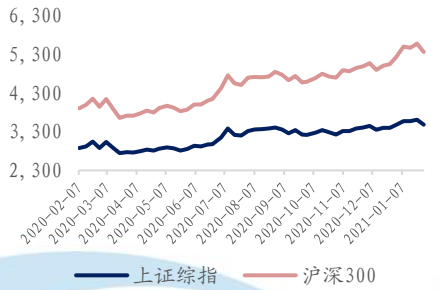
中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
证券分析师 郑梓淳
证券执业证书号：S0640520120001

货币政策转弯较明确，市场转向谨慎

策略周报　　2021 年 1 月 30 日

市场走势



近期报告

中航证券策略周报:《A 股风格和行业结构分化趋极端，港股估值不低但存在配置价值》

中航证券策略周报:《市场板块轮动加速，继续关注广义顺周期行业》

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》

核心观点:

北京时间 1 月 28 日，美国联邦公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，将基准利率维持在 0%-0.25%区间不变，将超额准备金率（IOER）维持在 0.1%不变，将贴现利率维持在 0.25%不变，符合市场的普遍预期。美联储在声明中重申债券购买指引，将继续每月购买 800 亿美元的国债和 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券。美联储表示，经济和就业复苏步伐放缓，重申“继续购买资产直至美国经济‘出现实质性进一步进展’”。同时，鲍威尔在讲话中表示，美联储将维持宽松的货币政策，直至充分就业和物价稳定的双重实现目标，现在不是讨论缩减 QE 的时候，高水平的货币宽松是合理的，美联储将对暂时性的通胀上扬保持耐心，相对于通胀，将更加关注经济复苏。此外，针对金融市场，鲍威尔表示金融脆弱性整体上偏温和，并未警示过多泡沫风险。总体而言，美联储继续维持宽松的基调，符合市场预期，未来货币政策退出大概率将滞后于经济全面复苏和通胀趋势性回升。但另一方面，除非疫苗难以抑制疫情的扩散，否则美联储大概率不会出台更强的宽松举措。在更宽松货币政策缺席的情况下，资本市场开始重点交易货币政策将见到拐点、逐步收紧的预期，令美元指数企稳回升，而美股出现回调。

国内市场也面临流动性的扰动。1 月 26 日上午，央行货币政策委员会委员马骏在 “中央经济工作会议解读与当前经济形势分析”专题研讨会上表示，去年我国宏观杠杆率大幅上升，会导致未来的金融风险，有些领域的泡沫已经显现，这要求货币政策要进行适度的转向。本周央行逆回购到期 6140 亿元，TMLF（定向中期借贷便利）到期 2405 亿元，合计 8545 亿元，而央行本周仅通过逆回购投放了 3840 亿元，实现净回收 4705 亿元。上述表态叠加央行公开市场收货币，导致资金面比市场预期的更紧，货币市场利率显著上行，市场对流动性趋紧的担忧加剧。但另一方面，马骏在表态中也同时提到了货币政策转向不能太快，同时 1 月 26 日下午，央行行长易纲在达沃斯论坛上表示，中国的货币政策将继续支持经济，中国不会过早退出支持政策。因此，综合来看，央行货币政策的基调依然是“不急转弯”，并未发生实质转变，只是市场近期关注的重点从“不急”移向了“转弯”。我们认为，货币政策转弯的大方向已经明确，央行会结合市场表现对转弯节奏进行把控，避免市场形成过强的收紧预期，不因防控风险而产生新的风险。维持春节前后流动性平稳仍是央行的政策诉求，随着春节临近，

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

跨年资金投放有望加大，利率上行和市场担忧情绪有望迎来一定的缓和。

美国疫情方面，我们的医疗资源监测数据显示：自 2020 年 12 月中旬美国启动大范围疫苗接种以来，美国的医疗资源挤兑程度有了显著缓解。目前来看疫苗确实有效，疫苗确实能够带领全球经济走出疫情阴霾。截至 1 月 29 日，美国已累计接种超过 2788 万针疫苗，当前接种速度不断提升，过去一周平均每日新增接种针数已达到 125 万。美国已接种疫苗的人数达到 2286 万人，占总人口的 6.9%，根据当前接种速度线性外推，美国接种人数覆盖比例有望在 6 月末突破 50%。随着疫苗的大范围接种，美国新增新冠确诊病例人数近期大幅下降，ICU 病床和全部病床利用率同步下降，证明了新冠疫苗的接种对美国疫情控制产生了正面积极的效应。在我们的监控体系中，基于 ICU 病床和全部病床利用率两个维度，美国目前尚未脱离医疗资源挤兑的状态，但随着疫苗接种进度有序推进，医疗资源挤兑的程度将继续缓解，美国经济和美股 EPS 可能加速修复。如果疫苗对经济复苏的推动作用强于预期，美国通胀和利率的预期也必须再调整：我们认为美债收益率向上的空间已经打开。2020 年 5 月以来的人民币单边快速升值或告一段落。短期内经济复苏和宽松政策的组合仍然对美股较为有利，但未来美联储超常规宽松货币政策的退出也将逐渐进入投资者的考量当中。随着美国经济复苏加速，通胀预期升高，除非疫苗难以抑制疫情的扩散，否则美联储大概率不会出台更强的宽松举措。在更宽松货币政策缺席的情况下，资本市场开始重点交易货币政策将见到拐点、逐步收紧的预期，令美元指数企稳回升，而美股出现回调，权益市场的波动会加大。

