民生证券 MINSHENG SECURITIES

策略研究

从基本面确定性的角度重新审视配置方向

周度策略 2021 年 3 月 22 日

报告摘要：

● **流动性方面，货币政策调整短期内风险不大，但美债上行的影响预计会持续**

近期在海外农产品和工业品涨价的影响下，部分新兴市场国家已经开始动用加息政策对冲通胀影响，这说明货币政策转向的落脚点仍是通胀。但国内猪周期下行，货币政策提前于主要国家已经回归正常化，而美国核心通胀距离美联储平均 2%的目标仍有距离，因此国内国外两方面短期内货币政策大幅调整的风险不大。

但随着增长和收紧的预期逐步计入，美债的上行趋势预计仍会延续，甚至在高位波动加剧，进而放大对风险资产的影响。

从外资的持仓上来看，在美债的上行趋势背景下，除了低估值防御型，北向资金逐渐偏好有业绩成长性（弹性）能够对冲估值下台阶的成长股，而卖出了业绩弹性不高，前期主要靠确定性抬升估值，后期消化估值预计时间较长的部分消费和医药板块标的。

● **系统性风险层面，核心问题开始转向基本面的确定性**

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，估值的问题暂时性解决之后，基本面（增长、竞争格局）的确定性就成为核心问题，尤其当前在上游涨价影响下，部分中下游毛利甚至竞争格局已经受到影响。确定性的判断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。

虽然我们整体上仍然认为经济处于增长的趋势当中，但的确观察到一些相矛盾的信号，尤其是地产和制造业相关产业链中。

● **再看四大板块最新情况**

整体上我们判断，市场情绪仍然偏弱，如果剔除 3.19 日中美谈判对情绪面的冲击，18 日实际上已经能看到抱团板块反弹，强势股补跌的调整末期信号。预计市场结构上会继续修复板块间的估值差，这会带来抱团板块内部进一步分化，以及非抱团板块在盈利增长下带来的估值修复。

● **配置建议**

下跌之后市场情绪的修复需要时间，因此风格上仍会继续偏向低位价值和周期。但成长板块中“部分赛道”回调的空间已经大大压缩，预计年报和一季报披露前后，会陆续迎来这些标的的布局时间点。

1、受益中期复苏预期和通胀预期，盈利存在上调空间，精选具有业绩持续性的周期成长型标的：家居、C 端建材、工程机械、石化、基化

2、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

3、市场风格切换与景气度见底共振：银行、保险、通信

4、中长线产业趋势明确，景气度维持高位，但要根据竞争格局变化进一步精选个股：锂电、半导体、消费电子（部分创新零部件、面板）

● **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

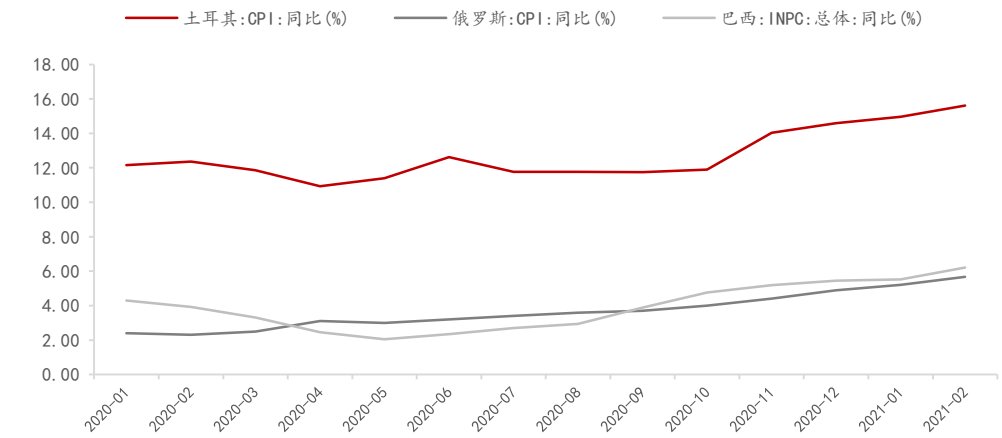
1、货币政策调整的出发点还是通胀，短期内风险不大.....3
2、随着增长和收紧的预期逐步计入，美债上行对风险资产的影响预计会持续存在.....4
2.1 美债利率上行是在重演去年国内债市的路径.....4
2.2 外资持仓上持续规避没有增长弹性来消化估值的标的.....4
3、系统性风险层面，核心问题开始转向基本面的确定性.....6
4、再看四大板块最新情况.....7
5、配置建议.....8
6、风险提示.....8
插图目录.....9

