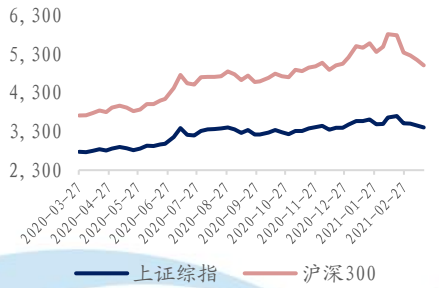
中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师：刘庆东
证券执业证书号：S0640520030001
证券分析师 郑梓淳
证券执业证书号：S0640520120001

维持谨慎，关注结构性因子反转机会

策略周报　　2021 年 3 月 21 日

市场走势



近期报告

中航证券策略周报:《超跌反弹短期或持续，关注股息和估值因子》

中航证券策略周报:《大小市值极端分化大概率结束，关注中小市值绩优股》

中航证券策略周报:《全球再通胀周期开启，市场或保持震荡》

中航证券策略周报:《市场或继续震荡走高，关注大金融及周期板块》

中航证券策略周报:《市场极端分化延续，大金融板块配置价值凸显》

中航证券策略周报:《货币政策转弯较明显，市场转向谨慎》

中航证券策略周报:《A 股风格和行业结构分化趋极端，港股估值不低但存在配置价值》

中航证券策略周报:《市场板块轮动加速，继续关注广义顺周期行业》

中航证券策略周报:《风险偏好与基本面支持 A 股延续结构性机会》

核心观点:

本周三大股指周线均五连阴，持续调整，本周跌幅较上周大幅收窄，代表大市值股票的上证 50 指数周跌 3.32%，代表中小市值股的中证 500 指数周跌 0.25%，中小市值风格股票表现优于大市值股票。北上资金方面，全周呈现净买入状态，两市累计净买额 87.09 亿。其中沪股通净买额 6.76 亿，深股通净买额 80.33 亿，显示外资更加青睐中小市值较多的深圳市场。流动性方面，继上周之后，本周央行公开市场操作净投放继续为 0，体现了央行年初以来以稳为主的货币政策。

国内经济数据方面，为了排除疫情干扰因素，我们以 2019 年为基数，1-2 月社零增速为 6.4%，而 2019 年每月社零增速均为 7%以上，同时，今年 1、2 月社零增速季调环比分别为-1.4%和+0.56%，较去年 11 月和 12 月的+1.36%和+1.26%的势头有所下滑，表明目前社零虽仍在修复且好于预期，但修复速度边际趋缓，距潜在水平尚有差距。

固投方面，1-2 月固定资产投资（不含农户）同比+35%，略低于市场预期的 38.0%。以 2019 年 1-2 月为基数，2021 年 1-2 月固定资产投资（不含农户）+3.5%，与 2019 年 1-2 月+6.1%的增速尚有差距，但从季调环比来看，2021 年 1-2 月固投环比增速为+2.43%，仍保持了一定的增长势头。1-2 月基建投资同比+34.95%，但如以 19 年 1-2 月为基，21 年 1-2 月增速仅为-1.30%，实际上是放缓的。历史上看，基建具有较强逆周期性，而 21 年随着新冠疫情消退，经济逐渐好转，政府逆周期调节的必要性降低，预计基建大概率持续走弱。

1-2 月，制造业投资同比+37.3%，主要系去年同期的低基数。以 2019 年为基数，21 年 1-2 月制造业投资增速为-5.9%，与 19 年 1-2 月+5.9%的增速对比，表明制造业投资仍有待恢复。2021 年 2 月制造业 PMI50.6%，位于荣枯线之上，生产经营活动预期指数为 59.2%，处在 2020 年 3 月复工复产以来的较高点，2020 年四季度企业家信心指数为 123.44，已恢复到接近 19 年四季度的水平。这些具有前瞻性的数据与 21 年 1-2 月制造业投资水平的走低形成背离，我们认为主要系对市场乐观的预期到实际项目的投资转化需要一段时间以及去年年底局部的疫情对制造业项目投资进度构成一定程度的扰动。展望后市，考虑到疫苗广泛注射下全球及中国经济的复苏、众多制造业子行业的产能利用率去年四季度已经达到近几年的高点附近，2021 年 2

