策略周报

持股迎新春

短期扰动不改经济复苏趋势，关注低估值顺周期涨价机会。

- **短期资金面压力尚未完全消退，节后配置需求有望逐步显现。**本周市场资金面压力相较 1 月末有所缓和，A 股流动性环境有所好转，但由于央行尚未投放跨节资金，节前资金面压力依然存在，市场资金配置上依然相对保守，前期估值上行过快的行业板块遭遇回调，社服、轻工为代表的可选消费、银行、化工为代表的低估值顺周期板块以及食品饮料代表的必需消费板块表现亮眼，这也反映出市场在流动性紧平衡的环境之中，对于估值性价比与盈利稳定性的重视。往后看，节前一周市场宏观流动性依然维持紧平衡状态，A 股市场经历了年初的配置高峰后节前观望情绪浓厚，展望节后，随着资金面压力的进一步缓和以及长假不确定因素的消除，市场即将进入年报布局阶段，业绩因子将会成为市场布局主线。
- **短期扰动因素不改国内经济复苏韧性。**1 月国内制造业 PMI 环比回落 0.6 个百分点，专项债发放节奏滞后以及冬季局部疫情反复导致的生产经营活动阶段性受阻、就地过年政策下人口流动趋缓是影响这些行业景气程度的主要因素。总体来看，虽然冬季国内外疫情反复带来生产及服务业景气扰动，但随着疫苗推进疫情影响将会逐步弱化，我们在年度策略提出的全球复苏的大逻辑并未得到破坏，依然看好全球双循环背景下国内经济的韧性延续。
- **海外疫情好转，复苏预期升温，全球风险偏好有望上行。**我们看到，2020 年以来，疫情冲击带来的基本面下行以及联储大量流动性投放使得美元指数一直处于下行趋势之中，2021 年以来，拜登上任，1.9 万亿财政刺激计划加速落地以及海外疫情好转使得美国经济复苏预期升温。从产出缺口反应的短周期情况来看，美国经济复苏仍处于中早期阶段，金铜比价角度来看，工业品的相对价格优势仍将延续，随着海外疫情的逐步恢复，服务业与工业生产修复将会进一步加速，需求好转有望进一步提升全球风险偏好中枢。
- **建议持股过节，关注低估值顺周期涨价机会。**全球疫情的改善以及季节性因素的消退将会改善基本面的短期扰动因素，美财政刺激计划的落地将会带来全球经济复苏预期的进一步强化，而随着流动性环境的常态化回归以及年报行情大幕拉开，市场下行风险可控，建议持股过节。结合此前周报观点，我们认为，市场在流动性常态化回归、基本面韧性延续的宏观环境下，仍将对于估值性价比以及业绩确定性给予更高关注度，“高增长高估值”、“稳定成长”和“低估值增速回升”三类赛道的对比下，“稳定成长”和“低估值”仍将成为资金增配的主要方向。银行为代表的低估值板块以及化工为代表的顺周期涨价板块仍将是未来市场超额收益最为显著的进攻方向。成长板块内部分化将会进一步显现，高估值板块将从前期的贝塔行情进一步向个股逻辑演化，而行业景气持续改善的新能源车产业链调整即为配置机会。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

相关研究报告

《弱刺激下的强周期》20201115
《加仓周期》20201122
《循环牛，大周期》20201129

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

持股迎新春.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 市场资金利率有所下行 5
图表 2. 1 月出口订单下行幅度有限 6
图表 3. 服务业景气环比回落明显 6
图表 4. 海外经济复苏仍处于中早期 6
图表 5. 全球市场风险偏好上行趋势不改 7

观点回顾

——**20201101《布局周期正当时》：复苏趋势下静候海外不确定因素落地。**盈利复苏趋势延续但节奏或有放缓，海外风险冲击尚存但盈利修复下市场中期趋势不改，静候海外不确定因素的落地。

