策略周报 股票投资策略简报

春节前后或是分水岭

基本结论

- **近期股债双双走强，背后的核心支撑仍是宽松的宏观流动性。**自永煤事件以来，央行持续保持银行间市场流动性相对宽松，力度上有所超市场预期，质押回购利率呈现下行趋势，在此背景下债市加杠杆的行为也日益活跃，7 天回购质押率近期也有明显回落，利率和质押率的双双回落反映的是当期相对宽松的流动性环境。宽松的流动性环境给股票市场提供了一个比较好的做多窗口，在基本面没有变化的情况下市场仍围绕着有政策或事件催化的高景气板块进行演绎。

- **我们预计二季度开始，如果市场没有明显赚钱效应，基金发行将逐步回落，在渠道开门红效应下一季度基金发行或仍延续较高的发行规模。**2021 年以来公募基金发行仍相对火热，第一周股票型基金发行 786 亿，多只基金发行首日便募集满额。基金发行迎来开门红，市场对后续基金发行延续相对乐观的观点。但正如我们此前报告提到的，短期来看基金发行重要影响因素是市场的赚钱效应和房地产市场热度，在赚钱效应趋弱以及地产热度不减的情况下，我们预计后续新发公募基金规模大概率高位回落。在此背景下，公募资金与市场风格的正反馈效应或有所缓和。我们判断后续市场风格的拐点或以外资和保险机构为主导，而右侧交易属性的公募基金或是跟随者。从近期主题类 ETF 资金流数据来看，去年 12 月以来金融、光伏等 ETF 有明显资金流入，这或与银行保险等绝对收益投资者行为相关。

- **央行呵护市场流动性，短期股债同步走强或延续一段时间，行情分水岭或在春节前后。**当前市场核心矛盾仍在于政策收缩的力度和节奏，年底以来央行持续呵护市场流动性，银行间市场资金面维持宽松态势。历史上在年底和春节前，央行政策仍以维持流动性稳定为主，春节后和两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点。此外，1 月中旬披露金融数据也是市场重点关注的焦点，数据上将直接反映此前社融增速下行的持续性。

- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。此外，当前极致的估值分化趋势后续或迎来逆转。首先，各大行业业绩开始同步回升，那么今年以来行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。其次，在后续流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。无论是基本面还是流动性的角度，低估值价值股或重新占优

- **行业配置建议：1）低估值：保险、银行等。**一方面低估值安全边际高；另一方面受益于经济回升和利率曲线陡峭化；**2）景气向上：涨价主线、困境反转、耐用消费品等。**涨价主线：有色、化工等。受益于全球需求复苏的全球大宗商品；困境反转的行业：航空、机场、酒店等。疫情后业绩修复超预期是大概率事件。耐用消费品：家电、家具、消费建材等。受益于消费恢复和中美地产竣工高景气。**3）长期视角： 5G、AI 等成长初期的行业。**在十四五规划窗口，行业或存在戴维斯双击的机会。

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、宽松的宏观流动性仍是市场的核心支撑 3
二、一季度基金发行开门红，二季度或开始降温 3
三、春节前后或是分水岭 5
四、行业配置围绕“低估值、景气向上和长期视角” 6
重要事件前瞻 6

