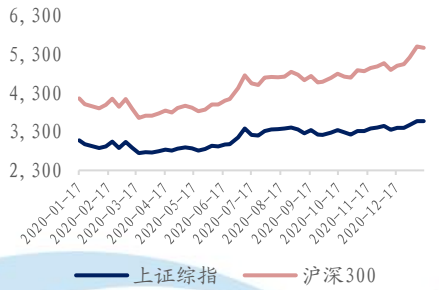
中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
证券分析师 郑梓淳
证券执业证书号：S0640520120001

市场板块轮动加速，继续关注广义顺周期行业

策略周报　　2021 年 1 月 16 日

市场走势



近期报告

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》

中航证券策略周报:《美国疫情严重程度已超上轮峰值，市场情绪波动或加大》

中航证券策略周报:《疫苗进展短期内不足以扭转美国疫情，市场情绪反复波动》

中航证券策略周报:《欧美医疗资源挤兑下外盘波动加大，A 股或弱势震荡》

核心观点:

出口方面：按美元计价，12 月出口同比 18.1%，前值 21.1%，进口同比 6.5%，前值 4.5%，贸易顺差 781.7 亿美元，创历史新高，三项数据均好于市场预期。19 年 12 月，美元兑人民币汇率处于 7 左右，20 年 12 月则降至 6.6 以下，人民币大幅升值令人民币计价的进出口增速显著低于美元计价增速，进口增速为负增长。目前虽然海外疫情仍在恶化，国内疫情近期也有小幅反弹，但疫苗已经面世，年内疫情受控，经济步入持续复苏是大概率事件，内外需中期内大概率回升，而短期内，欧美加码刺激政策也对短期外需形成支撑，所以预计全球需求并不会对国际贸易造成新的显著冲击，但去年海外订单向国内的转移是我国出口高增的重要因素，未来随着海外疫情缓和，供应链恢复，这一因素将出现弱化甚至逆转，同时人民币持续升值对出口也有抑制，因此出口增速较难维持目前的高增状态。而外部供应恢复和我国需求进一步修复则均利好进口增速的提升，今年进口增速有望强于出口增速。

货币方面：金融数据总体弱于市场预期，12 月新增人民币贷款 1.26 万亿，环比少增，同比多增，各项贷款余额增速持平于 12.8%。结构上看，中长期贷款占比 78.5%，处于较高水平，其中居民中长期贷款同比少增，但企业中长期贷款同比多增，反映实体企业持续恢复。12 月社会融资规模 1.72 万亿元，同比少增近 5000 亿元。表外融资加速收缩，信托贷款受行业监管影响大幅减少 4600 亿元，企业债券融资 442 亿元，同比少增超 3100 亿元，体现了信用债事件对债券发行带来严重的负面影响。政府债券规模 7156 亿元，同比多增 3418 亿元，是支撑 12 月社融的主要项目。社融存量同比降至 13.3%，连续第二个月下降，进一步确认了社融增速见顶，今年大概率继续走低。M2 同比 10.1%，下滑 0.6 个百分点，M1 同比 8.6%，下滑 1.4 个百分点，二者剪刀差小幅走阔。M1 下滑较快对股市流动性会带来负面影响。近期央行采用低量高频逆回购来调节市场流动性，体现了政策操作追求更高的灵活性和精准度，未来央行进一步宽松概率很低，但过快收紧同样缺乏合理性，预计 M2、社融增速平缓回落。

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

通胀数据方面：12 月份，CPI 同比+0.2%，前值-0.5%，好于市场预期；环比+0.7%，前值-0.6%。食品项 CPI 的大幅反弹是推动 12 月 CPI 环比由负转正且高于历史同期均值的主因。食品项中，猪肉、鲜菜和蛋类是主要的环比上涨项目。蛋类价格上涨或由于玉米价格上涨导致的鸡饲料涨价，鲜菜价格上涨或由于今年气温较低，导致蔬菜生长速度减缓同时损耗增加，而畜肉价格上涨主要系畜肉中的猪肉价格上涨。根据农业部每日公布的猪肉平均批发价，12 月猪肉日平均批发价为 43.27 元/公斤，高于 11 月的 39.4 元/公斤。非食品中，主要是交通工具用燃料的上涨，与国际油价短期上涨下，我国上调成品油价格的动作相一致。基于翘尾因素的变化，1 月 CPI 可能再次跌至通缩，但不具有趋势意义。PPI 同比-0.4%，前值-1.5%，好于市场预期；环比+1.1%，前值+0.5%。CRB 现货指数同比快速走高，南华工业品指数近期也高位运行，新冠疫苗广泛注射的预期下国际大宗商品价格持续上行的输入性影响、我国经济持续恢复下内生需求的不断恢复共同推动了 2020 年 12 月 PPI 同比继续回升，2021 年初 PPI 同比有望转正并继续走高。

