太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-02-21

投资策略报告

布局风格切换，春节躁动仍在途中

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：

《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
《外围风险缓和，情绪修复带动反弹》——2020/11/8

核心结论：布局风格切换，春节躁动仍在途中。美联储保持鸽派，“实质性”通胀是其关注重点，短期外围流动性将延续宽松友好。不应过度放大近期国内央行缩量投放所代表的信号，目前市场资金价格保持平稳，短期国内货币维持紧平衡，过于悲观的流动性预期将有望修正。国内经济仍在复苏中，但春节消费需求整体略显疲软，货币转向也不具备经济基础。弱美元背景下，外资流入有望持续，公募产品发行保持高位，增量资金仍充裕。历史上，A股易于在春节后流动性改善、政策刺激窗口下逐渐走强，2021 年春节节后 A 股市场仍表现为“开门红”，只不过交易经济复苏、温和通胀的顺周期是其核心抓手。后续 A 股保守情绪将有望在流动性预期修正、两会政策等催化下出现修复，春季躁动仍在途中。

美联储延续鸽派，关注“实质性”通胀。1 月美联储货币政策会议纪要基本延续了 2 月 11 日鲍威尔的鸽派表态。在此次纪要中，美联储对经济基本面的判断较此前弱化，打消了市场对美联储退出宽松的担忧。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。但未来，若观察到就业与通胀目标取得“实质性”进展，美联储也存在调整当前货币政策立场的可能，时点和节奏仍值得持续追踪。

春节消费整体偏疲软，货币转向不具备经济基础。2 月 17 日公布的春节消费数据显示，全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元人民币，比去年春节黄金周增长 28.7%，比 2019 年春节黄金周增长 4.9%。此次公布春节数据为“全国重点”，与以往公布的全国整体口径不同，2020 年新冠疫情对中小企业冲击更大，疫后重点企业的修复可能主要受益于对中小企业的挤出，由此全国整体的同比数据可能较全国“重点”更偏弱。即使不考虑口径，为剔除 2020 年疫情低基数，2021 年春节较 2019 年增长的情况更能反应消费需求的真实面貌，而该同比仅有 4.9%，较 2020 年十一该指标 4.9%未有改观，显著低于疫情前同比增长 8.5%左右的水平，可见整体消费需求依然较弱，国内货币政策也难言转向。

不应放大央行缩量投放影响，资金价格仍平稳。2 月 18 日和 19 日央行对逆回购均有缩量投放，我们认为不需过度悲观解读，并进一步放大为货币收紧的信号。一方面，央行公开市场操作是对银行体系流动性进行“削峰填谷”，如若将央行操作作为“因”、市场流动性作为“果”，可能反而颠倒了因果关系，当市场流动性宽松时，央行公开市场操作更倾向于净回笼以“填谷”。另一方面，春节后现金回笼，银行体系流动性得以补充，央行相应回收基础货币以使资金供需保持平衡，央行操作仅是银行体系流动性多种影响因素之一，不可过度放大单一因素的单边影响，而忽略了整体的动态结果。

配置建议：布局风格切换，关注细分行业龙头。1）货币“紧平衡”中回归业绩：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值：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”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

风险提示：货币收紧；中美关系超预期恶化

目 录

核心结论:布局风格切换，春节躁动仍在途中 4
1、美联储延续鸽派，关注“实质性”通胀 4
2、春节消费整体偏疲软，货币转向不具备经济基础 5
3、不应放大央行缩量投放影响，资金价格仍平稳 6
4、布局风格切换，春节躁动仍在途中 7

