太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-01-10

投资策略报告

增量资金有空间，春季躁动仍可为

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190511030002

证券分析师：金达莱

电话：010-88695265

E-MAIL： jindl@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190518060001

相关研究报告：

《春季躁动渐近，保持布局思维》——2021/01/03

《1月稳扎稳打，布局春季躁动》——2020/12/27

《春季躁动不缺席，顺周期仍可为》——2020/12/20

《估值切换可期，顺周期+双循环两手准备》——2020/12/6

《顺周期可持续、12月行情依旧》——2020/11/29

《均衡配置，聚焦顺周期轮动》——2020/11/22

《2021年年度策略：均衡配置，拾级而上》——2020/11/12

《外围风险缓和，情绪修复带动反弹》——2020/11/8

《静待曙光，11月不悲观》——2020/11/1

《以逸待劳，震荡下沿不悲观》——2020/10/25

《阶段性反弹，行稳方能致远》——2020/10/18

《节后反弹，阶段性修复》——2020/10/11

《“节前效应”短期扰动，中期布局时机将现》——2020/9/27

《需求端发力，复苏主线深化演绎》——2020/9/20

风险提示：货币收紧；中美关系超预期恶化

核心结论：增量资金有空间，春季躁动仍可为。民主党获参议院控制权，美国财政刺激有望加速落地，利于外围流动性保持宽松，弱美元和海外风险缓和背景下利于外资持续流入A股，为市场提供支撑。受益年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，预计近期央行流动性政策仍将保持相对宽松，12月偏股型公募基金发行放量，目前偏股型公募机构仓位处于2020年低水位，公募加仓仍有空间，后续春节躁动仍可为。目前国内经济仍在复苏中，结构上呈现制造业（出口）加速改善、服务型消费有待修复的特点，“内循环”顺周期仍有空间。

民主党获参议院控制权，美国财政刺激有望加速。美国白宫和国会将均由民主党获得控制权，不同于此前民主党将失去参议院控制权的市场预期。在此背景下，在拜登任职期间民主党的政治主张将得到加速推进和执行。结合美国国会程序来看，疫情补助、清洁能源等基建投资大概率能得到加速落地。由此，我国出口也将持续受益于美国疫情反复背景下潜在疫情补助的扩大，美国基建计划的落地将从需求端拉动全球工业品的价格。1月8日北上资金大幅流入A股达206.15亿元，或亦是受此事件的影响，美国的积极财政势必带来赤字率的提升（企业加税难以在疫情后时代落地），财政货币化致使美元走低，从而从中长期利于外资流入大宗商品和新兴股票市场等风险类资产。

结构市中机构行为影响加大，公募增量资金有望入场。本周新能源、军工、白酒等年前主线品种均在周五出现较大回调，主要原因在于市场严重分化的背景下，面对估值高企，短期过快上涨之后引发炒作资金出逃，呈现出大盘方向与市场热度相差甚远的态势，近期的市场表现进一步验证了2020年以来市场分化不断加深的格局。2020年全年A股赚钱效应较2019年明显弱化，而公募基金赚钱效应反而得到强化，侧面印证出在“结构市”中，机构偏好所产生的重要影响。短期来看，2020年11月以来偏股型基金发行持续攀升，12月发行规模已升至1516亿元，达到2020年以来发行的高位，参考约一个季度的建仓期，2021Q1将迎来新发基金的建仓窗口。加之目前存量的偏股型基金仓位保持在相对低位，短期来自公募的增量资金趋势明显向好。

市场情绪偏活跃，春季躁动热度峰值未至。政策和业绩真空期，市场情绪对短期市场影响较大。从换手率来看，各指数的换手率均有所提升，其中相对活跃的创业板换手率1月8日升至2.69%，而2020年春季躁动时创业板换手率可高达4%-5%；目前节后连续5个交易日成交额保持万亿，而2020年春季躁动时曾连续15个交易日保持近万亿成交额；融资余额已突破1.5万亿，截止1月8日融资占成交额比重升至10.12%，相较于2020年2月高点的11.47%仍存有一定差距；1月8日股票风险溢价ERP持续回落至2.86%，低于年初水平，显示股票相对债券投资的预期回报正在降低。总体来看，当下市场情绪偏暖，但相较于2020年年初时躁动市场的热度仍有一定差距。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，春季躁动两手抓。1）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；2）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；3）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、军工、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居、旅游酒店、影视影院。

