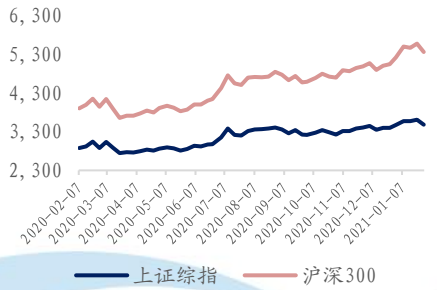
中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
证券分析师 郑梓淳
证券执业证书号：S0640520120001

市场极端分化延续，大金融板块配置价值凸显

策略周报　　2021 年 2 月 6 日

市场走势



近期报告

中航证券策略周报:《货币政策转弯较明显，市场转向谨慎》

中航证券策略周报:《A 股风格和行业结构分化趋极端，港股估值不低但存在配置价值》

中航证券策略周报:《市场板块轮动加速，继续关注广义顺周期行业》

中航证券策略周报:《风险偏好与基本面支持 A 股延续结构性机会》

中航证券策略周报:《内外部环境趋稳利好经济持续复苏，市场趋势性震荡向上》

中航证券策略周报:《国内政策不急转弯，震荡向上趋势不改》

中航证券策略周报:《主要经济指标持续走高，维持股优于债的中期判断》

中航证券策略周报:《经济恢复大势不改，回调或是吸筹机会》

中航证券策略周报:《国内经济延续向好趋势，关注顺周期主线》

核心观点:

经济数据方面：国家统计局 1 月 31 日公布的数据显示，1 月制造业采购经理指数（PMI）为 51.3，较上月下降 0.6 个百分点，为连续第二个月下降。历史同期数据显示，1 月 PMI 多为下滑，因此存在季节性因素的影响，但今年 1 月下滑幅度高于历史同期均值水平，体现了全国多地出现疫情反弹的影响。统计局表示，河北、吉林、黑龙江等地受疫情影响明显，企业在生产、采购、运输等环节遇到一些困难。从分项指数看，生产指数和新订单指数分别为 53.5%和 52.3%，较上月回落 0.7 和 1.3 个百分点，显示需求受到的影响更大，产成品库存指数相应回升。前期圣诞季海外需求集中释放，叠加全球疫情持续蔓延等因素，部分企业外贸订单有所减少，1 月新出口订单指数和进口指数分别为 50.2%和 49.8%，比上月下降 1.1 和 0.6 个百分点。

非制造业 PMI 为 52.4，较上月大幅下降 3.3 个百分点，为 2020 年 4 月以来最低。建筑业进入施工淡季，1 月商务活动指数下滑 0.7 个百分点至 60。而服务业商务活动指数为 51.1，大幅下降 3.7 个百分点。显示服务业依然是疫情冲击的重灾区。统计局调查结果显示，住宿、餐饮、文化体育娱乐、居民服务等接触式、聚集性消费行业商务活动指数回落幅度较为明显，均位于收缩区间。

2 月 1 日公布的 2021 年 1 月财新制造业 PMI 下降 1.5 个百分点至 51.5，但仍然位于持续了 9 个月的扩张区间内。

总体而言，PMI 数据回落但仍处扩张区间，反映经济延续复苏，但速度放缓。目前全球疫情随着疫苗接种的推进已经出现见顶回落迹象，我国随着各地加强防控措施，国内每日新增确诊病例数量也已经见顶回落，疫情的负面影响将逐步淡化。今年春节各地号召就地过年，减少人员流动，这在一定程度上有利于平缓春节对企业生产端造成的波动，利好生产，同时多地利用发放消费券等形式鼓励人员就地过年，也有助于刺激消费，扩大内需，因此尽管 PMI 持续下滑，但对于后续经济复苏形势无需悲观。

央行公开市场操作方面：本周一和周二，每日均有 20 亿元 7D 逆回购到期，对此，央行周一和周二分别新发 1000 亿元和 800 亿元逆回购，释放了流动性。周三，对于 1800 亿元 7D 逆回购到期，央行新发 1000 亿元 7D 逆回购，操作上偏于收紧流动性。周四和周五分别有 1000 亿元 7D 逆回购到期，央行新发了等量的 14D 逆回购，操作上偏于中性。总体上，本周央行实现了净投放，所以近期货币市场利率还是较 1 月末出现了

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传　　真：010-59562637

回落。但央行的投放力度依然不强，所以资本市场依然感受到资金偏紧的氛围。

元旦过后，央行一反市场对宽松流动性的预期，开始持续大额净回笼资金，市场流动性大幅收敛，各资金利率较 12 月均出现明显上行。从央行收紧流动性的理由看，主要是为了扭转此前过于宽松的预期，控制市场持续宽松预期下所造成的信贷需求旺盛、机构杠杆行为增多的现象。但市场利率的上移属于短期现象，随着财政缴税结束以及央行对春节流动性的呵护，货币市场利率开始从高位回落。

政策上看，短期内货币政策不急转弯，收紧的可能性较小，将“稳”字当头。央行货币政策司司长孙国峰指出，2021 年国内外形势依旧十分复杂，货币政策面临的挑战并不少。货币政策要坚持稳健的总体取向，坚持“稳字当头”，保持战略定力，不左不右。根据经济发展实际情况，灵活调整货币政策力度、节奏和重点，平滑经济波动，应对诸多不确定性。

预计未来货币政策整体有松有紧，精细调控将是最大特征。然而宏观层面上，经济回升仍在持续过程中。随着海内外经济的不断修复，物价水平的逐步上升将导致未来流动性的逐渐收紧。我们预计春节后，流动性大概率将维持紧平衡状态。资金市场利率中枢可能会出现一定程度的上行，但整体不会脱离市场利率围绕政策利率运行的机制。

