平衡好估值性价比与业绩增长

——宏观策略研究报告

HWABAO SECURITIES ／ 2021年4月9日

分析师：杨宇 （执业证书编号 S0890515060001）
分析师：蔡梦苑 （执业证书编号 S0890517120001）
分析师：王震 （执业证书编号 S0890517100001）
分析师：樊彬彬 （执业证书编号 S0890520030001）
分析师：张菁 （执业证书编号 S0890519100001）

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

华宝证券 HWABAO SECURITIES

投资要点（1）

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **疫情：欧洲部分国家及发展中国家疫情再次蔓延，警惕变异病毒的传播及影响。**
- **经济：总体持续复苏，受疫情影响较大的行业逐步开启加速复苏进程。**21年上半年主要是补库周期推动，各行业产能利用率逐步提升。随着个人可支配收入的改善，以及企业盈利的改善和企业对经济复苏前景的乐观，企业资本开支信心大幅增加。
- **政策：上半年政策环境好于下半年。**拜登公布约2.2万亿的基建计划以及公司税加税方案。考虑到公司税收入占美国财政收入仅为6%左右，**我们认为加税方案短期内并不能迅速带来财政收入的显著改善。而AJP基建计划多是一次性支出，短期内或将大多以债务融资方式筹集资金。**
- **美债：短期或趋缓，中长期易上难下。**在关注经济基本面恢复情况的同时，需要观察市场对财政赤字压力，财政部付息压力等的关注程度。目前来看，美联储暂不会对长久期的美债收益率采取相关措施。
- **美股：宽幅震荡，短期暂不具备大跌基础。**我们从去年9月开始推荐重点关注疫情受损相关行业的复苏以及估值修复逻辑，目前我们对该观点维持谨慎推荐。一方面相关企业估值修复或已经到位；另一方面，需要关注变异病毒以及欧洲第三波疫情蔓延的可能。
- **可能导致美股出现大跌的风险点：**变异病毒全球蔓延较为严重，各国开放的时间表推后；美债收益率持续大幅攀升；经济出现滞涨，美联储加息预期陡升；

投资要点（2）

- **大的宏观环境来看，经济已经到达疫情修复的后半段，增长动能逐渐触顶，价格压力开始出现，流动性和信用环境也逐步转向偏紧的态势。但是盈利还在快速的修复过程，这仍然会支撑权益市场的表现，但是波动开始加大。**
- **从估值角度来看，“结构性高估”的矛盾依然突出，**尽管春节之后，“三高”（高估值、高机构持仓、高景气度）类型的股票出现了明显的调整，但仍然处于高估状态，后续需要较长的时间来消化估值。与此同时，市场上还有大量个股估值仍处于合理甚至偏低的位置。
- **策略：**结构性行情，重视估值与业绩增长的平衡。综合来看，我们正处于一个政策环境收紧压制估值，但不乏业绩高增长细分领域，个股选择的空间较大。因此呈现局部结构性机会为主的市场特征。策略上整体偏防御的态势，尤其要平衡好估值与业绩增长，寻找业绩超预期但估值相对合理的阿尔法机会。
- **重点关注的板块：**
  - ✓ 从疫情中逐步恢复的服务型消费：影视、餐饮旅游、医美等；
  - ✓ 全球复苏共振+PPI上行：化工、有色、工程机械、家电，新能源车和半导体等成长链条的中上游材料和设备
  - ✓ 关注科技、消费、生物医药、新能源等核心资产估值消化后的配置机会：符合当前和未来经济结构的发展方向，有长期走牛的逻辑，短期估值较贵，但是随着业绩对于估值的消化或者出现主动的估值调整，仍是最值得配置的板块。

投资要点（3）

- **债市：收益率短期高位震荡，逐步迎来配置机会。**从基本面来看，经济在一段时间内还维持在较高的景气度，价格压力开始出现，政策逐步收紧，尤其“紧信用”开始出现，经济的增长动能将逐步触顶。从估值的维度来看，国内债券市场在2020年已经提前调整，当前收益率水平相比危机模式下已经抬升了100bp以上，回到正常波动区间，且波动率明显降低。对于债市而言，经济仍在寻顶和通胀预期回升的宏观背景下，短期走牛的概率较小。不过当前的收益率已经具备了一定的吸引力，短期大概率维持高位震荡的行情。后续随着政策收紧对于经济的负面影响逐步显现，债市的机会将会显现。

- **风险提示：疫苗的推进速度或者效果不及预期、政策的收紧超预期。**

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观经济环境

03 美国资本市场展望

04 国内宏观经济环境

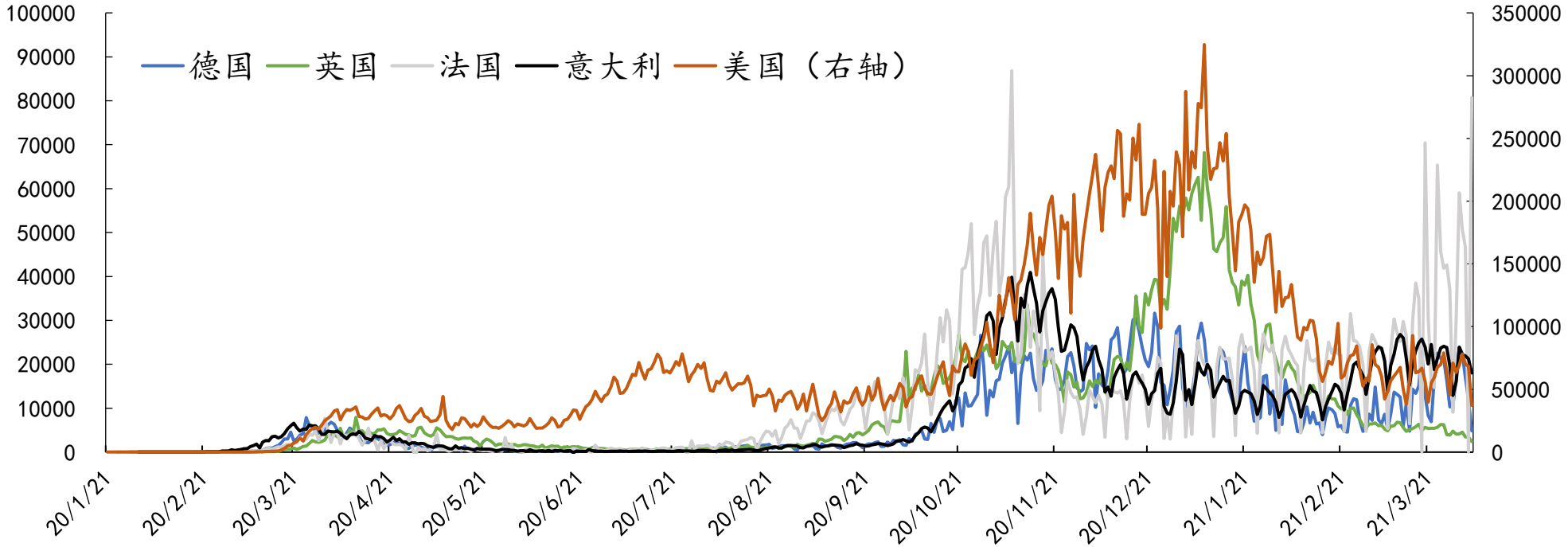
05 国内资本市场展望

疫情：部分疫苗接种率较低的国家疫情出现反弹

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- ✓ **欧洲部分发达国家如法国、德国等每日新增病例有再次抬头的趋势**。目前法国、意大利、德国的封锁限制措施也在升级；
- ✓ **疫苗接种率较高的发达国家，其疫情目前控制相对较好。**疫苗接种较快的发达国家，如以色列、英、美等国，目前每日新增病例在小幅下降或在当前震荡，尚没有出现上升态势。
- ✓ 发展中国家，如印度、巴西、阿根廷等每日新增病例也在逐步上升。
- ✓ 关注变异病毒尤其是南非变异病毒的传播及其影响。

部分发达国家每日新增病例

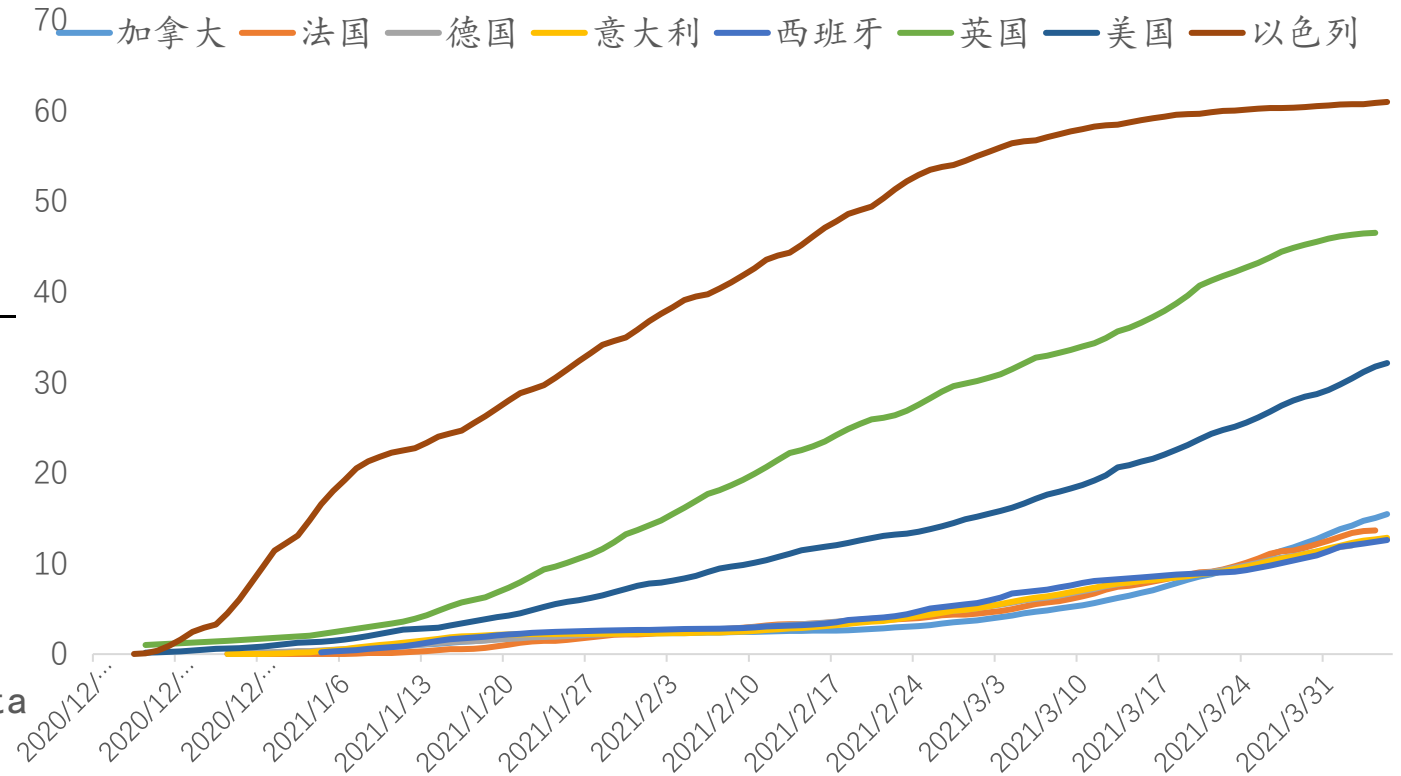


数据来源：wind

疫苗：美英接种速度较快，欧盟较为落后

- ✓ 在发达国家中，美、英、以色列疫苗接种速度遥遥领先欧洲其他国家。从完全接种率（已经接种两剂的人数占总人口的百分比）来看，以色列接种率已经超过60%，其每日新增病例近期在底部震荡，尚没有表现反弹迹象。
- ✓ 欧盟主要国家受制于疫苗产能，接种速度相对较慢。未来随着强生疫苗的上市获批，以及现疫苗厂商产量的提速，预计欧盟未来的接种速度将加快。
- ✓ 目前现有疫苗对变异病毒，尤其是对南非变异毒株的效果相对较弱。据WHO研究资料表明，南非变异毒株的传播效率高于普通新冠病毒50%左右。**变异病毒的传播广度及传播速度值得投资者关注。**

发达国家接种两剂人数占总人口百分比（%）



数据来源：our world in data

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观经济环境

03 美国资本市场展望

04 国内宏观经济环境

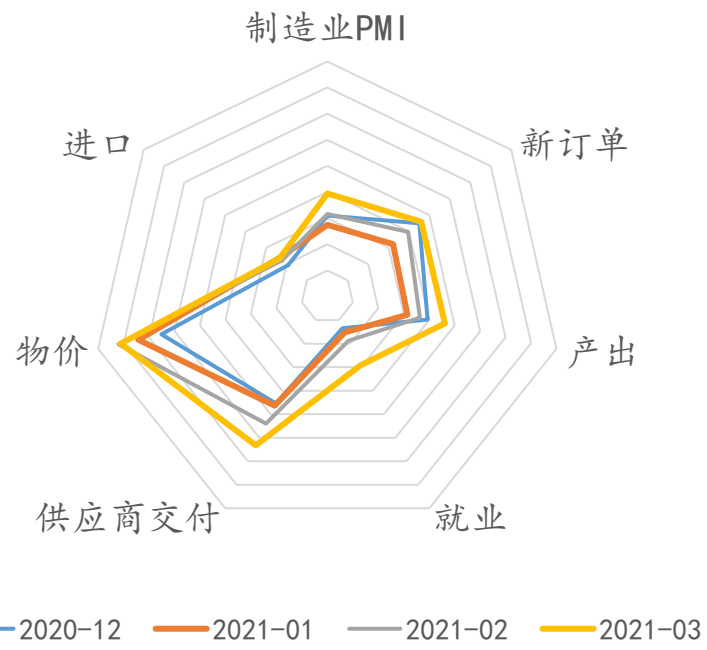
05 国内资本市场展望

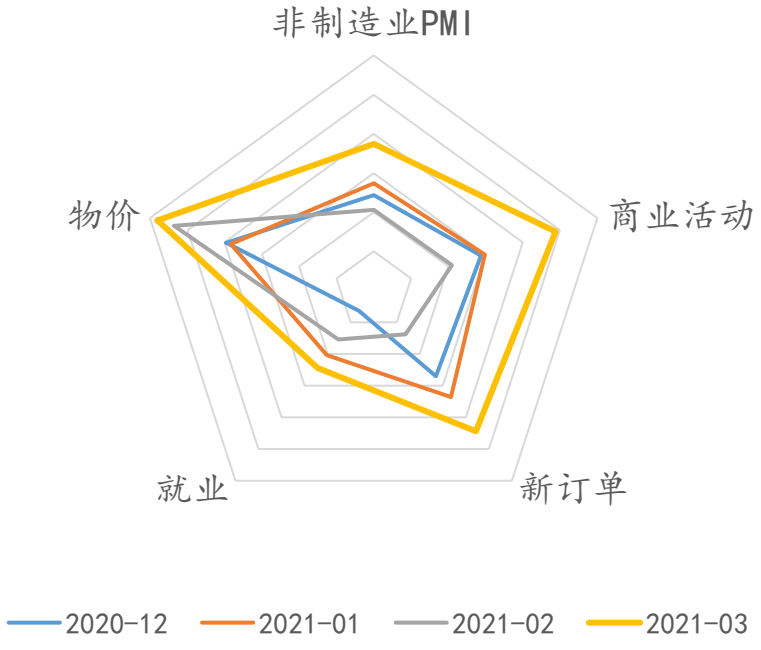
美国经济总体情况：复苏力度逐步加快

华宝证券 HWABAO SECURITIES

PMI是表征经济活动的孤岛指标。

- 美国制造业PMI 3月64.7，为近几年新高。在疫苗的快速推进中，需求（新订单）和产出双增长，带动就业大幅改善，物价持续环比超预期。
- 美国非制造业PMI 3月63.7，商业活动为69.4，同样创多年新高；新订单、就业、商业活动、物价等多项大幅扩张，体现了对后疫情时代经济活动复苏的乐观预期。





