经济稳步复苏，关注市场情绪扰动

——4 月市场策略报告

2021 年 04 月 06 日

分析师: 徐飞
执业证书编号: S0270520010001
电话: 021-60883488
邮箱: xufei@wlzq.com.cn

投资要点:

- **国内经济仍处于修复进程当中，关注后续经济数据的预期差给市场带来的情绪扰动影响。**受去年同期疫情爆发影响，国内经济数据同比增速多达到年内高点。2021 年一季度各项生产、消费、投资在同期低基数作用下，迎来年内增速高点。整体分项来看，生产端最强，投资端表现较弱，房地产仍为主要支撑，消费仍未修复至疫情前水平。进入二季度，随着基数效应的减弱，需关注预期差带来的市场扰动影响。
- **海外通胀延续，PPI 继续抬升，预期速度将逐步放缓。**海外通胀上行影响国内 PPI 走势，上行趋势短期内或仍将延续。后续 CPI 增速将逐步走出底部区间，当前通胀仍处较低水平，不会对我国货币政策形成掣肘，流动性整体保持平稳。
- **海外扰动增加，市场风险偏好有所波动。**美国 10 年期国债收益率 3 月大幅上行，部分发展中国家陆续加息，引发了市场对货币政策过早收紧的担忧，市场风险偏好有所波动。
- **3 月海外市场表现分化，A 股震荡走低。**3 月欧洲地区市场表现领跑全球；美国国债收益率持续上行，美股走势分化，高估值的美股科技板块承压；亚太地区市场 3 月表现多数不及上月。上证综指跌 1.49%，沪深 300 跌 4.54%，深证成指跌 4.27%，创业板指跌 4.90%。
- **3 月市场震荡走低。**主因美债收益率上行、新兴市场加息、中美关系等外部因素担忧上升，叠加年报未完全披露落地，市场反复调整，表明现阶段市场情绪短期仍相对紧张，但我们认为外围情绪的影响只是短期有限的，市场现处于磨底阶段，随着情绪的消化修复，后期或将迎来一波震荡修复行情。国内当前经济基本面稳步修复，货币政策将逐步边际回归常态，资金面流动性不会骤降，前期 A 股估值极端分化情况已经大幅收敛。
- **投资建议:** 短期可把握修复行情，配置上倾向于估值与盈利增速匹配度较高的品种，重点关注一季报业绩有望超出预期的公司，以及估值逐步回归均值的机构持仓股。中长期我们仍看好国内核心资产，随着疫苗的持续推进，海内外经济逐步复苏，PPI 上行，量价齐升，建议把握顺周期板块的阶段性机会，重点关注化工、有色、钢铁等；景气拐点确认的低估值板块，银行、保险等；“后疫情”消费需求复苏，餐饮、旅游、航空、酒店等板块或将收益；此外，重点关注“碳中和”主题背景下长期受益的相关板块，新能源、半导体等。
- **风险因素:** 流动性投放超出预期收紧，经济数据与预期差距较大，年报披露业绩不及预期。

相关研究

万联证券研究所 20210329_策略周观点_AAA_市场磨底延续，或迎震荡修复

万联证券研究所 20210322_策略周观点_AAA_震荡期间重视估值高性价比板块

万联证券研究所 20210315_策略周观点_AAA_海外利率风险传导，高估值板块承压

正文目录

1 宏观经济稳步修复.....4
1.1 经济仍处修复进程，关注数据预期差.....4
1.2 海外通胀延续，PPI 增速逐步放缓.....5
1.3 流动性整体保持平稳.....6
1.3.1 社融强劲，货币政策逐步回归常态.....6
1.3.2 债市波动率下降，市场整体平稳.....6
1.4 海外扰动增加，市场风险偏好有所回落.....7
1.4.1 美国生产端继续修复.....7
1.4.2 美债长端收益率持续上行，市场情绪面波动较大.....7
1.4.3 发展中国家频繁加息，对应国家流动性承压.....8
2 3 月市场表现.....8
2.1 海外和中国香港市场表现：美债收益率上行，科技板块承压.....8
2.2 A 股市场表现：全月震荡走低，稳健风格领涨.....9
2.3 A 股板块估值表现：部分高估值板块调整明显.....10
3 3 月市场交易情绪和流动性.....12
3.1 市场交易情绪：春季躁动告一段落，股指换手率触及年内新低.....12
3.2 市场流动性：两融环比回落，北向交易维持高位.....13
4 4 月投资建议.....15
5 风险提示.....15

图表目录

图表 1：工业增加值同比走势（%）.....4
图表 2：工业增加值分门类增速（%）.....4
图表 3：固定资产投资分大类累计增速（%）.....5
图表 4：房屋新开工、施工、竣工增速（%）.....5
图表 5：CPI 食品项及非食品项走势（%）.....5
图表 6：PPI 同比增速走势（%）.....5
图表 7：社融当月值与同比增速（亿元，%）.....6
图表 8：M1-M2 剪刀差走势（%）.....6
图表 9：长短端国债收益率走势（%）.....7
图表 10：国债和质押式回购利率走势（%）.....7
图表 11：新冠新增确诊病例走势（%）.....7
图表 12：耐用品新增订单仍在继续上行（%）.....7
图表 13：中美长端国债收益率和利差走势（%）.....8
图表 14：国债和质押式回购利率走势（%）.....8
图表 15：海外和中国香港主要指数月度涨跌幅（%）.....9
图表 16：A 股指数月度涨跌幅表现（%）.....9
图表 17：A 股行业月度涨跌幅表现（%）.....10
图表 18：A 股板块月度涨跌幅（%）.....10
图表 19：A 股主要宽幅指数当前 PE、PB 所处近 10 年分位数（%）.....11
图表 20：申万一级行业 3 月末 PE、PB 所处历史分位数.....11
图表 21：一级行业月末 PE(TTM).....12
图表 22：A 股日成交额（亿元）.....13

图表 23：A 股主要股指日换手率（%）.....13
图表 24：两融余额（亿元）和两融交易额占成交额比重（%）.....14
图表 25：申万一级行业两融月净买入额（亿元）.....14
图表 26：北向资金月度合计买卖总额（万亿元）和累计净买入（万亿元）.....15

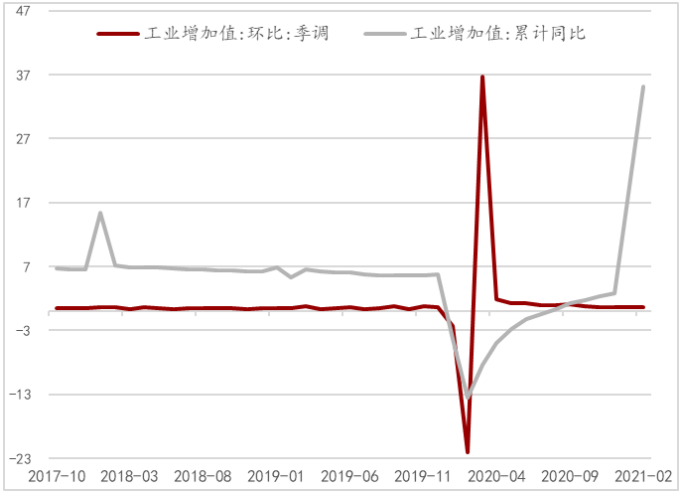
1 宏观经济稳步修复

1.1 经济仍处修复进程，关注数据预期差

受去年同期疫情爆发影响，国内经济数据同比增速多达到年内高点。2021年一季度各项生产、消费、投资在同期低基数作用下，迎来年内增速高点。整体分项来看，生产端最强，投资端表现较弱，房地产仍为主要支撑，消费仍未修复至疫情前水平。

