山证策略·3月观点

进可攻周期，退可守金融

山西证券策略团队
分析师：
麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）
梁迪柯 CFA，执业登记编码（S0760518070001）
李杰 CPA.执业登记编码（S0760520090001）

研究助理：
翟子超 FRM

山西证券 SHANXI SECURITIES

策略研究/月度报告

3月策略

- 我们认为，3月A股市场将延续震荡格局，震荡中枢有望在国内货币政策（宏观流动性）维持稳定的前提下，以及两会释放政策利好的背景下得到一定程度的抬升。
- 市场内部结构将进一步地调整，抱团股、价值与成长龙头上涨乏力，美债收益率抬升对其偏高估值形成一定压制；相反低估值、顺周期、中小盘板块也有望进一步发力。
- 但考虑到企业基本面复苏的持续性和支撑力度，中小盘中的大多数题材股相对来说胜率较低，不建议深度参与。我们更推荐关注在全球经济复苏周期下，上涨逻辑坚实且明确的顺周期中上游板块，如有色、化工、机械等行业。
- 另外，大宗商品价格的不断攀升也将持续催化海外通胀预期，全球流动性“收水”的预期会越来越强，我们也提示底仓持续配置低估值、并且相对受益于通胀和加息环境的银行、保险等大金融板块，做好防范，进退两宜。

行业配置：重点关注顺周期（有色、机械、化工）、大金融（银行、保险）

- 顺周期板块：有色、机械、化工
- 估值合理，可对冲通胀和流动性收紧风险，底仓持续配置：大金融（银行、保险）
- 关注后续介入机会，长期优质赛道：医药、新能源、传媒、信创等

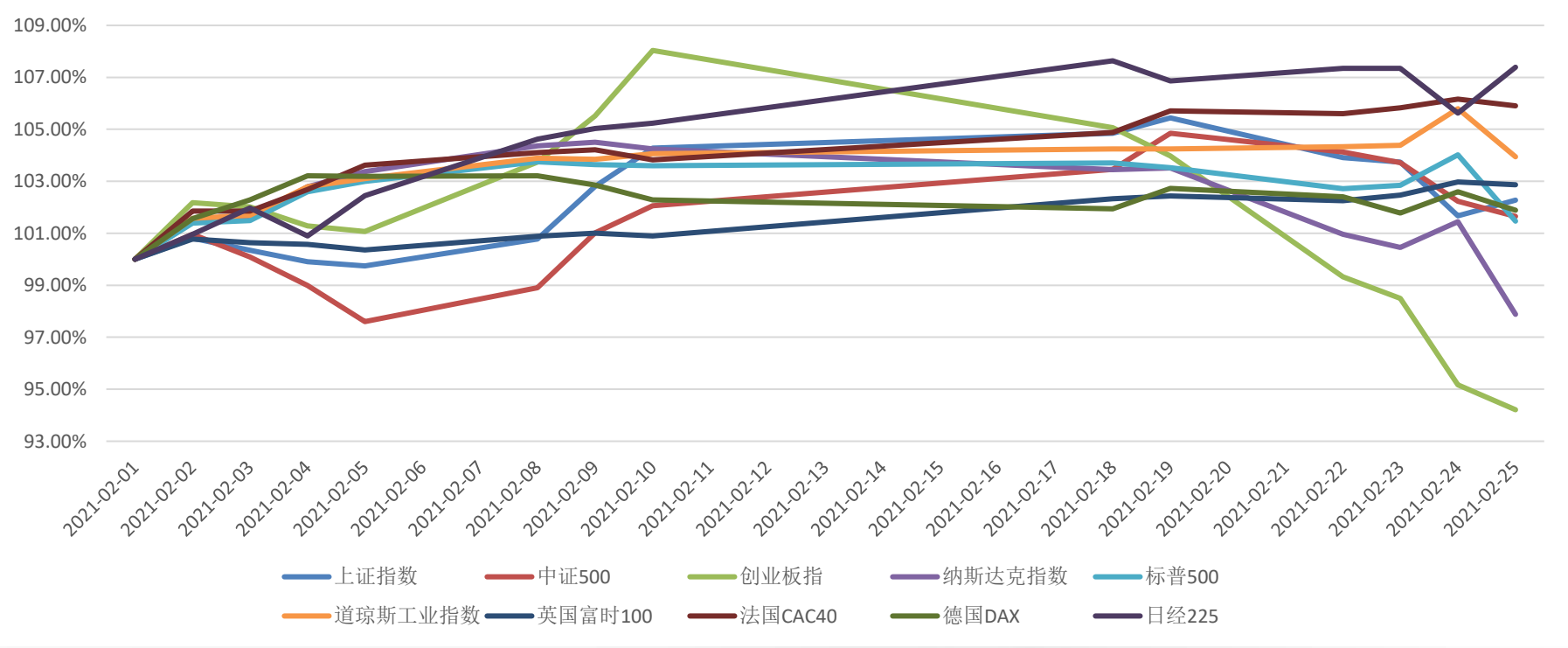
风险提示：疫情再度大规模出现；疫苗接种进度不达预期；经济数据大幅下滑；中美摩擦再度升级；政策力度不达预期，宏观流动性大幅收紧；美债收益率过快抬升

市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议

2月以来，A股表现偏弱，基本保持箱体震荡

- 受国内流动性超预期收紧、港股印花税调整、估值分化加剧、抱团瓦解等多重因素影响，2月A股整体表现偏弱，上证指数、中证500涨幅处于全球中位水平，创业板指跌幅居前。

2以来全球主要指数走势

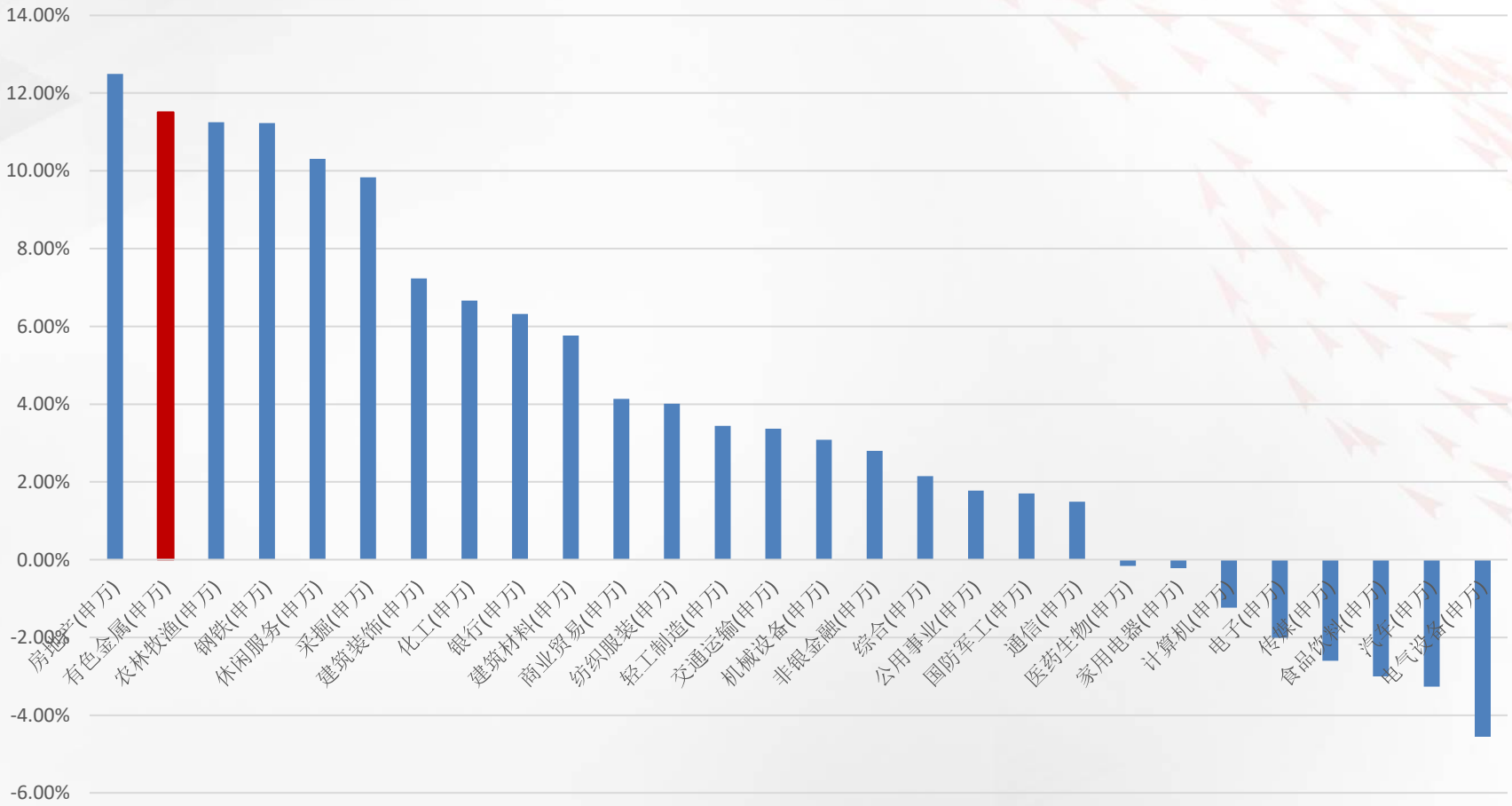


数据来源：山西证券、wind

2月行业表现：顺周期、低估值板块涨幅居前

- 2月以来多数申万行业上涨，其中受全球经济复苏预期和再通胀预期提升的影响，有色金属、钢铁、采掘等顺周期板块，以及前期估值较低的房地产、农林牧渔、建筑装饰等板块表现强势，涨幅居前。

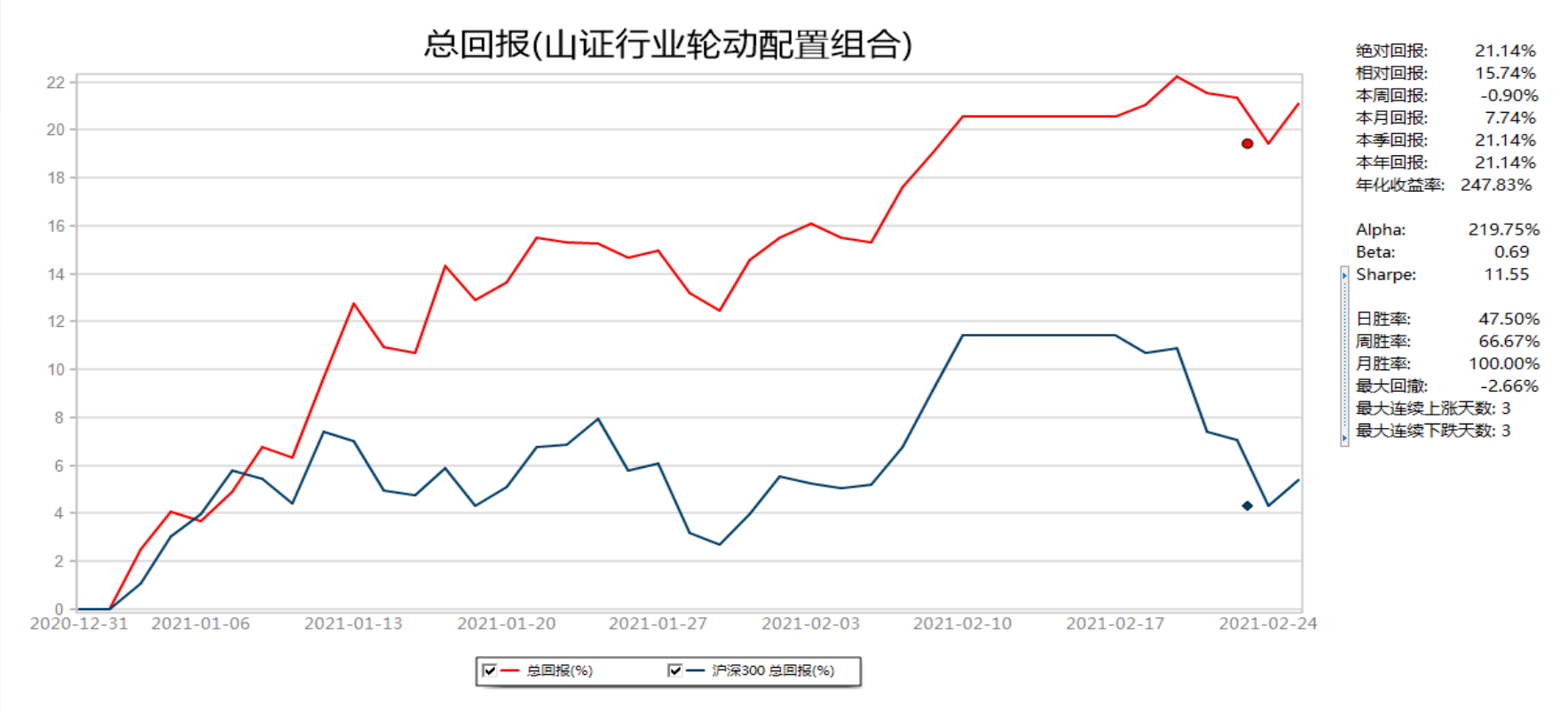
- 上个月我们重点推荐的有色金属行业自2月1日至2月26日涨幅为11.51%。



数据来源：WIND、山西证券研究所

2月策略回顾

- 2月策略中，我们判断市场呈箱体震荡格局，推荐重点配置顺周期逻辑最强的有色，底仓配置估值合理、下行风险较小的大金融、影视板块，对应上月行情来看，该配置策略应当说取到了不错的效果。
- 另外，我们基于行业估值盈利匹配程度及主观判断做周度调仓的行业轮动量化组合收益表现也十分稳健。



数据来源：山西证券、wind

2月组合具体操作回顾

- 截止2月25日，组合月内绝对收益7.09%，相对收益5.07%，整体表现不错。

- 2月第一周仓位整体延续了1月下旬的低仓位操作，主因我们的期限利差指标出现看空信号，结合央行流动性操作与发言，我们对市场整体保持谨慎，因此组合下行幅度显著小于市场。紧接着央行注入流动性，期限利差恢复常态，我们重新将仓位提升至常态。
- 第二周虽然我们将仓位回归70-80%区间的常态，但是未想到市场流动性注入力度之大，因此组合上涨幅度是小于沪深300的。