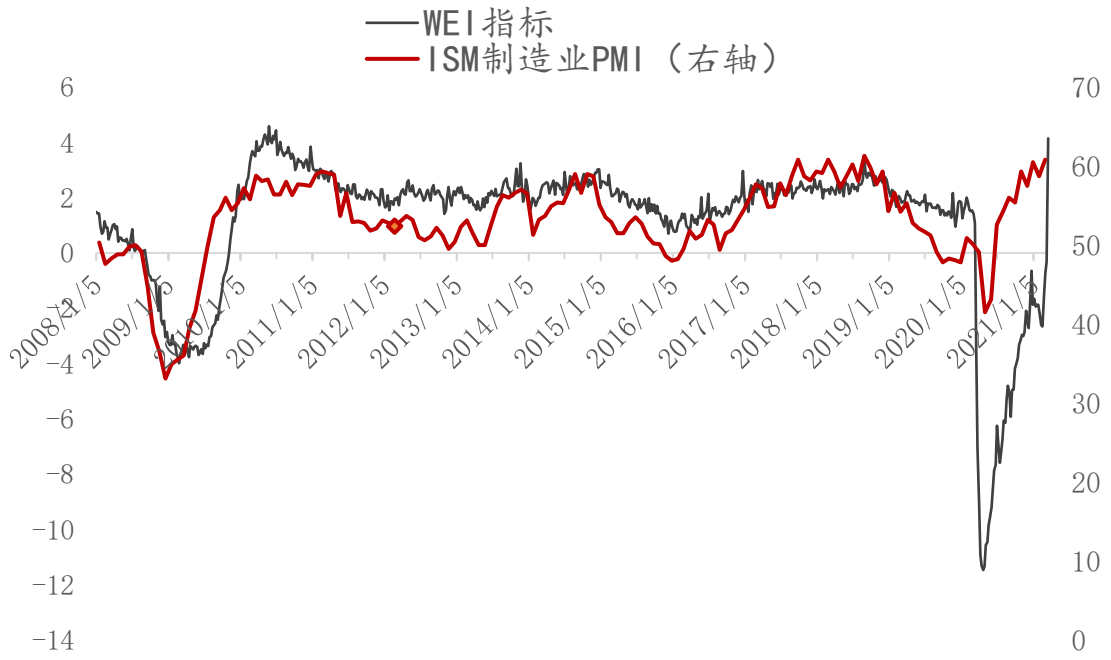
数据来源：wind，华宝证券研究创新部

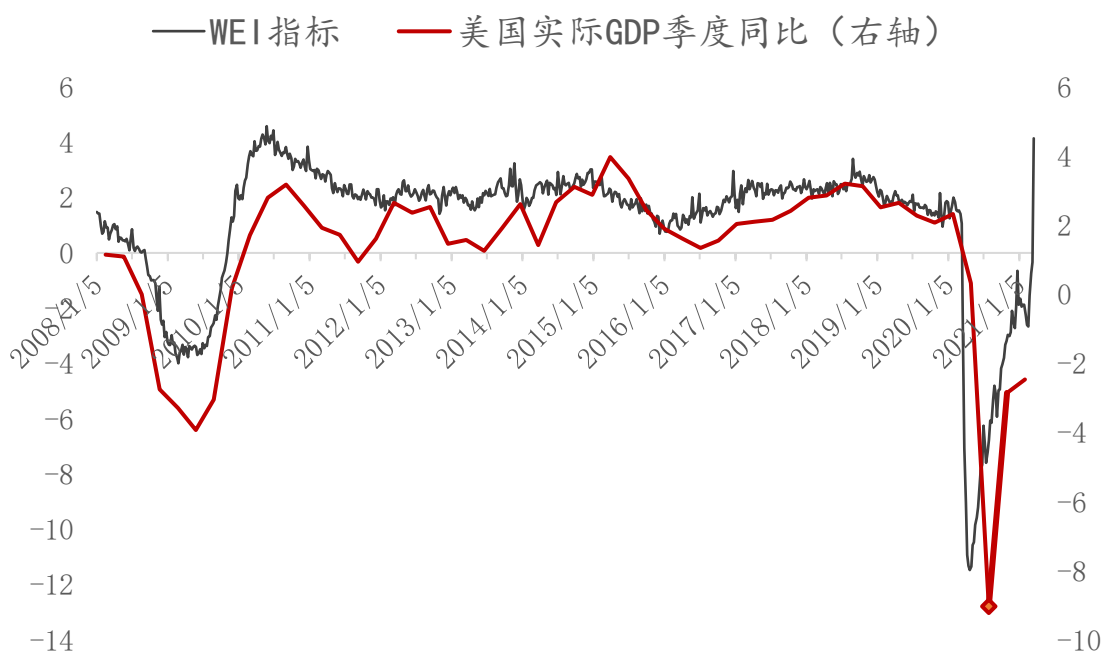
美国经济总体情况：复苏力度逐步加快

华宝证券 HWABAO SECURITIES

纽约联储周度公布的WEI指标是反映经济情况的高频综合指标。

- **长周期角度来看，WEI（周度经济指标）与实际GDP一致性较高，**WEI指标能够较好表征经济运行的总体情况。
- 长周期角度来看，WEI与制造业PMI的长期趋势也是一致的。
- WEI指标在3月份同比开始显著回正，一方面是美国经济复苏的反映，另一方面也反映了去年低基数的扰动。PMI数据实际上已经有体现经济复苏的力度和强度。未来可以明显看到GDP以及CPI增速将在高位持续一段时间。



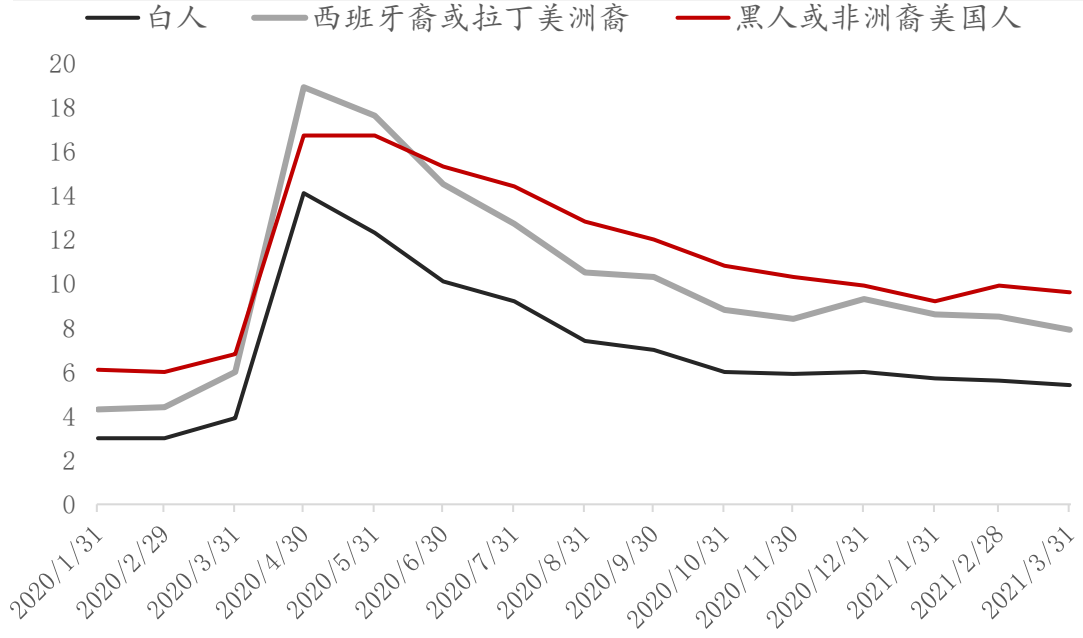


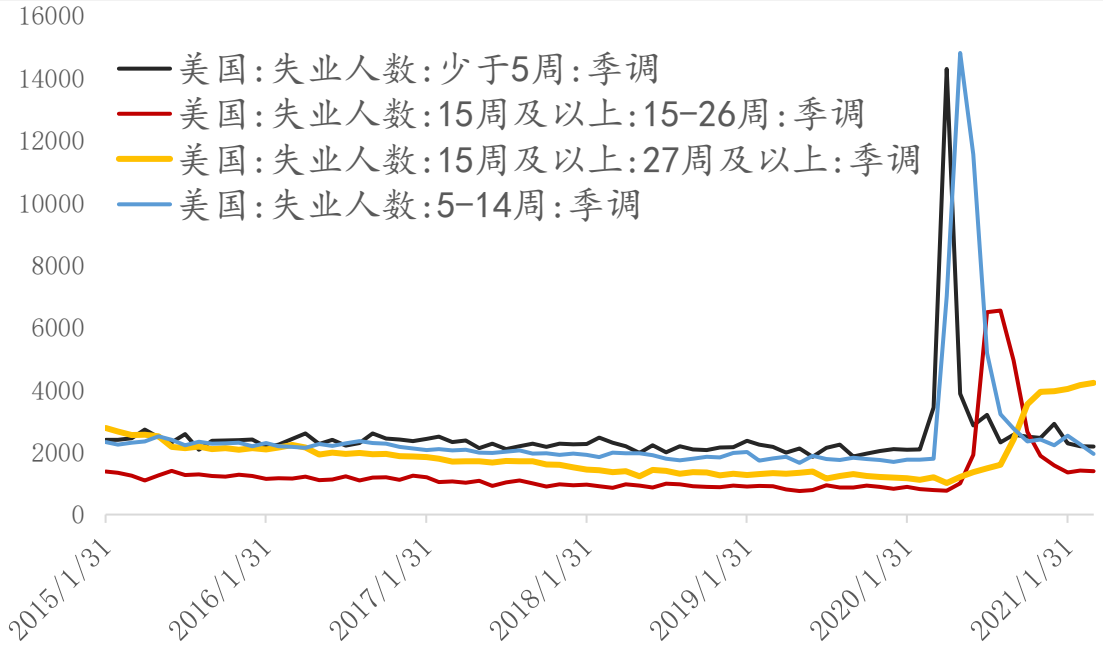
数据来源：wind，纽约联储，华宝证券研究创新部

美国经济总体情况：复苏力度逐步加快

就业数据是美国经济恢复情况的综合性表征指标，是经济复苏偏滞后的指标。

- **就业市场恢复格局：总量逐步恢复，结构性矛盾继续凸显。**
  - ✓ 3月新增非农就业人数**91，6万**人，主要集中在私人部门；3月非农失业率降至6. 0%。
  - ✓ 结构性矛盾尚存：主要体现在不同种族的失业率差异明显、不同收入人群的失业率差异明显（美联储比较关心的指标）。如下图，黑人失业率目前仍有10%左右，大幅高于白人失业率。
  - ✓ 失业半年以上的人数仍在显著上升，目前就业市场虽然在回暖，但尚未带动远离就业市场过久的这部分人，就业市场远未到充分就业状态。



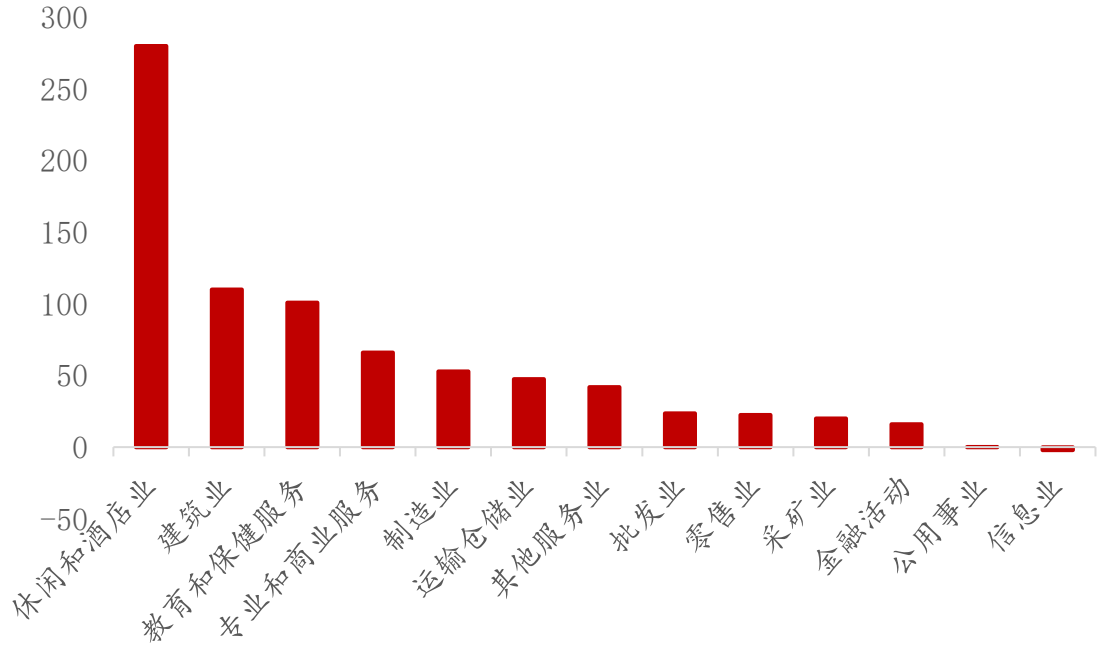


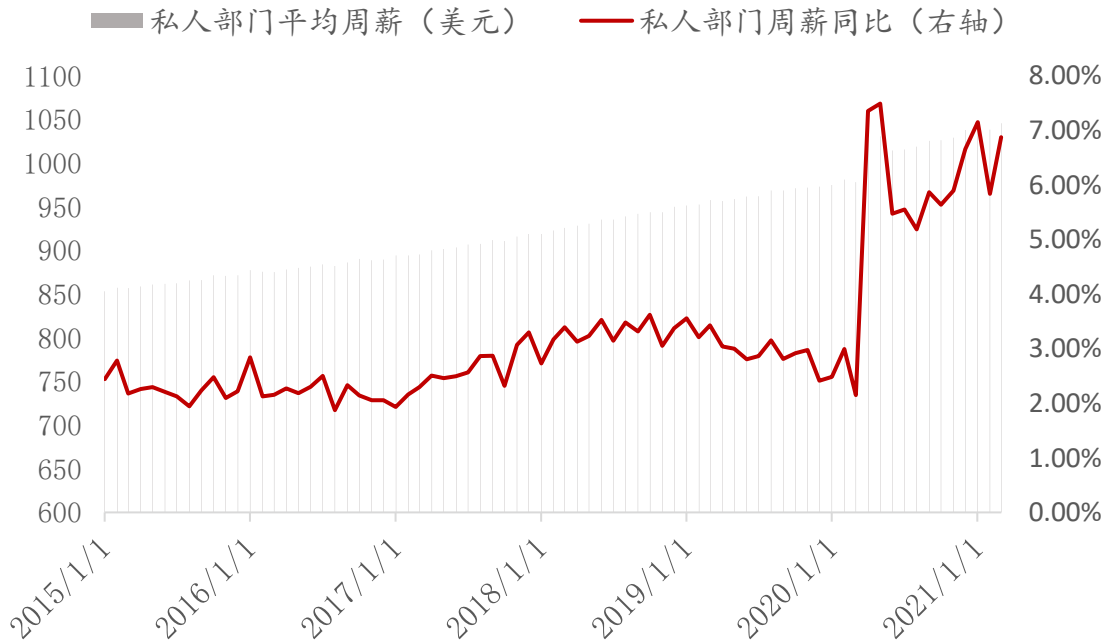
数据来源：wind，华宝证券业研究创新部

美国经济总体情况：复苏力度逐步加快

就业数据是美国经济恢复情况的综合性表征指标，是经济复苏偏滞后的指标。

- 3月新增非农主要集中在休闲和酒店业，休闲酒店业目前已连续两个月大幅复苏。在美国疫苗接种加速以及相关限制放开的背景下，预计相关受疫情影响产业新增就业人数会继续较快速地增加。
- **非农劳动者平均周薪依然处于向上趋势，且会继续维持。**在疫情之前，非农平均周薪的同比基本与GDP名义增幅类似。疫情之后，由于政府直接对居民部门补贴，以及为维持就业直接补贴僵尸企业，使得私人部门周薪同比大幅上升。这一方面对劳动力市场改善有帮助，另一方面也提高了物价水平。



