水落石出，蒸蒸日上

报告日期：2021-02-17

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com

相关报告

1.周报《等待潜在风险落地》2021-02-07
2. 2 月月报《先扬后抑》2021-01-31
3.1 月月报《一山更有一山高》2021-01-03
4.12 月月报《积极可为》2020-11-30

主要观点：

● 水落石出，蒸蒸日上

节前扰动市场的三大潜在风险相继落地，A 股有望再创新高，把握最确定的上涨契机。三大潜在风险是节前 A 股宽幅震荡的主要制约，目前**三大潜在风险均已水落石出，市场情绪也在逐渐恢复。**其一央行短期流动性实行紧平衡的态度 2 月初已经相对明确，前期波动较大的货币操作对市场预期的扰动将会弱化；其二 1 月社融和信贷数据已水落石出，增速有所下滑，但仍显著好于市场预期，信贷是其中的亮点；其三海外股票市场表现良好，2 月 11 日到 16 日春节期间，海外主要股票指数均实现了不同程度上涨，美股三大指、日股和恒生指数纷纷创新高，此前担忧的海外风险事件和市场表现的不确定性解除。潜在风险水落石出后，对全国两会和十四五规划的期待，2 月下旬市场情绪有望开启一轮新的持续上行。春节后 2 月份市场情绪往往都会呈现季节性上行，A 股也取得不错的表现，过去多年皆是如此。**经济方面，2 月和 1 季度是全年经济增长最高光月份和季度。**目前正经历本轮复苏高点，疫情也曲线见顶回落，疫苗接种加速。高频数据延续不错的状态，消费、出口在高景气加持下的低基数上将取得高增长，如节前传统年货消费和节中电影消费等均有不错的增长，而集装箱运价指数维持高景气和全球经济持续复苏也会给出口带来景气持续。投资的高增长主要源于低基数效应。**流动性走向紧平衡态度相对明确，无需担忧货币快速收紧。**2 月初央行短期流动性操作一改大开大合风格，转为谨慎克制紧平衡控制，未来一段时间紧平衡风格有望延续。在经济工作会和货政四季度执行报告坚持“不急转弯”的基调下，且海外流动性维持宽松、国内无通胀压力的背景均不会成为货币政策快速收紧的制约。**整体市场环境，风险偏好有继续上行的基础，股市也将有不错的机会。**

● 行业配置：继续看好化工、银行、半导体

2 月配置继续看好两条主线：一是经济复苏，二是成长板块。经济复苏主线来看，一是疫苗接种推广不断加速，二是就地过年影响下，复产复工周期缩短。另外牛年春节迎来消费开门红，以电影为代表的文化消费强劲趋势带来经济复苏逻辑的强化。成长主线来看，1 月社融同比大超预期，前期扰动市场的流动性担忧大幅减弱，风险偏好的回升令成长板块相对受益。

在经济复苏逻辑强化叠加流动性扰动减弱的推动下，行业延续复苏和成长双主线，重点关注化工、银行和半导体为代表的三类机会：一是化工板块，尽管春节假期带来一部分需求抑制，但在产能检修带来供给不足及下游需求抬升带来的双重推动下将维持高景气，同时美国极寒天气带来原油日产缩减，短期也将提振石化板块情绪。二是持仓底部、估值位于绝对底部，且 2020 年四季度利润增速降幅收窄，资产质量抬升的银行板块。三是下游汽车、电子等行业需求强劲，日本地震令芯片短缺问题加剧的半导体。

● 风险提示

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏不及预期；政策过早转向或理解有偏差等。

正文目录

1 市场观点：水落石出，蒸蒸日上 4
1.1 2 月和 1 季度将是全年经济增长最高光的月份和季度 4
1.2 流动性走向紧平衡，但无需担忧快速收紧 8
1.3 潜在风险水落石出，风险偏好开启节后上行 11
2 行业配置：继续看好化工、银行、半导体 13
2.1 本月首选行业表现回顾：化工领涨，电子表现回暖 14
2.2 首选行业推荐逻辑 14
2.2.1 化工：延续供需错配逻辑，美极寒天气提振石化板块情绪 14
2.2.2 银行：经济复苏回暖推动基本面持续改善 16
2.2.3 半导体：芯片短缺问题加剧，半导体延续高景气 17

图表目录

图表 1 2020 年 2 月社零-20.5%增速的低基数 5
图表 2 2020Q1 社零-19%增速的低基数 5
图表 3 2020 前 2 月出口和净出口均是低基数 6
图表 4 2020Q1 出口和净出口均是低基数 6
图表 5 国际油价持续回升反应全球经济复苏需求旺盛 6
图表 6 北方国际集装箱运价指数维持高位景气 6
图表 7 2020 年 2 月固投-24.5%增速的低基数 7
图表 8 2020Q1 固投-16.1%增速的低基数 7
图表 9 2020 年 2 月份基建-27%增速的低基数 7
图表 10 2020Q1 基建-16%增速的低基数 7
图表 11 2020 年 2 月房产开发投资-16%增速的低基数 7
图表 12 2020Q1 房地产开发投资-7.7%增速的低基数 7
图表 13 2020 年 2 月份制造业投资-31.5%增速的低基数 8
图表 14 2020Q1 制造业投资-25.2%增速的低基数 8
图表 15 历年春节后到 2 月底市场利率变化，多以上行为主 9
图表 16 1 月 CPI 重新转负为-0.3%，不构成货币收紧压力 10
图表 17 PPI 首次回正，但距离通胀的标准还尚远 10
图表 18 节前一周银行间短期市场利率继续小幅回落 11
图表 19 SHIBOR 短端利率节前一周同样小幅回落 11
图表 20 SHIBOR 中期利率继续小幅上行 11
图表 21 10 年期国债收益率继续小幅上行 11
图表 22 春节期间全球主要股指均实现上涨 12
图表 23 历年春节后的 2 月份主要股指均以上涨为主 13
图表 24 2 月第二周化工涨幅居前，电子表现回暖 14
图表 25 化工、电子估值分位显著提升 14
图表 26 化工品价格变动（2 月 8 日-2 月 10 日） 15
图表 27 受美国极寒天气影响，国际油价上涨 16
图表 28 美国原油库存持续下降 16
图表 29 商业银行累计净利润同比增速降幅收窄 17
图表 30 商业银行 2020 年净利润 17
图表 31 商业银行净息差小幅回升 17
图表 32 商业银行不良贷款率下降 17
图表 33 功率半导体下游新能源汽车 1 月销量同比 286% 18
图表 34 首选行业及关注标的 18

1 市场观点：水落石出，蒸蒸日上

节前扰动市场的三大潜在风险相继落地，A 股有望再创新高，把握最确定的上涨契机。三大潜在风险是节前 A 股宽幅震荡的主要制约，站在目前时点，**三大潜在风险均已水落石出，在此过程中市场情绪也在逐渐恢复。**潜在风险之一央行的短期流动性实行紧平衡的态度 2 月初已经相对明确，前期大开大合波动较大的货币操作对市场预期的扰动将会淡化；潜在风险之二 1 月份社融数据和人民币信贷数据已经水落石出，增速有所下滑，但仍是显著好于市场预期，信贷是其中的亮点；潜在风险之三海外股票市场表现良好，从 2 月 11 日起到 2 月 16 日春节期间，海外主要经济体股票市场均取得了不同程度的上涨，其中美股三大股指、日本股市和香港恒生指数纷纷创下新高，此前担忧的春节期间海外风险事件和市场表现的不确定性解除。潜在风险水落石出后，在对全国两会和十四五规划的期待下，2 月下旬市场情绪有望开启一轮新的持续上行。春节后的 2 月份市场情绪往往都会呈现季节性上行，A 股也取得不错的表现，这在过去多年皆是如此。**经济方面，2 月份和 1 季度是全年经济增长最高光的月份和季度。**目前正在经历本轮经济复苏的高点区间，疫情曲线见顶回落，疫苗接种加速。经济高频数据延续不错的状态，其中消费、出口在高景气加持下的低基数基础上将取得高增长，如节前传统年货消费和节中电影消费等均有不错的增长，而集装箱运价指数维持高景气和全球经济持续复苏也会给出口带来景气持续。投资的高增长主要来源于低基数效应。**流动性走向紧平衡的态度相对明确，但并不需要担忧货币政策会快速收紧。**2 月初央行短期流动性操作一改大开大合风格，转变为谨慎克制的紧平衡控制，未来一段时间内这种紧平衡的风格有望延续。但在中央经济工作会议和货币政策四季度执行报告坚持“不急转弯”的基调下，且海外流动性维持宽松、国内无通胀压力的背景均不会成为货币政策快速收紧的制约。**整体市场环境，风险偏好有继续上行的基础，股市也将有不错的机会。**

