策略研究

市场已经进入行情的第三阶段

周度策略 2021 年 1 月 25 日

报告摘要：

● **市场已进入以风险偏好对冲流动性收缩的行情第三阶段**

我们认为，市场一轮行情大致可以分成三个阶段，第一轮资金以左侧价值投资为主，由于经济预期处于底部，风险偏好较低，无风险利率下行，这一阶段主要交易的是确定性较高的消费股以带动市场情绪；第二轮资金，此时无风险利率见底，流动性维持宽松，但经济预期起来带动风险偏好明显提高，此时交易的主要是和经济周期关系较弱的科技成长股；第三轮资金，由于受紧缩预期影响，无风险利率上行，但预期收益率难以明显下降，此时，科技股、消费股甚至周期成长股如果没有出现明显回调，继续上涨的空间比较有限，资金会开始从抱团向其他估值洼地流动。年初以来投资者对港股的热议即是行情进入第三阶段的典型特征。对比 A 股 21 年 1 月和 20 年 12 月的行业涨跌，排名也发生了明显的切换，具有相对估值优势的板块开始跑赢。

● **如何理解当前的股市流动性**

股市的流动性可以大致分成三类。第一类前期出于长期确定性较高，股价已计入后续若干年业绩的板块，典型如业绩平稳性和行业竞争格局稳定的调味品，具有明确产业趋势的锂电，部分优质“赛道”的龙头股，影响其中长线资金流动性最大的因素是资金成本，后续主要看以债券收益率为代表的无风险利率。第二类受益中短期景气度持续边际改善，但长期确定性不如第一类的板块，在其中交易的主要是中短线机构或散户资金，影响其流动性的最大因素是新发基金规模的可持续性。第三类主要是香港市场，国际资金的定价权更大，影响其流动性的最大因素是美元、美债收益率、中美国际关系。首先，对于国内的无风险利率，近期的回落仅是央行对前期利率超调的对冲，叠加市场对短期疫情的担忧，中长期在复苏预期和通胀预期影响下仍有上升空间。其次，对于美元和美债收益率，疫苗接种率提升、美联储 QE 收缩预期、拜登上台后的基建政策预期都打开了两者回升的空间，我们认为，何时进入加速抬升阶段需重点观察疫苗接种节奏和美国基建政策落地。最后，对于基金入市来说，新发基金规模的快速扩大，意味着较晚入市、风险偏好较高的一批增量资金开始入场。

● **配置建议**

整体上我们判断，市场短期内包括流动性和景气度，发生系统性风险的可能性较小。交易层面上，上周五市场由各行业的普涨切换回有限板块的大涨，代表行情还是相对健康和理性的。后续板块轮动大概率会继续加速，资金会进一步从抱团板块向其他方向调仓，配置上可以分成两类思路：

风险偏好较高，胜率优先，关注：1、受益中期复苏预期和通胀预期的：石化、化工、有色；2、景气度继续向好，但要等待板块轮动给出合适价位的：锂电、汽车（包括零部件）、光伏、电子、半导体

风险偏好适中，赔率优先，关注：1、受益疫情后服务业复苏，且短期受疫情打压跌出空间的：餐饮、酒店、旅游、航空；景气度见底、前期估值受压的：保险、银行 、通信、计算机、游戏；3、港股三大配置方向：1）A 股稀缺标的；2）高确定性行业龙头；3）AH 低估个股

