
2.2 首选行业推荐逻辑 11
2.2.1 化工 11
2.2.2 电子 12
2.2.3 金融 14

图表目录

图表 1 10 月份全球经济维持复苏态势 5
图表 2 美欧经济体延续复苏，美国复苏有加速迹象 5
图表 3 日韩经济体经济维持复苏 5
图表 4 美国经济复苏在 3 季度进行确认 5
图表 5 出口优势或高增长有望继续维持 6
图表 6 净出口对经济的贡献度或将下滑 6
图表 7 10 月新增人民币贷款增速有所回落 6
图表 8 贷款的期限结构继续维持优化 6
图表 9 贷款资金流向实体部门显著增加 7
图表 10 实体部门短贷成重要亮点 7
图表 11 10 月 M2 增速在相机抉择下有所回落 8
图表 12 CPI 均不构成中美货币显著收紧的制约 8
图表 13 近一周银行间短端利率显著上行 8
图表 14 近一周 SHIBOR 短端利率显著上行 8
图表 15 SHIBOR 中期利率维持平稳 9
图表 16 10 年期国债收益率继续缓慢抬升，已接近 3.3% 9
图表 17 11 月以来申万一级行业表现分化（%） 11
图表 18 上周（11.9-11.13）申万一级行业表现分化，化工行业表现显著优于市场整体表现（%） 11
图表 19 化工、电子、金融的估值目前处于所有行业整体中游偏低位置 11
图表 20 主要化工品涨价势头迅猛（11 月 9 日-11 月 13 日） 12
图表 21 消费电子新品热潮依旧，销售火爆有望延续高景气行情 13
图表 22 十四五规划半导体政策支持展望 14
图表 23 2020 年前三季度 A 股成交额显著高于去年同期 14
图表 24 2020 年前三季度 IPO 募集资金规模创十年之最 14
图表 25 近期金融市场改革步伐显著加速 15
图表 26 首选行业及关注标的 16

1 市场观点：短期债市扰动，不改 A 股循序渐进

永煤事件还在继续演绎，无论结果如何，对债市乃至中国地方政府估值体系、信用体系评价均有深远影响，重则重构中国债券市场信用评价体系，轻则也会影响机构投资者对区域金融风险的再审视。对 A 股而言，该扰动不至于构成系统性风险，核心在于并未撼动当前 A 股运行的核心逻辑：首先该事件对 A 股流动性影响是间接的、暂时的；二是该事件的风险传导在一定程度上会压制 A 股风险偏好，但近期受拜登胜选以及 RCEP 签署等影响，A 股市场风险偏好还处于逐级抬升进程中；最后，该事件不会逆转经济复苏的趋势。经济层面，3 季度美国经济数据确认复苏开启，10 月份海内外 PMI 皆维持明显改善或荣枯线上方高位运行，国内外经济迎来复苏共振。出口在海外经济复苏和海外疫情形势依然严峻的双重支撑下，仍然有继续维持较高增速的潜力。10 月新增信贷继续维持中长期高增的期限结构优化，此外贷款流向上也发生了巨大的变化，资金更多更快的开始流向非金融实体企业部门，支撑实体部门的短期、中长期贷款增速大幅改善，有利于改善工业和制造业经济端；**流动性层面，**10 月 M2 同比增速有所回落主要是基于当局对经济形势的相机抉择，目前无论是从国内经济复苏未到潜在增速水平前的货币支持角度，还是从海外流动性维持宽松、通胀压力显著下降以及近段时间外汇升值的角度看，都不支持货币政策走向显著收紧，从更长的时间维度来看，目前的货币政策正走在温和回归正常化的过程当中，货币政策基调的变化可关注年底的中央经济工作会议定调。过去一周由于永煤债违约冲击，市场利率尤其是短期市场利率显著上行，未来一周流动性方面需关注将有 7500 亿到期；**市场风险偏好仍面临平稳提升的契机，尽管永煤事件在一定程度上压制市场风险偏好，但**一方面美国大选不仅水落石出，且拜登当选短期大大提升市场风险偏好；另一方面，RCEP 签署预示全球多边合作正在回归正轨；此外，“十四五”规划和二 0 三五远景目标的提出也成为未来中期一段时间内提振市场风险偏好的重要支撑。**因此，整体来看，尽管短期有扰动，但无需悲观，循序渐进依旧是主旋律，仍可围绕“十四五”规划产业主线寻找结构性机会。**

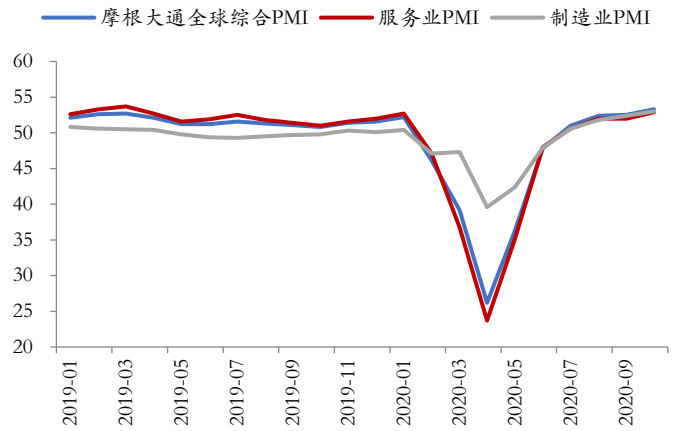
1.1 海内外经济复苏共振，信贷资金结构继续优化

海外经济维持在稳步复苏阶段。一方面，从全球主要发达经济体的 10 月 PMI 数据观察，经济形势均表现出不断好转的迹象，复苏的势头延续。全球摩根大通综合 PMI、制造业 PMI、服务业 PMI 维持荣枯线上方边际改善，分别提升了 0.8、0.9、0.6 个百分点，从全球范围来看制造业和服务业同时呈现好转态势。具体到主要发达经济体角度，其中美国 10 月份 ISM 制造业 PMI 从上月的 55.4%显著改善了 3.9 个百分点到 59.3%，欧元区制造业 PMI 从上月 53.7%改善 1.1 个百分点到 54.8%，日本制造业 PMI 从 47.7%改善 1 个百分点到 48.7%，韩国制造业 PMI 从 49.8%的荣枯线下方改善 1.4 个百分点翻转至经济扩张的荣枯线上方 51.2%；**另一方面，从 3 季度经济增速来看，美国已经走出了经济底部。**3 季度美国 GDP 不变价折年数同比增速从上季度的-9.03%收窄至-2.91%，这是海外主要发达经济体对经济步入确定性复苏的确认信号。

