策略研究

如何理解当前市场极致分化的行情

周度策略 2021 年 1 月 11 日

报告摘要：

- **大小盘分化的原因是什么**

大小盘分化可以从三个角度去理解：1、市场主导资金变为外资和国内机构资金，A 股定价出现趋势性变化，个股开始按照景气度和确定性被明确分层；2、总量经济增速越低越有利于龙头股，传统产业的产业结构、竞争格局不断优化，龙头企业的预期回报率得以提升；新兴产业龙头企业享有更多的政策倾斜、资金优势、研发积累。3、随着注册制和退市机制的健全，壳资源价值带来的价格托底会消失，打开业绩较差小市值公司下跌的空间，加速 A 股估值体系重塑，好公司估值会长期高位。

- **抱团行情会在什么情况下瓦解**

梳理各版块主要推动力可以发现：消费，尤其是必选消费，DCF 估值法受益于低资金成本带来的贴现率下行；成长，尤其是部分拥挤赛道，PEG 估值法受益于业绩高增速和持续的资金追捧；周期，尤其是受益海外补库存，涨价驱动力主要来自需求旺盛但海外供给暂时难以扩张。

因此消费板块的风险主要看利率，尤其是海外利率水平；成长板块的风险主要看景气度扩张的拐点；周期板块的风险主要看疫情结束海外供给能否快速扩张，平抑掉通胀。对三个板块共同起作用的风险，主要看国内公募基金发行何时放缓，或者赎回增加。

- **近期的系统性风险有上升的迹象**

近期系统风险层面主要有三件事，一是美国民主党在佐治亚州参议院选举获胜，可能控制参众两院，使得政策预期发生变化；二是美联储会议给出重要货币政策指引，一旦取得“实质性”进展就可以开始缩减购债规模；三是美国疫苗接种呈现加速迹象。

宏观环境的修复已经越发朝着共振复苏和再通胀的路径发展，这将引发增长预期和通胀预期继续上行，进而打开海外的利率上行空间。

- **配置建议**

宏观环境不利于估值继续在高位维持，尤其是主要交易确定性，盈利很难有弹性的必选消费板块。对抗高估值和潜在通胀预期，方向主要有三个：1、高增长消化高估值；2、周期品拥抱通胀；3、景气度见底，低估值高安全垫板块。结合我们前期提出的一月份月度策略配置思路，建议把握两条线，四种组合：

第一条线是春季行情下，去年的热点板块在增量资金加仓背景下，仍会得到趋势性延续，优选高增长板块：锂电、光伏、军工；

第二条线是向非热点但估值相对便宜，且景气度会边际提升的板块调仓：1、中期受益复苏预期和通胀预期的金融、化工、有色；2、后续业绩修复更有弹性的可选消费和服务业：餐饮、酒店、旅游、汽车、家电；3、景气度见底、前期估值受压的通信、计算机、游戏。

- **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

目录

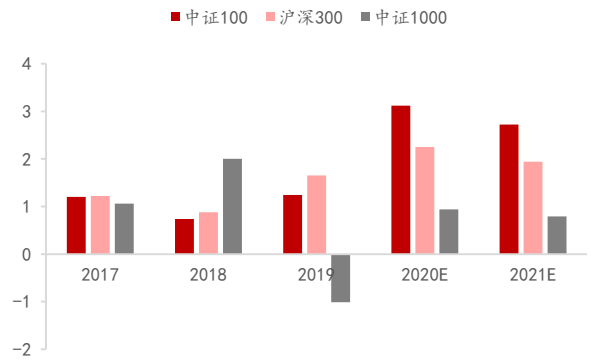
1 大小盘分化的原因是什么.....3
2 抱团行情会在什么情况下瓦解.....4
3 近期的系统性风险有上升的迹象.....5
4 配置建议.....6
插图目录.....7

