太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-03-28

投资策略报告

4月淡化风格，回归业绩

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190511030002

证券分析师：金达莱

电话：010-88695265

E-MAIL： jindl@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190518060001

相关研究报告：

《外围扰动加大，反弹有顶有底》——2020/03/21

《经济韧性提供动力，超跌反弹仍可期》——2020/03/13

《淡化波动，关注细分行业龙头》——2020/03/07

《3月收获期，且行且珍惜》——2020/02/28

《布局风格切换，春节躁动仍在途中》——2020/2/21

《持股过节，静待年后》——2020/02/07

《流动性担忧待修复，把握风格切换好时机》——2020/01/31

《攻守兼备，仍是布局好时光》——2020/01/24

《 A股资金面充裕，坚守阵线以待轮动》——2020/01/17

《增量资金有空间，春季躁动仍可为》——2021/01/10

《春季躁动渐近，保持布局思维》——2021/01/03

《1月稳扎稳打，布局春季躁动》——2020/12/27

核心结论：4月淡化风格，回归业绩。近期美联储对外表态中提及在经济目标取得实质性进展时将逐步减少资产购买，虽然目前美联储政策转向不具备实质性条件，但也需警惕美联储政策预期的引导方向可能会发生变化。国内央行对国内外经济表述更为乐观，但在货币政策方面强化“灵活精准”而淡化“连续性”，凸显在更为中性的主基调下，央行将规避释放过松或过紧的信号，此举也将为外围风险保留政策空间。美债利率进入慢涨阶段，市场对外围流动性敏感度边际钝化。近期市场窄幅震荡，前期抱团股和顺周期龙头股有所企稳，虽然近期新疆棉、《外国公司问责法》等中美扰动有所加大，但我们认为短期市场在未有实质性利空事件落地前，下行空间有限，A股将在未来两周一季报靓丽业绩下呈反弹修复。但由于估值（情绪）压制、赎回压力在反弹阶段可能更大，由此大盘指数修复空间仍相对保守，核心仍在结构上。

美联储减少资产购买条件严格，预期引导有微妙变化。3月25日美联储主席鲍威尔在接受采访时表示在经济目标取得实质性进展之时，将逐步减少购买资产规模。我们看到，在此次表态中鲍威尔依然强调了逐步减少资产购买的前提是经济目标取得“实质性”进展，可见逐步减少资产购买的条件依然严格，此处与2021年3月美联储议息会议中上调美国2021年经济预期的行为相一致。但市场也需意识到，美联储对政策预期的引导方向可能正在发生变化。

央行一季度例会经济表述乐观，政策“连续性”被淡化。3月26日央行一季度例会对国内外经济表述更为乐观，但货币政策强化“灵活精准”而淡化“连续性”，“不急转”等相关货币政策描述较上季度有所删减，显示对货币政策表述相对偏紧。虽然目前并不代表央行货币政策会有所转向，但政策节奏与经济复苏进程密切相关，未来国内政策倾向收紧的概率也将进一步加大，此举亦为外围风险保留政策空间。

交易通胀进入后半段，全球经济修复将偏慢。我们认为全球经济修复将偏慢。一方面，由于疫苗接种进度缓慢，再之传染力更强的新冠病毒新变种的传播，欧洲近期迎来第三轮疫情。目前欧洲多国已重新采取严格防疫措施。另一方面，后续美国财政刺激实际推进可能偏慢。2021年决议预留的政策空间并未提及基建及税收政策，由此实现大规模的基建刺激将面临较强的预算约束。后续大宗商品价格上行，空间已有限。首先，目前市场对通胀预期已较高，截止3月25日，美国盈亏平衡通胀率（对应市场通胀预期）达到2.32%，已超过2018年高点。此外，进入3月以来，油价、基本金属等多数大宗商品价格已呈现疲软态势，在未来随着经济复苏带来的需求端弹性有限、供给端复工约束减轻的背景下，大宗商品价格难以大幅度上行。

