反弹动力仍在，宽幅震荡不改

报告日期：2021-03-14

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

● 反弹动力仍在，宽幅震荡不改

前期悲观情绪明显缓和，国内规划和国外刺激计划纷纷落地，美债收益率对 A 股影响弱化，市场仍有超跌反弹动力。一方面，在基金公司自购和多家基金销售平台发声稳定基民信心，公募辟谣巨赎和监管要求巨赎申报稳定市场信心等一系列措施下，前期市场过度悲观的非理性交易行为得以安抚，而近期不断超预期的强势经济数据也为市场带来基本面支撑。二方面，国内政府工作报告和十四五规划纲要落地，后续有望出台一系列政策措施；国外美国 1.9 万亿美元纾困计划终是落地执行，此外耶伦透露正在研究比 1.9 万亿美元刺激更好的计划，均有利于提振短期风险偏好。三方面，美债收益率上行对 A 股的影响在逐渐弱化，从过往历史复盘看实质上也并不会对 A 股形成中期估值抑制。过去 5 轮美债收益率的上行周期，一是并没有导致美股大跌，反而次次大涨；二是也并没有持续压制 A 股行情，期间也曾出现过如 2005 年的大幅上涨或者 2017 年的中期上涨，因此美债收益率上行对 A 股估值持续抑制的逻辑并不成立。在此环境下，市场正经历超跌反弹的机会。

重要抑制因素和客观支撑因素相互交织决定 A 股中期宽幅震荡的格局未变。抑制因素包括：目前市场整体估值仍在偏高位置，行业间继续存在较大估值裂口，都需等待业绩和市场消化。而国内短期流动性恢复平稳，维持紧平衡对市场的冲击趋于结束，中长期货币政策回归正常化并长期保持正常化的态度和方向明确。此外随着美国经济不断恢复，通胀持续上行，下半年或四季度可能迎来加息周期，都是 A 股中期面临的重要抑制因素。支撑因素包括：今年经济增长将确定性显著好于 2020 年，这为市场带来较强基本面支撑，此外十四五规划落地、资本市场改革深化、国企改革加速等也是重要的阶段性风险偏好支撑。

● 行业配置：重视高景气低估值思路，关注化工、银行、半导体

寻找确定性机会，兼具高景气和低估值，延续两种思路。一是自上而下寻找经济驱动力量的 4 条投资机会，包括海外复苏周期、制造业投资改善、服务业消费复苏、高性价比银行保险；二是自下而上挖掘高景气低估值细分赛道，如供需矛盾显著的芯片半导体和业绩确定性强的军工等。

重点关注三类机会的均衡配置和“碳中和”概念下的两条受益赛道。一是受益供需错配逻辑继续演绎的化工，同时关注海外复苏接力和制造业投资改善下的周期主线。二是资产质量改善，同时在利率上行过程中受益的低估值银行。三是高景气支撑的半导体。“碳中和”重点关注两条赛道：一是中长期升级改造的传统行业；二是新兴产业，以新能源产业链为代表，包括新能源车、储能、风电、光电、氢电等。

