策略周评 20210110

一份清醒一份醉

2021 年 01 月 10 日

——策略周聚焦

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

核心结论：

■ ①跨年行情向极致化演绎，二八分化，筹码向新能源、白酒、军工集中，热门板块交易热度与前三轮极端行情有过之而无不及（19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药）。②从成交占比&换手率看：新能源已接近历史极值，白酒、军工处于高位。从杠杆&涨停个股看：新能源、白酒、军工均已超历史极值。③一份清醒一份醉，增量资金进场延续，1 月新发基金已披露募集目标 2480 亿元，有望冲击 20 年 7 月高点 3000 亿。但历史经验显示，前三轮极端行情买入热门板块，半年内无绝对、相对收益。④更建议着眼中期 PPI 陡峭负转正，关注顺周期通胀主题及可选消费。

正文摘要

■ **极致二八行情：新能源、白酒、军工领涨。**①前期周报《跨年行情：通胀主题+可选消费-20201129》提出 A 股迎收官行情，着重关注通胀主题（有色、化工、机械）、可选消费（白酒、家电、汽车）。②2020/12/11 至 2021/1/8 上证综指累计上涨 5.8%，并创下 3588 点新高。期间白酒、军工、新能源领涨，涨幅分别达 26%、26%、19%。③目前行情正在向极致化演绎，二八分化明显，1 月 4 日至 1 月 7 日，逐日上涨个股占比由 72%降至 20%，筹码不断向白酒、军工、新能源等热门板块集中。

■ **新能源、白酒、军工交易热度已超历史极值。**①近两年热门板块的极端行情更具对比价值：市场均处上行过程、公募大发行、资金头部集中、景气赛道与优质公司不断挖掘，如 19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药。②从成交占比&换手率看：新能源已接近历史极值，白酒、军工处于高位。③从杠杆、涨停个股看：新能源、白酒、军工已超历史极值。

■ **过热阶段买入热门板块，半年内无绝对、相对收益。**①中证白酒前期阶段性高点后，持有一至两个季度累计收益率分别为-3.6%、-8.8%，较沪深 300 的相对收益分别为-4.6%、-12.7%，持有三个季度后累计收益率转正并大幅战胜市场。②半导体板块阶段性高点后，持有一至四个季度的累计收益率分别为-23.1%、-8.2%、-7.7%、-3.7%，相对收益率分别为-15.8%、-23.4%、-26.5%、-36.7%。③医药板块阶段性高点后，持有一至两个季度的累计收益率分别为-13.1%、-4.1%，相对收益率分别为-15.3%、-19.2%。

■ **一份清醒一份醉。**①很难判断泡沫终结时点，短期看流动性未明显收紧情况下，增量资金入场仍将持续，且进一步向头部机构集中，由此推动新能源、白酒、军工三大过热板块继续创下新高。②1 月新发基金披露募集目标 2480 亿元，有望冲击 20 年 7 月高点 3000 亿，新发基金经理配置集中在新能源、白酒。展望一季度，公募基金发行仍将保持高位，20 年下半年以来公募申请维持高位，年初行情刺激下存量基金可能集中发行。③但目前极致的分化行情、热门板块的高位估值，以及新能源、白酒、军工交易热度处于极端位置，有必要保持清醒，流动性略微收紧或短期经济增长不及预期，亦或入场资金受阻，都会造成类似 19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药的行情，统计显示此后半年，热门板块很难获得绝对以及相对收益。④配置角度，更建议着眼中期 PPI 陡峭负转正，关注顺周期通胀主题及可选消费，详见年度策略《通胀喜与忧》，PPI 上行周期，通胀主题（有色、化工、机械）、可选消费（白酒、汽车、家电）、金融（银行、保险）均有不错表现。

■ **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。

相关研究

1、《东吴策略·行业风火轮——基金发行开门红》2021-01-08
2、《东吴策略·市场温度计——公募抱团加强，风格偏向价值》2021-01-05
3、《东吴证券月度策略及金股组合：2021 年通胀将超预期：东吴证券月度策略及金股组合：2021 年通胀将超预期》2021-01-02
4、《东吴策略：通胀喜与忧——2021 年 A 股市场策略》2020-12-30
5、《东吴策略·公募抱团趋弱，风格偏向价值——市场温度计》2020-12-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 一份清醒一份醉 4
2. 机构行为及市场情绪 9
3. 风险提示 11

