民生证券 MINSHENG SECURITIES

策略研究

如何理解年后市场的下跌？

策略点评 2021 年 2 月 25 日

报告摘要：

● **市场回顾**

节后的五个交易日，A 股市场整体向下调整，成交量连续破万亿，呈现出当前市场分歧较大。高位抱团股连续大幅杀跌，以食品饮料、医药、电力设备及新能源等前期强势板块跌幅居前，而地产、保险、银行、交运等板块则呈现出较强的韧性。

2.24 日两市继续出现较大幅度下跌，成交量延续破万亿。板块方面，家电、地产逆市上涨，有色、石化、食品饮料、医药、汽车、基化等板块跌幅居前。北向资金尾盘加速流出，由早盘净流入逾 36 亿元转为收盘加速净流出 6.73 亿元。港股方面，受香港拟调整股票印花税税率，由现实买卖双方按交易金额各付 0.1%，提高至 0.13%影响，港股加速下跌，截至收盘，恒生指数下跌 2.99%，南向资金净流出 199.6 亿。

● **从四大核心板块看市场下跌的原因**

我们认为当前市场已经处于以风险偏好对冲流动性收缩的行情第三阶段，也就是最后一个阶段，特点是风险偏好成为市场波动的主要影响因子，只要有消息层面或外围股市的扰动，市场波动就会明显放大，投资者偏好会向低位价值股和周期股漂移。

理解现阶段的市场，可以将市场主流资金交易的个股主要分成四大板块：低位价值板块、周期板块、抱团板块、还有中小票。

目前市场所处的阶段是，抱团板块有调仓换股的需要，但是低位价值板块大多有一些逻辑上的缺陷，不能连续走强，而周期板块还没能形成进一步共识，小票走得好对大盘支撑作用有限，因此市场整体选择继续下台阶。

● **下跌之后后市会怎么走**

我们在年度策略里判断，今年系统性风险只需要关注一个，即通胀和增长超预期使得货币政策收紧，情绪性的扰动跌出空间就是加仓机会。

昨晚美联储主席的国会证词表明，在经济和失业出现实质性改善之前，美联储不会实施紧缩政策，而且在刻意降低市场的通胀担忧。因此我们判断短期政策退出还不是需要担忧的因素。所谓现在政策转向的预期，实际上就是情绪面对股价的扰动，本质还是因为估值过高机构资金要么整体减仓，要么调仓换股。节后这几天的下跌实际上又拓展出了后续上行的空间，类似去年的七月中下旬，当然后续空间已经没那时候大了。从个股层面也可以看出来，估值已经有较大幅度回调，这轮回调本质上是杀估值而不是杀逻辑，只要景气度和中长期逻辑还在，跌出空间就会有新的资金进行承接。短期一个不确定性因素是，基金的赎回到底会不会形成一个负反馈，使得机构资金被动减仓，这可能还需要本周剩下两天继续观察一下。尤其是今天在港股市场调整印花税的背景下，加速下跌。港股调整印花税，从起因来看，应该是跟香港财政方面有关，并非刻意打压市场，但从交易层面上，上调印花税和加息的意义类似，会从降低收益率的角度逼退一部分交易型资金。今天港股市场整体无差别下跌明显是过于情绪化了。

● **配置建议**

1、周期：机械、石化、基化、有色、煤炭

2、疫后服务业复苏，包括餐饮、酒店、旅游、航空

3、景气度见底、前期估值一直受压的：保险、通信、游戏

● **风险提示**

海外经济恶化，疫苗进展不利

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001

电话： (8610)85127632

邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理：钱力

执业证号： S0100119070037

电话： (021)60876719

邮箱： qianli@mszq.com

相关研究

1 年后以来市场回顾

节后的五个交易日，A 股市场整体向下调整，成交量连续破万亿，呈现出当前市场分歧较大。高位抱团股连续大幅杀跌，以食品饮料、医药、电力设备及新能源等前期强势板块跌幅居前，而地产、保险、银行等板块呈现出较强的韧性。

2.24 日两市继续出现较大幅度下跌，成交量延续破万亿。板块方面，家电、地产逆市上涨，有色、石化、食品饮料、医药、汽车、基化等板块跌幅居前。北向资金尾盘加速流出，由早盘净流入逾 36 亿元转为收盘加速净流出 6.73 亿元。港股方面，受香港拟调整股票印花税税率，由现实买卖双方按交易金额各付 0.1%，提高至 0.13%影响，港股加速下跌，截至收盘，恒生指数下跌 2.99%，南向资金净流出 199.6 亿。

2 如何看待年后以来的市场下跌

2.1 从四大核心板块看市场下跌的原因

整体上我们认为当前市场已经处于以风险偏好对冲流动性收缩的行情第三阶段，也就是最后一个阶段，特点是风险偏好成为市场波动的主要影响因子，只要有消息层面或外围股市的扰动，市场波动就会明显放大，投资者偏好会向低位价值股和周期股漂移。

