

民生研究周观点

研究周观点

2021年9月22日

● 民生宏观策略周观点

背景：美日贸易摩擦是日本经济走向“双循环”重要催化剂。二战后日本采用出口导向型经济的发展模式，一度取得良好效果。但进入 80 年代，日本与美国的贸易摩擦越来越频繁，美国多次在汽车、半导体、电信、金融等领域对日本展开制裁，由于过度依赖美国市场，日本被迫妥协，自愿限制出口，外循环主导的经济模式难以为继。为了应对这一问题，日本经济政策开始从“贸易立国”向“技术立国”转变，经济开始切换到内循环为主，外循环为辅的模式。

为了打造“内循环”经济，日本采用了六个重要措施。这六个措施分别是：1、减税降费，促进消费；2、财政扩张，举债发展基建；3、调整产业结构，发展新型产业；4、发展中小城市，打造均衡发展；5、提高工资，增加居民收入；6、放松金融管制，鼓励消费贷发展。前五条措施均取得不错的效果，使日本国民收入持续增加，消费得以带动，产业转型升级大获成功；但放开金融管制以及货币宽松政策加剧了日本金融和房地产泡沫问题。

日本经济走向“双循环”后，消费股和利率债走出一波超级长牛。“内循环”经济最利好的是消费行业，日本自走向“双循环”经济后，消费板块表现一直强于其他板块，无论是必需消费品还是非必需消费品，走势均明显超过其他板块。另一方面，由于“内循环”后资金从传统行业流向新兴行业，资金利用效率变高，日本利率债也迎来一波超级长牛。

日本发展“内循环”经济对中国的启示。首先，“内循环”的根本是要提高国民可支配收入，减少收入差距，提高财富分配效率。其次，“内循环”要大力推进产业转型升级，加快“中国制造 2025”相关领域的发展，推进半导体行业发展，实现芯片、能源、粮食自主安全。再者，要提升金融开放程度，使金融业更好服务于实体行业。

我们策略团队认为：反弹延续但高度有限，中期偏向谨慎。1、流动性短期存在波动，但整体仍会维持宽松，市场核心重回盈利增长。随着全球央行年会的召开，海外流动性是否会超预期收紧的担忧终于落地，美联储主席鲍威尔虽然相当于间接给出了 taper 预期，但是另外两点表述更加关键，一是美国在经济在实现最大化就业方面进展还是不够，Delta 病毒传播仍存在风险；二是明确表示即使缩减购债规模也不会马上筹备加息。从这两点来看尽管短期 taper 会对流动性造成扰动，但在全球疫后经济复苏疲软的背景下，未来较长时间内低利率宽松环境仍将是宏观的主要特征之一。

短期流动性扰动除了 taper 因素还受到美国基建法案、债券供需影响，可能存在阶段性利率回升风险，但预计强度会明显弱于 13 年的波动。8 月末美国参议院通过了一项 1 万亿美元的基建法案，法案中交运等基础设施建设占比最高达 19.1%，同时还包含新能源和新技术投资，预计将有效提高美国经济中长期增长预期。和 taper 预期共振之下，疫情后持续低于经济复苏程度的美债利率可能会出现一段上行期，如果假设回到疫情前 1.7% 左右水平，意味着会有 40 个 BP 左右的波动，这将显著弱于 13 年 5 月 22 日美联储宣布 taper 后美债利率将近 130 个 BP 的涨幅。国内利率预计将在四季度政府债发行逐渐放量的驱动下也将出现一段上行期。

综合来看，随着国内 7 月末政治局会议确立了财政政策的拐点，8 月 23 日央行

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号：S0100516010001

电话：0755-22662077

邮箱：tianming@mszq.com

本周重点研究报告

金融机构货币信贷形式分析座谈会确立了信贷政策的拐点，流动性收紧担忧大幅缓解，影响市场的核心因素重新回归盈利增长。

2、7月份经济数据表现为下行压力加大，亮点继续向上游和部分中游制造集中。7月份经济整体上继续走弱，工业企业利润增速量和价均趋于减缓，一方面受大宗商品价格高位运行的影响，中下游行业利润增速继续承压，另一方面，私营和中小企业盈利恢复速度较慢。结构上看，7月份通胀收益型的采掘业增量应收和利润占有所有行业的比重分别较6月份上升0.3和3.8个百分点，从利润绝对和相对19年复合增速来看，领先的行业集中在采掘、原材料工业、化纤、部分中游装备制造、医药，主要是一些可以顺利传导涨价压力甚至提升利润率的行业。

