

2021 年 3 月份月度策略报告

2021-2-24

宏观分析

报告摘要：

投资经理 崔红建

● **核心观点：1) 经济增长回归内生，海外通胀预期升温。**2021 年国内

投资经理 郭锋

经济运行依然是修复而非复苏，整体经济运行将更为依赖内生的经济

研究员 边康祥

biankangxiang@shifengamc.com

增长。但海外市场由于疫苗以及财政刺激即将落地的影响，通胀预期

联系人

胡晓天

迅速升温，需要警惕后续全球央行货币政策的转向；2) **稳杠杆稳信**

021-61093233

sales@shifengamc.com

用为政策主线，下半年注意超预期收紧风险。稳杠杆及化解信用风险

将是 21 年政策主线，其中财政收缩压力更大，货币方面可能会相对

温和，以防止信用风险的扩散。风险点在于若出现输入型通胀的失控，

央行或难以兼顾信用问题与通胀问题；3) **疫苗普及叠加财政刺激，**

海外经济开启加速复苏通道。欧美国家疫苗接种速度加快，新增确诊

病例快速下行，疫情不确定性消退叠加大规模财政刺激落地，海外经

济开启加速复苏通道。这一方面将对我国出口增速形成支撑，但另一

方面，也带动了大宗原材料的涨价，输入型通胀风险明显上升；4)

短期预计仍将震荡，结构选择将更为重要。短期看，经济修复依然是

主要逻辑，预计市场依然将维持震荡态势，其中顺周期股和年报绩优

股仍将跑赢市场。中长期看，通胀水平进一步走高之后，容易引发全

球货币政策的加速转向，而这个具体的转向时间点通常难以准确把

握，因此我们仍将更为聚焦个股结构的选择，以规避未来可能出现的

目录

一、报告期内宏观经济分析 3

二、对当月经济数据和市场数据点评 11

三、对未来宏观经济和证券市场的展望12

四、操作结论13

一、报告期内宏观经济分析

1 月份宏观数据披露较少且有春节因素扰动，PMI 数据小幅回落，但 CPI 与 PPI，M1 与 M2 均呈现大幅背离走势，表明实体经济的修复依然处于上行通道。

制造业 PMI 小幅回落。1 月制造业 PMI 为 51.3，较上月回落 0.6，其中大企业 PMI 为 52.1，较上月回落 0.6；中型企业 PMI 为 51.4，较上月回落 1.3；小型企业 PMI 为 49.4，较上月回升 0.6，PMI 数据整体走低。1 月非制造业 PMI 为 52.4，较上月回落 3.3，其中建筑业 PMI 为 60.0，较上月下降 0.7，服务业 PMI 为 51.1，较上月下降 3.7。从结构上看，PMI 供需端均有所收缩。1 月 PMI 生产指数 53.5 较上月回落 0.7，PMI 新订单指数 52.3 较上月回落 1.3，其中新出口订单指数 50.2，较上月回落 1.1，内外需均有所走弱。库存方面，产成品库存指数 49.0，较上月上升 2.8，原材料库存 49.0，较上月上升 0.4，产成品库存指数上升幅度相对较大。价格方面，原材料价格指数 67.1，较上月下降 0.9，出厂价格指数 57.2，较上月回落 1.7。整体来看，1 月份内外需均有边际走弱，经济恢复趋势受到春节因素扰动以及疫情防控升级的影响出现放缓。