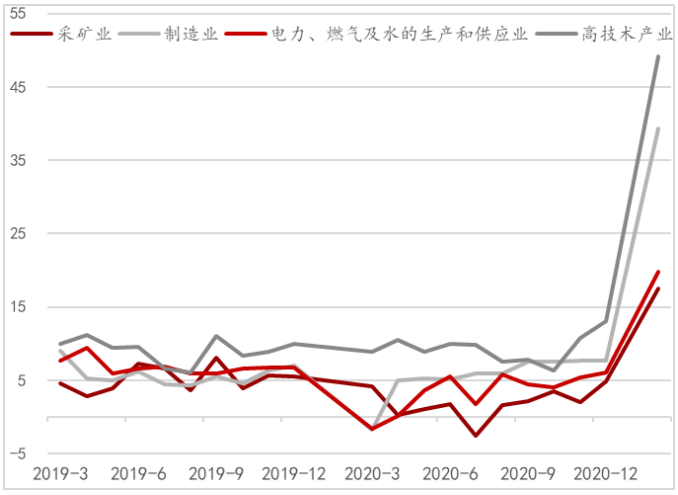
生产端修复速度相对最快，经济开局生产端表现较好。工业增加值高位上行，剔除高基数作用后，工业生产依然旺盛。高技术产业上行幅度最为显著。1-2月工业增加值同比增速大幅上行至35.1%，比2019年1-2月增长16.9%，两年平均增速8.1%，环比上涨0.69%。制造业增速均大幅反弹，低基数影响较大，中游设备制造业整体生产较为旺盛，保持了较快的反弹速度。下游的汽车行业上行幅度最为显著。

图表1：工业增加值同比走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：工业增加值分门类增速（%）



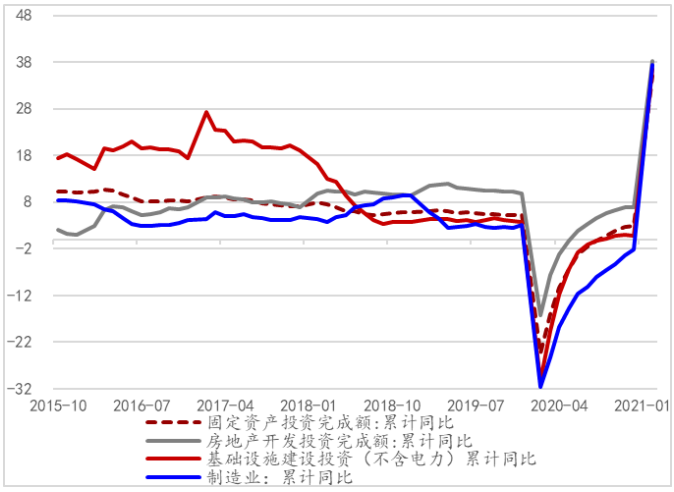
资料来源：Wind，万联证券研究所

需求端仍未完全修复，消费结构分化，线下服务仍未回归疫情前水平，必选消费波动相对平缓。社零增速略高于市场预期，限额以上企业增速回升相对更快，网上销售增速上行，但占社零比重有所回落，线下服务有所回升。1-2月，社会消费品零售总额同比增长33.8%，市场预期31.7%，比2019年1-2月份增长6.4%，两年平均增长3.2%。限额以上企业消费品零售总额同比增速43.9%，限额以上企业增速回升相对更快。

投资增速不及预期，房地产仍为主要支撑，增速保持了较强的韧性。低基数影响，固投分项均明显反弹，但对比疫情前19年同比的平均增速来看，整体不及预期，制造业、基建均有所回落，房地产仍为主要支撑项。2021年1-2月，固定资产投资同比增长35%，不及市场预期增速38%；比2019年1—2月份增长3.5%，两年平均增速为1.7%。分领域看，基础设施投资同比增长36.6%，两年平均下降1.6%；制造业投资增长37.3%，两年平均下降3.4%；房地产开发投资增长38.3%，两年平均增长7.6%，剔除低基数效应，仅房地产行业增速保持上行。

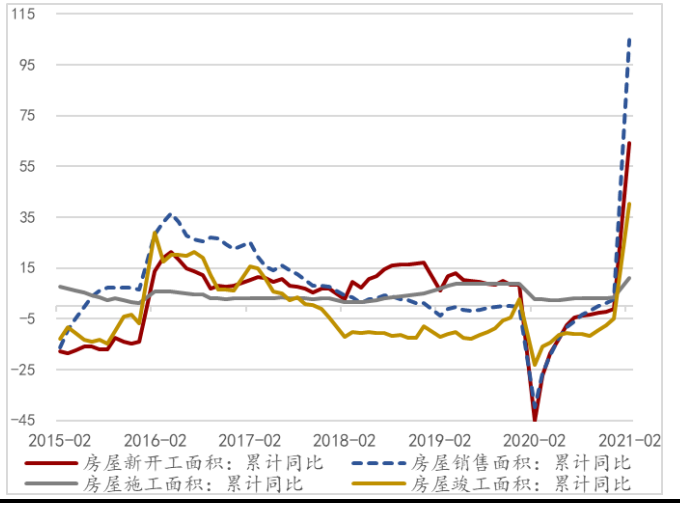
关注宏观数据预期差。预期4月公布的一季度宏观数据表现或将达到近几年高点，但需要关注数据与市场预期的差距。进入4月，随着基数效应的减弱，数据或将进入调整阶段，预计经济增速放缓速度基本符合市场预期，生产仍将保持旺盛。但仍需关注宏观数据公布日，预期差给市场带来的扰动影响。

图表3：固定资产投资分大类累计增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：房屋新开工、施工、竣工增速（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

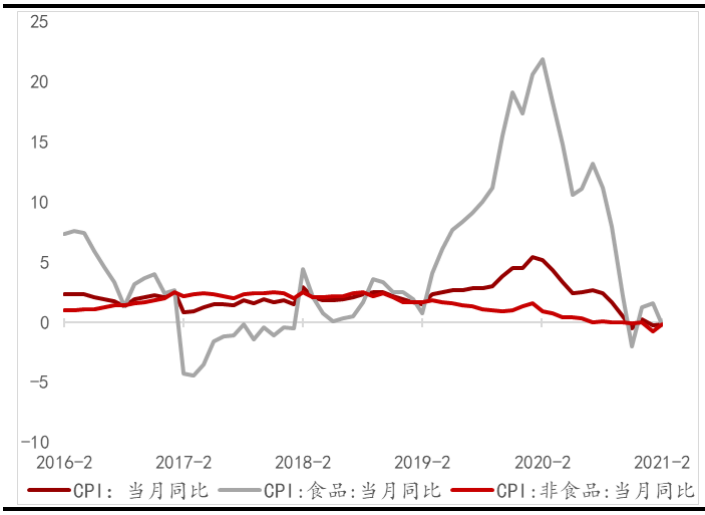
1.2 海外通胀延续，PPI增速逐步放缓

2月CPI同比增速仍为负值，环比增速较1月略有放缓，食品项同比转负，非食品项边际转好。核心CPI触底反弹，服务项价格同环比均有所上行，消费品同比小幅回落。冬季疫情受到了较好的管控，就地过年带动了部分文娱消费需求上升，春节期间部分用工成本有所上升，服务项价格有所上行，但出行类服务价格同比下降。