央行公开市场操作方面：1 月 11 日—1 月 15 日，在分别有 200 亿元、100 亿元、100 亿元、100 亿元和 50 亿元逆回购到期的情况下，央行分别进行了 50 亿元、50 亿元、20 亿元、20 亿元和 20 亿元的逆回购投放操作，且利率没有变化，相关操作代表央行短期内致力于边际收紧货币投放。此外，1 月 15 日，央行开展 5000 亿元 1 年期 MLF 操作，结合 1 月 15 日 3000 亿元 MLF 到期和 1 月 25 日 2405 亿元 TMLF 到期，央行本次 MLF 续作属于“缩量”续作，与本周逆回购操作方向相一致。近期，货币市场资金持续充裕，而央行倾向于边际收紧货币投放的公开市场操作，体现了央行要维持货币处在适量水平，坚守稳健货币政策的政策主基调。当前，货币市场需求面仍临着 1 月的税期叠加春节前现金投放压力的扰动，但考虑到市场资金较充裕，央行全面降准的概率较小。在 1 月 15 日国新办举行的 2020 年金融统计数据新闻发布会上，央行货币政策司司长孙国峰也表示，不论与其它发展中国家相比还是与我国历史上的准备金率相比，目前的存款准备金率水平都不高，也表明央行当前并没有强烈降准意愿。

海外方面：本周，美国当选总统拜登多次通过社交媒体表达了要加大美国的经济刺激力度的想法。当地时间 14 日晚间，在特拉华州威尔明顿，拜登公布了一项价值 1.9 万亿美元的“美国救援计划”（American Rescue Plan），包括向大多数美国人直接支付 1400 美元；向美国企业和社区提供直接援助；加快新冠疫苗的生产和交付；保障学校安全开学等内容。2020 年 12 月，美国国会就 9000 亿美元新冠纾困刺激方案达成协议，特朗普总统当时表示应该将发放给美国人的 600 美元补助金提高到 2000 美元。而本次拜登新计划预计将直接为大多数美国人支付 1400 美元，叠加上一轮救助方案中的 600 美元，发放给大多数美国人的补助恰好达到了 2000 美元。拜登在演讲中补充道，在就任美国总统后，他还将在 2 月推进一项涵盖范围更广的救助方案。拜登的提案得到了美国民主党的支持，美国众议院议长佩洛西

及参议院民主党领袖舒默当即发表联合声明，对拜登的方案表示力挺。上周，拿下参议院两个席位后，民主党成为参议院多数党，预计拜登政府上台后，同时掌控了美国众议院、参议院和白宫的民主党，将助力当选总统拜登更顺畅地推进各项政策，但拜登的补助方案能否以完整版的形式得到美国国会的通过，还需美国民主党和共和党进行进一步的政治交换。总体上，美国新一轮大规模刺激性政策出台的预期较大，结合新冠疫苗广泛注射的预期，美国经济前景边际向好，有利于国际经济的稳定。

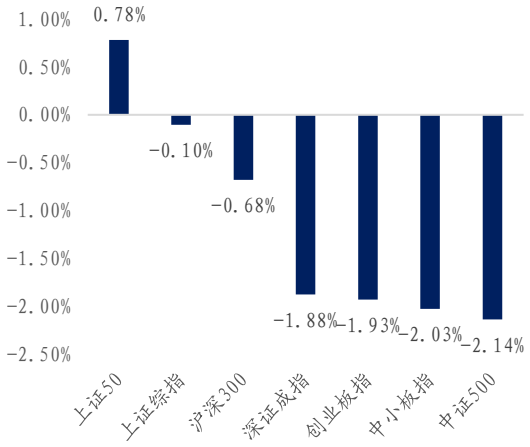
投资策略方面，前期机构抱团的食品饮料、医药股出现明显回调，从估值来看，这两个行业已经处在近十年的高点，然而估值的极端化没有阻挡这两个行业在近一个月的继续上涨。我们认为食饮和医药大幅上涨的核心驱动力之一，是利率上升对大市值风格的映射，食饮和医药是近五年 A 股市值增加最大的两个板块。近期市值绝对值大且市值增速大的公司出现超额收益。这就使得食饮和医药两个行业成为同时实践市值因子与动量因子良好的行业载体。利率的上行抬升了确定性溢价。其次，重仓食饮和医药的公募基金份额相较于其他基金大幅提升，这一类基金的增量管理资金的配置需求进一步推动这两个行业的上涨。一季度名义利率的走高可能继续支撑食饮和医药处于历史高估值的位置。然而需要注意的是，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。我们认为当下配置应该继续关注广义顺周期包含的三个方向：周期品龙头、银行保险以及可选消费。

