

# 策略週報

## 結構再平衡

海外流動性餘波未平，順週期性價比優勢突出。

- **流動性預期尚存波動，市場面臨結構再平衡。**本周美債利率上行餘波未平，周初市場繼續出現明顯回檔，食品飲料、醫藥、電新等前期強勢股依然佔據跌幅榜前列，而低估值、前期漲幅較小的鋼鐵、建築、煤炭等板塊相對抗跌。海外流動性預期的緊縮使得核心資產估值溢價回歸，機構換倉引發前期抱團股調整負反饋效應。隨著周中披露的2月國內金融資料再次扭轉了市場預期。當前市場依然處於擴張後期的行情特徵之中，短期來看，海外流動性預期收緊仍將成為影響市場的主要因素。我們以一年盈利增速預期來計算各個主要指數權重股當前的盈利預期與估值匹配情況，可以看到，相比於上證指數，創業板指成分股 PEG 在 1 以上的比例接近 63%，這也意味著板塊內權重股估值短期內明顯存在較高溢價。
- **美元出現階段性修復，大宗價格趨勢尚未扭轉。**結合上周週報分析，我們認為美債短期內仍存波動而中期上行趨勢依然較為確定。從基本面來看，當前海外復蘇進程呈現出明顯的美強歐弱格局，短期美歐基本面的差異也加速了美元指數的反彈，受此影響，近期大宗商品價格上行幅度有所趨緩。我們認為，短期來看，美債利率的加速上行將進一步擴大美歐利差，進而推動美元指數的進一步反彈，但中期來看，我們認為全球（尤其是海外）仍處於實體經濟加速回暖的擴張週期，而在這樣的週期下，作為避險資產的美元指數難有趨勢性上行機會，而伴隨著全球疫苗進程的推進，歐洲經濟也必將迎來修復，因此我們認為美元階段性修復而非趨勢轉向，大宗價格趨勢尚未迎來轉向機會。
- **結構性行情將進一步深化，順週期估值性價比優勢突出。**我們認為，當前股票市場仍處於擴張後期階段，而海外流動性的邊際變化是造成近期市場波動的主要原因。我們以機構抱團的茅指數和低估值的順週期板塊做對比，可以發現，近期茅指數的加速下跌始於2月下旬以來美國實際利率的上行，而並非1月國內利率的上行，其背後也折射出國內核心資產以美債作為無風險利率的外資定價邏輯。我們觀察了以茅指數為代表的機構抱團股當前估值分位（2009年以來）分佈情況發現，有超過40%以上的股票當前估值均處於2009年以來的90%以上分位水準，而相較之下，我們發現順週期股票的估值分位元情況相對更為均衡，仍有68%的個股當前估值處於2009年以來估值分位的50%以下。往後看，我們認為，美債利率趨勢易上難下，A股更多會呈現為盈利上行而流動性收縮的博弈行情，年內A股將會更多呈現為階段性震盪、順週期占優的結構性行情。而基於當前兩類板塊的估值盈利分析，我們認為順週期板塊的性價比優勢將會進一步演繹，“碳中和”主題的發酵將會成為順週期板塊下一輪行情的催化劑，而目前處於較高估值分位的前期機構抱團股票則需要時間去進一步消化估值。
- **風險提示：逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。**

## 觀點回顧

——20201129《迴圈牛大週期》：商品資本雙迴圈，A 股有望迎來迴圈牛，擁抱大週期行情。全球共生模式重啟，中國雙迴圈迎接虛擬經濟繁榮。週期盈利驅動和海外資本流入有望帶領 A 股進入技術性牛市。