日常消费品价格仍未明显上行，海外通胀上行影响了我国PPI走势，工业品价格上行推升了PPI，且上行趋势短期内仍将延续。原材料端价格上行显著，加工工业同比本月略有提速，价格上涨仍未从上游传导至下游。从PPIRM来看，购进价格涨幅略高于出厂价格。海外市场逐步复苏，美国疫苗注射速度整体超出预期，复工复产进程或随之提速，供需的持续修复，货币环境的整体宽松，大幅推升了工业品价格。

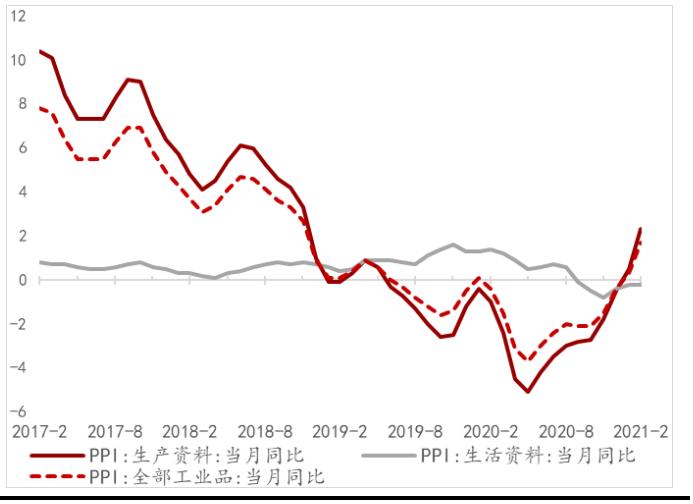
向前看，CPI增速将逐步走出底部区间，PPI上升趋势不变。当前通胀水平，对我国货币政策尚不形成掣肘。预期3月CPI小幅上行，但仍处于低位，而进入二季度CPI预期将逐步上行。但全年CPI走势依然温和，将保持在3%以下，对央行货币政策影响较小。工业品价格在全球宽松的货币环境下，仍有一定上行空间，预计未来PPI一二季度走升趋势不变，随宏观政策回归常态，下半年或震荡走弱。

图表5：CPI食品项及非食品项走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6：PPI同比增速走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

1.3 流动性整体保持平稳

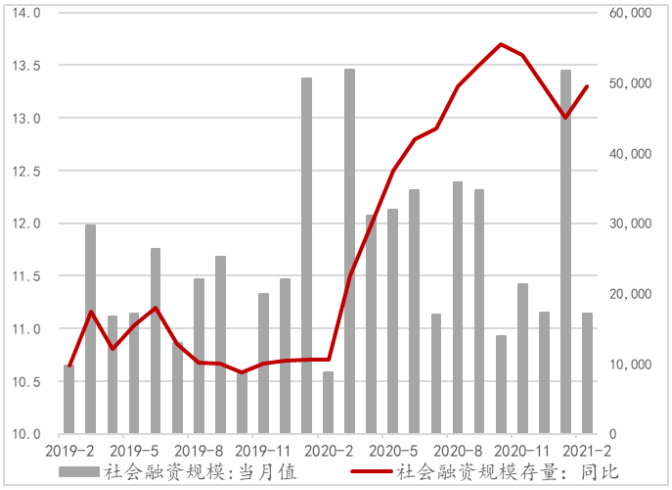
1.3.1社融强劲，货币政策逐步回归常态

2月社融总量表现强劲。新增贷款和未贴现票据融资为主要拉动项。信贷同比大幅上行，企业端贷款结构继续转好，当前信贷需求保持旺盛。新口径下2月新增社会融资规模1.71万亿元，同比多增8363亿元，2月底社融存量同比增速13.3%，较上月小幅反弹0.3个百分点。非标融资有所反弹，票据融资同比大幅回升1月非标融资-396亿元，同比增加4461亿元。其中，表外票据融资640亿，同比大幅上行4401亿。信托贷款融资-936亿，同比减少396亿元，信托贷款依然偏弱。

受春节错位影响,M1今年以来大幅波动,主要受存款在企业和居民部门间的转移影响。2月M2同比10.1%，较上月上行0.7个百分点，M1同比7.4%，大幅回落7.3个百分点。

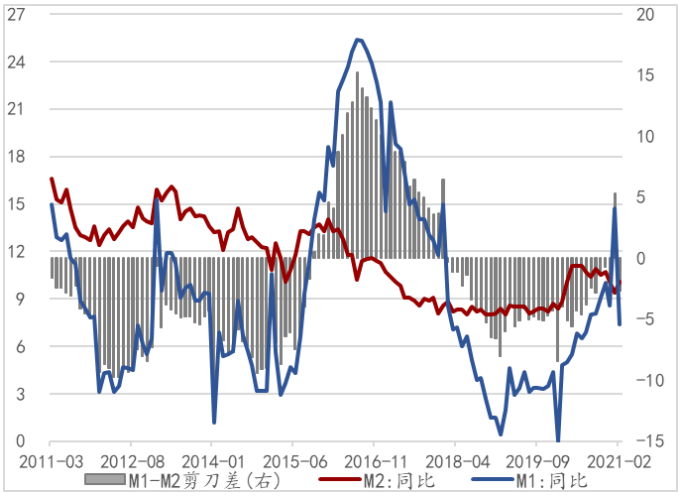
随着经济逐步修复，宏观逆周期调节需求减弱，稳杠杆需求增强，货币政策逐步回归常态，骤紧概率不大。随着信用边际收紧和社融增速放缓，叠加同期高基数的影响，预期3月M2增速将小幅调整。

图表7：社融当月值与同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：M1-M2剪刀差走势（%）



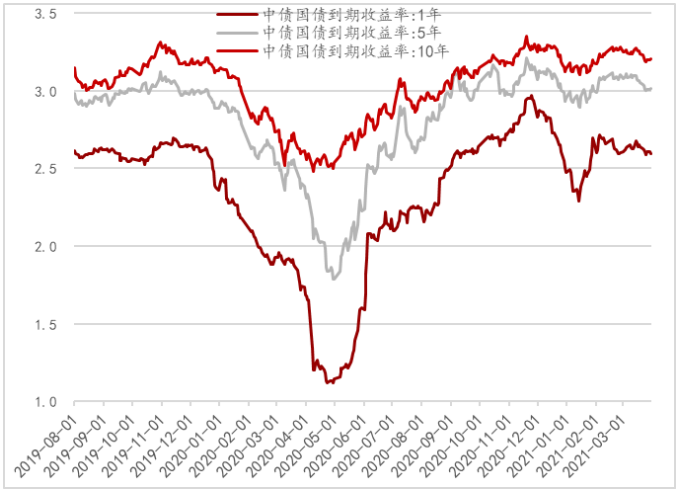
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.3.2债市波动率下降，市场整体平稳