目 录

核心结论：增量资金有空间，春季躁动仍可为 4
1、民主党获参议院控制权，美国财政刺激有望加速 4
2、结构市中机构行为影响加大，公募增量资金有望入场 6
3、市场情绪偏活跃，春季躁动热度峰值未至 7
4、增量资金有空间，春季躁动仍可为 8

图表目录

图表 1：参议院选举加时赛结束后，全球股票市场均有不同程度涨幅 5
图表 2：拜登在参选时的政治主张 5
图表 3：1 月 8 日北上资金大幅流入，主要流向电子、银行、化工、医药..... 6
图表 4：历史上 A 股的赚钱效应比较 7
图表 5：11 月以来偏股型公募基金发行持续攀升 7
图表 6：目前普通股票型公募基金的仓位仍保持低位..... 7
图表 7：A 股两融融资占成交额比重升至 10.12%..... 8
图表 8：A 股的股权风险溢价保持在低位 8
图表 9：除中证 500 外，各重要市场指数估值历史百分位均在 70%以上（截止 2021/1/8）8
图表 10：电新、军工行业历史估值百分位已达 75%（截止 2021/1/8） 9

核心结论：增量资金有空间，春季躁动仍可为

民主党获参议院控制权，美国财政刺激有望加速落地，利于外围流动性保持宽松，弱美元和海外风险缓和背景下利于外资持续流入 A 股，为市场提供支撑。受益年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，预计近期央行流动性政策仍将保持相对宽松，12 月偏股型公募基金发行放量，目前偏股型公募机构仓位处于 2020 年低水位，公募加仓仍有空间，后续春节躁动仍可为。目前国内经济仍在复苏中，结构上呈现制造业（出口）加速改善、服务型消费有待修复的特点，“内循环”顺周期仍有空间。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，春季躁动两手抓。1）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；2）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；3）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、军工、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居、旅游酒店、影视影院。

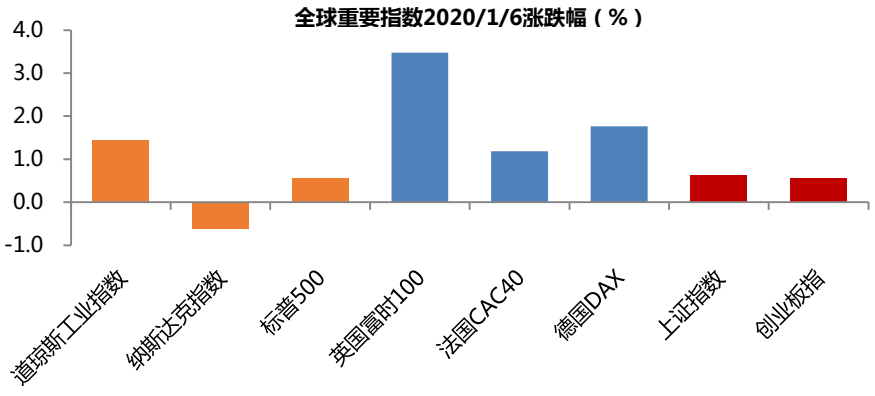
1、民主党获参议院控制权，美国财政刺激有望加速

据美联社 7 日报道，在美国国会参议院最后两个席位的改选中，民主党候选人战胜了共和党一方，拿下两个关键席位，至此形成民主党和共和党在参议院中都各获得了 50 个席位的“均衡态势”。而即将在 1 月 20 日上任的民主党籍副总统哈里斯将兼任参议院议长，握有决定性一票，由此参议院将在“50+1”的局面下由民主党获得控制权，形成美国白宫和国会均由民主党控制的政治格局，不同于此前民主党失去参议院控制权的市场预期。在美国国会两院政党统一的格局之下，在拜登任职期间民主党的政治主张将得到加速推进和执行。