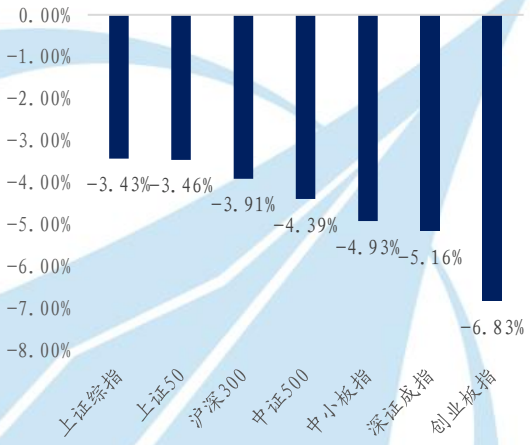
投资策略方面，本周市场因流动性趋紧引发回调，我们认为货币政策转弯的大方向已经明确，央行会避免市场形成过强的收紧预期，维持春节前后流动性平稳，随着春节临近，跨年资金投放有望加大，利率上行和市场担忧情绪有望迎来一定的缓和。

近期我们对 A 股的估值进行了一些相对和绝对的分析，认为当下 A 股整体并未泡沫化。但 A 股确实存在结构化高估的问题，资金高度集中于个别风格和个别行业，导致市场结构极端分化。风格上，绩优、动量和大市值的估值分位高；行业上，食品饮料、医药生物、汽车、电气设备和家电的估值分位高。因此，虽然现在市场整体并未出现泡沫化，我们仍需要警惕交易过度拥挤的部分板块可能存在的风险，积极寻求资金可能的出口，考虑到当前经济复苏动能减弱与利率上升的组合对于权益市场不利，虽然上证综指可能还会继续接近我们前期预估的年内高点 3700-4100 点，但是我们建议通过配置大金融的方式逐渐完成战略进攻到战略防守的转换。

一、 本周行情回顾

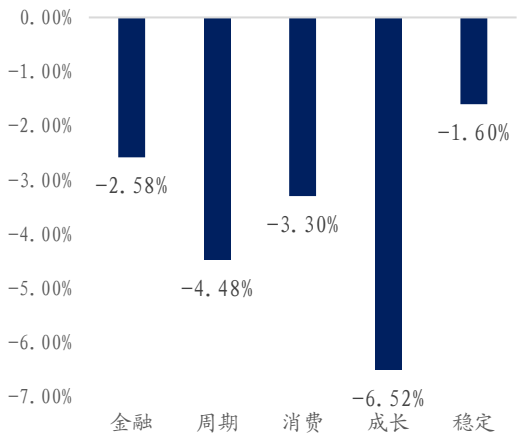
本周 A 股各大指数全部下跌，上证指数跌 3.43%；深证成指跌 5.16%；创业板指跌幅最大，周跌 6.83%，沪深 300 指数跌 3.91%。行业表现方面，本周排名前三位的行业分别是休闲服务（4.31%）、银行（0.36%）、食品饮料（-0.31%），排名后三位的分别是国防军工（-12.23%）、电子（-8.25%）、医药生物（-7.10%）。风格上，本周金融股跌 2.58%，周期股跌 4.48%，消费股跌 3.30%，成长股跌 6.52%，稳定股跌 1.60%。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 23.25 倍，较上周下降 4.37%，剔除金融、石油石化股后市盈率为 39.04 倍，较上周下降 4.93%。海外方面，本周道指跌 3.27%，纳指跌 3.49%，标普 500 指数跌 3.31%。德国 DAX 指数周跌 3.18%；法国 CAC40 指数周跌 2.88%；英国富时 100 指数周跌 4.30%。

