市场或迎弱反弹，政策推动结构性机会

主要观点

上周市场主要指数下跌，两市成交额有所回落。沪综指、深成指、创业板指周 K 收阴，一周分别下跌 1.40%、2.09%、3.09%。行业板块整体跌多涨少，轻工制造（2.94%）、国防军工（2.89%）、综合（2.77%）表现尚可；非银金融（-4.08%）、电子（-3.29%）、电气设备（-3.21%）等表现较差。沪深两市上周日均成交额为 7524.33 亿，较上期 8673.36 亿回落 13.25%。

指数估值约处于历史中上分位，北向资金流入 87 亿元。截至 3 月 19 日，沪综指、深成指、创业板指、上证 50 动态 PE 分别为 15.55 倍、29.85 倍、58.76 倍、13.47 倍，分别位于历史 67.72%分位、75.73%分位、69.40%分位与 90.23%分位。对比 3 月 12 日呈收缩态势，指数估值略有回落，仍处于历史（十年）中上分位，其中上证 50 处于偏高分位。上周北上资金呈现净流出状态，以人民币计陆股通北向合计流入 87.08 亿元，其中沪股通流入 6.76 亿，深股通流入 80.32 亿。银行间流动性相对充沛，SHIBOR（1 周）报 2.1990%，十年期国债收益率周五收 3.2364%。

经济基本面继续保持恢复性增长，与 2019 年相比增势平稳。工业增加值两年平均增速保持在近年来较高水平，制造业整体强劲，其中装备制造、高技术制造业两年平均增长分别为 10.2%和 13.0%，结合 PMI 已连续 12 月位于扩张区间来看，工业恢复形势良好。受国内疫情防控得力，经济恢复持续稳步推进，海外经济复苏形势较好，外需订单持续恢复。投资表现相对平淡，结构性特征明显，高技术产业相对活跃。消费略显低迷，部分消费动能未完全释放，此外 1-2 月份的“就地过年”使部分可选消费被限制，随着我国疫情防控形势的稳定，消费有望稳步恢复。我们认为当前经济基本面恢复基础仍有待巩固，整体表现出生产强于需求的特征，后续仍需密切关注需求端的复苏形势。

中美仍有分歧，双边摩擦或边际缓和。3 月 18 日-19 日，中美高层战略对话在美国阿拉斯加展开，这是自拜登政府上台来中美高层的首次正式对话，其结果对推测拜登政府对华态度有一定影响。虽然会后双方未联合发表声明，但中美均表示对话是“坦率的”，并提到寻求或扩大“合作”等词汇。自 2018 年以来，中美贸易摩擦已成为两个大国实力间的战略竞争，我们在年度报告中曾提到，拜登政府上台有望边际缓解但无法完全恢复中美间的竞争态势，在此情况下，中美摩擦已并非决定市场走势的核心因素。

盈利窗口将到来，政策催化结构性机会。4 月是 A 股年报披露的密集期，这一时点市场更多的关注企业自身盈利能力与估值的匹配度，个股上的表现将更优于指数。近期碳中和领域不断催化，结合“十四五”规划纲要政策催化主题将带来中长期投资机会。周末易纲行长在“中国发展高层论坛”讲话表示，我国货币政策始终保持在正常区间，有较大的货币政策调控空间，并表示实施好稳健的货币政策。我们认为当前时点美债收益率对市场的波动影响边际减弱，市场有望脱离连续下行趋势，出现弱反弹，但更重要应在结构选择上，关注“十四五”规划纲要重点领域及未来政策推动的板块，如碳中和、科技创新、数字经济等。行业方面可关注券商、消费、顺周期、新基建。

风险提示：疫情超预期、美股大跌超预期、经济下行超预期

上周 A 股主要指数周涨跌幅

指数	涨跌幅	点数
沪综指	-1.40%	3,404.66
深成指	-2.09%	13,606.00
上证 50	-3.32%	3,512.02
沪深 300	-2.71%	5,007.09
创业板	-3.09%	2,671.52