1 大小盘分化的原因是什么

大小盘的极致分化可以从三个角度去理解：

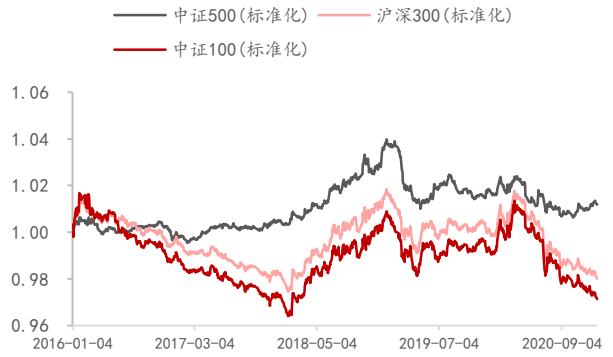
从市场主导资金来说，我们在年度策略中提到，外资的持续流入以及国内机构资金占比提升，使得 A 股的定价出现了趋势性的变化，个股按照景气度和确定性被明确分层，在今年的疫情冲击下，经营的稳健性更被明显放大，小市值公司在这一趋势中是非常不利的。以 PEG 作为业绩确定性和资金偏好的一个辅助参考指标，20 年中证 100 的预测 PEG 要远远大于中证 1000，甚至大于沪深 300，和指数股债收益比一起体现出强者恒强的趋势。

图 1：大小盘 PEG 分化在 19 年后越发明显



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 2：大小盘的估值分化在 2017 年后也明显加速



资料来源：WIND，民生证券研究院

从产业链角度来说，总量经济增速越低对龙头股就会越有利，一是对于传统产业而言，过去中国经济的特点是持续过剩和低效的固定资产投资摊薄了资本回报率，近几年以及展望接下来的趋势，产业结构、竞争格局不断优化，使得龙头企业的预期回报率得以提升；二是对于新兴产业而言，龙头企业享有更多的政策倾斜、资金优势、研发积累，也自然竞争力更强。

从市场交易的角度来说，随着注册制和退市机制的健全，A 股的小市值中业绩难见拐点的垃圾股，大概率会向港股的仙股水准靠拢，壳资源价值带来的价格托底会消失，这就打开了业绩较差的公司股价下跌的空间，A 股的估值体系从而加速重塑，好公司的估值会长期高位。当前市场对小市值公司的讨论又加速了持有小市值公司投资者向大票的切换，基本面一般的小市值公司流动性不断下滑。

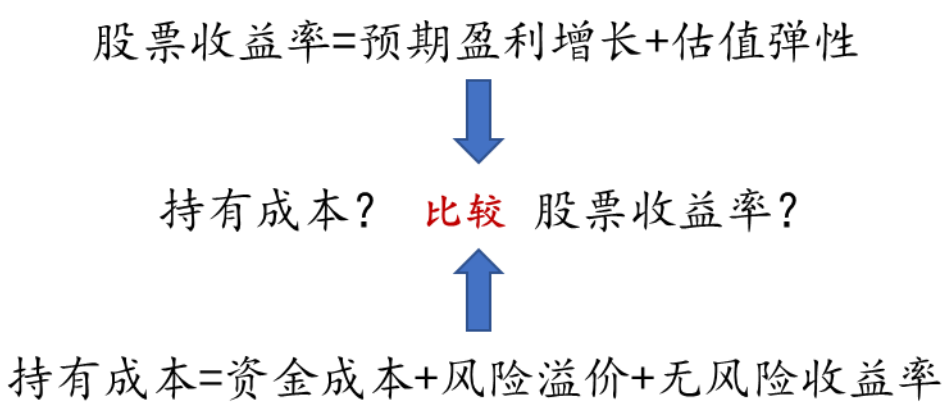
小市值公司流动性下滑的另一个原因是上市公司数量不断扩张，但能够被机构研究覆盖的个股数目却有限，现在在总计 4148 家上市公司里，有机构评级的仅有 2229 家，也即将近 2000 家上市公司难以被市场所关注。

但大小盘分化并不代表我们不再需要关注小市值公司，近几年来即使是传统产业里也涌现了诸如东方雨虹、坚朗五金、恒立液压等十倍股。这就要求在选股方面，基于景气度和确定性两个角度，收缩注意力，在产业集中度提升的传统行业和有增量空间的新兴产业中做深度研究，总量的小市值因子已经失效。

2 抱团行情会在什么情况下瓦解

我们在年度策略，策略体系介绍部分中提到，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)。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。

图 3：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：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，投资者的风险偏好越低，风险溢价也就越低，比如今年疫情发生后，先是受赢影响较小、业绩能见度和确定性较高的调味品涨幅最大，估值由 PE 切向 DCF，业绩展望期也一再拉长。