配置建议：淡化风格，关注一季报业绩支撑个股。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）“消费内循环”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；4）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

风险提示：中美摩擦边际恶化；国内出口回落

目 录

核心结论：4月淡化风格，回归业绩 4
1、美联储减少资产购买条件严格，预期引导有微妙变化 4
2、央行一季度例会经济表述乐观，政策“连续性”被淡化 5
3、交易通胀进入后半段，全球经济修复将偏慢 6
4、4月淡化风格，回归业绩 7

图表目录

图表 1：美联储 2021 年 3 月最新经济预测表..... 5
图表 2：2021Q1 和 2020Q4 央行货币政策例会声明主要内容对比 6
图表 3：法国、意大利、德国新增确诊明显增多..... 7
图表 4：近期波兰、德国等欧洲多国相继延迟封锁..... 7
图表 5：目前美国通胀预期处于历史高位 7
图表 6：3 月以来重要大宗商品价格呈现疲态 7
图表 7：沪深 300 和创业板指 PE 历史百分位水位基本一致（截止 2021/3/26）..... 8
图表 8：周期板块估值有所下滑（截止 2021/3/26） 8

核心结论：4月淡化风格，回归业绩

近期美联储对外表态中提及在经济目标取得实质性进展时将逐步减少资产购买，虽然目前美联储政策转向不具备实质性条件，但也需警惕美联储政策预期的引导方向可能会发生变化。国内央行对国内外经济表述更为乐观，但在货币政策方面强化“灵活精准”而淡化“连续性”，凸显在更为中性的主基调下，央行将规避释放过松或过紧的信号，此举也将为外围风险保留政策空间。美债利率进入慢涨阶段，市场对外围流动性敏感度边际钝化。近期市场窄幅震荡，前期抱团股和顺周期龙头股有所企稳，虽然近期新疆棉、《外国公司问责法》等中美扰动有所加大，但我们认为短期市场在未有实质性利空事件落地前，下行空间有限，A股将在未来两周一季报靓丽业绩下呈反弹修复。但由于估值（情绪）压制、赎回压力在反弹阶段可能更大，由此大盘指数修复空间仍相对保守，核心仍在结构上。

配置建议：淡化风格，关注一季报业绩支撑个股。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

1、美联储减少资产购买条件严格，预期引导有微妙变化

3月25日周四，美联储主席鲍威尔在接受美国国家公共广播电台（NPR）采访时对当前美国经济和美联储政策进行表态。其中在货币政策计划上，鲍威尔表示“在实现目标方面进一步取得实质性进展，我们将逐步减少美国国债和抵押贷款支持证券的购买规模”，在鲍威尔做出上市表态后，美国三大股指纷纷转跌，而此后市场在较好的失业救济数据（截止3月20日当周初请失业金人数68.4万人，好于预期）之下，恢复走强并最终收红。

我们看到，在此次表态中鲍威尔依然强调了逐步减少资产购买的前提是经济目标取得“实质性”进展，可见逐步减少资产购买的条件依然严格，此处与2021年3月美联储议息会议中上调美国2021年经济预期的行为相一致。相较于2020年12月议息会议，美联储在2021年3月议息会议中将2021年经济增速由4.2%大幅上调至6.5%。但市场也需意识到，美联储对政策预期的引导方向可能正在发生变化，鲍威尔表示任何加息或资产购买步伐的降低都会“随着时间的流逝逐渐地，透明地进行”。