图表目录

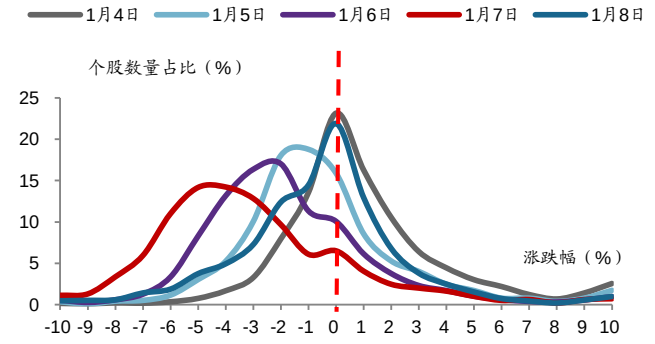
图 1：市场向极端分化行情演变 4
图 2：2020/12/11 至今白酒、军工、新能源表现突出 4
图 3：历史热门板块期间涨跌幅 5
图 4：当前热门板块成交额在全 A 占比 5
图 5：历史热门板块当期成交额在全 A 占比 5
图 6：当前热门板块换手率 6
图 7：历史热门板块当期换手率 6
图 8：当前热门板块融资余额及买入额占比 6
图 9：历史热门板块当期融资余额及买入额占比 6
图 10：当前热门板块日均涨停个股数量占比 7
图 11：历史热门板块当期日均涨停个股数量占比 7
图 12：白酒阶段性高点（20190830）后收益表现 7
图 13：半导体阶段性高点（20200225）后收益表现 7
图 14：医药阶段性高点（20200806）后收益表现 8
图 15：20 年下半年公募申请数量高但发行规模未兑现 9
图 16：1 月新发基金规模有望冲击 20 年 7 月高点 9
图 17：新发基金基金经理重仓消费、电子、电气设备 9
图 18：新发基金基金经理超配电气设备、消费 9
图 19：股票型&偏股混合型公募基金仓位 10
图 20：公募基金风格偏移 10
图 21：陆股通净流入 10
图 22：北上资金各行业净买入（1/4-1/8） 10
图 23：行业离散度 10
图 24：A 股风险溢价 10

2021 年第一周 A 股延续跨年行情，在降低收益预期一致呼声下，新能源、军工、白酒三大板块纷纷创下新高。热板板块行情能否维持？是否还有参与价值？我们必须承认，我们正处于泡沫化过程，且几无能力预测泡沫何时破灭。本周我们选取历史热门板块：19 年 8 月的白酒、20 年 2 月的半导体、20 年 7 月的医药，从交易视角对当下行情热度进行判断。

1. 一份清醒一份醉

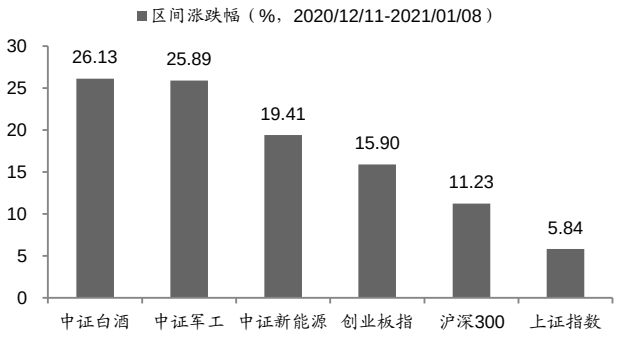
极致二八行情：新能源、白酒、军工领涨。我们前期周报《跨年行情：通胀主题+可选消费-20201129》提出 A 股迎收官行情，着重关注通胀主题（有色、化工、机械）、可选消费（白酒、家电、汽车），市场从 2020/12/11 开启一轮可观上行，截至 2021/1/8 上证综指累计上涨 5.8%，并创下 3588 点新高。期间白酒、军工、新能源领涨，涨幅分别达 26%、26%、19%。目前行情正在向极致化演绎，二八分化明显，1 月 4 日至 1 月 7 日，逐日上涨个股占比由 72%降至 20%，筹码不断向白酒、军工、新能源等热门板块集中。

