策略研究

短期把握反弹，中期关注基本面的确定性

周度策略 | 2021 年 4 月 6 日

报告摘要：

● **拜登基建计划恐影响美企盈利增速和部分产业中长期发展趋势**

短期预计将会和三月份国内外不错的经济数据一起提振市场风险情绪，和年报一季报一起成为本轮反弹的核心助力。中期来看，加税可能会拖累美企盈利增速，时间节点上政策可能要迟至年末才会落地。另外加税虽然短期对美债利率形成一定压制，但很难改变利率继续上行的趋势。长期应该要注意到，基建投资计划的背后是产业竞争，部分行业竞争格局可能生变，投资的确定性需要重新评估。

● **一季报反弹行情虽好，但Q2更要重点关注基本面的确定性**

为什么此时关注点开始转向基本面的确定性？前期经过回调，估值的问题暂时解决之后，基本面（增长、竞争格局）的确定性就成为核心问题，确定性的判断不仅决定今年的预期收益率，也决定了估值中枢需不需要继续下移。

目前，不论是自上而下再总量统计数据上，还是中微观产业链观察，我们都看到了一些基本面确定性在走弱的迹象。政策上稳杠杆和企业投资意愿不足，库存周期可能已经处于顶部，进而会影响盈利增速上行的持续性。另外上游价格上升但下游成本传导较难，两头挤压也不利于盈利增速上行的空间和时间。信用端收紧也预示着盈利增速已经处于顶部位置。

从一两个月能见度来看，大概率一季报还不到业绩不及预期情况出现的时候，可能要迟至中报才会有所表现，在此之前四五月份的经济数据需要重点跟踪观察。

● **景气度决定行情分化，再看四大板块最新情况**

整体上我们判断，市场在目前这个位置存在反弹的需要和支撑，之所以定义为反弹，中期的原因是基于基本面确定性下降的判断，交易层面看目前这个位置上方的套牢盘也很重。进入四月，一季报在基数效应下应该会有很多公司需要出业绩预告，业绩超预期的板块也有助于市场人气的修复。短期反弹的持续性也将受美股扰动，尤其是前期美股出现大资金爆仓，证明美股的风险相对来说是比较大的。

● **配置建议**

四月份的行情很大程度上会和一季度预期差有关，交易的影响要强于配置，基于以上对中长期因素的分析，建议关注：

1、受益疫情后服务业复苏，业绩存在超预期可能：餐饮、酒店、旅游、航空

2、中长期产业逻辑坚挺，短期产业链持续产销旺盛的：半导体、面板、锂电、汽车零部件、相关产业链上游材料板块

3、地产链延续高景气：竣工端的建材、家居，以及下游的物业

4、一季度存在业绩超预期可能：有色、基化、炼化龙头

5、可以开始布局二季度才会出现明显修复，近期股价补跌的：保险、云计算

● **风险提示**

海外经济恶化，疫苗进展不利

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：(8610)85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：钱力

执业证号：S0100119070037

电话：(021)60876719

邮箱：qianli@mszq.com

相关研究

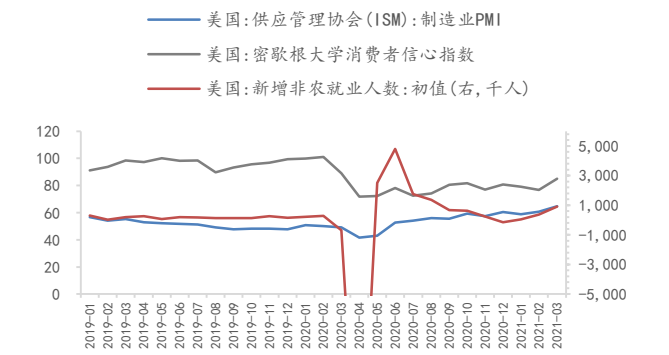
目录

1、拜登基建计划恐影响美企盈利增速和部分产业中长期发展趋势 3
2、一季报反弹行情虽好，但 Q2 更要重点关注基本面的确定性 5
3、景气度决定行情分化，再看四大板块最新情况 7
4、配置建议 8
插图目录 9