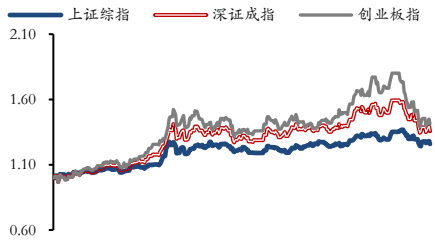
资料来源：Wind，万和证券研究所

上周国际主要指数周涨跌幅

指数	涨跌幅	点数
道琼斯工业指数	-0.46%	32,627.97
纳斯达克指数	-0.79%	13,215.24
标普 500	-0.77%	3,913.10
富时 100	-0.78%	6,708.71
法国 CAC40	-0.80%	5,997.96
德国 DAX	0.82%	14,621.00
日经 225	0.25%	29,792.05
恒生指数	0.87%	28,990.94
韩国综合指数	-0.49%	3,039.53

资料来源：Wind，万和证券研究所

近一年主要指数走势



数据来源：Wind，万和证券研究所

作者

朱志强　　分析师
SAC 执业证书：S0380517030001
联系电话：0755-82830333（127）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

沈彦東　　分析师
SAC 执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333
邮箱：shenyd@wanhesec.com

正文目录

一、万和策略观点 3
二、上周市场回顾 5
三、估值 6
四、情绪及流动性 6
五、风险提示 9

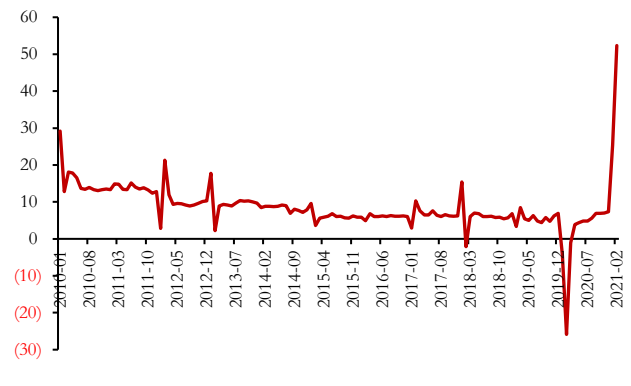
图表目录

图表 1 规模以上工业增加价值同比（%） 3
图表 2 社会消费品零售总额同比（%） 3
图表 3 全国固定资产投资同比（%） 3
图表 4 全国房地产开发投资同比（%） 3
图表 5 上周主要指数涨跌幅（%） 5
图表 6 申万一级行业涨跌幅情况（%） 5
图表 7 上证综指 PE 与历史分位（倍，%） 6
图表 8 深证成指 PE 与历史分位（倍，%） 6
图表 9 创业板指 PE 与历史分位（倍，%） 6
图表 10 上证 50 PE 与历史分位（倍，%） 6
图表 11 SHIBOR-1 周（%） 7
图表 12 10 年期国债收益率（%） 7
图表 13 沪深两市周内日均成交额（亿元） 7
图表 14 沪深两市周内日均成交量（亿股） 7
图表 15 申万一级行业周内主力资金流向（亿元） 8
图表 16 沪深港通南向资金情况（人民币/亿） 8
图表 17 沪深港通北向资金情况（人民币/亿） 8
图表 18 融资融券余额情况（亿元） 9

一、万和策略观点

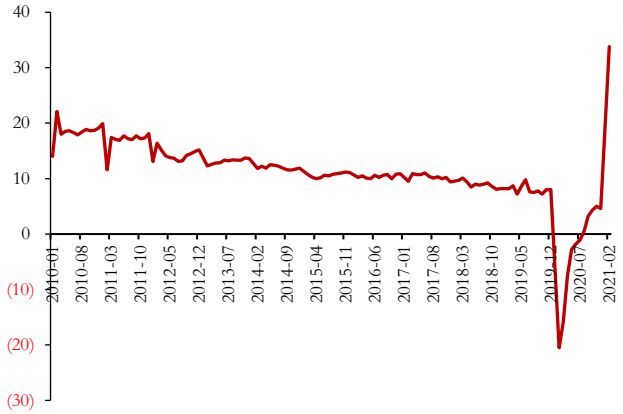
经济基本面继续保持恢复性增长，与 2019 年相比增势平稳。工业方面：1-2 月份规模以上工业增加值同比增长 35.1%，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，环比看 2 月份增长 0.69%；固定资产投资方面：1-2 月份全国固定资产投资同比增长 35%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%，环比看 2 月份增长 2.43%；房地产开发投资方面：1-2 月份全国房地产开发投资同比增长 38.3%，比 2019 年 1-2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%；消费方面：1-2 月份社会消费品零售总额同比增长 33.8%，比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。