图 1：本周主要指数涨跌幅



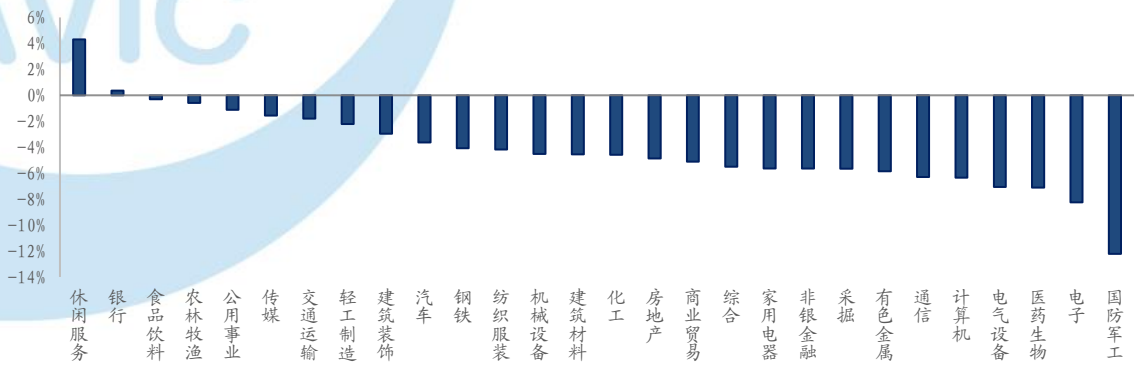
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 2：本周各风格股票涨跌幅



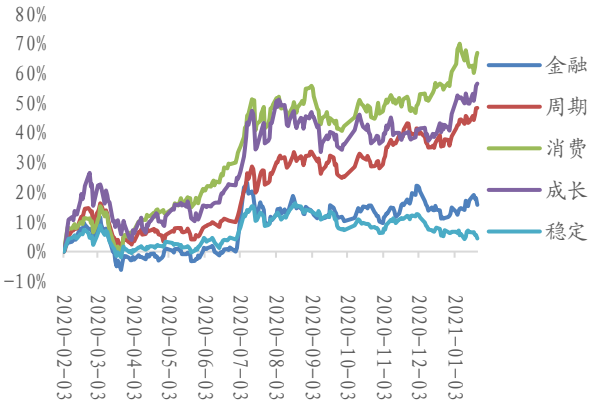
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 3：本周行业涨跌幅



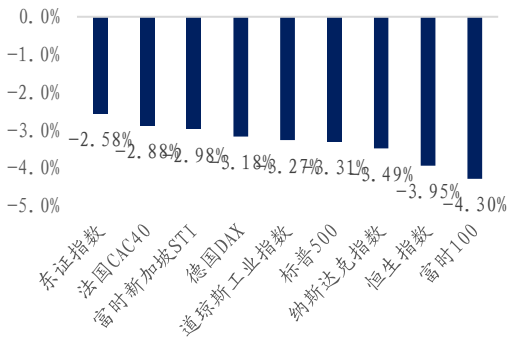
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 4：各风格股票走势



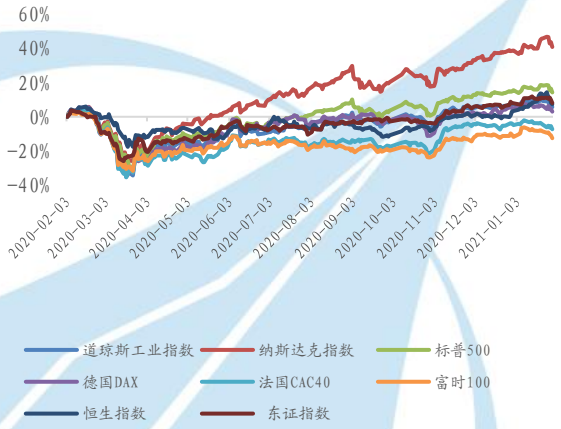
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 5：本周海外主要指数涨跌幅