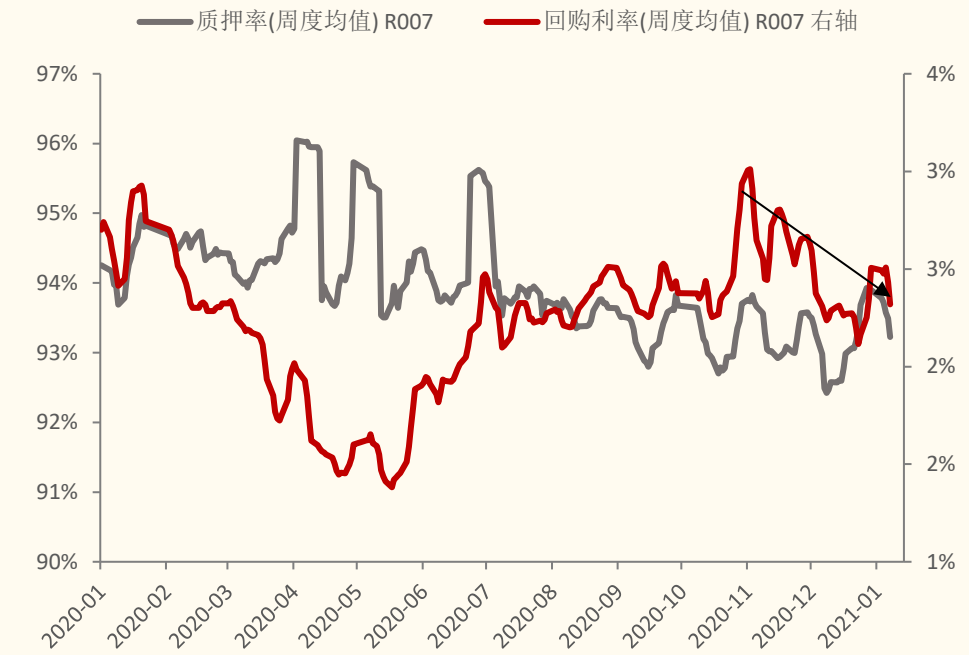
图表目录

图表 1：银行间 7 天质押式回购利率和杠杆水平 3
图表 2：2020 年以来公募基金发行规模 4
图表 3：二手房市场交易活跃 4
图表 4：主题类 ETF 基金的资金流（20 日移动平均，单位亿元） 5
图表 5：拜登新政重要方向 6
图表 6：重要事件前瞻 7

一、宽松的宏观流动性仍是市场的核心支撑

- **近期股债双双走强，背后的核心原因仍是央行持续呵护市场流动性。**自永煤事件以来，央行持续保持银行间市场流动性相对宽松，力度上有所超市场预期，质押回购利率呈现下行趋势，在此背景下债市加杠杆的行为也日益活跃，7 天回购质押率近期也有明显回落，利率和质押率的双双回落反映的是当期相对宽松的流动性环境。宽松的流动性环境给股票市场提供了一个比较好的做多窗口，在基本面没有变化的情况下市场仍围绕着有政策或事件催化的高景气板块进行演绎。

