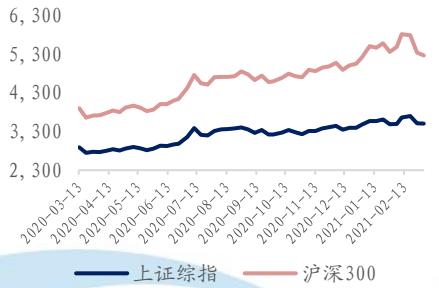
中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
证券分析师 郑梓淳
证券执业证书号：S0640520120001

大小市值极端分化大概率结束，关注中小市值绩优股

策略周报　　2021 年 3 月 6 日

市场走势



近期报告

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》

中航证券策略周报:《内外部环境趋稳利好经济持续复苏，市场趋势性震荡向上》

中航证券策略周报:《国内政策不急转弯，震荡向上趋势不改》

核心观点:

本周国内 2 月 PMI 数据公布，中国制造业、非制造业和综合 PMI 分别为 50.6%（-0.7pcts，环比，下同）、51.4%（-1pcts）和 51.6%（-1.2pcts）。三大指数均较上月滑落，但均实现去年 3 月复工复产以来连续 12 个月位于荣枯线之上，表明我国经济总体仍在复苏，但势头有所减缓。

流动性方面，央行公开市场操作，3 月 1 日在 200 亿元 7D 逆回购到期的情况下，仅进行了 100 亿元 7D 逆回购投放，此后的 3 月 2 日和 3 月 3 日分别有 100 亿元 7D 逆回购到期，央行均进行了等量的 7D 逆回购投放，3 月 4 日有 200 亿元 7D 逆回购到期，继本周一之后，央行再次只进行了 100 亿元 7D 逆回购投放。此外，3 月 1 日有 50 亿元 3 个月期限的央行票据互换到期。总体来看，央行本周的公开市场操作依然延续了过去几周维持货币市场稳定的同时适度收紧流动性的操作方向。

海外市场方面，随着疫情的缓解，疫苗接种有序展开，美国经济活力向上回升，2 月就业人数回暖。周五，美国劳工部最新的数据显示，美国 2 月季调后非农就业人口新增 37.9 万人，预期增 18.2 万人，前值增 4.9 万人。美国 2 月失业率 6.2%，预期 6.3%，前值 6.3%。美国劳工部表示，2 月份大部分新增就业出现在休闲和酒店行业，临时帮助服务、医疗保健和社会援助、零售贸易和制造业的新增就业较少，在建筑和矿业、州和地方政府教育等行业的就业率下降，表明美国经济复苏在不同行业间出现差异。

美联储主席鲍威尔周四重申了他的承诺，即在美国民众重返就业岗位之前，将保持信贷的宽松和流动。周五，数位美联储高官表示，并不在乎近几周美国国债收益率的快速上涨，表明美国央行行长们在下次会议上采取更加宽松的政策，加大债券购买力度的可能性较小。

投资策略方面，本周从市场来看，主要指数只有中证 500 收涨 0.62%，其余指数悉数收跌。我们在 1 月 30 日发布的策略周报提到过，通过配置大金融来实现战略进攻向战略防守的切换，市场的下跌也印证了我们此前偏谨慎的观点。在我们 3 月 3 日发布的《A 股市值因子大概率失效》点评报告中，我们对从 20 年 8 月以来支持大市值股上涨的因素进行了研究分析，利率从底部回升、基金发行加速和人民币升值下外资流入加速的三重因素共同推动了此轮大市值的行情，但是现在支持这三个因素的逻辑或将同步发生逆转，从而终结大小市

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

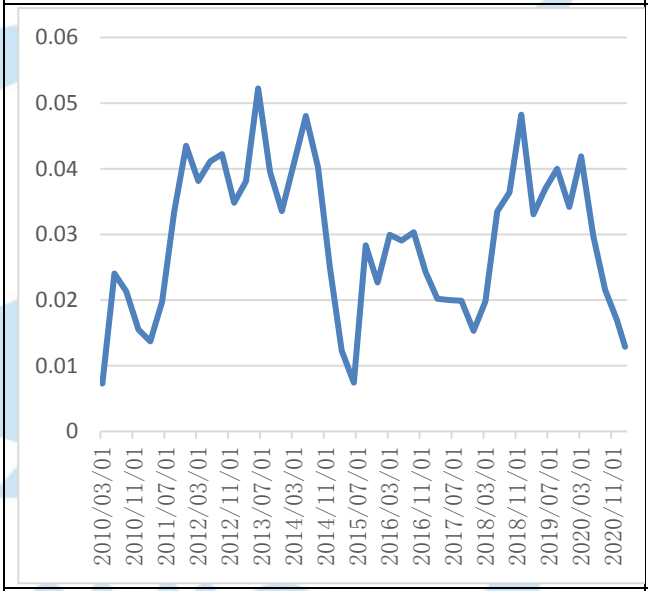
请务必阅读正文后的免责条款部分

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

值风格的极端分化。首先，经济高点出现后，国债收益率年内高点或出现在二季度末，其次，在近期市场震荡回调，赚钱效应减弱后，基金新发行速度或减速。最后，人民币单边升值告一段落后，外资流入也可能减速。综合上述理由，我们认为 A 股市值因子将大概率失效，大小市值风格的极端分化或将结束。