- 节后，择时指标未出现显著变化，因此我们未对仓位进行主观调整。节后组合表现显著强于基准指数的原因主要来源于对行业轮动的选择。行业上，组合在2月对铝、铜、机械、保险、银行、建材、电子、医药、农业、电新10个行业进行等权重配置，月内未做调整。**我们在年度策略中明确提到看多有色的机会，主要逻辑在于供给不足、经济复苏、库存见底，铜+铝共占据了组合20%+的仓位，这是2月组合显著跑赢指数的主要原因。**
- **机械：**高景气度持续，增长连续两年超预期，通过调研我们了解到我国中低端机械设备对海外进口品的替代效果持续走高，大家普遍发现我国国产中低端机械设备质量与日本、美国持平而价格仅为1/3-1/2。不仅仅是国内替代逻辑，海外出口也在显著增强，机械行业的全球竞争力凸显，因此我们持续对机械设备配置。
- 配置**保险、银行**的主要逻辑在于看好全球复苏通胀走高，名义利率上行，期限利差与信用利差走阔。

- 另外几个行业的配置逻辑：建材：在2月第一周我们发现建材出现了淡季不淡的现象，结合长期PB-ROE点阵图发现建材目前在申万28个行业中性价比是最高的。电子：1.全球芯片短缺。产能不足。2.几个海外内存厂关停。3.节后德州停电继续坚定了对电子板块的配置。医药：考虑到其在沪深300中的比重较大，为与指数匹配而被动配置。农业：2月主要看好猪，通过调研发现当前存栏数据可能有一定高估，猪瘟仍未缓解，年内出栏量预计显著低于预期。电新：新能源汽车销量与硅片涨价。

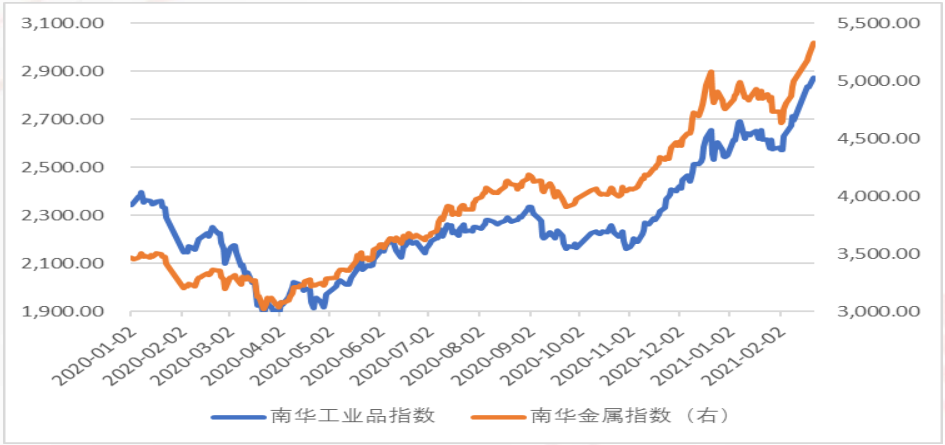
数据来源：山西证券、wind

市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议

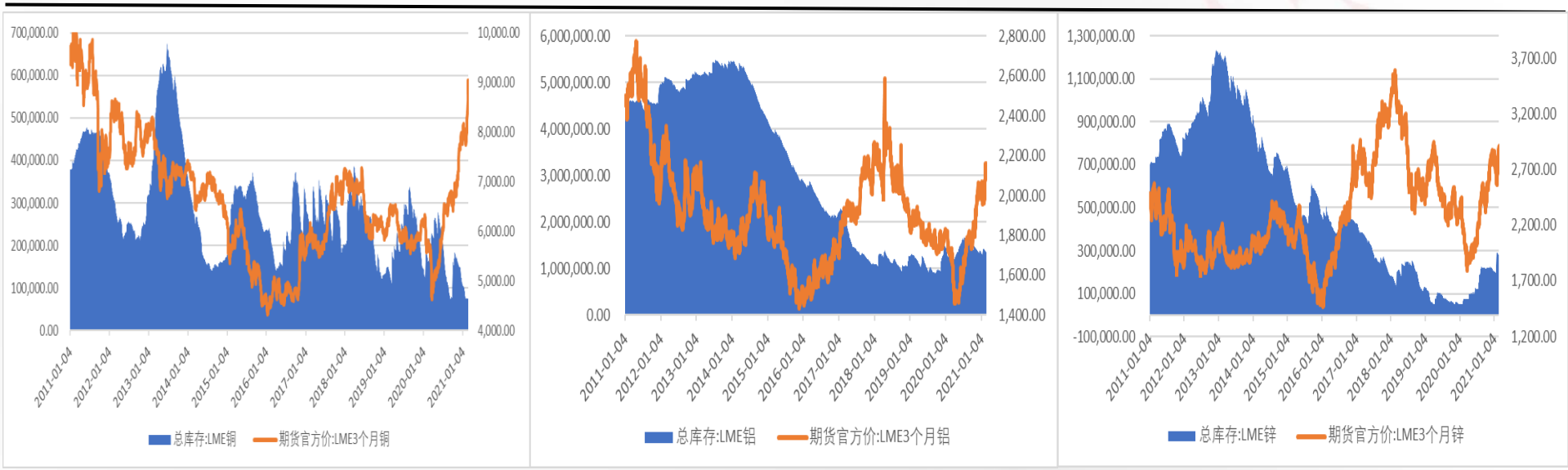
工业品价格走高

- 我们看到，南华工业品价格指数、南华金属指数自2月初以来快速拉升。
- LME铜、铝、锌等基本金属品种价格一路飙升，同期其库存均处于历史低位。

南华工业品价格指数2月以来快速拉升



LME铜、铝、锌价格飙升，库存处于历史低位



数据来源：WIND、山西证券研究所

价格快速走升由供需缺口所致——预期转暖，需求强劲

山西证券 SHANXI SECURITIES

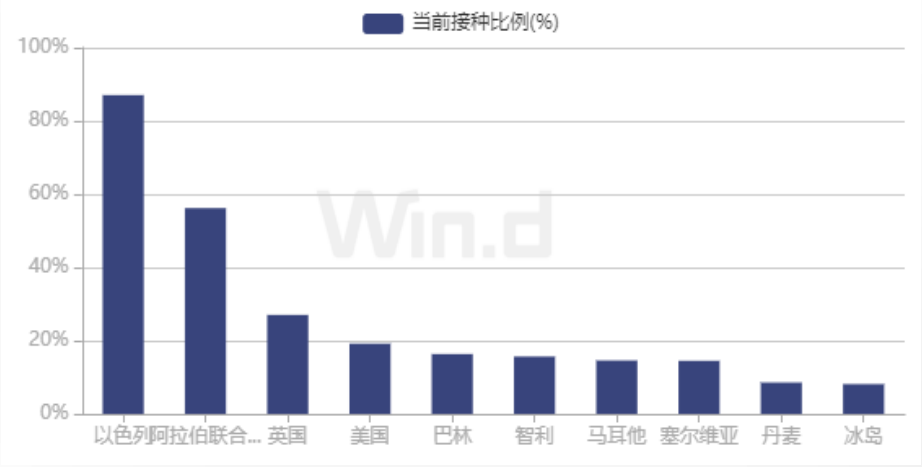
海外：

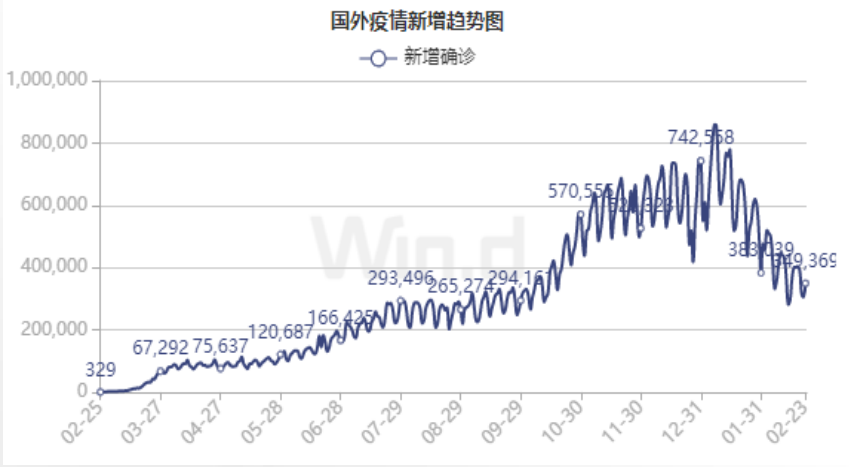
- **疫苗推进超预期，新增确诊病例数显著下降，推升全球经济体复苏和再通胀预期**
- **拜登1.9万亿财政刺激计划即将落地，进一步催化复苏和再通胀预期**

2.22，美众议院预算委员批准了拜登1.9万亿美元的新冠刺激法案，3.14日之前，参议院有望将1.9万亿美元新一轮刺激方案递交给总统拜登签字。而在这一刺激措施尚未通过之际，拜登团队已经开始考虑下一步刺激措施了，其中包括的经济刺激规模可能远超1.9万亿美元的抗疫措施。

- **随着预期转暖，制造业加速修复在望，企业加速备货，催化中上游原材料等补库需求**
- **美联储表态延续宽松，叠加经济复苏与再通胀预期，整体有利于大宗商品的强势表现**

2月23日，美联储主席鲍威尔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%。不认为财政支持或支出的激增会导致高通胀，如果出现不必要的通货膨胀，会准备有应对的手段。欧美股市板块轮动加剧，受益于经济复工的周期股走高，去年疫情爆发后封锁期间高涨的科技股下挫。





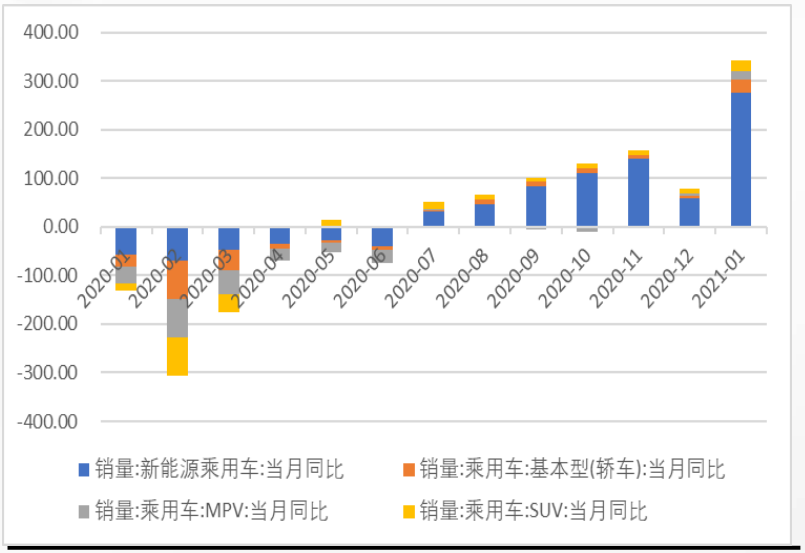
数据来源：WIND、山西证券研究所

国内：

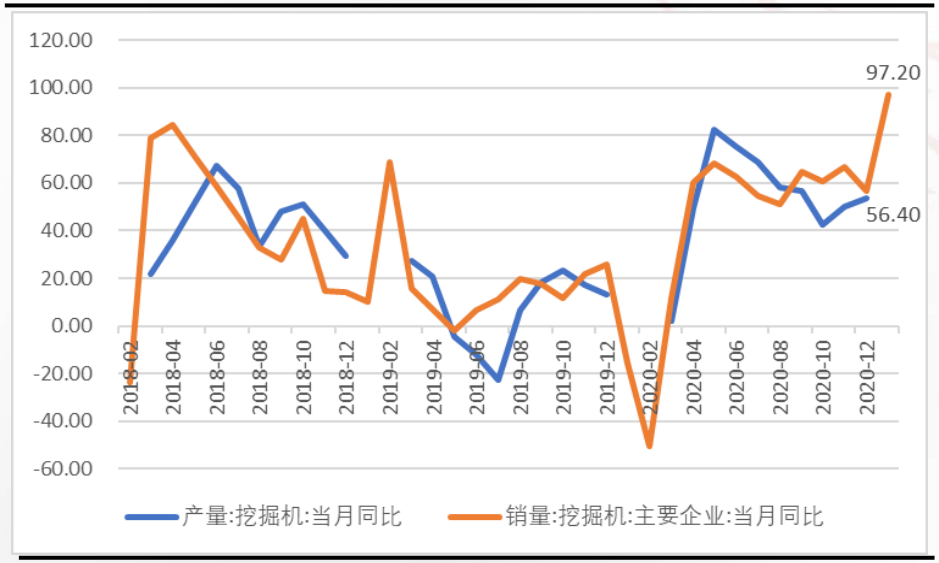
➢ **终端需求有序复苏：消费业，服务业，制造业投资都在有序修复**

2020年我国社会消费品零售总额39.2万亿元，8月以后连续5个月正增长，最终消费占GDP比重达到54.3%。
汽车销量持续高增长：从2月前三周（1-21日）总体销量来看，主要厂商日均零售销量为31387辆，相比2019年同期增长13%。
机械行业产销两旺：CME预估2021年2月挖掘机（含出口）销量2.2万台左右。国内市场预估销量1.8万台，增速160%左右。

