盈利向好和流动性向紧组合下的震荡格局

报告日期：2021-03-21

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com

相关报告

3 月报《回归主旋律，寻找确定性》2021-02-28

2 月报《先抑后扬》2021-01-31

1 月报《一山更有一山高》2021-01-03

主要观点

● 盈利向好和流动性向紧组合下的震荡格局

盈利向好和流动性向紧综合环境，维持震荡格局判断。经济层面，据测算前 2 月 GDP 增速在 25%以上，1 季度增速大概率超预期。各分项数据前 2 月均高增，据测算前 2 月 GDP 增速达到 25%以上，较 2019 年同期增加 12.64%，相当于不考虑疫情，2020 和 2021 年前 2 月经济增速均在 6.1%，与近两年经济潜在增速基本一致，说明经济恢复到潜在增长水平。**“政府杠杆率有所降低”暗含货币和信用加速正常化回归。**2021 年宏观杠杆率保持稳定，但政府杠杆率有所降低，十四五及更长期的宏观杠杆率稳中有降，这是对杠杆率的明确要求。对此更为合理的解释是包含隐性债务的广义杠杆率有所降低，即意味着压降隐性债务存量规模。否则对于狭义杠杆率定义而言，政府杠杆率下降和两会既定政府债正常使用存在相互矛盾，如考虑政府债正常使用，名义 GDP 增速分别在 8%、10%、12%，则政府杠杆率将分别达到 48.7%、47.9%、47.1%，均高于 2020 年底 45.6%。若保证政府杠杆率下降，同样对应 8%、10%、12%的名义 GDP 增速，则分别需要至少压降政府债规模 3.45、2.59、1.73 万亿。当然若是同时满足政府杠杆率下降和政府债正常使用，名义 GDP 增速达到 16%以上也可同时满足，但可能性极低。无论是压降政府债规模还是压降隐性债规模，都意味着货币和信用沿着正常化回归的方向加速。**市场情绪在波动中逐渐趋稳。**一方面，美债收益率上行在中长期里并不存在对 A 股估值形成实质性持续压制的对应关系，A 股对其的影响也在逐渐脱敏；另一方面，美联储仍将继续维持宽松货币政策不变，短期内不会加息，甚至调升了对通胀水平的容忍度；最后中美高层战略对话开启了中美关系走向谈判解决的局面，后续中美关系进展有待进一步明确。

● 行业配置：震荡市寻找确定性，关注化工、银行、半导体

A 股震荡环境下，行业配置仍然遵循确定性原则，兼具高景气和低估值两种思路。一是自上而下寻找经济复苏驱动的投资线索，重点关注海外复苏接力的周期板块，如化工、有色；**二是自下而上挖掘高景气低估值的细分赛道，**如半导体等。

行业层面重点关注三类机会的均衡配置，“碳中和”概念下的两条受益赛道。一是复苏主线下，延续供需错配行业景气度继续上行的化工。尽管大宗商品价格阶段性回调，但整体来看，疫苗副作用并不影响接种和复苏进程，同时大宗商品更多在于美债收益率推升美元带来的价格回落，阶段性插曲并不影响海外接力复苏的逻辑。二是资产质量改善，业绩逐步释放，且估值分位再度回落的银行板块。三是高景气支撑的半导体。一方面短期景气度有支撑，汽车和手机缺芯状态仍将延续一段时间；另一方面长期行业空间，中国半导体市场增长潜力巨大。主题方面，继续关注具有战略高度，不断发酵的“碳中和”概念，新能源将是最重要的投资方向。

