

滞涨的顺周期及充分回调的可选消费值得重点关注

——策略前瞻之一百四十九

要点

市场回顾及策略前瞻：本周A股市场继续呈现出分化态势，顺周期板块领涨，中小板、创业板则连续三周回调，值得注意的是，尽管当前市场对经济复苏和顺周期板块认可度较高，但对于具体投资方向仍有所分歧，近期周期板块内较快的轮动节奏就反映了这种分歧。消息方面，本周，央行发布了三季度货币政策执行报告，货币政策方面，三季度货币政策执行报告延续了之前稳健货币政策的基调，但在M2及社融增速方面，央行三季度货币政策执行报告将M2及社融增速目标设置为了‘同反映潜在产出的名义GDP增速基本匹配’，从5月份两会的‘明显高于名义GDP增速’到7月政治局会议的‘合理增长’，再到现在的‘同名义GDP增速基本匹配’，社融及M2增速目标变化反映出了央行对于国内信用周期的态度变化，未来国内信用将大概率边际收紧。

随着基金年终考核临近，滞涨顺周期板块有望持续受到市场资金青睐，配置上，建议把握以下两条投资主线：①重点关注滞涨顺周期板块，如周期上游（有色金属、石油、煤炭）、金融及交运板块，此外，景气度持续改善的基建产业链也得持续关注；②继续关注可选消费板块，继续看好家电板块投资机会，汽车板块近期波动明显加大，如果其出现大幅回调，那么回调后仍将是很好的买点。

海外方面，随着摇摆州重新计票后陆续确认拜登胜选结果，美国已正式启动权力交接。政治政策的不确定性下降以及疫苗全面使用的预期增强推动本周港股和美股上涨。展望后市，距离疫苗正式推出尚需时日，民众对接种的接受程度也尚未可知。因此若中国香港和美国的疫情继续恶化，香港本地股会继续受到压制。不过长期来看随着多数疫苗取得积极成果，明年全球经济将迎来复苏的共振。盈利基本面改善的预期支撑港股向好。资金面上民主党执政后中美之间的紧张关系迎来阶段性缓和的契机，在人民币强美元弱的格局下外资将继续回流至港股。

北向资金大幅净流入：本周北向资金净流入168.50亿元（前值净流入55.10亿元），本周北向资金净流入居前的是家电和非银行金融；本周南下资金净流入148.85亿港元（前值+113.23亿港元），净流入居前的行业是银行和计算机。AH溢价指数下降0.16个百分点至142.25。

大类资产表现：本周十年期美债收益率上涨1.20%，报0.8400%；美元指数下跌0.51%，报91.7845；美元兑人民币下跌0.05%，报6.5755；伦敦现货黄金下跌5.14%，WTI现货原油上涨6.60%，至44.93美元/桶。

权益大势回顾：本周上证综指上涨0.91%，上证50上涨2.54%，沪深300上涨0.76%，中小板指下跌1.17%，创业板指下跌1.80%，中证500下跌1.11%，恒生指数上涨1.68%，恒生中国企业指数上涨2.25%。从PE看，创业板、中证500、上证A股、沪深300、上证50最新PE估值所处历史分位依次是79%、42%、95%、96%、96%。从PB来看，创业板、中证500、上证A股、沪深300、上证50最新估值所处历史分位依次是85%、27%、56%、73%、56%。

行业比较概览：本周周期上游、金融领涨，消费及周期中游表现不佳。从PETTM分位看，农林牧渔（1%）低于10%历史分位。从PB分位来看，建筑（3%）低于历史5%分位数。近1月机构调研次数最多的是大族激光（15次）。

风险提示：通胀超预期回升；经济增速超预期下行；海外市场波动加大。

作者

分析师：秦波

(执业证书编号：S0930514060003)

021-52523839

qinbo@ebsecn.com

分析师：黄亚钊

(执业证书编号：S0930520080007)

huangyjr@ebsecn.com

联系人：黄凯松

021-52523813

huangkaisong@ebsecn.com

联系人：刘芳

021-5252 3677

Liuf@ebsecn.com

联系人：吴云杰

010-5651 3071

wuyunjie@ebsecn.com

1 A+H 行情回顾及策略前瞻

1.1 一周行情回顾

本周,上证综指、中小板指、创业板指、科创 50 指数涨幅分别为+0.91%、-1.17%、-1.80%、-3.00%。本周 A 股市场继续呈现出分化态势,除上证主板保持上涨趋势外,中小板、创业板、科创板均已连续三周下跌。资金方面,截至周五收盘,本周两融余额继续小幅提升,陆股通北向资金已经连续四周逆势净流入。