图 1：市场向极端分化行情演变



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2020/12/11 至今白酒、军工、新能源表现突出

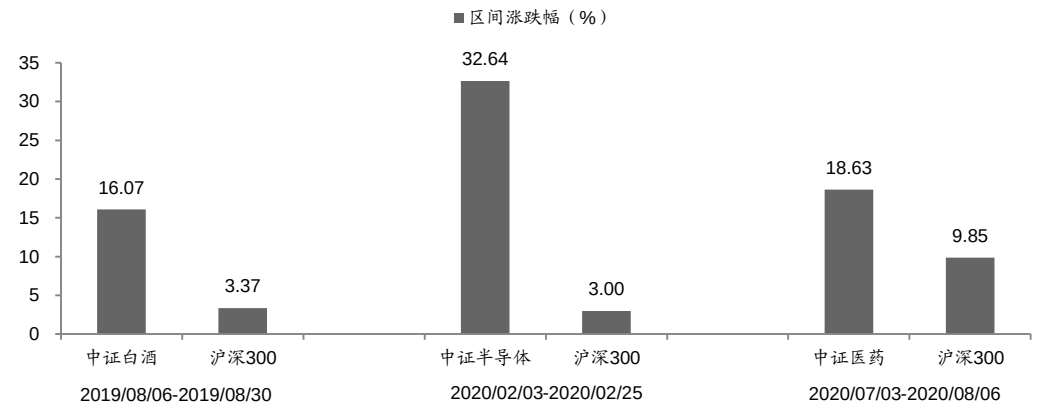


数据来源：Wind，东吴证券研究所

近年热门板块的极端行情：19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药。我们认为过去两年热门板块的极端行情更具对比价值：市场均处上行过程、公募大发行、资金头部集中、景气赛道与优质公司不断挖掘。从数据看，19/8 白酒期间最大涨幅 16.1%，同期沪深 300 涨幅 3.4%；20/2 半导体期间最大涨幅 32.6%，同期沪深 300 涨幅 3.0%；20/7 医药期间最大涨幅 18.6%，同期沪深 300 涨幅 9.9%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

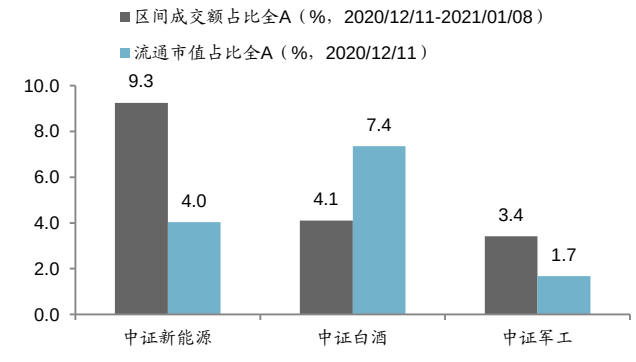
图 3：历史热门板块期间涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

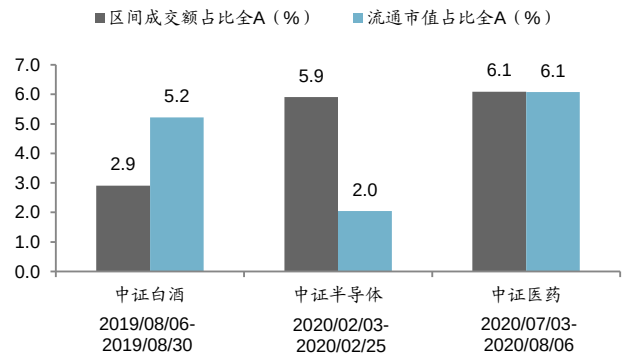
从成交占比&换手率看：新能源已接近历史极值，白酒、军工处于高位。近期市场上涨阶段中（2020/12/11-2021/01/08），新能源、白酒、军工板块成交额占全部 A 股合计达 16.8%，其中新能源、白酒、军工成交额占比分别为 9.3%、4.1%、3.4%，是各自流通市值占比的 2.3 倍、0.55 倍、2 倍，对比历史热门板块（19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药），当期成交占比分别是流通市值占比的 0.56 倍、2.95 倍、1 倍。换手率方面，近期新能源、白酒、军工分别为 66.9%、60.8%、38.6%，是同期万得全 A 换手率的 2.76 倍、2.51 倍、1.6 倍；历史热门板块换手率分别是当期万得全 A 换手率的 1.21 倍、3.14 倍、1.31 倍。

