

A 股市场月报

上行趋势不改，价值风格占优

流动性冲击缓和，顺周期板块将迎来加速上行。

- **1 月市场回顾：风险资产优势延续，预期波动引发权益资产阶段性调整。**1 月大类资产表现上，全球风险资产依旧占据优势，原油、工业品价格延续上行趋势，发达国家权益资产遭遇回调，黄金、农产品表现落后。流动性环境的边际变化以及复苏预期的扰动成为影响本月大类资产表现的主要因素。A 股市场先涨后跌，上证综指全月上涨 0.29%，流动性预期的波动成为影响当月 A 股的主要因素。中小板、创业板表现相对突出。行业方面，化工、银行、有色为代表的顺周期板块涨幅居前，高景气的电气设备行业维持相对强势，前期估值提升幅度较大的军工、纺服、TMT 板块跌幅居前。1 月成长风格依然录得较大优势，而大市值行业龙头优势更为明显。
- **2 月 A 股市场展望：流动性扰动缓和，顺周期加速上行。**盈利加速回暖，流动性边际缓和，低估值顺周期板块将迎来加速上行。1）盈利方面，疫情反复难改复苏趋势，一季度国内基本面强势延续。2）流动性方面，资金面波动有望趋缓，外占改善趋势下流动性环境难有大幅紧缩。3）风险偏好方面，盈利预期回暖，市场风险偏好中枢仍将波动上行。
- **2 月市场配置建议：布局低估值周期板块正当时。**虽然本轮扩张周期已经进入后半程，一般来讲，伴随着实体盈利的加速上行，货币政策都会出现边际收紧的趋势，但本轮扩张周期的不同点在于：人民币升值趋势下，外占的提升将会使得金融市场流动性环境得到提振，市场难以出现类似 13、17 年的流动性紧缩环境；同时 2020 年以来权益基金的爆发也将为市场带来增量配置资金。整体来看，市场不会出现因流动性环境的超预期紧缩带来的系统性下跌，更多将会体现为结构性的行情：高估值板块面临业绩兑现出现的估值分化而低估值板块将迎来盈利预期改善带来的估值提升。资金抱团趋势下大市值行业龙头的优势将会不断得到增强，而随着经济周期定位的演化，顺周期板块盈利持续性将得到改善，行业板块的方向或逐步趋于均衡。行业配置上，继续看好有色、化工、航运、银行等低估值板块的配置机会。
- **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

1 月市场回顾：风险资产优势延续，预期波动引发权益资产阶段性调整5

2 月市场展望：盈利上行流动性回暖，布局周期正当时.....7

风险提示.....10

图表目录

图表 1. 大类资产表现.....5
图表 2. 主要指数表现.....5
图表 3. 上证综指月度收益贡献.....6
图表 4. 月度行业表现.....6
图表 5. 月度行业表现.....6
图表 6. A 股市场月度预判.....7
图表 7. 量价齐升，企业盈利加速回暖.....8
图表 8. 1 月下旬市场资金利率快速抬升.....8
图表 9.主要指数估值水平（2009 年起）.....9
图表 10. 市场风险偏好水平略高于十年均值.....9

观点回顾

——20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年A股市场主线归来，关注科技主线机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

——20200718《上行趋势不改，回归盈利主线》：经济超预期改善，市场上行趋势不改，重回盈利主线。宏观环境尚处于复苏早期，监管降温市场重新回归理性。市场重回盈利主线。

——20200903《静候趋势归来》：海外风险冲击尚存，盈利上行趋势不改。A股盈利底部复苏，中小创修复程度显著，海外流动性宽松预期松动，外资短期加速净流出，市场风险偏好面临波动，配置上以盈利为锚。

1 月市场回顾：风险资产优势延续，预期波动引发权益资产阶段性调整

风险资产整体优势延续，发达市场阶段性调整。1 月大类资产表现上，全球风险资产依旧占据优势，原油、工业品价格延续上行趋势，发达国家权益资产遭遇回调，黄金、农产品表现落后。流动性环境的边际变化以及复苏预期的扰动成为影响本月大类资产表现的主要因素。联储议息会议对于经济前景的谨慎表述以及海外疫情的波动使得市场复苏预期被部分削弱，而流动性环境难以进一步宽松使得前期高估值资产波动性增加，月末美股出现调整，市场避险情绪有所升温。