图表 1　规模以上工业增加价值同比（%）



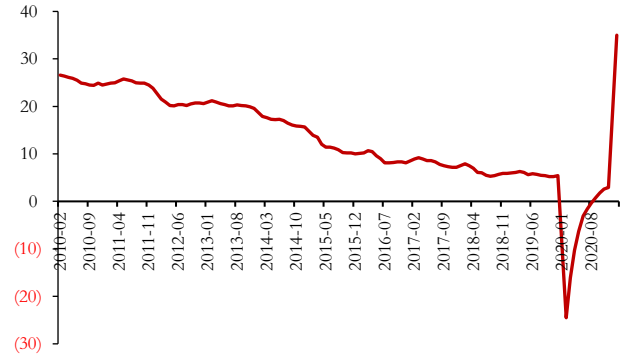
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 2　社会消费品零售总额同比（%）



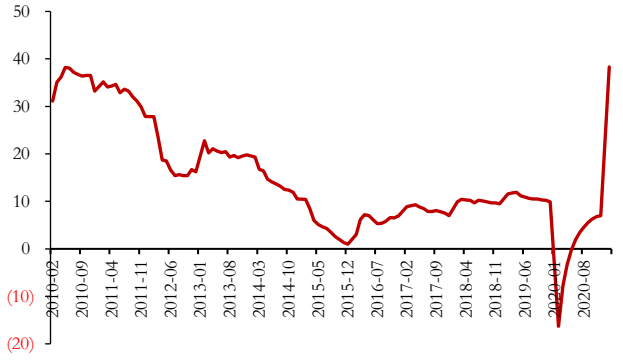
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3　全国固定资产投资同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4　全国房地产开发投资同比（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

工业表现超预期，消费略显低迷。工业增加值参考两年平均增速保持在近年来较高水平，制造业整体强劲。装备制造和高技术制造业两年平均增长分别为 10.2%和 13.0%，结合 PMI 已连续 12 月位于扩张区间来看，工业恢复形势良好，受国内

疫情防控形势良好，经济恢复持续稳步推进，此外今年“就地过年”政策使企业节后开工复工速度变快，海外经济复苏形势较好，外需订单持续恢复；投资表现相对平淡，结构性表现明显，高技术产业相对活跃，制造业与基建相对低迷；消费略显低迷，由于当前并未完全摆脱疫情，部分消费动能未完全释放，此外 1-2 月份的“就地过年”使部分可选消费被限制，随着我国疫情防控形势的稳定，消费有望稳步恢复。我们认为当前经济基本面恢复基础仍有待巩固，整体变现出生产强于需求的特征，后续仍需密切关注需求端的复苏形势。

中美仍有分歧，摩擦或边际缓和。3 月 18 日-19 日，中美高层战略对话在美国阿拉斯加展开，这是自拜登政府上台来中美高层的首次正式对话，其结果对推测拜登政府对华态度有一定影响。虽然会后双方未联合发表声明，但中美均表示对话是“坦率的”，并提到寻求或扩大“合作”等词汇。自 2018 年以来，中美贸易摩擦已成为两个大国实力间的战略竞争，我们在年度报告中曾提到，拜登政府上台有望边际缓解但无法完全恢复中美间的竞争态势，在此情况下，中美摩擦已并非决定市场走势的核心因素。