图 4：当前热门板块成交额在全 A 占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

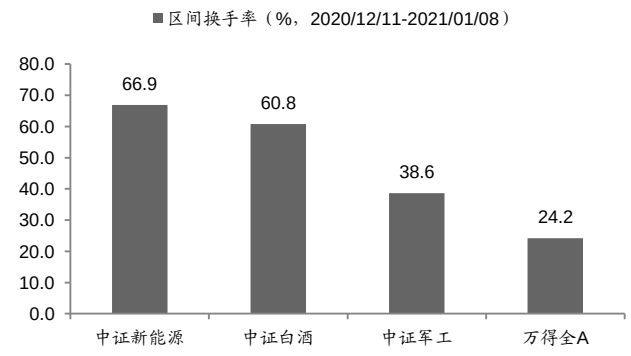
图 5：历史热门板块当期成交额在全 A 占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

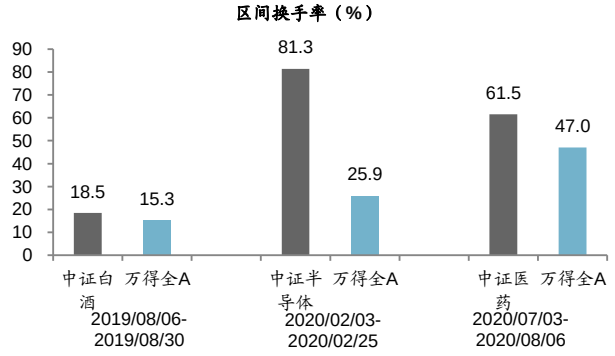
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：当前热门板块换手率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

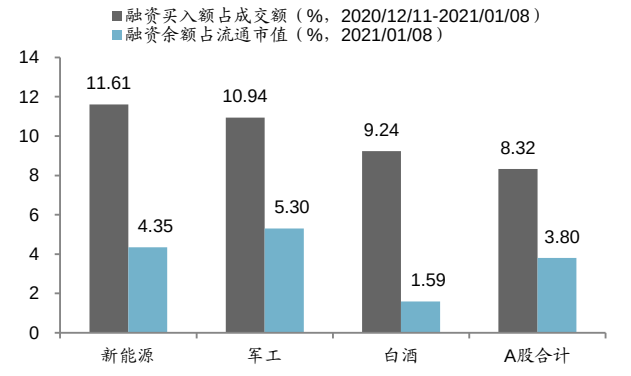
图 7：历史热门板块当期换手率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

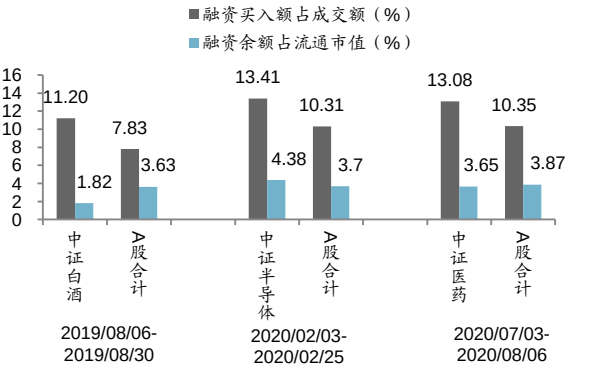
从杠杆、涨停个股看：新能源、白酒、军工已超历史极值。杠杆资金在泡沫化过程中扮演重要角色，近期市场上涨阶段（2020/12/11-2021/01/08），新能源、白酒、军工板块融资买入额占成交额比重分别为 11.61%、9.24%、10.94%，已超过同期全 A 同口径数据 8.32%，类似的情况在历史热门板块（19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药）也有体现。从融资余额占流通市值看，近期新能源、军工板块占比分别为 4.35%、5.3%，已超过同期全 A 同口径数据 3.8%，类似的情况在历史热门板块（20/2 半导体）也有体现。最后从日均涨停个股数量占比看，新能源、白酒、军工当期涨停个股占比分别为 3.3%、5.6%、2.3%，均超过全 A 同口径数据 1.6%，类似的情况在历史热门板块（20/2 半导体）也有体现。

图 8：当前热门板块融资余额及买入额占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

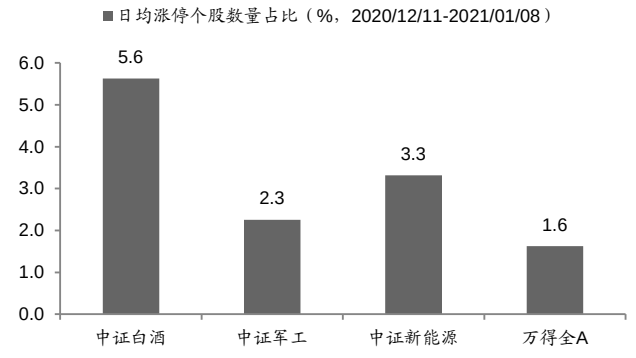
图 9：历史热门板块当期融资余额及买入额占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