海外经济复苏叠加依然严峻的疫情，出口优势仍有望维持，但净出口对国内经

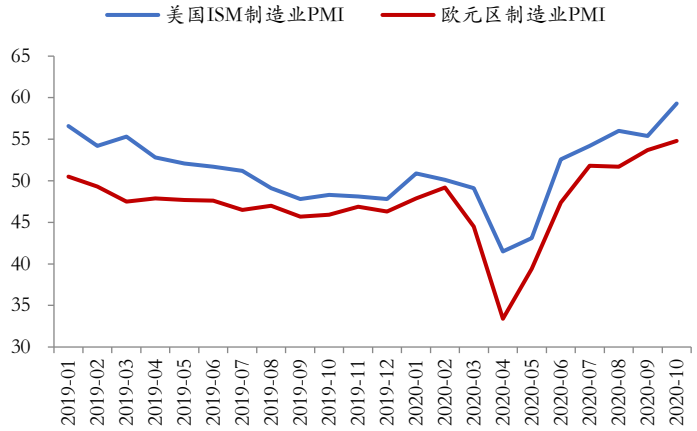
济增长的贡献或将较前些月份有所下滑。一方面，在海外疫情肆虐形势下，防疫机械物资需求和生活物资需求成为了国内出口和净出口屡超预期的最重要支撑，目前这种核心支撑因素仍在发挥重要效力；另一方面，海外经济复苏也将整体提振外需释放，对出口也将形成另外一层支持。因此，出口在依然严峻的海外疫情和不断复苏的海外经济双重支撑下，仍有望维持较快增长。此外，值得注意的是，出口较快增长或有可能与对国内经济的支撑贡献出现背离，即净出口增速或难维持类似 2、3 季度般的高增速，这种迹象在 9、10 月份的数据中均有体现，9 月单月净出口增速为-5%，较 7、8 月分别 45.8%、74.5%有较明显下滑，10 月单月净出口增速 35%，较 2、3 季度整体 55.6%、37.3%均有所下滑。

图表 1 10 月份全球经济维持复苏态势



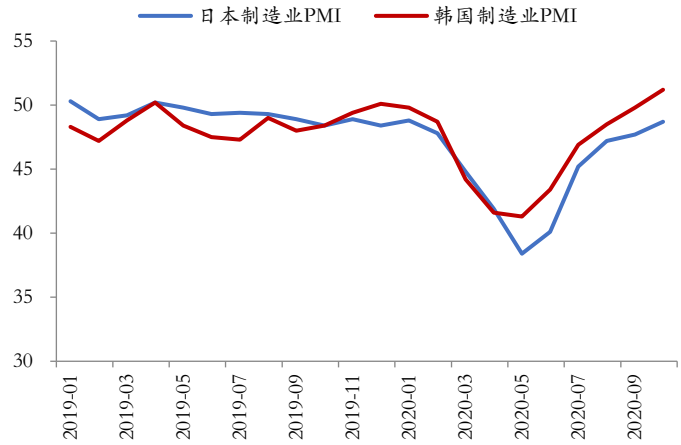
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 美欧经济体延续复苏，美国复苏有加速迹象



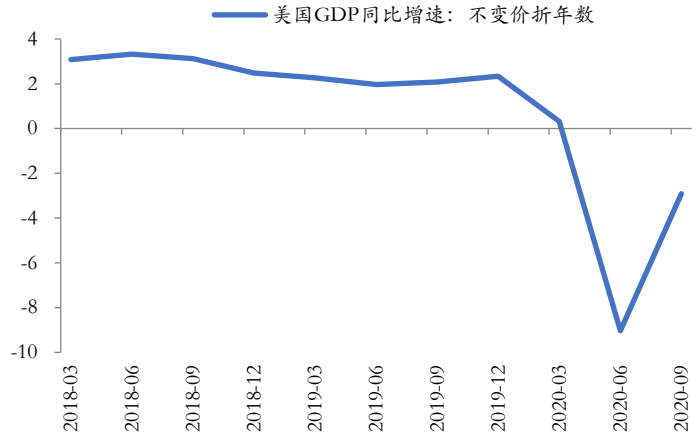
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 日韩经济体经济维持复苏



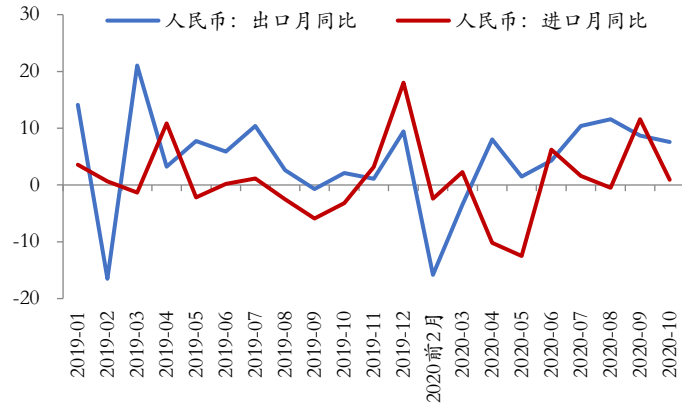
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 美国经济复苏在 3 季度进行确认



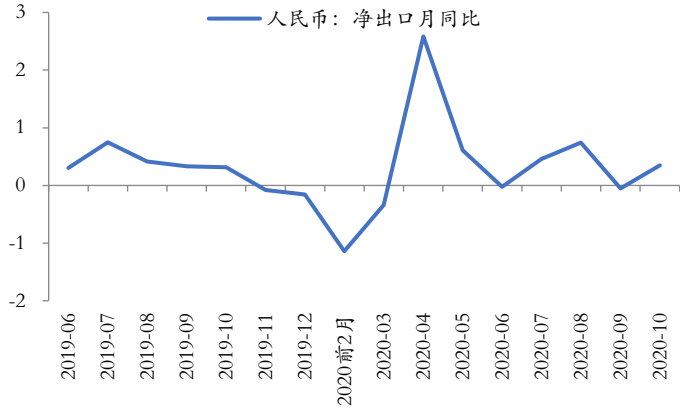
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 出口优势或高增长有望继续维持