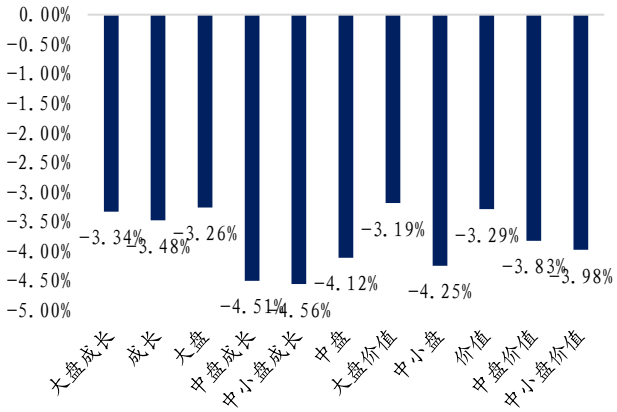
资料来源：Wind、中航证券研究所

图 6：海外主要指数走势



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

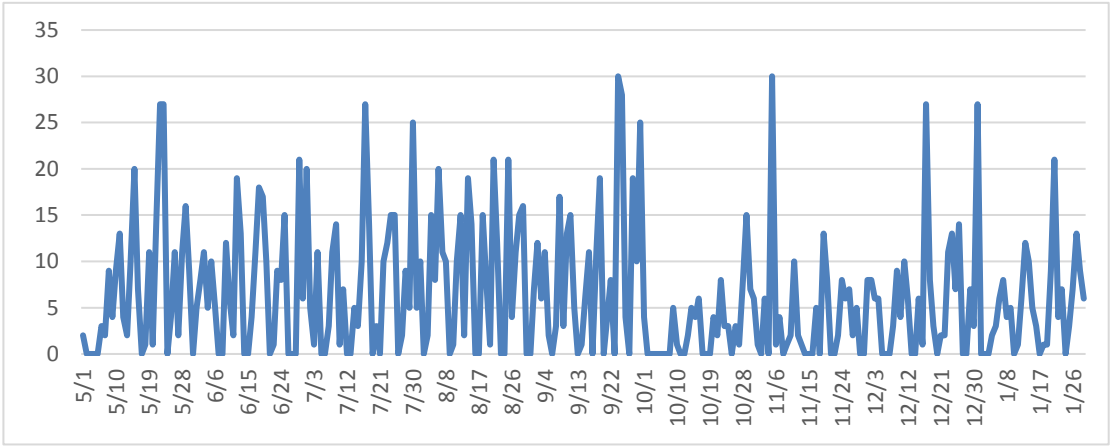
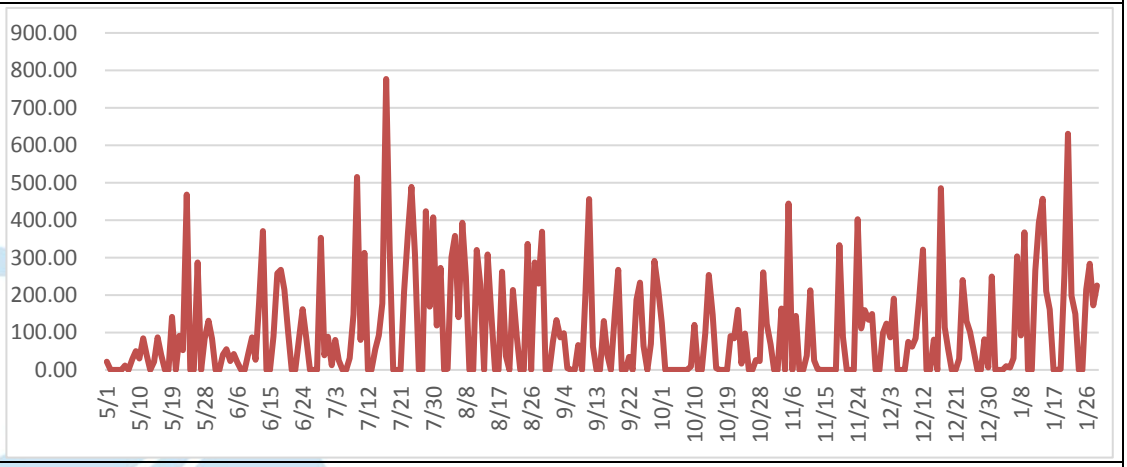
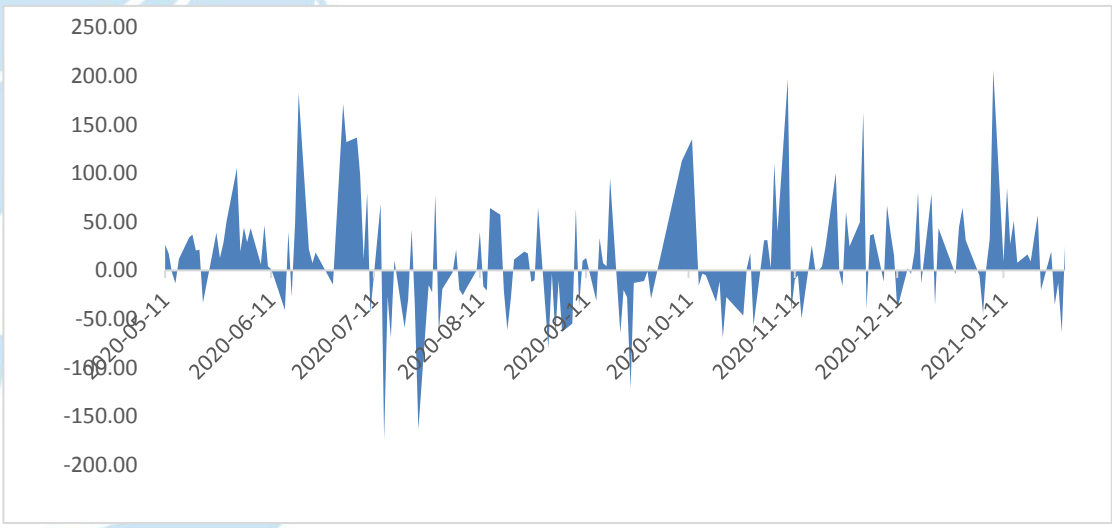


