太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-03-13

投资策略报告

经济韧性提供动力，超跌反弹仍可期

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190511030002

证券分析师：金达莱

电话：010-88695265

E-MAIL： jindl@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190518060001

相关研究报告：

《淡化波动，关注细分行业龙头》——2020/03/07

《3月收获期，且行且珍惜》——2020/02/28

《布局风格切换，春节躁动仍在途中》——2020/2/21

《持股过节，静待年后》——2020/02/07

《流动性担忧待修复，把握风格切换好时机》——2020/01/31

《攻守兼备，仍是布局好时光》——2020/01/24

《 A股资金面充裕，坚守阵线以待轮动》——2020/01/17

《增量资金有空间，春季躁动仍可为》——2021/01/10

《春季躁动渐近，保持布局思维》——2021/01/03

《1月稳扎稳打，布局春季躁动》——2020/12/27

《春季躁动不缺席，顺周期仍可为》——2020/12/20

《估值切换可期，顺周期+双循环两手准备》——2020/12/6

核心结论：经济韧性提供动力，超跌反弹仍可期。2月社融超预期，验证国内实体经济韧性，为市场提供上行动力。但通胀数据亦反映出，生产端偏热、消费端偏冷的结构矛盾，验证内需经济压力不支持货币政策收紧。虽然目前未到政策转向之时，但我们也强调市场因收紧预期反复而加大波动。近期市场在悲观情绪宣泄后出现企稳，机构重仓股也同步迎来修复，但市场也需意识到此前机构重仓股大跌不是业绩的问题，而是杀估值的问题，估值消化唯有盈利高增长而得以“时间换空间”，后续机构重仓股反弹也将在一季报大考之下呈现内部分化。对于机构投资者而言，2021年至今A股赚钱效应（获得正收益个股占比）仅有30%，2020年为50%，短期大跌过后实则调仓压力大于赎回压力。后续在基本面的支撑下，短期市场超跌反弹仍可期待，但对于大盘指数修复空间仍相对保守，核心仍在结构上，受益经济韧性、业绩向好的顺周期板块、细分行业龙头将呈现估值回归。

社融高增验证经济复苏强劲，后续回归常态存下行压力。2021年2月社融1.72万亿，存量同比增长13.3%，2月金融数据强劲验证实际经济复苏，以企业和居民部门内在融资需求为主（中长期贷款明显提升）。虽然未来社融的驱动力将更多有赖企业，但“紧信用”的中期趋势或难以避免；目前房贷利率仍处相对低位，后续仍需关注房贷额度变化以及重点城市限购限贷政策。3月社融受高基数影响，将呈现明显下滑，结合2021年政府工作报告来看，2021年M2和社融增速与名义GDP增速匹配，宏观仍注重“稳杠杆”，预计2021年全年社融增速将小幅回落2%-3%左右至10-11%的水平，呈现先下后稳的节奏。

PPI开启加速上行，货币政策难以收紧。2月猪价回落导致食品价格涨幅放缓，油价及服务类价格上涨推升非食品价格，全球经济复苏拉动工业品价格上行。当前国内经济面临较明显的结构问题，工业生产端偏热，而消费需求端偏冷，且此轮工业生产的快速修复主要受益于全球经济外部需求的影响，而国内内需偏弱，预计2021年货币政策会延续宽货币、紧信用格局。2021年全年温和通胀，CPI受猪价、核心通胀、油价多重因素影响，呈现震荡上行，中枢低于2020年；PPI受基数影响较大，预计同比在大幅上行后将高位回落，但中枢高于2020年。

保守情绪仍待消化，市场步入平淡期。由于机构重仓股大跌影响，市场整体情绪也受此波及，虽然超跌后出现一定企稳反弹，但目前仍未收复当周大跌以来失地。截止3月12日，市场情绪仍偏谨慎。沪指、沪深300等权重指数换手率回升，而创业板换手率持续低迷；2021年3月以来日均成交额8836亿元，高于2020年9-12月日均7700-8300亿成交水平；融资余额回落，3月最新融资余额达1.51万亿，融资占成交额比重8.28%，回落至历史低位；股票风险溢价ERP达3.05%，历史百分位仅有55.8%，股票投资相较于债券投资的吸引力不足。