1、拜登基建计划恐影响美企盈利增速和部分产业中长期发展趋势

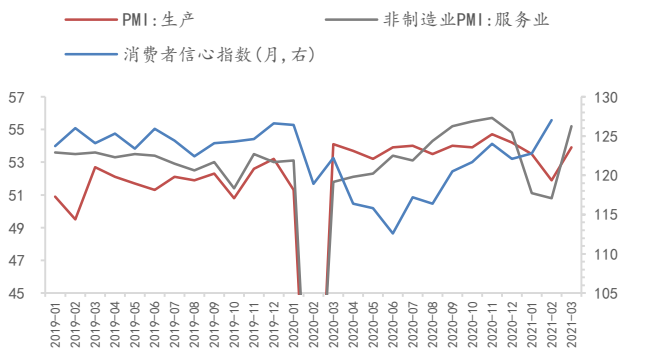
短期将会和三月份不错的经济数据一起提振市场风险情绪。国内来看，生产端 PMI 有所回升，服务业 PMI 在疫苗落地和线下场景恢复下提升幅度更为明显，这一点也能从近几个月的消费者信心向好趋势里得到佐证。相比之下，美国由于和中国存在疫情防控错位和经济复苏错位，三月份数据的回升幅度更好，新增非农就业人数持续回升带动消费者信心继续创疫情以来新高。

图 1：美国三月份经济复苏进一步加速



资料来源：Wind,民生证券研究院

图 2：国内三月份经济数据也有所回升



资料来源：Wind,民生证券研究院

年后以来市场先后经历了抱团板块下跌、周期股补跌、碳中和主题补跌，调整幅度较大，随着成交量的逐级下降，本身就存在一定反弹需要。三月份海内外不错的经济数据以及年报季和四月份一季报披露潜在超预期将成为这一轮反弹的核心助力。

图 3：近期国内外股票市场都出现了一轮反弹行情（标准化）



资料来源：民生证券研究院整理

加税可能最早要迟至年末才会落地，中期拖累美企盈利增速。从美国国内政治流程上来看，法案需要获得众议院半数以上以及参议院 60%支持才能大概率落地，但目前民主党在参议院并不具有绝对优势席位。如果要动用预算和解流程来通过，本财年里国会预算决议已经为 1.9 万亿美元财政刺激实施过一次预算和解流程指令，因此最早也要到下一财年开始，也就是

年末才能落地。从内容上看，加税计划主要集中在企业端，所得税从 21%提高至 28%，海外收入（非汇回美国本土情况下）从 10.5%提高至 21%，基本回到了 17 年特朗普减税措施之前的水平，在不考虑投资计划里产业政策方面对竞争格局的长期影响，中期会直接减弱美国企业的盈利能力。

加税而非举债短期压制美债利率，但难以改变继续上行的趋势。本次基建投资计划预计将在未来 8 年投资约 2.3 万亿美元，同时通过加税在未来 15 年增加 2 万亿美元财政收入，也即主要通过加税而非进一步举债的方式融资，短期从债券供给压力减弱的角度利好美债市场，因此也可以看到计划公布后美债利率小幅度回落。但中期我们认为美债利率走势的核心影响因素仍然是增长和政策收紧预期。如果参照国内债市去年调整的路径，疫情控制得当、经济活动回归正常化，利率也会向去年 12 月疫情前的正常水平看齐，那么美债利率（十年期）至少要上探至 1.9%。

投资计划的背后是产业竞争，部分行业竞争格局可能生变，投资的确定性需要重新评估。在本次基建投资计划里，除了投向公路、铁路、桥梁等基础设施领域，也将在科技研发领域进行重大投资，进而可能给相关产业竞争格局带来长期影响。以半导体为例，本次计划里将向美国本土半导体制造行业投资 500 亿美元，与此同时欧洲方面也计划投资最高达 500 亿欧元以减少半导体企业最终投资金额的 20-40%，来降低对亚洲为主的半导体产业的依存度。如此巨量的资金支持带来行业大规模扩产会使晶圆制造厂商面临中长期竞争加剧的风险。

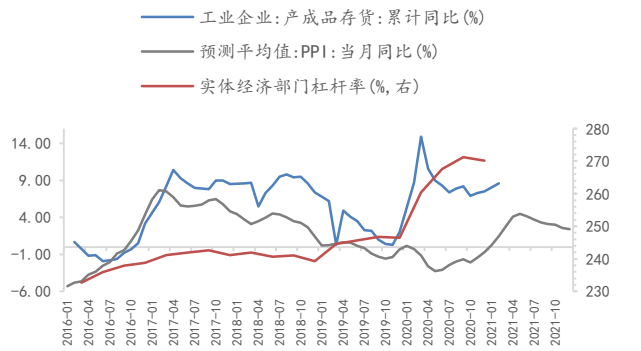
2、一季报反弹行情虽好，但 Q2 更要重点关注基本面的确定性

为什么系统性风险层面，核心问题开始转向基本面的确定性？年后的抱团板块下跌最大的好处无疑是一定程度上快速释放了核心资产的泡沫，正如国内的疫情防控和货币政策回归正常化要领先主要国家，股市的泡沫去化也提前于美股，这不仅使得未来潜在调整的风险有所降低，也提高了今年行情的延续性。除了消费和医药板块部分标的仍处于合理估值的上沿，成长板块标的有些甚至已经回调至合理中枢以下。在估值的问题暂时解决之后，基本面的确定性（盈利增长、竞争格局）就成为核心问题，因为这不仅决定预期收益率，也决定了估值中枢需不需要继续下移。

