



▲從順周期行業看，航運、有色、汽車、家電、金融的領軍企業，都是值得睇好的股份

# 珍惜A股「牛回頭」

年底行情正在漸入佳境。一方面，經濟復甦的態勢比市場預期的要好，順周期行業的韌性比市場此前預期的更加持久。有色、航運風頭正勁，銀行、非銀演繹王者歸來。另一方面，成長股中的主要板塊，經過深度回調後，也逐漸顯露出投資機會。醫藥、電子、計算機等，正在迎來布局機會。



斌眼觀市  
朱斌

西南證券首席策略分析師

從宏觀經濟格局來看，當前的經濟復甦正行至途中，趨勢未改。從三駕馬車的情況來看，投資、消費、進出口全面復甦。從投資結構上看，製造業、房地產和基建三大領域的投資全面復甦。

## 地產板塊開始復甦

下行多年的製造業投資在6月份出現拐點，開始拐頭向上。從歷史上看，製造業投資的復甦周期往往在八至十六個月之間，當前的投資回升只是行至半程，未來至少還能持續一到兩個季度。從投資結構看，近幾年疲弱的民間製造業投資增速都開始呈現明顯的反彈趨勢。製造業活力有望持續復甦。

從房地產投資來看，房地產行業也出現了明顯的復甦。土地購置費增速在上行，剔除土地購置費後的房地產開發投資增速也在上行。這顯示房地產企業開始積極拿地，並且開始投資建設。與之相應的是，則是房地產的施工與新開工面積也出現了同步上行。同時，在開工、施工增長的同時，商品房的銷售增速也反彈轉正，正在邁入銷售的快車道。整個房地產投資與銷售正在向良性循環邁進。

從消費端來看，社會消費品零售總額也出現了明顯反彈。不管是可選消費還是必選消費，都呈現逐月向上的增速。由於中國疫情管控到位，之前在疫情中被壓制的消費熱情正在逐步釋放出來。最為典型的是汽車消費。由於之前疫情的肆虐，公共交通出行極為不便，這大幅度增加了人們對於私家車的需求。當前，儘管疫情已經褪去，但是人們的出行習慣已經出現了改變。這種狀況下，汽車的銷量出現明顯反彈。

從貿易端來看，進出口都在有效恢復。10月份的出口同比增速已經達到了11.4%，為過去兩年以來的最高增速，也是疫情以來連續第五個月增速上行。而從進口端來看，10月份的進口增速雖然環比下滑，但依然保持了近5%的高增速，也顯示了中國經濟的韌性和活力。

在經濟快速復甦的同時，流動性也在逐漸回歸正常化。一方面，是社融增速開始下行，超常規貨幣政策開始退出。另一方面，利率隨着經濟復甦逐漸走高。這有利於金融板塊的表現。

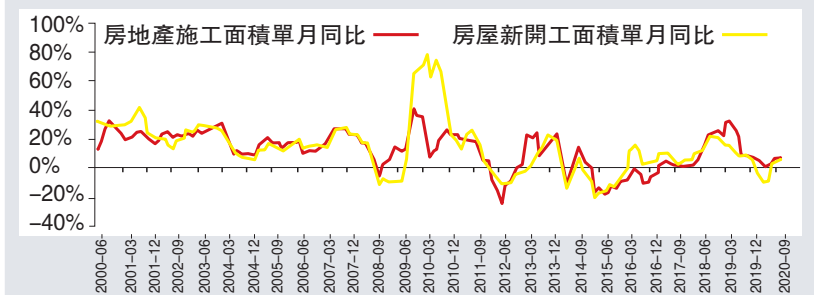
復甦主線熱火朝天的背後，是中國經濟的韌性和新冠防疫的成就。中國在世界主要經濟體中疫情防控最為到位，經濟反彈最為顯著。

## 製造業投資增速明顯反彈重回擴張



數據來源：Wind，西南證券整理

## 房地產施工與新開工面積同比增速



數據來源：Wind，西南證券整理

實際上早在3月份，中國的PMI（製造業採購經理人指數）就出現了大幅度反彈。之後，GDP增速在三季度也出現了明顯反彈。在10月份IMF（國際貨幣基金組織）公布的世界經濟展望中，中國2020年經濟增速由8月份的1.2%上調到1.9%，是主要經濟體中唯一增速為正的。其他經濟體中，除美國外，歐盟、日本的2020年預期增速都被下調。同時，IMF還預期中國經濟在2021年將取得8%以上的增速，在所有經濟體中增速最快的之一。