北向资金继续大幅净流入。本周北向资金净流入 168.50 亿元(前值净流入 55.10 亿元),北向资金已连续四周呈现出净流入状态,本周北向资金净流入居前的是家电和非银行金融;本周南下资金净流入 148.85 亿港元(前值+113.23 亿港元),净流入居前的行业是银行和计算机。AH 溢价指数下降 0.16 个百分点至 142.25。

市场行情方面,滞涨顺周期板块仍是本周市场行情主线,本周,周期上游和金融板块领涨,前期涨幅较大的消费及周期中游板块则有所回调。具体来看,本周涨幅排名前三的中信一级行业分别是煤炭、银行、非银行金融,在本周涨幅排名前十的一级行业中,有 8 个行业为顺周期行业,且有 8 个行业今年 1-10 月份累积涨幅在 29 个一级行业中排名后 50%,这反映出,滞涨顺周期板块是目前市场主线。跌幅方面,前期涨幅较大的家电和周期中游板块(建材、轻工、化工)在本周迎来调整,而医药板块也在集采和医保谈判等利空消息影响下持续下跌,本周跌幅最大的 10 个行业中,有 8 个行业的今年 1-10 月累积涨幅在 29 个一级行业中排名前 50%,在市场追逐滞涨顺周期板块的背景下,前期涨幅较大板块存在一定调整压力。尽管从整体上看,目前市场对经济复苏和滞涨顺周期板块的认可度较高,但在具体投资方向上,市场仍有所分歧,本周前两个交易日,煤炭、有色金属、石油石化领涨,随后资金轮动至金融板块,周五,周期上游板块明显回调,而汽车、家电则迎来反弹,资金在各个顺周期板块之间快速轮动,反映出了当前市场在顺周期投资方向上的分歧。市场情绪方面,在市场持续震荡且资金对未来投资方向存在分歧的背景下,本周市场观望情绪较重,两市成交额及换手率逐日下降。

海外方面,随着摇摆州重新计票后陆续确认拜登胜选结果,美国已正式启动权力交接。拜登计划提名前美联储主席耶伦出任美国财政部长。在政治政策的不确定性下降的同时,市场对疫苗全面使用的憧憬也在增强。美国食品药品监督管理局批准使用美国再生元制药公司的“抗体鸡尾酒”治疗法用于新冠肺炎。辉瑞已寻求申请新冠疫苗紧急使用权。本周美股和港股均有所上涨,标普 500、纳斯达克指数和道琼斯工业指数分别上涨 2.27%、2.96%和 2.21%。

不过本周香港的第三波疫情再起,每日新增疫情病例从上周六的 43 例上升至 11 月 27 日的 92 例。香港本地股的行情再次受到压制。本周恒生指数、恒生国企指数、恒生综指、恒生香港 35 指数分别上涨 1.68%、2.25%、1.23%和 0.37%。港股本周恒生综合指数 12 个一级行业指数中 9 个出现上涨。油价回升使得能源业领涨,涨幅为 7.12%。受到疫苗利好消息的带动,风格切换继续。顺周期的原材料业和金融业分别上涨 3.71%和 2.84%。受到耗材集采和医保谈判下医药降价预期的影响,本周医疗保健指数大幅下挫 4.15%。A 股港股通南向资金规模净流入为 148.85 亿港币,前值为 113.23 亿港币。

1.2 一周重要事件回顾及点评

本周,央行发布三季度货币政策执行报告,与二季度货币政策执行报告及央行之前的有关表态相比,三季度货币政策执行报告向市场传达出了以下信息:

(1) 重提货币政策“总闸门”，货币政策进一步向正常化回归：在货币政策方面，央行三季度货币政策执行报告延续了之前稳健货币政策的基调，强调在保证流动性合理充裕的前提下，“既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”，货币政策更加重视“精准滴灌”，而非“大水漫灌”。此外，央行三季度货币政策执行报告提出，“把好货币供给总闸门，尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定”，这是央行自 2019 年 2 季度以来再次提出“总闸门”，货币政策向正常化回归的态势越发明显。