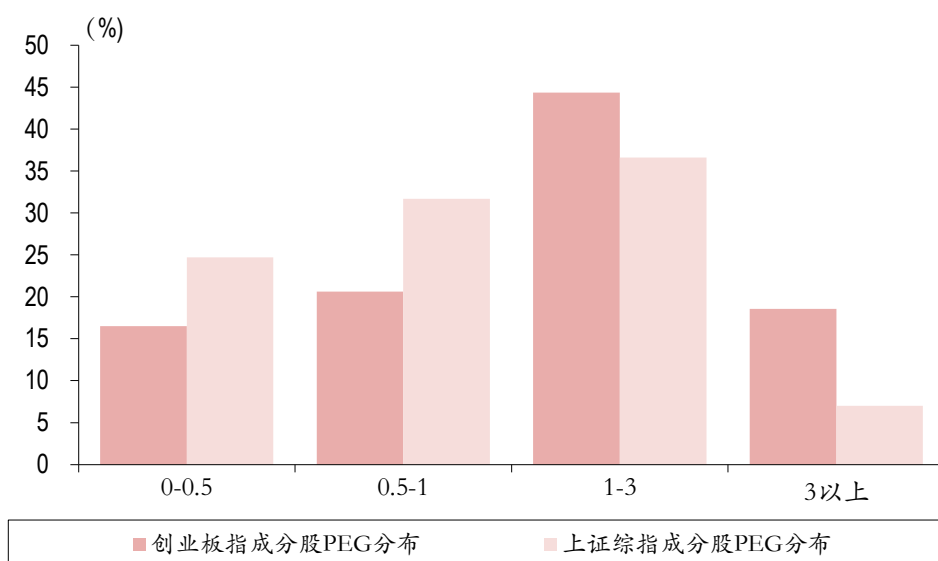
——20201206《擁抱週期》：回應市場對大週期行情的五點分歧。相比於 2016-2017 年全球補庫帶動的短週期上行，這次復蘇伴有更強的全球總需求擴張和中週期房地產上行的推動，持續性更強，中國作為全球產業鏈中的一環必然享有全球復蘇的紅利。

——20210306《雷雨居簷下，雨後拾青梅》：高估值板塊在時間上並不占優，但其中被錯殺的標的可以開始關注。短期內美債可能還會面臨較大波動，中期上行趨勢不改。估值中等偏高股票，則有望隨著業績增長來實現估值的明顯消化。

## 結構再平衡

流動性調整餘波未平，市場面臨結構再平衡。本周美債利率上行餘波未平，周初市場繼續出現明顯回檔，食品飲料、醫藥、電新等前期強勢股依然佔據跌幅榜前列，而低估值、前期漲幅較小的鋼鐵、建築、煤炭等板塊相對抗跌。海外流動性預期的緊縮使得核心資產估值溢價回歸，機構換倉引發前期抱團股調整負反饋效應。隨著周中披露的 2 月國內金融資料再次扭轉了市場預期。總理對於年內貨幣政策的定調也進一步強化了市場對於國內宏觀流動性“不急轉彎”的預期。當前市場依然處於擴張後期的行情特徵之中，短期來看，海外流動性預期收緊仍將成為影響市場的主要因素。我們以一年盈利增速預期來計算量各個主要指數權重股當前的盈利預期與估值匹配情況，可以看到，相比與上證指數，創業板指成分股 PEG 在 1 以上的比例接近 63%，這也意味著板塊內權重股估值短期內明顯存在較高溢價。

圖表 1. 當前主要指數成分股估值盈利匹配度



資料來源：萬得，中銀證券

**美元出現階段性修復，大宗價格趨勢尚未扭轉。**結合上周週報分析，我們認為美債短期內仍存波動而中期上行趨勢依然較為確定。從基本面來看，當前海外復蘇進程呈現出明顯的美強歐弱格局：歐元區四季度 GDP 低於前值及預期水準，歐央行對於經濟前景不確定性的表態也進一步增加了市場對於歐洲經濟短期復蘇進程的擔憂。相較之下，美國非農及通脹資料的全面超預期也進一步證實了其經濟活動的進一步修復，短期美歐基本面的差異也加速了美元指數的反彈，受此影響，近期大宗商品價格上行幅度有所趨緩。我們認為，短期來看，美債利率的加速上行將進一步擴大美歐利差，進而推動美元指數的進一步反彈，但中期來看，我們認為全球（尤其是海外）仍處於實體經濟加速回暖的擴張週期，而在這樣的週期下，作為避險資產的美元指數難有趨勢性上行機會，而伴隨著全球疫苗進程的推進，歐洲經濟也必將迎來修復，因此我們認為美元階段性修復而非趨勢轉向，大宗價格趨勢尚未迎來轉向機會。