## 周期成長皆有機會

在價格端，由於在經歷了刺激政策帶來的反彈後，隨着經濟復甦，大部分商品的價格都呈現平穩走勢，上漲明顯放緩；PPI繼續走低，豬價明顯回落，雞蛋價格呈現震盪走勢，蔬菜價格保持平穩。由於中國疫情管控到位，各產業供應鏈得以最大程度保存，使得各類產品的供給有了充足保障。當前的經濟復甦呈現出「高增長、低通脹」的最舒適增長狀態。在此背景下，航運、有色、汽車、家電的龍頭企業值得關注，銀行、非銀也迎來反攻機會。

在成長股方面，經過近幾個月的調整，也逐漸跌出機會了。

最為明顯的就是醫藥和TMT兩大板塊。由於長期成长性存在，這種底部盤整也就意味着機會的到來。從二級行業表現來看，9月份以來，醫療器械、醫療服務、生物製品、化學製藥、醫藥商業全部呈現下跌的態勢，分別下跌2.5%、1.9%、1.7%、0.8%和0.6%。在此其中，主要是兩個因素對醫藥板塊形成了有力壓制：其一，海外疫苗研發的最新進展，削弱了相關醫療器械和用品的「疫情受益」邏輯，同時也壓制了國內疫苗研發的潛在收益率；其二，年底的醫保談判

還未開始，靴子未落地，也使得醫藥板塊存在較大的不確定性。「預期收益降低」+「不確定性」，使得醫藥板塊承壓明顯。但當前的醫藥板塊已經回調較多：從7月中旬以來，生物製品下跌20.2%，而化學製藥下跌13.5%，預計隨着12月初醫保談判塵埃落定，醫藥板塊有望迎來新一輪上漲機遇。

從TMT板塊來看，雖然都呈現下跌，但計算機與電子板塊的邏輯存在明顯差異。從計算機板塊來看，雖然板塊本身跌得比較多，當前也處於業績真空期，但新一輪的政府招標預期還未呈現，目前仍然呈現震盪磨底階段。而電子板塊，不論是消費電子還是半導體，前期由於蘋果黑市價表現不及預期，對板塊造成衝擊。但隨着蘋果銷量預期的重新上調，消費電子及半導體都在11月17日盤中呈現出明顯的V形反彈。電子板塊有望出現一輪快速反彈。

從投資策略上看，當前市場雖有回調，但要珍惜牛回頭的機會，順周期與成長皆有機會。從順周期行業看，筆者看好航運、有色、汽車、家電、金融的領軍企業。建議關注中遠海控、中遠海特、紫金礦業、西部礦業、上汽集團、美的集團、格力電器、中國平安等。從成長股行業看，建議開始布局當前受到負面因素壓制的錯殺板塊，包括醫藥、電子、計算機等行業。看好消費電子領域龍頭（領益智造、立訊精密）、半導體板塊（兆易創新、聞泰科技）、信創領域（中科曙光、中國軟件等）、創新藥（恆瑞醫藥、君實生物、冠昊生物、華北製藥等）、疫苗（智飛生物、康泰生物、長春高新等）。此外，還可以適當關注復甦邏輯漲幅較小的旅遊（中國中免、眾信旅遊、錦江酒店等）、航空（春秋航空等）等板塊。

# 出口新韌性 資產新角色



實話世經  
程廣

工銀國際首席經濟學家、  
董事總經理

「海納百川，有容乃大。」下半年以來，中國外貿進出口數據亮眼，疫情之下中國製造的全球市佔率穩步提升，成為引領經濟復甦的重要推動力。展望2021年，中國經濟有望在全球復甦中發揮更加穩定而積極的作用，並以區域化的加速發展引領全球化的新變革。立足於「內循環」的穩定，中國經濟「外循環」的新變化預計將率先體現在出口和資產兩個層面。

出口展現新韌性。2020年，在全球疫情衝擊之下，中國出口表現遠超市場預期。展望2021年，兩大邏輯將促使出口韌性進一步延續。

其一，2021年全球經濟大概率觸底反彈，並帶動國際貿易顯著回暖。根據IMF（國際貨幣基金組織）最新預測，2021年全球經濟增速預計較2020年提振9.6個百分點，貿易增速預計提振18.7個百分點。中國作為全球價值鏈體系的三大樞紐之一，其外需亦將水漲船高。目前，全球PMI（製造業採購經理人指數）的反彈業已拉動中國出口新訂單和出口運價指數的較快增長，正在驗證這一邏輯。