● 风险提示

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏不及预期；政策过早过快收紧等。

正文目录

1 市场观点：盈利向好和流动性向紧组合下的震荡格局 3

1.1 增长强劲，盈利增速高企可期 3

1.2 “政府杠杆率有所降低”的可能解均指向货币信用加速正常化回归 6

1.3 风险偏好波动中逐渐趋稳 8

2 配置核心：继续关注化工、银行、半导体 9

图表目录

图表 1 据测算，2021 年前 2 个月经济增速高达 25.2% 4

图表 2 前 2 月社零同比增长 33.8%，较 2019 前 2 月增 6.4% 4

图表 3 1、2 月出口强劲，前 2 月出口同比增长 50.14% 5

图表 4 前 2 月净出口同比增长 1162% 5

图表 5 2021 年前 2 月固投同比增速 35%，较 2019 年前 2 月增加 1.9% 5

图表 6 2021 年前 2 个月基建投资同比增速为 35%，较 2019 年前 2 月同比减少 1.3% 5

图表 7 2021 年前 2 月房地产同比增加 38.3%，较 2019 年前 2 月同比增加 15.7% 5

图表 8 2021 年前 2 月制造业投资同比增加 37.3%，较 2019 年前 2 月同比减少 6% 5

图表 9 两种情形下，政府杠杆率与 2021 年政府债规模互为矛盾，除非名义 GDP 增速达到 16% 8

图表 10 全球新冠疫苗接种量不断提升 10

图表 11 3 月第 3 周：周期、TMT、银行表现靠后 11

图表 12 化工、银行、电子估值回落明显 11

1 市场观点：盈利向好和流动性向紧组合下的震荡格局

盈利向好和流动性向紧综合环境，维持震荡格局判断。经济层面，据测算前 2 月 GDP 增速在 25%以上，1 季度增速大概率超预期。各分项数据前 2 月均高增，据测算前 2 月 GDP 增速达到 25%以上，较 2019 年同期增加 12.64%，相当于不考虑疫情，2020 和 2021 年前 2 月经济增速均在 6.1%，与近两年经济潜在增速基本一致，说明经济恢复到潜在增长水平。**“政府杠杆率有所降低”暗含货币和信用加速正常化回归。**2021 年宏观杠杆率保持稳定，但政府杠杆率有所降低，十四五及更长期的宏观杠杆率稳中有降，这是对杠杆率的明确要求。对此更为合理的解释是包含隐性债务的广义杠杆率有所降低，即意味着压降隐性债务存量规模。否则对于狭义杠杆率定义而言，政府杠杆率下降和两会既定政府债正常使用存在相互矛盾，如考虑政府债正常使用，名义 GDP 增速分别在 8%、10%、12%，则政府杠杆率将分别达到 48.7%、47.9%、47.1%，均高于 2020 年底 45.6%。若保证政府杠杆率下降，同样对应 8%、10%、12%的名义 GDP 增速，则分别需要至少压降政府债规模 3.45、2.59、1.73 万亿。当然若是同时满足政府杠杆率下降和政府债正常使用，名义 GDP 增速达到 16%以上也可同时满足，但可能性极低。无论是压降政府债规模还是压降隐性债规模，都意味着货币和信用沿着正常化回归的方向加速。**市场情绪在波动中逐渐趋稳。**一方面，美债收益率上行在中长期里并不存在对 A 股估值形成实质性持续压制的对应关系，A 股对其的影响也在逐渐脱敏；另一方面，美联储仍将继续维持宽松货币政策不变，短期内不会加息，甚至调升了对通胀水平的容忍度；最后中美高层战略对话开启了中美关系走向谈判解决的局面，后续中美关系进展有待进一步明确。

1.1 增长强劲，盈利增速高企可期

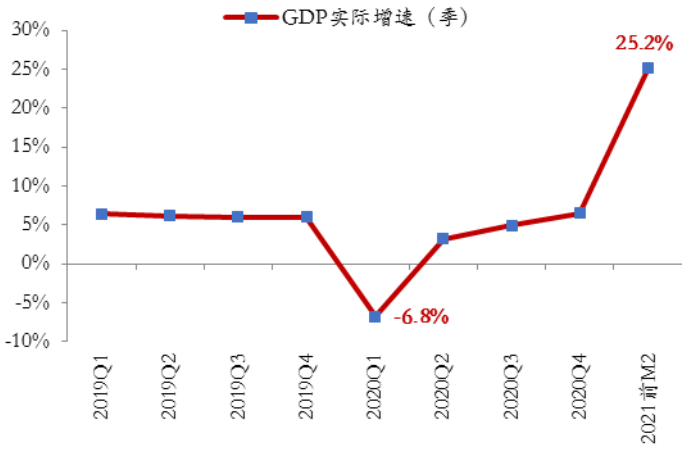
前 2 月的经济增长超过了 25%，1 季度有望超预期。继 1、2 月份超预期的天量社融和信贷增速披露后，前 2 月的重要各分项数据也陆续公开，延续了“超预期”的基调。根据我们的模型测算，2021 年前 2 个月的 GDP 增速达到了 25.2%，这共同来源于 2020 年同期-10.03%低基数效应和增长动能贡献的叠加结果。**结合疫情前 2019 年的同期数据比较，目前的经济增长状态可能正处于经济的潜在增速水平上。**据我们测算，2021 年前 2 月相较 2019 年前 2 月，国内生产总值 GDP 增长了 12.64%，这相当于在不考虑去年疫情冲击的情况下，2020 年前 2 月和 2021 年前 2 月的经济增速都达到了 6.1%左右，这个增速水平在包含了 2020 年政策阶段性宽松的情况下，与近两年的经济潜在增速水平基本是一致的。**在强劲的前 2 月份经济数据基础上，1 季度经济增速有望超预期。**前 2 月的经济增速已经高达超过 25%以上，此外 2020 年 3 月份也存在较明显的低基数效应，经济恢复动能也在继续，哪怕 3 月各分项指