央行维稳市场意愿明显，近2个月债市波动率有所下降。截至3月26日央行公开市场操作小幅净回笼250亿元，MLF操作连续2个月保持投放和回笼平衡的状态，且MLF利率保持不变。央行货币政策表态持续关注平稳市场情绪。国债长、短期收益率均保持整体平稳，利差也走势平稳。

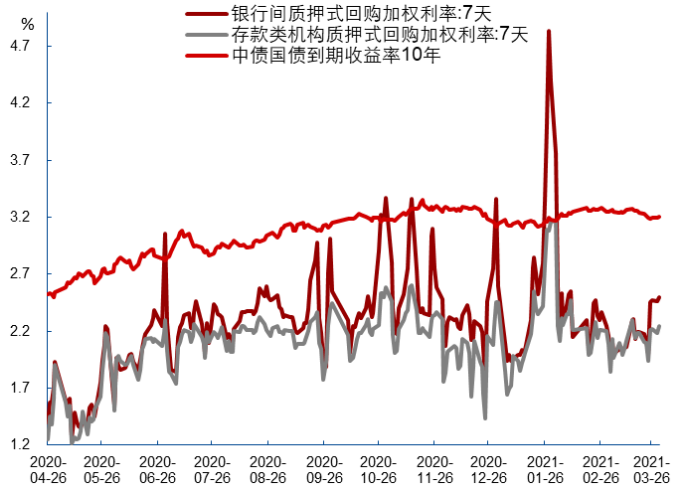
信用收缩的进程中，货币政策骤紧的可能性较小。4月仅1000亿元MLF到期，央行仍有较多的政策操作空间。虽然4月为缴税大月，地方债发行进程后延，或导致4月发行规模超出同期水平，资金压力边际上行，但央行政策呵护的意愿仍将延续，流动性整体仍将保持平稳。

图表9：长短端国债收益率走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：国债和质押式回购利率走势（%）



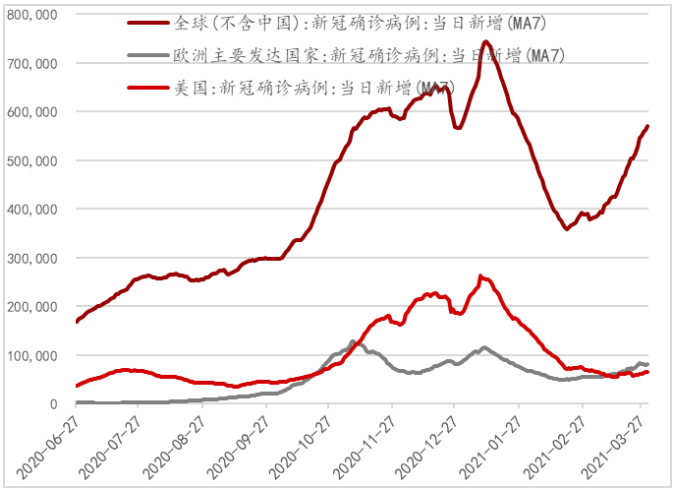
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.4 海外扰动增加，市场风险偏好有所回落

1.4.1美国生产端继续修复

美国生产端仍在继续修复，耐用品新增订单仍处于上行阶段，疫苗投放进程较快。美国新冠疫苗的注射覆盖率持续上行，疫苗供应量预期能在上半年实现全国供应充足。欧洲近期疫情有所反复，全球新增病例3月持续上行，部分发展中国家疫情依然相对严峻。欧美等发达国家当前仍有一定产需缺口，对我国未来出口仍有一定支撑，但中美相互制裁对股市产生一定影响，中概股有一定承压。

图表11：新冠新增确诊病例走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：耐用品新增订单仍在继续上行（%）

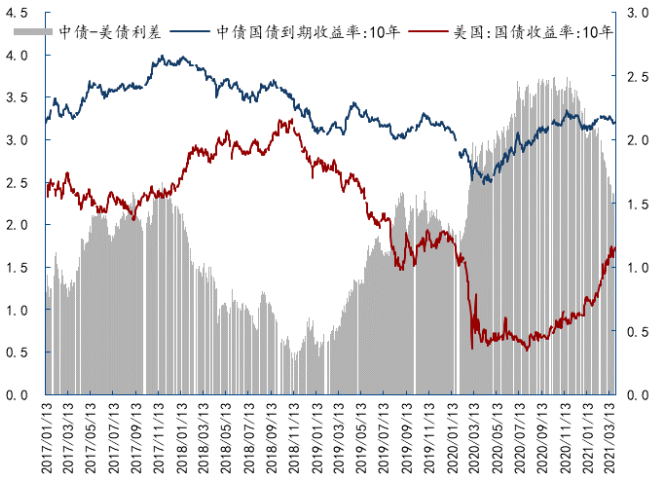


资料来源：Wind，万联证券研究所

1.4.2美债长端收益率持续上行，市场情绪面波动较大

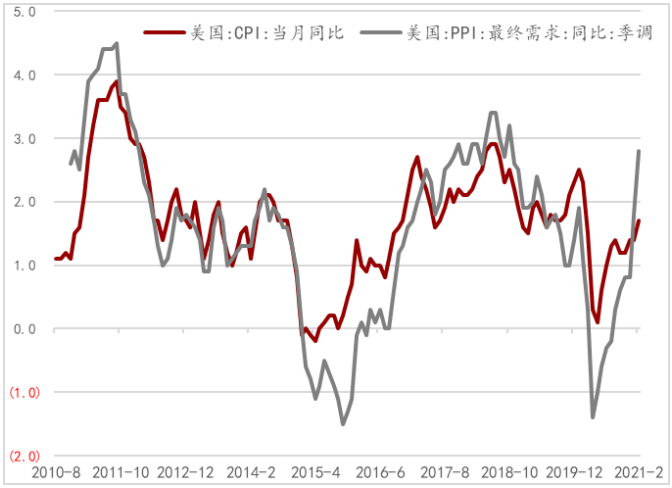
美国10年期国债收益率3月大幅上行，基本恢复至疫情前水平，引发了市场对货币政策过早收紧的担忧。当前美国通胀持续上行，剔除通胀影响的利率水平仍有一定上行空间。美联储政策表态上依然偏鸽。美国财政仍有较大的资金投向实体经济，政策支持力度仍存，短期流动性仍处宽松区间。

图表13：中美长端国债收益率和利差走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：国债和质押式回购利率走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

1.4.3发展中国家频繁加息，对应国家流动性承压

海外流动性边际收紧，美元小幅走强，部分新兴市场压力提升。全球风险偏好受到压制。3月，土耳其、俄罗斯、巴西央行开始陆续加息。这些发展中国家产业链不齐全，对下游轻工用品依赖较大，因此对通胀比较敏感。美元宽松的阶段，通胀上行，倒逼国家加息。后期如果美元持续走强，新兴市场压力将继续增加。随着市场流动性的逐步回收，将带来部分非美国家的债务和信用压力。未来应关注二季度中国、美国、欧洲等国家的流动性收紧程度，以及中国信用的收紧力度，以及需求触顶时间。