图表 1. 大类资产表现

		2020.10	2020.11	2020.12	2021.1
商品	南华工业品	(0.20)	11.14	6.19	1.12
	南华农产品	5.34	1.23	4.20	(1.62)
	南华能化	0.06	10.23	6.08	2.20
	NYMEX 原油	(10.39)	26.15	7.46	7.68
	伦敦金现	(0.40)	(5.37)	6.78	(2.65)
债	中债-企业债	0.17	(0.63)	0.17	(0.16)
	中债指数	0.36	0.25	0.99	(0.02)
外汇	美元指数	0.18	(2.11)	(2.25)	0.64
股	沪深 300	2.35	5.64	5.06	2.70
	标普 500	(2.77)	10.75	3.71	(1.11)
	MSCI 发达市场(除美国)	(4.01)	15.21	4.45	(1.11)
	MSCI 新兴市场	1.98	9.21	7.15	2.97

资料来源：万得，中银证券

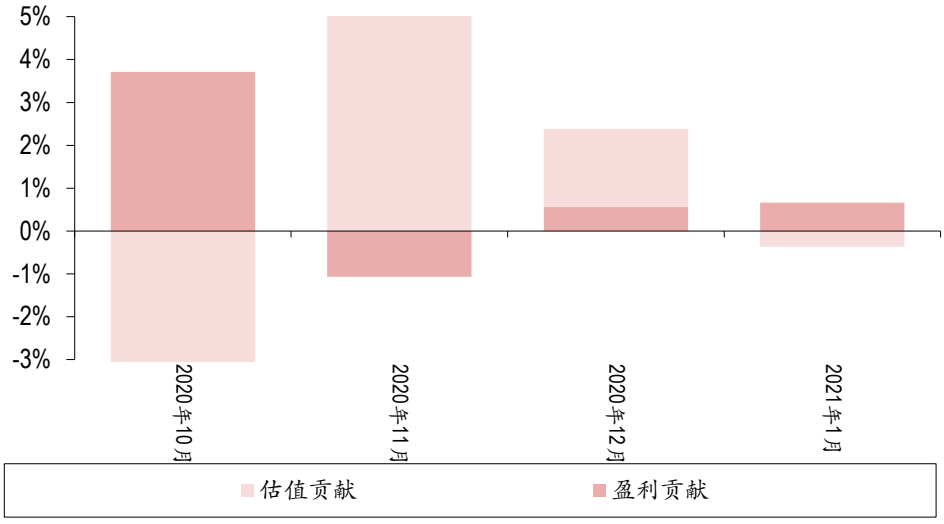
资金面波动引发 A 股震荡，顺周期行业表现相对强势。1 月 A 股市场先涨后跌，上证综指全月上涨 0.29%，流动性预期的波动成为影响当月 A 股的主要因素。具体来说：首先，开年以来极为宽松的流动性环境使得国内金融资产延续了 2020 年末的上行趋势：债券资产底部反弹，商品加速上行，A 股也出现了成长风格阶段性占优的局面。行至中旬，随着央行公开市场投放的边际收紧以及监管层对于货币政策的表态引发市场对于流动性预期的快速纠偏，叠加月末季节性因素，市场资金面出现了极速收紧，引发股债双杀。1 月板块间表现呈现出一定程度分化，中小板、创业板表现相对突出，但沪深 300 为代表的低估值板块相对成长板块的差距在进一步收敛。行业方面，化工、银行、有色为代表的顺周期板块涨幅居前，高景气的电气设备行业维持相对强势，前期估值提升幅度较大的军工、纺服、TMT 板块跌幅居前。

图表 2. 主要指数表现

	2020.10	2020.11	2020.12	2021.1
上证综指	0.20	5.19	2.40	0.29
深证成指	2.55	3.28	5.86	2.43
中小板指	3.40	0.84	5.56	4.69
创业板指	3.15	(0.90)	12.70	5.48
上证 50	1.48	5.76	4.94	1.99
沪深 300	2.35	5.64	5.06	2.70
中证 500	(1.31)	3.43	0.73	(0.33)
中证 800	1.47	5.12	4.06	2.02

