粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略大势研判】新兴经济体率先开启加息，我国货币政策空间几何

2021 年 03 月 28 日

分析师：陈梦洁
执业编号：S0300520100001
电话：010-64814022
邮箱：chenmengjie@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略解盘】如何看待纺织服装板块领涨-0325》2021-03-25

《【粤开策略】每日数据跟踪-20210325》2021-03-25

《【粤开策略深度】新能源汽车风口下的投资机会解析》2021-03-26

《【粤开策略解盘】指数强势反弹，后续投资机会几何-0326》2021-03-26

《【粤开策略】每日数据跟踪-20210326》2021-03-26

投资要点

本周市场表现：顺周期板块明显回调

本周，主要股指继续震荡筑底，上证指数周涨 0.4%，深证成指当周涨 1.2%，创业板指当周涨 2.8%。从申万行业板块表现来看，计算机、医药生物、纺织服装、公用事业板块表现较好，顺周期板块明显回调、跌幅居前。

市场成交分析：创业板成交率先回暖

从成交量来看，随着近一个月指数的持续调整，成交量逐级下行，震荡磨底之下，成交已接近地量，资金观望氛围格外浓厚，但我们看到创业板的成交量环比率先回暖，随着指数的企稳、北上资金的回流，后续有望带动主板成交回暖，吸引增量资金入场。

北上资金：配置型北上资金提前入场

本周北上资金净买入 141.64 亿元，伴随着近 3 周净买入的持续回升，MA3 也出现大幅上行，我们在上周的流动性观察中已提示投资者，北上或已提前进场。从历史情况来看，配置型北上资金更偏向于长线投资以及左侧交易，因此，对于右侧趋势交易投资者可等待企稳信号明确。

北上资金持续流向以银行、非银为代表的大金融板块，近 1 个月银行获得净流入近百亿，相对而言，低估值大金融板块持续性较好，不过我们也注意到医药生物板块获得北上资金加速流入，核心品种再获资金流入值得关注。

大势研判：悲观情绪宣泄，情绪面拐点还有多远

整体来看，我们认为虽然市场仍处于震荡磨底过程中，但也伴随着一些积极的信号：估值回归相对合理区间、创业板成交回暖、配置型北上资金先行入场等，我们认为当前悲观情绪宣泄接近尾声，情绪面拐点即将到来。配置方向上，建议关注绩优+低估+长期战略三条主线：

一是，当前处于年报和一季报的业绩披露窗口期，轻指数中个股，关注业绩可能超预期或者业绩确定性强的个股，蓝筹白马股或由于业绩确定性或更受资金青睐，可布局盈利与估值水平匹配的品种，从北上资金流入来看，前 5 重仓板块中，医药、银行、电子均获得持续流入。

二是，关注低估值顺周期，从一季报预告来看，以化工、机械为代表的顺周期行业表现更为占优，上游有色、化工受益于大宗商品价格上行股价已率先有所表现，随着经济持续修复，供需提振的背景下，上游的景气传向中游的机械、化工设备等传导。

三是，关注国家长期战略主线，碳中和、新能源、硬科技等将充分受益即将出台的各行业“十四五”规划，政策红利+景气度上行将带来相关板块的黄金投资机会。

风险提示：经济超预期下行，政策推进不及预期，外围环境超预期走弱

目 录

一、市场情况 3
（一）本周市场表现：顺周期板块明显回调 3
（二）市场成交分析：创业板成交率先回暖 4
（三）市场估值水平：沪指与创业板估值持续下行 4
（四）北上资金：配置型北上资金提前入场 5
二、巴、土、俄三国率先进入加息周期 6
三、我国货币政策空间几何 7
四、大势研判：悲观情绪宣泄，情绪面拐点还有多远 7

图表目录

图表 1： 顺周期板块明显回调（相对沪深 300 涨跌幅） 3
图表 2： 上证成交额环比略降 4
图表 3： 创业板成交额环比略增 4
图表 4： 上证综指市盈率变化 4
图表 5： 创业板指市盈率变化 4
图表 6： 配置型北上资金提前入场 5
图表 7： 北上资金持续流向以银行、非银为代表的大金融板块 5
图表 8： 巴西、土耳其、俄罗斯宣布加息 6