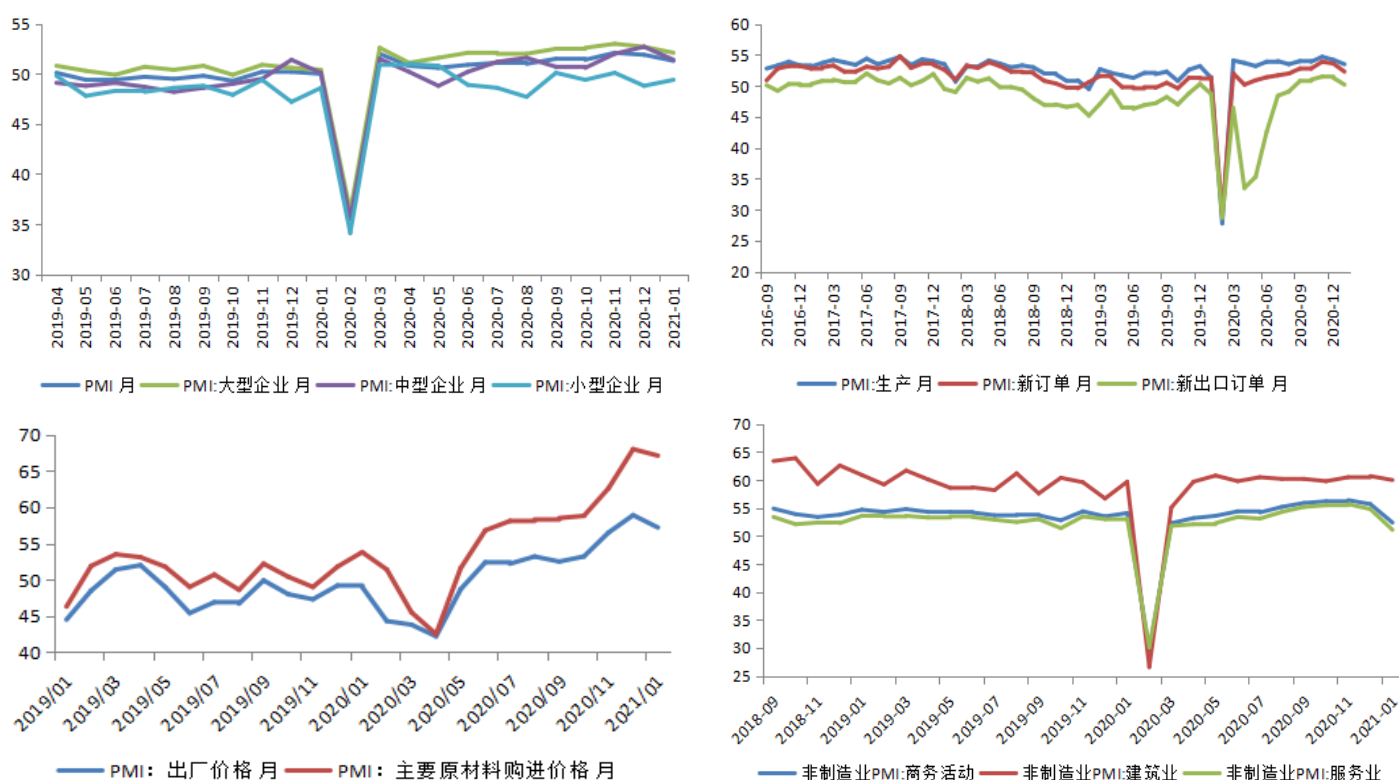
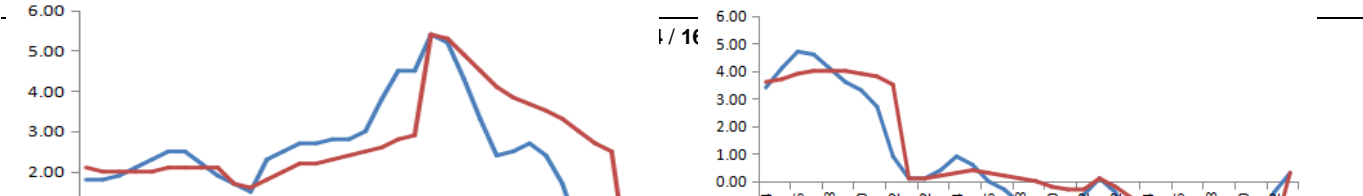
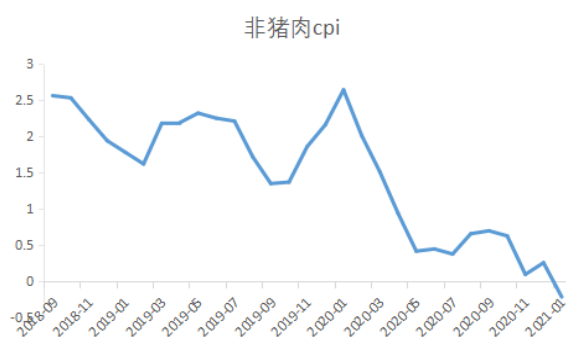


表 2：PMI 及 PMI 分项指标

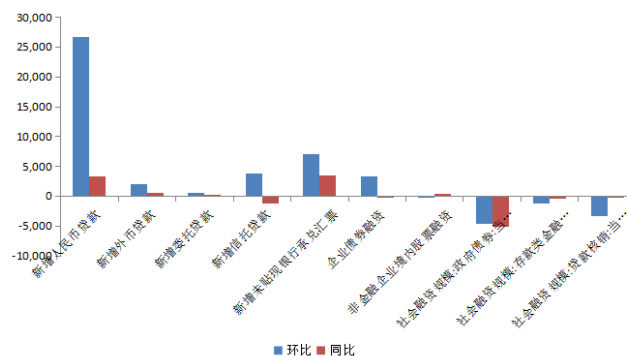
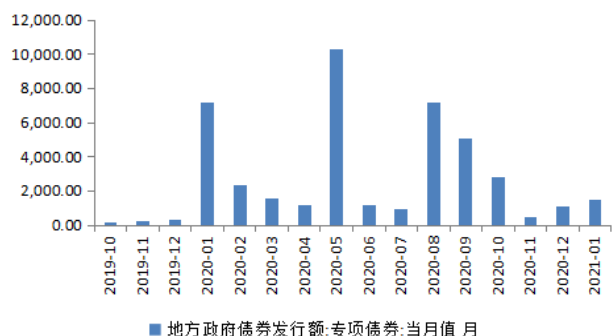
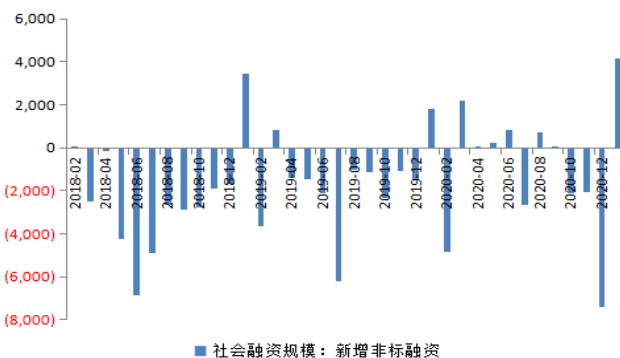
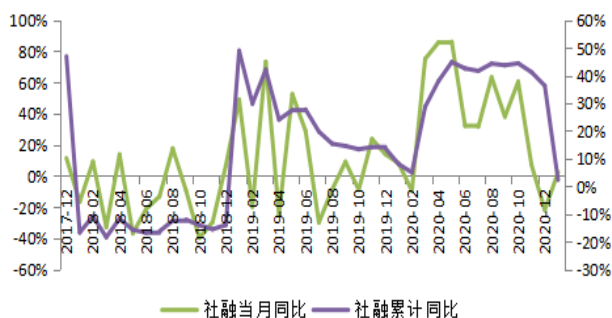
指数类别	具体指数	当月值	上月值	方向变化
综合	PMI	51.30	51.90	收缩
生产端	PMI：采购量	52.00	53.20	收缩
	PMI：生产	53.50	54.20	收缩
需求端	PMI：新订单	52.30	53.60	收缩
	PMI：新出口订单	50.20	51.30	收缩
	PMI：进口	49.80	50.40	收缩
库存	PMI：产成品库存	49.00	46.20	扩张
	PMI：原材料库存	49.00	48.60	扩张
价格	PMI：购进价格	67.10	68.00	收缩
	PMI：出厂价	57.20	58.90	收缩
就业	PMI：从业人员	48.40	49.60	收缩