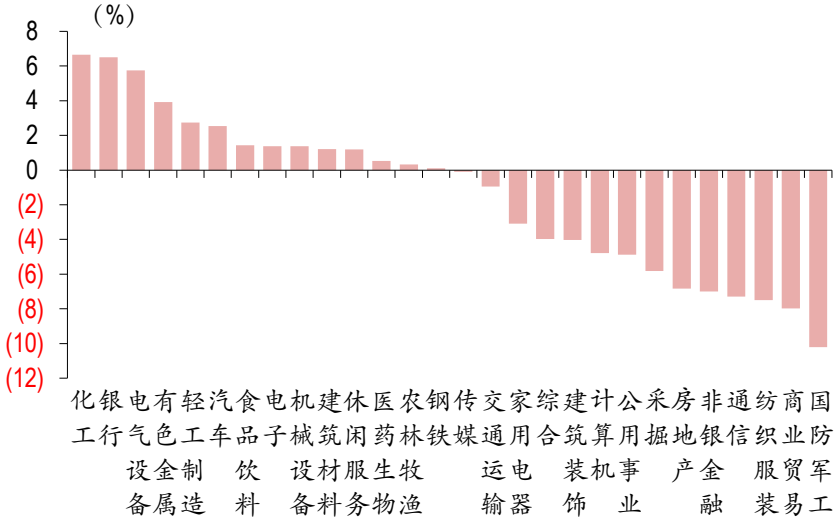
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 上证综指月度收益贡献



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 月度行业表现



资料来源：万得，中银证券

资金面异动成长强势反弹，大市值龙头优势进一步强化。1 月成长风格依然录得较大优势，而大市值行业龙头优势更为明显。市值维度下，可以明显看到，1 月市场对于大市值行业空头的溢价更为明显。从业绩角度来看，在开年资金面超预期宽松的预期下，新能源汽车为代表的业绩确定性成长行业表现出较大优势，而与 12 月不同之处在于，低估值板块龙头优势正在逐步显现。

图表 5. 月度行业表现

	11 月收益矩阵图			12 月收益矩阵图			1 月收益矩阵图		
	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值
价值	10.04	9.21	8.47	(2.00)	(5.28)	(6.63)	(5.32)	(4.26)	1.06
GARP	2.27	5.16	8.26	2.36	3.51	5.12	(0.82)	3.25	7.68
成长	1.35	1.37	2.41	1.08	11.88	6.66	(5.35)	1.51	6.15

资料来源：万得，中银证券

2 月市场展望：盈利上行流动性回暖，布局周期正当时

2 月 A 股市场展望：流动性扰动缓和，顺周期加速上行。盈利加速回暖，流动性边际缓和，低估值顺周期板块将迎来加速上行。1）盈利方面，疫情反复难改复苏趋势，一季度国内基本面强势延续。2）流动性方面，资金面波动有望趋缓，外占改善趋势下流动性环境难有大幅紧缩。3）风险偏好方面，盈利预期回暖，市场风险偏好中枢仍将波动上行。