1.1 2 月和 1 季度将是全年经济增长最高光的月份和季度

经济正行进在本轮复苏的高点区间。首先，从季度维度看，2021Q1 季度将成为本轮经济复苏的高点，这是确定的。其次，从月度维度看，2020 年 2 月份是诸多经济数据的同比增速最低点，甚至低至了-20%多的情况，这同时造成了 2 月份乃至 1 季度数据的低基数效应，因此 2 月份和 1 季度是本轮经济复苏的月份高点和季度高点是大概率事件。无论从季度还是月度维度看，当前经济都行进在本轮复苏最好最高光的时刻。

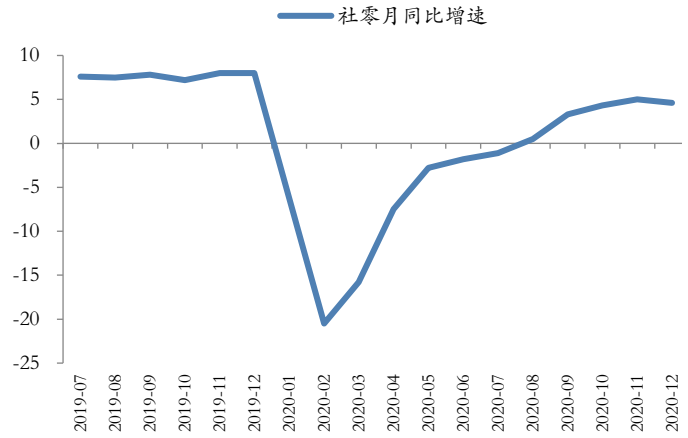
经济高频数据延续不错的状态，其中消费、出口的高增原因在于景气加持下的低基数效应，而投资的高增主要来源于低基数效应，制造业投资更值得关注。

消费板块，2020 年 2 月份和 1 季度的同比增速分别为-20.5%和-19%，目前消

费景气高昂。其中汽车销售方面，根据乘联会的汽车零售数据显示，2 月份第 1 周的周度日均汽车零售同比 1 月份同期增长了 15%，这是一个非常好的销售表现。如果相对 2020 年同期的话，由于基数太低，同比并没有太大的意义，增速达到了 60 倍以上。节前汽车销售景气高昂的原因在于疫情大幅缓解，国家要求返乡政策不加码，延续了 1 月份的汽车销售高景气。小商品零售方面，景气也是步步高升，从 1 月初以来义乌小商品总价格指数便不断上升，截止 2021 年 1 月 31 日，指数报收 102.31 个单位点，较 1 月 10 日的相对低点 100.95 个单位点，提升了 1.38 个单位点，提升是非常显著的，也说明了小商品零售的高景气状态。

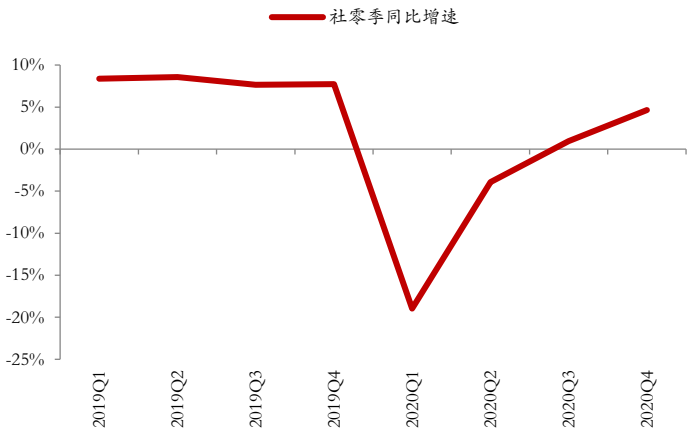
春节前夕和春节期间，部分消费领域的表现也十分亮眼。春节前夕，根据国家税务总局的增值税发票数据显示，2 月 3 日到 9 日，综合零售行业销售收入同比增长了 14.8%，其中食品类消费支出同比增长了 12.2%，尤其是传统年货销售旺盛，如米面粮油、肉禽蛋奶、蔬菜瓜果、糖果零售同比增速分别增了 7.2%、19.4%、16.7%和 11%。其他消费方面如营养保健类年货销售收入同比增速了 7.7%，图书报刊音像制品销售收入同比增长了 13.8%，纺织服装销售收入同比增长了 6.5%等。春节期间最受瞩目的消费在于电影票房收入，在春节档期电影票价上涨的情况下，仍然是一票难求，首日电影票房和春节期间的电影票房收入均刷新了历史记录。

图表 1 2020 年 2 月社零-20.5%增速的低基数



资料来源：乘联会，华安证券研究所。单位：%

图表 2 2020Q1 社零-19%增速的低基数

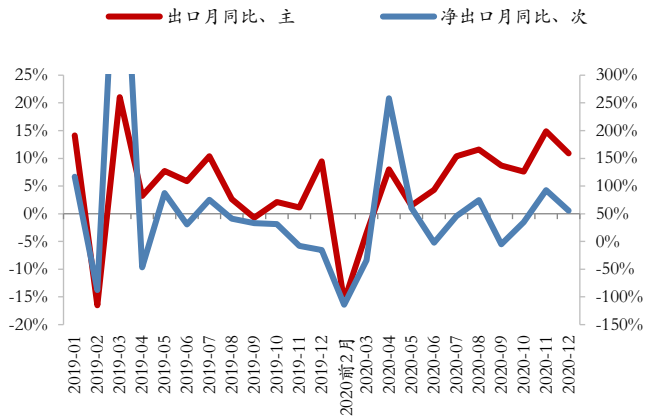


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

出口方面，2020 年前 2 月和 1 季度同比增速分别为-15.8%和-11.44%，目前出口和净出口仍处于高景气状态。高景气主要表现在两个方面：一方面，北方国际集装箱运价指数近期维持在历史高位区间。在经过 10、11、12、1 月份的连续飞速攀升后，集装箱运价指数截止 2 月 10 日收于 1863.26 单位点，较 8 月底的不足 550 点，快速上涨了接近两倍。目前集装箱仍是一箱难求的状态，供不应求的格局十分突出。这可以从两个角度来印证出口的高景气和延续性，一是出口旺盛反应高景气，二是集装箱短缺，出口货物并不能非常及时快速的出去，因此很可能延续延长出口的高景气时间。另一方面，出口驱动力已经由防疫需求转换为海外经济复苏，而海外经

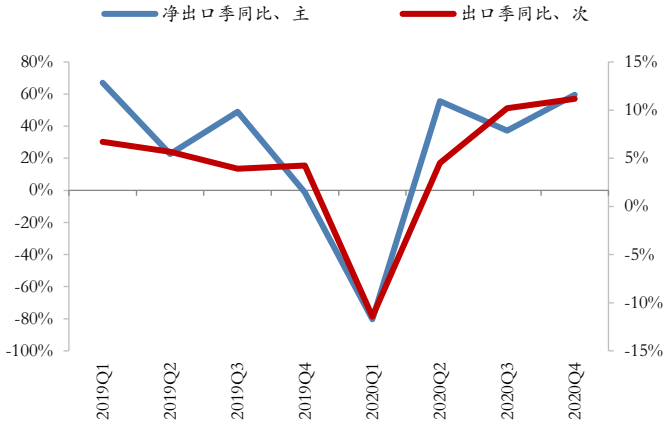
济正处于复苏周期，将为出口提供更重要的保障。2020Q4 季度出口和净出口的驱动因素已经逐步由海外疫情防控需求转为海外经济复苏需求，这在 10 月份的出口结构数据中有所迹象，在随后的 11、12 月出口结构性数据中得到验证。而国际油价的不断持续回升正是全球经济持续复苏的最好体现和印证。