● **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

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

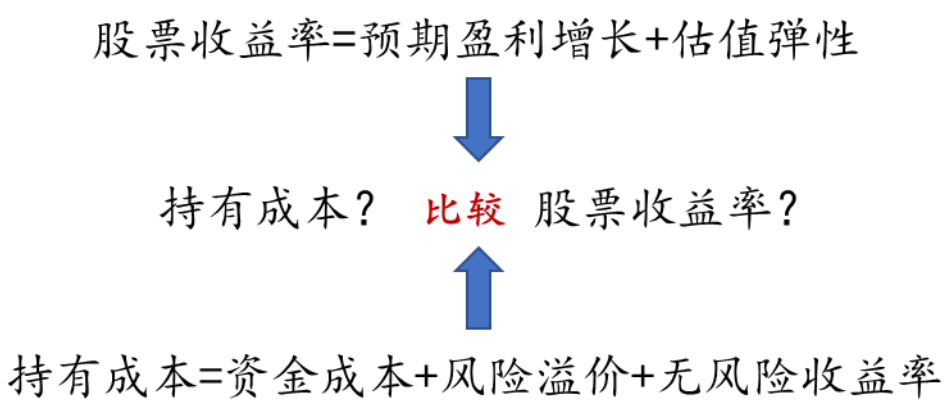
目录

1 市场已进入以风险偏好对冲流动性收缩的行情第三阶段.....3
2 如何理解当前的股市流动性.....5
3 配置建议.....8
插图目录.....9

1 市场已进入以风险偏好对冲流动性收缩的行情第三阶段

资产的配置价值就取决于资产预期收益率与资金持有成本的比较，资金的持有成本越低，越能接受长期年化复合收益越低的资产。拆分来看，资金的持有成本由三部分组成：资金本身的成本、风险溢价、机会成本（无风险收益率）。

图 1：资产的配置价值取决于预期收益率和资金持有成本的比较



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

复盘疫情以来的主要行情，经济环境预期越不乐观，投资者的风险偏好也就越低，使得风险溢价趋于下行，叠加流动性加大宽松推动以债券收益率为代表的无风险利率下行，资金的持有成本非常低廉，这一阶段主要交易的是业绩确定性较高的消费股。典型代表如调味品，估值体系由 PE 向 DCF 切换，业绩展望期也一再拉长。

随着疫情见顶，流动性维持宽松，无风险收益率见底，投资者的风险偏好开始抬升，此时有明确产业趋势的成长股既能满足长期增长的确定性要求，又能有更高的预期收益率以平衡资金成本的回升，从而得到投资者追捧，此时交易的主要是和经济周期关系较弱的科技股。在本轮资本市场周期内，诸如半导体、锂电、光伏等“赛道”涨幅显著。

随着疫情进入尾声，经济复苏的预期走强，资金的风险偏好进一步抬升，同时受紧缩预期影响，无风险收益率也明显上行，资金的成本整体上移，但预期收益率仍然维持高位。**市场开始进入第三阶段，科技股、消费股甚至周期成长股如果没有出现明显回调，继续上涨的空间比较有限，资金会开始从抱团向其他存在相对估值洼地的板块流动。**

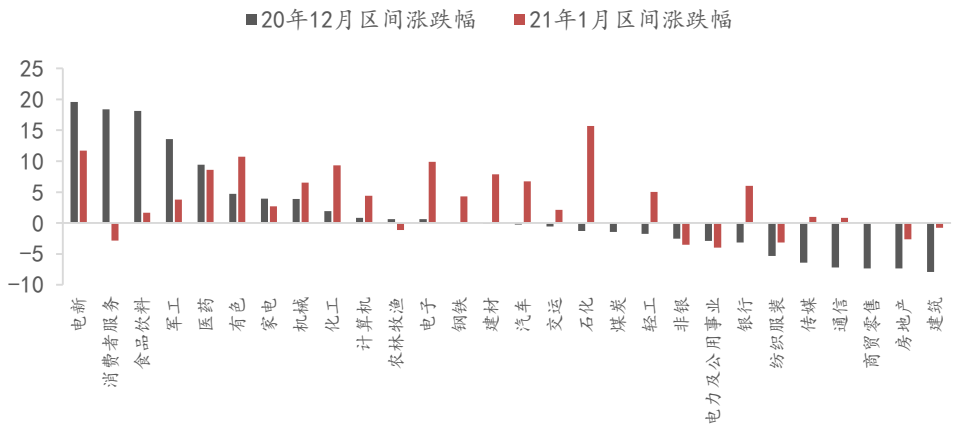
我们认为，年初以来投资者对港股的热议即是行情进入第三阶段的典型特征，在第三阶段，不同属性的资金会采取不同的策略流入不同的板块：

