策略周评 20210117

应对潜在风险的投资策略

——策略周聚焦

2021 年 01 月 17 日

报告要点：

■ ①热市为何冷思考？市场新高下重仓股大幅回调，有必要冷静排雷：一致预期下的春季躁动，有哪些可能被忽略的潜在风险？②显现担忧：支撑近期股市上行的流动性边际收紧，央行回笼货币、社融结构恶化、信用利差走阔、债市交易行情近尾声。③全球资产定价之锚：美债拐头向上。3 年期美债利率领先 A 股核心资产定价 3 个月，此外 A 股 Kill the winner 效应显著，热门板块估值承压。④基本面未排查到显著风险，但有隐忧：PMI 景气向下、钢厂生产、汽车销量放缓，疫情是最大灰犀牛，密切跟踪基本面冲击。⑤排雷结论：躁动行情进入冷静期，流动性环境趋紧，动能减弱，基本面隐忧需跟踪确认，关注两大风险：美债收益率上行、疫情冲击基本面。⑥配置策略：低估值&景气向上行业：银行、保险、半导体、医疗器械&零售、建筑。

正文摘要

■ **显性担忧：流动性边际趋紧、央行回笼货币、社融结构恶化、债市交易行情近尾声。**①资金面量价趋紧，上旬央行净回笼 5040 亿元，MLF 停止超额续作，货币市场利率上行。②社融结构恶化，11-12 月信托贷款、未贴现汇票、企业债分别同比少增 4223 亿、4363 亿、5619 亿，永煤事件后信用利差已走阔 50 个 BP。③十年期国债收益率已从 20/11 的 3.3%高位，下行 20 个 BP 至目前 3.1%，与 20/8 持平，交易性行情接近尾声。

■ **全球资产定价之锚——美债拐头向上，A 股核心资产估值承压。**①1 月 10 年期美债收益率上行突破 1%关键点位至 1.15%。②2016 年以来 A 股核心资产溢价的重要推手是外资，定价根基是美债中期（3-7 年）利率，美债利率变动领先核心资产定价 3 个月。③2019-20 年估值贡献核心资产涨幅的 57%、118%，高位估值对流动性更敏感，若未来两个月美债收益率持续上行，将对目前高位估值的 A 股核心资产造成较大的压制

■ **基本面的隐忧：PMI 短期向下，部分行业生产放缓。**①12 月制造业 PMI 51.9%，环比回落 0.2pct。PMI 生产指数 54.2%，环比回落 0.5pct，原材料购进价格超过出厂价格涨幅，压缩利润率。②生产端，唐山钢厂产能利用率本周下降 1.72pct 至 78.84%。③需求端，12 月乘联会乘用车销量同比增速 7.32%，环比下降 4.39pct。④多地出台隔离政策，消费需求可能再次萎靡，就地过年使得生产明显强于往年。

■ **A 股 Kill the winner 效应显著，流动性趋紧，热门板块估值承压。**①回顾 2010-19 年涨幅前三行业在次年 1Q 表现，收益率平均 2.6%，行业排名均值 16 名（/28），较上证相对收益平均 0.3%，难迎开门红行情。②即便看全年，前三甲次年收益率均值 6%，行业排名平均 15 名，相对收均值 1.1%。③2020 年休闲服务、电气设备、食品饮料涨幅前三，年初至今涨幅排名 15、6、14 名，相对收益-1.8%、1.3%、-1.3%，并不突出。

■ **关注前期估值消化，近期景气向上行业：银行、保险、半导体、医疗器械&零售、建筑。**①银行，三家银行利润正增长超市场预期。②保险，通胀预期下利率上行有望增厚利差。③半导体，需求旺盛，有望迎来量价齐升。④医疗器械，集采影响消退，疫情扩散提升需求；医药零售，疫情二次集中爆发，家庭药品储备需求提升。⑤建筑，各地推出就地过年政策，多地基建项目有望继续开工，传统春节过节停工效应趋缓。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

研究助理 冯涵若
执业证号：S0600119020001
fenghr@dwzq.com.cn

研究助理 张家琦
执业证号：S0600119070011
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenli@dwzq.com.cn

相关研究

1、《东吴策略·行业风火轮——历年行业前三甲，难迎次年开门红》2021-01-15
2、《东吴策略·市场温度计——公募发行开门红，散户跑步入场》2021-01-12
3、《东吴策略·策略周聚焦——一份清醒一份醉》2021-01-10
4、《东吴策略·行业风火轮——基金发行开门红》2021-01-08
5、《东吴策略·市场温度计——公募抱团加强，风格偏向价值》2021-01-05

