

策略周报

三类赛道对比，低估值优势逐步显现

机构效应不断强化，顺周期行情已在路上。

- **三类赛道对比，“低估值”优势逐步显现。**我们在年度策略中提出，2021年“高增长高估值”、“稳定成长”和“低估值增速回升”将成为市场资金角逐的主要方向，开年以来，以新能源汽车为代表的高增长板块以及以银行有色为代表的低估值板块均有所表现，其背后反映出当前市场依然在“增长持续性”与“估值性价比”之间反复波动。我们认为，不同的宏观背景和环境下，市场会对不同的风格属性给予不同的优先级：以TMT新能源汽车为代表的“高增长高估值”板块在流动性较为充裕的环境之中表现较优，周期定位上属于衰退后期的环境；而以食品饮料为代表的“稳定增长”板块具有较强的防御属性，在基本面下行且流动性收缩的衰退前期通常会被赋予较高溢价；而以传统周期行业为代表的“低估值”板块对流动性环境不慎敏感，而在经济上行的扩张周期表现最优。往后看，随着国内经济的逐步复苏，流动性环境面临边际收敛，市场步入扩张后期，高估值板块面临估值分化压力，顺周期板块性价比将会逐步提升。
- **A 股机构化趋势延续，龙头优势有望深化。**资金抱团板块背后是宏观环境和市场微观结构变化的反映。2020年以来，为应对疫情投放的天量流动性也成为本轮“高增长高估值”板块行情的主要推手。近年来公募基金规模的爆发式增长也进一步增强了“申购-增配”正反馈机制。我们认为A股机构化趋势不会轻易瓦解。房价压制带来资金入市的机会成本降低->权益类基金规模爆发带来机构规模不断扩大->机构资金持续增配龙头股，上述趋势仍处于正循环过程之中，在这种趋势性力量的影响下A股机构化进程仍将进一步深化。而需要指出的是，我们认为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，行业板块的方向或逐步趋于均衡。
- **机构加仓低估值顺周期行业，板块风格有望均衡化。**四季报大类行业的配置情况来看，顺周期资源品配置比例明显提升，有色、化工行业仓位为别上升5%、3%，位于各一级行业前列，而前期高估值板块除食品饮料外，计算机、电子为代表的TMT板块配置比例均出现不同程度的下行。从超配/低配比例来看，有色、化工为代表的传统周期行业仓位依然低于市场平均水平，而银行板块低配比例虽较3季度出现明显收窄，但仍处于全市场最低水平。从市场资金配置选择的边际变化出发，也可以进一步印证我们前文所述观点：随着扩张周期的进一步深化，顺周期板块盈利持续性将会不断超预期；而伴随着未来流动性环境的常态化回归，高估值板块将从前期的贝塔行情进一步向个股逻辑演化，未来市场资金方向的选择上将会更多向顺周期板块倾斜，行业板块的风格表现将会更为均衡。
- **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

机构效应不断强化，顺周期行情已在路上.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 低估值周期板块在扩张阶段表现最优 5
图表 2. 消费成长板块在衰退周期相对优势明显 5
图表 3. 2017-2020 年市场风格表现 5
图表 4. 截至当前本月新发权益类基金规模创历史新高 6
图表 5. 基金四季报显示顺周期行业获得资金增持（红框为增持排名靠前行业，灰框为减持排名靠前行业） 7
图表 6. 大部分低估值顺周期板块配置比例仍处于较低历史分位（从左至右为历史分位由低到高） 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。

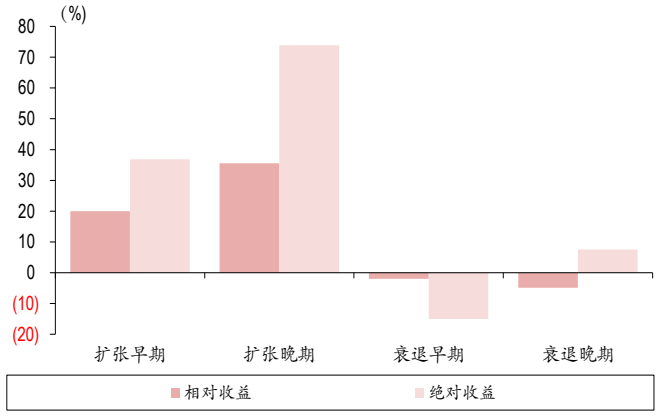
——**20201129《循环牛 大周期》：商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。**全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。

