

A 股市场月报

顺周期优势凸显，市场迎来风格再均衡

盈利加速上行，流动性溢价逐步回归，顺周期资产优势凸显。

- **2 月市场回顾：大宗商品强势延续，美债利率加速上行引发风险资产阶段性调整。**2 月大类资产表现上，全球风险资产优势进一步深化，原油、工业品为代表的大宗品价格延续上行趋势，黄金美元等避险资产弱势延续。美国为代表的海外主要经济体复苏预期的强化成为影响本月大类资产表现的主要因素。美股为代表的发达市场风险资产本月表现强劲，而新兴市场权益资产收月末海外流动性波动扰动出现调整。2 月 A 股市场先涨后跌，呈现宽幅震荡，海外流动性波动引发抱团股剧烈调整，顺周期板块相对强势延续。创业板指为代表的前期强势的高估值板块跌幅惨烈。行业方面地产、钢铁、有色等低估值顺周期板块全面占优，电新、食品饮料等前期机构重仓的抱团方向出现大幅回调。2 月市场价值风格全面占优，在当前流动性环境逐步回归的环境下，估值业绩的性价比更多成为市场重点考量的因素。
- **3 月 A 股市场展望：全球盈利复苏加速，流动性溢价或迎来回归。**全球基本面复苏进程加速，短期流动性环境内缓外忧，盈利上行预期下市场风险偏好中枢上行趋势不变，抱团股阶段性瓦解有望带来市场风格再均衡。1）盈利方面，海外需求加速回暖，一季度国内基本面强势延续。2）流动性方面，海外流动性短期仍有冲击，国内资金面波动趋于缓和。3）风险偏好方面，虽然流动性环境的常态化回归将会带来前期估值溢价的回归，但盈利预期带动下中枢上行趋势不改。
- **3 月市场配置建议：逢低加仓，风格再平衡。**当前来看，虽然横向比较下当前 A 股估值水平并不离谱，但其内部分化明显，前期机构抱团的必需消费及科技行业估值已经创下历史新高，而非机构重仓的采掘、建筑等顺周期板块估值仍处于 50%分位以下。结合我们年度策略预判，市场处于典型的扩张后期阶段，盈利正贡献是市场的主要收益来源，类比 2017 年，我们认为以上证指数为例，盈利上行将至少为今年的指数提供 7-15%的正向贡献，在这样的预期下，即使短期流动性收缩带来一定负面冲击，但全年角度来看，当前市场整体下行风险可控，下跌可择机加仓。而在这样的环境下，结构性行情的特征将会更为突出，正如此前月报观点，机构抱团板块将会面临较大估值分化，而低估值顺周期板块的性价比优势将会得到显现，市场面临风格再均衡的过程。行业配置上，继续看好有色、化工、航运、银行等低估值板块的配置机会。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

相关研究报告

《弱刺激下的强周期》20201115

《加仓周期》20201122

《循环牛，大周期》20201129

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

2 月市场回顾：大宗商品强势延续，美债利率加速上行引发风险资产阶段性调整.....5

3 月市场展望：逢低加仓，风格再均衡.....8

风险提示.....11

图表目录

图表 1. 大类资产表现.....5
图表 2. 主要指数表现.....5
图表 3. 上证综指月度收益贡献.....6
图表 4. 月度行业表现.....6
图表 5. 1 月市场风格矩阵.....7
图表 6. 2 月市场风格矩阵.....7
图表 7. A 股市场月度预判.....8
图表 8. 美国地产销售及房价指数.....9
图表 9. 美国库存周期.....9
图表 10. 美国实际利率迅速抬升.....9
图表 11. 汇率升值趋势下北上资金仍现大幅净流入.....9
图表 12.主要指数估值水平（2009 年起）.....10
图表 13. 市场风险偏好水平高于十年均值.....10
图表 14. 一级行业估值（左至右估值分位依次下降）.....10

观点回顾

——20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年A股市场主线归来，关注科技主线机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

——20200718《上行趋势不改，回归盈利主线》：经济超预期改善，市场上行趋势不改，重回盈利主线。宏观环境尚处于复苏早期，监管降温市场重新回归理性。市场重回盈利主线。

——20200903《静候趋势归来》：海外风险冲击尚存，盈利上行趋势不改。A股盈利底部复苏，中小创修复程度显著，海外流动性宽松预期松动，外资短期加速净流出，市场风险偏好面临波动，配置上以盈利为锚。