2 3月市场表现

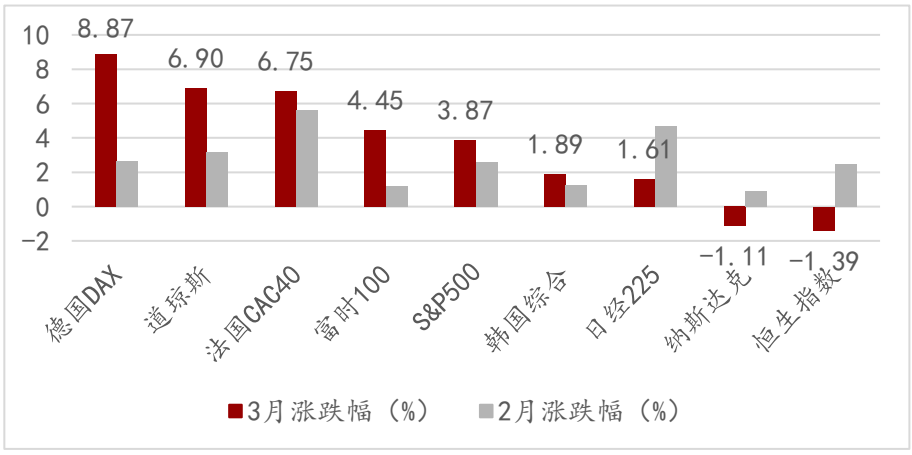
2.1 海外和中国香港市场表现：美债收益率上行，科技板块承压

本月欧洲地区市场表现领跑全球，截至3月30日收盘：德国DAX指数上涨8.87%，法国CAC40指数上涨6.75%，英国富时100指数上涨4.45%，环比2月表现均有所上行。

美国国债收益率持续上行，美股走势分化，高估值的美股科技板块承压，美股中道琼斯指数涨6.90%，标普500指数涨3.87%，二者收盘连创历史新高，而纳斯达克指数跌1.11%。

亚太地区市场3月表现多数不及上月，其中韩国综合指数涨4.89%，日经225指数涨1.61%，恒生指数跌1.39%。

图表15：海外和中国香港主要指数月度涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月30日收盘

2.2 A股市场表现：全月震荡走低，稳健风格领涨

截至3月30日，上证综指跌1.49%，沪深300跌4.54%，深证成指跌4.27%，创业板指跌4.90%，除创业板跌幅略有收窄外，其余主要指数环比2月均呈现下行。

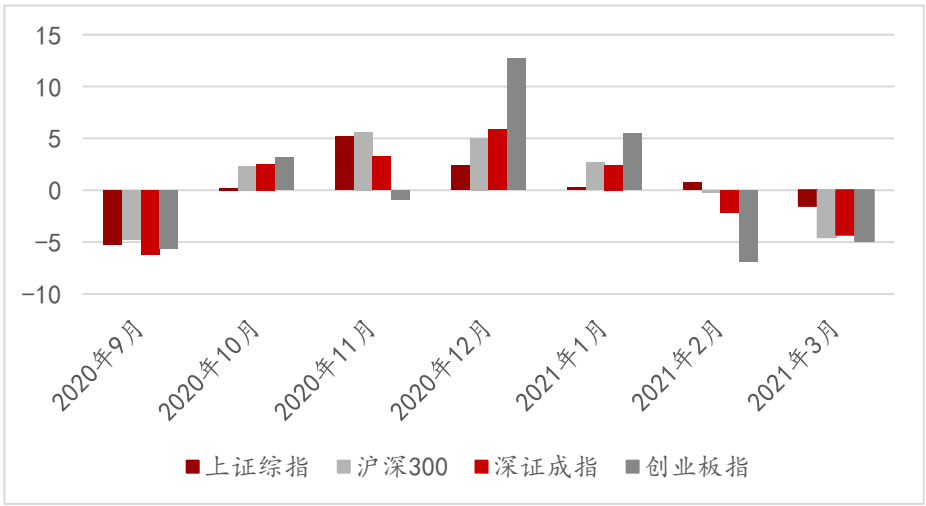
按申万一级行业划分，截至3月30日一级行业本月多数下跌。上涨的11个一级行业中，公用事业（+13.28%）、钢铁（+7.70%）、纺织服装（+5.18%）等行业涨幅最大；下跌的17个行业中，有色金属（-8.17%）、农林牧渔（-6.85%）这两个2月涨幅较多的行业在3月跌幅最大。

3月按风格划分，仅有稳定（+7.12%）呈现上涨，成长风格（-4.43%）延续2020年1月以来趋势跌幅最大，上月领涨的周期（-2.74%）本月回调幅度较大。

3月按规模划分，小盘指数（-0.44%）连续两个月表现最好，大盘指数（-4.52%）调整幅度最大。

3月按业绩划分，亏损股（-0.17%）、微利股（-2.49%）和绩优股（-5.35%）均呈现下跌趋势，其中绩优股已连续两个月表现垫底。

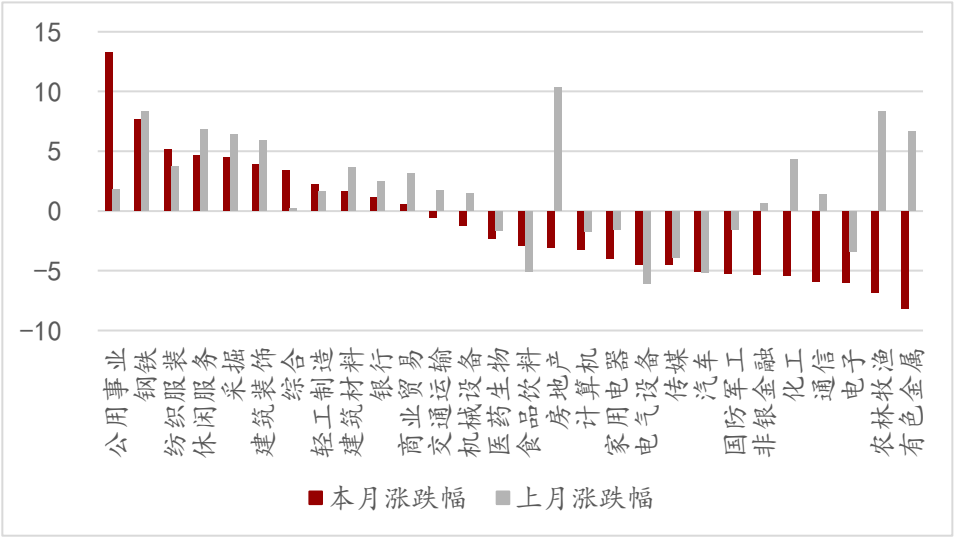
图表16：A股指数月度涨跌幅表现（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月30日收盘

图表17：A股行业月度涨跌幅表现（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月30日收盘

图表18：A股板块月度涨跌幅（%）

分类	指数	2020年10月	2020年11月	2020年12月	2021年1月	2021年2月	2021年3月
风格	金融	-0.15	8.15	-3.53	-1.83	3.20	-1.91
	周期	2.33	8.79	-0.35	2.10	3.97	-2.74
	消费	2.95	0.14	9.50	0.48	-1.90	-2.28
	成长	0.21	1.61	5.65	0.03	-2.76	-4.43
	稳定	-1.00	5.27	-4.57	-3.67	1.71	7.12
规模	大盘指数	3.22	5.08	6.68	3.32	-0.95	-4.52
	中盘指数	-1.18	3.86	3.28	1.01	-0.93	-3.26
	小盘指数	-1.32	2.99	0.71	-4.68	1.68	-0.44
业绩	亏损股指数	-2.15	4.23	-2.85	-5.46	1.68	-0.17
	微利股指数	-1.36	9.60	-3.99	-9.32	4.32	-2.49
	绩优股指数	2.49	0.77	15.77	6.05	-2.07	-5.35