——**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。

机构效应不断强化，顺周期行情已在路上

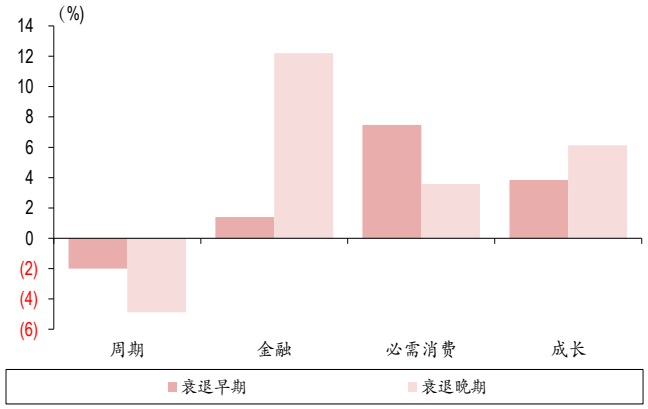
三类赛道对比，低估值优势逐步显现。我们在年度策略中提出，2021 年“高增长高估值”、“稳定成长”和“低估值增速回升”将成为市场资金角逐的主要方向，开年以来，以新能源汽车为代表的高增长板块以及以银行有色为代表的低估值板块均有所表现，其背后反映出当前市场依然在“增长持续性”与“估值性价比”之间反复波动。我们认为，不同的宏观背景和环境下，市场会对不同的风格属性给予不同的优先级，例如：以 TMT 新能源汽车为代表的“高增长高估值”板块在流动性较为充裕的环境之中表现较优，周期定位上属于衰退后期的环境，例如 2020 年 Q1-Q3；而以食品饮料为代表的“稳定增长”板块具有较强的防御属性，在基本面下行且流动性收缩的衰退前期通常会被赋予较高溢价；而以传统周期行业为代表的“低估值”板块对流动性环境不慎敏感，而在经济上行的扩张周期表现最优。往后看，随着国内经济的逐步复苏，流动性环境面临边际收敛，市场步入扩张后期，高估值板块面临估值分化压力，顺周期板块性价比将会逐步提升。

图表 1. 低估值周期板块在扩张阶段表现最优



资料来源：万得，中银证券

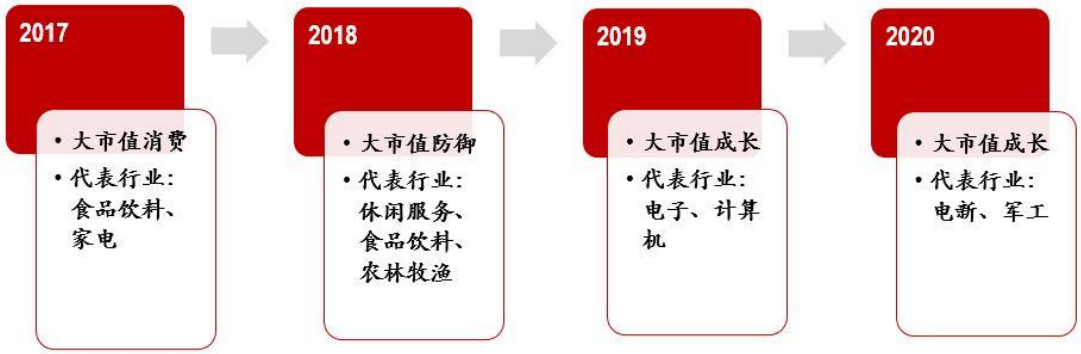
图表 2. 消费成长板块在衰退周期相对优势明显



资料来源：万得，中银证券

资金抱团板块背后是宏观环境和市场微观结构变化的反映。近年来，A 股机构化特征愈发显著，稳定成长的消费板块和盈利高增的成长板块成为市场资金抱团的主要方向。我们认为，不同时期市场风格属性其背后也是当时宏观及市场环境的反映。2017 年以来伴随着 M2 增速中枢的下行，宏观流动性边际收紧，市场对于盈利稳定性的关注度不断提升，外资的示范效应下消费板块估值一路走高。2020 年以来，为应对疫情投放的天量流动性也成为本轮“高增长高估值”板块行情的主要推手。

