策略研究

风险释放之后，寻找下一阶段的确定性

周度策略 2021 年 3 月 8 日

报告摘要：

● **现在谈论行情结束还为时过早，盈利是下一阶段确定性的来源**

不论是宏观系统性风险还是股市结构性空间都指向目前距离行情结束还为时尚早。在年度策略中我们提出，今年的系统性风险只要关注一个，即经济增长超预期带来通胀超预期引发的政策收紧。目前经济尚未从疫情中走出，因此政策即使调整也只会是从宽松恢复到正常化。前期美债利率和大宗商品价格上涨，前者是在重演国内债市 20 年经济复苏后的路径，后者是在反映供需错配的影响，实际上同期不论是美国盈亏平衡通胀还是国内债券利率都未上涨，通胀预期反而目前处于较稳定状态。这种稳定状态反映在不论中国还是美国，由于经济尚未完全复苏，核心通胀还处于低位。

从股市的结构性特征来看，抱团股和非抱团股估值差异存在修复需要，大概率后续会演绎的是：抱团股由于景气度仍在，以时间换空间，估值在本次回调后继续高位震荡，非抱团股接力上涨完成估值修复。这种估值修复的本质是非抱团股业绩在今年会持续回升，叠加低估值带来的性价比突出。

● **风险释放后 ，再看四大板块最新情况**

整体上我们判断，由于年后的跌幅明显，后续散户依靠基金入市的行为会谨慎很多，从增量资金接力的角度，市场的风险偏好会下移一个台阶，因此各板块的估值扩张会告一段落，盈利将成为下一阶段确定性的来源。

1、抱团板块

前期一些盈利增速不高，主要由高确定性带来高估值的标的，在债券利率回升下会持续消化估值，尤其是在消费板块。但科技板块中由产业趋势带来高成长的标的，经过此次回调，估值下降的空间已经大大压缩，处于回调阶段的末期。

2、周期板块

整体上由高增速带来的拔估值应该已经结束，后续随着盈利预期上调仍会有上涨的空间。

3、低位价值板块

前期受抱团板块影响，由于减仓的需要，一定程度上也被无差别卖出，导致一些个股出现阶段回调。但整体上随着今年业绩修复的确定性越来越高，低位价值板块的估值修复和盈利预期调整会逐渐反映在股价当中。

4、中小票

非抱团股估值修复并非指的是中小票风格，本质原因是经济结构性分化下，中小市值公司的盈利增速很难再系统性起来，盈利增速难以拉开，性价比不高因此估值修复的动力也不强。但各“细分赛道的龙头公司”仍具有较高价值。

● **配置建议**

1、受益中期复苏预期和通胀预期的：工程机械、石化、有色、基化

2、受益疫情后服务业复苏的：餐饮、酒店、旅游、航空

3、市场风格切换与景气度共振：保险、通信、消费电子、游戏

● **风险提示**

海外经济恶化，疫苗进展不利

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001

电话： (8610)85127632

邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理：钱力

执业证号： S0100119070037

电话： (021)60876719

邮箱： qianli@mszq.com

相关研究

目录

1、现在谈论行情结束还为时过早，盈利是下一阶段确定性的来源.....3
2、风险释放后，再看四大板块最新情况.....6
3、配置建议.....7
插图目录.....8