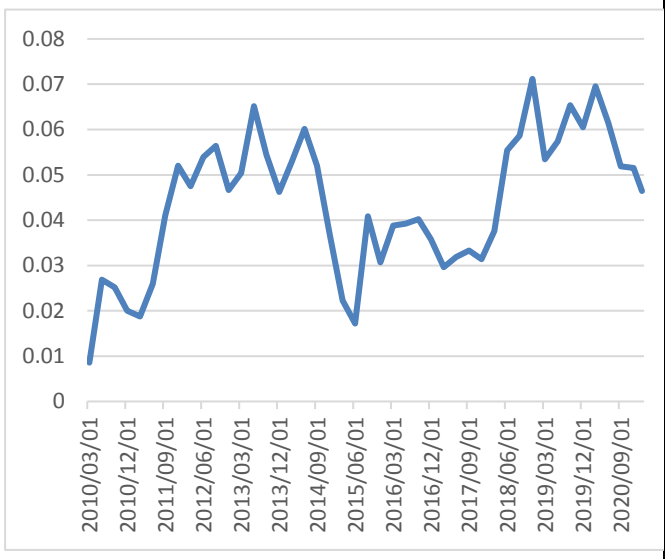
在市值因子有效的最后阶段，传统大市值中估值偏低的银行、保险和地产板块可能仍具备上涨势能，考虑到中小市值风格的估值处于历史低位，市值因子的风险溢价处于十年来的低位，中小市值绩优股或带来明显超额收益。2020 年年报和 21 年 1 季报的发布或成为中小市值绩优股启动的催化剂，此前个股涨跌幅与市值大小呈现明显的相关性，而这一现象规律在业绩上难以同步实现。业绩披露过程中会出现大市值公司不及预期，也会出现中小市值业绩超预期，将有助于打破过去收益率与市值极强的相关性。综合而言，我们认为当下头部大市值资产的性价比不高，建议配置中小盘顺周期绩优股。

图 1：市值因子风险溢价持续下行



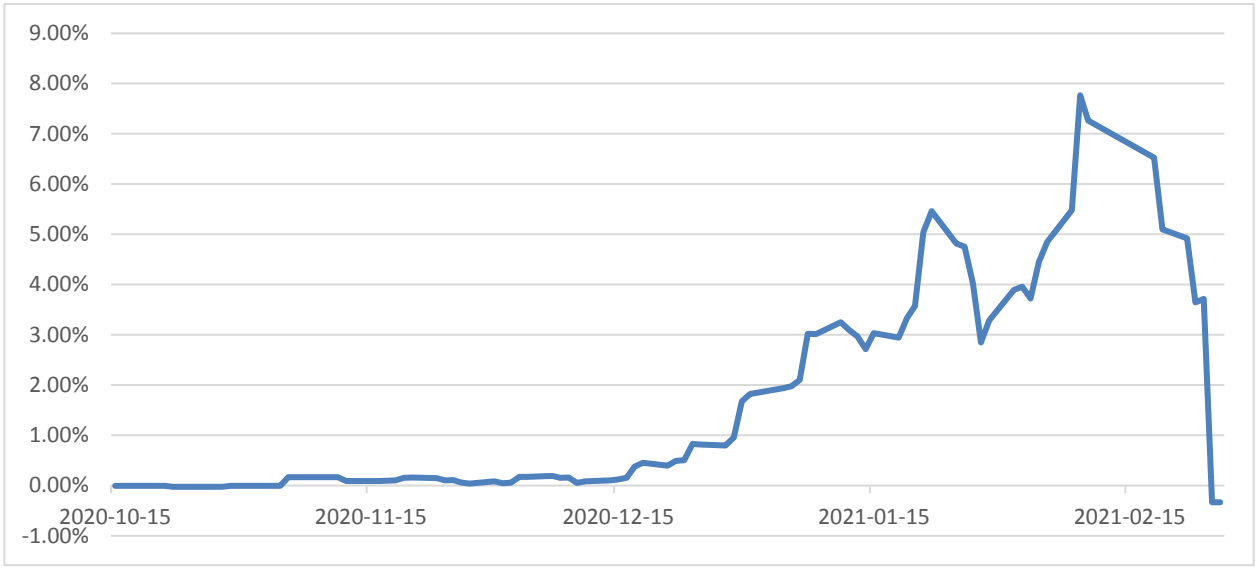
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 2：估值因子风险溢价高位回落