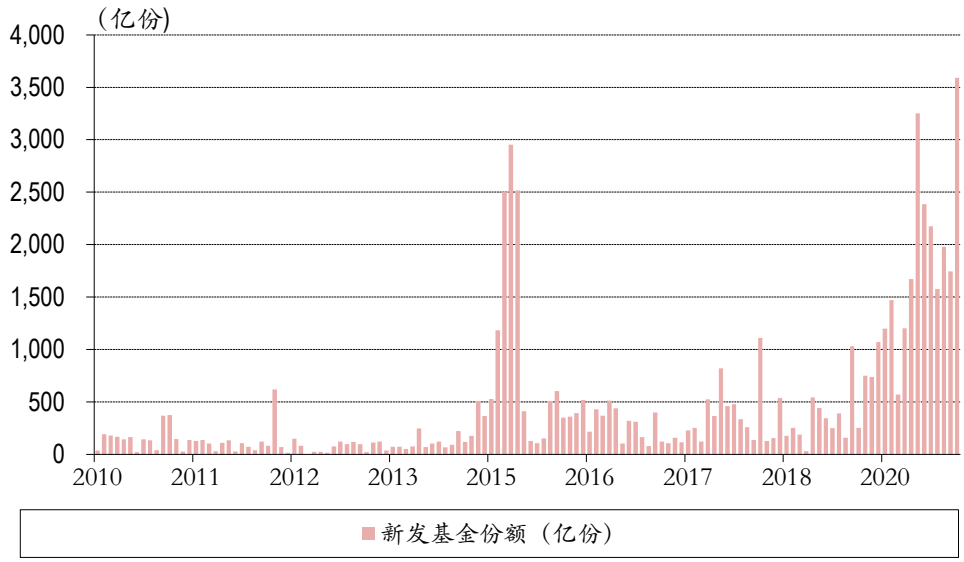
图表 3. 2017-2020 年市场风格表现



资料来源：万得,中银证券

A 股机构化趋势延续，龙头优势有望深化。而近年来公募基金规模的爆发式增长也进一步增强了“申购-增配”正反馈机制。我们认为 A 股机构化趋势不会轻易瓦解。结合此前周报观点，我们认为央行货币政策收缩幅度、房价上涨和新发基金速度与规模是影响资金抱团行情的主要因素：近期央行连续两天以逆回购的方式投放流动性，略超市场预期；本周上海限购政策加码，给一线房地产市场降温；市场资金层面，年初爆款权益基金频出，截至当前 1 月新发权益类基金 3589 亿份，单月新发规模创下历史新高（超过 15 年及 20 年高点）。因此，房价压制带来资金入市的机会成本降低->权益类基金规模爆发带来机构规模不断扩大->机构资金持续增配龙头股，上述趋势仍处于正循环过程之中，在这种趋势性力量的影响下 A 股机构化进程仍将进一步深化。而需要指出的是，我们认为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，行业板块的方向或逐步趋于均衡。