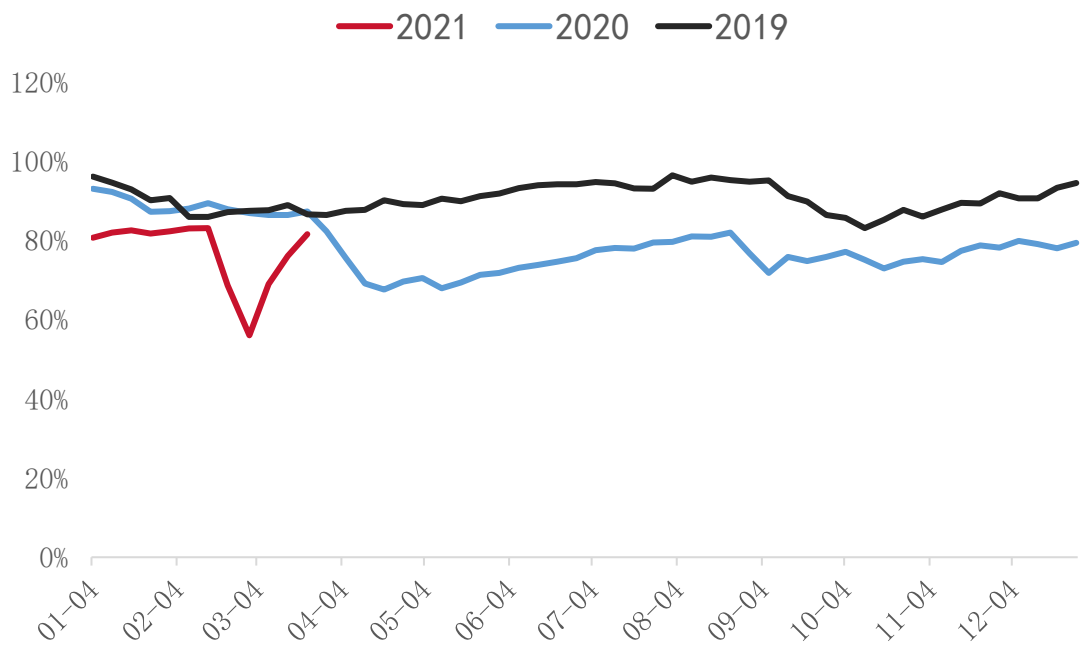


数据来源：wind，Bloomberg，华宝证券研究创新部

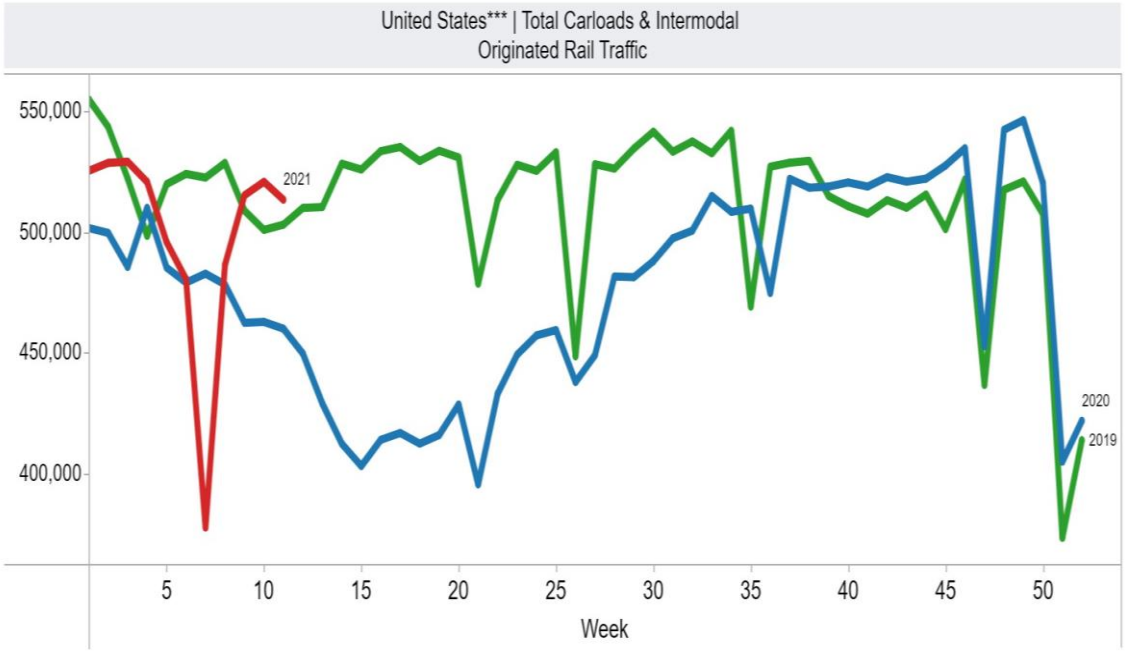
制造业目前已基本恢复至疫情前水平

- 制造业持续复苏，部分制造业行业如炼油厂等已恢复至疫情前水平。
- 维系生产经营的铁路货运量以及发电量等在去年8月以来已恢复至疫情前水平，目前持续高位运行。

炼油厂开工率持续回升，接近历史同期水平



铁路货运量已恢复，并超过19年同期水平

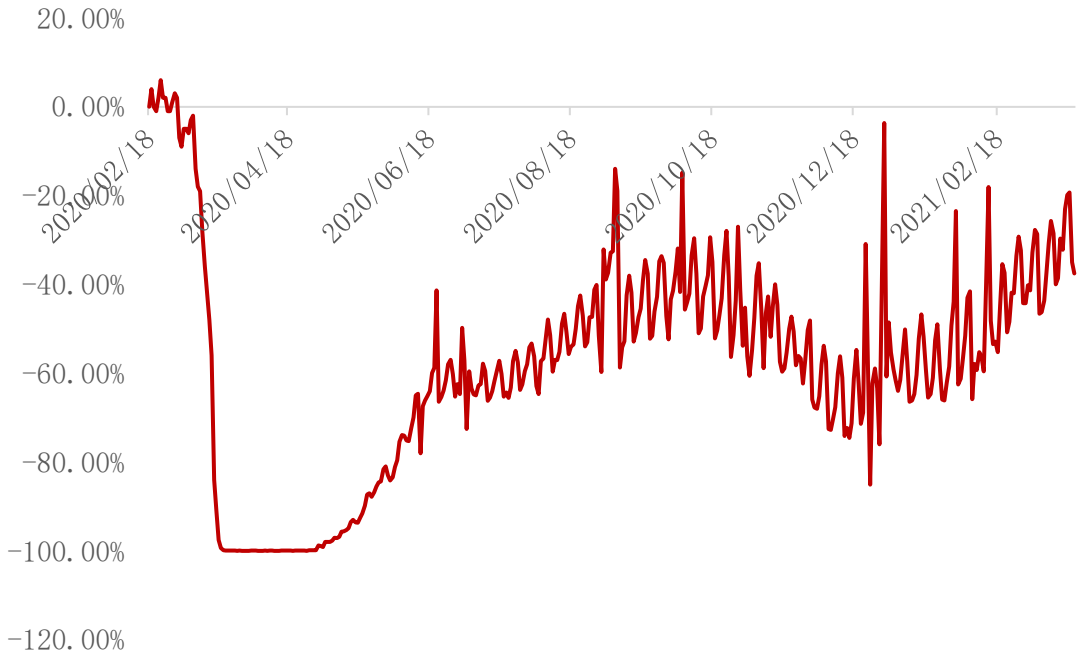


数据来源： Wind，AAR，华宝证券研究创新部

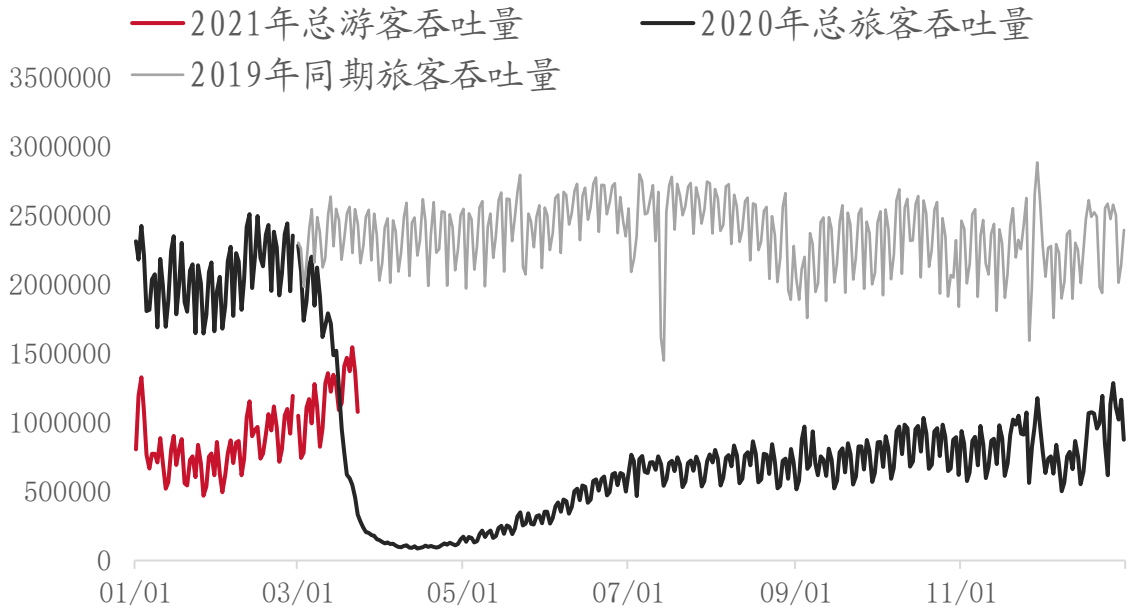
受益于疫苗接种提速，服务业复苏之路开始加速

- 受疫情影响较严重的休闲娱乐等服务行业复苏开始逐渐显著。
- 在疫苗推进速度较快，限制措施放开背景下，餐饮、航空等行业复苏较快。

餐饮行业用餐同比持续恢复



受益于限制放开，机场旅客吞吐量近期上升较显著

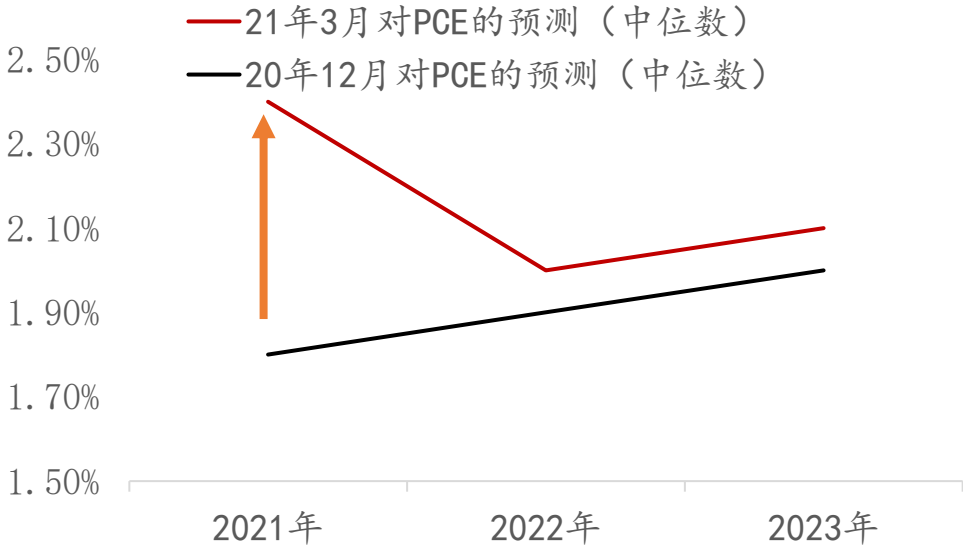


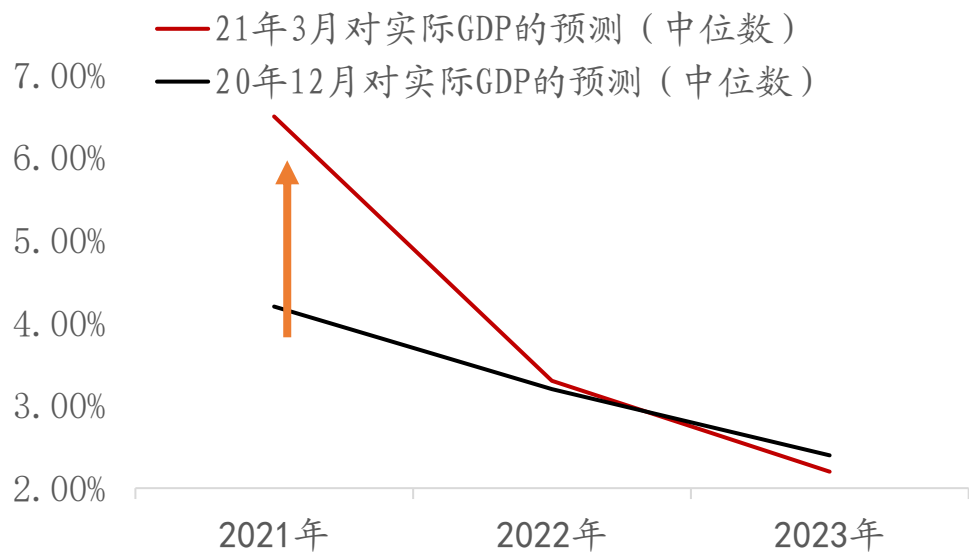
数据来源： Opentable，TSA，华宝证券研究创新部

货币政策：政策环境上半年好于下半年

- **关于收紧流动性：**
  - ✓ 收紧流动性首先从缩减QE购买量开始。缩减QE的时间点并不一定是在美国经济达到充分就业状态后，而是在美国经济得到substantial further progress 的前提下。我们认为，若美国经济恢复速度较快，那么缩减QE或在2021年Q3左右开始。
  - ✓ 美联储一般会在经济过热的情况下采取加息措施，加息一般是在美国经济达到充分就业状态之后。第二种加息时间点是美国经济陷入滞涨状态时，目前该种情景出现概率较小。

- **关于通胀：**
  - ✓ 美联储认为未来一段时间通胀将会超过2%的目标，这主要是由于2020年低基数以及供需缺口短期不匹配导致的。但依然认为未来不存在持续上升的通胀基础。



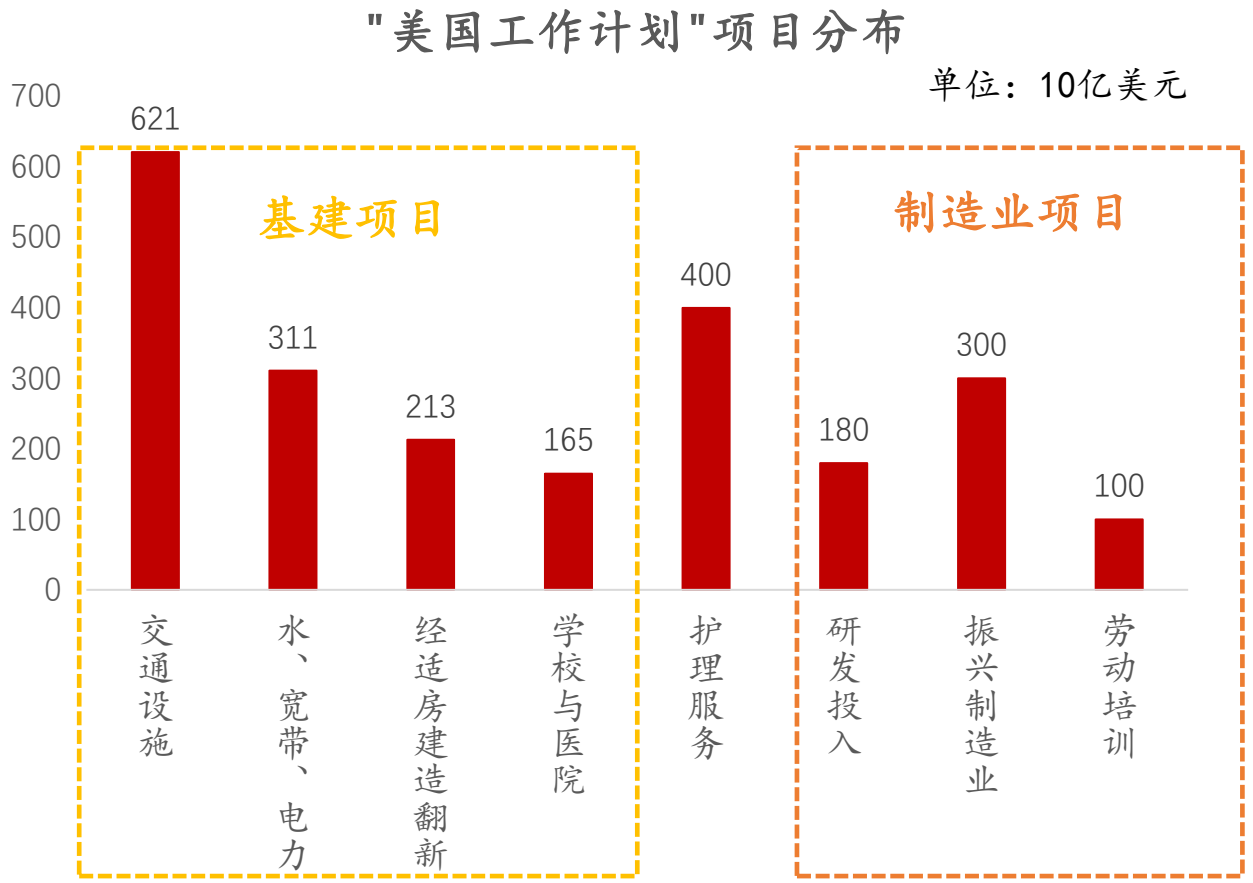


数据来源： Fed，华宝证券研究创新部

拜登“基建计划” 第一部——The American Jobs Plan

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **方案发布计划：**预计拜登整个基建计划规模在**4万亿**左右，近期发布的AJP方案规模约在**2.2万亿**。后续第二部刺激方案将重点关注教育及儿童护理，以及个人所得税的实施，预计在**4/5月**发布相关方案。
- **预计通过时间点：白宫期待“基建计划”立法可以在5月底（Memorial Day）取得明显进展，并在21年夏季（7月）得到国会批准。**
- **批准方式：或通过“预算调和方式（budget reconciliation）”实施，**美国参议院Parliamentarian判定每个财年预算调和方式**可以不限于一次**。
- **方案资金来源：因为AJP方案支出多为一次性支出，所以短期将主要通过发债来融资，但中长期将完全由加税收入来覆盖。**基础设施的财政支出预计在8年左右，为这些支出融资的加税措施预计在15年内能完全覆盖，并能部分减少财政赤字。



数据来源：White House，华宝证券研究创新部

拜登加税方案——“美国税收计划”之企业税

华宝证券 HWABAO SECURITIES

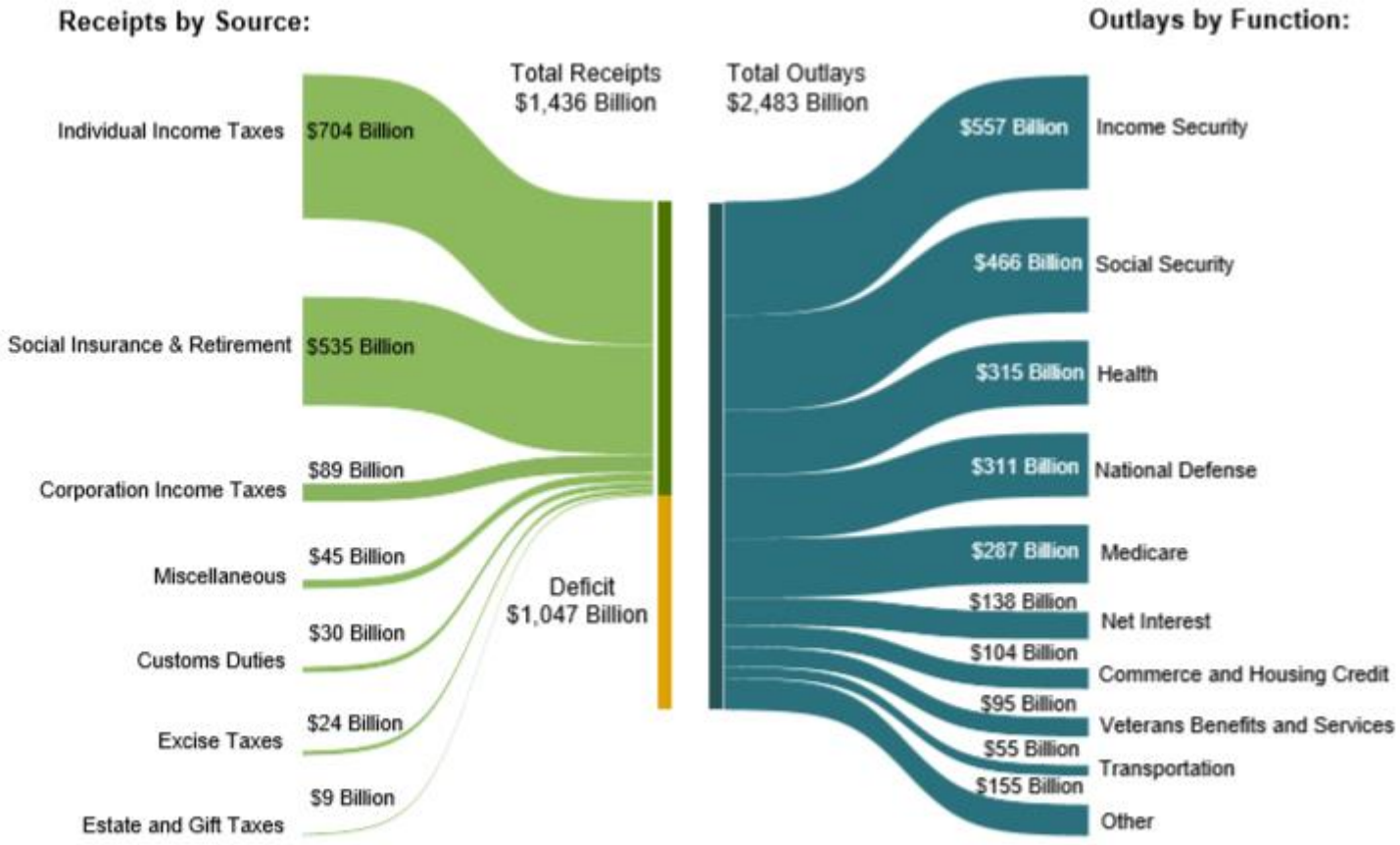
- 本次方案主要是就**企业所得税**和**数字税**的加税考量。**税收政策适用于预算调和（budget reconciliation）程序。**
- **企业所得税：**
  - ✓ 对美国本土企业所得税税率从现有**21%**上调至**28%**。28%的企业所得税税率低于美国自二战以后至2017年时期的水平。**预计该措施在15年内将增加1万亿财政收入**。
  - ✓ 对跨国公司全球无形资产低税收入（GILTI）的所得税税率从**10.5%**上调至**21%**。对超出海外有形资产10%回报以上的利润征收21%的最低税额（大部分情况下，当跨国企业在外国纳税额超过13.125%时才可以完全免除GILTI所得税），**预计该措施在15年内将增加1万亿财政收入**。
  - ✓ 在全球主要发达经济体推行全球最低征税（minimum taxation）。预计最低所得税税率在**12%**左右，遏制现行国际税收制度漏洞所造成的税基侵蚀和利润转移（BEPS），使跨国公司更难通过威胁迁往避税天堂，造成国家间逐底式的税收竞争。**OECD希望21年年中达成协议。**
- **数字服务税：**
  - ✓ OECD内部为数字税寻求多边解决方案，**OECD希望21年年中达成这项协议。**耶伦表示“美国将放弃其全球数字税收规则改革提议中有争议的部分”（放弃“安全港原则”尚需要国会通过）。
- **州层面减税（或有）**
  - ✓ 目前拜登发表的“ the American jobs plan”并没有废除州和地方税上限（SALT）的计划。考虑到拜登一揽子基建方案的通过需要民主党内部的团结支持，**预计未来废除SALT上限的讨论将逐渐增加**。