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传　　真：010-59562637

月中长期贷款的新增人民币贷款大幅高于市场预期，资金在后续可能被用于实际的项目，制造业投资强度在后续月份大概率出现回升，有望实现以 19 年数据为基础的增速转正。

1—2 月，房地产开发投资同比+38.3%，比 2019 年 1—2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%，国房景气指数达到 101.41，位于景气区间，已经略高于 19 年 2 月的 100.81，总体上体现了房地产业在受到政策抑制的情况下自身较强的韧性。2021 年 1-2 月商品房销售比 2019 年 1—2 月份增长 23.1%，两年平均增长 11.0%，与 2021 年 2 月居民中长贷高增的金融数据相互印证，表明了房产销售目前情况较为良好。21 年 1-2 月，房屋竣工面积、施工面积、新开工面积和本年土地购置面积相对于 2019 年 1-2 月增速分别为+8.25%、+14.22%、-9.47%和-6.0%，结合去年以来新开工面积增速持续低于施工面积，表明房企目前的主要目标仍然是降低库存回笼资金，体现了房地产调控政策和新冠疫情的双重影响。2021 年，房企融资“三条红线”、房地产贷款集中管理等调控手段叠加流动性边际收紧的影响，预计房企经营策略趋于谨慎。一方面，房企土地购置速度可能出现边际下滑，带动土地购置费增速趋缓，另一方面，房企项目新开工将较为谨慎，使得目前增速相对较高的房屋施工面积增速难以持续，带动建安支出增速下移。土地购置费和建安支出增速的下移，最终大概率使得今年房地产投资增速相对于 19 年出现下降，但是，考虑到“不急转弯”的政策倾向，这种下行预计较为平缓。

投资策略方面，当下 A 股震荡调整的原因可归纳为：核心资产估值过高，叠加经济复苏动能衰减下利率不断上升。一、二季度中美利率大概率仍将处于向上的趋势当中，这一趋势或持续对权益资产形成压制。分别从时间和空间的角度考虑，这一压制有望在二季度中后期有所缓解：中国十年期国债收益率的中期高点可能出现在 5、6 月份。美国十年期国债收益率的中期高点可能在 2%左右，目前还有接近 30 个 BP 的空间。目前仍然建议以战略性防守为主，在 A 股难有整体性机会的当下，我们需要着重关注结构性的因子反转的机会。从 2018 年以来连续跑赢的市值、动量和盈利因子已经出现了交易过度拥挤的状况，相反估值和股息两个因子的性价比处于历史高位，中小盘低估值高股息风格将大概率跑赢。

风险提示：流动性收缩超预期，中美关系恶化

图 1：对数流通市值风险溢价

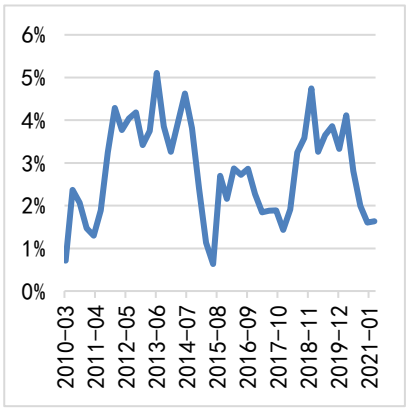


图 2：12 月累计收益风险溢价

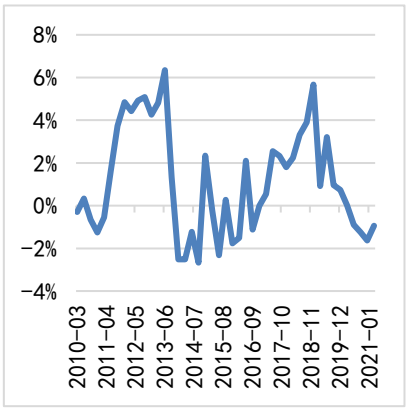
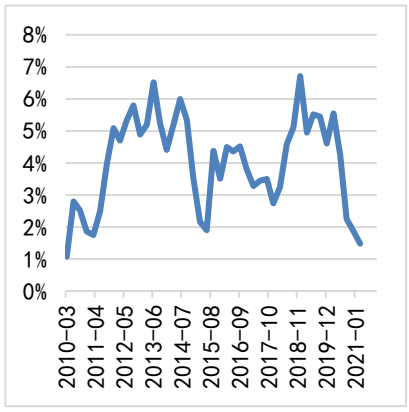