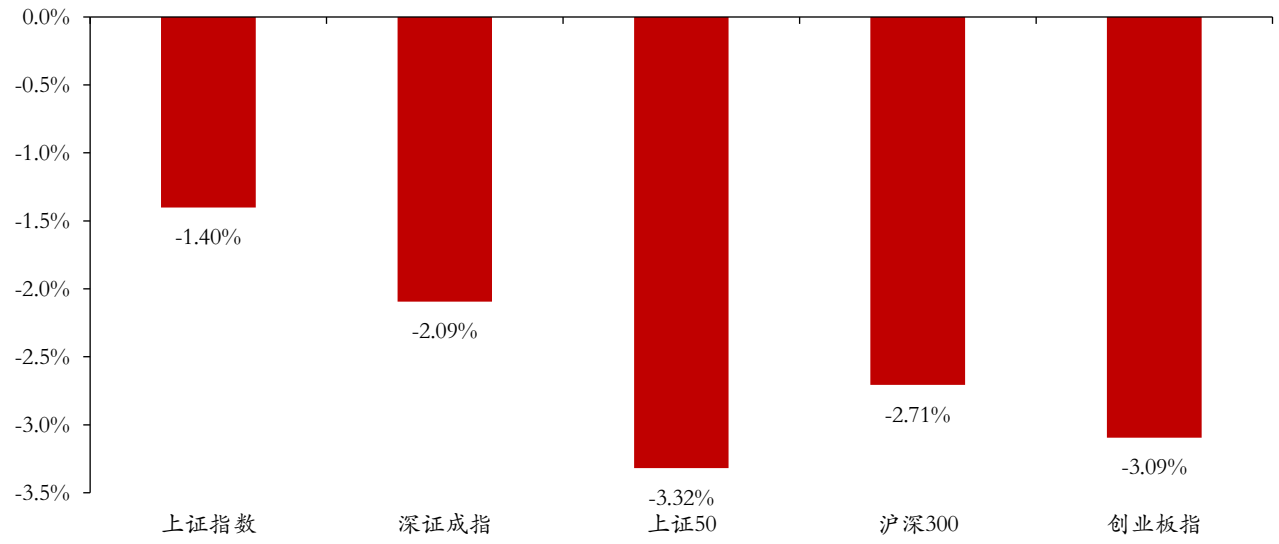
A 股节后连续下行，美债收益率只是扰动因素之一。节后 A 股连续下行，截至上周五，沪综指、深成指、创业板指分别下跌 6.85%、14.76%、21.74%；两市日均成交额从万亿规模水平回落至 7500 亿附近。而同一时期美债利率则出现连续上行，上周四升至 1.74%，隔夜美股大跌，悲观情绪传导至 A 股至 A 股上周五出现较大幅度调整。不过 3 月 FOMC 基本符合市场预期，美联储主席鲍威尔表示对通胀阶段性上升给予更多容忍度，且表示在 2023 年前不会加息，市场对美联储收紧货币政策的担忧有所缓解。从近期 A 股表现来看，虽然美债收益率上行对高估值板块带来较大压力，但并不是 A 股连续调整的主要原因：一方面美联储已向外释放派信号；另一方面十年期国债保持在 3.2%附近相对稳定，且国内宏观流动性合理充裕。我们认为 A 股下行的主要矛盾在于 2020 年估值扩张力度在 2021 年初承接不足所致，“核心资产”定价由流动性转为盈利的逻辑使高估值板块承压。

盈利窗口将到来，政策催化结构性机会。时间将进入 4 月对于 A 股是年报披露的密集期，这一时点市场更多的关注企业自身盈利能力与估值的匹配度，个股上的表现将更优于指数。近期碳中和领域不断催化，结合“十四五”规划纲要政策催化主题将带来中长期投资机会。周末易纲行长在“中国发展高层论坛”讲话表示，我国货币政策始终保持在正常区间，有较大的货币政策调控空间，并表示实施好稳健的货币政策，支持稳企业保就业，并进一步深化金融改革开放。我们认为当前时点美债收益率对市场的波动影响边际减弱，市场有望脱离连续下行趋势，出现弱反弹，但更重要应在结构选择上，关注“十四五”规划纲要重点领域及未来政策推动的板块，如碳中和、科技创新、数字经济等。行业方面可关注券商、消费、顺周期、新基建。

二、上周市场回顾

上周市场主要指数呈下跌走势。沪综指、深成指、创业板指周 K 收阴。盘面上，沪指下跌 1.40%，报 3404.66 点；成指下跌 2.09%，报 13606.00 点；创业板指下跌 3.09%，报 2671.52 点；沪深 300 下跌 2.71%，报 5007.09 点；上证 50 下跌 3.32%，报 3512.02 点。