不论是自上而下在总量统计数据上，还是中微观产业链观察，我们都看到了一些基本面确定性在走弱的迹象。

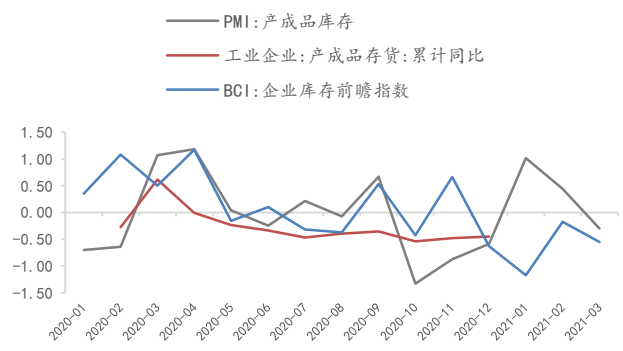
政策上稳杠杆和企业投资意愿不足，库存周期可能已经处于顶部，进而会影响盈利增速上行持续性。本轮疫情以来，虽然相比政府端和居民端，企业端加杠杆的幅度相对小一点，但整体杠杆率也已经处于高位，这将会对企业继续加大短期库存投资和中长期固定资产投资带来约束。历史上，一般 PPI 上行期企业出于降低成本的考虑，都会相应增加库存，但本轮企业端继续加杠杆的空间不足，这意味着库存周期可能会先于 PPI（预计高点在 5 月份）见顶。边际上来看，三月份的 PMI 和 BCI 数据中企业库存都是为数不多下行的分项指标，尤其是作为同比指标的 BCI 企业库存已经连续四个月处于负区间，一定程度上也指向了前述推断。加库存动力不足将直接影响需求，进而也将对盈利增速上行的持续性带来负面影响。

图 4：高杠杆率可能弱化 PPI 对库存周期的拉动



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：三月份经济数据里库存分项在边际走弱（标准化）



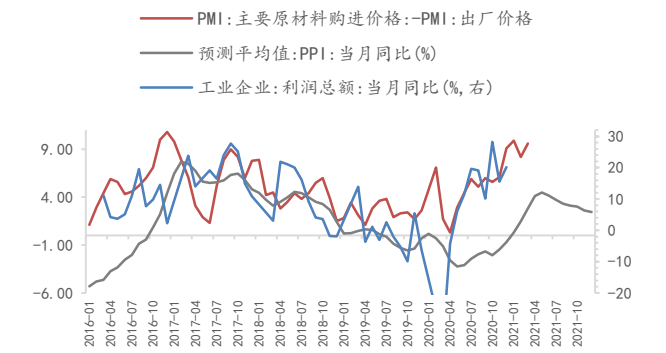
资料来源：Wind，民生证券研究院

上游价格上升但下游成本传导较难，两头挤压也不利于盈利增速上行的空间和时间。本轮疫情后经济复苏，上游尤其是资源品的涨价，一定程度上受海外流动性影响，在下游需求尚未复苏到疫前水平的时候，价格就已经提前回升，甚至部分大宗商品价格已经高于 17 年水平。两头挤压下，处于中游的制造业企业盈利水平会受到明显限制，这一点已经在比如家电、机械、汽车、电子、新能源等产业链中反映。

信用端收紧也预示着盈利增速已经处于顶部位置。信用端三大影响因素里，政策上已经明显偏向稳杠杆；地产链由于三条红线影响，房企更有动力在竣工端加大投资加速推盘，对土

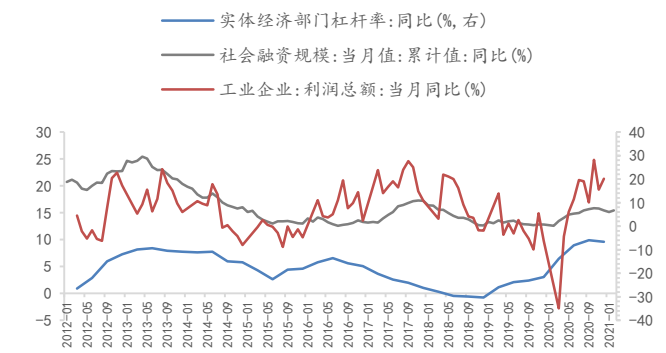
储和新开工的意愿相对不足；企业端受制于杠杆率中长期信贷意愿也会受到影响。因此社融增速继续下行将是大概率事件，二月份的回升可能只是阶段性表现。信用端收紧将会直接影响中期盈利增速水平，如果以社融领先企业盈利增速 6 个月计算，本轮盈利复苏应该已经处于顶部区域。