图 3：ROE 因子风险溢价



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图 4：市盈率因子风险溢价

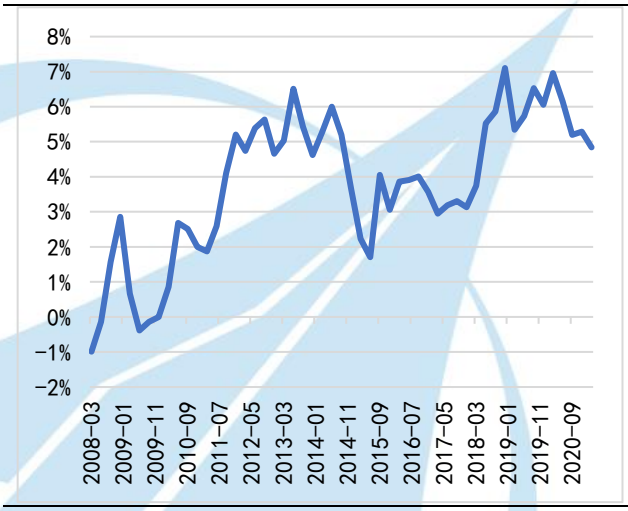
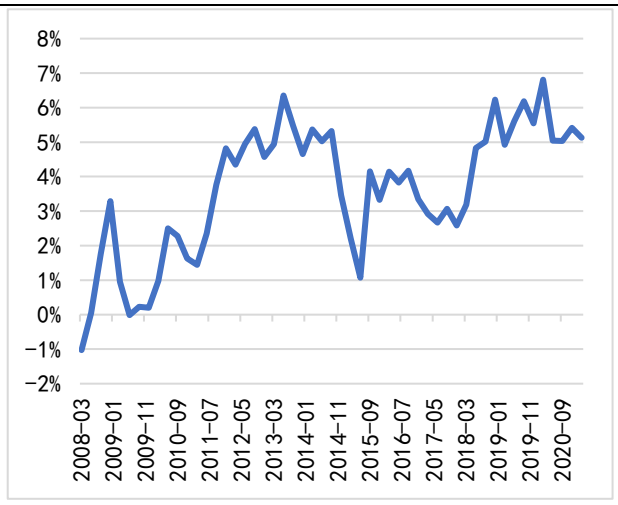


图 5：股息率因子风险溢价



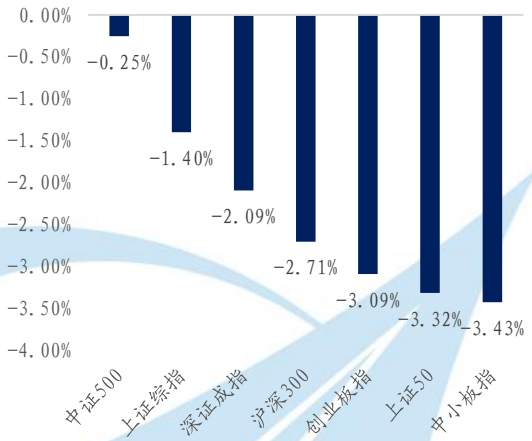
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

一、 本周行情回顾

本周各大指数普跌，上证指数周跌 1.40%；深证成指跌 2.09%；创业板指周跌 3.09%，沪深 300 指数跌 2.71%，代表大市值股票的上证 50 指数周跌 3.32%，代表中小市值股的中证 500 指数周跌 0.25%。行业表现方面，本周排名前三位的行业，分别是轻工制造（2.94%）、国防军工（2.89%）、

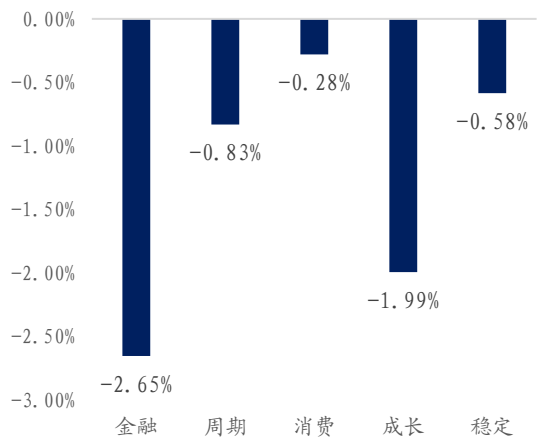
综合（2.77%），排名后三位的分别是非银金融（-4.08%）、电子（-3.29%）、电气设备（-3.21%）。风格上，本周金融股跌 2.65%，周期股跌 0.83%，消费股跌 0.28%，成长股跌 1.99%，稳定股跌 0.58%。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 22.02 倍，较上周下降 1.74%，剔除金融、石油石化股后市盈率为 36.70 倍，较上周下降 1.87%。海外方面，本周道指跌 0.46%，纳指跌 0.79%，标普 500 指数跌 0.77%。德国 DAX 指数周涨 0.82%；法国 CAC40 指数周跌 0.80%；英国富时 100 指数周跌 0.78%。