汽车销量（尤其新能源汽车）持续增长



挖掘机产销量



数据来源：WIND、山西证券研究所

价格快速走升由供需缺口所致——预期转暖，需求强劲

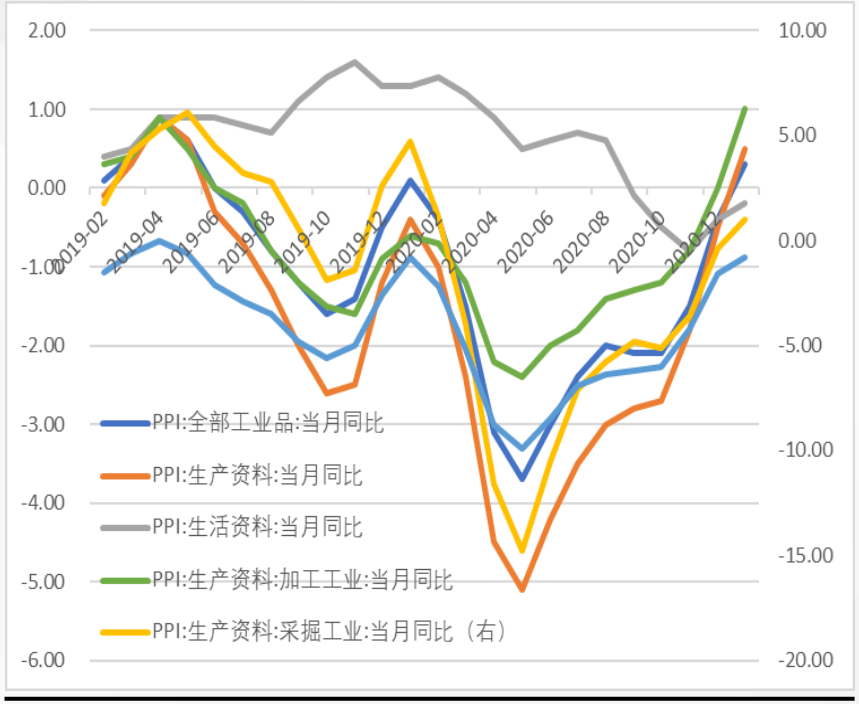
山西证券 SHANXI SECURITIES

国内：

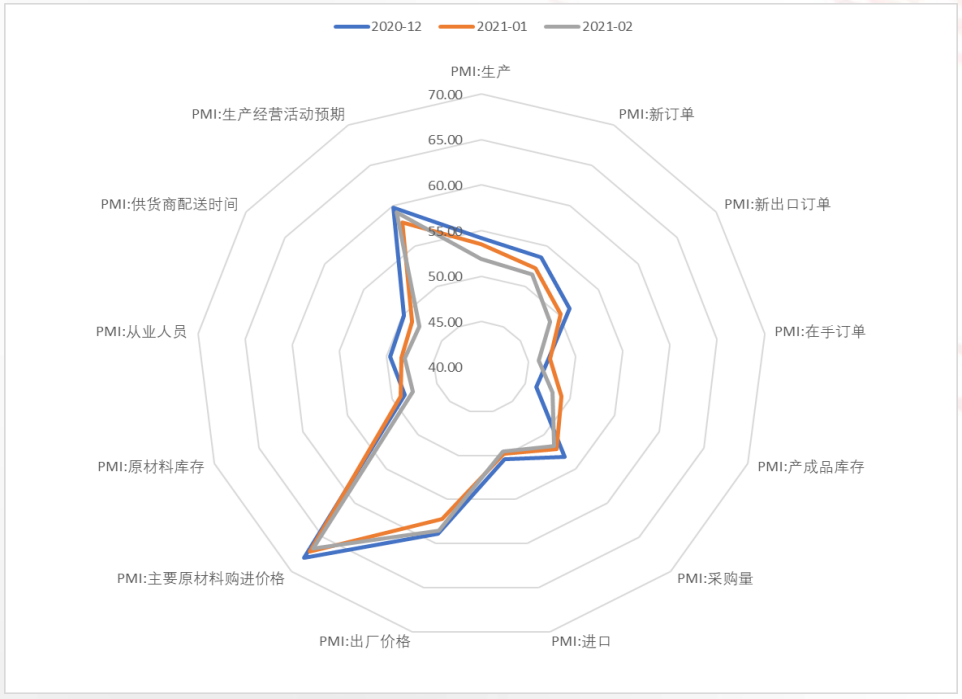
- PPI：PPI尤其是生产资料价格快速抬头反映供需缺口扩大，需求旺盛，但PPI、CPI尚未对国内货币政策形成明显掣肘。
- 当前货币政策仍以稳健基调为主，虽市场普遍存在年内回收流动性预期，但考虑到实体经济、信用债风险、海外货币政策、汇率等多重因素影响，现阶段回收的节奏会相对缓和，不会操之过急。

- **综上，经济上+货币稳的宏观条件组合有利于大宗商品价格，以及顺周期相关行业继续强势上行。**

PPI显示生产资料供不应求



PMI



数据来源：WIND、山西证券研究所

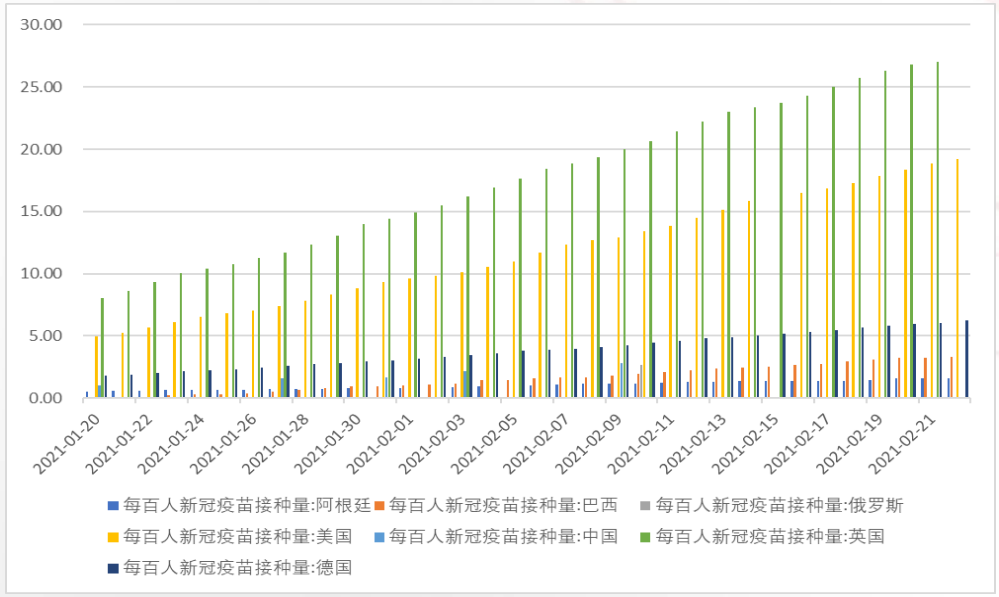
价格快速走升由供需缺口所致——库存低位，供给刚性

- 原材料库存均处于历史相对低位，近期在需求拉动下开始进入补库存周期。
- 主要供给国受自然灾害、疫情、国情影响，短期供给依然受限。
  如墨西哥湾寒潮导致美国主要页岩油产地德克萨斯州页岩油产能大幅下降，全美原油日产量下降约400万桶左右，此外沙特今年1月在现有减产协议的基础上又额外减产100万桶。
- 资源供给国如巴西、阿根廷、俄罗斯疫苗接种进度缓慢，远远落后于资源消费国如英美德等，相应地，供不应求的情况在中短期仍后进一步持续和加剧。

主要金属品种库存



资源国疫苗接种率明显落后于消费国



数据来源：WIND、山西证券研究所

市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议

三大股指估值区间

山西证券 SHANXI SECURITIES

➢ 单从指数历史估值来看，对比近十年数据，目前三大股指估值均处于处于一倍标准差之上。

标准化后的指数PE



数据来源：WIND，山西证券研究所

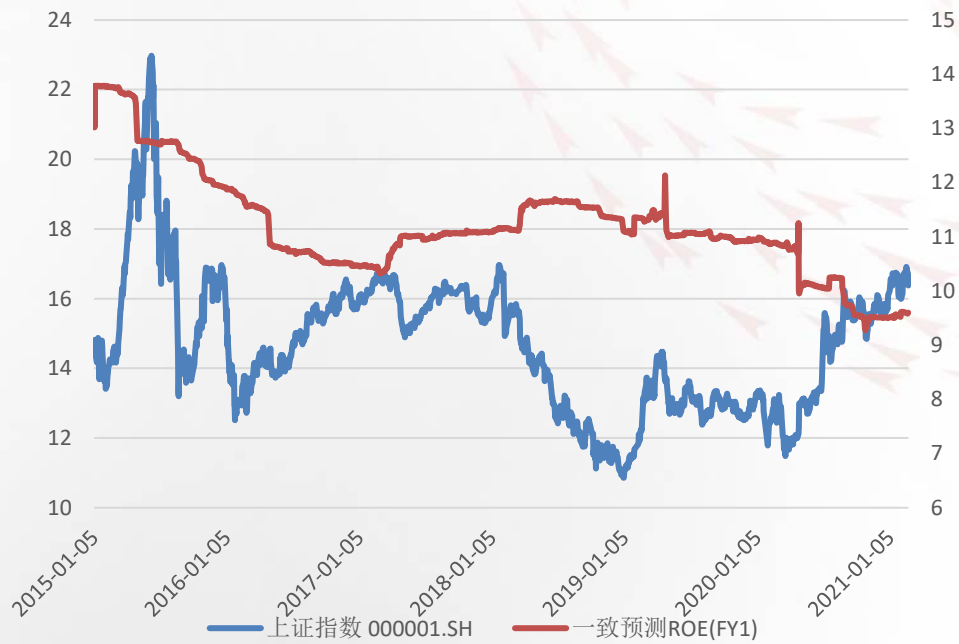
上证指数估值有望维持震荡

- 近一年以来，上证指数PE涨幅超过指数涨幅，反映业绩略低于预期
- 目前沪指预期ROE处于历史低位，结合预期ROE和PE的时间序列来看，目前PE相对预期ROE的位置与2015年高点相近，估值上行空间相对有限。
- 随着经济复苏，企业盈利回暖，未来ROE有进一步回升的预期，在资金相对宽裕的情况下，上证指数估值有望维持震荡，等待业绩逐步兑现。

上证指数：收盘价-PE（TTM）



上证指数：预期ROE-PE

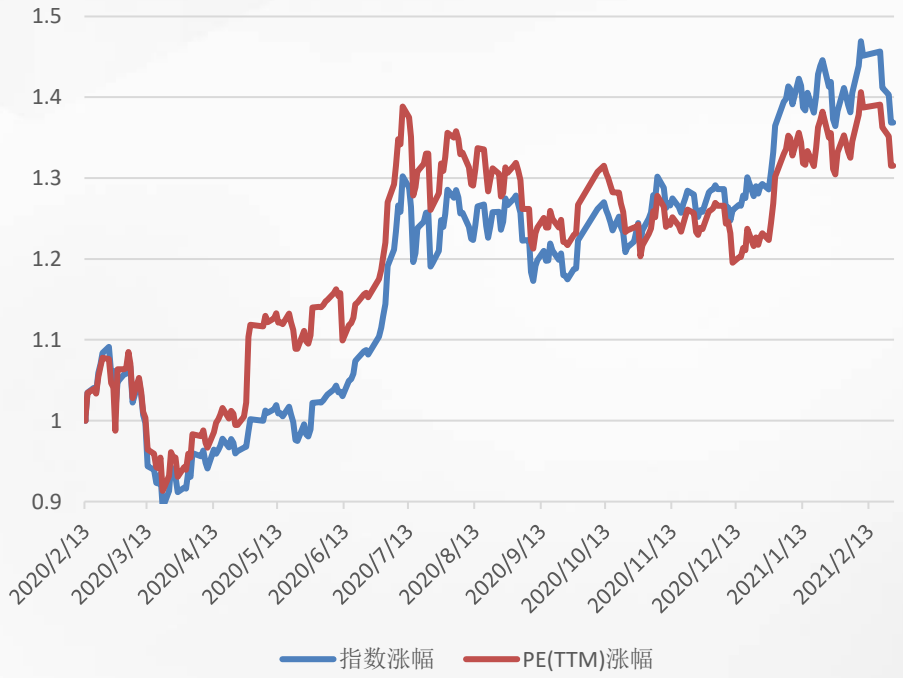


数据来源：WIND，山西证券研究所

深证成指估值处于合理区间

- 近一年以来，深成指指数涨幅小幅超过PE涨幅，反映成分股业绩预期基本兑现
- 目前深成指预期ROE处于历史中位水平，从预期ROE和PE相对位置来看，对比2015年数据，深市目前估值处于合理区间。

深成指数：收盘价-PE（TTM）



深成指数：预期ROE-PE

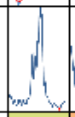
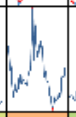
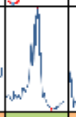
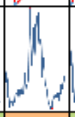
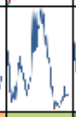
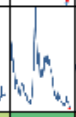
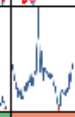
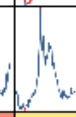
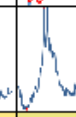
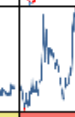
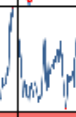


数据来源：WIND，山西证券研究所

A股行业板块估值

山西证券股份有限公司 SHANXI SECURITIES CO., LTD.

A股行业估值表

	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	16.5	34.6	15.8	54.4	15.3	8.6	47.7	31.4	67.2	31.5	27.1	35.5	27.7	25.8	17.7	52.1	178.0	44.7	18.1	26.0	8.8	48.8	66.7	36.4	35.2	7.9	16.4	35.1
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	33.4	28.3	52.8	97.6	60.0	102.3	54.5	178.0	65.8	32.7	37.6	28.4	100.1	143.6	125.7	85.2	10.4	36.1	101.9
历史最低	11.0	13.2	5.8	22.6	10.2	8.1	21.2	13.4	28.6	11.3	10.7	18.6	14.9	13.8	15.6	16.7	24.9	24.1	14.1	12.4	8.0	23.2	29.5	19.5	28.8	4.7	10.9	22.7
过去1年PE																													
过去10年PE范围																													
PE分位数	40.8%	72.5%	29.1%	70.8%	30.8%	0.8%	87.5%	54.1%	47.5%	97%	98.3%	79.1%	31.6%	54.1%	4.1%	97.5%	100.0%	83.3%	15.0%	92.5%	4.1%	51.6%	78.3%	32.5%	15.0%	92.5%	30.8%	37.5%
PB	1.1	2.9	1.1	3.1	2.3	0.9	4.3	2.8	3.3	2.3	4.0	1.8	2.1	1.3	3.9	10.5	8.3	4.7	1.4	1.5	1.2	4.2	4.0	2.5	2.2	0.8	1.8	2.1
历史最高	3.9	4.5	2.4	6.2	4.1	3.6	6.3	5.6	7.9	3.9	4.4	5.2	5.5	4.6	6.3	11.0	8.3	7.4	3.9	3.4	3.4	6.2	14.2	10.6	5.9	1.7	3.8	6.5
历史最低	0.9	1.6	0.7	1.7	1.5	0.8	1.6	1.7	1.9	1.4	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	3.1	2.5	2.6	1.3	1.1	1.1	2.1	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.2
过去1年PB																													
过去10年PB范围																													
PB分位数	11.6%	77.5%	45.0%	55.8%	62.5%	1.6%	90.0%	63.3%	61.6%	60.0%	95.8%	13.3%	43.3%	3.3%	71.6%	98.3%	100.0%	81.6%	6.6%	48.3%	3.3%	85.8%	42.5%	17.5%	24.1%	13.3%	30.0%	22.5%