图表 3 2020 前 2 月出口和净出口均是低基数



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 4 2020Q1 出口和净出口均是低基数



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 5 国际油价持续回升反应全球经济复苏需求旺盛



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：美元/桶

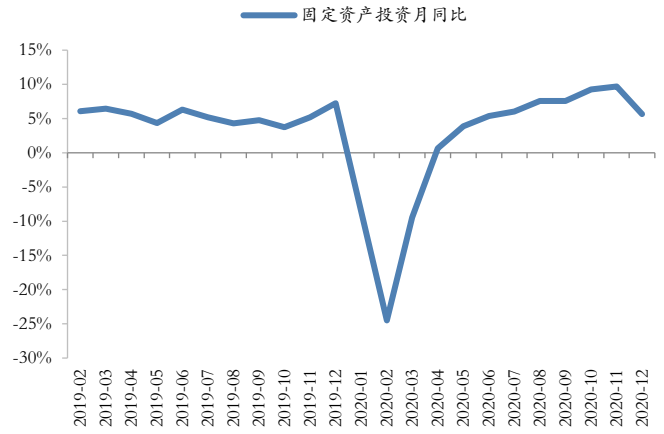
图表 6 北方国际集装箱运价指数维持高位景气



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：点

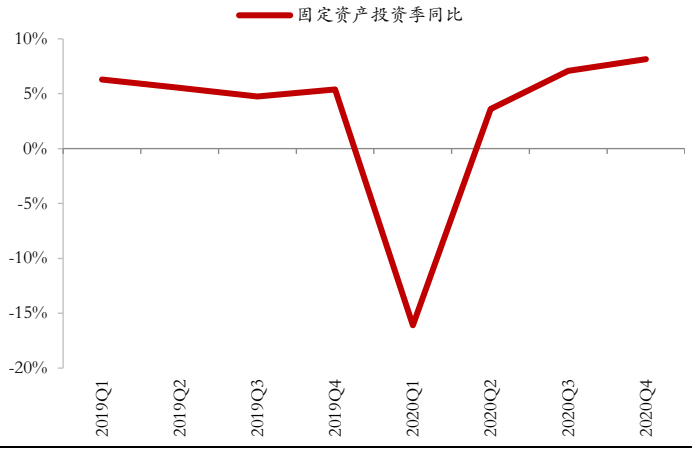
投资层面，固投整体和主要的三块分项数据均在 2020 年 2 月份和 1 季度取得较大低基数。2020 年 2 月份和 1 季度的固定资产投资增速分别为-24.5%和-16.1%；具体到分项数据上，基建投资增速在 2020 年 2 月和 1 季度分别为-27%和-16%；房地产开发投资增速分别为-16%和-7.7%；制造业投资增速分别为-31.5%和 25.2%。足够低的低基数为 2021 年 2 月份的 1 季度的投资高增奠定了最重要的基础。

图表 7 2020 年 2 月固投-24.5%增速的低基数



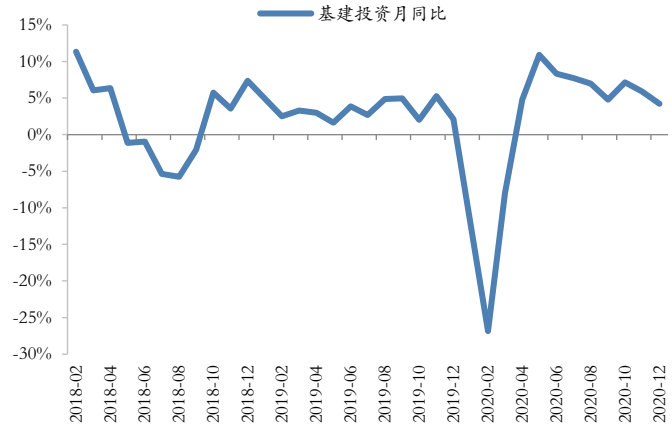
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 8 2020Q1 固投-16.1%增速的低基数



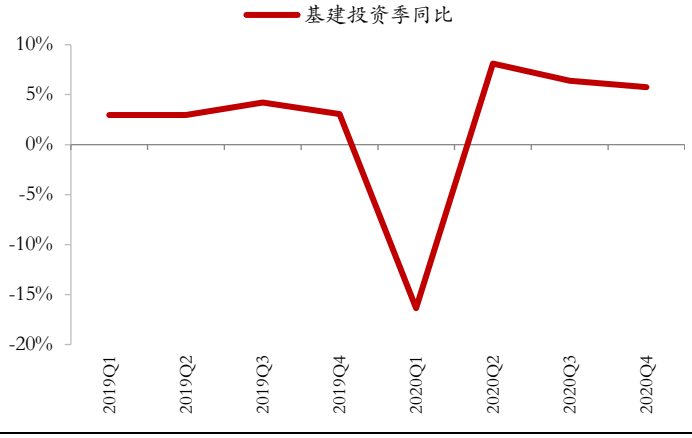
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 9 2020 年 2 月份基建-27%增速的低基数



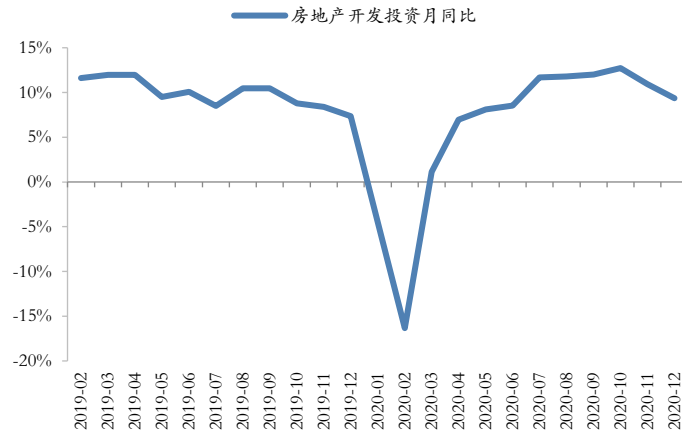
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 10 2020Q1 基建-16%增速的低基数



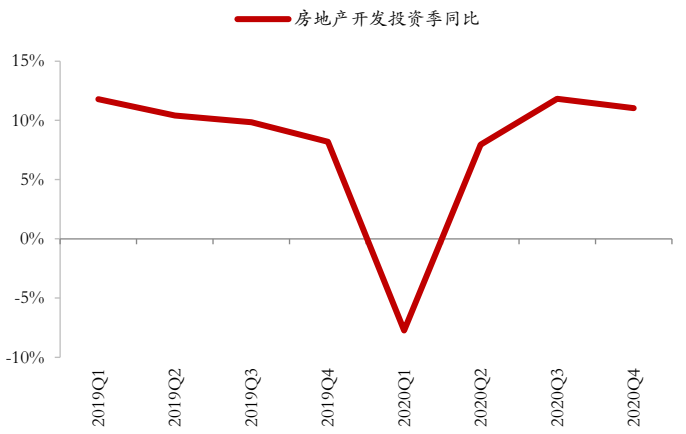
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 11 2020 年 2 月房产开发投资-16%增速的低基数