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 市场可能忽略了哪些潜在风险？ 4
2. 机构行为及市场情绪 9
3. 风险提示 11

图表目录

图 1：1 月以来货币净回笼推升 DR007 利率 5
图 2：11-12 月社融结构出现恶化 5
图 3：1 月信用利差继续走扩 5
图 4：1 月国债收益率保持下行 5
图 5：A 股核心资产指数及估值变动 6
图 6：A 股核心资产指数涨跌幅贡献度拆分 6
图 7：A 股核心资产指数涨跌幅与美债利率高度相关 6
图 8：美债利率与通胀及失业 6
图 9：A 股核心资产股票池（数据截至 2021/01/15） 6
图 10：2010 年 PMI 与上证综指走势高度拟合 7
图 11：2017 年 PMI 与上证综指走势高度拟合 7
图 12：PMI:出厂价格-原材料购进价格与企业利润率 7
图 13：唐山钢厂产能利用率及乘用车销量增速回落 7
图 14：股票型&偏股混合型公募基金仓位 10
图 15：公募基金风格偏移 10
图 16：陆股通净流入 10
图 17：北上资金各行业净买入（1/11-1/15） 10
图 18：行业离散度 10
图 19：A 股风险溢价 10

表 1：2010-2019 年行业前三甲次年一季度及全年表现 8

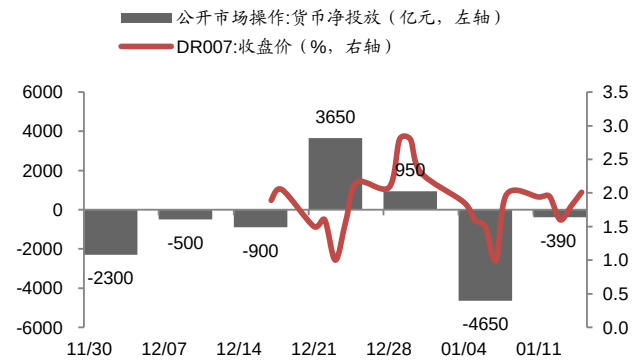
我们上周末旗帜鲜明提出《一份清醒一份醉》：新能源、白酒、军工三大板块，交易呈现明显过热，历史经验表明，过热阶段买入热门板块，半年内无绝对、相对收益。过去一周三大指数大跌 5.0、8.0、7.3%。市场新高下重仓股大幅回调，我们有必要做个冷静排雷：一致预期下的春季躁动，有哪些可能被忽略的风险点？毕竟，A 股实在不便宜。

1. 市场可能忽略了哪些潜在风险？

显性担忧—流动性趋紧，基本面隐忧—疫情灰犀牛，春节躁动进入冷静期。排雷发现，显性担忧集中在流动性层面，支撑 12 月以来股市上行的流动性环境正在边际收紧。1 月以来央行净回笼货币，推动货币市场利率上行；相比于社融增速下行，社融结构恶化、信用利差走阔更值得警惕；债市交易性行情接近尾声，流动性趋紧；美债收益率上行，对全球资产定价产生扰动，A 股核心资产高位估值承压，A 股短期动能减弱。好在基本面未排查到明显利空。制造业 PMI 短期回落、部分行业供需趋缓，仍需继续跟踪；疫情成为最大灰犀牛，本土新增病例增多，隔离政策明显趋紧，由此造成的不确定性也将抑制风险偏好，我们认为春季躁动已进入冷静期，往后防范两大向下风险：美债收益率上行、疫情扩散冲击基本面。