其二，受自身防疫措施的影響，歐美發達國家料將出現需求與供給的脫節。一方面，歐美或主動或被動地解禁防疫措施，將推動需求的總體上行。但是另一方面，在疫苗大規模使用之前，復工復產依然將處於低效狀態，並表現於居民活躍度與經濟產出相關性減弱、失業率與勞動參與率同步下行等異象。由此，歐美國家的供給側修復料將持續慢於需求側，兩者的脫節將造成需求外流，惠及中國等率先修復供給側的經濟體。

## 人幣資產扮演新角色

基於上述兩大邏輯，從總量上看，2021年中國出口增速有望達到7%，為國內穩增長、穩就業提供重要助力。從時序上看，考慮到海外供給的修復節奏以及基數效應，2021年中國出口的季度增速料將呈現「前高後低」的走勢。

2020年人民幣資產在全球大類資產配置中的角色已發生歷史性改變，以此為基礎，2021年這一新角色有望得到雙向強化。

# 聯儲鴿氣沖天利投資



樓市智庫  
陳永傑

中原亞太區副主席兼住宅部總裁

美國總統當選人拜登擬提名聯儲局前主席耶倫出任美國新一任財長，根據耶倫以往對美國經濟的作風，應該會維持低息及量化寬鬆策略應對美國經濟。低息及量寬一向以來都有利樓市及股市等投資市場，香港樓市亦會受惠。

11月下旬，美國國務卿魯比奧，去信總統當選人拜登，表示機構準備啟動正式交接進程。拜登入主白宮應無大問題，內閣組班亦進行得如火如荼，耶倫獲提名成為財長聲音愈來愈響亮，但她拒絕置評。

《華爾街日報》引述消息指出，拜登將提名耶倫出任財長，並將成為首位美國女財長。11月中旬彭博經濟負責人兼執行主編弗蘭德斯提問耶倫，是否會加入拜登團隊擔任財政部長一職？耶倫沒有否認，她回答說：「我無法回答你這個問題。」弗蘭德斯再追問：「你認為你會成為一個好的財長嗎？」耶倫笑答：「取決於其他人怎麼看。」耶倫現年74歲，2014-2018年曾擔任聯儲局主席。

其一，從風險端來看，人民幣資產將是全球長線資金的「壓艙石」。在2020年全球金融大動盪中，中國金融市場多次走出獨立行情，總體表現冠絕全球。展望2021年，海外疫情失控風險，以及紆困政策斷檔導致的流動性風險，將是全球金融市場的最大隱患。立足於中國領先的疫情防控，以及充裕的政策空間，人民幣資產的安全邊際更為充足，其穩健性優勢有望繼續鞏固。

其二，從收益端來看，人民幣資產將是分享中國紅利的連通器。雖然明年全球經濟有望反彈，但是如果將明兩年的經濟增速結合起來看，大部分主要經濟體2021年GDP較2019年將是實際負增長或零增長，因此微觀市場上的資產質量難有真實改善。中國料是兩年總增長為正的唯一主要經濟體。經濟總量真實增長，疊加數字經濟發展和結構性改革的時代紅利，最終將映射於人民幣資產長期回報之中。

此外，如果說匯率風險是過去人民幣資產的潛在短板，那麼2021年這一短板將得到顯著補強。美聯儲調整貨幣政策框架後，其超寬鬆貨幣政策預計將長期延續，中美貨幣政策的錯位料將導致兩國利差在2021年維持於較高水平，人民幣匯率有望保持長期穩態，進而鞏固上述新角色。

從量化角度，中國市場不僅提供了基準之上的收益表現，也因之與其他主要經濟體資產的低相關性成為分散風險的配置首選。疫情按下了中國經濟由高速增長轉向高質量發展的快進鍵，雙循環發展的新格局將有效鏈接起兩個市場、兩種資源，加持中國資產成長為新時代更具有稀缺性、值得超配的α。同時人民幣資產與其他主要資產低相關的量化特徵也逐步顯現，有望在市場動盪中提供穩定性。

從近三年G4經濟體（中、美、日、歐）主要資產表現相關性看：股指方面，美國和日本主要指數都有典型的高β特徵，相對而言，歐洲50和上證50與其他指數的相關性中等，而A股的創業板指數則呈現出明顯的低β特性；債指方面，美、歐、日債市各自相關性超過80%，與之相比，中國債指與全球債指的相關性最低。筆者認為，量化的低相關性實質反映出了中國經濟較強的基本面和宏觀政策內生性。儘管人民幣資產仍然屬於廣義的風險資產，但其獨立行情的演繹在全球復甦乏力和市場動盪的背景將呈現出稀缺的配置價值。