宏观研究

# 当前股市和楼市有什么特征？

宏观专题报告 2021 年 01 月 25 日


**报告摘要：**

● **2020年A股呈现四大特征**

2020年A股有四大特征，第一个是流动性驱动的牛市，社融增速大幅提升与股市走牛几乎同时发展。第二个是”赛道”化，主要是成长股和消费股在上涨，其中白酒、电新、军工、医药等板块上涨最明显。第三是抱团化，2020年下半年大盘指数明显跑赢中小盘指数。第四是经常经历事件驱动型行情，比如1-2月新冠疫情驱动了医药和口罩概念股走牛，9-10月拜登交易驱动了新能源股走牛，11-12月新冠疫苗驱动了顺周期行情。

● **大类资产配置需要抓宏观主线**

我们认为做宏观策略最重要的是抓宏观主线，典型的比如2017年宏观主线是供给侧改革和金融去杠杆，2018年是实体去杠杆和中美贸易摩擦，2019年是稳杠杆和中美关系缓和，2020年是新冠疫情和美国大选，2021年很可能是新冠疫苗和拜登时代。不同的宏观主线会带来不同的投资机会，无论是股、债、商、汇的走势均跟全球经济变动密切相关。

● **2021年价值股迎来配置价值**

价值股与经济基本面关联较大，历史上来看，当经济向好、货币边际收紧的时期，价值股通常有较好表现，典型的比如 2007 年和 2017 年。2021 年来看，我们预计上半年出口有望继续带动经济走强，下半年消费有望接力出口成为经济驱动项。另一方面，我们预计信贷社融增速从 13%以上回落到 11%左右。宏观场景比较符合“经济走强、货币边际收紧”的特征，我们预计价值股会迎来盈利修复的行情。

● **楼市和股市一样越来越”赛道”化**

纵观近二十年来楼市历史，几乎每次房价上涨背后都有货币宽松的影子。2006、2009、2013、2015 年的货币宽松均驱动了股市和楼市的上涨，但前两次和后两次货币宽松产生的驱动有所不同。前两次货币宽松，导致股市和楼市出现全面性上涨；后两次宽松，股市更多是成长和消费走牛，楼市更多是一线城市涨幅＞二线城市房价＞三线城市房价，股市和楼市均出现大分化的现象。在存量经济背景下，前景更好、确定性更强的一线房产更受资金追捧。

● **风险提示：**

美联储超预期收紧货币政策、疫苗普及不及预期、社融增速超预期等。



**民生证券研究院**

**分析师：解运亮**

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

**研究助理：顾洋恺**

执业证号： S0100119110016

电话： 010-85127665

邮箱： guyangkai@mszq.com


**相关研究**

# 目录

1 2020 年 A 股四大特征 ..... 3
1.1 流动性驱动的牛市 ..... 3
1.2 “赛道”化 ..... 3
1.3 抱团化 ..... 4
1.4 多次经历事件驱动型行情 ..... 6
2 2021 年宏观主线——新冠疫苗和拜登交易 ..... 7
2.1 大类资产配置需要抓宏观主线 ..... 7
2.2 宏观场景可划分为 6 类 ..... 7
2.3 新冠疫苗和拜登时代意味着什么 ..... 8
2.4 2021 年宏观场景或与 2017 年较为类似 ..... 9
2.5 2021 年看好价值股和港股 ..... 10
3 楼市呈现”赛道”化现象 ..... 12
3.1 历次货币宽松对楼市的影响各有不同 ..... 12
3.2 楼市和股市一样越来越”赛道”化 ..... 12
风险提示 ..... 13
插图目录 ..... 14
表格目录 ..... 14

# 1 2020 年 A 股四大特征

## 1.1 流动性驱动的牛市

**2020 年 A 股属于”水牛行情”。**过去三年可分为三个阶段。第一阶段是 2018 年，由于去杠杆造成社融增速大幅下行，股市整体下跌；第二个阶段是 2019 年，由于去杠杆转为稳杠杆，社融增速趋于稳定，A 股在一季度估值修复后整体走平；第三个阶段是 2020 年，由于疫情原因货币政策大幅宽松，社融增速快速上行，驱动 A 股走牛，上证创近几年新高。

