太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-03-07

投资策略报告

淡化波动，关注细分行业龙头

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：

《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

《顺周期可持续、12月行情依旧》——2020/11/29

核心结论：淡化波动，关注细分行业龙头。2021 年政府工作报告验证中央经济工作会议以来的政策基调未变，持续保持积极财政和适度货币。虽然更多超预期的内容体现在结构和目标明确上，但 2021 年国内经济复苏态势也得以确认，货币转向担忧将得到缓解。虽目前未到政策转向之时，但市场因收紧预期反复而加大波动。考虑到后续政策超预期难度提升，3 月市场将逐步围绕一季报有所演绎，近期外资和公募基金的重仓股出现明显回调，调仓资金也将更重视业绩驱动下的风险收益比。短期 A 股大盘指数虽未见得有较大修复空间，但在结构上，业绩向好的顺周期板块、细分行业龙头将呈现估值修复。

“两会”政策基调未变，后续政策超预期难度提升。2021 年政府工作报告验证中央经济工作会议以来的政策基调未变，持续保持积极财政和适度货币。虽然更多超预期的内容体现在结构和目标明确上，但 2021 年国内经济复苏态势也得以确认，货币转向担忧将得到缓解。预期外的亮点包括：一是，“十四五”经济强调质量发展和创新驱动，部分目标得以量化。二是，底线思维呈现 2021 年经济目标。三是，扩内需战略抓手在扩大消费和有效投资。四是，财政抓手主要为减税降费和提质增效。五是，碳达峰、碳中和明确领域部署。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电。

重申政策未到转向时，但收紧预期加大市场波动。3 月 4 日 10Y 美债利率再次突破 1.5%升至 1.54%，资本市场引发流动性担忧，当日美股大跌、美元走强。一定程度上反应了市场对美联储表态的失望。此前市场预期美联储会实施“扭转操作”来抑制美债利率过快上升，即出售短期票据，购买长期债券，而当日鲍威尔的发言内容也仅仅是延续了此前“鸽派”内容，可见美联储与市场在经济复苏强度的判断上明显存在加大分歧，市场情绪由担忧到修正的过程可能会反复出现。

机构重仓股回调加剧，公募赎回、调仓压力增大。“抱团股”深度回调的主要原因在于国内外微观资金的问题，微观主流资金的撤出和放缓带来前期“抱团股”的杀估值。其中，市场波动加大过程中公募会产生赎回和调仓压力，此前基金经理暂停申购、控制规模的动作便是应对该风险采取的主动措施。2021 年以来已有近千只基金出现回撤，基金赚钱效应弱化，尤其集中在持有机构抱团股较多的基金，后续赎回和调仓压力可想而知。截至 3 月 5 日，2021 年以来 2000 余只主动偏股基金（主动股票型+偏股混合型）投资收益中值为-0.59%，此前近一年的投资收益中值为 40.79%，其中 2021 年新成立且存在收益公布的 220 只主动偏股型基金中，仅有 13 只基金获得正收益，占比 6%，收益率中值-3.08%，而近一月公布收益率的 156 只新基金中，仅 9 只获得正收益。

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：淡化波动，关注细分行业龙头 4
1、“两会”政策基调未变，后续政策超预期难度提升 4
2、重申政策未到转向时，但收紧预期加大市场波动 6
3、机构重仓股回调加剧，公募赎回、调仓压力增大 7
4、淡化波动，关注细分行业龙头 7

图表目录

图表 1：近几年政府目标与实际完成情况对比 5
图表 2：近期美债利率在上行主要有实际利率上行驱动 6
图表 3：2021 年 2 月 ADP 新增就业人数较 1 月放缓 6
图表 4：换手率超 50%的千亿市值公司 7
图表 5：偏股公募基金重仓前 50 股指数下跌 23.64% 7
图表 6：各重要指数历史估值百分位下修至 65%-75%（截止 2021/3/5） 8
图表 7：化工、有色估值历史百分位分别下修至 60%、75%（截止 2021/3/5） 8