拜登在竞选期间强调积极对抗疫情，主张加大基建、清洁能源等领域的投资，这些计划均需要积极财政的支持，同时强调金融监管、科技监管。但在程序上，虽然美国多数法案仅需国会简单多数（51 票）通过即可，但由于参议院允许议员提出“议事阻碍”将法案拖入无限期的讨论中，而终止讨论需要 60 票，因此某些争议性法案（如金融监管、科技监管等）往往需要 60 票的绝对多数才能通过，而目前民主党在参议院“50+1”的控制权并没有显著优势。但多数能通过调节预算方式来实现的执政计划（如疫情补助，清洁能源等基建投资），大概率能得到加速落地，2017 年共和党曾通过这一方式，以 51 比 48 的票数比通过了特朗普 1.5 万亿美元的减税和就业法案。由此，我国出口也将持续受益于美国疫情反复背景下潜在疫情补助的扩大，美国基建计划的落地将从需求端拉动全球工业品的价格。

受此事件影响，在 1 月 5 日佐治亚州参议院选举加时赛结束后，1 月 6 日全球股票市场均有不同程度涨幅（美股标普 500 涨幅强于纳斯达克），美元指数走弱，人民币升值，美国国债收益率走高。1 月 8 日北上资金大幅流入 A 股达 206.15 亿元，或主要受到民主党获得参议院控制权落地的影响，美国的积极财政势必带来赤字率的提升（拜登所主张的企业加税难以在疫情后时代落地），财政货币化致使美元走低，从而从中长期利于外资流入大宗商品和新兴股票市场等风险类资产。1 月 8 日当日外资主要买入电子、银行、化工、医药行业，分别流入 22.39 亿元、21.95 亿元、18.41 亿元、18.34 亿元。

图表 1：参议院选举加时赛结束后，全球股票市场均有不同程度涨幅



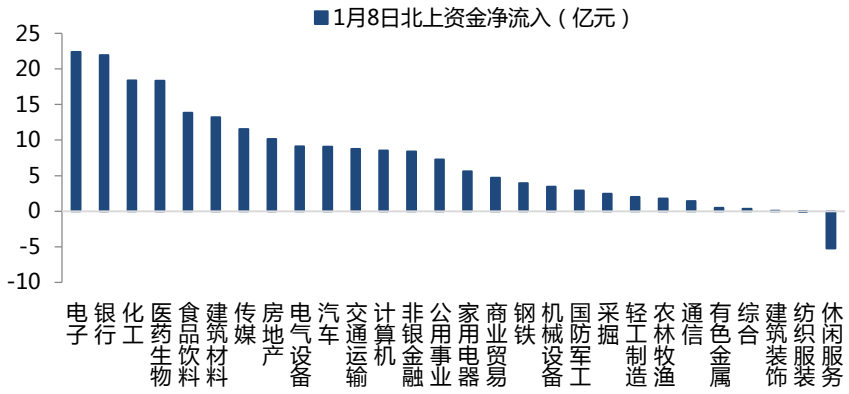
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 2：拜登在参选时的政治主张

	拜登（民主党）
移民	**友好**：主张撤销特朗普的移民政策，如结束边境的“国家紧急状态”、保障“追梦人”等。
经济就业	**失业救济**：反对减税，在就业上更强调提升最低工资、促进种族平等政府保障措施
金融监管	**支持强化**金融监管
税收	**主张增税**：提议提高个人所得税的最高边际税率，以加强对高收入人群的征税力度，扭转特朗普的 2017 年减税措施。
科技	**批评态度**：拜登曾指责脸书和其他科技巨头，并提议针对这些公司设定最低联邦税。拜登曾表示，解散像脸书一样的公司是“我们需要认真思考的问题“。
对外政策（贸易）	**联盟施压**：强调对外团结，希望重构盟友关系，结束阿富汗和中东战争；不支持使用关税武器，但也关注“不正当竞争”问题，倾向于通过团结盟友向中国等“贸易政策滥用者”施压
	对华政策：表示将不对中国的农业产品收税，但在中国钢铁倾销和知识产权侵权问题上也持强硬态度。
能源	**清洁能源**：支持发展清洁能源，计划重返《巴黎气候协定》
医保	**政府干预**：强调政府干预，希望推行并完善奥巴马的《平价医疗法案》。
防疫政策	**积极**：提出强制性“口罩令”，积极推进病毒检测，重回 WHO。
基建	**支持基建**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 3：1 月 8 日北上资金大幅流入，主要流向电子、银行、化工、医药