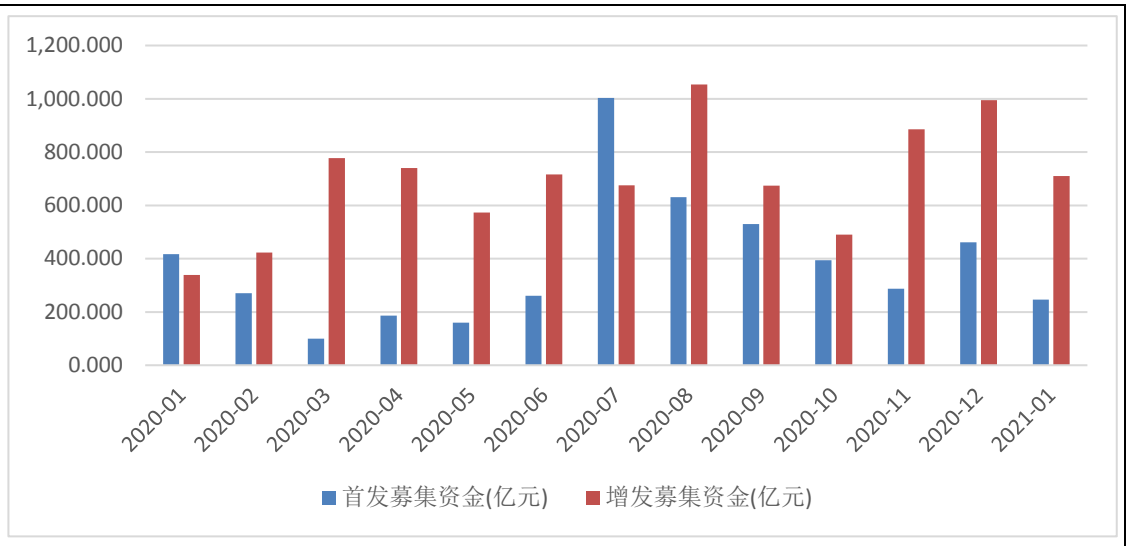
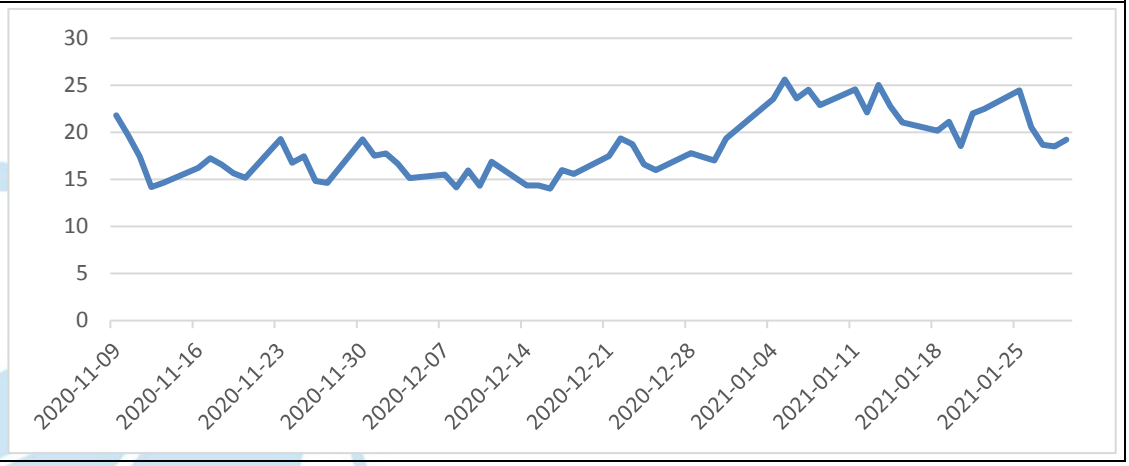
资料来源：Wind、中航证券研究所

二、资金监控

北向资金本周累计净流出 67.37 亿元，前一期为净流入 96.07 亿元。本周新发行的基金个数为 45 个，上周为 39 个；本周基金发行规模为 1045.43 亿元，上周为 1249.51 亿元。2021 年 1 月份截至 1 月 29 日 IPO 募集资金为 416.63 亿元，增发募集资金 338.64 亿元。交易费用本周为 101.43 亿元，较上周的 104.35 亿元基本持平。