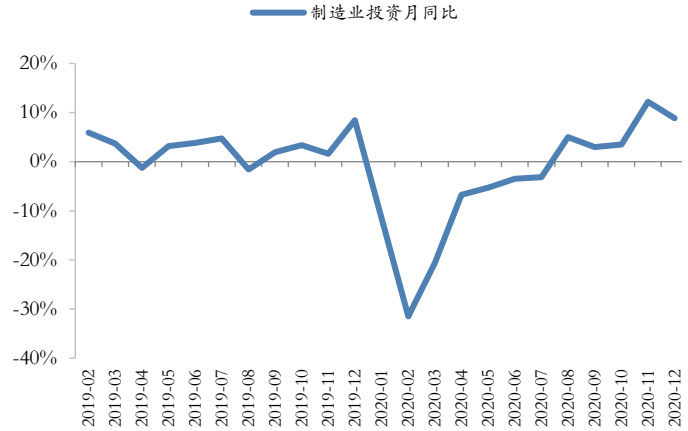
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 12 2020Q1 房地产开发投资-7.7%增速的低基数



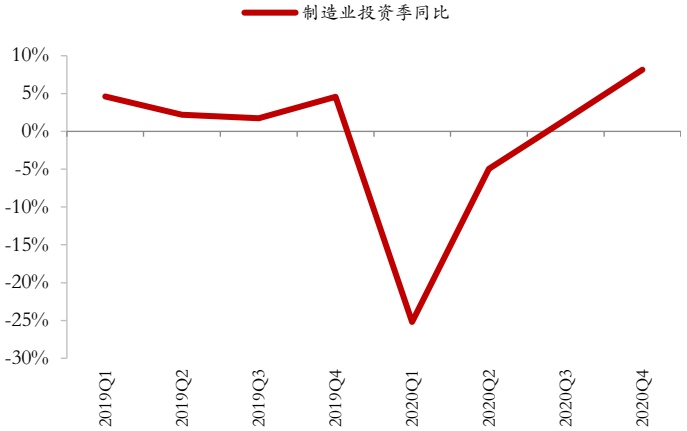
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 13 2020 年 2 月份制造业投资-31.5%增速的低基数



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 14 2020Q1 制造业投资-25.2%增速的低基数



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.2 流动性走向紧平衡，但无需担忧快速收紧

货币政策操作从大开大合的风格转变为平抑的紧平衡风格。自 2020 年 12 月份到 2021 年 2 月初之前，货币政策操作的风格以大开大合为主，主要表现为央行在公开市场操作上通常进行的是较为连续的大规模净投放或者净回收，短期流动性收放的信号比较明显，如 01/15-01/21、12/15-12/31 日期间均属于短期流动性大规模宽松的时候；01/04-01/14、01/25-01/28 日期间均属于短期流动性大规模回收的时候。大开大合的货币操作有一个比较明显的弊端在于短期市场利率变化幅度会非常剧烈，流动性宽裕的时候可以在 1%以下造成一定程度的泛滥，流动性紧缩的时候又可以迅速攀升至 3%甚至是 6%以上，如 01/25-01/31 当周市场利率处于高位的情况下，央行超预期大规模短期流动性净回收，直接导致了短端利率飞速飙升至多年新高位，这在市场上造成了流动性快速紧缩的担忧和困扰。

春节前夕 2 月初开始这种大开大合的货币政策操作开始转变为平抑短期流动性大幅波动的紧平衡风格。在 1 月 29 日当周短端市场利率飞速飙升创下多年新高后，央行对短期流动性进行了两次调整：第一次是 2 月初到春节前两天，央行在公开市场上进行了非常克制的小规模净投放，这改变了 1 月底央行大规模净回收短期流动性给市场带来的货币快速收紧担忧，短端市场利率也从多年的高位快速回落。第二次是春节前两天，央行进行了一定规模的净回收，分别在 2 月 9 日、10 日净回收了 300 亿和 800 亿。值得关注的是春节期间央行为了应对较大的流动性需求，进行了 14 天期的公开市场操作，但投放规模上仍然显得谨慎克制。**总的来说，2 月之后尽管公开市场操作的利率并没有发生变化，但量上确实采取了平抑大开大合波动的紧平衡操作。**

未来有望延续较长一段时间的紧平衡短期流动性操作风格。原因在于：一方面，

在 2 月初到现在，央行的操作风格与之前相比转换十分明显，这种风格会存在惯性；二方面，支撑这种紧平衡操作风格的核心在于政策定调和市场反馈，其中政策定调方面，央行的第四季度货币政策执行报告中继续坚持“稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效”的基调。市场反馈方面，当前的市场对短期流动性极具关心，1 月底的超预期大额净回收直接给市场带来了货币快速收紧的担忧，从而出现了市场利率急速飙升创多年新高，短期流动性非常匮乏的状态。三方面，春节前和春节期间是通常的对短期流动性有集中需求的时间，现在春节已过，短期流动性的需求有所缓释，更是易收难放。最后，根据历年春节后到 2 月底的市场利率走势来看，通常都是以上行为主。

图表 15 历年春节后到 2 月底市场利率变化，多以上行为主

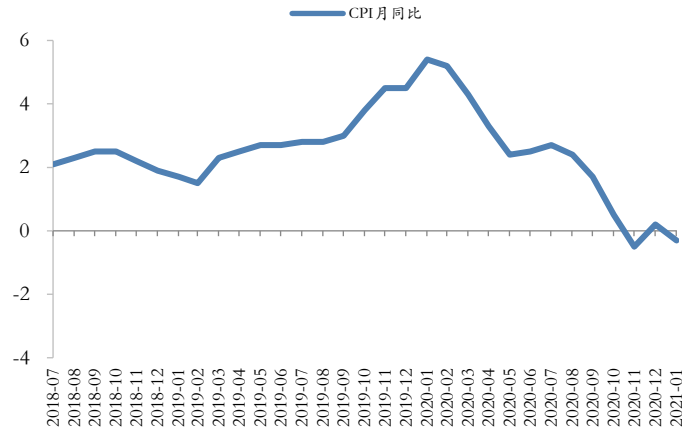
年份 春节放假时间	银行间质押式回购加权利率		SHIBOR				10 年期 国债收益率
	1 天	7 天	隔夜	1 周	3 个月	6 个月	
2015 年 (02/18-02/24)	0.0256	0.0116	0.041	0.023	0	-0.0028	0.0525
2016 年 (02/07-02/13)	-0.227	0.3118	-0.274	-0.018	-0.159	-0.0855	0.0112
2017 年 (01/27-02/02)	0.1227	1.0672	-0.0363	0.037	0.4135	0.3583	-0.0113
2018 年 (02/15-02/21)	0.1096	0.6213	-0.015	-0.004	0.01	0.0007	-0.0378
2019 年 (02/04-02/10)	0.6241	0.4757	0.498	0.324	-0.149	-0.156	0.1124
2020 年 (01/24-02/02)	-0.7167	-0.1311	-0.816	-0.175	-0.429	-0.354	-0.2205

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

流动性走向紧平衡，但无需担忧快速收紧。流动性短中期内不会出现快速收紧的原因在于：一方面，中央经济工作会议和第四季度货币政策执行报告中都明确要求了宏观政策不急转弯，要把握好时效度，内涵很清晰的表达了转弯不能急的政策定调。这种政策定调至少需要在 4 月份中下旬的 1 季度中央政治局会议讨论经济工作时再作观察和判断，在此之前政策不会快速收紧。从制约货币政策的掣肘因素来看，二方面，海外仍然维持着宽松的流动性环境，美联储最新表态中仍然坚持 2%通胀率和充分就业的核心框架，并且对当期的经济复苏和就业形势仍不十分乐观，整体来看仍是偏鸽的表态。三方面，从国内制约因素来看也不具备需要快速收紧的条件，一是当前的通胀水平远不足以触发货币政策快速收紧，2021 年 1 月的 CPI 重新转负为-0.3%，PPI 尽管首次回正为 0.3%，但距离达到通胀的担忧仍然较远；二是美元兑人民币汇率在持续升值，若货币政策转向为快速收紧，会加大进一步升值的压力；三是尽管 Q1 季度经济增速会非常高企，但这只是在去年同期低基数的基础上的数字体现，且全年前高后低，二季度会相较一季度大幅快速下滑的态势也十分