国内政策上：据新华社 1 月 31 日报道，近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《建设高标准市场体系行动方案》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。行动方案系统全面地规划了我国在新的发展阶段，市场体系的完善和全面发展方向。对包括产权保护、公平竞争等在内的市场基础制度，包括土地、劳动力、资本、技术、数据等要素在内的市场要素体系等都提出了新的发展要求，是我国经济未来一段时间发展方向的指南性文件，对我国经济的长期发展形成利好。

海外方面：美国 1 月 Markit 制造业 PMI 终值 59.2，创历史新高，预期 59.1，前值 59.1。美国 1 月失业率为 6.3%，创去年 3 月以来新低，预期 6.7%，前值 6.7%。美国 1 月平均每周工时 35，预期 34.7，前值 34.7。欧元区 2020 年第四季度 GDP 初值同比降 5.1%，预期降 5.4%，前值降 4.3%；环比降 0.7%，预期降 1%，前值升 12.5%。欧元区 2020 年 GDP 全年增速萎缩 6.8%。欧元区 1 月 CPI 初值同比升 0.9%，预期升 0.5%，前值降 0.3%；环比升 0.2%，预期降 0.1%，前值升 0.3%；核心 CPI 初值同比升 1.4%，创 5 年来最高水平。总体来看，随着货币政策的发力和疫情缓和前景的逐步出现，欧美地区经济整体边际向好。

英国政府上周六表示，将正式申请加入由 11 个国家组成的 CPTPP 贸易集团。CPTPP 是美国特朗普政府退出 TPP 后，除美国外的 11 国就继续推进 TPP 正式达成一致，在 TPP 基础上改进升级而来的新的自由贸易协定。英国申请加入 CPTPP，是英国脱欧后积极寻求新的贸易体系的举措。值得注意的是，目前中方也正在就加入 CPTPP 相关事项开展积极研究。后续影响仍需进一步观察。

美国当地时间 2 月 5 日上午，在获得副总统哈里斯的关键一票后，参议院通过一项决议，拜登新政府提出的 1.9 万亿美元经济刺激计划，将可以在不经过共和党人投票支持的情况下直接获得通过。随后，众议院也批准拜登总统 1.9 万亿美元救助计划的预算法案。与此同时，拜登会见了众议院的民主党高层人士和议员，开始着手起草救助计划细节。虽然通过的预算决议并非实际的救助法案，只是为民主党人能够利用所谓的“预算协调”程序，为以党派路线投票通过救济法案做了铺垫，但一揽子刺激计划的顺利推进，仍然对美国经济的远期前景构成较大利好。

投资策略方面，本周市场显示极端分化延续，在我们此前的报告也提到，这是由于量化因子中市值因子的极端化导致，利率上升对大市值风格的映射是食品饮料大幅上涨的核心驱动力，本周上证 50 指数的表现大幅跑赢中证 500 指数也说明了这一点，本周白酒板块一枝独秀，据我们此前统计的四季度公募基金持仓数据，食品饮料和医药的公募基金份额相较其他基金大幅提升，这一类基金的增量管理资金的配置需求推动了行业的上涨。一季度名义利率的走高可能继续支撑食饮和医药处于历史高估值的位置。但是，随着名义产出缺口在第二季度走低，PPI 高点在年中出现，名义利率可能也随之下行。一旦无风险利率上行趋势出现反转，目前极端的市值风格分化现象可能也会结束。同时，由于市场对于年中经济高点的预期较为一致，市值风格分化现象的结束可能会提前于利率拐点到来。

表 1：A 股全市场个股股价与 2019 年 1 月 4 日对比

	比 2019 年 1 月 4 日 2440 点股价低的个股数量个数	占比
2020 年 12 月 11 日	1299	31.65%
2020 年 12 月 21 日	1280	31.11%
2020 年 12 月 31 日	1398	33.78%
2021 年 1 月 11 日	1585	38.22%
2021 年 1 月 21 日	1505	36.19%
2021 年 1 月 31 日	1714	41.08%
2021 年 2 月 5 日	1848	44.19%

数据来源：Wind，中航证券研究所

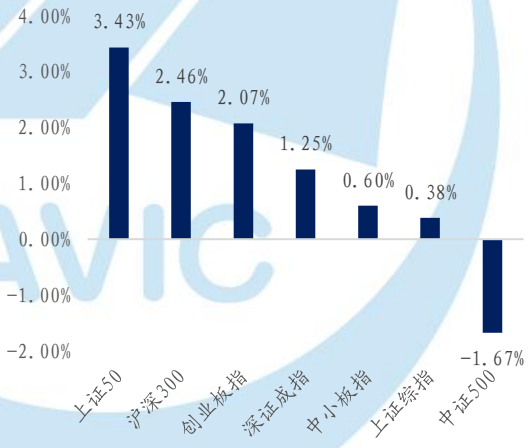
我们对 A 股个股的股价表现进行统计，将个股股价与上证指数 2019 年 1 月 4 日低点时的股价进行对比，如上表所示，时隔两年，截至 2021 年 2 月 5 日，有 44.19%的股票股价是下跌的，而上证指数截至 2 月 5 日为 3496 点，较 2440 低点上涨 43%，同期创业板指上涨 166%。这显示出 A 股两年来的结构性牛市。如我们在上期周报提到的，当下 A 股整体并未泡沫化。但 A 股确实存在结构化高估的问题，资金高度集中于个别风格和个别行业，导致市场结构极端分化。风格上，绩优、动量和大市值的估值分位高；行业上，食品饮料、医药生物、汽车、电气设备和家电的估值分位高。因此，虽然现在市场整体并未出现泡沫化，我们仍需要警惕交易过度拥挤的部分板块可能存在的风险，积极寻求资金可能的出口，考虑到当前经济复苏动能减弱与利率上升的