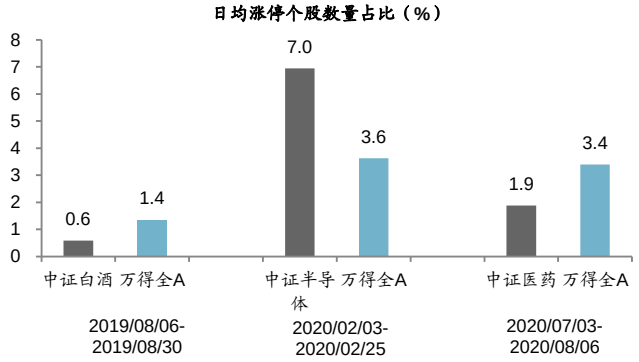
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 10：当前热门板块日均涨停个股数量占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

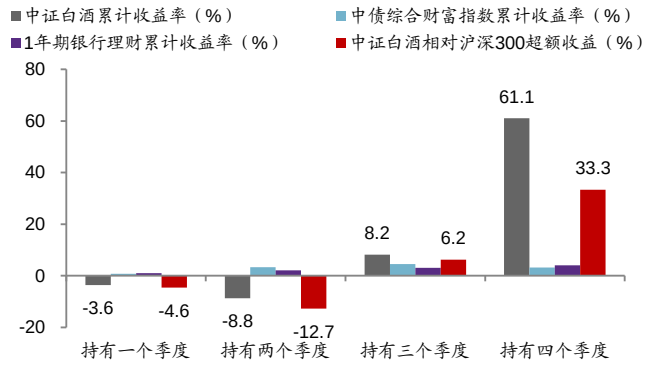
图 11：历史热门板块当期日均涨停个股数量占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

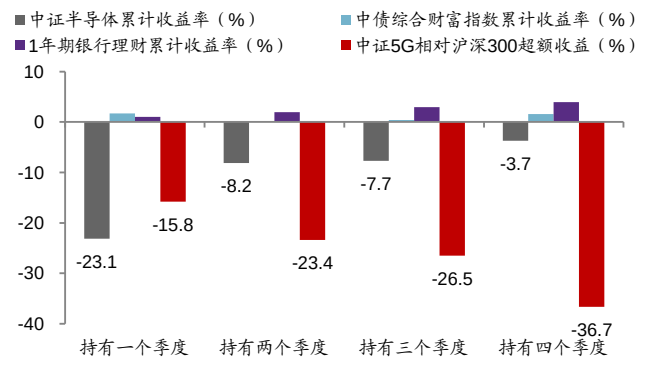
过热阶段买入热门板块，半年内无绝对、相对收益。交易视角下，成交占比、换手率、杠杆资金、涨停个股等多个指标显示，目前新能源、白酒、军工三大热门板块均处于极端过热状态，与 19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药热度有过之而无不及。那么类似阶段进场，半年内收益如何？统计中证白酒前期阶段性高点（20190830）后收益率表现，持有一至两个季度累计收益率分别为-3.6%、-8.8%，相对沪深 300 的超额收益率分别为-4.6%、-12.7%，但在持有三个季度后累计收益率转正并大幅战胜市场。相比之下，半导体及医药板块在高点后表现较差，半导体板块持有一至四个季度的累计收益率分别为-23.1%、-8.2%、-7.7%、-3.7%，相对收益率分别为-15.8%、-23.4%、-26.5%、-36.7%；医药板块持有一至两个季度的累计收益率分别为-13.1%、-4.1%，相对收益率分别为-15.3%、-19.2%。历史经验表明，个别板块短期热度较高时入场参与行情的性价比不高。

