策略

报告原因：定期报告

周报

指数大幅调整，重点关注有色和金融板块

-2021 年第 8 期

2021 年 2 月 28 日

策略研究/定期报告

山证策略团队

分析师：

麻文宇 CFA

执业登记编码：S0760516070001

电话：010-83496336

邮箱：mawenyu@sxzq.com

梁迪柯 CFA

执业登记编码：S0760518070001

电话：010-83496302

邮箱：liangdike@sxzq.com

分析师&联系人：

李杰 CPA

执业登记编码：S0760520090001

邮箱：lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM

邮箱：zhaizichao@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ 市场回顾：指数大幅调整，抱团标的领跌

本周，A 股出现大跌，沪深 300 指数跌幅超 7%，指数回吐节前涨幅，抱团龙头股大幅调整，低估值板块韧性较强。其中消费板块如食品饮料、休闲服务、家用电器、汽车、医药生物等节前缩量上涨的板块跌幅较大；低估值板块如建筑装饰、房地产、钢铁、公共事业等板块涨幅居前。我们认为由于前期指数和热门标涨速过快，叠加美债利率攀升和香港印花税上调等因素，短期市场出现明显的避险情绪，造成了上周的大幅调整。

➢ 国新办举行国企改革发展情况新闻发布会

2 月 23 日国新办举行的国企改革发展情况新闻发布会上，国务院国资委主任郝鹏透露了 2021 年中央企业经营目标，其中包括推动国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业领域集中，加大对国防军工、能源资源粮食供应、骨干网络、新型基础设施等领域的投入。

国企改革规划重点涉及军工和通信领域，2021 年对于相关领域投资增加，利好长期行业发展，目前板块估值水平处于历史中低位，中期可持续关注。

➢ 香港上调股票印花税

2 月 24 日午间，香港财政司司长陈茂波在香港立法会上公布 2020 年至 2021 年度财政预算案。会上，陈茂波表示，经充分考虑对证券市场和国际竞争力的影响后，决定提交法案调整香港股票印花税税率，由现目前买卖双方按交易金额各付 0.1%，提高至 0.13%。

受香港上调印花税消息影响，恒生指数当日盘中放量杀跌，截至收盘恒生指数跌 2.99%，报 29718.24 点。A 股也明显受到波及，上证指数跟随恒生指数出现下跌，盘中最大跌幅一度接近 3%。我们认为，该消息对于 A 股没有实质性的影响，短期情绪面的冲击或将逐步消退，中期来看，该消息反而有望利好北向资金流入，未来北向资金仍将持续流入。

➢ 证监会重点回应了科创板 T+0 制度话题

在《关于政协十三届全国委员会第三次会议第 0123 号提案的答复》中，证监会明确表示，在科创板交易机制方面，推出 T+0 交易是一项系统性工程，属于资本市场基础制度的重大调整，涉及主体多，市场影响大，对中介机构的风险控制能力有较高要求，市场各方意见分歧较大，需要进一步开展政策研究和制度准备，逐步形成市场共识。 证监会将坚持稳中求进的原则，深入研究论证推出 T+0 交易的可行性、实施路径等问题。

从证监会答复来看，科创板推出 T+0 尚需时日。假设将来科创板 T+0 推行，相关标的成交量将有大幅抬升，波动率也将加大。此外，由于更高效的价值发现，相关标的或将更多的资金流入。

➢ 证监会：继续推进扩大融券券源

关于优化转融券机制、扩大券源供应，证监会表示，下一步，证监会将继续推进扩大融券券源，进一步完善场内多空平衡机制。增加融券源进一步提升 A 股市场价值发现效率。

➢ 证监会：待评估后将在全市场稳妥推进注册制

证监会表示，将在前期工作基础上，在后续工作中进一步改进完善，并结合创业板指注册制实施情况，全面评估这一机制的运行效果，必要情况下适时调整完善。此外，周五下午召开的证监会新闻发布会上，发言人高莉表示，注册制采取试点先行的原则，目前科创板、创业板已经分步实行了注册制，证监会将在试点基础上进一步评估，待评估后将在全市场稳妥推进注册制。