1 货币政策调整的出发点还是通胀，短期内风险不大

近期在海外农产品和工业品涨价的影响下，部分新兴市场国家已经开始动用加息政策对冲通胀影响。巴西和土耳其率先开始，并且表示如有必要会进一步收紧货币政策，俄罗斯央行也在加息之后表示，随着需求快速复苏，风险的天平开始转向通胀上升，紧缩风险基本已经消退，可能会在未来的某次会议上继续加息。

数据上我们可以观察到，不论是土耳其、俄罗斯还是巴西，国内通胀水平均明显提高，自去年疫情通胀低点以来，土耳其上升了 4.7%，俄罗斯上升了 3.3%，巴西上升了 4.1%。**这进一步佐证了我们在年初对系统性风险的判断：货币政策转向的落脚点还是通胀，正常化的货币政策回归只是走向均衡而非收紧。**

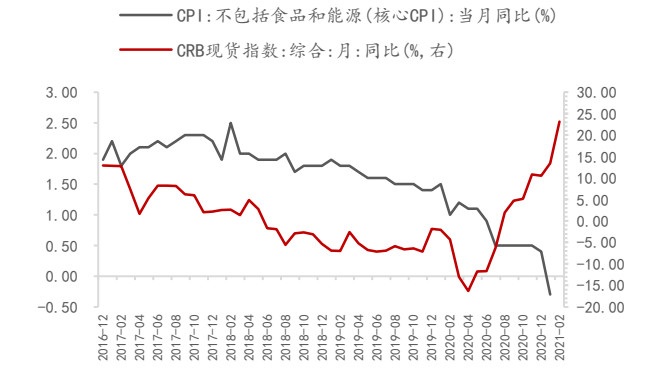
图 1：部分新兴市场国家通胀明显上行



资料来源：民生证券研究院整理

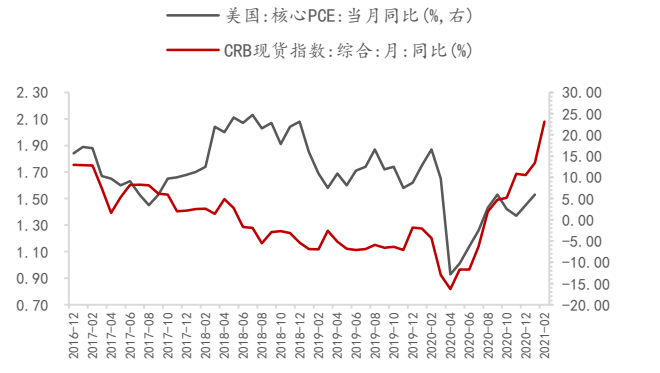
但是国内和美国货币政策大幅转向的风险并不高，系统性风险层目前面对货币政策关注的权重可以适当降低。国内受猪周期影响，核心 CPI 仍处于下行通道中，叠加去年随着疫情领先全球控制得当，货币政策也率先回归正常化，整体上大幅转向收紧的风险并不高。即使是美国，其核心通胀数据仍低于美联储平均 2%的目标，在预期引导上，美联储也释放看淡短期通胀风险的信号，至少短期内美国货币政策转向收紧带来外部冲击的风险也不高。