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）	

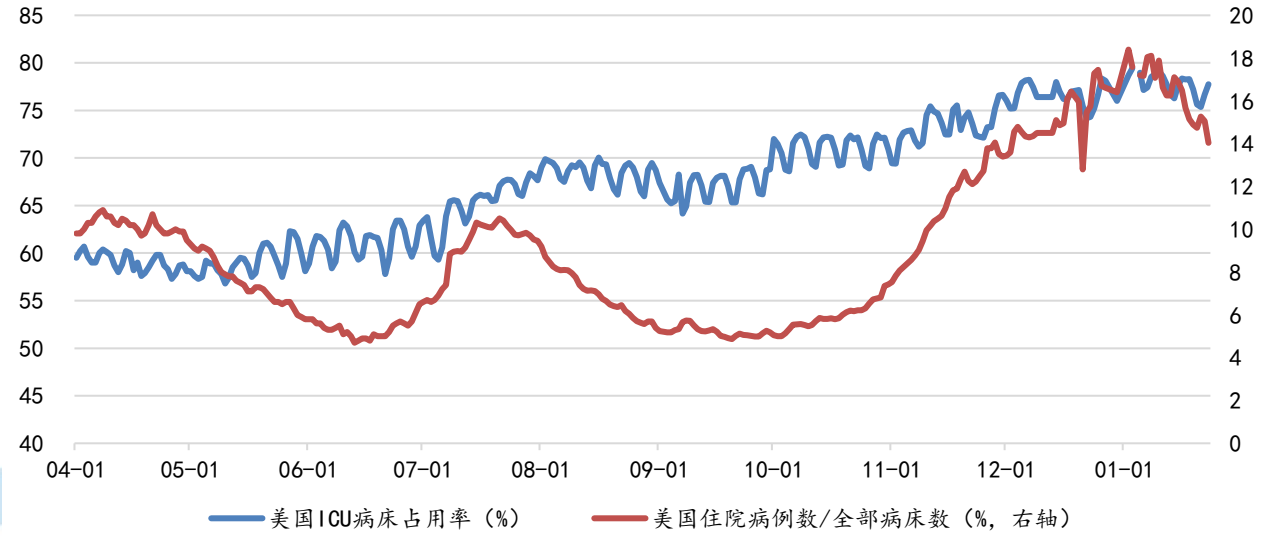
资料来源：Wind、中航证券研究所

三、 全球疫情

全球疫情方面，截至 1 月 31 日，全球累计感染人数已经超过 1.02 亿人，现有确诊人数 2567.3 万人，累计死亡人数超过 222 万人。美国方面，当地时间 1 月 29 日，根据美国约翰斯·霍普金斯大学数据，截至美东时间当天 16 时 22 分(北京时间 1 月 30 日凌晨 5 时 22 分)，美国新冠肺炎确诊病例累计达 25874892 例，累计死亡人数达 435452 人。该数据与 24 小时前相比，新增确诊病例 188066 例，新增死亡 4163 人。我们对美国 ICU 病床占用率进行统计，截至 1 月 16 日美国全国 ICU 占用率为 77.77%，较上周有所下降，仍然接近我们之前提出的 70%-80%警戒值上限，但可以看出近期呈下降趋势，美国全国病床利用率为 14.04%，较上周明显下降，已经脱离我们提出的 15%-30%警戒值，近期持续下降。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、俄亥俄州、德克萨斯州、佛罗里达州和纽约州的新冠病人 ICU 占用率 14 日平均值已超过或接近 40%，数量较上周下降，排名第一的密西西比州该指标达为 53.15%，较上周下降；ICU 病床总占用率 14 日均值，美国排名前 17 位的州均超过 80%，与上周持平，我

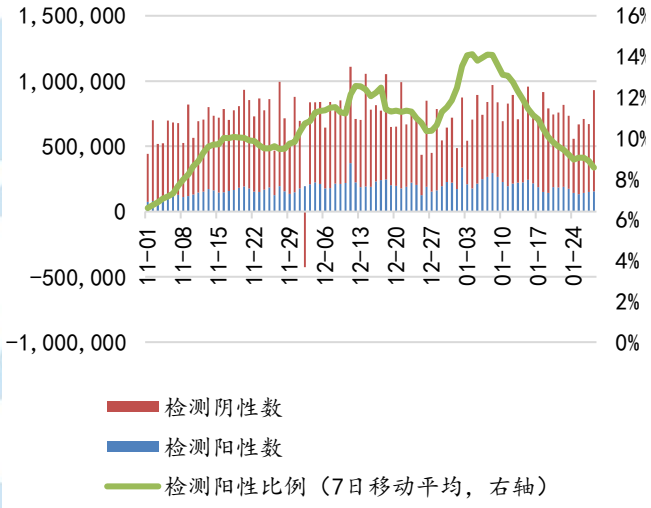
们统计的美国五十个州和三个特区或领地中有 32 个 ICU 病床总占用率超过我们提出的 70%-80%警戒值，与上周持平，排名第一的夏威夷州和排名第二的田纳西州 ICU 总占用率 14 日均值超过 90%。

