

2021

NCF新华基金
日久见真绩



洗尽铅华、璞玉天成

--新华基金2021年度策略展望

2021年宏观策略观点摘要

- 新冠疫情仍在深刻影响着全球经济和政策走势，预计海外经济在2021年将延续当前的弱复苏态势，同时政策宽松在疫情的压制下难有方向性的转变。国内经济在基数扰动下将确定性的呈现前高后低的走势，考虑到政策面强调连续性和稳定性，在退出应急性宽松的同时注重不急转弯，预计国内信用收缩会较为温和，经济会保持较强韧性，预计全年实际GDP增速在9%左右；结构上，基建和地产链条随着国内信用温和收缩而趋于回落，经济修复进一步动能将更多来自消费、制造业投资和出口，尤其是出口在下半年的走势将在很大程度上决定经济的方向。CPI和PPI全年都将呈现前高后低的走势，中枢预计都在2%附近，通胀对政策和市场的扰动可能主要集中在二季度，届时CPI和PPI同比将迎来一轮较快的共振上行。
- 从DDM模型看,当前分子端企业盈利的持续修复是确定性的，预计2021年业绩中枢在15%左右（A股非金融）；而分母端的影响因素看,市场对于流动性的边际收紧也已经有较为充分的消化，短端和长端利率年内从目前位置进一步大幅上行的可能性都非常低；目前股权风险溢价已经从年初的历史较高位降低至历史较低位置，实体信用扩张见顶也不支持A股整体估值进一步大幅攀升，2021年需适当降低预期收益率，并且警惕春季躁动前置的概率。
- 随着疫情期间的应急宽松逐步退出，2021年实体信用将从扩张转为收缩，但不同于经济过热倒逼政策转向，以史为鉴，我们认为可参考2017年，当前的宏观调控更加强调连续性和稳定性，信用温和收缩并不会对市场构成系统性风险，同时经济至少在上半年还会进一步修复，预计市场将延续当前的宽幅震荡走势、以时间换空间。预计2021年北上资金流入A股有望达到3000亿（规模将超今年），景气行业龙头尤为值得重视。
- 投资建议:2020年下半年以来，我们基于经济修复+利率上行的宏观背景，持续推荐低估值顺周期主线，站在当下时点展望2021年，经济修复的方向没有发生变化，但利率进一步上行的空间有限，周期和科技消费的估值裂口也有明显收窄，因此适度转为均衡配置策略，从基本面改善和可持续的角度寻找配置机会，重点布局业绩超预期的景气子行业，看好以下三条主线：1）顺周期低估值主线，尤其是受益出口持续高景气的化工、有色、家电、家具和汽车零部件等行业，大金融板块也有望从经济上行和人民币升值中受益；2）科技创新主线，尤其是契合十四五规划的同时行业景气度又处在高位的光伏新能源、新能源车、半导体和5G应用等产业链；3）后疫情时代的消费修复与升级：医美、出行和线下消费（餐饮、酒店、机场、旅游和航空等）。

主要内容

- ① 宏观经济：政策温和退出，经济复苏延续
- ② 流动性与估值：降低预期收益率
- ③ 以史为鉴：信用温和收缩下，结构性行情仍可期待
- ④ 投资策略：均衡配置，回归基本面

宏观经济：政策温和退出， 经济复苏延续



PART.1

疫情三阶段，2021年步入后疫情时代

- 新冠疫情无疑是2020年最为重要的宏观变量，不论是国内还是海外的经济和市场走势，新冠疫情及疫情下的政策应对都是决定性的影响因素。从国内来看，疫情影响下的经济可以大致分为三个阶段：
- 阶段一：1月下旬至3月中旬，为应对疫情的突然爆发，经济被迫按下暂停键，供需各项数据均出现大幅下滑；
- 阶段二：3月下旬至6月底，经济秩序持续较快恢复，受益于政策宽松的基建和地产引领经济修复；
- 阶段三：7月至2021，供给已经基本恢复完成，国内政策逐步回归正常化，经济进一步修复的动能从基建和地产向出口、消费和制造业投资转换。

图1 国内供给已经恢复到疫情前水平

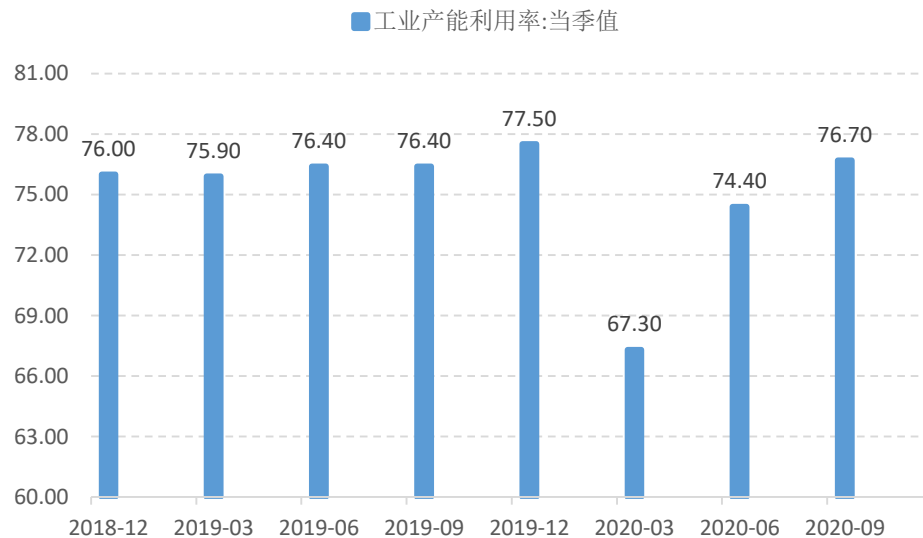
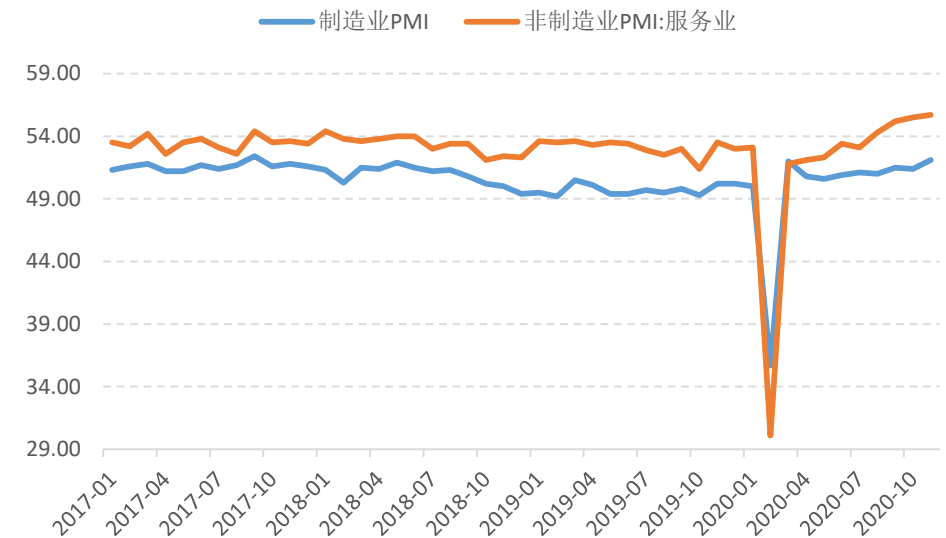


图2 制造业和服务业均在较快恢复



数据来源：WIND

疫情催生的信用快速扩张进入尾声

- 随着国内疫情得到有效控制，经济也持续较快修复，国内政策领先全球开始向正常化回归；
- 最先体现在银行间流动性层面：央行在3月初至5月下旬期间近乎公开市场零投放，传递清晰的回归中性的信号；6月初至今，DR007中枢已经回到7天逆回购（政策利率）附近，政策面明确表示这已经是合意水平，但与此同时重提“结构性短缺”的操作框架，流动性整体上保持紧平衡，二三季度银行体系超储率也维持在1.6%的低位。
- 实体信用层面，2020年上半年，社融增速从2019年底的10.69%快速攀升至12.80%，尤其是最受益于流动性宽松的企业短贷和企业债融资两个分项，扩张最为迅速；下半年以来，虽然在政府融资高增的支撑下，社融增速直到11月才年内首次出现回落，但信贷增速在7月就已经见顶。结构上，非标持续压缩，企业短贷和企业债融资从同比大幅多增转为少增，居民中长贷也在阶段性同比高增后趋于回落，以上都反应政策态度的变化，只有企业中长贷在结构性导向下能持续保持同比高增。

表1 社融同比变化的结构分解

单位：亿元	2020年1-11月	同比变化	2019年同期的同比变化	2020年1-6月	同比变化	2020年7-11月	同比变化
社会融资规模	331436	96714	29113	208684	62549	122752	34165
新增人民币贷款	188851	30786	10634	123286	23067	65565	7718
企业中长贷	82500	27678	798	48600	13800	33900	13878
企业短贷	26997	11832	9393	28200	13500	-1203	-1668
居民中长贷	55108	5432	3255	28000	500	27108	4932
居民短贷	18058	-107	-4411	7552	-2448	10506	2341
票据融资	4048	-14090	2633	9697	-2103	-5649	-11987
非标融资	-5832	10331	11541	262	4654	-6094	5677
企业债券	44058	14267	7368	33594	17923	10464	-3656
股票融资	7798	4752	-429	2462	1257	5336	3495
政府债券	76244	32779	-1614	37950	13335	38294	19444

海外宽松在疫情压制下退出尚早

- 在国内疫情较快得到有效控制的同时，海外疫情迟迟未能得到有效控制，尤其是欧美和印度、巴西等第三世界国家，相继成为全球主要的疫区；
- 这就导致国内和海外在经济走势和政策应对上都出现深度的分化：虽然在疫情之初，全球主要央行均采取极度宽松的货币政策以缓解疫情对经济和金融市场的冲击，但当国内已经在退出时，欧美仍在维持甚至加码宽松；
- 另外，财政政策方面，国内重点保供给，保企业现金流，一旦疫情得到控制，整体供需都能较快修复；美国则重点保需求，叠加供给持续受到疫情压制，导致海外供需裂口持续扩大。

图3 美国供给恢复明显落后于国内

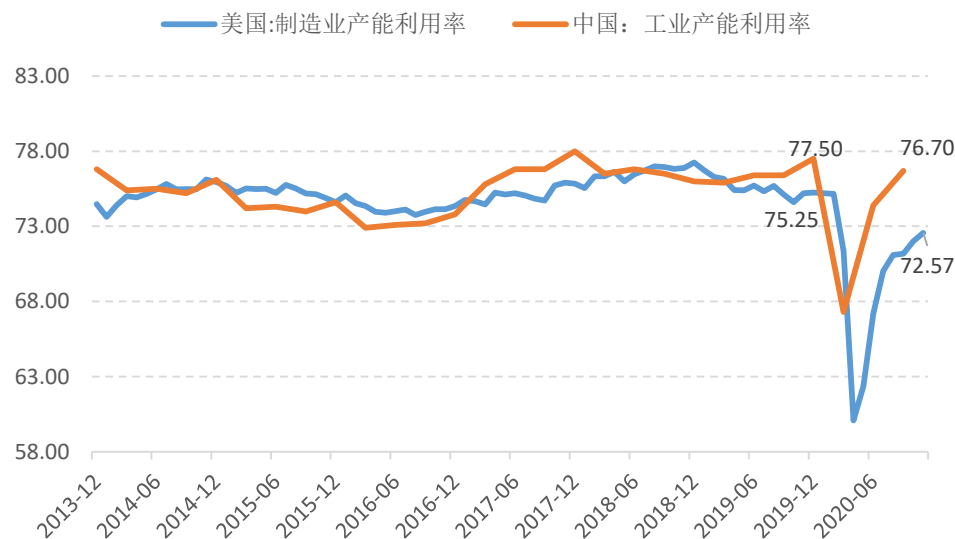
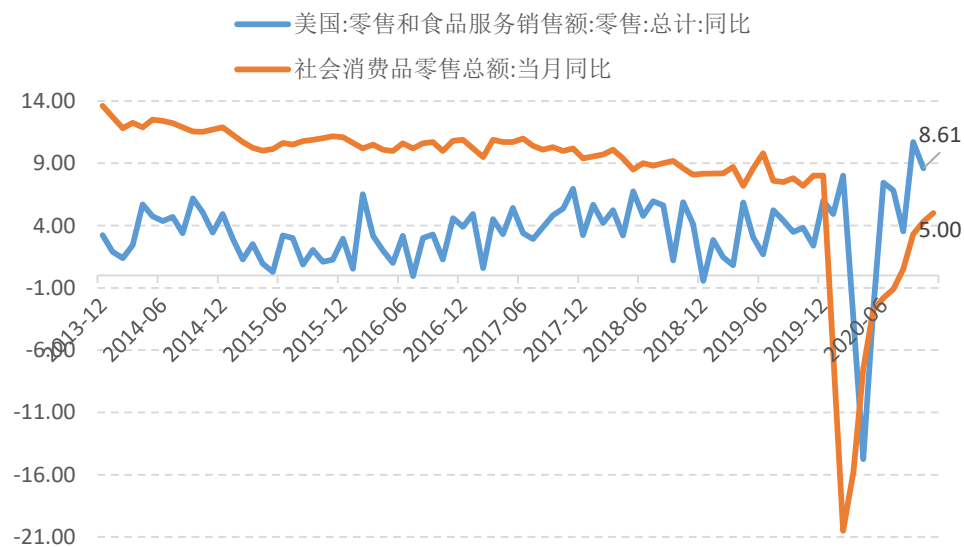


图4 美国消费复苏较国内更为强劲



数据来源: WIND

海外供需错位推动国内出口高增

- 海外供需错位使得出口成为今年下半年以来表现最为亮眼的宏观变量，并支撑整体经济走势超预期；
- 回到6月底的时点，市场普遍认为经济修复斜率最为陡峭的阶段已经过去，经济将进入平台期，因为结构上地产和基建将趋于走势、出口随着疫情相关出口增速回落也难以大幅上行，消费和制造业投资只能支撑经济以较为缓慢的节奏继续修复；
- 但实际上，出口走势在过去半年持续超预期，尤其是家具、家电和服装等传统消费品出口快速回暖，11月单月增速更是飙升到21%的高位，最主要的动能就是海外供需错位，需求旺盛但供给受限，订单向国内转移，中国出口在全球的份额快速攀升。

图5 主要经济体和地区2020年二、四季度出口增速（物量增速）

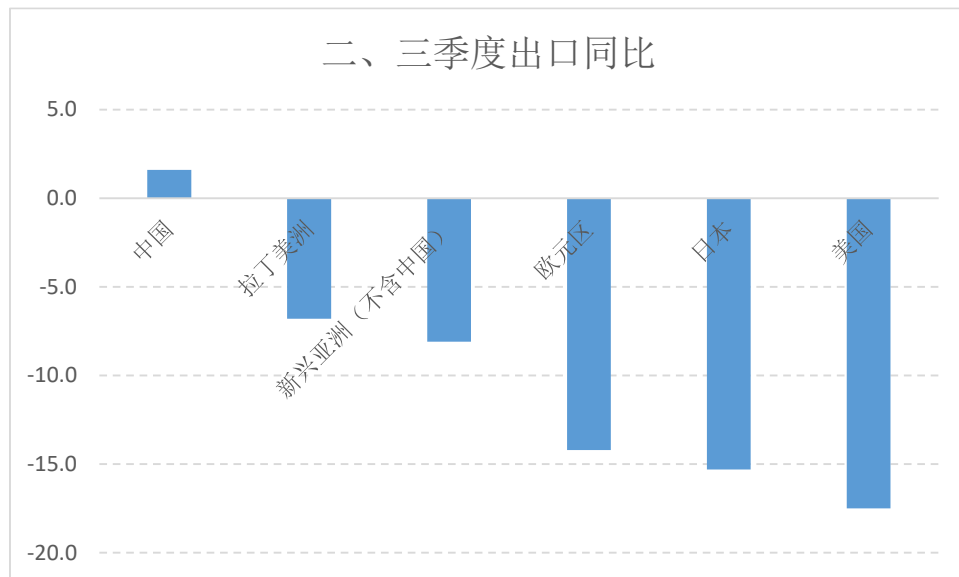
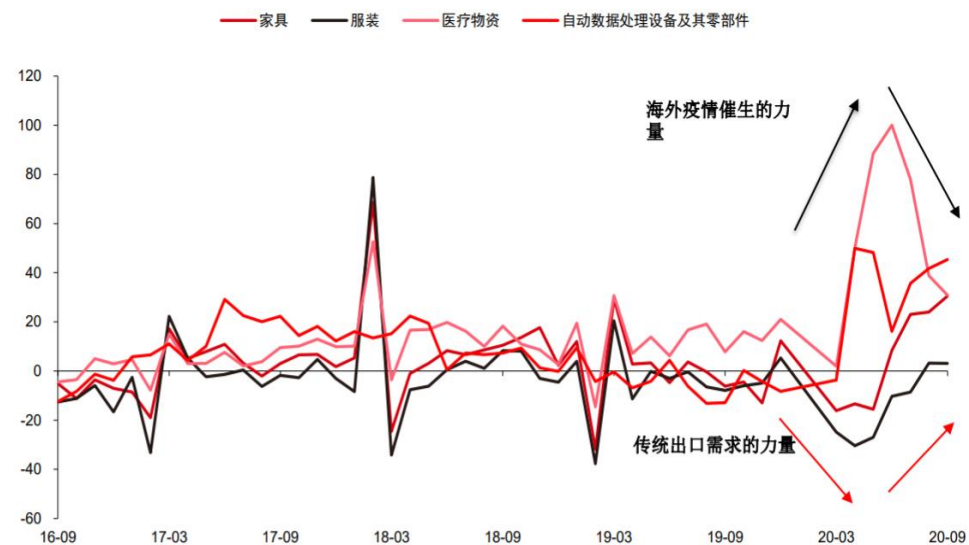


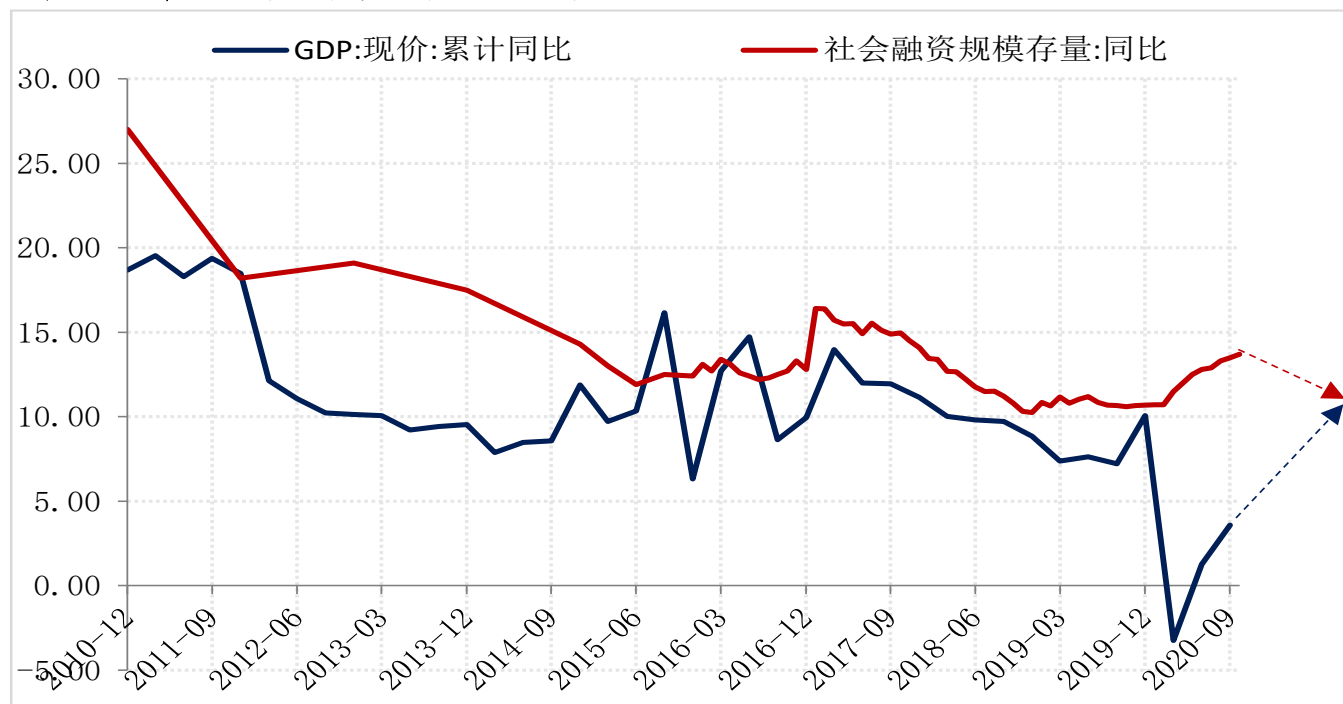
图6 出口高增的驱动力分解



展望2021：国内政策继续温和退出

- 基于国内经济较快修复，政策面对明年宏观调控的要求也调整为“科学精准实施宏观政策”，预计2021年国内政策将延续今年下半年以来温和退出的姿态；对于市场担忧的政策过快收紧，中央经济工作会议也明确强调宏观调控要保持“连续性、稳定性和可持续性”，“不急转弯”。
- 政策的转变会集中反映在宏观杠杆率的变化上：今年在疫情的突发冲击下，政策面暂且搁置了宏观稳杠杆的要求，截止三季度末，宏观杠杆率较2019年末攀升接近25个百分点，但从即使在疫情期间政策面对地产和地方隐形债务的管控也没有放松、疫情过后也较快退出流动性宽松中可以看出，宏观杠杆率的快速攀升只是危机期间的应急之举，随着经济恢复正常，宏观杠杆率也将从快速攀升转为基本稳定；
- 反应在社融增速上，预计2021年社融增速会从目前13.5%的高位逐步回落至11%左右，和名义GDP增速基本相同。