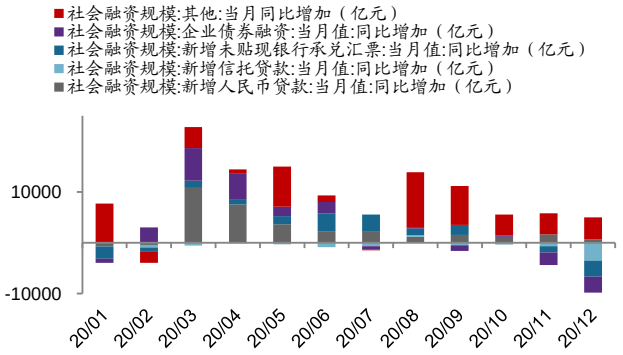
显性担忧：流动性边际趋紧，央行回笼货币、社融结构恶化、债市交易行情近尾声。支撑股市 12 月以来上行的流动性环境已边际收敛，资金面量价趋紧。央行大额货币净回笼，1 月上旬央行在公开市场上（不含 MLF）净回笼 5040 亿元，相比下 12 月净投放 900 亿元。MLF 停止超额续作，1 月 15 日央行开展 5000 亿元 MLF 操作，含对 1 月 MLF+TMLF 5405 亿元到期，合计净回笼 405 亿，结束了去年 8 月以来连续 5 个月的超额续作。货币边际收敛推动货币市场利率上行，DR007 从 1/7 的 1.00%上行至 1/15 的 2.01%，隔夜拆解利率从 0.6%升至 1.8%。普遍解读是央行对 12 月货币宽松的适度回归，“稳”字当头，但可以肯定的是，支撑近期股市上行的资金面环境，已经出现边际趋近。从信用端看，社融结构恶化与信用利差走阔也值得关注，12 月社融重点是结构恶化而非增速下行，11-12 月信托贷款、未贴现汇票、企业债融资分别同比少增 4223 亿、4363 亿、5619 亿元。债券发行缩量的背后，信用利差仍在拉大，永煤事件后信用利差已走阔 50 个 BP，但相比 16-17 年信用利差 120 个 BP，仍有空间，若信用利差继续上行，信用风险也将逐步成为关注点。最后无风险利率下行已接近尾声，十年期国债收益率已从 20/11 的 3.3%高位，下行 20 个 BP 至目前的 3.1%，与 20/8 基本持平，债市投资者普遍将此轮定义为交易行情，过往十年债市交易行情也就在 15-20BP 之间，简单类比，资金面已在边际收敛，交易性行情也接近尾声。

图 1：1 月以来货币净回笼推升 DR007 利率



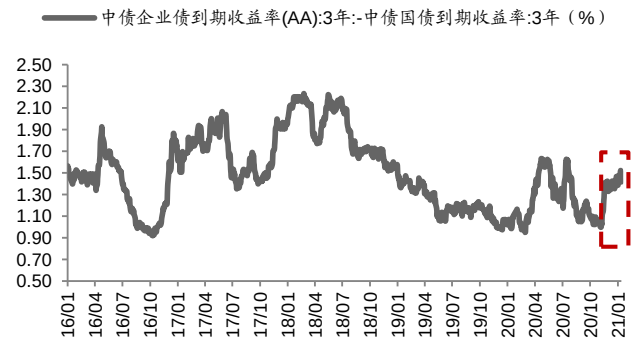
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：11-12 月社融结构出现恶化



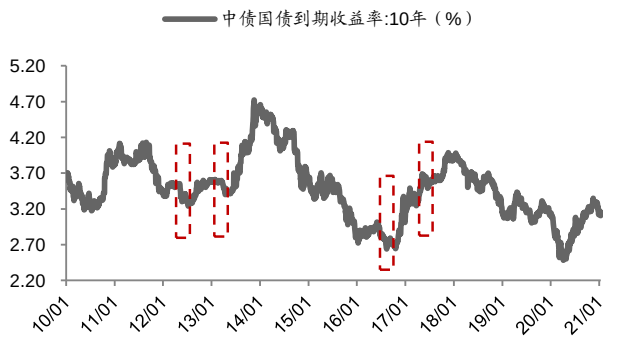
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：1 月信用利差继续走扩