第一类资金偏好中短期景气度会明显边际上行的板块，因此景气度和财报的预期差是判断的重点，典型如近期的医药、电子（包括半导体）、周期（石化、化工、有色）板块。

第二类资金会选择继续加仓到有中长期明确产业趋势的板块，因此景气度是否见拐点，产业趋势确定性是否被证伪是判断的重点，典型如近期高位震荡的锂电、汽车、光伏、军工。

第三类资金对赔率的要求更高，对估值的容忍度更小，会偏向选择景气度仍会向上但属于市场中估值洼地的板块，因此相对估值差是判断的重点 ，典型如近期的港股行情、A 股金融、计算机、通信、游戏和部分中小票的上涨。

图 2：21 年 1 月相对 20 年 12 月的行情切换代表市场进入行情第三阶段（%）

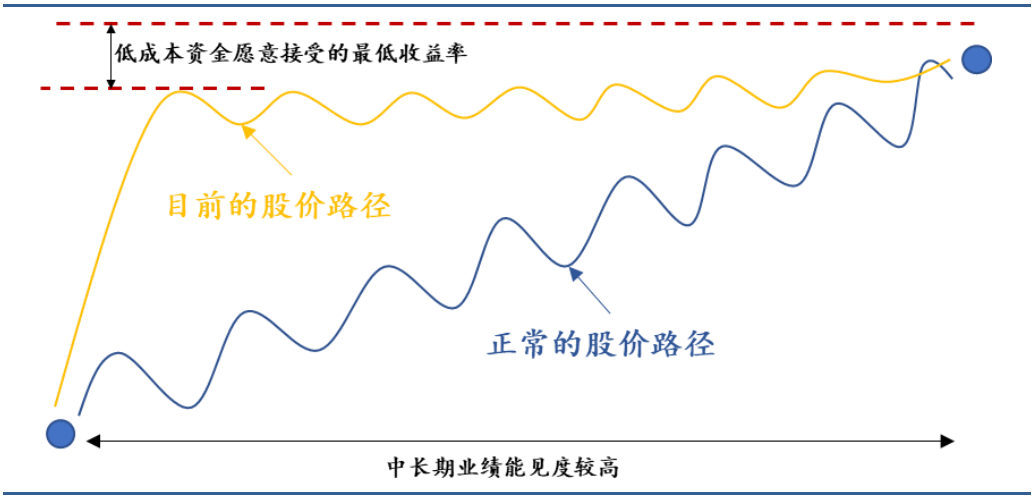


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2 如何理解当前的股市流动性

随着 A 股资金生态的改变，以及与国际接轨程度的加深，股票的定价和流动性的判断方法也出现了根本的改变。在本轮行情中可以明显的观察到，从新能源、医药到白酒、调味品、周期龙头，都出现了股价被大幅抬升，脱离原有估值体系的现象。在以往假设一只高确定性龙头五年的预期涨幅是从 10 元/股涨到 30 元，一只年化预期收益率为 15%的国内资金在第一年的买入价上限就应该是 17.15 元，而一只资金成本为 2%，年化预期收益为 5%的资金在第一年的买入价上限就可以直接高达 24.7 元，从而使短期的 PE 值被扭曲。