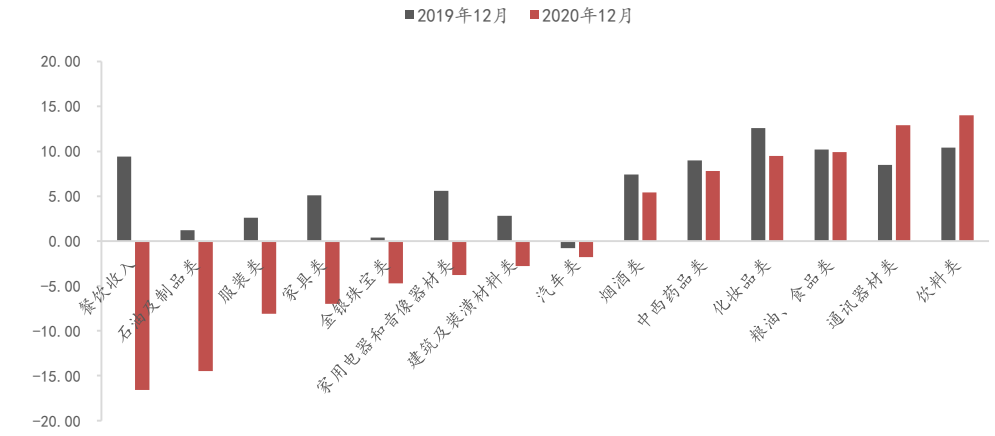
1、现在谈论行情结束还为时过早，盈利是下一阶段确定性的来源

整体上判断，不论是宏观系统性风险还是股市结构性空间都指向目前距离行情结束为时尚早。

我们在年度策略中提出，今年的宏观环境大概率偏向疫苗落地、经济复苏、通胀回升。系统性风险只要关注一个，即经济增长超预期带来通胀超预期引发的货币政策提前收紧。具体落脚点有三个：

1、只要经济尚未完全从疫情中走出，政策即使边际调整也只会是从宽松恢复到正常化。疫后复苏已经将近一年，但结构上看部分可选消费和服务业还远未恢复到疫情前水平，主要集中在餐饮、石油制品、家具、金银珠宝、家电、建材、汽车。

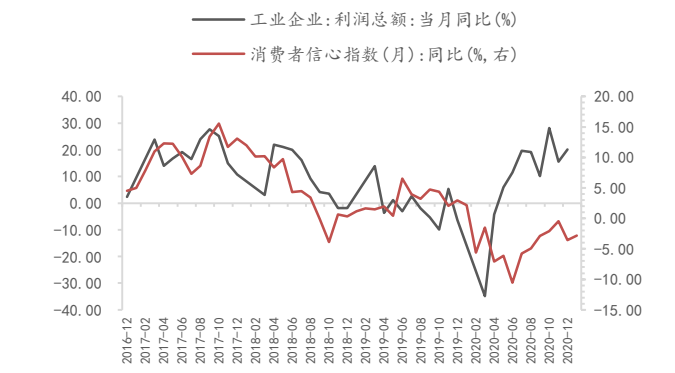
图 1：从消费品零售总额累计增速来看，部分可选消费和服务业还远未恢复到疫情前水平（%）



资料来源：民生证券研究院整理

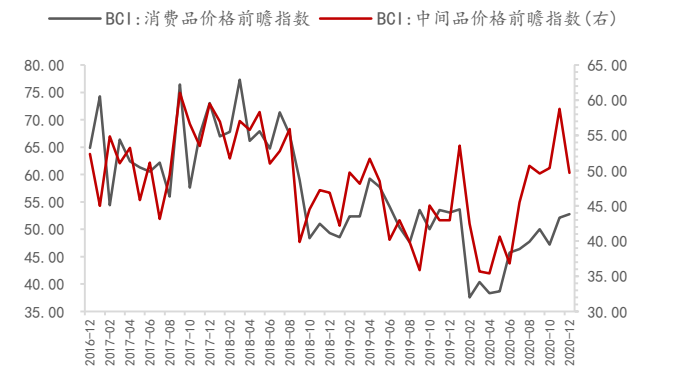
在总量数据上表现为虽然工业企业利润增速已经明显反弹，最新 12 月数据达到 20%，但消费者信心指数恢复仍然处于负数区间。直接带来终端消费品和中间品间价格指数差距拉大。