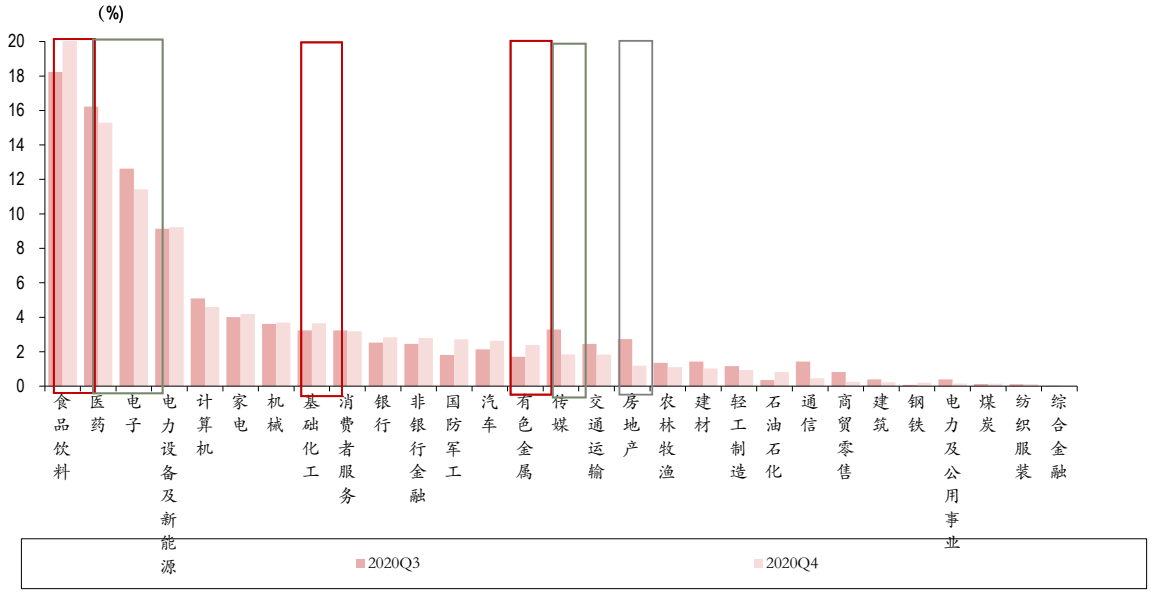
图表 4. 截至当前本月新发权益类基金规模创历史新高



资料来源：万得，中银证券

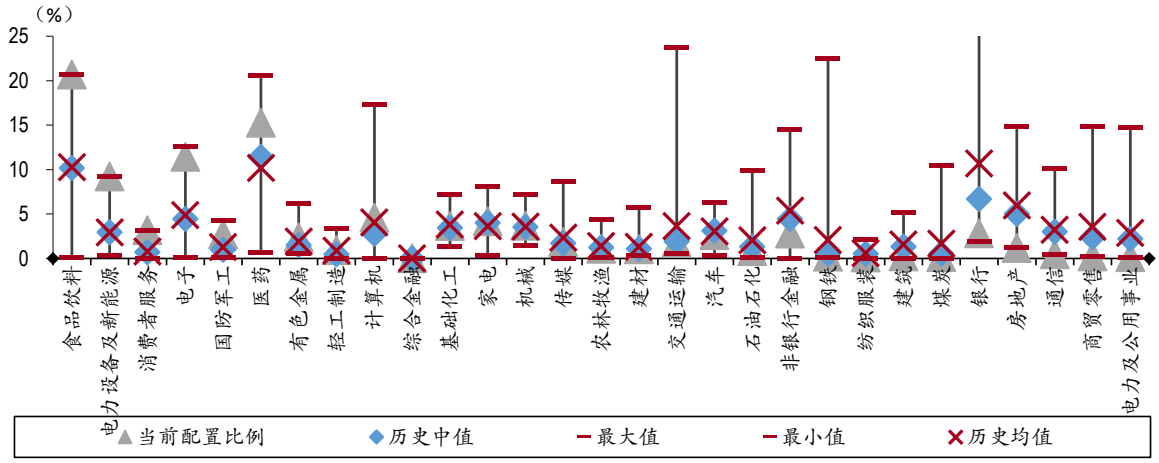
机构加仓低估值顺周期行业，板块风格有望均衡化。四季报大类行业的配置情况来看，顺周期资源品配置比例明显提升，有色、化工行业仓位为别上升 5%、3%，位于各一级行业前列，而前期高估值板块除食品饮料外，计算机、电子为代表的 TMT 板块配置比例均出现不同程度的下行。从超配/低配比例来看，有色、化工为代表的传统周期行业仓位依然低于市场平均水平，而银行板块低配比例虽较 3 季度出现明显收窄，但仍处于全市场最低水平。从市场资金配置选择的边际变化出发，也可以进一步印证我们前文所述观点：随着扩张周期的进一步深化，顺周期板块盈利持续性将会不断超预期；而伴随着未来流动性环境的常态化回归，高估值板块将从前期的贝塔行情进一步向个股逻辑演化，未来市场资金方向的选择上将会更多向顺周期板块倾斜，行业板块的风格表现将会更为均衡。

图表 5. 基金四季报显示顺周期行业获得资金增持（红框为增持排名靠前行业，灰框为减持排名靠前行业）



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 大部分低估值顺周期板块配置比例仍处于较低历史分位（从左至右为历史分位由低到高）



资料来源：万得，中银证券

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