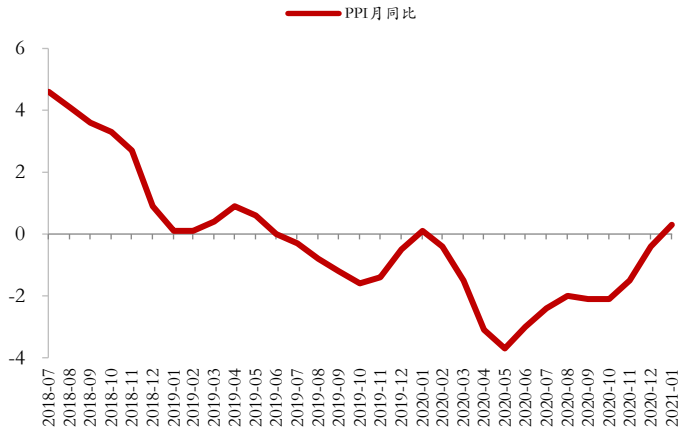
明显，若考虑到后面经济增速会逐步下行，流动性快速收紧无疑会增加后面季度经济向下的压力。

图表 16 1 月 CPI 重新转负为-0.3%，不构成货币收紧压力



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 17 PPI 首次回正，但距离通胀的标准还尚远



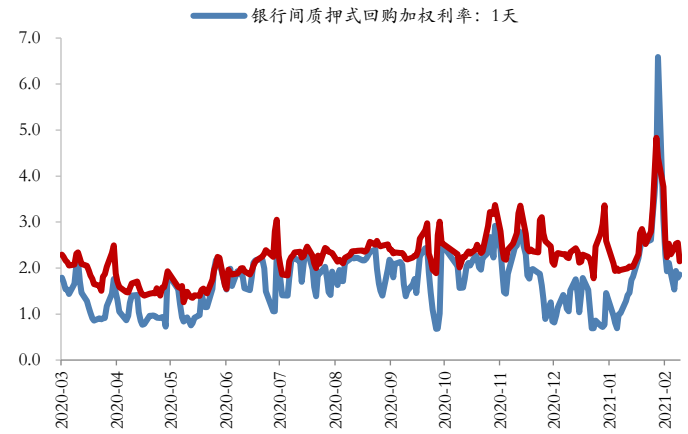
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

02/13-02/19 日当周资金到期规模为 5800 亿，到期压力相对较大。其中有 2000 亿元是 MLF 到期，3800 亿元是公开市场短期的流动性到期。到期节奏上，节后第一个交易日到期规模和压力均较大，合计有 4800 亿到期，其中包括 MLF 的 2000 亿到期和 2800 亿的春节期间公开市场操作到期，这些到期均将在节后第一个交易日集中体现，因此需格外关注央行在当天的货币操作，我们预计 MFL 大概率将平衡续作，但是公开市场操作上按照节前央行的节奏有可能会有一定规模的净回收。本周五即 2 月 19 日将有 1000 亿公开市场操作到期。

节前 1 周，短端市场利率继续小幅回落；春节期间短期流动性维持紧平衡。其中 1 天期和 7 天期银行间质押式回购加权利率在节前一周分别继续下行了 3 个 bp 和 15 个 bp，目前分别在 1.86%和 2.14%的水平；隔夜和 1 周期的 SHIBOR 利率分别上行了 1.6 个 bp 和下行了 12 个 bp，整体维持稳中下降的表现，目前分别在 1.92%和 2.17%的位置。短端市场利率的水平目前整体处于相对比较合意的位置。由于春节前期央行采取谨慎克制的公开市场操作，且节日期间公开市场也有较大规模的到期，因此整体来看，春节期间的短期流动性水平是比较紧平衡的状态。

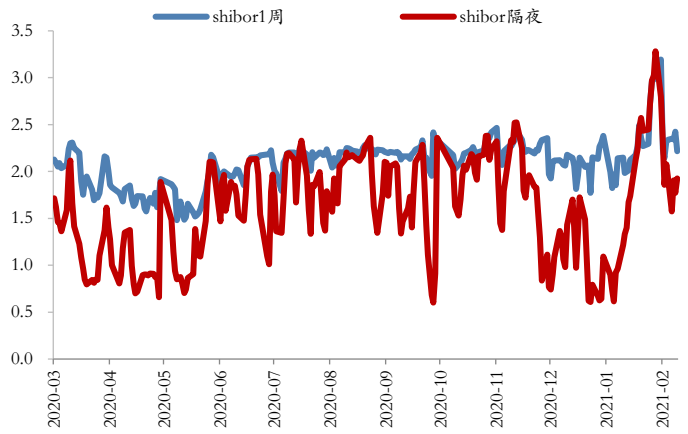
中长端利率水平继续小幅上行。中端利率方面，其中 3 个月和 6 个月 SHIBOR 利率节前一周继续上行了 3.3 个 bp 和 5.5 个 bp，目前在 2.81%和 2.86%的位置。长端市场利率方面，10 年期国债收益率节前一周进一步上行了 1.2 个 bp，目前在 3.24%左右水平。中长端市场利率水平在自 1 月底后一直在持续上行，需要注意的是在 2 月初到春节前两天央行进行有克制的公开市场净投放期间，中长端利率始终都维持缓慢上行的态势，再加上春节后央行执行紧平衡的货币操作，**我们认为中长端利率继续维持缓慢上行的可能性较大。**

图表 18 节前一周银行间短期市场利率继续小幅回落



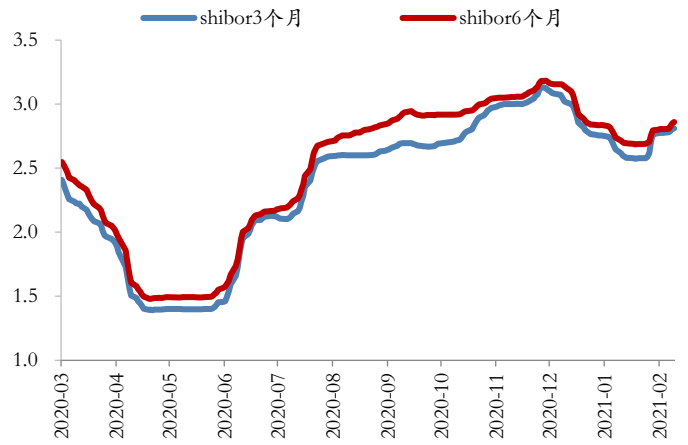
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 19 SHIBOR 短端利率节前一周同样小幅回落



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 20 shibor 中期利率继续小幅上行



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 21 10 年期国债收益率继续小幅上行



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

1.3 潜在风险水落石出，风险偏好开启节后上行

春节前的市场总体呈现出小幅度的 V 型走势，其间伴随着较大的波动，我们认为 V 型左侧主要是由于一些潜在风险的扰动，而 V 型右侧则是随着潜在风险的逐步水落石出，市场风险偏好在逐步恢复。当时我们提出了节前需要观察的三大可能的潜在风险，分别是短期流动性节奏难以把握、1 月份社融数据可能不及预期以及春节期间海外风险事件和市场的不确定性。其中短期流动性和 1 月社融问题在节前已经水落石出，站在当前的时间点，海外风险事件和市场的不确定性也已水落石出。潜在风险水落石出后，在对全国两会和十四五规划的期待下，2 月下旬市场情绪有望开启一轮持续的上行。