(2) 将社融与 M2 增速目标设置为“同反映潜在产出的名义 GDP 增速基本匹配”，未来信用存在边际收紧趋势：在央行三季度货币政策执行报告中，一个较为明显的变化是其修改了未来国内社融及 M2 增速目标。5 月份两会将社融及 M2 增速目标设置为“明显高于名义 GDP 增速”，7 月份政治局会议将社融及 M2 增速目标设置为“合理增长”，而本次发布的央行三季度货币政策执行报告则将社融及 M2 增速目标设置为“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”，从央行表态来看，未来国内社融、M2 增速大概率将有所下行，国内信用扩张周期大概率将迎来拐点，国内信用将会边际收紧。

(3) 新增“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”，强调防范系统性金融风险：由于近期债券违约事件频发，因而在央行三季度货币政策执行报告中，央行重点强调“打好防范化解重大金融风险攻坚战，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，维护金融安全牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”。结合近期金融委会议的有关表态，我们认为，监管层对于近期债券集中违约的关注点在于其是否会引发系统性金融风险，但监管层并不会对市场主体违约事件予以过多干预，而是尊重企业实际经营状况和市场规律，坚持有序违约，让市场自发形成优胜劣汰。对于市场而言，近期债券违约事件降低了市场风险偏好，市场信用融资环境也将有所收紧。

除上述消息外，本周五，沪深交易所同日发布各自的《转板上市办法》并公开征求意见。《转板上市办法》作为 6 月份证监会所发布的《新三板转板上市指导意见》的延续，其对新三板精选层挂牌公司转板上市条件、转板上市审核、上市安排及自律监管等事项作出了具体规定，旨在规范转板公司向科创板、创业板转板上市的行为，做好制度衔接。

从上市条件上看，申请转板上市的新三板精选层挂牌公司需满足拟转入板块的 IPO 条件，同时针对新三板挂牌公司可能存在交易不活跃现象，《转板上市办法》规定拟转板上市公司还需额外满足以下两个条件：

(1) 拟转板上市公司的股东人数不少于 1000 人；

(2) 董事会审议通过转板上市相关事宜决议公告日前连续 60 交易日（不包括股票停牌日）的股票累计成交量不低于 1000 万股。

此外，由于转板上市不涉及“二次上市”，因而沪深交易所对相关流程也进行了一定程度简化，各个步骤的审核时间也明显缩短。

从投资机会上看，根据我们之前报告的梳理，新三板精选层挂牌公司的估值水平较沪深交易所同行业公司估值水平存在明显差距，这意味着，如果一家新三板精选层挂牌企业能够实现转板上市，那么其估值将迎来明显提升，这也将产生套利投资机会。不过值得注意的是，新三板精选层挂牌标准远低于沪深交易所上市标准，这意味着，新三板精选层挂牌公司很可能无法达到沪深交易所上市条件，进而无法实现转板上市，因而如果想要把握这种套利投资机会，那么分析新三板精选层挂牌企业有多大概率能满足沪深交易所上市条件则是套利是否成功的关键。

从资本市场发展角度看，《转板上市办法》的出台打通了我国各层次资本市场之间的联系，满足条件的新三板挂牌企业如果想要在沪深交易所上市，其无需先摘牌后申请上市，而是可以直接申请转板上市，进而大大提升了上市效率。作为全面

推行注册制的一部分，转板上市将增加我国 A 股市场股票供给，未来随着注册制在全市场逐步推广，A 股市场上市公司数量将稳步增多，而随着退市制度不断完善，那些质量不过关的上市公司将面临退市风险。A 股上市公司数量增多将增加机构投资者的研究成本，而潜在退市风险将放大机构投资者的投资风险，从这一角度出发，未来那些公司治理体系完善、业绩出色的行业龙头公司有望持续受到资金青睐，机构抱团现象也很有可能会进一步延续。