PPI 持续回升。1 月 CPI 同比为-0.3%，较上月增速回落 0.5pct，食品 CPI 同比增长 1.6%，增速较上月份回升 0.4pct，其中，猪肉同比下跌 3.9%，环比上升 5.6%，鲜果同比增速 1.3%，环比上升 2.3%，鸡蛋同比上升 1.2%，环比上升 9.4%，蔬菜同比上升 10.9%，环比上升 19.0%。1 月非食品 CPI 同比增速-0.8%，较上月回落 0.8pct，生活用品及服务、居住、交通通信、文化娱乐等行业的价格增速均有不同程度得回落。1 月 PPI 同比增速 0.3%，较上月回升 0.7pct，其中生产资料同比增速 0.5%，较上月回升 1.0pct，生活资料同比增速-0.2%，较上月跌幅收窄 0.2pct。本月 CPI 与 PPI 之间的剪刀差进一步扩大，春节错位以及疫情扰动对消费价格形成压制，而全球大宗商品的涨价则带动 PPI 的持续上行。

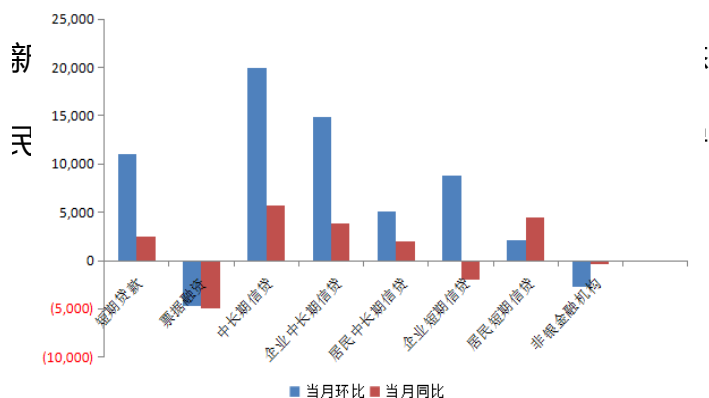
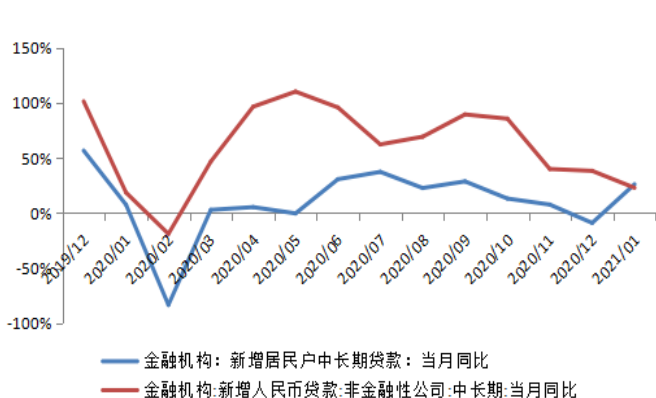