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 3：四季度新发行基金加权平均收益率



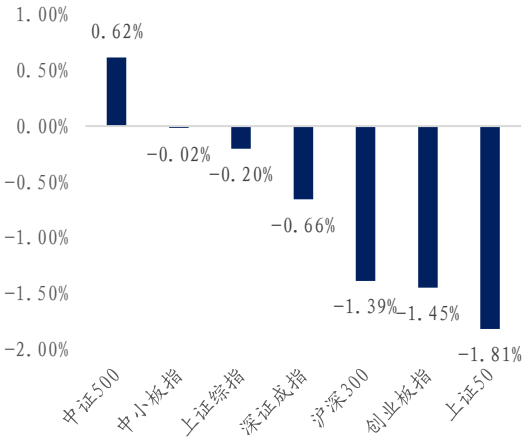
数据来源：Wind，中航证券研究所

一、本周行情回顾

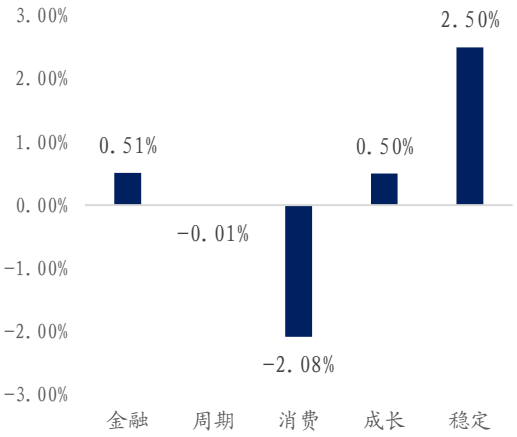
本周各大指数除中证 500 外均收跌，上证指数周跌 0.20%；深证成指跌 0.66%；创业板指周跌 1.45%，沪深 300 指数跌 1.39%，代表大市值股票的上证 50 指数周跌 1.81%，代表中小市值股的中证 500 指数周涨 0.62%，中小市值股票跑赢大市值股，风格切换明显。行业表现方面，本周排名前三位的行业，分别是钢铁（7.72%）、采掘（4.31%）、公用事业（4.22%），排名后三位的分别是食品饮料（-3.63%）、有色金属（-3.03%）、家用电器（-2.10%）。风格上，本周金融股涨 0.51%，周期股跌 0.01%，消费股跌 2.08%，成长股涨 0.50%，稳定股涨 2.50%。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 23.04 倍，较上周下降 0.11%，剔除金融、石油石化股后市盈率为 38.84 倍，较上周下降 0.62%。海外方面，本周道指涨 1.82%，纳指跌 2.06%，标普 500 指数涨 0.81%。德国 DAX 指数周涨 0.97%；法国 CAC40 指数周涨 1.39%；英国富时 100 指数周涨 2.27%。

图 4：本周主要指数涨跌幅

图 5：本周各风格股票涨跌幅

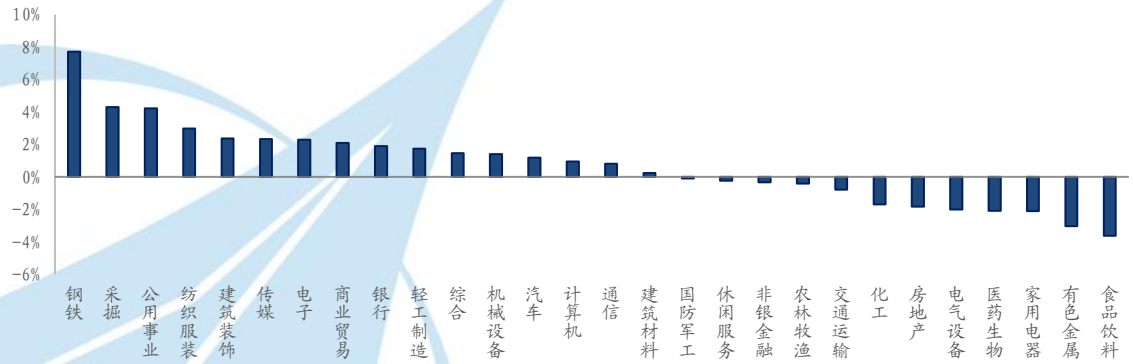


资料来源：Wind、中航证券研究所



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 6：本周行业涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券研究所