2 月市场回顾：大宗商品强势延续，美债利率加速上行引发风险资产阶段性调整

大宗商品强势扩散，发达市场加速回暖。 2 月大类资产表现上，全球风险资产优势进一步深化，原油、工业品为代表的大宗品价格延续上行趋势，黄金美元等避险资产弱势延续。美国为代表的海外主要经济体复苏预期的强化成为影响本月大类资产表现的主要因素。疫苗进程加快推动海外疫情缓和、拜登政府财政刺激加速落地强化海外经济复苏信心，原油供给端的收缩也加速了能化品的上行。与之相伴的，美股为代表的发达市场风险资产本月表现强劲，而新兴市场权益资产收月末海外流动性波动扰动出现调整。

图表 1. 大类资产表现

		2020.10	2020.11	2020.12	2021.1	2021.2
商品	南华工业品	(0.20)	11.14	6.19	1.12	13.03
	南华农产品	5.34	1.23	4.20	(1.62)	4.11
	南华能化	0.06	10.23	6.08	2.20	10.69
	NYMEX 原油	(10.39)	26.15	7.46	7.68	18.26
	伦敦金现	(0.40)	(5.37)	6.78	(2.65)	(6.10)
债	中债-企业债	0.17	(0.63)	0.17	(0.16)	0.04
	中债指数	0.36	0.25	0.99	(0.02)	(0.04)
外汇	美元指数	0.18	(2.11)	(2.25)	0.64	(0.37)
股	沪深 300	2.35	5.64	5.06	2.70	(0.28)
	标普 500	(2.77)	10.75	3.71	(1.11)	2.61
	MSCI 发达市场(除美国)	(4.01)	15.21	4.45	(1.11)	2.41
	MSCI 新兴市场	1.98	9.21	7.15	2.97	0.73

资料来源：万得，中银证券

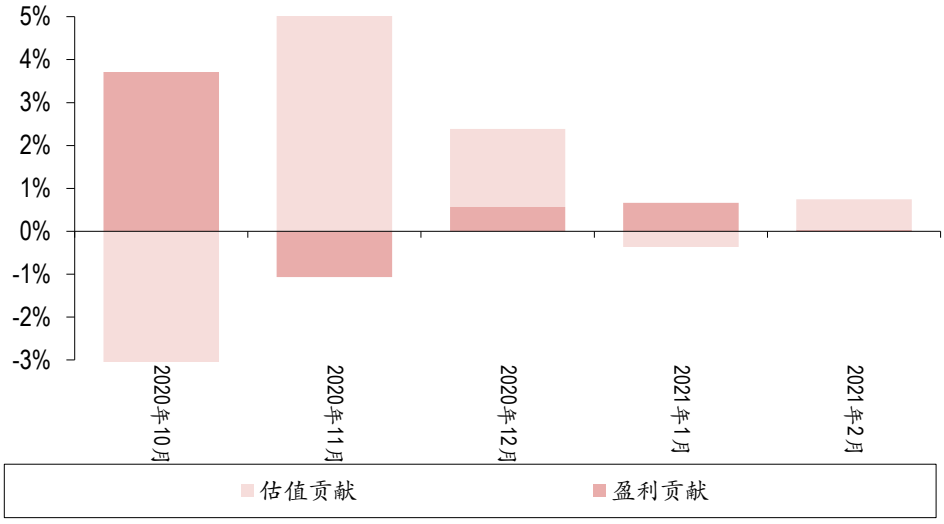
海外流动性波动引发抱团股剧烈调整，顺周期板块相对强势延续。 2 月 A 股市场先涨后跌，呈现宽幅震荡，上证综指全月上涨 0.75%，海外复苏预期的强化与流动性环境的波动成为影响 A 股上下旬走势的重要因素。具体来说：2 月上旬，国内宏观流动性的阶段性缓和以及海外复苏预期驱动下，A 股在月初出现快速上行；行至月中，伴随着美债利率的加速上行，海外流动性环境出现大幅波动，美股科技股为代表的高估值资产出现回调，受此影响，A 股在抱团股调整压力下也出现了大幅调整。2 月板块间分化趋势依然明显，但不同的是，2 月上证 50 为代表的价值类指数以及中证 500 为代表的低估值板块表现强势，而创业板指为代表的前期强势的高估值板块跌幅惨烈。行业方面地产、钢铁、有色等低估值顺周期板块全面占优，电新、食品饮料等前期机构重仓的抱团方向出现大幅回调。