圖表 2. 美元指數與美歐基本差異高度相關



資料來源：萬得，中銀證券

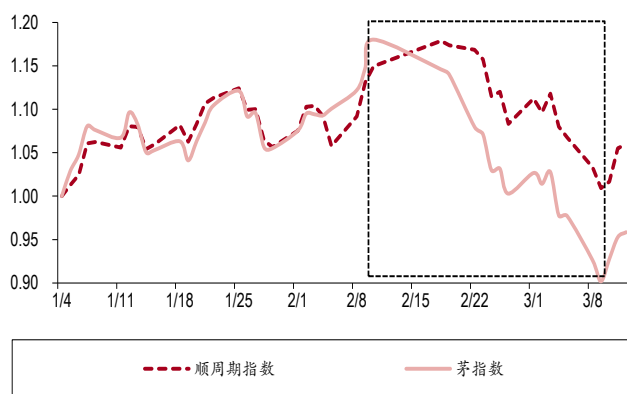
圖表 3. 美元指數與大宗商品價格負相關



資料來源：萬得，中銀證券

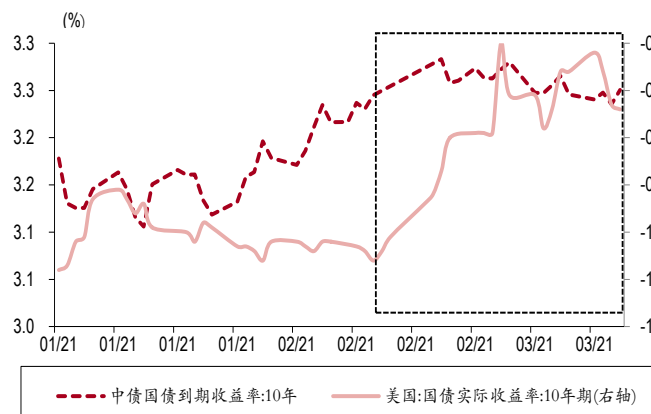
結構性行情將進一步深化，順週期估值性價比優勢突出。我們認為，當前股票市場仍處於擴張後期階段，而海外流動性的邊際變化是造成近期市場波動的主要原因。我們以機構抱團的茅指數和低估值的順週期板塊做對比，可以發現，近期茅指數的加速下跌始於2月下旬以來美國實際利率的上行，而並非1月國內利率的上行，其背後也折射出國內核心資產以美債作為無風險利率的外資定價邏輯。我們觀察了以茅指數為代表的機構抱團股當前估值分位（2009年以來）分佈情況發現，有超過40%以上的股票當前估值均處於2009年以來的90%以上分位水準，而相較之下，我們發現順週期股票的估值分位元情況相對更為均衡，仍有68%的個股當前估值處於2009年以來估值分位的50%以下。從圖1的資料中我們也可看到，整體來看當前A股的估值水準已經部分計價其年內盈利預期，這也是為何流動性的波動會引發A股如此劇烈調整的主要因素。往後看，我們認為，美債利率趨勢易上難下，A股更多會呈現為盈利上行而流動性收縮的博弈行情，年內A股將會更多呈現為階段性震盪、順週期占優的結構性行情。而基於當前兩類板塊的估值盈利分析，我們認為順週期板塊的性價比優勢將會進一步演繹，“碳中和”主題的發酵將會成為順週期板塊下一輪行情的催化劑，而目前處於較高估值分位的前期機構抱團股票則需要時間去進一步消化估值。