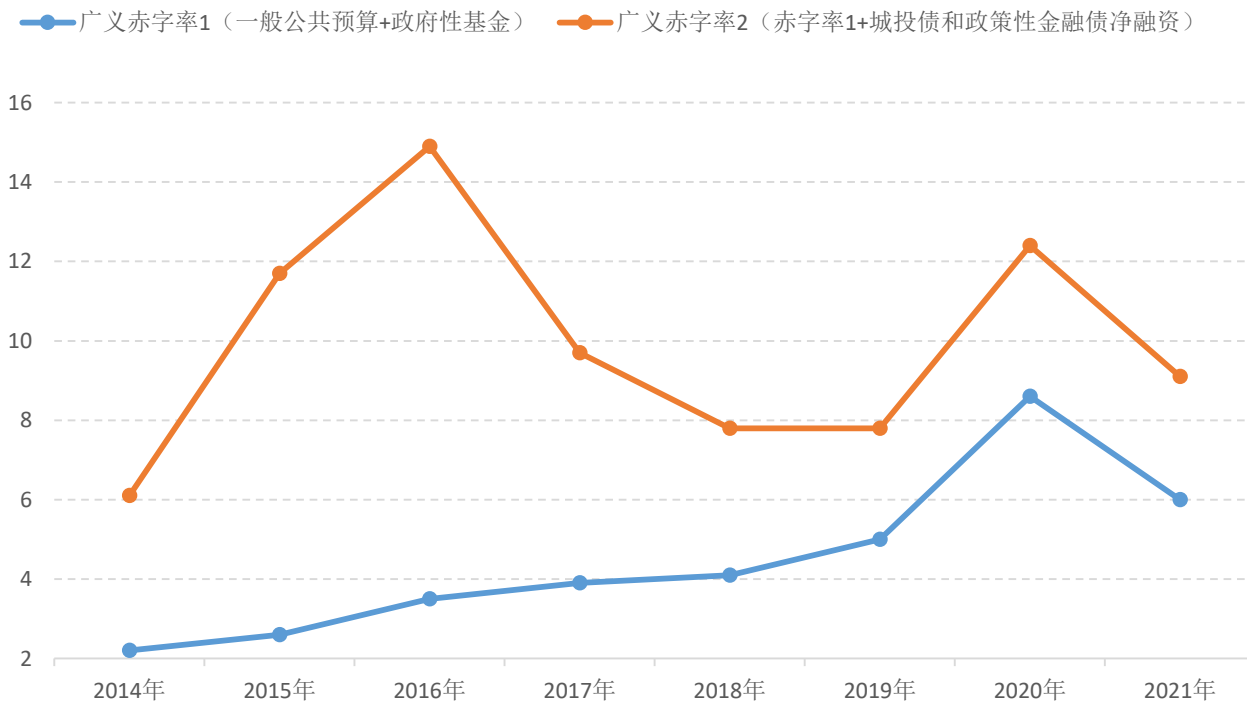
图7 2021年社融增速将再次向名义GDP增速收敛



展望2021：广义财政赤字从9%回落至6%附近

- 货币政策：表内信贷增速今年年中开始就已经回落，银行间流动性也回归紧平衡，预计货币政策在2021年上半年的边际变化有限，更多是延续；
- 财政政策：2021年财政政策的变化会更为明显，预计一般公共预算赤字率和新增地方政府专项债额度都会有所下调，今年为疫情发行的1万亿特别国债预计也不会再有增量，对应广义财政赤字会从今年的接近9%回落至6%附近，基本回到2019年的水平，如果将城投债和国开债净融资等也纳入广义财政赤字口径，回落的幅度会更为明显。

图8 2021年广义赤字率预计明显回落

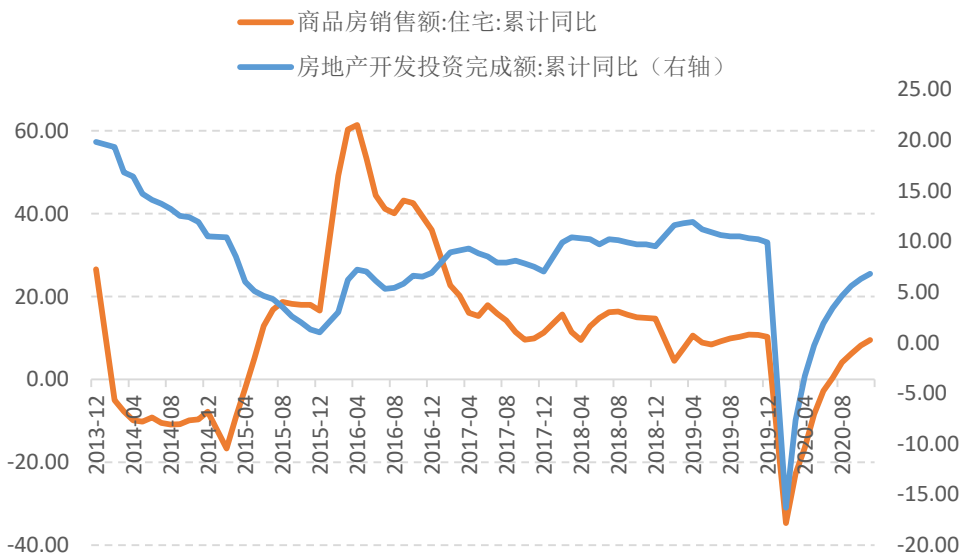


数据来源：WIND

展望2021：地产链条难有期待

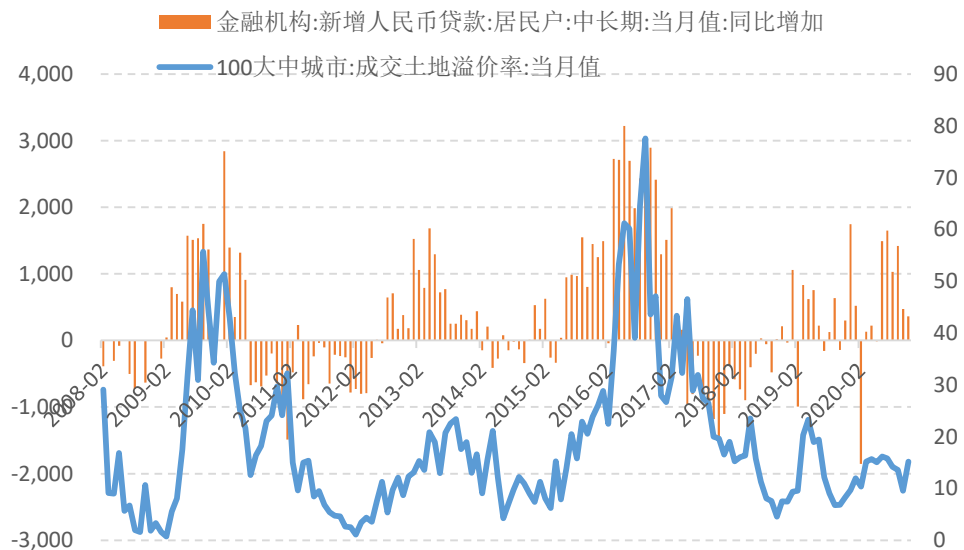
- 2020年地产产业链是内需中表现最为强劲的环节，地产销售和投資增速都已经明显高于疫情前水平，这是经济下压下政策面适度提高对楼市热度的容忍度有较大关联；下半年随着融资的再次收紧，房企拿地意愿和能力明显走弱，地产销售和投資也从快速回暖转为高位震荡；
- 展望2021年，在“三道红线”的约束下，房企的拿地意愿和能力都有明显回落，社融见顶回落的背景下，按揭等房地产相关融资也很难维持今年三季度单月超过1000亿的同比多增，预计2021年地产销售金额和投資增速预计都将从目前10%以上的单月高增回落至0-5%附近，单月增速在一季度跳升后会有明显的下行。地产销售维持17年下半年以来的窄幅波动走势，地产投資则在行业整体去库存的拖累下趋于走弱。

图9 地产销售和投資在快速修复后步入震荡



数据来源：WIND

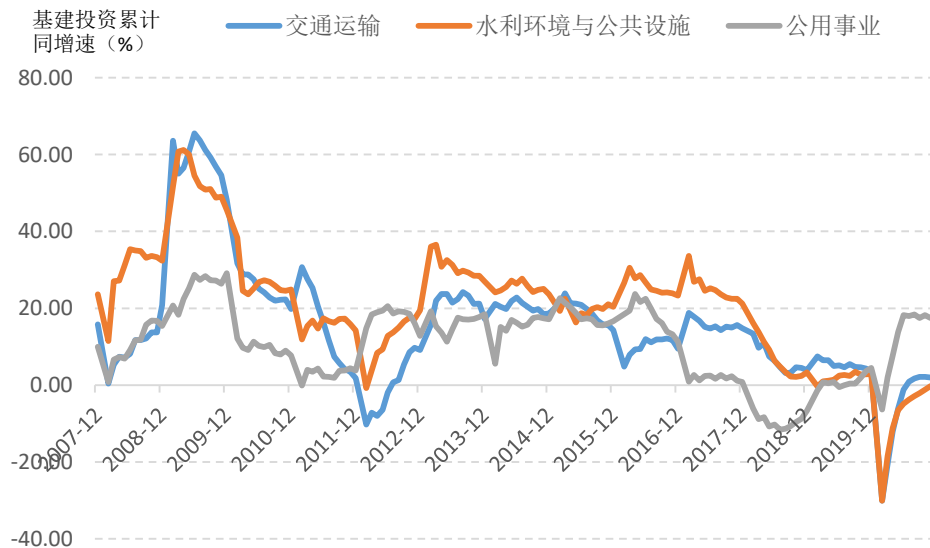
图10 土地市场热度在下半年趋于走弱



展望2021：基建投资增速也将冲高回落

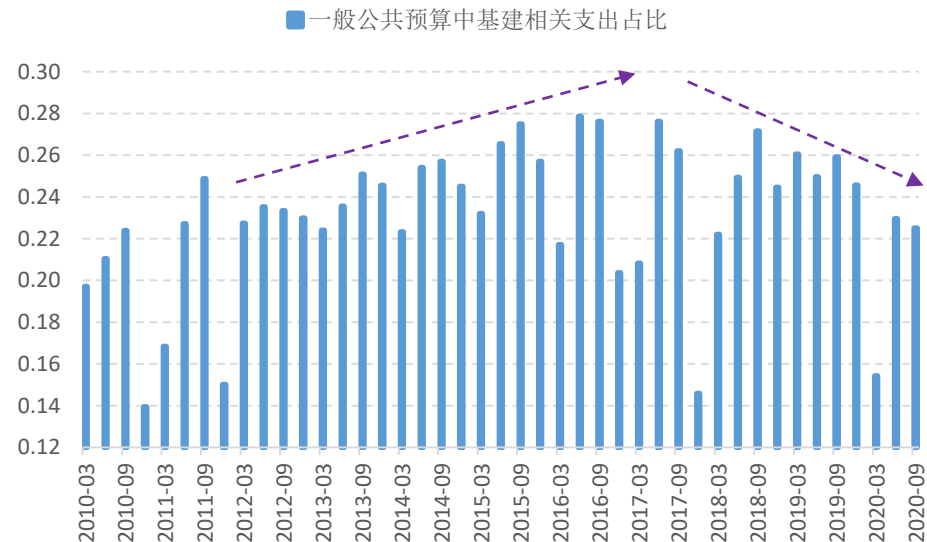
- 在基数的扰动下，2021年基建投资预计也会呈现前高后低的走势，上半年有望实现两位数的高增，但在低基数过后，下半年增速预计会降至0附近，不排除单月出现负增长；
- 之所以给出这样的预测，是因为2017年以来，在严控地方政府隐性债务扩张的约束下，地方政府投资意愿和能力双双受限，同时基建相关支出在一般公共预算的占比呈持续降低的走势，2020年疫情的突发冲击也没能改变上述基本格局，基建支出越来越依赖地方专项债以及传统的城投债和土地出让净收入；
- 基于我们对宽松政策将温和退出的判断，上述三项支撑基建投资的资金来源在2021年都会有不同程度的走弱，基建投资在低基数过后会有明显的回落压力。

图11 公共设施投资增速落后于交运指向地方财力受限



数据来源：WIND

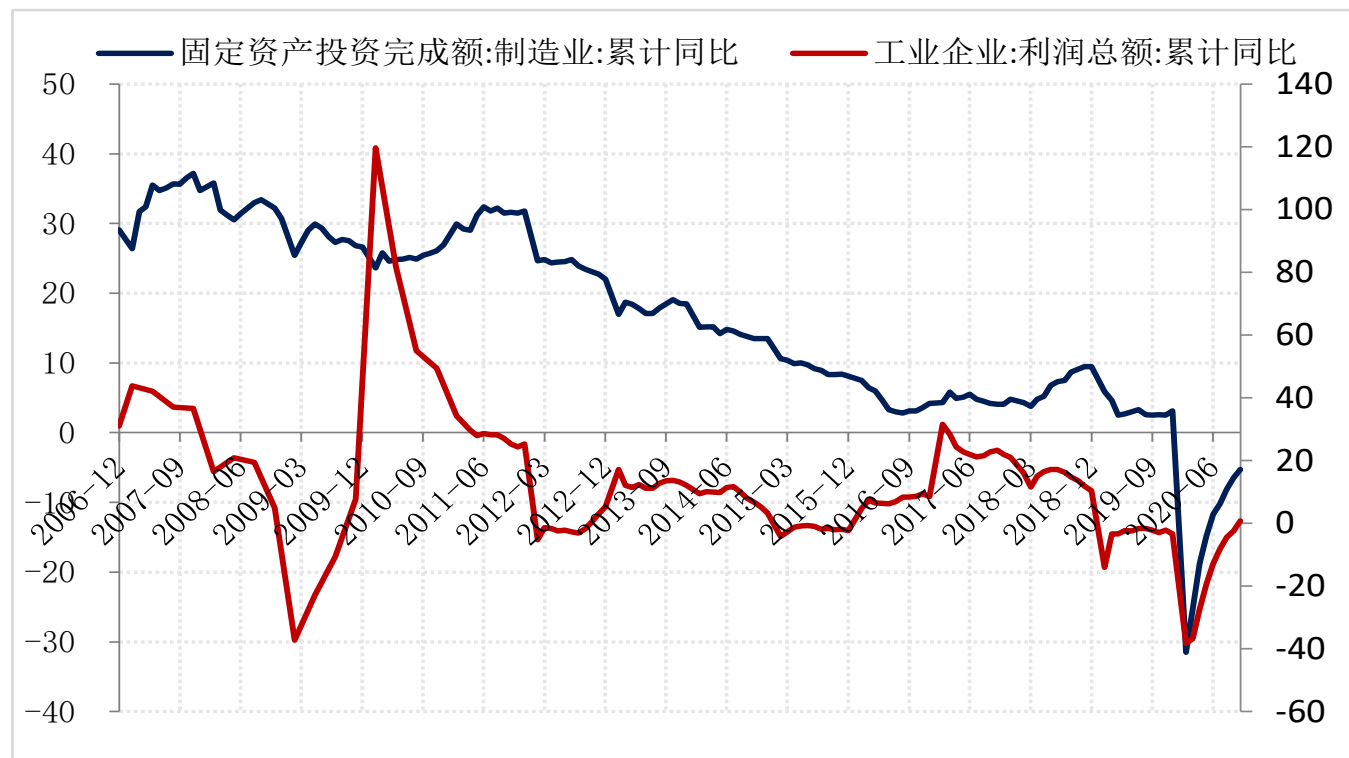
图12 2018年至今一般公共预算中基建相关支出占比持续下降



展望2021：制造业投资和消费继续修复

- 内需中较为确定性的机会来自国内制造业投资的复苏；
- 过往经验表明，工业企业利润和制造业投资有着非常稳定的领先-滞后关系，叠加虽然明年社融增速整体回落，制造业相关信贷大概率继续保持高增，关注机械等相关行业的投资机会；
- 国内消费、尤其是服务消费和中低端消费也有着较大的修复空间，但需要观察疫情的长期影响，比如疫情是否会导致居民的消费习惯、储蓄理念以及收入分配格局发生持久性的改变。中央经济工作会议明确强调“促进就业、完善社保、优化收入分配结构、扩大中等收入群体”，关注相关制度安排的积极变化。

图13 制造业投资预计将跟随企业利润修复而回升



数据来源：WIND

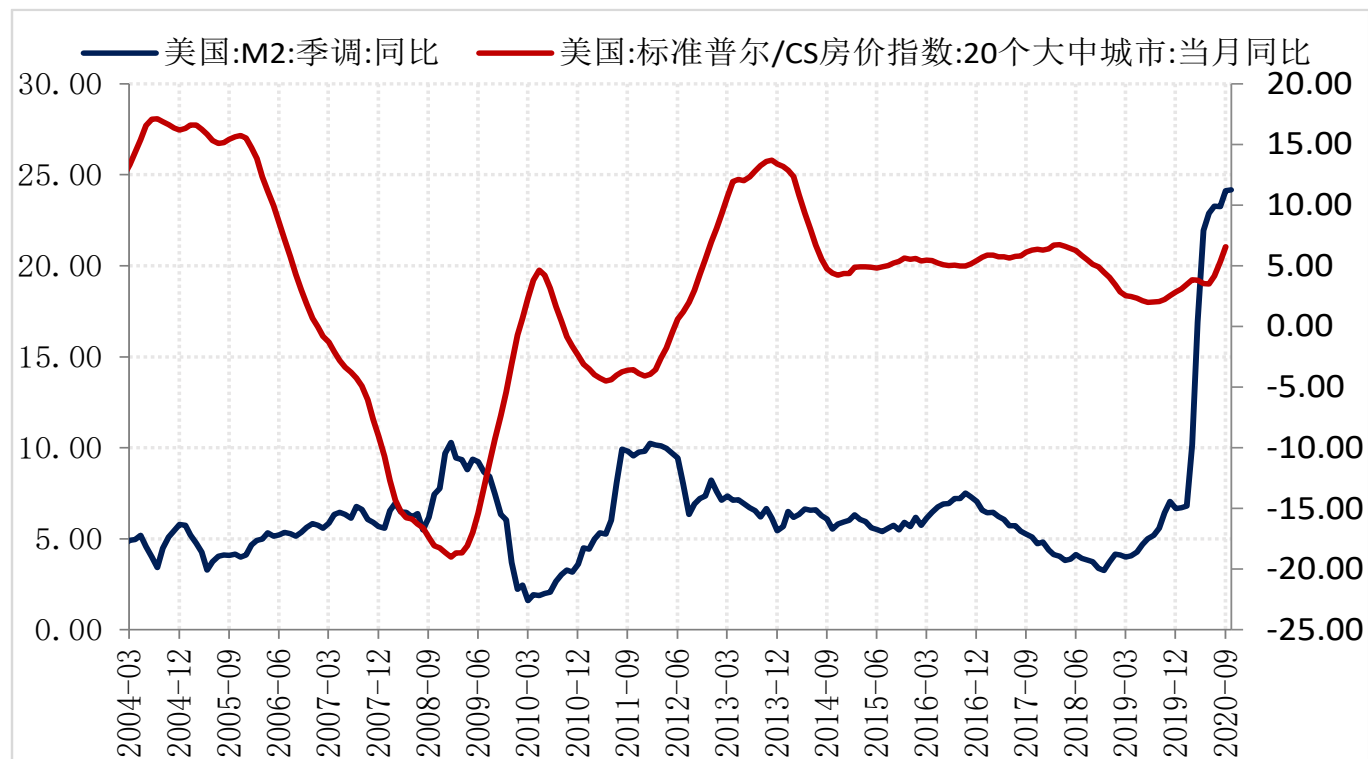
展望2021：出口或决定经济和政策的方向

- 给定国内信用环境趋于收紧并带动地产和基建链条震荡下行，出口将在2021年扮演更加重要的角色，尤其是下半年，可能将决定经济能否运行在潜在增速之上，以及国内政策是否有明显的调整。
- 2021年全球经济和贸易增速较今年大幅回暖是目前各界的一致预期，分歧主要在于中国出口在全球的份额会如何变化。今年在疫情错位和供需错位的支撑下，中国出口在全球占比从13.2%跳升至15%，假定2021年全球贸易增速从今年的负增长反弹至10%，如果中国出口份额回落至14%，对应中国出口增速在3%左右，明显落后于全球出口增速。这里的数据假设都有待商榷，但至少说明了一点，即如果明年我国出口份额随着海外供给恢复出现回落，对出口增速的冲击是比较剧烈的。考虑到目前市场普遍预期明年年中左右欧美将开始大范围接种新冠疫苗，需要关注明年下半年出口出现较快回落的风险。
- 行业层面的出口增速可能会出现明显的结构分化，我们根据过去三年的出口走势，将今年出口增速明显上行的行业分为两类：
- 第一类，疫情前行业出口在全球份额就呈现上行走势，反应较强的竞争力，这类行业的出口高增有望延续，主要包括有机化学、塑料制品、机械零件、汽车和原料药等行业；
- 第二类，疫情前行业出口在全球份额是趋于回落的，这类行业明年出口高增较难维持，除非海外需求特别旺盛，主要包括纺服、建材、家具、橡胶、光学设备和医疗设备等行业。