从表述上来看，全面注册制稳步推行。如果未来推行全面注册制，股票融资效率将获得全面提升，将有更多的 IPO 和更多的资金流入 A 股。

➢ 周度观点

近期美国国债收益率持续上涨，2 月 27 日收盘在 1.407%，导致中美利差持续收窄至 170BP 左右，较去年高点的近 250BP 大幅压缩。就对于 A 股的影响而言，市场担心中美利差收窄会引发外资流入 A 股明显减速。但考虑到我国资本账户管制并未完全放开，中美长债利差和人民币汇率、跨境资本流动尚不存在明显相关性。而且即使 10Y 美债收益率上升至 2%，中美利差收窄至 130BP，按照 2018 年易纲行长“80 至 100 个基点的舒适区间”提法，仍有较强的“安全垫”，无法逆转外资流入的大趋势。在美联储不上调政策利率的前提下，央行上调政策利率应对汇率贬值压力的可能性较小，中美利差收窄主要是情绪层面的冲击，对国内市场影响更多是短期扰动。

从历史上来看，虽然美债利率上升曾经是导致抱团题材估值调整的因素，但影响的主要为周期板块，且触发时点在周期板块业绩增长不能支持高估值的情况下。本次抱团题材主要是消费和科技为主，拥有长期增长逻辑。长期来看随着我国城镇化进程减缓的影响，传统基建受地方政府稳杠杆和去杠杆的影响，传统周期行业难有整体的、大的复苏和繁荣周期。因此，传统周期性行业估值得到合理修复后，市场的长期风格难以逆转，科技和大消费的投资机会还会明显大于传统周期行业。

市场方面，目前沪深 300 指数已回调到一月底的低位，周五成交量跌至一万亿之下。在宏观经济高景气背景下，市场盈利预期并未下降，全球经济复苏引导顺周期板块估值继续抬升，高估值板块或在均线附近止跌，短期市场情绪扰动逐渐减弱，下周指数有望企稳回升。

➢ 周度重点关注板块

板块方面，我们继续推荐顺周期和大金融两手配置，顺周期方向主推有色。美国疫苗接种超预期，预计 6 月可以形成群体免疫。另外，北半球有色需求国疫情普遍显著缓解，疫苗接种进度快。南半球发展中国家疫情控制交差，疫苗储备不足。随着北半球气温升高南半球气温降低，南半球主要有色供给国疫情可能会有反复。当前铜价高于 2009 与 2017 年。而板块估值较 2009 与 2017 仍有差距，有色板块估值仍未充分反映周期价值。短期来看，上周商品市场金属价格快速上涨后存在一定的回调压力，A 股有色板块也有同步调整的可能，建议投资者关注短线回调带来的介入机会。

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。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，期限利差因经济回暖和通胀走强快速升高。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，可重点关注大金融板块。

中国 2 月电影票房达 111.64 亿，刷新全球单月纪录，此外，随着国内疫苗普及和气温回升，疫情收尾预期线推进下活动限制逐步放开，目前档期影片供给充沛，与我们节前预测一致，优质公司将迎来业绩快速反弹，建议投资者下周继续关注影视板块投资机会。

➢ 中长期策略

中长期来看，我们建议投资者持续关注三个方向。顺周期板块：有色、机械、化工。低估值防御板块：大金融。长期优质赛道：医药、光伏、TMT、新基建。

风险方面，需要警惕美国经济复苏+财政支出的挤占效应，会推动美债长期利率上行，外资流入的速度或受影响，A 股的部分核心资产面临价格回调的风险。

➢ 风险提示

中美外交关系恶化；全球经济重启不利，主要经济体债务风险；

目录

一、走势回顾 5

二、策略观点 5

三、本周大类资产表现 8

四、宏观流动性 8

1.利率： 8

2.央行流动性投放： 8

五、市场情绪 9

1.成交量：环比增加 9

2.两融：环比减少 9

六、资金面跟踪 10

1.外资：沪港通净流出，深港通净流出 10

2.基金：仓位上升 10

3.产业资本：净减持 10

七、解禁及新股发行 11

1.解禁：环比扩大 11

2.IPO：募资规模环比扩大 11

八、风险提示 12

一、走势回顾

周五（2 月 19 日），A 股呈 V 字走势，沪深两市收红。上证指数收盘上涨 0.57%报 3696.17 点，深证成指上涨 0.35%报 15823.11 点，创业板指跌 1.04%报 3285.53 点，万得全 A 上涨 0.75%。两市成交额不足 10426 亿元；北向资金实际净买入 95.53 亿元。本周两个交易日，上证指数累计涨 1.12%，深证成指跌 0.87%，创业板指跌 3.67%。

