复苏接力，资金平衡，市场上行

报告日期：2021-02-21

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com

相关报告

1. 周报《水落石出，蒸蒸日上》2021-02-17
2. 2 月月报《先扬后抑》2021-01-31
3. 1 月月报《一山更有一山高》2021-01-03
4. 12 月月报《积极可为》2020-11-30

主要观点：

● 短期流动性大规模回收，节后市场出现调整

节后 A 股走势反转，尽管上证指数收盘价仍在不断新高，但创业板指、前期强势板块、抱团品种纷纷大跌，市场波动显著加剧。节后市场调整和分化的主要原因在于：**一方面，央行超预期大规模净回收短期流动性，**这是最主要的原因，节后两个交易日央行公开市场操作净回收高达 3400 亿；**二方面，**海外大基金再度抛售和央媒对茅台总工入选院士候选人偏消极评论，导致**贵州茅台大跌，并且带崩了强势板块和抱团品种，**这也是节后两个交易日赚钱效应优秀但创业板指仍在大跌同时出现的原因。**本质上还是高估值板块对流动性大幅收紧的负反馈。**

● 海外复苏接力，流动性紧平衡，市场继续上行

短期流动性回收最紧张时候已经过去，后续大概率维持流动性的紧平衡，不具备快速收紧的条件。节后两个交易日央行大规模净回收短期流动性目的是为了收回节前大额净投放的流动性，节前投放的短期流动性基本已经回收完毕，后面到期的公开市场规模将远小于以往，仅在 2 月 22、25、26 日和 3 月 1 日分别有 500、200、200、100 亿到期，短期流动性易放难收。央行“收短续长”的倾向，一方面反应出短期货币将回到紧平衡的正常化状态，另一方面也表达了政策不会急转弯的信号，且从海外流动性、国内通胀水平、汇率水平等因素看也不具备货币政策快速收紧的要求。

海外复苏将接力国内复苏，共振进行时。一方面，在海外经济持续复苏的基础上，疫情感染人数曲线见顶回落，疫苗接种加速，同时美国有望在 2 月底前通过 1.9 万亿美元纾困计划法案，都有利于稳固和加速海外经济复苏；另一方面，目前中国的复苏已经来到了本轮经济恢复的高点区间，海内外经济上行共振正在进行时。

● 继续把握复苏成长双主线，紧抱三类机会

市场经过短暂的流动性冲击调整后，仍将继续回到一山更比以上高，蒸蒸日上的行情节奏中，仍是有可为的阶段。在此市场环境中，继续把握经济复苏和成长的双主线行情，重点关注三类机会：

一是复苏周期+制造，宏观背景上，海外复苏将接力国内复苏，全球经济周期继续向上。中观景气上，化工品涨价此起彼伏、工程机械销售屡超预期、全球大宗品价格暴涨。**重点关注化工、机械、有色等行业。**

二是高景气半导体，一方面供需矛盾显著，芯片价格不断上涨，景气高昂。另一方面，临近两会和十四五规划，“缺芯”问题有望迎来政策催化。

三是高性价比的金融板块，一方面行业估值分化越发加剧，回归矛盾日益凸显，金融板块有明显的优势。另一方面经济复苏和去年的 1.5 万亿让利，金融板块业绩将确定性回升。**重点关注银行、保险。**