图 2：尽管经济明显反弹，但消费意愿仍处低位



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：消费品和中间品价格差逐步拉大

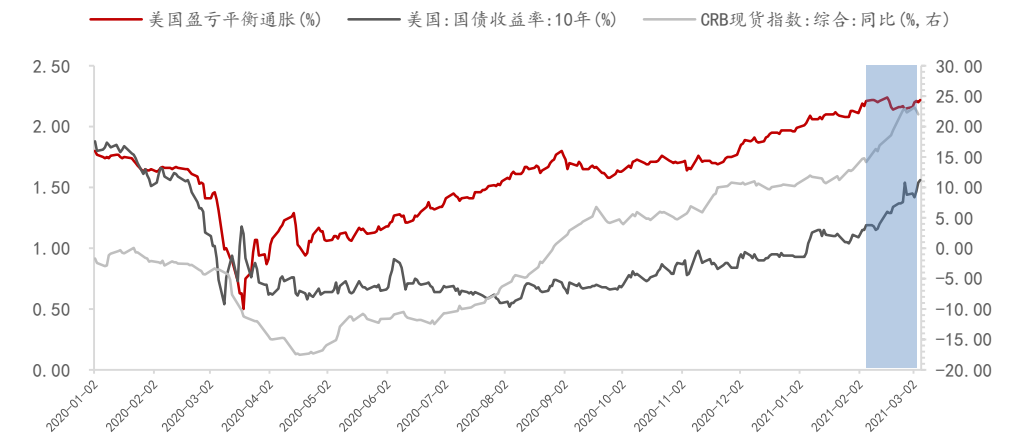


资料来源：WIND，民生证券研究院

整体经济尚未完全复苏，因此政策层面不论是中国还是美国，对经济增长的表态也仍然是偏向谨慎的。比如国内政府工作报告里面对 21 年的赤字率仍然按 3.2%左右安排，虽然低于 20 年，但也高于 19 年的 2.8%，财政政策仍然偏向积极。报告也指出居民消费仍受制约，21 年还需要稳定和扩大消费。美联储主席鲍威尔则表态，直到就业最大化和平均通胀率 2%的双重目标得到实质性进展前会继续维持宽松政策，甚至如果市场的无序状况或者金融状况的持续紧缩会威胁到目标的实现，会使用全部工具进行干预。

2、供需错配和热钱涌入带来的大宗商品价格上涨只能是暂时的，只有需求过热引发的通胀才有必要去担心。前期美债利率、大宗商品市场的波动引发了市场对通胀的担忧，我们认为这种波动本质上并非通胀预期的抬升，而是多种因素的共振。美债利率跳升实际上是在重演国内债市在 20 年经济复苏后的路径，经济增长的预期开始在利率定价中反映，去年至今美债利率与美国经济复苏的进度始终是脱节的。大宗商品则是在体现商品端供需错配的影响，尤其是过年期间美国突发寒潮对德州原油生产的影响。一个明显的例证是同期美国盈亏平衡通胀以及国内的债市并未跟随上行，这体现通胀预期目前其实是处于较稳定状态的。