配置建议：顺周期行情扩围，关注细分行业龙头。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

风险提示：货币收紧；国内出口回落

目 录

核心结论：经济韧性提供动力，超跌反弹仍可期 5
1、社融高增验证经济复苏强劲，后续回归常态存下行压力 5
2、PPI 开启加速上行，货币政策难以收紧 6
3、保守情绪仍待消化，市场步入平淡期 8
4、经济韧性提供动力，超跌反弹仍可期 9

图表目录

图表 1：2 月社融高增有赖信贷和未贴现银行承兑汇票 6
图表 2：企业和居民中长期贷款均有明显提升..... 6
图表 3：2 月社融保持 13.3%高位 6
图表 4：2 月 M1-M2 剪刀差走窄主要受到春节奖金发放影响 6
图表 5：PPI 强劲上行，核心 CPI 边际缓和..... 7
图表 6：2 月 CPI 环比回落主要受到猪价拖累 7
图表 7：上游资源品涨价是拉动 2 月 PPI 上行主要因素..... 8
图表 8：换手率呈现分化 9
图表 9：3 月以来日均成交额 8836 亿元..... 9
图表 10：融资占成交额比重 8.28%，回落至历史低位 9
图表 11：ERP 达 3.05%，历史百分位仅有 55.8%..... 9
图表 12：各重要指数历史估值百分位下修至 50%-75%附近（截止 2021/3/12） 10
图表 13：多数周期类行业历史估值百分位仍不高（截止 2021/3/12）..... 10

核心结论：经济韧性提供动力，超跌反弹仍可期

2 月社融超预期，验证国内实体经济韧性，为市场提供上行动力。但通胀数据亦反映出，生产端偏热、消费端偏冷的结构矛盾，验证内需经济压力不支持货币政策收紧。虽然目前未到政策转向之时，但我们也强调市场因收紧预期反复而加大波动。近期市场在悲观情绪宣泄后出现企稳，机构重仓股也同步迎来修复，但市场也需意识到此前机构重仓股大跌不是业绩的问题，而是杀估值的问题，估值消化唯有盈利高增长而得以“时间换空间”，后续机构重仓股反弹也将在一季报大考之下呈现内部分化。对于机构投资者而言，2021 年至今 A 股赚钱效应（获得正收益个股占比）仅有 30%，2020 年为 50%，短期大跌过后实则调仓压力大于赎回压力。后续在基本面的支撑下，短期市场超跌反弹仍可期待，但对于大盘指数修复空间仍相对保守，核心仍在结构上，受益经济韧性、业绩向好的顺周期板块、细分行业龙头将呈现估值回归。

配置建议：顺周期行情扩围，关注细分行业龙头。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

1、社融高增验证经济复苏强劲，后续回归常态存下行压力

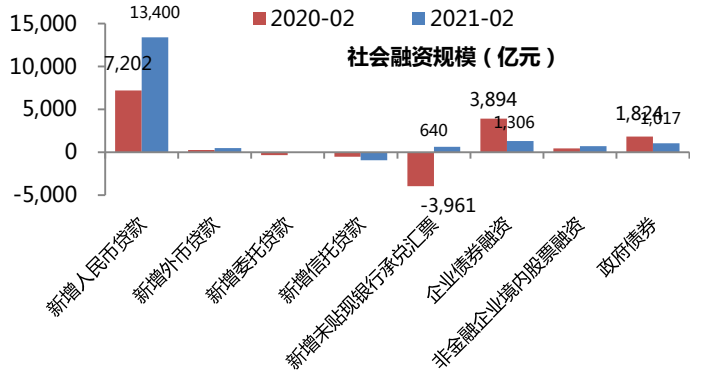
2021 年 2 月社融 1.72 万亿，存量同比增长 13.3%，较 1 月回升 0.3 个百分点。社融同比回升主要受益于金融支持实体经济的发展，具体表现为 2 月新增人民币贷款、新增未贴现银行承兑汇票分别同比多增 6198 亿元、少减 4601 亿元。分部门来看，政府加杠杆行为有一定衰减，政府债券融资 1017 亿元，同比少增 807 亿元，此外 2 月财政存款减少了 8479 亿元，反映一月留存的财政资金开始加快投放，也是近期资金面偏宽松的主要原因。