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：1 月国债收益率保持下行

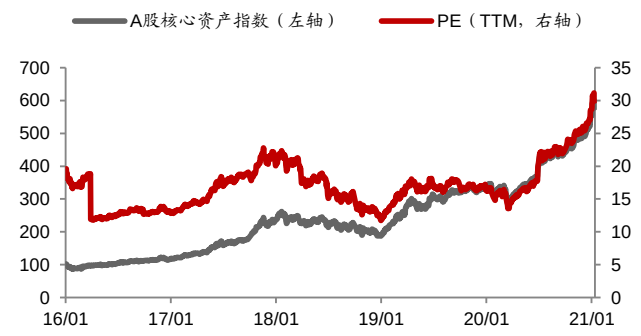


数据来源：Wind，东吴证券研究所

全球资产定价之锚——美债拐头向上，A 股核心资产估值承压。需要引起足够重视的是，1 月以来十年期美债收益率上行，已突破 1%关键点位至 1.15%。尽管美联储主席鲍威尔上周表示“短期内不会加息，目前还不到讨论退出超宽松货币政策的时候”，但作为全球资产定价之锚，美债的重要性无需赘言。我们集中讨论美债对 A 股核心资产的定价效应，2016 年以来 A 股核心资产溢价的重要推手是外资买入，掌握边际定价权的也是外资，基于美债成本定价的外资，较内资的天然优势是无风险利率更低，对估值容忍度更高。我们构建 A 股核心资产指数，数据也印证 A 股核心资产的定价根基是美债，而非中债。2016 年至今核心资产指数收益率与美债中期（3-7 年）利率高度负相关，特别是 2018 年以来相关性达-0.9。而且美债利率变动领先核心资产定价 3 个月，以相关性最强的三年期美债收益率为例，根据 17/09-17/12、18/10-18/12、19/12-20/03 三次拐点经验，美债收益率变动平均领先核心资产指数约 3 个月。估值贡献了过去两年核心资产上涨的最大部分，将核心资产涨跌幅拆解为：指数涨跌=盈利涨跌+股指涨跌+其他因素，2019、20 年估值贡献了核心资产涨幅的 57%、118%，高位估值对流动性更为敏感，若未来两个月美债收益率持续上行，将对目前高位估值的 A 股核心资产造成较大的压制。

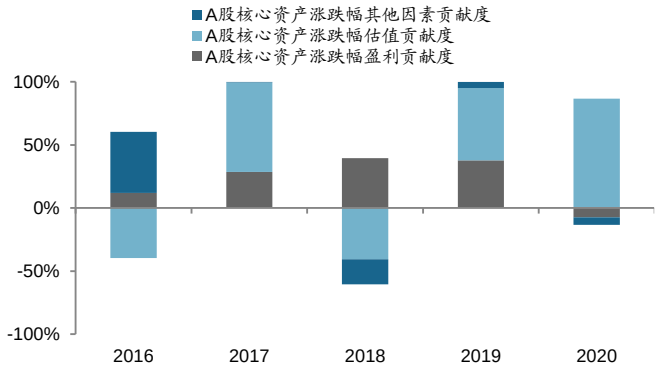
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：A 股核心资产指数及估值变动



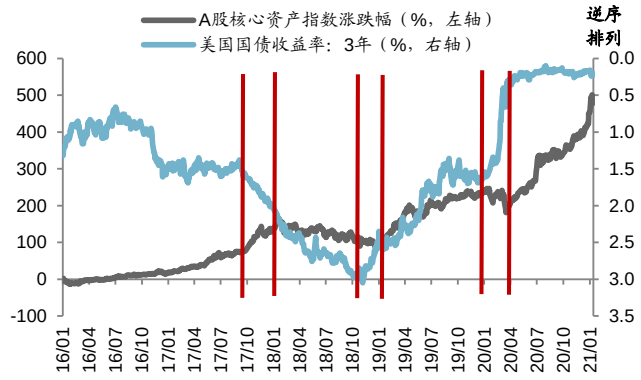
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：A 股核心资产指数涨跌幅贡献度拆分



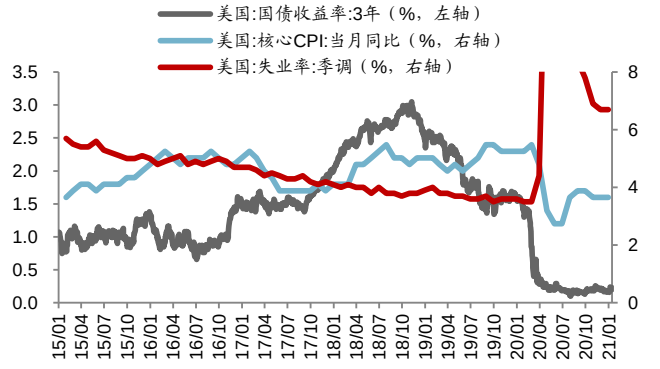
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：A 股核心资产指数涨跌幅与美债利率高度相关