● 风险提示

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏不及预期；政策过早转向等。

正文目录

1 短期流动性大规模回收，节后市场出现矛盾和调整 3

2 海外复苏接力，流动性紧平衡，市场继续上行 5

3 继续把握复苏成长双主线，紧抱三类机会 7

图表目录

图表 1 节后两个交易日，央行继续大规模净回收流动性 4

图表 2 节后的赚钱效应并不差，甚至好于节前三天大涨 4

图表 3 节后两个交易日，强势板块和抱团板块领跌 4

图表 4 领跌板块和高估值板块高度类似，甚至重合 5

图表 5 后续公开市场到期规模将更小且稀疏 6

图表 6 无通胀，货币不快速紧缩，保持紧平衡 6

图表 7 中国新冠新增感染人数回落至底部 6

图表 8 全球和美国新冠新增感染人数见顶持续回落 6

1 短期流动性大规模回收，节后市场出现矛盾和调整

春节后的A股市场走势反转大超预期，尽管上证指数收盘价总体上仍在创新高，**但强势板块、抱团板块、创业板指数大跌和全市场的剧烈波动是更显著的特征。**一方面，节后两个交易日，创业板指数跌幅达-3.76%，上证指数涨幅1.12%。行业上，家用电器、食品饮料、电气设备、医药生物、休闲服务等前期涨幅较大或抱团紧密的板块领跌；另一方面，全市场都表现出非常剧烈的波动和巨大振幅，如创业板指节后两个工作日的振幅高达8.2个百分点、上证指数振幅也多逾2.67个百分点。行业振幅上，所有行业的平均振幅高达4.37个百分点，领跌的5大行业平均振幅更是高达7.64个百分点。

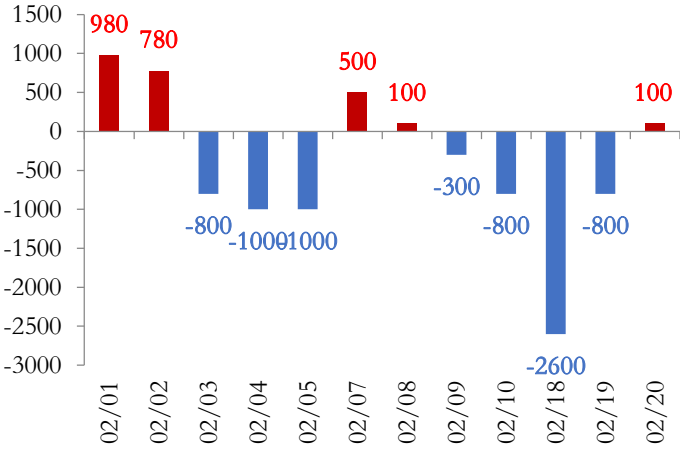
央行超预期大规模净回收短期流动性是引发调整和剧烈波动的核心原因。节后第一天本有4800亿的流动性到期，包括2000亿MLF到期和2800亿公开市场操作到期，当天的资金到期压力较大，央行当天等额续作了2000MLF，然而公开市场操作上仅做了200亿对冲，即当天便净回收了2600亿短期流动性。回收的规模和节奏是超乎市场预期的。节后第二天有1000亿公开市场操作到期，央行当天也仅续作了200亿对冲，即当天继续净回收了800亿短期流动性。央行在节后两个交易日内净回收短期流动性3400亿，再次引发了市场对于短期流动性和货币政策态度的担忧，也是节后第一个交易日市场高开后大幅低走的直接诱因。

强势板块和抱团板块集体重挫，为市场带来结构分化和矛盾。节后市场的一个很重要特征便在于矛盾和分化，即**良好的赚钱效应和创业板指数大跌共存**，实质上节后的两个交易日赚钱效应都非常明显，个股涨跌比甚至显著好于连续大涨的节前三天，然而如此好的赚钱效应下，创业板指数却出现了大跌，而导致如此矛盾现象的原因便在于作为权重板块的前期强势和抱团板块集体受重挫。尤其是抱团板块的又一次大跌再度引发了市场对于风格切换的争论，我们认为节后抱团大跌的原因主要在于：其一，抱团板块的大跌可能来自于贵州茅台大跌的带崩和传导；其二，春节期间国际大基金大规模卖出贵州茅台的信息可能是直接刺激因素。继全球持有贵州茅台最多的基金（美洲基金-欧洲亚太成长基金）在2020年Q4季度减持茅台后，春节期间再度传出全球最大的中国股票基金（瑞银股票中国机遇基金）在1月份减持贵州茅台的消息；其三，央媒偏消极评论茅台总工程师入选院士候选人，也可能有一定助跌效果。