理解现阶段的市场，可以将市场主流资金交易的个股主要分成四大板块：低位价值板块、周期板块、抱团板块、还有中小票。

首先对四大主要板块的现状进行一个梳理：

1、 抱团板块

近期抱团板块的加速下跌，根本原因还是估值过高，高估值本身就是机构调仓换股的原因。导火索是过年期间，通胀预期引发利率水平上行，A 股本轮行情中部分高确定性标的的估值体系从 PEG\PE 切换为 DCF，贴现率上行是高估值最大的风险扰动因子，会迫使部分预期收益率较高的资金流出此类标的。而股价的下跌会带来两个连锁反应，一是回撤和波动率加大，从机构内部风控角度有减仓需求；二是客户看到行情下跌会开始赎回基金。两者会引发进一步的资金负反馈。

2、 周期板块

对于周期板块，可以显著观察到节后仍有资金向周期板块进行调仓，但近几个交易日也呈现出高位滞涨的态势，主要原因是目前周期板块处于第一次重大分歧阶段，对于周期里面的纯周期品，包括有色、钢铁、石油、煤炭来说，其本身就是缺少长线资金的股票，波动率急剧放大后很容易持股不稳，且市场对后续的通胀预期仍有分歧；对于周期里面的周期成长类个股，比如家居、工程机械、基化、炼化，这部分个股到底是确实能持续成长还是最终被证伪，现在到了需要等待新的逻辑或者数据验证的时候。

3、 低位价值板块

低位价值板块主要包括前期我们一直放入行业配置推荐里面的游戏、通信、保险，还有受益于疫后复苏逻辑的服务业如餐饮、旅游、酒店、航空等，这类个股最大的问题是，或多或少不论是从资产质量,还是中长期逻辑上都还有不确定性,而且板块也不大,很难形成联动效应。

4、 中小票

对于中小票我们判断并不会成为下一轮主流配置的方向，站在当前时点，中小市值选股对应的逻辑有三点：一是选择行业天花板高度有限所以市值难以大幅扩张的细分赛道的龙头；二是选择热门板块内相对滞涨的非龙头公司；三是选择行业远期有空间，但目前在产业生命周期上还处于较早期的公司。从策略的角度讲，三者的实质都是去下沉选择低确定性标的，对于资金量较大的机构资金来讲，低确定性标的风险较大，且中小市值使其可加仓的空间有限，而从流动性角度来看，整体宏观流动性趋紧属于确定性趋势，总量流动性不扩张，资金难以持续性的炒短炒小。

综合以上对四个板块的分析，目前市场所处的阶段是，抱团板块有调仓换股的需要，但是低位价值板块大多有一些逻辑上的缺陷，不能连续走强，而周期板块还没能形成进一步共识，小票走得好对大盘支撑作用有限，因此市场整体选择继续下台阶。

2.2 下跌之后后市会怎么走

我们在年度策略里判断，今年系统性风险只需要关注一个，即通胀和增长超预期使得货币政策收紧，情绪性的扰动跌出空间就是加仓机会。

昨晚美联储主席的国会证词表明，在经济和失业出现实质性改善之前，美联储不会实施紧缩政策,而且在刻意降低市场的通胀担忧。因此我们判断短期政策退出还不是需要担忧的因素。所谓现在政策转向的预期，实际上就是情绪面对股价的扰动，本质还是因为估值过高机构资金要么整体减仓，要么调仓换股。

节后这几天的下跌实际上又拓展出了后续上行的空间，类似去年的七月中下旬，当然后续空间已经没那时候大了。从个股层面也可以看出来，估值已经有较大幅度回调，这轮回调本质上是杀估值而不是杀逻辑,只要景气度和中长期逻辑还在,跌出空间就会有新的资金进行承接。

短期一个不确定性因素是，基金的赎回到底会不会形成一个负反馈，使得机构资金被动减仓，这可能还需要本周剩下两天继续观察一下。尤其是今天在港股市场调整印花税的背景下，加速下跌。

港股调整印花税，从起因来看，应该是跟香港财政方面有关，并非刻意打压市场，但从交易层面上，上调印花税和加息的意义类似，会从降低收益率的角度逼退一部分交易型资金。今天港股市场整体无差别下跌明显是过于情绪化了。

3 行业配置建议

整体上我们判断，市场已经处于行情的第三阶段，风险偏好对冲宏观流动性收缩成为影响市场的主要因素，后续行业配置的重点是找到下一个会形成市场一致预期的方向，建议关注：

1、周期板块中的：机械、石化、基化、有色、煤炭

2、疫后服务业复苏：餐饮、酒店、旅游、航空

3、景气度见底、前期估值一直受压的：保险、通信、游戏

4 风险提示

海外经济恶化，疫苗进展不利

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

钱力，策略研究助理，美国杜兰大学金融学硕士，四年策略研究经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。