图 6：本周主要指数涨跌幅



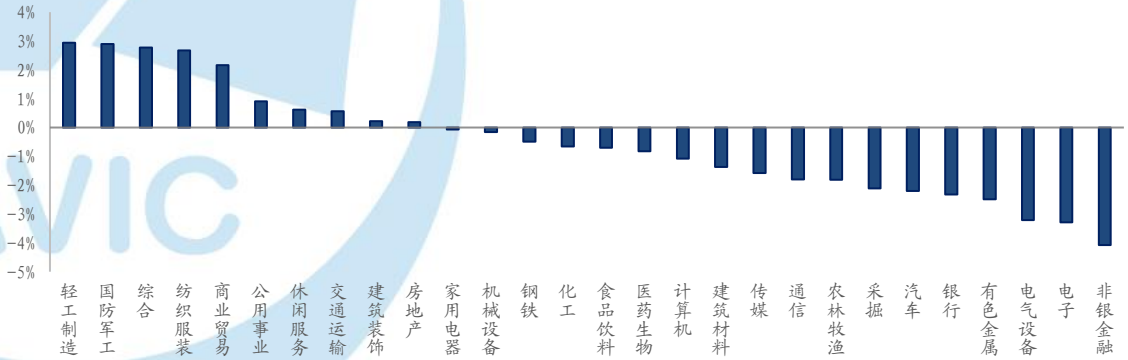
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 7：本周各风格股票涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券研究所