图 1：A 股走势与社融增速有很大关系




资料来源：Wind，民生证券研究院

## 1.2 “赛道”化

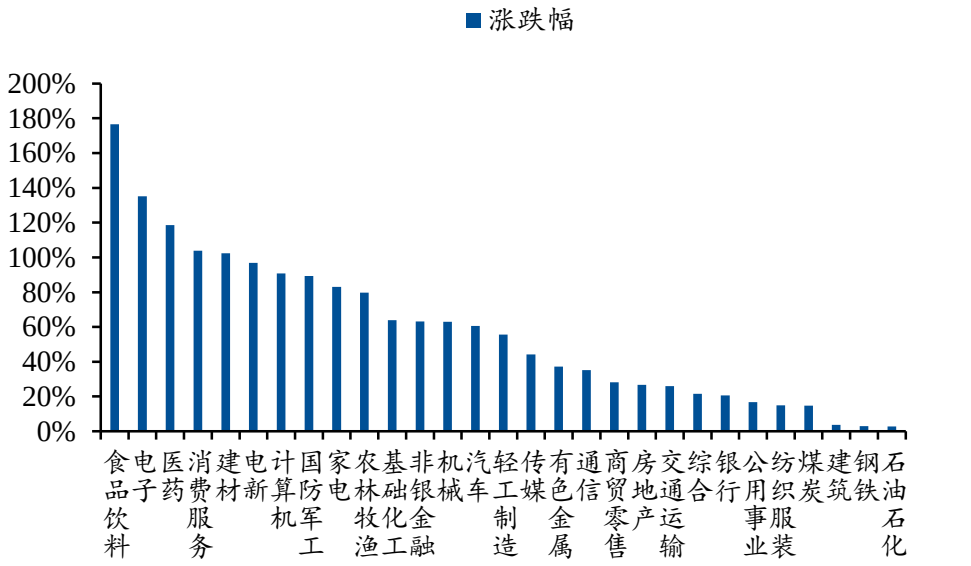
**近两年来 A 股”赛道”化趋势明显。**A 股”赛道”化的趋势从 2019 年就有了，具体表现是成长股和消费股收益远远跑赢周期股和金融股；白酒、医药、免税、电新、军工等板块收益远远跑赢钢铁、煤炭、建筑、石化等板块。以往的牛市中 A 股各个板块都能雨露均沾，都有投资机会，但近两年的牛市中 A 股选对”赛道”非常重要，涨幅主要集中在特定几个”赛道”里面。

图 2：2019 年以来各板块收益率表现




资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：2019 年以来各行业涨幅排名




资料来源：Wind，民生证券研究院

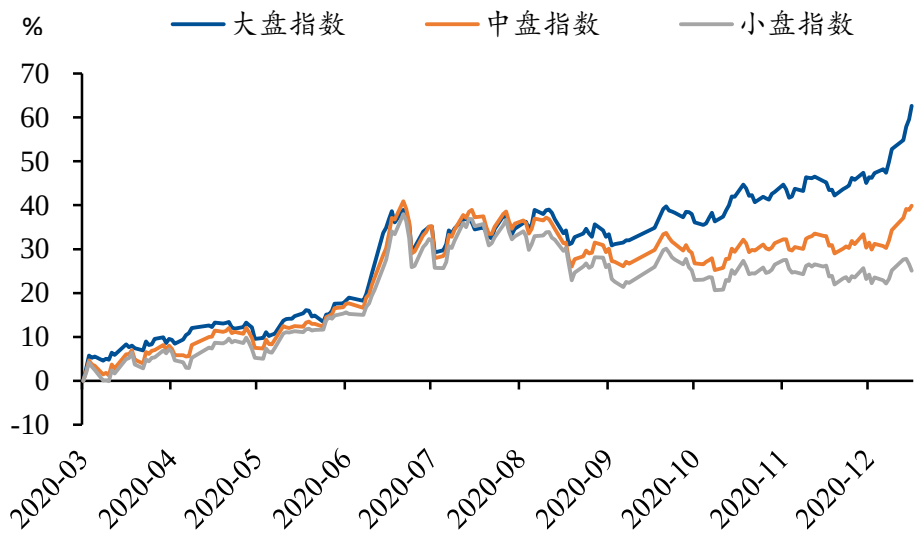
**“赛道”化行情的两大原因。**A 股”赛道”化行情主要是两个原因造成的，一个原因是 2019 年以来货币政策处于边际宽松的状态，有益于抬升成长股和消费股估值，而周期股和金融股更依赖盈利驱动，因此表现一般。另一个原因在于中国经济逐渐从投资驱动型转为消费+科技驱动型，经济增长模式在发生转换，成长股和消费股增长前景更大。