资料来源：wind，华安证券研究所

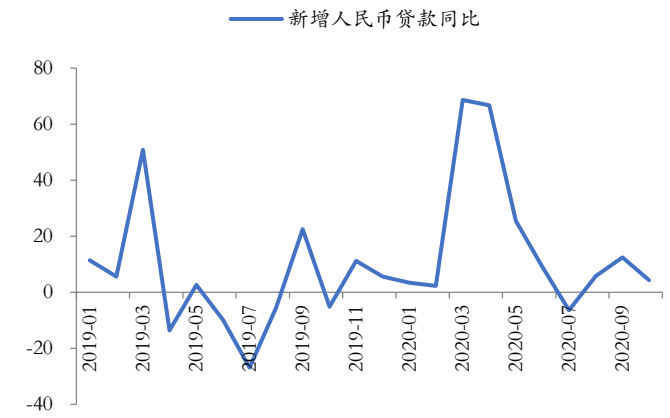
图表 6 净出口对经济的贡献度或将下滑



资料来源：wind，华安证券研究所

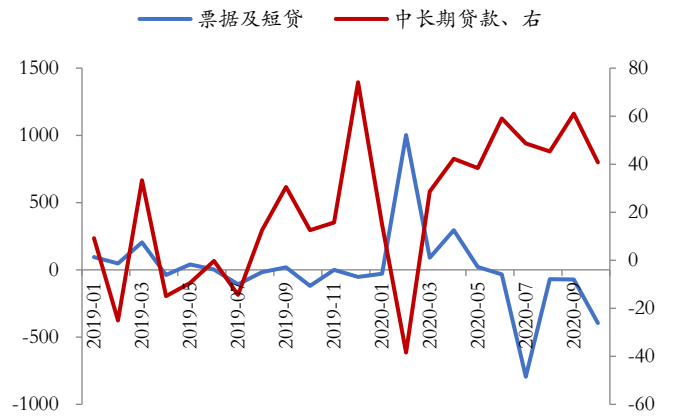
新增人民币贷款略不及市场预期，但继续维持结构优化态势。10 月份当月新增人民币贷款 6898 亿元，较市场预期的接近 8000 亿有所不及。但整体来看，10 月份仍然维持着 4.31%的增速水平。从新增人民币贷款的期限结构来看，仍然延续此前的长期化趋势，其中中长期贷款增速在 10 月为 41%，而票据融资和短期贷款增速为-395%，**期限结构上维持优化**；从贷款资金的去向来看，10 月份发生了巨大的变化，其中流向了居民部门的资金增速为 3%左右，这与前几月平均接近 30%增速的水平有大幅回落，而去向了非金融实体部门的资金增速高达 85%，这与前几个月的负增速相比，有显著的提升，**贷款流向说明资金更多流向了实体企业部门。**更具体的，居民部门的短期、中长期贷款增速都出现了明显回落，实体企业部门的中长期贷款增速维持此前的高增速水平，而 10 月份的企业部门短期贷款增速较上月出现大幅逆转，10 月增速为 29%，上月为-50%。

图表 7 10 月新增人民币贷款增速有所回落



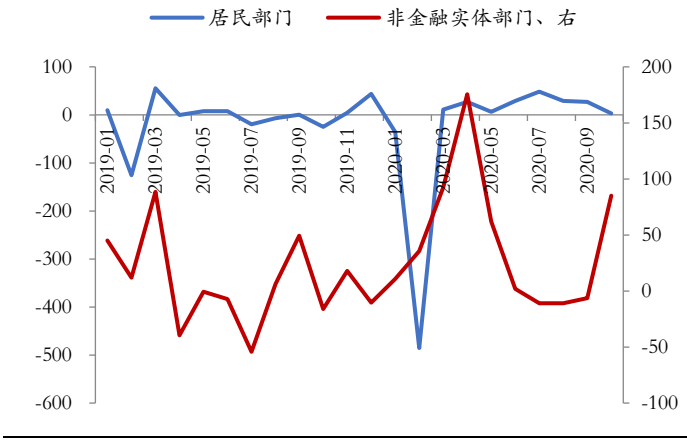
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 贷款的期限结构继续维持优化



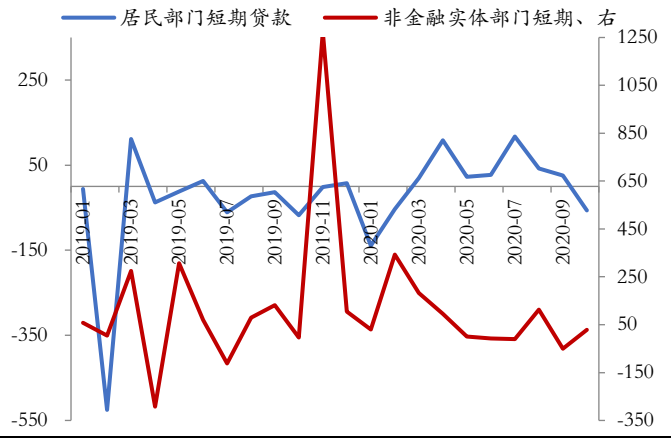
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 贷款资金流向实体部门显著增加



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 实体部门短贷成重要亮点



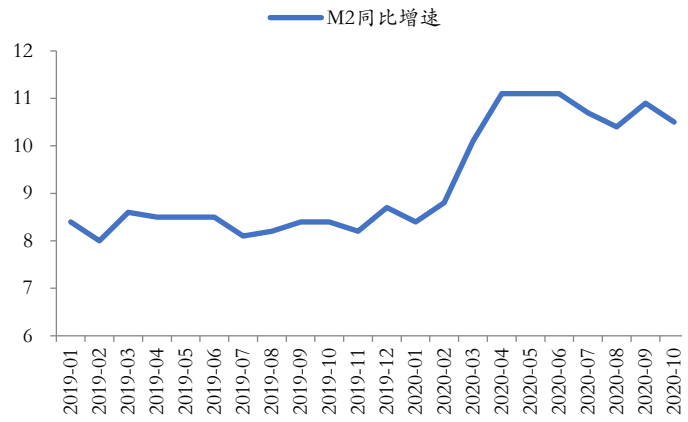
资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 短期利率受永煤违约冲击显著上行，货币整体温和回归