图表 1：美联储 2021 年 3 月最新经济预测表

经济指标	中位数				集中趋势			
	2021	2022	2023	长期	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增长（同比，%）	**6.5**	**3.3**	**2.2**	**1.8**	**5.8-6.6**	**3.0-3.8**	**2.0-2.5**	**1.8-2.0**
3 月预测	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7-5.0	3.0-3.5	2.2-2.7	1.7-2.0
失业率（%）	**4.5**	**3.9**	**3.5**	**4.0**	**4.2-4.7**	**3.6-4.0**	**3.2-3.8**	**3.8-4.3**
3 月预测	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7-5.4	3.8-4.6	3.5-4.3	3.9-4.3
PCE 通胀（同比，%）	**2.4**	**2.0**	**2.1**	**2.0**	**2.2-2.4**	**1.8-2.1**	**2.0-2.2**	**2.0**
3 月预测	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.1	2.0
核心通胀（同比，%）	**2.2**	**2.0**	**2.1**		**2.0-2.3**	**1.9-2.1**	**2.0-2.2**	
3 月预测	1.8	1.9	2.0		1.7-1.8	1.8-2.0	1.9-2.1	
基准利率（%）	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**2.5**	**0.1**	**0.1-0.4**	**0.1-0.9**	**2.3-2.5**
3 月预测	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5

资料来源：美联储，太平洋证券整理

2、央行一季度例会经济表述乐观，政策“连续性”被淡化

3 月 26 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2021 年第一季度例会，整体来看，央行对国内外经济表述更为乐观，但对货币政策表述相对偏紧。虽然并不代表目前央行货币政策会有所转向，但政策节奏与经济复苏进程密切相关，未来国内政策倾向收紧的概率也将进一步加大，此举亦为外围风险保留政策空间。

对比 2020Q4，2021Q1 央行货币政策例会声明发生的边际变化主要体现在：一是，对经济相关表述更为乐观，相较于 2020Q4“国内经济内生动力增强”的表述，此次表述为“国内经济积极因素明显增多”，相对更加乐观；而外围经济的表述也由此前的“境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻”变为“境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻”，认可外围经济的好转。二是，货币政策强化“灵活精准”而淡化“连续性”，货币政策相关描述较上季度有所删减，删除了“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”、“保持对经济恢复的必要支持力度”、“不急转弯”，而整体基调突出“灵活精准”，显示短期货币政策的延续性、对经济增长支持的迫切性均有所下降，在更为中性的主基调下，央行将规避释放过松或过紧的信号，此举也将为外围风险保留政策空间。

图表 2：2021Q1 和 2020Q4 央行货币政策例会声明主要内容对比

	2020Q1	2020Q4
经济环境	国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，**但经济恢复进程仍不平衡，境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻，**要加强国内外经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。	当前**境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻，国内经济内生动力增强，**但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击，要加强经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。
下一步工作	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度，引导金融机构加大对科技创新、小微企业和绿色发展等领域的支持。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，**保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，**把握好政策时度效，**保持对经济恢复的必要支持力度。**综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，加大对科技创新、小微企业和绿色发展的金融支持，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。
总要求	坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持扩大内需战略，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，灵活精准实施货币政策，处理好恢复经济与防范风险的关系，努力保持经济运行在合理区间，以高质量发展为“十四五”开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立 100 周年。	坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，**不急转弯，**立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持扩大内需战略，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，以高质量发展为“十四五”开好局。