二、策略观点

➢ 市场回顾：指数大幅调整，抱团标的领跌

本周，A 股出现大跌，沪深 300 指数跌幅超 7%，指数回吐节前涨幅，抱团龙头股大幅调整，低估值板块韧性较强。其中消费板块如食品饮料、休闲服务、家用电器、汽车、医药生物等节前缩量上涨的板块跌幅较大；低估值板块如建筑装饰、房地产、钢铁、公共事业等板块涨幅居前。我们认为由于前期指数和热门标涨速过快，叠加美债利率攀升和香港印花税上调等因素，短期市场出现明显的避险情绪，造成了上周的大幅调整。

➢ 国新办举行国企改革发展情况新闻发布会

2 月 23 日国新办举行的国企改革发展情况新闻发布会上，国务院国资委主任郝鹏透露了 2021 年中央企业经营目标，其中包括推动国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业领域集中，加大对国防军工、能源资源粮食供应、骨干网络、新型基础设施等领域的投入。

国企改革规划重点涉及军工和通信领域，2021 年对于相关领域投资增加，利好长期行业发展，目前板块估值水平处于历史中低位，中期可持续关注。

➢ 香港上调股票印花税

2 月 24 日午间，香港财政司司长陈茂波在香港立法会上公布 2020 年至 2021 年度财政预算案。会上，陈茂波表示，经充分考虑对证券市场和国际竞争力的影响后，决定提交法案调整香港股票印花税税率，由现目前买卖双方按交易金额各付 0.1%，提高至 0.13%。

受香港上调印花税消息影响，恒生指数当日盘中放量杀跌，截至收盘恒生指数跌 2.99%，报 29718.24 点。A 股也明显受到波及，上证指数跟随恒生指数出现下跌，盘中最大跌幅一度接近 3%。我们认为，该消息对于 A 股没有实质性的影响，短期情绪面的冲击或将逐步消退，中期来看，该消息反而有望利好北向资金流入，未来北向资金仍将持续流入。

➢ 证监会重点回应了科创板 T+0 制度话题

在《关于政协十三届全国委员会第三次会议第 0123 号提案的答复》中，证监会明确表示，在科创板交易机制方面，推出 T+0 交易是一项系统性工程，属于资本市场基础制度的重大调整，涉及主体多，市场影响大，对中介机构的风险控制能力有较高要求，市场各方意见分歧较大，需要进一步开展政策研究和制度准备，逐步形成市场共识。 证监会将坚持稳中求进的原则，深入研究论证推出 T+0 交易的可行性、实施路径等问题。

从证监会答复来看，科创板推出 T+0 尚需时日。假设将来科创板 T+0 推行，相关标的成交量将有大幅抬升，波动率也将加大。此外，由于更高效的价值发现，相关标的或将更多的资金流入。

➢ 证监会：继续推进扩大融券券源

关于优化转融券机制、扩大券源供应，证监会表示，下一步，证监会将继续推进扩大融券券源，进一步完善场内多空平衡机制。增加融券源进一步提升 A 股市场价值发现效率。

➢ 证监会：待评估后将在全市场稳妥推进注册制

证监会表示，将在前期工作基础上，在后续工作中进一步改进完善，并结合创业板指注册制实施情况，全面评估这一机制的运行效果，必要情况下适时调整完善。此外，周五下午召开的证监会新闻发布会上，发言人高莉表示，注册制采取试点先行的原则，目前科创板、创业板已经分步实行了注册制，证监会将在试点基础上进一步评估，待评估后将在全市场稳妥推进注册制。从表述上来看，全面注册证稳步推行。