核心结论：淡化波动，关注细分行业龙头

2021 年政府工作报告验证中央经济工作会议以来的政策基调未变，持续保持积极财政和适度货币。虽然更多超预期的内容体现在结构和目标明确上，但 2021 年国内经济复苏态势也得以确认，货币转向担忧将得到缓解。虽目前未到政策转向之时，但市场因收紧预期反复而加大波动。考虑到后续政策超预期难度提升，3 月市场将逐步围绕一季报有所演绎，近期外资和公募基金的重仓股出现明显回调，调仓资金也将更重视业绩驱动下的风险收益比。短期 A 股大盘指数虽未见得有较大修复空间，但在结构上，业绩向好的顺周期板块、细分行业龙头将呈现估值修复。

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、“两会”政策基调未变，后续政策超预期难度提升

2021 年 3 月 5 日在第十三届全国人民代表大会第四次会议召开，李克强总理代表国务院，向大会报告 2021 年的政府工作。验证中央经济工作会议以来的政策基调未变，持续保持积极财政和适度货币。虽然更多超预期的内容体现在结构和目标明确上，但 2021 年国内经济复苏态势也得以确认，货币转向担忧将得到缓解。

预期内的亮点，包括：一是，货币政策灵活精准、合理适度，不急转弯，稳增长和防风险目标并重。基本延续了此前中央经济工作会议中“不急转弯”的基调。2021 年 M2 和社融增速与名义 GDP 增速匹配，与 2019 年提法相同，结合宏观“稳杠杆”的提法，由此预计 2021 年社融增速将小幅回落 2%-3%左右至 10-11%的水平。

二是，缓慢退出的积极财政。2021 年财政赤字拟 3.2%（预期 2.7%-3.3%），较 2021 年 3.5%有所下滑；专项债规模 3.65 万亿，较 2020 年目标下滑仅 1000 亿元。随着疫情的过去，国内经济步入正轨，不发行特别国债，积极财政的逐步退出基本符合预期，侧面凸显货币政策的重要性。

三是，保就业压力边际缓解。2021 年城镇调查失业率目标为 5.5%左右，恢复到疫情前 2019 年就业目标水平，目前失业率已由此前 2020 年 2 月高点的 6.2%缓和至 12 月的 5.2%。随着经济复苏的推进，保就业压力将逐渐缓解。

预期外的亮点，包括：一是，“十四五”经济强调质量发展和创新驱动，部分目标得以量化。全社会研发经费投入年均增长 7%以上、力争投入强度高于“十三五”时期实际；全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长，城镇调查失业率控制在 5.5%以内；单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低 13.5%、18%。

二是，底线思维呈现 2021 年经济目标。2021 年设定 6%以上增长目标，明确目标的行为略超预期，此前市场普遍预期 2021 年会淡化经济增速，不设立目标。2021 年设定经济目标显示政府对“稳增长”也有一定重视，与近期修复缓慢的消费需求带来的经济压力相呼应，由此也显示货币政策并不会轻易显著收紧。但 6%的经济增速数字基本符合预期，此前 29 省市在 2021 年设定地方经济目标时，也多分布在 6%-8%的范围，不过该增速数字低于年初时市场普遍预期的 8%-9%水平，由此市场或对抱有乐观预期的一季度经济增速进行下修。

三是，扩内需战略抓手在扩大消费和有效投资。有效投资延续 2020 年的“两新一重”，但在扩大消费上明确稳定增加汽车、家电等大宗消费，增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用体系。

四是，财政抓手主要为减税降费和提质增效。小规模纳税人增值税起征点升至月销售额 15 万元；中小企业宽带和专线平均资费再降 10%；常态化财政资金直达机制并扩大至 2.8 万亿。