图表 1：银行间 7 天质押式回购利率和杠杆水平

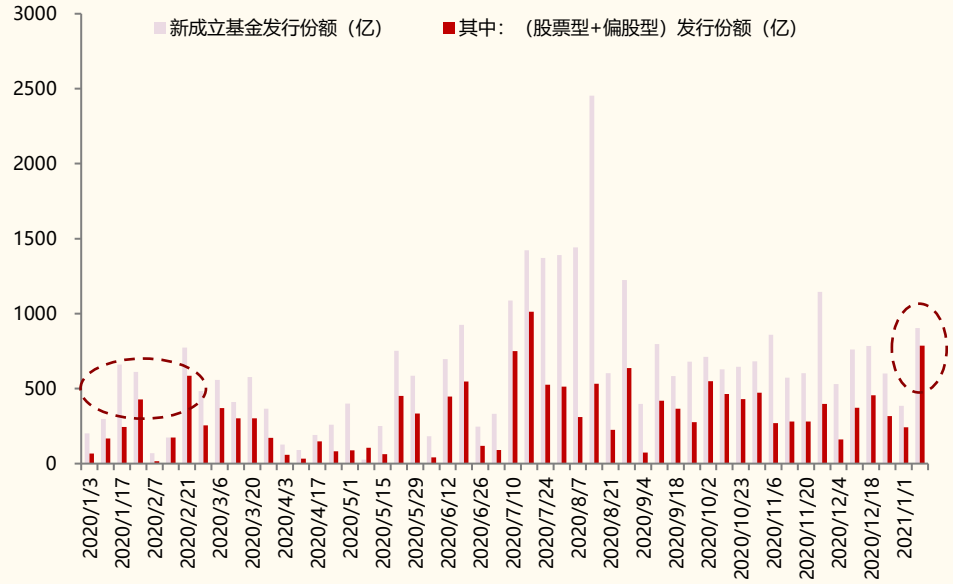


来源：Wind、国金证券研究所

二、一季度基金发行开门红，二季度或开始降温

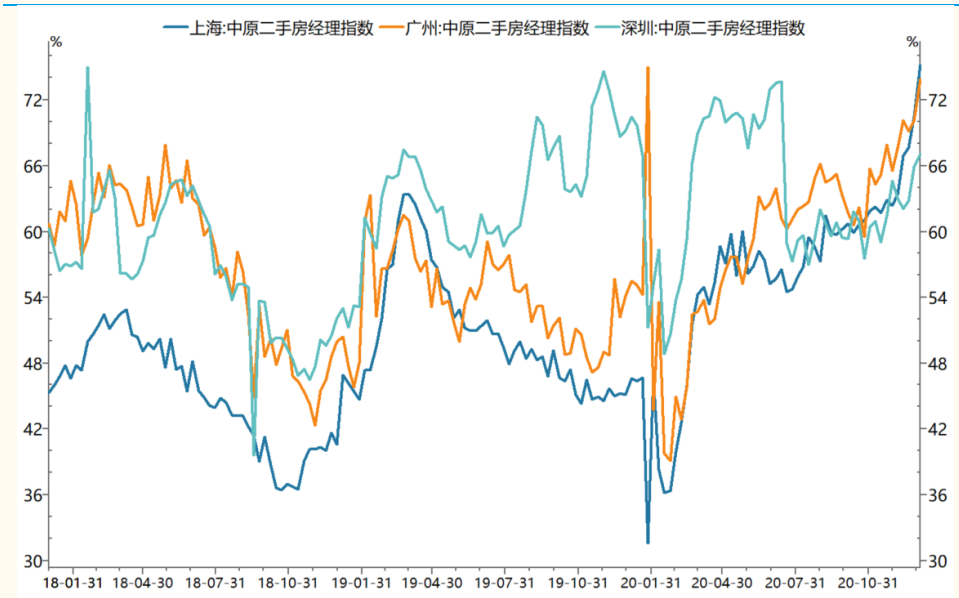
- 2021 年以来公募基金发行仍相对火热，第一周股票型基金发行 786 亿，多只基金发行首日便募集满额。基金发行迎来开门红，市场对后续基金发行延续相对乐观的观点。但正如我们此前报告提到的，短期来看基金发行重要影响因素是市场的赚钱效应和房地产市场热度，在赚钱效应趋弱以及地产热度不减的情况下，我们预计后续新发公募基金规模大概率高位回落。**从节奏上来看，预计二季度开始，如果市场没有明显赚钱效应，基金发行将逐步回落，在渠道开门红效应下一季度基金发行或仍延续较高的发行规模。**
- **我们判断后续市场风格的拐点或以外资和保险机构为主导，而右侧交易属性的公募基金或是跟随者。**从近期主题类 ETF 资金流数据来看，去年 12 月以来金融、光伏等 ETF 有明显资金流入，这或与银行保险等绝对收益投资者行为相关。