图 9：美国全国 ICU 病床占用率



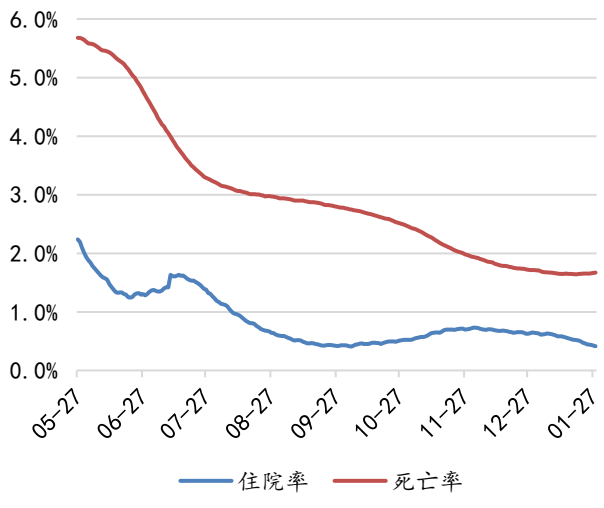
资料来源：美国疾控中心、中航证券研究所

图 10：美国新冠病毒检测结果



资料来源：covidtracking、中航证券研究所

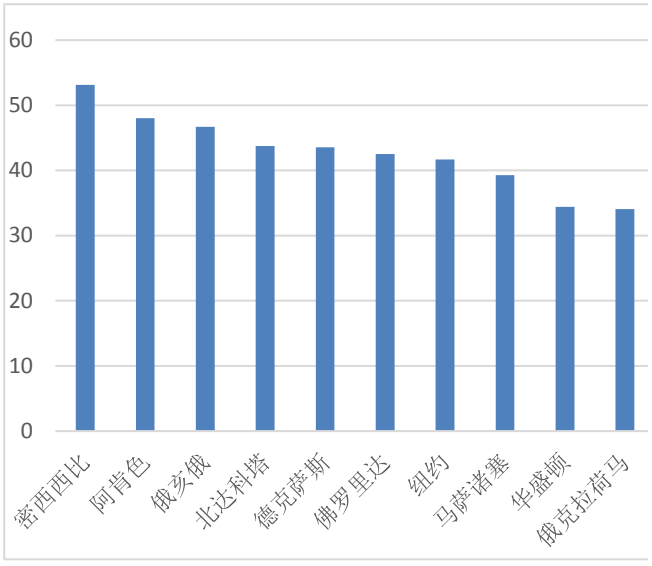
图 11：美国住院率及死亡率



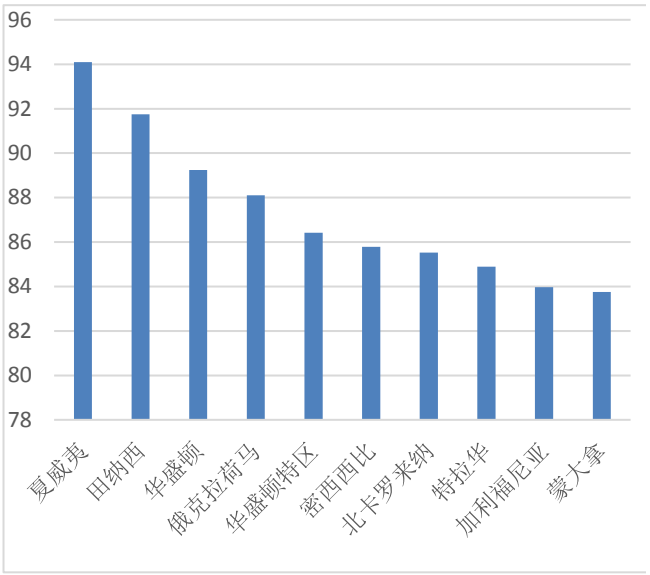
资料来源：covidtracking、中航证券研究所

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

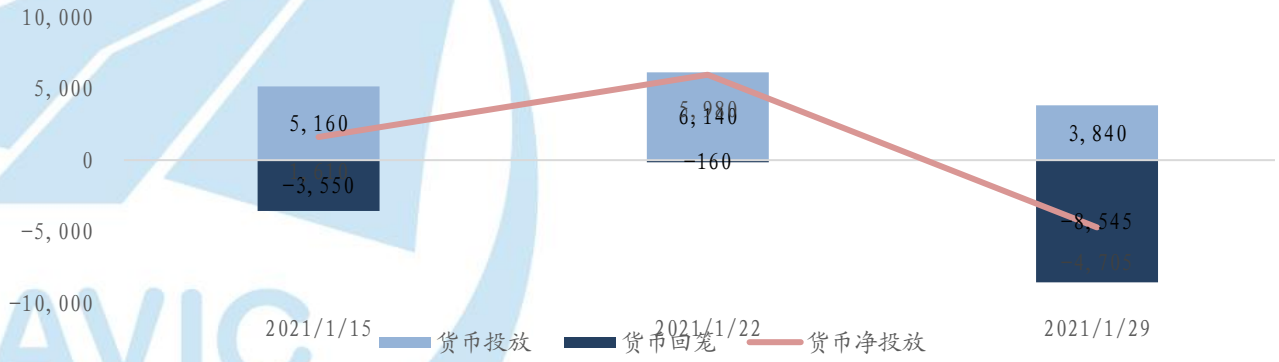


资料来源：约翰霍普金斯大学、中航证券研究所

四、宏观流动性监测

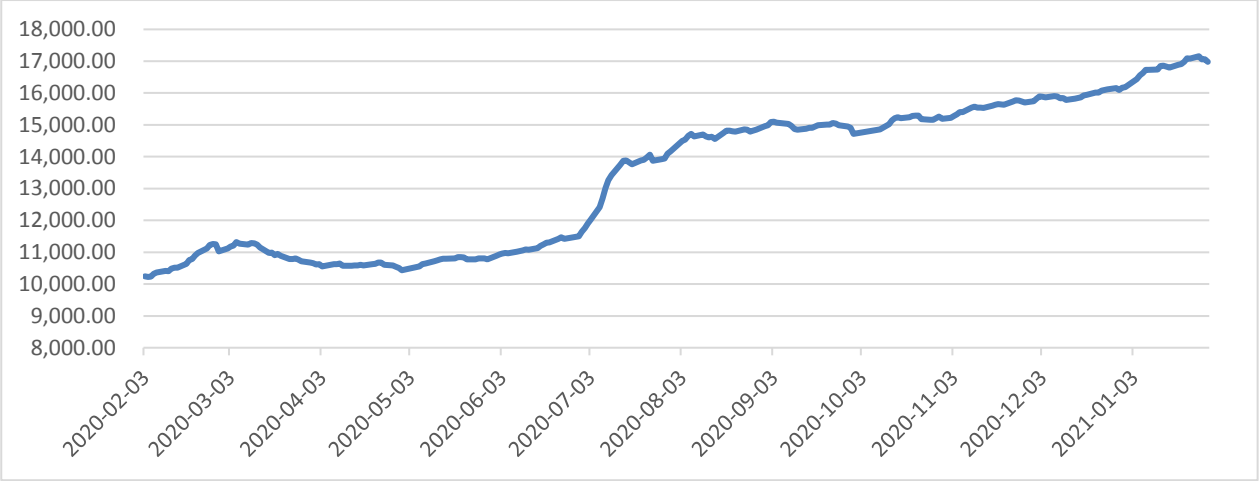
流动性方面，本周央行公开操作净回笼货币 4705 亿元，上周为净投放货币 5980 亿元，本周流动性趋紧。两融余额为 16979.89 亿元，上周为 17095.09 亿元，较上周下降。