五是，碳达峰、碳中和明确领域部署。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电。

图表 1：近几年政府目标与实际完成情况对比

召开时间	GDP 增速（%）		居民消费价格涨幅		城镇调查(登记)失业率		货币政策	M2		社融		财政赤字率		地方专项债(万亿)	
	目标	实际	目标	实际	目标	实际	目标	目标	实际	目标	实际	目标	实际	目标	实际
2015 年	7.0%	7.0%	3.0%	1.4%	4.5%	4.1%	稳健，松紧适度	12.0%	13.3%	平稳增长	12.4%	2.3%	2.4%	-	-
2016 年	6.5%	6.8%	3.0%	2.0%	4.5%	4.0%	稳健，松紧适度	13.0%	11.3%	13%	12.8%	3.0%	3.0%	0.40	0.64
2017 年	6.5%	6.9%	3.0%	1.6%	4.5%	3.9%	稳健中性	12.0%	8.1%	0.12	14.1%	3.0%	3.0%	0.8	2.00
2018 年	6.5%	6.7%	3.0%	2.1%	5.5%	5%	稳健中性，松紧适度	合理增长	8.1%	合理增长	10.3%	2.6%	2.6%	1.35	1.95
2019 年	6%-6.5%	6.1%	3.0%	2.9%	5.5%	5.2%	稳健，松紧适度	与 GDP 名义增速相匹配	8.7%	与 GDP 名义增速相匹配	10.7%	2.8%	2.8%	2.15	2.59
2020 年	无具体目标	2.30%	3.5%左右	-	6%	4.2%	稳健，灵活适度	明显高于去年	10.1%	明显高于去年	13.3%	3.6%以上	-	3.75	3.60
2021 年	6%以上	-	3%左右	-	5.5%左右	-	稳健，灵活精准、合理适度	增速明显高于去年	-	向名义 GDP 增速靠拢 11%左右	-	3.2%	-	3.65	-

资料来源：Wind，太平洋证券整理

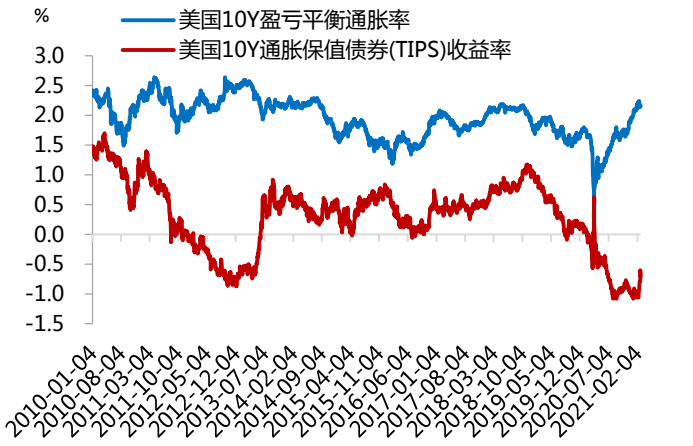
2、重申政策未到转向时，但收紧预期加大市场波动

3 月 4 日 10Y 美债利率再次突破 1.5%升至 1.54%，资本市场引发流动性担忧，当日美股大跌、美元走强。结合美国实际利率和通胀预期来看，截止 3 月 4 日，10Y 美债利率从年初至今已累计上行 61BP 至 1.54%，其中实际利率（10Y TIPS）上行 40BP 至-0.66%，自 2 月以来加速上行；通胀预期（10Y Breakeven inflation rate）上行 21BP 至 2.20%，升至 2010 年以来的 77%分位数，保持高位。由于通胀预期和实际利率攀升过快，资本市场将可能开始转向交易政策转向。

此外，3 月 4 日美股大跌，一定程度上反应了市场对美联储表态的失望。此前市场预期美联储会实施“扭转操作”来抑制美债利率过快上升，即出售短期票据，购买长期债券，而当日鲍威尔的发言内容也仅仅是延续了此前“鸽派”内容，承认美债利率快速上升引起了他的注意，但他表示在考虑采取任何行动之前，美联储需要看到整个利率区间的更大幅度上。可见美联储与市场在经济复苏强度的判断上明显存在加大分歧，市场情绪由担忧到修正的过程可能会反复出现。