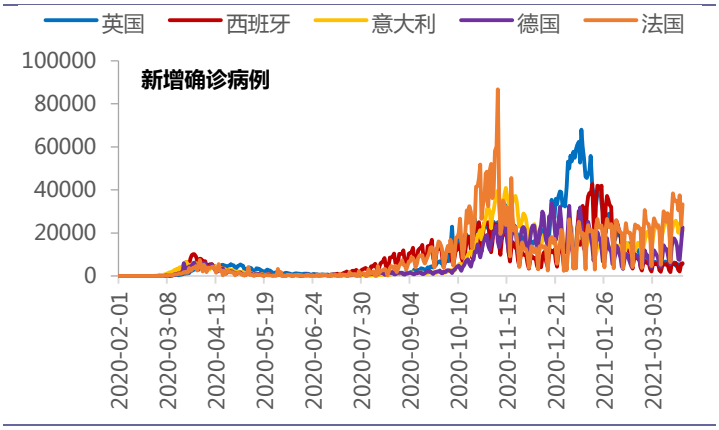
资料来源：太平洋证券整理

3、交易通胀进入后半段，全球经济修复将偏慢

全球经济修复将偏慢。一方面，由于疫苗接种进度缓慢，再之传染力更强的新冠病毒新变种的传播，欧洲近期迎来第三轮疫情。2021 年 2 月下旬以来，法国、意大利、德国新增确诊病例均出现明显上行。而目前法国、意大利、德国每百人新冠疫苗接种量仅 13 剂次，较英美有明显差距。在疫苗接种范围不高的情况下，新冠病毒变异株的感染数量正在增加。欧盟委员会卫生和食品安全事务委员基里亚基季斯表示，80% 的测序样本都是感染了这种病毒变异株。继 3 月 18 日法国多地再次实施“封城”，20 日和 22 日波兰、德国也陆续倾向于实施和延期封锁，目前欧洲多国已重新采取严格防疫措施。另一方面，后续美国财政刺激实际推进可能偏慢。此前为通过 1.9 万亿美元抗疫刺激，2 月 5 日美国参众两院通过 2021 财年财政预算决议，而该决议预留的政策空间并未提及基建及税收政策，由此 2021 年实现大规模的基建刺激将面临较强的预算约束。

后续大宗商品价格上行，空间已有限。首先，目前市场对通胀预期已较高，较多 price in 在当前的大宗商品价格中，截止 3 月 25 日，美国盈亏平衡通胀率（对应市场通胀预期）达到 2.32%，已超过 2018 年高点，处于 2008 年以来 88%的历史百分位。此外，进入 3 月以来，油价、基本金属等多数大宗商品价格已呈现疲软态势，在未来随着经济复苏带来的需求端弹性有限、供给端复工约束减轻的背景下，大宗商品价格难以大幅度上行。

图表 3：法国、意大利、德国新增确诊明显增多



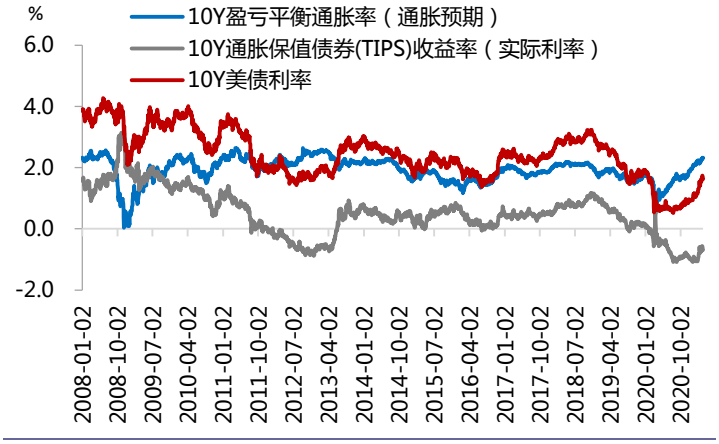
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：近期波兰、德国等欧洲多国相继延迟封锁

日期	国家	防疫封锁计划
2021/3/18	法国	多地将再次实施“封城”，持续至少 4 周，至 4 月 15 日
2021/3/20	波兰	实施为期 3 周的封锁措施，商店、酒店和剧院等场所再次关闭，封锁至 4 月 10 日
2021/3/22	德国	“封城”措施再度延长适用至 4 月 18 日
2021/3/22	保加利亚	为期 10 天的全国封锁措施，封锁至 3 月 31 日
2021/3/24	比利时	延长部分疫情措施 4 周，至少至 4 月 18 日

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：目前美国通胀预期处于历史高位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：3 月以来重要大宗商品价格呈现疲态



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、4 月淡化风格，回归业绩

近期美联储对外表态中提及在经济目标取得实质性进展时将逐步减少资产购买，虽然目前美联储政策转向不具备实质性条件，但也需警惕美联储政策预期的引导方向可能会发生变化。国内央行对国内外经济表述更为乐观，但在货币政策方面强化“灵活精准”

