

## PMI 指数保持高景气度，积极布局春季行情

——策略前瞻之一百五十四

### 要点

**市场回顾及策略前瞻：**本周A股市场呈现出普涨行情，截至周四收盘，本周A股各主要指数均涨幅明显，结构上，创业板指领涨，消费、金融和科技板块均有较好表现，顺周期板块有所调整。消息方面，本周国家统计局公布了12月份PMI数据，制造业PMI方面，12月中国制造业PMI为51.9%（前值为52.1%），制造业PMI连续10个月位于荣枯线以上，制造业向好趋势不变，细分来看，12月生产和需求指数持续向好，两项价格指数再创新高，价格环境对经济复苏相对友好；非制造业PMI方面，12月中国非制造业商务活动指数为55.7%（前值为56.4%），非制造业延续稳步复苏趋势，值得注意的是，非制造业从业人员指数连续2个月回落，且连续处于荣枯线以下，非制造业就业压力仍较大。

往后看，企业盈利走强的趋势仍相对确定，其将成为驱动市场上行的主要动力，市场有望继续震荡上行。但受政策收紧、市场估值偏高、产业资本减持等因素影响，市场上行存在一定阻力。此外，随着公募基金年终考核趋于结束，资金抱团的白酒、新能源板块获利回吐的需求加大，后期难免出现震荡加剧的现象，投资者可关注结构性机会。配置上，建议把握以下三条投资主线：①复苏预期继续提振风险偏好，顺周期更为受益，建议关注工业金属、石油石化；②国内消费继续回暖，看好自身电动化周期带动的汽车，以及受益于海外出口拉动的家电、家居；③新能源汽车和光伏获利震荡幅度加大将带来配置机会，同时结合春季躁动特征，可增加对军工板块的关注。

海外方面，本周受到英国新冠病毒变异，美国财政刺激前景受挫，内地对互联网龙头监管升级的影响，港股市场小幅下跌。在财政转移支付中断后，美国居民消费后继乏力。11月个人消费支出同比为-2.36%，在连续上升6个月后再次下滑。若9000亿美元的财政刺激最终未能落地，美国消费将面临熄火的风险，也会打压美股市场的风险情绪。港股方面，特朗普在执政末期，仍会借机出台相关措施打压中国，但实质影响有限，长线投资者可逢低增配港股。

**北向资金继续净流入：**本周北向资金净流入135.82亿元（前值+86.14亿元），本周北向资金净流入居前的是计算机、电力设备及新能源；本周南下资金净流入272.68亿港元（前值+73.63亿港元），净流入居前的行业是计算机、餐饮旅游。AH溢价指数下降3.0个百分点至139.76。

**大类资产表现：**本周美股、A股、港股普涨。本周十年期美债收益率跌1.06%，报0.93%；美元指数跌0.41%，报89.9583；美元兑人民币跌0.13%，报6.5249；伦敦现货黄金涨0.67%，WTI现货原油涨0.60%，至48.52美元/桶。

**权益大势回顾：**本周上证综指上涨2.25%，上证50上涨3.65%，沪深300上涨3.36%，中小板指上涨2.16%，创业板指上涨4.42%，中证500上涨1.41%，恒生指数上涨3.20%，恒生中国企业指数上涨2.95%。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85%、33%、96%、98%、100%。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93%、26%、61%、85%、87%。

**行业比较概览：**从PETTM分位看，农林牧渔、房地产、建筑低于5%历史分位。从PB分位看，建筑、房地产、纺织服装低于5%历史分位。近1月机构调研次数最多行业为电子、医药，调研次数最多公司为华邦健康和大族激光（均为8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@ebscn.com

联系人：黄凯松

021-52523813

huangkaisong@ebscn.com

联系人：刘芳

021-52523677

Liuf@ebscn.com

联系人：吴云杰

010-56513071

wuyunjie@ebscn.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+2.25%、+2.16%、+4.42%、+3.20%。本周 A 股市场呈现普涨态势, A 股各主要指数均涨幅明显。资金方面,截至周四收盘,本周两融余额小幅上升,北向资金继续大幅净流入。

北向资金连续九周净流入 A 股,本周北向资金净流入 135.82 亿元(前值+86.14 亿元),本周北向资金净流入居前的是计算机、电力设备及新能源;本周南下资金净流入 272.68 亿港元(前值+73.63 亿港元),净流入居前的行业是计算机、餐饮旅游。AH 溢价指数下降 3.0 个百分点至 139.76。