图表 2：2020 年以来公募基金发行规模



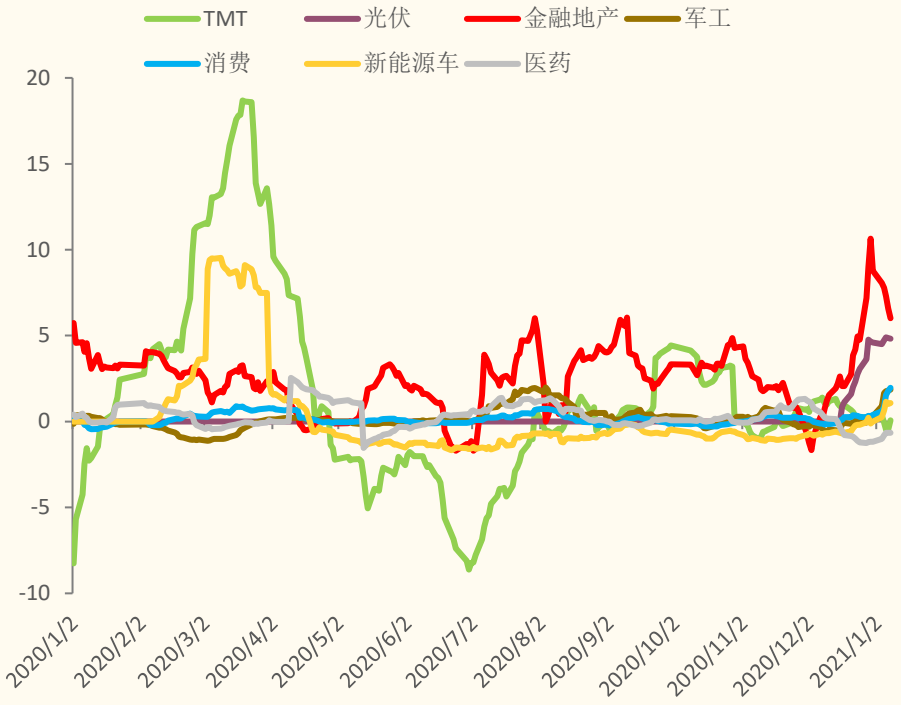
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：二手房市场交易活跃



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：主题类 ETF 基金的资金流（20 日移动平均，单位亿元）

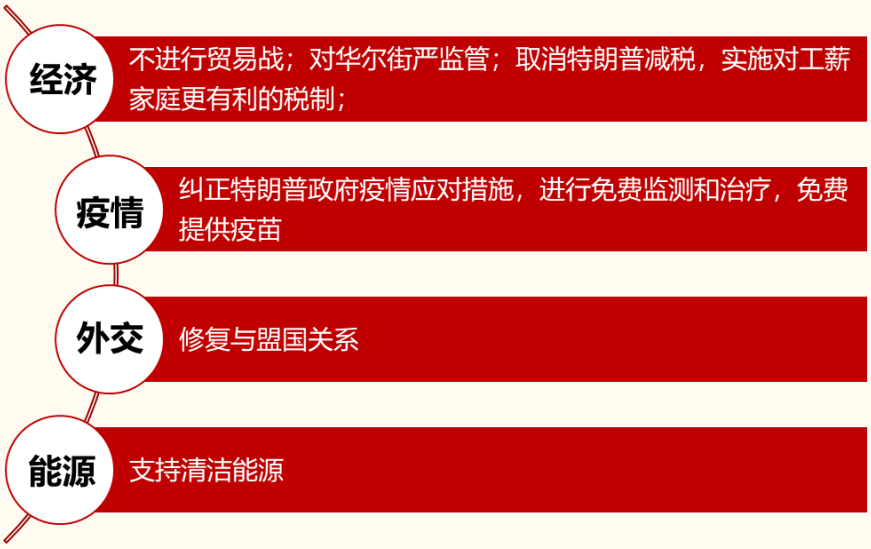


来源：Wind、国金证券研究所

三、春节前后或是分水岭

- **央行呵护市场流动性，短期股债同步走强或延续一段时间，行情分水岭或在春节前后。**当前市场核心矛盾仍在于政策收缩的力度和节奏，年底以来央行持续呵护市场流动性，银行间市场资金面维持宽松态势。历史上在年底和春节前，央行政策仍以维持流动性稳定为主，春节后和两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点。此外，1 月中旬披露金融数据也是市场重点关注的焦点，数据上将直接反映此前社融增速下行的持续性。
- 海外方面，在民主党获得国会立法完全控制后，市场预计这有利于拜登政府短期增加财政刺激，比如加大基础设施建设和增加抗疫相关支出。在此预期之下，美债利率明显上行，美股中金融和基建相关行业明显上涨。**但需要指出的是，如果后续美国疫情得到明显控制，市场对拜登新政偏乐观的预期或有所转向，拉长来看，拜登政府加税和严监管的政策取向或是后续美股市场不确定因素之一。**
- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。此外，当前极致的估值分化趋势或迎来逆转。首先，各大行业业绩开始同步回升，那么今年以来行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。其次，在后续流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。无论是基本面还是流动性的角度，低估值价值股或重新占优。