山证策略

长按识别二维码

公众号：sxzq-yjs

数据截止时间：2020.02.28

数据来源：WIND，山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

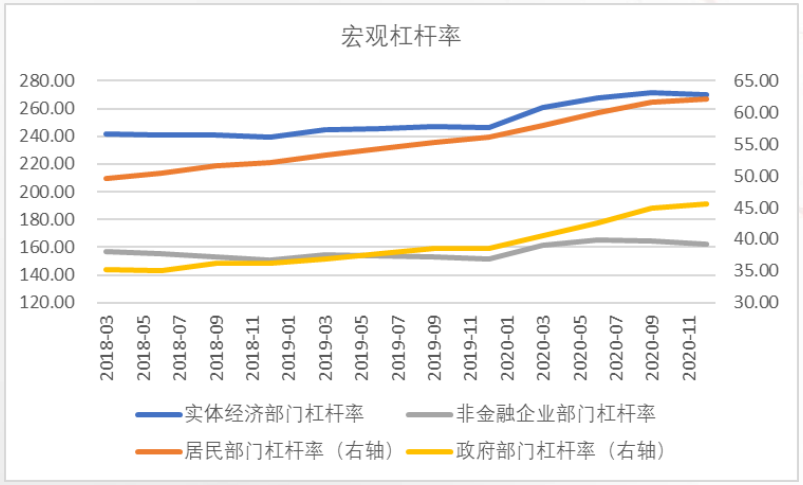
宏观资金面：全年逐步回收流动性，但短期节奏上相对缓和

- 2月适逢春节假期，参考去年央行包括提前9天启动14天逆回购投放跨节流动性、全面降准0.5%个百分点及春节前一周及当周公开市场分别净投放6000亿元和5700亿元三大操作，今年央行投放跨节流动性的时期及力度均低于往年同期，春节前一周及当周公开市场仅净投放960亿元、净回笼500亿元，同时降准预期落空，叠加节后第一周公开市场净回笼3400亿元，明显低于市场预期，引发市场对货币政策超预期收紧的担忧，这也是造成A股2月表现整体偏弱的主要原因之一。

- **今年央行逐步回收流动性是确定的趋势。**目前我国宏观经济复苏态势总体向好：2020年四季度经济已经恢复正增长，从四季度中国货币政策执行报告来看，央行判断目前我国经济内生动能逐步增强，流动性环境逐步回归正常，资金利率和市场利率回归政策利率附近的平衡状态，**经济已进入回归常态化的轨道，意味着我国货币政策将向常态化回归。**同时，1月央行货币政策委员会委员马骏着重强调了监管层对宏观杠杆率、股市及房地产泡沫的关注。目前宏观杠杆率仍呈小幅攀升态势，不良贷款、区域性金融风险等风险隐患仍存在，同时以北上广深为代表的房地产价格明显升高，对货币政策取向也有一定影响。



数据来源：WIND，山西证券研究所



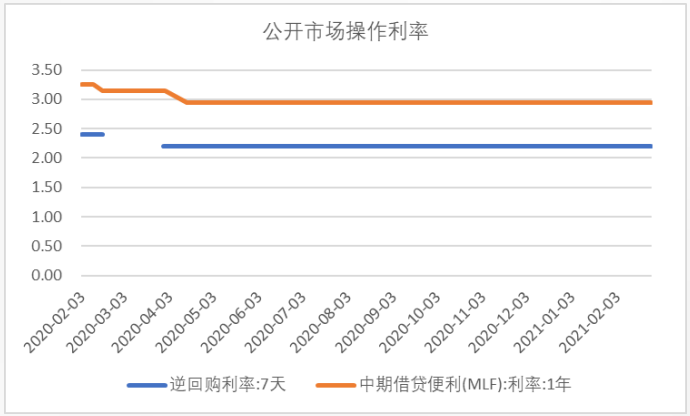
数据来源：WIND，山西证券研究所

宏观资金面：全年逐步回收流动性，但短期节奏上相对缓和

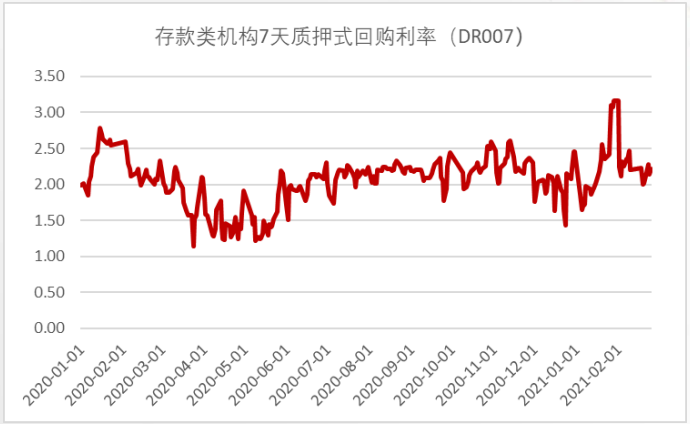
- 然而这并不意味着货币政策会急转弯和贸然收紧，**我们判断3月货币政策将以稳为主。**
- 首先，2月央行发布2020四季度货币政策执行报告，强调“稳字当头”，货币政策要“合理适度”，强调“把好货币供应总闸门”，延续了中央经济工作会议“不急转弯”的基调。央行此前也通过转载金融时报强调“当前，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标”，判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要看央行公开市场7天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解；在观察市场利率时，重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平及在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值。**公开市场逆回购利率、MLF等利率仍持平，DR007 1月均值仍在去年8月-11月波动区间内，央行保持等量续作MLF，因此“稳字当头”的主基调未发生变化。**

- 其次，目前经济尚且不具备大幅收紧的经济基础。一是受境外输入影响，国内疫情仍旧零星散发。二是2020年企业因受疫情影响发行的短久期债券使得今年成为信用债到期高峰，到期规模大幅增长且主要集中在上半年，因此需要提供较好的融资环境降低企业债务风险。

- **因此我们认为虽然年内逐步回收流动性为确定趋势，但央行在当前不确定性较高的宏观环境下仍有望通过多种手段维持稳定的资金面。**



数据来源：WIND，山西证券研究所

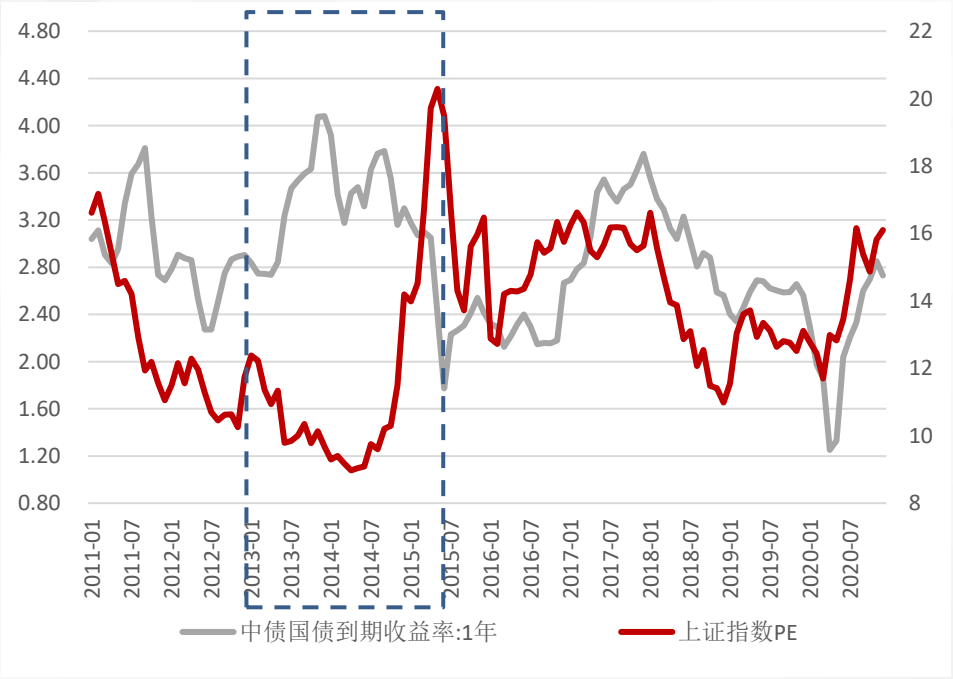


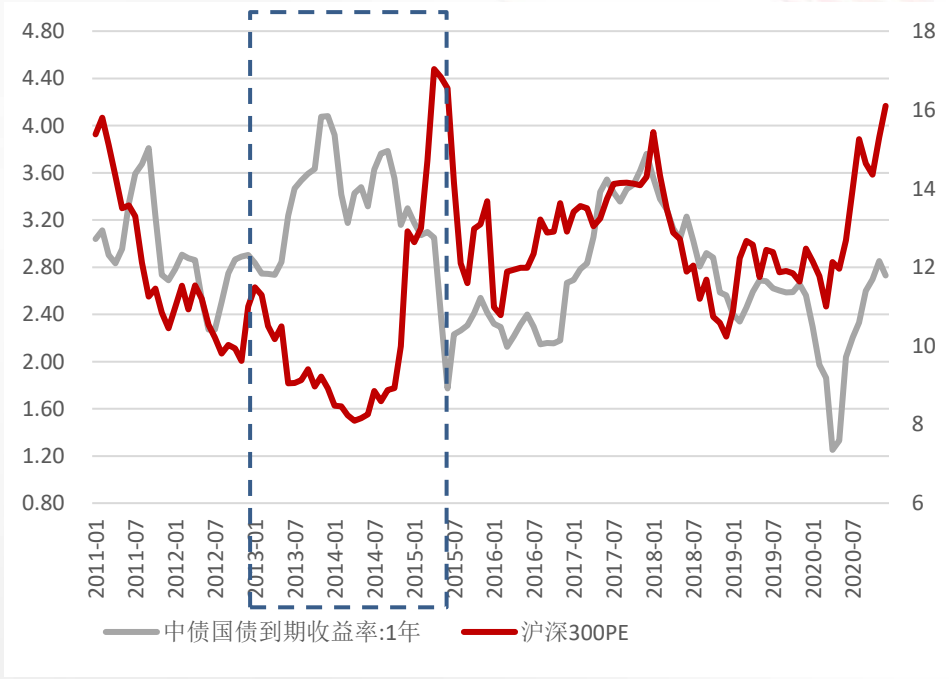
数据来源：WIND，山西证券研究所

近年来宏观流动性和A股整体估值相关性趋弱

- 从近十年的历史数据来看，短端利率在2012.1-2015.6之间和A股指数PE呈负相关关系，近三年呈正相关关系。单从历史经验回溯来看，短端利率并不会对指数整体表现有显著影响。

指数估值和一年期国债收益率



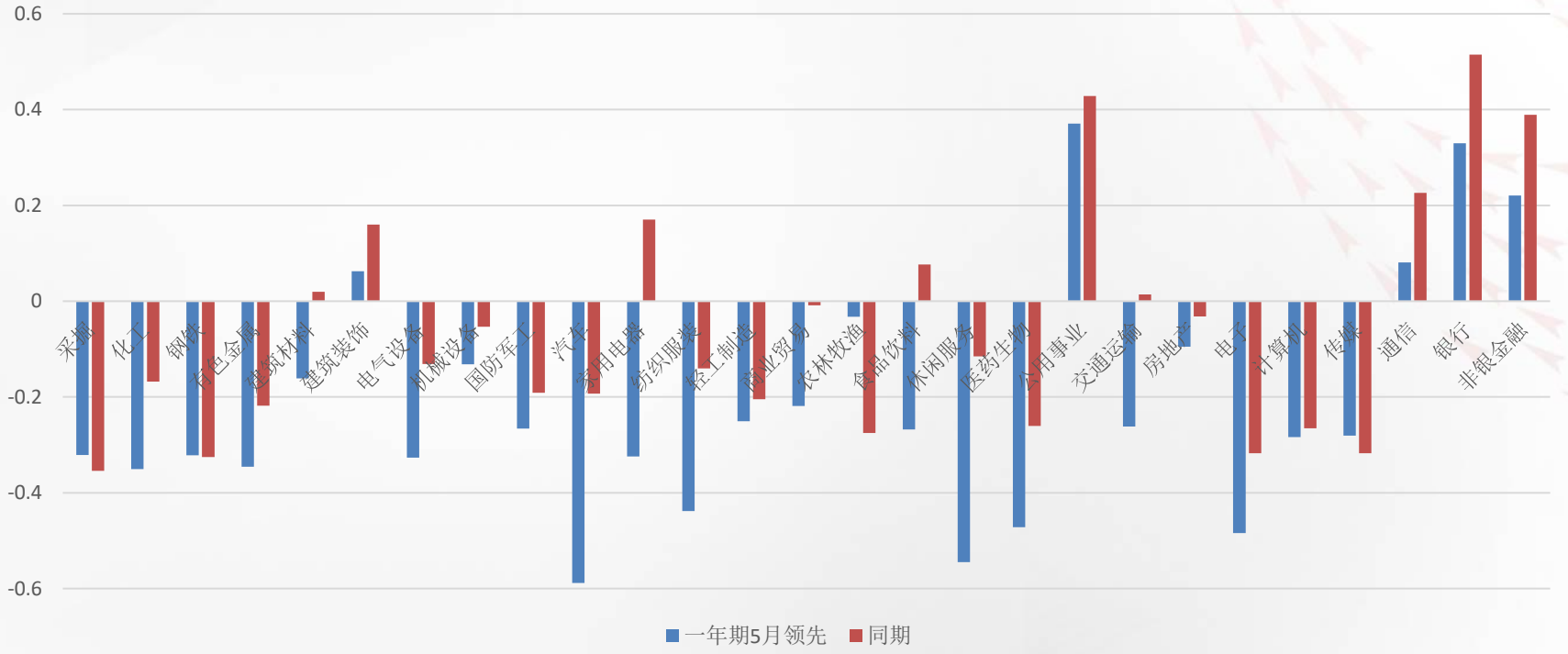


数据来源：Wind、山西证券研究所

利率抬升期间，公共事业和金融板块有望受益

- 从数据分析得知，一年期国债利率和5个月后信用利差的相关性达到峰值。
- 一年期国债收益率领先信用利差5个月，而信用利差直接影响企业杠杆率、企业未来盈利预期，根据数据进一步观察分析，我们发现一年期国债收益率对不同行业公司的估值影响不一，如下图所示，**汽车、家电、医药、电子行业受短端利率上行的负面影响较大；而公共事业和银行板块则明显受益。**