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）

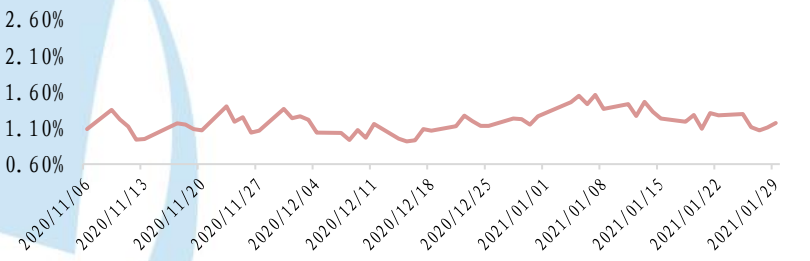
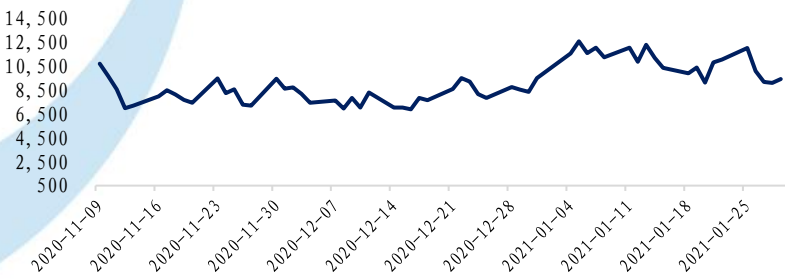


资料来源：Wind、中航证券研究所

五、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 1.15%，较上周的 1.23%有所回落。A 股日均成交金额为 9944.09 亿元，较上周的 10230.85 亿元再度下降。

图表 16：市场情绪

换手率	本期 2021/1/29 1.15% 上期 2021/1/22 1.23%		
A 股日均成交金额（亿元）	本期 2021/1/29 9944.09 上期 2021/1/22 10230.85		

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。