标的同比增速较 2 月份边际回落，但整体 1 季度的经济增长仍有望超出市场普遍18-19%的增速预期。

各分项经济数据前 2 月增长强劲，但增长动能强弱不一。其中，**社零消费前 2 月同比增加 33.8%，较 2019 年同期增加了 6.4%，实质上如果不考虑疫情的情况下，增长速度相对经济增长是较弱的，**而根据以往的历史经验，社零增速通常比经济增长大约稳定高 2 个百分点左右，因此即便 2021 年各月份的社零同比增速会在 2 月基础上边际回落，但相对 2019 年的同期的增长将会继续改善。**出口前 2 月同比增长超过 50%，较 2019 年同期增加了 26%。净出口前 2 月同比增长了 1612%，较 2019 年同期增了 131%。**增长的动能十分强劲。**固定资产投资前 2 月同比增长了 35%，较 2019 年同期增长了 1.9%，增长的动能也是相对较弱的。**更具体的，固投中房地产开发投资前 2 月同比增长 38.3%，较 2019 年同期增长 15.7%，增长情况在固投中最好；基建投资前 2 月同比增长 35%，较 2019 年同期下降了-1.3%，增长情况较差；制造业投资前 2 月同比增长 37.3%，但是较 2019 年同期下降了-6%左右，在固投中增长情况最差。

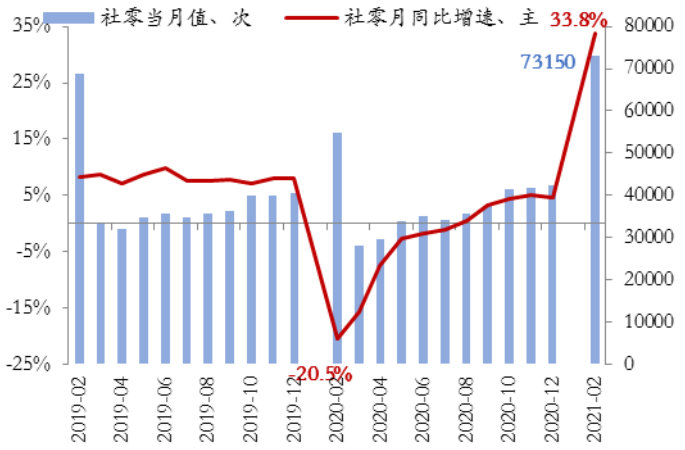
2020 年 4 季度和 2021 年 1 季度的盈利增速将会重塑市场和行业的 PETTM 估值情况，值得关注和考虑。随着 2020 年年报和 2021 年一季报的逐渐披露，我们需要考虑和关注 2020Q4 季度和 2021Q1 季度的盈利数据对 PETTM 的修正，因为这两个季度的盈利增长速度将会非常高企，这有可能会消化市场整体或高估值板块的估值，也会对行业间严重的估值裂口重新平衡。

图表 1 据测算，2021 年前 2 个月经济增速高达 25.2%



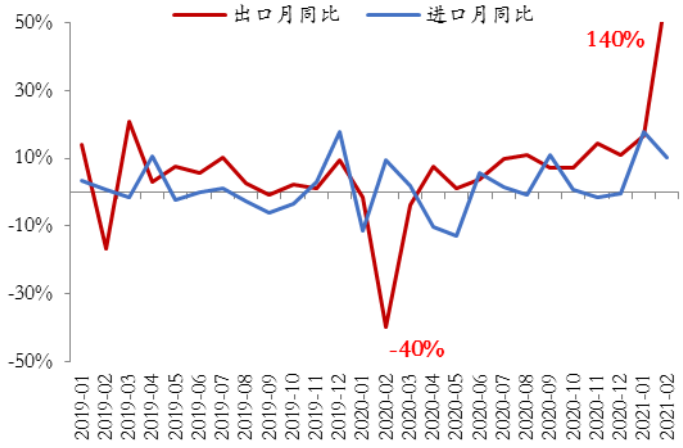
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 2 前 2 月社零同比增长 33.8%，较 2019 前 2 月增 6.4%