关注美国地产周期上行的可持续性

- 以上对于全球贸易的预测主要基于疫情后经济和贸易的政策修复，如果能有增量需求，将带动全球经济和国内出口进一步上行，我们重点关注美国地产周期上行的可持续性；
- 美国经济自今年4月重启起来，房地产市场持续较快复苏，目前房价和新屋开工等关键指标同比增速都已经明显高于疫情前水平；疫情爆发后利率水平快速降低，同时美国采取的是保需求政策，居民收入在享受补贴后不降反升，这是美国房地产市场在疫情后持续活跃的直接推动因素；从M2等领先指标来看，预计美国地产市场的高景气度还有望持续近一年时间。

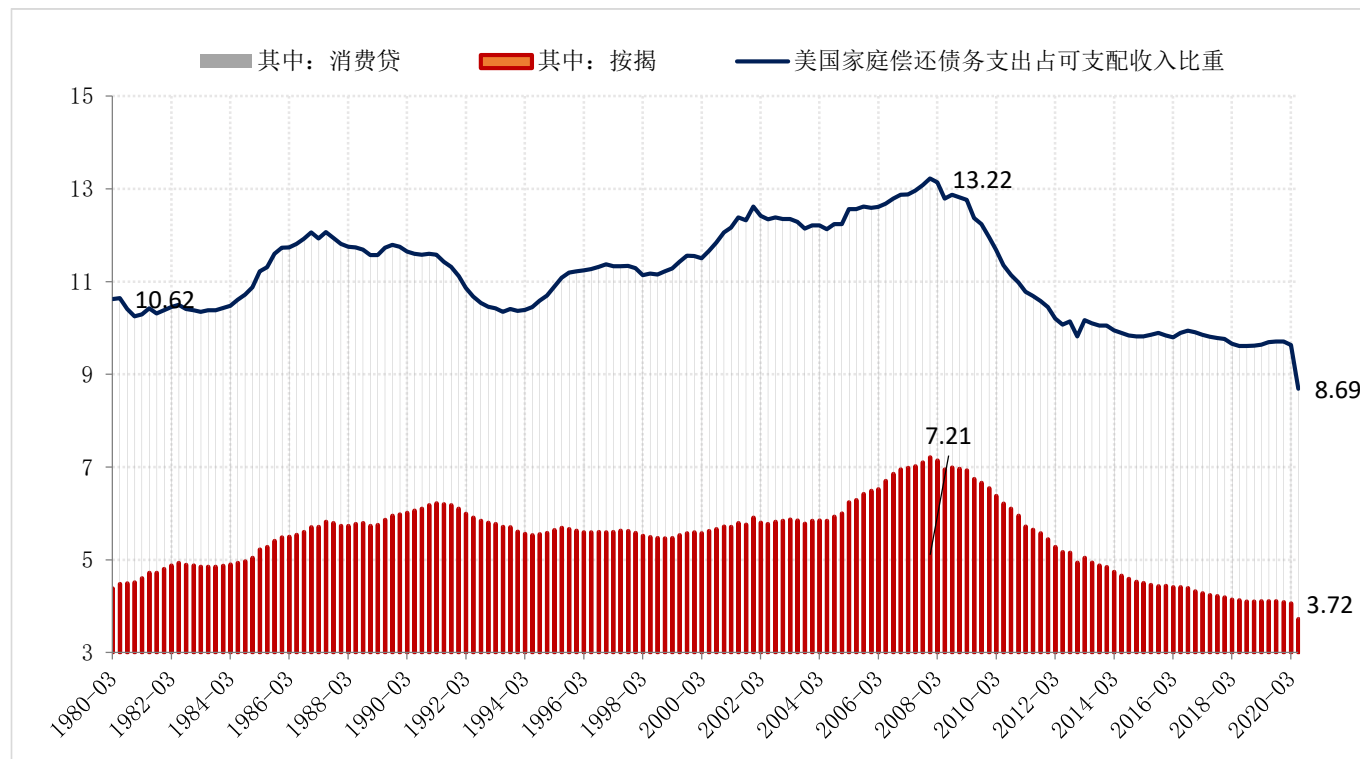
图14 M2的快速攀升指向美国楼市的高景气有望持续



关注美国地产周期上行的可持续性

- 从更长的维度观察，美国居民部门从2008年次贷危机过后，开始杠杆修复以来，一直没有重新加杠杆，没有杠杆率处于历史低位，比如债务偿付比例比上世纪80年代水平还要低，客观上也具备重新加杠杆的能力；
- 如果美国居民部门能重启加杠杆，参考2000-2007年，将有助于国内经济对债务驱动的依赖，稳增长和稳杠杆的动态平衡会有更大的腾挪空间。

图15 美国居民部门杠杆率处在历史低位



数据来源：WIND

展望2021：分歧在于经济在疫情扰动过后将落在什么位置

- 展望2021年，在基数效应的支配下，不论国内还是海外，经济增速的同比走势是较为确定的，以国内为例，GDP单季同比会在Q1冲高到接近20%的高位，之后逐季回落，年底将回落至5-6%的位置，全年实际GDP增速在9%左右；
- 对于上半年，市场预期非常一致，考虑到国内消费增仍旧明显低于疫情前水平，制造业投资正在滞后于企业盈利改善而回升，库存也在跟随PPI回升而温和回补，叠加出口在海外供需完全收敛前的强韧性，上述需求项将支撑国内经济在明年上半年继续保持环比高增；
- 但对于下半年，看似一致预期的背后，其实有着方向性的分歧，四季度GDP 5%的增速和6%的增速有着截然不同的经济和政策意义：5%意味着经济可能运行在潜在增速之下，对应政策有再次松动的空间；6%则意味着经济持续运行在潜在增速之上，需要关注政策进一步收紧的风险。

图16 2021年全球经济将恢复正增长

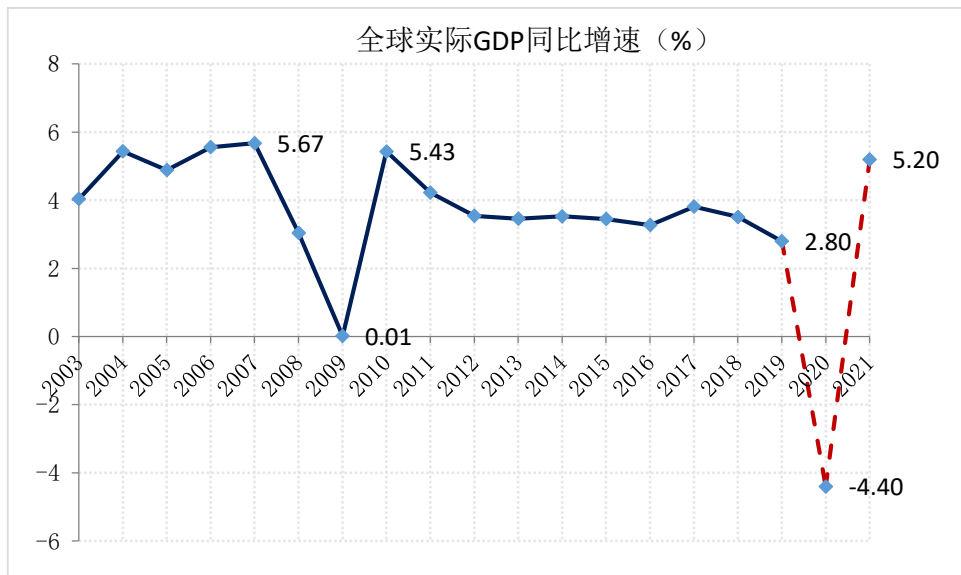
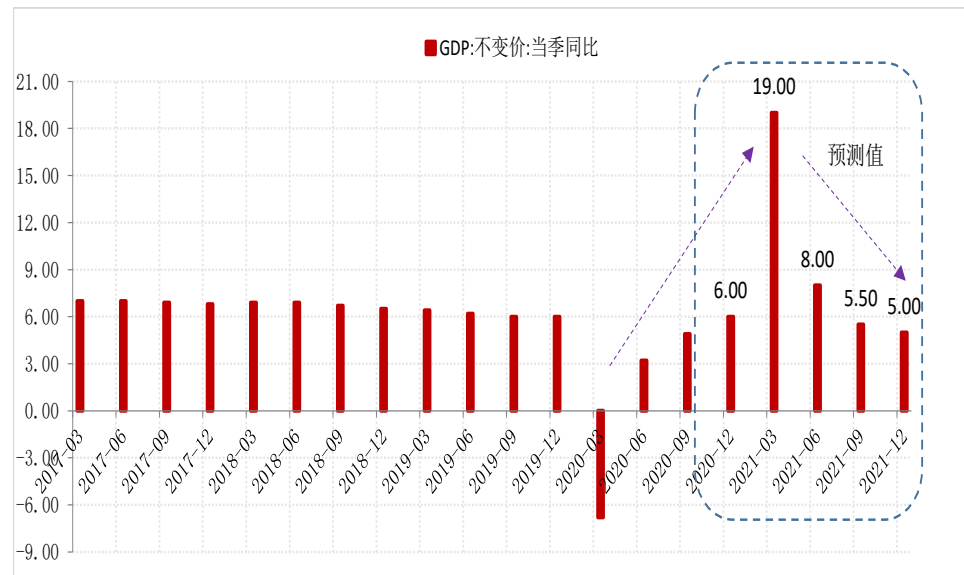


图17 2021年GDP当季同比预测



主要需求分项预测

表2 2021年主要经济数据预测

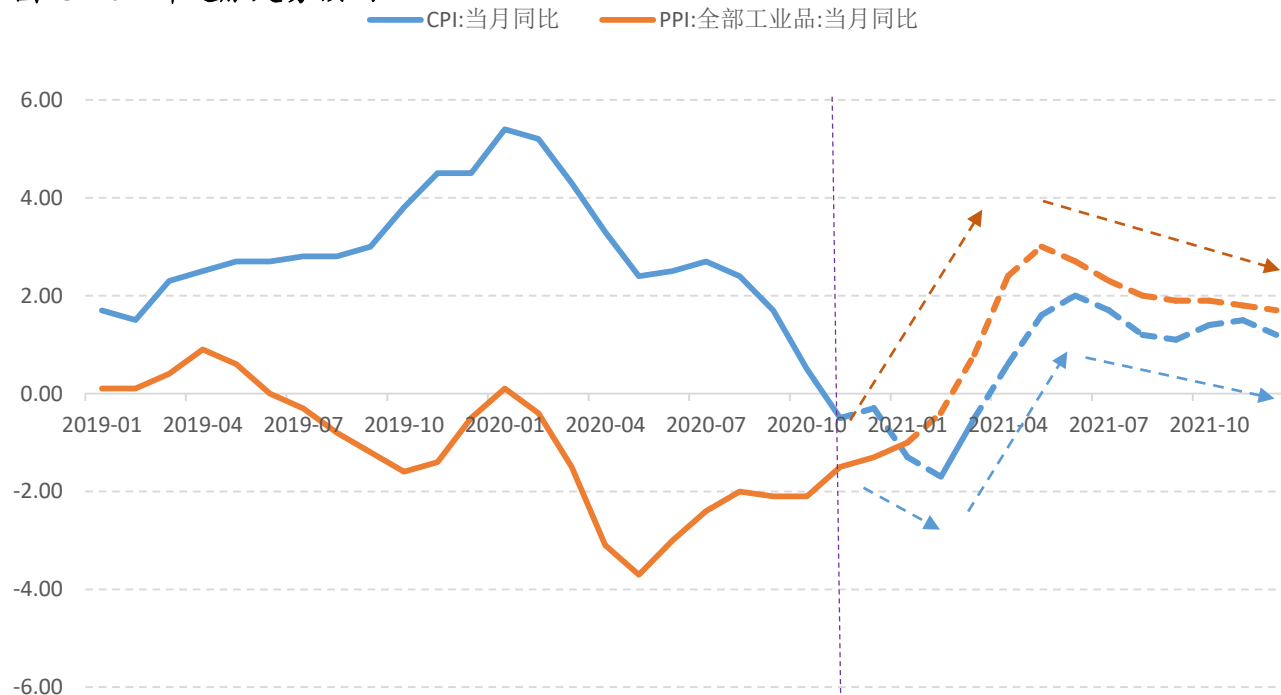
名义值：当季同比	2019年Q4	2020年Q1	2020年Q2	2020年Q3	2020年Q4	2021年H1	2021全年
固定资产投资	5.4	-16.1	3.6	7.0	8.9	13.4	6.8
房地产投资	8.2	-7.7	7.9	11.8	10.9	10.0	6.0
制造业投资	4.7	-25.2	-4.8	1.9	6.3	11.0	9.0
基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）	2.1	-19.7	5.3	4.5	5.4	13.0	4.0
出口：美元计价	2.0	-13.4	0.1	8.8	9.0	13.0	8.0
进口：美元计价	3.4	-3.0	-9.7	3.2	4.0	7.0	4.0
社消零售总额	7.8	-16.6	-3.8	-0.4	5.0	21.0	12.0

数据来源：WIND

通胀：全年无忧、关注二季度可能的冲击

- 2020年6月至今，随着国内经济持续修复和海外供需缺口推升大宗商品价格，PPI同比呈现跌幅持续收窄的走势，同期CPI同比在猪肉价格下跌的拖累下较快下行，结构对冲下，整体通胀走势非常温和；
- 展望2021年上半年，预计PPI同比还将跟随全球经济复苏继续修复，但食品价格在2-3月还将面临高基数的压制，所以一季度通胀还将延续当前结构分化的走势，二季度PPI同比预计将转正，同时食品价格对CPI的压制也基本告一段落，非食品价格将推动CPI和PPI同步回升，关注届时通胀预期会不会出现一轮较快的升温，以及是否会对货币政策带来扰动；
- 目前预测下半年通胀走势会存在较大的误差，国内经济动能趋弱、海外经济进一步修复的基准假设下，预计CPI和PPI同比在下半年都会温和回落。

图18 2021年通胀走势预测



流动性与估值：降低预期收益率

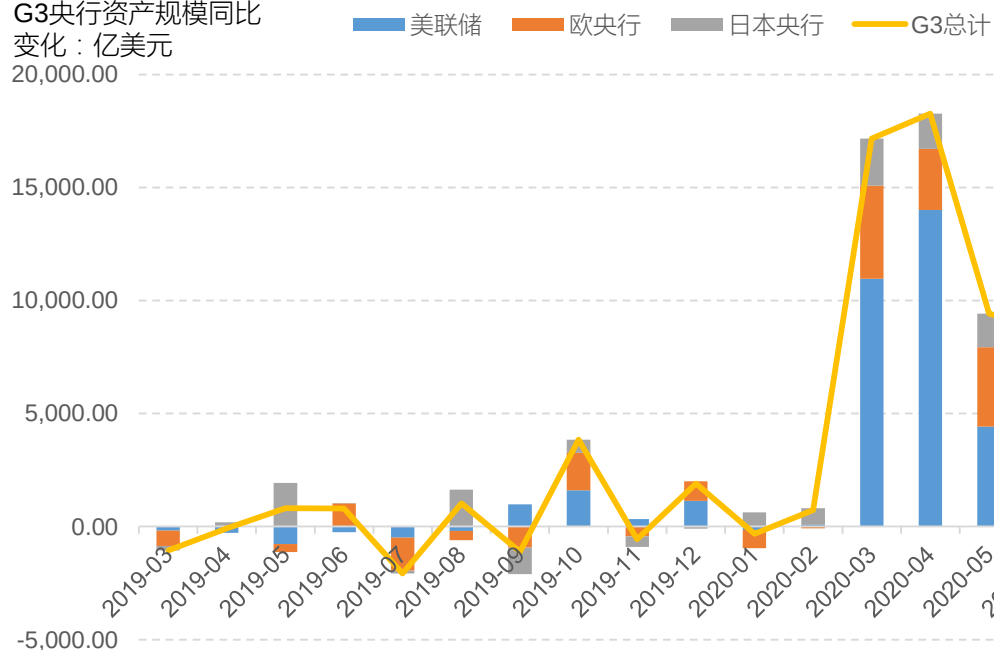
PART.2

海外宽松：步伐放缓、转向尚早

- 疫情爆发后，G3央行均开启新一轮的大规模扩表，为市场提供流动性支持，避免了流动性危机的爆发。VIX和TED等指标在3月一度飙升至次贷危机以来的新高，但很快都重新回到低位；
- 从6月开始，美联储扩表的力度明显放缓，但这意味着海外流动性的拐点已经临近，扩表的放缓乃至小幅缩表，主要是应急性流动性需求减少导致的被动变化，并非主动引导，10月开始扩表速度又有所加快；
- 更为重要的是，美联储将平均通胀目标引入货币政策框架，美联储加息的阀门会较以往更高，预计在2021年底前美联储不会传递明确加息的信号，流动性宽松依旧是主基调。

图19 G3央行预计在2021年会继续扩表

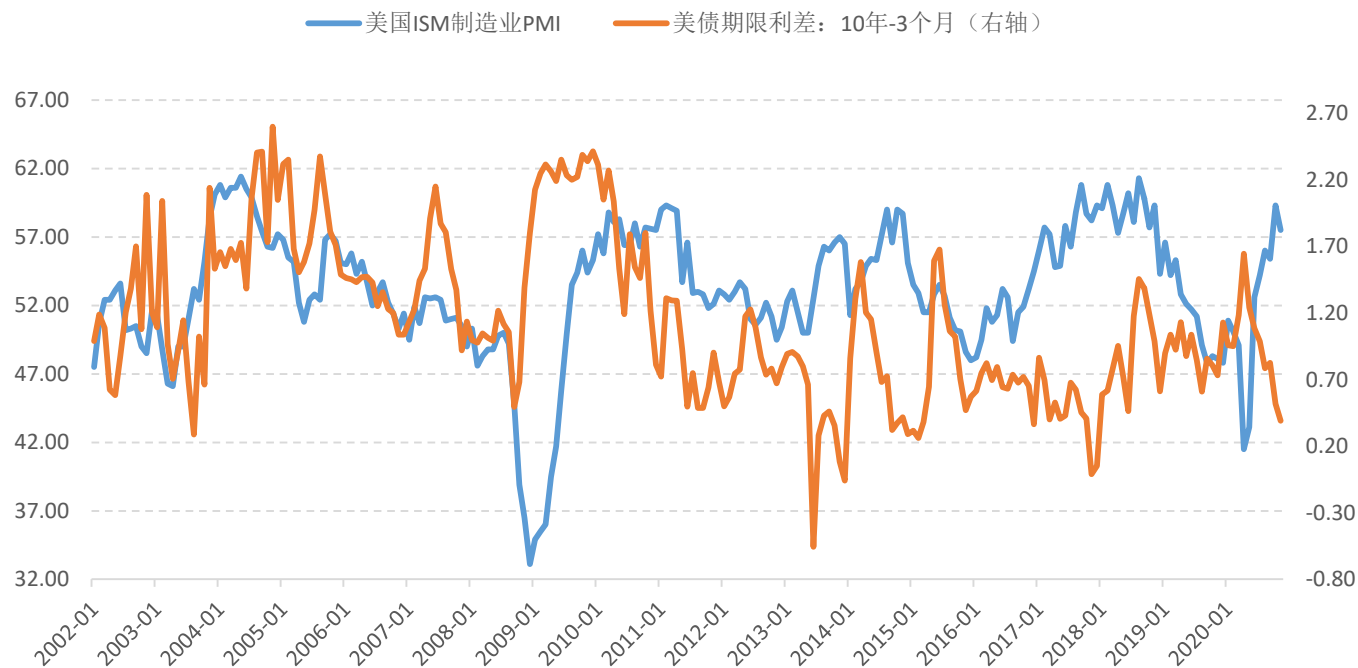
G3央行资产规模同比
变化：亿美元



2021年全球利率中枢或明显抬升

- 虽然2021年欧美央行政策收紧的可能性非常低，但全球长端利率中枢或出现明显的抬升，今年在美联储积极宽松的政策推动下，美债利率降低至历史新低，即使二季度至今海外经济趋于修复，美债利率回升也非常有限；
- 如果明年全球经济恢复正增长，目前的美债利率是很难维持的，保守估计，假定美债的期限利差（10年-3个月）只是回归到过去10年的均值位置，即使美联储继续温和扩表，10年期美债利率也将从目前0.8%左右反弹至1.4%附近。