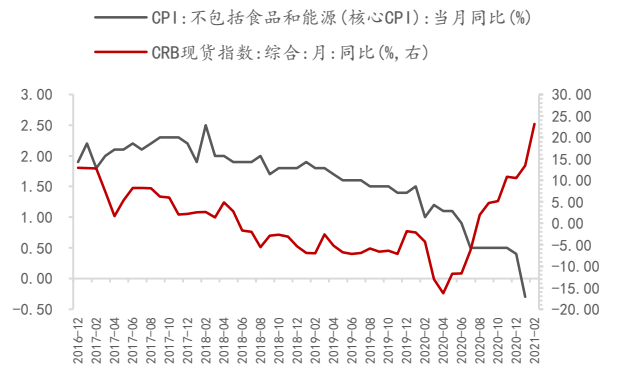
图 4：美国通胀预期同期并未跟随美债和大宗商品市场上行



资料来源：民生证券研究院整理

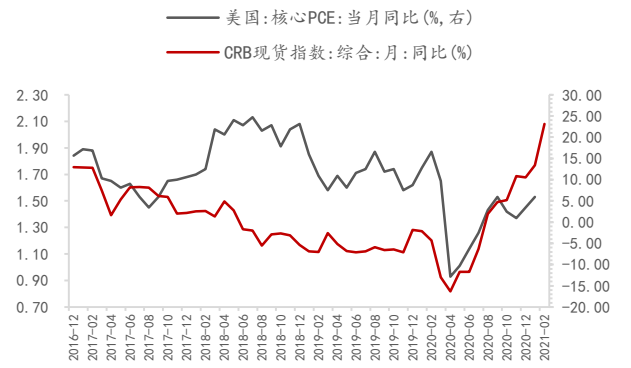
通胀预期较为稳定一是因为跟政策挂钩更为紧密的核心通胀数据不论是在美国还是中国都没有明显抬升的迹象，甚至国内的核心 CPI 仍处于下行通道，这显示需求端仍然是偏软的，这也佐证了为什么美联储反复进行市场预期引导，通胀短期并不是问题。二是因为以美国盈亏平衡通胀和国内债券利率为代表，自去年五月份之后就已经同步反映经济复苏和通胀回升的影响，也即这些因素早已经反应在了价格中。

图 5：国内核心 CPI 仍处于下行当中



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：美国核心通胀数据远低于大宗商品的涨势



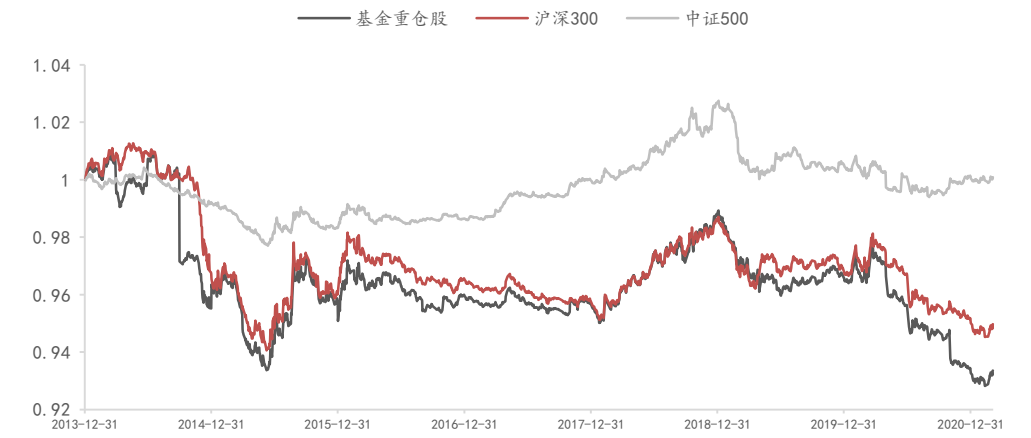
资料来源：WIND，民生证券研究院

3、前述判断的一个潜在风险是出现滞涨的宏观环境，即供需错配使得大宗商品价格继续明显上涨使得中下游盈利提前开始恶化，至少目前还没有出现这样的情况。

从股市的结构性特征来看，抱团股和非抱团股估值差存在修复需要。估值差的修复体现在两点，一是核心资产中抱团股与非抱团股的修复，二是核心资产与二线资产间的修复。从以往牛市估值差修复的历史规律来看，**大概率后续会演绎的是：抱团股由于景气度仍在，以时间换空间，估值在本次回调后继续高位震荡，非抱团股接力上涨完成估值修复。**

估值差修复的本质是非抱团股业绩在今年会持续回升，叠加低估值因此性价比突出。核心资产的一大吸引力在于其高确定性或强产业趋势一会引发估值区间整体上移，二是在 DCF 法下盈利预期不断后移使得估值上限不断被打破，因此虽然业绩增速不高，但估值扩张带来的股价弹性要远胜于非核心资产。今年年后抱团股瓦解，散户入市购买基金的情绪预计会谨慎很多，市场估值扩张的阶段应该已经结束，后续的股价上行主要会来自两股力量：一是估值不扩张但盈利预期不断上调；二是盈利超预期使得原本低估的估值存在修复空间。