## 1.3 抱团化

**去年下半年来 A 股出现抱团化现象。**抱团化主要是 2020 年下半年有的趋势，抱团化是指基金公司扎推抱团买好”赛道”的龙头公司，比如茅台、五粮液、海天味业、中国中免、宁德时代、隆基股份。在抱团化的背景下，大盘股明显跑赢中小盘股，机构平均收益

远高于散户平均收益。

图 4：去年下半年以来大盘股明显跑赢中小盘股




资料来源：Wind，民生证券研究院

**抱团股现象的三大原因。**A 股之所以出现抱团现象，主要有三大原因，第一个原因在于政策存在不确定性，压制风险偏好，机构更愿意持有确定性更强的蓝筹股；第二个原因在于流动性仍处于宽松状态，社融增速仍明显高于名义 GDP 增速，市场不差钱导致有足够资金追涨蓝筹股；第三个原因在于 A 股去散户化进程在提速，公募基金占比越来越高，定价权逐渐从散户向公募基金转移，而无论是公募基金还是外资都很愿意持有白酒医药等蓝筹股。

图 5：2020 年公募基金快速扩张




资料来源：Wind，民生证券研究院

## 1.4 多次经历事件驱动型行情

**2020 年 A 股多次出现事件驱动型行情。**2020 年市场最重要的主线莫过于新冠疫情，疫情导致全球大类资产出现剧烈波动，也带来了很多投资机会，除此之外美国大选也催生了一定的行情。具体来看，2020 年 A 股有三大事件驱动型行情，分别与新冠疫情、美国大选、新冠疫苗有关。第一次事件驱动型行情在去年 1-2 月，由于疫情扩散，春节前后以医药、口罩为代表的抗疫概念股上涨，涨幅达到 100%以上。第二次事件驱动型行情是 9-10 月的拜登交易，由于 9-10 月拜登上台概率较大的事实逐渐被市场接受，做拜登交易的投资者越来越多，因此与拜登交易相关的新能源股大幅上涨。第三次时间驱动型行情是 11-12 月的新冠疫苗交易，由于 11 月 9 日美国辉瑞公司宣布其 mRNA 疫苗有效率达 90%以上，全球经济复苏预期迅速得到提振，因此催化了一波顺周期行情，以煤炭、钢铁、有色、石化等为代表的传统周期行业股价上涨，之后银行股也有所提振。

**表 1：2020 年最典型的三大事件驱动型行情**

| 时间 | 事件 | 股票表现 |
|---|---|---|
| 1-2 月 | 新冠疫情 | 医药股、口罩股上涨 |
| 9-10 月 | 拜登交易 | 新能源股大涨 |
| 11-12 月 | 新冠疫苗 | 顺周期板块走牛 |

资料来源：民生证券研究院整理

**事件驱动型行情更适合左侧交易。**2020 年由于股市整体慢牛型行情，因此很多投资者喜欢做右侧交易，但事件驱动型行情来得快去得也快，基本都是短线行情。事件驱动型行情更适合左侧交易。

# 2 2021 年宏观主线——新冠疫苗和拜登交易

## 2.1 大类资产配置需要抓宏观主线

**大类资产配置需要抓宏观主线。**我们认为做宏观策略最重要的是抓宏观主线，典型的比如 2017 年宏观主线是供给侧改革，2018 年是去杠杆，2019 年是稳杠杆，2020 年是新冠疫情，2021 年可能是新冠疫苗。不同的宏观主线会带来不同的投资机会，无论是股、债、商、汇的走势均跟全球经济变动密切相关。