1.3 下周重点关注及策略前瞻

下周，国内将公布 11 月份 PMI 数据，同时，11 月份中央政治局会议也大概率会在下周一召开，投资者可适当关注。

展望后市，12 月，基金等机构投资者将迎来年终考核。尽管目前部分机构投资者将考核时间节点设置为了 11 月末，但仍有较多机构投资者将年终考核时间节点放在了 12 月。随着基金年终考核临近，出于收益落袋、保证兑付流动性等考虑，此时机构投资者往往更加偏好低估值滞涨板块，而该年度累计涨幅较高板块则会存在一定的调整压力。通过表 1 可以看出，2018 年-2019 年期间，12 月涨幅排名前 10 行业中，有很多行业都是 1-11 月份涨幅排名较为靠后的行业，同样，在 12 月份跌幅排名前 5 的行业中，大部分行业是该年 1-11 月份涨幅排名前 10 的行业。上述规律在 2015-2018 年期间也得到了验证。这意味着，12 月份，随着机构投资者年终考核临近，该年度滞涨板块更加受资金青睐，而该年度 1-11 月份累积涨幅较大行业则会在 12 月份面临较大回调压力。

表 1：2018-2019 年 12 月份各一级行业涨跌排名统计

年份	12 月份领涨行业			12 月份领跌行业		
	涨幅前十行业	12 月份涨幅排名	1-11 月涨幅排名	跌幅前十行业	12 月涨幅排名	1-11 月涨幅排名
2019	有色金属	1	22	国防军工	20	13
	建材	2	7	建筑	21	29
	传媒	3	19	钢铁	22	28
	电子	4	2	商贸零售	23	26
	家电	5	4	石油石化	24	25
	房地产	6	15	食品饮料	25	1
	基础化工	7	17	银行	26	9
	综合	8	24	医药	27	8
	非银行金融	9	6	电力及公用事业	28	23
	机械	10	14	农林牧渔	29	3
2018	消费者服务	1	2	银行	20	1
	电力及公用事业	2	16	计算机	21	6
	食品饮料	3	7	国防军工	22	9
	通信	4	25	综合	23	29
	农林牧渔	5	8	煤炭	24	11
	汽车	6	20	建材	25	15
	电力设备及新能源	7	24	电子	26	27
	建筑	8	13	石油石化	27	3
	轻工制造	9	21	非银行金融	28	4
	家电	10	18	医药	29	5

资料来源：Wind, 光大证券研究所

配置上，从经济政策周期角度看，随着近期国内信用环境有边际收紧趋势，目前市场已处于“数据强、政策紧”的政策经济周期第二阶段。“数据强”意味着周期及消费板块有望受益，而“政策紧”则不利于科技等成长性板块行情发展。此外，考虑到目前市场对经济复苏和顺周期板块认可度较高，且12月份领涨的往往是1-11月份涨幅靠后行业，因而建议投资者重点关注以下几条投资主线：

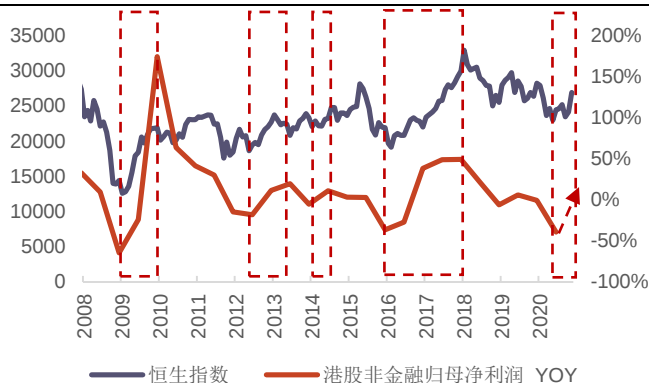
(1) 关注滞涨顺周期板块：从板块轮动角度看，消费和周期中游板块在前期已经积累了一定涨幅，结合历年12月份市场行情特点，建议投资者12月重点关注滞涨的周期上游（有色金属、石化、煤炭）、金融及交运板块。此外，经过近期的调整，周期中游基建产业链（轻工、化工、建材、机械）涨幅有一定回落，但不论是从宏观角度的工业增加值、固定资产投资增速角度，还是从微观层面的ROE、净利润增速角度，基建产业链的景气度已经呈现出了非常明显的改善态势，且当前基建投资和地产投资仍维持较高增速，这也将对基建产业链提供有力支撑，基建产业链仍值得持续关注。