组合对于权益市场不利，虽然上证综指可能还会继续接近我们前期预估的年内高点 3700-4100 点，但是我们建议通过配置大金融的方式逐渐完成战略进攻到战略防守的转换。

一、 本周行情回顾

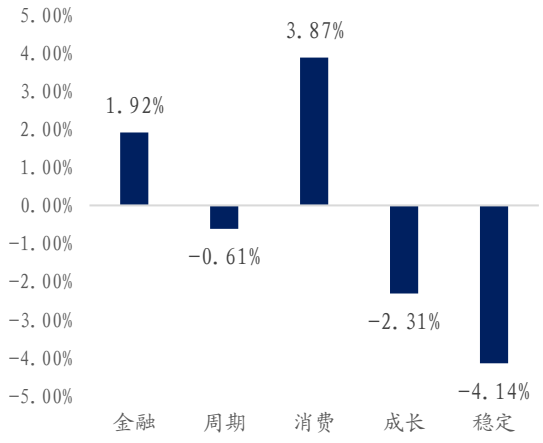
本周 A 股各大指数多数上涨，上证指数涨 0.38%；深证成指涨 1.25%；创业板指周涨 2.07%，沪深 300 指数涨 2.46%，代表大市值股票的上证 50 指数周涨 3.43%，代表小市值股的中证 500 指数周跌 1.67%。行业表现方面，本周排名前三位的行业与上周相同，依然是休闲服务（13.50%）、银行（6.37%）、食品饮料（5.98%），排名后三位的分别是国防军工（-5.54%）、有色金属（-5.12%）、计算机（-4.97%）。风格上，本周金融股涨 1.92%，周期股跌 0.61%，消费股涨 3.87%，成长股跌 2.31%，稳定股跌 4.14%。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 23.15 倍，较上周下降 0.43%，剔除金融、石油石化股后市盈率为 39.45 倍，较上周上升 1.05%。海外方面，本周道指涨 3.89%，纳指涨 6.01%，标普 500 指数涨 4.65%。德国 DAX 指数周涨 4.64%；法国 CAC40 指数周涨 4.82%；英国富时 100 指数周涨 1.28%。

图 1：本周主要指数涨跌幅



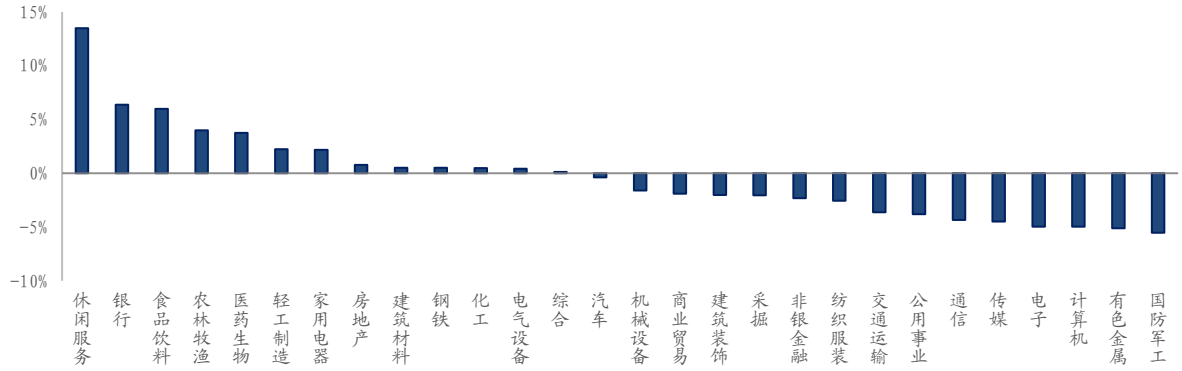
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 2：本周各风格股票涨跌幅



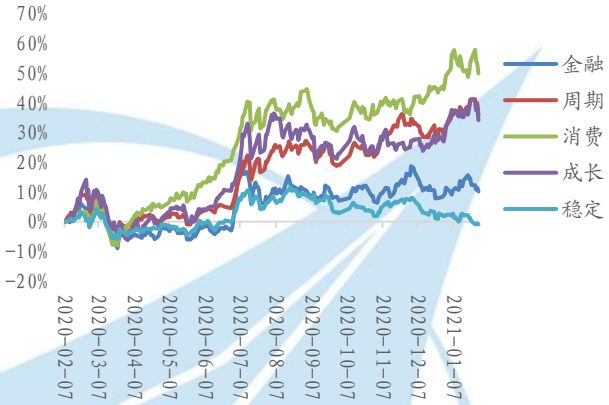
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 3：本周行业涨跌幅



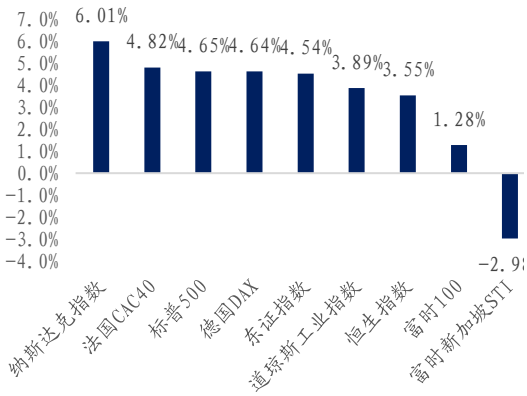
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 4：各风格股票走势