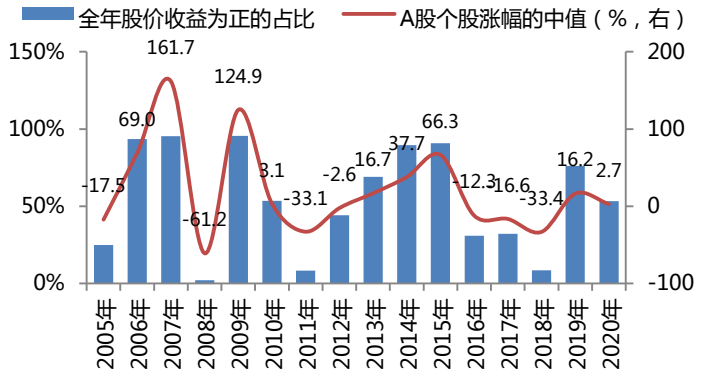
资料来源：Wind，太平洋证券整理

2、结构市中机构行为影响加大，公募增量资金有望入场

本周新能源、军工、白酒等年前主线品种均在周五出现较大回调，主要原因在于市场严重分化的背景下，面对估值高企，短期过快上涨之后引发炒作资金出逃，由此呈现出大盘指数方向与市场热度相差甚远的态势，近期的市场表现进一步验证了 2020 年以来市场分化不断加深的格局。纵观 2019 年全年，A 股有 76%的上市公司股价能获取收益，且股价涨幅中位数能有可观的 16%的涨幅，但 2020 年虽然存在新冠疫情对 Q1 窗口的冲击，但在上证综指全年上涨约 14%的背景下，仅有 53%的 A 股上市公司能获得股价正受益，且股价涨幅中位数仅有 2.67%，2020 年 A 股整体的赚钱效应较 2019 年实则明显收缩，形成“牛市不赚钱”的直观感受。但相比之下，普通偏股型公募基金在 2020 年的回报率中值高达 54%，较 2019 年的 47%有所提高，持有股票的公募基金赚钱效应反而得到强化，侧面印证出在“结构市”中，机构偏好所产生的重要影响，踏准行业轮动节奏也将成为在 2021 年获取明显投资收益的致胜点。

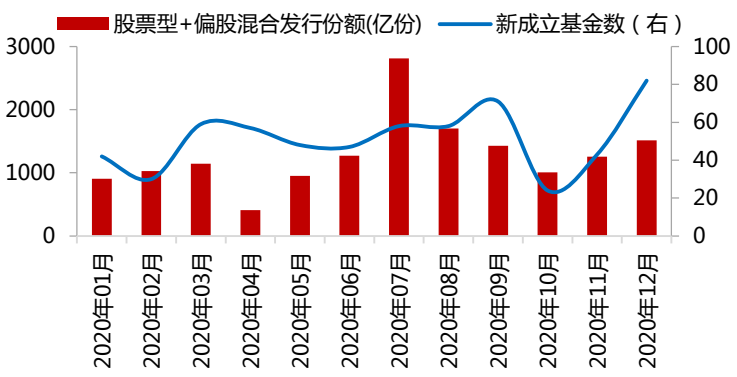
在 2020 年，居民明显呈现出借助公募机构实现间接入市的情形，截止 2020 年上半年，虽然股票型基金的个人投资者占比虽然仅有 56%，该占比较 2019 年底明显提升 15 个百分点，呈现出居民的证券投资正在向以购买公募基金的方式转化。预计 2021 年居民、养老金、银行理财子公司等对公募基金仍有增量配置 A 股的需求。短期来看，2020 年 11 月以来偏股型基金（股票型+偏股混合型）发行持续攀升，12 月发行规模已升至 1516 亿元，达到 2020 年以来发行的高位，参考约一个季度的公募基金建仓期来看，2021Q1 将迎来新发基金的减仓窗口。加之目前存量的偏股型基金持股仓位保持在相对低位，短期来自公募基金的增量资金趋势明显向好。