圖表 4. 2月下旬起機構抱團股出現明顯回檔



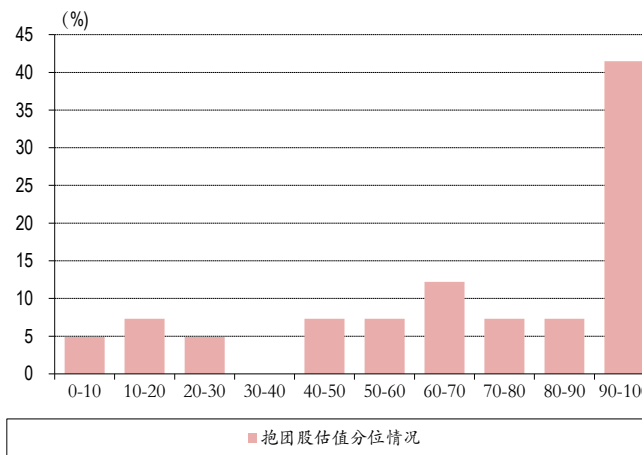
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 5. 2月下旬起美債實際利率出現加速上行



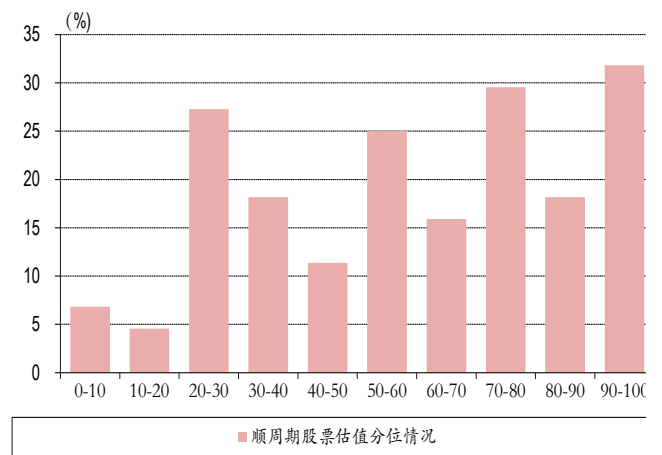
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 機構抱團股當前估值分位元情況



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 7. 順週期股票當前估值分位元情況



資料來源：萬得，中銀證券

## 風險提示

逆週期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。

## 披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它協力廠商都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構刊載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

## 評級體系說明

以報告發佈日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

### 公司投資評級：

- 買入：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 20% 以上；
- 增持：預計該公司股價在未來 6 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數變動幅度在 -10%-10% 之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6 個月內相對基準指數跌幅在 10% 以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

### 行業投資評級：

- 強於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現強於基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱於大市：預計該行業指數在未來 6 個月內表現弱於基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。



## 風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫並向特定客戶發佈。

本報告發佈的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能夠充分理解證券研究報告，具備專業資訊處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不得以任何方式或管道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部管道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密資訊，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出於任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何資訊、材料或內容只提供給閣下作參考之用，並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的資訊或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發佈其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點並不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的位址或超級連結。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些位址或超級連結（包括連接到中銀國際集團網站的位址及超級連結）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基於現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠資訊也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

## 中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東  
銀城中路 200 號  
中銀大廈 39 樓  
郵編 200121  
電話: (8621) 6860 4866  
傳真: (8621) 5888 3554

## 相關關聯機構：

### 中銀國際研究有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
致電香港免費電話:  
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065  
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065  
新加坡客戶請撥打：800 852 3392  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際證券有限公司

香港花園道一號  
中銀大廈二十樓  
電話: (852) 3988 6333  
傳真: (852) 2147 9513

### 中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區  
西單北大街 110 號 8 層  
郵編: 100032  
電話: (8610) 8326 2000  
傳真: (8610) 8326 2291

### 中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
電話: (4420) 3651 8888  
傳真: (4420) 3651 8877

### 中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號  
7 Bryant Park 15 樓  
NY 10018  
電話: (1) 212 259 0888  
傳真: (1) 212 259 0889

### 中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z  
新加坡百得利路四號  
中國銀行大廈四樓(049908)  
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371