提高公司税并不能迅速带来财政收入的显著改善

- 从美国财政部对2021财年的预计来看，公司税收入在整个财政收入当中的占比仅为**6%**左右。财政收入中最大比例来自个人收入所得税，个人所得税收入占财政总收入约**50%**。因此，**从目前公布的公司税加税方案来看，提高公司税率并不能迅速带来财政收入的显著改善。**

- 虽然拜登政府预计，此项AJP中关于税改的建议，将在15年内带来大约2.5万亿美元的额外税收。但**AJP中的基建多是一次性的，虽然时长8年，但短期内或将以债务融资为主。**

美国财政部对2021年收入、支出和赤字的估计



数据来源：Treasury Department，华宝证券研究创新部

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观经济环境

03 美国资本市场展望

04 国内宏观经济环境

05 国内资本市场展望

美债：十年美债利率短期或趋缓，中长期易升难降

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **Tips实际利率：短期或趋缓，中长期将持续上升。**

✓ 实际利率上行幅度与上行速度取决于三个因素：

a）经济“快速”复苏的预期逐步被后验的经济数据证实或证伪。这里需要关注变异病毒的传播以及欧洲第三波疫情是否会造成全球蔓延。

b）财政部基建计划若通过，短期或需要债券融资来支持；利率上升引发财政短期巨大的付息压力；经济好转速度是否可以超过财政花钱速度；当市场开始关注财政问题时，美联储是否会对攀升的债券收益率采取措施。

c）美联储缩减QE的时间以及如何引导市场预期。借鉴13年美联储缩减QE时，由于太过突然，市场较为恐慌，tips利率大幅攀升（见下页ppt的图）。

实际利率

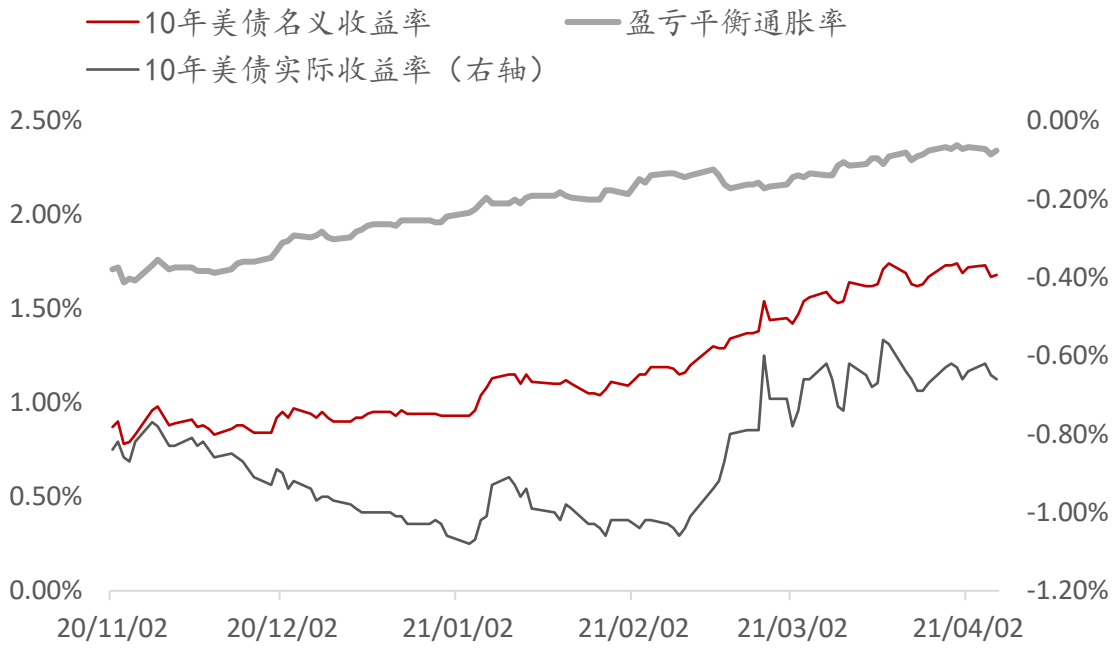
美联储缩减QE时间以及如何引导市场预期：该变量或在下半年逐步成为影响实际利率的主线。

美联储是否会对长久期债券实施相关措施：短期内暂不会

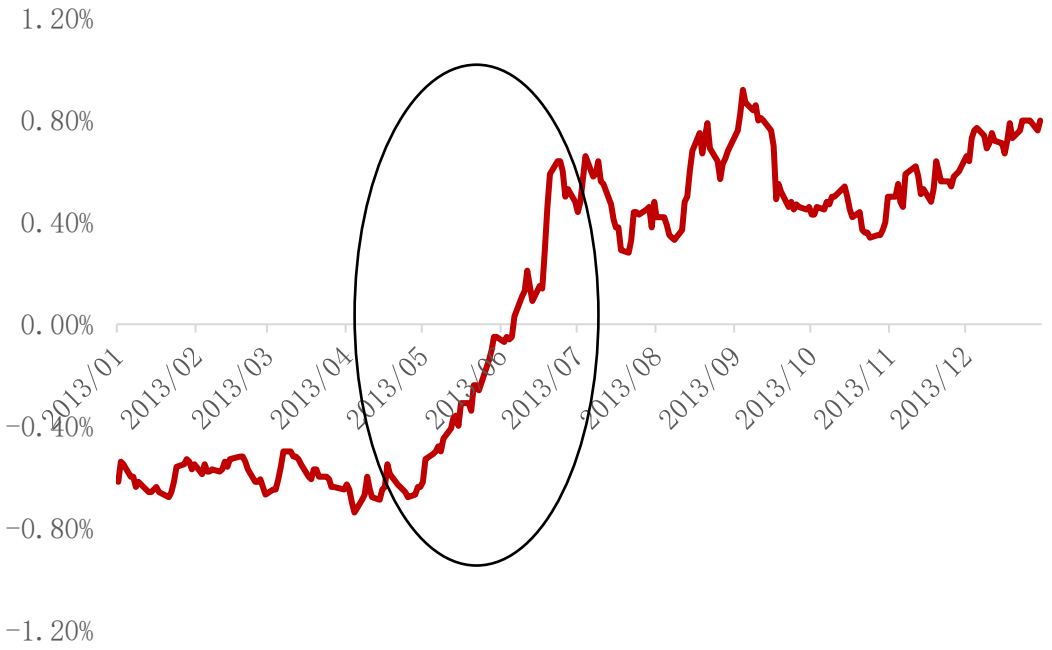
经济快速复苏的预期是否被数据证实：该因素是基础变量，持续影响实际利率。目前已披露的各项经济数据向好，需要关注变异病毒的传播以及欧洲第三波疫情是否会大面积蔓延。

美债：十年美债利率短期或趋缓，中长期易升难降

- **十年盈亏平衡通胀率：短期或会继续超涨，中长期约在2%水平上下波动。**
  - ✓ 十年盈亏平衡通胀率目前已经到了2. 35%的水平。考虑到美联储长期平均通胀2%的目标，中长期维持2%的水平波动。



13年5月伯南克公开表态缩减QE后，10年tips利率大幅上行

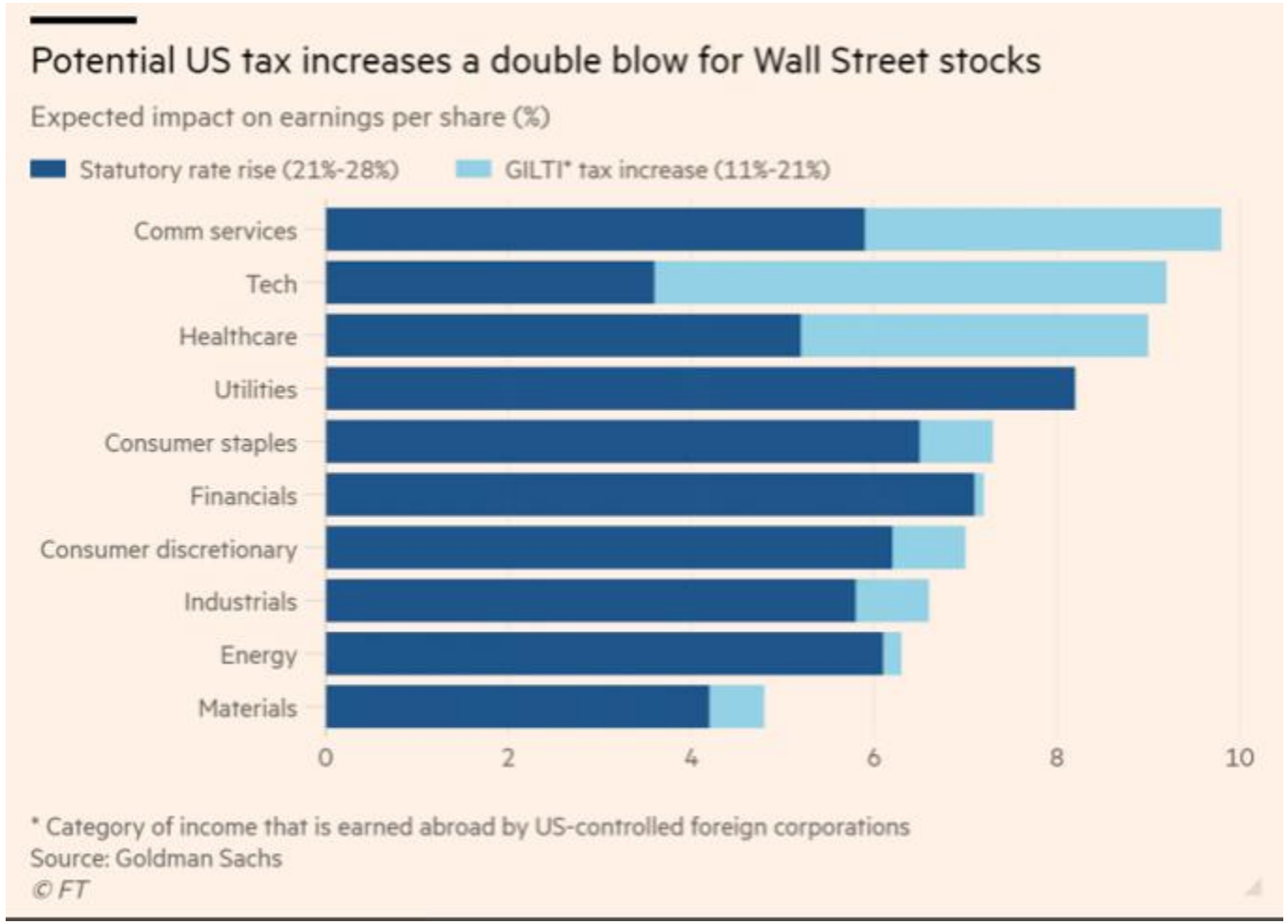


数据来源： Wind，华宝证券研究创新部

美股：宽幅震荡，暂不存在大跌基础

- **美股整体走势：宽幅震荡，暂不存在大跌基础。**
  - ✓ 中长期来看，温和通胀成为支持股价上升的因素，业绩成为股市的主要驱动力。
  - ✓ **我们从去年9月开始推荐重点关注疫情受损相关行业的复苏以及估值修复逻辑，目前我们对该观点维持谨慎推荐。一方面相关企业估值修复或已经到位；另一方面，需要关注变异病毒以及欧洲第三波疫情蔓延的可能。**
  - ✓ **加税尤其是全球无形资产低税收入的税率翻倍（GILTI，从10.5%上调至21%），对通信以及科技企业、医疗企业的每股收益影响较大。**

- **可能导致美股出现大跌的风险点：**变异病毒全球蔓延较为严重，各国开放的时间表推后；美债收益率持续大幅攀升；经济出现滞涨，美联储加息预期陡升；



数据来源： Financial Times，华宝证券研究创新部

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观经济环境

03 美国资本市场展望

04 国内宏观经济环境

05 国内资本市场展望

国内经济：持续稳步恢复，景气度保持向上趋势

华宝证券 HWABAO SECURITIES

国内经济整体已经修复到准常态水平，部分前期恢复较为滞后的领域在加快恢复

- 生产端：工业生产增速恢复到正常状态，进入平台期；
- 需求端：房地产（保持“韧性”）；基建投资（受9月份财政支出较快和去年低基数的影响，增速有所回升）；消费、制造业（持续修复）；外需（继续保持较快增速）
- 服务业：10月份服务业生产指数增速为7.4%，较上月加快2个百分点，持续改善。

国内经济正在持续恢复

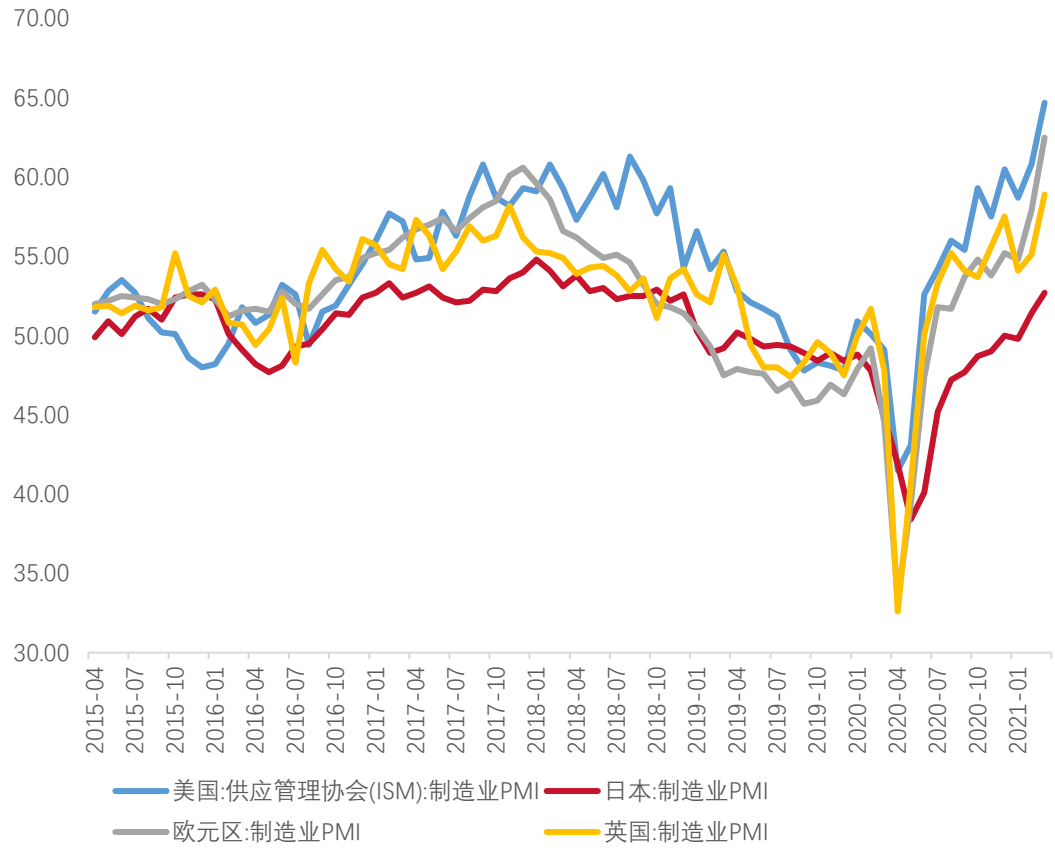
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（不含电力）	社零	出口
2021年1-2月	35.1	31.1	38.3	37.3	36.6	33.8	60.6
2021年1-2月（两年复合平均增速）	8.1	6.8	7.6	-3.4	-1.6	3.2	15.2
2020年12月	7.3	7.7	9.2	10.2	-0.1	4.6	18.1
2020年11月	7.0	8.0	11.5	12.5	3.5	5.0	20.6
2020年10月	6.9	7.4	12.2	3.7	4.4	4.3	10.9
2020年9月	6.9	5.4	11.9	3.0	3.2	3.3	9.4
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
2019年12月	5.3	7.3	11.6	5.9	4.3	8.2	8.1

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

出口继续保持景气向上状态（1）

- 国内出口继续保持景气向上状态：2021年前两个月出口同比增速高达60%，以2019年前两个月为基数，两年平均增速达到15.2%，这个增速也明显高于疫情之前的增速；3月份的PMI新出口订单分项录得51.2%，出现明显的反弹。
- 趋势上看，随着以美国为代表的发达经济体加快疫苗接种，疫情逐步得到控制，经济将会迎来一轮快速修复，全球的贸易景气度预计将会进一步抬升，支撑国内出口。