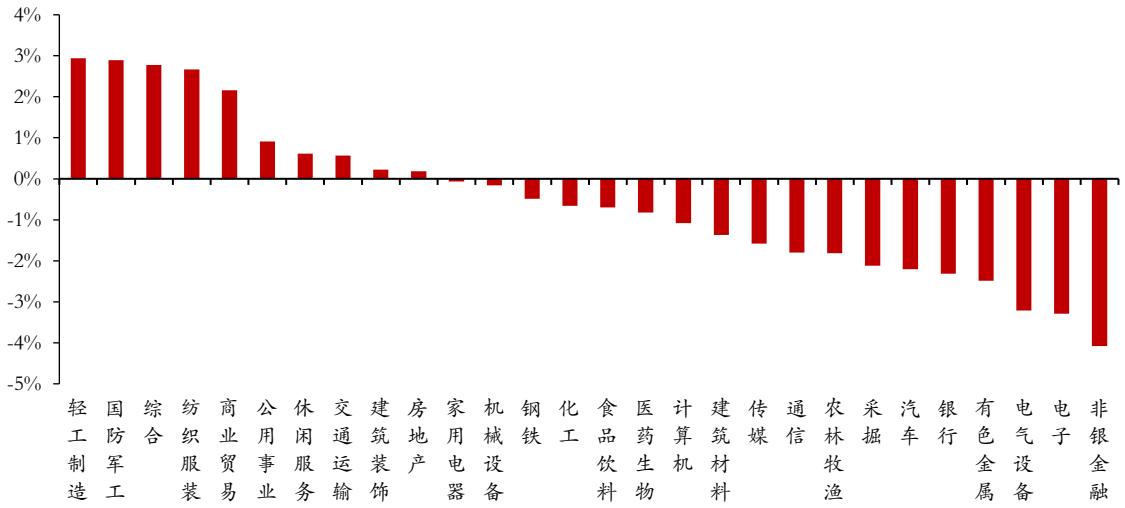
图表 5　上周主要指数涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

板块方面，上周申万一级行业涨跌互现，轻工制造（2.94%）、国防军工（2.89%）、综合（2.77%）表现尚可；非银金融（-4.08%）、电子（-3.29%）、电气设备（-3.21%）等表现较差。概念题材方面，摘帽指数（7.93%）、特高压指数（6.42%）、仿制药指数（5.13%）等表现尚可；稀土指数（-7.26%）、黄酒指数（-4.90%）、蓝宝石指数（-3.90%）等表现较差。

图表 6　申万一级行业涨跌幅情况（%）

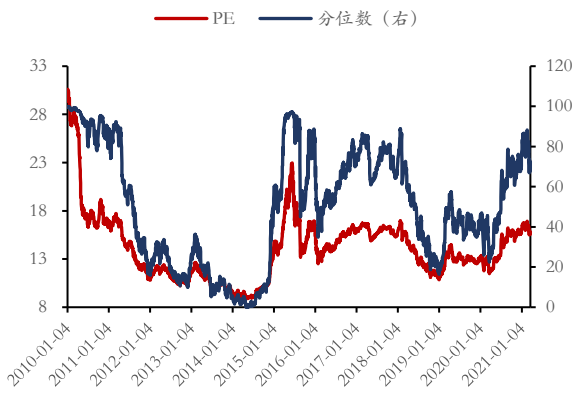


资料来源：Wind，万和证券研究所

三、估值

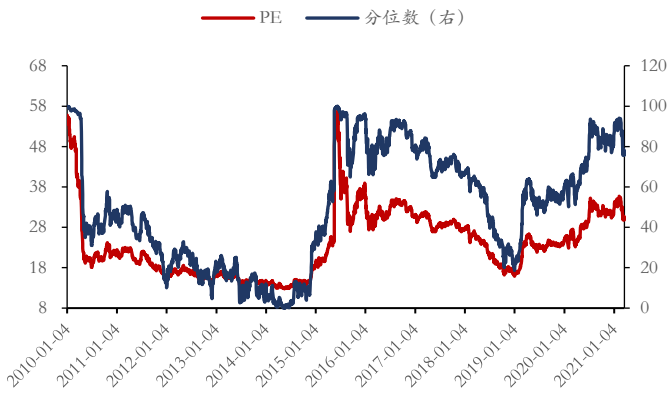
指数估值略有回落，仍处于历史（十年）偏高分为。截至 3 月 19 日，沪综指、深成指、创业板指、上证 50 动态 PE 分别为 15.55 倍、29.85 倍、58.76 倍、13.47 倍，分别位于历史 67.72%分位、75.73%分位、69.40%分位与 90.23%分位。对比 3 月 12 日呈收缩态势。

