

策略周报

结构再平衡

海外流动性余波未平，顺周期性价比优势突出。

- **流动性预期尚存波动，市场面临结构再平衡**。本周美债利率上行余波未平，周初市场继续出现明显回调，食品饮料、医药、电新等前期强势股依然占据跌幅榜前列，而低估值、前期涨幅较小的钢铁、建筑、煤炭等板块相对抗跌。海外流动性预期的紧缩使得核心资产估值溢价回归，机构换仓引发前期抱团股调整负反馈效应。随着周中披露的 2 月国内金融数据再次扭转了市场预期。当前市场依然处于扩张后期的行情特征之中，短期来看，海外流动性预期收紧仍将成为影响市场的主要因素。我们以一年盈利增速预期来计算各个主要指数权重股当前的盈利预期与估值匹配情况，可以看到，相比于上证指数，创业板指成分股 PEG 在 1 以上的比例接近 63%，这也意味着板块内权重股估值短期内明显存在较高溢价。
- **美元出现阶段性修复，大宗价格趋势尚未扭转**。结合上周周报分析，我们认为美债短期内仍存波动而中期上行趋势依然较为确定。从基本面来看，当前海外复苏进程呈现出明显的美强欧弱格局，短期美欧基本面的差异也加速了美元指数的反弹，受此影响，近期大宗商品价格上行幅度有所趋缓。我们认为，短期来看，美债利率的加速上行将进一步扩大美欧利差，进而推动美元指数的进一步反弹，但中期来看，我们认为全球（尤其是海外）仍处于实体经济加速回暖的扩张周期，而在这样的周期下，作为避险资产的美元指数难有趋势性上行机会，而伴随着全球疫苗进程的推进，欧洲经济也必将迎来修复，因此我们认为美元阶段性修复而非趋势转向，大宗价格趋势尚未迎来转向机会。
- **结构性行情将进一步深化，顺周期估值性价比优势突出**。我们认为，当前股票市场仍处于扩张后期阶段，而海外流动性的边际变化是造成近期市场波动的主要原因。我们以机构抱团的茅指数和低估值的顺周期板块做对比，可以发现，近期茅指数的加速下跌始于 2 月下旬以来美国实际利率的上行，而并非 1 月国内利率的上行，其背后也折射出国内核心资产以美债作为无风险利率的外资定价逻辑。我们观察了以茅指数为代表的机构抱团股当前估值分位（2009 年以来）分布情况发现，有超过 40%以上的股票当前估值均处于 2009 年以来的 90%以上分位水平，而相较之下，我们发现顺周期股票的估值分位情况相对更为均衡，仍有 68%的个股当前估值处于 2009 年以来估值分位的 50%以下。往后看，我们认为，美债利率趋势易上难下，A 股更多会呈现为盈利上行而流动性收缩的博弈行情，年内 A 股将会更多呈现为阶段性震荡、顺周期占优的结构性行情。而基于当前两类板块的估值盈利分析，我们认为顺周期板块的性价比优势将会进一步演绎，“碳中和”主题的发酵将会成为顺周期板块下一轮行情的催化剂，而目前处于较高估值分位的前期机构抱团股票则需要时间去进一步消化估值。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

结构再平衡.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 当前主要指数成分股估值盈利匹配度 5
图表 2. 美元指数与美欧基本面差异高度相关 6
图表 3. 美元指数与大宗商品价格负相关 6
图表 4. 2 月下旬起机构抱团股出现明显回调 6
图表 5. 2 月下旬起美债实际利率出现加速上行 6
图表 6. 机构抱团股当前估值分位情况 7
图表 7. 顺周期股票当前估值分位情况 7

观点回顾

——20201129《循环牛 大周期》：商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。

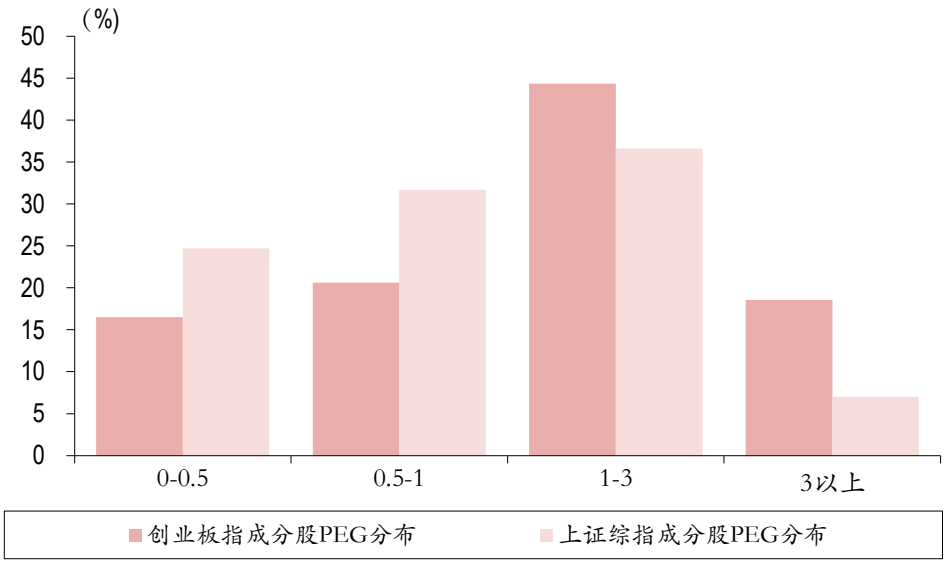
——20201206《拥抱周期》：回应市场对大周期行情的五点分歧。相比于 2016-2017 年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。