**表 2：历年宏观主线和市场走势**

| 时间 | 事件 | 大类资产表现 |
|---|---|---|
| 2007 | 经济过热 | 金融、周期股走牛，利率走熊 |
| 2008 | 全球金融危机 | 股市全面下跌 |
| 2009 | 四万亿 | 股市全面上涨 |
| 2010 | 后四万亿 | 成长股、消费股走牛 |
| 2011 | 货币收紧 | 股市全面下跌 |
| 2012-2013 | 产能过剩 | 消费、成长股走牛；周期股走熊 |
| 2017 | 供给侧改革、金融去杠杆 | 周期、金融股上涨；成长股疲软；利率债熊市 |
| 2018 | 实体去杠杆、中美贸易摩擦 | 股市下跌；利率债牛市；信用债爆雷 |
| 2019 | 稳杠杆、中美缓和 | 成长、消费股走牛；周期股疲软；债市震荡 |
| 2020 | 新冠疫情、美国大选 | 成长、消费股走牛；利率 V 型走势；金价上涨 |
| 2021 | 新冠疫苗、拜登时代 | 金融股盈利修复？蓝筹股行情？ |

资料来源：民生证券研究院整理

## 2.2 宏观场景可划分为 6 类

回溯 2008 年以来宏观主线和市场走势（2014-2016 年忽略，因为这三年的股市走势跟宏观面关系不大），可以归纳出这么 6 种宏观场景：

1、**萧条场景：**类似 2008 年全球金融危机和 2020 年 2 月-4 月全球大封锁，这一时期由于经济受到严重冲击，市场出现恐慌式情绪，导致股市全面性下跌，利率债则上涨。

2、**宽松场景：**类似 2009 年“四万亿”和 2020 年 5 月-8 月，由于流动性极度宽松带来了全面性的牛市，几乎各板块均有明显上涨，”水牛行情”造成估值中枢被明显抬升。但由于经济复苏，利率债走熊。

3、**复苏场景：**类似 2010 年和 2020 年 9 月-今，由于经济快速恢复，经济增速一度处于潜在产出之上，社会总需求＞社会总供给，利率债走熊。消费和科技板块走出

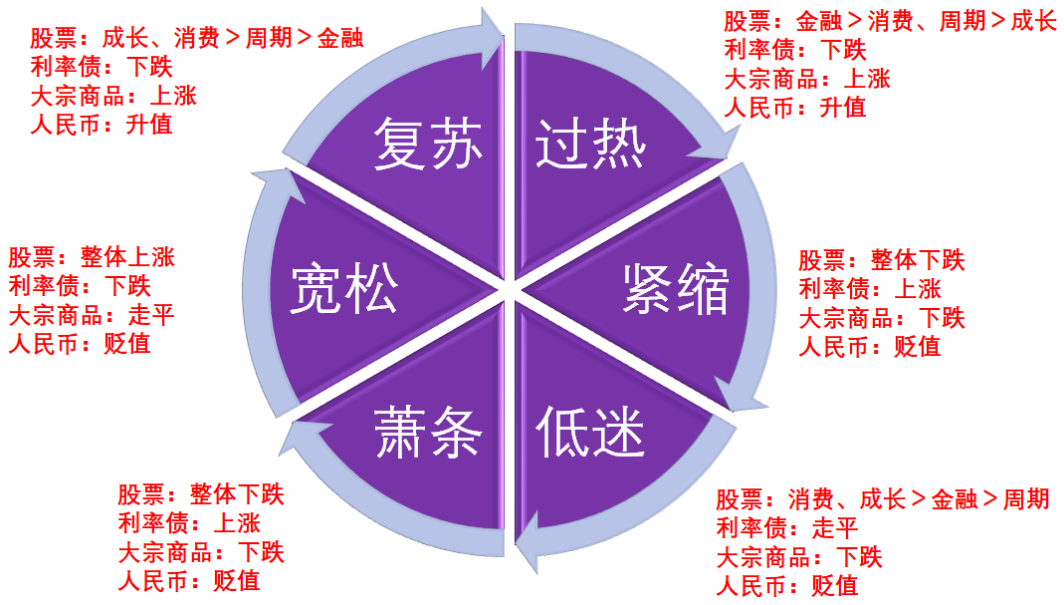
一波非常强劲的行情。

4、 **过热场景：**类似 2007 年和 2017 年，这两年经济处于过热状态，通胀压力再起，PPI 和核心通胀明显走高，经济增速保持较高水平，货币政策对应收紧。此阶段周期和金融股走牛，成长下跌，利率债走熊。