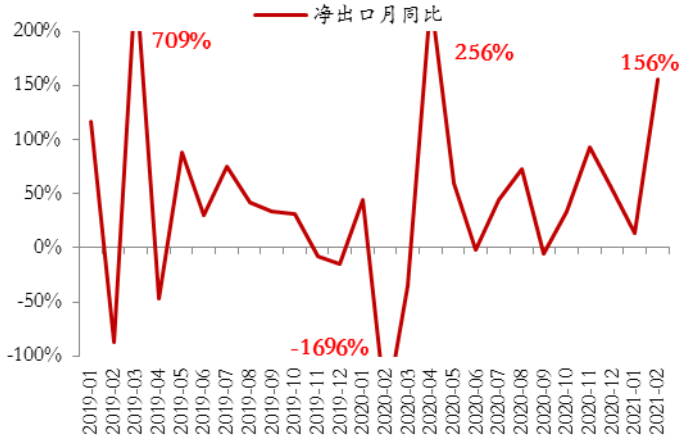
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%、亿

图表 3 1、2 月出口强劲，前 2 月出口同比增长 50.14%



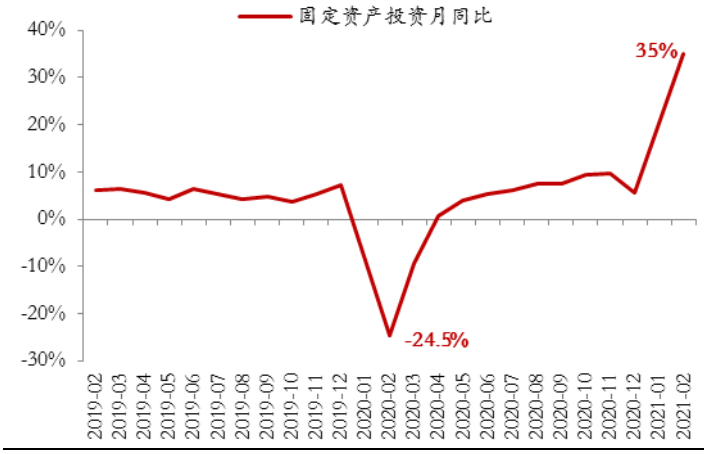
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 4 前 2 月净出口同比增长 1162%



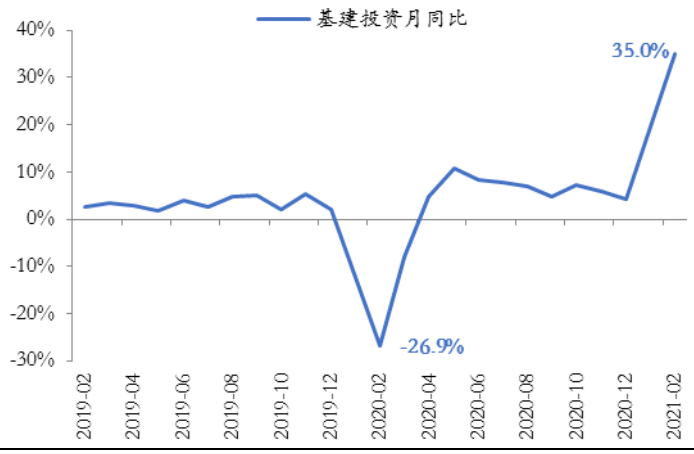
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 5 2021 年前 2 月固投同比增速 35%，较 2019 年前 2 月增加 1.9%



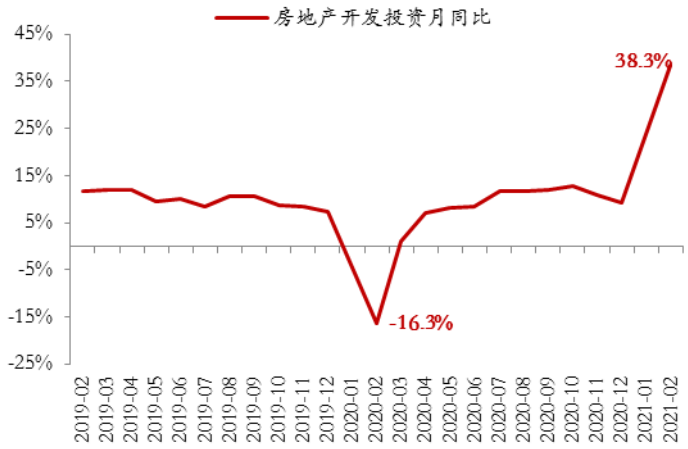
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 6 2021 年前 2 个月基建投资同比增速为 35%，较 2019 年前 2 月同比减少 1.3%