图表 2. 主要指数表现

	2020.11	2020.12	2021.1	2021.2
上证综指	5.19	2.40	0.29	0.75
深证成指	3.28	5.86	2.43	(2.12)
中小板指	0.84	5.56	4.69	(2.86)
创业板指	(0.90)	12.70	5.48	(6.86)
上证 50	5.76	4.94	1.99	1.17
沪深 300	5.64	5.06	2.70	(0.28)
中证 500	3.43	0.73	(0.33)	0.29
中证 800	5.12	4.06	2.02	(0.16)

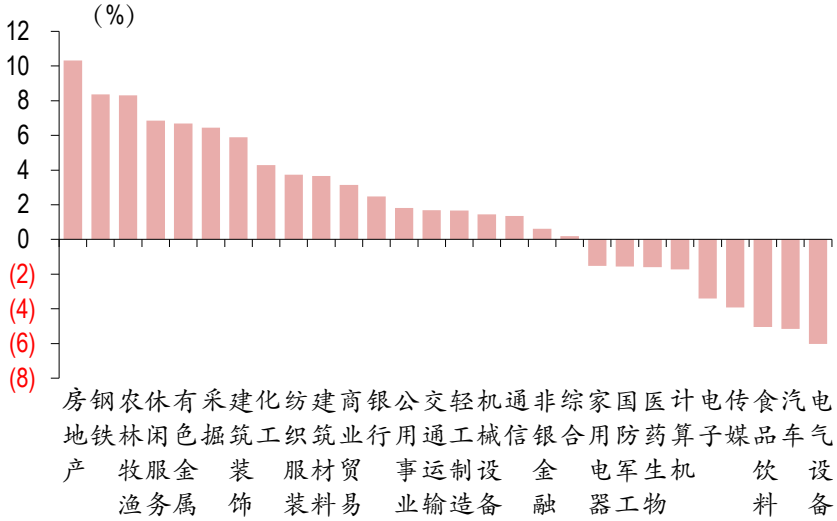
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 上证综指月度收益贡献



资料来源：万得，中银证券

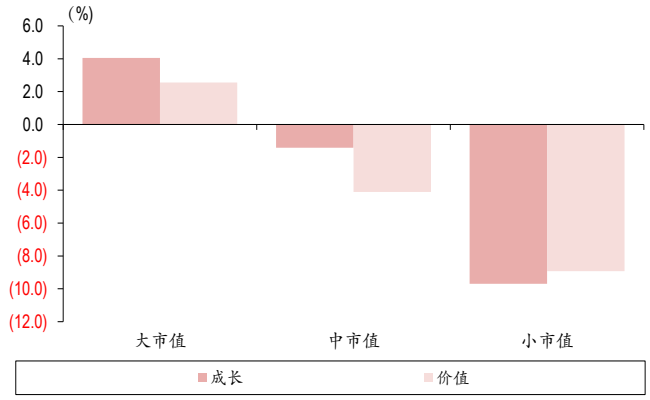
图表 4. 月度行业表现



资料来源：万得，中银证券

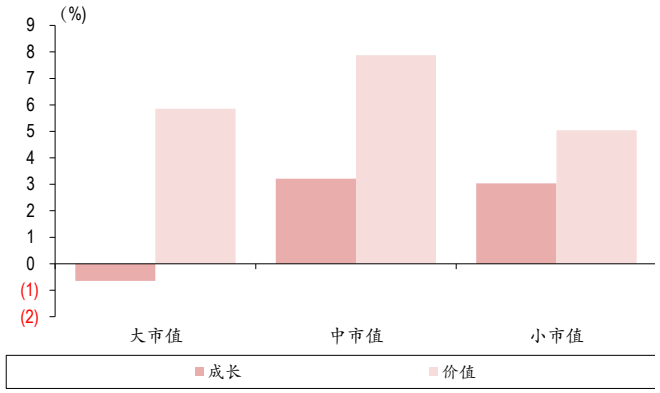
顺周期崛起，价值风格全面占优。2 月市场价值风格全面占优，市值因子的表现方面，1 月大市值的全面优势遭到瓦解，中市值板块表现更为强劲。我们认为这并不意味着市场将从大市值风格全面向中小市值风格的市场切换。中市值优势的背后更多还是顺周期板块的相对强势，其反应的更多为行业及板块层面的逻辑。在当前流动性环境逐步回归的环境下，估值业绩的性价比更多成为市场重点考量的因素。