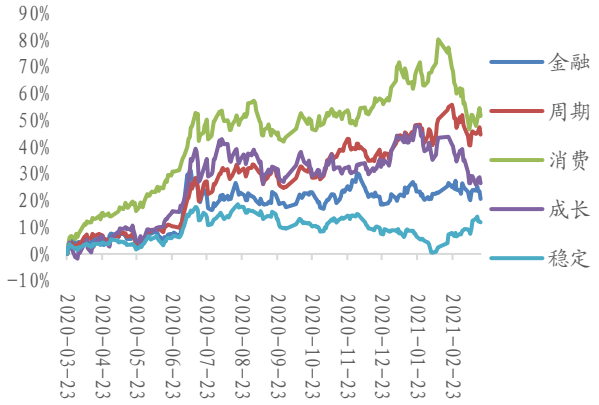
图 8：本周行业涨跌幅

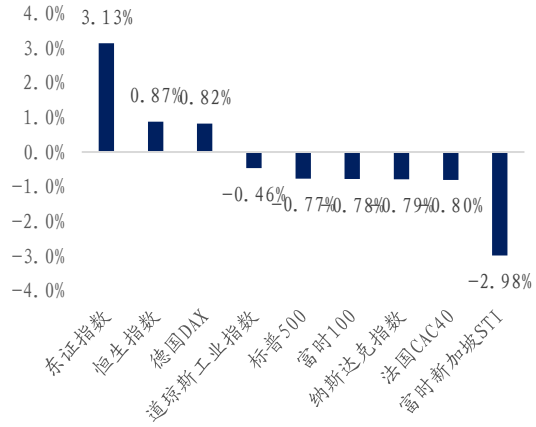


资料来源：Wind、中航证券研究所

图 9：各风格股票走势

图 10：本周海外主要指数涨跌幅





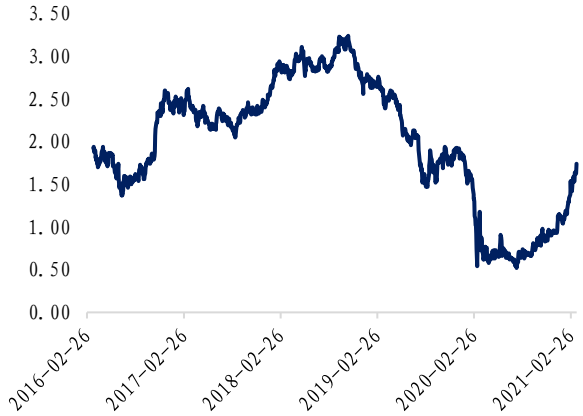
资料来源：Wind、中航证券研究所