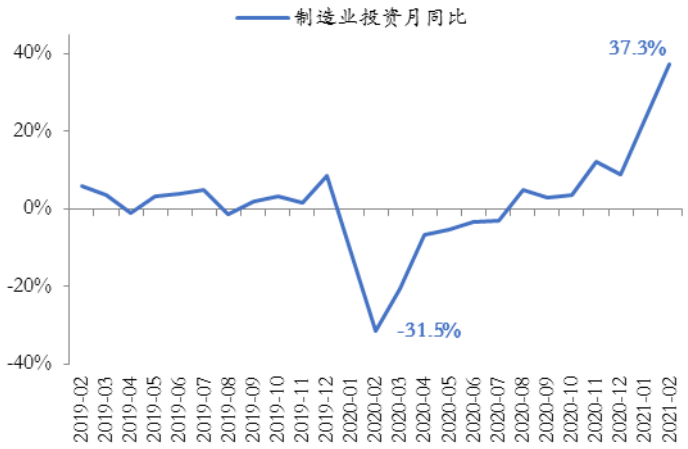
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 7 2021 年前 2 月房地产同比增加 38.3%，较 2019 年前 2 月同比增加 15.7%



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 8 2021 年前 2 月制造业投资同比增加 37.3%，较 2019 年前 2 月同比减少 6%



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.2 “政府杠杆率有所降低”的可能解均指向货币信用加速正常化回归

近期官方对“宏观杠杆率”有较多的表达，其中有三条比较重要：一是 3 月 9 日央行研究局局长王信指出，宏观杠杆率比 2020 年末略有下降，2022 年还将小幅下降；二是《中国人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》正式发布的文字提出要保持宏观杠杆率以稳为主，稳中有降；三是近期广受关注的 3 月 15 日国常会提出的保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。**这里面的共识为“2021 年宏观杠杆率保持基本稳定，十四五及更长期的宏观杠杆率要稳中有降，2021 年政府杠杆率要有所降低”。**其中的 2021 年政府杠杆率要有所降低尤受关注，引发市场广泛讨论。

截止 2020 年末，根据国家资产负债表研究中心披露的政府部门杠杆率为 45.6%以及国家统计局公布的 2020 年 GDP 名义值 101.5986 万亿，可倒算出政府部门债务余额为 46.329 万亿。

同时考虑到 2021 年政府杠杆率有所下降和两会既定政府债规模使用，我们认为最可能、最合理的情形是**上述提到的政府部门杠杆率指的是包含隐性债务的广义杠杆率，在这种情况下，讨论广义政府杠杆率要有所降低，并且不影响到政府债的使用，最有可能的共同解便在于化解隐性债务，压降隐性债务的存量规模。这种解释似乎更加可行也更符合当前的实际和政策倾向，**这与对隐性债务严禁增量、化解存量的思路以及十年化债的方向也是一致的。否则，按照国家资产负债表研究中心披露的狭义杠杆率测算，政府杠杆率要有所降低以及两会既定的政府债规模正常使用将相互矛盾。

假定今年的 3.2%赤字规模和 3.65 万亿的地方政府专项债全额使用。这种情况下，就不再能够完成政府杠杆率有所下降的目标了。如果今年名义 GDP 增速在 10%的中性假设下，政府债规模全额使用，那到年底的政府部门杠杆率将达到 47.9%，较 2020 年提升 2.3 个百分点；如果今年的名义 GDP 增速在 12%的乐观假设下，到年底的政府杠杆率将达到 47.1%，较 2020 年底上行 1.5 个百分点；如果今年的名义 GDP 增速在 8%的较悲观假设下，到年底的政府杠杆率将达到 48.7%，较 2020 年底上行了 3.1 个百分点。**除非名义 GDP 增速达到了 16%，这时候才能全额使用政府债规模，同时也能保证政府杠杆率不升高，但今年名义 GDP 增速要达到 16%以上，目前来看非常困难。**

假定要实现 2021 年政府杠杆率有所降低的目标，我们仍然假设 2021 年政府杠杆率达到 2020 年 45.6%即可。那么政府就不得不压降今年政府债的新增规模：如

今年名义 GDP 增速在 10%的中性假设下，要保持 45.6%的政府杠杆率，那么全年政府债的新增规模必须保持在 4.63 万亿以下，相当于压减了今年 3.2%赤字率规模和 3.65 万亿地方政府专项债规模 2.59 万亿；若今年名义 GDP 增速在 12%的乐观假设下，仍然需要压降政府债规模 1.73 万亿；若今年名义 GDP 增速设定在 8%的较悲观假设下，则需要压降政府债规模 3.45 万亿。即随着名义 GDP 增速不断好转，为了保持政府杠杆率不变的目标，需要压降的政府债规模越小。**如果名义 GDP 增速达到了 16%，这将是一个临界点，将不再需要压降政府债规模。**