图 3：高确定性龙头股在低成本资金推动下股价脱离原有定价体系



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

因此，**股市的流动性并非单一的概念，不同板块对应不同类型的资金，流动性需要用多种方法进行判断：**

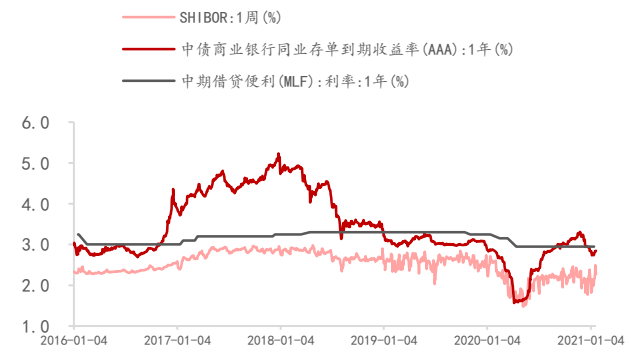
第一类前期出于长期确定性较高，股价已计入后续若干年业绩的板块，典型如业绩平稳性和行业竞争格局稳定的调味品，具有明确产业趋势的锂电，部分优质“赛道”的龙头股，影响其中长线资金流动性最大的因素是资金成本，后续主要看以债券收益率为代表的无风险利率。

第二类受益中短期景气度持续边际改善，但长期确定性不如第一类的板块，在其中交易的主要是中短线机构或散户资金，影响其流动性的最大因素是新发基金规模的可持续性。

第三类主要是香港市场，国际资金的定价权更大，影响其流动性的最大因素是美元、美债收益率、中美国际关系。

首先对于国内的无风险利率，近期的回落仅是央行对前期利率超调的对冲，叠加市场对短期疫情的担忧，中长期在复苏预期和通胀预期影响下仍有上升空间。11 月以来随着货币政策由防风险转为正常化操作，前期超调的利率水平在短端资金面宽松背景下重新下行，向政策利率水平回归。但由于市场对增长预期和通胀预期的担忧，长端利率回落幅度始终不如短端，使得期限利差仍然处于历史均值以上。上周五，央行净投放变为 0，并在公开市场业务报告里特别提到“税期的高峰已过”，这意味着短端资金面的宽松可能告一段落，央行宽松的初衷就是使得超调利率水平回归正常，并不是政策整体重回宽松，中期的紧缩方向并没有改变。因此对无风险利率的利好仅剩下短期内疫情的反复。

图 4：短端利率 12 月以来的回落是前期超调的正常回归



资料来源：WIND，民生证券研究院整理

图 5：无风险利率受增长和通胀预期影响下行幅度小于短端



资料来源：WIND，民生证券研究院整理

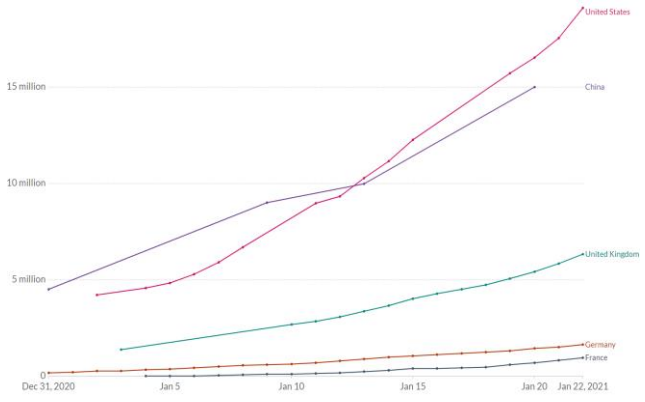
对于美元和美债收益率，疫苗接种率提升、美联储 QE 收缩预期、拜登上台后的基建政策预期都打开了两者回升的空间，我们认为，何时进入加速抬升阶段需重点观察疫苗接种节奏和美国基建政策落地。美元回升和美债收益率上行的影响具体有两个：一是会成为制约目前港股投资收益的重要因素之一，因此从某种程度上来讲，接下来港股的表现会取决于外资流出和内地资金之间的竞争，甚至在 A 股和港股间形成资金的跷跷板效应。二是北向资金的流入节奏也和美元及美债收益率相关，因此对外资在 21 年流入 A 股的总量和持续性的预期要适当降低。