一、市场情况

（一）本周市场表现：顺周期板块明显回调

3 月 22 日-3 月 26 日当周，主要股指继续震荡筑底，上证指数周涨 0.4%，深证成指当周涨 1.2%，创业板指当周涨 2.8%。

从申万行业板块表现来看，计算机、医药生物、纺织服装、公用事业板块表现较好，顺周期板块明显回调、跌幅居前，顺周期板块内部分化，相对先启动的化工、有色金属板块已高位调整 1 个月左右的时间，后启动的钢铁、采掘板块开始调整，整体来看，当前化工、有色板块的估值均处于近 10 年的 60%左右水平，钢铁与采掘板块的估值均处于近 10 年的 30%左右水平。

图表1：顺周期板块明显回调（相对沪深 300 涨跌幅）

申万行业	周一相对涨跌幅，%	周二相对涨跌幅，%	周三相对涨跌幅，%	周四相对涨跌幅，%	周五相对涨跌幅，%	当周相对涨跌幅，%
计算机	1.39	1.02	0.95	1.56	-0.95	4.07
医药生物	-0.12	0.39	0.97	0.71	0.64	2.64
纺织服装	0.05	-0.62	1.49	1.55	0.07	2.58
公用事业	3.89	-1.06	2.50	-2.78	-0.66	1.77
综合	0.42	0.66	2.63	-0.50	-1.64	1.63
食品饮料	-1.12	1.28	1.35	-0.55	0.63	1.62
传媒	0.46	0.48	1.84	0.02	-1.54	1.30
休闲服务	0.95	-2.37	-0.59	1.47	1.77	1.10
非银金融	0.01	1.39	1.30	-0.37	-1.44	0.94
电子	0.47	0.27	-0.40	0.03	0.43	0.79
商业贸易	0.11	0.66	0.83	0.41	-1.56	0.49
建筑材料	-0.45	0.75	-0.89	0.01	0.80	0.19
建筑装饰	1.43	0.04	0.94	-0.74	-1.49	0.19
机械设备	1.01	-0.54	-0.59	-0.08	0.39	0.15
电气设备	0.60	-1.66	-0.93	-0.08	2.19	-0.01
通信	-0.32	0.89	-0.27	0.15	-0.84	-0.37
银行	1.19	0.46	-0.01	-0.73	-1.31	-0.40
轻工制造	0.43	-0.64	0.06	0.01	-0.74	-0.88
国防军工	-0.24	-0.14	0.14	0.23	-0.92	-0.92
家用电器	-0.99	0.02	1.32	-0.59	-0.83	-1.04
农林牧渔	0.31	0.10	0.89	-0.28	-2.15	-1.10
交通运输	0.32	-0.29	-0.91	0.24	-0.68	-1.35
汽车	0.49	-1.22	-0.95	-0.40	0.54	-1.59
房地产	0.13	0.10	0.04	-0.41	-1.65	-1.76
采掘	0.02	-2.20	-0.51	1.37	-1.82	-3.15
化工	-0.82	-2.18	-1.79	1.40	-0.62	-4.04
有色金属	-0.40	-3.20	-2.76	0.59	1.00	-4.88
钢铁	-0.37	-3.00	-2.64	-0.10	-0.25	-6.34