——20210306《雷雨居檐下，雨后拾青梅》：高估值板块在时间上并不占优，但其中被错杀的标的可以开始关注。短期内美债可能还会面临较大波动，中期上行趋势不改。估值中等偏高股票，则有望随着业绩增长来实现估值的明显消化。

结构再平衡

流动性调整余波未平，市场面临结构再平衡。本周美债利率上行余波未平，周初市场继续出现明显回调，食品饮料、医药、电新等前期强势股依然占据跌幅榜前列，而低估值、前期涨幅较小的钢铁、建筑、煤炭等板块相对抗跌。海外流动性预期的紧缩使得核心资产估值溢价回归，机构换仓引发前期抱团股调整负反馈效应。随着周中披露的 2 月国内金融数据再次扭转了市场预期。总理对于年内货币政策的定调也进一步强化了市场对于国内宏观流动性“不急转弯”的预期。当前市场依然处于扩张后期的行情特征之中，短期来看，海外流动性预期收紧仍将成为影响市场的主要因素。我们以一年盈利增速预期来计算量各个主要指数权重股当前的盈利预期与估值匹配情况，可以看到，相比与上证指数，创业板指成分股 PEG 在 1 以上的比例接近 63%，这也意味着板块内权重股估值短期内明显存在较高溢价。

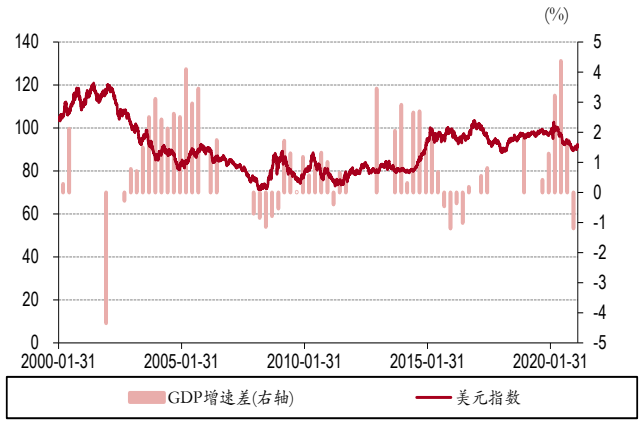
图表 1. 当前主要指数成分股估值盈利匹配度



资料来源：万得,中银证券

美元出现阶段性修复，大宗价格趋势尚未扭转。结合上周周报分析，我们认为美债短期内仍存波动而中期上行趋势依然较为确定。从基本面来看，当前海外复苏进程呈现出明显的美强欧弱格局：欧元区四季度 GDP 低于前值及预期水平，欧央行对于经济前景不确定性的表态也进一步增加了市场对于欧洲经济短期复苏进程的担忧。相较之下，美国非农及通胀数据的全面超预期也进一步证实了其经济活动的进一步修复，短期美欧基本面的差异也加速了美元指数的反弹，受此影响，近期大宗商品价格上行幅度有所趋缓。我们认为，短期来看，美债利率的加速上行将进一步扩大美欧利差，进而推动美元指数的进一步反弹，但中期来看，我们认为全球（尤其是海外）仍处于实体经济加速回暖的扩张周期，而在这样的周期下，作为避险资产的美元指数难有趋势性上行机会，而伴随着全球疫苗进程的推进，欧洲经济也必将迎来修复，因此我们认为美元阶段性修复而非趋势转向，大宗价格趋势尚未迎来转向机会。