市场行情方面,作为 2020 年的最后一周,本周 A 股呈现出普涨态势,截至本周收盘,本周 A 股各主要指数均涨幅明显,创业板周涨幅超 4%,领涨市场。行业方面,本周中信一级行业中仅有 5 个行业周涨幅为负,本周领涨行业为食品饮料、计算机、国防军工,领跌行业是煤炭、电力及公用事业、钢铁,整体上看,消费、科技和金融板块本周表现较好,顺周期板块有所调整。市场情绪方面,本周两市成交额及换手率较上周均有明显提升,市场交易情绪较好。

海外方面,本周多项协议和法案落地,提振了美股的市场风险偏好。上周日特朗普正式签署 9000 亿美元的抗疫救济法案,本周起开始向每人发放 600 美元的支票。周三欧盟正式批准了脱欧后欧盟与英国的贸易协议,英国避免了无协议脱欧的风险。本周美股四个交易日内(周五全天休市),标准普尔、纳斯达克指数和道琼斯工业指数涨幅分别为+1.43%、+0.65%和+1.35%。

港股方面,中欧贸易协定和国内疫苗利好消息共同提振了港股的市场情绪。12 月 30 日中国与欧盟完成投资协定谈判。同日国药集团宣布新冠疫苗三期临床试验数据显示,新冠灭活疫苗保护率达 79.34%。因此本周三个半交易日内(港股自周四下午休市)恒生指数、恒生国企指数、恒生综指、恒生香港 35 指数的涨幅分别为+3.20%、+2.95%、+3.24%和+2.90%。

本周内地对互联网企业的监管仍未放松。上周五(港股非交易日)人民日报发文称,互联网从来不是,也不该成为反垄断的法外之地。上周六金融管理部门约谈蚂蚁集团,提出回归支付本源等整改问题。本周三,中国监管总局因不正当价格行为,分别对京东、天猫、唯品会处以 50 万元的罚款。受此影响,本周互联网板块反弹幅度有限。恒生综合指数 12 个一级行业指数中有 10 个上涨。英国病毒变异带来的负面影响有限,原材料业反弹 4.56%。受益于“需求侧改革”和“内循环”的非必需性消费业上涨 4.46%。受益于新能源产业链的带动,工业本周上涨 4.13%。医保谈判风险落地叠加部分未盈利的生物科技股纳入港股通中,医疗保健业本周上涨 4.02%。能源业和电讯业本周小幅下跌。本周 A 股港股通南向资金规模净流入大幅增加,净流入 272.68 亿港币,前值为 73.62 亿港币。

## 1.2 一周重要事件回顾及点评

国内消息方面,12 月 31 日,国家统计局公布了 12 月份 PMI 数据。具体来看,制造业方面,12 月中国制造业 PMI 为 51.9%(前值为 52.1%),制造业 PMI 连续 10 个月位于荣枯线以上。12 月制造业 PMI 指数没有继续上行是到达高点后的自然回落,但目前仍高出荣枯线不少,表明制造业整体仍处在向好通道中。生产指数有所回落,但仍处于年内次高位置。需求仍然较好,产需更趋平衡。两项价格指数均再创新高,价格环境对经济复苏相对友好,但购进价格上升更快。库存指数处于

上升通道中，制造业企业仍处在主动补库存阶段。小企业 PMI 有所恶化，需要政策予以更多关注。

非制造业方面，12 月国内非制造业仍保持在较高景气度区间，但就业压力仍存。12 月非制造业商务活动指数为 55.7%（前值为 56.4%），连续 10 个月高于临界点，且仍保持在 55.0% 以上的较高景气区间，说明非制造业延续稳步复苏势头。新订单指数相对 11 月下降明显，但仍处于荣枯线以上。建筑业指数继续上升，服务业活动指数有所下降但仍处于较高水平。从业人员指数连续 2 个月回落，且持续处于荣枯线以下，说明就业压力仍然较大。

海外方面，12 月 31 日纽约交易所宣布，将对中国移动有限公司、中国电信股份有限公司、中国联通有限公司进行退市处理。三家公司将在 1 月 7 日至 1 月 11 日期间退市。此举是为了响应特朗普 2020 年 11 月 12 日签署的第 13959 号行政命令，该命令规定禁止为在美国制裁清单内的相关中国军事公司提供证券交易。