以上几种情形假设说明：① 兼顾政府杠杆率有所下降，并且政府债规模正常使用，最可能、最合理的解释在于广义政府杠杆率下降，而非是狭义政府杠杆率下降，这就转换为压降隐性债务存量规模的问题；② 若考虑狭义政府杠杆率下降，只要名义 GDP 增速在 16%以下，政府债规模全额使用和政府部门杠杆率稳中有降就是相互矛盾的，不可能同时满足。要嘛政府债规模全额使用，政府杠杆率继续上行；要嘛政府杠杆率稳中有降，那就必须压缩政府债的使用规模。③ 若要狭义政府杠杆率下降，除非是名义 GDP 增速达到了 16%以上，政府债规模全额使用和政府部门杠杆率稳中有降才有可能。但是想要达到 16%的名义 GDP 增速，目前仍难预期。

为了完成政府部门杠杆率有所下降的目标，无论是在名义 GDP 增速不足 16%时，必须压降政府债使用规模，还是去压降隐性债务规模，都决定了货币和信用将沿着向正常化回归的长期方向不变，并且有可能迎来加速。

图表 9 两种情形下，政府杠杆率与 2021 年政府债规模互为矛盾，除非名义 GDP 增速达到 16%

可能性	2021 年名义 GDP 增速	GDP 名义值	政府杠杆率	政府部门余额	较 2020 年末债务余额新增	3.2%赤字率对应规模	专项债额度	政府债压降规模
2020 年	//	101.6	45.6%	46.33	//	//	//	//
情形 1	16%	117.9	45.6%	53.74	7.41	3.77	3.65	0.01
	15%	116.8	45.6%	53.28	6.95	3.74	3.65	0.44
	14%	115.8	45.6%	52.82	6.49	3.71	3.65	0.87
	13%	114.8	45.6%	52.35	6.02	3.67	3.65	1.30
	12%	113.8	45.6%	51.89	5.56	3.64	3.65	1.73
	11%	112.8	45.6%	51.43	5.10	3.61	3.65	2.16
	10%	111.8	45.6%	50.96	4.63	3.58	3.65	2.59
	9%	110.7	45.6%	50.50	4.17	3.54	3.65	3.02
	8%	109.7	45.6%	50.04	3.71	3.51	3.65	3.45
情形 2	16%	117.9	45.6%	53.75	7.42	3.77	3.65	0.00
	15%	116.8	46.0%	53.72	7.39	3.74	3.65	0.00
	14%	115.8	46.4%	53.69	7.36	3.71	3.65	0.00
	13%	114.8	46.7%	53.65	7.32	3.67	3.65	0.00
	12%	113.8	47.1%	53.62	7.29	3.64	3.65	0.00
	11%	112.8	47.5%	53.59	7.26	3.61	3.65	0.00
	10%	111.8	47.9%	53.56	7.23	3.58	3.65	0.00
	9%	110.7	48.3%	53.52	7.19	3.54	3.65	0.00
	8%	109.7	48.7%	53.49	7.16	3.51	3.65	0.00

资料来源：wind，华安证券研究所。增速单位：%（表中已列示），规模单位：万亿元

表中蓝色加粗表示 2021 年执行项，红色加粗表示 2021 年假设项

1.3 风险偏好波动中逐渐趋稳

一方面，美债收益率上行在中长期里并不能对 A 股估值形成实质性的持续压制，A 股与之正在逐渐脱敏。美债收益率上行对 A 股估值的抑制效果正在逐渐弱化。在过去的 5 轮美债收益率上行周期里，从 A 股的表现来看，并没有实质性的证据来表明美债收益率上行对 A 股估值有抑制效果。如 2003 年 6 月到 2007 年 7 月的上行周期后半程，A 股表现出来的是轰轰烈烈经济繁荣大牛市；2012 年 7 月到 2013 年底的美债收益率上行周期里，A 股整体表现得是震荡行情，但 2013 年创业板一枝独秀的行情也让人印象深刻；在 2016 年 7 月到 2018 年 9 月的上行周期里，尤其是在周期前期美债收益率曲线接近 90 度快速上行时，A 股仍然受益去产能、去库存政策在不断上行。更直接的证据在于，本轮美债收益率上行开始于 2020 年 4 月，直到今年的 2 月中旬前美债收益率都在保持快速上行的态势，但这期间的 A 股同样也是在上行的。

此外，3 月 20 日易会满主席也明确表示，目前市场对外部因素的过度担忧和关注，并不符合新发展格局，更应该关注国内的基本面因素。此举也有助于引导市场情绪回归到国内基本面情况。