图表目录

图表 1：美国当周初次申请失业金人数保持在相对高位 5
图表 2：目前美国通胀数据远低于目标的 2% 5
图表 3：美国 10 年期盈亏平衡通胀率升至 2014 年以来高位 5
图表 4：疫情前黄金周零售和餐饮企业销售额同比保持 8.5%左右的水平 6
图表 5：2 月 19 日 DR007 加权平均利率降至 1.9951% 7
图表 6：近期质押式回购成交额已回落至 3 万亿正常水平 7
图表 7：2 月偏股公募发行保持在 20 年 11 月以来高位 8
图表 8：外资保持持续流入 8
图表 9：中证 500 估值修复明显（截止 2021/2/19） 8
图表 10：化工、有色估值历史百分位分别逼近 65%、80%（截止 2021/2/19） 8

核心结论:布局风格切换，春节躁动仍在途中

美联储保持鸽派，“实质性”通胀是其关注重点，短期外围流动性将延续宽松友好。不应过度放大近期国内央行缩量投放所代表的信号，目前市场资金价格保持平稳，短期国内货币维持紧平衡，过于悲观的流动性预期将有望修正。国内经济仍在复苏中，但春节消费需求整体略显疲软，货币转向也不具备经济基础。弱美元背景下，外资流入有望持续，公募产品发行保持高位，增量资金仍充裕。历史上，A 股易于在春节后流动性改善、政策刺激窗口下逐渐走强，2021 年春节节后 A 股市场仍表现为“开门红”，只不过交易经济复苏、温和通胀的顺周期是其核心抓手。后续 A 股保守情绪将有望在流动性预期修正、两会政策等催化下出现修复，春季躁动仍在途中。

配置建议：布局风格切换，关注细分行业龙头。1）货币“紧平衡”中回归业绩：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值：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”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

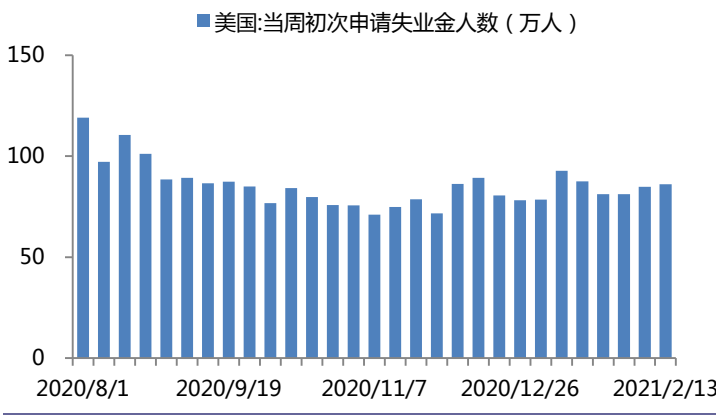
1、美联储延续鸽派，关注“实质性”通胀

北京时间 2 月 18 日凌晨，美联储 FOMC 公布 1 月货币政策会议纪要，基本延续了 2 月 11 日鲍威尔的鸽派表态。在此次纪要中，美联储对经济基本面的判断显示“经济活动和就业复苏的步伐有所放缓”、“当前的经济情况与长期目标相距甚远”、“在实现这些目标之前，政策立场需要保持宽松”，打消了此前 12 月会议纪要中“一旦最大就业和价格稳定目标取得实质性进展，就可以开始逐步减少 QE 规模”讨论引发的担忧。

此外,1 月会议纪要还重申了“需求疲软和早前油价下跌压低了消费者价格通胀”、以及“经济发展将在很大程度上取决于病毒进程”，首次关注疫苗接种进程对经济、就业和通胀的影响，并注意到新冠病毒变种毒株、公众对疫苗的潜在抗拒以及疫苗分发和生产困难等因素带来的风险。结合 2 月 11 月鲍威尔的表态，在未来几个月里，可能会看到通货膨胀数据的上升，但这并不意味着什么；随着经济的重新开放，可能会出现消费的激增，而且强劲的消费增长可能推动价格上涨，但这种增长既不会很大，也不会持续。虽然目前美国 10 年期盈亏平衡通胀率因市场乐观情绪升至 2014 年以来高位，截止 2 月 19 日达到 2.14%，但与“临时”阶段性的通胀相比，美联储更关注“实质性”、持续性的通胀，后续通胀预期和现实可能存在收敛。