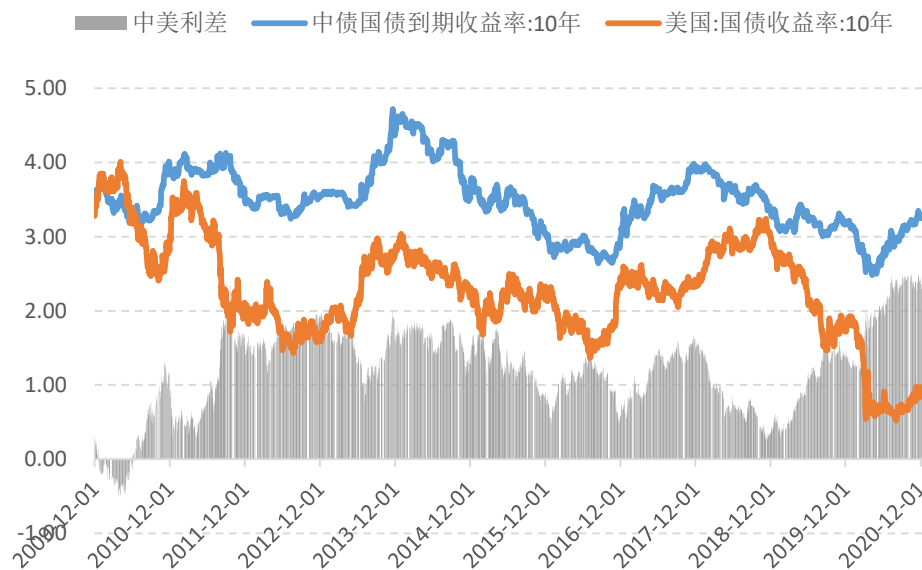
图20 美国PMI持续反弹指向美债期限利差有走扩压力



国内利率或维持高位震荡

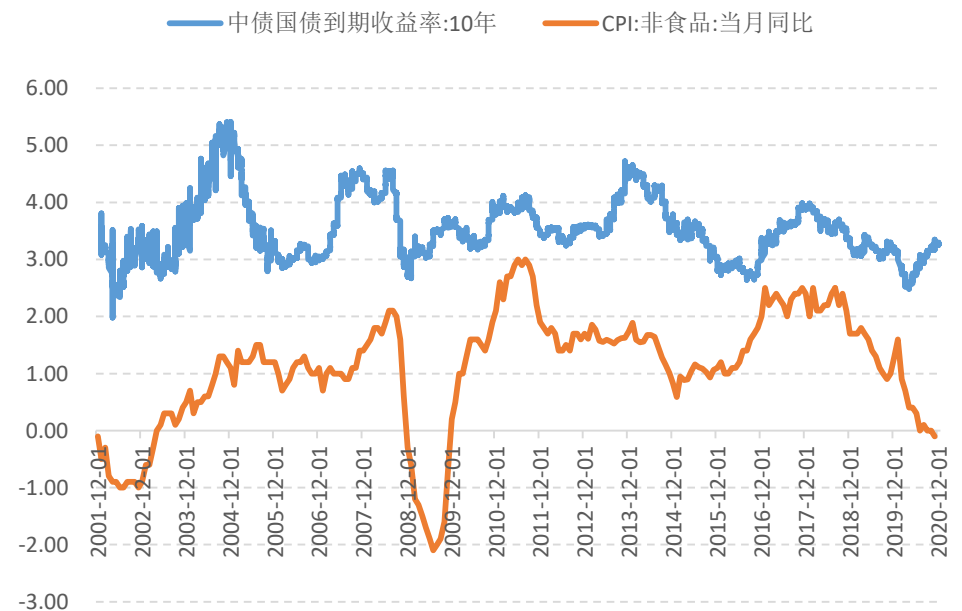
- 对于国内来说，由于目前利率水平已经反弹至疫情前的水平，中美利差也处在历史最高位置，美债利率上行对国内利率债的压力有限，预计10年期国债利率在目前位置进一步大幅抬升的可能性较低；
- 但考虑到明年上半年经济的高增和通胀趋于上行，利率明显下行的阻力也会非常大，预计国内长端利率中枢将维持高位震荡直至年中，下半年将根据经济基本面和政策退出情况寻找新的方向，目前的基准预测是再次趋于回落。

图21 中美利差处在历史高位



数据来源：WIND

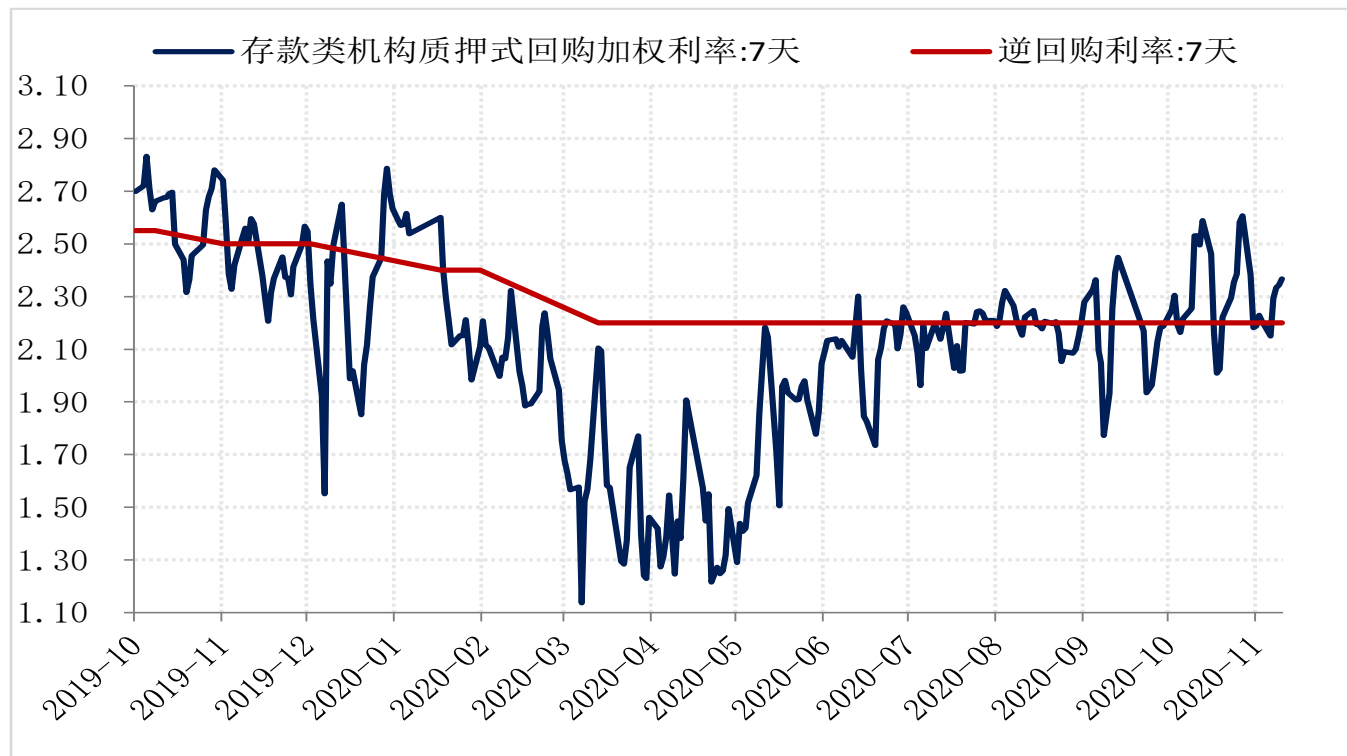
图22 国债利率走势和通胀走势呈现高度正相关性



银行间流动性维持紧平衡状态

- 疫情期间，DR007利率一度大幅低于7天逆回购利率，表征银行间流动性处在非常宽松的状态；
- 央行在三季度通过净回笼资金和货币政策执行报告等方式明确引导资金利率向政策利率回归；目前DR007已经回归到围绕7天逆回购利率波动的合意水平，我们认为央行无意传递进一步收紧的信号，央行8月以来连续超额续作MLF、并在11月30日超预期开展2000亿MLF操作，均能印证这一点；
- 预计将延续“结构性短缺”的操作框架，流动性整体上保持紧平衡，在央行不会调整政策利率的基准假设下，短端利率的波动会有所加大，但中枢进一步上行的空间较为有限。

图23 短端利率中枢已经反弹到政策利率附近

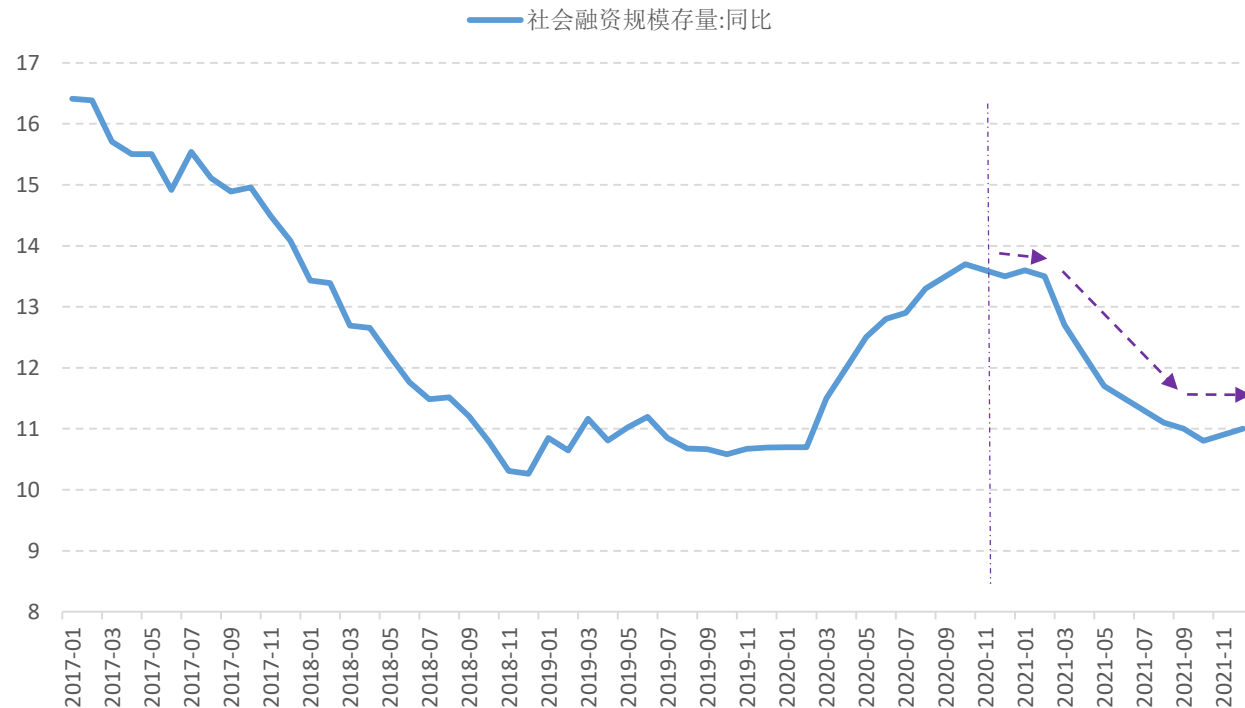


数据来源: WIND

实体流动性：温和回落

- 基于宏观杠杆率从快速攀升转为基本稳定的基准判断，结合我们对社融增速主要分项的预测，预计2021年社融增速将从目前13.5%的高位逐步回落至11%附近，且回落压力或集中在3月至6月。
- 分项来看，表内信贷、企业债券和政府债券预计都会有万亿规模的同比少增，以上三项是2021年社融增速回落的主要拖累项；非标融资具有较强的顺周期性，叠加已经收缩三年，虽然明年是资管新股的最后一年，我们倾向于认为非标融资不会出现加速的收缩。

图24 2021年社融增速走势预测



数据来源：WIND

估值水平：万得全A

- 在展望2021年市场走势时，较高的估值是我们不得不面对的基本现实；
- 截至2020年12月11日，A股总体PE估值22.43倍，全A剔除金融石化估值37.27倍，均处在过去十年均值+1倍标准差的位置附近；



数据来源：WIND

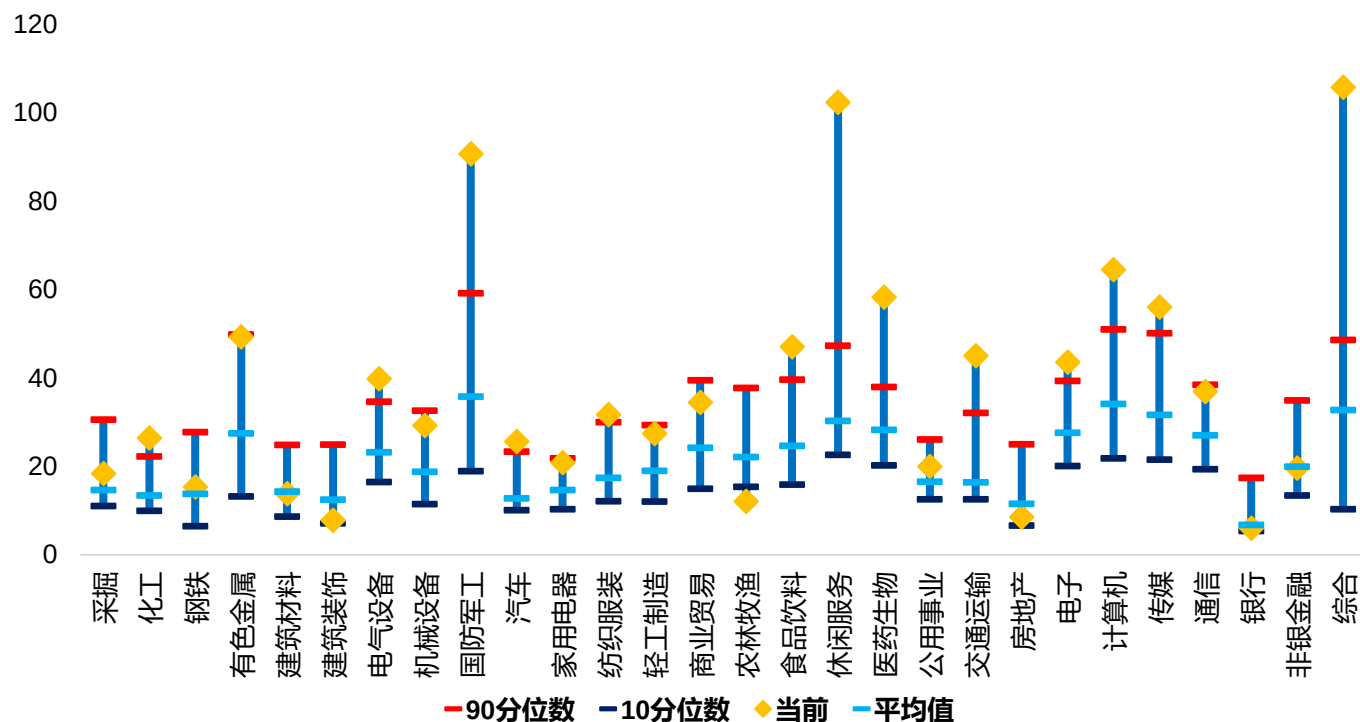
估值水平：主要基准指数



估值对比：行业比较

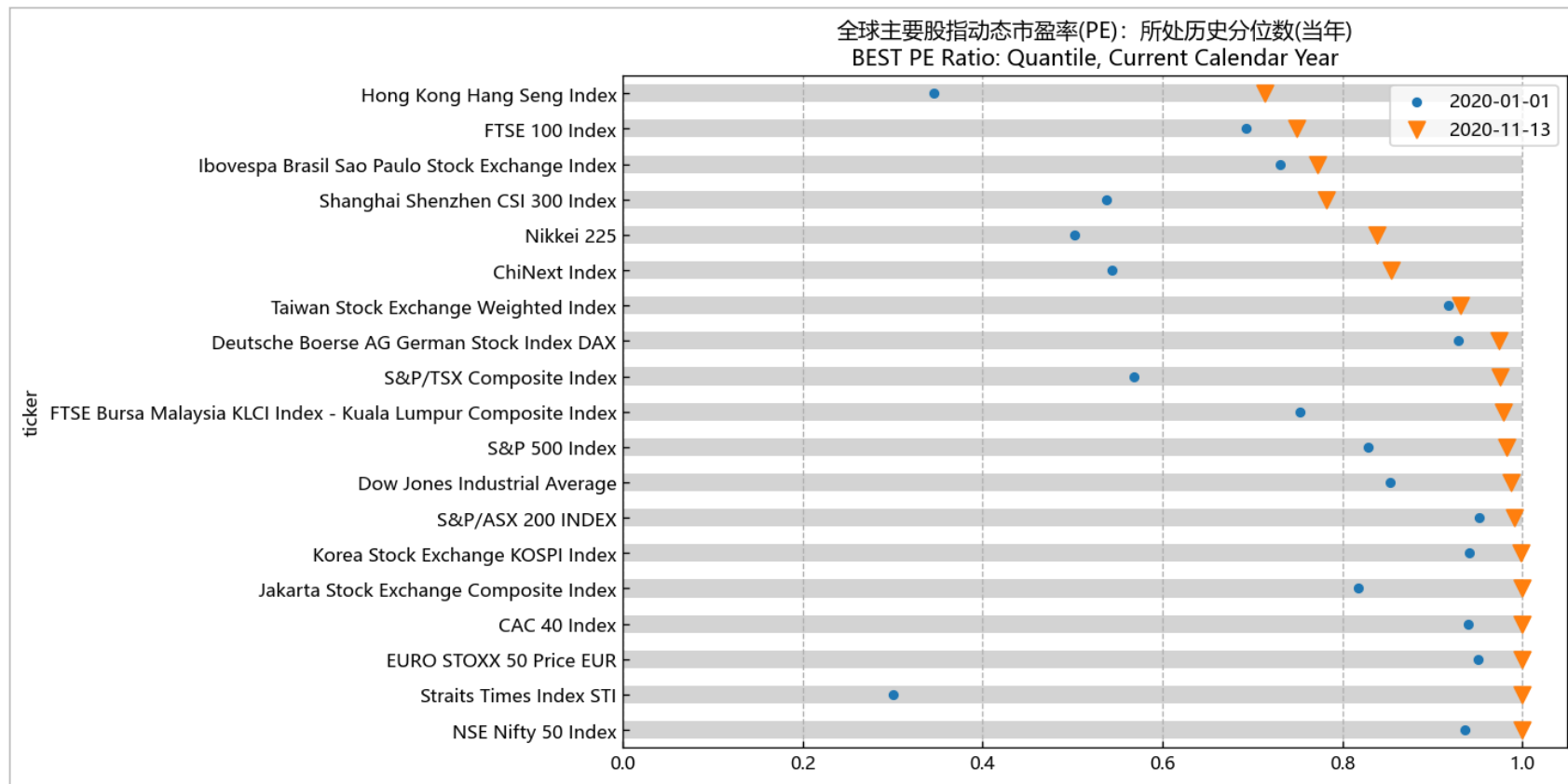
- 从动态市盈率来看，申万一级行业中，化工、有色、社服、电器设备、国防军工、汽车、家电、休闲服务、医药生物、计算机、电子、传媒和食品饮料等板块的估值处在历史最高位置；相比三季度末，估值明显提升的主要是化工、有色等周期板块和汽车、家电等可选消费板块；
- 银行、地产、建筑和农林牧渔等板块的估值位于历史10%分位数附近或更低；非银、公用事业、建材、钢铁和采掘等行业的股指处于历史均值附近。

全动态PE：申万一级



估值对比：国际比较

- 年初至今，A股整体表现较为强势，截止12月11日，沪深300和中证500指数年内累计涨幅分别为19.98%和18.37%，均高于同期标普500指数13.39%的涨幅；创业板指数年内涨幅更是高达50.82%，也高于纳斯达克指数同期37.95%的涨幅；如果和欧日主要股指对比，A股的表现就更为两眼；
- 但得益于疫情的有效控制和经济增速在全球主要经济体中率先转正，A股估值全球来看依旧处在较低位置，万得全A目前市盈率（TTM）22.4倍，在全球主要股指中仍处于较低位置。