(2) 继续关注可选消费板块中的家电、汽车板块：尽管本周可选消费板块有所回调，但我们认为其仍值得持续关注。家电方面，目前家电行业正走出过去两年的低谷，迎来景气向上周期，未来业绩持续改善的确定性较高，同时，家电行业今年以来累计涨幅排名一级行业中游，涨幅回调压力相对较小，近期家电行业的回调更多的是前期快速上涨后的正常调整，往后看，我们仍看好家电板块行情发展。汽车方面，近期汽车板块波动明显加大，当前新能源汽车板块整体估值较高，尽管汽车板块也正迎来景气向上周期，但前期较大的涨幅透支了较多未来业绩增长预期，因而短期看，汽车板块可能存在调整压力，如果汽车板块近期大幅调整，那么调整后仍将是很好的买入机会。

海外方面，随着多数疫苗取得积极成果，明年全球经济将迎来复苏的共振。盈利基本面改善的预期支撑港股向好。从历史数据上来看，在港股净利润增速恢复的阶段，港股均处于牛市。

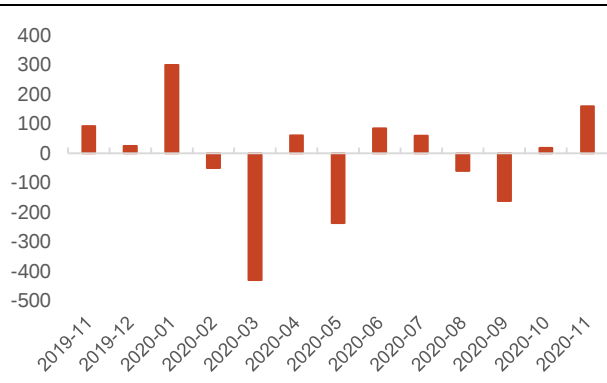
资金面上，AH 溢价居高不下，有望继续吸引南下资金流入。外资方面，民主党执政后中美之间的紧张关系迎来阶段性缓和的契机，在人民币强美元弱的格局下外资有望大幅回流至港股。美国主要投资于港股的基金—安硕 MSCI 香港 ETF 当前已恢复净流入，11月大幅净流入近1.6亿美元港币，港股市场资金面上将继续维持较为宽裕的状态。不过距离疫苗正式推出尚需时日，民众对接种的接受程度也尚未可知。因此若中国香港和美国的疫情继续恶化，香港本地股会继续受到压制，而估值偏贵的美股和疲弱的美国基本面也将继续背离。需警惕未来美国风险资产波动对港股市场带来的不利冲击。

图1：恒生指数与港股净利润同比增速(%)



资料来源：Wind，数据截止2020年11月27日

图2：安硕 MSCI 香港 ETF 恢复净流入（百万）



资料来源：Bloomberg，数据截止2020年11月27日

行业配置方面：（1）随着疫苗推出的确定性逐渐增强，估值偏低的金融、地产、能源、原材料有继续上涨的空间。（2）可继续关注受益于 RECP 签订和估值修复空间较大的交通运输、消费电子、餐饮旅游和家具家电。（3）周五沪深港交易所就扩大沪深港通股票范围达成共识：港股生物科技公司属于恒生综指成份股的调入港股通。这将从资金面为医药股带来一定的利好，考虑到部分医药公司近期回调幅度较大，投资者可逢低纳入。（4）科技创新和国产替代仍是中期主线，回调之后是投资者的增配良机。长期看好港股中的物业、半导体、互联网、新能源产业链龙头、科技中的硬件/云计算龙头等相关行业或公司。