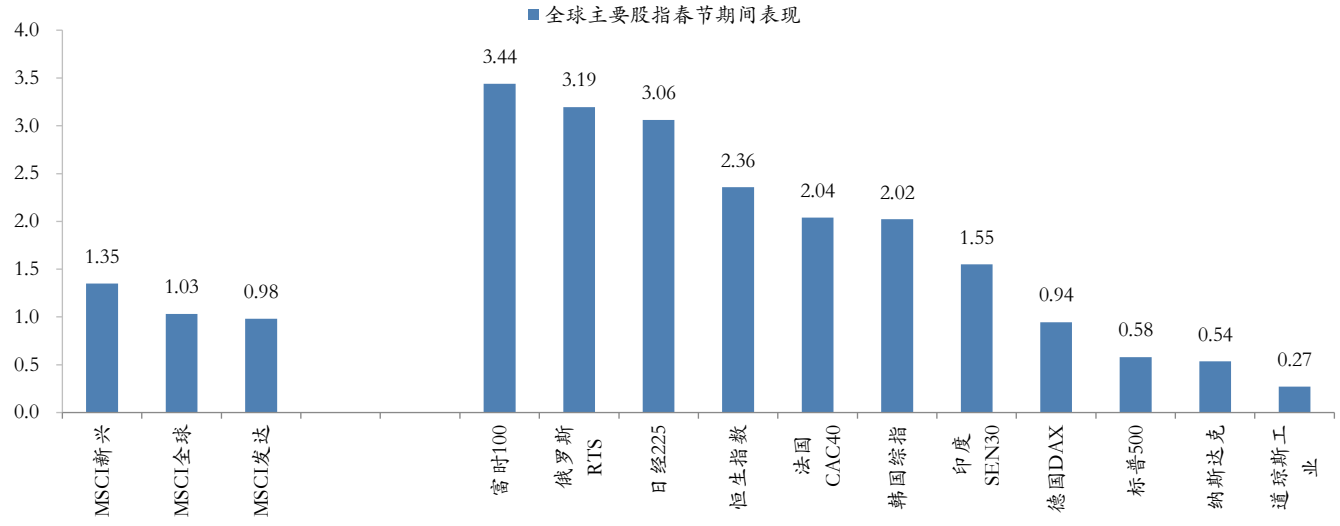
其一，央行短期流动性实行紧平衡的态度相对明确，大开大合相对波动较大对市场预期的扰动淡化。1 月底短端市场利率急速飙升后，央行一改大开大合的货币政

策操作风格，变得更加谨慎克制，在上文中我们也详细分析了后面较长一段时间央行可能继续采用谨慎克制的紧平衡货币操作风格。此外，面对市场对货币政策快速收紧的担忧，节前央行发布第四季度的货币政策执行报告对此也有明确回应，仍然是坚持了稳字当头、不急转弯的基调，对未来如何更好的理解央行操作提供了明确指引。因此我们认为波动较大的货币操作风格对市场情绪的扰动会有所淡化。

其二，1 月份社融数据和人民币信贷水落石出，尽管增速有所下滑，但仍超市场预期。1 月份社会融资规模 5.17 万亿，大超市场预期的 4.5 万亿，较去年同期的 5.0535 万亿还多增加了 1165 亿。社会融资规模存量同比增长 13%，较去年底下降了 0.3 个百分点，下降的幅度小于预期。其中政府类债券发行和信托贷款规模下降是主要的拖累项，而新增人民币信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑项。新增人民币信贷投放规模也大超市场预期，1 月新增人民币信贷 3.58 万亿，超乎市场预期的 3.53 万亿，也较去年同期的 3.34 万亿多出了 2400 亿。信贷去向结构上偏向于居民短期、中长期和企业部门中长期。

其三，海外股票市场表现良好，对 A 股可能的下跌传导担忧解除。从 2 月 11 日起到 2 月 16 日，全球主要经济体市场的股票指数均实现了不同程度的上涨，其中道琼斯工业指数上涨 0.27%、纳斯达克指数上涨 0.54%、标普 500 指数上涨 0.58%，期间均创下新高。日经 225 指数上涨了 3.06%，是日股 30 年来首度突破 3 万点。香港恒生指数也创下新高等。

图表 22 春节期间全球主要股指均实现上涨



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。时间区间为 02/11-02/16。

在对全国两会和十四五规划的期待下，市场情绪有望持续上行。今年两会将于 3 月 4 日开始，其中一项重要的期待在于对十四五规划的期许，根据我们对过去三次两会期间的五年规划出台复盘，会对市场的情绪起到提振的效果。此外，通常在春

节后的一段时间内，市场情绪都会出现季节性上行，A 股在历年春节后的 2 月份也会有不错的表现。

图表 23 历年春节后的 2 月份主要股指均以上涨为主

春节后首个交易日	2020/02/04	2019/02/11	2018/02/22	2017/02/03	2016/02/14	2015/02/25	2014/02/07
2 月底	2020/02/28	2019/02/28	2018/02/28	2017/02/28	2016/02/28	2015/02/28	2014/02/28
指数简称/年份	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
上证指数	4.87	12.33	1.88	2.61	0.13	1.95	1.14
沪深 300	6.82	12.99	1.43	1.91	-0.53	1.43	-1.07
创业板指	15.36	20.80	6.49	2.17	-3.91	1.78	-4.08
万得全 A	8.85	15.51	3.00	3.16	-0.55	1.71	0.87

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。2020 年因疫情集中反映剔除了 02/03 日的涨跌幅

2 行业配置：继续看好化工、银行、半导体

行业配置思路：2 月配置延续两条主线：一是经济复苏，二是成长板块。经济复苏主线来看，一是疫苗接种推广不断加速，包括巴西等发展中国家的疫苗接种也在加速；二是就地过年影响下复产复工周期缩短，另外春节假期电影票房强劲带来消费及经济复苏逻辑强化。成长主线，除芯片短缺问题加剧带来的高景气延续外，社融大超预期，流动性扰动减弱也带来市场情绪回暖，电子、医药代表的成长板块受益。

经济基本面，牛年迎来消费开门红，消费强劲叠加消费升级带来经济复苏逻辑强化。牛年春节消费市场呈现文化消费及消费升级的两个特征，尤其是文化消费表现强劲，春节档票房破历史记录，截止大年初五 13:00，总票房达 63.5 亿元。同时在就地过年倡导下，下游复产复工周期的缩短也将对包括上游化工在内的周期品景气度形成支撑。

1 月社融同比大超预期，流动性扰动减弱。节前 1 月社融、货币供给及信贷数据出炉，其中受表外融资增长推动，社融存量同比增长 13%，达到 289.74 万亿，大超市场预期。同时，央行发布 2020 年四季度货币政策报告，强调政策的稳定性，前期扰动市场的流动性担忧大幅减弱。随着市场风险偏好的回升和情绪的回暖，成长板块相对受益。

化工、电子估值抬升，银行估值平稳，仍处于底部区间。估值分位数来看，在复苏和成长双主线的推动下，化工和电子板块节前有表现抢眼，估值分位数有显著抬升，银行方面虽然估值整体平稳，但目标仍处于底部区间叠加基本面改善的推动下，未来估值有进一步抬升空间。

因此，在经济复苏逻辑强化叠加流动性扰动减弱的推动下，行业延续复苏和成

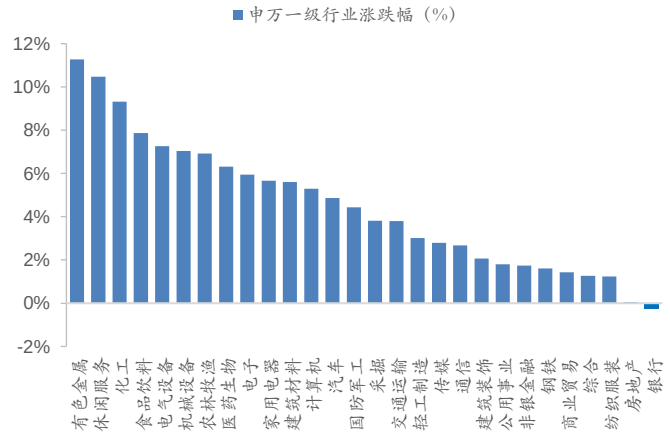
长双主线，重点关注化工、银行和半导体为代表的三类机会：一是化工板块，尽管春节假期带来一部分需求抑制，但在产能检修带来供给不足，以及下游需求抬升带来的双重推动下将维持高景气，同时美国极寒天气带来原油日产缩减，短期也将提振石化板块情绪。二是持仓底部、估值位于绝对底部，且 2020 年四季度利润增速降幅收窄，资产质量抬升的银行板块。三是下游汽车、电子等行业需求强劲，芯片短缺问题加剧的半导体。