其他偏不利消息也可能是个别行业大跌的一部分原因。如春节期间国内疫情形势管控良好，海内外疫情感染人数曲线见顶回落，疫苗接种速度也在加快，这对医药生物板块的估值也形成了一定的抑制效应，这也可能是当天医药生物板块大跌的又一重要原因。

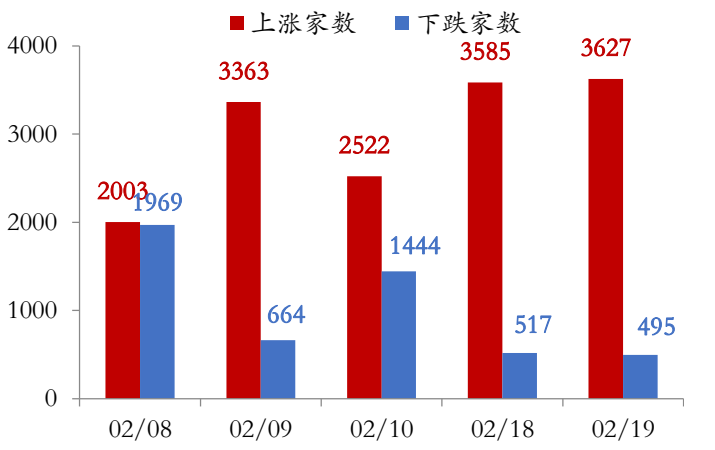
本质上还是高估值板块对流动性大幅收紧的负反馈。自永煤事件以后，市场对流动性表现得极其关注和敏感，近期数次短期流动性出现阶段性净回收期间，市场和抱团品种都表现出波动剧烈或阶段性大跌。抱团板块最大的矛盾在于持续大涨后的高估值脆弱性。从 2010 年以来，诸多抱团板块的估值分位数普遍在 90%以上，甚至是高达 100%，已经酝酿了泡沫，支撑短期泡沫最有效的货币政策一旦收紧，高估值板块将变得非常脆弱。**这只是高估值抱团板块对节后两个交易日短期流动性大幅收紧的反应，并不意味着抱团品种从此将瓦解。**通常抱团瓦解需要具备三种条件：其一大幅上涨导致估值泡沫化；其二抱团的底层逻辑是业绩的相对优势，因此瓦解通常需要业绩的相对优势消失或者出现其他更好的业绩有相对优势的板块；其三也需要足够强或者较持续的不利因素堆积，目前这三种条件还未完全具备。

图表 1 节后两个交易日，央行继续大规模净回收流动性



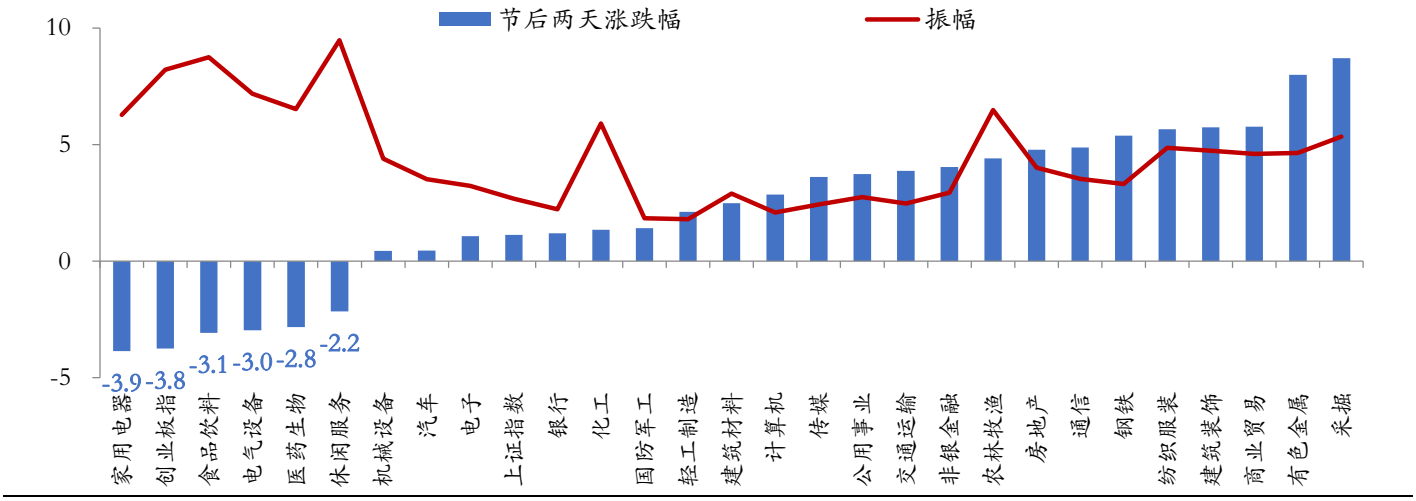
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿元人民币