● 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：反弹动力仍在，宽幅震荡不改 3

1.1 经济继续强势增长，后续关注增长动能的变化 3

1.2 淡化短期流动性的判断，锚定中长期正常化回归 5

1.3 一致性极端悲观情绪正在改善，中长期好坏因素相互纠缠 6

2 配置核心：继续关注化工、银行、半导体 8

图表目录

图表 1 2 月社融天量增长，大超预期，主要由银行信贷和未贴现汇票驱动 4

图表 2 2 月信贷同样超预期高幅增长，结构延续优化 5

图表 3 1、2 月出口继续强劲，2 月剔除基数效应仍然强势 5

图表 4 强劲的净出口也将为经济提供支撑 5

图表 5 2 月 M2 同比增速恢复到 10.1%水平 6

图表 6 CPI 仍在低位，PPI 快速上行但仍未构成通胀压力 6

图表 7 3 月第 2 周：周期、银行涨幅居前 9

图表 8 周期估值分位多数提升，军工、纺服、电子回落 9

1 市场观点：反弹动力仍在，宽幅震荡不改

前期悲观情绪明显缓和，国内规划和国外刺激计划纷纷落地，美债收益率对 A 股影响弱化，市场仍有超跌反弹动力。一方面，在基金公司自购和多家基金销售平台发声稳定基民信心，公募辟谣巨赎和监管要求巨赎申报稳定市场信心等一系列措施下，前期市场过度悲观的非理性交易行为得以安抚，而近期不断超预期的强势经济数据也为市场带来基本面支撑。二方面，国内政府工作报告和十四五规划纲要落地，后续有望出台一系列政策措施；国外美国 1.9 万亿美元纾困计划终是落地执行，此外耶伦透露正在研究比 1.9 万亿美元刺激更好的计划，均有利于提振短期风险偏好。三方面，美债收益率上行对 A 股的影响在逐渐弱化，从过往历史复盘看实质上也并不会对 A 股形成中期估值抑制。过去 5 轮美债收益率的上行周期，一是并没有导致美股大跌，反而次次大涨；二是也并没有持续压制 A 股行情，期间也曾出现过如 2005 年的大幅上涨或者 2017 年的中期上涨，因此美债收益率上行对 A 股估值持续抑制的逻辑并不成立。在此环境下，市场正经历超跌反弹的机会。

重要抑制因素和客观支撑因素相互交织决定了 A 股中期宽幅震荡的格局未变。抑制因素包括：目前市场整体估值仍在偏高位置，行业间继续存在较大估值裂口，都需等待业绩和市场消化。而国内短期流动性恢复平稳，维持紧平衡对市场的冲击趋于结束，中长期货币政策回归正常化并长期保持正常化的态度和方向明确。此外随着美国经济不断恢复，通胀持续上行，有望在下半年或者四季度迎来加息周期，这都是 A 股中期面临的重要抑制因素。支撑因素包括：今年经济增长将确定性显著好于 2020 年，这为市场带来较强基本面支撑，此外十四五规划落地、资本市场改革深化、国企改革加速等也是重要的阶段性风险偏好支撑。

1.1 经济继续强势增长，后续关注增长动能的变化

超预期天量社融和信贷，反应经济强劲融资需求。如果 1 月的社融和人民币信贷在“量”上算作天量规模，那么 2 月份则是在“增速上”算作天量增长。其中社会融资规模存量同比增速回升至 13.3%，较 1 月份 13%回升了 0.3 个百分点，回到了 2020 年底的水平。单月新增社融 8363 亿，同比增速高达 96%，从细分融资项目来看，这主要是来源于人民币信贷和未贴现银行承兑汇票的改善所致，如社融口径下新增人民币信贷较去年同期提升了 6198 亿，贡献社融增量的 74%，同比增速也是高达 86%；未贴现银行承兑汇票较去年同期提升了 4601 亿，贡献社融增量的 55%，同比增速更是高达 116%。而政府债、企业债、信托贷款则是社融的拖累项。从社融增长和结构上来看，反应出社会融资尤其是民间融资的强劲需求。

银行信贷资金配置结构延续优化。自去年下半年以来，银行信贷资金的流向结

构始终延续优化的态势。2 月也不例外，央行口径银行新增贷款较去年同期规模提升了 4543 亿，同比增长了 50%。一方面，从信贷资金的配置期限来看，中长期贷款占据了绝对的优势，较去年同期规模提升了 10585 亿，同比增加了 234%；另一方面，从信贷资金的流向部门来看，居民部门改善较为显著，较去年同期规模提升了 5554 亿，同比增加了 134%。而企业部门尽管整体规模增量有限，但内部结构发生了有利的巨大优化，即短贷大幅减少，中长期贷款大幅提升。综合期限和流向来看，企业部门中长期贷款增量和增速最为显著，规模较去年同期增加了 6843 亿，增速高达 165%。居民部门的中长期贷款增量和增速也十分耀眼，规模较去年同期增加了 3742 亿。居民部门的短贷也相对较好，规模较去年同期增长了 1813 亿，同比增长 40%。整体来看，2 月信贷结构延续优化有助于维持和提升经济的增长动能。

出口增长强劲，仍是经济的亮点。2 月份出口同比增速高达 140%，尽管其中有 2020 年 2 月低基数的效应，但即便剔除了去年同期的低基数效应，出口景气度依然非常强势，与 2019 年和 2018 年的 2 月相比，出口的增长仍然维持 44%和 20%的高幅度。净出口同样如此，若剔除 2020 年低基数效应，与 2019、2018 年同期相比，净出口的增速依然高达 796%和 12%，仍将为经济提供重要支撑。