一、 本周行情回顾

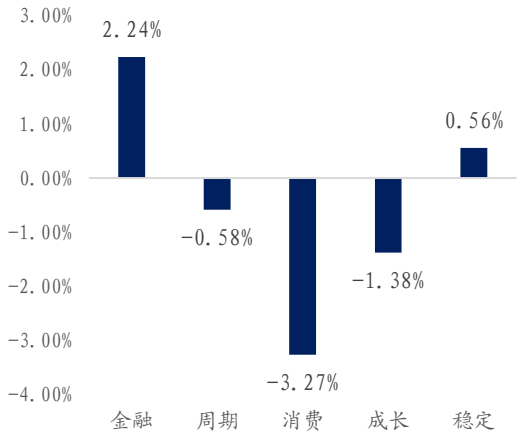
本周 A 股各大指数多数收跌，上证指数跌 0.10%；深证成指跌 1.88%；创业板指跌 1.93%，沪深 300 指数跌 0.68%，代表大市值股的上证 50 指数涨 0.78%，代表中小市值股票的中证 500 指数跌 2.14%，大市值股明显跑赢中小市值股。行业表现方面，本周排名前三位的行业分别是银行（5.32%）、电子（2.26%）、建筑装饰（2.18%），排名后三位的分别是农林牧渔（-8.30%）、国防军工(-6.56%)、电气设备(-5.37%)。风格上，本周金融股涨 2.24%，周期股跌 0.58%，消费股跌 3.27%，成长股跌 1.38%，稳定股涨 0.56%。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 23.84 倍，较上周下降 0.92%，剔除金融、石油石化股后市盈率为 39.87 倍，较上周下降 1.70%。海外方面，本周道指跌 0.91%，纳指跌 1.54%，标普 500 指数跌 1.48%。德国 DAX 指数周跌 1.86%；法国 CAC40 指数周跌 1.67%；英国富时 100 指数周跌 2.00%。