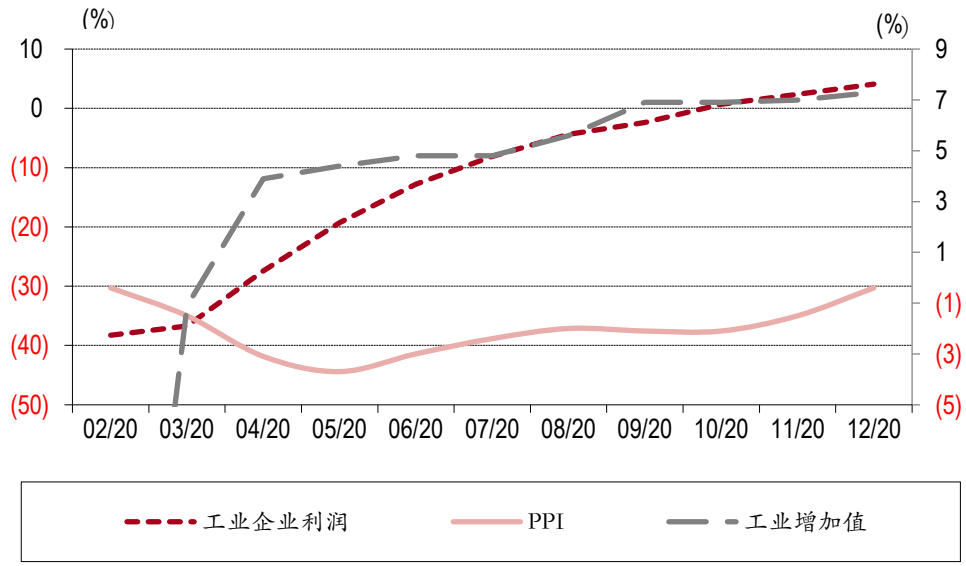
图表 6. A 股市场月度预判

			2020.12	2021.1	2021.2
基本面	盈利		3.5	3.5	4
	流动性	经济增长	4	4	5
		通胀	3	3	3
			3.8	3.3	3.5
		宏观流动性	4	2	3
		内资配置需求	4	4	4
		北上资金	4	4	4
		股票供给	3	3	3
信息面	中美贸易	中美贸易	3	3	3
	海外市场		3.0	3.3	3.3
		主要经济体增长预期	3	4	4
		流动性环境	3	3	3
		地缘政治	3	3	3
	国内政策		4.3	4.0	4.0
		货币政策	4	3	3
		财政政策	4	4	4
		产业政策	5	5	5
A 股			3.7	3.6	3.8

资料来源：万得，中银证券（分数范围：1-5（分数越高对权益市场影响越积极，3 为无明显影响））

2 月盈利预判：国内复苏趋势延续。最新的工业企业利润来看，量价齐升驱动下，工业企业利润持续快速修复，产成品库存延续回补趋势。外需方面，出口增速与交货值增速高增，海外刺激政策推动需求修复，而疫情反复影响供给恢复。四季度国内经济整体处于全面复苏的状态，进入 1 月虽然国内疫情反复或一定程度影响国内生产，但美国新一轮财政刺激计划已经落地，疫苗也正在铺开，外需回暖的趋势是不变的。进一步参考今年疫情以来的经验，海外疫情的波动对国内供给实际上会提出更多需求。