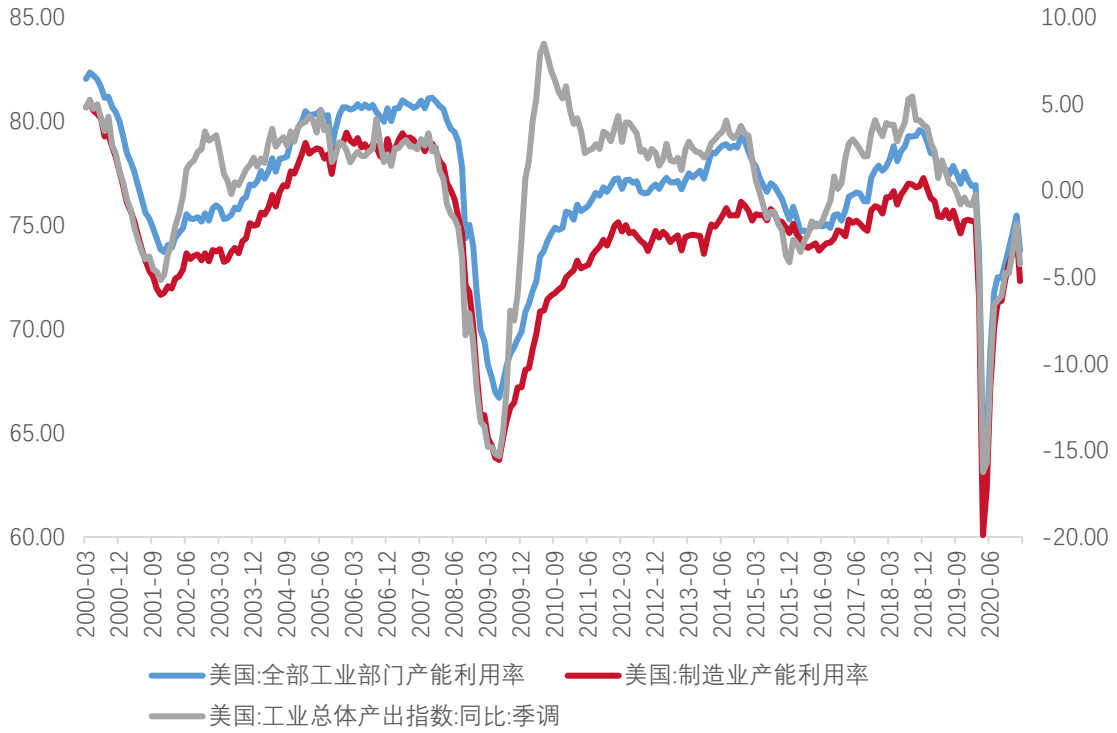


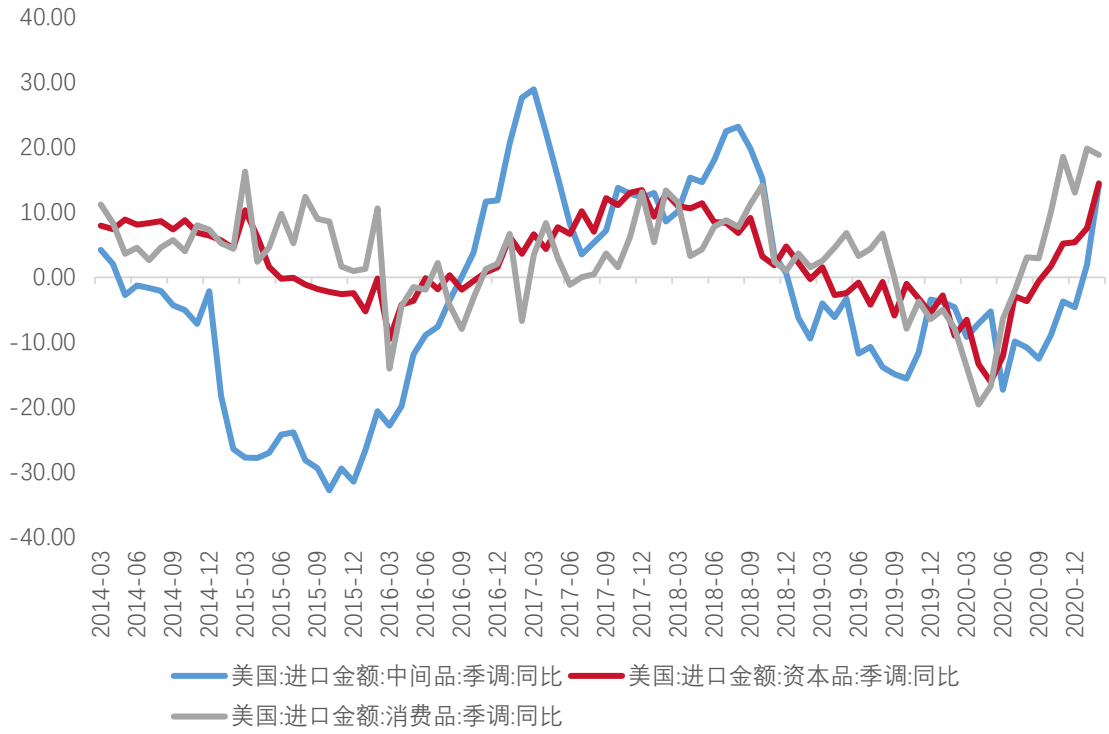


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

出口继续保持景气向上状态（2）

- 后续国内出口的压力主要来自于海外供给的修复；
- 不过，从当前的情况来看，由于欧洲疫情反复等原因，欧美国家的工业生产能力恢复还相对滞后。以美国为例，2月份制造业产能利用率为72. 3%，离回到疫情前的正常水平还有较大的距离；
- 此外，在海外生产能力恢复的过程中，对资本品和中间品的需求将会明显抬升，对国内的出口也有一定的支撑。

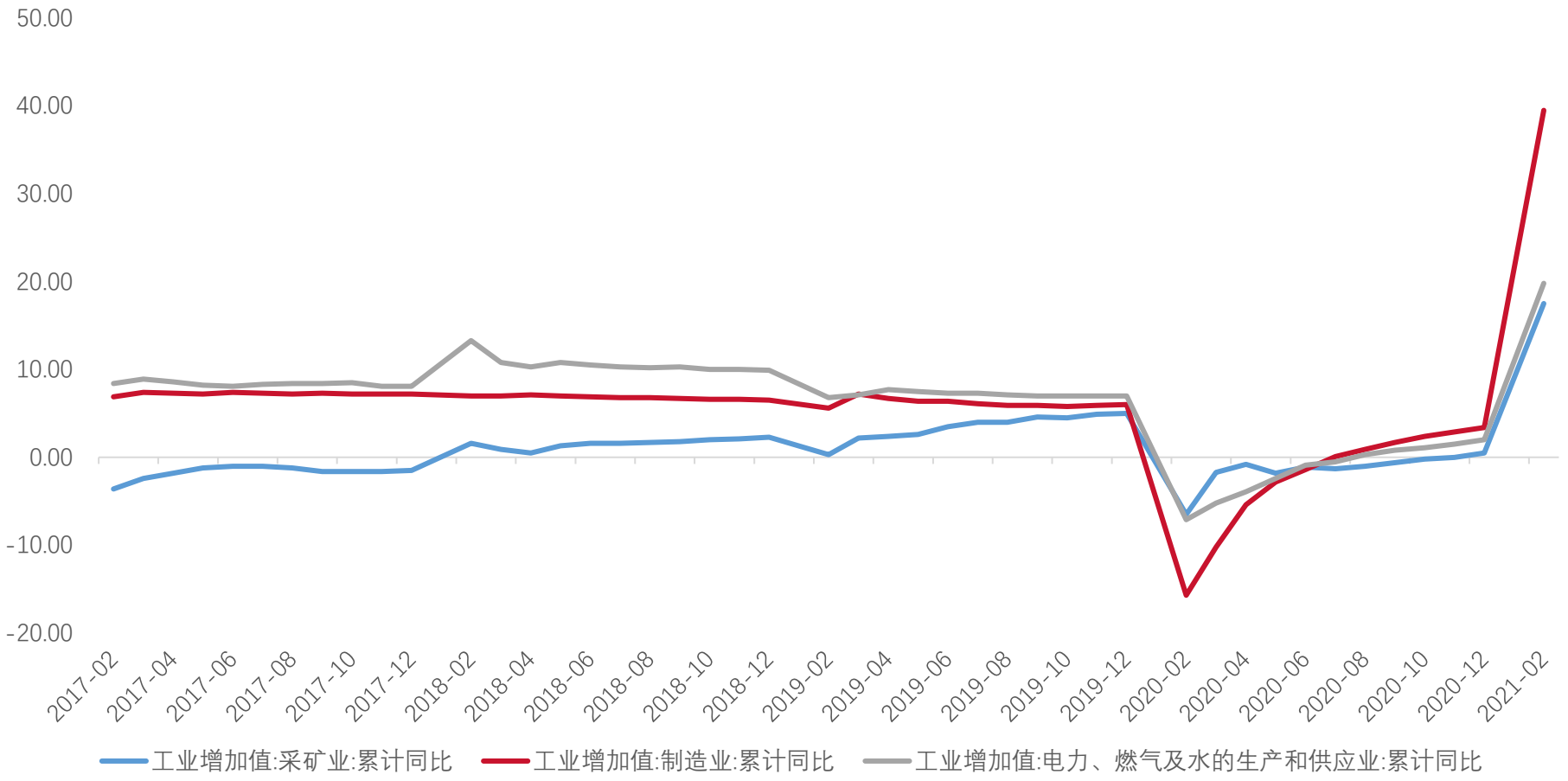




资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

出口也带动了整个制造业链条保持高景气状态

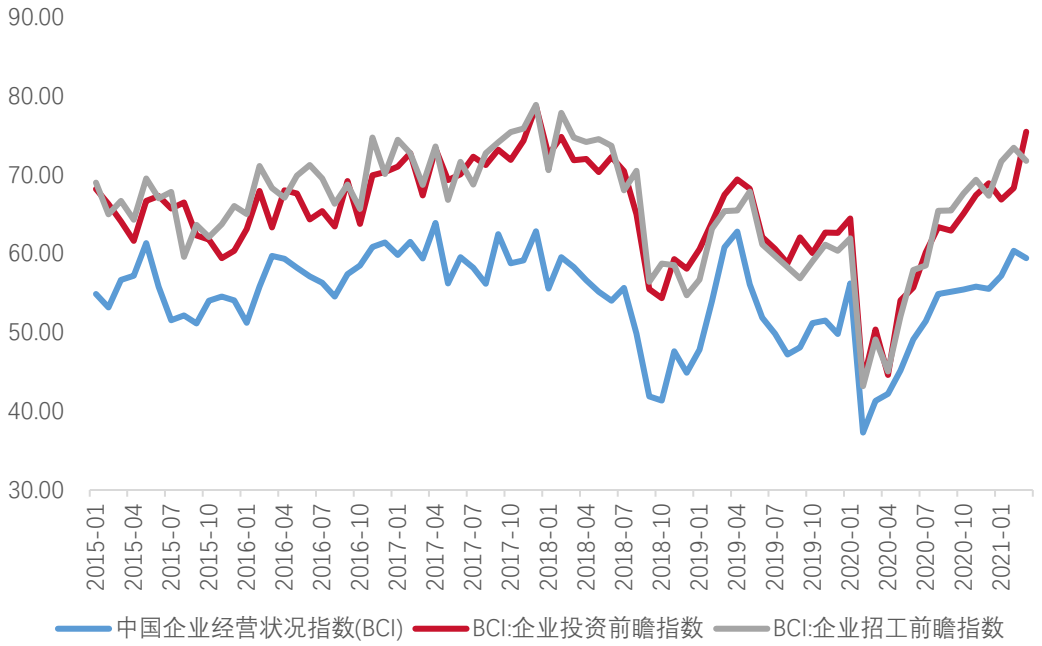
- 从工业生产数据来看，以2019年前2月份为基数，今年前两个月的制造业增加值两年平均年增速为8.4%，这远高于疫情前制造业增加值5-7%的增长区间。

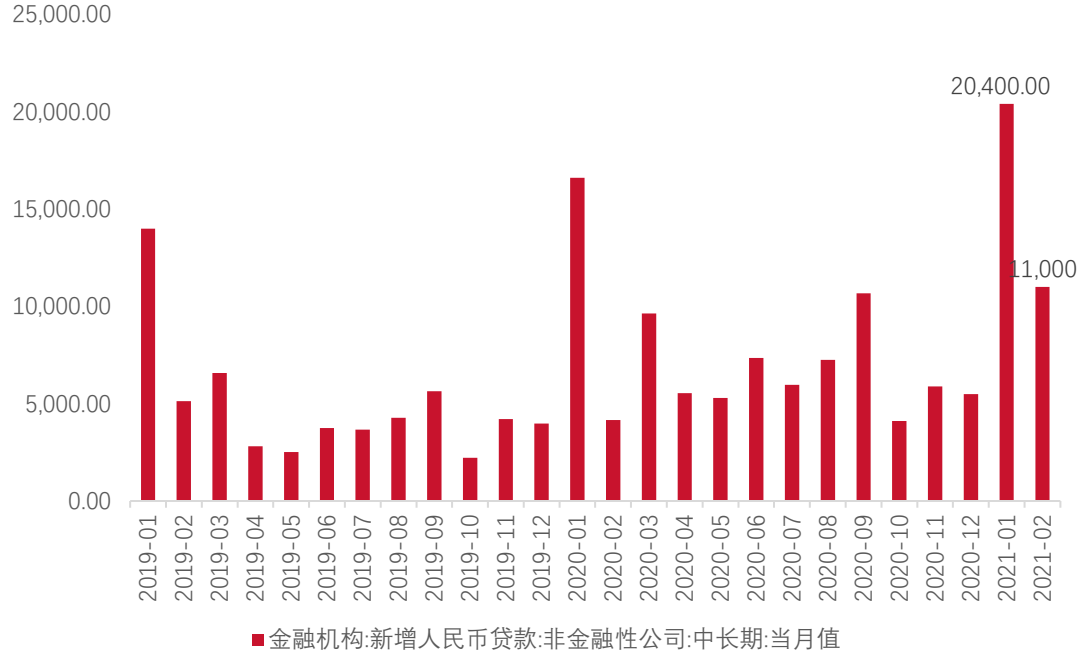


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业投资仍处于景气向上状态

- 今年1-2月制造业投资累计同比37.3%，两年平均下降3.4%，离恢复到正常的状态的仍有较大的修复空间；
- 出口等需求端保持强劲，产能利用率高企，企业盈利明显改善，叠加政策支持力度较大，企业将继续扩大资本开支；
- 两个直接的证据：一是3月公布的长江商学院中国企业经营状况指数（BCI）为59.4，同样印证了国内制造业的持续复苏。其中招工前瞻指数分项与投资前瞻指数分项均从去年2月起快速回升，当前分别为71.75和75.43，显示了企业投资意愿的显著回升。二是年初企业中长期信贷强劲。

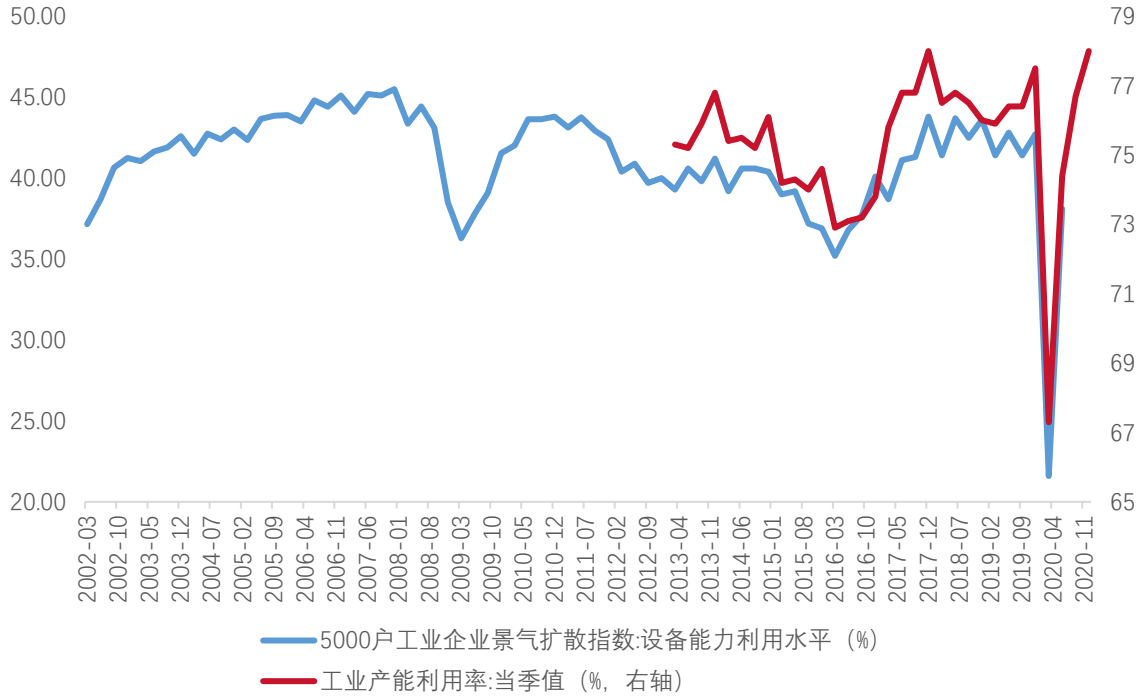


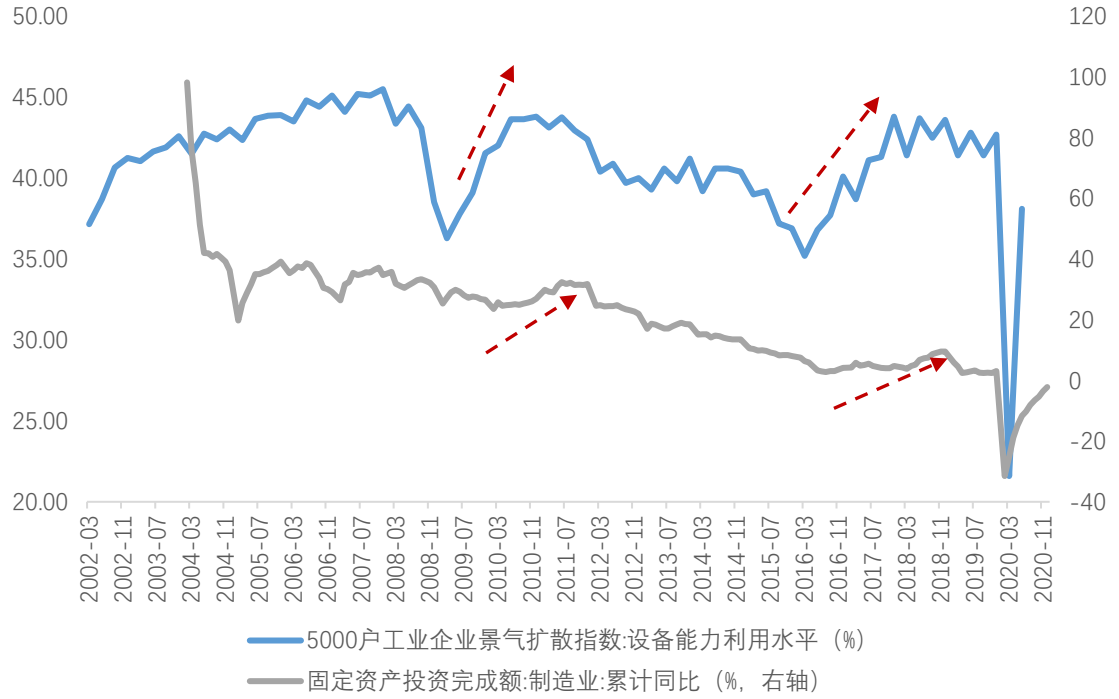


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业：长周期视角—新一轮产能支出周期可能开启

- 近10年来，经历了三轮产能出清，产能处于有效出清的状态：
  - ✓ 2011-2015年：金融危机后全球产能过剩，伴随着需求下行，市场约从2011年开始了自发而漫长的出清；
  - ✓ 2018-2019年：贸易摩擦、金融去杠杆下，经历了彻底而猛烈的出清；
  - ✓ 2020年：疫情意外冲击、需求短期冻结，再经历过度出清。
- 当下产能利用率高度饱和，四季度中国工业产能利用率达到78%，为近5年同期最高水平，中国制造业处于新一轮资本开支周期的起点。