图表 4：历史上 A 股的赚钱效应比较



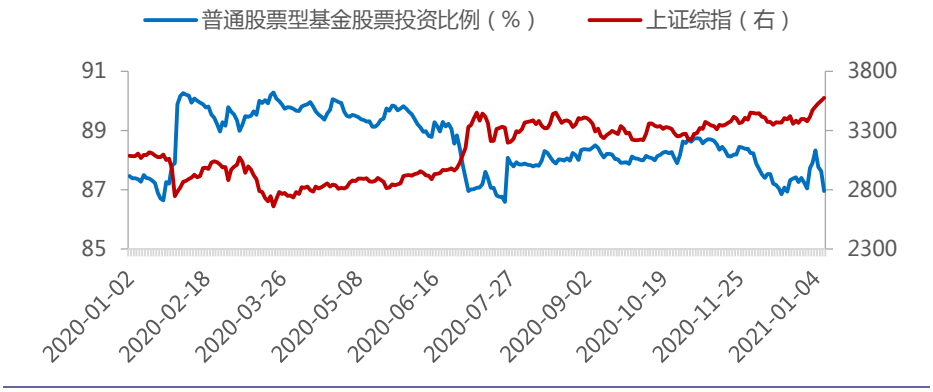
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：11 月以来偏股型公募基金发行持续攀升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：目前普通股票型公募基金的仓位仍保持低位

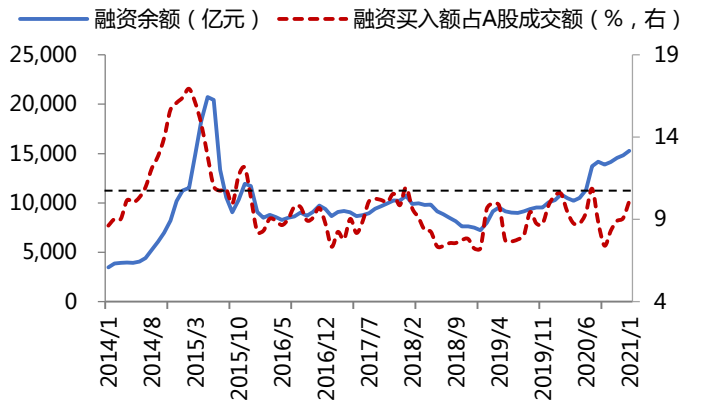


资料来源：Wind，太平洋证券整理

3、市场情绪偏活跃，春季躁动热度峰值未至

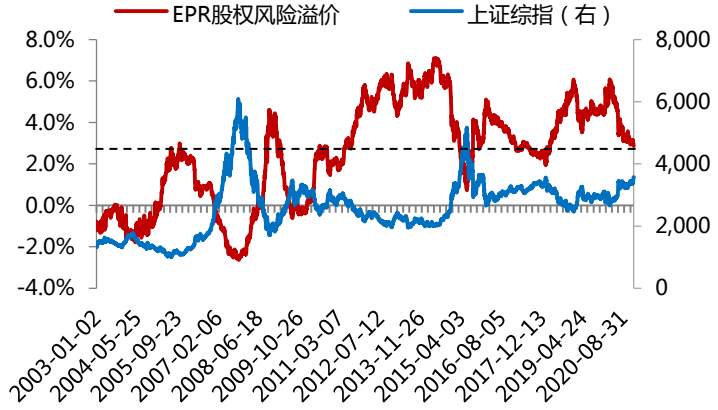
政策和业绩真空期，市场情绪对短期市场影响较大。从情绪指标来看，市场整体交投热情呈现明显回升。从换手率来看，各指数的换手率均有所提升，其中相对活跃的创业板换手率 1 月 8 日升至 2.69%，历史分位 65%，而 2020 年春季躁动时（集中于 2 月）创业板换手率可高达 4%-5%的高水平；目前节后连续 5 个交易日的成交额保持万亿规模，较 12 月的日均成交额 8142 亿元，也有明显提升，而 2020 年春季躁动时曾连续 15 个交易日保持近万亿的成交额；融资余额不断攀升，已突破 1.5 万亿，截止 1 月 8 日融资占成交额比重升至 10.12%，相较于 2020 年 2 月高点的 11.47%仍存有一定差距；1 月 8 日股票风险溢价 ERP 持续回落至 2.86%，低于年初水平，历史百分位仅有 52.7%，显示股票相对债券投资的预期回报正在降低。总体来看，当下市场情绪偏暖，但相较于 2020 年年初时躁动市场的热度仍有一定差距。