10 月 M2 同比下降反应央行对经济形势的相机抉择。10 月 M2 同比增速为 10.5%，较上月的 10.9%下降了 0.4 个百分点，下滑幅度相对比较明显，但整体来看，目前货币供给 M2 的同比增速仍维持在一个较高位置，M2 出现边际下滑主要是当局对经济形势不断复苏的相机抉择。**从更长时间维度看，我们认为货币政策仍将会是以温和的方式回归正常化。**

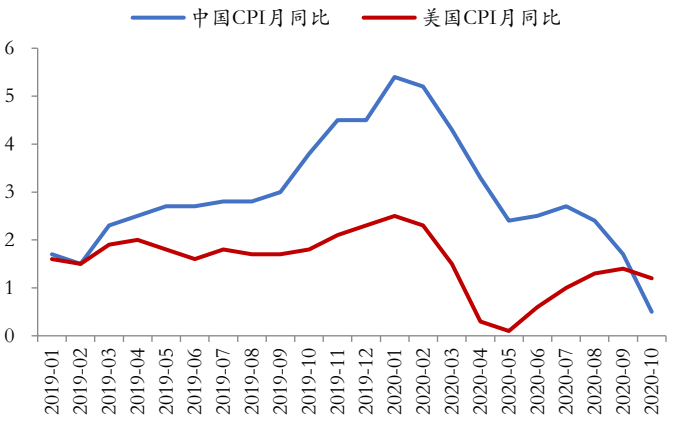
现在的货币政策或者流动性环境并不具备显著收紧的条件，下一个观察时间点将是在年底的中央经济工作会议对货币政策定调。流动性回归正常化的最重要考量一方面在于上半年疫情期间出现的宏观杠杆率快速上行，另一方面在于二季度及以后的经济复苏态势已经确认。但这些要素的发展并没有构成流动性走向显著收紧的拐点制约：其一，国内经济尽管已经处于持续复苏的通道中，但距离恢复至潜在增长水平仍需时间，也需要货币政策的适当呵护；其二，海外疫情形势仍然严峻，经济复苏刚起步，欲恢复至潜在增速水平的时间大概率会在中国之后，根据美国最新 10 月份 CPI 为 1.2%，较上月 1.4%有所下滑，美联储议息会议对此认为仍有维持货币宽松的必要，因此海外整体的流动性环境是偏宽松的；其三，中国 10 月 CPI 为 0.5%，较上月 1.7%更是有明显回落，同样不构成国内货币收紧的条件；其四，近段时间以来汇率升值幅度较大，也不作为货币政策收紧的制约。**因此总体来看，并不需要特别担心货币流动性走向显著收紧，货币政策基调发生变化的最新观察时间窗口将在年底的中央经济工作会议上。**

图表 11 10 月 M2 增速在相机抉择下有所回落



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 CPI 均不构成中美货币显著收紧的制约

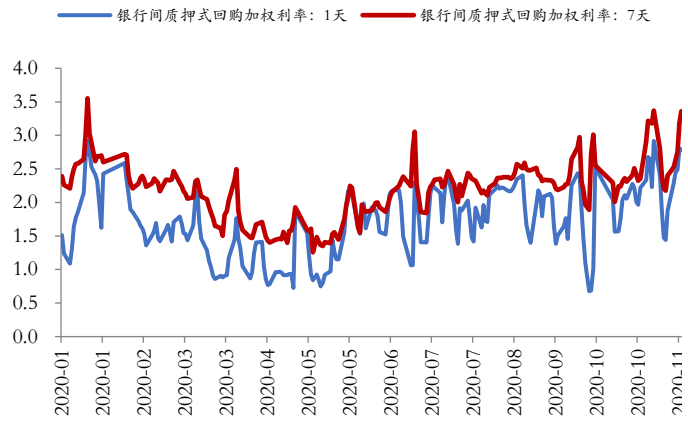


资料来源：wind，华安证券研究所

过去一周，市场利率纷纷上行，尤其是短期利率上行幅度非常显著。在经济维持复苏、流动性回归正常化的过程中，市场利率在缓慢上行，但在过去一周由于受到了河南永城煤电债券违约的影响，市场利率上行的速度加快，在短期利率上表现的尤为明显：其中 1 天和 7 天期银行间质押式回购加权利率在过去一周分别上行了 90 和 96 个 bp，隔夜和 1 周 SHIBOR 利率分别上行了 73 和 22 个 bp。中长期市场利率有所上行，但上行幅度不大：其中 3 个月和 6 个月的 shibor 基本持平，10 年期国债收益率上行了 8 个 bp 至接近 3.3%水平。

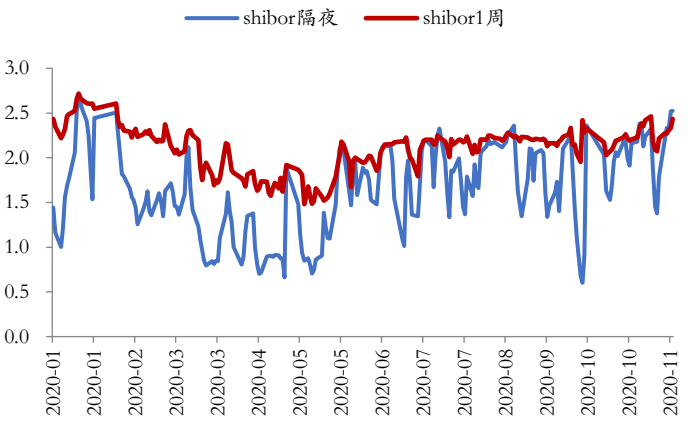
11/16-11/20 日当周，市场将引来 7500 亿到期。其中包括逆回购到期 5500 亿，以及 MLF 到期 2000 亿。