5、 **紧缩场景：**类似 2011 年和 2018 年，这两年共同的特点就是货币明显收紧，股市缺乏流动性，引起全面性下跌，信用债爆雷，但利率债反而走牛。

6、 **低迷场景：**类似 2012 年-2013 年期间和 2019 年，这两次场景的共同点在于经济弱衰退，PPI 为负，面临通缩风险。但由于经济低迷货币政策小幅宽松，股市估值修复，科技和消费板块走牛。

**图 7：6 种宏观场景下的大类资产表现**




资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 新冠疫苗和拜登时代意味着什么

**新冠疫苗和拜登时代是 2021 年全球宏观主线。**新冠疫苗来看，由于产能主要集中在发达国家，因此发达国家我们预计会早于发展中国家实现群体免疫，这就会造成全球经济复苏的时间差。2021 年来看，一方面是以欧美日为代表的发达国家在群体免疫后社会总需求快速恢复，拉动全球贸易规模；另一方面是以印度和东南亚为代表的制造业基地今年可能仍将受到疫情困扰，生产端无法完全恢复，这有利于中国继续保持较高的出口份额。另一方面，由于民主党统一了国会两院，更大规模的财政刺激计划将提振美国经济，使美国需求外溢，也有利于拉动全球贸易规模。因此总体来看，2021 年上半年出口有望继续成为中国经济拉动项，下半年随着发达国家供给端恢复以及去年同期高基数原因，出口增速可能逐渐走弱，中国经济需要消费来接力。流动性方面，2021 年全球流动性我们预计仍处于宽松状态。民主党的 1.9 万亿美元财政刺激需要宽货币配合，叠加美国经济复苏与疫苗

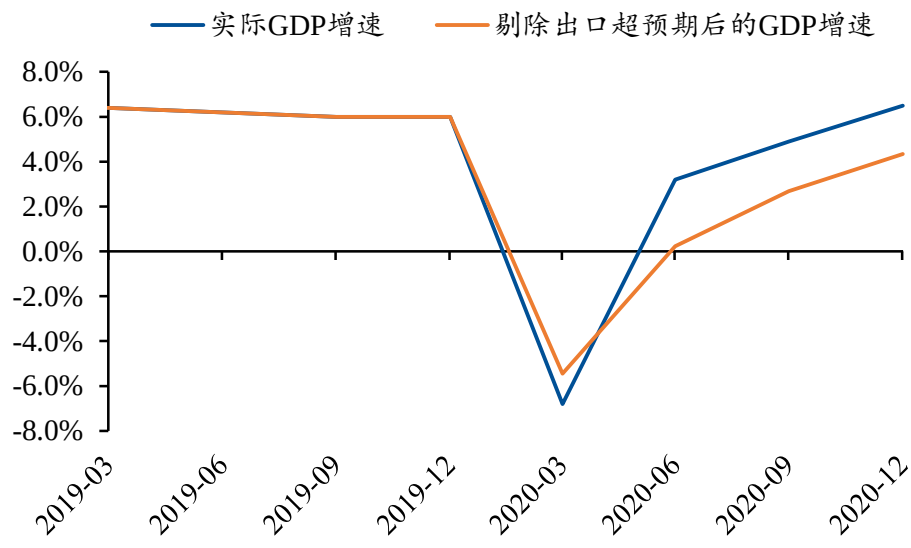
接种的时间差，我们预计 2021 年美联储不会快速收紧流动性，A 股仍然可以享受外资流入的红利。

## 2.4 2021 年宏观场景或与 2017 年较为类似

**共同点：出口带动经济走强、货币边际收紧。**2021 年来看，上半年出口有望继续带动经济走强，工业增加值和工业企业利润继续保持较高增速，下半年消费有望接力出口成为经济驱动项。这与 2017 年类似，2017 年中国经济超预期一部分原因系全球经济协同复苏所致，外需对经济起到拉动作用。另一方面，2021 年货币政策我们预计边际收紧，信贷社融增速我们预计从 13%以上回落到 11%左右，但由于政策强调“不急转弯”，因此货币政策我们预计不会大幅收紧。这点与 2017 年也类似，2017 年货币政策也有边际收紧趋势，但收紧力度远不及 2018 年。海外方面，2021 年和 2017 年均面临弱美元的情况。