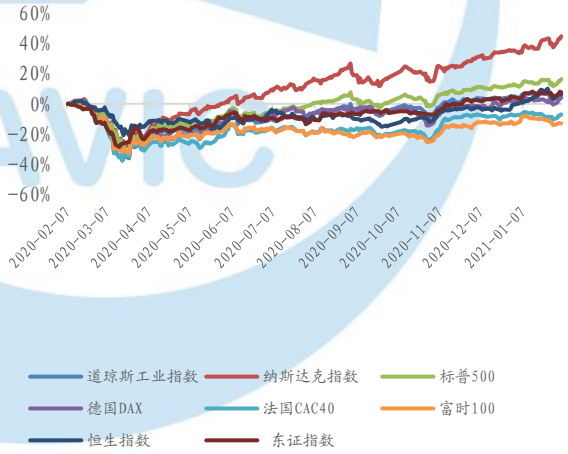
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 5：本周海外主要指数涨跌幅



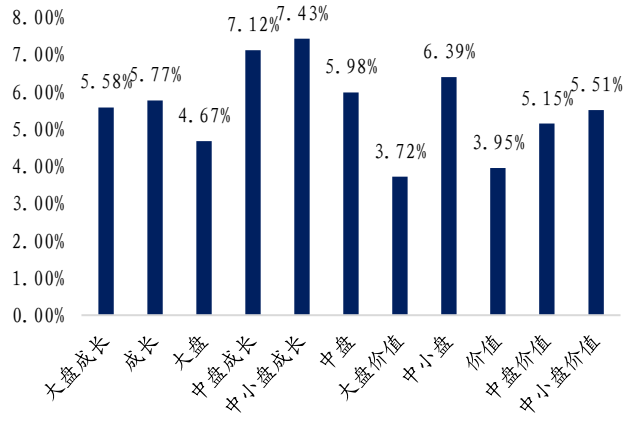
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 6：海外主要指数走势



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 7：本周美股 MSCI 风格指数涨跌幅



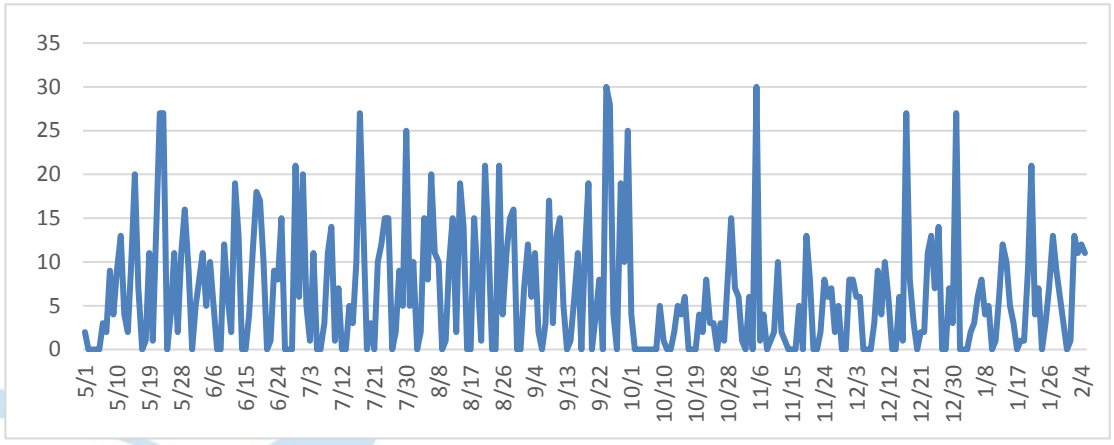
资料来源：Wind、中航证券研究所

二、 资金监控

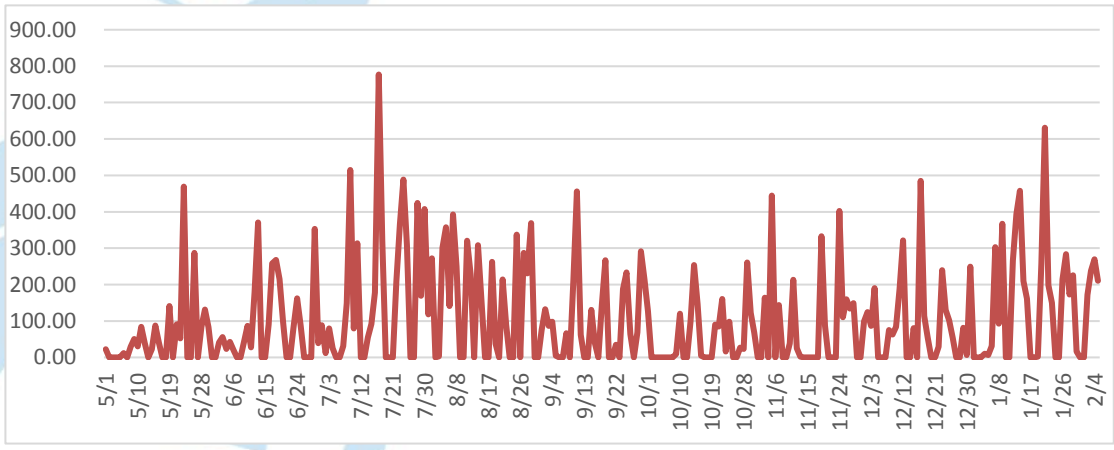
北向资金本周累计净流入 253.26 亿元，前一期为净流出 67.37 亿元。本周新发行的基金个数为 51 个，上周为 45 个；本周基金发行规模为 905.59 亿元，上周为 1045.43 亿元。2021 年 2 月份截至 2 月 5 日 IPO 募集资金为 65.10 亿元，增发募集资金 163.93 亿元。交易费用本周为 91.63 亿元，较上周的 101.43 亿元有所下降。