图表 13 近一周银行间短端利率显著上行



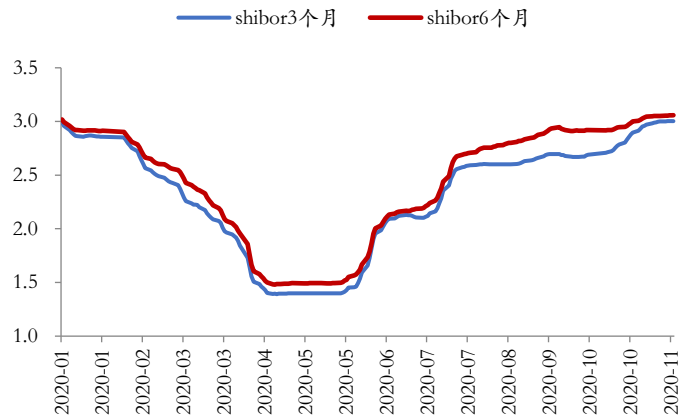
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 近一周 SHIBOR 短端利率显著上行



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 shibor 中期利率维持平稳



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 10 年期国债收益率继续缓慢抬升，已接近 3.3%



资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 市场风险偏好平稳提升

河南永煤债违约短期压制 A 股市场风险偏好。作为信评最高级的 AAA 级永煤债违约对债市还是产生了比较大的影响和冲击，债券配置的驱动力有所减弱。该事件对债市以及中国地方政府信用体系都将生产重大影响，一方面可能引发债券市场估值体系重塑；另一方面可能引发区域性金融系统风险。对 A 股的影响，短期除了利率短暂上行外，主要还是风险偏好的压制。但当前 A 股市场风险偏好处于持续上升通道。

一是美国大选基本水落石出，拜登当选虽然不改长期对华战略，但短期其对科技股的友好、对多边经贸体系的尊重、对传统大国关系博弈路径的依赖等均将显著提升市场风险偏好。美国方面，后续需关注的风险点有两个：其一，加税法案、经济刺激法案等反复有可能对美股形成事件性冲击，需关注美股剧烈波动对 A 股可能产生的传导；其二，需关注特朗普在最后的总统时间窗口内对中国科技企业等各方面施加更多的压力和制约。此外，RCEP 的顺利签署，预示着全球多边经贸体系正在回归正轨。

“十四五”规划和二 0 三五发展远景目标仍将成为短期和未来中期一段时间内提振市场风险偏好的重要支撑。十九届五中全会对未来长达 15 年的长期指引，给后续政策的短中长配合提供了指引性方向，后续关于各个行业的中期规划也有望逐步出台。此外，从过去几次的五年规划来看，伴随着规划的逐步落地，围绕产业主线都爆发出了精彩纷呈的结构性行情。

2 行业配置：十一月首选化工、电子、金融

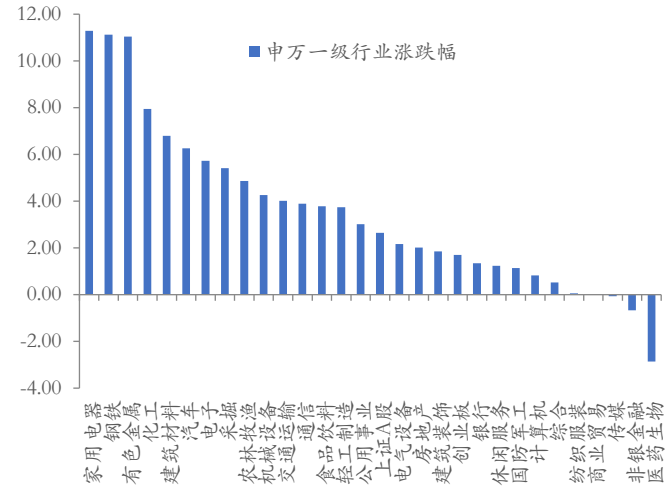
行业配置思路：受“十四五”提振，以及美国大选水落石出，市场风险偏好面临重新提升的契机，关注高景气板块和低估值修复的大金融板块机会。市场目前整体面临的环境表现为：经济复苏和企业盈利改善强劲将提供基本面硬支撑：其中在经济基本面，经济复苏态势维持不变，10 月制造业 PMI 为 51.4%，继续维持在荣枯线上方高位运转，细分项中皆维持良好态势，其中消费端需求增长强劲是亮点，新出口订单和在手订单出现了较显著提升；同时，随着海外新冠疫苗取得突破性进展，进一步带来全球经济复苏共振的预期。业绩基本面，经济上行带动的盈利改善在三季度体现的尤其明显，全 A 上市公司在 Q3 季度单季度的盈利能力和盈利质量均出现了大幅度明显改善，改善幅度更甚于上季度。货币政策和流动性角度，目前货币政策正逐步走在回归正常化的过程之中，这种回归正常化的过程并不意味着货币会收得很紧，而是对疫情期间大宽松货币的一种修正，此外考虑到全球疫情形势、经济形势、金融形势仍然不稳，存在变数，且海外正处在货币宽松周期，国内物价、汇率等方面皆不构成货币政策明显收紧的约束，因此货币政策有望呈现“轻总量、重结构”的特点，流动性将维持合理充裕的局面。股市流动性角度，蚂蚁金服暂停 IPO 上市，原本存在吸血效应的资金将重新回流。市场风险偏好方面，十九届五中全会成功召开，“十四五”规划和 2035 远景目标凝聚共识，更为后续政策指明方向，围绕规划目标政策有望不断出台；另一方面，美国大选水落石出，不确定性消弭，此外从近期的中美市场的表现对比来看，A 股已经表现出较强独立性，对抗美股波动干扰的能力有所加强，因此整体来看市场风险偏好有向上的动力。综合来看，十一月市场有望走出盘整局面，回归上行格局。行业配置方面，需把握三类机会：一是顺周期的高景气或景气持续上行板块，如化工、机械等行业；二是成长科技风格的业绩已经显现出持续的相对优势，并且在“十四五”科技创新和新电子消费品热点的催化下，电子、电气设备、国防军工等高景气板块迎来配置机会；三是处于增速触底、持仓底部、估值底部的大金融板块，多重触底夯实安全边际，具备长期配置价值，此外金融体制改革、资本市场改革加速都有望为大金融行情带来催化因素。综合来看，11 月首选化工、电子、金融板块。