2.1 本月首选行业表现回顾：化工领涨，电子表现回暖

2 月第二周，春节前市场稳步走高，化工涨幅居前，电子表现回暖，银行整体平稳。2 月 8 日至 2 月 10 日，化工、电子、银行分别变化 9.32%、5.95%和-0.27%。其中，化工、有色、机械等周期行业表现亮眼，同时食品饮料、电气设备等强势板块也维持较高涨幅；同时，随着社融数据大超预期，电子、医药等成长板块表现也出现回暖。

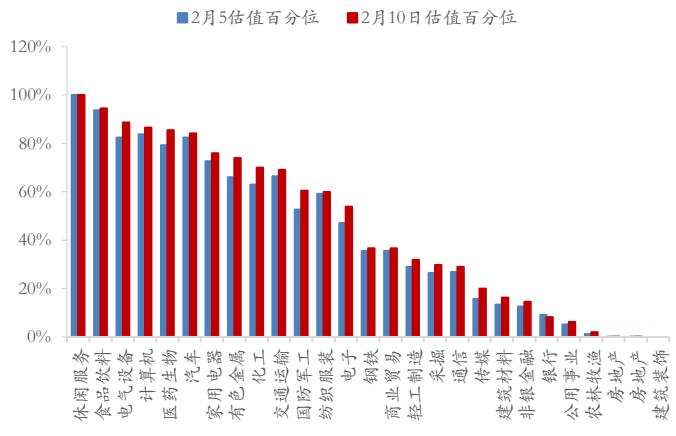
化工、电子估值分位抬升明显。2 月第二周随着市场整体表现提振，除银行外，所有行业估值分位均有提升，化工、电子的估值分位提升幅度处于前列。其中，化工的估值分位数提升 7%，电子估值分位数提升 6.7%。

图表 24 2 月第二周化工涨幅居前，电子表现回暖



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 化工、电子估值分位显著提升



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 首选行业推荐逻辑

2.2.1 化工：延续供需错配逻辑，美极寒天气提振石化板块情绪

春节影响有限，供需错配继续支撑化工高景气。2 月第二周进入春节假期，化工品价格呈现涨跌互现的局面，不过整体来看多数仍然以上涨为主。可以看到，尽管受春节假期影响带来一部分需求的抑制，但是以 MDI、TDI、钛白粉为代表的主要化工

品在未来几个月仍将有望维持高景气度。主要有以下三点原因：第一，以 MDI、TDI 为例，海外进入密集检修期，海外产能受限推升国内价格的抬升，以及景气度的抬高；第二，以钛白粉为例，则是以海外为主的全球需求回升带来钛白粉的高景气。尤其是前期疫情发展对需求带来的悲观，使得钛白粉库存处于低位，强烈的补库意愿使得钛白粉供不应求，订单大幅增加并开始排队。第三，春节就地过年，需求受春节影响的逻辑有所减弱，下游复产复工周期缩短也将带来上游需求的抬升。因此，总体来看，当前化工的高景气是供给不足加需求抬升共同推动。

从估值来看，化工估值显著抬升。2 月第二周化工行情涨幅位居所有申万一级行业第三，估值分位数大幅提升。截止 2021 年 2 月 10 日，PETTM 为 36.6 倍，估值分位数为 70%，较前一周提升 7%，是除有色、军工外，估值分位数抬升最高行业。

美国极寒天气带来原油日产缩减，短期提振油价的同时，提振石化板块情绪。自 1 月中下旬开始，美国迎来极寒天气，以得州为代表的炼油厂因天气被迫关闭的影响下，美国石油日产量削减超 200 万桶每日。在此影响下，短期国际油价受到明显提振，并提振石化板块情绪。其中，从价格来看，截止 2 月 15 日 WTI 原油期货价格为 60.14 美元，较 2 月 5 日上涨 5.79%；从库存来看，截止 2 月 5 日，全美商业原油库存量为 469,014 桶，较 2020 年底下降 2.45 万桶。同时，欧佩克发布月报表示，石油需求有望在下半年反弹，以及国内方面考虑到疫苗进展以及此前散点出现的疫情已经控制，也将会进一步持续带来石化及化工产业的高景气延续。

关注标的：万华化学、国瓷材料、金禾实业、龙蟒佰利、光威复材等。

图表 26 化工品价格变动（2 月 8 日-2 月 10 日）

商品	上周价格	本周价格	周涨跌
中国化工品价格指数 CCPI	4,427.00	4,450.00	0.52%
原油：WTI 期货（美元/桶）	56.85	60.14	5.79%
燃料油期货（元/吨）	2,247.00	2,289.00	1.87%
甲醇期货（元/吨）	2,324.00	2,279.00	-1.94%
天然橡胶期货（元/吨）	14,680.00	14,670.00	-0.07%
精对苯二甲酸(PTA)期货（元/吨）	4,134.00	4,126.00	-0.19%
PVC 期货（元/吨）	7,595.00	7,665.00	0.92%
涤纶短纤:1.4D*38mm（元/吨）	6,400.00	6,550.00	1.55%
聚合 MDI：山东地区（元/吨）	19,700.00	19,700.00	0%
钛白粉:晶型金红石型(R2 型):海峰鑫（元/吨）	17,500.00	17,500.00	0%

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 27 受美国极寒天气影响，国际油价上涨



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：美元

图表 28 美国原油库存持续下降



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：桶

2.2.2 银行：经济复苏回暖推动基本面持续改善

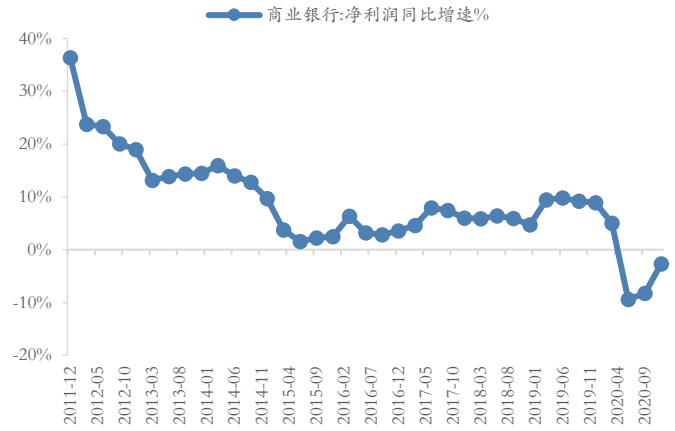
2 月第二周在情绪回暖，流动性扰动减弱的情况下，银行虽然表现靠后，但整体仍然平稳。尤其随着经济的不断复苏，未来银行仍将有向上的动力。经济复苏的逻辑在于两点，一是疫苗接种的不断加速，其中阿斯利康称其疫苗已经在全球超 50 个国家获得批准。除此以外，除发达国家外，包括巴西批准追加进口新冠疫苗，津巴布韦从 2 月 15 日开始接种来看，发展中国家的疫苗接种也在加速。另一方面，春节就地过年倡导下，2021 牛年春节消费超预期。牛年春节假期，消费恢复显示出较强的动力。尤其是春节档电影表现超预期，包括《唐人街探案 3》、《你好，李焕英》的领跑下，大年初一单日票房达到创纪录的 17.37 亿元，刷新全球单一市场单一票房纪录。

银保监会发布 2020 年四季度银行业主要监管指标，银行利润增速降幅收窄，资产质量抬升，基本面不断改善。从 2020 年四季度末的商业银行监管数据来看，（1）商业累计净利润同比增速降幅收窄，从 2020 年三季度末的-8.27%收窄至四季度末的-2.71%，2020 年全年净利润为 1.94 万亿元；（2）净息差小幅回升，截止 2020 年四季度末商业银行的净息差为 2.10%，较 2020 年三季度末的 2.09 小幅回升 1bp,带动盈利能力的好转；（3）不良率下降，银行资产质量抬升，2020 年四季度商业银行的不良贷款比例为 1.84%，较三季度末的 1.96%下降 0.12%。