短期来看，后续外资投资者可能会恐慌性抛售三大运营商的美股 ADR 或港股证券，引起股票价格的波动，进而影响到港股整体通信板块。如中海油 12 月初被报道加入到美国的制裁清单后，引起整个能源板块的大幅回调。不过长期来看，三大通信运营商实际经营业务收入均在内地，同时美国 ADR 成交金额相对于其在 A 股和港股的成交金额较低，因此此次被强制退市对三大通信公司的实际影响有限。

表 1：受到美国 2020 年 11 月 12 日行政命令影响的证券一览

日期	相关公司	事件
2020/12/4	富时罗素(FTSE Russell)	从相关指数中剔除：中国铁建(A+H)、中国卫星 A、海康威视 A、中国交建 (A+H)、中国核建 A、中国中车(A+H)、中科曙光 A、中国化学 A
2020/12/9	标普琼斯指数(S&P Dow Jones Indices)	从相关指数中剔除：中国铁建(A+H+ADR)、中国卫星 A、中国交建(A+H+ADR)、中国建筑(H+ADR)、中国核建 A、中国中车(A+H)、中科曙光 A、中国化学 A、海康威视 A、中芯国际(A+H+ADR)
2020/12/14	纳斯达克交易所(NASDAQ)	从相关指数中剔除：中国铁建 A、中国交建 A、中国中车 A、中芯国际 H
2020/12/15	摩根斯坦利资本国际 (MSCI)	从相关指数中剔除：中国铁建(A+H)、中国卫星 A、中国交建(A+H)、中国中车(A+H)、中科曙光 A、海康威视 A、中芯国际(A+H)
2020/12/30	摩根斯坦利资本国际 (MSCI)	从相关指数中剔除：中国联通 A
2020/12/31	纽约交易所(NYSE)	进行退市处理：中国移动 (ADR)、中国电信 (ADR)、中国联通 (ADR)

资料来源：光大证券研究所根据各大指数公司网站整理

鉴于特朗普执政末期对华采取的高压政策，未来对中国相关企业不排除会进一步扩大制裁名单或升级制裁措施，后续范围可能扩大至：

1、当前制裁清单内中国公司的子公司、持股控股公司及关联公司。

2、“清洁网络计划”中的相关公司：①清洁的运营商（保证美国通讯运营商没有与中国运营商相连），因此纽约交易所 12 月 31 日对中国移动、中国电信、中国联通进行退市处理。②清洁的应用程序，因此 9 月份频繁遭受制裁禁令的微信、TikTok、阿里巴巴、腾讯控股可能会被考虑加入名单。其中在美上市的阿里巴巴（纽约证券交易所）和腾讯控股（美国 OTC 场外交易）存在被强制退市的风险。

3、美国中概股。2020 年起美国中概股一直是特朗普政府打击的对象，除了《外国公司问责法》以外，8 月 4 日总统金融市场工作组发布《关于保护美国投资者防范中国公司重大风险的报告》，旨在限制美国基金对中概股的投资。因此相关美国中概股未来也存在被列入制裁名单的可能。已经被列入制裁名单的中国交建、中国铁建、中国建筑和中芯国际的美国 ADR（美国 OTC 场外交易），也可能面临潜在的被退市风险。

不过从现在到总统 1 月 20 日正式交接不到半个月，特朗普扩大制裁范围或升级制裁措施只能通过总统签署行政命令来实现。而所有的行政命令在拜登上台后均

可全部逆转（除了被迫退市以外），因此这些措施的实际影响效果有限。虽然很难期待拜登上台后对华政策能相对友好，但预计拜登正式完成权力交接后中美关系大概率存在着缓和的空间。我们认为当前相关制裁事件对 A 股及港股的影响偏短期，后期难以成为压制市场的主要因素。

### 1.3 下周重点关注及策略前瞻

往后看，企业盈利走强的趋势仍相对确定，成为驱动市场上行的主要动力，市场有望继续震荡上行。但短期市场上行面临两方面的压力，一是估值方面，最具代表性的沪深 300 指数估值已达到 2011 年以来 90% 的分位水平，从股债性价比的角度，目前也接近 2018 年 1 月的水平；另一方面是产业资本减持，从自由流通市值和成交金额的角度，产业资本减持规模对市场承受力的影响已达到历史峰值，需持续跟踪市场的承受能力。目前年底公募基金排名因素已结束，机构投资者重仓的白酒、新能源等板块获利回吐的需求加大，后期难免出现震荡加剧的现象。在经济数据与政策一进一退，且市场估值整体并不便宜的背景下，后期市场有望继续维持高位震荡，仍建议关注结构性机会。配置上，建议投资者关注以下板块投资机会：