资料来源：Wind、中航证券研究所

图 11：美元指数走势

图 12：美国十年国债收益率走势





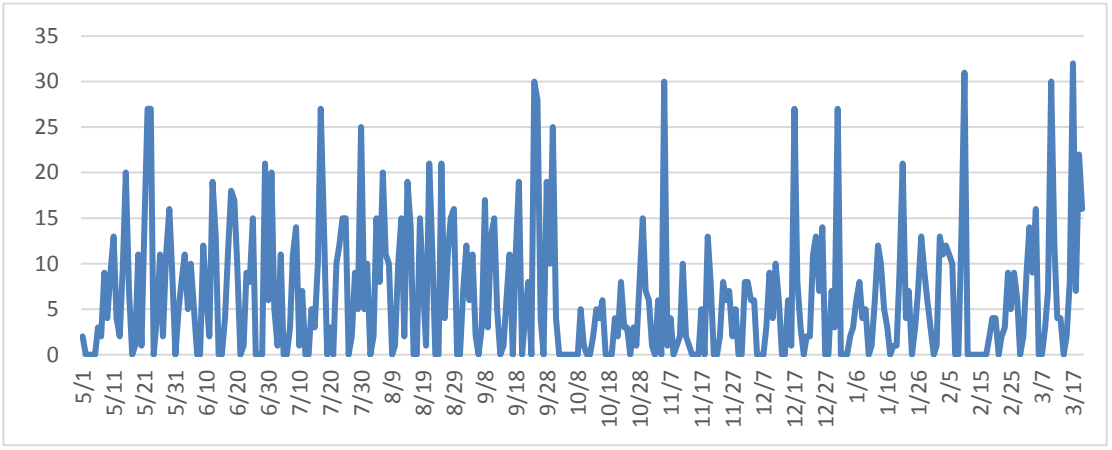
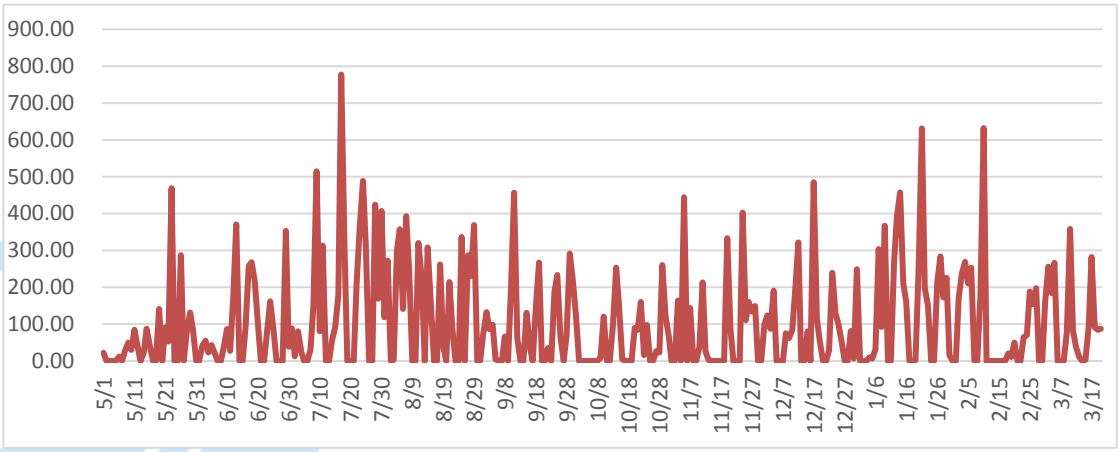
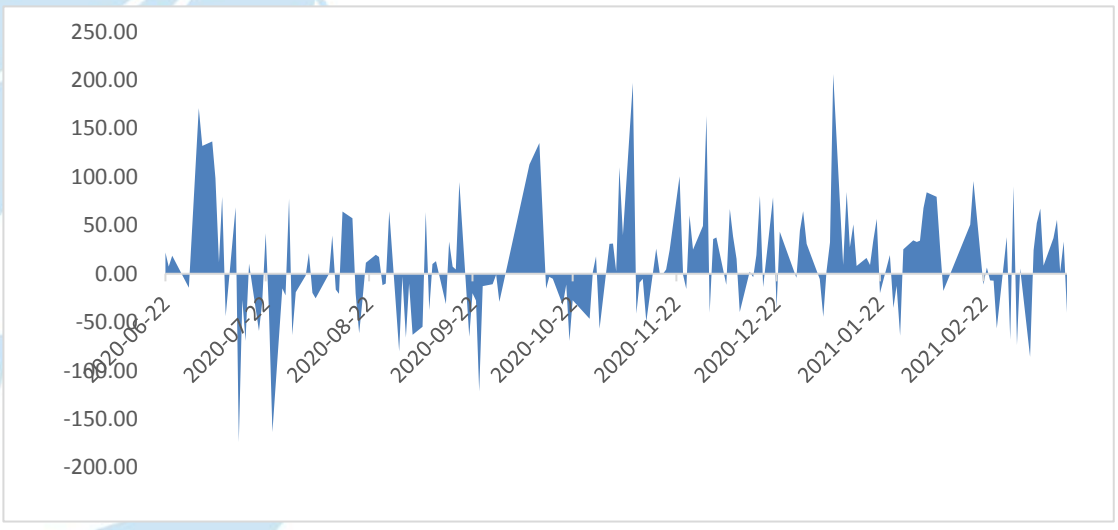
资料来源：Wind、中航证券研究所