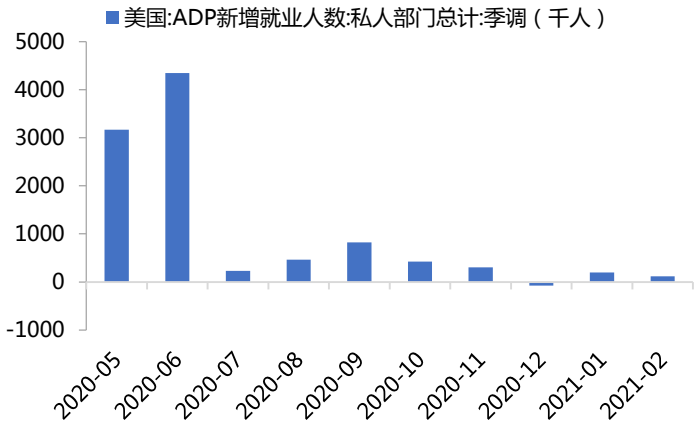
重申美联储政策未到转向之时，但由于市场已成为货币收紧的“惊弓之鸟”，收紧预期易引发情绪反复，造成市场波动加大。目前 10Y 美债利率仅恢复到疫情前 2019 年的低位水平，并未过高。近期美联储所释放的信号均偏鸽派，更强调“实质性”通胀，美国 2 月 ADP 新增就业人数最新值为 11.7 万人，前值 19.5 万人，近期美国未有明显改观的就业和通胀数据，也显示美联储短期难以退出宽松。

图表 2：近期美债利率在上行主要有实际利率上行驱动



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：2021 年 2 月 ADP 新增就业人数较 1 月放缓



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、机构重仓股回调加剧，公募赎回、调仓压力增大

此前我们判断“抱团股”深度回调的主要原因在于国内外微观资金的问题，微观主流资金的撤出和放缓带来前期“抱团股”的杀估值。其中，市场波动加大过程中公募会产生赎回和调仓压力，此前基金经理暂停申购、控制规模的动作便是应对该风险采取的主动措施。截止 3 月 5 日，2021 年以来目前市场上 136 只市值超千亿的龙头股中有 103 只换手率超 50%，48 只换手率超 100%，2 月 18 日以来，上证综指累计下跌 4.19%，单日振幅均在 2%左右，大市值公司的较大波动明显影响了 A 股大盘。

2021 年以来已有近千只基金出现回撤，基金赚钱效应弱化，尤其集中在持有机构抱团股较多的基金，后续赎回和调仓压力可想而知。截至 3 月 5 日，2021 年以来 2000 余只主动偏股基金（主动股票型+偏股混合型）投资收益中值为-0.59%，此前近一年的投资收益中值为 40.79%，其中 2021 年新成立且存在收益公布的 220 只主动偏股型基金中，仅有 13 只基金获得正收益，占比 6%，收益率中值-3.08%，而近一月公布收益率的 156 只新基金中，仅 9 只获得正收益。相较于 2021 年以来沪深 300 上涨 0.99%，公募基金的赚钱效应明显弱化。我们将偏股公募基金重仓的前 50 只个股进行等权重处理形成价格指数，发现 2 月 18 日以来，该指数下跌幅度已达到 23.64%。

图表 4：换手率超 50%的千亿市值公司

证券简称	总市值（亿元）	年换手率(自由流通股本，%)	2021 年以来涨跌幅（%）
建设银行	18651	85.13	1.18
五粮液	10344	70.07	-25.35
中国人寿	9421	70.01	-5.06
宁德时代	7454	70.00	-31.11
中国中免	5972	67.65	23.43
比亚迪	5618	211.72	2.07
中国石化	5448	64.46	0.47
海康威视	5438	73.56	9.69
邮储银行	5358	87.70	1.38
金龙鱼	4642	508.36	-22.70