一年期国债和行业PE相关系数

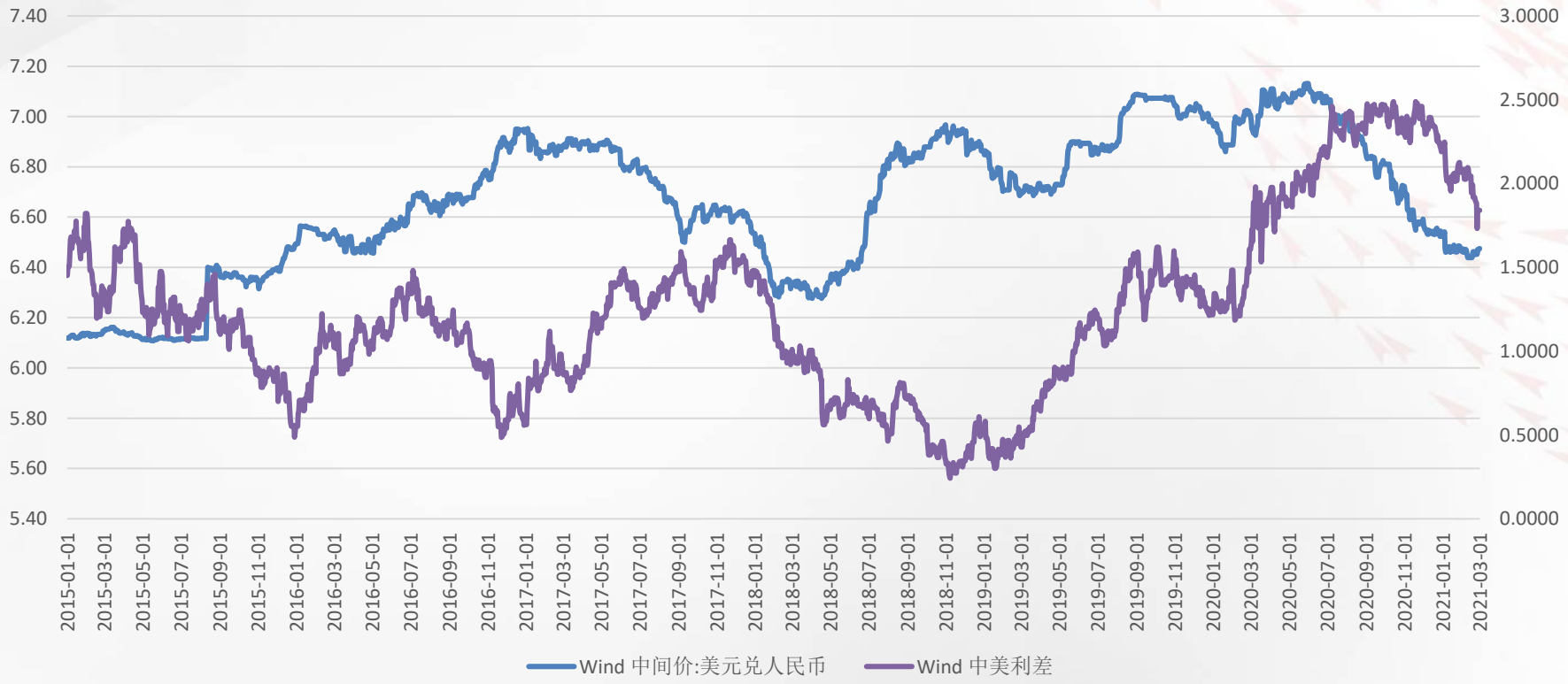


数据来源：Wind、山西证券研究所

资金：人民兑美元升值短期或将放缓，外资流入减速

- 从图中可以看到，自去年12月开始，中美利差有所下降，近年来中美国债利差对于汇率有较强的先行特性，因此短期来看美元有望走出弱势。去年下半年，人民币兑美元持续升值一定程度上加大了国内资本市场对外资的吸引，该效果短期内或将有所下降。

汇率和利差

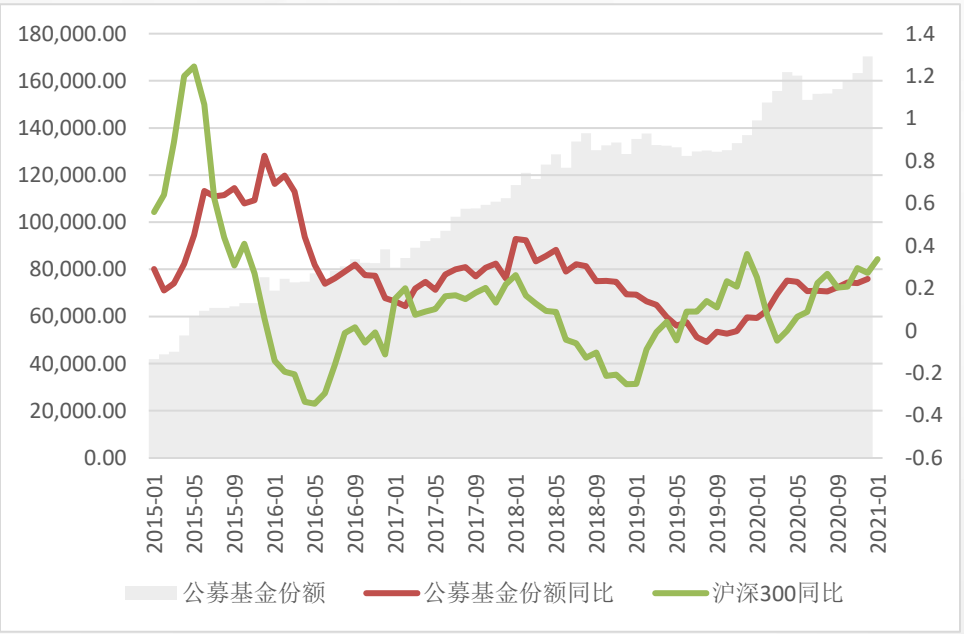


数据来源：WIND、山西证券研究所

资金：公募基金购买热情高涨

- 从历史来看，沪深300同比涨幅是基金份额同比的先行指标，先行约1-3个月左右，当指数攀升后，赚钱效应吸引基民涌入，公募基金份额继续增加，为市场持续提供增量资金，形成正向循环。
- 2月新发基金及募集份额环比显著下滑，受市场赚钱效应趋弱、春节因素、基金限购等多重因素影响。
- 但中长期看，A股投资价值凸显，机构专业投资能力也越来越得到认可，居民资产通过公募基金等渠道入市仍是大势所趋，公募基金份额仍将持续增长，是市场重要的增量资金来源。

公募基金份额同比



沪深300点位和基金份额



数据来源：Wind、山西证券研究所

市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议

3月大势研判观点：震荡中分化，两手配置，进退两宜

- **我们认为，3月A股市场将延续震荡格局，震荡中枢有望在国内货币政策（宏观流动性）维持稳定的前提下，以及两会释放政策利好的背景下得到一定程度的抬升。**

- 市场内部结构将进一步地调整，抱团股、价值与成长龙头上涨乏力，美债收益率抬升对其偏高估值形成持续压制；相反低估值、顺周期、中小盘板块也有望进一步发力。

- **但考虑到企业基本面复苏的持续性和支撑力度，中小盘中的大多数题材股相对来说胜率较低，不建议深度参与。我们更推荐关注在全球经济复苏周期下，上涨逻辑坚实且明确的顺周期中上游板块，如有色、化工、机械等行业。**

- **另外，大宗商品价格的不断攀升也将持续催化海外通胀预期，全球流动性“收水”的预期会越来越强，美联储也有一定可能提早做出应对，一旦“收水”预期达成一致，或从预期变为现实，都将对全球金融市场产生剧烈冲击。所以我们也提示投资者底仓持续配置低估值、并且相对受益于通胀和加息环境的银行、保险等大金融板块，做好防范，进退两宜。**

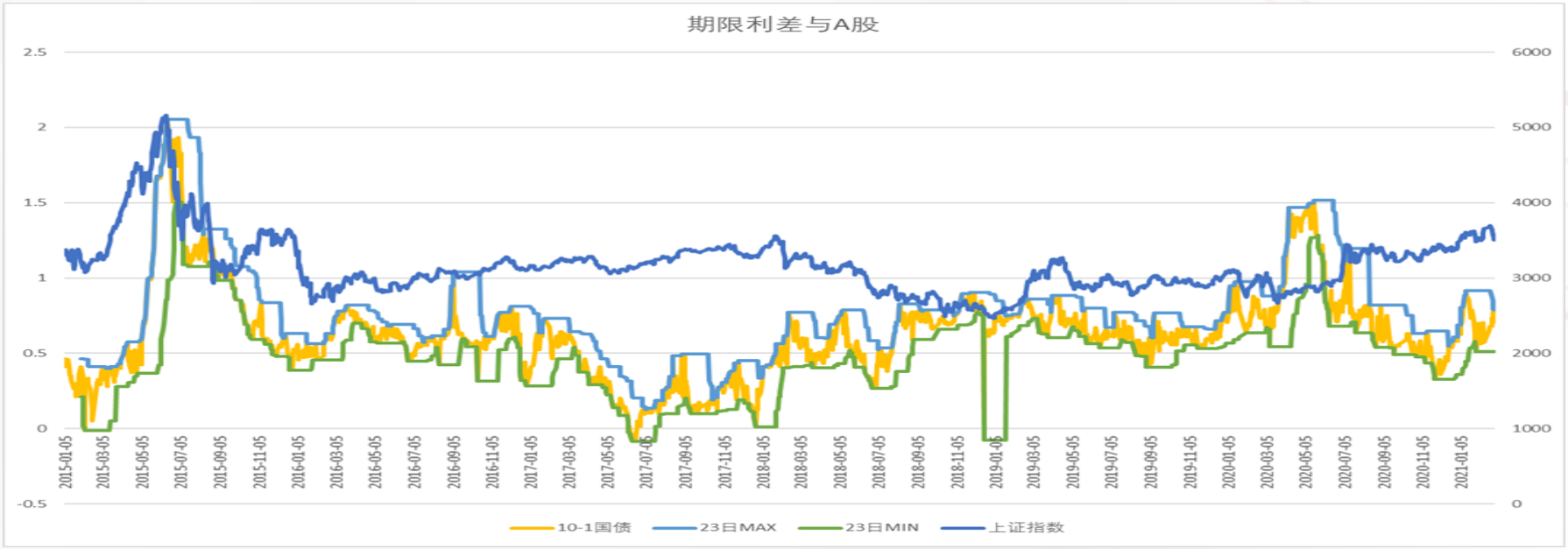
数据来源：Wind、山西证券研究所

3月大势研判观点

- **我们从期限利差与A股的历史关系回测来看，通常期限利差创新低会对市场形成显著的压制，而期限利差创新高会对市场形成显著的刺激。**

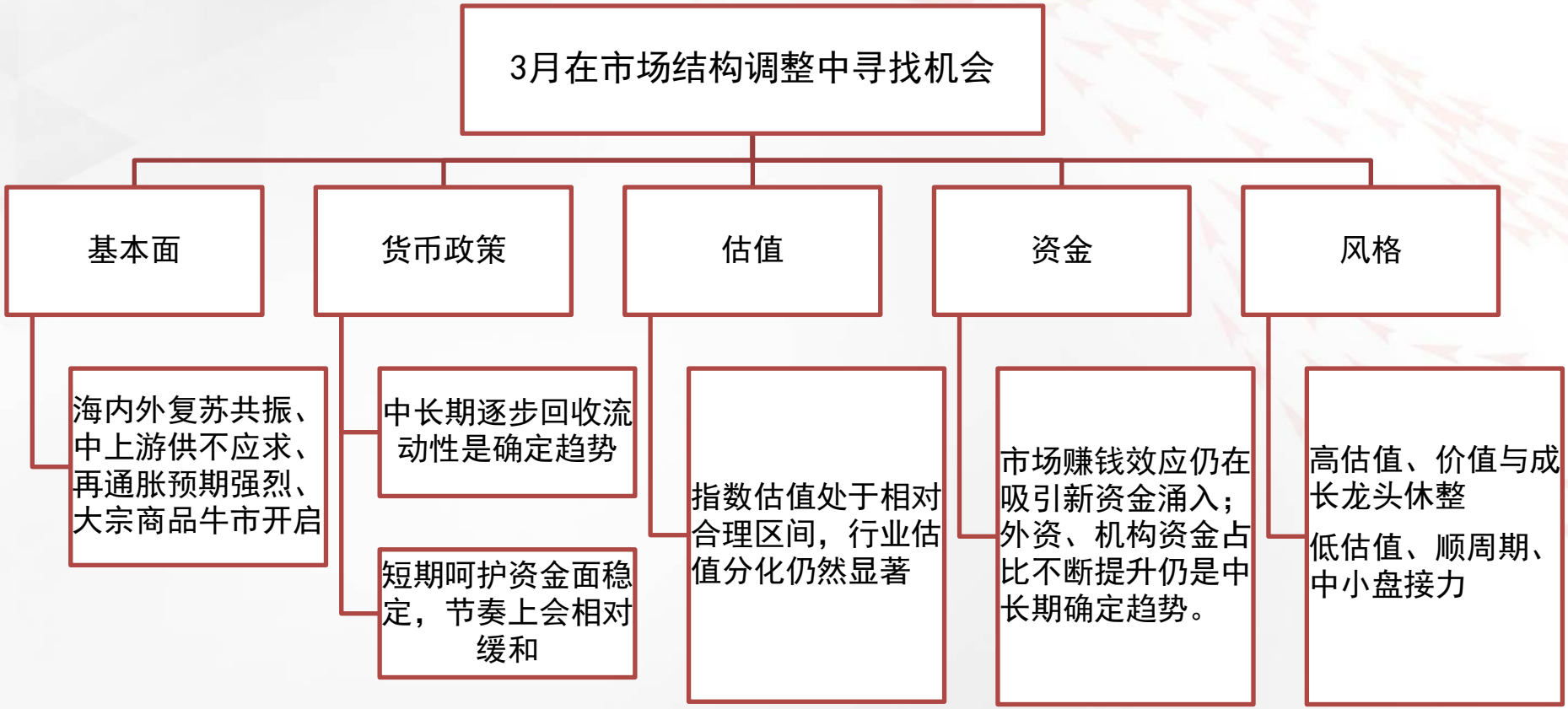
  （如图所示，只在轨道上下沿会给出明确信号，中间区域不作考虑）

- **前期短端流动性紧张问题得到较大程度的缓解，期限利差重回靠近上轨区域，有利于短期市场表现，不过流动性和基本面单独一方均尚不足以拉动明显的单边行情，市场整体仍将保持区间震荡，重点关注结构性机会。**