图表 2. 美元指数与美欧基本面差异高度相关



资料来源：万得，中银证券

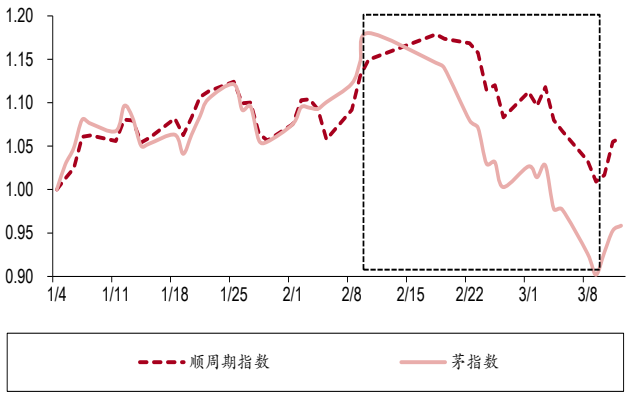
图表 3. 美元指数与大宗商品价格负相关



资料来源：万得，中银证券

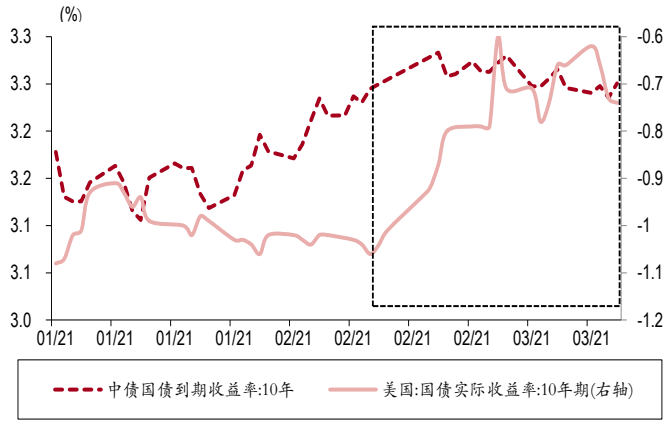
结构性行情将进一步深化，顺周期估值性价比优势突出。我们认为，当前股票市场仍处于扩张后期阶段，而海外流动性的边际变化是造成近期市场波动的主要原因。我们以机构抱团的茅指数和低估值的顺周期板块做对比，可以发现，近期茅指数的加速下跌始于 2 月下旬以来美国实际利率的上行，而并非 1 月国内利率的上行，其背后也折射出国内核心资产以美债作为无风险利率的外资定价逻辑。我们观察了以茅指数为代表的机构抱团股当前估值分位（2009 年以来）分布情况发现，有超过 40%以上的股票当前估值均处于 2009 年以来的 90%以上分位水平，而相较之下，我们发现顺周期股票的估值分位情况相对更为均衡，仍有 68%的个股当前估值处于 2009 年以来估值分位的 50%以下。从图 1 的数据中我们也可看到，整体来看当前 A 股的估值水平已经部分计价其年内盈利预期，这也是为何流动性的波动会引发 A 股如此剧烈调整的主要因素。往后看，我们认为，美债利率趋势易上难下，A 股更多会呈现为盈利上行而流动性收缩的博弈行情，年内 A 股将会更多呈现为阶段性震荡、顺周期占优的结构性行情。而基于当前两类板块的估值盈利分析，我们认为顺周期板块的性价比优势将会进一步演绎，“碳中和”主题的发酵将会成为顺周期板块下一轮行情的催化剂，而目前处于较高估值分位的前期机构抱团股票则需要时间去进一步消化估值。

图表 4. 2 月下旬起机构抱团股出现明显回调



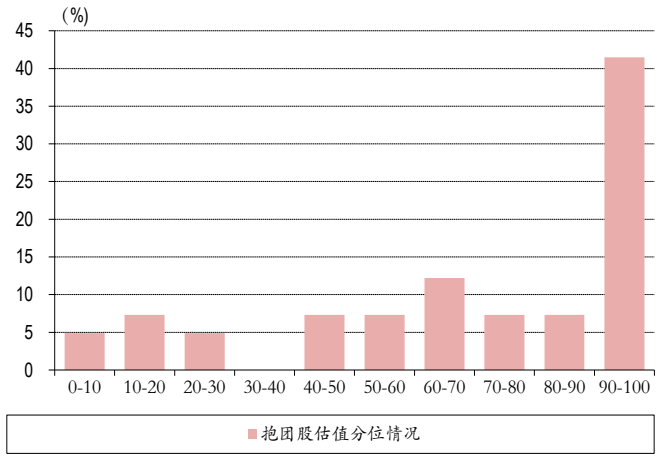
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2 月下旬起美债实际利率出现加速上行



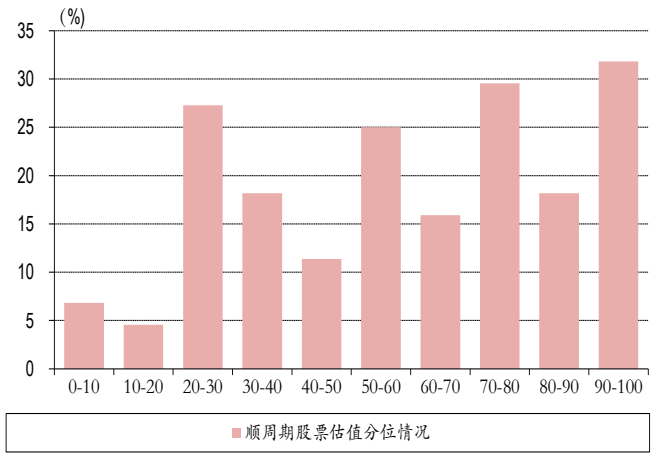
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 机构抱团股当前估值分位情况



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 顺周期股票当前估值分位情况



资料来源：万得，中银证券

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371