图 12：白酒阶段性高点（20190830）后收益表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

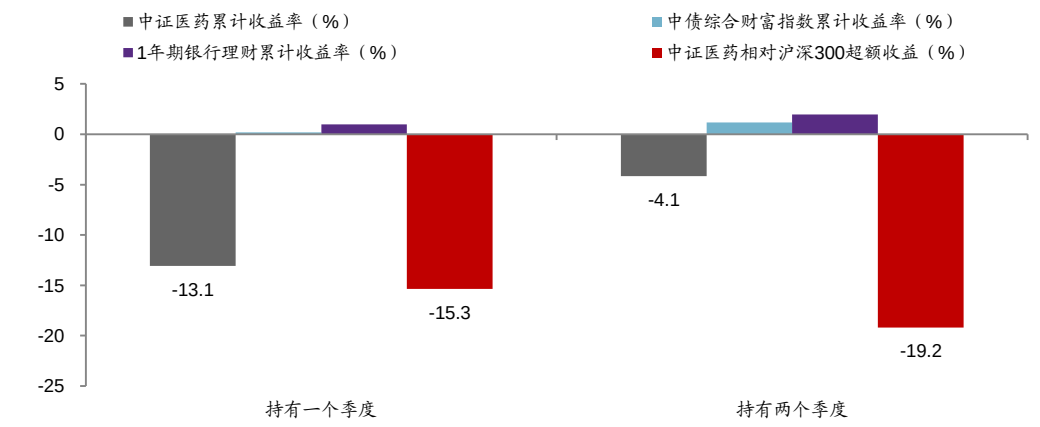
图 13：半导体阶段性高点（20200225）后收益表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 14：医药阶段性高点（20200806）后收益表现

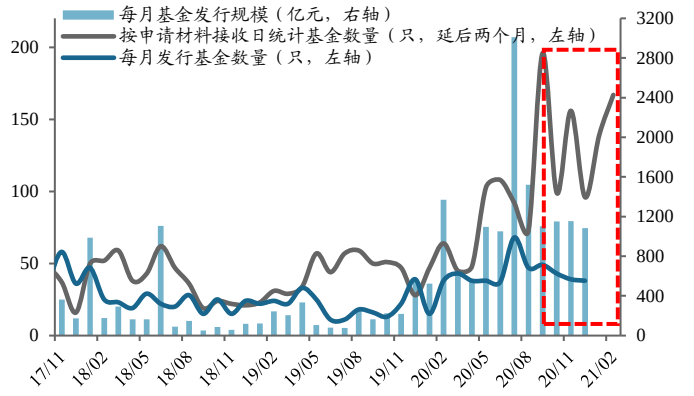


数据来源：Wind，东吴证券研究所

一份清醒一份醉。我们很难判断泡沫终结的时点，短期看，宏观流动性未出现明显收紧情况下，增量资金入场仍将持续，且进一步向头部机构集中，由此推动新能源、白酒、军工三大过热板块继续创下新高。公募基金迎来开门红，1 月新发基金已披露的募集目标合计 2480 亿元，全月有望冲击 20 年 7 月高点 3000 亿元。而 1 月新发基金经理配置也集中在新能源、白酒热门板块，统计 1 月新发基金的基金经理 20Q3 重仓行业占比，前五分别食品饮料(21%)、电子(15%)、电气设备(13%)、医药(10%)、家电(5%)，且其配置相比公募整体超配电气设备(5.2pct)、食品饮料(4.0pct)、家用电器(1.5pct)。甚至展望一季度，公募基金发行仍将保持高位，我们发现基金申请材料的接收数量是基金发行规模的先行指标，20 年下半年以来公募申请维持高位，但实际发行数量和发行规模并未兑现，反而持续下行。在年初行情刺激下，一季度前期积攒的存量基金可能集中发行。但目前极致的分化行情、热门板块的高位估值，以及我们前文分析的交易热度，新能源、军工、白酒三大板块均处于极端位置，有必要保持清醒，流动性略微收紧或短期经济增长不及预期，亦或入场资金受阻，都会造成类似 19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药的行情，统计显示在此后半年，热门板块很难获得绝对以及相对收益。从配置角度，我们更建议着眼中期 PPI 陡峭负转正，关注顺周期通胀主题及可选消费，详见年度策略《通胀喜与忧》，PPI 上行周期，通胀主题（有色、化工、机械）、可选消费（白酒、汽车、家电）、金融（银行、保险）均有不错表现。