二季度关注经济在基数效应边际弱化情况下的增长动能变化。毫无疑问，2021 年 Q1 季度实际经济增速将会非常高，节奏上前高后低也十分明显。但这是在包括了基数效应情况下的结果，展望 Q2 季度经济增长，将较 Q1 季度增速大幅回落，但这种边际回落主要是来自于基数效应的边际弱化还是增长动能的边际弱化，这显得尤为重要。以 Q1 季度为例，从 PMI 来看，尽管 Q1 增速将较去年 Q4 季度大幅提升，但实际增长动能确实在弱化的，这说明 Q1 增速的大幅边际提升基本都来自于低基数的贡献。基数效应边际弱化下的增长动能变化可能是衡量经济状态更适合的参考变量。

图表 1 2 月社融天量增长，大超预期，主要由银行信贷和未贴现汇票驱动

时间 类别	社融规模	人民币贷款	未贴现银行承兑汇票	委托贷款	信托贷款	政府债券	企业债	股票融资	外币贷款
2020/02	8737	7202	-3961	-356	-540	1824	3894	449	252
2021/02	17100	13400	640	-100	-936	1017	1306	693	464
规模增量	8363	6198	4601	256	-396	-807	-2588	244	212
增量贡献	100%	74%	55%	3%	-5%	-10%	-31%	3%	3%
同比增速	96%	86%	116%	72%	-73%	-44%	-66%	54%	84%

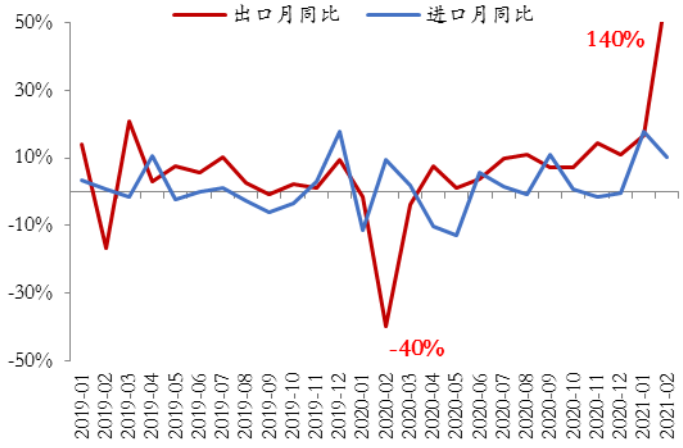
资料来源：wind，华安证券研究所。规模单位：亿元；增速单位：%

图表 2 2 月信贷同样超预期高幅增长，结构延续优化

时间 类别	人民币贷款	贷款期限		部门去向		流向结构			
		短贷票融	中长期	居民	企业	居民部门短期	居民部门中长期	企业部门短期贷款	企业部门中长期贷款
2020/02	9057	2679	4528	-4133	11300	-4504	371	6549	4157
2021/02	13600	-2049	15113	1421	12000	-2691	4113	2497	11000
规模增量	4543	-4728	10585	5554	700	1813	3742	-4052	6843
增量贡献	100%	-104%	233%	122%	15%	40%	82%	-89%	151%
同比增速	50%	-176%	234%	134%	6%	40%	1009%	-62%	165%