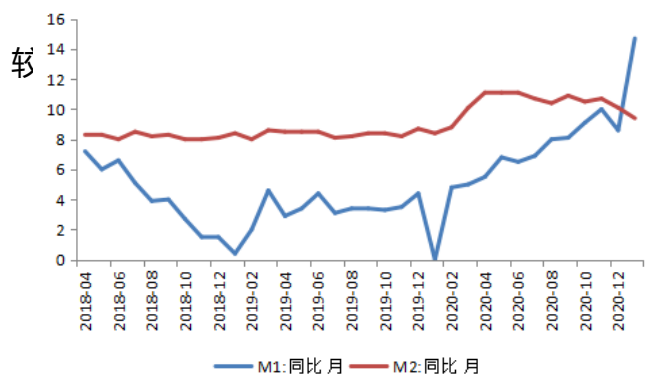
新增社融增速回升。1月新增社融 5.17 万亿，同比增速 2%，较上月回升 24pct。从结构上看，新增非标融资合计为 4151 亿，同比扩张 2342 亿，其中新增委托贷款 91 亿，同比增加 117 亿，新增信托贷款-842 亿，同比减少 1274 亿，新增银行未贴现承兑汇票 4902 亿，同比增加 3499 亿；新增人民币贷款 38200 亿，同比增加 3276 亿，新增政府债券 2437 亿，同比减少 5176 亿，新增企业债券 3751 亿，同比减少 216 亿。从社融数据看，在政府债券发行放缓的背景下，社融整体增速依然出现回升，一方面是非标项目收缩放缓，另一方面，企业债券发行明显会回暖，此前永煤债券违约事件的影响逐渐消退，投资者风险偏好回升。



新增信贷结构持续向好。1月新增人民币信贷3.58万亿，同比增长7%。从结构上看，票据融资-1405亿，同比减少5001亿，居民短贷3278亿，同比增加4427亿，居民长贷9448亿，同比增加1957亿，企业短贷5755亿，同比减少1944亿，企业长贷20400亿，同比增加3800亿，



M2、M1 走势大幅背离。1月M1同比增速14.7%，较上月增速回升6.1pct，其中流通中货币同比增速-3.9%，增速较上月回落13.1pct，单位活期存款同比增速18.5%，较上月上升10.0pct；1月份M2增速9.4%，较上月回落0.7pct。本月M1、M2增速变化出现显著背离，一方面受到春节错峰的影响，2020年春节在1月份使得同期M1基数较低。另一方面，1月份地产销售景气度



增速上行。

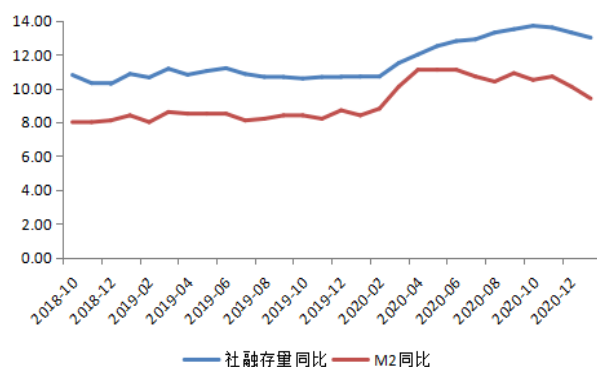
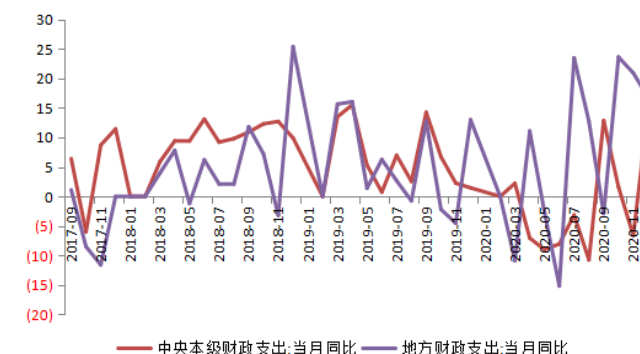
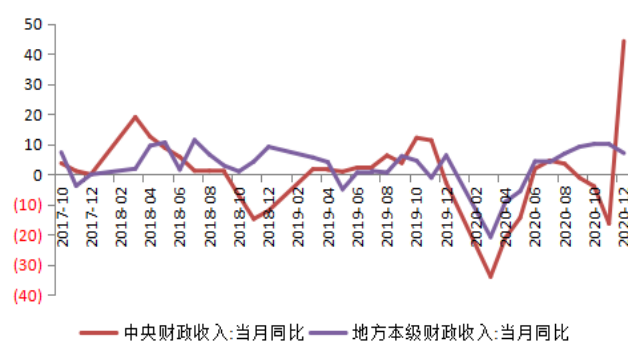
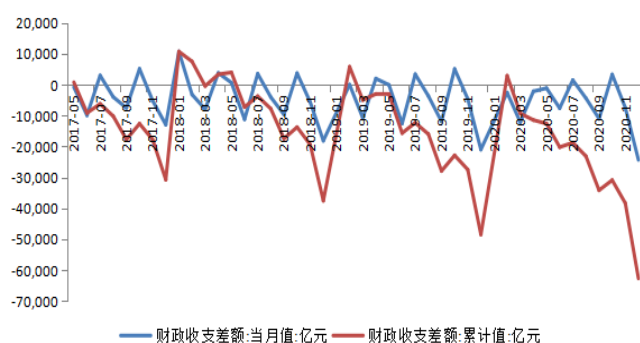
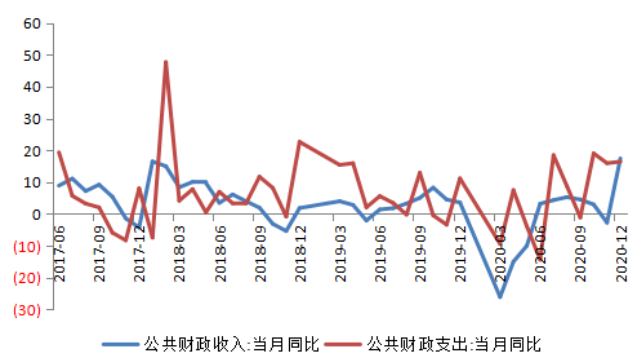