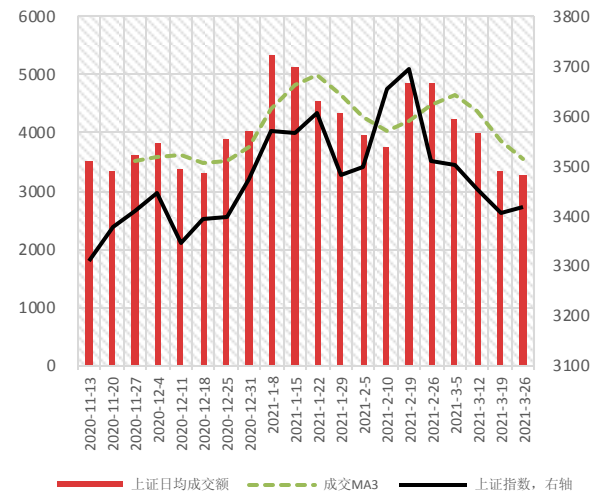
资料来源:wind、粤开证券研究院

（二）市场成交分析：创业板成交率先回暖

从成交量来看，随着近一个月指数的持续调整，成交量逐级下行，震荡磨底之下，成交已接近地量，资金观望氛围格外浓厚，但我们看到创业板的成交量环比率先回暖，随着指数的企稳、北上资金的回流，后续有望带动主板成交回暖，吸引增量资金入场。

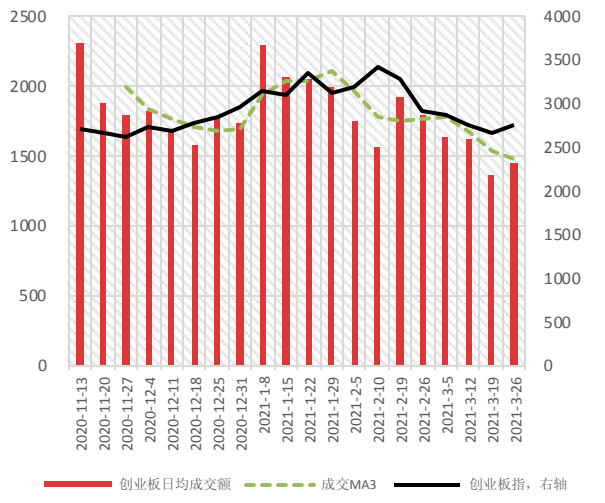
具体来看，上证日均成交 3266.89 亿元，环比略降 2.61%；深证日均成交 4202.57 亿元，环比略增 0.78%；创业板日均成交 1451.66 亿元，环比增长 6.14%。