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：偏股公募基金重仓前 50 股指数下跌 23.64%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、淡化波动，关注细分行业龙头

2021 年政府工作报告验证中央经济工作会议以来的政策基调未变，持续保持积极财政和适度货币。虽然更多超预期的内容体现在结构和目标明确上，但 2021 年国内经济复苏态势也得以确认，货币转向担忧将得到缓解。虽目前未到政策转向之时，但市场因收

紧预期反复而加大波动。考虑到后续政策超预期难度提升，3 月市场将逐步围绕一季报有所演绎，近期外资和公募基金的重仓股出现明显回调，调仓资金也将更重视业绩驱动下的风险收益比。短期 A 股大盘指数虽未见得有较大修复空间，但在结构上，业绩向好的顺周期板块、细分行业龙头将呈现估值修复。

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 6：各重要指数历史估值百分位下修至 65%-75%（截止 2021/3/5）

	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	1.76	53.3%	16.19	73.9%	0.99	-8.76
	上证 50	1.54	44.2%	14.08	68.6%	1.32	-8.11
	中小板指	4.73	67.6%	35.03	66.0%	1.68	-9.09
	创业板指	7.66	89.0%	65.67	83.7%	-3.18	-13.50
	中证 500	2.04	17.5%	27.93	26.3%	0.57	-3.19
	创业板 50	8.95	85.2%	70.29	74.6%	-2.48	-15.13
	中证 1000	2.63	36.5%	41.82	36.3%	-2.86	0.81

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 7：化工、有色估值历史百分位分别下修至 60%、75%（截止 2021/3/5）

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	1.16	7.3%	17.25	35.9%	4.57	3.45
	化工	2.81	58.5%	33.91	58.0%	9.34	-8.52
	钢铁	1.15	28.5%	16.92	37.1%	16.85	9.16
	有色金属	3.02	45.7%	53.24	75.7%	7.50	-8.16
	建筑材料	2.27	41.1%	15.33	13.7%	5.17	-2.93
	建筑装饰	0.87	0.9%	8.80	0.6%	4.03	6.25
	电气设备	4.17	68.0%	46.73	66.9%	-2.63	-13.59
	机械设备	2.82	43.6%	31.94	49.2%	4.30	-2.90
	公用事业	1.42	4.8%	18.84	12.2%	0.94	6.52
	交通运输	1.52	22.9%	25.81	62.7%	-0.07	-1.32
消费	汽车	2.32	43.2%	31.87	75.4%	-1.60	-8.36
	家用电器	3.90	89.2%	26.53	63.4%	-6.59	-7.02
	纺织服装	1.80	18.2%	36.52	62.5%	-1.19	5.43

	轻工制造	2.13	36.6%	28.05	30.9%	6.26	-2.90
	商业贸易	1.37	1.4%	26.37	36.4%	-3.11	3.01
	农林牧渔	3.85	59.8%	17.79	1.5%	8.20	-2.27
	食品饮料	10.10	97.5%	50.23	89.6%	-7.18	-16.69
	休闲服务	8.31	96.9%	177.49	99.6%	7.88	-14.29
	医药生物	4.59	67.5%	43.94	65.0%	-3.15	-9.83
金融	房地产	1.15	0.8%	8.64	1.5%	0.90	3.94
	银行	0.79	6.8%	8.06	45.5%	11.23	-3.20
	非银金融	1.83	14.0%	16.34	15.3%	-6.74	-0.97
成长	国防军工	3.30	61.5%	67.28	58.9%	-11.69	-0.41
	电子	4.30	77.9%	50.29	49.5%	0.17	-1.94
	计算机	4.02	45.3%	66.74	80.5%	-5.54	-2.61
	传媒	2.54	9.3%	37.21	18.5%	-1.77	-1.67
	通信	2.22	27.4%	35.19	30.0%	-5.29	1.52

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
北京地区销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@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

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

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。