估值对比：股权风险溢价

- 截止到12月11日，股权风险溢价（1/万得全A滚动PE-10年期国债利率）处在十年均值-1倍标准差位置附近，疫情爆发至今呈现持续下降的走势；
- 2018年底股市相对债市表现出非常高的性价比，2019年年底股债也处在较为均衡的位置，2020年疫情爆发后利率快速下行也一度再次凸显股市的配置价值，但目前利率已经反弹至疫情前水平之上，股市相对债市的性价比降至历史较低位置。



数据来源：WIND

以史为鉴：信用温和收缩
下，结构性行情仍可期

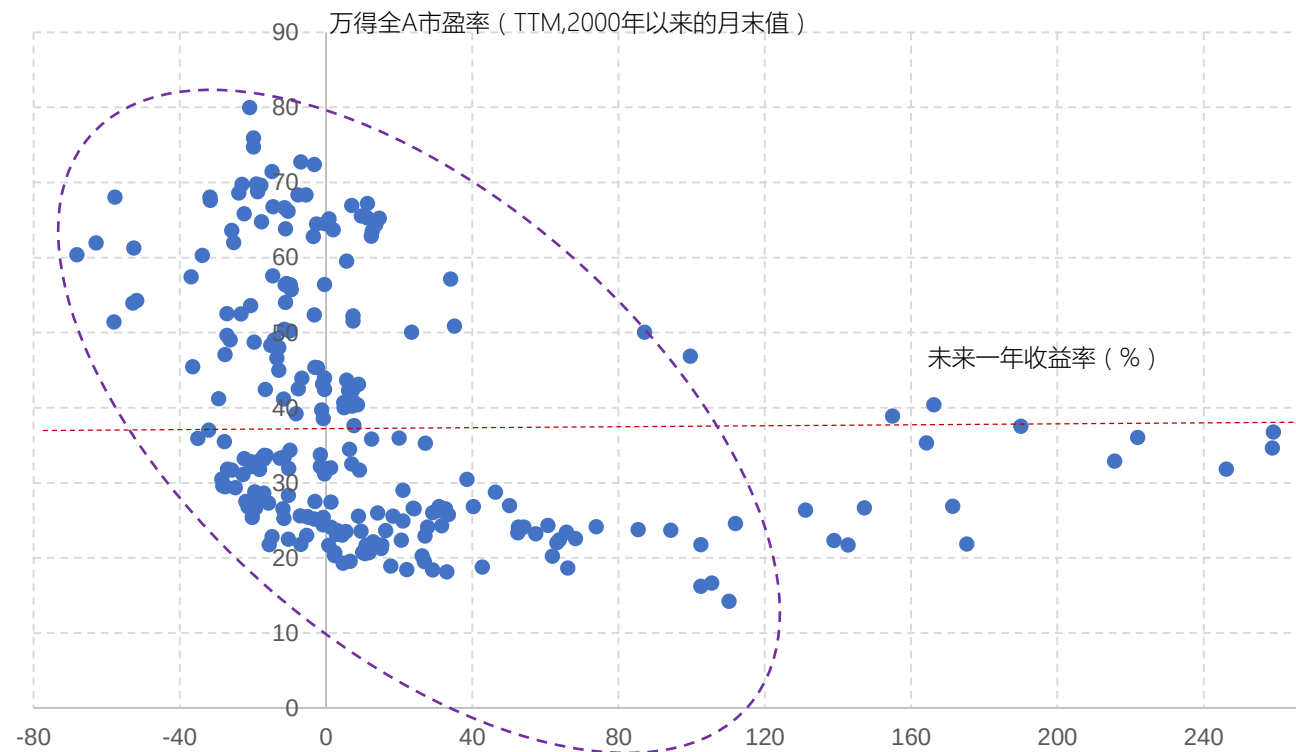


PART.3

高估值：降低预期收益率

- 基于我们对海外利率中枢抬升和国内利率高位震荡的判断，无法回避的一个问题是，目前中美股市的估值都并不便宜；
- 以国内为例，截至12月11日，万得全A市盈率（TTM，不含金融石化）为37.5倍，处在过去十年90%分位附近，参考2000以来的统计规律，当市场整体估值达到这一位置时，未来一年收益率的区间明显收窄，且有较大概率全年收益为负；
- 历史不会简单重复，后续我们也会进一步展开当前位置和历史的对比，但降低预期收益率是需要有的心理准备。

图25 市场估值与未来一年收益率呈现较强的负相关性

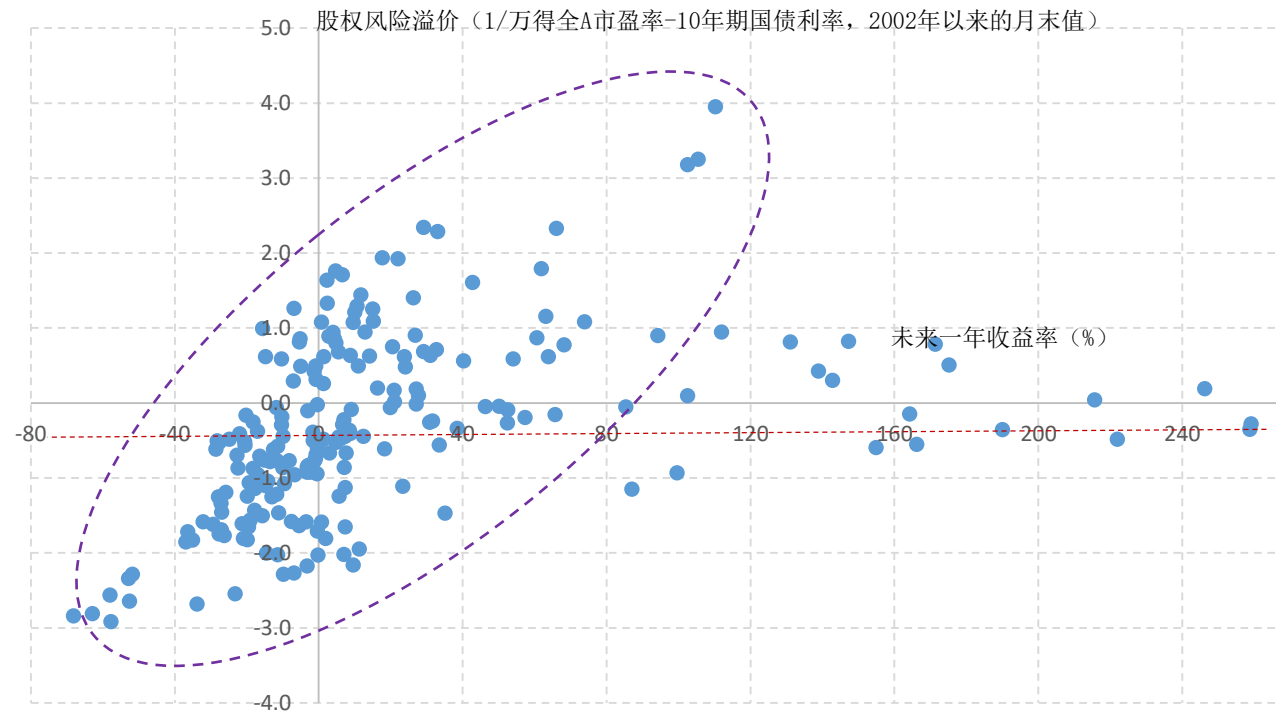


数据来源：WIND

高估值：降低预期收益率

- 从股债相对收益来看，2018年底股市相对债市表现出非常高的性价比，2019年年底股债处在较为均衡的位置，今年疫情爆发后的利率快速下行也再次凸显了股市的配置价值，但目前利率已经反弹至疫情前水平，股市相对债市的性价比已经降至历史降低位置；
- 股权风险溢价处在低位同样指向2021年应降低预期收益率；

图26 股权风险溢价与未来一年收益率呈现较强的正相关性



数据来源：WIND

信用温和收缩下，结构性行情仍可期

- 今年年中以来，银行间流动性明确在收紧，长端利率持续上行，与此同时，国内和海外的信用扩张都还在延续，经济和企业盈利的修复也非常确定，市场风格相应发生变化，前期领涨的消费、科技和医药等高估值板块普遍陷入震荡乃至调整，可选消费、周期和金融板块则取得明显的超额收益；
- 展望2021，社融增速已经见顶回落，经济和企业盈利增速也将在一季度迎来高点，同时可选消费和周期板块在过去半年上涨过后，估值也都已经达到历史区间的较高位置，估值裂口已经有明显的收窄，因此我们在投资策略上不会偏重某一风格，而是重点从基本面改善和可持续的角度寻找配置机会。

图27 2020年下半年以来市场风格更为均衡



数据来源：WIND

类比2017年，结构性行情仍可期

- 简单回顾过去四轮社融增速见顶后的经济和市场走势，当前市场位置与2017年初，相对来说最为可比：
- 一，经济走势相当：2017年上半年经济继续上行，且结构上基建和地产投资年初冲高后趋于回落、制造业投资稳步回升、消费保持稳定、出口明显好于上一年；
- 二，估值相当，不论是市盈率（TTM，万得全A不含金融石化）还是相对国债收益率的股权溢价，目前都和2017年初非常接近；
- 三，2017年初开始汇率结束汇改以后的快速贬值，开始一年左右的持续升值；
- 区别：通胀走势不同，海外美债利率走势预计不同，供给约束也不同；
- 2010年的可比性非常有限：危机期间的刺激力度、经济的反应和危机后的政策退出压力都有质的区别。

表3 历次社融增速见顶后的经济和市场走势

社融见顶时点	见顶半年内市场走势		见顶后经济、通胀、利率和汇率走势					见顶时市场所处的位置	
	万得全A	沪深300	经济	利率	美债	通胀	人民币	万得全A市盈率	十年期国债收益率
2008/03	-41.3	-40.8	快速下行	先上后下	先上后下	PPI冲高、CPI回落	继续升值	41.2	4.1
2009/12	-24.4	-28.3	震荡走弱	持续下行	先上后下	CPI和PPI共振上行	盯住美元	72.7	3.6
2013/05	1.4	-6.4	继续上行	持续上行	较快上行	CPI和PPI共振上行	继续升值	25.5	3.4
2017/01	3.0	10.3	继续上行	持续上行	阶段性回落	CPI回升、PPI回落	由贬转升	40.2	3.4

来自2017年的启示：寻找ROE可持续改善的行业

- 2017年是典型的价值蓝筹行情，供给侧改革是其中重要的推动因素，2021年较难简单重复，但信用温和收缩背景下龙头溢价依旧值得期待；
- 从PB-ROE的角度来观察，2017年表现较好的行业可以大概分为三类：
- 第一类以家电和食品饮料为代表，保持稳定高ROE的同时估值较为合理；
- 第二类主要是钢铁、有色、建材和交运等顺周期行业，ROE从周期底部实现较大幅度改善；
- 第三类银行和非银等金融板块，高杠杆驱动高ROE导致估值偏低，经济上行期具备一定的修复空间。

图28 2017年弱势行业多为低ROE+高PB的高估值行业

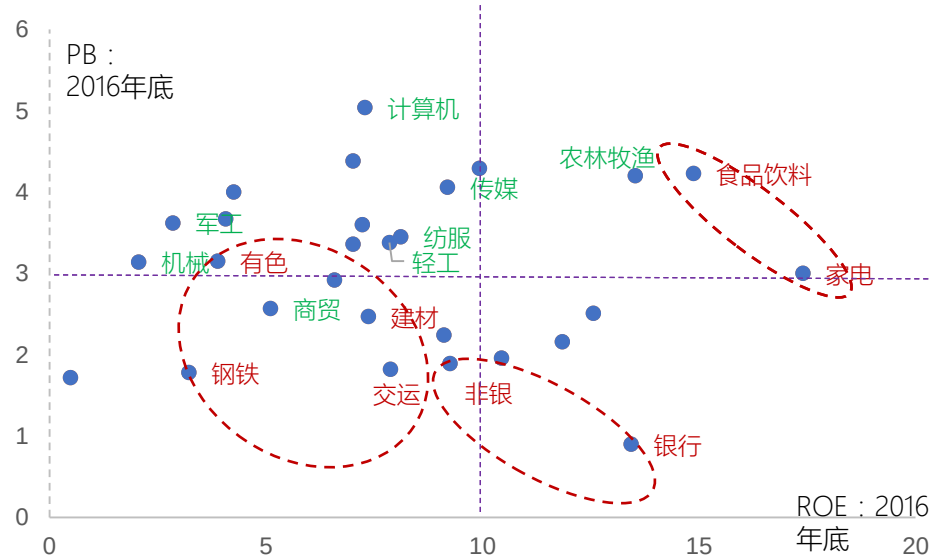
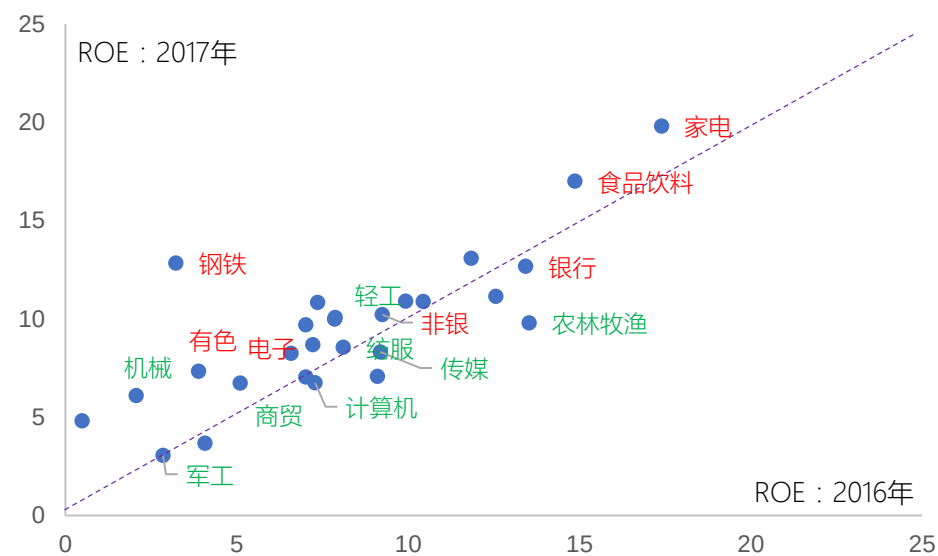


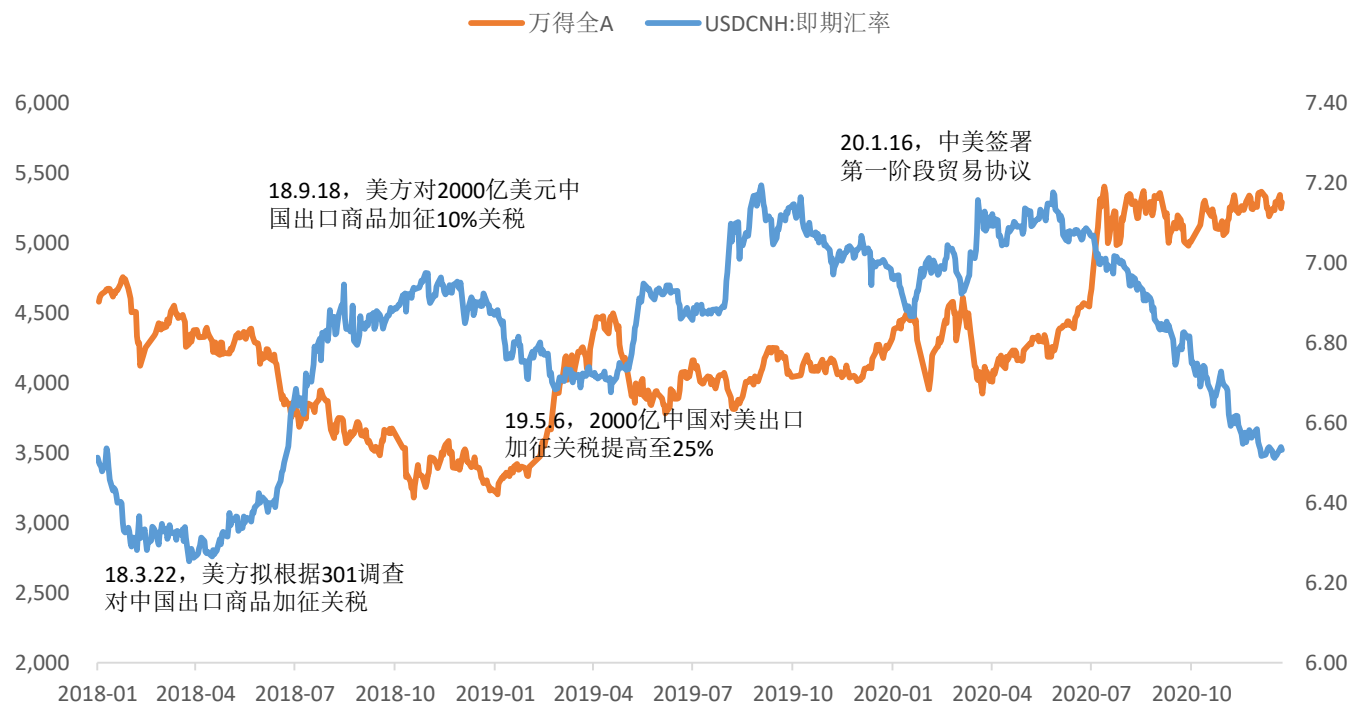
图29 2017年配置ROE改善行业的胜率较高



中美关系的积极变化将提振市场风险偏好

- 2018年以来，中美关系成为扰动市场风险偏好的重要变量，历次中美在贸易领域的冲突加剧都伴随着人民币汇率的较快贬值和A股的承压；
- 美国大选已经尘埃落定，相比特朗普奉行单边主义和贸易保护主义，在贸易、科技、军事和金融领域都较为强硬，新一届拜登政府奉行多边主义，会采取多边结盟的方式对中国施压，在方式上会更加理性务实。预计拜登上台后，中美在贸易和外交领域的紧张关系短期有望得到缓解，科技领域则可能继续保持竞争态势；
- 参考2018年以来中美关系变迁对资产价格的影响，预计上述中美关系的积极变化将有助于提振市场的风险偏好。