**(1) 复苏预期继续提振风险偏好，顺周期更为受益，建议关注工业金属、石油石化板块。**疫苗的利好消息强化了全球复苏预期，国内地产投资、销售阶段性回暖，投资者对避险资产的配置需求有所回落。11 月原油、铁矿石、工业金属、焦煤焦炭等大宗商品价格表现强势，黄金、银价格下跌。往后看，我们认为海外经济修复带来的出口复苏确定性仍相对较强，也继续成为重要的驱动。我们统计了各类大宗商品涨跌与美国制造业库存的相关性，按相关系数排序来看，原油相关产品、金属的相关性更高，贵金属负相关。在全球复苏共振下，对海外需求更加敏感的原油、工业金属可能更为受益。

**(2) 国内消费继续回暖，看好自身电动化周期带动的汽车、受益于海外出口拉动的家电、家具。**10 月餐饮消费同比增速也是年内首次转正，往后看，后疫情之后的线下消费仍面临较大的修复惯性，恢复比较落后的线下消费如纺织、旅游、交运、餐饮等，将成为加速恢复的增长点。

**(3) 热门板块新能源汽车和光伏获利震荡幅度加大将带来配置机会。**结合春季躁动特征，可增加对国防军工里质地优而且具有长逻辑的行业龙头公司的关注。

海外方面，拜登宣称将在上任后的前 100 天向美国民众分发 1 亿支新冠疫苗，预计美国自 1 月起将开始大规模接种疫苗，经济生产活动有望陆续恢复。伴随新一轮财政刺激计划的落地，未来美股仍有一定支撑。不过当前过高的估值将会压制其上涨空间，更建议关注受益于弱美元和新一轮政府对居民转移支付的顺周期行业。

港股方面，尽管在 1 月 20 日美国总统正式交接之前，特朗普政府仍存在对中国企业出台相关制裁措施的可能，但相关措施对市场情绪的实质影响有限，同时将推动更多在美中概股回归港股，长期利好于香港资本市场的发展。长线投资者可在特朗普执政末期，逢低增配港股。往后看，2021 年全球共振复苏仍是大概率事件。在港股净利润增速恢复的阶段，港股均处于牛市，且有望跑赢 A 股。资金面上，拜登正式完成权力交接后中美关系大概率存在着缓和的空间。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 当前已连续三个月录得净流入。

行业配置方面：（1）美国已经进入到主动补库存阶段，上游资源品行业如石油石化、有色金属有继续上涨的空间。（2）金融股往往在政策利率收紧或者货币政策边际趋紧时有较好得表现，而内地货币政策将维持“不松不紧”的中性态度，利好于保险和银行股。（3）可继续关注估值修复空间较大和受益于海外需求回暖的航空、家具家电和博彩业。（4）港股中部分未盈利的生物医药公司已被纳入港

股通中，从资金面为医药股带来一定的利好。同时医保谈判风险已经落地，可以继续关注部分赛道较好的医药股。(5) 科技创新和国产替代仍是中期主线。互联网板块近期回调显著，投资者可逢低纳入优质的互联网龙头股。长期也看好港股中的物业、半导体、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。

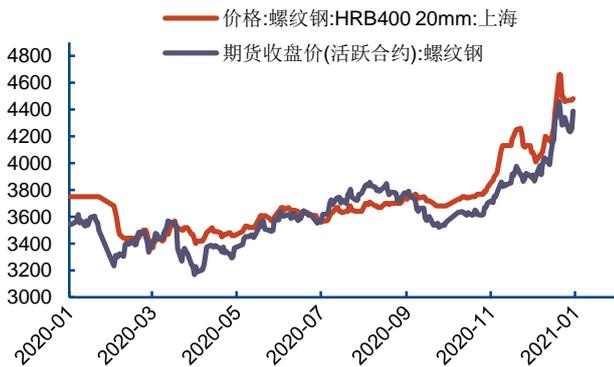
## 2 重点数据跟踪

### 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 689 元/吨（前值 689 元/吨），螺纹钢现货为 4480 元/吨（前值 4460 元/吨），热卷为 4690 元/吨（前值 4840 元/吨）。螺纹钢库存继续下降，全国 35 个地区螺纹钢库存最新为 362.31 万吨（前值 372.40 万吨），主要建筑钢材生产企业库存最新为 224.15 万吨（前值为 239.51 万吨）。