**不同点：2021 年中国经济面临的不确定性更高。**2020 年下半年中国经济之所以能快速恢复，其中一个重要原因在于海外疫情背景下欧美供需错位带来的出口超预期，出口超预期使工业生产和制造业投资有明显改善。但相比之下，中国经济复苏基础仍有不确定性，一方面是消费仍然没有完全恢复至往年正常水平，另一方面是中小企业经营改善不及大型企业，这点从 PMI 数据也可以看出。因此 2021 年经济面临的不确定性比 2017 年更高，2021 年下半年海外疫苗的推广有可能会降低中国出口占全球份额，进而导致出口增速下滑，拖累经济复苏。另一个不确定性在于 2021 年中国宏观杠杆率明显高于 2017 年，控杠杆的压力更大。近几年来央行货币政策一直试图做到量价分离，数量调控和价格调控并重，2021 年央行一方面要继续降低实体企业融资成本，另一方面要防止流动性过于宽松，引发金融风险。因此 2021 年央行货币政策调控难度更大。

图 7：2020 年下半年出口超预期是经济快速恢复重要原因

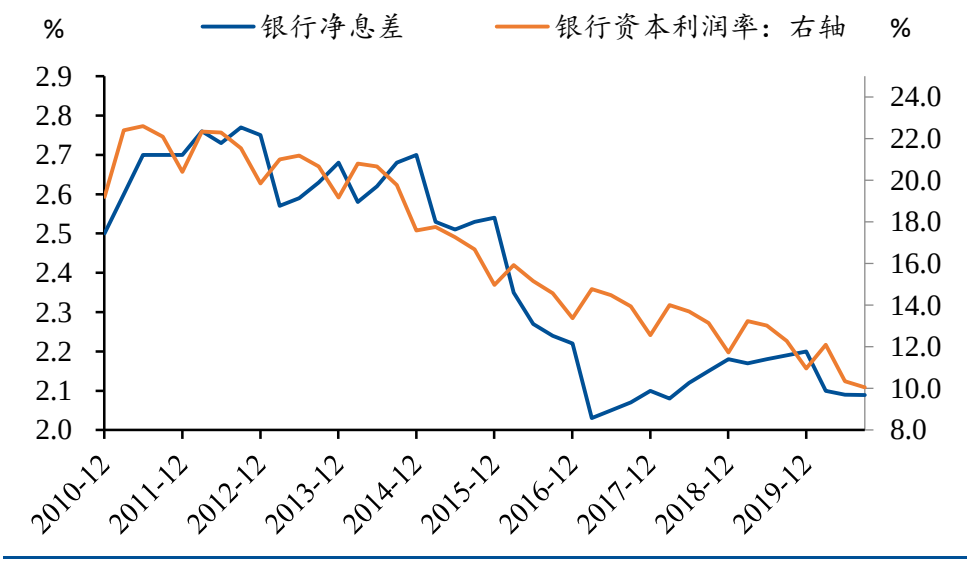



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2.5 2021 年看好价值股和港股

**货币收紧+经济走强利好以银行为代表的价值股。**纵观近 20 年来 A 股的表现，以银行股为代表的价值股与宏观经济关系最为密切。商业银行是央行货币政策调控的载体，当央行出台价格型货币政策工具时（比如加息/降息），会对通过银行净息差影响到银行利润，银行利润又是银行资本金主要补充渠道。当央行出台数量型货币政策工具时（比如宽/紧信用），必然会导致银行资产规模膨胀/收缩，不同的资产规模对应不同的资本金要求。因此，当央行采取宽松政策（降息降准）时，会导致银行利润收缩，资产规模膨胀，削弱银行资本充足率，进而增加银行系统性风险，利润的削弱和风险的上升会抑制银行股股价；当央行采取紧缩政策（加息升准）时，会抬高银行利润，资产规模收缩，提高银行资本充足率，进而降低银行系统性风险，利润的扩张和风险的下降会抬升银行股股价。因此笼统地说，货币宽松相当于银行为实体让利，货币紧缩相当于银行从实体收回之前让出的利润。我们预计 2021 年可能呈现“经济走强、货币边际收紧”的趋势，以银行为代表的价值股有望迎来估值修复机会。