图表 2 节后的赚钱效应并不差，甚至好于节前三天大涨



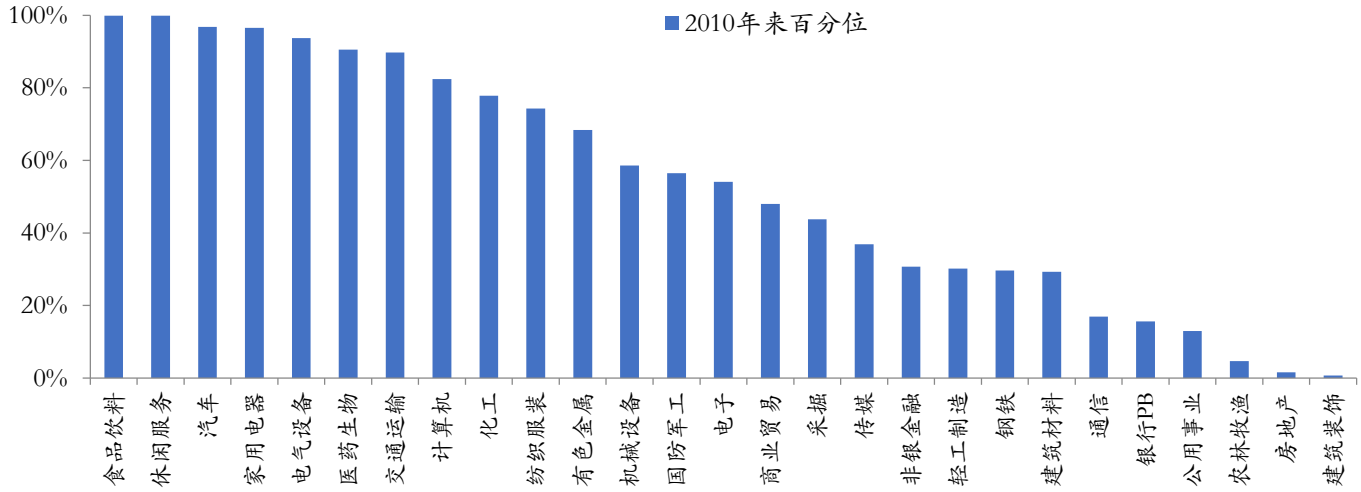
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：家

图表 3 节后两个交易日，强势板块和抱团板块领跌



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 4 领跌板块和高估值板块高度类似，甚至重合



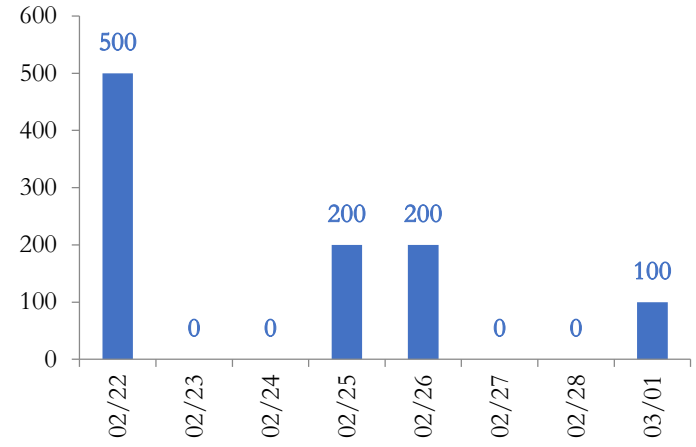
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