2.1 本月首选行业表现回顾

11 月以来，市场整体呈现震荡整理态势，申万一级各行业表现分化；化工行业表现显著优于上证 A 股整体表现，电子、银行、非银金融行业受市场整体波动影响，小幅收跌。11 月 9 日至 11 月 12 日当周，化工、电子、银行与非银金融涨幅分别为 3.33%、-0.16%、-0.41%和-0.92%。

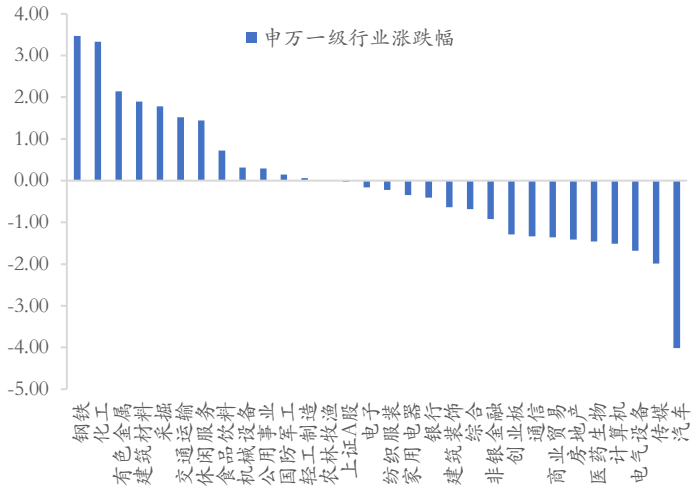
从估值变化角度来看，经历一周震荡行情后，部分申万一级行业估值出现下修，化工、电子、银行和非银金融行业依然处于所有行业中整体中游偏低位置。经历上周行情震荡整理后，较多申万一级行业估值出现回落；综合来看所有行业估值整体情况，化工、电子、银行和非银金融行业估值百分位仍处于所有行业中的中游偏低位置，具备较高安全边界。

图表 17 11 月以来申万一级行业表现分化（%）



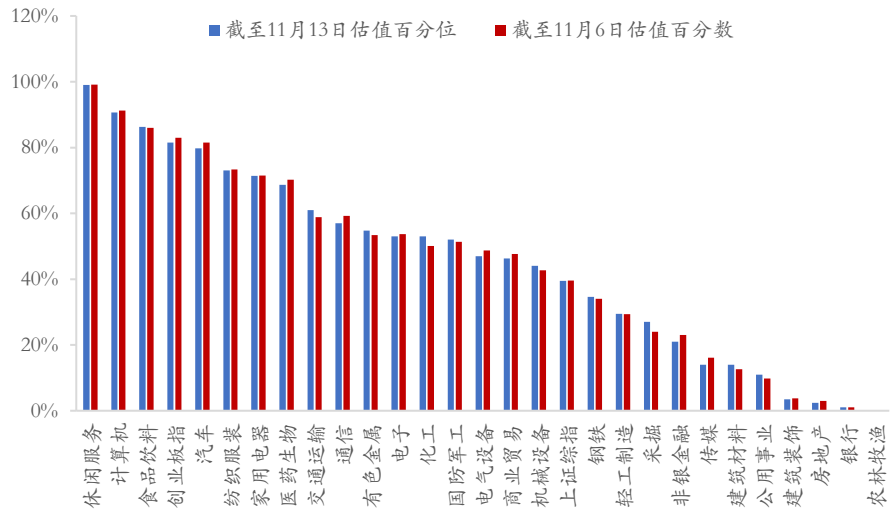
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 上周（11.9-11.13）申万一级行业表现分化，化工行业表现显著优于市场整体表现（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 化工、电子、金融的估值目前处于所有行业整体中游偏低位置



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 首选行业推荐逻辑

2.2.1 化工

三季度化工行业盈利能力大幅改善，景气边际改善且仍在长期持续上行周期中。从行业景气度来看，受疫情影响，今年 4 月 8 日生意社化工指数跌至 2011 年起最低点 598 点，后续随国内疫情受控，经济生产复苏强劲，化工行业景气修复，截至 11 月 13 日生意社化工指数为 1016 点，较上周末 796 点出现大幅上涨，同时较最低点上涨 37.46%，反映行业景气上行趋势延续且呈现边际改善态势。此外，根据三季报业绩来看，2020 年化工行业单三季度盈利能力较 Q2 改善 29.8%，单三季度化工行业整体归母净利增长 26%，较二季度盈利水平实现由负转正的变化，实现大幅增长并边际显著改善。综上，化工行业正处在新一轮景气不断边际改善

的上行长周期中。

化工行业的估值及百分位目前仍处在合理区间，具备较高性价比。经历一周上行行情后，截止 11 月 13 日，化工行业的整体 PETTM 估值为 29.7 倍，处于历史估值的 53.1%分位水平，较上周小幅回升但目前估值和百分位均处在合理区间内略低的位置，具备较高的配置性价比。

图表 20 主要化工品涨价势头迅猛（11 月 9 日-11 月 13 日）

商品	周初价格	周末价格	单位	周涨跌
双酚 A	14660	16780	元/吨	14.46%
苯乙烯	7733.33	8750	元/吨	13.15%
苯酚	5575	6250	元/吨	12.11%
环氧丙烷	14600	16033.33	元/吨	9.82%
环氧氯丙烷	11233.33	12266.67	元/吨	9.20%
DOP	7683.33	8383.33	元/吨	9.11%
三聚氰胺	6266.67	6733.33	元/吨	7.45%
纯苯	3710	3980	元/吨	7.28%
辛醇	7483.33	8016.67	元/吨	7.13%
丙酮	7200	7700	元/吨	6.94%

资料来源：生意社，华安证券研究所整理

近期化工品涨价热潮延续，行情将得到持续性催化。九月以来，化工品价格延续传统“金九银十”行情，上涨势头依旧。上周（11.9-11.13）双酚 A、苯乙烯、苯酚等化工品均出现了 10%以上的周内价格暴涨；其中，双酚 A 步入 11 月以来价格暴涨，优等品月初价格约为 12480 元/吨，截至 11 月 14 日优等品报价约为 17419 元/吨，两周价格涨幅高达 40%。上述接连涨价现象，反映出化工品价格上涨热潮依然延续，行情有望得到持续性催化。此外，进入三季度后，化工品主要出口国解封，外贸出口基本已恢复，随着疫苗取得进展，四季度国内外需求共振有望持续提升化工品需求。