图 2：国内核心 CPI 仍处于下行当中



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：美国核心通胀数据远低于大宗商品的涨势



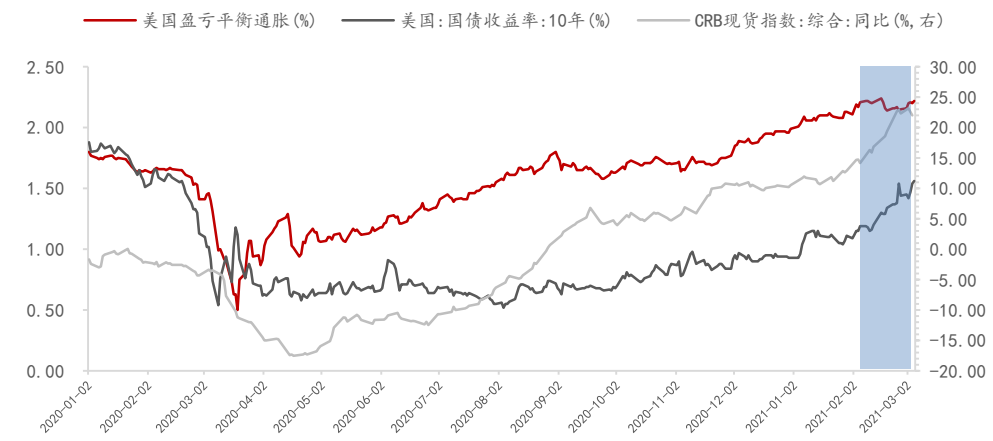
资料来源：WIND，民生证券研究院

2 随着增长和收紧的预期逐步计入，美债上行对风险资产的影响预计会持续存在

2.1 美债利率上行是在重演去年国内债市的路径

前期美债利率的波动，我们认为本质上并非通胀预期的影响，而是重演国内债市去年经济复苏后的路径，增长和政策收紧的预期开始在利率定价中反映。一个明显的例证是同期美国盈亏平衡通胀及国内的债市并未跟随上行，这体现通胀预期整体上处于较稳定的状态。

图 4：美债在重演去年国内债市的路径，增长和收紧预期开始计入



资料来源：民生证券研究院整理

预计美债利率的上行趋势仍会延续。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，利率水平也向去年 12 月疫情前的正常化水平看齐的话，本轮美债利率（十年期）有望接近 1.9%的水平，也就说还有 20 个 bp。从经济复苏的节奏上来看的话，补库需求叠加 1.9 万亿财政刺激和就业复苏带来更多消费需求恢复，美国整体经济上行的空间和时间明显还尚未走完。

美债利率越接近高位，波动的加剧和上行趋势叠加会放大对风险资产的影响。美债市场的情绪面影响越来越大，2 月 25 日当天举行的 620 亿美元美国 7 年期国债投标倍数仅 2.04，创历史最低，显示了投资者对美债的悲观心态，而美联储和投资者之间在政策方向方面的博弈和猜疑也在放大利率短期的波动。因此美债利率上行的过程肯定会伴随着波动率的提升，而交易层面利率的跳升和下跌也会从情绪面上扰动美股和 A 股。

2.2 外资持仓上持续规避没有增长弹性来消化估值的标的

从外资上持仓上我们也观察到海外投资者在向防御型和成长型标的调仓。2 月 22 日至 3 月 19 日，A 股大致经历了两个阶段，一是 2 月 22 日至 3 月 8 日的回调，二是 3 月 9 日至 3 月 19 日的震荡筑底。在第一阶段，北向资金明显加仓了防御型的金融、地产，成长型的锂电、光伏，卖出白酒、家电、证券。在第二阶段，北向资金明显加仓了成长型的光伏、锂电、计算机（云软件）、新能源车、消费电子（IoT）、快递（以快运和冷链为发展点的顺丰），卖出