表 3：信贷及财政收支

		Jan-21	Dec-20	Jan-20	同比
货 币	社会融资规模	51700	17192	50535	1165
	社融：新增人民币贷款	38200	11458	34924	3276
	社融：新增委托贷款	91	-559	-26	117
	社融：新增信托贷款	-842	-4620	432	-1274
	社融：未贴现银行承兑汇票	4902	-2216	1403	3499
	金融机构新增人民币贷款	35800	12600	33400	2400
	金融机构：居民中长期贷款	9448	4392	7491	1957
	金融机构：企业中长期贷款	20400	5500	16600	3800

财政缺口有所缩小。12 月份财政收入同比增速 17.44%，较上月增速回升 20.2pct，其中中央财政收入增速 44.18%，较上月份回升 60.5pct；地方财政收入增速 7.08%，较上月份回落 3.0pct。从分项看，税收收入增速 21.58%，非税收入增速 6.44%，税收收入当中，企业所得税 12 月增速 -17.7%，较上月回落 18.5pct；增值税 12 月增速 7.78%，较上月回落 0.4pct，而房产税、城市维

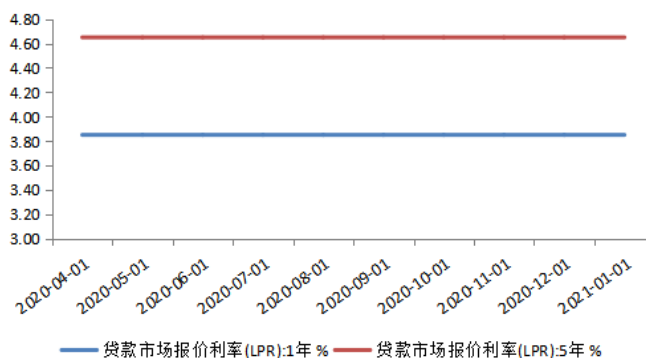
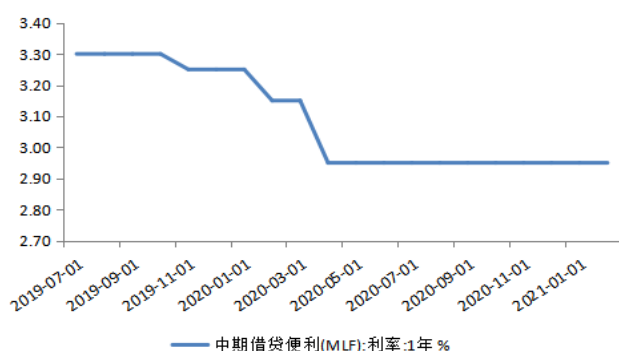
护建设税、消费税等增速回升，受土地出让和房地产销售增势较好的影响，12 月份土地税收项目贡献较为显著。财政支出方面，12 月财政支出同比 16.45%，较上月回升 0.5pct，其中中央财政支出同比增速 14.3%，较上月回升 20.9pct；地方财政支出同比增速 16.8%，较上月增速回落 4.1pct。从支出的项目看，社会保障和就业支出同比 13.3%，教育支出同比增速 19.5%，科学技术支出同比增速-8.6%，农林水事务支出同比增速 2.3%，交通部运输支出同比增速 92.1%。财政支出增速较为平稳，其中基建项目财政支出相对较快。12 月政府性基金收入增速 26.7%，增速较上月回落 0.7pct，其中国有土地使用权出让收入同比增速 28.2%，较上月回落 4.8pct；政府性基金支出增速 45.9%，增速较 11 月份回升 10.3pct，政府性基金支出增速明显回升。财政赤字方面，12 月份，一般公共预算和政府性基金合计赤字 2.6 万亿，同比增加 6016 亿元。1-12 月累计，一般公共预算和政府性基金合计赤字 8.7 万亿元，同比扩张 3.2 万亿元，财政缺口显著增加，全年广义赤字率约 8.7%。