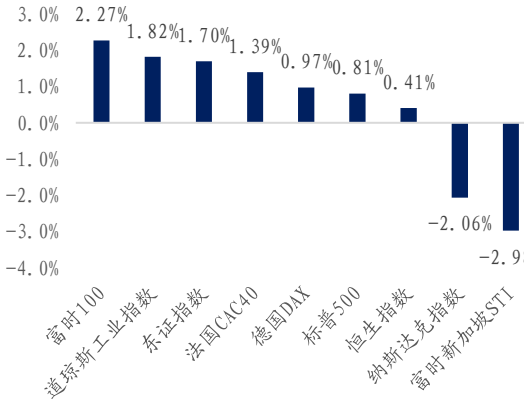
图 7：各风格股票走势



资料来源：Wind、中航证券研究所

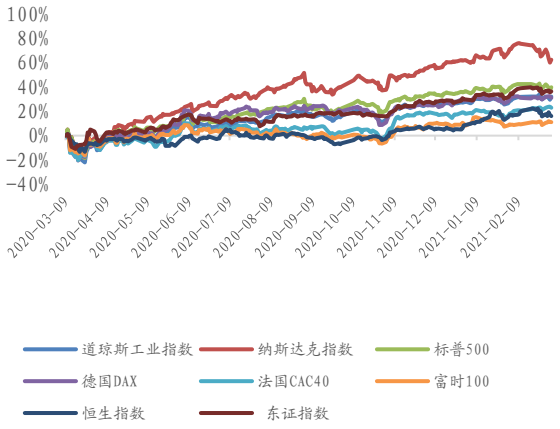
图 9：海外主要指数走势

图 8：本周海外主要指数涨跌幅

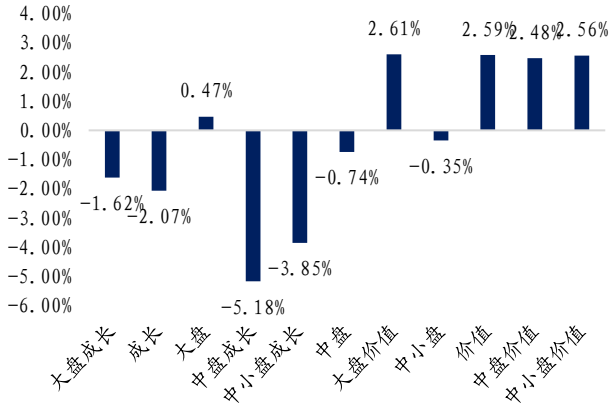


资料来源：Wind、中航证券研究所

图 10：本周美股 MSCI 风格指数涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券研究所

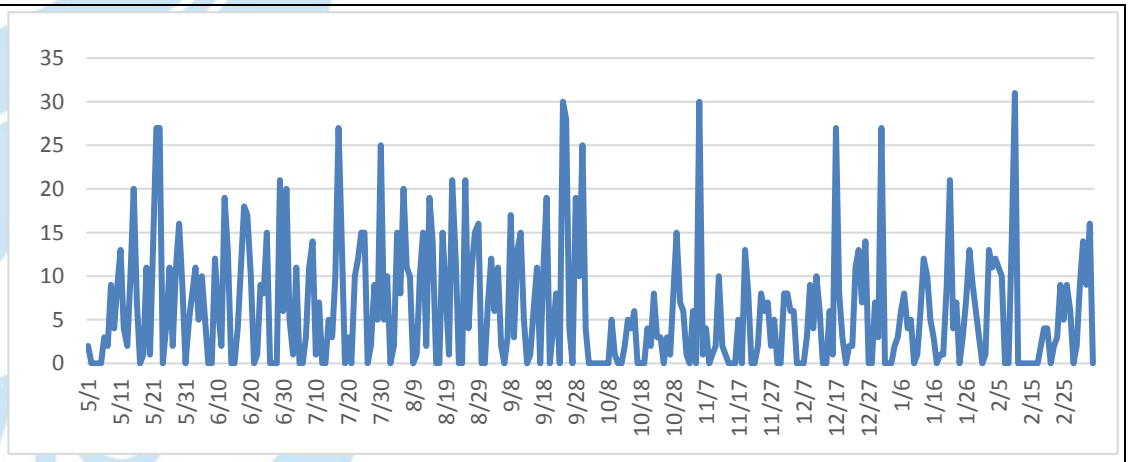
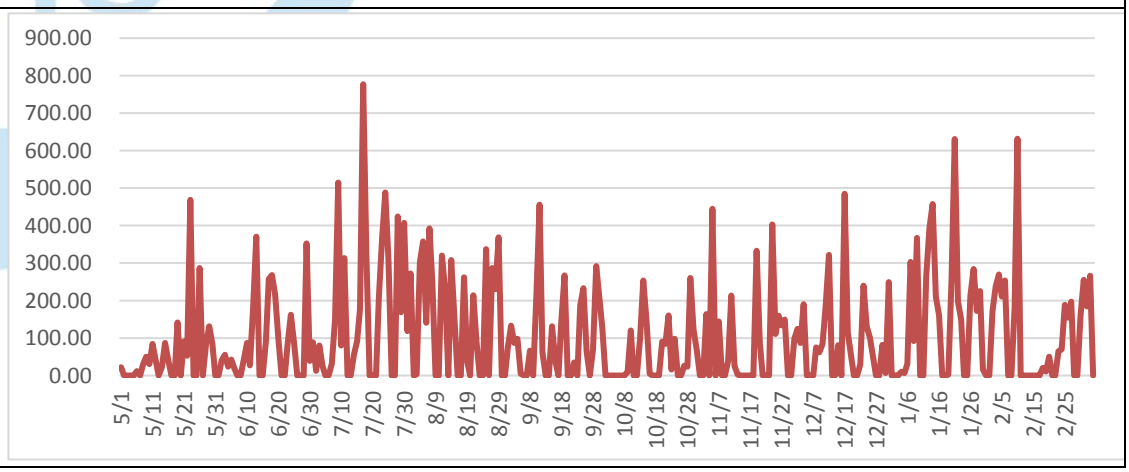