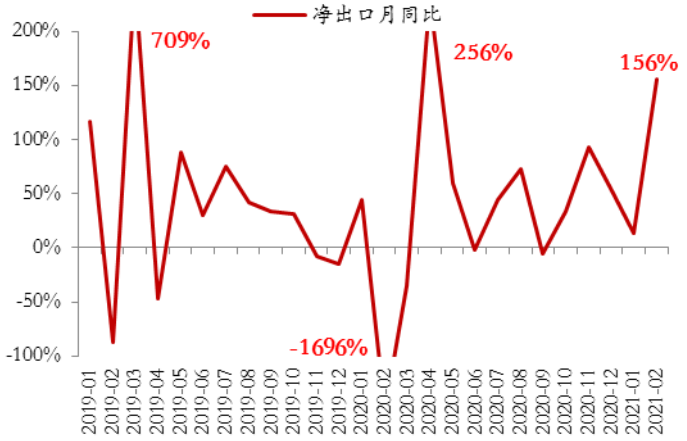
资料来源：wind，华安证券研究所。规模单位：亿元；增速单位：%

图表 3 1、2 月出口继续强劲，2 月剔除基数效应仍然强势



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 4 强劲的净出口也将为经济提供支撑



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

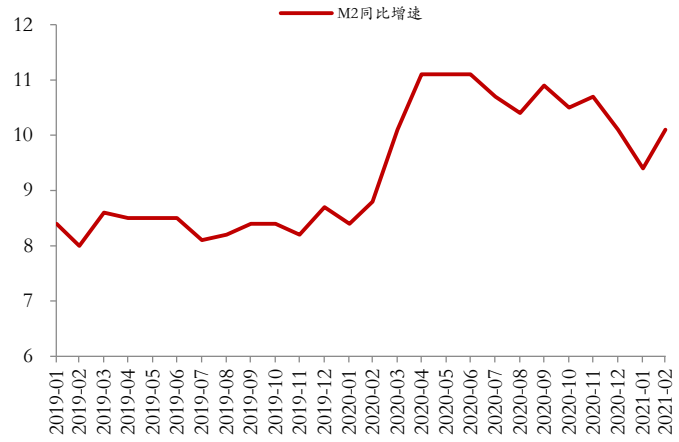
1.2 淡化短期流动性的判断，锚定中长期正常化回归

央行短期流动性操作恢复平稳，基本不再对短期市场波动形成冲击和影响。短期流动性多寡在当前的市场和状态下已经不再那么重要：一方面，3 月初以来央行对短期流动性的操作已经恢复至平稳化常态，现在每日公开市场操作净投放和净回收规模基本都控制在 100 亿以内，类似春节前后大收大放对市场的影响基本已经消除。另一方面，短期流动性的判断可能会存在较大误差，在春节后到 2 月底央行基本把前期宽松投放的短期流动性收回，如果从这个角度来看，2 月份的流动性判断大概率是偏紧的，但从央行 2 月份 M2 同比数据来看，事实与感受大相径庭，2 月 M2 同比增长 10.1%，较 1 月 9.4%大幅提升，也回到了 12 月底的水平 。2 月下旬市场持续大跌的其中一个重要原因则是短期流动性的大规模回收，但 M2 数据证伪了这个逻辑，因此市场开启了超跌反弹的修复。从准确性，尤其是必要性来看，都应淡化对短期流动性的判断。

中长期货币定调和政策继续锚定正常化回归。除了在政府工作报告中对宏观政策和货币政策的定调不变以外，从最新的李克强总理答记者问中明确提出“去年没有搞宽松政策，今年也就没有必要‘急转弯’，还是要保持政策的连续性和可持续性”，说明后面货币政策仍将在很长时间里维持延续向正常化回归的过程，此外还提到“现在市场主题特别是小微企业还在恢复元气中”，说明货币政策转弯不能急切的必要性。此外，从通胀水平等可能的抑制因素上，目前也不具备货币政策快速收紧的必要性，一方面在于 CPI 仍然维持负增长，2 月 CPI 为-0.2%，较上月小幅收窄了 0.1 个百分点，这距离政府工作报告 3%通胀水平的预期还尚远尚早；另一方面，PPI 出现快速上行，2 月上行了 1.4 个百分点至 1.7%，尽管后面仍会继续上行，甚至曾经出现过 PPI 向 CPI 传导，但目前这种迹象还未出现。因此货币政策继续向正常化稳定回归仍是大的方向。

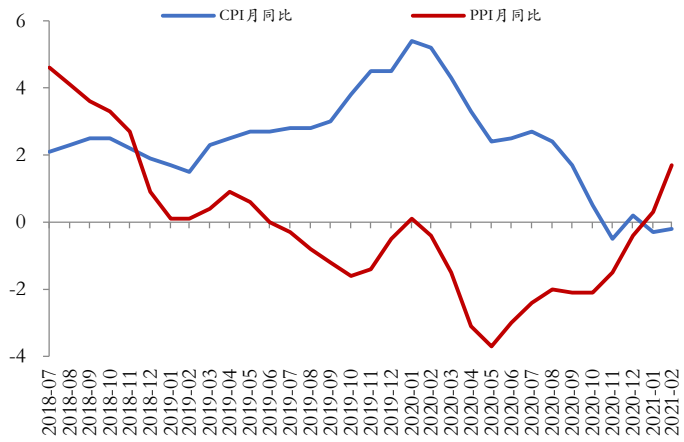
事件冲击导致短期流动性宽松与中长期正常化回归并不矛盾。目前短期流动性尽管维持紧平衡状态，但也并未出现过紧的危机，因此在这种情况下，货币政策继续正常化回归的动力是充足的，其背后的实质和核心在于央行有长期维持货币政策正常化的目标和倾向。