**图 8：银行资本利润率取决于净息差，净息差取决于货币政策松紧**




资料来源：Wind，民生证券研究院

**价值股盈利修复也会带动港股走强。**历史上港股走势与银行股/沪深 300 价值走势关联度较大，这是因为港股 40%左右的权重是内地的银行股，另外 30%左右的权重（房地产等）和银行关系密切。由于我们预计 2021 年银行股将迎来盈利修复行情，港股也会因此而受益。港股的上涨一部分原因是 A 股风格轮动造成的，A 股的价值股逐渐被投资者追捧，与港股自身“估值洼地”关系较小。

图 9：港股与 A 股中的银行股关联较大



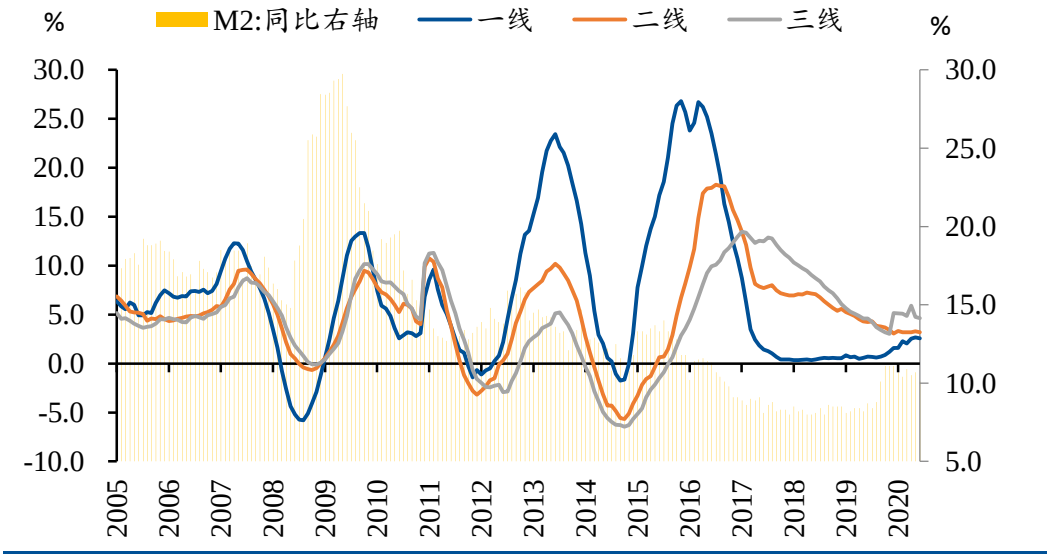

资料来源：Wind，民生证券研究院

# 3 楼市呈现”赛道”化现象

## 3.1 历次货币宽松对楼市的影响各有不同

**楼市二八效应越来越明显。**纵观近二十年来楼市走势，其驱动背景大多数和货币宽松有关。第一轮货币宽松时期是 2005-2006 年，原因主要是外汇占款持续上升带来的货币被动投放，这一轮货币宽松使全国各城市楼市全面性上涨。第二轮货币宽松时期是 2009 年，原因是为了应对全球金融危机而出台的“四万亿”，这一轮货币宽松也导致了全国楼市全面性上涨。第三轮货币宽松时期是 2013 年，此阶段楼市出现明显分化，一线城市涨幅远高于二线城市，二线城市涨幅则高于三线城市。第四轮货币宽松时期是 2015 年，此阶段楼市也出现明显分化，一线城市房价在 2015 年迅速抬升 25%，二线城市房价在 2016 年才有所上涨，涨幅不到 20%，三线城市房价直到 2017 年才小幅上涨 10%左右。

图 10：同样是货币宽松，一线房价表现越来越好，三线城市表现越来越差




资料来源：wind，民生证券研究院

## 3.2 楼市和股市一样越来越”赛道”化

**楼市逐渐”赛道”化。**可以看出，2006 年和 2009 年的货币宽松带来了全国楼市集体性上涨，但 2013 年和 2015 年的货币宽松更多使一线城市房价上涨，二三线表现则相对逊色。主要有两方面原因，一个原因是前两次货币宽松力度强于后两次，另一个原因是中国城镇化进入后半场，缺乏人口吸引力的三四线城市无法支撑房价持续上涨。一线城市经济活力和人才吸引力最强，房价上涨基础最充分。这和股市一样，在过去，货币宽松通常能导致股市全面性上涨，但这几年来看，货币宽松更多是使消费和成长股上涨，业绩较弱的周期股表现则一般。