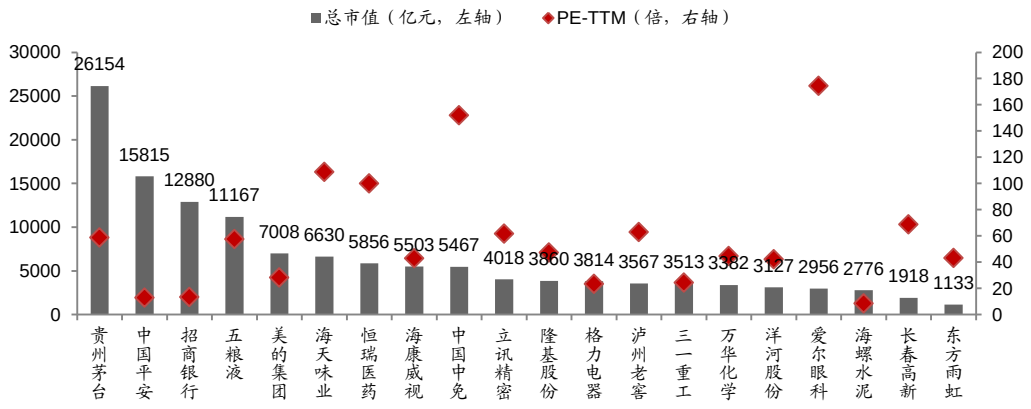
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：美债利率与通胀及失业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：A 股核心资产股票池（数据截至 2021/01/15）

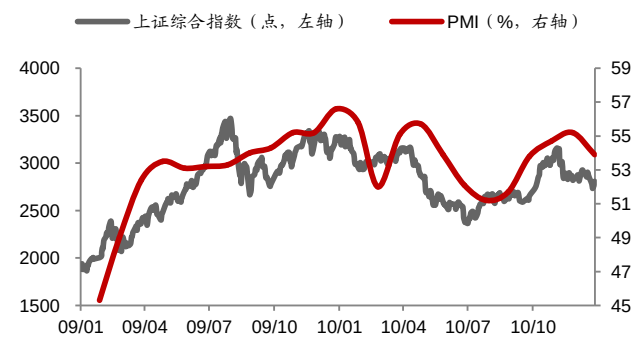


数据来源：Wind，东吴证券研究所

基本面的隐忧：PMI 景气向下、部分行业供需放缓、疫情是灰犀牛。因为是排雷，

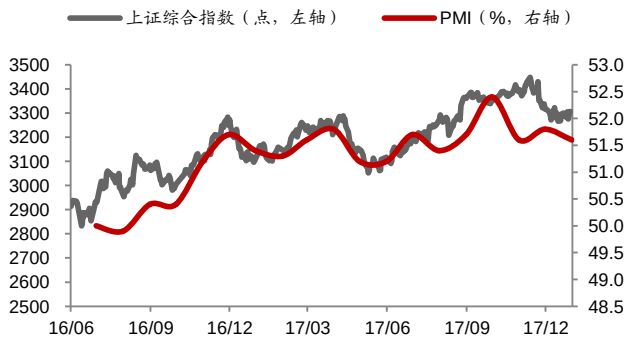
不妨给出一个大胆假设：12 月流动性的适度宽松不仅出于防风险和对抗疫情不确定性，还隐含一个悲观假设：经济没想象中那么好。检查发现部分景气数据出现短期回落，但基本面趋势仍需跟踪确认。首先 12 月制造业 PMI 51.9%，较上月回落 0.2pct，幅度略有回落但仍处高位。复盘经济复苏后半程年份，如 2010、2017 年，PMI 所代表的景气趋势与股市呈现高度拟合，若 1、2 月 PMI 继续回落，经济不如预期那么强，股市也将给出反映。此外 12 月 PMI 结构变化值得警惕：生产放缓、毛利压缩，生产指数 54.2%，比上月回落 0.5pct，回落幅度较大，原材料购进价格超过出厂价格涨幅，两者分别为 68.0%、58.9%，高于上月 5.4、2.4pct，长趋势看两者轧差与工业企业利润率密切相关。从生产端看，部分行业出现短期回落：唐山钢厂产能利用率本周下降 1.72pct 至 78.84%。从需求端看，12 月乘联会乘用车销量同比增速 7.32%，环比下降 4.39pct。从静态看基本面不存在明显不及预期的风险，但疫情成为未来一个季度最大的灰犀牛，1 月以来多省爆发本土新增新冠肺炎病例，多地在时隔半年后再次推出严格的出行隔离政策，疫情造成的不确定性是难以预估的，需求端，隔离使得消费需求可能再次萎靡，但生产端，春节留守生产工作地政策，使得今年春节生产反而明显强于往年，往后着重跟踪疫情对基本面的影响。