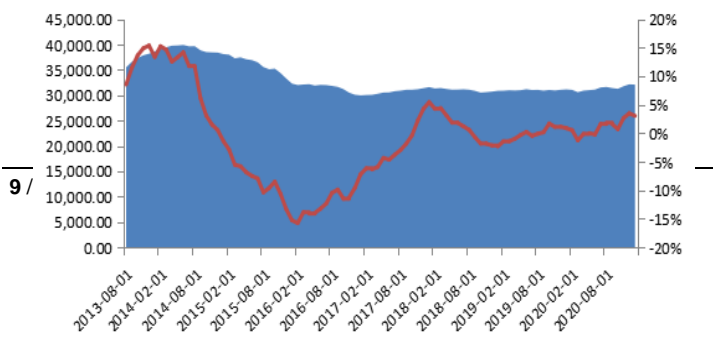
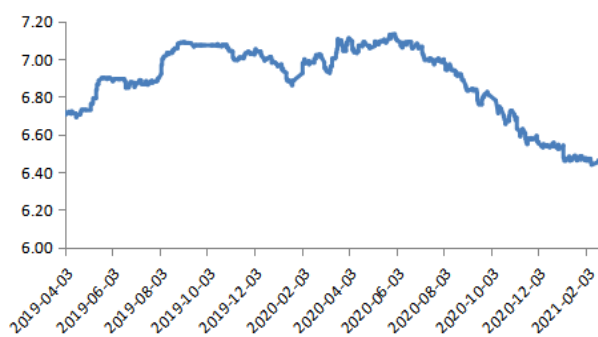
利率持续回升，资金面维持紧平衡。截止 2 月 18 日，一年期国债利率 2.6801%，十年期国债

利率 3.2854%，一年期 AAA 企业债到期收益率 3.2823%，十年期 AAA 企业债到期收益率 4.1659%。

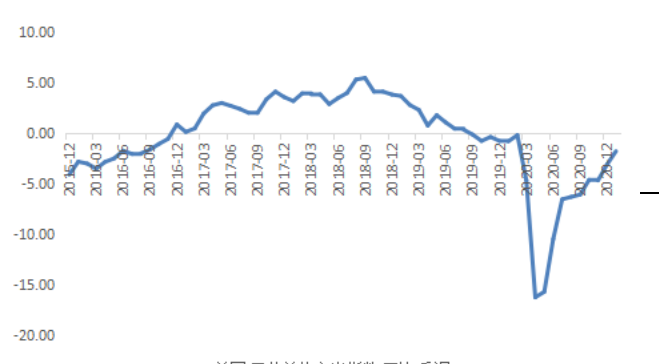
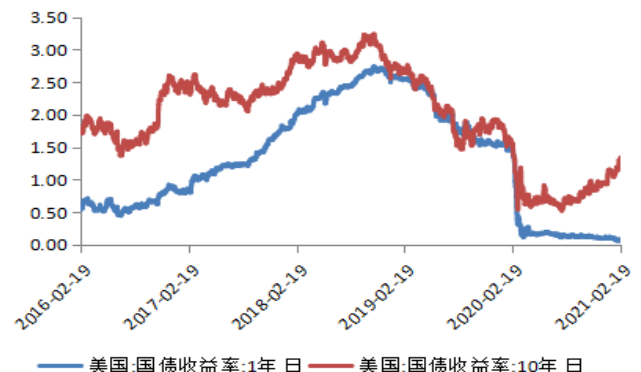
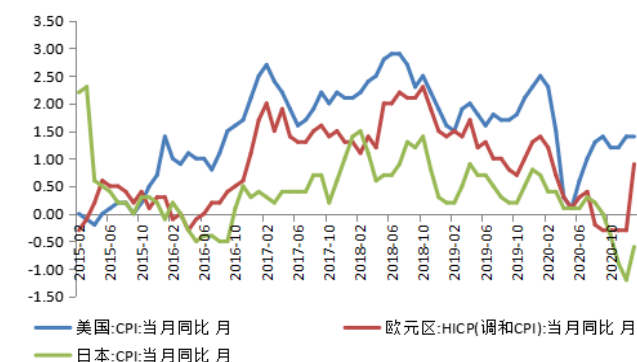
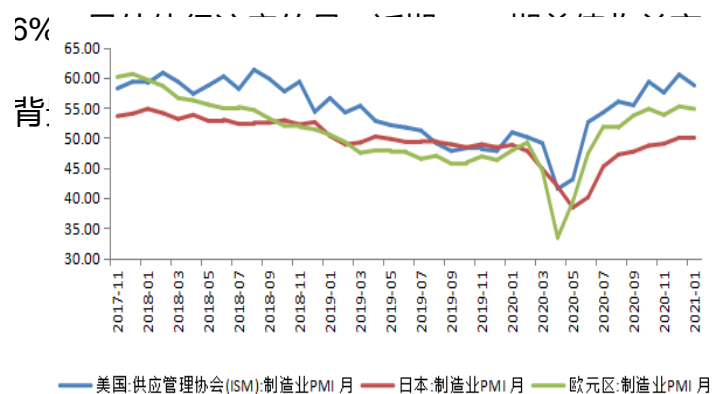
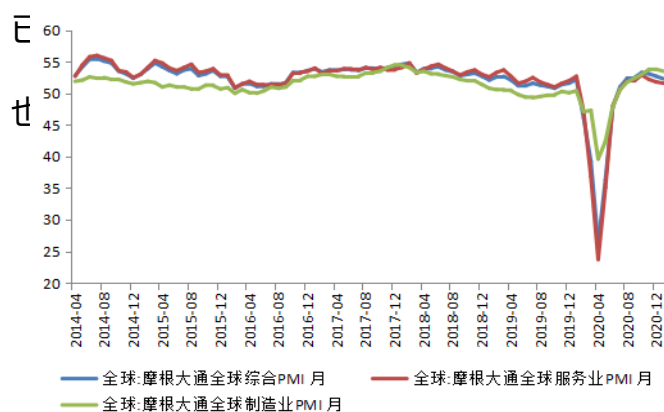
截止至 2 月 18 日，民营企业信用利差（中位数）267.06BP，较上月下降 18 个 BP，信用利差有所下行。2 月 18 日，央行宣布开展 2000 亿 MLF 操作以及 200 亿元逆回购操作，当日净回笼资金 2600 亿元，节后资金面维持紧平衡状态。MLF 操作和 7 天逆回购操作中标利率分别维持在 2.95%、2.20%，均与此前持平。