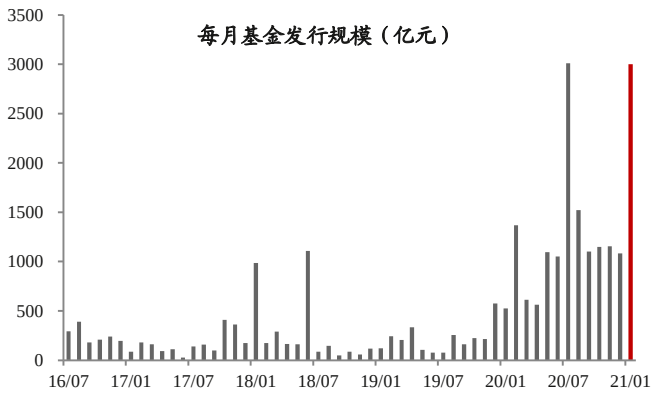
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 15：20 年下半年公募申请数量高但发行规模未兑现



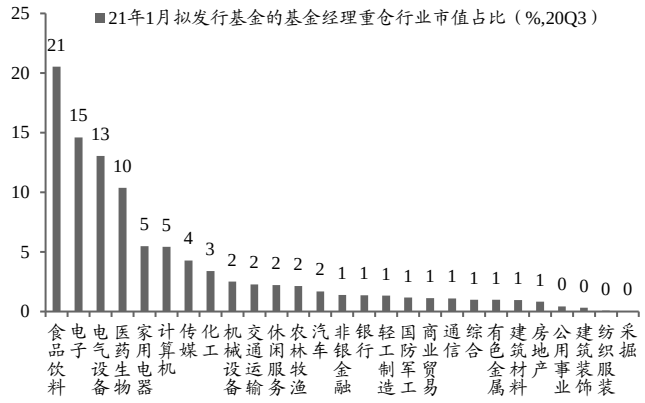
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：1 月新发基金规模有望冲击 20 年 7 月高点



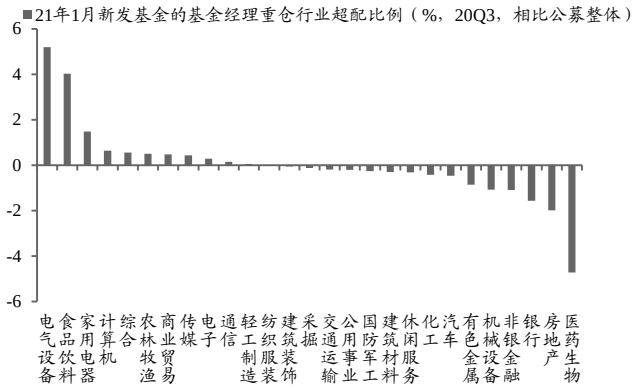
数据来源：Wind，东吴证券研究所，21/01 基金发行规模以目前已披露的拟发行基金募集目标估算

图 17：新发基金基金经理重仓消费、电子、电气设备



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：新发基金基金经理超配电气设备、消费



数据来源：Wind，东吴证券研究所

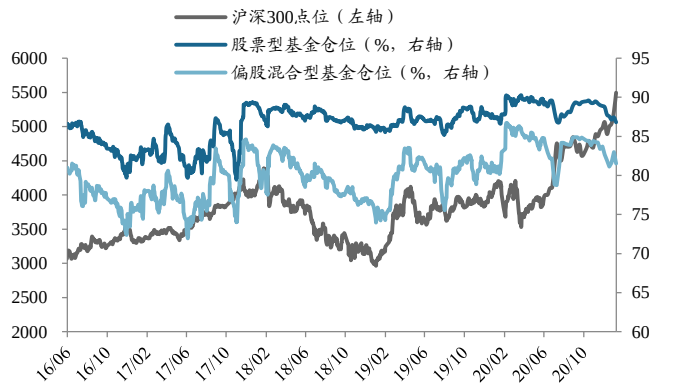
2. 机构行为及市场情绪

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（1/8）偏股混合型基金仓位 81.5%，前值 83.0%；股票型基金仓位 86.8%，前值 87.5%。最近一周公募基金进一步向消费为主的价值板块偏移。此前一周公募基金抱团加强，风格偏向价值，行业偏向消费、金融板块。

最近一周北上资金转净流入增加，外资买入前三为银行、基础化工和非银。最近一周（1/4-1/8，下同）陆股通合计净流入 191 亿元，前值 136 亿元。最近一周北上资金净买入额前三行业：银行、基础化工、非银；卖出前三行业：食品饮料、电子、医药。