图 10：2010 年 PMI 与上证综指走势高度拟合



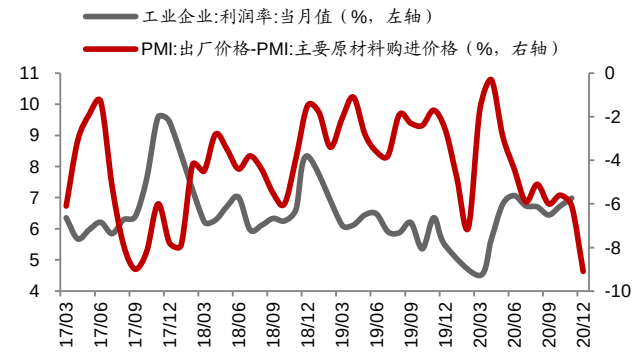
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：2017 年 PMI 与上证综指走势高度拟合



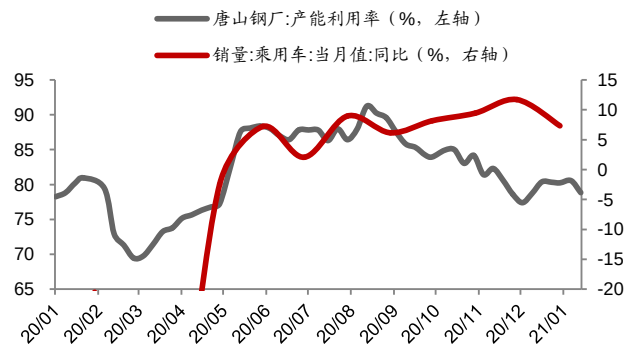
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：PMI:出厂价格-原材料购进价格与企业利润率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：唐山钢厂产能利用率及乘用车销量增速回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

A 股 Kill the winner 效应显著，流动性趋紧，热门板块估值承压。好公司也要有好价格，热门板块过去两年估值贡献了较大涨幅，我们上周已提示新能源、白酒、军工三大板块已呈现明显交易过热，目前流动性环境趋紧，美债收益率上行，均对热门板块造成估值压制，短期市场动能趋弱，热门板块性价比趋弱。从日历效应看，A 股 Kill the winner 效应显著，年度涨幅前三行业，次年相对收益平平。上周行业风火轮《历年行业前三甲，次年难迎开门红》发现，回顾 2010-2019 年涨幅前三行业在次年一季度表现，收益率平均为 2.6%，在 28 个申万一级行业排名的均值为 16 名，较上证综指相对收益平均为 0.3%。即便看全年，前三甲行业次年收益率均值 6%，行业排名平均 15 名，较上证相对收益均值 1.1%。2020 年休闲服务、电气设备、食品饮料涨幅位居前三，分别为 99.4%、94.7%、85%，2021 年初至今（01/15）三个板块涨幅排名分别为 15、6、14 名，较上证综指相对收益率分别为-1.8%、1.3%、-1.3%，整体表现并不突出。

应对潜在风险的投资策略：银行、保险、半导体、医疗器械&零售、建筑。我们认为市场短期遭遇逆风，中期乐观没有变化，企业盈利增长仍在强劲增长，详见年度策略报告《通胀喜与忧虑》。在此组合下，策略配置偏向估值较低，景气向上行业。包括①银行，前期受疫情冲击、金融让利、房地产融资等影响，股价表现持续低迷，目前 PB（LF）0.76 倍，处于 2010 年以来 9%分位水平，上周三家上市银行公布 2020 年业绩快报，全年均实现利润正增长超出市场预期，行业基本面出现好转迹象。②保险，2021 年通胀预期下，利率上行有望增厚利差收益，短期长端利率交易性下行接近尾声。③半导体，近期受益 iphone 12 销量超预期及 5G 换机潮，产业链订单饱满需求旺盛，部分产品已出现价格上涨，行业迎来量价齐升。④医疗器械，耗材集采政策落地影响逐渐消退，国内疫情出现扩散对耗材需求可能提升，中长期看，行业进口替代空间大；医药零售，疫情二次集中爆发，家庭药品储备需求提升。⑤建筑，各地推出就地过年政策，多地基建项目有望继续开工，传统春节过节停工效应趋缓；住建部开展绿色建造试点，装配式建筑有望成为未来趋势。