汇率保持稳定。截止 2 月 18 日，美元兑人民币即期汇率为 6.4706，美元兑人民币中间价为 6.4536，人民币汇率保持稳定。1 月份，外汇储备 3.21 万亿美元，环比下降 59 亿。



海外经济短期回落。美国 1 月份制造业 PMI 为 58.7，较上月回落 1.8，CPI 为 1.4%，与上月持平，核心 CPI 为 1.4%，较上月回落 0.2pct。欧元区 1 月份制造业 PMI 为 54.8，较上月回落 0.4，CPI 为 0.9%，较上月回升 1.2pct，核心 CPI 为 1.4%，较上月回升 1.2pct。日本 1 月份制造业 PMI 为 49.8，较上月回落 0.2。1 月海外经济上行态势放缓，但依然维持在一个非常高的景气区间，并且，2 月份以来，美国、欧盟以及全球疫情形势持续改善，截至 2 月 12 日，美国每日疫苗接种量



指数方面，1 月上证综指上涨 0.29%，深证综指上涨 0.24%，创业板指上涨 5.48%，沪深 300 上涨 2.70%，上证 50 上涨 1.99%。行业方面，涨幅前三的行业分别为化工（申万）、银行（申万）、电气设备（申万），涨幅分别为 11.32%、7.36%、4.54%，跌幅靠前的行业为纺织服装（申万）、商业贸易（申万）、国防军工（申万），跌幅分别为-7.50%、-7.97%、-10.20%。2 月份以来（截止至 2 月 19 日），上证综指上涨 6.12%，深证综指上涨 5.72%，创业板指上涨 5.01%，沪深 300 上涨 7.98%，上证 50 上涨 8.11%。行业方面，涨幅前三的行业分别为休闲服务（申万）、农林牧渔（申万）、有色金属（申万），涨幅分别为 22.69%、16.08%、14.01%。

表 5：主要指数及领涨领跌板块

1 月市场行情		领涨行业		领跌行业	
上证指数	0.29%	化工(申万)	11.32%	纺织服装(申万)	-7.50%
深证综指	0.24%	银行(申万)	7.36%	商业贸易(申万)	-7.97%
创业板指	5.48%	电气设备(申万)	4.54%	国防军工(申万)	-10.20%
2 月（截止 2 月 19 日）		领涨行业		涨幅后三行业	
上证指数	6.12%	休闲服务(申万)	22.69%	传媒(申万)	1.70%
深证综指	5.72%	农林牧渔(申万)	16.08%	公共事业申万)	1.57%
创业板指	5.01%	有色金属(申万)	14.01%	国防军工(申万)	0.03%

二、对当期经济数据和市场数据点评

1 月份，部分经济数据并未公布，市场运行尚缺宏观逻辑验证。受到春节错峰以及就地过年的影响，预计将出现生产强于消费，且消费呈现趋于及结构大幅分化的现象，部分本地娱乐类消费数据高景气。制造业 PMI 全线走弱，春节效应导致供需两端均有收缩，库存回升，价格承压。通胀数据方面，本月 CPI 再次回落至负值，非食品价格大幅下滑，并且随着节后生猪价格的走低，预

计短期 CPI 压力相对较小。值得注意的是 PPI 的本月首次转正，在原油、铜等大宗商品持续涨价的背景下，PPI 依然存在较大的上行压力，输入型通胀风险逐渐上升，需要警惕货币政策进一步收紧的边际变化。政策方面，央行四季度货币政策执行报告的表述从第三季度的“支持经济向潜在产出回归”，转向四季度的“将经济保持在潜在产出附近”，可见央行已认为当前经济已恢复至常态水平。在永煤事件影响逐步消退之后，1-2 月份央行续作 MLF 以及逆回购也连续采用了缩量操作，整体货币政策已逐渐转向紧平衡态势。

1 月份，市场运行呈现大幅分化，结构上主要呈现两条主线，一方面是年报业绩预告绩优标的领涨，如医药医疗、食品饮料、电气设备等板块内的相关优质标的涨幅较大。另一方面，随着海外疫苗效果显现、经济复苏预期升温带来的大宗商品涨价逻辑迅速演绎，以化工、有色金属板块为代表的周期股跑赢市场。进入 2 月份后，市场涨幅进一步放大，尤其是周期板块市场活跃度进一步提升，有色、化工、采掘、钢铁板块涨幅靠前。