企业融资需求活跃，2 月企业新增中长期贷款高达 1.1 万亿，持续好于去年同期，同比多增 6843 亿元，结合 M1 和 M2 来看，考虑到 2 月 M1-M2 剪刀差走阔可能受到工资奖金由企业活期存款转至居民储蓄影响，在对 1-2 月 M1 余额进行平均处理后，1-2 月 M1 增速达 11%，较 2 月 M2 的 10.10%呈现走阔，显示企业经营活力仍强劲。但我们也观察到，受信用事件影响，企业债券融资仍保持收缩，企业股票融资同比持续改善，同比多增 244 亿元。

居民部门需求继续释放，购房热情不减。2 月居民贷款新增 1421 亿元，同比少增 5554 亿元，其中居民中长期贷款明显多增 3742 亿元，可见此前长期贷款少增或与银行批贷控额有关，2 月银行放贷回归正常，近期大中城市商品房成交面积仍然维持温增长，显示居民按揭贷款需求仍较旺盛。

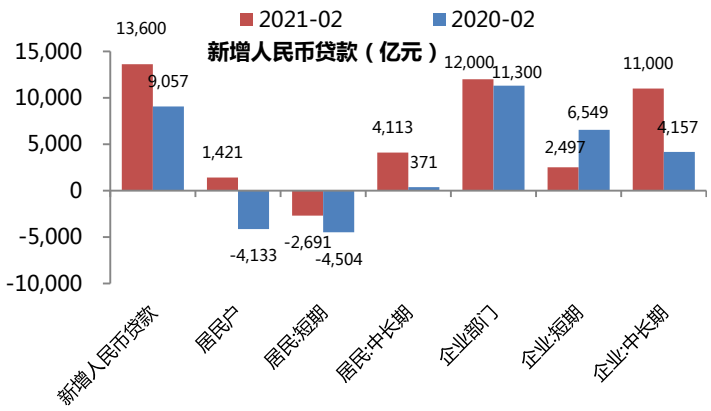
整体来看，2 月金融数据强劲验证实际经济复苏，以企业和居民部门内在融资需求为主。虽然未来社融的驱动力将更多有赖企业，但“紧信用”的中期趋势或难以避免；目前房贷利率仍处相对低位，后续仍需关注房贷额度变化以及重点城市限购限贷政策。3 月社融受高基数影响，将呈现明显下滑，结合 2021 年政府工作报告来看，2021 年 M2 和社融增速与名义 GDP 增速匹配，宏观仍注重“稳杠杆”，由此预计 2021 年全年社融增速将小幅回落 2%-3%左右至 10-11%的水平，呈现先下后稳的节奏。

图表 1：2 月社融高增有赖信贷和未贴现银行承兑汇票



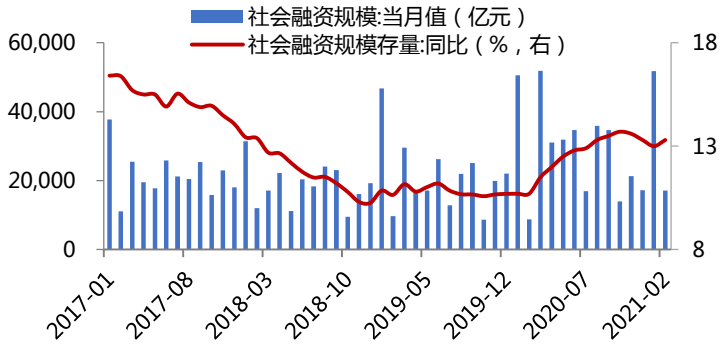
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：企业和居民中长期贷款均有明显提升



