太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-02-28

投资策略报告

3月收获期，且行且珍惜

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190511030002

证券分析师：金达莱

电话：010-88695265

E-MAIL： jindl@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190518060001

相关研究报告：

《布局风格切换，春节躁动仍在途中》——2020/2/21

《持股过节，静待年后》——2020/02/07

《流动性担忧待修复，把握风格切换好时机》——2020/01/31

《攻守兼备，仍是布局好时光》——2020/01/24

《A股资金面充裕，坚守阵线以待轮动》——2020/01/17

《增量资金有空间，春季躁动仍可为》——2021/01/10

《春季躁动渐近，保持布局思维》——2021/01/03

《1月稳扎稳打，布局春季躁动》——2020/12/27

《春季躁动不缺席，顺周期仍可为》——2020/12/20

《估值切换可期，顺周期+双循环两手准备》——2020/12/6

《顺周期可持续、12月行情依旧》——2020/11/29

《均衡配置，聚焦顺周期轮动》——2020/11/22

《2021年年度策略：均衡配置，拾级而上》——2020/11/12

核心结论：3月收获期，且行且珍惜。近期“抱团股”回调拖累大盘，主因在于国内外微观资金的变化。结合近期行情表现来看，即使前期抱团品种解体，资金仍是流向具有业绩支撑的顺周期、低估值业绩品种，结构仍是核心。近期表现较好的中证1000指数其成分股市值位居全市场中等偏上水位，并不能代表A股市场尾部的小市值个股，由此不可将近期的风格切换单纯解读为A股大票向小票的切换。短期外围流动性将延续宽松友好，国内货币维持紧平衡，经济仍在复苏中，但收紧的担忧情绪会持续影响风偏，微观流动性需关注。弱美元和收紧担忧双重背景下，需关注外资结构上的分化；国内公募发行放缓，市场波动加大增强赎回和调仓压力。进入3月后，两会政策和一季报预期逐步兑现，市场进入收获期，春季躁动后半程。

美联储政策未到转向时，收紧预期易引发情绪反复。2月26日10Y美债利率升至1.54%，资本市场引发流动性担忧，呈现股、债、大宗三杀。前期资本市场不受美债利率上升影响，主要反映经济复苏的预期。拜登政府1.9万亿美元财政刺激将在3月14日前出台，而1.5-2亿美元的基建计划正在酝酿，在强刺激背景下，近期投资者已开始担忧未来对通胀失控，由此美联储不得不提前收紧来应对通胀。我们认为美联储政策未到转向之时，但不排除市场会因收紧预期而产生情绪反复。目前10Y美债利率仅恢复到疫情前2019年的低位水平，并未过高，近期美联储所释放的信号均偏鸽派，更关注实质性通胀。

“抱团股”深度回调主要源自微观资金的变化。各类北上资金和偏股公募基金的重仓股均在此期间存在明显回调，我们认为“抱团股”深度回调的主要原因在于国内外微观资金的问题，微观主流资金的撤出和放缓带来前期“抱团股”的杀估值。一方面，以北上资金为代表的外资在1月下旬已在持续流出食品饮料、医药等前期抱团品种，北上资金在结构上进行调整。另一方面，基金经理在主动采取措施应对市场波动加大过程中产生的赎回和调仓压力，此前在沪指逼近3600点之际，已有不少绩优基金有此操作。

风格切换不是大小之争，中小票强势是估值收敛。近期强势的中证1000指数成分股更多分布于50-100亿市值的公司，可能更符合机构投资者眼中的中小市值股票。但如若放在全A市场，4000多家上市公司，市值中值（剔除近3个月上市）为53亿，当下的中证1000指数已代表了全A股市场中中等偏上市值水平的个股，并不能将其指代为A股市场中那些尾部的小市值公司。中小票强势是货币“紧平衡”背景下，前期滞涨、低估值品种的反弹，不具备趋势性。一是，我国经济正转向存量经济，小公司难以存在独特的优势去争夺更多的市场份额去创造持久的盈利；二是，随着A股注册制改革和投资者机构化的推进，小市值公司的估值正面临由此前的“壳”溢价、弹性溢价逐步向盈利不确定性折价、流动性折价转变，拔估值也相对受限。

配置建议：顺周期行情扩围，关注细分行业龙头。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、军工。

风险提示：货币收紧；国内出口回落

目 录

核心结论：3 月收获期，且行且珍惜 4
1、美联储政策未到转向时，收紧预期易引发情绪反复 4
2、“抱团股”深度回调主要源自微观资金的变化 5
3、风格切换不是大小之争，中小票强势是估值收敛 7
4、3 月收获期，且行且珍惜 8