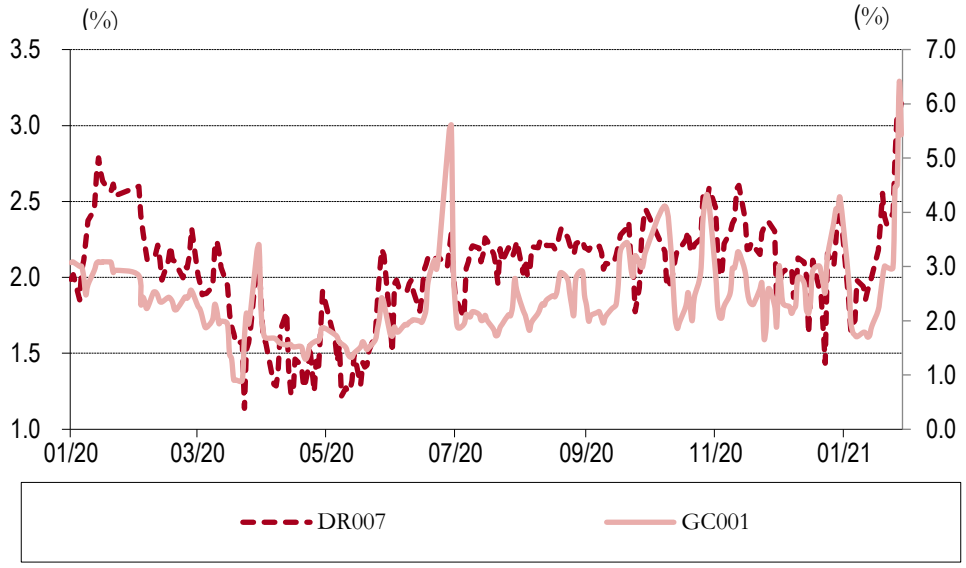
图表 7. 量价齐升，企业盈利加速回暖



资料来源：万得，中银证券

2 月流动性预判：资金面波动趋缓，外占改善趋势下流动性环境难有大幅紧缩。与开年以来因流动性过剩引发的股债同涨行情相反，1 月末市场资金面异常趋紧，引发金融资产出现大幅波动。我们认为月末资金面超预期紧缩难以持续，未来外汇占款提升有望为市场宏观流动性环境带来提振。首先，从短期资金面波动的原因来看，近期过热的部分一线城市地产价格可能是导致货币政策收紧的触发因素，同时月末财政资金的投放错位也一定程度加剧了资金面短期波动。中旬以来，央行通过逆回购规模的逐步缩减也在向市场传递收紧信号。我们认为，市场流动性异常紧张状态不会延续，一是在于财政资金投放的逐步回归有望阶段性缓解市场资金面压力，同时各地均已出台相应地产调控政策，未来随着房价的稳定，货币政策将会回归紧平衡的状态。中期来看，伴随着人民币升值趋势的逐步加强，国内外储即将步入上行通道，外汇占款的上升将会改善基础货币投放，国内金融市场流动性环境难以出现过度紧缩的情形。

图表 8. 1 月下旬市场资金利率快速抬升



资料来源：万得，中银证券

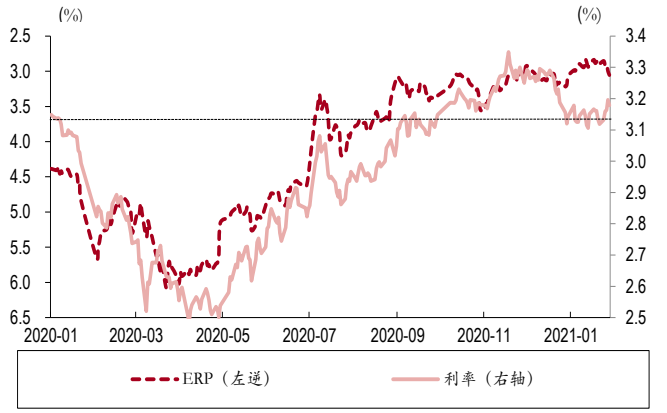
2 月风险偏好预判：盈利预期改善，中枢波动上行。当前市场风险偏好水平略高于十年均值，进入一月市场即将迎来业绩空窗期，海外疫情反复或带来市场风险偏好波动。虽然整体来看，2021 年国内宏观政策的边际收缩或带来风险偏好中枢上行速度放缓，但一季度国内基本面仍处于上行过程中，盈利改善依然有望带来市场风险偏好中枢上行。

图表 9.主要指数估值水平（2009 年起）

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位	70.00%	83.40%	88.10%
当前值	16.04	33.11	68.47
中位数	14.19	23.21	51.80
均值+标准差	19.93	35.21	68.41
均值-标准差	10.14	15.00	37.15
	标普500	日经225	法国CAC40
当前分位	99.00%	99.70%	99.30%
当前值	36.19	40.03	58.38
中位数	19.82	20.63	19.20
均值+标准差	24.86	26.36	29.05
均值-标准差	15.47	16.29	11.81

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 市场风险偏好水平略高于十年均值



资料来源：万得，中银证券

2 月市场配置建议：低估值周期板块正当时。虽然本轮扩张周期已经进入后半程，一般来讲，伴随着实体盈利的加速上行，货币政策都会出现边际收紧的趋势，但本轮扩张周期的不同点在于：人民币升值趋势下，外占的提升将会使得金融市场流动性环境得到提振，市场难以出现类似 13、17 年的流动性紧缩环境；同时 2020 年以来权益基金的爆发也将为市场带来增量配置资金。整体来看，市场不会出现因流动性环境的超预期紧缩带来的系统性下跌，更多将会体现为结构性的行情：高估值板块面临业绩兑现出现的估值分化而低估值板块将迎来盈利预期改善带来的估值提升。资金抱团趋势下大市值行业龙头的优势将会不断得到增强，而随着经济周期定位的演化，顺周期板块盈利持续性将得到改善，行业板块的方向或逐步趋于均衡。行业配置上，继续看好有色、化工、航运、银行等低估值板块的配置机会。

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

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