表 1：2010-2019 年行业前三甲次年一季度及全年表现

年份	全年涨幅前三行业	涨幅（%）	次年一季度收益率（%）	收益率排名（/28）	较上证相对收益（%）	次年全年收益率（%）	收益率排名（/28）	较上证相对收益（%）
2019	电子	73.8	-4.6	13	4.9	36.3	7	22.0
	食品饮料	72.9	-4.1	11	5.5	85.3	3	71.0
	家用电器	57.0	-15.8	25	-6.2	31.3	11	17.1
2018	休闲服务	-10.6	23.4	22	-0.5	27.9	9	5.6
	银行	-14.7	16.8	28	-7.1	22.9	16	0.6
	食品饮料	-22.0	43.6	3	19.6	72.9	2	50.6
2017	食品饮料	53.9	-7.1	23	-2.9	-22.0	3	2.6
	家用电器	43.0	-1.6	6	2.6	-31.4	16	-6.8
	钢铁	19.7	-5.7	18	-1.5	-29.6	10	-5.0

2016	食品饮料	7.4	9.5	2	5.7	53.9	1	47.3
	建筑材料	0.0	5.8	6	2.0	6.0	9	-0.5
	建筑装饰	-0.4	6.6	4	2.8	-6.3	17	-12.8
2015	计算机	100.3	-24.4	28	-8.4	-32.2	27	-19.0
	轻工制造	89.9	-20.9	23	-5.0	-15.5	18	-2.4
	纺织服装	89.2	-16.9	11	-1.0	-14.7	15	-1.6
2014	非银金融	121.2	7.7	27	-10.7	-15.7	28	-27.5
	建筑装饰	83.3	28.9	19	10.5	14.2	24	2.4
	钢铁	78.3	26.9	22	8.5	3.6	25	-8.2
2013	传媒	107.0	0.1	12	3.2	17.6	26	-36.7
	计算机	66.9	3.5	5	6.6	39.9	13	-14.3
	电子	42.8	0.8	9	3.8	18.4	24	-35.8
2012	房地产	31.7	-5.6	26	-5.8	-10.0	24	-4.7
	非银金融	28.1	-4.2	24	-4.4	-2.1	20	3.2
	建筑装饰	18.5	-4.2	23	-4.4	-11.3	25	-6.0
2011	银行	-4.8	3.3	14	0.4	14.5	5	11.3
	食品饮料	-10.4	4.8	8	1.9	-0.7	14	-3.9
	房地产	-22.0	11.3	3	8.4	31.7	1	28.6
2010	电子	39.4	-2.7	24	-8.8	-40.0	27	-19.7
	医药生物	29.7	-6.2	27	-12.3	-29.6	14	-9.3
	机械设备	28.1	8.0	10	1.9	-34.9	25	-14.6
均值			2.6	15.9	0.3	6.0	15.3	1.1

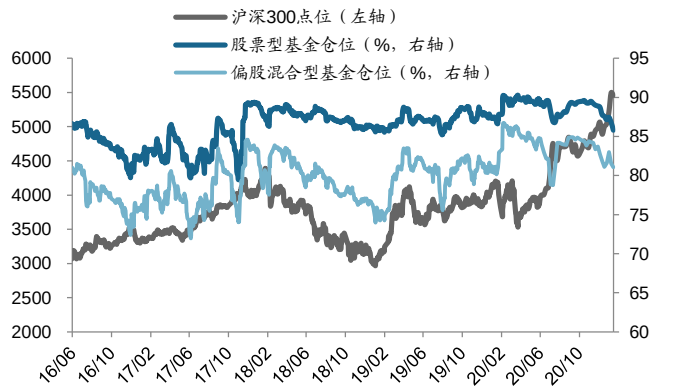
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 机构行为及市场情绪

最近一周公募仓位微降，风格上继续向消费为代表的价值板块倾斜。上周五（1/15）偏股混合型基金仓位 81.1%，前值 81.5%；股票型基金仓位 85.8%，前值 86.8%。最近一周公募基金进一步向消费为主的价值板块倾斜。此前一周公募基金抱团减弱，风格偏向价值，行业向消费扩散。

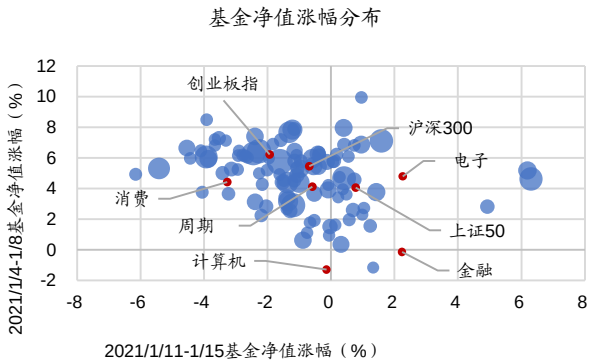
最近一周北上资金转净流入趋缓，外资买入前三为银行、电力设备和建材。最近一周（1/11-1/15，下同）陆股通合计净流入 180 亿元，前值 191 亿元。最近一周北上资金净买入额前三行业：银行、电力设备、建材；卖出前三行业：食品饮料、建筑、传媒。