图 8：资金监控

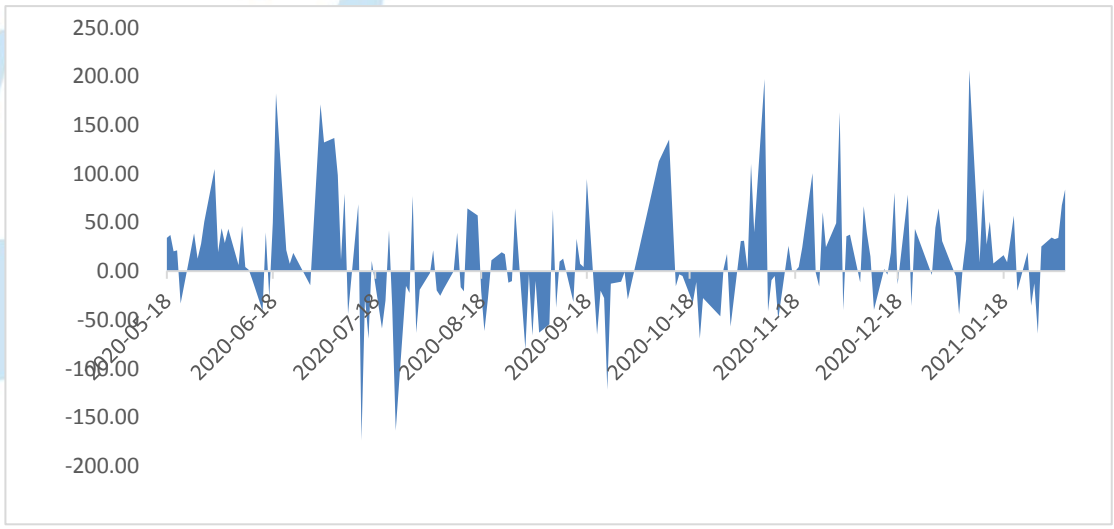
基金发行（个数）

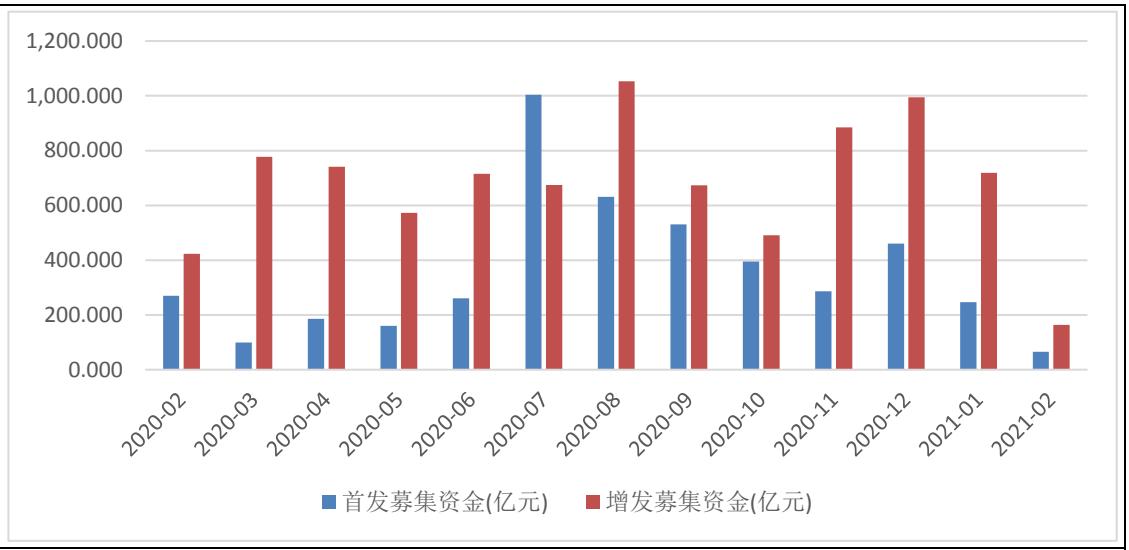
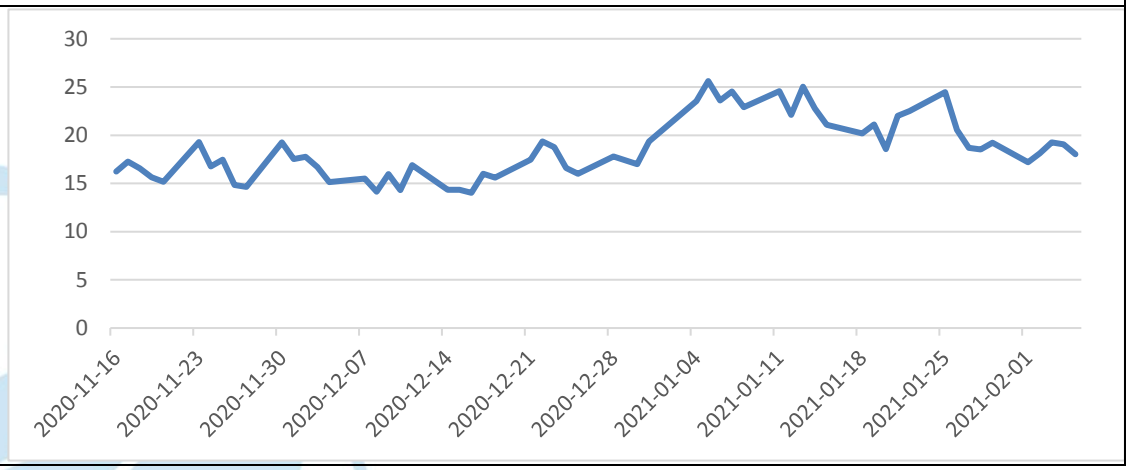