随着疫情见顶而流动性继续宽裕，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，从而得到投资者追捧，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。

随着经济复苏的预期走强，科技股继续上涨的空间如果没有进一步催化，暂时会难以打开，资金的风险偏好又进一步抬升，同时无风险收益率也明显上行，资金的整体持有成本上移，开始要求更高的预期回报率。此时业绩能见度小一点但弹性明显的周期股由于短期收益率较高，可以满足资金的要求，开始被买入。

梳理各板块的主要推动力可以发现：

消费：尤其是必选消费，DCF 法估值受益于低资金成本带来的贴现率下行

成长：尤其是部分拥挤赛道，PEG 法估值受益于业绩高增速和持续的资金追捧

周期：尤其是受益海外补库存，涨价驱动力主要来自需求旺盛但海外供给暂时难以扩张

因此，消费板块的风险主要看利率，尤其是海外利率水平；成长板块的风险主要看景气度扩张的拐点；周期板块的风险主要看疫情结束海外供给能否快速扩张，平抑掉通胀。对三个板块共同起作用的风险，主要看国内公募基金发行何时放缓，或者赎回增加。

3 近期的系统性风险有上升的迹象

近期系统性风险层面有几件事值得注意：

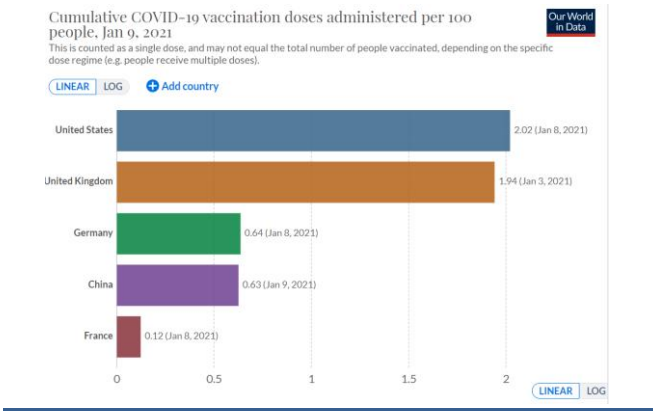
一是美国民主党在佐治亚州参议院选举获胜，这不仅是民主党过去二十年未曾赢过的一个州，而且能帮助民主党成为参议院的多数党。我们在十二月的月度策略中就提示接下来美国参议院选举以及对后续政策的影响是非常重要的宏观线索，尤其是对潜在财政刺激，和中期海外货币政策正常化都会带来重要影响。

海外市场，标普 500 领涨的主要是银行、保险、工业等顺周期板块，美元跌、美债利率上升，商品涨，金银跌。反映市场主要在交易短期扩大财政支出的预期，一季度在拜登领导下有可能会出台新一轮刺激计划。佐治亚州胜选后，高盛也立即将美国今年的经济增长预测从 5.9%上调至 6.4%。但中期的几个风险点，比如上调企业所得税，加强对科技巨头的监管，收紧金融政策等，还没有被记入资产定价中，成为市场潜在的利空因素。

二是 7 号的一月份美联储会议中给出了重要的货币政策指引：最终可能会像 2013 年和 2014 年那样逐步退出量化宽松政策；一旦取得“实质性进展”美联储就可以开始逐步缩减购债规模。

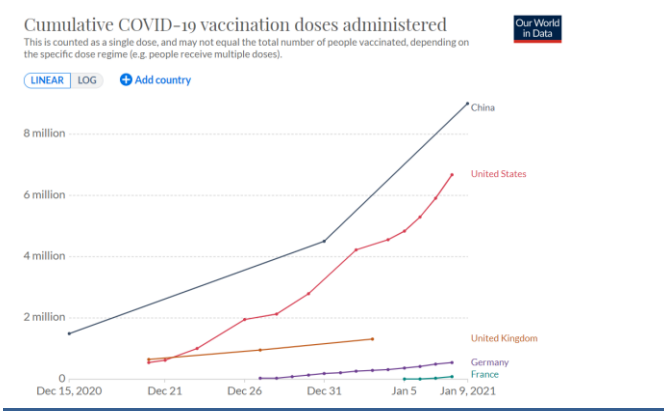
三是美国的疫苗接种呈现加速迹象，仅一周时间累计接种疫苗人数从 456 万人上升到 669 万人。目前对疫苗的几个主要担忧均没有出现明显的负面事件，一是 WHO 表示新变异病毒截止目前为止，对正在开发的诊断工具、治疗方法和疫苗没有影响；二是疫苗效果的持续性，WHO 认为现有数据表明，大多数康复者都有免疫反应，，而据多国研究机构结果，一般免疫力可能维持 6-12 个月，甚至数年；三是疫苗产能方面，海外辉瑞宣布 21 年将生产 10 亿份以上，Moderna 则估计将生产 5-10 亿份，阿斯利康的腺病毒疫苗更是将有 30 亿份。