图 1：本周主要指数涨跌幅

图 2：本周各风格股票涨跌幅

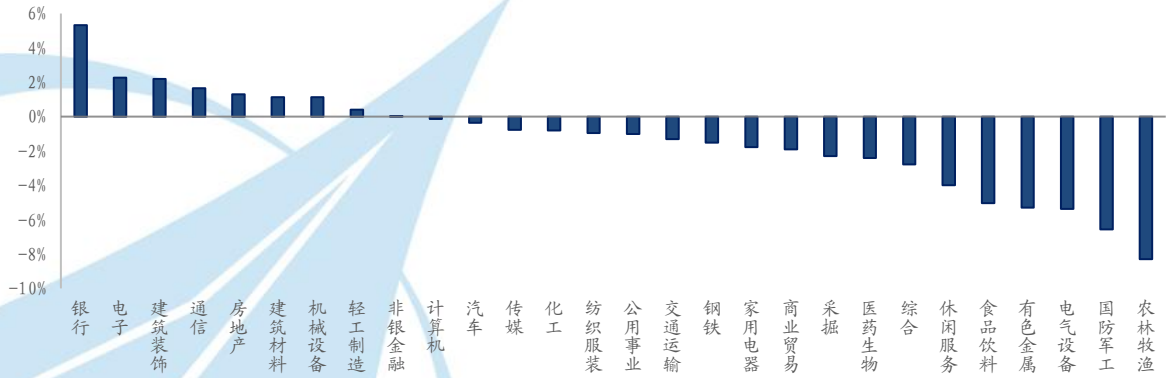


资料来源：Wind、中航证券研究所



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

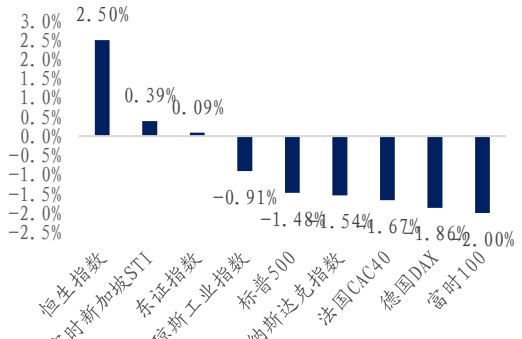
图 4：各风格股票走势



资料来源：Wind、中航证券研究所

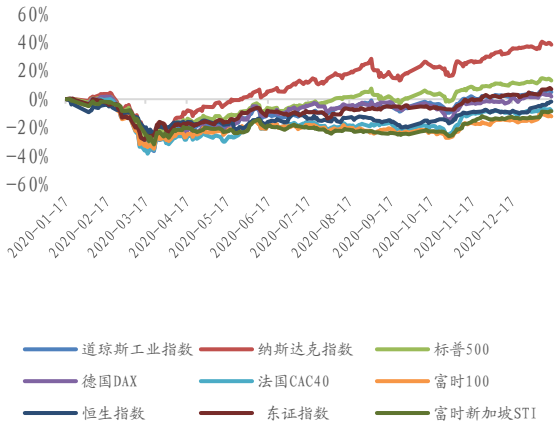
图 6：海外主要指数走势

图 5：本周海外主要指数涨跌幅

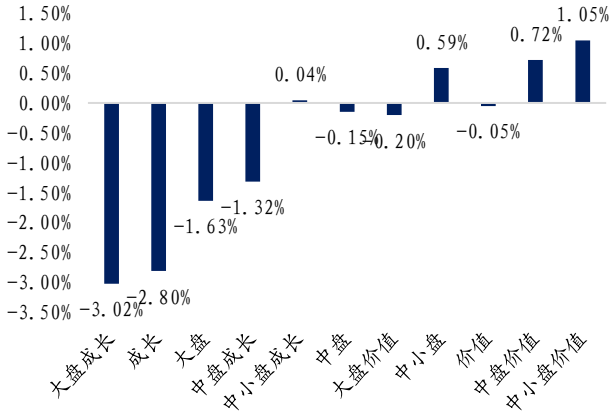


资料来源：Wind、中航证券研究所

图 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