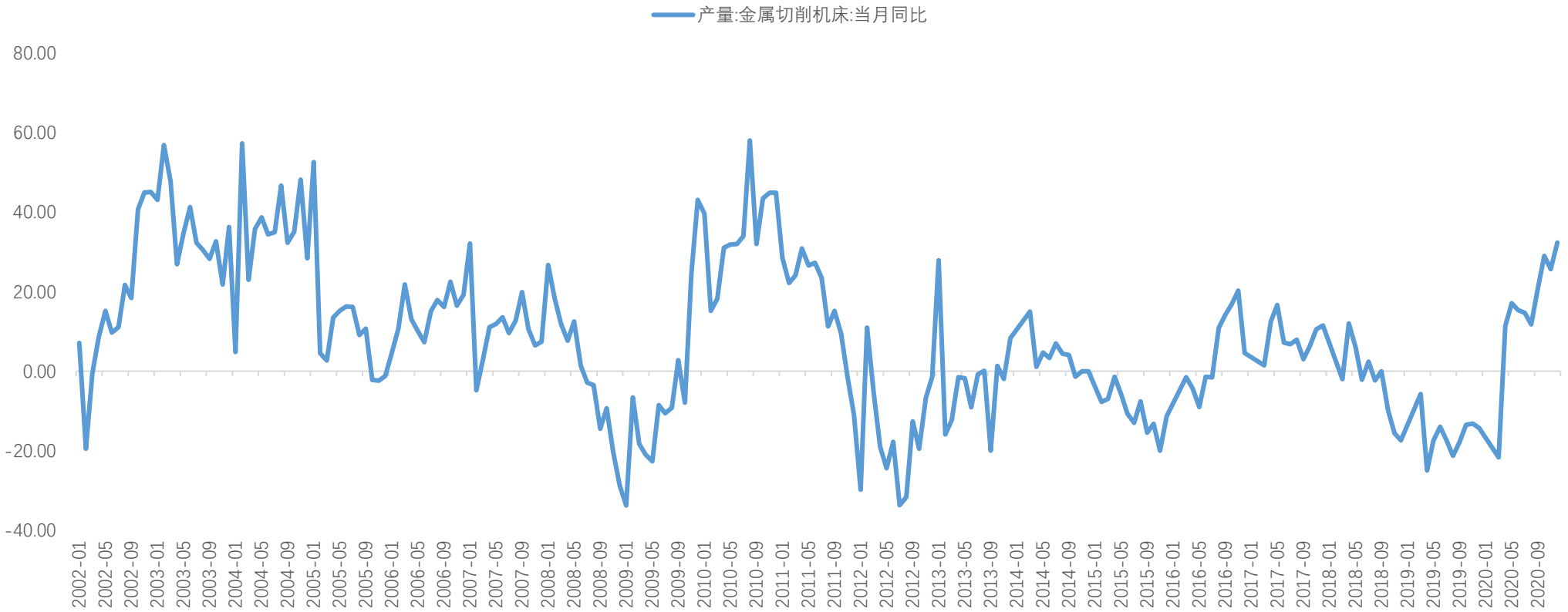




资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

制造业：产能周期回升的一个证据

- 2020年机床产量增速的上行趋势非常陡峭，3月份增速曾低至负的21.7%，到12月份已攀升至正的32.4%。机床自然是用来增加制造业产能的。机床产量的快速回升对应着未来制造业新增产能的投入。
- 从历史上看，每次机床产量增速的陡峭上升都伴随着产能的大幅扩张，比如2002-2003年和2009-2010年。
- 从固定资产投资层面来看，上游重化工业和中游设备制造业投资同比都高达30%左右，也说明产能扩张的动能较强。



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

经济潜在的压力来自于政策的收紧——金融条件

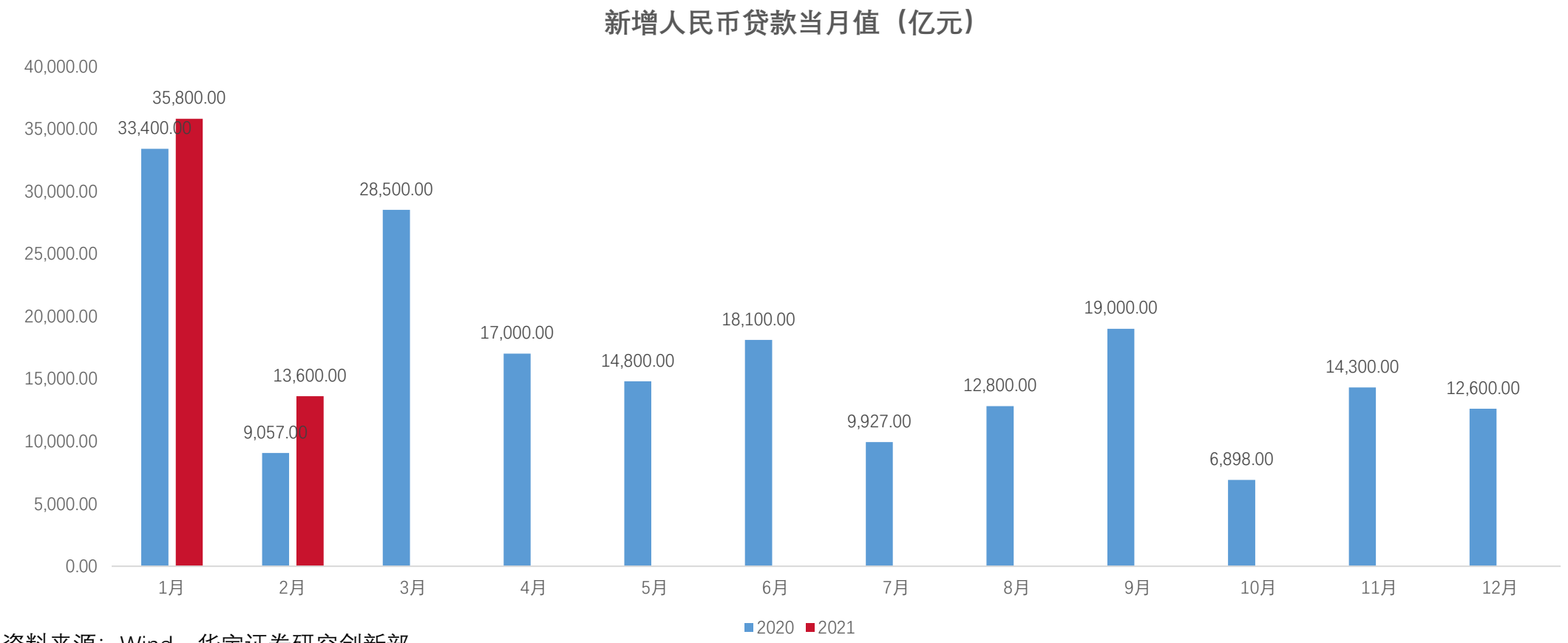
- 近期的政策导向来看，“紧信用”的迹象越来越明确：
  - ✓ 3月22日央行在全国24家主要银行信贷结构优化调整座谈会中强调要“保持贷款平稳增长、合理适度，把握好节奏”，信贷控总量的监管要求越来越明确；
  - ✓ 3月26日，银保监会办公厅、住房和城乡建设部办公厅、中国人民银行办公厅联合印发了《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，收紧房地产领域信贷的意愿强烈。
  - ✓ 3月26日，货币政策委员会一季度例会中删除了“不急转弯”的表述，这是货币政策将进一步收紧的信号，至少也是加大了进一步收紧的可能性。
- 数据来看，BCI指数中企业融资环境指数在2020年9月份见顶后持续回落，3月份录得数据47.48，较2月份回落2.3个百分点。



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

今年前两个月新增人民币信贷量较大，后续信贷总量和投放节奏的控制压力较大

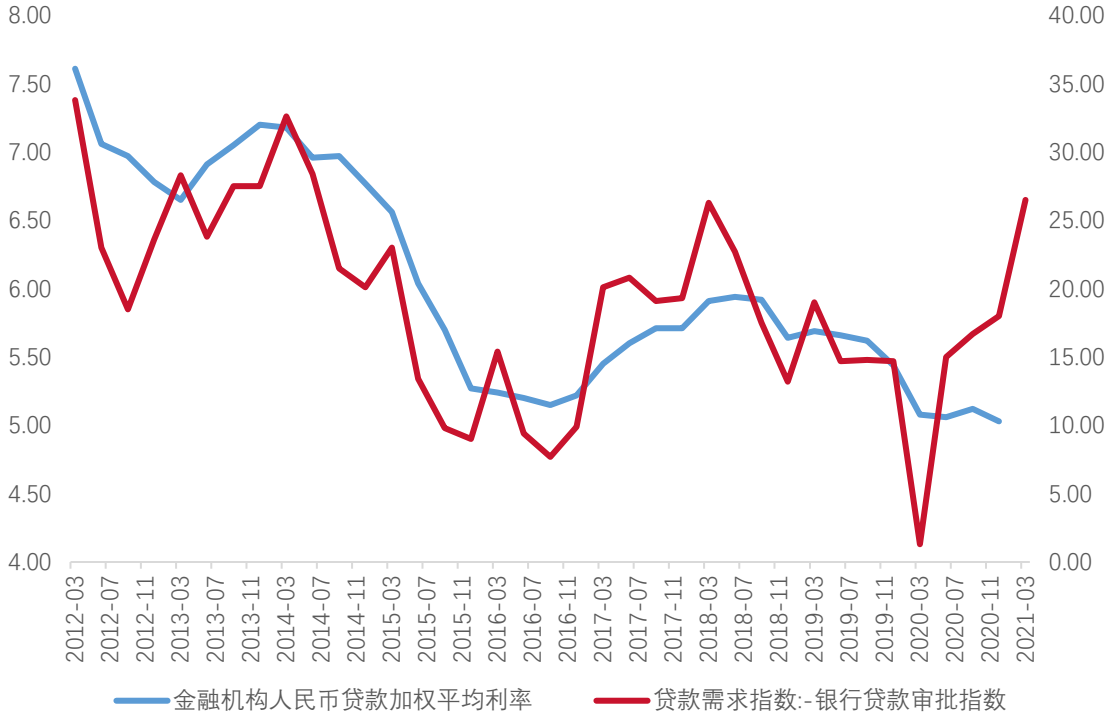
- 今年1-2月份，新增人民币贷款合计4.94万亿，较2020年前两个月多6900多亿，而2020年因为疫情的原因，政策极为宽松，信贷的基数就处于较高的位置。因此今年前两个月信贷投放十分旺盛，可能占用了相当大比例的年度信贷额度，信贷总规模受控增长下，后续信贷投放步伐将有所放缓。

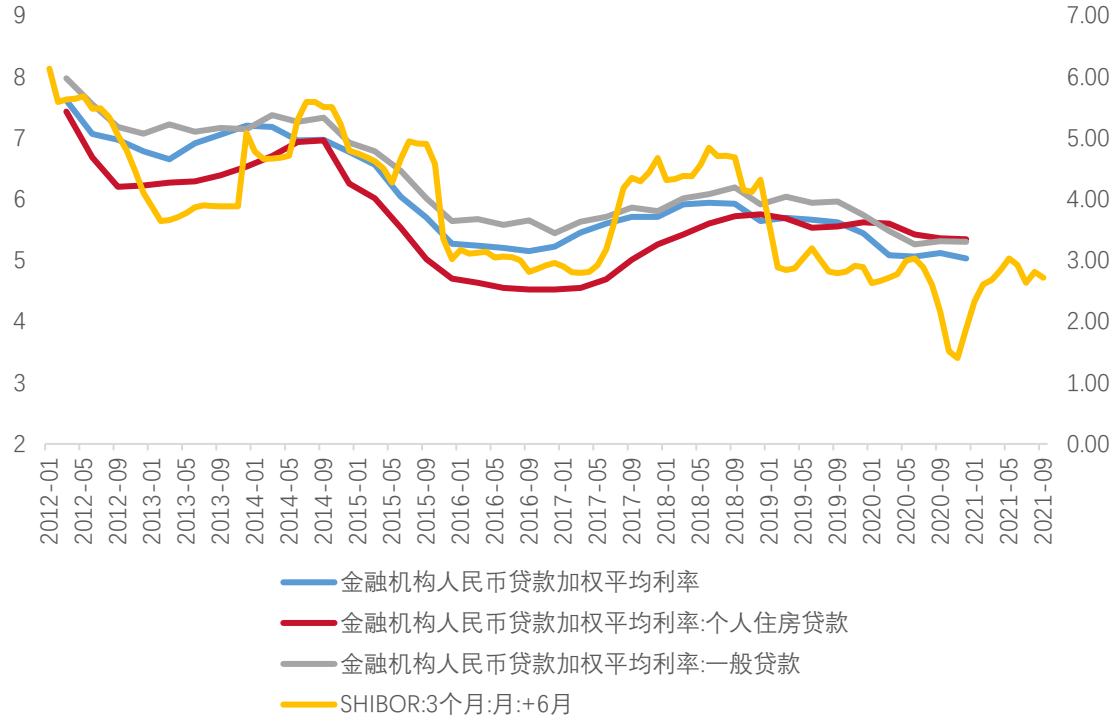


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

贷款利率有明显的回升压力

- 从信贷供需维度来看，贷款需求仍旧比较旺盛，而信贷供给则有下行压力，供需矛盾愈发突出。央行的数据显示，贷款需求指数持续回升，而银行信贷审批指数则进一步下降，二者缺口的扩大则意味后续贷款利率有较大的上行压力；
- 从利率传导的节奏来看，按历史经验，银行间市场利率领先信贷利率2个季度左右，而2020年5月份银行间市场利率见底回升，传导节奏来看，今年一季度大概率会看到信贷利率的探底回升。
- **随着信贷利率的回升，金融条件的收紧对实体经济的负面影响将逐步显现。**



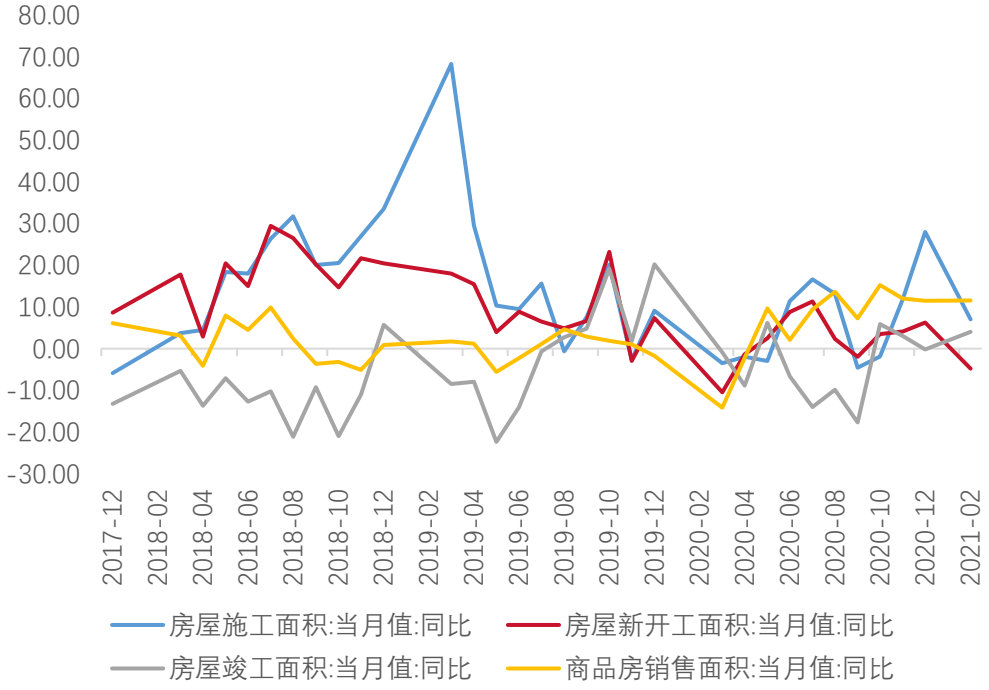


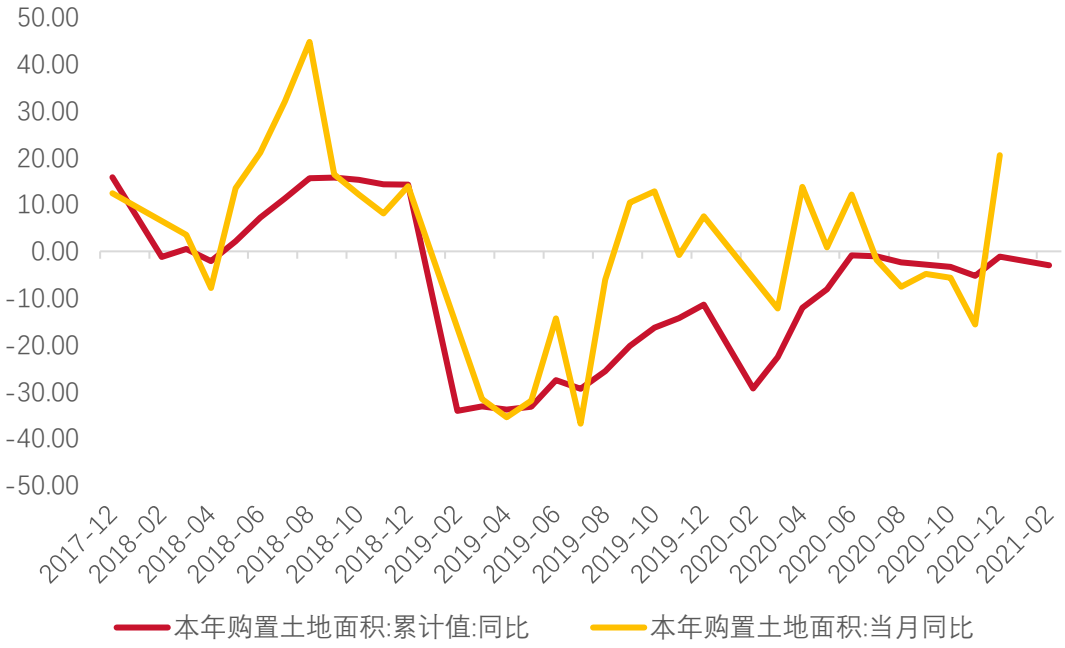
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