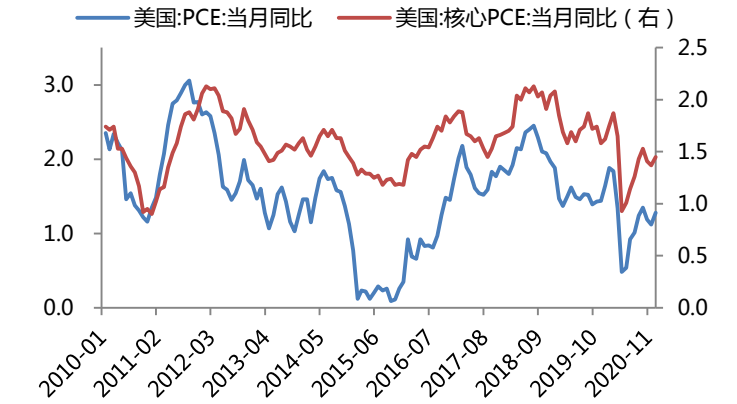
近期美国就业和通胀数据也支撑，美联储短期难以逐步退出货币宽松。截至 2021 年 2 月 13 日当周初次申请失业金人数较 2020 年 11 月低位仍攀升，保持在高位；12 月物价指数 PCE 和核心 PCE 分别为 1.28%和 1.45%，均远低于目标的 2%，且远低于 2020 年初疫情前水平。但未来，若观察到就业与通胀目标取得“实质性”进展，美联储也存在调整当前货币政策立场的可能，时点和节奏仍值得持续追踪。

图表 1：美国当周初次申请失业金人数保持在相对高位



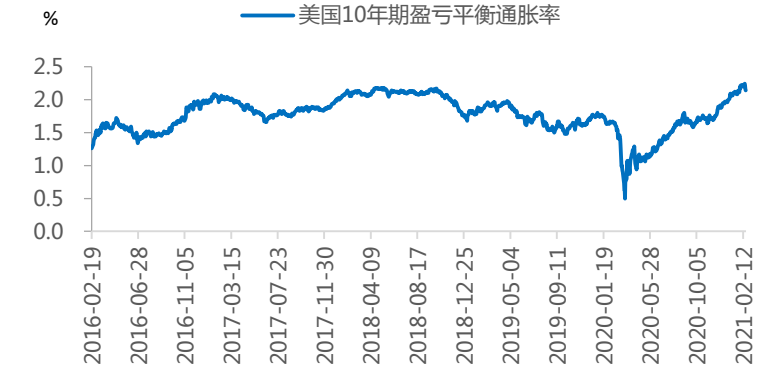
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：目前美国通胀数据远低于目标的 2%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：美国 10 年期盈亏平衡通胀率升至 2014 年以来高位