了白酒、防御型的电力、地产，部分医药股。

两者重叠来看，在美债上行的趋势中，除了低估值防御型，北向资金更偏好有业绩成长性（弹性）能够对冲估值下台阶的成长股，而卖出了业绩弹性不高，前期主要靠确定性抬估值，后期消化估值预计时间较长的消费板块资产。

表1：近期北向资金主要加减仓个股

	2月22日-3月8日主跌阶段加减仓个股	规模（亿元）	所属产业链	3月9日-3月19日震荡阶段加减仓个股	规模（亿元）	所属产业链
加仓	宁德时代	26.4	锂电	隆基股份	23.4	光伏
	中国平安	25.1	金融	格力电器	19.5	家电
	万华化学	23.6	基化	广联达	14.5	计算机
	招商银行	20.8	金融	三一重工	13.9	工程机械
	方大炭素	15.6	资源品	先导智能	11.9	锂电
	万科A	14.7	地产	万华化学	10.6	基化
	三花智控	13.8	锂电	通威股份	10.5	光伏
	兴业银行	11.4	金融	比亚迪	9.0	整车
	阳光电源	11.3	光伏	歌尔股份	8.0	消费电子
	山西汾酒	11.1	酒	顺丰控股	7.1	快递
减仓	立讯精密	-8.6	消费电子	索菲亚	-4.5	家居
	中联重科	-9.0	工程机械	片仔癀	-4.7	消费类药
	中国中免	-9.1	免税	牧原股份	-5.4	农业
	顺鑫农业	-10.3	酒	京东方A	-5.5	面板
	东方财富	-10.6	证券	万科A	-6.7	地产
	金风科技	-13.8	风电	宝钢股份	-7.5	钢铁
	科大讯飞	-14.8	计算机	长江电力	-9.2	电力
	五粮液	-19.2	酒	泸州老窖	-9.3	酒
	格力电器	-35.5	家电	贵州茅台	-10.2	酒
	贵州茅台	-53.9	酒	药明康德	-11.3	CXO

资料来源：WIND，民生证券研究院

3 系统性风险层面，核心问题开始转向基本面的确定性

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力中枢以下。在估值的问题暂时性解决之后，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。

我们在三月初的策略观点里根据跟踪到的情况提出，今年的宏观环境大概率会偏向疫苗落地、经济复苏、通胀回升，系统性风险只要关注一个，即经济增长超预期带来的通胀超预期引发货币政策提前收紧。除非出现滞涨的宏观环境，即供需错配使得上游价格持续上涨带来中下游盈利提前开始恶化。**我们重点观察到地产产业链和制造业中出现了一些相矛盾的信号。**

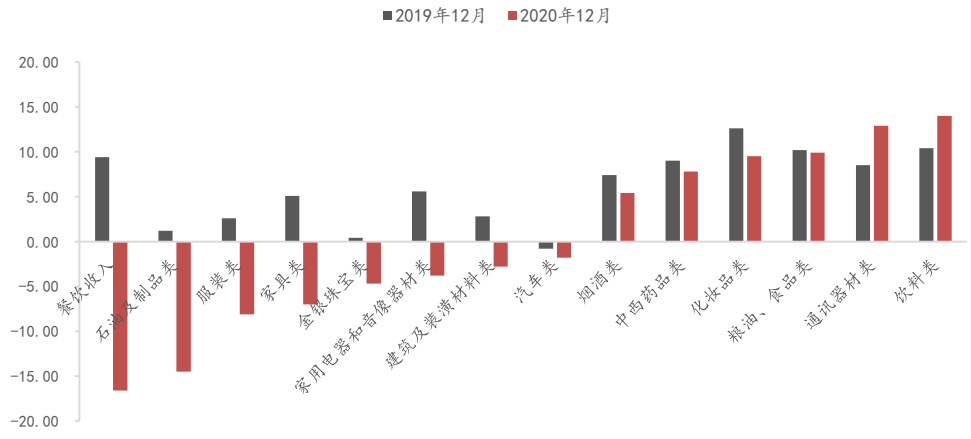
地产产业链中，当前房企面临的最大的变局是三条红线，因此结构上地产企业会有更强的动力把土地库存转化为销售，加码开工，回流现金，叠加居民中长期贷款增速较高，地产销售也不会差。但压降杠杆的战略下房企未必会大规模拿地，土地购置较弱可能后续会影响中下游的开工、销售和相关消费的持续性。