图30 2018年以来人民币汇率走势受中美关系扰动较大



数据来源：WIND

中美关系的积极变化将提振市场风险偏好

领域	特朗普（共和党）	拜登（民主党）
整体策略	奉行单边主义和贸易保护主义，在贸易、科技、金融、军事、外交等领域态度较为强硬	奉行多边主义，采取多边结盟的方式对中国施压，但在方式上会相对更加理性务实。
贸易	- 在对华贸易政策方面，特朗普采取加征关税、汇率操纵标签、出口管制等方式要求中国在贸易方面做出更多让步，同时也会将贸易制裁与其他问题相结合。 - 典型言论及事件： ✓ 贸易战：2018年，特朗普对中国挑起了贸易战，并在接下来的两年内，美国对中国超过5000亿美元的进口产品加征关税，税率在10-25%不等。 ✓ 汇率操纵：2019年8月5日，美国财政部将中国制定为“汇率操作国”。 ✓ 第一阶段协议让步：2020年1月15日，特朗普政府与中国正式签署“第一阶段”经贸协议，协议包括购买美国农产品，禁止强迫技术转让，更加地保护知识产权以及扩大中国对美国农产品地进口。 ✓ 出口管制：2020年6月30日，美国商务部宣布取消香港特殊地位，香港将受到与中国大陆相同的出口管制。2020年7月20日，特朗普政府禁止11家中国企业在没有特殊许可的情况下购买美国技术和产品。	- 拜登与特朗普针对战后国际贸易架构有着不同的观点。拜登认为国际贸易规则是美国获取利益的重要工具，美国应该成为贸易规则制定者，强调应该通过多边联盟向不遵守规则的国家施压。 - 典型言论及事件： ✓ 不公平贸易：在拜登公布的对华贸易战略中，他指责了中国与美国不平等的贸易行为给美国经济造成了重大影响。这些不公平的贸易行为主要包括汇率操纵、反倾销、工业补贴、中国政府对国有企业支持以及网络盗窃。 ✓ 反对加关税：指责特朗普加关税的行为，认为第一阶段协议不能够解决中美贸易争端的核心问题，且损害了美国农民和制造业的利益。 ✓ 重视多边：拜登此前也多次表述会团结盟友，协同努力，向中国政府和其他采取不公平贸易行为者施压，要求他们遵守规则，并在他们不遵守规则时追究其责任。 ✓ TPP：拜登表示尽管TPP的部分条款存在问题，如果当选会重新谈判TPP协议。
科技/金融/环境	- 科技领域：特朗普采用实体清单管理、关键技术脱钩等方式限制中国科技企业的海外业务拓展。 - 金融领域：主要涉及通过相关法案限制中概股上市、加强信息披露、禁止交易等方式制裁美国上市的中国企业。 - 典型言论及事件： ✓ 实体清单管理：2019年5月16日，美国商务部将华为及其设立于26个国家总计68家关联企业列入美国商务部“实体名单”，并禁止向华为和名单上的企业出口或转让商用和军民两用的美国货物、软件和技术。同时，特朗普还授权美国政府机关发布规定禁止涉及由“外国对立方”提供“信息与通信技术或服务”的交易。 ✓ 华为禁令：2020年5月13日，特朗普将此前针对华为中兴等中国公司的贸易禁令延长一年。 ✓ 中概股披露&交易：2020年5月20日，美国参议院通过了《外国公司问责法》。根据《外国公司问责法》，如果美国上市公司监督委员会在连续3年内无法检查外国公司地审计账目，那么该外国公司将被禁止在美国交易所上市及交易。此外，在美国上市的公司还需要披露是否被外国政府拥有或控制。	- 科技领域：拜登重视科技投入和技术安全性，可能采取多边联盟的方式对中国相关企业和技术进行制裁 - 环境领域：对中国的碳排放达到巴黎气候协议的排放标准，以及“一带一路”的基础建设项目等提出环保要求。 - 典型言论及事件： ✓ 加强科研投入，主导核心技术：拜登表示会加强科技研发的投入，让美国在绿色能源、量子计算机、人工智能、5G和高铁方面的科技研发不落后中国。同时拜登表示会同美国盟友联合发展安全的、私营部门主导的5G网络以及制定规则。 ✓ 碳排放，环保要求：拜登表示将会把环境保护加入到美国的贸易政策中。拜登承诺，一旦当选就会马上签署政令，让美国重新加入巴黎气候协定。拜登曾在《外交事务》杂志上表示美国应该在全球节能减排，对抗气候变暖的过程中担任领导角色。拜登还强调中国在减少碳排放方面的责任，他认为中国应该要保证本国的碳排放达到巴黎气候协议的排放标准，同时中国“一带一路”的基础建设项目也应该符合环保要求。
军事/外交/人权	- 军事外交领域：特朗普通过在争议领域挑衅、限制军民融合交流、关闭领事馆等方式对中国政府施加压力。 - 典型言论及事件： ✓ 台湾问题：2020年3月26日，美方将所谓“台北法案”签署成法，扬言要支持台湾巩固“邦交”，提升“国际参与”。2020年5月20日，美国国务院宣布批准向台湾出售价值达1.8亿美元的鱼雷等武器。 ✓ 限制签证：2020年5月29日，特朗普发布公告阻止某些研究生和研究生以上级别的与中国执行或支持中国军民融合战略的实体有联系的中国国民利用F签证或J签证进入美国。 ✓ 关闭领事馆：2020年7月21日，美国政府指控中国从事间谍活动，要求中国在72小时内关闭中国驻休斯敦领事馆。美国方面称关闭休斯敦总使馆是为了保护美国知识产权和美国人私人信息。	- 军事外交领域：拜登方面会继续加强在亚太地区的军事部署，强调硬实力与软实力的并行，不主张大范围的军事部署。外交上部分领域仍会与中国合作。 - 典型言论及事件： ✓ 核扩散问题的合作：拜登强调美国同盟国的合作，共同牵制中国的发展。在核扩散和朝鲜问题上，拜登认为仍需要与中国合作。 ✓ 人权法案的限制：拜登公开表示，如果他当选，他将全面实施美国国会通过的香港和新疆的人权法案。 ✓ 强调民主自由：拜登强调《国安法》打击了香港的民主和自由，对于让香港不同于中国其他地区的自由、自治，已经构成致命一击。他将会禁止美国企业帮助压迫和支持中共的国家监控。

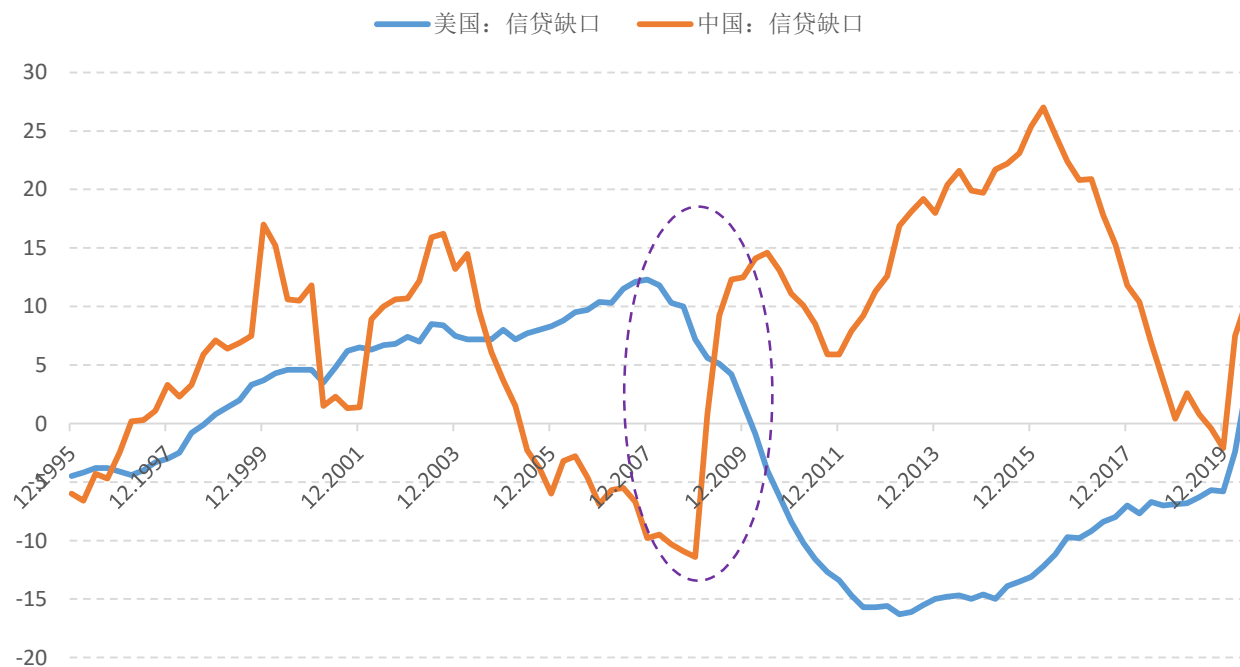
投资策略：均衡配置，回归 基本面

4
PART.4

信用收缩的另一面：政策强定力

- 2021年可预期的信用收缩并非强刺激后经济过热倒逼政策收紧、也非监管层主动引导风险释放，而是疫情期间宽松政策的稳步退出；
- 如果没有疫情的突然爆发，今年社融增速虽有波动，中枢大概在10.5%左右，和2019年基本相当，基本延续2018年底以来社融增速窄幅波动的态势；疫情压力下，政策面不得不加大宽松力度以应对疫情的冲击，但即使在这样的特殊环境下，政策面依旧坚持不搞大水漫灌，不搞强刺激，并在经济较快恢复的同时逐步退出应及型宽松；
- 正如中央经济工作会议所强调的，这反映了过去几年政策框架的重要变化，宏观调控更加强调连续性和稳定性，不再过度依赖大开大合式的总需求管理，而是更多强调通过改革和创新培育经济内生动能。

图31 中美信贷周期走势



数据来源：WIND

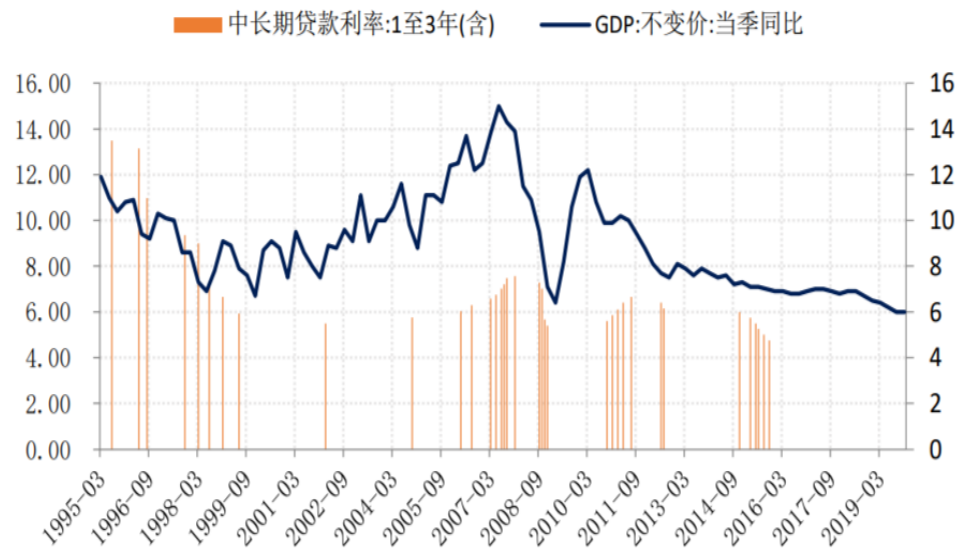
政策强定力的影响：经济周期性波动弱化

- 传统模式下，宏观调控思路较为简单：年初制定的全年经济增速目标就是底线，当经济增速跌穿这个目标时，政府会迅速出台货币宽松和财政刺激等一揽子政策；
- 但2018年下半年，当GDP增速再次跌穿年初目标时，政府虽然启动逆周期，但力度明显不及往轮，只是希望稳住经济持续下滑的趋势，而无意抬升经济；
- 今年疫情期间的政策应对更是凸显政策的强定力：重点在于保就业保企业现金流，并没有启用房地产和地方政府隐性债务等传统强刺激工具。

图32 2018年以来政府预期GDP目标不再是硬约束



图33 存贷款利率不再跟随经济周期波动较为频繁的调整



数据来源：WIND

政策强定力的影响：政策驱动的周期波动弱化

- 对于权益市场来说，过往市值估值和社融增速呈现出非常强的正相关性，背后反映的是政策短周期变化对企业盈利和风险偏好的驱动；
- 如果政策面能持续保持连续性和稳定性，社融增速会和通胀调整后的经济潜在增速更加匹配，短周期波动会明显弱化，可以期待市场对短周期政策的敏感度也会下降，对应市场的估值有望系统性提升，同时科技创新和消费升级这两条市场主线会更加具有可持续性。

图34 A股估值走势和社融增速呈现强正相关性

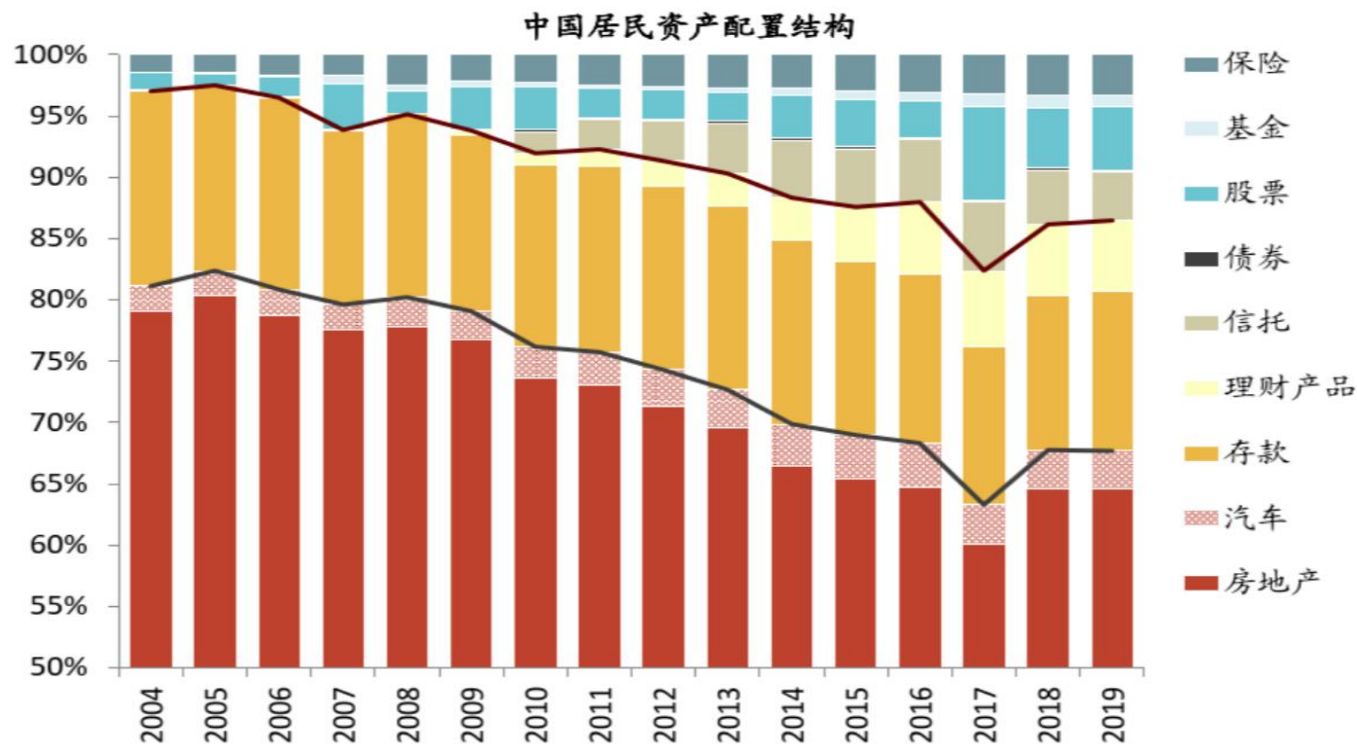


数据来源：WIND

政策强定力的影响：居民部门增加权益资产配置

- 政策保持强定力的一个影响在于居民部门正在持续增加对权益类资产的配置，这对于市场来说是重要的基础性支撑；
- 过往我国居民部分资产配置以房地产等非金融资产为主，非存款金融资产中又以理财等刚兑产品为主，这两类资产之所以备受居民青睐，本质上都是源于以往政策对于通过地产基建稳增长的依赖；
- 随着政策面坚定推进“房住不炒”，并通过资管新规破除刚兑，居民部门势必会增加对权益类资产的配置。

图35 中国居民资产配置正在向权益类资产倾斜



数据来源：WIND，中金公司

政策强定力的影响：科技主线难以撼动

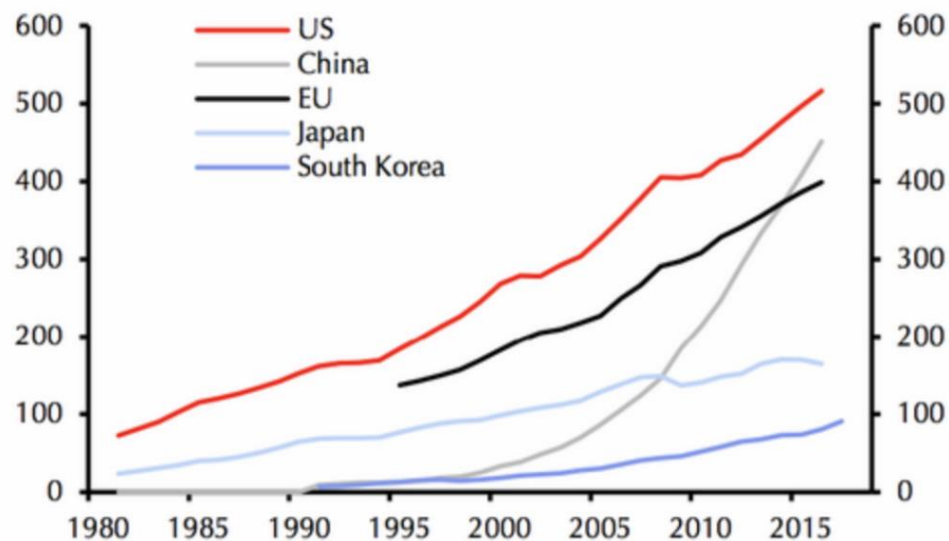
- 政策保持定力的另一面是对创新驱动的坚持。本轮牛市源于2018年的金融去杠杆和中美贸易战，在外部环境持续恶化的背景下，国内一方面要稳妥化解累积的金融风险，增强经济韧性，另一方面要坚持创新驱动，加快经济转型，这也是当下产业发展趋势的内在要求；
- 今年5月政治局常委会议明确提出国内循环为主的“双循环”理念。市场对于双循环的理解还有待政策面的进一步沟通和解读，但消费驱动和创新驱动是确定性的双主线，这在十四五规划和年底的中央经济工作会议上得到进一步的确认，对于市场来说，科技主线很难被撼动。

图36 90年代至今产业发展变迁



数据来源：WIND

图37 中国研发投入快速提升



关注人民币升值可能带来的资产重估

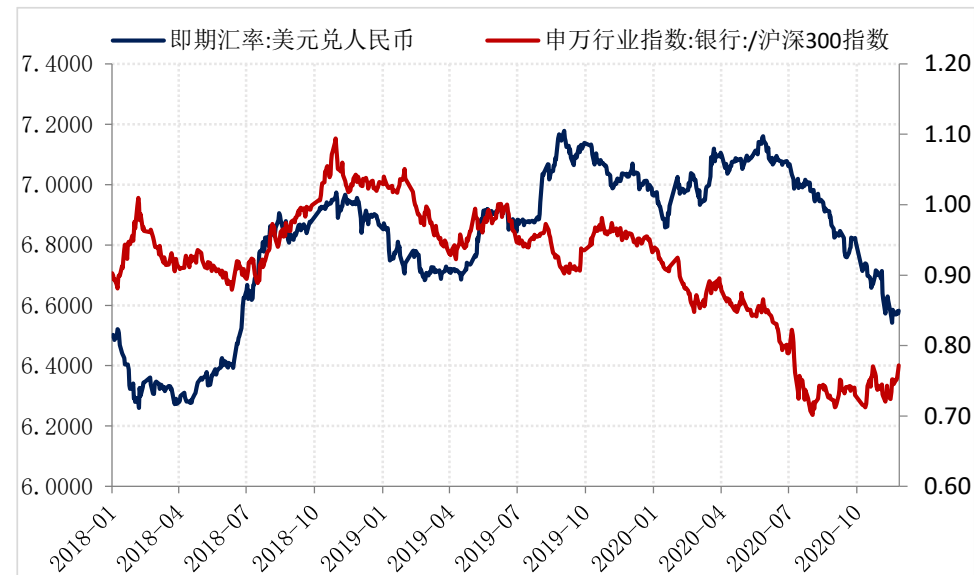
- 2021年需要关注的另一个关键宏观变量是人民币汇率的走势；
- 从过去的经验来看，A股与美股的相对估值和人民币汇率呈现清晰的反向关系，即人民币趋于贬值时，A股整体估值也会受到压制，表现会弱于美股，反之亦然；如果人民币能延续当前的较强走势，汇率升值可能会带来国内权益资产的重估；
- 2018年以来，外资在A股的定价权不断强化，外资对消费的偏好是过去三年消费板块持续取得超额收益的关键推动因素；如果人民币升值部分反应的是海外对中国经济韧性的认可、对中国经济硬着陆的担忧在降低，建议关注外资行为是否会发生阶段性的变化，即不再过度追求确定性，对大金融板块的配置会有有一定的提高。