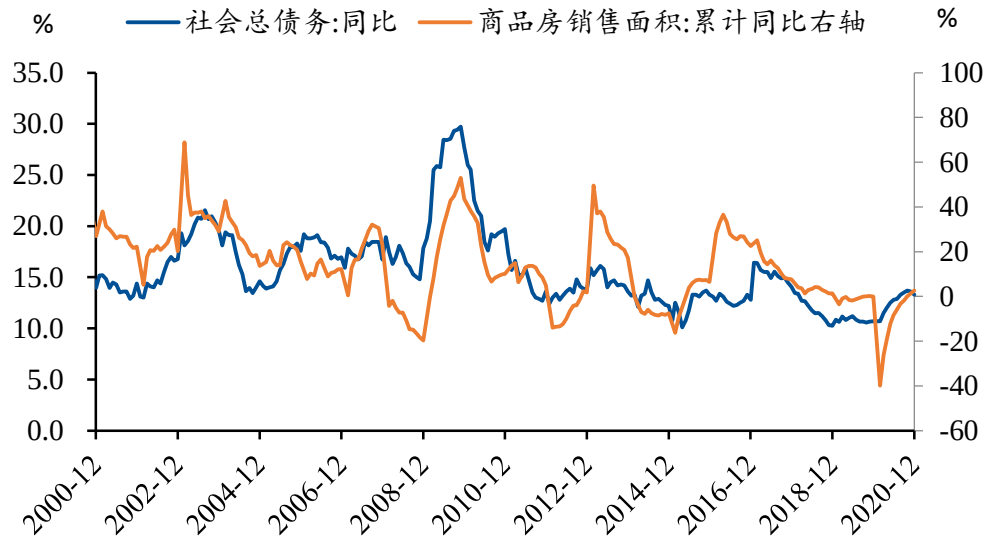
表 3：近 20 年来历次货币大放水后股市和楼市涨价轮动

| 时间 | 股市轮动 | 楼市轮动 |
|---|---|---|
| 2005-2007 | 2006 年金融股先涨，2007 年周期股后涨 | 2005-2007 年全国房价集体上涨 |
| 2009 | 上半年金融股先涨，下半年周期股后涨 | 2009-2010 年全国房价集体上涨 |
| 2013 | 一季度金融股先涨，之后成长股后涨 | 一线房价涨幅远大于二线，二线大于三线 |
| 2015 | 2014 年底金融股先涨，2015 年成长股和周期股后涨 | 2015 年一线房价上涨 25%，2016 年二线上涨 20%，2017 年三线小涨 10% |
| 2020 | 主要是成长股和消费股上涨 | 主要是一线城市房价上涨 |

资料来源：民生证券研究院整理

**一线房产之于楼市相当于白酒之于股市。**白酒股受追捧的原因在于存量经济下，资金更偏好前景可观、确定性强的白酒股，因此白酒股是股市中的核心资产。一线房产也有这种特征——前景可观、确定性强，在存量经济下一线房产相比二三线房产更受资金追捧。

图 11：商品房销售与流动性有很大关系




资料来源：wind，民生证券研究院

## 风险提示

美联储超预期收紧货币政策、疫苗普及不及预期、社融增速超预期等。

# 插图目录

图 1：A 股走势与社融增速有很大关系 ..... 3
图 2：2019 年以来各板块收益率表现 ..... 4
图 3：2019 年以来各行业涨幅排名 ..... 4
图 4：去年下半年以来大盘股明显跑赢中小盘股 ..... 5
图 5：2020 年公募基金快速扩张 ..... 5
图 7：6 种宏观场景下的大类资产表现 ..... 8
图 7：2020 年下半年出口超预期是经济快速恢复重要原因 ..... 9
图 8：银行资本利润率取决于净息差，净息差取决于货币政策松紧 ..... 10
图 9：港股与 A 股中的银行股关联较大 ..... 11
图 10：同样是货币宽松，一线房价表现越来越好，三线城市表现越来越差 ..... 12
图 11：商品房销售与流动性有很大关系 ..... 13

# 表格目录

表 1：2020 年最典型的三大事件驱动型行情 ..... 6
表 2：历年宏观主线和市场走势 ..... 7
表 3：近 20 年来历次货币大放水后股市和楼市涨价轮动 ..... 13

## 分析师与研究助理简介

**解运亮**，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

**顾洋恺**，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

## 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。

## 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。