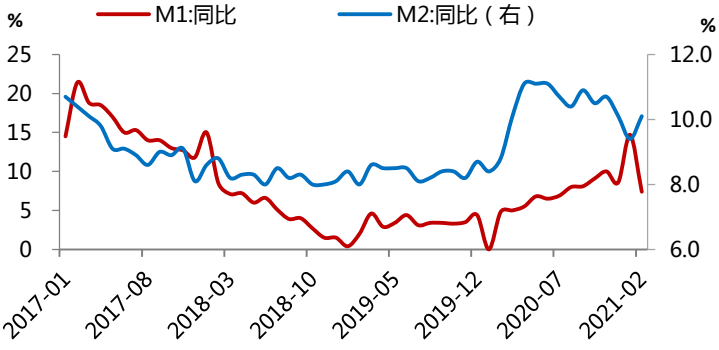
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：2 月社融保持 13.3%高位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：2 月 M1-M2 剪刀差走窄主要受到春节奖金发放影响



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、PPI 开启加速上行，货币政策难以收紧

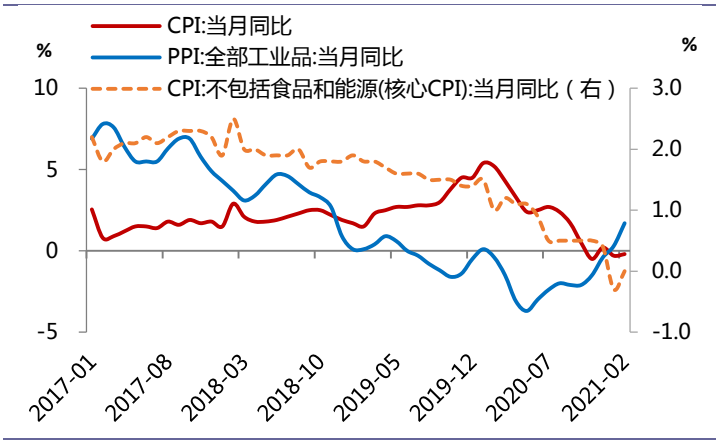
2 月 CPI 同比降 0.2%,持续两个月保持增长,降幅较上月收窄 0.1%;环比上涨 0.6%,较上月回落 0.4%，受春节影响较大。具体来说，食品价格、非食品价格均同比降 0.2%。其中，猪肉环比-3.1%，是 CPI 回落的主要原因，主要受非洲猪瘟反复的影响，养殖户加速出栏，冻肉继续投放，生猪供给不断改善；鲜菜价格受节假日及运输费走高等因素影响小幅上涨，环比上涨 1.8%。非食品价格环比上涨 0.4%，较上月增加 0.1%，是支撑 CPI 的主要力量，但相较于往年春节所在月份的反弹力度来看，仍偏弱。其中教育文化与娱乐环比上涨 0.8%，受“就地过年”政策影响，居民娱乐需求上升，对相关消费有一定的提振作用；2 月国际油价大幅回升，国内成品油价格连续上调，带动交通和通信环比上涨 1.1%。此外，2 月核心 CPI 虽较 1 月有所改观，但仍保持低位弱势，显示疫情缓解、就地过年导致相关服务类价格上涨的拉动。

2 月 PPI 同比增加 1.7%，较上月大幅提升，略高于市场预期，主要由于在财政政策的刺激下，美国经济逐渐复苏，带动大宗商品的价格持续上升；但环比涨幅为 0.8%，较上月有所回落。分行业看，环比排名前三的分别是石油开采（7.5%）、黑色金属矿采选业（5.9%）和石油加工炼焦（4.9%）；环比表现较差的是汽车制造业（-0.2%）、计算机通信电子（-0.3%）和非金属矿物（-0.4%），显示上游资源品涨价仍是拉动 2 月 PPI 上行的最主要因素，需求端的弱势仍带动 PPI 内部呈现上下游分化。