图表 7　上证综指 PE 与历史分位（倍，%）



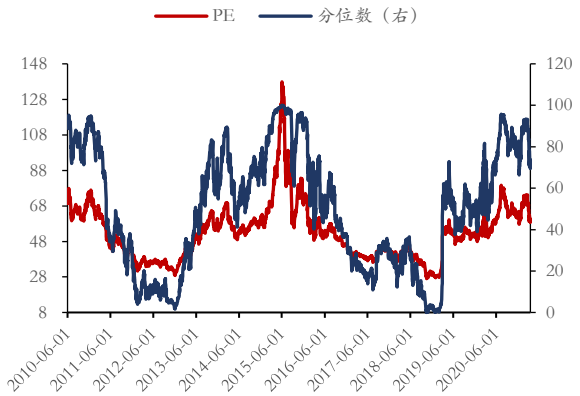
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 8　深证成指 PE 与历史分位（倍，%）



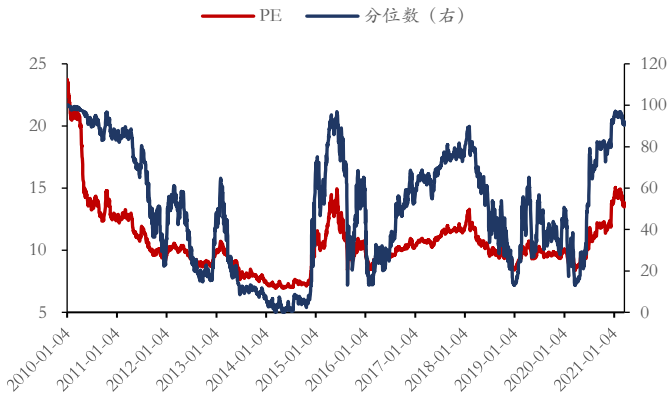
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 9　创业板指 PE 与历史分位（倍，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 10　上证 50 PE 与历史分位（倍，%）



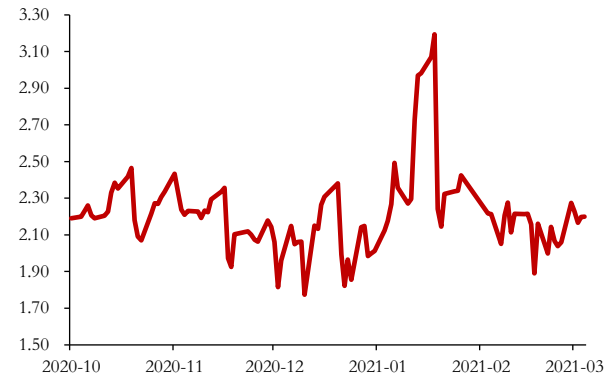
资料来源：Wind，万和证券研究所

四、情绪及流动性

宏观流动性

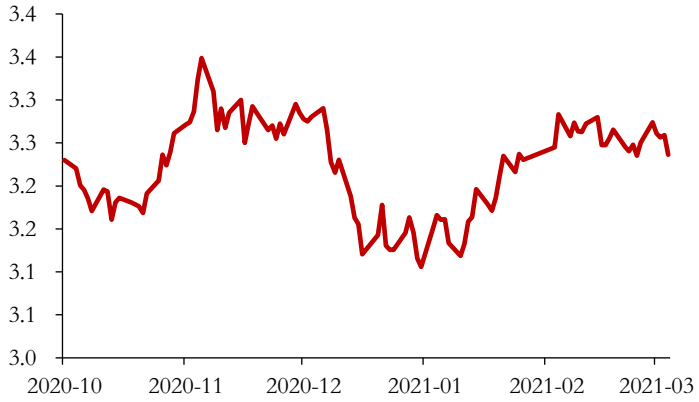
银行间流动性相对充沛。SHIBOR（1 周）周五报 2.1990%；十年期国债收益率周五收 3.2364%。

图表 11 SHIBOR-1 周（%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 12 10 年期国债收益率（%）