关注标的：万华化学、恒力石化、中国巨石、华鲁恒升、国瓷材料、三棵树、扬农化工、金禾实业等。

2.2.2 电子

成长科技风格的业绩已经显现出持续的相对优势，三季报业绩显示，电子行业盈利水平维持高增速。单三季度，电子行业归母净利润增长 33%，延续二季度单季度 39%的高位增长趋势；对比其他行业来看，电子行业自二季度起盈利能力就已实现较高幅度增长，三季度延续此前高增速，因此横向对比来看，电子行业业绩相对优势已现，叠加后续 5G 换机潮推动，行业高景气和盈利增速有望维持。

电子行业估值目前处于合理区间内，对比成长科技板块内其他行业估值，具备相对优势。截止 11 月 13 日，电子行业 PETTM 估值为 50.9 倍，处于 2000 年以来的 53%分位水平上，估值水平较上周进一步小幅回落。此外，将电子行业估值百分位与同为成长科技板块的计算机行业相比，其处于 91%的历史估值高分位，相比之下电子估值百分位仍有相对优势。

“双十一”提振电子消费热情，叠加半导体发展将获十四五规划扶持，产品、政策两重驱动下电子行情有望获得提振。继上月末华为、苹果相继发布重磅新品并取得火爆销售成绩后，11 月消费电子新品发布热潮余温仍在：11 月初，苹果官宣 iPhone12 系列中的 mini 和 pro max 机型将开启预售，当晚苹果官网因访问量巨大再次瘫痪； 11 月 11 日，苹果再度发布首部搭载自研芯片的 Macbook，售价 5299 起有望再度抢占全价位市场；13 日，苹果 iPhone12 全系列已正式发售，iPhone12 pro 系列受极大欢迎，发货时间延长至 3-4 周，创 iPhone 各机型中等待记录。

图表 21 消费电子新品热潮依旧，销售火爆有望延续高景气行情

时间	事件
2020.11.11 **苹果 Macbook 新品发布**	苹果推出首款自行开发的 5 纳米芯片，名为 M1。 三款搭载 M1 的 Mac 电脑 MacBook Air、MacBook Pro 和 Mac Mini 电池续航明显提升，起售价分别为 7999 元、9999 元和 5299 元。
2020.11.12 **三星新品发布会**	三星发布首款基于最新的 5nm 工艺技术、5G 调制解调器以及内置 AI 技术的 Exynos1080 移动处理芯片。 三星 SystemLSI 方面透露，vivo 参与了 Exynos 1080 的设计研发过程，并且，vivo 即将首发推出搭载 Exynos 1080 芯片的终端产品。
2020.11.13 **iPhone12 Pro 系列供货困难**	截至 11 月 13 日，iPhone12 系列新品已全部开始售卖。其中，iPhone12 Pro 系列供货最为困难，苹果官网显示 iPhone 12 Pro Max 下单后，预计发货时间是 3-4 周。
2020.11.14 **高通获得对华为部分产品的许可证**	高通发言人称，已经获得（对华为）部分产品的许可证，其中包括一些 4G 产品。
2020.11.17 **OPPO 未来科技大会**	OPPO 将于 11 月 17 日正式举办未来科技大会，届时将会发布多款概念新品。官方表示，第二代 OPPO AR 眼镜将在此次大会上正式亮相，全新 AR 眼镜有望为用户带来更加沉浸的增强现实体验。
2020.11.19 **vivo 发布全新操作系统**	vivo 官微宣布，将于 11 月 18 日正式发布全新的操作系统——OriginOS。新的操作系统有着完全不同的设计风格，图标更加偏向拟态化，更强调用户真实体验以及智能化交互特性。

资料来源：华安证券研究所整理

政策层面，此前权威人士透露第三代半导体已写入十四五规划，我们预计各细分领域将获政策大力支持。回顾历届五年规划，十三五规划中就已将集成电路明确写入。展望十四五规划，我们预计将在先进制程、高端 IC、关键设备材料和第三代半导体等方面进一步出台细化支持。在产品和政策的双重驱动下，电子行情有望获得提振。

图表 22 十四五规划半导体政策支持展望

领域	政策展望
先进制程领域	将加快先进制程的发展速度，推进 14nm、7nm 甚至更先进制造工艺实现规模量产。
高端 IC 设计和先进封装	将会针对存储芯片、嵌入式 MPU、DSP、AP 领域、模拟芯片和高端功率器件进行重点支持和引导，并致力于解决这几个关键领域卡脖子问题。
关键设备材料	将针对一些关键“卡脖子”设备和材料比如光刻机、大硅片、光刻胶等进行专项支持，加快关键设备材料领域突破，加快产业化进程，增强产业本土配套能力，为我国半导体产业链自主可控提供坚实基础。
第三代半导体	计划在 2021-2025 年期间，在教育、科研、开发、融资、应用等等各个方面，大力支持发展第三代半导体产业，以期实现产业独立自主。

资料来源：华安证券研究所整理

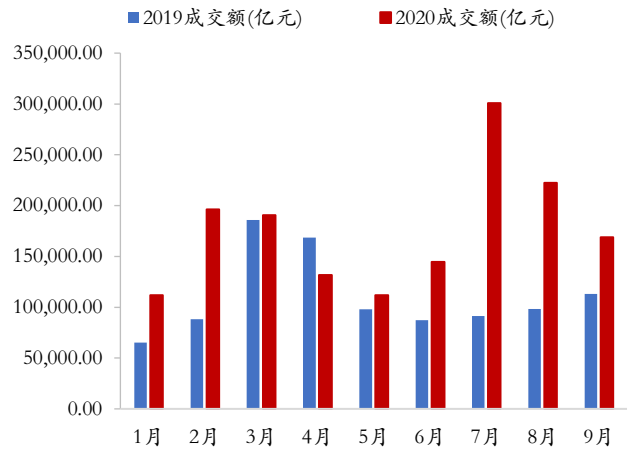
关注标的：兆易创新、韦尔股份、卓胜微、立讯精密、歌尔股份、生益科技、长电科技、沪电股份等。