2 海外复苏接力，流动性紧平衡，市场继续上行

短期流动性回收最紧张时候已经过去。节后市场有 5800 亿资金到期是大规模流动性集中到期的最后时间，实质上这其中的 3800 亿公开市场操作（其中 2000 亿是 MLF）是节前央行为了维护市场和春节期间的流动性而进行投放的，现在春节已过，节前大规模投放的流动性央行在持续收回，而节后两个交易日较大规模集中到期的短期流动性是央行收回节前投放流动性的最后一波，因此我们认为流动性回收最紧张的时候已经过去。展望后续，再有到期的短期流动性规模已经不大，因此央行再对短期流动性的紧平衡操作对市场的扰动也将弱化。接下来一段时间内，经过前期消化后，到期的公开市场操作规模将远小于以往，站在目前角度看，仅在 2 月 22 日、25 日、26 日和 3 月 1 日分别有 500、200、200、100 亿到期，这意味着短期流动性易放难收，哪怕央行选择净回收，但总体规模已经不大。

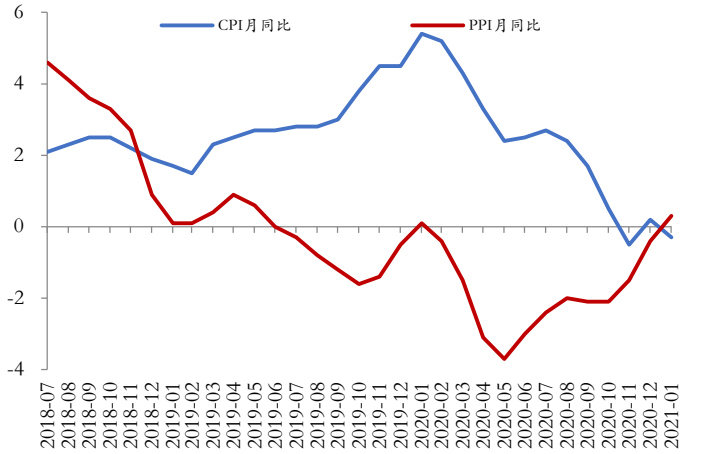
维持短期流动性的紧平衡，不具备快速收紧的条件。央行近期的货币执行有个较为明显的倾向即“收短续长”，收短表现为回收节前央行大宽松释放的短期流动性，续长表现为基本在等额等利率续作中长期的流动性。我们认为此举：一方面的目的是转变前期对短期流动性控制大开大合风格的货币工具应用节奏，回到紧平衡的正常化状态；另一方面也表达政策不会过快收紧，会控制好不急转弯。一是近段时间每逢央行大规模回收流动性给市场带来较大波动的时候，央行都会出来进行解释，引导市场更加关注市场利率，也明白央行更加真实的意图；二是中央经济工作会议和第四季度货币政策执行报告中都明确要求了宏观政策不急转弯，要把握好时效度，内涵很清晰的表达了转弯不能急的政策定调，这种政策定调至少会持续到 4 月份中下旬的 1 季度中央政治局会议；三是从海外流动性、国内通胀水平、外汇汇率等可能会对货币政策形成制约的因素来看，均不具备货币政策快速收紧的要求。