房地产：短期仍有“韧性”，销售和竣工数据亮眼

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 地产短期仍有比较强的“韧性”。测算可知，1-2月新开工、竣工、购地和销售面积的两年平均增速分别为-4.8%、4%、-3.1%、11%。从投资端来看，可能由于金融条件偏紧等因素影响，土地购置似乎增速略偏低；而新开工、施工、竣工均表现正常。短期内，降杠杆诉求维系房企推盘动力，销售端热度保障房企资金面不紧，而竣工潮的兑现提供短期投资支撑力。
- 后续房地产将面临调控收紧、“三道红线”、房贷集中度管理等各项政策压力。





资料来源：Wind，华宝证券研究创新部
注：2021年2月份数据为1-2月份两年平均增速

房地产：竣工周期继续回升

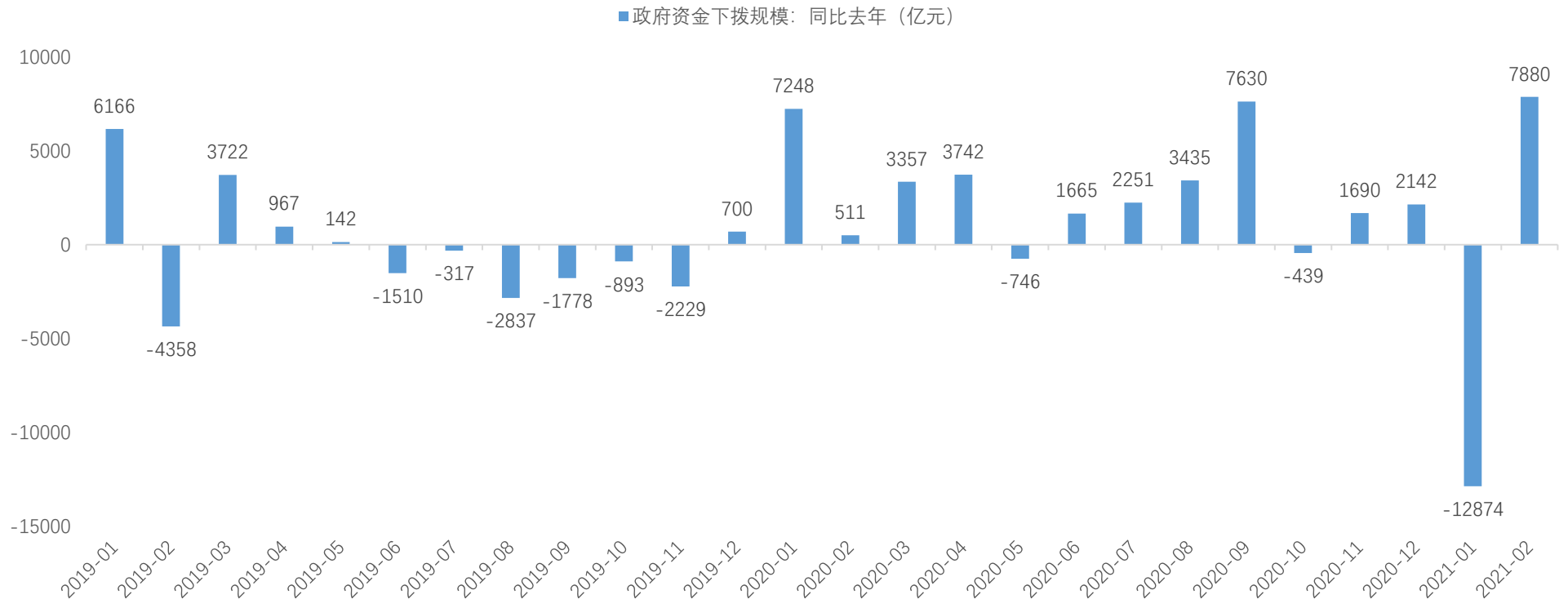
- 前期高周转策略造成的交房压力将驱动竣工周期的回升，建安投资对地产投资的拉动作用增强。房地产开发建设需要一定的周期，所以历史上看新开工数对竣工数有一个明确的传导效应，但从2016年-2017年新开工数据却和2018年-2019年的竣工数据发生了背离，原因可能是部分房企受到“资本寒冬”的影响拉长了销售到竣工的时间，未来随着工程陆续完成，预计会带来一段时间的竣工回暖。
- 当前，与房地产竣工关系密切的浮法玻璃的价格在2020年5月份探底后持续回升，并创2009年以来的新高。



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

经济潜在的压力来自于政策的收紧——财政收缩

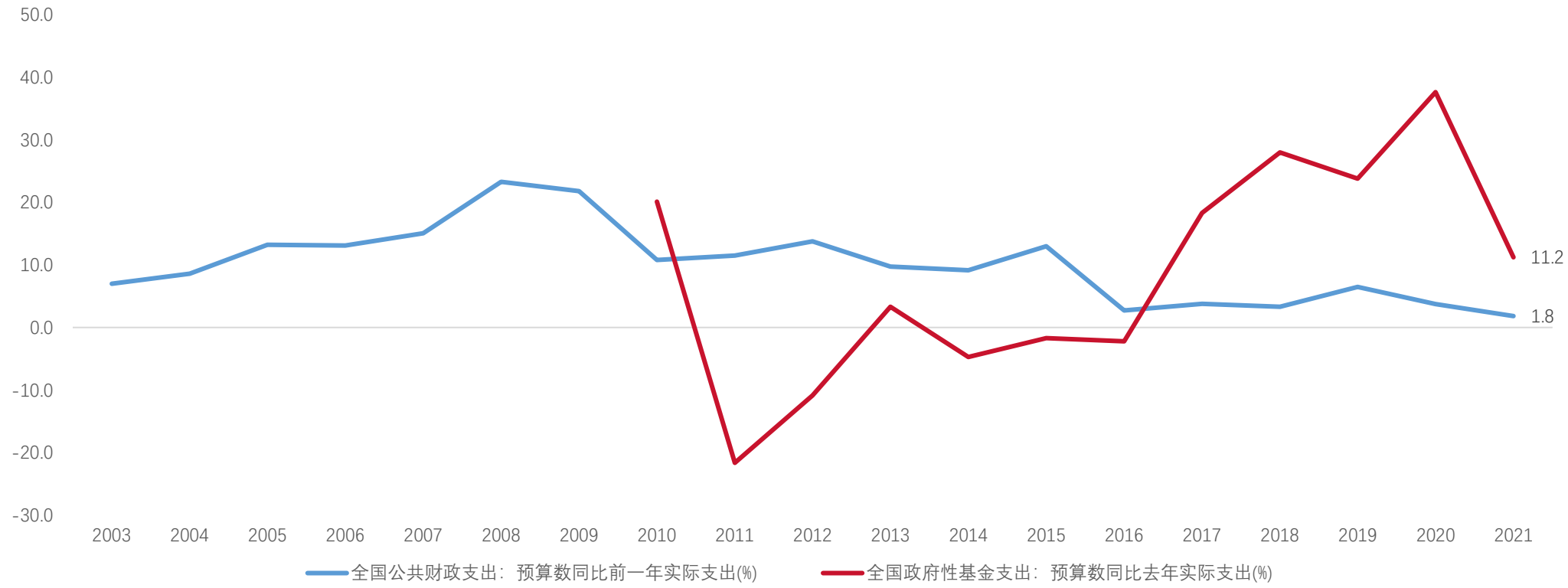
- 3月15日和3月31日的国务院常务会议都提出要降低政府杠杆率。从历史上看，狭义政府债务变动往往领先于广义政府杠杆变动。降低政府杠杆率的目标下，将在一定制约政府的新增负债和财政支出能力。
- 此外，3月28日国务院国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，3月29日国务院办公厅公布《关于进一步做好铁路规划建设工作的意见》，其中都体现了控制债务风险的导向。
- 一季度的财政政策就已经出现了收缩迹象，今年1-2月份政府资金下拨速度同比去年明显下降，同比去年减少约5000亿元。此外今年的地方专项债也没有像2019年和2020年那样提前发行。



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

降低政府杠杆率的压力下财政支出有收缩压力

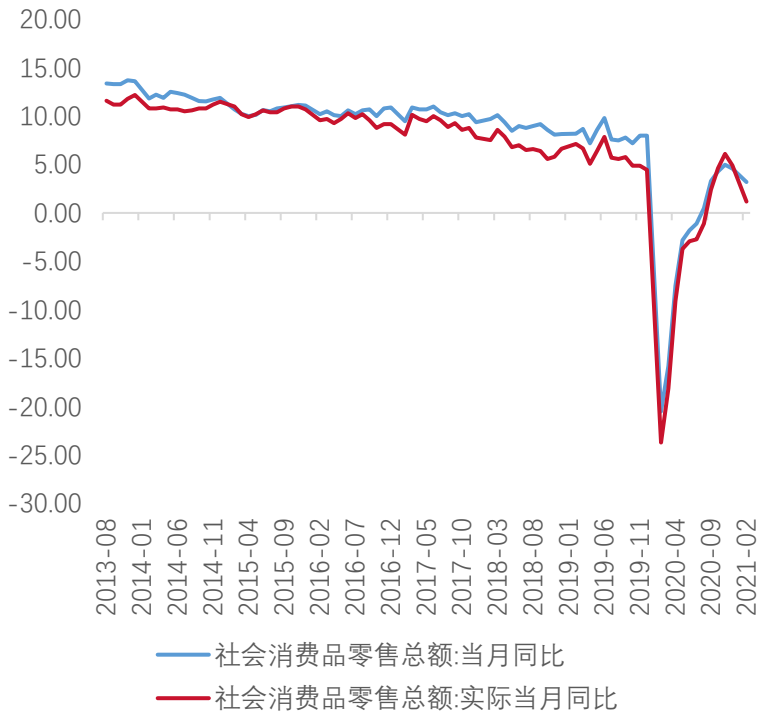
- 从全年的维度来看，财政收缩的压力也不能低估；
- 《关于2020年中央和地方预算执行情况与2021年中央和地方预算草案的报告》中数据显示，2021年一般公共预算支出同比去年的实际支出增长1.8%，这是2003年以来的新低；政府性基金预算支出同比去年实际支出增长11.2%，2017年以来的新低。
- **财政的收缩预计将对后续基建链条带来一定的压力。**



消费：两年平均增速明显偏低，仍有较大的恢复空间

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 1-2月，社会消费品零售总额6.97万亿元，同比增长33.8%；比2019年1-2月份增长6.4%，两年平均增速为3.2%。扣除价格因素，1-2月份社会消费品零售总额实际增长34.3%，两年平均增长1.2%。相较于2018、2019年的9.7%、8.2%（名义），社消两年平均增速明显偏低，印证目前消费仍处于修复过程中。
- 从消费结构上来看，测算2年平均增速，可以发现：必选消费恢复情况一般；而可选消费中通讯器材类、化妆品类和汽车类消费品恢复情况较好；地产相关的消费和出行目前还有很大的恢复空间，**后续随着地产竣工周期的回升和疫情防控放开之后，地产后周期消费和出行相关消费有往出现明显修复。**

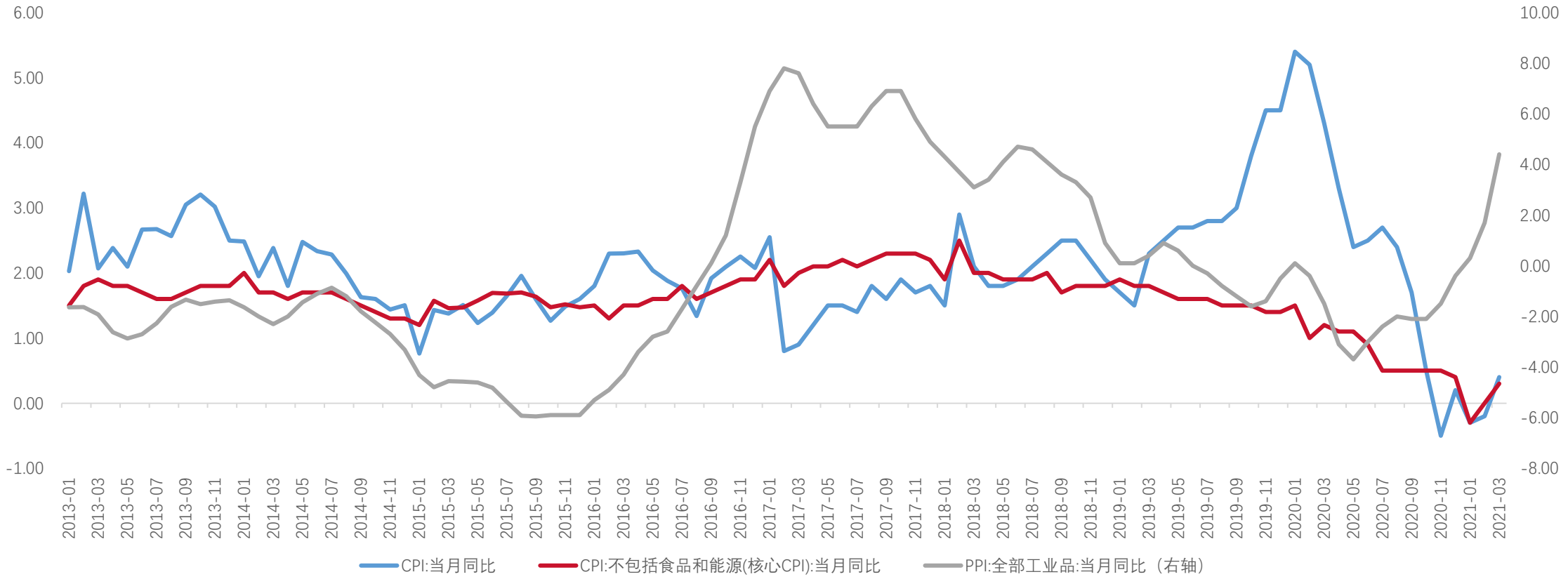


	2020年12月份增速	2021年1-2月份增速	2021年1—2月份两年平均增速
必选消费			
粮油、食品类	8.2	10.9	5.5
饮料类	17.1	36.9	17.5
烟酒类	20.9	43.9	5.9
服装鞋帽针纺织品类	3.8	47.6	-1.5
日用品类	8	34.6	8.3
中西医药品类	12.1	16.9	-2.8
可选消费（地产相关）			0.0
家用电器和音像器材类	11.2	43.2	-2.4
家具类	0.4	58.7	-6.6
建筑及装潢材料类	12.9	52.8	-8.1
可选消费（非地产相关）			0.0
化妆品类	9	40.7	11.9
金银珠宝类	11.6	98.7	4.0
文化办公用品类	9.6	38.3	8.1
通讯器材类	21	53.1	18.3
石油及制品类	-3.8	21.9	-4.8
汽车类	6.4	77.6	5.7

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

价格压力开始出现

- 3月份PPI同比环比涨幅均在扩大，中国2021年3月PPI同比涨4.4%，预期涨3.6%，前值涨1.7%。对于PPI而言，由于需求复苏仍在强化，叠加中国明确碳中和目标加剧了中上游产业链供给趋紧的格局，供需错配之下工业品仍有涨价动力
- 同时以原油为代表的大宗商品价格上涨也已开始向CPI传导，带动3月CPI同比超预期回升，2021年3月CPI同比上升至0.4%，预期上升0.3%，前值下降0.2%。