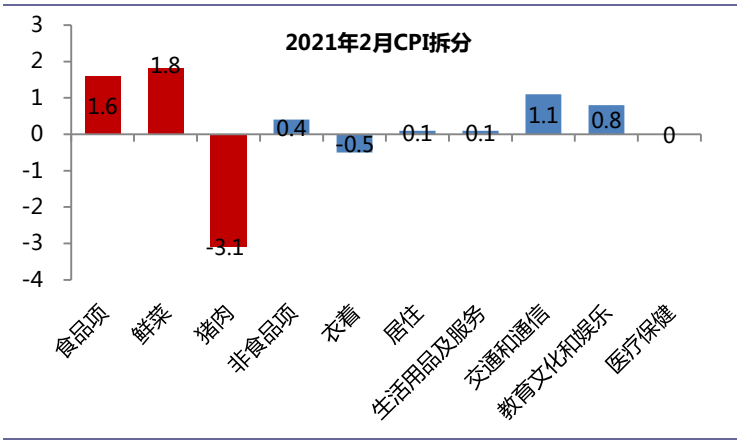
整体来看，2 月猪价回落导致食品价格涨幅放缓，油价及服务类价格上涨推升非食品价格，全球经济复苏拉动工业品价格上行。当前国内经济面临较明显的结构问题，工业生产端偏热，而消费需求端偏冷，且此轮工业生产的快速修复主要受益于全球经济外部需求的影响，而国内内需偏弱，由此预计 2021 年货币政策会延续宽货币、紧信用的格局。2021 年全年温和通胀，CPI 受到猪价、核心通胀、油价多重因素的影响，呈现震荡上行节奏，中枢低于 2020 年水平；PPI 受基数影响较大，预计同比在大幅上行后将高位回落，但中枢高于 2020 年水平。

图表 5：PPI 强劲上行，核心 CPI 边际缓和

图表 6：2 月 CPI 环比回落主要受到猪价拖累

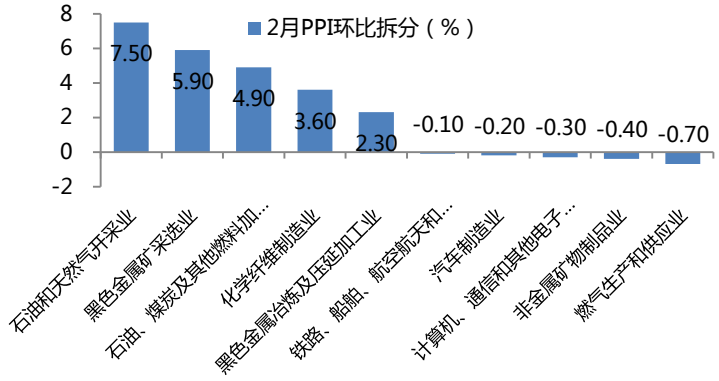


资料来源：Wind，太平洋研究院整理



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：上游资源品涨价是拉动 2 月 PPI 上行主要因素



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、保守情绪仍待消化，市场步入平淡期

由于机构重仓股大跌影响，市场整体情绪也受此波及，近一周市场也在超跌后出现一定企稳反弹，但以一周的视角来看，截止 3 月 12 日，市场仍未收复 3 月 8 日当周大跌以来的失地。复盘来看，3 月 9 日以来美债利率边际回落，但并未同时为 A 股带来相应的回升，可见前期持续的大跌已引发市场悲观情绪，在 11 日金融数据超预期后，市场才迎来反弹。当下 A 股市场赚钱效应与历史上 2016 年和 2017 年水平相当，股价年度有正收益的个股占比 30%左右。

截止 3 月 12 日，目前市场情绪仍偏谨慎，但结构分化依然明显。从换手率来看，沪指、沪深 300 等权重指数换手率回升，而创业板换手率持续低迷，3 月 12 日创业板换手率达 1.70%，历史分位 28%，而同期上证综指和沪深 300 换手率历史分位均有 58%、62%的偏高水平，结构分化明显；目前 2021 年 3 月以来日均成交额 8836 亿元，较 2 月明显回落，但相对于 2020 年 9-12 月日均 7700-8300 亿元的成交水平仍偏高；融资余额回落，