图 14：股票型&偏股混合型公募基金仓位



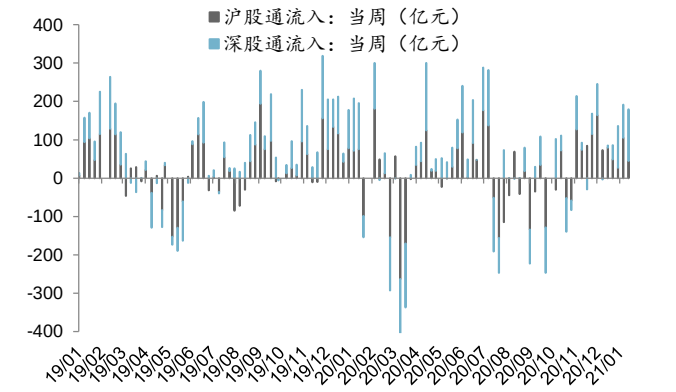
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：公募基金风格偏移



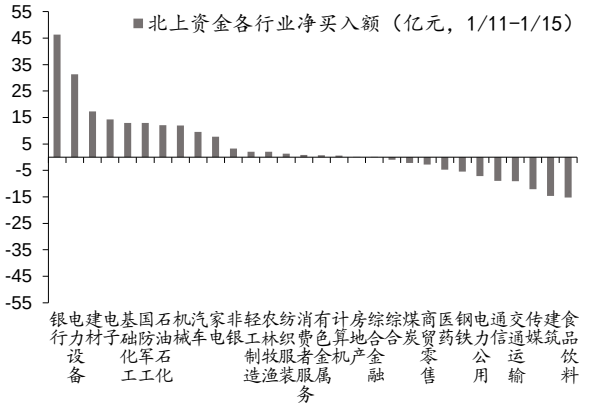
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：陆股通净流入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

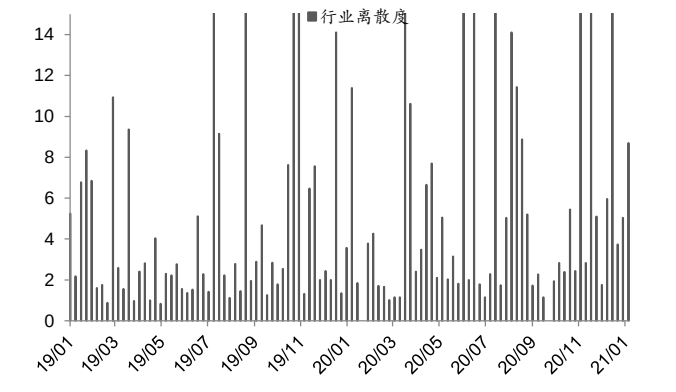
图 17：北上资金各行业净买入（1/11-1/15）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

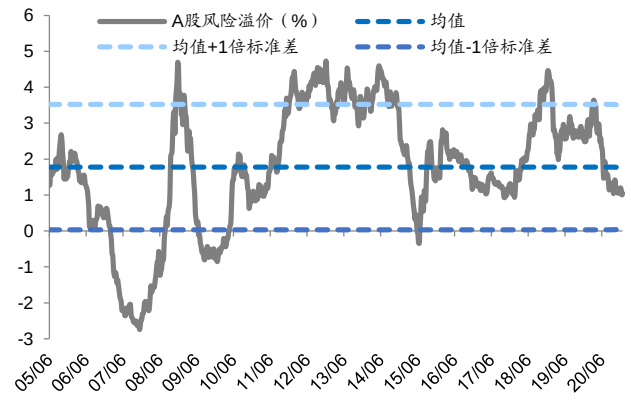
最近一周 A 股风险溢价上升，行业间分化上升。A 股风险溢价 1.04%，历史分位数 26%，前值 1.01% ，低于 05 年以来均值 1.77%。行业离散度为-8.70，历史分位数 85%，前值 5.04。

图 18：行业离散度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19：A 股风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