图 7：基金重仓股股债比显著高于非重仓股（标准化后）



资料来源：民生证券研究院整理

2、风险释放后，再看四大板块最新情况

整体上我们判断，由于年后的跌幅明显，后续散户依靠基金入市的行为会谨慎很多，从增量资金接力的角度，市场的风险偏好会下移一个台阶。因此各板块的估值扩张会告一段落，盈利将成为下一阶段确定性的主要来源。

1、 抱团板块

抱团板块内部的情况各不相同，对于一些盈利增速不高，前期由于高确定性导致的高估值在债券利率回升下需要持续消化，尤其是消费板块。但科技板块中由产业趋势带来高成长的标的，经过此次下跌，部分甚至已经回调至去年 7 月至今构筑的平台，估值下降的空间大大压缩，已经处于回调阶段的末期。

2、 周期板块

周期板块仍然处于第一次重大分歧阶段，对于周期里面的纯周期品，包括有色、钢铁、石油、煤炭来说，其本身就是缺少长线资金的股票，波动率急剧放大后很容易持股不稳，且市场对后续的通胀预期仍有分歧；对于周期里面的周期成长类个股，比如家居、工程机械、基化、炼化，这部分个股到底是确实能持续成长还是最终被证伪，现在到了需要等待新的逻辑或者数据验证的时候。整体上由高增速带来的拔估值应该已经结束，后续随着盈利预期上调仍会有上涨的空间。

3、 低位价值板块

低位价值板块前期受抱团板块影响，由于减仓的需要，一定程度上也被无差别卖出，导致一些个股出现阶段性回调。但整体上随着今年业绩修复的确定性越来越高，低位价值板块的估值修复和盈利预期调整会逐渐反映在股价当中。

4、 中小票

对于中小票我们判断并不会成为下一轮主流配置的方向，站在当前时点，中小市值选股对应的逻辑有三点：一是选择行业天花板高度有限所以市值难以大幅扩张的“细分赛道的龙头”；二是选择热门板块内相对滞涨的非龙头公司；三是选择行业远期有空间，但目前在产业生命周期上还处于较早期的公司。从策略的角度讲，三者的实质都是去下沉选择低确定性标的，对于资金量较大的机构资金来讲，低确定性标的风险较大，且中小市值使其可加仓的空间有限，而从流动性角度来看，整体宏观流动性趋紧属于确定性趋势，总量流动性不扩张，资金难以持续性的炒短炒小。

3、配置建议

下跌之后市场情绪的修复需要时间，因此风格上仍会继续偏向低位价值和周期。但成长板块中部分赛道回调的空间已经大大压缩，预计年报和一季报披露前后，将迎来这些标的的布局时间点。建议关注：

1、 受益中期复苏预期和通胀预期，盈利存在上调空间：工程机械、石化、基化、有色

2、 受益疫情后服务业复苏：餐饮、酒店、旅游、航空

3、 市场风格切换与景气度共振：保险、通信、消费电子、游戏

4、风险提示

海外经济恶化，疫苗进展不利

插图目录

图 1：从消费品零售总额累计增速来看，部分可选消费和服务业还远未恢复到疫情前水平.....3
图 2：尽管经济明显反弹，但消费意愿仍处低位.....3
图 3：消费品和中间品价格差逐步拉大.....3
图 4：美国通胀预期同期并未跟随美债和大宗商品市场上行.....4
图 5：国内核心 CPI 仍处于下行当中.....5
图 6：美国核心通胀数据远低于大宗商品的涨势.....5
图 7：基金重仓股股债比显著高于非重仓股（标准化后）.....5

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

钱力，策略研究员，美国杜兰大学金融学硕士，四年策略研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。