图表 5.1 月市场风格矩阵



资料来源：万得，中银证券

图表 6.2 月市场风格矩阵



资料来源：万得，中银证券

3 月市场展望：逢低加仓，风格再均衡

3 月 A 股市场展望：全球盈利复苏加速，流动性溢价或迎来回归。全球基本面复苏进程加速，短期流动性环境内缓外忧，盈利上行预期下市场风险偏好中枢上行趋势不变，抱团股阶段性瓦解有望带来市场风格再均衡。1）盈利方面，海外需求加速回暖，一季度国内基本面强势延续。2）流动性方面，海外流动性短期仍有冲击，国内资金面波动趋于缓和。3）风险偏好方面，虽然流动性环境的常态化回归将会带来前期估值溢价的回归，但盈利预期带动下中枢上行趋势不改。

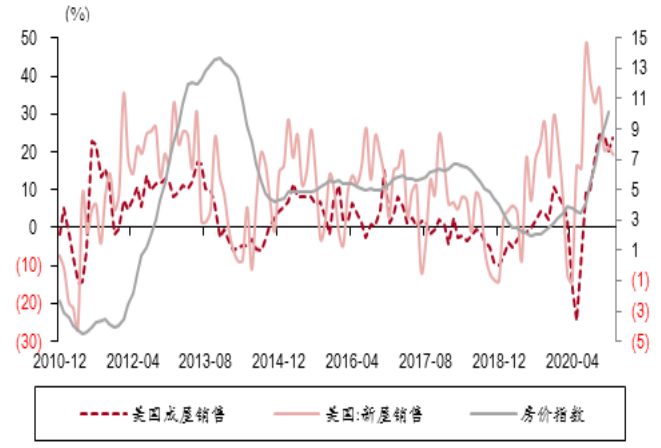
图表 7. A 股市场月度预判

			2020.12	2021.1	2021.2	2021.3
基本面	盈利		3.5	3.5	4	4
		经济增长	4	4	5	5
		通胀	3	3	3	3
	流动性		3.8	3.3	3.5	2.8
		宏观流动性	4	2	3	3
		内资配置需求	4	4	4	3
		北上资金	4	4	4	2
		股票供给	3	3	3	3
信息面	中美贸易	中美贸易	3	3	3	3
	海外市场		3.0	3.3	3.3	3.3
		主要经济体增长预期	3	4	4	5
		流动性环境	3	3	3	2
		地缘政治	3	3	3	3
	国内政策		4.3	4.0	4.0	4.0
		货币政策	4	3	3	3
		财政政策	4	4	4	4
		产业政策	5	5	5	5
A 股			3.7	3.6	3.8	3.7

资料来源：万得，中银证券（分数范围：1-5（分数越高对权益市场影响越积极，3 为无明显影响））

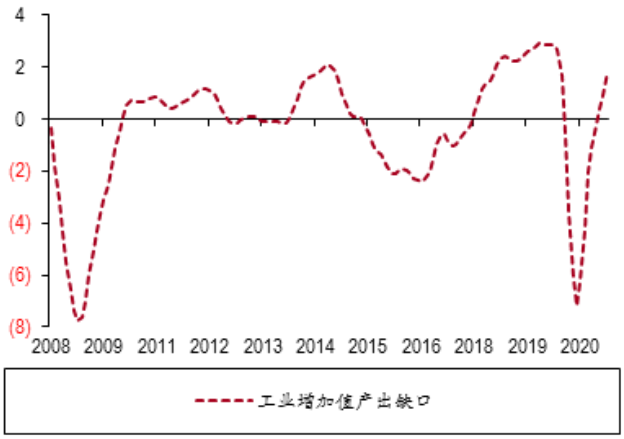
3 月盈利预判：全球基本面复苏进程不断强化。1 月以来，海外主要经济体疫苗接种进程加速，新增确诊病例在经历了 12 月高峰后也明显得到了缓和。同时美财政刺激计划加速落地也进一步强化全球经济复苏的预期。2 月以来主要大宗商品价格快速上行，也成为了近期复苏行情冲顶的加速剂。展望未来，我们认为海外基本面复苏的持续性与强度均有望超预期：1）美国地产景气高企，疫情爆发后，美国地产销售经历了急速下跌后快速反弹，2020 年下半年起，成屋销售数据屡创新高，而居民资产负债表及建筑商的现金流状况良好，疫情应对下大规模刺激计划使得居民购买意愿旺盛，美地产市场景气仍将延续并推动海外需求韧性延续。从库存周期来看，海外仍处于需求上行流动性扩张的扩张早期阶段，而国内已经逐步进入扩张中后期。春节后国内需求快速修复，预计一季度国内经济仍将处于加速上行阶段。