图表 5 2 月 M2 同比增速恢复到 10.1%水平



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 6 CPI 仍在低位，PPI 快速上行但仍未构成通胀压力



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.3 一致性极端悲观情绪正在改善，中长期好坏因素相互纠缠

国内来看：一方面，多措并举、多方合力共同维稳市场悲观情绪。春节以后的近一个月时间里，尽管短期流动性收紧、美债收益率持续飙升给高估值的 A 股带来了一些客观抑制，但市场表现出来的脆弱性和超跌还是超乎了预期，这背后更多的是恐慌情绪的蔓延和悲观情绪的一致性行动，即市场出现了非理性交易行为。经过

一系列措施后，这种极端悲观的交易情绪得以安抚和稳定，包括①多家基金公司开启了自购模式，向基金投资人传递了信心；②保险机构和多家基金公司也出来辟谣基金巨赎，这主要是针对市场对出现负反馈的担忧；③监管层要求公募机构出现巨额赎回时需上报，避免出现踩踏式行为；④多家基金销售平台和相关平台，如支付宝、闲鱼等，也在呼吁基金投资者理性和风物长宜放眼量；⑤山西汾酒业绩大超预期的年度业绩快报也证实了白酒行情高景气，白酒板块的高估值也并非是空中楼阁，也缓解了市场非理性抛售抱团品种的踩踏行为。目前，情绪已不再一致性悲观，市场也出现了超跌反弹的上涨迹象。

另一方面，经济数据不断出炉，也有助于遏制市场的传染性恐慌。1、2 月份的经济数据正在不断出炉，从目前已经出来的出口、货币供给、社融、信贷等出具来看，基本上都是大超预期的，市场前期的部分担忧被证伪。此外，强势经济数据也为市场带来基本面支撑和更好的估值消化。

最后，政府工作报告和十四五规划纲要终于落地。政府工作报告和十四五规划纲要历经讨论最终落地，这有助于统一和引导市场的未来预期。后续围绕政府工作报告任务和十四五规划纲要的各部门措施也将相继出台，这也有望提振短期情绪。

国外来看：一方面，1.9 万亿美元的纾困计划终于落地执行，市场对后续更多措施仍抱期待。经过长达几个月的交锋后，第二轮新冠 1.9 万亿美元的纾困计划随着美国国会审议通过和拜登总统签署后终于进入到执行阶段，这将在很大程度上加速和加强全球经济复苏的预期。此外，美国财长耶伦也透露正在研究比 1.9 万亿美元刺激更好的计划来帮助美国度过 K 行复苏难关，这为市场期待更多的支持计划带来的期待。

另一方面，美债收益率上行并不能对 A 股形成持续的压制效果。我们认为美债收益率上行对 A 股估值的抑制效果正在逐渐弱化。原因之一在于美债收益率上行对美股的中期抑制效果从未出现过，在过去 5 轮美债收益率持续上行的周期内，美股三大估值基本都是大涨的，这并不能解释美债收益率上行后美股大跌或者美股大幅波动会对 A 股形成不利传导。原因之二在于美债收益率上行对 A 股的中期抑制效果也不显著，更不绝对。同样在过去 5 轮美债收益率上行周期内，A 股市场并未出现持续下跌或者中期下跌，甚至出现过大幅上涨或者持续中期上涨，因此美债收益率抑制 A 股估值也没有有效的依据和论证。

前期悲观情绪得以维稳，担忧因素被证伪或者缓解的情况下，市场有望迎来一波超跌反弹的机会。但中期宽幅震荡的格局没有变化。核心原因仍是在于抑制因素和支撑因素相互交织：抑制因素方面，市场整体估值仍在偏高位置，行业间也存在较大估值裂口，这都是客观存在的，国内货币政策中长期正常化方向回归，随着美国经济持续复苏，不排除美联储加息的可能，这有可能在下半年或者四季度出现。支撑因素方面，今年经济增长将确定性大幅好于 2020 年，市场会有较强基本面支撑。

此外，十四五规划纲要落地、资本市场改革深化、国企改革加速推进等也是阶段性风险偏好的有力支持。

2 配置核心：继续关注化工、银行、半导体

A 股在经历节后持续下跌调整，尤其是 3 月 8 日抱团股引领的急跌之后，后半周逐步止跌。但是，**仍需警惕高估值方向未来或仍有杀估值的情况，尤其是没有业绩支撑的板块。因此，行业配置仍然以寻找确定性机会为主，兼具高景气和低估值，延续两种思路：**一种思路是自上而下寻找经济驱动力量的 4 条投资线索，包括① 海外复苏周期，如化工、有色等；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。另一种思路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。行业层面重点关注化工、银行、半导体，主题方面重视“碳中和”的内涵拓展。