基金发行规模（亿元）



北向资金（亿元）



股权融资规模	
交易费用（亿元）	

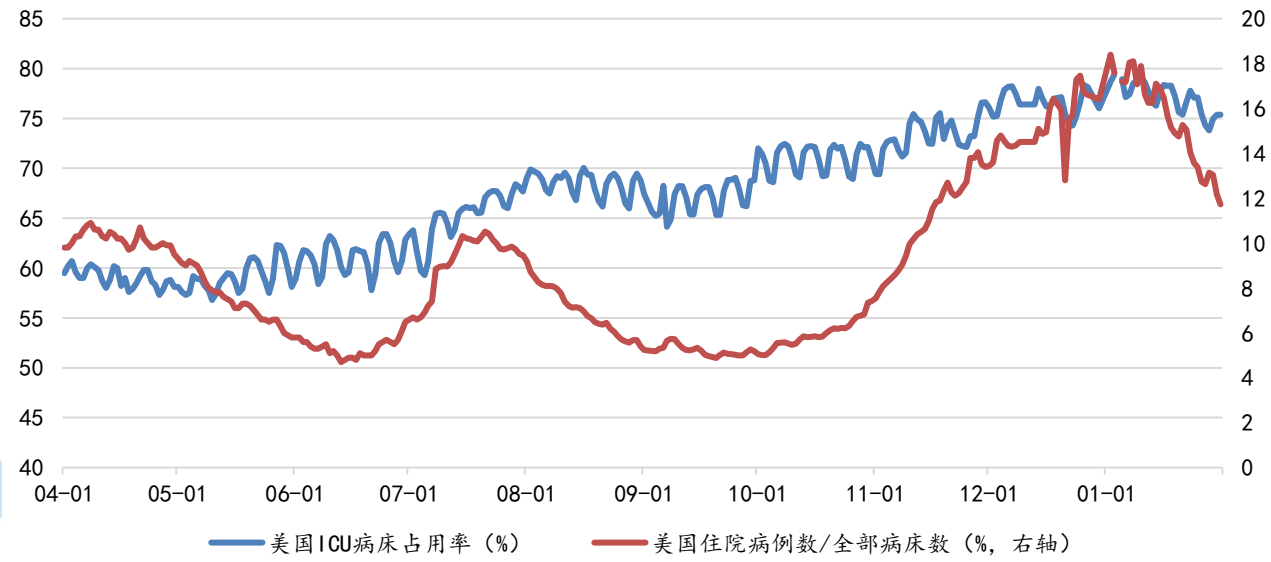
资料来源：Wind、中航证券研究所

三、 全球疫情

全球疫情方面，截至 1 月 31 日，全球累计感染人数已经超过 1.02 亿人，现有确诊人数 2567.3 万人，累计死亡人数超过 222 万人。美国方面，当地时间 1 月 29 日，根据美国约翰斯·霍普金斯大学数据，截至美东时间当天 16 时 22 分(北京时间 1 月 30 日凌晨 5 时 22 分)，美国新冠肺炎确诊病例累计达 25874892 例，累计死亡人数达 435452 人。该数据与 24 小时前相比，新增确诊病例 188066 例，新增死亡 4163 人。我们对美国 ICU 病床占用率进行统计，截至 1 月 16 日美国全国 ICU 占用率为 77.77%，较上周有所下降，仍然接近我们之前提出的 70%-80%警戒值上限，但可以看出近期呈下降趋势，美国全国病床利用率为 14.04%，较上周明显下降，已经脱离我们提出的 15%-30%警戒值，近期持续下降。我们对美国各州进行单独统计，新冠病人 ICU 占用率排名靠前的密西西比州、阿肯色州、俄亥俄州、德克萨斯州、佛罗里达州和纽约州的新冠病人 ICU 占用率 14 日平均值已超过或接近 40%，数量较上周下降，排名第一的密西西比州该指标达为 53.15%，较上周下降；ICU 病床总占用率 14 日均值，美国排名前 17 位的州均超过 80%，与上周持平，我

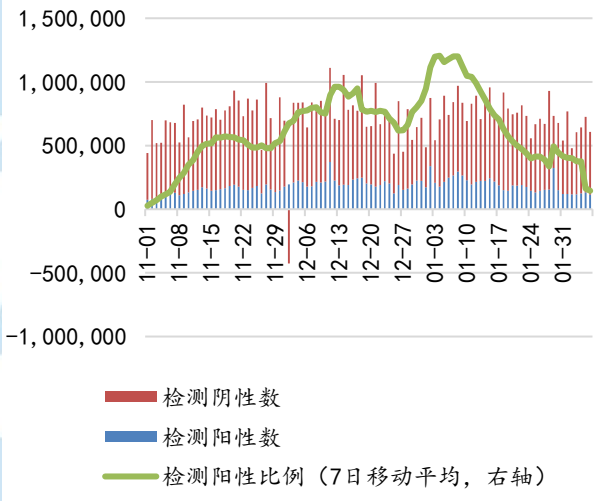
们统计的美国五十个州和三个特区或领地中有 32 个 ICU 病床总占用率超过我们提出的 70%-80%警戒值，与上周持平，排名第一的夏威夷州和排名第二的田纳西州 ICU 总占用率 14 日均值超过 90%。