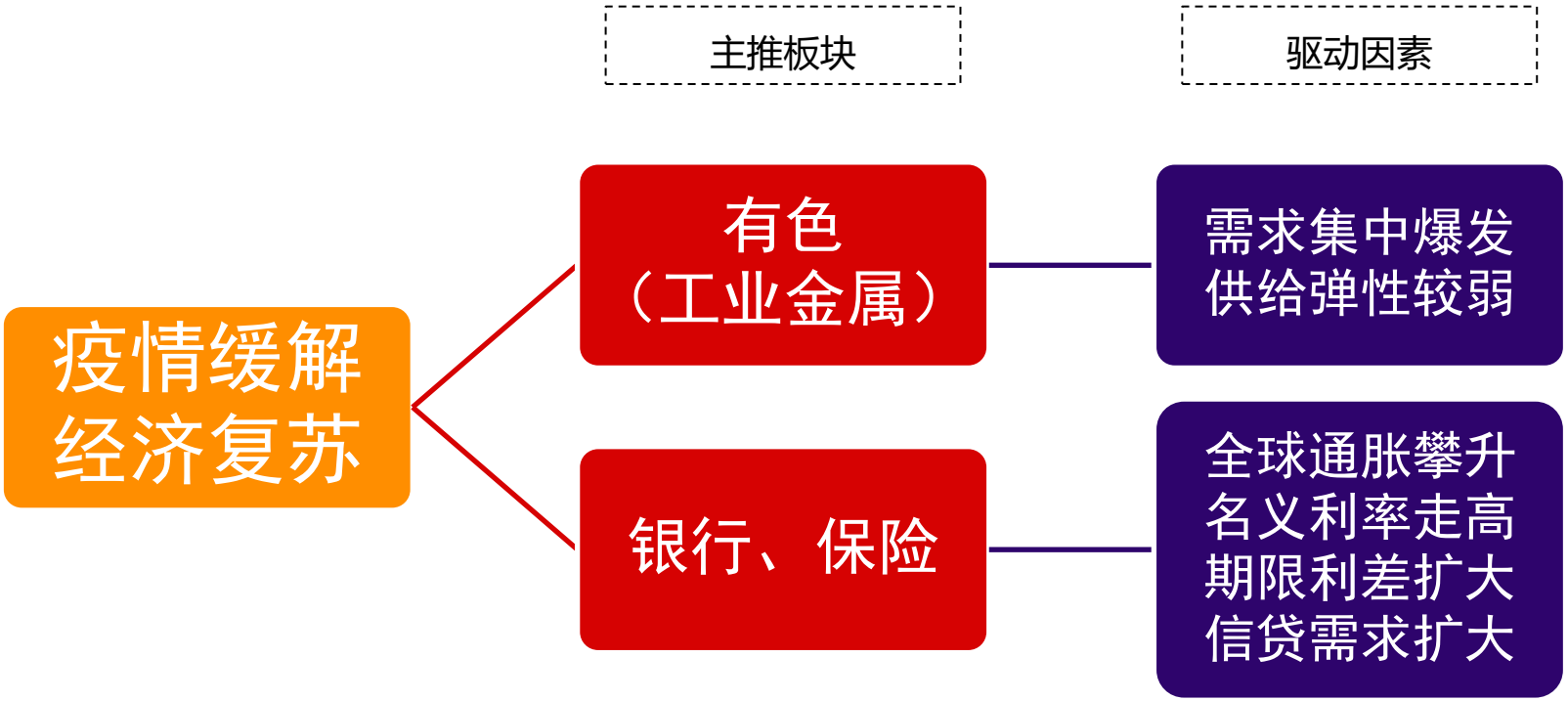


数据来源：Wind、山西证券研究所

3月大势研判观点


3月在市场结构调整中寻找机会
基本面
海内外复苏共振、中上游供不应求、再通胀预期强烈、大宗商品牛市开启
货币政策
中长期逐步回收流动性是确定趋势
短期呵护资金面稳定，节奏上会相对缓和
估值
指数估值处于相对合理区间，行业估值分化仍然显著
资金
市场赚钱效应仍在吸引新资金涌入；外资、机构资金占比不断提升仍是中长期确定趋势。
风格
高估值、价值与成长龙头休整
低估值、顺周期、中小盘接力

市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议

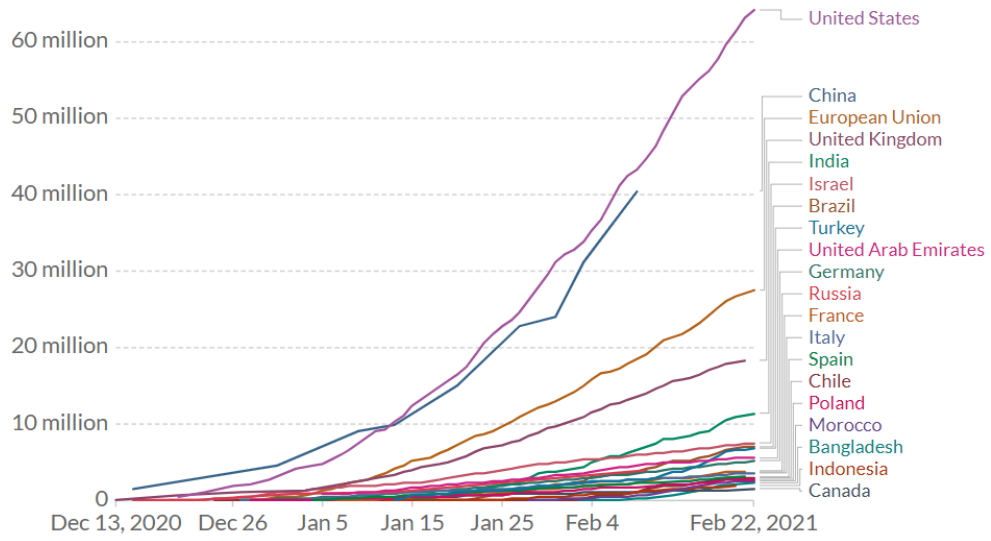

主推板块
驱动因素
疫情缓解
经济复苏
有色
（工业金属）
银行、保险
需求集中爆发
供给弹性较弱
全球通胀攀升
名义利率走高
期限利差扩大
信贷需求扩大

- 疫情全面转好，经济复苏动力较强。
- 美联储宽松政策持续，美元指数低位震荡，短期对有色品种压力较小。
- 供需缺口出现，有色下游主要需求国疫苗接种情况良好，病例显著减小，而上游供给国疫苗供给匮乏。
- 三大交易所库存维持历史低位，短期有色品面临严重供需失衡。

全球疫苗接种顺利，每日新增确诊人数明显下降

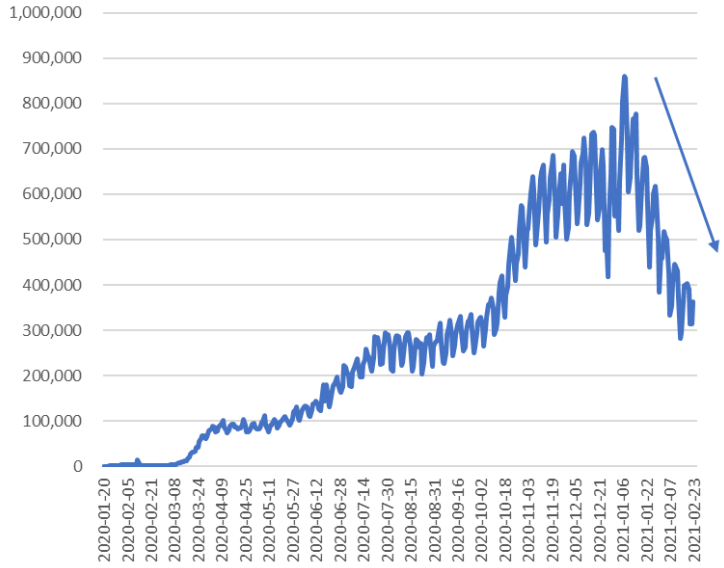
- 2021年全球疫苗接种顺利，截至2月22日，全球共92个国家和地区启动疫苗接种计划，累计共接种2.05亿剂疫苗，其中美国、中国、欧盟、英国、印度为全球接种人次最多的五大国家（地区），分别接种6418万、4052万（2月9日数据）、2710万、1835万、1109万剂疫苗。
- 持续疫苗接种下，全球单周新增确诊病例数与单周新增死亡病例数较前几周均有所下降。此前较为严重的美国、西班牙、英国每日新增确诊人数每周均有20%以上的降幅。
- 疫情增速持续放缓势头下，全球各国宣布放宽其封锁措施。

全球:新冠疫苗总接种剂数



数据来源：WHO、山西证券研究所

全球:新冠肺炎确诊病例:当日新增



数据来源：Wind、山西证券研究所

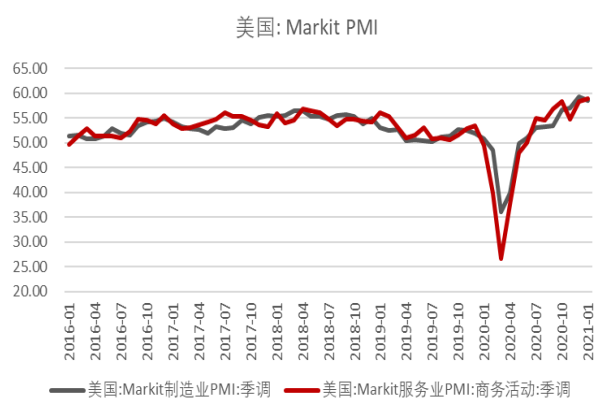
经济复苏预期加强，对工业金属需求增长

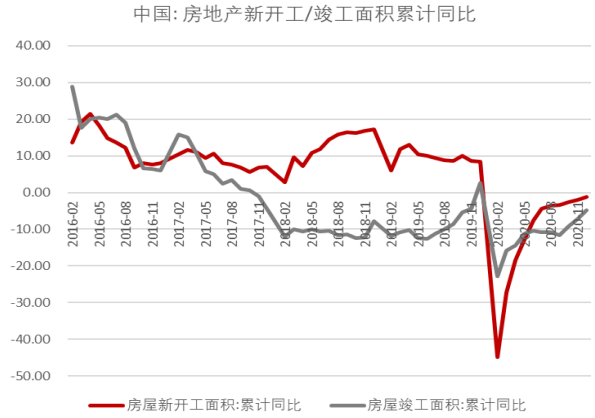
- 美国2月5日初步通过1.9万亿美元经济刺激法案，2月26日众议院将进行表决，3月15日或开始实行。

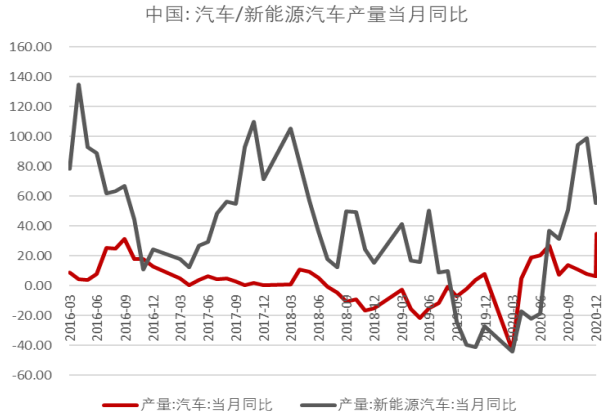
- 各国近日公布的经济数据皆好于预测值，为全球带来更强的经济复苏预期：
  - 美国2月Markit制造业PMI初值58.5，符合预期，虽然较上月的59.2有所下降但仍处于较高水平，制造业修复加快；服务业PMI初值58.9，高于预期值57.6及上月的58.3。
  - 欧元区2月制造业PMI初值57.7，明显高于预期值54.3及上月的54.8；但受躲过持续封锁应想，服务业PMI初值44.7略低于预期值45.9及上月的45.4。综合PMI初值48.1，高于上月47.8，欧洲经济整体趋于改善。

- 全球经济复苏预期助长工业金属需求。

- 国内终端需求延续回暖态势：房地产方面，12月房地产各项数据跌幅进一步收窄，新开工面积累计同比跌幅收窄0.8%至-1.2%，竣工面积累计同比跌幅收窄2.4%至-4.9%。电力设备行业，12月电网投资、电力投资同比增速分别为-6.2%，+29.2%。家电行业，12月空调、冰箱、洗衣机产量同比增速分别为-2.9%，+8.1%，-5.1%。汽车行业，1月汽车产、销量同比分别增长 35.11%和 29.5%。新能源汽车 1 月销量 17.9 万辆，增长 238.5%。







数据来源：Wind、山西证券研究所

工业金属供给刚性，新兴国家疫苗接种影响供需紧平衡

- **铜供给预计将持续受到扰动难以快速提升。**2020 年受疫情影响，主要产铜国产量均一定程度下降。铜矿山方面，根据国际铜研究小组（ICSG）2020 年 10 月数据显示， 2020 年全球铜矿山产量 2022.3 万吨，同比下降 1.5%。 但 2021 年疫情结束后铜矿产量恢复，预期 2021 年全年产量将达到 2115.1 万吨，同比增加4.6%。精炼铜方面，ICSG 预测 2021 年精炼铜供给量达到 2481.5 万吨、需求量达到 2474.5 万吨，全球供需状况由 202 年的短缺 5.2 万吨转为过剩 7 万吨。但值得注意的是过剩的 7 万吨不到供给量的 1%，同时铜供给量受天气、罢工、意外事件等因素影响存在极大的不确定性，因此供需预期将维持在紧平衡状态。

- **政策施压铝供给，产量增幅难追上需求回暖速度。**十八大以来国家对电解铝行业进行了宏观调控，在《关于印发清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案的通知》、《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》等政策的影响下，电解铝总产能“天花板”形成，铝新增产能极其有限，因此供给量将继续保持低增速。根据 SMM 预计，2021 年我国电解铝产量将增长 218万吨，增幅 5.9%，而电解铝消费增速将为 6%，因此供需将同样保持在紧平衡状态。