图表目录

图表 1：2Y 美债利率在低位保持平稳 5
图表 2：10Y 美债利率走高主要受益经济复苏下的通胀预期 5
图表 3：北上资金和偏股公募基金的重仓股均明显回调 6
图表 4：部分年换手率超 50%的大市值公司（按市值降序） 6
图表 5：此前在沪指逼近 3600 点关口之际，已有不少绩优基金开始有暂停申购、控制规模的动作 6
图表 6：各重要 A 股指数成分股的市值分布对比 7
图表 7：目前中证 500 和中证 1000 指数的 PE 估值历史百分位普遍在 30-40%波动 8
图表 8：各重要指数历史估值百分位下修至 70-80%（截止 2021/2/26） 8
图表 9：化工、有色估值历史百分位分别下修至 60%、77%（截止 2021/2/26） 9

核心结论：3月收获期，且行且珍惜

近期“抱团股”回调拖累大盘，主因在于国内外微观资金的变化。结合近期行情表现来看，即使前期抱团品种解体，资金仍是流向具有业绩支撑的顺周期、低估值业绩品种，结构仍是核心。近期表现较好的中证1000指数其成分股市值位居全市场中等偏上水位，并不能代表A股市场尾部的小市值个股，由此不可将近期的风格切换单纯解读为A股大票向小票的切换。短期外围流动性将延续宽松友好，国内货币维持紧平衡，经济仍在复苏中，但收紧的担忧情绪会持续影响风偏，微观流动性需关注。弱美元和收紧担忧双重背景下，需关注外资结构上的分化；国内公募发行放缓，市场波动加大增强赎回和调仓压力。进入3月后，两会政策和一季报预期逐步兑现，市场进入收获期，春季躁动后半程。

配置建议：顺周期行情扩围，关注细分行业龙头。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、军工。

1、美联储政策未到转向时，收紧预期易引发情绪反复

2月25日10Y美债利率升至1.54%，资本市场引发流动性担忧，呈现股、债、大宗三杀。此前尽管10Y美债利率在不断回升，并未引发股票和大宗商品大跌，是因为10Y美债利率初期回升更多反应的是经济复苏预期下的通胀预期；但2月26日反应政策和流动性预期的2Y美债利率也出现大幅跳升，而此前一直表现为低位平稳，届时美债利率上升凸显出对流动性收紧的预期。

结合美国实际利率和通胀预期来看，截止25日，10Y美债利率从年初至今已累计上行61BP至1.54%，其中实际利率（10Y TIPS）上行46BP至-0.60%，自2月以来加速上行；通胀预期（10Y Breakeven inflation rate）上行15BP至2.14%，升至2010年以来的68%分位数。由于通胀预期和实际利率攀升过快，资本市场将可能开始转向交易政策转向。拜登政府1.9万亿美元财政刺激将在3月14日前出台，而1.5-2亿美元的基建计划正在酝酿，在强刺激背景下，投资者已开始担忧未来对通胀失控，由此美联储不得不提前收紧来应对通胀。

我们认为美联储政策未到转向之时，但不排除市场会因收紧预期而产生情绪反复，造成美股波动加大。目前10Y美债利率仅恢复到疫情前2019年的低位水平，并未过高。

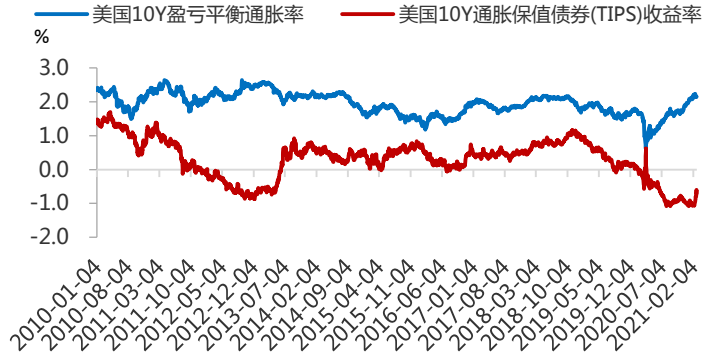
近期美联储所释放的信号均偏鸽派，1 月会议纪要显示，美联储对经济基本面的判断较此前弱化，此外与“临时”阶段性的通胀相比，美联储更关注“实质性”通胀，近期美国未有明显改观的就业和通胀数据，也显示美联储短期难以退出宽松。