➢ 周度观点

近期美国国债收益率持续上涨，2 月 27 日收盘在 1.407%，导致中美利差持续收窄至 170BP 左右，较去年高点的近 250BP 大幅压缩。就对于 A 股的影响而言，市场担心中美利差收窄会引发外资流入 A 股明显减速。但考虑到我国资本账户管制并未完全放开，中美长债利差和人民币汇率、跨境资本流动尚不存在明显相关性。而且即使 10Y 美债收益率上升至 2%，中美利差收窄至 130BP，按照 2018 年易纲行长“80 至 100 个基点的舒适区间”提法，仍有较强的“安全垫”，无法逆转外资流入的大趋势。在美联储不上调政策利率的前提下，央行上调政策利率应对汇率贬值压力的可能性较小，中美利差收窄主要是情绪层面的冲击，对国内市场影响更多是短期扰动。

从历史上来看，虽然美债利率上升曾经是导致抱团题材估值调整的因素，但影响的主要为周期板块，且触发时点在周期板块业绩增长不能支持高估值的情况下。本次抱团题材主要是消费和科技为主，拥有长期增长逻辑。长期来看随着我国城镇化进程减缓的影响，传统基建受地方政府稳杠杆和去杠杆的影响，传统周期行业难有整体的、大的复苏和繁荣周期。因此，传统周期性行业估值得到合理修复后，市场的长期风格难以逆转，科技和大消费的投资机会还会明显大于传统周期行业。

市场方面，目前沪深 300 指数已回调到一月底的低位，周五成交量跌至一万亿之下。在宏观经济高景气背

景下，市场盈利预期并未下降，全球经济复苏引导顺周期板块估值继续抬升，高估值板块或在均线附近止跌，短期市场情绪扰动逐渐减弱，下周指数有望企稳回升。

➢ 周度重点关注板块

板块方面，我们继续推荐顺周期和大金融两手配置，顺周期方向主推有色。美国疫苗接种超预期，预计 6 月可以形成群体免疫。另外，北半球有色需求国疫情普遍显著缓解，疫苗接种进度快。南半球发展中国家疫情控制交差，疫苗储备不足。随着北半球气温升高南半球气温降低，南半球主要有色供给国疫情可能会有反复。当前铜价高于 2009 与 2017 年。而板块估值较 2009 与 2017 仍有差距，有色板块估值仍未充分反映周期价值。短期来看，上周商品市场金属价格快速上涨后存在一定的回调压力，A 股有色板块也有同步调整的可能，建议投资者关注短线回调带来的介入机会。

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。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，期限利差因经济回暖和通胀走强快速升高。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，未来可关注金融板块。

中国 2 月电影票房达 111.64 亿，刷新全球单月纪录，此外，随着国内疫苗普及和气温回升，疫情收尾预期线推进下活动限制逐步放开，目前档期影片供给充沛，与我们节前预测一致，优质公司将迎来业绩快速反弹，建议投资者下周继续关注影视板块投资机会。