图38 中美股市相对走势和人民币呈现强相关性



数据来源：WIND

图39 A股金融板块走势和人民币汇率呈现强相关性



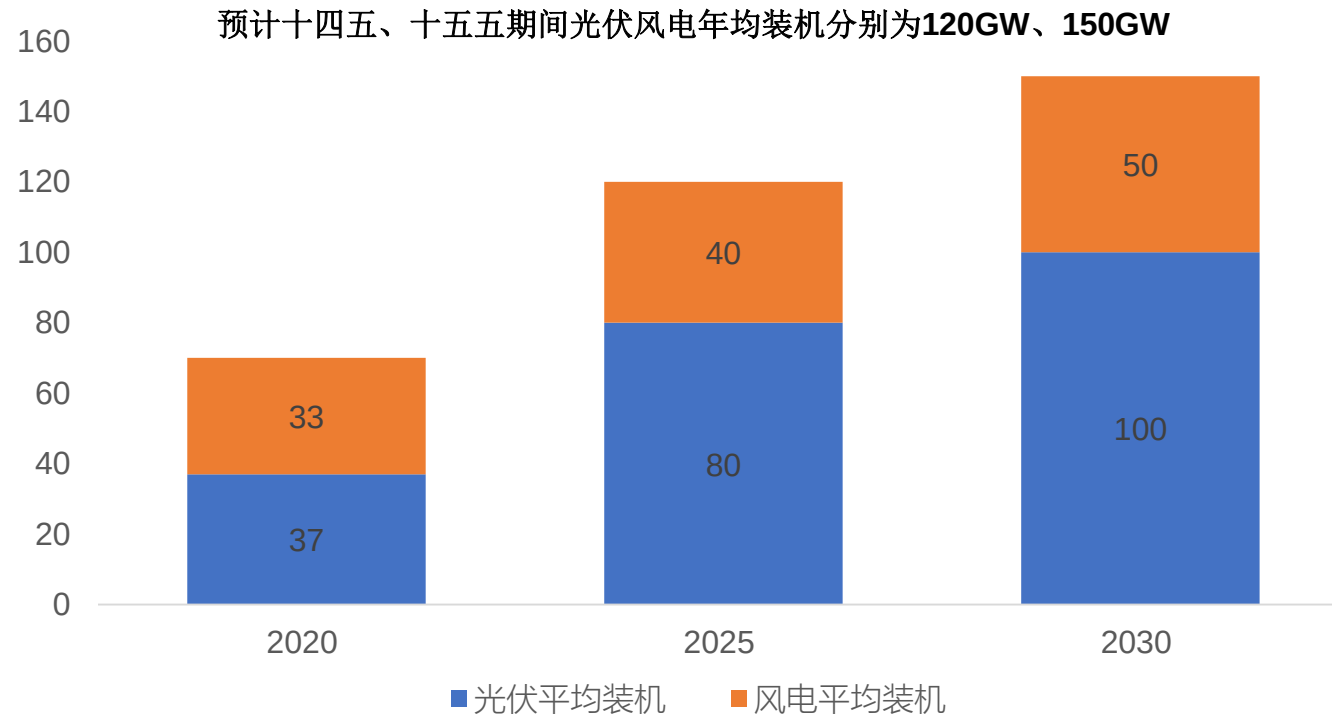
均衡配置、回归基本面

- 考虑到全球利率中枢从底部回升和权益估值整体偏高的基本背景，过去两年持续的估值扩张在2021年较难持续，建议降低预期收益率，并且警惕春季躁动前置概率。需要更多从基本面改善的角度寻找配置机会；预计2021年北上资金流入A股有望达到3000亿（规模或将超今年）景气行业龙头尤为值得重视。
- 2020年下半年以来，我们基于经济修复+利率上行的宏观背景，持续推荐低估值顺周期主线，站在当下时点展望2021年，经济和企业盈利在上半年还将继续修复，但利率进一步上行的空间有限，周期和科技消费的估值裂口也有明显收窄，我们会更加强调均衡配置策略，重点布局业绩超预期的景气子行业，看好以下三条主线：
- 主线一：顺周期低估值，尤其是受益出口持续高景气的化工、有色、家电、家具和汽车零部件等行业，此外，大金融板块在经济上行和人民币升值的背景下也具备一定的估值修复空间。
- 主线二：科技创新，尤其是契合十四五规划的同时行业景气度又处在高位的光伏风电、新能源车、半导体和5G应用等产业链；
- 主线三：后疫情时代的消费修复与升级：医美、出行和线下消费（餐饮、酒店、机场、旅游和航空等）；

超配行业：电新（光伏风电等）

- 在整体火电装机受限的前提下，光伏风电将是碳中和的重要实现手段：
- 风电：2019-20年抢装带来订单高增，2021年预计装机量好于市场的悲观预期达到30-35GW。海上风电高景气度预计得以持续，全年预计新增6GW装机。
- 光伏：预计2021年新增装机160GW（+33%），市场预期比较一致，预计龙头公司维持30%以上增速。

图40 光伏和风电平均装机

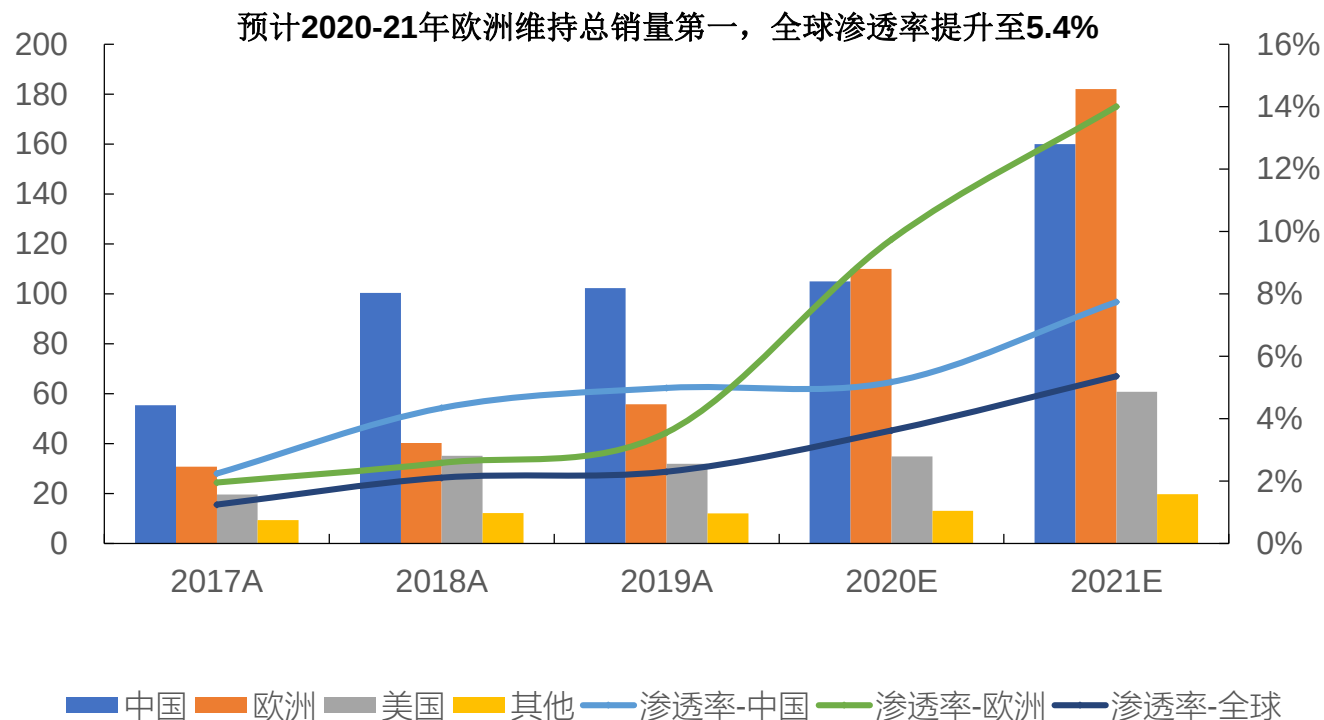


数据来源：WIND

超配行业：电新（新能源汽车）

- 国内和海外销量回升，2021年预计为近五年来销量增速最高的一年
- 新能源汽车行业蕴含技术进步、产业链完善的巨大机会：2021年国内电动车销量预计为170万辆，在2020年低基数的基础上大幅增长40%。
- 中国和欧洲市场成为主要增长点：在经历了2019年的调整以及2020年的分化，预计2021年将迎来全球新能源车行业将迎来景气加速向上的拐点。2021年预计中国170万辆，欧洲180万辆，美国40万辆，其他国家20万辆，全球合计销量410万辆（YoY+52%）

图41 新能源车销量与渗透率

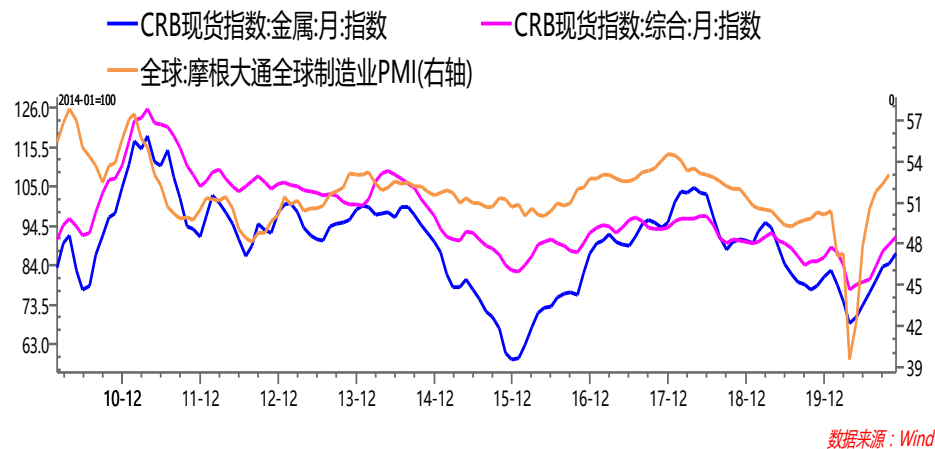


数据来源：WIND

超配行业：有色

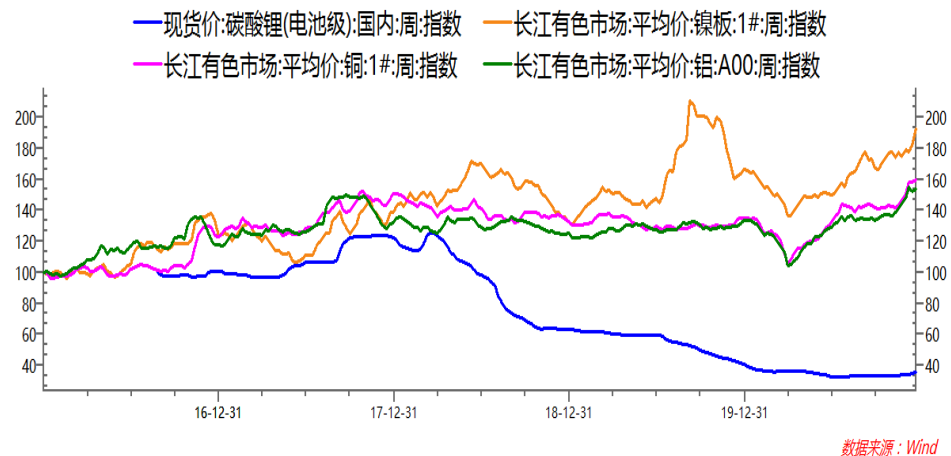
- 疫苗落地、经济复苏、资本开支周期即将重启，2021年主要经济体共振，2017年来首次。
- 全球经济、通胀都在复苏，叠加美元大周期走弱，均有利于低估值的有色板块，有利于大宗商品价格走强。有色金属的顺周期、低估值特征仍在，行情只到半山腰，明年驱动力边际增量来自海外。
- 多数大宗商品库存偏低，供给端受损且反馈滞后，被动去库存和主动补库存提供价格弹性，企业业绩持续修复。
- 除了自上而下看多通胀和经济复苏的逻辑，应重视自下而上的板块和个股筛选逻辑，优选具备α的子板块和个股。建议超配铜铝镍、锂、钛子板块，贵金属视美联储政策和通胀预期变化择机超配。

图42 大宗商品价格和全球经济同步



数据来源：WIND

图43 有色商品价格正处在上涨通道中

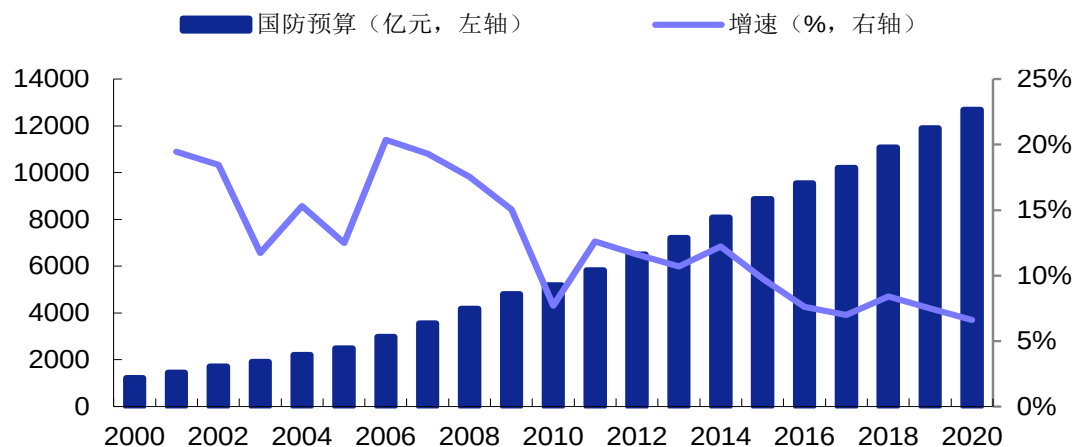


数据来源：Wind

超配行业：军工

- 军品采购十四五开元，订单确定性强。核心装备增长不低于15%，关键设备增速更高，可见10年增长。
- 20年国防预算增长6.6%，目前周边摩擦不断，国防战略重心转向积极防御，伴随现代战争实战要求，导弹、四代战机等关键武器装备进入放量阶段，十四五国防开支大概率超预期。
- 航空发动机是工业皇冠上的明珠，未来3年进入快速成长期。核心装备拉动产业链成长，可见相关标的21Q1高速增长，军工板块将呈现跨年行情。
- 大国竞争加剧，周期摩擦不断。美对台军售后，台海演习将常态化；中印边境摩擦加剧。国家安全成为当下主要矛盾之一。
- SW军工行业TTM70X处于历史高低1/3位置，相当于14年中期水平，具有安全边际。
- 快速+稳健成长行业:战斗机、导弹、信息化产业链

图44 历年国防预算与增速

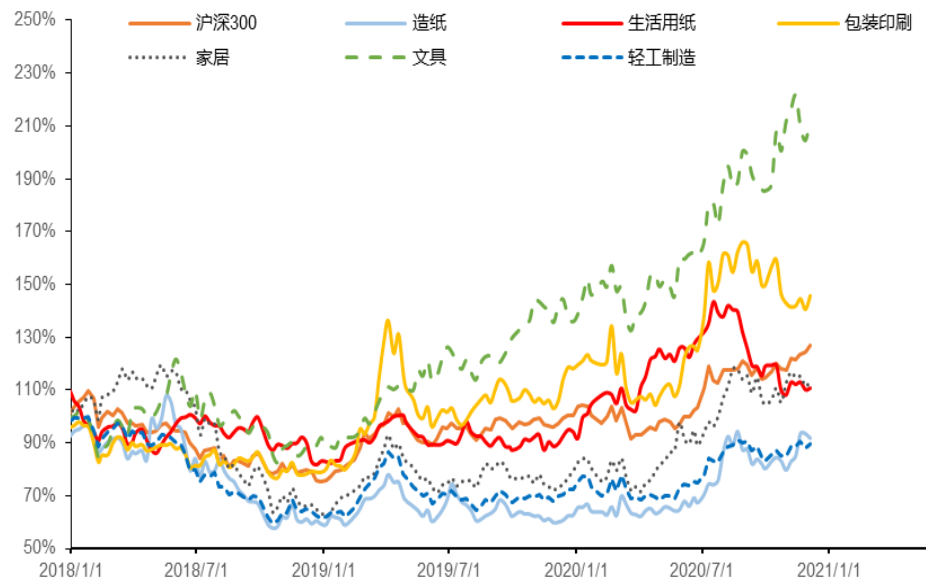


数据来源：WIND

超配行业：轻工

- 复盘过往3年，轻工细分子行业中 文娱用品涨幅最高，ROE处于上行趋势，包装印刷行业受益于原材料的低迷和订单稳步，ROE稳步上行，造纸、家居和轻工制造三个板块从2017年均处于下行趋势，整体相对收益较低；
- 展望2021年，零售复苏与周期上行为2021主线，给予轻工板块“超配”评级。存量交易叠加竣工周期将带来零售端修复，大宗需求则会受到三道红线压制，办公集采短期提高集中度，长期也不具备高盈利和供应链持续扩张属性。

图45 轻工主要行业指数走势



数据来源：WIND

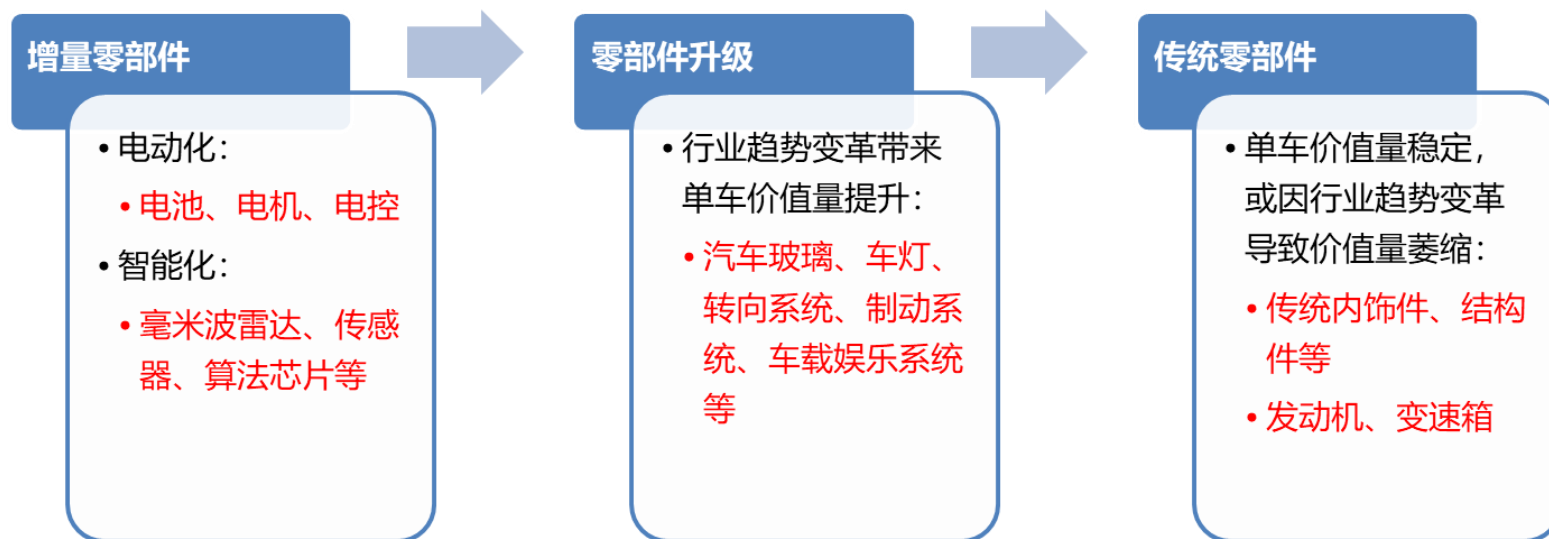
图46 轻工主要细分行业ROE走势图

		轻工各指数和沪深300指数的ROE (%)				
代码	简称	2016	2017	2018	2019	2020H1
851435.SI	文娱用品	6.35	6.5	9.61	9.04	7.89
851421.SI	包装印刷III	9.63	10.06	9.09	9.27	3.69
000300.SH	沪深300	11.56	11.98	11.83	11.87	4.97
851432.SI	家具	12.61	14.32	9.4	12.8	2.92
851411.SI	造纸III	6.44	12.36	11.03	7.33	3.27
801140.SI	轻工制造	9.24	11.33	6.1	6.2	3.17

超配行业：汽车（汽车零部件）

- 汽车零部件：我们认为零部件行业可以找到较好的子行业，在赛道选择方面，我们更倾向于选择具有升级逻辑、竞争格局较优的赛道，如汽车玻璃、车灯等方向，在个股层面，我们聚焦于优秀靠谱的管理层，能够通过低成本、优质服务等核心竞争力实现市占率提升的公司。
- 乘用车：乘用车销量经历两年半的下滑后已出现拐点，展望2021年，我们看好乘用车行业持续复苏。从更长的视角看，国内乘用车增速已走过高成长时期，预计未来乘用车行业的成长性减弱、周期性上升。从供给端看，行业竞争格局不佳，总体上我们认为乘用车行业商业模式不佳，如进行中短期布局可以选择强产品周期的个股。