资料来源：Wind、中航证券研究所

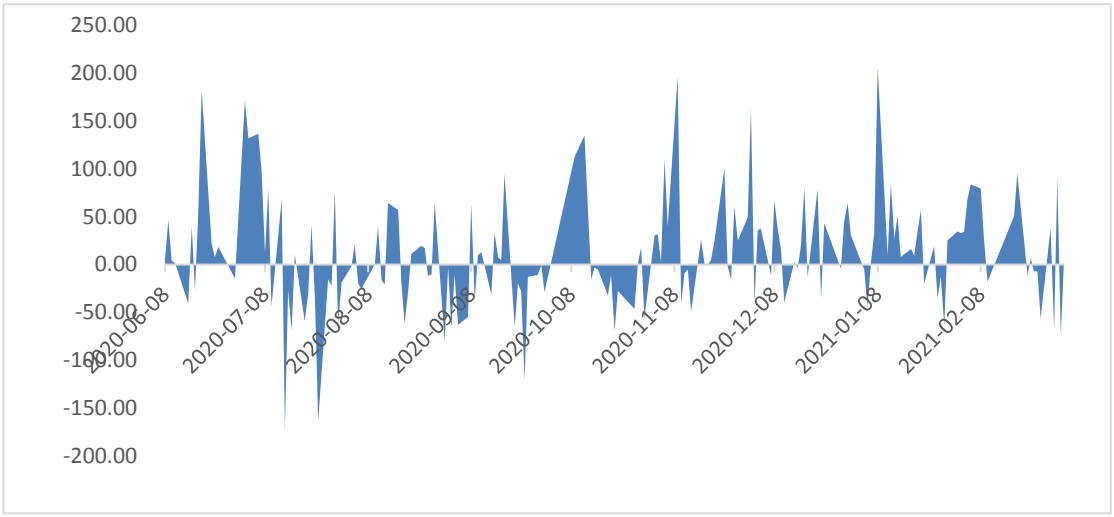
二、 资金监控

北向资金本周累计净流出 8.36 亿元，前一期为净流出 75.01 亿元。本周新发行的基金个数为 50 个，上周为 34 个；本周基金发行规模为 864.90 亿元，上周为 673.86 亿元。2021 年 3 月份截至 3 月 5 日 IPO 募集资金为 49.32 亿元，增发募集资金 107.26 亿元。交易费用本周为 91.04 亿元。