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月30日

2.3 A股板块估值表现：部分高估值板块调整明显

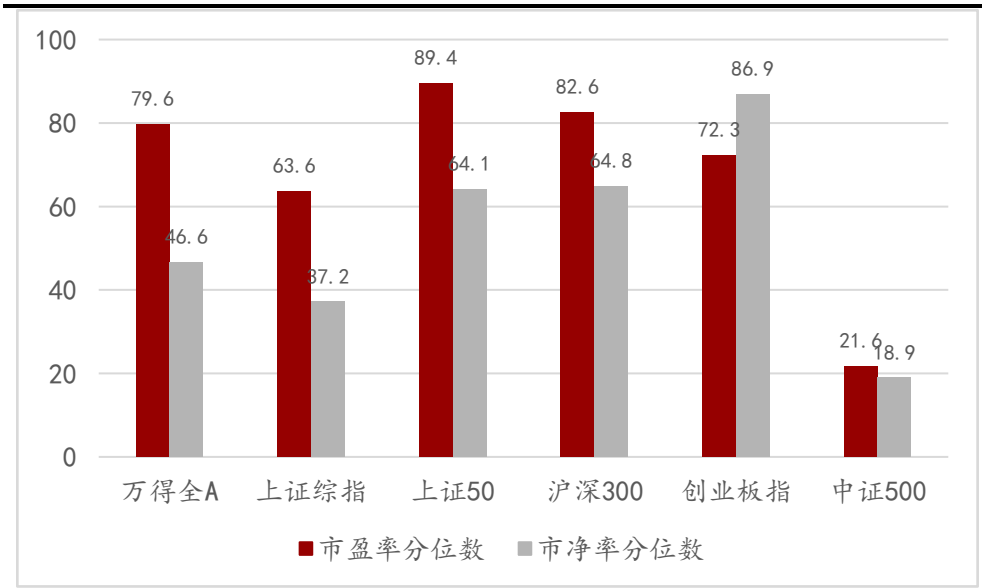
截至3月底，指数月内回调叠加上市公司集中披露年报，A股估值中枢较上月同期显著回落。上证指数滚动市盈率为15.24倍，较2月同期回落1.27倍，处于2010年以来63.6%历史分位数；创业板指滚动市盈率为59.85倍，较2月同期大幅回落10.59倍，处于86.9%历史分位数；沪深300滚动市盈率为15.11倍，较2月同期回落1.60倍，处于82.6%历史分位数。从PB角度来看，上证指数、创业板指、沪深300、中证500、上证50、万得全A的当前估值所处近10年历史分位数分别为37.2%、86.9%、64.8%、18.9%、64.1%、46.6%，均较2月同期大幅回落。

截至3月底，申万一级行业中滚动市盈率较2月末多数回落。11个较上月底提高的一级行业主要集中休闲服务、纺织服装等可选消费板块，建筑装饰、建筑材料等基建板块，以及公用事业、钢铁、采掘等低估值板块。其中休闲服务（+9.7X）、公用事业（+3.1X）、轻工制造（+2.8X）的估值水平较上月末提升幅度较大，且已分别连续四、三、四个

月估值上行。17个滚动市盈率下滑的一级行业中，有色金属（-7.8X）、国防军工（-6.4X）、电子（-5.0X）的估值回落幅度最大。

从一级行业当前PE、PB所处近10年历史分位数来看，休闲服务、食品饮料仍处于近10年估值相对高位，当前PE、PB历史分位数均高于95%。家用电器、电气设备、医药生物估值水平同样处在历史较高水平，但均较上月历史分位数回落超过10个百分点。当前估值处在历史相对低位的有建筑装饰、房地产、通信、非银金融、传媒等，上月末同期估值处在低位的公用事业本月估值提升幅度较大。

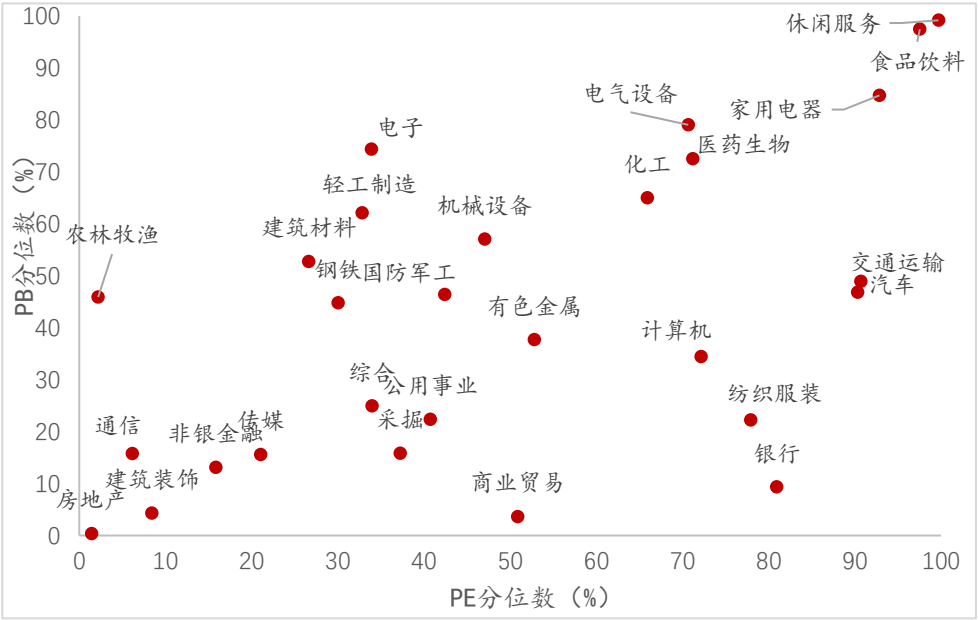
图表19：A股主要宽幅指数当前PE、PB所处近10年分位数（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月31日收盘

图表20：申万一级行业3月末PE、PB所处历史分位数



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月31日收盘

图表21：一级行业月末PE(TTM)