化工大宗商品方面，PVC 华东库存为 10.47 万吨（前值 9.67 万吨），华南库存为 1.01 万吨（前值 1.57 万吨）。PE 华东库存为 10.15 万吨（前值 10.23 万吨）。PP 华东库存为 10.32 万吨（前值 10.31 万吨）。

图 1：螺纹钢（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 31 日

图 2：热卷（元/吨）



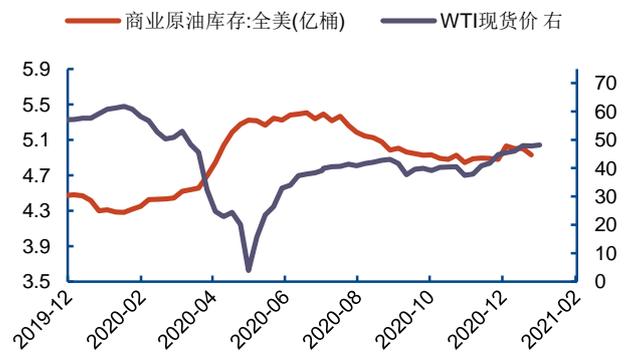
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 31 日

图 3：动力煤价格走势（元/吨）



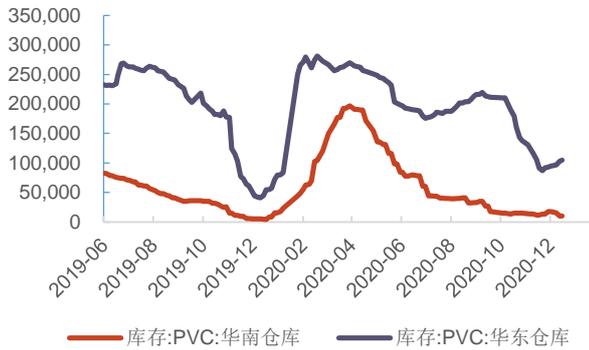
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 31 日

图 4：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 12 月 31 日

图 5：PVC 库存（吨）走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 25 日

图 6：PE 库存（吨）走势



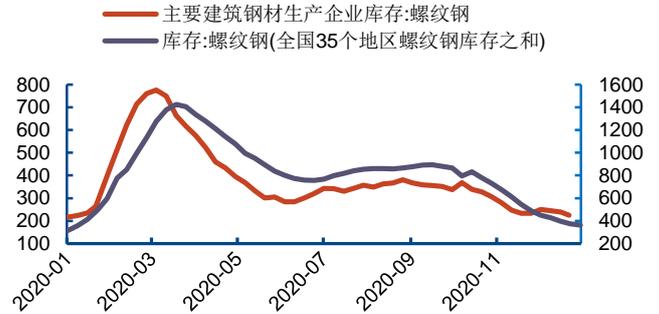
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 25 日

图 7：PP 库存（吨）走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 25 日

图 8：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 12 月 25 日

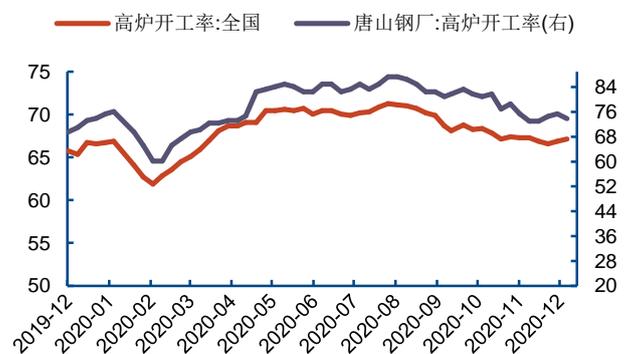
工业生产方面，水泥价格指数继续小幅回落，本周五收于 154.60 点（前值 154.90 点）；唐山高炉开工率有所回落，最新为 73.81%（前值 75.40%），全国高炉开工率小幅提升，最新为 67.13%（前值 66.85%）。