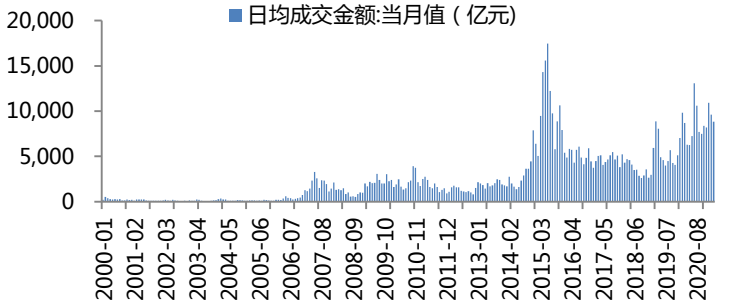
目前 3 月最新融资余额达 1.51 万亿，较 1 月下旬高点的 1.57 万亿仅有小幅回落，目前融资余额水平仍保持 2015 年 4 月水平，但融资占成交额比重 8.28%，明显回落至历史低位；截止 3 月 12 日，股票风险溢价 ERP 达 3.05%，历史百分位仅有 55.8%，反映当下股票投资预期的收益率相较于债券投资的吸引力仍不足。

图表 8：换手率呈现分化

换手率（%）	上证综指	沪深 300	创业板指
3 月 12 日当前值	0.94	0.72	1.70
最大	8.31	7.27	11.82
最小	0.21	0.14	0.73
中位数	0.80	0.54	2.25
当前分位	58.08%	61.63%	27.63%

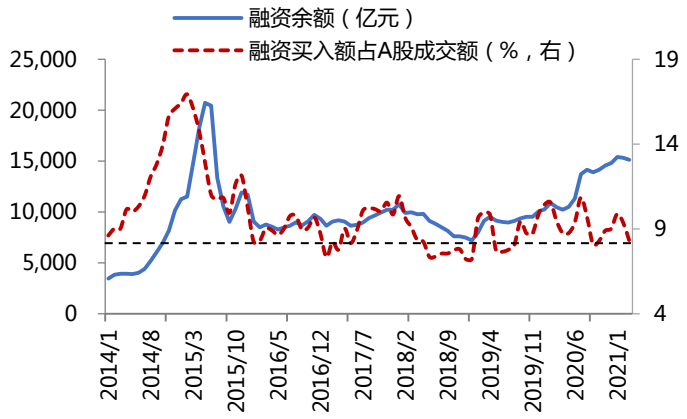
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：3 月以来日均成交额 8836 亿元



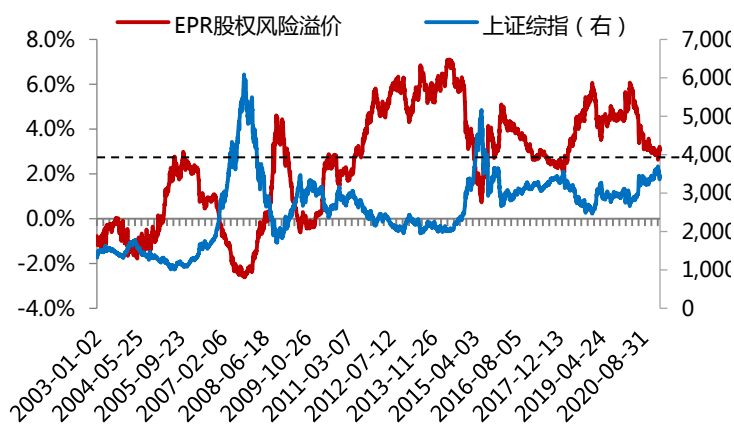
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：融资占成交额比重 8.28%，回落至历史低位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：ERP 达 3.05%，历史百分位仅有 55.8%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、经济韧性提供动力，超跌反弹仍可期