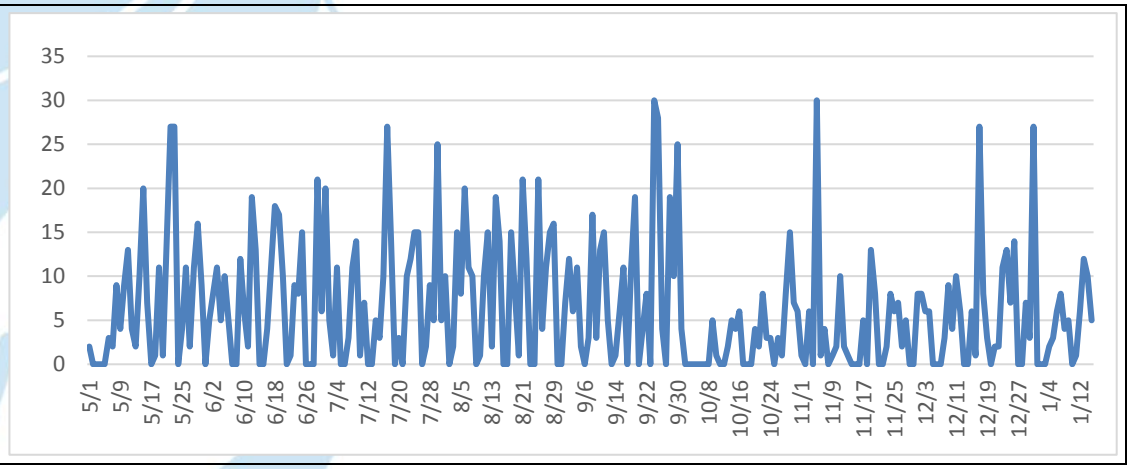
资料来源：Wind、中航证券研究所

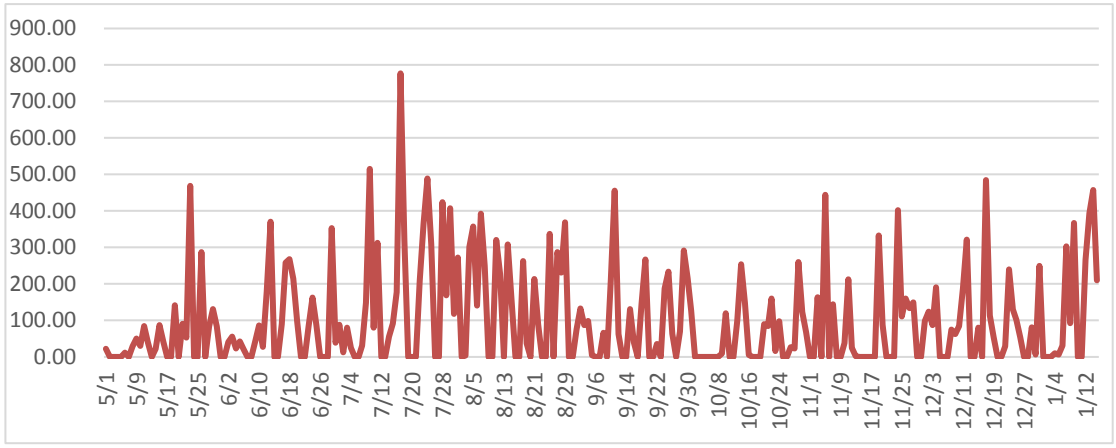
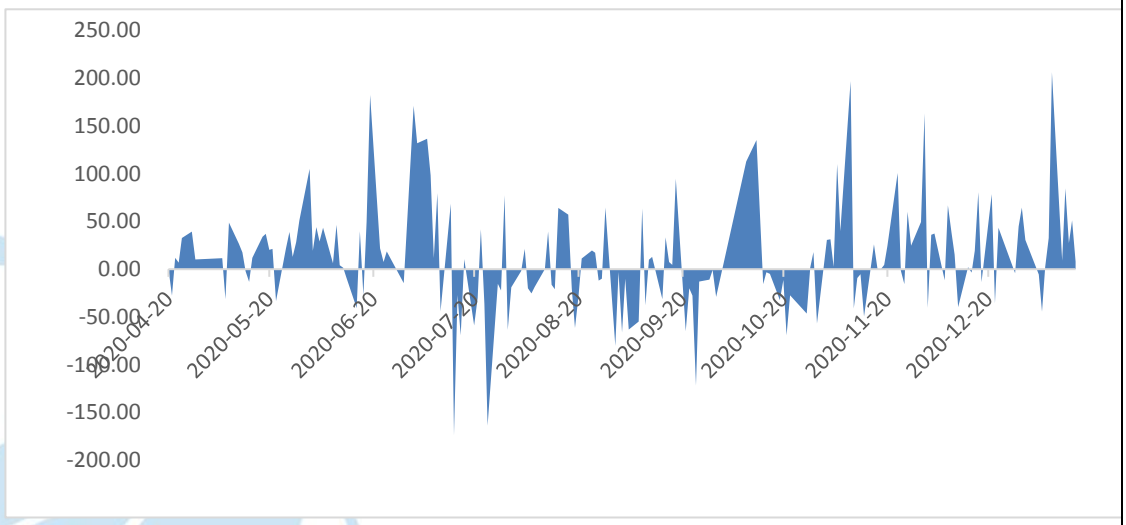
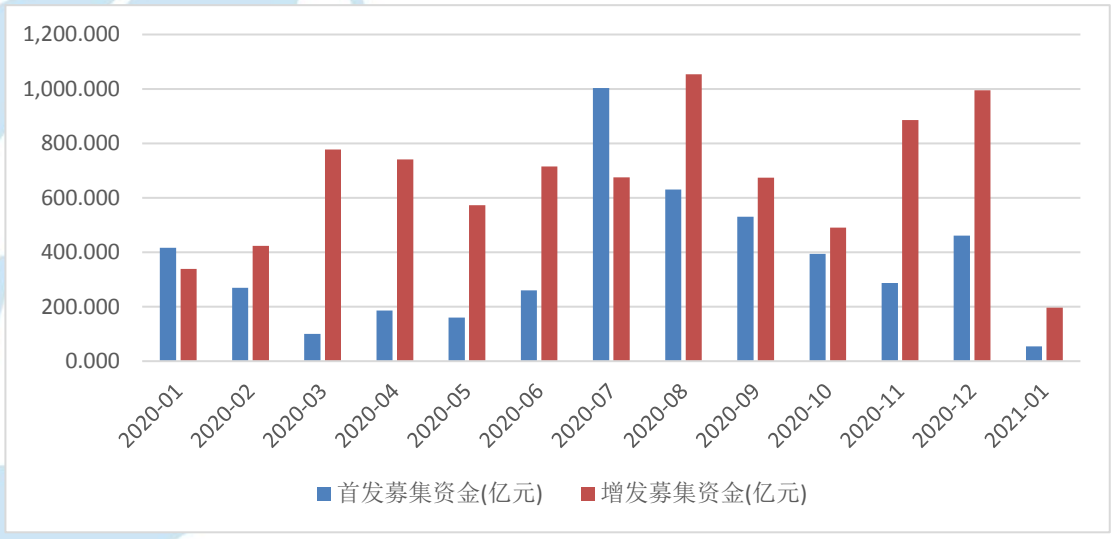
二、 资金监控

北向资金本周累计净流入 179.59 亿元，前一期为净流入 191.27 亿元。本周新发行的基金个数为 34 个，上周为 23 个；本周基金发行规模为 1326.37 亿元，上周为 443.45 亿元。2021 年 1 月份截至 1 月 15 日 IPO 募集资金为 54.71 亿元，增发募集资金 196.65 亿元。交易费用本周为 115.56 亿元，较上周的 120.19 亿元小幅回落。