三、对未来宏观经济和证券市场的展望

（一）经济增长回归内生，海外通胀预期升温

此前我们曾指出，2021 年国内经济运行依然是修复而非复苏，经济增长动能将从基建、地产逐渐切换至制造业、消费拉动，而出口预计仍将保持较高的景气状态。从近期公布的 PMI、社融数据来看，尽管有春节以及疫情的扰动作用，但逆周期政策的退出效应已进一步显现，21 年国内经济将更为依赖内生的经济增长，整体增速或将回归潜在中枢水平。另外值得注意的是，海外疫苗的作用已逐渐明朗，美国、英国等发达国家新增确诊人数快速下行，疫情对海外经济回升的天花板效应也将进一步打开。但从另一方面看，海外需求的回升也带动了原油、铜等大宗商品的全面涨价，通胀预期迅速升温，在看好海外经济修复带动我国出口高景气的同时，我们也需警惕下半年全球央行货币政策的转向。

展望全年看，若不考虑低基数效应，上半年在疫苗作用下，消费、制造业及出口预计仍将保持上行态势，我国经济增速预计将维持当前增速水平，但进一步上行空间有限。下半年，在经济持续常态化后，输入型通胀问题或将逐渐成为央行所考虑的重点，若政策届时进一步收紧，投资端相关资产将面临较大的下行风险。

（二）稳杠杆稳信用为政策主线，下半年注意超预期收紧风险

货币政策方面，21 年开年以来，央行所采取的 MLF 操作较去年年底已呈现较为明显的边际转紧，连续采取缩量的公开市场操作回笼流动性。但考虑到今年所面临的发债企业到期债务规模较高以及此前永煤事件的影响，预计短期货币政策尚无大幅收紧的基础，紧平衡依然是目前的主基调。财政政策方面，由于疫情的影响，2020 年政府杠杆率在高位之上更进了一步，当前政府债务风险

已触及国际警戒线水平，同时去年大规模扩容的专项债资金在部分地区也出现了项目进度偏慢、实物工作量偏少、资金闲置等问题。因此，预计今年财政收缩的压力可能比货币政策相对更大，年初以来地产政府专项债提前批额度迟迟未能下发或也是一个信号。

在 20 年全社会大幅增加杠杆之后，稳杠杆及化解信用风险将是 21 年政策主线，其中财政收缩压力更大，货币方面可能会相对温和，以防止信用风险的扩散。风险点在于若出现输入型通胀的失控，央行或难以兼顾信用问题与通胀问题。

（三）疫苗普及叠加财政刺激，海外经济开启加速复苏通道

疫苗方面，欧美国家接种速度加快，截至 2 月 14 日，美国单日接种已超 140 万剂，接种比例为 15.8%，英国单日接种超 40 万剂，接种比例约 23%。疫苗的加速普及，带来了新增确诊与死亡人数的快速下行，较去年年底相比，目前美国新增确诊与死亡人数下降幅度在 60%以上。与此同时，2 月 5 日美国参众两院通过 2021 财年财政预算决议，将 2021 财年赤字规模提高了 1.9 万亿美元，为拜登此前所提出的 1.9 万亿美元第三轮疫情纾困刺激预留了政策空间。疫情不确定性消退叠加大规模财政刺激落地，全球市场风险偏好明显回升，10Y 美债收益率迅速上涨，海外经济开启加速复苏通道。

从历史数据看，美债作为全球风险资产定价之锚，当美债收益率进入上行通道时，容易引发资产估值的回调，考虑到当前美股极高的估值水平，当三季度实现群体免疫，抗疫政策退出，美债收益率进一步陡峭化之后，美国市场或将面临较大的回调压力。

（四）短期预计仍将震荡，结构选择将更为重要

短期看，经济修复依然是主要逻辑，尤其是海外经济的上行即将进入加速通道，且目前并未引发货币政策过度收紧的迹象，预计市场依然将维持震荡态势，其中周期板块或将领涨，如化工、有色等全球定价类资产预计仍会跑赢市场。同时，随着年报的逐渐披露，相关绩优标的也会取得较为理想的收益。

中长期看，海外经济从修复逐渐走向过热，通胀水平进一步走高之后，容易引发全球货币政策的加速转向，而这个具体的转向时间点通常难以准确把握，因此我们仍将更为聚焦个股结构的选择，以规避未来可能出现的收缩风险。

四、未来操作思考

2021 年注定就是波动非常大的一年，在波动大的年份做投资将会非常困难，因为公司的基本面并不能成为股价的核心决定因素，一些中短期的宏观因素或者博弈因素将会主导市场。当然，在我们的投资的生涯中，经常会面临中短期因素困扰的局面，但是我们仍然需要去坚持长期基本面作

为我们投资的核心理论依据。

在 2021 年我们要坚持自下而上的思考，同时要对宏观因素进行思考，适当结合仓位管理，降低产品的波动性。

【免责声明】

本报告仅供上海石锋资产管理有限公司(以下简称“本公司”)内部及特定机构交流研讨使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料,本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行

的证券或期权并进行证券或期权交易。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“石锋资产研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。