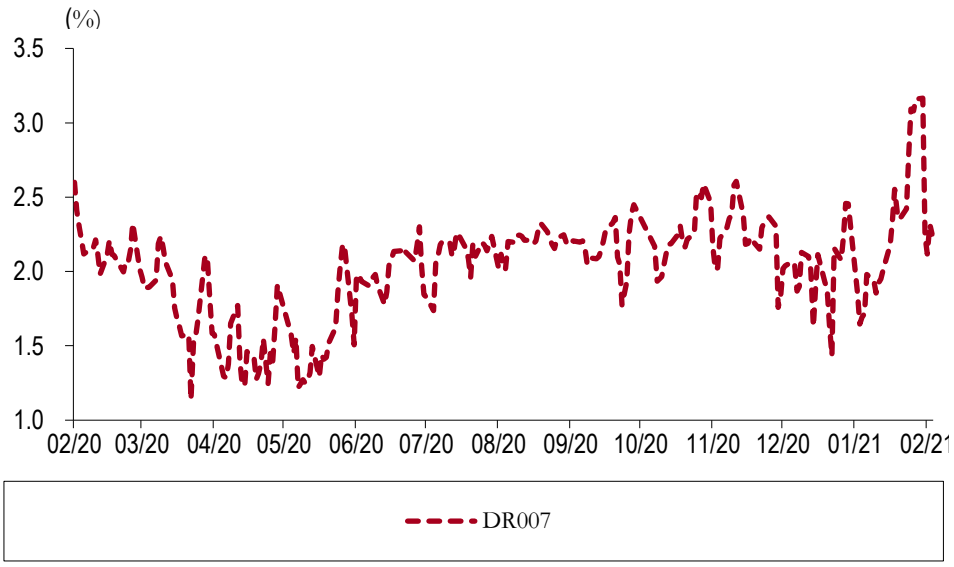
——**20201129《循环牛 大周期》：商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。**全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。

——**20201206《拥抱周期》：回应市场对大周期行情的五点分歧。**相比于 2016-2017 年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。

持股迎新春

短期资金面压力尚未完全消退，节后配置需求有望逐步显现。本周市场资金面压力相较 1 月末有所缓和，A 股流动性环境有所好转，但由于央行尚未投放跨节资金，节前资金面压力依然存在，市场资金配置上依然相对保守，前期估值上行过快的行业板块遭遇回调，社服、轻工为代表的可选消费、银行、化工为代表的低估值顺周期板块以及食品饮料代表的必需消费板块表现亮眼，这也反映出市场在流动性紧平衡的环境之中，对于估值性价比与盈利稳定性的重视。从 DR007 来看，虽然资金面情况较月末已经有了较大程度的缓和，但市场资金利率并未恢复至去年 11 月以来的中枢水平，往后看，节前一周市场宏观流动性依然维持紧平衡状态，A 股市场经历了年初的配置高峰后节前观望情绪浓厚，展望节后，随着资金面压力的进一步缓和以及长假不确定因素的消除，市场即将进入年报布局阶段，业绩因子将会成为市场布局主线。

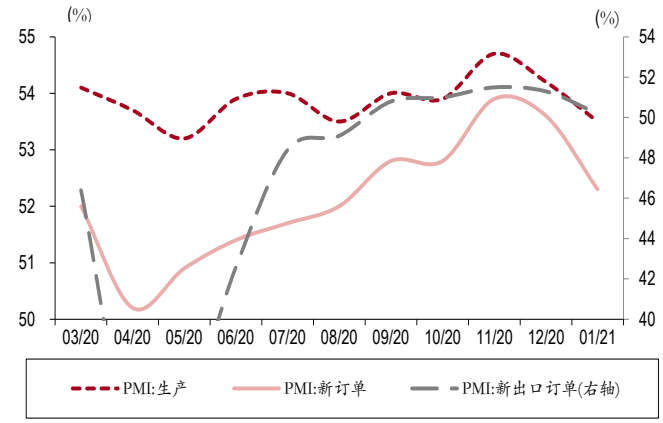
图表 1. 市场资金利率有所下行



资料来源：万得,中银证券

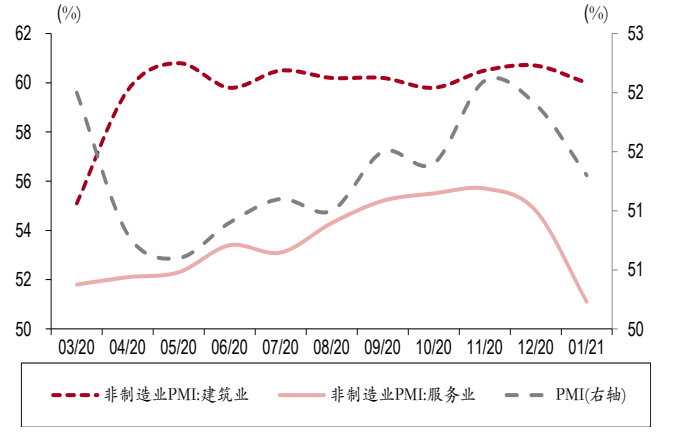
短期扰动因素不改国内经济复苏韧性。1 月国内制造业 PMI 环比回落 0.6 个百分点，分项指标来看，供需两端同时回落，出口订单指数维持高位显示外需韧性依然延续，细分行业来看，必需消费与医药行业的景气回升也显示了春节假期与防疫手段加码带来的阶段性影响。非制造业景气情况来看，建筑业新订单指数出现大幅回落，住宿餐饮业、交通运输等服务行业的景气指数也出现了较大程度的下行，专项债发放节奏滞后以及冬季局部疫情反复导致的生产经营活动阶段性受阻、就地过年政策下人口流动趋缓是影响这些行业景气程度的主要因素。总体来看，虽然冬季国内外疫情反复带来生产及服务业景气扰动，但随着疫苗推进疫情影响将会逐步弱化，我们在年度策略提出的全球复苏的大逻辑并未得到破坏，依然看好全球双循环背景下国内经济的韧性延续。