图 9：美国全国 ICU 病床占用率



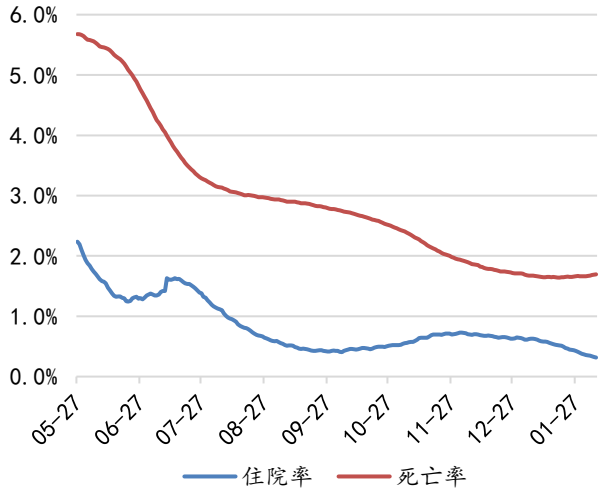
资料来源：美国疾控中心、中航证券研究所

图 10：美国新冠病毒检测结果



资料来源：covidtracking、中航证券研究所

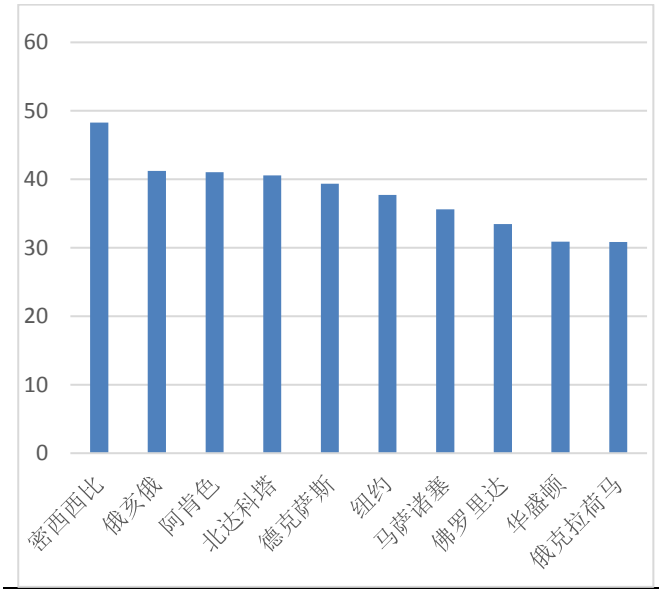
图 11：美国住院率及死亡率



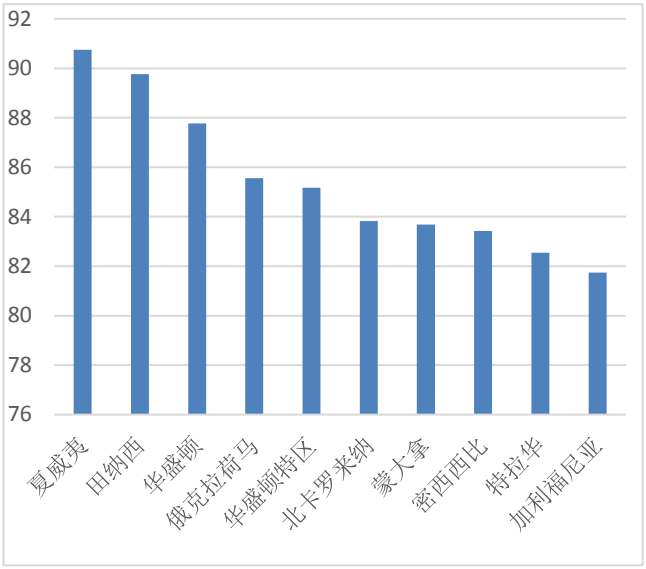
资料来源：covidtracking、中航证券研究所

图 12：部分州新冠病人 ICU 占用率（14 日均值）

图 13：部分州 ICU 占用率（14 日均值）



资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

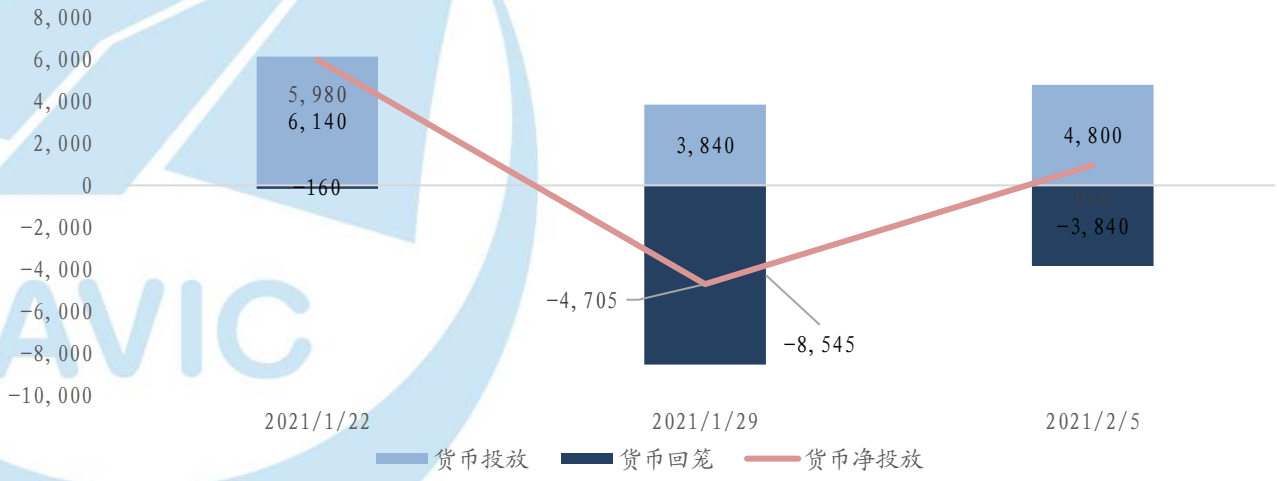


资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

四、宏观流动性监测

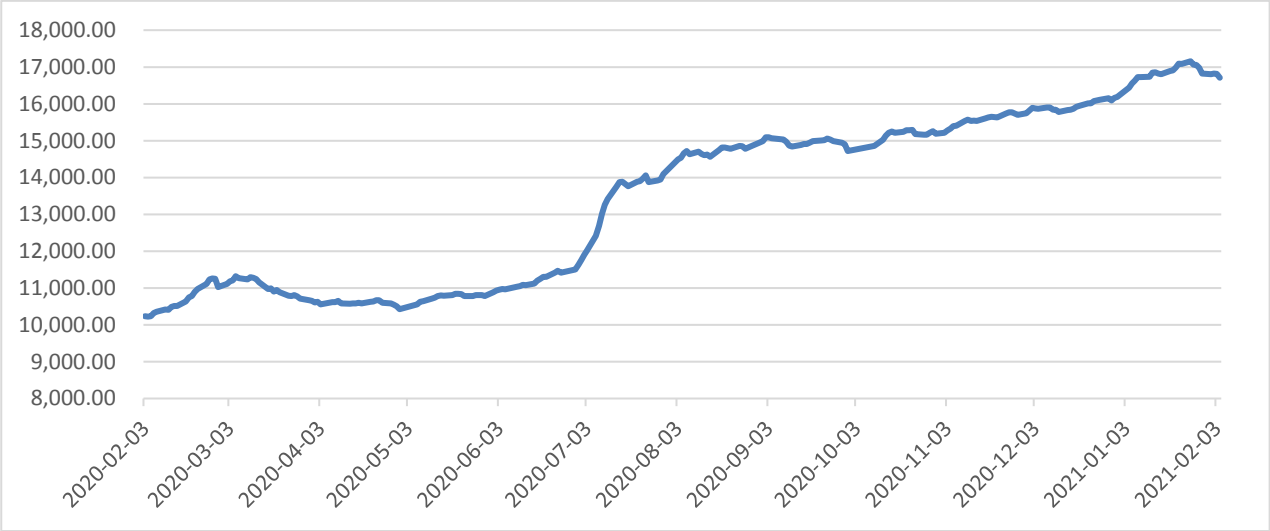
流动性方面，本周央行公开操作净投放货币 960 亿元，上周为净回笼货币 4705 亿元。两融余额为 16708.24 亿元，上周为 16979.89 亿元，较上周下降。

图 14：央行公开市场操作（单位：亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所