估值维度，银行估值平稳，仍然处于底部区间。2021 年 2 月第二周，银行板块表现平稳的同时，估值水平也保持稳定，估值百分位从 2 月 5 日的 9.1%小幅回调至 2 月 10 日的 8.2%，PB 绝对估值水平为 0.8 倍，仍然在绝对的底部区间。随着经济回暖以及银行基本面的改善，未来估值将有改善空间。

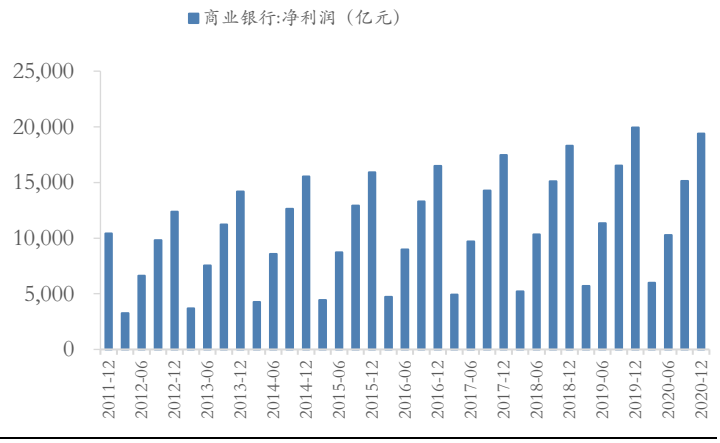
关注标的：招商银行、宁波银行、工商银行等。

图表 29 商业银行累计净利润同比增速降幅收窄



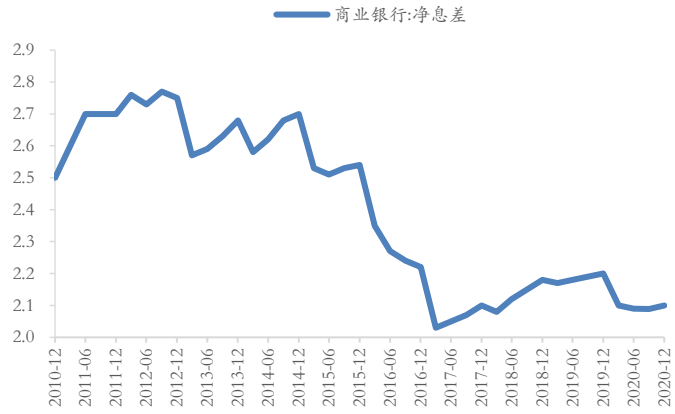
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 30 商业银行 2020 年净利润



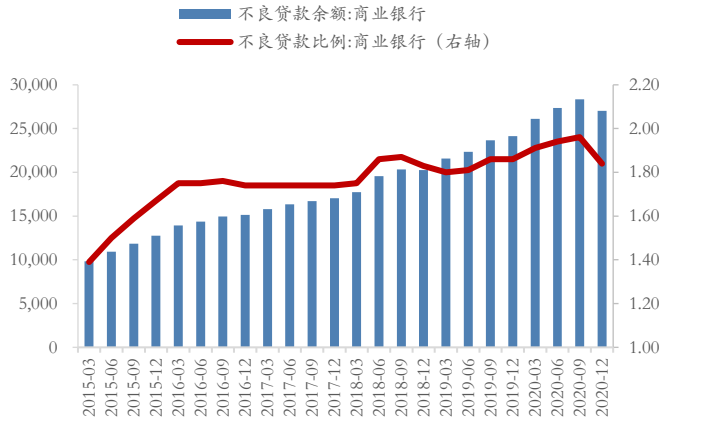
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 31 商业银行净息差小幅回升



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 32 商业银行不良贷款率下降



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿元，%

2.2.3 半导体：芯片短缺问题加剧，半导体延续高景气

2 月第二周随着科技行业表现回暖，电子一周涨幅 5.95%,位居所有申万一级行业前三分之一。从当前来看，电子行业在基本面的支持下，未来将进一步延续高景气。

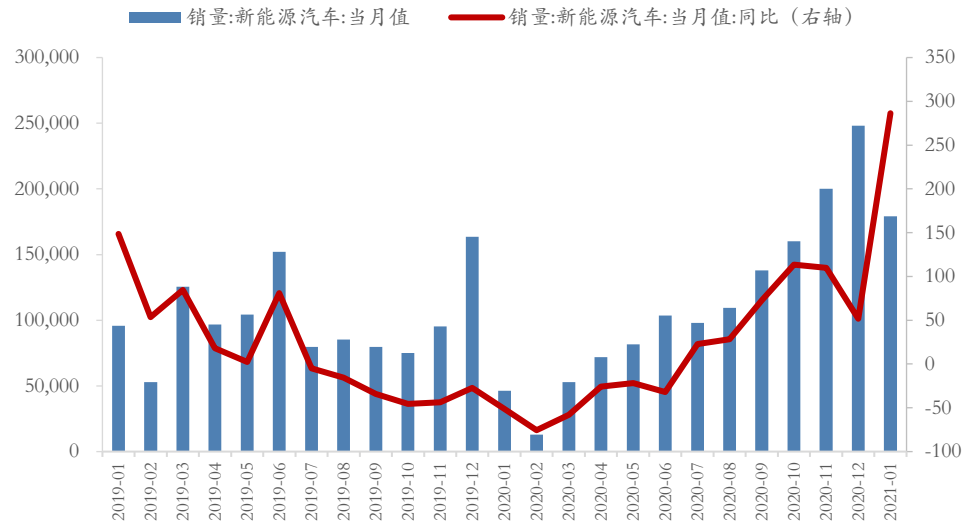
半导体一季度业绩确定性高，同时兼具长景气周期。从需求来看，当前下游包括新能源车的旺盛需求支撑了上游半导体的高景气度。从国内来看，1 月新能源汽车销量同比超过 286%，尽管高增速有去年疫情带来基数较低的因素，但仍然显示出下游新能源汽车强劲的需求。从供给端来看，当前汽车芯片短缺则带来供给不足的问题。包括工信部在节前和供应企业进行座谈，通过加强物流和产能等方式增加市场供给。因此，在供给不足且需求旺盛的背景下，以功率半导体为例，相关龙头公司进行了涨价，一季度业绩确定性较高。长期来看，国内半导体行业在下游需求扩容、国产替代逻辑下的市占率提升、以及产品升级的三大支撑项来看，板块也兼具长期高景气。

汽车芯片短缺叠加日本地震，半导体供应不足问题或加剧。当前芯片短缺问题已经成为主要矛盾，美国汽车制造行业因芯片供应短缺问题进行停产，并从汽车行业向电子制造等行业蔓延，且短缺问题在短时间内仍将延续。除此以外，2 月 14 日春节假期期间，日本福岛发生 7.3 级地震，地震范围内有多家半导体工厂，货龄全球半导体不足的问题加剧。其中，受影响的半导体工厂包括芯片制造商瑞萨电子茨城工厂，东芝、索尼、NEC 等知名半导体公司的工厂都或受到影响。

估值维度，电子板块的估值分位数明显提升。截止 2021 年 2 月 10 日，电子行业的整体 PETTM 估值为 51.2 倍，当前估值分位数为 53.8%，较 2 月 5 日的 47.1%提升了 6.7%，有明显提升。不过整体来看，当前电子板块的估值分位数无论是横向还是纵向来看，仍然具有配置性价比

关注标的：华润微、新洁能、斯达半导等。

图表 33 功率半导体下游新能源汽车 1 月销量同比 286%



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：辆

图表 34 首选行业及关注标的

首选行业	关注标的
电子	华润微、新洁能、斯达半导等
化工	万华化学、国瓷材料、金禾实业、龙蟒佰利、光威复材等
金融	招商银行、宁波银行、工商银行等

资料来源：华安证券研究所整理

风险提示：

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏不及预期；政策过早转向或理解有偏差等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。