图表2：上证成交额环比略降



资料来源：wind、粤开证券研究院

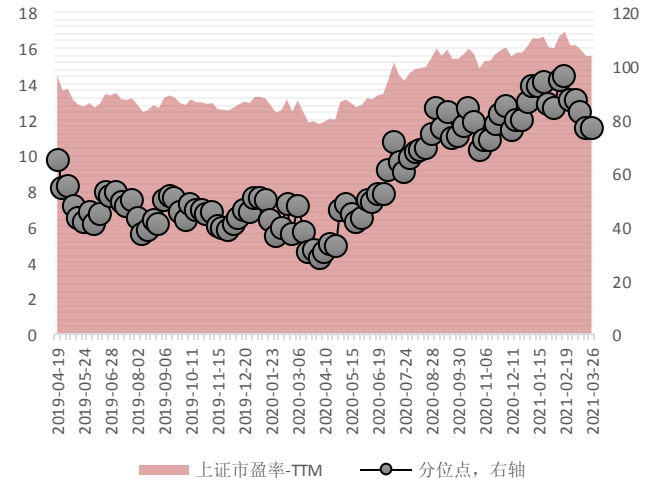
图表3：创业板成交额环比略增



资料来源：wind、粤开证券研究院

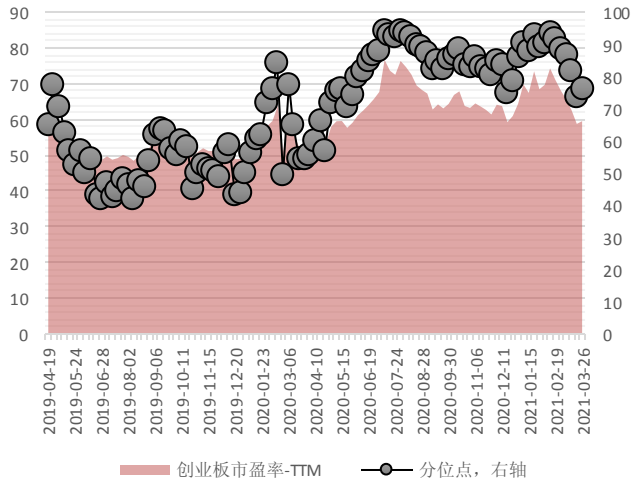
（三）市场估值水平：沪指与创业板估值持续下行

图表4：上证综指市盈率变化



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表5：创业板指市盈率变化

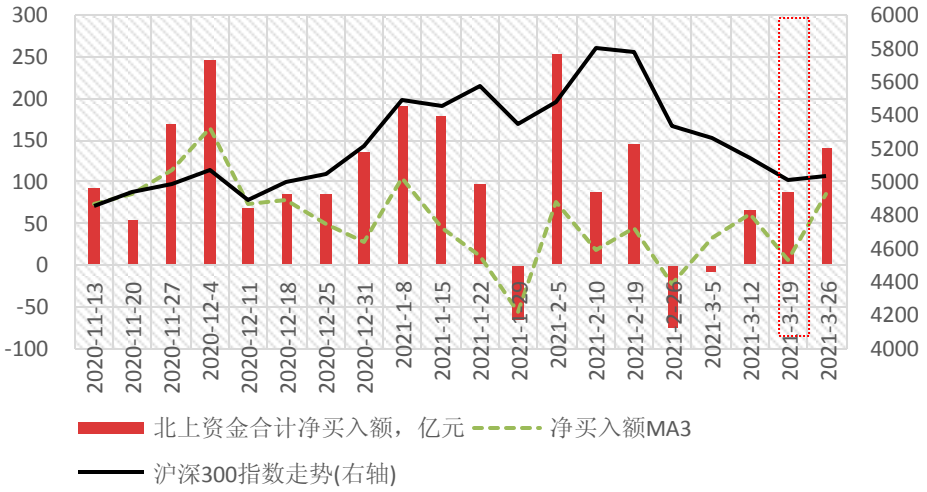


资料来源：wind、粤开证券研究院

（四）北上资金：配置型北上资金提前入场

本周北上资金净买入 141.64 亿元，伴随着近 3 周净买入的持续回升，MA3 也出现大幅上行，我们在上周的流动性观察中已提示投资者，北上或已提前进场。从历史情况来看，配置型北上资金更偏向于长线投资以及左侧交易，因此，对于右侧趋势交易投资者可等待企稳信号明确。