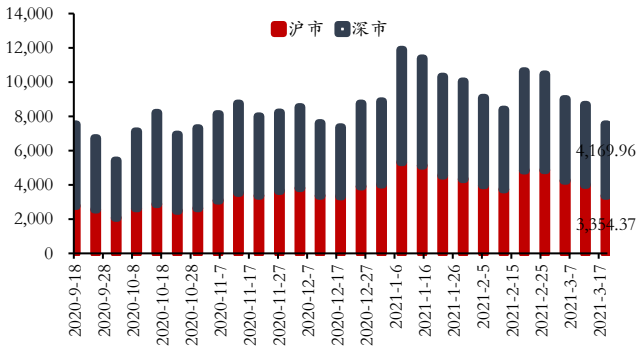


资料来源：Wind，万和证券研究所

情绪面

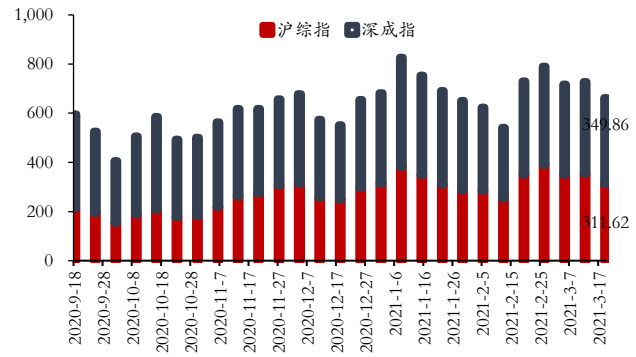
上周两市日均成交额、成交量有所回落。沪深两市上周日均成交额为 7524.33 亿，环比上期 8673.36 亿回落 13.25%；两市日均成交量 661.48 亿股，环比回落 9.04%。上周申万一级行业资金呈现主力净流出状态，其中有色金属、电子、非银金融流出最大，分别净流出 146.49、142.70、136.53 亿元。

图表 13 沪深两市周内日均成交额（亿元）



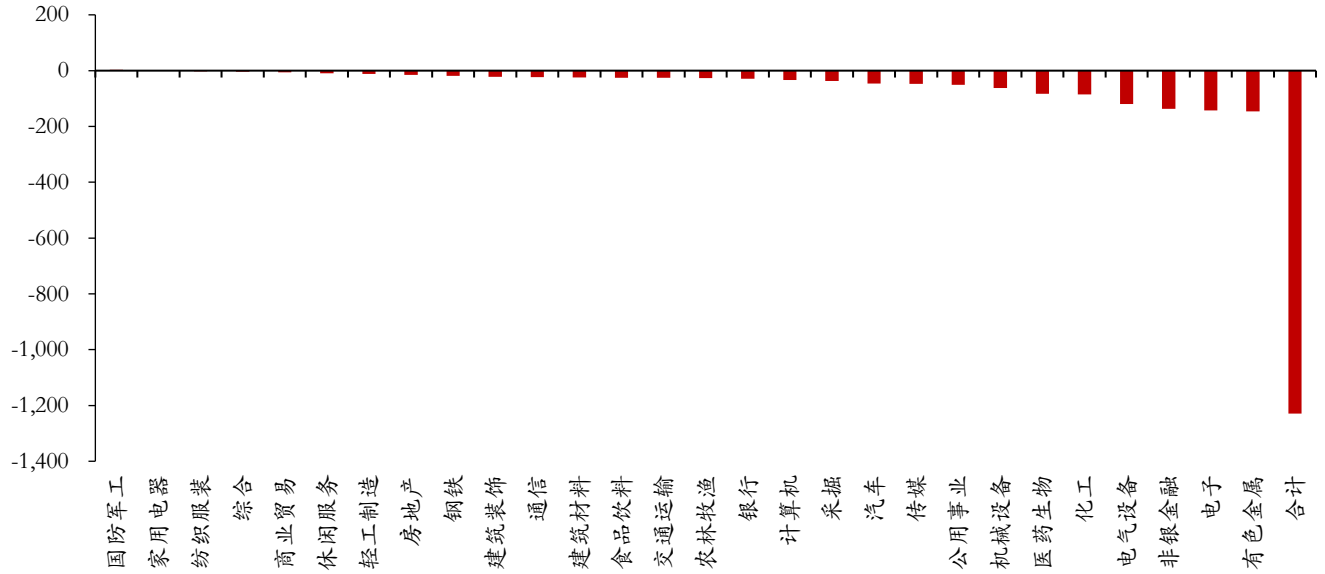
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 14 沪深两市周内日均成交量（亿股）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 15 申万一级行业周内主力资金流向（亿元）