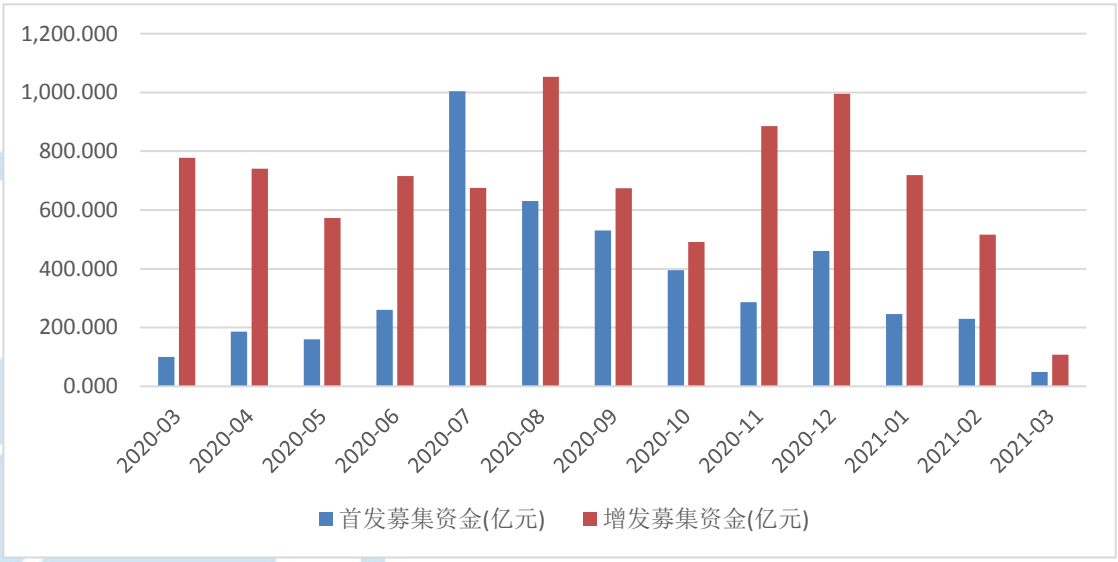
图表 11：资金监控

基金发行（个数）	
基金发行规模（亿元）	

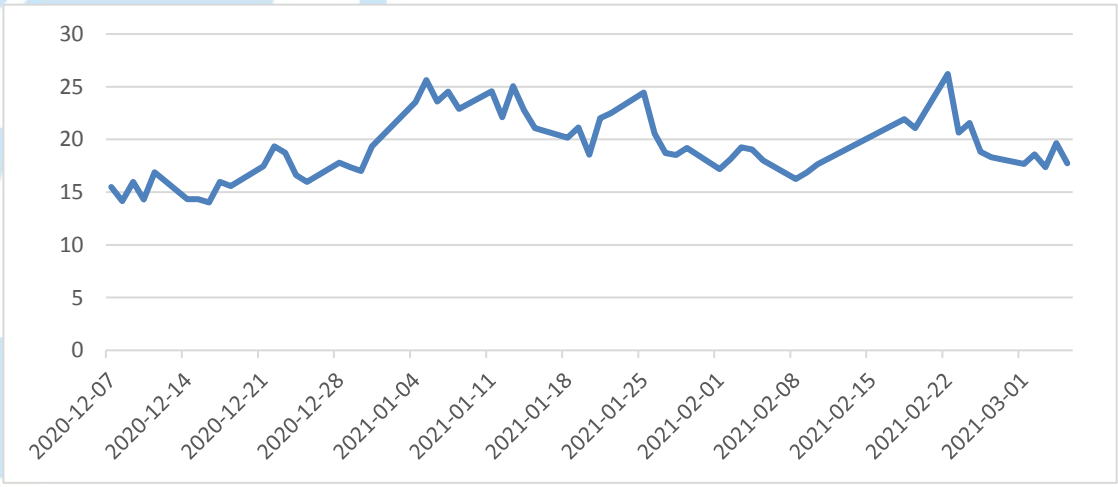
北向资金（亿元）



股权融资规模



交易费用（亿元）

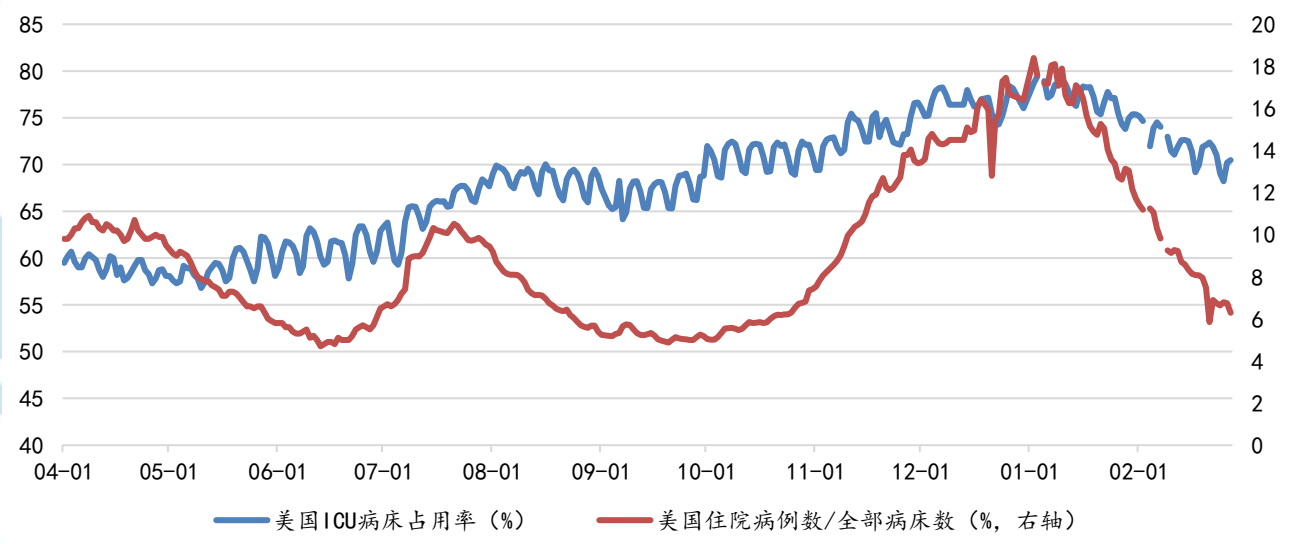


资料来源：Wind、中航证券研究所

三、 全球疫情

全球疫情方面，截至 3 月 6 日，全球累计感染人数已经超过 1.17 亿人，现有确诊人数 2419 万人，累计死亡人数超过 267 万人。美国方面，当地时间 2 月 20 日，据美国约翰斯·霍普金斯大学统计，截至美东时间 5 日 16 时 25 分，美国累计新冠肺炎确诊病例达 28873800 例，美国新冠肺炎死亡病例超 52 万例，达 522221 例。过去 24 小时，美国新增确诊病例 62242 例，新增死亡病例 2293 例。我们对美国 ICU 病床占用率进行统计，截至 2 月 27 日美国全国 ICU 占用率为 70.48%，自疫苗大规模接种以来持续下降，即将脱离我们之前提出的 70%-80%警戒值下限，美国全国病床利用率为 6.30%，已经脱离我们提出的 15%-30%警戒值。我们对美国各州进行单独统计，新冠病人 ICU 占用率排名靠前的各州的新冠病人 ICU 占用率 14 日平均值均已全部低于 30%，较此前大幅下降，排名第一的俄亥俄州该指标达为 26.47%；ICU 病床总占用率 14 日均值，超过 80%的州为排名前 5 个，此前为 4 个，我们统计的美国五十个州和三个特区或领地中有 23 个 ICU 病床总占用率超过我们提出的 70%-80%警戒值。