图表 1：2Y 美债利率在低位保持平稳



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：10Y 美债利率走高主要受益经济复苏下的通胀预期



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、“抱团股”深度回调主要源自微观资金的变化

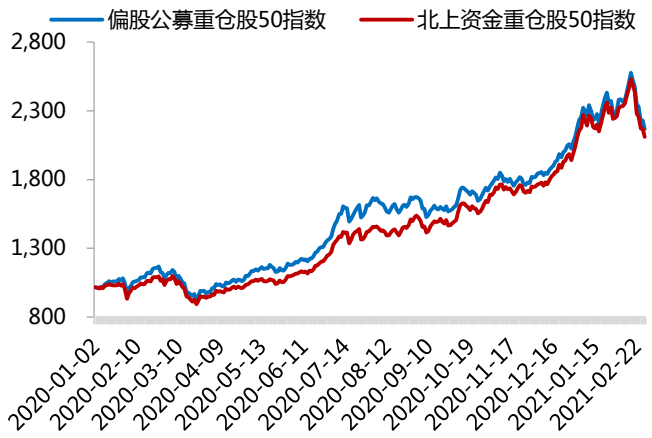
自 2 月 18 日以来，三大股指震荡走弱，截止 2 月 26 日上证综指、深成指、创业板指分别跌 3.99%、9.11%和 14.64%。其中白酒等消费股领跌引发市场关注，在归因的过程中，市场也将美国 10 年期国债收益率上行、港交所上调股票印花税税率等原因也纳入其中。实则，各类北上资金和偏股公募基金的重仓股均在此期间存在明显回调，我们将两者各自重仓的前 50 只个股进行等权重处理形成价格指数，发现 2 月 18 日以来，二指数持续深度回调，哪怕是在白酒有所反弹的 2 月 19 日，北上资金和偏股公募基金的重仓股仍表现为下跌，白酒只是“抱团股”的缩影。

我们认为“抱团股”深度回调的主要原因在于国内外微观资金的问题，在基本面依然向好、估值贵已是“老生常谈”的背景下，微观主流资金的撤出和放缓带来前期“抱团股”的杀估值。一方面，以北上资金为代表的外资在 1 月下旬就已在持续流出食品饮料、医药等前期抱团品种，但在此同时，北上资金整体呈现流入，可见近期外资资金已有结构上的调整，美股的科技股高估值品种回调、能源股和资源股大涨也能体现出外资资金的结构变化。

另一方面，近期头部公募机构暂停申购、控制规模的动作，侧面反映出基金平稳运作的难度，此前在沪指逼近 3600 点关口之际，已有不少绩优基金开始有此操作，显示基金经理主动采取措施应对市场波动加大过程中产生的赎回和调仓压力。我们观察到，截止 2 月 26 日，2021 年以来目前市场上 138 只市值超千亿的龙头股中有 102 只换手率超 50%，46 只换手率超 100%，其中波动最大的金龙鱼，年内换手率高达 470%，全年累计下

跌 17.37%。此前 1 月底银行间利率的大幅上行便可看作是 A 股市场对货币紧缩的一次预演，对市场的影响力可见一斑，未来随着全球疫情可控、经济复苏的背景下，海外内流动性的担忧将可能反复影响市场情绪，进而加剧市场波动，在此之前部分公募资金已选择提前应对。

图表 3：北上资金和偏股公募基金的重仓股均明显回调



资料来源：Wind，太平洋研究院整理
注：指数为等权重价格指数

图表 4：部分年换手率超 50%的大市值公司（按市值降序）

证券简称	总市值（亿元）	年换手率(自由流通股本，%)	2021 年以来涨跌幅（%）
建设银行	18,151	75.06	15.61
五粮液	10,869	62.08	-4.06
中国人寿	9,373	63.69	-13.62
宁德时代	7,506	63.19	-8.23
中国中免	6,012	60.13	9.01
比亚迪	5,644	189.61	1.53
中国石化	5,460	55.22	11.91
邮储银行	5,323	79.53	28.03
海康威视	5,191	68.20	14.53
金龙鱼	4,852	470.67	-17.37

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：此前在沪指逼近 3600 点关口之际，已有不少绩优基金开始有暂停申购、控制规模的动作