3、流动性不存在系统性风险，经济数据仅表现为结构性亮点，但估值又明显结构性分化，使得当前市场的核心矛盾在于风格切换不顺，领涨板块缺失。一般这种风格切换能够打破它的只有两种力量，一是行业景气度的此消彼长，二是出现宏观系统性风险。目前景气度方面，从中报上来看，科技强于医药强于消费的格局暂时没有改变，而流动性在疫后全球经济复苏疲软的背景下预计仍将在较长时间内处于宽松状态，短期可能出现的利率上行也仅仅是阶段性冲击。因此目前科技股高位震荡、消费股逐步筑底、医药股消化估值、周期股渐次下行的格局暂时还不会改变，但科技股盈利的远期乐观预期已经基本打满，持续超预期的概率已经远小于去年和今年初，因此在策略上仍需继续践行风格均衡配置。

配置建议

1、科技板块：新能源、军工的高景气度从中报来看没有问题，但如果远期预期没有进一步提升可能的话，大概率维持高位震荡，如果后续受流动性冲击影响出现回调，也会出现交易性机会，关注：锂电、光伏、半导体、通信。

2、消费板块：已经提前于其它板块处于筑底阶段，但是景气度趋于下行，使得股价底部不断下移，而且今年普遍业绩增速不高，上涨可能需要等到四季度估值切换开始展望明年的时候，推荐：乳制品。

3、医药板块：滞后于消费板块一个季度开始调整，但内部结构性分化明显，消费类药类似消费板块已经处于筑底阶段，但是医药服务刚刚开始进入消化估值阶段，风险仍然没有释放完毕，但是长期投资价值已经开始逐步出现，关注：CXO、医美、连锁药店。

4、周期板块：维持之前的判断，随着经济需求下滑，taper预期下美元回升，以及PPI高位见顶回落，整个周期板块的配置建议逐步弱化。

5、大金融板块：估值基本已经匹配基本面，但更多作为拖底市场的存在，即市场跌的时候进行对冲，配置上银行好于券商好于保险。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

2021 年 9 月组合精选重点财务数据

名称	行业	现价	EPS				PE		周涨跌幅
		2021-9-17	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
天孚通信	通信	26.79	1.41	0.94	1.23	19.00	28.50	21.78	-8.75%
中兴通讯	通信	34.00	0.92	1.64	2.11	36.96	20.73	16.11	-3.38%
科顺股份	建材	15.72	1.48	1.01	1.37	10.62	15.56	11.47	-16.65%
伊利股份	食品饮料	35.49	1.16	1.39	1.56	30.59	25.53	22.75	-2.50%
东方盛虹	石油石化	35.50	0.07	0.77	1.54	507.14	46.10	23.05	-3.72%
晶盛机电	机械	67.72	0.67	1.10	1.49	101.07	61.56	45.45	-10.05%
芯源微	电子	228.53	0.58	1.10	1.99	394.02	207.75	114.84	-0.21%
科沃斯	家电	153.00	1.14	2.80	3.99	134.21	54.64	38.35	1.47%
星云股份	锂电设备	59.80	0.39	0.83	1.59	153.33	72.05	37.61	4.40%
海优新材	电新	256.26	3.54	5.17	7.82	72.39	49.57	32.77	-16.45%

资料来源：WIND，民生证券研究院（周涨跌幅区间为 9 月 13 日-9 月 17 日）。

1 行业周观点汇总

1.1 电子行业观点：供应紧张仍在持续，相关部门继续加强协调力度

投资建议

持续推荐半导体行业具有大空间/高景气度板块领先企业：

1) 设计：看好景气持续下价格持续上涨的弹性标的，建议关注韦尔股份、兆易创新、卓胜微、富满电子、中颖电子、恒玄科技、芯海科技、圣邦股份、思瑞浦、乐鑫科技、汇顶科技等；

2) 功率：产能紧张&涨价持续，高景气趋势仍将持续。建议关注斯达半导、士兰微、中车时代电气、华润微、扬杰科技、新洁能、闻泰科技、捷捷微电等；

3) 设备：景气持续下代工厂/封测厂扩产+国产替代下国内存储厂扩产，建议关注北方华创、芯源微、华峰测控、中微公司、芯碁微装等；

4) 材料：建议关注雅克科技、安集科技、鼎龙股份、江丰电子、华特气体、金宏气体等；

5) 代工：产能持续满载+国产替代，建议关注中芯国际、华虹半导体；

6) 封测：产能持续满载，建议关注长电科技、通富微电、深科技、华天科技等。

1.2 电新行业观点：中航锂电发布下一代电池产品，8月光伏装机持续增长

本周观点

天合光能：大尺寸组件龙头，全方位崛起

隆基股份：产能扩张加速推进，一体化优势凸显，市场份额有望加速提升

海优新材：光伏胶膜优质赛道，快速成长的新一线龙头

科达利：量利双增，结构件龙头将快速扩产

杉杉股份：正负极和偏光片业务有望快速发展

格林美：前驱体出货快速增长，聚焦电池材料一体化主业

诺德股份：快速扩产的铜箔龙头，有望受益于涨价预期

2 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

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_8838