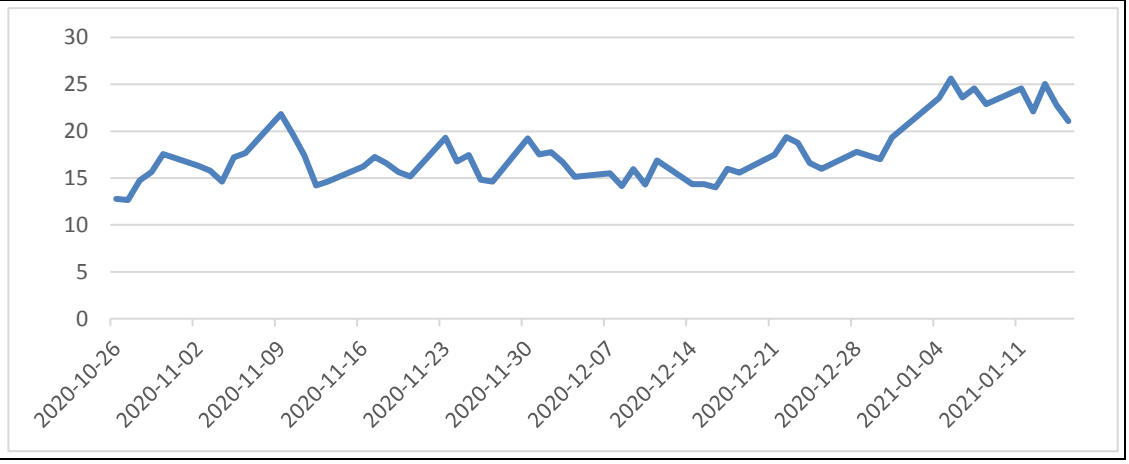
图表 8：资金监控

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）

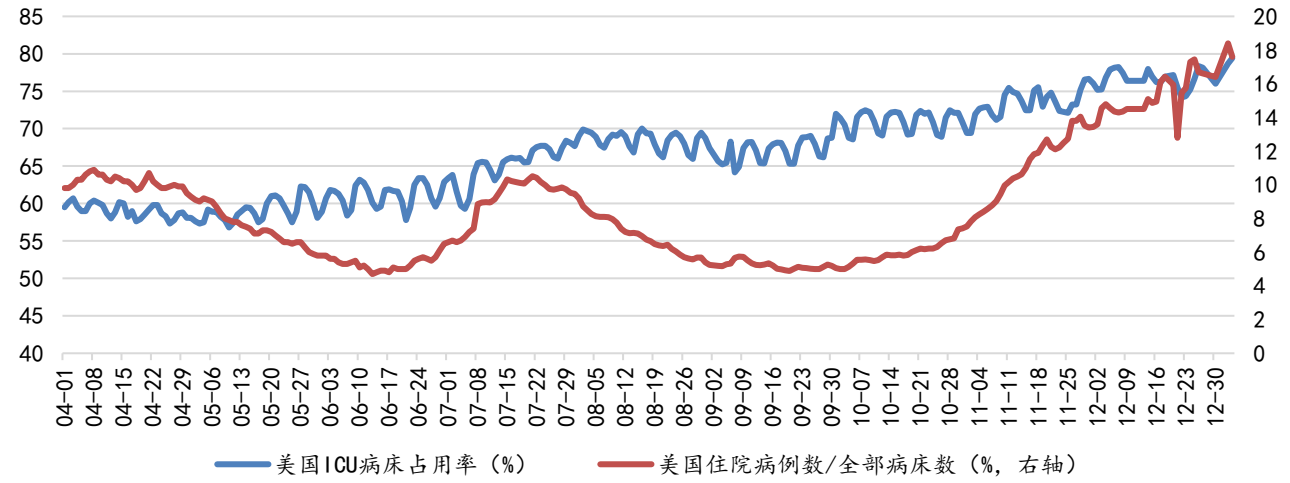


资料来源：Wind、中航证券研究所

三、 全球疫情

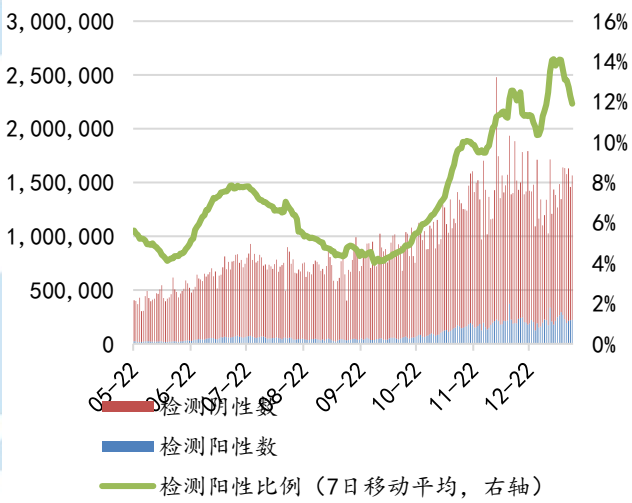
全球疫情方面，截至 1 月 16 日，全球累计感染人数已经超过 9432 万人，现有确诊人数 2455 万人，累计死亡人数超过 202 万人。美国方面，据美国约翰斯·霍普金斯大学统计数据显示，截至美东时间 1 月 15 日 16:40，美国累计新冠肺炎确诊病例已达到 23475380 例，累计死亡病例达到 391098 例。美国过去 24 小时新增新冠患者 252599 例，累计确诊 23475380 例。我们对美国 ICU 病床占用率进行统计，截至 1 月 8 日美国全国 ICU 占用率为 78.52%，较上周微降，已经接近我们之前提出的 70%-80%警戒值上限，美国全国病床利用率为 18.10%，较上周上升，已经触碰到我们提出的 15%-30%警戒值。美国全国检测阳性比率从高位回落。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、德克萨斯州、纽约州、俄亥俄州、马萨诸塞州、佛罗里达州、华盛顿州和北达科塔州的新冠病人 ICU 占用率 14 日平均值已超过或接近 40%，排名第一的密西西比州该指标达到 53.54%，较上周上升；ICU 病床总占用率 14 日均值，美国排名前 15 位的州均超过 80%，我们统计的美国五十个州和三个特区或领地中有 31 个 ICU 病床总占用率超过我们提出的 70%-80%警戒值，排名前三的密歇根州、新罕布什尔州和北卡罗来纳州 ICU 总占用率 14 日均值超过 90%，上述州的医疗资源存在出现挤兑的风险，需持续关注。