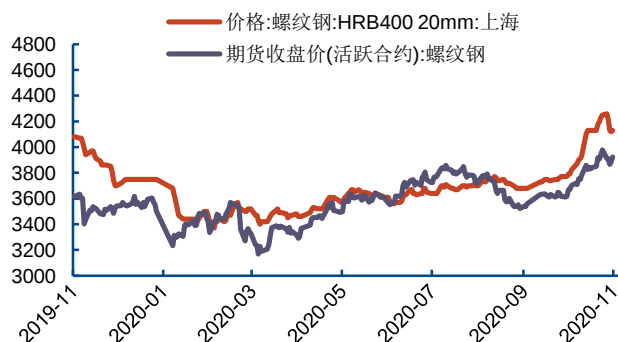
2 重点数据跟踪

2.1 周期跟踪

截至本周，黑色系方面，秦皇岛 5500 大卡动力煤为 598 元/吨（前值 611 元/吨），螺纹钢现货为 4130 元/吨（前值 4250 元/吨），热卷为 4340 元/吨（前值 4290 元/吨）。本周螺纹钢库存继续呈回落态势，全国 35 个地区螺纹钢库存最新为 450.43 万吨（前值 487.91 万吨），主要建筑钢材生产企业库存与上周基本持平，最新为 233.44 万吨（前值为 233.08 万吨）。

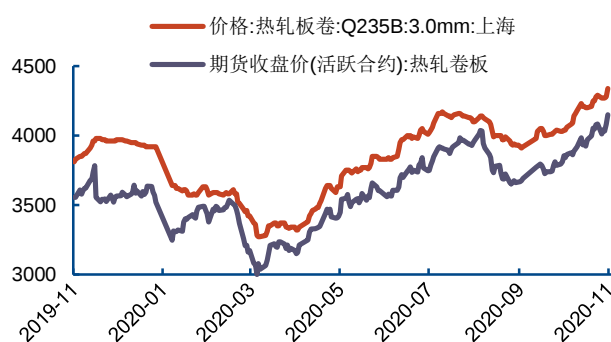
化工大宗商品方面，PVC 华东库存为 11.55 万吨（前值 13.09 万吨），华南库存为 1.34 万吨（前值 1.39 万吨）。PE 华东库存为 9.93 万吨（前值 10.20 万吨）。PP 华东库存为 9.83 万吨（前值 10.50 万吨）。

图 3：螺纹钢（元/吨）



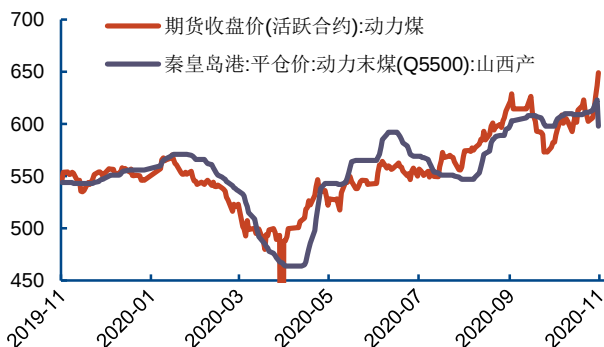
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月 27 日

图 4：热卷（元/吨）



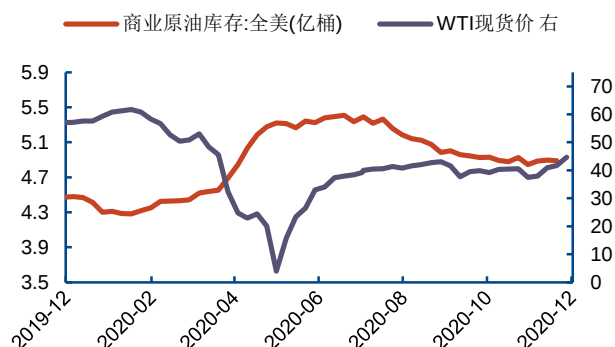
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月 27 日

图 5：动力煤价格走势（元/吨）



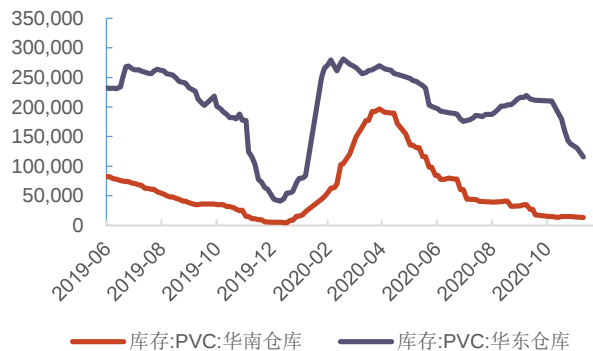
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2020年11月27日