图 15：融资融券余额（单位：亿元）

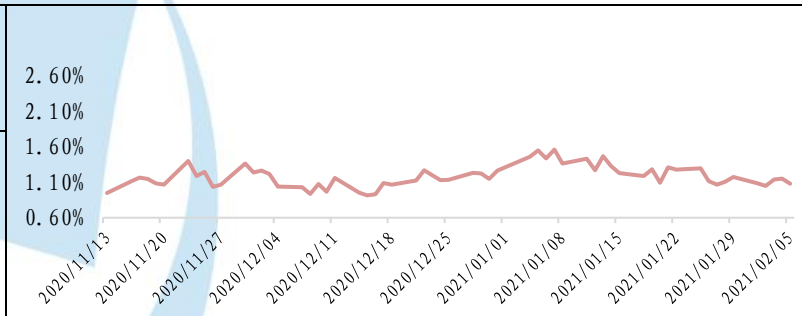
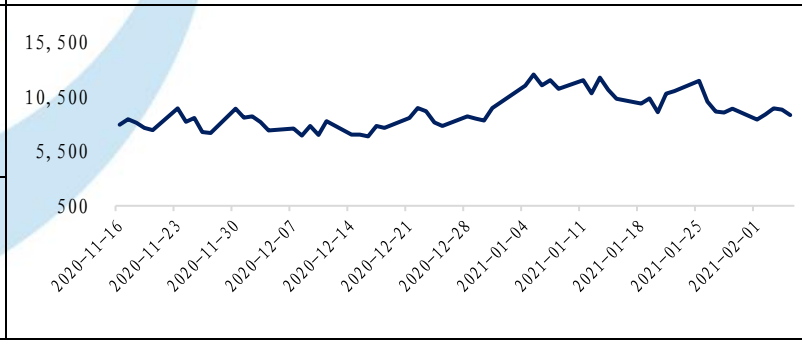


资料来源：Wind、中航证券研究所

五、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 1.10%，较上周的 1.15%有所回落。A 股日均成交金额为 8983.24 亿元，较上周的 9944.09 亿元再度下降。

图 16：市场情绪

换手率	本期 2021/2/5 1.10% 上期 2021/1/29 1.15%		
A 股日均成交金额（亿元）	本期 2021/2/5 8983.24 上期 2021/1/29 9944.09		

资料来源：Wind、中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士，中航证券首席经济学家。

符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，中航证券研究所首席宏观分析师。

成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中航证券研究所首席策略分析师。

郑梓淳，SAC 执业证书号：S0640520120001，中航证券研究所策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。