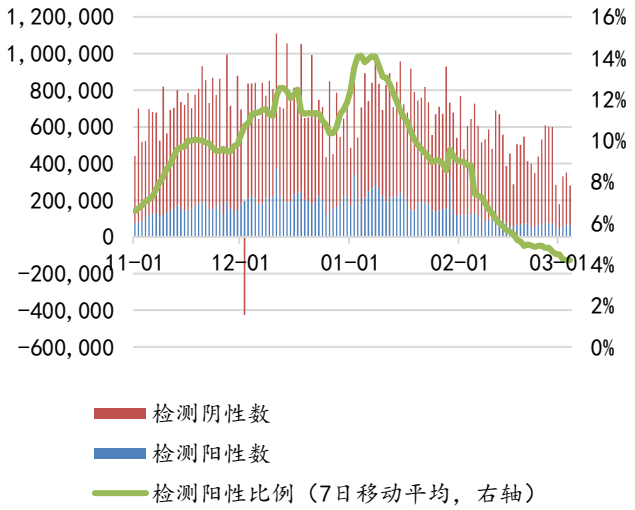
图 12：美国全国 ICU 病床占用率



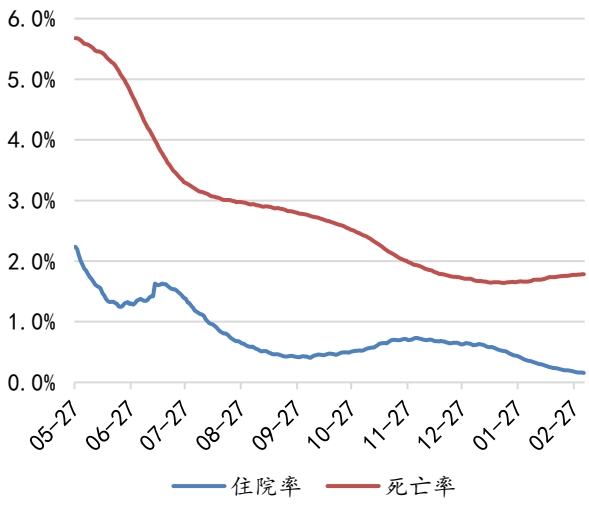
资料来源：美国疾控中心、中航证券研究所

图 13：美国新冠病毒检测结果

图 14：美国住院率及死亡率

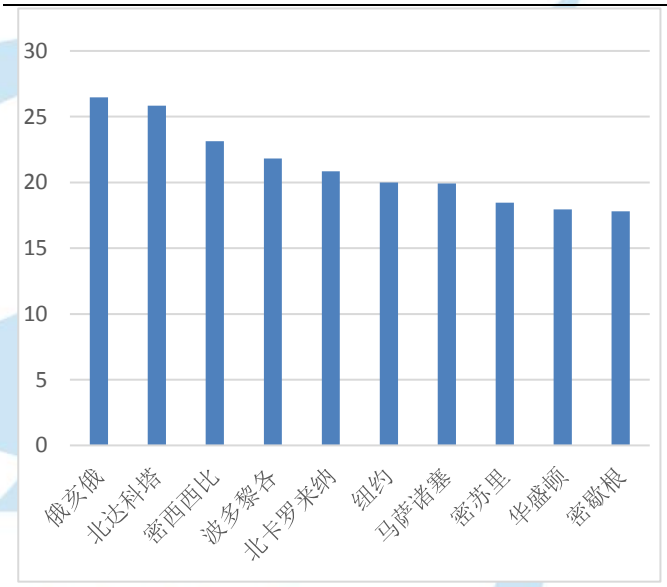


资料来源：covidtracking、中航证券研究所



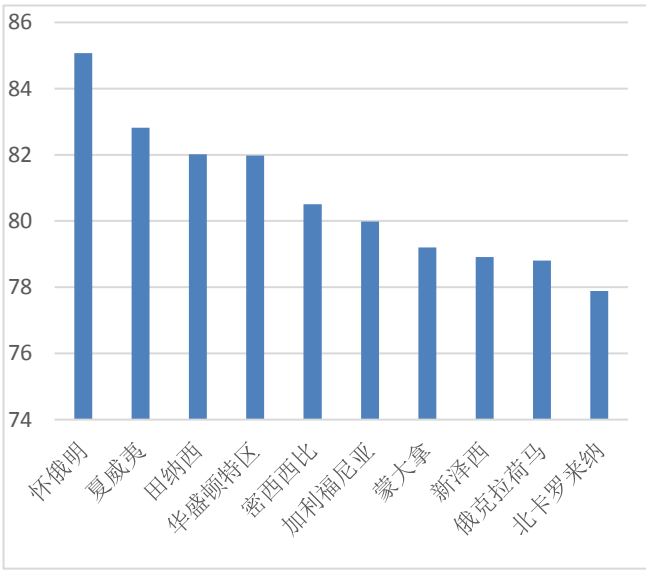
资料来源：covidtracking、中航证券研究所

图 15：部分州新冠病人 ICU 占用率（14 日均值）



资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

图 16：部分州 ICU 占用率（14 日均值）

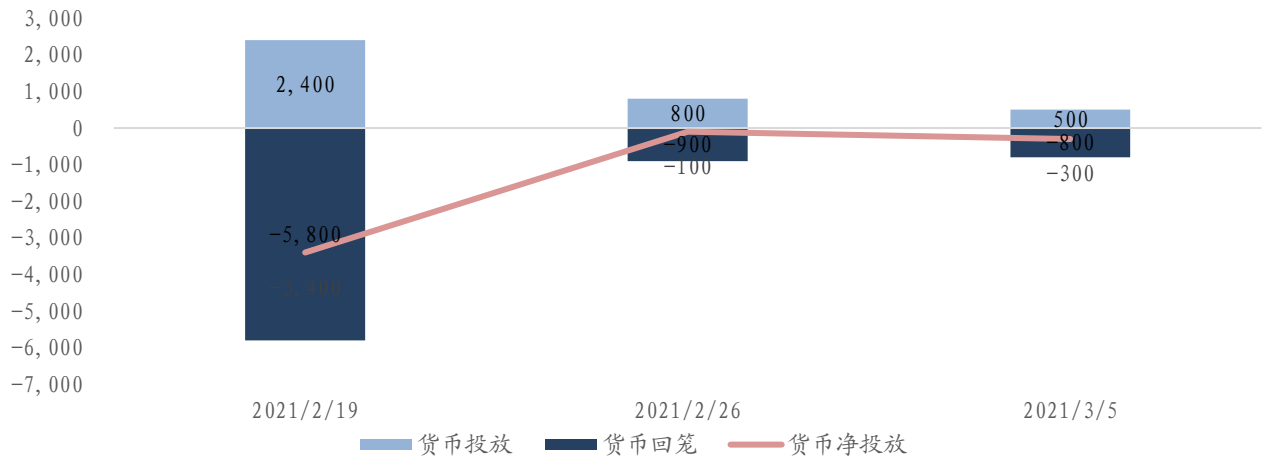


资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

四、宏观流动性监测

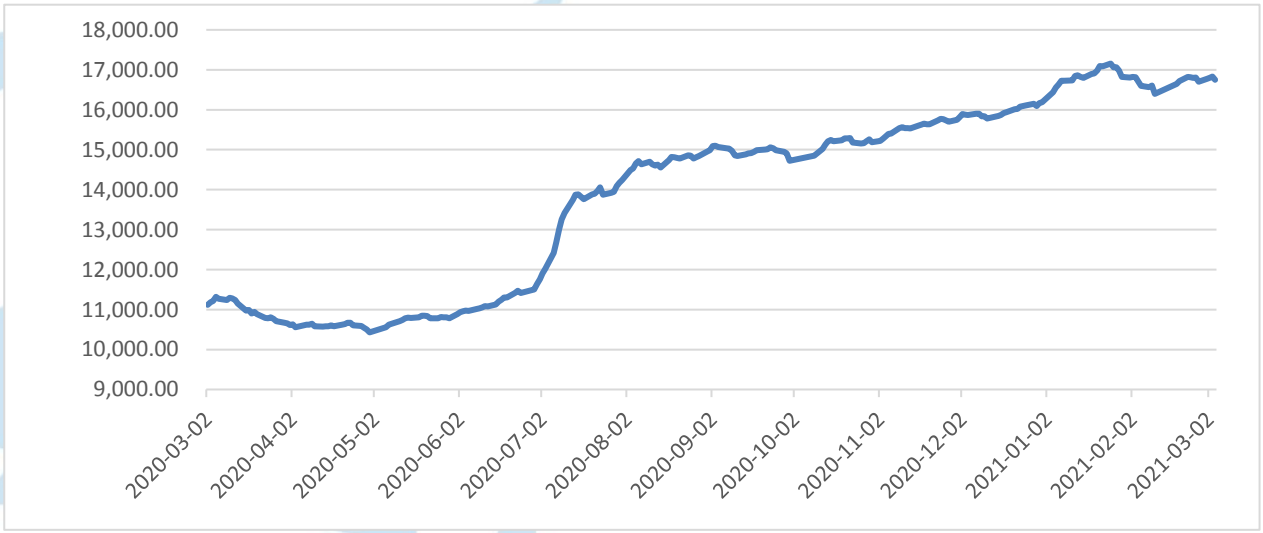
流动性方面，本周央行公开操作净回笼货币 300 亿元，上周为净回笼货币 100 亿元。两融余额为 16750.24 亿元，上周为 16803.11 亿元。