➢ 中长期策略

中长期来看，我们建议投资者持续关注三个方向。顺周期板块：有色、机械、化工。低估值防御板块：大金融。长期优质赛道：医药、光伏、TMT、新基建。

风险方面，需要警惕美国经济复苏+财政支出的挤占效应，会推动美债长期利率上行，外资流入的速度或受影响，A 股的部分核心资产面临价格回调的风险。

三、本周大类资产表现

图 1 本周大类资产表现



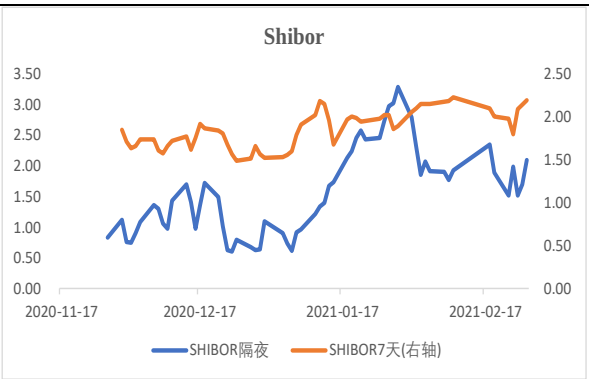
数据来源：wind，山西证券研究所

四、宏观流动性

1.利率：

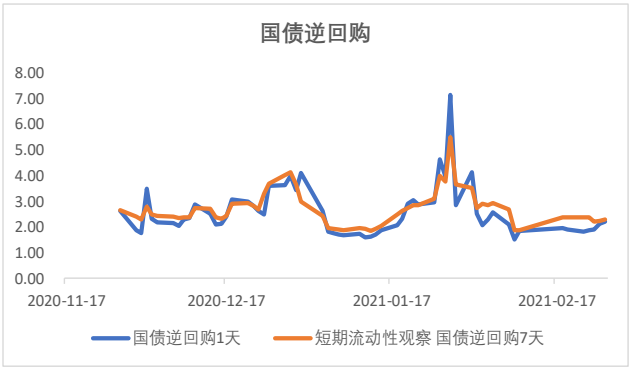
上周五，SHIBOR（隔夜/7 天)收于 2.09%/2.19%，分别上升 21/19bp；国债逆回购利率（1/7 天）收于 2.21%/2.3%，分别上升 31/-7bp；银行间质押式回购利率（1/7 天）收于 2.12%/2.21%，分别上升 30/71bp。

图 2：Shibor



数据来源：wind、山西证券研究所

图 3：国债逆回购

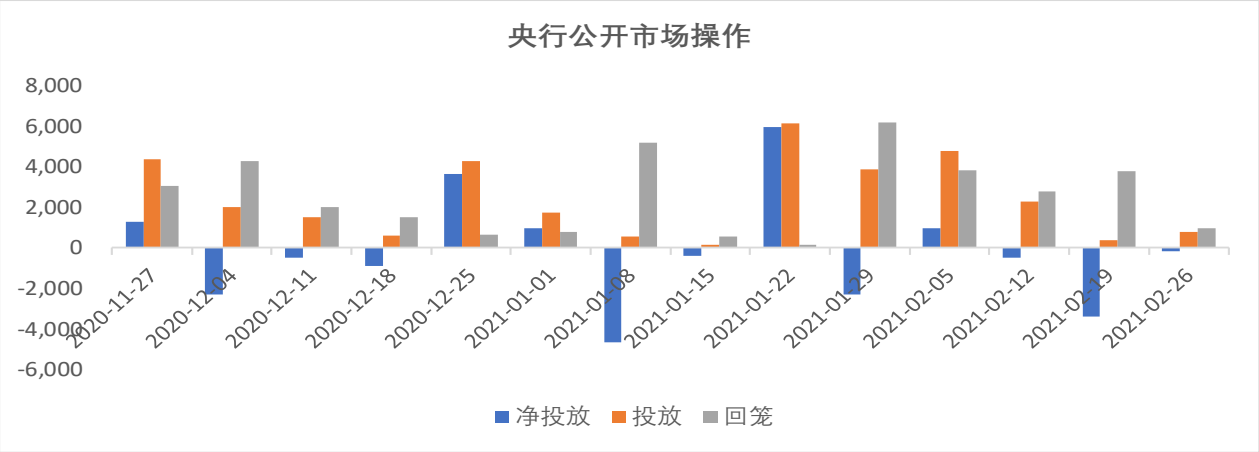


数据来源：wind、山西证券研究所

2.央行流动性投放：

本周，央行投放 800.00 亿元，回笼 950.00 亿元，净回笼 150 亿元。

图 4：央行公开市场操作



数据来源：wind、山西证券研究所

五、市场情绪

1.成交量：环比增加

本周，沪深两市成交额（周）为 52198.59 亿元，相较上周增加，前值为 21277.62 亿元。成交额占流通市值比例为 7.96%，相较上周上升，前值为 3.13%。

2.两融：环比减少

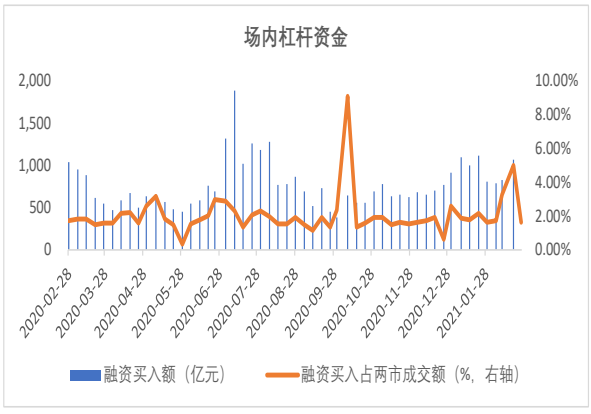
本周融资买入额为 847.07 亿元，相较前一周四减少，前值为 1062.27 亿元。融资买入占两市成交额占比为 1.62%，相较前一周四下降，前值为 4.99%。