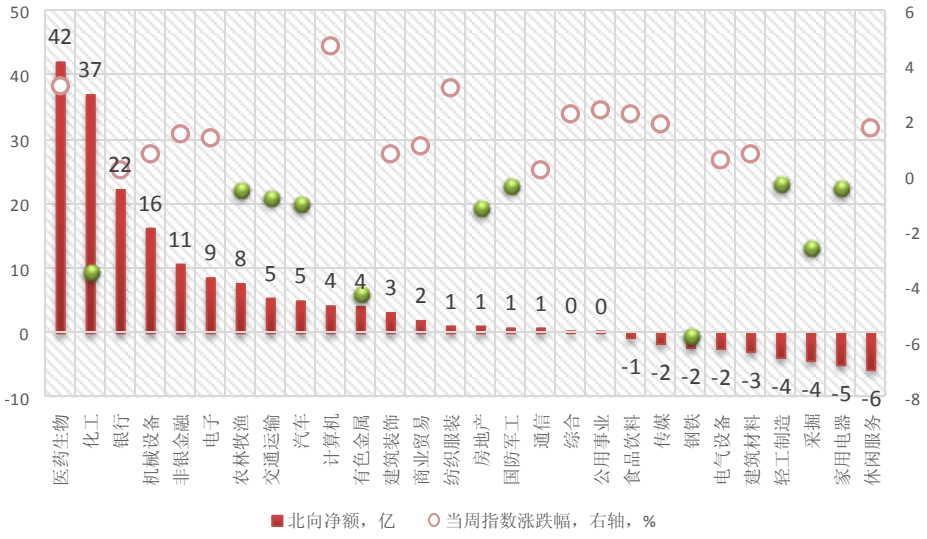
图表6：配置型北上资金提前入场



资料来源:wind、粤开证券研究院

从行业角度来看，当周医药生物、化工、银行、机械设备、非银金融为净流入前五，北上资金持续流向以银行、非银为代表的大金融板块，近 1 个月银行获得净流入近百亿，相对而言，低估值大金融板块持续性较好，不过我们也注意到医药生物板块获得北上资金加速流入，核心品种再获资金流入值得关注。

图表7：北上资金持续流向以银行、非银为代表的大金融板块



资料来源:wind、粤开证券研究院

二、巴、土、俄三国率先进入加息周期

3 月 17 日，巴西央行宣布，将 Selic 目标利率上调 75 个基点，从 2%升至 2.75%。而此前，巴西自 2020 年以来已降息 250bps。

3 月 18 日，土耳其央行宣布，将利率上调 200 个基点，从 17%升至 19%。土耳其自 2020 年以来已降息最大达 375bps，事实上，土耳其从去年 9 月 25 日就开始进行了加息的操作。

3 月 19 日，俄罗斯央行宣布，将利率上调 25 个基点，从 4.25%升至 4.5%。俄罗斯自 2020 年以来已降息 200bps。

图表8：巴西、土耳其、俄罗斯宣布加息

国家	加息事件	2020 年以来利率变化情况
巴西	3 月 17 日 ,巴西央行将 Selic 目标利率上调 75 个基点，至 2.75%，这是巴西自 2015 年以来首次加息。	2020 年 2 月 26 日，下调 25bps; 2020 年 3 月 19 日，下调 50bps; 2020 年 5 月 7 日，下调 75bps; 2020 年 6 月 18 日，下调 75bps; 2020 年 8 月 6 日，下调 25bps; 2021 年 3 月 17 日，上调 75bps。
土耳其	3 月 18 日 ,土耳其央行宣布将利率提高 200 个基点至 19%，升息幅度超出市场预期。	2020 年 1 月 17 日，下调 75bps; 2020 年 2 月 20 日，下调 50bps; 2020 年 3 月 18 日，下调 100bps; 2020 年 4 月 23 日，下调 100bps; 2020 年 5 月 22 日，下调 50bps; 2020 年 9 月 25 日，上调 200bps; 2020 年 11 月 20 日，上调 475bps; 2020 年 12 月 25 日，上调 200bps; 2021 年 3 月 19 日，上调 200bps。
俄罗斯	3 月 19 日，俄罗斯央行将基准利率上调至 4.50%，还表示，可能在未来某次会议上加息 ,需求的快速复苏和通胀压力的上升要求回归中性货币政策，经济恢复比预期要快。	2020 年 2 月 10 日，下调 25bps; 2020 年 4 月 27 日，下调 50bps; 2020 年 6 月 22 日，下调 100bps; 2020 年 7 月 27 日，下调 25bps; 2021 年 3 月 22 日，上调 25bps。

资料来源：wind、粤开证券研究院

从直观因素来看 ,通胀是导致加息的主要因素 ,本国通胀已触及或者超出政策目标：巴西国家货币委员会设定的 2021 年通胀率管理目标中值为 3.75%，允许上下浮动 1.5 个百分点，2 月巴西 CPI 同比增速已上升至 5.2%；土耳其央行和政府将 3 年期通胀目标设为 5%，允许上下浮动 2 个百分点，2 月高达 15.6%；俄罗斯将通胀目标定为 4%。

以史鉴今：全球降息-加息的周期。我们以金融危机时期各经济体进行降息-加息的操作周期测算，美联储于 2007 年 9 月首次降息，其他国家相继于 1 年后开始降息，随着经济复苏，通胀高企，部分国家在降息实施 1 年后率先开启加息操作，整体来看，全球降息-加息周期大约持续 2-3 年，本国降息与加息节点大约 1 年左右时间。