制造业整体上，中长期贷款和外需较强，但投资在走弱，这可能和我们在年度策略中提出的，杠杆率和信用风险会制约制造业投资增速修复有关。在年后的市场里，产能扩张是配置的一大关注点，如果制造业投资增速持续下滑无疑会加剧这一配置方向的不确定性。

制造业细分来看，部分行业出现由于上游涨价带来下游毛利下降和竞争格局恶化的现象。比如钢材和铜价对家电制造毛利的负面影响，光伏玻璃和硅料涨价对中游组件毛利和下游电厂需求的拖累，半导体产能不足对汽车芯片乃至整车生产带来的制约。

但整体上目前我们仍然认为经济处于增长的趋势当中，结构上消费、服务业仍未恢复到疫情前水平，主要集中在餐饮、石油制品、家具、金银珠宝、家电、建材、汽车。

图 5：从消费品零售总额累计增速来看，部分可选消费和服务业还远未恢复到疫情前水平（%）



资料来源：民生证券研究院整理

4 再看四大板块最新情况

整体上我们判断，市场情绪仍然偏弱，如果剔除 3 月 19 日中美谈判对情绪面的冲击，18 日实际上已经能看到抱团板块反弹，强势股补跌的调整末期信号。预计市场结构上会继续修复板块间的估值差，这会带来抱团板块内部进一步分化，以及非抱团板块在盈利增长下带来的估值修复。

1、 抱团板块

抱团板块内部的情况各不相同，对于一些盈利增速不高，前期由于高确定性导致的高估值在债券利率回升下需要持续消化，尤其是消费板块和医药板块里的部分标的。但科技板块中由产业趋势带来高成长的标的，经过此次下跌，部分甚至已经回调至去年 7 月至今构筑的平台，估值下降的空间大大压缩，已经处于回调阶段的末期。从北向资金的持仓上来看，已经开始持续买入。

2、 周期板块

周期板块仍然处于第一次重大分歧阶段，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。对于周期里面的周期成长类个股，比如家居、工程机械、基化、炼化，这部分个股到底是确实能持续成长还是最终被证伪，需要等待新的逻辑或者一季报数据验证的时候。整体上由高增速带来的拔估值应该已经结束，后续随着盈利预期上调仍会有上涨的空间。

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，一是受抱团板块影响，由于减仓的需要，一定程度上也被无差别卖出，二是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，而从流动性角度来看，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。

5 配置建议

下跌之后市场情绪的修复需要时间，因此风格上仍会继续偏向低位价值和周期。但成长板块中“部分赛道”回调的空间已经大大压缩，预计年报和一季报披露前后，将迎来这些标的的布局时间点，建议关注：

1、 受益中期复苏预期和通胀预期，盈利存在上调空间，精选具有业绩持续性的周期成长型标的：家居、C 端建材、工程机械、石化、基化

2、 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

3、 市场风格切换与景气度见底共振：银行、保险、通信

4、 中长线产业趋势明确，景气度维持高位，但要根据竞争格局变化进一步精选个股：锂电、半导体、消费电子（部分创新零部件、面板）

6 风险提示

海外经济恶化，疫苗进展不利

插图目录

图 1：部分新兴市场国家通胀明显上行.....3
图 2：国内核心 CPI 仍处于下行当中.....3
图 3：美国核心通胀数据远低于大宗商品的涨势.....3
图 4：美债在重演去年国内债市的路径，增长和收紧预期开始计入.....4
图 5：从消费品零售总额累计增速来看，部分可选消费和服务业还远未恢复到疫情前水平.....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。