2.2.3 金融

今年以来券商盈利能力大幅改善，金融行业整体三季报表现亮眼。券商经纪业务方面，截止 9 月底，今年前三季度 A 股成交额达 158.3 万亿，较去年同期的 99.9 万亿，大幅增长了 58.5%。单看 3 季度，A 股成交额为 69.4 万亿，较去年同期的 30.4 万亿，大幅增长了 128%。投行 IPO 业务方面，截至到 9 月底，今年的前三个季度 A 股 IPO 规模已达 3557.38 亿元，创下了 2011 年以来之最。

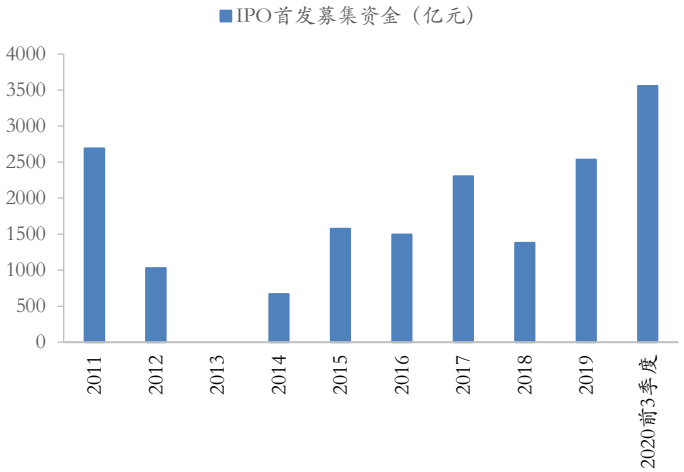
从三季报业绩跟踪来看，金融行业整体盈利大幅改善：银行整体 Q3 业绩较大幅度改善 19.7%，边际改善明显，二季度银行由于计提拨备利润大幅下滑，目前业绩已经底部走出，后续表现值得期待；此外，非银金融行业整体 Q3 业绩大幅改善 35.5%，单三季度归母利润大幅增加 36.2%。

图表 23 2020 年前三季度 A 股成交额显著高于去年同期



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 2020 年前三季度 IPO 募集资金规模创十年之最



资料来源：wind，华安证券研究所

本周市场延续震荡整理行情，金融行业估值水平受行情影响小幅下修，仍处于偏低位置；目前非银金融估值处于后三分之一偏低位置，银行估值处在底部位置。截至 11 月 13 日，非银金融行业的 PB 估值仅为 1.89 倍，处于自 2000 年以来估值的 21%分位上；银行业的 PB 估值仅为 0.68 倍，仅处于 1%的历史估值分位上。经历上周震荡行情后金融估值水平再度下修，综合整体行业估值百分位来看，非银金融行业估值已处于偏低位置，银行估值百分位已处在底部区间，具备高性价比和强安全边际。

金融市场改革政策步伐持续加速，市场有望受益于政策提振。政策层面，改革步伐加速趋势不改：10 月 31 日，副总理刘鹤主持召开金融委专题会议，将全面实施注册制并建立常态化退市机制；11 月 7 日，进博会金融合作论坛上，央行有关领导再次强调深化金融业开放；11 月 10 日，证监会就贯彻落实《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》开展动员部署会，将进一步提高上市公司质量、完善退市制度。整体来看，金融市场改革步伐呈现逐步提速趋势，未来助力券商等金融行业的催化因素将不断上演，行情有望得到持续性提振。

图表 25 近期金融市场改革步伐显著加速

时间	事件
11 月 14 日	**央行金融研究所所长周诚君：鼓励商业银行更多参与资本市场建设** 在“第 11 届财新峰会：重建全球信任”上表示： 一方面，要大力发展直接融资，鼓励更多储蓄通过直接融资方式支持创新，支持国家数字化转型； 另一方面，要客观正视我国商业银行长期以来占据金融体系“大头”的现状，让商业银行更多参与从储蓄转化为投资以及资本形成的过程当中。
11 月 13 日	**银保监会：关于保险资金财务性股权投资有关事项的通知** 保险机构开展财务性股权投资，可以运用自有资金和与投资资产期限相匹配的责任准备金。 取消财务性股权投资行业限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗等特定企业要求，允许保险机构自主选择投资行业范围。 保险资金开展财务性股权投资，所投资的标的企业应当依法登记设立且具有法人资格。标的企业所属产业应当处于成长期、成熟期或者为战略性新兴产业，或者具有明确的上市意向及较高的并购价值。
11 月 12 日	**上交所：支持更多“硬科技”企业上市，深化注册制、退市等关键制度改革** 发挥科创板在集成电路、生物医药、高端装备制造等领域的集聚效应和示范效应，支持和鼓励更多“硬科技”企业上市。 加强改革系统集成，有效落实资本市场全面深化改革各项任务。 坚定不移推进资本市场基础制度建设，深化注册制、退市、长期投资者等关键制度改革，积极实施《提高沪市上市公司质量三年行动计划》
11 月 10 日	**证监会：贯彻落实《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》动员部署会** 从源头上提升上市公司质量。 严格退市监管，完善退市标准，简化退市程序。

	坚决打击各类恶意规避退市行为，严肃处置通过煽动缠访闹访等方式对抗监管的行为。 拓宽多元化退出渠道，充分调动相关方面和地方积极性，**重点推动重整一批、重组一批、主动退一批，促进存量上市公司风险有序出清**。
11 月 9 日	**中基协“资管细则”修订稿座谈会** 进一步明确组合投资、分期缴付、资金跟投等条款 要推动有关部门就账户开立条件、风控指标设置、存量产品整改等问题加强政策协调配合，为私募资管行业创造更好的展业环境。

资料来源：华安证券研究所整理

关注标的：中信证券、中信建投、华泰证券、中国平安、中国人寿、招商银行、宁波银行、工商银行等。

图表 26 首选行业及关注标的

首选行业	关注标的
化工	万华化学、恒力石化、中国巨石、华鲁恒升、国瓷材料、三棵树、扬农化工、金禾实业等
电子	兆易创新、韦尔股份、卓胜微、立讯精密、歌尔股份、生益科技、长电科技、沪电股份等
金融	中信证券、中信建投、华泰证券、中国平安、中国人寿、招商银行、宁波银行、工商银行等

资料来源：华安证券研究所整理

风险提示：

疫情二次冲击;中美关系显著恶化;经济复苏不及预期;政策过早转向。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。