图表 7：A 股两融融资占成交额比重升至 10.12%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：A 股的股权风险溢价保持在低位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、增量资金有空间，春季躁动仍可为

民主党获参议院控制权，美国财政刺激有望加速落地，利于外围流动性保持宽松，弱美元和海外风险缓和背景下利于外资持续流入 A 股，为市场提供支撑。受益年初信贷发放前置和政府债提前发行等流动性缺口影响，预计近期央行流动性政策仍将保持相对宽松，12 月偏股型公募基金发行放量，目前偏股型公募机构仓位处于 2020 年低水位，公募加仓仍有空间，后续春节躁动仍可为。目前国内经济仍在复苏中，结构上呈现制造业（出口）加速改善、服务型消费有待修复的特点，“内循环”顺周期仍有空间。

配置建议：围绕经济复苏（补库存、可选消费）+“双循环”，春季躁动两手抓。1）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；2）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；3）“科技内循环”：光伏、新能源汽车、军工、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电家居、旅游酒店、影视影院。

图表 9：除中证 500 外，各重要市场指数估值历史百分位均在 70%以上（截止 2021/1/8）

	板块	PB	PB 历史分位	PE	PE 历史分位	2021 年至今涨跌幅（%）
重要指数	沪深 300	1.84	57.6%	16.87	76.7%	5.45
	上证 50	1.58	46.5%	14.67	71.5%	4.06
	中小板指	5.11	76.0%	37.54	77.9%	8.11
	创业板指	9.04	95.8%	69.84	90.0%	6.22
	中证 500	2.11	20.1%	29.06	32.8%	2.99
	创业板 50	10.43	95.6%	80.27	87.4%	6.86

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：电新、军工行业历史估值百分位已达 75%（截止 2021/1/8）

风格	板块	PB	PB 历史分位	PE	PE 历史分位	2021 年至今涨跌幅（%）
周期	采掘	1.12	5.3%	16.76	31.9%	1.23
	化工	2.72	54.8%	32.74	55.9%	5.63
	钢铁	1.03	20.3%	15.15	33.5%	4.09
	有色金属	3.04	46.5%	54.13	76.8%	10.66
	建筑材料	2.24	39.6%	15.13	13.0%	4.09
	建筑装饰	0.84	0.0%	8.91	0.2%	-1.13
	电气设备	4.70	72.5%	52.26	78.6%	9.10
	机械设备	2.75	42.1%	31.13	46.9%	2.97
	公用事业	1.38	2.2%	18.32	7.7%	-1.52
	交通运输	1.52	22.7%	24.99	61.1%	0.25
消费	汽车	2.45	49.1%	33.13	77.4%	3.90
	家用电器	4.37	97.2%	29.74	68.8%	4.75
	纺织服装	1.77	15.4%	35.74	60.4%	-3.89
	轻工制造	1.99	30.8%	26.38	26.4%	1.91
	商业贸易	1.42	3.2%	27.11	37.1%	-1.16
	农林牧渔	3.93	62.2%	17.68	1.0%	9.51
	食品饮料	11.53	99.9%	57.33	94.0%	6.64
	休闲服务	7.74	96.1%	166.11	99.9%	0.71
	医药生物	4.87	74.6%	46.56	72.4%	2.88
金融	房地产	1.11	0.0%	8.38	0.3%	-2.13
	银行	0.72	3.4%	7.31	39.4%	0.97
	非银金融	2.00	28.7%	18.74	32.8%	0.05
成长	国防军工	3.99	79.6%	80.76	75.9%	6.90
	电子	4.49	81.9%	52.37	55.1%	4.79
	计算机	4.17	49.8%	69.77	83.9%	-1.30
	传媒	2.51	8.7%	36.38	16.2%	-0.41
	通信	2.30	32.0%	37.07	37.0%	-1.26

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性:我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
北京地区销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
上海区域销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海区域销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海地区销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
上海地区销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
上海地区销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
深圳地区销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座
电话： (8610)88321761
传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。