SLR 到期不续做，美联储仍将继续维持宽松货币政策不变。美联储宣布补充杠杆率 SLR 到期不再延期，但这是在美联储保持货币政策宽松、流动性充裕的背景下实施的，对银行可能抛售美债并不会有太大的冲击或压力，也不能作为美联储态度变化的信号。实质上美联储还将继续延续一段时间的宽松货币政策倾向不变，一方面美国的失业率数据恢复并不到位，美联储主席和美财长近期对此公开发言表示对失业率的担忧，在最近的美联储议息会议中也提及了失业率仍在上升；另一方面美联储对通胀水平有更强的容忍度，在前两天的美联储议息会议中也明确提及了目前通胀率仍低于 2%的目标，甚至提升了对通胀率短期可能在 2%以上的时间容忍度。纪要中也担忧未来 2-3 年经济状况具有相当大的不确定性，因此继续维持当前的基准利率和 QE 规模。

中美高层战略对话后，需更加关注中美关系。尽管本次中美高层战略对话，言辞激烈，火药味较足，但这并不是坏事，事后美国国务卿也回应称三场会谈取得了良好的结果。这是自拜登上台，两国首脑通电话后的首次高层正式接触，一方面说明中美之间开始走向谈判桌，双方均有诚意解决特朗普政府遗留的中美问题；二方面，本次高层战略对话也互相回应和了解了双方的诉求，更有助于双方增进了解和以后问题的谈判解决。当然本次谈判只是中美关系解决的开始，后续仍将有不断的双方会谈，对市场风险偏好的影响还有待中美关系的进一步发展。

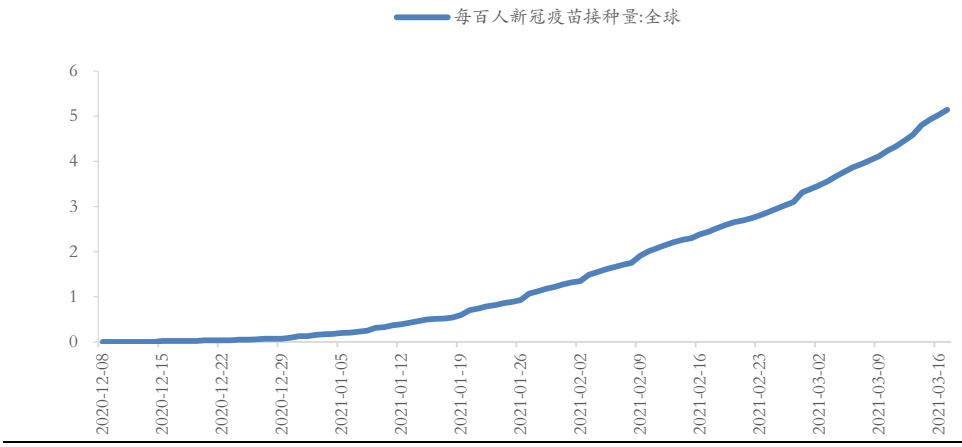
2 配置核心：继续关注化工、银行、半导体

A 股前半周虽偶有震荡，但整体趋势仍然向上；情绪的变化主要来自于 3 月 19 日中美高层战略对话交锋激烈，带来市场情绪的突然走弱，权重板块带动指数下行。在可能出现黑天鹅事件的背景下，仍需警惕没有业绩支撑的高估值板块杀跌。因此。**行业配置仍然遵循确定性原则，兼具高景气和低估值的两种思路：一是自上而下寻找经济复苏驱动的投资线索，**重点关注①海外复苏接力的周期板块，如化工、有色；② 内外需促进制造业投资链条改善，如生产设备、机械等；③ 消费持续改善，尤其是疫后服务业消费复苏，包括航空、旅游、酒店、餐饮、电影等；④ 利率上行，低估值、业绩改善具备高性价比的银行、保险等。**二是自下而上挖掘高景气低估值的细分赛道，**如供需矛盾显著的芯片半导体和业绩确定性强的军工等。**具体到行业层面，重点关注化工、银行、半导体，主题方面重视“碳中和”概念下的两大投资赛道。**

一是复苏主线下，化工延续供需错配行业景气度继续上行。过去一周来看，尽

管大宗商品价格有所下行，但并未改变海外接力国内的复苏主线。**第一，疫苗副作用，不影响接种和复苏进程。**连续 4 周全球新冠新增病例数的增加，叠加阿斯利康疫苗或与血栓存在联系，或带来市场对于疫情复苏的担忧。但并不会影响全球接种进程，截止 3 月 17 日全球每百人新冠疫苗接种量已经达到 5.14 剂次，较 2 月底增加 1.83 剂次；同时国内截止 3 月 20 日已经有 7000 万人次接种。**第二，美债收益率推升美元，带来大宗商品价格阶段性回落。**上周大宗商品价格普遍阶段性回落，包括原油下跌 6.39%，或主要受到 10 年期美债收益率突破 1.7%的去年 1 月高位，进而推升美元走高。不过，从全球供需来看，随着气温逐步回暖，叠加主要国家疫苗接种率的提升，**阶段性插曲并不影响海外接力国内复苏的逻辑，以化工为代表的周期主线将保持高景气。**此外，同时关注受益于消费旺季来临的有色金属；还有内外需促进带来的制造业投资改善机会，代表为机械设备。