图表 8. 美国地产销售及房价指数



资料来源：万得，中银证券

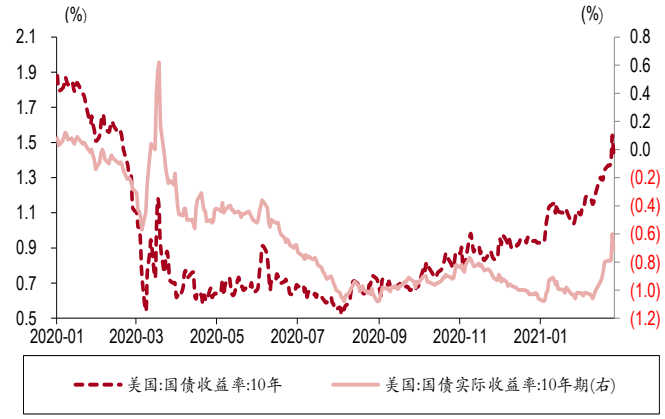
图表 9. 美国库存周期



资料来源：万得，中银证券

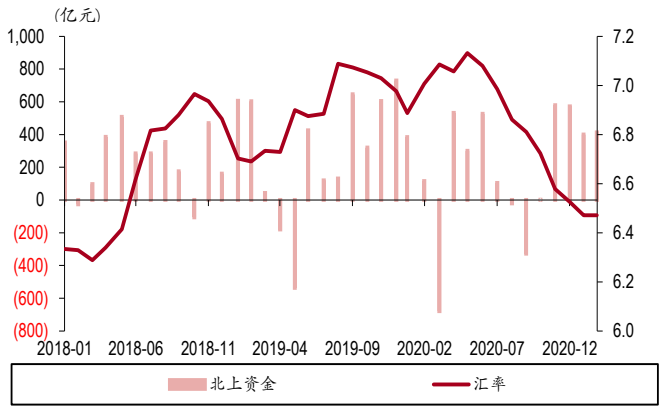
3 月流动性预判：海外流动性短期仍有冲击，国内资金面波动趋于缓和。近期，美债实际利率的快速上行引发了市场对于流动性预期收紧的恐慌。除了前述原因导致的复苏预期加速回暖，联储对于美国经济复苏强度的乐观预期进一步加速了实际利率的上行节奏。在这样的市场环境下，融资成本边际走高对前期交易拥挤、估值较高的高估值板块形成较大压力，美股科技股为代表的前期强势板块本周遭遇大幅回调，在此带领下 A 股机构抱团股在本周也遭遇了估值下杀。我们认为未来一段时间，美债实际利率仍有一定上行空间，但幅度有望趋缓。国内来看，两会窗口期，国内流动性环境大概率以稳为主，在经历了前期资金利率的快速冲高后，短期国内宏观流动性不存在较大风险，海外利率波动将成为影响 3 月市场资金面最为主要的因素。