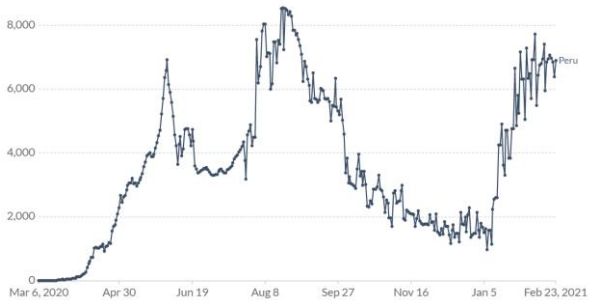
- **同时，新兴国家疫苗接种缓慢一定程度上也将影响工业金属供给。**作为世界第二大产铜国的秘鲁目前每百人仅0.62人接种疫苗，总接种疫苗数仅20万剂，然而国内疫情仍十分严重，每日新增确诊迅速飙升。为应对这一状况，2月秘鲁第四次延长卫生紧急状态至9月，疫情管控封锁下产能受限，因此预期2021年矿产铜产量将继续受到一定影响。 2020 年秘鲁铜产量大幅下降 12.5%至 215 万吨。

ICSG2021年预测（单位：万吨）

	铜矿山产量			精炼铜产量			精炼铜需求量		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
产量/需求量	2052.8	2022.3	2115.1	2404.5	2443.4	2481.5	2442.8	2448.6	2474.5
同比增速	-0.2%	-1.5%	4.6%	-0.1%	1.6%	1.6%	-0.2%	0.2%	1.1%

数据来源：ICSG、山西证券研究所

秘鲁:新冠肺炎确诊数量:当日新增

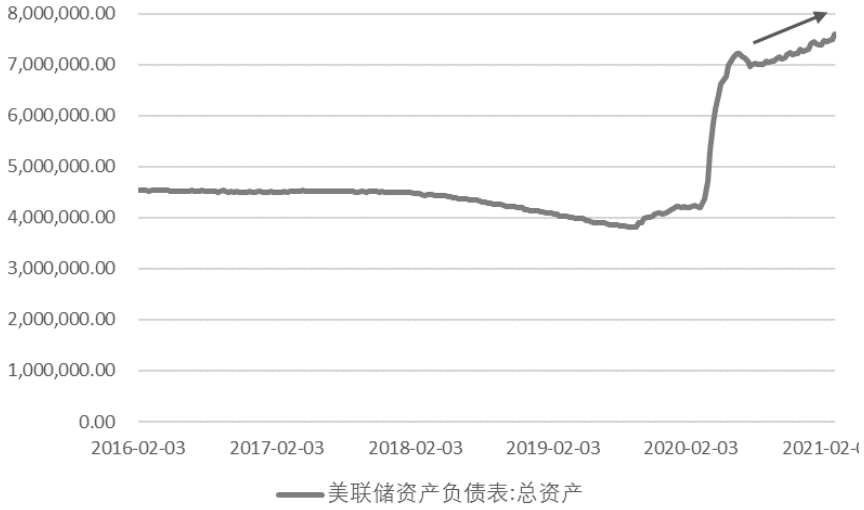


数据来源：WHO、山西证券研究所

全球央行维持超宽松货币政策，通胀预期加强

- 美国：对于近期市场对美联储货币政策边际收紧的担忧，美联储1月议息会议表示将继续维持联邦基金利率区间0%-0.25%水平不变，每月购买1200亿美元资产规模力度也将继续执行，“直到充分就业和物价稳定”。
- 对于市场开始关注的超宽松货币政策引发不必要的通胀压力问题，美联储表示目前“通货膨胀仍然温和，经济前景仍然高度不确定，美国经济距离我们的就业和通胀目标还有很长的路要走，可能还需要一段时间才能取得进一步实质性进展。”，暗示美联储中期内将坚持当前这一超宽松货币政策。同时，财政政策方面，美国2月5日初步通过1.9万亿美元经济刺激法案，2月26日众议院将进行表决，3月15日或开始实行。在这一背景下，美国国债收益率持续上升，10年期美债收益率从年初的0.9%左右上升至1.37%，市场对于通胀预期让在持续升温。

- 欧洲：欧洲央行会议纪要同样表示“充足的货币政策仍然至关重要”，也在向市场释放政策持续宽松的信号。



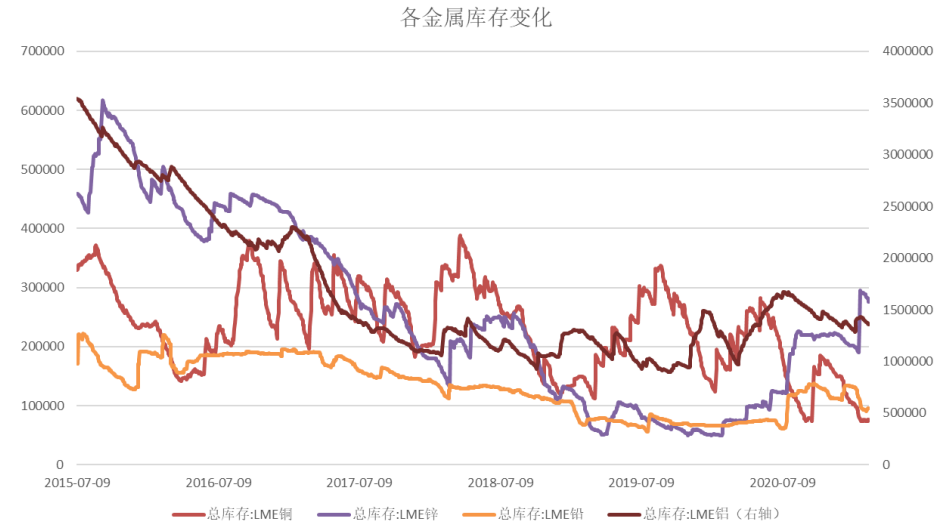
数据来源：Wind、山西证券研究所



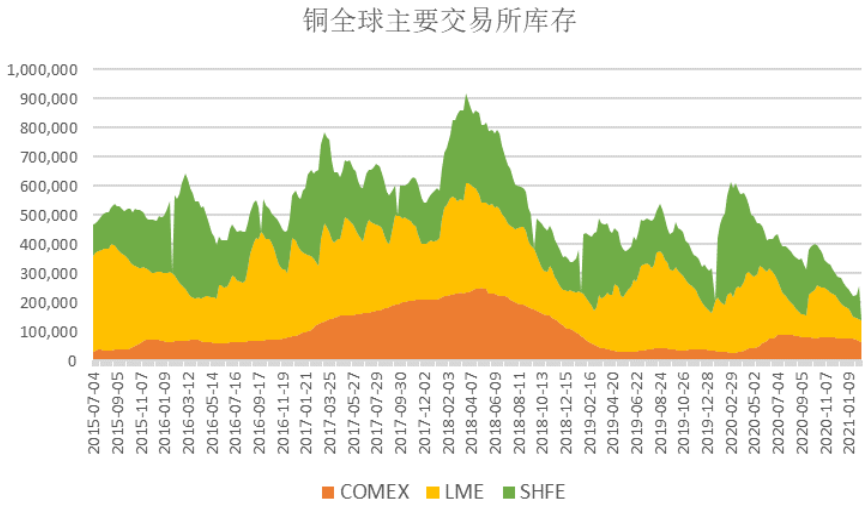
数据来源：Wind、山西证券研究所

主动补库存周期开启，价格跟随需求上升

- 2020 年工业金属库存下滑明显，当前铜、铝等工业金属库存都属于历史低位，处于被动去库存阶段和主动补库存阶段的交界区域。
- 在被动去库存阶段，供给保持稳定的同时需求开始复苏，价格触底反弹；而主动补库存阶段，供给跟随快速上升的需求一起上升，价格讲继续上涨。当前铜、铝的库存及价格走势都印证了我们这一判断。
- 伴随 2021 年经济复苏需求回暖，将开启补库存周期，为有色金属价格提供必要的支撑。



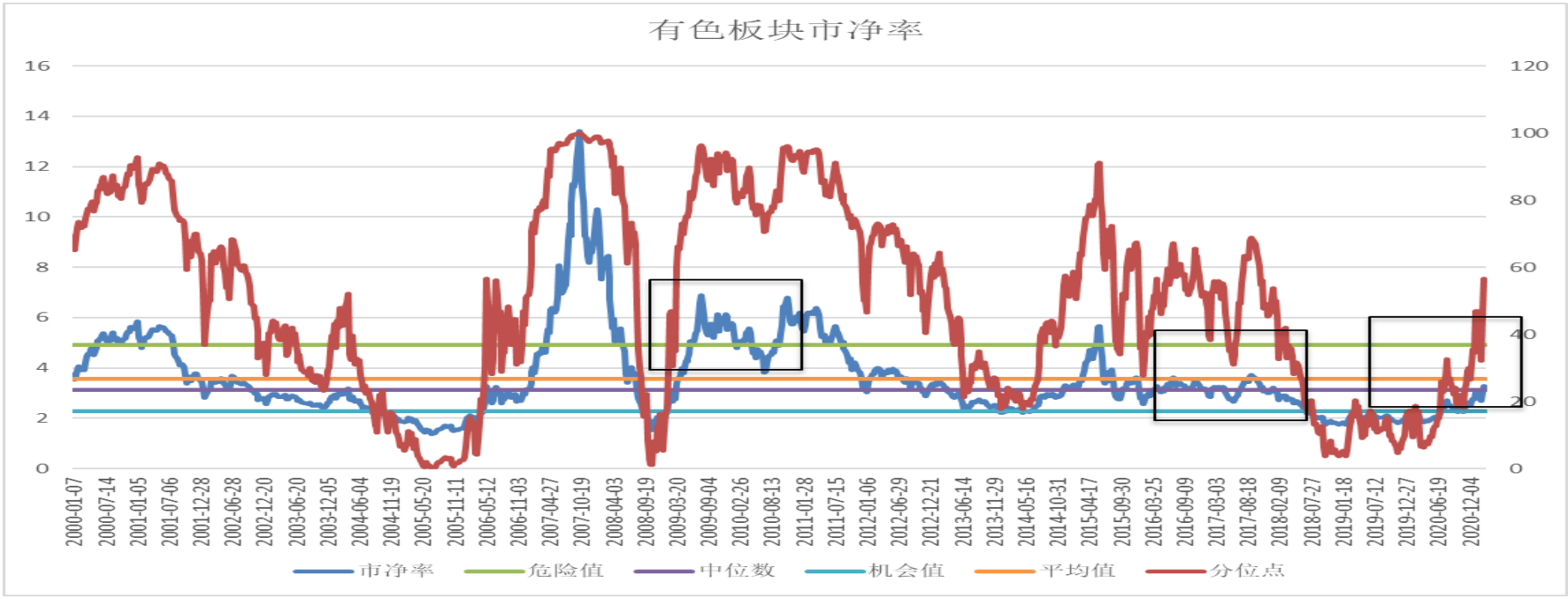
数据来源：Wind、山西证券研究所



数据来源：Wind、山西证券研究所

有色强周期开启，估值仍未充分反映周期的价值

- 从历史估值比较的角度来看，当前估值并未充分反映有色周期的价值。
- 当前估值较2017年供给侧改革时3.5-3.7倍PB相比仍有10%以上空间，2017年铜价在6600美元水平，铝价在2100美元水平。
- 与2009年大基建周期5.5倍PB相比更是有70%以上空间，2009年铜价达到7700美元水平，铝价达2500美元水平。
- 当前铜价已经突破9600美元水平，铝价也来到2200美元水平，当前有色板块估值并未充分反映有色品钟价格涨幅。



数据来源：Wind、山西证券研究所

- 通胀预期再起，美国国债利率快速上行，TIPS位于低位。
- 大宗商品全面走高，进一步推升全球通胀预期，加速资金对类可变利率品的需求。
- 美联储短期未调整货币政策，通胀向上阻力不在，助推名义利率快速抬升。
- 美联储政策调整时间可能提前，预计年内可能大幅降低购债力度，加息可能提前至2022年，大金融有备无患。
- 从历史上来看，美国通胀走高以及中国PPI升高3%对A股、美股的打压是比较明显的，其间大金融防御性凸显。
- 原理上来看，在通胀走高的背景下长短利差有望快速扩大，银行、保险的盈利能力有望显著提高。
- 虽然全球货币政策调整仍待时日，但已经需要考虑在行业配置上的均衡对冲了。

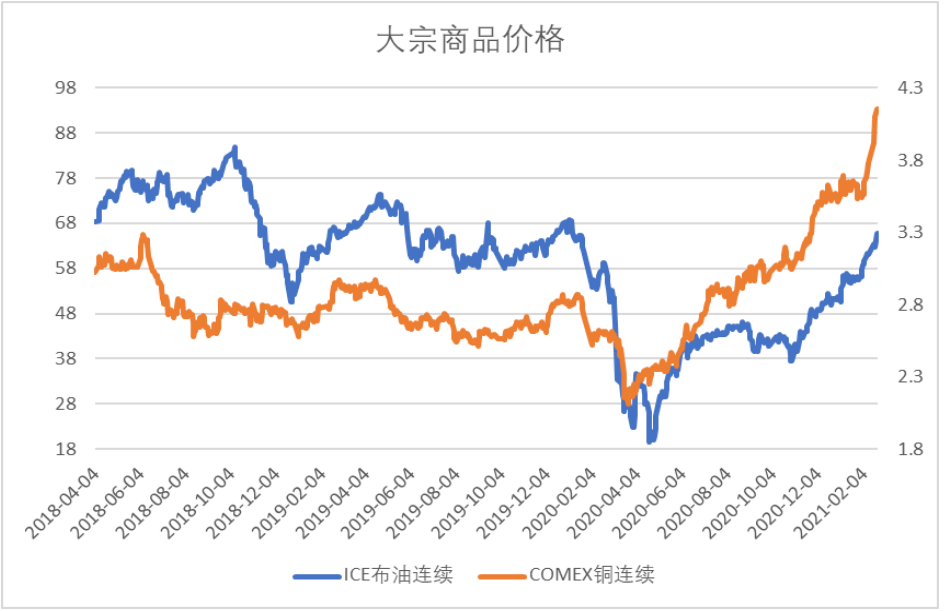
美国通胀预期快速走高

- 2020年二季度开始，美债收益率与TIPS实际收益率开始背离，截止2021年2月底，这一现象进一步加深，利差接近2006年以来峰值，通胀预期显著转强，美国CPI预期在2.2%左右水平并仍在迅速上升。

- 同时，我们也可以看到在供给受限、需求快速反弹的当下，大宗商品如原油、有色等都快速上行。大宗商品逻辑基本已经较为确定，向上动力仍然很强，因此我们认为通胀预期仍将进一步走高。