而淡化“连续性”，凸显在更为中性的主基调下，央行将规避释放过松或过紧的信号，此举也将为外围风险保留政策空间。

美债利率进入慢涨阶段，市场对外围流动性敏感度边际钝化。近期市场窄幅震荡，前期抱团股和顺周期龙头股有所企稳，虽然近期新疆棉、《外国公司问责法》等中美扰动有所加大，但我们认为短期市场在未有实质性利空事件落地前，下行空间有限，A 股将在未来两周一季报靓丽业绩下呈反弹修复。但由于估值（情绪）压制、赎回压力在反弹阶段可能更大，由此大盘指数修复空间仍相对保守，核心仍在结构上。

配置建议：淡化风格，关注一季报业绩支撑个股。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

图表 7：沪深 300 和创业板指 PE 历史百分位水位基本一致（截止 2021/3/26）

	板块	PB	PB 历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）	
						2021 年至今	近一周
重要指数	沪深 300	1.69	48.5%	15.47	68.5%	-3.33	0.62
	上证 50	1.48	42.3%	13.49	64.0%	-3.05	0.50
	中小板指	4.30	54.2%	31.83	47.3%	-6.23	0.58
	创业板指	7.28	86.4%	59.54	71.5%	-7.45	2.77
	中证 500	2.02	16.9%	26.77	20.9%	-1.81	0.73
	创业板 50	8.45	80.8%	61.34	63.7%	-7.19	2.52
	中证 1000	2.55	33.1%	39.77	30.0%	-5.19	0.81

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 8：周期板块估值有所下滑（截止 2021/3/26）

风格	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）	
						2021 年至今	近一周
周期	采掘	1.15	6.9%	16.04	28.2%	1.37	-2.54
	化工	2.69	52.9%	31.44	52.3%	3.57	-3.42
	钢铁	1.13	27.4%	16.29	35.6%	14.46	-5.72
	有色金属	2.89	39.8%	49.64	69.2%	0.90	-4.26
	建筑材料	2.23	38.9%	15.34	13.9%	4.89	0.81
	建筑装饰	0.92	2.4%	9.42	3.9%	5.65	0.81
	电气设备	4.02	66.3%	44.04	58.0%	-6.53	0.61
	机械设备	2.84	44.5%	31.44	47.6%	0.56	0.77
	公用事业	1.59	11.3%	20.72	27.0%	9.19	2.39

	交通运输	1.56	25.5%	26.84	64.8%	-0.13	-0.73
消费	汽车	2.20	39.2%	29.68	70.2%	-7.81	-0.98
	家用电器	3.78	85.8%	25.86	62.1%	-8.76	-0.42
	纺织服装	1.88	24.8%	36.77	63.1%	2.77	3.20
	轻工制造	2.69	55.9%	31.21	36.2%	6.40	-0.27
	商业贸易	1.39	2.6%	26.97	37.6%	-2.70	1.10
	农林牧渔	3.54	49.2%	16.52	1.0%	0.65	-0.48
	食品饮料	9.86	96.8%	49.15	88.5%	-8.41	2.23
	休闲服务	8.36	97.0%	180.89	99.6%	11.75	1.72
	医药生物	4.70	70.7%	42.96	62.2%	-4.50	3.25
金融	房地产	1.12	0.4%	8.50	1.3%	-0.82	-1.14
	银行	0.77	5.1%	7.81	44.2%	9.21	0.22
	非银金融	1.73	8.1%	15.54	11.4%	-10.95	1.55
成长	国防军工	3.07	53.7%	59.77	42.1%	-19.37	-0.30
	电子	4.15	74.3%	44.89	39.1%	-8.08	1.40
	计算机	3.94	42.7%	64.79	78.7%	-8.22	4.68
	传媒	2.55	9.8%	36.25	16.0%	-6.18	1.92
	通信	2.17	24.1%	34.06	26.5%	-10.44	0.25

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性:我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
上海区域销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海区域销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海地区销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
上海地区销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
上海地区销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
深圳地区销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
电话：（8610)88321761
传真：（8610）88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。