一是复苏主线下，供需错配逻辑继续演绎的化工。重点关注以化工为代表，受益于海外接力国内复苏的周期主线。国内方面，随着春节假期过后天气转暖开工率和下游需求的回升，国内经济进一步在恢复进程中；3 月 10 日公布的全国 PPI 同比涨幅扩大的同时，大宗商品类的黑色金属及有色压延加工价格的上涨。海外方面，一方面，美国经济数据表现强劲，包括 2 月 PPI 同比 2.8%以及 2 月非农数据均超预期；另一方面，随着疫苗产能的提高和接种渗透率的提升，叠加美国国会众议院 3 月 10 日批准了 1.9 万亿刺激计划，并宣布进行大规模基建计划，海外接力复苏逻辑将持续强化。因此，继续关注供需错配逻辑继续演绎的化工，以及以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。

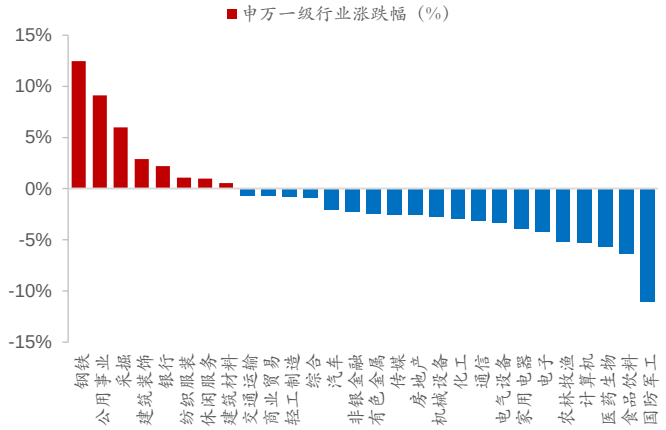
二是经济复苏叠加低估值的银行。继续关注受益于复苏，资产质量改善，同时在利率上行过程中受益、低估值的银行。截止 3 月 12 日银行板块估值分位稳定在 8.3%附近，仍处于绝对底部，具有配置的性价比。

三是自下而上的细分高景气行业，代表为半导体。细分领域来看，半导体板块将延续高景气。一是产能供不应求下，大厂持续提价，带来景气度持续上行；二是功率半导体下游之一的新能源车 2 月销量同比增长 584.7%，支撑高景气；三是随着一季报业绩的临近，半导体业绩具有高确定性。除此以外，3 月 11 日宣布成立“中美半导体产业技术和贸易限制工作组”，重新打开交流渠道将形成行业的新的发展和合作机遇，国产替代进程或加快推进。

关注“碳中和”概念下，受益的两条赛道：一是传统产业以八大高耗能为代表，

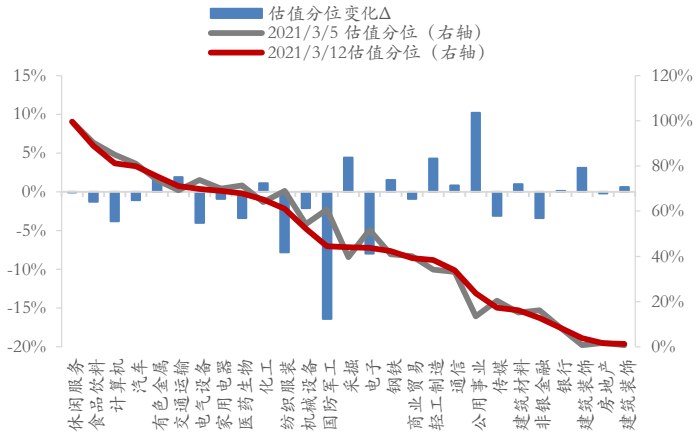
带来产业的中长期升级改造，国际竞争力提高；二是新兴产业，以新能源产业链为代表，包括新能源车、储能、风电、光电、氢电。据报道称已经纳入的电力行业外，水泥、电解铝行业有望有限纳入全国碳交易市场，因此，重点关注有关行业固定资产投入，以及产业升级概念。

图表 7 3 月第 2 周：周期、银行涨幅居前



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 8 周期估值分位多数提升，军工、纺服、电子回落



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。