图表 2. 1 月出口订单下行幅度有限



资料来源：万得，中银证券

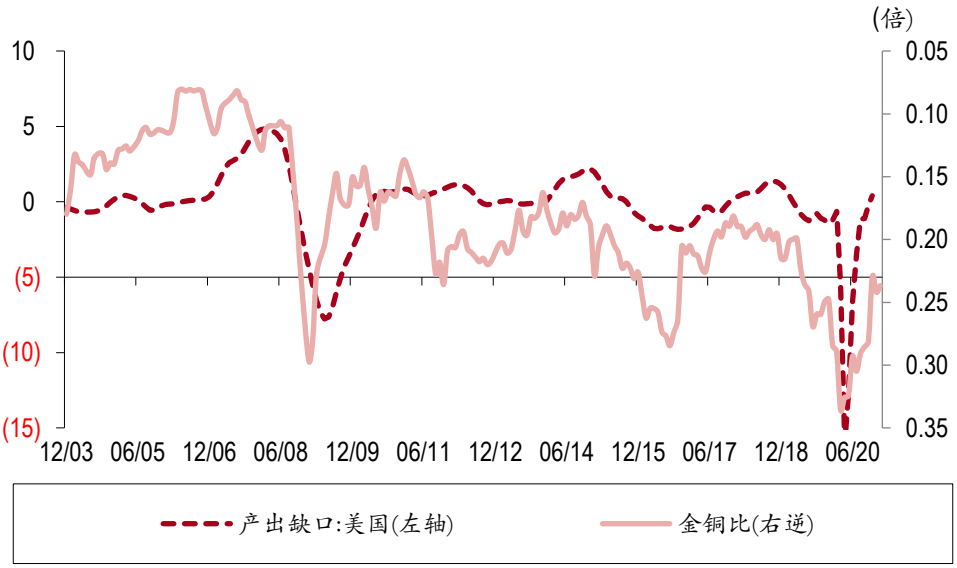
图表 3. 服务业景气环比回落明显



资料来源：万得，中银证券

海外疫情好转，复苏预期升温，全球风险偏好有望上行。我们看到，2020 年以来，疫情冲击带来的基本面下行以及联储大量流动性投放使得美元指数一直处于下行趋势之中，2021 年以来，拜登上任，1.9 万亿财政刺激计划加速落地以及海外疫情好转使得美国经济复苏预期升温。从产出缺口反应的短周期情况来看，美国经济复苏仍处于中早期阶段，金铜比价角度来看，工业品的相对价格优势仍将延续，随着海外疫情的逐步恢复，服务业与工业生产修复将会进一步加速，需求好转有望进一步提升全球风险偏好中枢。

图表 4. 海外经济复苏仍处于中早期



资料来源：万得,中银证券

图表 5. 全球市场风险偏好上行趋势不改



资料来源：万得,中银证券

建议持股过节，关注低估值顺周期涨价机会。综上所述，全球疫情的改善以及季节性因素的消退将会改善基本面的短期扰动因素，美财政刺激计划的落地将会带来全球经济复苏预期的进一步强化，而随着流动性环境的常态化回归以及年报行情大幕拉开，市场下行风险可控，建议持股过节。结合此前周报观点，我们认为，市场在流动性常态化回归、基本面韧性延续的宏观环境下，仍将对于估值性价比以及业绩确定性给予更高关注度，“高增长高估值”、“稳定成长”和“低估值增速回升”三类赛道的对比下，“稳定成长”和“低估值”仍将成为资金增配的主要方向。银行为代表的低估值板块以及化工为代表的顺周期涨价板块仍将是未来市场超额收益最为显著的进攻方向。成长板块内部分化将会进一步显现，高估值板块将从前期的贝塔行情进一步向个股逻辑演化，而行业景气持续改善的新能源车产业链调整即为配置机会。

风险提示

中美贸易摩擦加剧，盈利超预期下行。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371