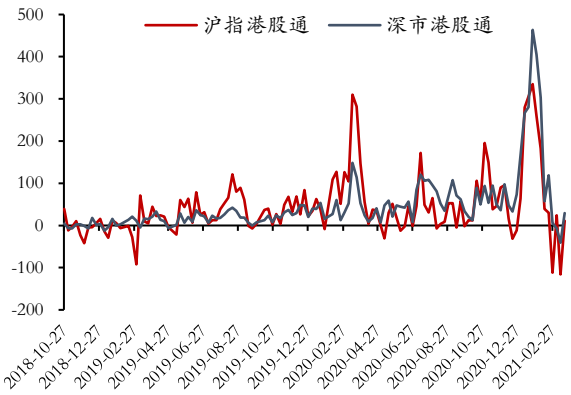


资料来源：Wind，万和证券研究所

资金面

北向继续流入，两融略有缩减。上周北上资金呈现净流出状态，以人民币计陆股通北向合计流入 87.08 亿元，其中沪股通流入 6.76 亿，深股通流入 80.32 亿；两融余额环比回落，周四收 16526.56 亿元，环比上期回落 11.25 亿元；其中融资余额 15092.85 亿元，融券余额 1433.72 亿元。

图表 16 沪深港通南向资金情况（人民币/亿）



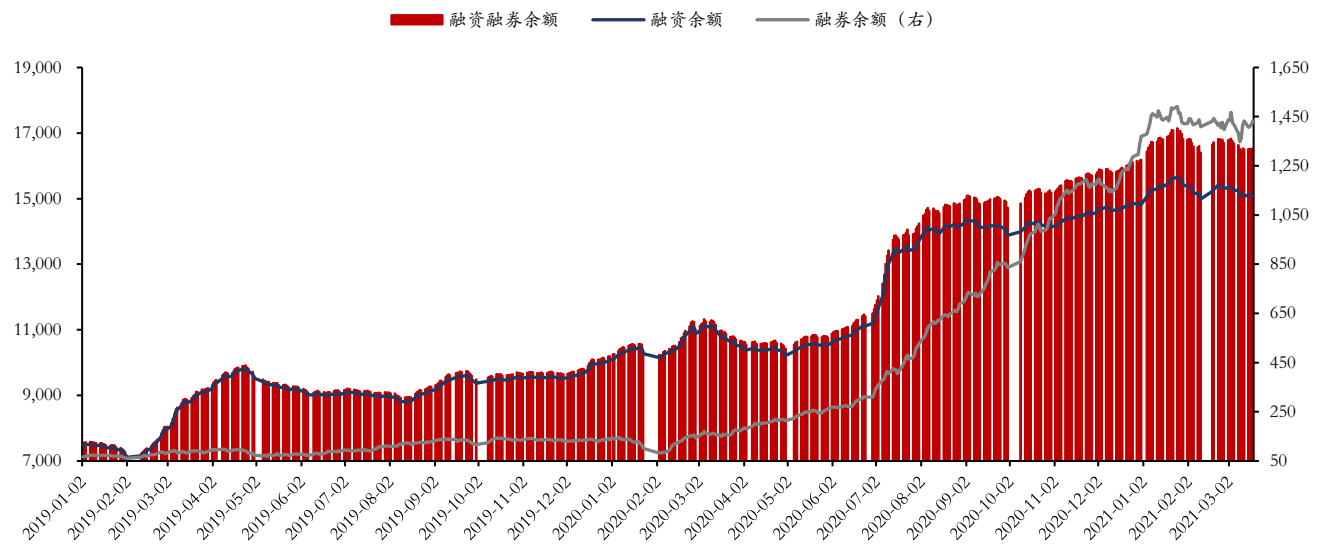
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 17 沪深港通北向资金情况（人民币/亿）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 18 融资融券余额情况（亿元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

五、风险提示

疫情超预期、美股大跌超预期、经济下行超预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的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。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn