策略研究

行情第三阶段继续加配周期和低位价值股

周度策略 2021 年 2 月 22 日

报告摘要：

● **市场已处于以风险偏好对冲流动性收缩的行情第三阶段**

市场开始进入行情第三阶段，科技股、消费股如果没有出现明显回调，继续上涨的空间就比较有限，资金会开始从抱团向其他相对估值洼地的板块流动，风格上会向价值和周期倾斜。12 月下旬以来的港股行情就是典型迹象，年后以来可以观察到资金加速向周期和低位价值个股调仓。

● **抱团板块为何下跌兼论中小市值策略的可行性**

近期抱团板块的下跌体现的是市场主流资金加速调仓，主要原因有两个：

1、 前期强势板块股价已计入的预期较满，近期未有明显进一步利好，高估值本身就是调仓换股的原因。

2、 A 股本轮行情中部分高确定性标的估值体系从 PEG、PE 切换为 DCF，贴现率上行对估值是很大的风险点，然后会通过同业公司比较带动板块内估值水平一同下行。

近期市场对中小市值策略的讨论颇为热烈，我们预计中小市值不会成为下一轮主流配置方向：

1、 首先并不存在单独的中小市值策略一说，配置中小市值个股本质上是去买入低确定性标的，风险收益比不高。

2、 另外中小市值想要有持续性的脱颖而出，流动性和产业趋势缺一不可，当前也并不具备这两个基础条件

● **再通胀和疫后复苏预期加速兑现**

年后上游周期品涨幅明显，我们分析主要有四点原因，对应两大趋势和两个催化：

1、 趋势一是疫苗接种继续加速，全球疫情缓和的预期不断强化。

2、 趋势二是美联储的表态体现了其对通胀容忍度较大，通胀的上行空间由此打开。

3、 催化一是三月初即将落地的美国财政刺激。

4、 催化二是仅前期北美极端天气短期压制了美国的能源供应。

推演来看，后续决定周期品行情持续性的主要是一正一负两个因素：疫后全球经济复苏弹性和供需错配改善情况，需要持续跟踪观察。从投资组合的角度，首选基本面基础更好，主要受益产业链横向扩张和品类拓展的石化、基化，弹性涨价品种关注铜、铝、煤炭，以及新能源产业链的锂、钴。

● **配置建议**

建议关注：

1、 受益中期复苏预期和通胀预期的：石化、有色、基化

2、 受益疫情后服务业复苏的：餐饮、酒店、旅游、航空

3、 景气度见底、前期估值受压的：保险、通信、计算机、游戏

4、 港股三大配置方向：1）A 股稀缺标的；2）高确定性行业龙头；3）AH 低估个股

● **风险提示**

海外经济恶化，疫苗进展不利

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001

电话： (8610)85127632

邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理：钱力

执业证号： S0100119070037

电话： (021)60876719

邮箱： qianli@mszq.com

相关研究

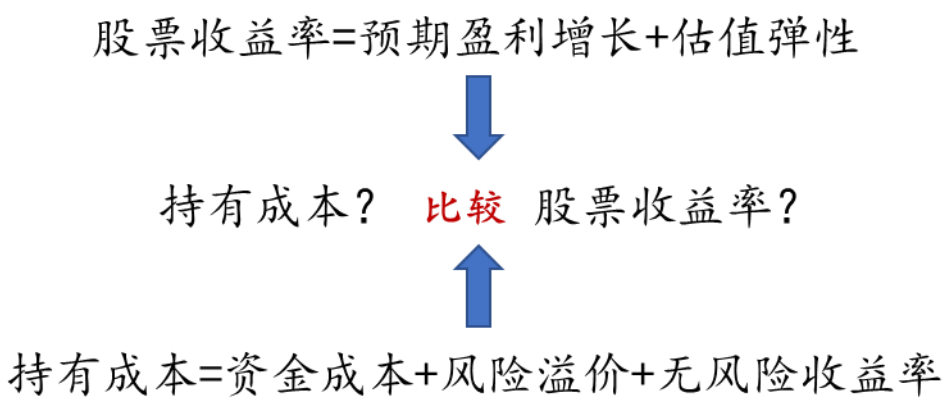
目录

1 市场已处于以风险偏好对冲流动性收缩的行情第三阶段.....3
2 抱团板块为何下跌兼论中小市值策略的可行性.....4
3 再通胀和疫后复苏预期加速兑现.....6
4 配置建议.....8
插图目录.....9

1 市场已处于以风险偏好对冲流动性收缩的行情第三阶段

资产的配置价值就取决于资产预期收益率与资金持有成本的比较，资金的持有成本越低，越能接受长期年化复合收益越低的资产。拆分来看，资金的持有成本由三部分组成：资金本身的成本、风险溢价、机会成本（无风险收益率）。

图 1：资产的配置价值取决于预期收益率和资金持有成本的比较



资料来源：民生证券研究院整理

复盘疫情以来的主要行情，经济环境预期越不乐观，投资者的风险偏好也就越低，使得风险溢价趋于下行，叠加流动性加大宽松推动以债券收益率为代表的无风险利率下行，资金的持有成本非常低廉，这一阶段主要交易的是业绩确定性较高的消费股。典型代表如调味品，估值体系由 PE 向 DCF 切换，业绩展望期也一再拉长。

随着疫情见顶，流动性维持宽松，无风险收益率见底，投资者的风险偏好开始抬升，此时有明确产业趋势的成长股既能满足长期增长的确定性要求，又能有更高的预期收益率以平衡资金成本的回升，从而得到投资者追捧，此时交易的主要是和经济周期关系较弱的科技股。在本轮资本市场周期内，诸如半导体、锂电、光伏等赛道涨幅显著。

随着疫情进入尾声，经济复苏的预期走强，资金的风险偏好进一步抬升，同时受紧缩预期影响，无风险收益率也明显上行，资金的成本整体上移，但预期收益率仍然维持高位。**市场开始进入第三阶段，科技股、消费股如果没有出现明显回调，继续上涨的空间就比较有限，资金会开始从抱团向其他存在相对估值洼地的板块流动，风格上会向低位价值和周期倾斜。12 月下旬以来的港股行情就是典型迹象，年后以来可以观察到资金加速向周期和低位价值个股调仓换股。**

2 抱团板块为何下跌兼论中小市值策略的可行性

近期抱团板块的下跌体现的是市场主流资金加速调整仓位，主要原因有两个：

前期强势板块股价已计入的预期较满，近期未有明显进一步利好，高估值本身就是调仓换股的原因。前期的强势板块主要集中在白酒、新能源、医药。白酒股节前的上涨过快提前透支，叠加春节后会进入白酒淡季，景气度方面催化较少，因此虽然春节期间销售情况较好也未能继续带动股价上涨。锂电和光伏本身就处于估值高位，前者处于信息真空期，后者有价格下行，真实需求存疑的短期担忧有待继续验证，但产业趋势的中长期逻辑仍在，因此主要表现为高确定性龙头公司震荡走平，其余公司下行。医药股受制于海外疫情控制和疫苗进展加速，叠加估值高位，博弈景气度的短期资金开始流出，波动有所加大。

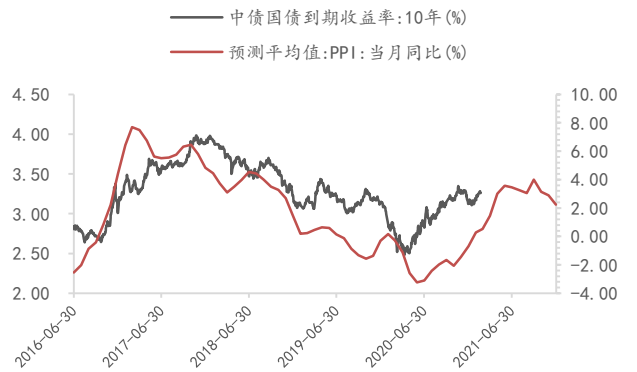
A 股本轮行情中部分高确定性标的估值体系从 PEG、PE 切换为 DCF，贴现率上行对估值来说是很大的风险点，然后会通过同业公司比较带动板块内估值水平一同下行。以往 A 股市场选股更偏好高增长有弹性的中小型公司的原因是，PEG 估值法下增速越高越能带动估值上行，进而和业绩提升一道形成戴维斯双击，收益率明显。本轮行情中，一是受资金机构化影响，二是疫情冲击使得短期一两年内业绩失真，部分高确定性标的估值体系向终值贴现法（DCF）靠拢，依托公司未来预期业绩表现进行贴现进行估值，这一体系下利率水平上升带动贴现率被动上升对估值来说会是很大的风险点。而板块内高确定性龙头公司的估值水平下移会进一步带动板块内其它公司估值水平下移。

图 2：美国利率水平持续上行，且与通胀水平差距较大



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 3：PPI 预测显示国内利率在通胀风险下仍有上行空间



资料来源：WIND，民生证券研究院

近期市场对中小市值策略的讨论颇为热烈，我们预计中小市值不会成为下一轮主流配置方向：

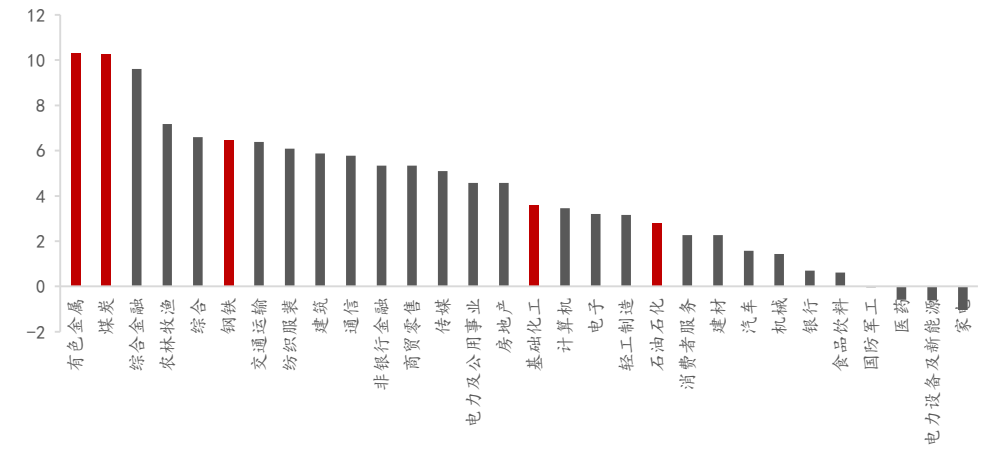
首先并不存在单独的中小市值策略一说，配置中小市值个股本质上是去买入低确定性标的，风险收益比不高。站在当前的时点，中小市值选股对应的思想有三点：一是选择天花板不高所以市值难以大幅扩张的细分赛道的龙头；二是选择热门板块内相对滞涨的非龙头公司；三是选择行业远期有空间，但目前在产业生命周期上还处于较早期的公司。从策略的角度讲，三者的实质都是去下沉选择低确定性标的，我们在年度策略中提出，个股的分类已经不再是单纯大小市值、行业龙头非龙头，而是确定性、景气度、风格三维度的比较。对于资金量较大的机构资金来讲，低确定性标的风险较大，且中小市值使其可加仓的空间有限，放眼整个市场低位价值股、高景气度周期股仍有较大配置空间，因此中小市值并非最佳加仓方向。

另外中小市值想要有持续性的脱颖而出，流动性和产业趋势缺一不可，当前并不具备这两个基础条件。历史上中小市值公司想从低确定性标的跃升为高确定性龙头公司，要么是产业竞争格局发生明显变化，集中度大幅提升，拓展了公司发展空间，典型如本轮行情中的部分机械股。要么是行业本身空间巨大，市值只是受限于产业生命周期仍属早期，发展不确定性较大，一旦产业链壮大，公司的市值就会随着行业整体发展而不断受益，典型如 16 年至今的新能源、10 年之后的消费电子。另外从流动性角度讲，整体宏观流动性趋紧属于确定性趋势，总量流动性不扩张，资金难以持续性的炒短炒小。

3 再通胀和疫后复苏预期加速兑现

年后的行情我们观察到有明显向上游周期品行业切换的迹象，有色、煤炭涨幅均超过 10%，明显强于年前机构抱团板块里的四大主线：食品饮料、军工、医药、电新。

图 4：周期品行业在年后明显领涨（%）

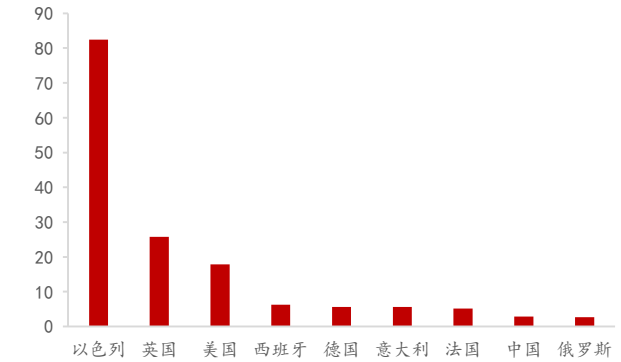


资料来源：Wind，民生证券研究院

周期品明显上涨主要原因有四点，对应两大趋势和两个催化：

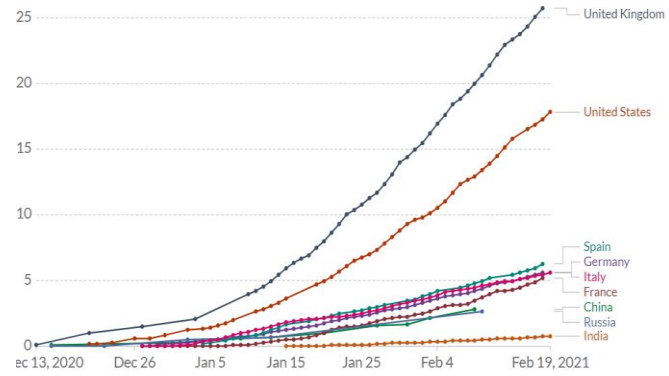
趋势一是疫苗接种继续加速，全球疫情缓和的预期不断强化。从全球每百人疫苗接种数据来看，美国已经达到 17.82，英国则更高达到了 25.73，接种人数还在持续加速。我们在年度策略中详细分析过，最乐观的情景里，最快美国可以在年中实现群体免疫，欧洲可能在夏季末。目前的接种进展显示现实情况正在向这一方向推进 。

图 5：全球主要国家百人疫苗接种率（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：全球主要国家疫苗接种持续加速



资料来源：WIND，民生证券研究院

趋势二是美联储的表态体现了其对通胀容忍度较大，通胀的上行空间由此打开。在一月份的美联储 FOMC 新闻发布会上，美联储主席鲍威尔明确表示，目前仍然认为很可能通胀的上行是基于基数效应，因此是短暂而非长期的，所以要保持耐心，继续维持观望态度。这表明了美联储目前是以经济增长和就业为主要政策目标，收紧的风险至少目前还不会真实发生，也体现了美联储对通胀的容忍度较大，通胀上行的空间可能由此打开。

催化一是三月初即将落地的美国财政刺激。从美国财长的表态来看，近期即将落地的财

政刺激是着眼于疫后经济复苏，必要性很强，如果美国国会通过这一方案，明年美国就能实现充分就业，否则接下来数年内的失业率都会很高。因此虽然最终数额会不及 1.9 万亿美元，但一个大额财政刺激通过的可能性仍然很高。

催化二是近期北美极端天气压制了美国的能源供应。往年冬天气温可能到 20 度的德州近期突然下行至零下二十度，使得页岩油生产陷入停滞。这一突发情况导致的供需错配很可能短期就能被纠正，一是接下来德州的气温就能明显回升至正常情况，页岩油生产会重新恢复，二是 OPEC+和美国原油的潜在产能仍然充足，其中 OPEC+在 2020 年最高达到了 4800 万桶/天，目前在 4000 万桶/天以下，美国在疫情前最高产能为 1300 万桶/天，目前仅为 1000 万桶/天。

推演来看，后续决定周期品行情持续性的主要是一正一负两个因素：疫后全球经济复苏弹性和供需错配改善情况，需要持续跟踪观察。从投资组合的角度，首选基本面基础更好，主要受益产业链横向扩张和品类拓展的石化、基化，弹性涨价品种关注铜、铝、煤炭，以及新能源产业链的锂、钴。

4 配置建议

整体上我们判断，市场已经处于行情的第三阶段，风险偏好对冲宏观流动性收缩成为影响市场的主要因素，风格上会向价值和周期倾斜，因此资金会从抱团向低位价值和周期调仓。建议关注：

1、 受益中期复苏预期和通胀预期的：石化、有色、基化

2、 受益疫情后服务业复苏：餐饮、酒店、旅游、航空

3、 景气度见底、前期估值受压的：保险、通信、计算机、游戏

4、 港股三大配置方向：1）A 股稀缺标的；2）高确定性行业龙头；3）AH 低估个股

插图目录

图 1：资产的配置价值取决于预期收益率和资金持有成本的比较 3
图 2：美国利率水平持续上行，且与通胀水平差距较大 4
图 3：PPI 预测显示国内利率在通胀风险下仍有上行空间 4
图 4：周期品行业在年后明显领涨 6
图 5：全球主要国家百人疫苗接种率 6
图 6：全球主要国家疫苗接种持续加速 6

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

钱力，策略研究助理，美国杜兰大学金融学硕士，四年策略研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。