时间	基金产品	基金经理	操作
2021/1/4	农银汇理新能源	赵诣	单个基金账户单日申购不超过 1 万元。
2021/1/8	易方达蓝筹精选	张坤	该基金单日单账户申购额度从 100 万元下调至 10 万元。
2021/1/15	兴全合润混合	谢治宇	单个基金账户单日申购、转换转入累计金额原则上不超过 3000 元。
2021/1/28	易方达蓝筹精选	张坤	将原有的 10 万元申购上限进一步调整至 5000 元。
2021/2/10	易方达中小盘	张坤	从 2021 年 2 月 22 日起“单日单个基金账户累计申购金额不超过 2 千元(含)”调整为“单日单个基金账户累计申购金额不超过 1 千元(含)”。
2021/2/10	易方达蓝筹精选	张坤	2 月 18 日起调整易方达蓝筹精选在全部销售机构的大额申购、大额转换转入业务金额限制，由“单日单个基金账户累计申购本基金的金额不超过 5 千元”调整为“单日单个基金账户累计申购本基金的金额不超过 2 千元”。
2021/2/10	富国天惠精选成长	朱少醒	暂停大额申购、定投及转换转入业务的公告。自 2 月 18 日起，对该基金的申购、定投及转换转入业务进行限制，单个基金账户的日累计金额不得超过 1 万元。
2021/2/19	泓德臻远回报混合	邬传雁	暂停大额申购、转换转入、定期定额投资业务，限制金额大于 5000 元（不含）的大额申购、大额定期定额申购及大额转换转入，暂停大额定期定额投资起始扣款日为 2 月 22 日。
2021/2/23	易方达中小盘	张坤	自 2 月 25 日起，暂停机构客户申购、转换转入及定期定额投资业务。
2021/2/25	易方达价值精选	葛秋石	暂停机构客户申购、转入及定期定额投资。

资料来源：Wind，太平洋证券整理

3、风格切换不是大小之争，中小票强势是估值收敛

节后中证 1000 指数相对较好的表现，引发市场对 A 股中小市值股票的关注。把中证 1000 指数成分股与其他重要指数对比来看，中证 1000 指数成分股更多分布于 50-100 亿市值的公司，可能更符合机构投资者眼中的中小市值股票。但如若放在全 A 市场，A 股 4000 多家上市公司，市值中值（剔除近 3 个月上市）为 53 亿，可见当下的中证 1000 指数已代表了全 A 股市场中中等偏上市值水平的个股，并不能将其指代为 A 股市场中那些尾部的小市值公司，由此不可将近期的风格切换单纯解读为 A 股大票向小票的切换。

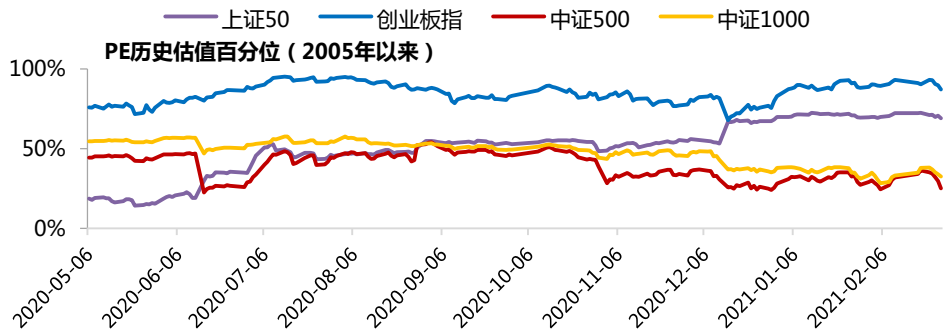
对于近期中证 1000 指数的相对强势，我们认为只是货币“紧平衡”背景下，前期滞涨、低估值品种的反弹，由于前期“抱团股”松散而引发市场风格出现由大转小的趋势并不能持续。一是，我国经济正在由此前的增量经济转换为存量经济，消费为主导的经济结果势必要迎来经济低速增长，以往小市值公司能享受增量经济的红利，盈利弹性大且有足够的空间保持增长的持续性，但当下后工业时代，多数传统经济行业已进入到稳态，新晋小公司也难以存在独特的优势去争夺更多的市场份额；二是，随着 A 股注册制改革和投资者机构化的推进，小市值公司的估值正面临由此前的“壳”溢价、弹性溢价逐步向盈利不确定性折价、流动性折价转变，拔估值的空间也相对受限。整体来看，虽然“抱团股”松散能带来资金向中小市值公司的扩散，但这只是估值极端分化下的收敛回归而已。

图表 6：各重要 A 股指数成分股的市值分布对比

市值（亿元）	指数成分股数量			指数成分股占比		
	中证 500	中证 1000	国证 2000	中证 500	中证 1000	国证 2000
<20 亿	0	0	123	0.0%	0.0%	6.2%
[20,50)	1	210	1039	0.2%	21.0%	52.0%
[50,100）	52	459	643	10.4%	45.9%	32.2%
[100,300）	338	315	192	67.6%	31.5%	9.6%
[300,500)	81	13	3	16.2%	1.3%	0.2%
>=500 亿	28	3	0	5.6%	0.3%	0.0%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 7：目前中证 500 和中证 1000 指数的 PE 估值历史百分位普遍在 30-40%波动