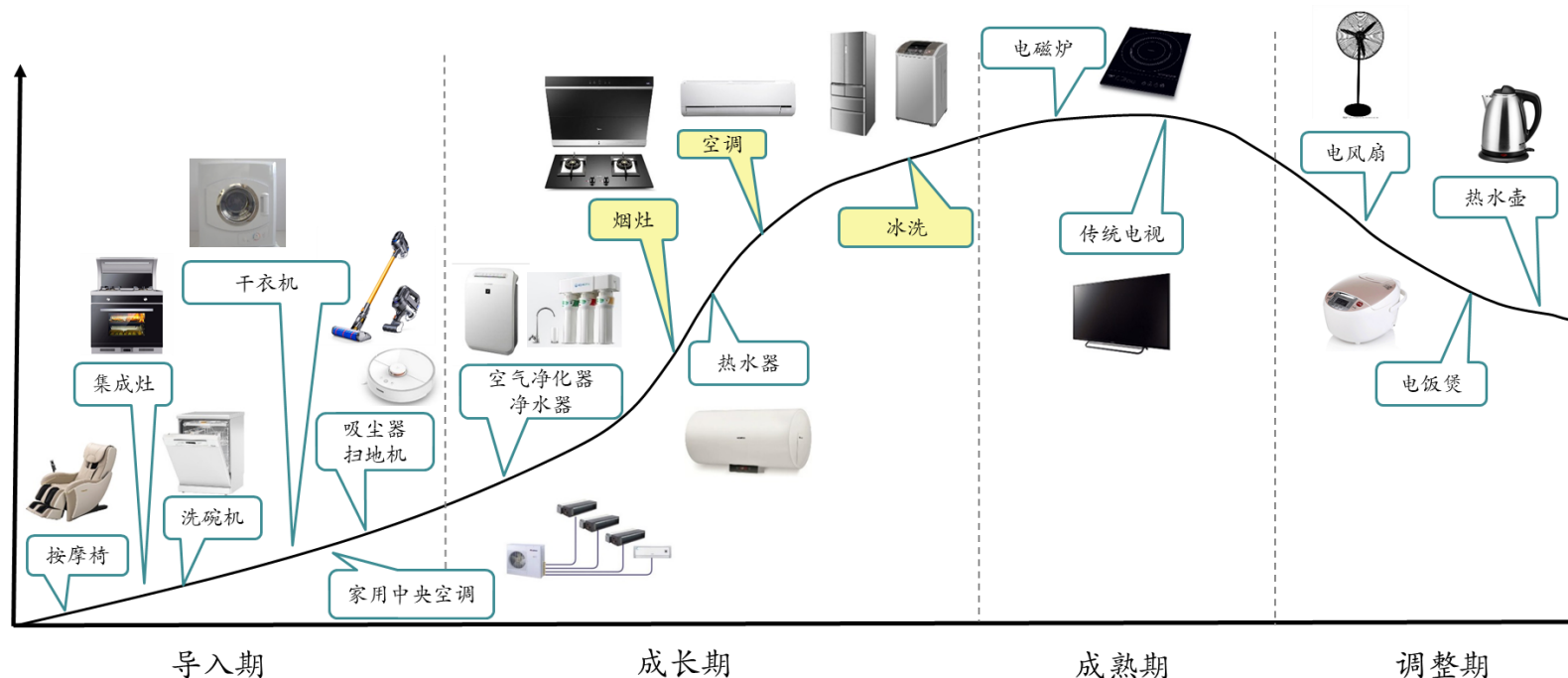
图47 汽车零部件细分行业



超配行业：家电

- 白电：随着三季度开始国内消费复苏，我们看到空冰洗的内销量稳健向好，同时白电价格的回暖也较为明显；海外方面，疫情压力较大，当地供给受限，带动国内出口爆发。在成本优势和品牌力的支持下，我们认为白电龙头的护城河显著、估值较低，具备较好的投资价值；
- 小家电：与发达国家相比，我国小家电的整体保有量较低，未来有较大的提升空间。当前大部分小家电的内销量均处于爆发期，外销受益于海外疫情居家场景的需求增加也持续高增长，我们认为明年行业在高基数的影响下增速可能下滑，但长期看，布局在管理架构、研发能力、供应链体系上建立长期竞争力的优质公司将给我们带来持续的超额收益。

图48 家电不同细分行业所处的行业周期位置



风险因素：信用超预期收缩？

- 近期永煤和华晨等3A国企违约事件提示了一个重要的风险，在企业部门整体杠杆率偏高的背景下，金融条件即使只是回归中性，对于过度依赖债务滚动的企业来说，再融资的风险也会明显上升，进而可能引发一系列连锁反应。2021年随着全球经济进一步修复，海外和国内的流动性条件都会较今年有所收紧，需要提防信用出现超预期收缩的风险。

图49 企业融资环境对社融增速较为敏感

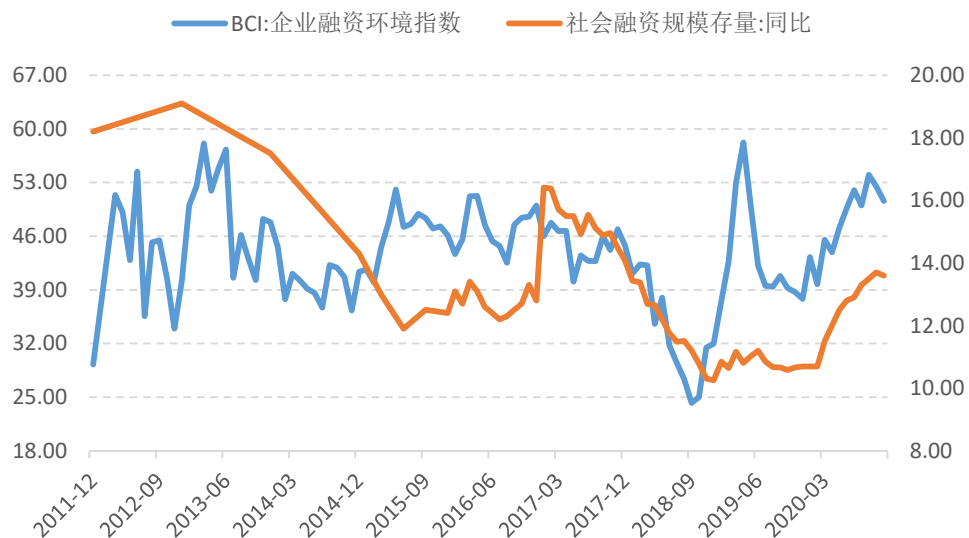
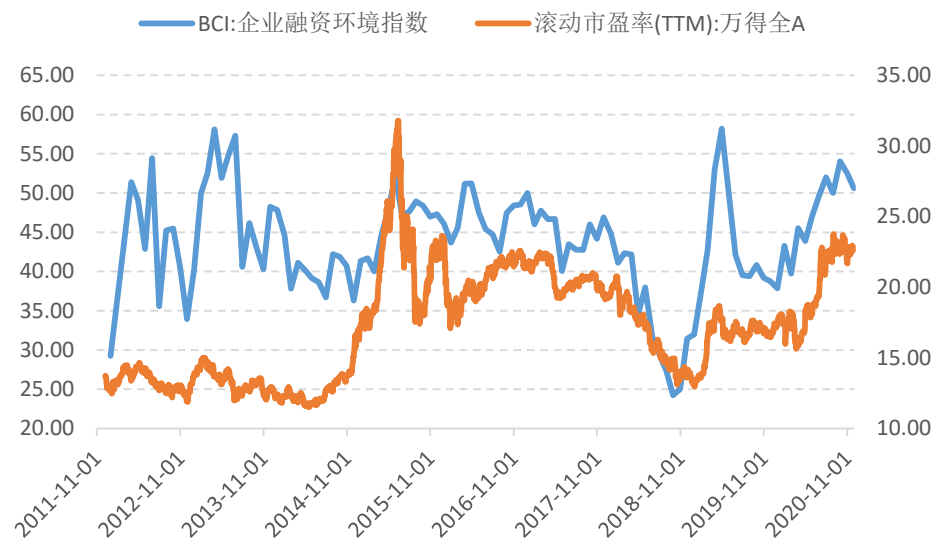


图50 企业融资环境和A股估值呈现强相关性



数据来源：WIND

风险因素：通胀超预期抬头？

- 今年新冠疫情导致的全球经济衰退和典型的金融危机有一点显著的差别：典型金融危机并没有对供给的抑制，更值得担忧的是危机后的杠杆修复导致需求不足；而疫情下的经济衰退，更多体现的是供给受限，而需求在财政刺激的支撑下受损有限，供需缺口导致今年大宗商品的价格反弹明显快于和强于2009年金融危机时期；
- 目前基准预测是2021年供需缺口会随着疫苗落地而趋于收窄，进而有助于部分抑制通胀的顺周期上行压力，但疫情期间欧美政府的无条件托底是否衍生道德风险、导致家庭和企业部门过于乐观，进而加大通胀压力甚至倒逼海外货币政策提前收紧，有待持续观察。

图51 2020年全球商品价格走势明显强于经济表现



数据来源：WIND



行业配置建议

PART.6

2021年行业观点

行业	评级	观点
汽车	超配	整车：三季度以来，我们判断乘用车拐点显现，数据层面正在得到验证，目前可以看到行业将在20Q3-21Q2持续复苏，如宏观经济支持，复苏时间有望持续。因为行业面临变革，即电动化和智能化，主机厂需要持续高研发投入，利润率可能长期处于较低水平。 零部件：汽车零部件子行业众多，建议从中优选具有升级逻辑（即单车ASP持续提升）的赛道。过去两年全球车市整体承压，大部分公司经营压力较大，但仍有少数优质公司仍然实现了业绩基本稳定甚至持续增长，充分体现出个体的alpha。我们看到此轮疫情对部分海外零部件供应商打击巨大，优质零部件公司有望借此实现全球的市占率提升。 重卡：国家托底基建，物流行业高景气，叠加国三车淘汰，重卡短期持续在高景气度。长期看，国家治理超载超限将带来保有量和销量中枢的提升。考虑到行业今年较高的销量基数，明年销量面临下滑压力，个股业绩将面临一定压力，当前时点暂不做推荐。
轻工	超配	2020年国内疫情防控带来必选消费到可选消费的全面复苏，海外疫情消退补库存周期开启压制国内出口持续景气预期，地产三道红线抑制大宗需求，存量交易叠加竣工周期带来零售端修复，办公集采短期提高集中度长期不具备高盈利和供应链持续扩张属性，零售复苏与周期上行为2021主线，给予轻工板块“超配”评级。

2021年行业观点

行业	评级	观点
家电	超配	白电：展望2021年，白电内销有望持续复苏，外销增速预计有所下滑，但考虑到白电出口的自有品牌占比相对较高，以及部分海外订单结转至21年交付，预计外销压力不大。此外，白电价格的回暖较为明显，冰洗产品升级带动均价同比大幅增长，空调线上均价已从三季度末同比转正。在成本优势和品牌力的支持下，三大白的护城河显著、确定性高、估值较低，具备较好的投资价值。 厨电：竣工逻辑正助推产业景气持续回暖，主流渠道景气度延续工程>电商>线下的趋势，后续来看，预计在竣工回暖+精装修渗透率提升的驱动下，龙头仍将受益2B渠道的放量。 小家电：随着国内疫情受控，小家电增速环比有所回落，但在线上高增长和海外疫情爆发的带动下，小家电整体景气度仍然较高。今年很多标的的增速较高，特别是受益于海外疫情出口高增长的标的，明年可能会面临一定压力，后续随着渠道迁移放缓，供给侧的品牌将越来越多，需要瞄准在组织模式、研发能力、供应链体系层面建立长期竞争力的公司。
军工	超配	军品采购十四五开元，订单确定性强。核心装备增长不低于15%，关键设备增速更高。 20年国防预算增长6.6%，目前周边摩擦不断，国防战略重心转向积极防御，伴随现代战争实战要求，导弹、四代战机等关键武器装备进入放量阶段，十四五国防开支大概率超预期，。航空发动机是工业皇冠上的明珠，未来3年进入快速成长期。核心装备拉动产业链成长，可见相关标的21Q1高速增长，军工板块将呈现跨年行情。

数据来源：WIND

2021年行业观点

行业	评级	观点
有色	超配	疫苗落地、经济复苏、资本开支周期即将重启，21年主要经济体共振，17年来首次。全球经济、通胀都在复苏，叠加美元大周期走弱，均有利于低估值的周期板块或者大宗商品价格走强。有色金属的顺周期、低估值特征仍在，行情只到半山腰，明年驱动力边际增量来自海外 多数大宗商品库存偏低，供给端受损且反馈滞后，被动去库存和主动补库存提供价格弹性，企业业绩持续修复。除了自上而下看多通胀和经济复苏的逻辑，应重视自下而上的板块和个股筛选逻辑，优选具备a的子板块和个股。建议超配铜铝、锂、钛子板块，贵金属视美联储政策和通胀预期变化择机超配
电新	超配	传统电力设备：标配。2021年，国网预计电网投资4,500亿元，可有效带动社会投资9,000亿元。核心投资变量在于国家电网关于泛在电力物联网方向的投资进度。 新能源发电：超配。风电（超配）：2019-20年抢装带来订单高增，2021年预计装机量好于市场的悲观预期达到30-35GW。海上风电高景气度预计得以持续，全年预计新增6GW装机。光伏（超配）：预计2021年新增装机160GW（+33%），市场预期比较一致，预计龙头公司维持30%以上增速。核电（标配）：板块不确定性较强，AP1000的推广进程慢，板块受外部因素影响大，建设进度随时可能延缓。板块存在政策出台或设施建设的短期投机性机会。 新能源汽车：超配。2021年国内电动车销量预计为160万辆（+33%）。结构持续改善，产品力强的车型挤占低端车型市场份额，磷酸铁锂电池市场份额逐渐提升。

2021年行业观点

行业	评级	观点
电子	标配	半导体：超配。看好5G、光学、功率相关景气度较高的细分赛道龙头标的，以及需求回暖的服务器半导体和面板 消费电子：标配。看好可穿戴赛道的TWS耳机的持续高增长，以及iPhone产业链的5G换机景气大周期
传媒	标配	游戏版块：超配。游戏是5G应用最大的落地方向，2021年是一个新游戏集体发布的重要观察窗口，关注有相关重磅游戏发布的龙头。 电梯媒体：超配。电梯广告市场近期需求持续旺盛，刊例价近期有所上调，认为电梯媒体行业进入上行周期，有量价齐升可能。 其他板块：标配
钢铁	标配	普钢：标配。钢铁行业20年底到21年仍有产能集中投放，21年信用相对收紧，地产和基建边际走弱，长下短平，原料居高不下，行业盈利保持中低位平稳。未来制造业复苏将强于地产和基建，且受益于出口，相对看好板材 特钢：超配。制造业升级为特钢提供长期成长性，过去两年特钢已经验证了其成长性和盈利稳定性。特钢正从偏周期属性转向兼具成长属性转变，未来特钢行业将持续升级并扩张，坚定看好特
煤炭	标配	受益国内经济复苏以及煤炭进口限制，四季度动力煤、焦煤和焦炭价格均出现大幅上涨，未来经济复苏具有持续性，进口依然没有放松迹象甚至可能更紧，叠加可能出现的弱到中强拉尼娜现象，预计2021年一季度煤炭价格保持强势，建议关注年报高分红和山西国改标的。

数据来源：WIND

2021年行业观点

行业	评级	观点
建材	标配	建材板块：建材板块下游需求中基建以稳为主，地产受制于“三道红线”压制企业降低土地购置，通过开工与销售高周转弥补资金需求，竣工迎来向上周期；水泥板块受益于行业供给格局稳固，龙头整合过后集中度进一步提升，具备估值扩张逻辑；玻纤板块完成整合后具备全球供应链生产制造竞争优势，给予建材板块“标配”建议。
交运	标配	短期由于疫情原因，机场业绩普遍较差，当前国内客流逐步复苏，国际客流恢复缓慢。考虑到疫苗已经临近，预计随着疫苗的普及，全球疫情有望得到明显控制，国际客流量将逐步复苏。中长期看，免税业务已成为一线枢纽机场的主要利润来源，海外免税回流将支撑免税业务长期稳定增长，机场的渠道价值变现确定性高。机场作为交运行业中最具长期价值的板块，长期看好。
地产	标配	“三道红线”融资新规从长期来看有助于行业的平稳健康发展和行业集中度的进一步提升，但供给约束的利好有待释放，短期影响更多集中在市场降低对上市房企的增长预期上，维持配置行业龙头的建议，行业性的估值修复机会还需等待毛利和净利的见底回升。
机械	标配	20年持续制造业韧性较强，通用设备中金属切削机床数据同比继续维持增长趋势。9月工业机器人产量为23194台/套，同比增长51%，增速持续提升。受益机器换人，智能制造是产业长期方向，高端装备制造补短板持续推动。20年10月挖掘机行业销量27,331台，同比+60.5%，国内（含港澳）销量23,892台，同比+60.7%，出口3,439台，同比+59.4%，工程机械用需两旺，20Q4维持较高景气度。关注出口链条及国内进口替代，核心零部件龙头企业长期看好，高端制造标的享受估值溢价。

2021年行业观点

行业	评级	观点
化工	标配	四季度国内地产竣工以及建安投资继续维持高增长，叠加下游海外订单增加、出口复苏，化工产品需求回暖，同时OPEC减产继续导致油价上涨，化工产品价格整体大幅上涨。预计2021年一季度地产链和出口仍将持续拉动行业需求，同时海外产成品库存回补，化工产品价格上涨将持续，继续看好顺周期、有成长的龙头白马标的，特别是需求在国外、供给在国内的化纤产业链。 精细化工和新材料领域还有较大的进口替代空间，受益国内下游电子行业加速崛起以及国家意志推动，继续看好半导体、显示材料、国六等相关标的。
食品饮料	标配	白酒板块： 基本面：行业逻辑仍然延续，高端白酒存在提价预期，叠加消费升级下中高端白酒需求旺盛，2021行业延续高景气度确定性极强。受益于此，主要白酒龙头业绩确定性都较强。估值：短期看，春节之前白酒板块存在较多潜在利好因素，且业绩真空期，预计下跌概率不大，但需要警惕小酒前期爆炒后回归正常估值对整个板块形成压制；长期看由于板块估值处于历史高位，预计进一步提升空间不大，且需要警惕行业情绪、市场宏观因素等导致的估值回落。关注标的：建议关注业绩确定性强的一线白酒龙头，以及二线白酒板块的中高端白酒动销存超预期可能性的低估值标的。 啤酒板块： 预计行业2021年将处于高景气度区间，主因三方面驱动因素：①行业格局进一步改善，竞争趋缓，叠加成本上升，预计2021年行业会延续前两年的提价趋势。②低基数上，预计2021年啤酒板块龙头业绩均有望展现较高弹性。③行业消费升级趋势确定性增强，毛利率有望进一步提升。 食品板块： 基本面来看，预计2021年行业环比改善仍将维持到二季度，疫情受损子版块有望快速修复，但高基数上疫情受益板块预计难再有超预期。此外，原材料价格上涨下考验食品板块提价传导成本压力能力，建议关注品牌力、渠道力更强的、有望保持超越行业平均水平的增长的行业龙头。此外，部分细分赛道有望加速成长，可以重点关注。

数据来源：WIND

2021年行业观点

行业	评级	观点
公用事业	标配	发电和燃气水务板块：标配 火电（标配）：2021年火电发电量增速预计为5%，2021Q1预计煤炭价格维持高位，预计火电行业全年利用小时数有一定保障。水电（标配）：2020Q3从主要水电站水位跟踪的情况来看，来水情况有所好转，预计2021年全年发电量出现明显增长，建议标配。燃气（低配）：主要板块机会在于燃气价改刺激消费量的增长，关注价改、采暖季煤改气带来的阶段性机会。 环保板块：标配 大气治理（低配）：燃煤电厂治理渗透率达到80%以上，向上空间有限，非电领域由于环保督查目前存在订单增长的预期。水治理（标配）：预计2021年民营企业融资条件逐渐改善，建议标配。土壤治理（标配）：土壤修复行业2021年预计不会出现明显恢复，全年预计行业订单增长10~20%。固废和危废处理（标配）：固废行业成熟度较高，近年来中标价格逐年走低；危废行业景气度略高，但项目相对分散
建筑	低配	建筑板块：2020年中央投资修复好于地方，受减税及疫情影响，地方政府资金来源疲弱，城投平台面临债务到期考验，基建投资整体呈现疲弱状态，展望十四五规划，基建投资依旧以稳增长、扩周期调节为主线，缺乏弹性，行业进入存量博弈阶段，装配式细分子行业由于具备替换传统建筑特点在存量博弈下具备高增长特性，给予建筑板块“低配”建议。
纺服	低配	RECP协议同盟与全球化趋势印证制造产业链向海外转移趋势，出口短期景气在疫情修复背景下不可持续，服装企业经销商去库结束带来2021补库需求，童装板块的景气复苏为行业确定方向，给予纺织服装板块“低配”评级。
农业	低配	目前生猪板块存栏量同比大幅增长，预计2021Q2生猪存栏将恢复到正常年份水平，受此影响生猪周期进入下行趋势将延续，猪价2021年将继续下行。受此影响主要生猪养殖公司利润率将下降，但由于前几年各家积极补栏、存栏量大幅上涨，以量补价预期下预计净利润将保持相对稳定。而禽养殖板块也处在景气度底部，预计2021年行业景气度难有显著改善。而受益于下游高增长需求旺盛，预计宠物食品行业有望保持增长，叠加国产龙头替代进口进度加速，板块龙头仍有望保持高速增长。

数据来源：WIND

■ 免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的分析不会发生任何变更。

报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。

■ 风险提示：

市场有风险，投资需谨慎。

投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。



谢谢!

新华基金管理股份有限公司

北京市海淀区西三环北路11号海通时代商务中心C1座

邮编: 100089

总机:010-6877966 直销电话:010-68730999

直销传真:010-68731199

网址: www.ncfund.com.cn