行业名称	2020年10月	2020年11月	2020年12月	2021年1月	2021年2月	2021年3月	趋势	3月-2月
休闲服务	145.1	131.1	164.6	166.8	178.0	187.7		9.7
公用事业	20.0	18.7	18.6	17.8	18.1	21.2		3.1
轻工制造	26.6	26.4	25.7	26.3	27.6	30.5		2.8
纺织服装	36.2	38.1	36.8	34.5	35.5	37.1		1.6
商业贸易	24.3	29.5	27.3	25.0	25.8	27.1		1.2
交通运输	22.8	24.7	24.8	25.6	26.0	27.1		1.0
建筑装饰	9.8	9.6	9.0	8.1	8.6	9.5		0.9
钢铁	14.5	14.2	14.6	14.6	15.8	16.0		0.2
采掘	14.7	16.4	16.5	15.6	16.5	16.6		0.1
建筑材料	14.8	14.7	14.5	14.8	15.3	15.4		0.1
综合	40.4	35.6	36.4	34.7	35.1	35.2		0.0
银行	6.7	7.5	7.2	7.8	7.9	7.8		-0.1
房地产	8.9	9.3	8.6	8.0	8.8	8.4		-0.4
农林牧渔	17.1	15.6	16.0	16.2	17.7	16.7		-1.0
非银金融	18.4	19.0	18.7	17.4	16.4	15.3		-1.1
传媒	39.9	38.2	36.2	36.4	36.4	34.9		-1.5
家用电器	25.0	26.1	28.3	27.5	27.1	25.4		-1.6
机械设备	29.8	29.1	30.1	30.6	31.4	29.7		-1.7
通信	38.7	39.7	37.5	34.7	35.2	33.4		-1.7
医药生物	49.9	41.3	45.3	44.8	44.7	42.1		-2.6
汽车	32.0	31.0	31.7	33.4	31.5	28.7		-2.7
化工	30.6	29.8	30.9	33.3	34.6	31.3		-3.3
食品饮料	46.2	45.4	53.7	54.5	52.1	48.6		-3.5
电气设备	43.9	39.3	47.7	50.7	47.7	43.7		-4.0
计算机	71.7	70.8	70.7	68.0	66.7	62.1		-4.6
电子	52.0	50.1	50.0	50.8	48.8	43.8		-5.0
国防军工	70.6	68.1	75.4	67.8	67.2	60.8		-6.4
有色金属	42.3	47.1	48.7	50.8	54.4	46.6		-7.8

资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月31日

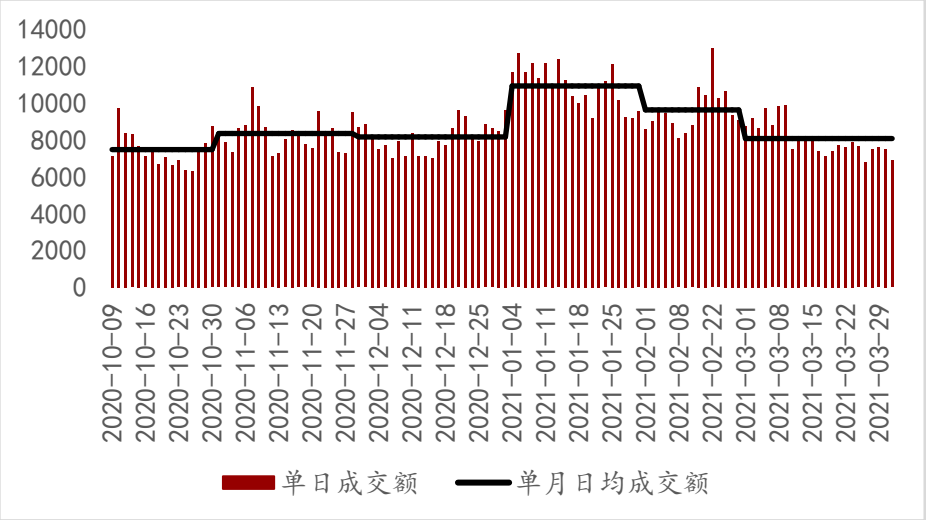
3 3月市场交易情绪和流动性

3.1 市场交易情绪：春季躁动告一段落，股指换手率触及年内新低

截至3月底，沪深两市单月日均成交额回落至8,060亿以下，连续两月回落超千亿元。春季躁动已过，当前市场交易情绪接近半年前低点。

从换手率来看，3月主要宽幅股指换手率震荡回落，逐步接近春节前低位水平。

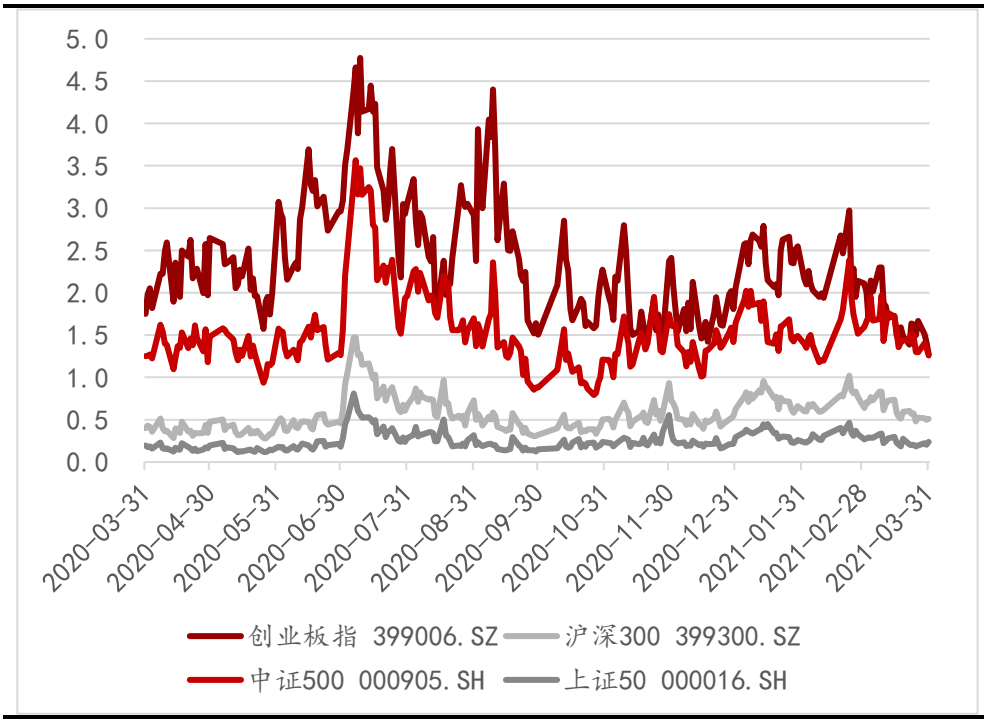
图表22：A股日成交额（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月31日收盘

图表23：A股主要股指日换手率（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月31日收盘

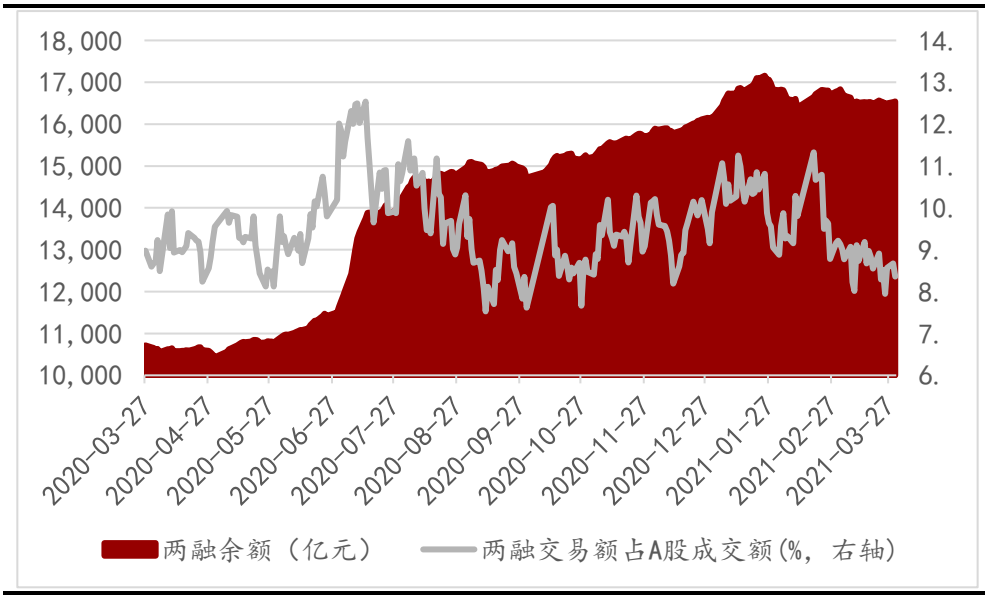
3.2 市场流动性：两融环比回落，北向交易维持高位

截至3月30日，融资融券总余额为16,540.48亿元，环比2月底减少160.12亿元。从两融交易额占成交额比重来看，3月呈现震荡回落趋势，当前两融交易热度处于年内新低水平。