资料来源：Wind，太平洋证券整理

4、3 月收获期，且行且珍惜

近期“抱团股”回调拖累大盘，主因在于国内外微观资金的变化。结合近期行情表现来看，即使前期抱团品种解体，资金仍是流向具有业绩支撑的顺周期、低估值业绩品种，结构仍是核心。近期表现较好的中证 1000 指数其成分股市值位居全市场中等偏上水位，并不能代表 A 股市场尾部的小市值个股，由此不可将近期的风格切换单纯解读为 A 股大票向小票的切换。短期外围流动性将延续宽松友好，国内货币维持紧平衡，经济仍在复苏中，但收紧的担忧情绪会持续影响风偏，微观流动性需关注。弱美元和收紧担忧双重背景下，需关注外资结构上的分化；国内公募发行放缓，市场波动加大增强赎回和调仓压力。进入 3 月后，两会政策和一季报预期逐步兑现，市场进入收获期，春季躁动后半程。

配置建议：顺周期行情扩围，关注细分行业龙头。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、军工。

图表 8：各重要指数历史估值百分位下修至 70-80%（截止 2021/2/26）

	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）	
						2021 年至今	近一周
重要指数	沪深 300	1.78	54.0%	16.31	74.7%	10.89	5.39
	上证 50	1.55	44.7%	14.17	69.2%	10.27	4.52
	中小板指	4.77	68.7%	35.21	67.1%	11.94	6.29
	创业板指	7.85	90.1%	68.11	87.3%	10.76	2.88
	中证 500	2.03	17.2%	27.76	25.1%	5.28	7.43
	创业板 50	9.25	88.2%	73.54	79.3%	13.04	2.32

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 9：化工、有色估值历史百分位分别下修至 60%、77%（截止 2021/2/26）

风格	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）	
						2021 年至今	近一周
周期	采掘	1.11	5.2%	16.52	30.5%	4.11	12.85
	化工	2.87	61.4%	34.62	59.7%	18.73	10.79
	钢铁	1.07	23.0%	15.79	34.7%	7.72	7.08
	有色金属	3.08	48.1%	54.41	77.1%	18.47	20.16
	建筑材料	2.27	41.2%	15.32	13.7%	10.09	8.22
	建筑装饰	0.85	0.5%	8.55	0.4%	1.49	7.92
	电气设备	4.26	68.9%	47.70	68.7%	10.54	4.09
	机械设备	2.77	42.4%	31.44	47.5%	7.24	7.52
	公用事业	1.36	2.0%	18.09	7.2%	-3.38	5.59
	交通运输	1.53	23.6%	26.03	63.3%	2.90	7.81
消费	汽车	2.30	42.5%	31.46	74.9%	7.58	5.33
	家用电器	3.99	92.0%	27.09	64.4%	0.58	1.58
	纺织服装	1.76	15.0%	35.52	59.7%	-3.59	6.97
	轻工制造	2.10	35.6%	27.65	29.7%	10.50	5.19
	商业贸易	1.34	0.7%	25.84	35.2%	-3.16	7.28
	农林牧渔	3.93	62.2%	17.71	1.5%	16.45	11.63
	食品饮料	10.47	98.3%	52.08	91.9%	12.39	4.55
	休闲服务	8.33	97.0%	177.98	99.7%	24.15	8.09
	医药生物	4.68	70.1%	44.74	67.8%	7.75	3.31
金融	房地产	1.17	1.5%	8.78	2.1%	-1.58	4.84
	银行	0.78	5.8%	7.92	44.9%	14.34	0.93
	非银金融	1.83	13.9%	16.39	15.6%	-3.85	5.84
成长	国防军工	3.29	61.3%	67.21	58.8%	-10.17	5.90
	电子	4.18	75.5%	48.82	46.1%	3.17	7.07
	计算机	3.99	44.3%	66.73	80.5%	-2.01	8.30
	传媒	2.48	8.4%	36.42	16.4%	1.61	6.49
	通信	2.22	27.4%	35.18	30.0%	-4.51	7.67

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性:我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
北京地区销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
上海区域销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海区域销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海地区销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
上海地区销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
上海地区销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
深圳地区销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座
电话： (8610)88321761
传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。