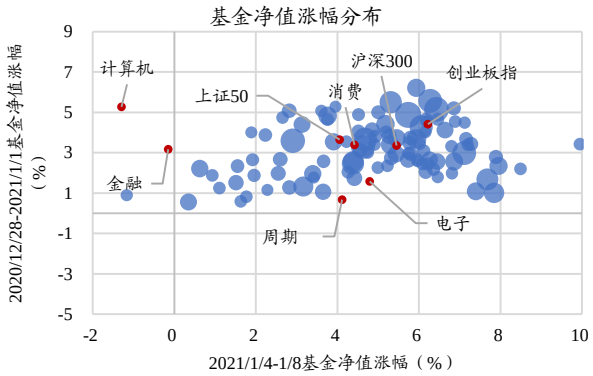
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 19：股票型&偏股混合型公募基金仓位



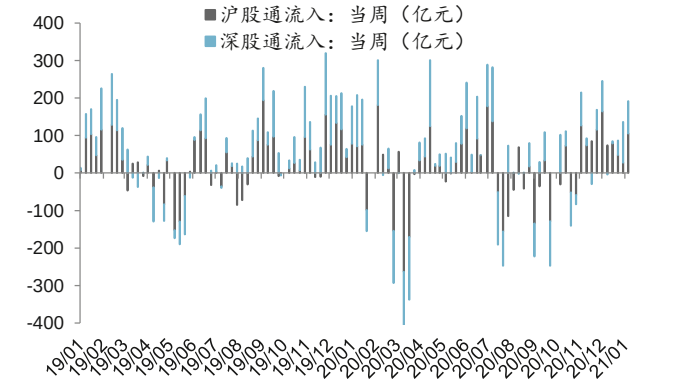
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：公募基金风格偏移



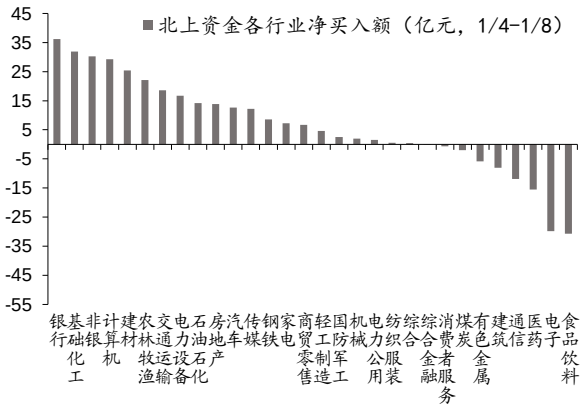
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：陆股通净流入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

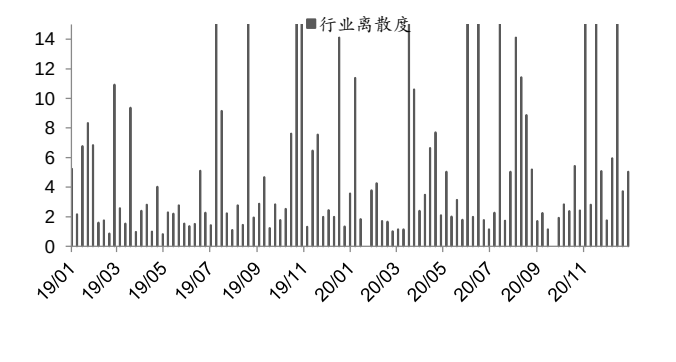
图 22：北上资金各行业净买入（1/4-1/8）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

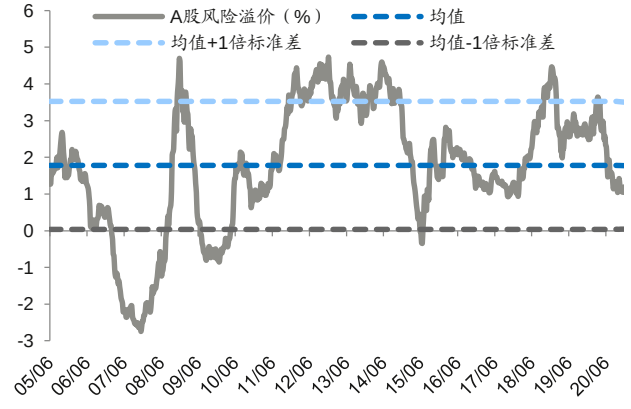
最近一周 A 股风险溢价下降，行业间分化上升。A 股风险溢价 1.01%，历史分位数 25%，前值 1.14% ，低于 05 年以来均值 1.77%。行业离散度为 5.04，历史分位数 74%，前值 3.73。

图 23：行业离散度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24：A 股风险溢价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 风险提示

流动性收紧；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

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