图 9：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 12 月 25 日

图 10：高炉开工率（%）



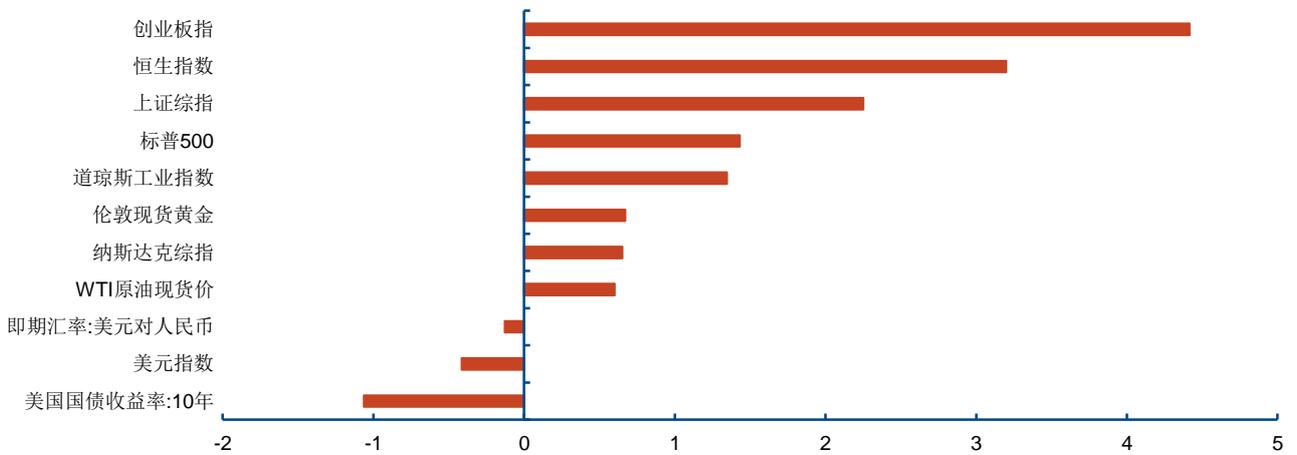
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 25 日

## 2.2 大类资产

股市方面，本周美股、A股、港股普遍上涨。美股方面，本周纳斯达克指数上涨 0.65%（前值上涨 0.38%），标普 500 指数上涨 1.43%（前值下跌 0.17%），道琼斯工业指数上涨 1.35%（前值上涨 0.07%）。A 股方面，本周创业板指上涨 4.42%（前值上涨 2.16%），上证综指上涨 2.25%（前值上涨 0.05%）。港股方面，本周恒生指数上涨 3.20%（前值下跌 0.42%）。

其他大类资产方面，本周十年期美债收益率下跌 1.06%，报 0.93%；美元指数下跌 0.41%，报 89.9583；美元兑人民币下跌 0.13%，报 6.5249；伦敦现货黄金上涨 0.67%，WTI 现货原油上涨 0.60%，至 48.52 美元/桶。

图 11：大类资产表现：近一周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：恒生沪深港通 AH 溢价指数



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 31 日

图 13：美股及上证指数走势



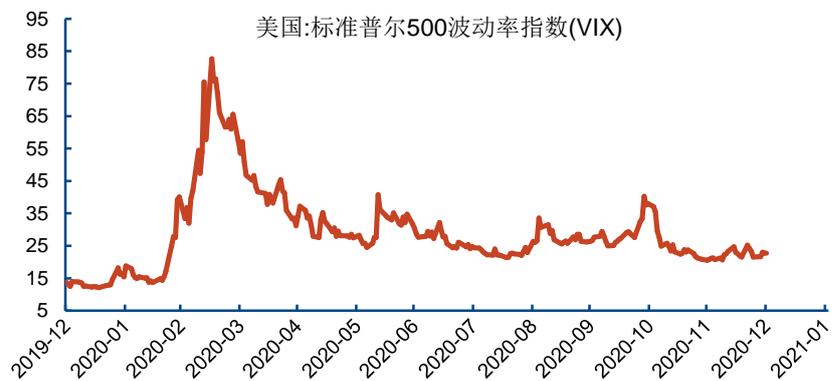
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 31 日

图 14：纳斯达克及创业板指走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 31 日

图 15：市场波动率指数 (VIX)



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 12 月 31 日

## 2.3 权益大势

本周 A 股日均成交量为 680.35 亿股(前值 653.21 亿股),日均换手率为 1.221% (前值 1.1755%)。分板块来看,与上周相比,本周上证 50 日均成交额上升 47.40 亿元,中证 500 日均成交额上升 22.72 亿元,沪深 300 日均成交额上升 189.69 亿

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\\_436](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_436)