图 6：美国商业原油库存与 WTI 油价（美元/桶，右）



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2020年11月27日

图 7：PVC 库存（吨）走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2020年11月20日

图 8：PE 库存（吨）走势



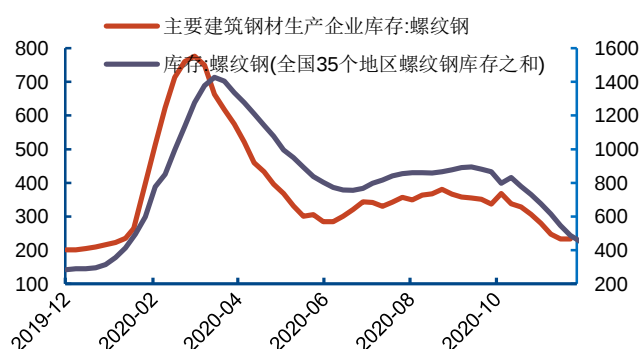
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2020年11月20日

图 9：PP 库存（吨）走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2020年11月20日

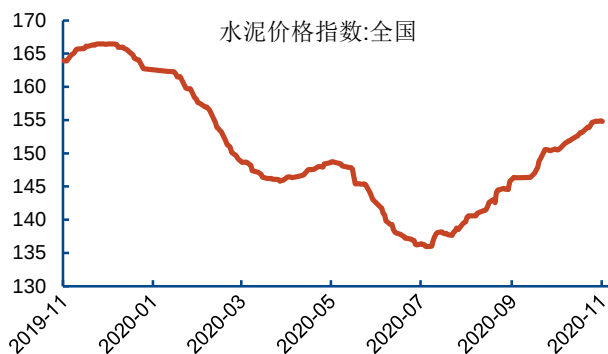
图 10：螺纹钢库存（万吨）走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2020年11月27日

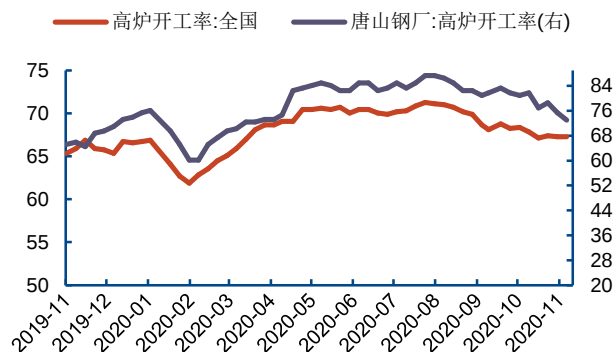
工业生产方面，水泥价格指数增速有所放缓，本周五收于 154.79 点（前值 154.67 点）；唐山高炉开工率继续回落，最新为 73.02%（前值 75.40%），全国高炉开工率与上周持平，最新为 67.27%（前值 67.27%）。

图 11：水泥价格指数（全国）



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月 27 日

图 12：高炉开工率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 11 月 27 日

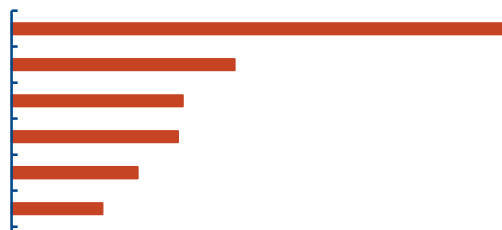
2.2 大类资产

股市方面，本周美股、港股上涨，A 股各板块表现有所分化。美股方面，本周纳斯达克指数上涨 2.96%（前值上涨 0.22%），标普 500 指数上涨 2.27%（前值下跌 0.77%），道琼斯工业指数上涨 2.21%（前值下跌 0.73%）。A 股方面，本周创业板指下跌 1.80%（前值下跌 1.47%），上证综指上涨 0.91%（前值上涨 2.04%）。港股方面，本周恒生指数上涨 1.68%（前值上涨 1.13%）。

其他大类资产方面，本周十年期美债收益率上涨 1.20%，报 0.8400%；美元指数下跌 0.51%，报 91.7845；美元兑人民币下跌 0.05%，报 6.5755；伦敦现货黄金下跌 5.14%，WTI 现货原油上涨 6.60%，至 44.93 美元/桶。

图 13：大类资产表现：近一周涨跌幅（%）

WTI原油现货价
纳斯达克综指
标普500
道琼斯工业指数
恒生指数
美国国债收益率:10年



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1220