图 9：美国全国 ICU 病床占用率



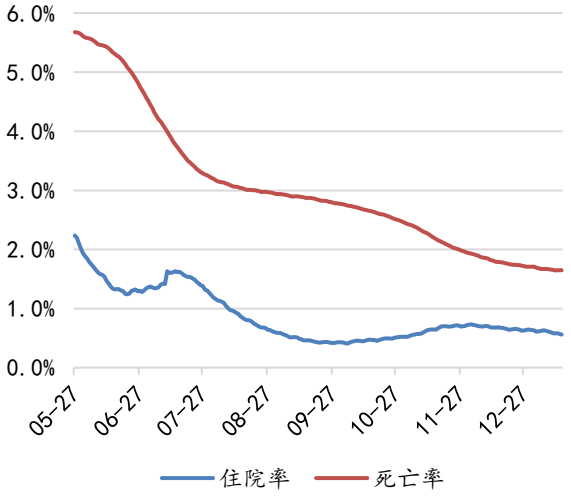
资料来源：美国疾控中心、中航证券研究所

图 10：美国新冠病毒检测结果



资料来源：covidtracking、中航证券研究所

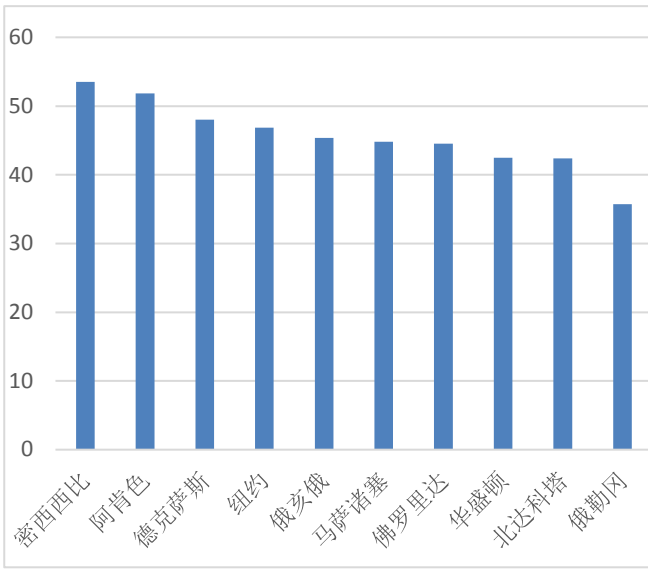
图 11：美国住院率及死亡率



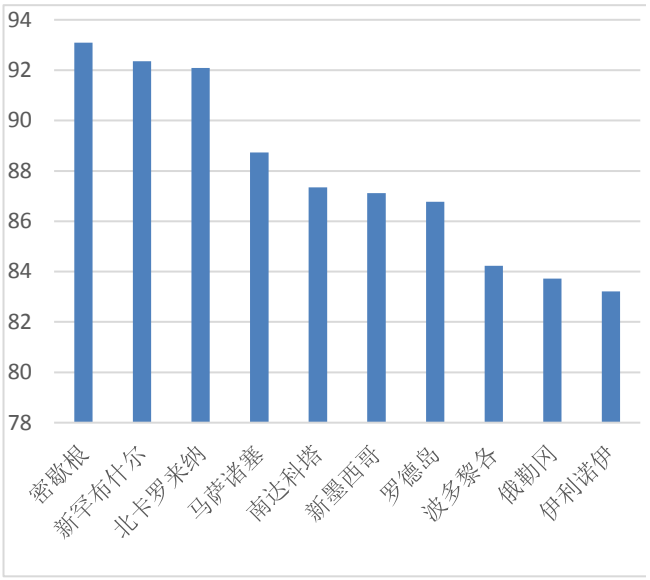
资料来源：covidtracking、中航证券研究所

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

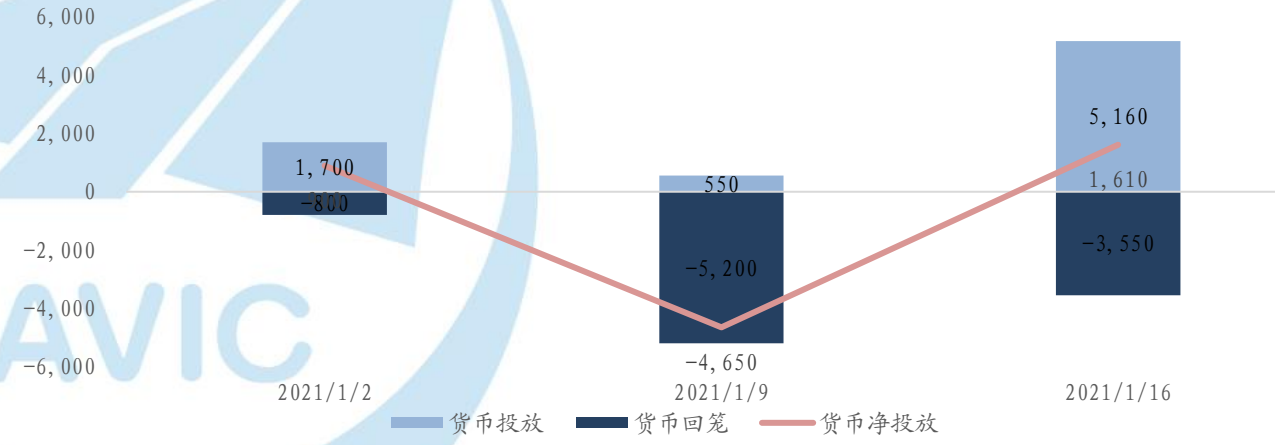


资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

四、宏观流动性监测

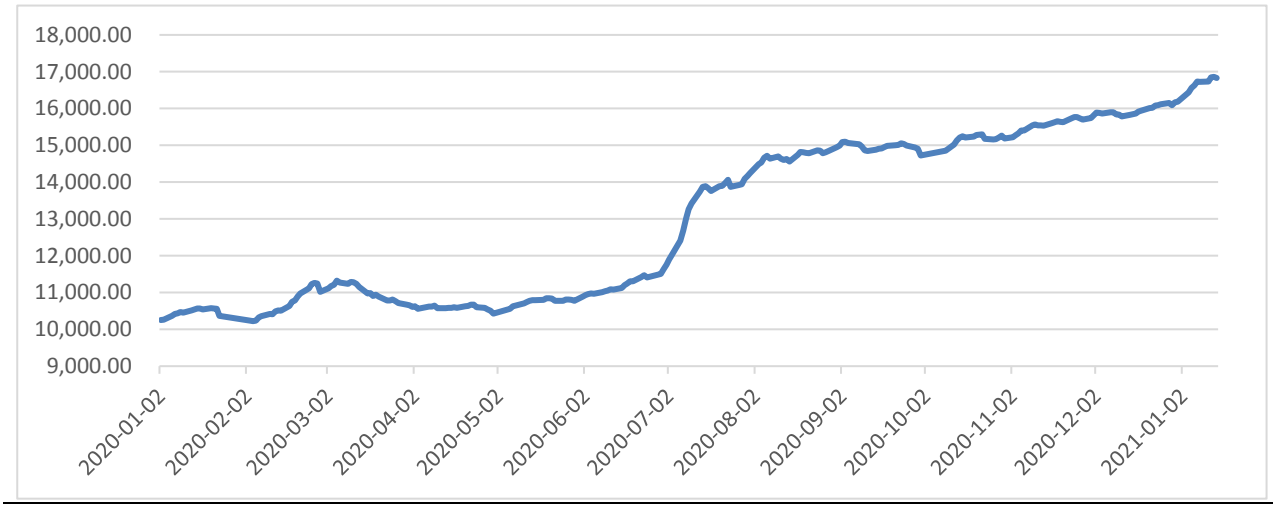