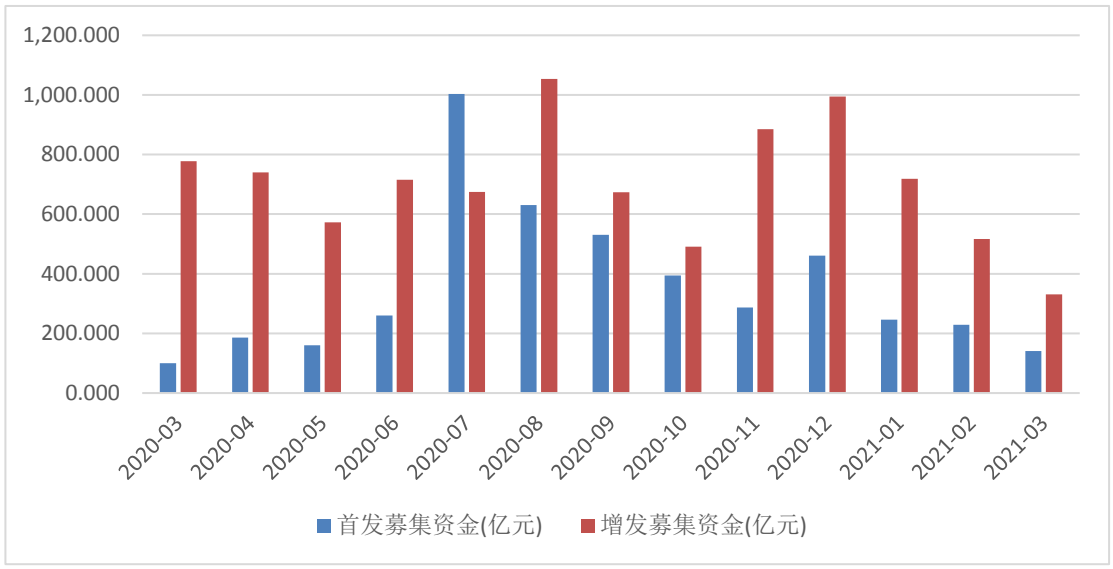
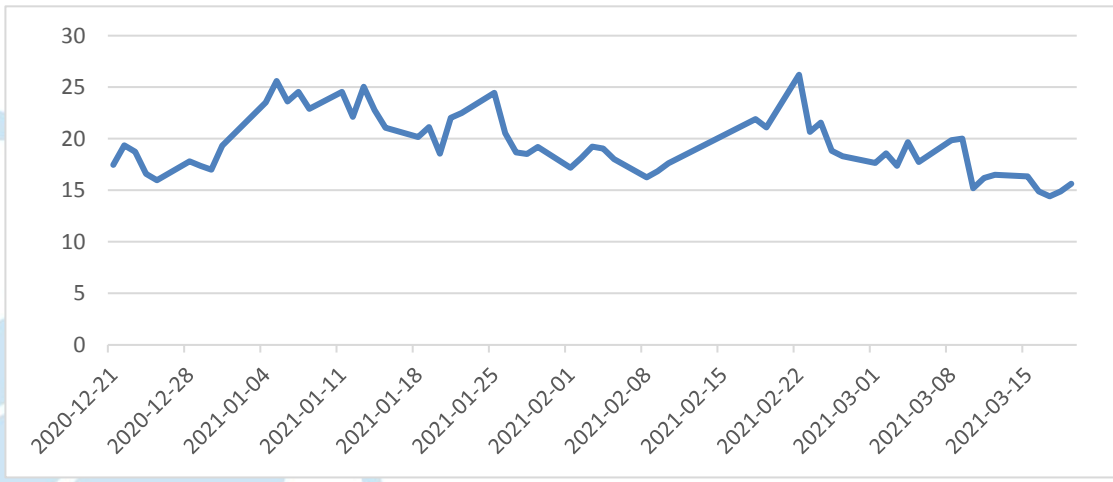
资料来源：Wind、中航证券研究所