数据来源：Wind、山西证券研究所



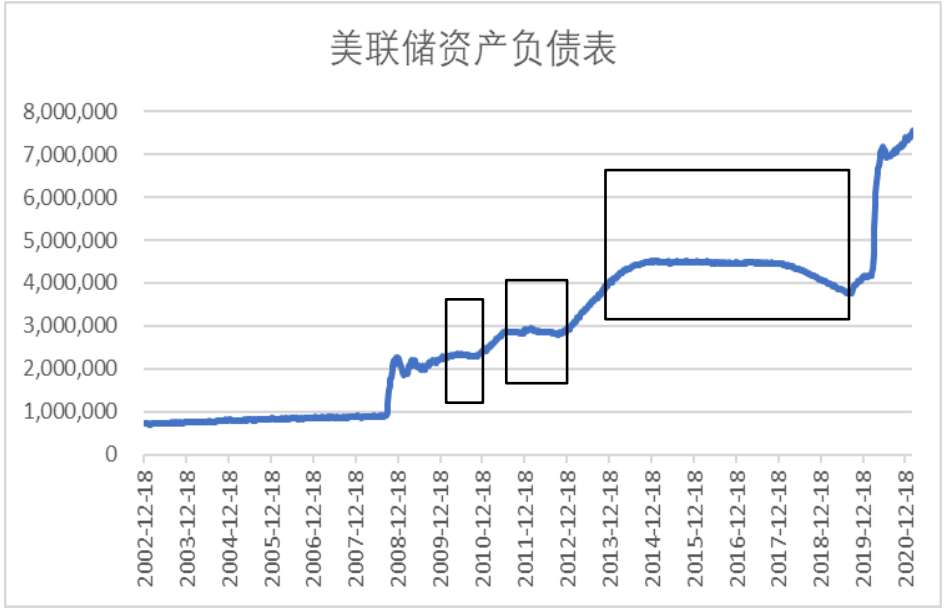
数据来源：Wind、山西证券研究所

通胀预期影响美联储政策

- 从历史数据来看，在通胀预期显著升高的情况下美联储货币政策都偏向鹰派，虽然并不是每次都会提升基准利率，但是停止扩表、缩表等操作方式也屡见不鲜。
- 我们判断，美联储货币政策调整时间节点可能提前，预计年内可能大幅降低购债力度，加息缩表从原预期2023年中提前至2022年。



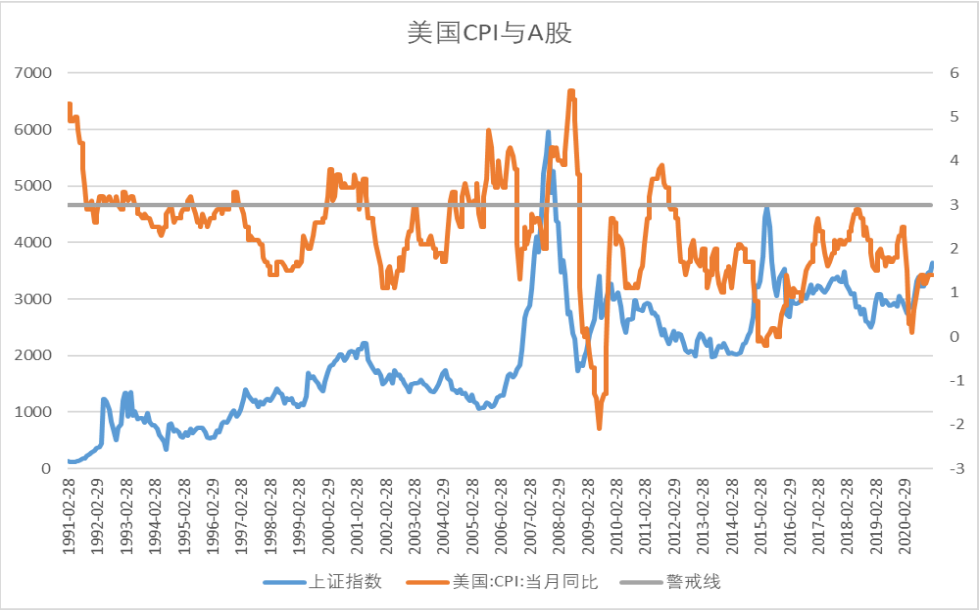
数据来源：Wind、山西证券研究所



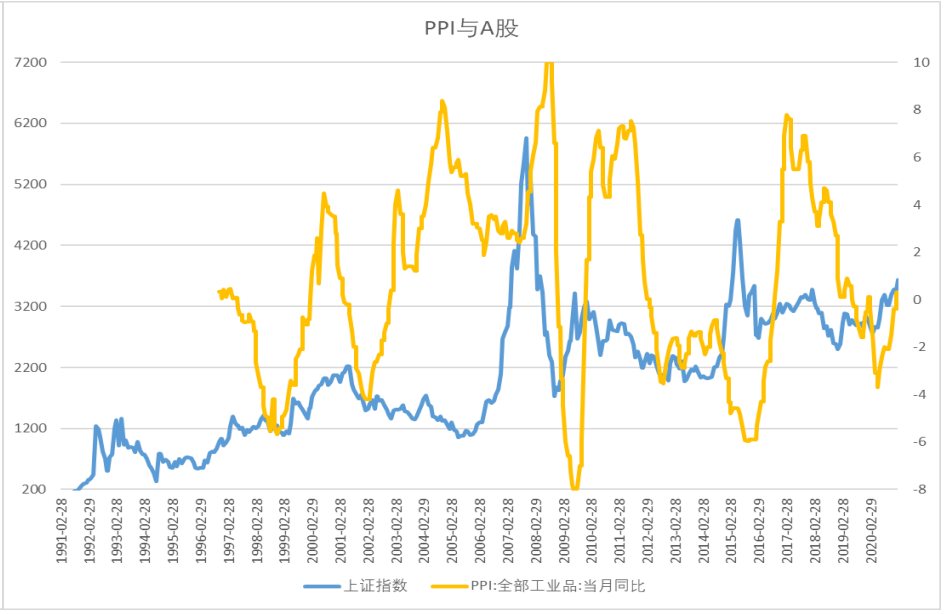
数据来源：Wind、山西证券研究所

美国CPI以及我国PPI对A股影响较为明显

- 从历史数据来看，美国通胀数据对A股影响较为明显，从历史来看，在美国CPI数据高于3%区间或通胀快速上涨期，往往会对A股产生较强的压力。
- 与美国CPI相似的是我国PPI快速上升也会对A股形成较强的压制。
- 从原理来看，在美国CPI走高的背景下全球流动性收缩预期走强，市场会经历杀估值效应。此外，考虑到全球经济增速长期放缓的趋势，PPI上行难被下游消化，大部分行业成本上行业绩承压。



数据来源：Wind、山西证券研究所



数据来源：Wind、山西证券研究所

通胀后时代，稳健型品种占据主导地位

- 从过去15年中，我们观察到全球通胀预期有5次较为明显上行期，分别是2008Q4-2010Q1,2010Q3-2011Q1,2011Q4-2012Q3,2016Q2-2016Q4与本轮。而在通胀预期快速上行结束后的1个季度，申万2级108个行业中，表现最为亮眼的十个行业中大多数为防御性板块。

- 站在当前维度，考虑到前期涨幅、估值、盈利能力来看，这些行业中保险、银行最具备配置价值。



数据来源：Wind、山西证券研究所

	2010Q2	2011Q2	2012Q4	2017Q1	平均排名
铁路运输Ⅱ	16	18	6	15	13.75
运输设备Ⅱ	30	28	5	23	21.5
保险Ⅱ	11	14	21	41	21.75
白色家电	57	16	14	2	22.25
水泥制造Ⅱ	62	11	15	3	22.75
船舶制造Ⅱ	24	4	59	13	25
银行Ⅱ	34	35	1	33	25.75
稀有金属	22	31	47	9	27.25
航空装备Ⅱ	47	9	25	30	27.75
饮料制造	15	1	102	5	30.75

数据来源：Wind、山西证券研究所

通胀后时代两个利差迅速扩大，大金融盈利预期显著改善

- 金融行业表现强势的主要原因我们判断在于2个利差快速扩大。在全球通胀预期快速走高后的一个季度，我国期限利差与信用利差都显著拉大。
- 期限利差方面：期限利差因经济回暖或通胀走强快速升高，银行、保险投资端收益率显著上升。
- 信用利差方面：信用利差因在强经济、高通胀的环境下企业资金需求旺盛而显著上升，银行、保险资产端收益率明显上升。
- 在两个利差快速上升的环境下，金融机构业绩预期得到显著改善，进而反映至大金融板块整体走强。



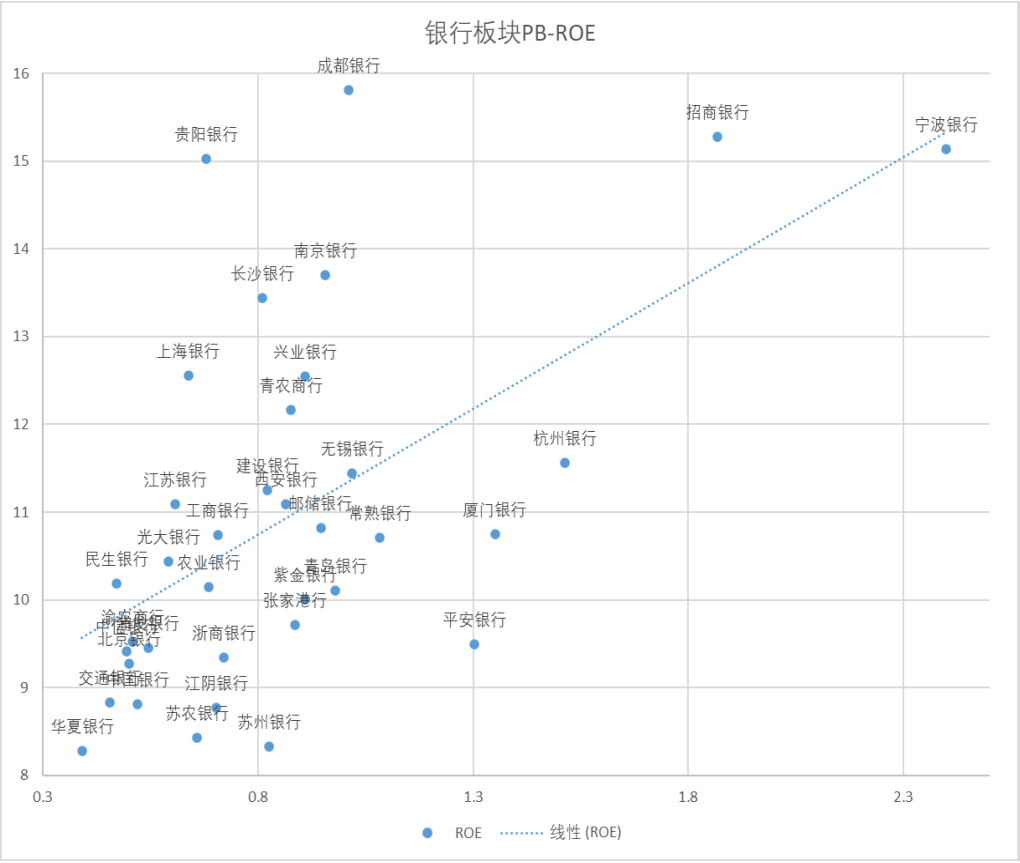
数据来源：Wind、山西证券研究所

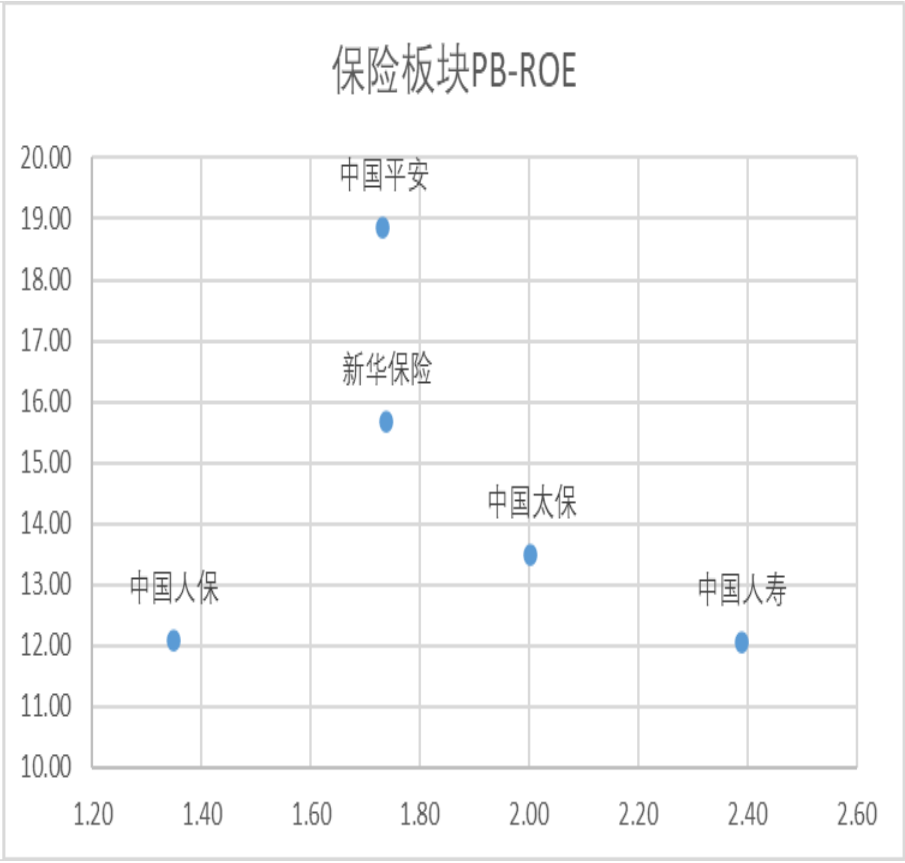


数据来源：Wind、山西证券研究所

大金融板块建议通过PB-ROE框架选股获取ALPHA受益

- 大金融板块整体可以起到对冲作用防御作用，但内部ALPHA机会仍然较多。
- 从历史回测与经验来看，PB-ROE框架是银行、保险板块中较强超额收益因子。
- 目前A股中银行、保险都有较为明显的价值洼地，选股难度较低。





数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示

- 疫情再度大规模出现
- 疫苗接种进度不达预期
- 经济数据大幅下滑
- 中美摩擦再度升级
- 政策力度不达预期，宏观流动性大幅收紧
- 美债收益率过快抬升

数据来源：Wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com

李杰 CPA
SAC NO：S0760520090001
Email:lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM
TEL:13681033618
Email:zhaizichao@sxzq.com