图 17：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 18：融资融券余额（单位：亿元）

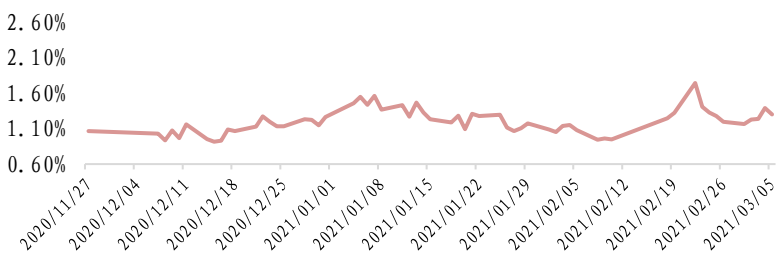
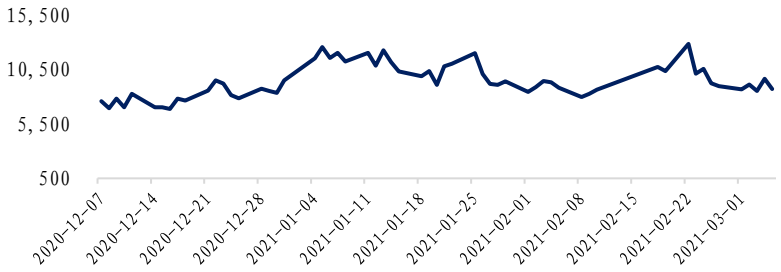


资料来源：Wind、中航证券研究所

五、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 1.26%，较上周的 1.39%有所下降。A 股日均成交金额为 8925.81 亿元，较上周的 10349.20 亿元有明显回落。

图表 19：市场情绪

换手率	本期 2021/3/5 1.26% 上期 2021/2/26 1.39%		
A股日均成交金额（亿元）	本期 2021/3/5 8925.81 上期 2021/2/26 10349.20		

资料来源：Wind、中航证券研究所

风险提示：经济复苏不及预期，流动性收缩超预期

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。

符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，中航证券研究所首席宏观分析师。

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。

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。