图表 5 后续公开市场到期规模将更小且稀疏



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿元人民币

图表 6 无通胀，货币不快速紧缩，保持紧平衡



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

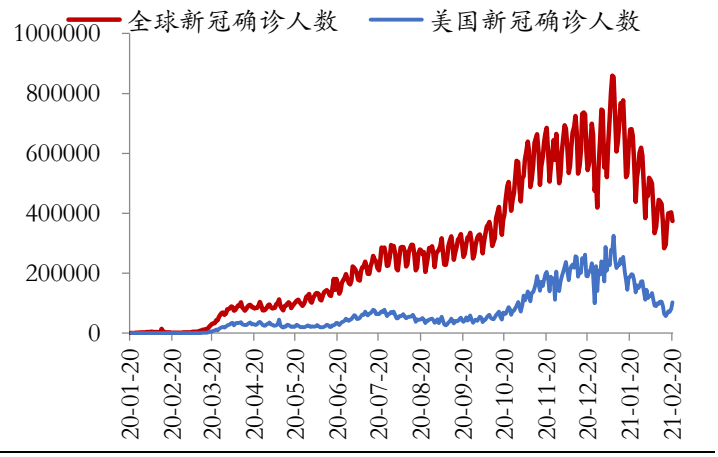
疫情感染人数曲线见顶回落，疫苗接种有望加速。国内外新冠疫情控制均取得显著成效，其中国内河北小范围感染危情解除，每日新增确认病例回到个位数；海外方面，新冠新增感染人数在 1 月确认拐点顶点，至今持续回落中。此外，国内外的疫苗接种也在加速进行中，从而对疫情有了进一步的遏制。疫情感染人数曲线见顶回落、疫苗接种加速都有利于全球经济恢复，为复苏周期的持续上行提供另一层保障和助力。

图表 7 中国新冠新增感染人数回落至底部



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：人

图表 8 全球和美国新冠新增感染人数见顶持续回落



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：人

全球经济复苏接力国内复苏，共振进行时。国内经济复苏领先全球约 1 个季度，目前国内的经济复苏已经来到了本轮高位区域，而海外复苏动力和势头较中国相差较大，但仍在持续复苏途中。因此目前全球的经济复苏仍在一个共振的时段内，而

随后全球的经济复苏更是将接力国内复苏。此外作为全球经济领头羊的美国，有望在 2 月底前通过对 1.9 万亿美元纾困计划的立法，民主党已经全面取得美国的政治权力，法案通过的概率极大，甚至不排除后续继续推出新冠纾困计划的可能，新一任总统拜登也明确表示过，经济刺激方案“规模越大越好”。

3 继续把握复苏成长双主线，紧抱三类机会

市场经过流动性冲击短暂调整后，仍将继续回到“一山更比以上高”、“不断蒸蒸日上的新高行情”节奏，目前仍处于大有可为的区间。在此市场环境中，行业配置方面可以继续把握复苏和成长的双主线，投资机会重点关注三类线索：

一是复苏周期+制造。宏观大环境上，国内正处于本轮经济复苏的高位区间，就地过年和开工季提前以及海外将继续接力国内复苏，都将带动全球经济周期持续上行，这将为周期品和周期类行业提供需求保障。中观环境上，化工、机械、有色行业目前景气高昂，其中化工品涨价潮此起彼伏，工程机械销售屡超预期，全球大宗商品更是连续暴涨，无一不在支撑周期行业的高景气延续。美国 1.9 万亿纾困法案通过也有利于周期行情的持续。复苏周期+制造，重点关注化工、机械、有色行业。

二是高景气半导体。一方面，目前芯片短缺问题加剧，各种芯片产品供不应求，不断涨价。需求端，下游包括新能源车对半导体芯片提出了旺盛的需求。供给端，日本地震加剧半导体产能紧张。供需矛盾显著，半导体景气高涨。另一方面，国内“缺芯”的问题始终存在，国产替代和自主可控仍是未来的大方向，临近全国两会召开和十四五规划出炉，科技支撑重新站在风口浪尖，有望带来政策催化。

三是高性价比的金融板块。一方面，目前行业间估值分化越发加剧，尤其是抱团板块已经被寄予过高的期待，而金融板块以低廉的估值拥有较好的优势；另一方面，经济不断复苏也有利于金融板块的业绩回升，在 2020 年 1.5 万亿让利后，2021 年金融板块的业绩将更加确定性恢复回升。因此，站在目前的角度看，金融板块的性价比优势正变得越来越明显。重点可以关注银行、保险。

风险提示：

疫情二次冲击；中美关系显著恶化；经济复苏不及预期；政策过早转向等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。