资料来源：Federal Reserve Economic Data，太平洋证券整理

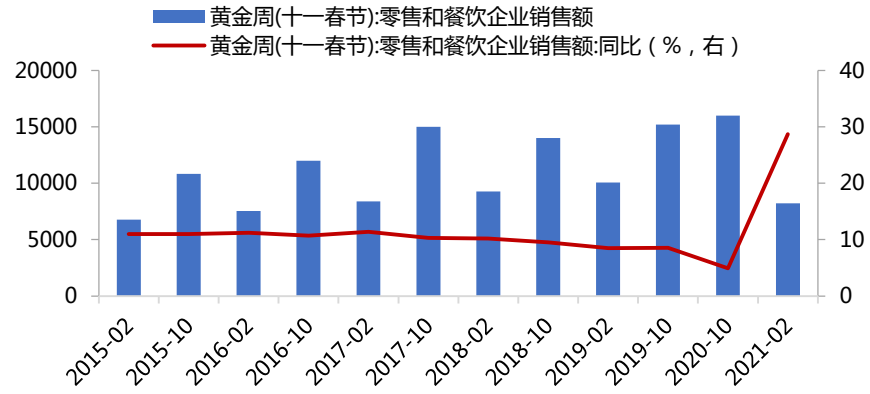
2、春节消费整体偏疲软，货币转向不具备经济基础

中国商务部 2 月 17 日公布的春节消费数据显示，今年除夕至正月初六（2 月 11 日-17 日）全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元人民币，比去年春节黄金周增长 28.7%，比 2019 年春节黄金周增长 4.9%。此次商务部公布数据为“全国重点零售和餐饮企业实现销售额”，与以往公布的“全国零售和餐饮企业实现销售额”口径不同，考虑到可比性，我们仅能假定全国“重点”足以代表全国整体，但现实中，2020 年新冠疫情

对中小企业冲击更大，疫后重点企业的修复可能主要受益于对中小企业的挤出，由此全国整体的同比数据可能较全国“重点”更偏弱。

即使不考虑指标口径的影响，为剔除 2020 年疫情低基数，2021 年春节较 2019 年增长的情况更能反应消费需求的真实面貌，而该同比仅有 4.9%，较 2020 年十一国庆节全国零售和餐饮企业实现销售额同比 4.9%未有明显改观，不仅显著低于疫情前同比增长 8.5%左右的水平，更没有体现出疫后“报复性”消费的更高增长。可见，相对于春节期间电影、线上消费、本地旅游等局部“就地过年”政策相关的消费有明显改观外，2021 年春节数据所反应的整体消费需求依然较弱，反观之，后续仍有修复的空间。在我国失业率居高、消费修复疲弱的经济压力背景下，国内货币政策也难言转向。

图表 4：疫情前黄金周零售和餐饮企业销售额同比保持 8.5%左右的水平



资料来源：Wind，太平洋证券整理

3、不应放大央行缩量投放影响，资金价格仍平稳

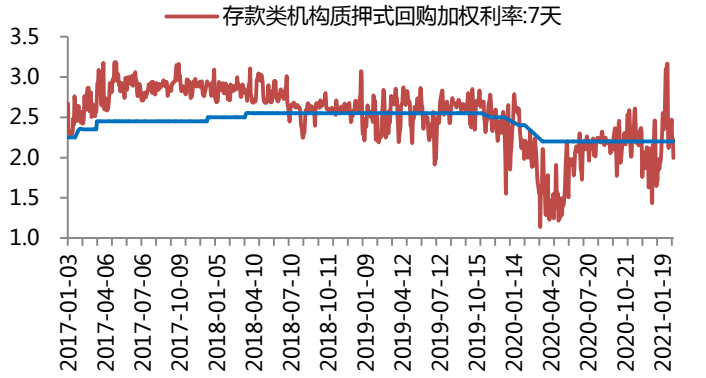
年后首日 A 股高开低走，市场普遍将原因归咎于当日公开市场缩量操作引发的流动性收紧担忧。2 月 18 日公开市场存在 2800 亿逆回购和 2000 亿 MLF 到期，而央行在等量续作 2000 亿 MLF 的同时，仅投放 200 亿逆回购，由此形成当日公开市场净回笼了 2600 亿元。2 月 19 日央行公开市场开展 200 亿元 7 天期逆回购操作，叠加 1000 亿元逆回购到期，净回笼 800 亿元。但结合价格数据来看，截止 2 月 19 日 DR007 加权平均利率降至 1.9951%，稳定在 2.2%附近，量价显现“背离”。此外，前期央行货币边际收紧，主要是基于抑制杠杠套息等投机行为，而近期质押式回购成交额已有此前 5 万亿左右的高位回落至 3 万亿左右的正常水平，市场行为在向好的方向转变，在政策立场“不急转弯”的背景下，央行似乎并未有短期主动收紧货币的动机。

我们认为，不需过度悲观解读近期的央行缩量操作，并进一步放大为货币收紧的信号。一方面，央行公开市场操作是对银行体系流动性进行“削峰填谷”，以被动“对冲”

为主，如若将央行操作作为“因”、市场流动性作为“果”，可能反而颠倒了因果关系，造成误读，当市场流动性宽松时，央行公开市场操作更倾向于净回笼以“填谷”。

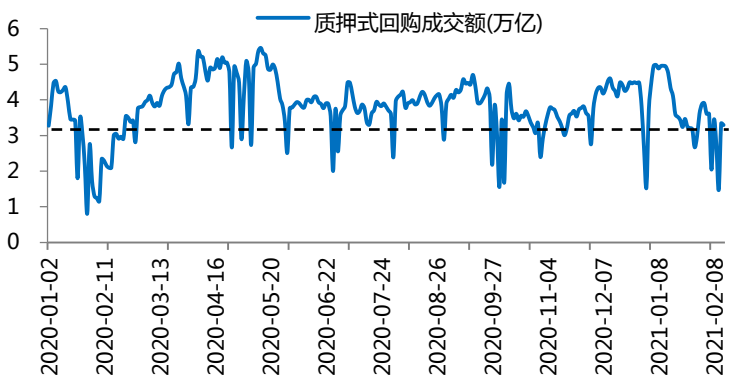
另一方面，春节后现金回笼，银行体系流动性得以补充，央行相应回收基础货币以使资金供需保持平衡，央行操作仅是银行体系流动性多种影响因素之一，此外还包括现金投放/回笼、财政收入/支出、外汇流入/流出等多种因素，不可过度放大单一因素的单边影响，而忽略了整体的动态结果。央行公开市场操作传导至市场资金价格变化的影响才是核心，公开市场操作是从“量”上的灵活变化引导市场利率围绕政策利率波动，进而保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

图表 5：2 月 19 日 DR007 加权平均利率降至 1.9951%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：近期质押式回购成交额已回落至 3 万亿正常水平



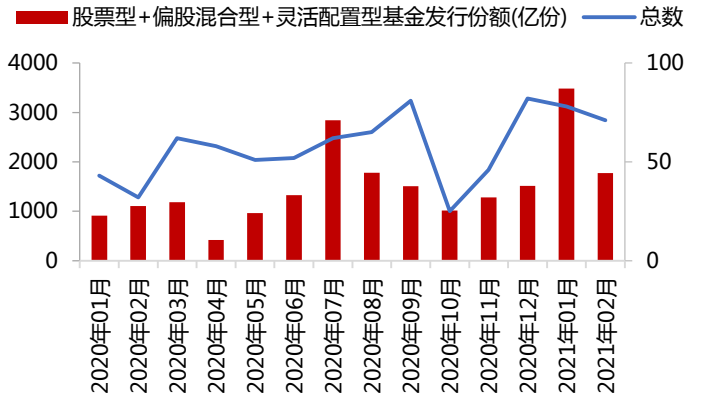
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、布局风格切换，春节躁动仍在途中

美联储保持鸽派，“实质性”通胀是其关注重点，短期外围流动性将延续宽松友好。不应过度放大近期国内央行缩量投放所代表的信号，目前市场资金价格保持平稳，短期国内货币维持紧平衡，过于悲观的流动性预期将有望修正。国内经济仍在复苏中，但春节消费需求整体略显疲软，货币转向也不具备经济基础。弱美元背景下，外资流入有望持续，公募产品发行保持高位，增量资金仍充裕。历史上，A 股易于在春节后流动性改善、政策刺激窗口下逐渐走强，2021 年春节节后 A 股市场仍表现为“开门红”，只不过交易经济复苏、温和通胀的顺周期是其核心抓手。后续 A 股保守情绪将有望在流动性预期修正、两会政策等催化下出现修复，春季躁动仍在途中。

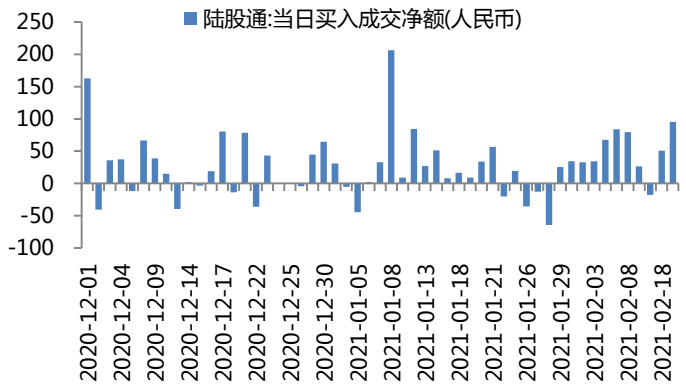
配置建议：布局风格切换，关注细分行业龙头。1）货币“紧平衡”中回归业绩：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

图表 7：2 月偏股公募发行保持在 20 年 11 月以来高位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：外资保持持续流入



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：中证 500 估值修复明显（截止 2021/2/19）

	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	1.91	61.6%	17.41	77.6%	10.89	5.39
	上证 50	1.63	48.4%	14.93	72.5%	10.27	4.52
	中小板指	5.30	79.0%	39.23	81.8%	11.94	6.29
	创业板指	8.96	94.9%	71.05	90.5%	10.76	2.88
	中证 500	2.13	21.9%	29.59	36.5%	5.28	7.43
	创业板 50	10.52	95.2%	84.69	91.4%	13.04	2.32

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：化工、有色估值历史百分位分别逼近 65%、80%（截止 2021/2/19）

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	1.15	6.7%	17.15	35.2%	4.11	12.85
	化工	3.07	69.2%	37.06	64.1%	18.73	10.79
	钢铁	1.06	22.7%	15.67	34.5%	7.72	7.08
	有色金属	3.27	55.8%	57.76	79.7%	18.47	20.16
	建筑材料	2.38	45.0%	16.09	15.4%	10.09	8.22
	建筑装饰	0.85	0.5%	8.54	0.4%	1.49	7.92
	电气设备	4.75	73.0%	53.00	80.0%	10.54	4.09
	机械设备	2.88	46.1%	32.58	51.2%	7.24	7.52
	公用事业	1.36	2.0%	18.07	7.1%	-3.38	5.59
	交通运输	1.57	25.6%	26.61	64.4%	2.90	7.81
消费	汽车	2.57	53.8%	35.04	80.4%	7.58	5.33
	家用电器	4.20	95.6%	28.56	66.4%	0.58	1.58
	纺织服装	1.77	15.7%	35.82	60.8%	-3.59	6.97

	轻工制造	2.18	38.4%	28.66	32.2%	10.50	5.19
	商业贸易	1.37	1.3%	26.29	36.1%	-3.16	7.28
	农林牧渔	4.22	70.4%	19.07	2.5%	16.45	11.63
	食品饮料	12.30	99.9%	61.18	94.7%	12.39	4.55
	休闲服务	9.58	99.1%	204.99	99.9%	24.15	8.09
	医药生物	5.08	77.6%	48.55	76.9%	7.75	3.31
金融	房地产	1.12	0.4%	8.42	0.8%	-1.58	4.84
	银行	0.81	8.2%	8.29	46.7%	14.34	0.93
	非银金融	1.88	17.9%	16.82	18.6%	-3.85	5.84
成长	国防军工	3.35	63.1%	68.19	60.7%	-10.17	5.90
	电子	4.40	80.1%	51.57	52.8%	3.17	7.07
	计算机	4.18	50.1%	70.10	84.3%	-2.01	8.30
	传媒	2.63	10.8%	38.50	21.7%	1.61	6.49
	通信	2.25	29.4%	35.83	32.4%	-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。