三、我国货币政策空间几何

2021 年 3 月 24 日，中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度（总第 92 次）例会在北京召开。与四季度货币政策相比，有几点变化值得关注：

一是，在提及货币政策时，央行表示“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”。另外，在此部分删除了“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”以及“综合运用并创新多种货币政策工具”等表述。**整体来看，货币政策方面，或将更加强调“灵活精准”，而非“连续性、稳定性、可持续性”。**

二是，对于经济基本面表述中，央行表示“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 ”。**整体来看，当前出口、工业增加值、社融超预期上行，但投资、消费仍然偏软，因此整体复苏进程并不平衡。**

三是，在经济形势的研判中，央行表示“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”。**此次表述与上季度相比，增加了对国外的关注。**

四是，在货币政策总基调中，延续了“稳字当头”，但删除了“不急转弯”的表述。结合对货币政策的“把握好政策时度效，保持流动性合理充裕”、对经济形势的“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”等表述来看，**后续货币政策或将在关注国内经济运行情况的同时，结合国外经济形势相机抉择，在外围扰动因素增多，尤其是美联储表态有所转变的情况下，也为货币政策预留更多的空间。**

再结合我国 LPR 报价连续 11 个月维持不变，符合市场预期，也体现了当前货币政策稳健中性的基调，3 月，1 年期品种报 3.85%，5 年期以上品种报 4.65%。此前，易纲行长也表示“我们需要珍惜和用好正常的货币政策空间，保持政策的连续性、稳定性和可持续性。”**因此，整体来看，当前我国有较大的货币政策调控空间，工具手段充足。**

四、大势研判：悲观情绪宣泄，情绪面拐点还有多远

从盘面情况来看，当前市场仍处于震荡磨底过程中，市场热点轮动较快，碳中和概念板块分化之后，缺乏引领行情的主线。

从成交情绪来看，随着近一个月指数的持续调整，成交量逐级下行，震荡磨底之下，成交已接近地量，资金观望氛围格外浓厚，但我们看到创业板的成交量环比率先回暖，随着指数的企稳、北上资金的回流，后续有望带动主板成交回暖，吸引增量资金入场。

从估值水平来看，随着指数的回落，三大指数估值水平明显下行，目前均来到近 10 年 PE-TTM 的 75%左右分位数水平。

从“聪明钱”北上资金来看，北上资金连续 3 周净买入，伴随着 MA3 的大幅上行，我们在上周的流动性观察中已提示投资者，北上或已提前进场。从历史情况来看，配置型北上资金更偏向于长线投资以及左侧交易，因此，对于右侧趋势交易投资者可等待企稳信号明确。

整体来看，我们认为虽然市场仍处于震荡磨底过程中，但也伴随着一些积极的信号：估值回归相对合理区间、创业板成交回暖、配置型北上资金先行入场等，我们认为当前悲观情绪宣泄接近尾声，情绪面拐点即将到来。

配置方向上，建议关注绩优+低估+长期战略三条主线：

一是，当前处于年报和一季报的业绩披露窗口期，轻指数中个股，关注业绩可能超预期或者业绩确定性强的个股，蓝筹白马股或由于业绩确定性或更受资金青睐，可布局盈利与估值水平匹配的品种，从北上资金流入来看，前 5 重仓板块中，医药、银行、电子均获得持续流入。

二是，关注低估值顺周期，从一季报预告来看，以化工、机械为代表的顺周期行业表现更为占优，上游有色、化工受益于大宗商品价格上行股价已率先有所表现，随着经济持续修复，供需提振的背景下，上游的景气传向中游的机械、化工设备等传导。

三是，关注国家长期战略主线，碳中和、新能源、硬科技等将充分受益即将出台的各行业“十四五”规划，政策红利+景气度上行将带来相关板块的黄金投资机会。

分析师简介

陈梦洁，硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席策略分析师，证书编号：S0300520100001。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com