图 5：成交动向



数据来源：wind、山西证券研究所

图 6：场内杠杆资金



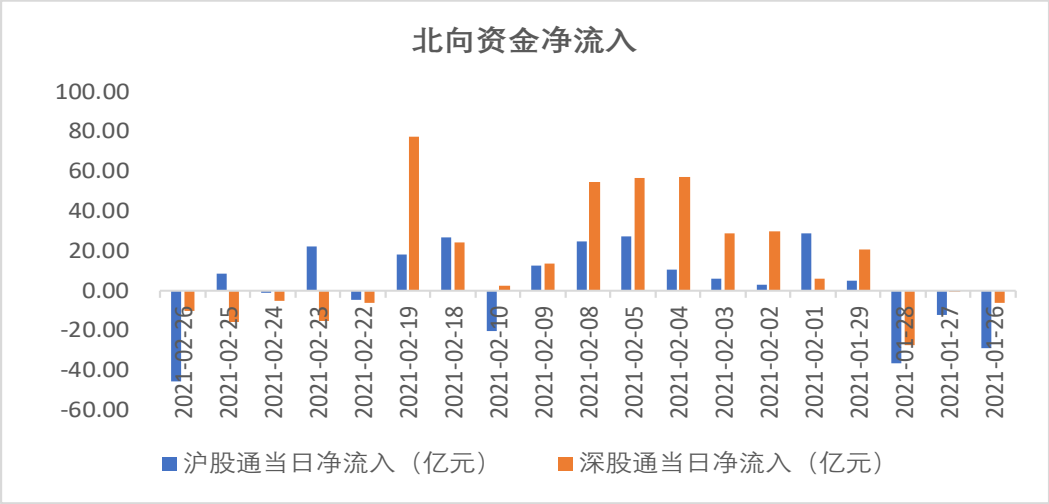
数据来源：wind、山西证券研究所

六、资金面跟踪

1.外资：沪港通净流出，深港通净流出

本周沪港通北向资金每日净流入额为-4.92、21.95、-1.45、8.4、-45.76 亿元，净流出 21.78 亿元；深港通北向资金每日净流入额-6.23、-15.45、-5.29、-15.74、-10.57 亿元，累计净流出 53.28 亿元。其中近 7 天活跃个股资金净流入排名前五的股票是宁德时代(27.38)亿元、中国平安(13.4)亿元、阳光电源(12.57)亿元、牧原股份(12.11)亿元、万科 A(11.71)亿元。

图 7：北向资金情况



数据来源：wind、山西证券研究所

2.基金：仓位上升

本周，全部基金平均仓位为 67.63 %，相较 5 个交易日前上升 0.57 %；偏股混合型基金平均仓位 88.59 %，相较 5 个交易日前上升 0.55 %。