二、资金监控

北向资金本周累计净流入 87.08 亿元，前一期为净流出 66.14 亿元。本周新发行的基金个数为 87 个，上周为 60 个；本周基金发行规模为 640.74 亿元，上周为 565.83 亿元。2021 年 3 月份截至 3 月 19 日 IPO 募集资金为 140.53 亿元，增发募集资金 331.04 亿元。交易费用本周为 76.20 亿元。

图表 13：资金监控

基金发行（个数）	
基金发行规模（亿元）	
北向资金（亿元）	

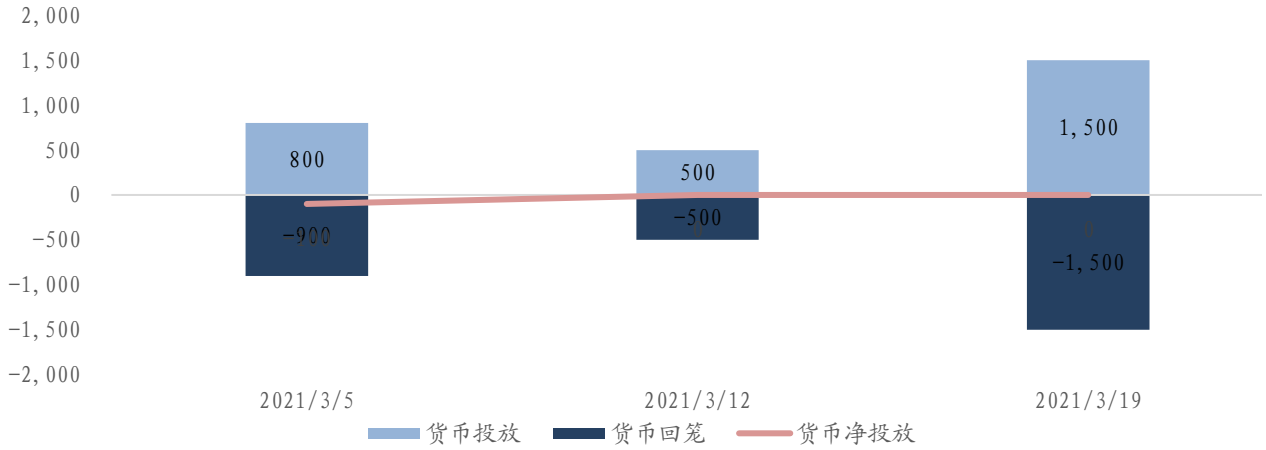
股权融资规模	
交易费用（亿元）	

资料来源：Wind、中航证券研究所

三、宏观流动性监测

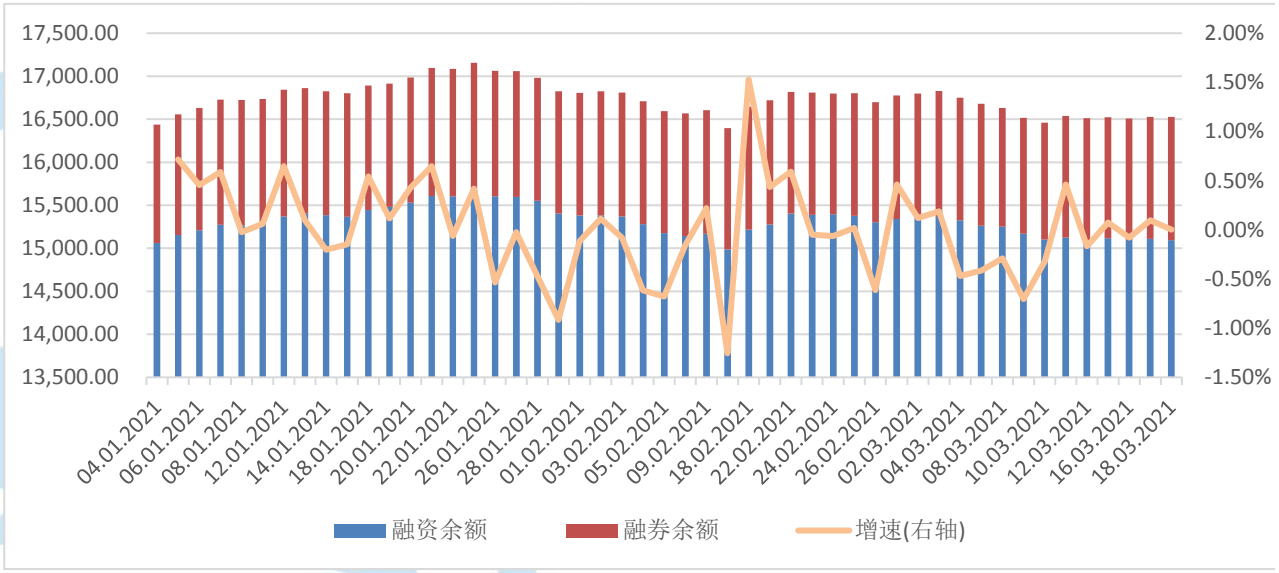
流动性方面，本周央行公开操作为 0，与上周相同。融资余额为 15092.85 亿元，融券余额 1433.72 亿元。

图 14：央行公开市场操作（单位：亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 15：融资融券交易数据

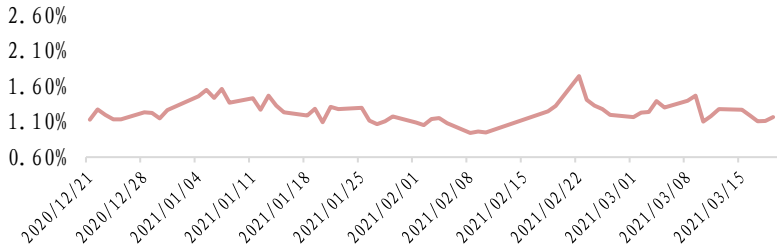
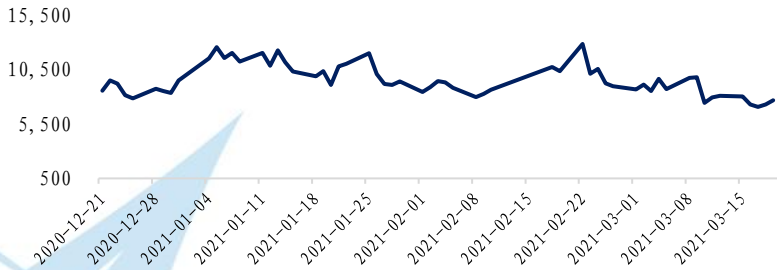


资料来源：Wind、中航证券研究所

四、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 1.17%，较上周的 1.28%有所回落。A 股日均成交金额为 7470.70 亿元，较上周的 8603.12 亿元有明显回落。

图表 16：市场情绪

换手率	本期 2021/3/19 1.17% 上期 2021/3/12 1.28%		
A 股日均成交金额（亿元）	本期 2021/3/19 7470.70 上期 2021/3/12 8603.12		

资料来源：Wind、中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

持有　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。

卖出　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

中性　　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

减持　　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士，中航证券首席经济学家。

成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中航证券研究所首席策略分析师。

郑梓淳，SAC 执业证书号：S0640520120001，中航证券研究所策略分析师。

刘庆东，SAC 执业证书号：S0640520030001，中航证券研究所宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。