2 月社融超预期，验证国内实体经济韧性，为市场提供上行动力。但通胀数据亦反映出，生产端偏热、消费端偏冷的结构矛盾，验证内需经济压力不支持货币政策收紧。虽然目前未到政策转向之时，但我们也强调市场因收紧预期反复而加大波动。近期市场在悲观情绪宣泄后出现企稳，机构重仓股也同步迎来修复，但市场也需意识到此前机构重仓股大跌不是业绩的问题，而是杀估值的问题，估值消化唯有盈利高增长而得以“时间换空间”，后续机构重仓股反弹也将在一季报大考之下呈现内部分化。对于机构投资者而言，2021 年至今 A 股赚钱效应（获得正收益个股占比）仅有 30%，2020 年为 50%，

短期大跌过后实则调仓压力大于赎回压力。后续在基本面的支撑下，短期市场超跌反弹仍可期待，但对于大盘指数修复空间仍相对保守，核心仍在结构上，受益经济韧性、业绩向好的顺周期板块、细分行业龙头将呈现估值回归。

配置建议：顺周期行情扩围，关注细分行业龙头。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

图表 12：各重要指数历史估值百分位下修至 50%-75%附近（截止 2021/3/12）

	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）	
						2021 年至今	近一周
重要指数	沪深 300	1.73	51.3%	15.85	72.3%	-1.25	-2.21
	上证 50	1.52	43.4%	13.88	67.1%	-0.22	-1.52
	中小板指	4.49	61.5%	33.27	55.5%	-3.46	-5.05
	创业板指	7.40	87.3%	62.68	78.0%	-7.06	-4.01
	中证 500	2.00	15.9%	27.03	21.8%	-2.27	-2.83
	创业板 50	8.72	83.1%	66.72	71.0%	-5.42	-3.01
	中证 1000	2.53	32.5%	39.91	30.2%	-6.41	-3.65

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 13：多数周期类行业历史估值百分位仍不高（截止 2021/3/12）

风格	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）	
						2021 年至今	近一周
周期	采掘	1.21	9.1%	17.89	40.0%	6.26	1.62
	化工	2.84	60.0%	34.29	59.0%	7.96	-1.26
	钢铁	1.21	33.0%	17.77	38.4%	22.00	4.41
	有色金属	3.13	50.0%	54.86	77.4%	8.08	0.54
	建筑材料	2.28	41.6%	15.59	14.6%	5.49	0.30
	建筑装饰	0.92	2.4%	9.33	3.4%	4.57	0.52
	电气设备	4.15	67.8%	45.63	63.3%	-4.01	-1.42
	机械设备	2.82	43.6%	31.32	47.3%	-0.04	-4.16
	公用事业	1.54	9.9%	20.10	21.4%	5.67	4.69
	交通运输	1.56	25.5%	26.57	64.5%	0.04	0.11
消费	汽车	2.28	41.8%	30.85	73.7%	-4.80	-3.26
	家用电器	3.80	86.5%	26.03	62.5%	-8.32	-1.85
	纺织服装	1.76	15.0%	34.38	55.4%	-3.01	-1.84
	轻工制造	2.57	51.5%	30.45	34.8%	3.64	-2.47

	商业贸易	1.35	0.9%	26.00	35.5%	-5.79	-2.77
	农林牧渔	3.65	52.9%	17.10	1.2%	3.00	-4.80
	食品饮料	9.73	96.6%	48.48	87.5%	-9.79	-2.80
	休闲服务	8.15	96.5%	174.82	99.6%	9.19	1.21
	医药生物	4.58	67.3%	42.91	61.9%	-6.74	-3.70
金融	房地产	1.14	0.8%	8.55	1.4%	0.14	-0.75
	银行	0.79	6.8%	8.09	45.7%	11.56	0.30
	非银金融	1.79	11.5%	16.06	14.1%	-8.58	-1.97
成长	国防军工	3.04	52.5%	60.08	42.5%	-21.40	-10.99
	电子	4.25	76.6%	46.61	41.7%	-6.27	-6.43
	计算机	3.80	37.5%	62.62	76.1%	-11.37	-6.17
	传媒	2.54	9.4%	36.16	15.6%	-6.47	-4.78
	通信	2.21	26.6%	35.38	30.7%	-9.03	-3.95

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
上海区域销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海区域销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海地区销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
上海地区销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
上海地区销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
深圳地区销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座
电话： (8610)88321761
传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。