3.产业资本：净减持

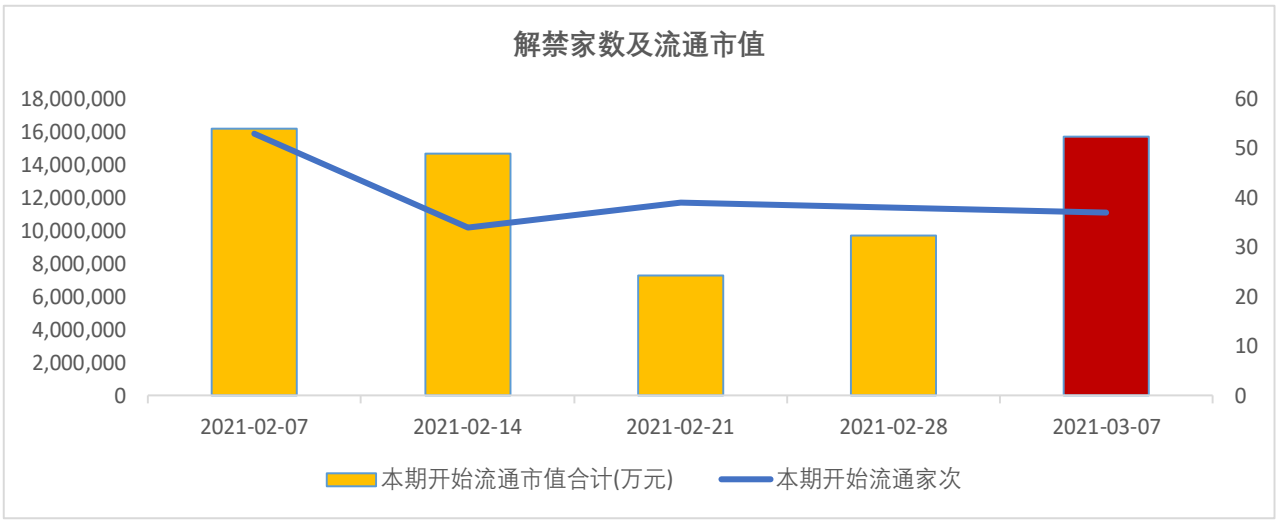
本周，重要股东二级市场净减持股份数合计 15889.55 万股，前值为 16639.59 万股，减持规模缩小；净增持力度居前的为永辉超市、中国宝安、ST 庞大，净减持力度居前的为大北农、搜于特、成都银行。

七、解禁及新股发行

1.解禁：环比扩大

下周开始流通股数合计股 843,284.90 万股，前值为 156,809.14 万股；限售股解禁规模环比扩大。下周开始流通市值为 156,809.14 万元，前值为 97,285.06 万元，环比扩大。

图 8：北向资金情况

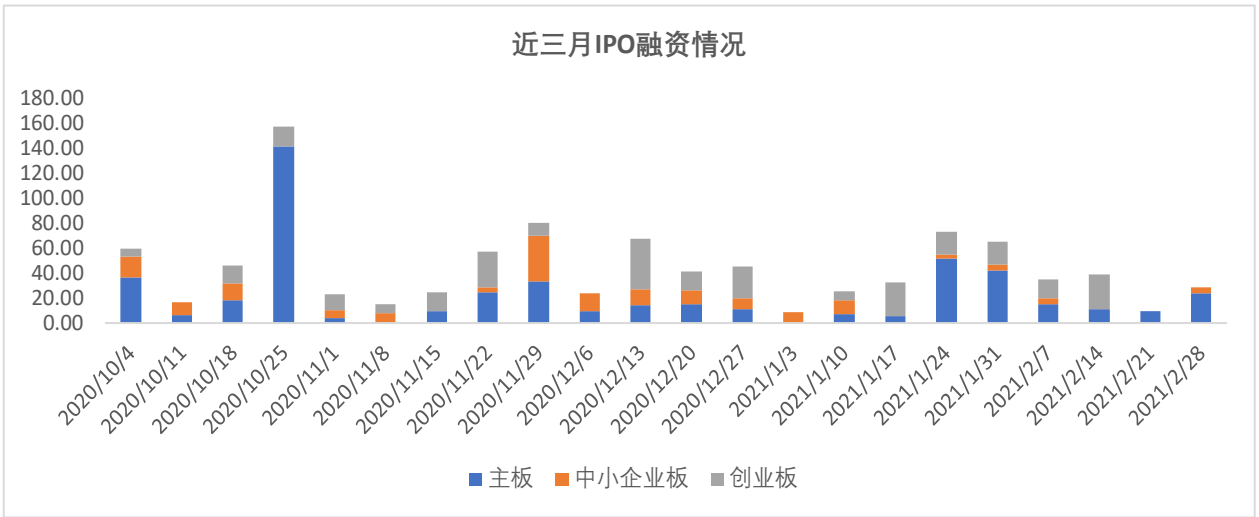


数据来源：wind、山西证券研究所

2.IPO：募资规模环比扩大

本周，IPO 拟募集资金净额为 28.21 亿元，前值为 9.35 亿元，募资规模扩大。

图 9：IPO 融资情况



数据来源：wind、山西证券研究所

八、风险提示

1. 国内货币宽松政策过早退出
2. 中美外交关系恶化
3. 全球经济重启不利，主要经济体债务风险

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。

免责声明：

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。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336