具体到一级行业来看，3月仅有8个一级行业为两融净买入，其中公用事业（+24.62亿元）是仅有的净买入额超过10亿元的行业；电子（-76.02亿元）、医药生物（-62.84亿元）和非银金融（-49.89亿元）是3月融入净卖入最多的行业。

北上资金持续净流入，交易热度维持高位。北向资金截至3月31日累计净流入突破1.3万亿元，达到13,023.01亿元，单月净流入187.11亿元，已连续六个月净流入，单月净流入额较2月大幅下降；3月北上资金成交总额25,417.45亿元，为近八个月以来次高水平，北上资金交易依然保持跨年后活跃态势。

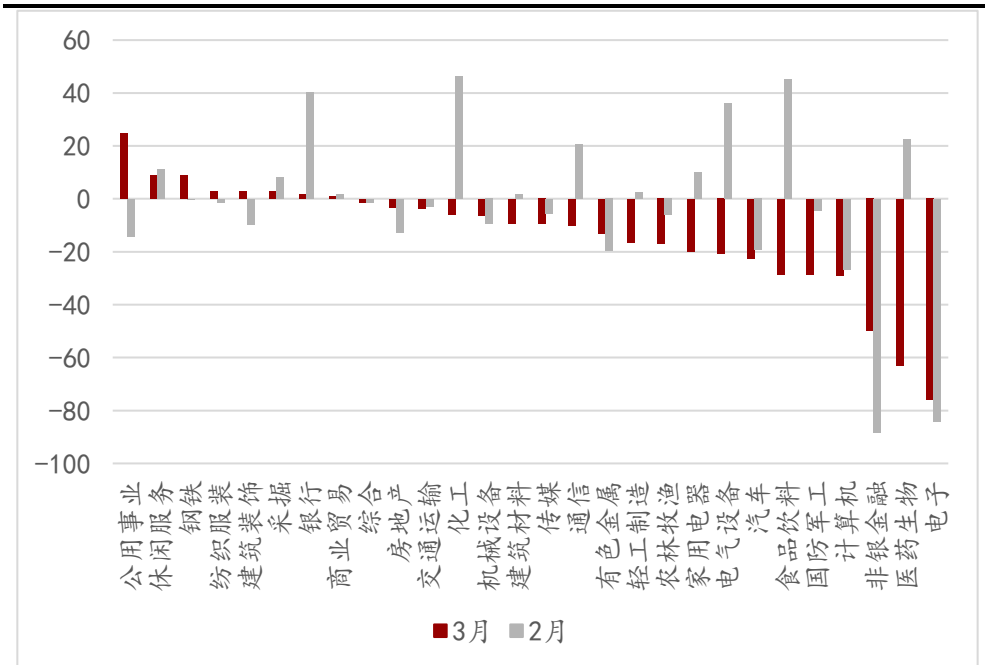
图表24：两融余额（亿元）和两融交易额占成交额比重（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月30日收盘

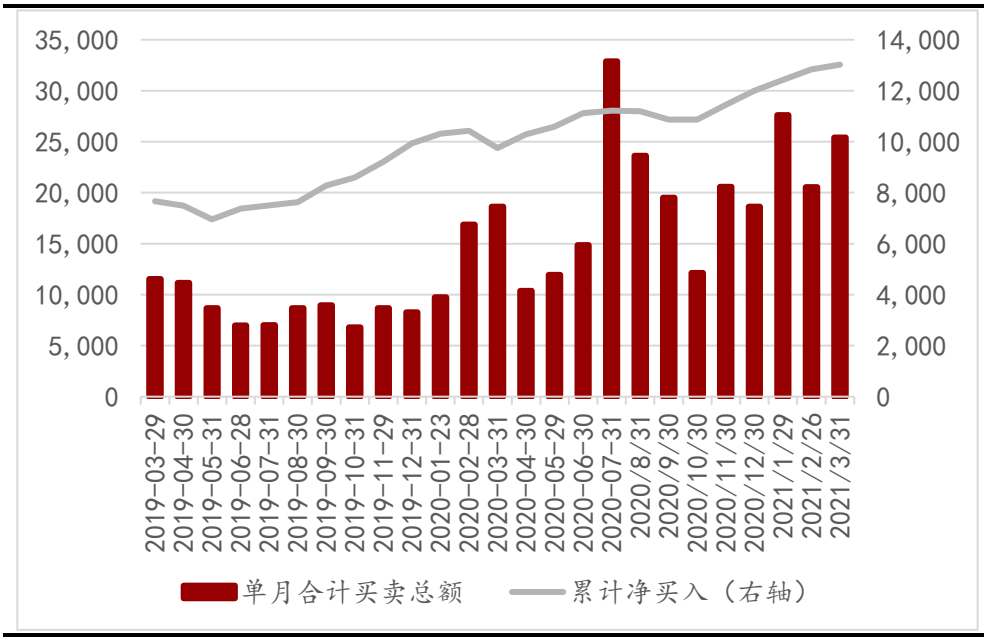
图表25：申万一级行业两融月净买入额（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月30日收盘

图表26：北向资金月度合计买卖总额（万亿元）和累计净买入（万亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

注：数据截至2021年3月31日收盘

4 4月投资建议

三月市场宽幅震荡，主因美债收益率上行、新兴市场加息、中美关系等外部因素担忧上升，叠加年报未完全披露落地，市场反复调整，表明现阶段市场情绪短期仍相对紧张，但我们认为外围情绪的影响只是短期有限的，市场现处于磨底阶段，随着情绪的消化修复，后期或将迎来一波震荡修复行情。国内当前经济基本面稳步修复，货币政策将逐步边际回归常态，资金面流动性不会骤降，前期A股估值极端分化情况已经大幅收敛，短期可把握修复行情，配置上倾向于估值与盈利增速匹配度较高的品种，重点关注一季报业绩有望超出预期的公司，以及估值逐步回归均值的机构持仓股。

中长期我们仍看好国内核心资产，随着疫苗的持续推进，海内外经济逐步复苏，PPI上行，量价齐升，建议把握顺周期板块的阶段性机会，重点关注化工、有色、钢铁等；景气拐点确认的低估值板块，银行、保险等；“后疫情”消费需求复苏，餐饮、旅游、航空、酒店等板块或将收益；此外，重点关注“碳中和”主题背景下长期受益的相关板块，新能源、半导体等。

5 风险提示

流动性投放超出预期收紧，经济数据与预期差距较大，年报披露业绩不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场