图 6：美债利率上行空间已经打开



资料来源：WIND，民生证券研究院整理

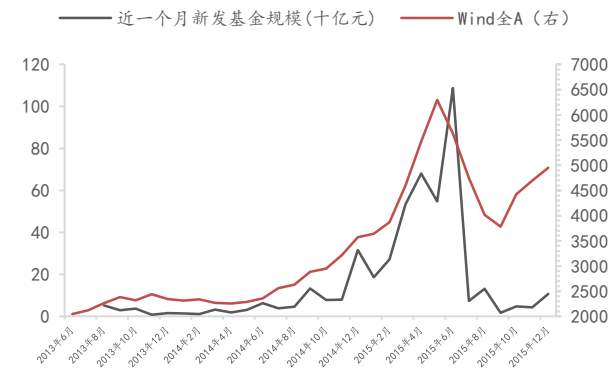
图 7：主要国家疫苗接种人数持续加速



资料来源：Our World in Data，民生证券研究院

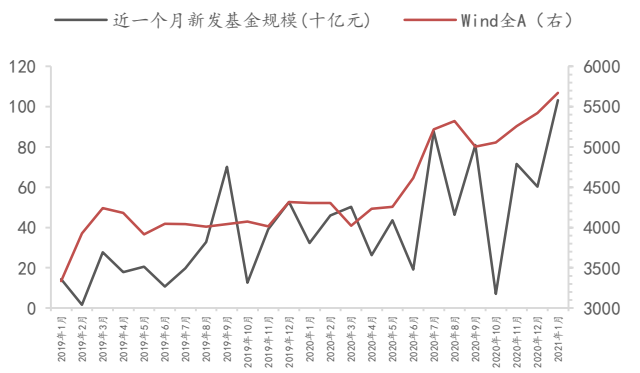
对于基金入市来说，新发基金规模的快速扩大，意味着较晚入市、风险偏好较高的一批增量资金开始入场。每一轮行情从开始到结束都会有不同属性的资金渐次入场，风险偏好逐级抬升，推动行情上涨，这也与我们对股市三阶段的判断相呼应，第一轮资金以左侧价值投资为主，风险偏好较低，因此往往行情开始会以消费股来带动市场情绪；第二轮资金会偏好弹性较好的科技成长，风险偏好明显提高；第三轮资金入市时间较晚，但根据市场历史表现，往往预期收益率也会较高，因此风险偏好也较高，但可能也是市场资金接力的最后一波。

图 8：2014-2016 年期间市场涨跌与新发基金规模情况



资料来源：WIND，民生证券研究院整理

图 9：2019 年至今市场涨跌与新发基金规模情况



资料来源：WIND，民生证券研究院整理

3 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。短期内包括流动性和景气度，发生系统性风险的可能性较小。交易层面上，上周五市场由各行业的普涨切换回有限板块的大涨，代表行情还是相对健康和理性的。

后续板块轮动大概率会继续加速，资金会进一步从抱团板块向其他方向调仓，配置上可以分成两类思路：

风险偏好较高，胜率优先，关注：

1、 受益中期复苏预期和通胀预期的：石化、化工、有色

2、 景气度继续向好，但要等待板块轮动给出合适价位的：锂电、汽车（包括零部件）、光伏、电子、半导体

风险偏好适中，赔率优先，关注：

1、 受益疫情后服务业复苏，且短期受疫情打压跌出空间的：餐饮、酒店、旅游、航空

2、 景气度见底、前期估值受压的：保险、银行 、通信、计算机、游戏

3、 港股三大配置方向：1）A 股稀缺标的；2）高确定性行业龙头；3）AH 低估个股

4 风险提示

海外经济恶化，疫苗进展不利

插图目录

图 1：资产的配置价值取决于预期收益率和资金持有成本的比较 3
图 2：21 年 1 月相对 20 年 12 月的行情切换代表市场进入行情第三阶段 4
图 3：高确定性龙头股在低成本资金推动下股价脱离原有定价体系 5
图 4：短端利率 12 月以来的回落是前期超调的正常回归 6
图 5：无风险利率受增长和通胀预期影响下行幅度小于短端 6
图 6：美债利率上行空间已经打开 6
图 7：主要国家疫苗接种人数持续加速 6
图 8：2014-2016 年期间市场涨跌与新发基金规模情况 7
图 9：2019 年至今市场涨跌与新发基金规模情况 7

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，策略研究员，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。