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

内容目录

01 疫苗最新情况跟踪

02 美国宏观经济环境

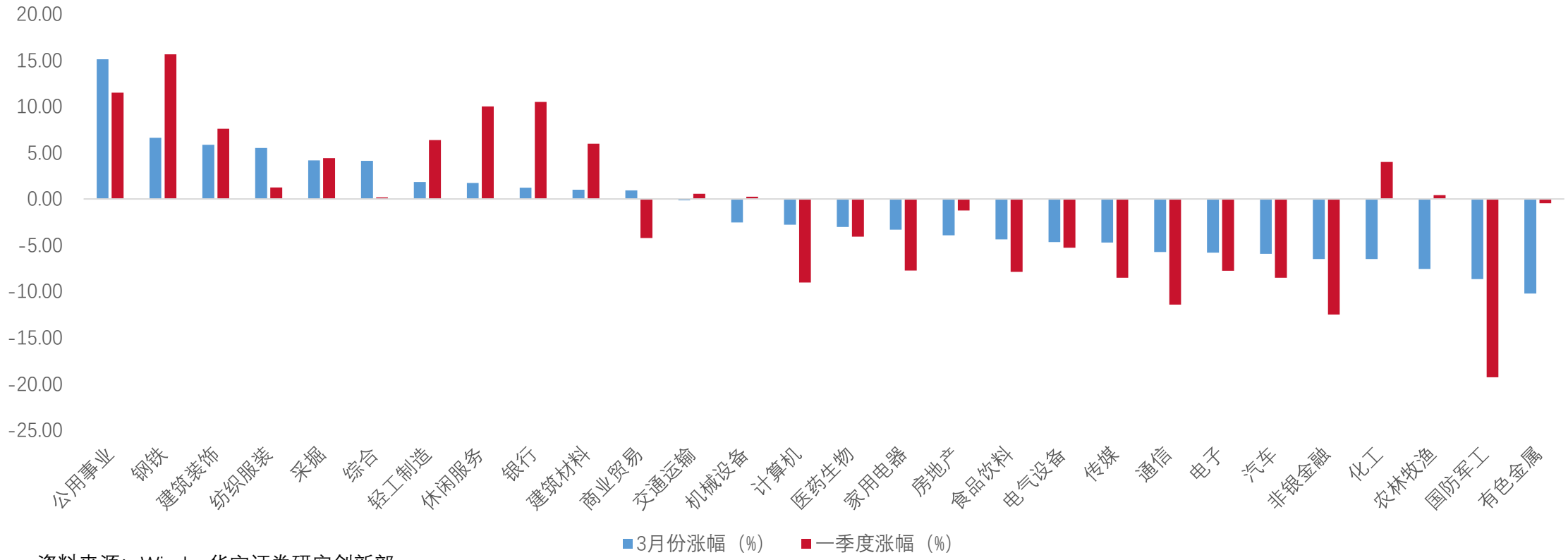
03 美国资本市场展望

04 国内宏观经济环境

05 国内资本市场展望

3月份A股市场回顾：总体呈倒“V”型，结构分化

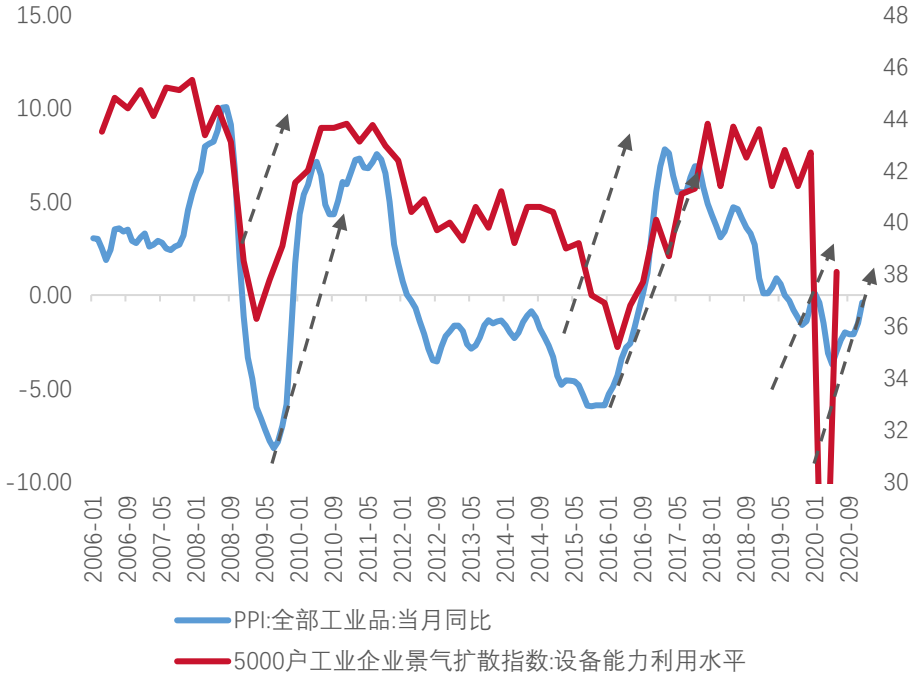
- 3月份A股市场出现明显的调整，尤其上旬延续着2月份末的下跌行情，持续回落，后半月则呈现处于低位盘整的行情。上证指数、沪深300、创业板指，3月份分别下跌-1.91%、-5.4%、-5.34%。“抱团”龙头股调整非常明显，与此同时，市场风格出现了一定的扩散，低估值中小市值公司开始表现，小盘价值指数月上涨2.52%，市场估值持续收敛。
- 从行业涨跌幅来看，3月份申万一级行业整体跌多涨少，涨幅领先的行业分别有公用事业、钢铁、建筑装饰、纺织服装等传统行业，涨幅均在5%以上，涨幅居前的行业绝大多数为低估值传统行业，跌幅居前的行业有有色金属、国防军工、农林牧渔、化工等行业，均为前期涨幅较大的行业。

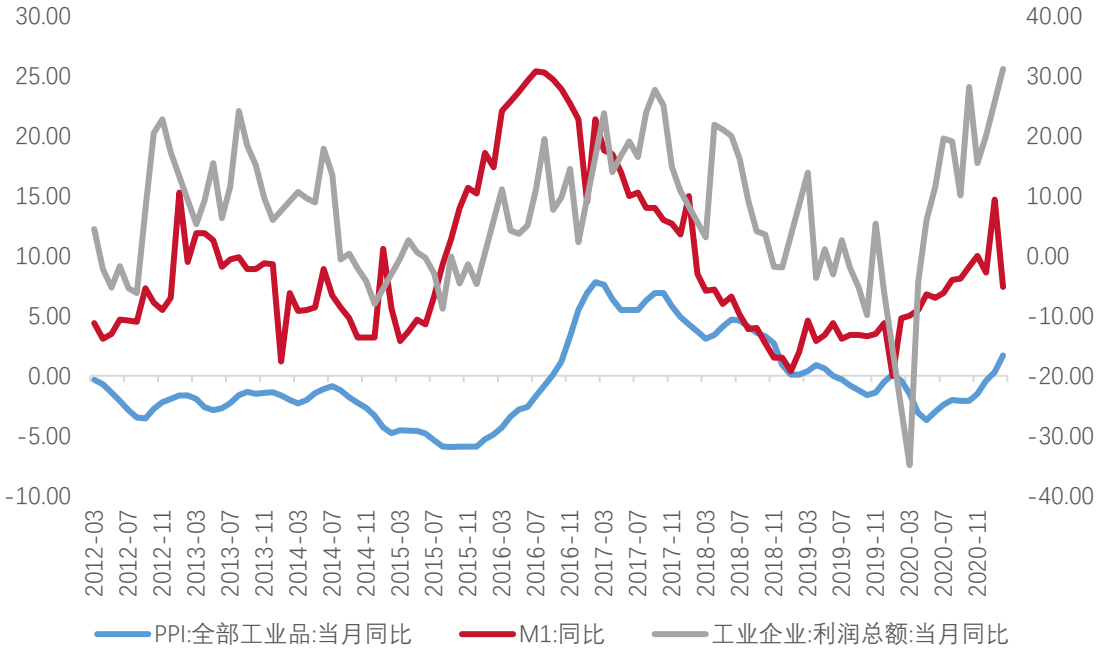


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

基本面：企业盈利持续回升的趋势不改

- 随着疫苗在全球的推广，疫情有望逐步平息，全球的供给和需求将加快恢复，有望出现全球供需扩张的共振。
- “需求改善→产量回升→产能缺口扩大→量稳价升→企业盈利加速回升”的传导链条保持顺畅。
- 领先指标M1已经连续回升12个月，预计当前处于低位的PPI将很快迎来探底回升。
- 2021年，顺周期的逻辑比较通畅，预计上市公司的利润和ROE将会出现明显回升。



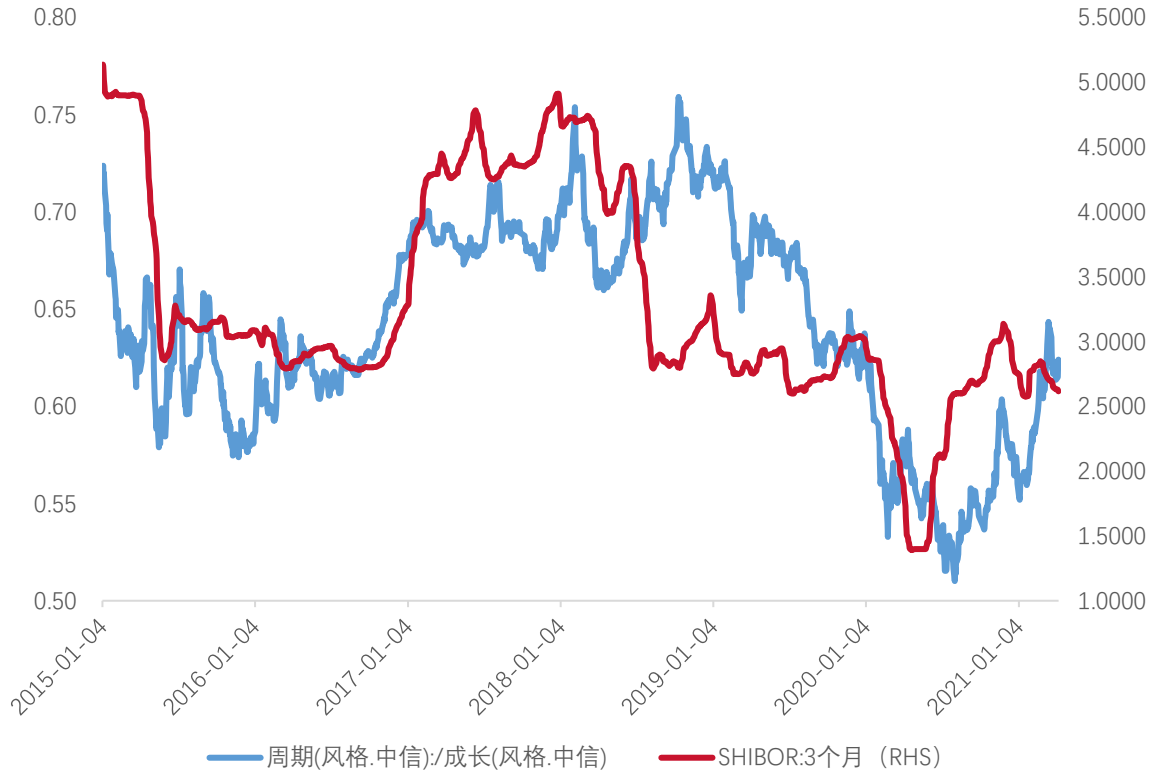


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

宏观流动性：流动性供给放缓是大概率事件

- 2021年以“稳杠杆”为主的宏观政策主基调，政策“转弯”比较确定，流动性供给放缓是大概率事件。
- 这种背景下，对拔估值不要有太高期待，多关注企业基本面和盈利能力改善，多在赚企业成长的钱上下功夫，多挖掘市场预期尚不充分的地方，而对在扎堆、预期过高的地方“做道场”保持清醒和警惕。



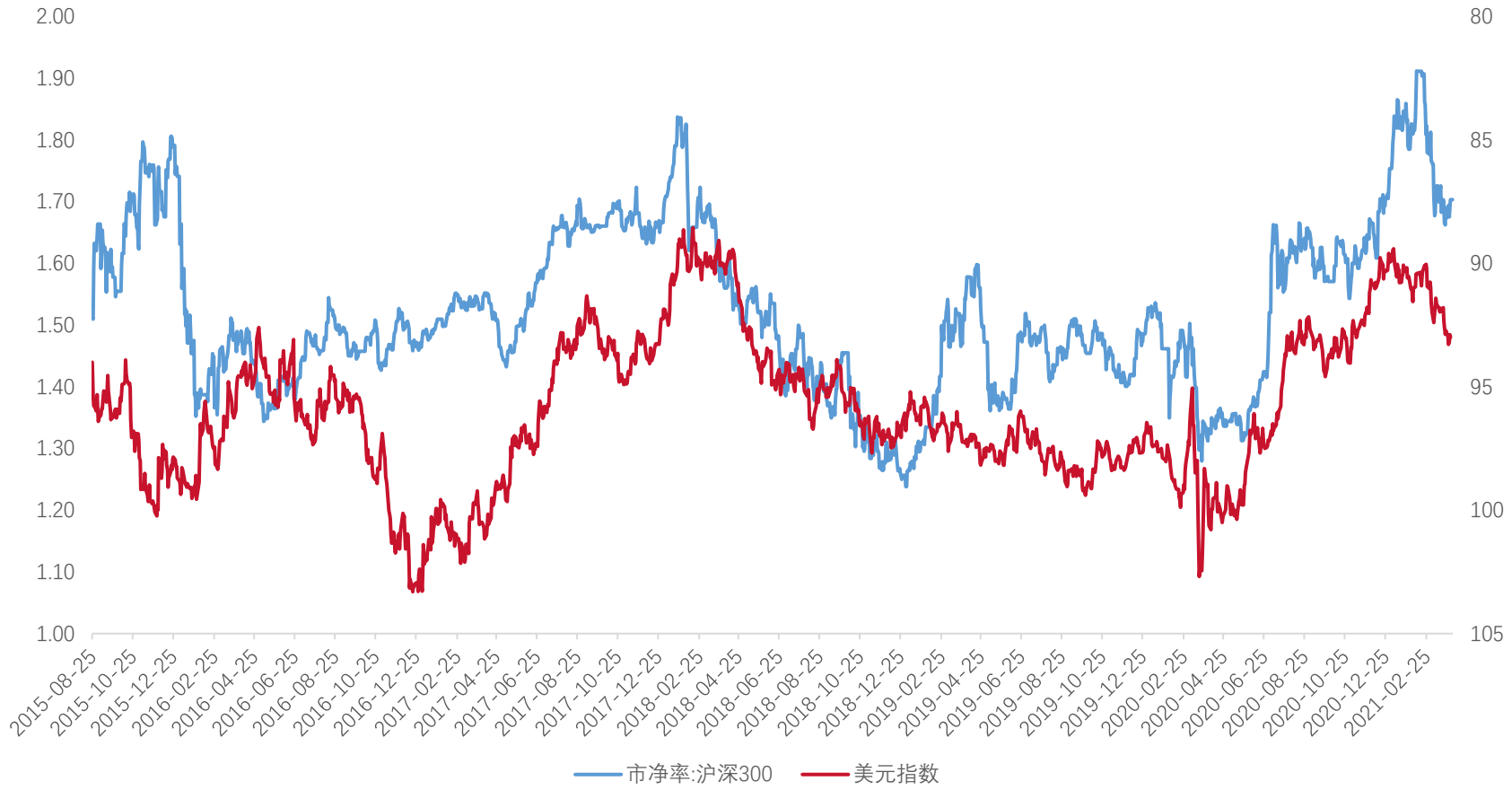


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

全球资本流动性对A股影响比想象中要大

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 美元指数的倒数和A股走势趋势高度正相关。2014年后，陆股通开通，“热钱”从隐形变为显性，美元指数的倒数与A股依旧保持较高的相关性，美元指数的低点往往就对应A股的高点。



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

相对估值：股市风险溢价依然处于低位

- **从股债风险溢价视角来看，目前A股风险溢价已经跌至25分位数以下，A股的估值相对于无风险收益率是处于偏贵状态。从历史经验来看，后续估值带来的贡献比较有限，随着经济基本面的逐步改善，盈利的贡献将逐步提升。**
- **后续A股市场对于流动性的边际变化将会比较敏感，波动会加大。**
- 注：风险溢价=沪深两市滚动市盈率(TTM)的倒数:×100:-中债国债到期收益率:10年



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

股票市场：结构性行情，重视估值与业绩增长的平衡

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **大的宏观环境来看，经济已经到达疫情修复的后半段，增长动能逐渐触顶，政策收紧的压力将逐步显现。**随着海外疫苗接种进程的推进，疫情逐步得到控制，有望迎来一轮供需两端的快速修复，继续支撑国内出口，叠加地产的“韧性”、国内企业有补库存和增加资本开支需求，经济在一段时间内还维持在较高的景气度，不过价格压力开始出现，流动性和信用环境也逐步转向偏紧的态势。但是盈利还在快速的修复过程，这仍然会支撑权益市场的表现，但是波动开始加大。
- **从估值角度来看，“结构性高估”的矛盾依然突出**，尽管春节之后，“三高”（高估值、高机构持仓、高景气度）类型的股票出现了明显的调整，但仍然处于高估状态，后续需要较长的时间来消化估值。与此同时，市场上还有大量个股估值仍处于合理甚至偏低的位置。
- **策略：结构性行情，重视估值与业绩增长的平衡。**综合来看，我们正处于一个政策环境收紧压制估值，但不乏业绩高增长细分领域，个股选择的空间较大。因此呈现局部结构性机会为主的市场特征。策略上整体偏防御的态势，尤其要平衡好估值与业绩增长，寻找业绩超预期但估值相对合理的阿尔法机会。
- **风险：疫苗的推进速度或者效果不及预期、政策的收紧超预期。**

股票市场：结构性行情，重视估值与业绩增长的平衡

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- **重点关注的板块：**
  - ✓ **从疫情中逐步恢复的服务型消费：影视、餐饮旅游、医美等；**
  - ✓ **全球复苏共振+PPI上行：化工、有色、工程机械、家电，新能源车和半导体等成长链条的中上游材料和设备**
  - ✓ **关注科技、消费、生物医药、新能源等核心资产估值消化后的配置机会：**符合当前和未来经济结构的发展方向，有长期走牛的逻辑，短期估值较贵，但是随着业绩对于估值的消化或者出现主动的估值调整，仍是最值得配置的板块。

债市：收益率短期高位震荡，逐步迎来配置机会

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 从基本面来看，经济在一段时间内还维持在较高的景气度，价格压力开始出现，政策逐步收紧，尤其“紧信用”开始出现，经济的增长动能将逐步触顶。
- 从估值的维度来看，国内债券市场在2020年已经提前调整，当前收益率水平相比危机模式下已经抬升了100bp以上，回到正常波动区间，且波动率明显降低。
- 对于债市而言，经济仍在寻顶和通胀预期回升的宏观背景下，短期走牛的概率较小。不过当前的收益率已经具备了一定的吸引力，短期大概率维持高位震荡的行情。后续随着政策收紧对于经济的负面影响逐步显现，债市的机会将会显现。

风险提示及免责声明

华宝证券 HWABAO SECURITIES

- 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- 市场有风险，投资须谨慎。
- 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」

华宝证券
HWABAO SECURITIES