流动性方面，本周央行公开操作净投放货币 1610 亿元，上周为净回笼货币 4650 亿元。两融余额为 16826.20 亿元，上周为 16729.69 亿元，较上周上升。

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）

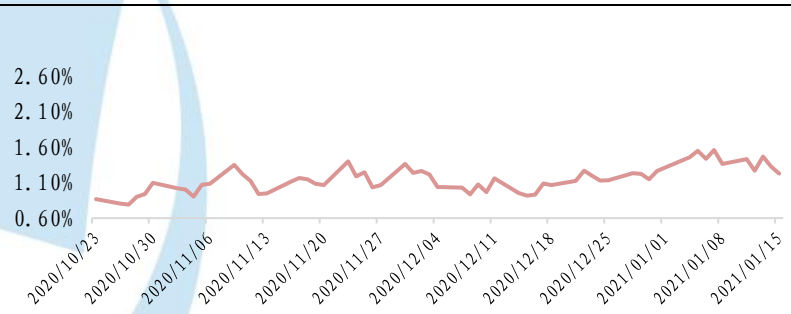
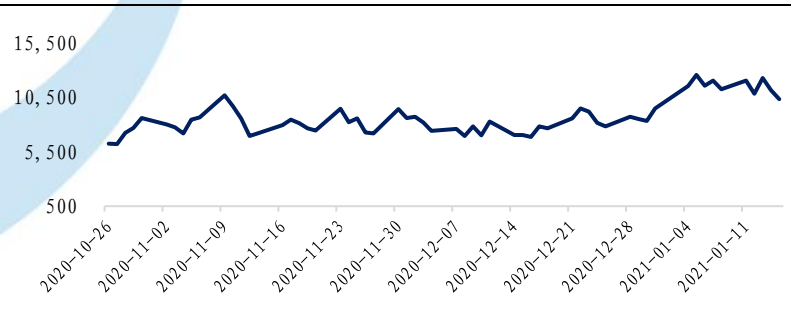


资料来源：Wind、中航证券研究所

五、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 1.34%，较上周的 1.47%有明显回落。A 股日均成交金额为 11329.23 亿元，较上周的 11782.98 亿元大幅下降。

图表 16：市场情绪

换手率	本期 2021/1/15 1.34% 上期 2021/1/8 1.47%		
A 股日均成交金额（亿元）	本期 2021/1/15 11329.23 上期 2021/1/8 11782.98		

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。