图表 5：拜登新政重要方向



来源：Wind、国金证券研究所

四、行业配置围绕“低估值、景气向上和长期视角”

- **低估值：保险、银行等**

  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。

- **景气向上：涨价主线、困境反转、耐用消费品等**

  1）涨价主线：有色、化工等。受益于全球需求复苏的全球大宗商品，特别是供给端结构优化的行业，如工业金属和部分化工品种。

  2）困境反转的行业：航空、机场、酒店等。疫情对行业冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

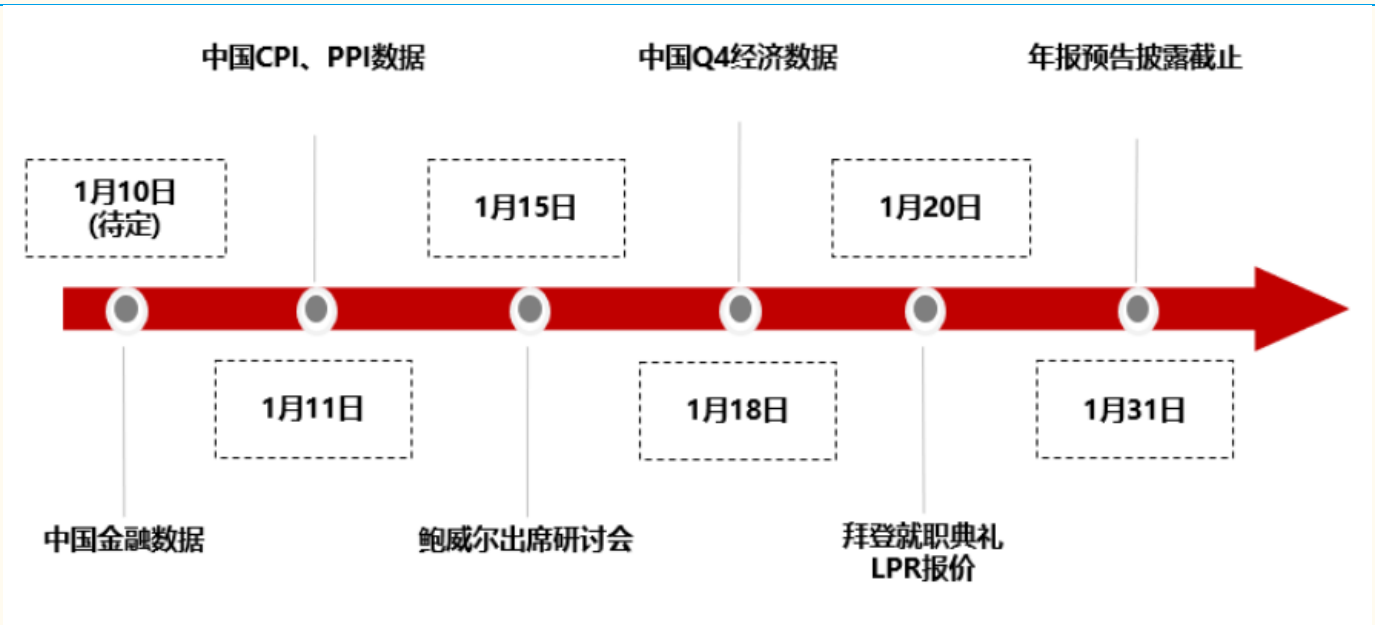
  3）耐用消费品：家电、家具、消费建材等。耐用消费品作为典型的早周期品种将率先受益于经济复苏，此外明年中国和美国地产竣工或维持高景气，地产竣工产业链行业或充分受益。

- **长期视角：5G、AI 等成长初期的行业**

  在十四五规划的窗口期，在政策催化和行业自身周期驱动下，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会。

重要事件前瞻

图表 6：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、拜登加税等政策超市场预期*

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402