图表 10. 美国实际利率迅速抬升



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汇率升值趋势下北上资金仍现大幅净流入



资料来源：万得，中银证券

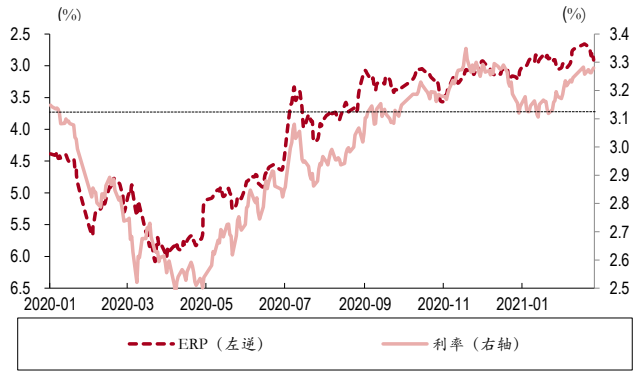
3 月风险偏好预判：盈利预期带动下中枢上行趋势不改。虽然海外流动性波动对全球风险资产估值造成阶段性冲击，但实体经济仍处于盈利加速上行阶段，全 A 盈利也将在年报及一季报实现触底反弹。结合历史经验，盈利上行阶段，盈利预期的改善将成为拉动市场风险偏好中枢上行的重要因素。同时，进入 3 月，市场对于两会政策预期不断升温，有望对市场风险偏好形成提振。

图表 12.主要指数估值水平（2009 年起）

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位	71.60%	81.20%	87.30%
当前值	16.16	32.25	68.11
中位数	14.21	23.28	52.01
均值+标准差	19.93	35.25	68.53
均值-标准差	10.16	15.05	37.24
	标普500	日经225	法国CAC40
当前分位	99.50%	94.30%	97.60%
当前值	38.85	34.44	53.72
中位数	19.87	20.66	19.26
均值+标准差	25.14	26.53	29.65
均值-标准差	15.39	16.26	11.60

资料来源：万得，中银证券

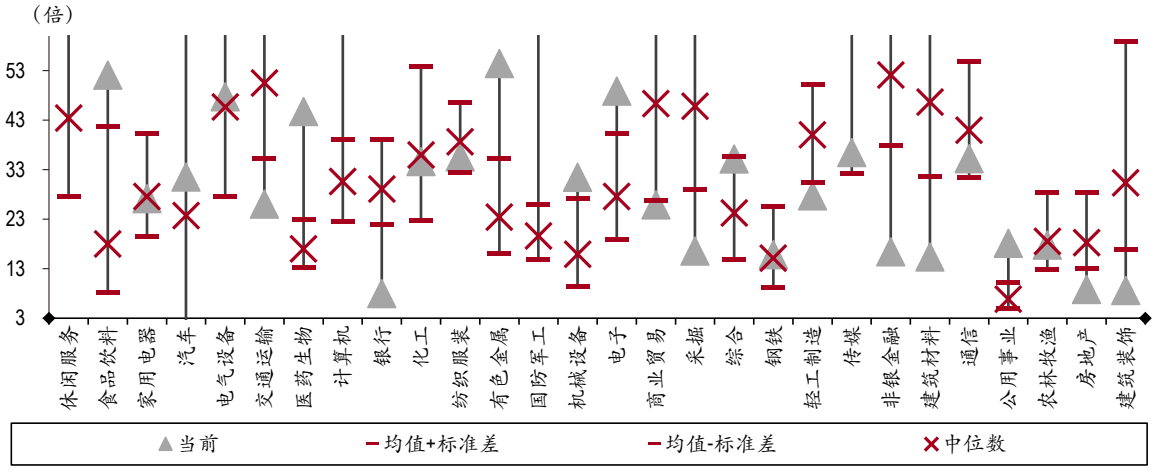
图表 13. 市场风险偏好水平高于十年均值



资料来源：万得，中银证券

3 月市场配置建议：逢低加仓，风格再平衡。当前来看，虽然横向比较下当前 A 股估值水平并不离谱，但其内部分化明显，前期机构抱团的必需消费及科技行业估值已经创下历史新高，而非机构重仓的采掘、建筑等顺周期板块估值仍处于 50%分位以下。结合我们年度策略预判，市场处于典型的扩张后期阶段，盈利正贡献是市场的主要收益来源，类比 2017 年，我们认为以上证指数为例，盈利上行将至少为今年的指数提供 7-15%的正向贡献，在这样的预期下，即使短期流动性收缩带来一定负面冲击，但全年角度来看，当前市场整体下行风险可控，下跌可择机加仓。而在这样的环境下，结构性行情的特征将会更为突出，正如此前月报观点，机构抱团板块将会面临较大估值分化，而低估值顺周期板块的性价比优势将会得到显现，市场面临风格再均衡的过程。行业配置上，继续看好有色、化工、航运、银行等低估值板块的配置机会。

图表 14. 一级行业估值（左至右估值分位依次下降）



资料来源：万得，中银证券

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371