图 4：主要国家每百人接种疫苗数



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 5：主要国家疫苗接种人数



资料来源：WIND，民生证券研究院

宏观环境的修复已经越发朝着共振复苏和再通胀的路径发展，我们在年度策略里着重提到，今年的系统性风险重点关注海外经济增长和通胀是否会明显反弹，原因在于今年在控杠杆而难以明显去杠杆的背景下，只有货币政策转向防通胀才会明显引发流动性收紧预期，进而打击各类风险资产。

4 配置建议

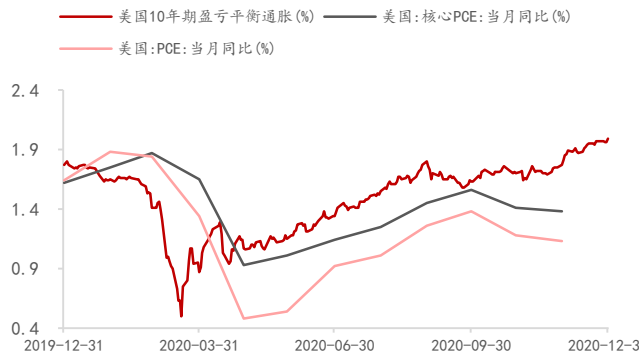
总体来看，系统性风险层面，宏观环境的修复的路径显示全球经济共振复苏和再通胀的可能性很大，这将引发增长预期和通胀预期继续上行，进而打开海外的利率上行空间，实际上已经看到美国盈亏平衡通胀超过 2%，十年期美债利率突破 1%。

图 6：美债利率水平上行空间打开



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：美国盈亏平衡通胀水平突破 2%



资料来源：WIND，民生证券研究院

从我们在第二节总结的各板块抱团行情结束面临的主要风险来看：

消费板块的风险主要看利率，尤其是海外利率水平；成长板块的风险主要看景气度扩张的拐点；周期板块的风险主要看疫情结束海外供给能否快速扩张，平抑掉通胀。对三个板块共同起作用的风险，主要看国内公募基金发行何时放缓，或者赎回增加。

宏观环境整体上不利于估值继续在高位维持，尤其是主要交易确定性，盈利很难有弹性的必选消费板块。对抗高估值和潜在通胀预期，方向主要有三个：1、高增长消化高估值；2、周期品拥抱通胀；3、景气度见底，低估值高安全垫板块。结合我们前期提出的一月份月度策略配置思路，建议把握两条线，四种组合：

第一条线是春季行情下，去年的热点板块在增量资金加仓背景下，仍会得到趋势性延续，优选高增长板块：锂电、光伏、军工；

第二条线是向非热点但估值相对便宜，且景气度会边际提升的板块调仓：1、中期受益复苏预期和通胀预期的金融、化工、有色；2、后续业绩修复更有弹性的可选消费和服务业：餐饮、酒店、旅游、汽车、家电；3、景气度见底、前期估值受压的通信、计算机、游戏。

5 风险提示

海外经济恶化，疫苗进展不利

插图目录

图 1：大小盘 PEG 分化在 19 年后越发明显.....3
图 2：大小盘的估值分化在 2017 年后也明显加速.....3
图 3：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.....4
图 4：主要国家每百人接种疫苗数.....5
图 5：主要国家疫苗接种人数.....5
图 6：美债利率水平上行空间打开.....6
图 7：美国盈亏平衡通胀水平突破 2%.....6

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。