图 6：上游资源品大幅涨价可能会削弱 PPI 对盈利的拉动



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：信用端收紧预示着盈利复苏可能已经处于顶部



资料来源：Wind，民生证券研究院

大概率一季报还不到业绩不及预期情况出现的时候，可能要迟至中报才会有所表现，在此之前四五月份的经济数据需要重点跟踪观察。

3、景气度决定行情分化，再看四大板块最新情况

整体上我们判断，市场在目前这个位置存在反弹的需要和支撑，之所以定义为反弹，中期的原因是基于基本面确定性下降的判断，交易层面看目前这个位置上方的套牢盘也很重。进入四月，一季报在基数效应下应该会有很多公司需要出业绩预告，业绩超预期的板块也有助于市场人气的修复。短期反弹的持续性也将受美股扰动，尤其是前期美股出现大资金爆仓，证明美股的风险相对来说是比较大的。

1、 抱团板块

抱团板块内部分化很大程度上是基于景气度，比如一个典型例子是食品饮料板块近期白酒和调味品走势的差别，白酒在一季度存在业绩上调可能的支撑下在反弹行情中表现较好，但是调味品尤其是复合调味品在年报业绩疲软的情况下跌幅明显。甚至一定程度上，近期抱团板块的反弹要更取决于景气度，估值的影响相对弱化，典型的比如医药 CRO 板块。

2、 周期板块

对于周期里面的纯周期品，尤其是在“碳中和”主题下涨幅较大的部分品种，目前政策仍处于摸石头过河阶段，且碳中和将是一个持续几十年的过程，因此这类标的的上涨只能定性为低位补涨，持续性存疑。周期板块中的地产链在二手房成交较好，以及预计精装房比例 21 年将进一步提升的预期下景气度仍能维持高位。金融板块在经济复苏、利率水平走高的趋势下也将维持强势地位。但工程机械、基化、炼化近期股价大幅波动反映市场对其成长性是有所怀疑的，随着经济复苏进入后期，行业周期性的因素也将开始体现出来，行业龙头个股 22-23 年的预测盈利增速相比 21 年要明显下滑。

3、 低位价值板块

低位价值板块部分标的近期补跌，走势明显较弱，主要原因是基本面瑕疵没能证伪，景气度明显上行可能要延后到二季度。但整体上随着今年业绩修复的确定性越来越高，低位价值板块的估值修复和盈利预期调整会逐渐反映在股价当中，近期股价的低点反而给出了更好的布局机会。

4、 中小票

对于中小票我们判断并不会成为下一轮主流配置的方向，站在当前时点，中小市值选股对应的逻辑有三点：一是选择行业天花板高度有限所以市值难以大幅扩张的细分赛道的龙头；二是选择热门板块内相对滞涨的非龙头公司；三是选择行业远期有空间，但目前在产业生命周期上还处于较早期的公司。从策略的角度讲，三者的实质都是去下沉选择低确定性标的，对于资金量较大的机构资金来讲，低确定性标的风险较大，且中小市值使其可加仓的空间有限。从流动性角度来看，整体宏观流动性趋紧属于确定性趋势，总量流动性不扩张，资金难以持续性的炒短炒小，信贷资源收紧也不利于中小企业盈利的持续性。

4、配置建议

四月份的行情很大程度上会和一季度预期差有关，交易的影响要强于配置，基于以上对中长期因素的分析，建议关注：

1、受益疫情后服务业复苏，业绩存在超预期可能：餐饮、酒店、旅游、航空

2、中长期产业逻辑坚挺，短期产业链持续产销旺盛的：半导体、面板、锂电、汽车零部件、相关产业链上游材料板块

3、地产链延续高景气：竣工端的建材、家居，以及下游的物业

4、一季度存在业绩超预期可能：有色、基化、炼化龙头

5、可以开始布局二季度才会出现明显修复，近期股价补跌的：保险、云计算

插图目录

图 1：美国三月份经济复苏进一步加速 3
图 2：国内三月份经济数据也有所回升 3
图 3：近期国内外股票市场都出现了一轮反弹行情（标准化） 3
图 4：高杠杆率可能弱化 PPI 对库存周期的拉动 5
图 5：三月份经济数据里库存分项在边际走弱（标准化） 5
图 6：上游资源品大幅涨价可能会削弱 PPI 对盈利的拉动 6
图 7：信用端收紧预示着盈利复苏可能已经处于顶部 6

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

钱力，策略研究员，美国杜兰大学金融学硕士，四年策略研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。