日期：2021 年 03 月 02 日

洗尽铅华　中盘为先

分析师：　蔡钧毅
Tel：　021-53686158
E-mail：　caijunyi@shzq.com
SAC 证书编号：　S0870514070001

报告编号：

相关报告：

首次报告日期：2015 年 10 月 16 日

惊心动魄的强势品种回落

节后至今的 9 个交易日，市场展开了一轮较大幅度的调整，创业板指数跌幅领衔各大指数。周二当日，上证 50 指数和中证 100 指数继续跌幅居前。行业方面，强势品种轮番走弱，市场引以为豪的“茅”指数回落近 2 成，此后，上游周期品、化工等加入下跌序列。这波下行对于公募基金来讲，超 500 只基金跌幅逾 15%。而中小市值指数方面，调整初始阶段表现强劲，后半程下跌中，亦被拖累。在调整的原因方面，节后货币回笼、美债收益率的快速提升、港股印花税的调升、A 股自身内因调整和均衡要求等成为市场主要商讨的理由。对于调整的主要和次要因素的分析，可对后市下跌空间有所把握。

我们认为，上述缘由中，A 股自身内因调整和均衡是市场下跌的主要原因，节后货币回笼和美债收益率上行是次因，或者催化剂因素，港股印花税调升原因几乎可以忽略不计。

内因为主，美债为辅

从主要原因看，茅指数长期上行达 2 年以上，涨幅 4.5 倍。平均估值溢价得到充分、甚至是过分的反映，其估值难以避免地面临修正压力，老的“抱团”品种松动年初已有征兆，但其峰值在年前。当时，A 股百元股数量最高时达到 168 只。很多龙头企业估值已非常之高，其实不止是今年，据我们观察，从去年四季度开始，就有不少公募基金开始做小幅减持操作了，只不过在年前和年后间达到了量变到质变的效果。当前旧的“抱团”股正逐渐淡出视野，并将初步找到均衡点，核心品种的自发性调整在一定程度上说明了市场仍在理性范畴之中，而未来需要重视新的“抱团”股的形成和发展，但结合性价比和行业、公司基本面，仍是挖掘新核心资产的重要抓手，即将公布的年报，特别是一季报将是检验和挖掘新老核心资产的重要数据。

从次要因素看，国内货币政策方向，在年后，央行快速回笼货币，但近一周以来，保持总量大致均衡，显然快速转弯不是央行的执行路径。而甚嚣尘上的美债利率的快速上行，是本次欧美市场和中国市场下跌的担忧因素。美国发布 1.9 万亿刺激政策，美联储主席鲍威尔表示，经济状况距离实现就业和通胀目标还有很长一段路，而且可能需要一段时间才能取得实质性进展；重申将保持利率接近零，直到充分就业和通货膨胀上升到 2%，并有望在一段时间内适度超过 2%；美联储不会仅仅为了应对强劲的劳动力市场而收紧货币政策，美联储鲍威尔率先

缓和了近期债券收益率上升引发的通胀担忧。美联储本身离收回任何支持经济的政策还有很长的路要走。

经济数据的假日效应

从经济基本面看，2 月份，中国制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 50.6%、51.4%和 51.6%，比上月回落 0.7、1.0 和 1.2 个百分点，连续 12 个月保持在荣枯线以上，我国经济总体延续扩张态势。今年春节假日落在 2 月中旬，假日因素对本月企业生产经营影响较大，制造业市场活跃度有所下降，景气水平较上月回落。数据特征显示：大型企业在春节因素影响下仍加快回升，对经济支撑作用增强；出口企业生产经营活动预期指数为 60.8%，位于高位景气区间；与居民消费密切相关的零售、餐饮、娱乐等行业商务活动指数均位于扩张区间且高于 1 月份。总体经济基本面仍保持偏强态势。

洗尽铅华，聚焦中盘

总体而言，国内经济对 A 股有基本面支撑，9 个交易日的大幅下跌可谓洗尽铅华，周二 A 股的下跌主要是 50 指数和创业板指数的贡献，但“茅”指数却并未击破上周五的低位。预计大幅下跌之后，空间已经不大，此后 A 股将逐步企稳后走向横向震荡，后续需要等待以盈利超预期为核心动力的新行情还需要时间的酝酿。从风格看，中盘蓝筹在风格层面占优，其一方面秉承了原价值挖掘逻辑的脉络，另一方面基本面相对可靠。建议投资者从中盘股票中择优进行投资。行业方面，中游制造业细分龙头，疫情受创行业的恢复，低估优质的金融、地产资产等均有可能获得机构高位退出资金的青睐和配置。

分析师声明

蔡钧毅

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。