图表 10 全球新冠疫苗接种量不断提升



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：剂次

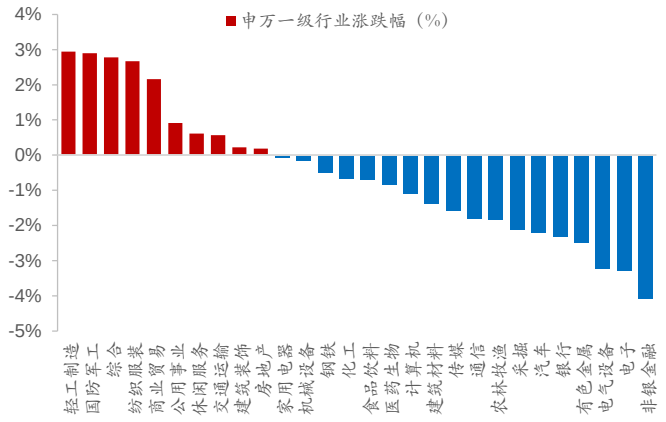
二是资产质量改善，估值延续低位的银行。经济复苏趋势进一步延续，一季度投资增速进一步反弹，工业生产持续恢复，带来银行资产质量改善预期。同时，近期 2020 年业绩逐步释放，以招行为例净利润同比增长 4.82%，不良率下行。截止 3 月 19 日银行板块估值分位数回落至 6.4%，具有绝对性价比。

三是自下而上的细分高景气行业，关注行业潜力巨大的半导体。细分领域来看，半导体板块无论是短期景气度还是长期空间都显示行业潜力。一是短期景气度，受产能不足和需求旺盛的双重影响，包括汽车和手机的缺芯状态都将持续一段时间，行业景气度的持续上行将是确定性事件。二是长期行业空间，IBS 预计到 2030 年中国半导体市场将占全球的 60%，行业空间巨大。若从半导体设备市场来看，SEMI 数据显示中国 2020 年的增长速度达到 39.3%，远超全球 18%的增幅，已经成为全球最大的半导体设备市场。三是业绩维度，一季报业绩的不断临近，在需求旺盛叠

加涨价的双重支撑下，行业业绩具有高确定性。

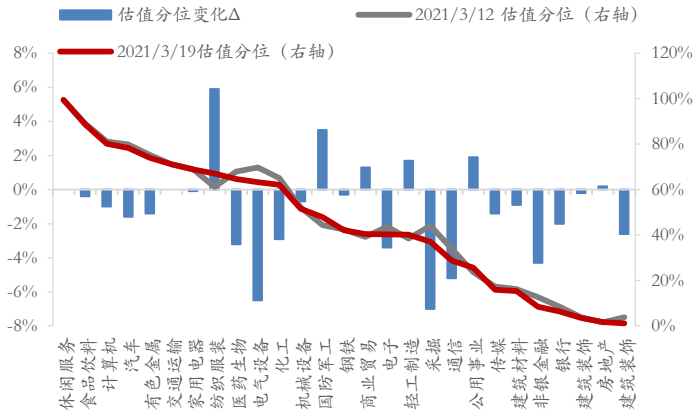
“碳中和”概念继续发酵，政策和金融倾斜，关注受益的两大赛道投资机会：一是传统高耗能行业中长期改造机会；二是新能源将是最重要的投资方向，将围绕新能源构建的新型电力体系，投资方向包括新能源材料、新能源车、储能、风电、光伏和氢能。鉴于“碳达峰、碳中和”的战略性和巨量投资，将是未来长时期内的重要投资概念，配套政策将会逐步落地，金融体系也将进行倾斜。其中，全国碳市场将于 6 月底前启动线上交易，生态环境部明确表示争取今年出台《全国碳排放权交易管理条例》。同时，截止目前碳中和债已经发行了 21 只，易纲也表示绿色金融将是 2021 年和十四五的重要工作。

图表 11 3 月第 3 周：周期、TMT、银行表现靠后



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 12 化工、银行、电子估值回落明显



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

风险提示：

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏不及预期；政策过早过快收紧等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。