

# 政策收紧预期扰动市场，质量与估值是关注重点

## ——策略前瞻之一百五十八

### 要点

**市场回顾及策略前瞻：**本周A股市场大幅下跌，A股各宽基指数跌幅明显，创业板指周跌幅近7%，结构上，TMT、电力设备及新能源等成长板块跌幅较大，银行、周期中游板块表现相对较好，市场资金普遍转为谨慎。对政策收紧的担忧是导致近期A股大幅调整的主要原因。在趋势外推的市场预期形成机制下，细微因素的变化均可能导致市场预期发生变化，进而影响市场波动。对此，我们认为，越是大政方针，越是内生于经济形势，当前国内通胀压力较小、就业压力可控、人民币贬值压力不大，资产价格，特别是以一线城市房产所代表的资产，其价格涨幅将是影响政策取向的更重要因素，投资者需密切关注。往后看，投资者对政策取向无需过度悲观，但也不能过度乐观，当前经济复苏形势和资产价格快速上涨都会对政策退出形成制约，投资者仍需要密切关注资产价格变化，如果未来以一线城市房产为代表的资产价格上涨势头得到了明显遏制，那么宽松政策仍将对经济复苏提供支持，反之，如果资产价格快速上涨势头没有得到有效遏制，那么宽松政策则将很有可能超预期收紧。

当前经济仍在复苏但继续大幅上行的空间有限，市场整体估值较高，宽松政策逐步退出在方向上是相对确定的，关键在于政策退出的速度。往后看，短期市场仍将以震荡为主，市场持续大幅下跌的可能较小。配置上，建议关注：①全球经济复苏叠加流动性宽松推动资源品价格上涨，建议关注有色金属、石油石化；②国内消费继续回暖，看好自身电动化周期带动的汽车，以及受益于海外出口拉动的家电；③关注长期业绩确定性高的电新、军工回调之后的配置机会；④市场波动加大，低估值且经营不断改善的银行板块配置价值凸显。

海外方面，白宫新闻秘书称，拜登将以‘耐心’的方式处理中美关系，并计划评估特朗普任总统时期推出的对华强硬政策。本周MSCI和标普道琼斯指数相继宣布推迟将部分中国公司证券剔除出指数的决定。这些消息说明中美关系存在着阶段性缓和的可能。在全球流动性泛滥以及人民币强美元弱的格局下，外资有望大幅回流至港股。

**北向资金转为净流出：**本周北向资金净流出67.37亿元（前值+96.07亿元），本周北向资金净流入居前的是食品饮料、汽车、电力设备及新能源；本周南下资金净流入794.13亿港元（前值+954.81亿港元），净流入居前的行业是计算机、石油石化、餐饮旅游。AH溢价指数上升3.23个百分点至138.07。

**大类资产表现：**本周美股、A股、港股均大幅下跌。本周十年期美债收益率涨0.91%，报1.1100%；美元指数涨0.36%，报90.5382；美元兑人民币涨0.14%，报6.4709；伦敦现货黄金涨0.60%，WTI现货原油涨0.13%，至52.34美元/桶。

**权益大势回顾：**本周上证综指下跌3.43%，上证50下跌3.46%，沪深300下跌3.91%，中小板指下跌4.93%，创业板指下跌6.83%，中证500下跌4.39%，恒生指数下跌3.95%，恒生中国企业指数下跌4.01%。从PE看，创业板、中证500、上证A股、沪深300、上证50最新PE估值所处历史分位依次是88%、33%、95%、97%、99%。从PB来看，创业板、中证500、上证A股、沪深300、上证50最新估值所处历史分位依次是93%、26%、61%、88%、87%。

**行业比较概览：**从PETTM分位看，房地产、农林牧渔、建筑低于5%历史分位。从PB分位看，房地产、建筑、电力及公用事业低于5%历史分位。近1月机构调研次数最多行业为机械、电子，调研次数最多公司为比亚迪（16次）。

**风险提示：**通胀超预期回升；经济增速超预期下行；海外市场波动加大。

### 作者

分析师：秦波

(执业证书编号：S0930514060003)

021-52523839

qinbo@ebcn.com

联系人：刘芳

021-5252 3677

Liuf@ebcn.com

联系人：吴云杰

010-5651 3071

wuyunjie@ebcn.com

# 1 A+H 行情回顾及策略前瞻

## 1.1 一周行情回顾

本周,上证综指、中小板指、创业板指、科创 50 指数涨幅分别为-3.43%、-4.93%、-6.83%、-4.33%,受政策收紧预期影响,本周 A 股市场大幅下跌。资金方面,截至周五收盘,本周两融余额小幅回落,北向资金经过了连续 11 周净流入后,本周北向资金转为净流出。

本周北向资金净流出 67.37 亿元(前值净流入 96.07 亿元),本周北向资金净流入居前的是食品饮料、汽车、电力设备及新能源;本周南下资金净流入 794.13 亿港元(前值+954.81 亿港元),净流入居前的行业是计算机、石油石化、餐饮旅游。AH 溢价指数上升 3.23 个百分点至 138.07。

市场行情方面,本周 A 股市场大幅下跌,对于宽松政策快速退出的担忧是导致本周市场下跌的主要原因,截至周五收盘,本周 A 股各宽基指数均跌幅明显,创业板指周跌幅近 7%,领跌市场。行业方面,消费者服务和银行是本周仅有的两个上涨的板块,跌幅方面,成长板块领跌,国防军工、电子、计算机、通信、电力设备及新能源分列跌幅榜前五位,整体上看,前期资金抱团的军工、新能源产业链、消费本周跌幅较大,国防军工板块周跌幅超 10%,而前期涨幅较小的银行、周期中游板块本周表现则相对较好。市场情绪方面,伴随着市场下跌,两市成交额及换手率均有明显下降,市场成交低迷,同时北向资金自 11 月以来首次单周呈净流出状态,两融余额也小幅下降,市场资金普遍较为谨慎。

海外方面,美联储议息会议宣布维持利率和债券购买计划不变。鲍威尔明确表示“一段时间”内都不会收缩购债规模。但是鲍威尔传达出了对于疫苗接种进展缓慢和病毒出现变种的担忧。美国本周公布的 2020 年第四季度 GDP 增速放缓至 4%,德国也下调了 2021 年经济增速的预期,市场对经济前景的预期趋于悲观。另一方面美股游戏驿站 GameStop 的多空大战中,多头大获全胜,推动投机氛围空前高涨。大量的资金和流动性被其他包括 AMC、黑莓、梅西百货等被做空比例较高的证券吸引,拖累美股本周整体下跌。本周五个交易日内标普 500、纳斯达克指数、道琼斯工业指数分别下跌 3.31%、3.49%和 3.27%。

美股大跌外围环境恶化,而 A 股在央行收紧流动性下也出现了回调。叠加快手招股带来的资金分流效应,本周港股也大幅下挫。本周五个交易日内恒生指数、恒生国企指数、恒生综指、恒生香港 35 指数分别下跌-3.95%、-4.01%、-4.27%和-3.89%。恒生综合指数 12 个一级行业指数全线下跌。中国移动和中国广电共建方案落地,双方签署“5G 战略”合作协议、正式启动网络共建共享。因此电讯业维持相对强势,本周仅下跌 0.5%。疫苗接种进度不及预期,使得全球经济复苏共振的预期受到挑战。顺周期行业如非必需性消费业、工业、原材料业等本周跌幅居前。本周 A 股港股通南向资金继续维持较大规模净流入,净流入规模为 794.13 亿港币,前值为 954.81 亿港币。

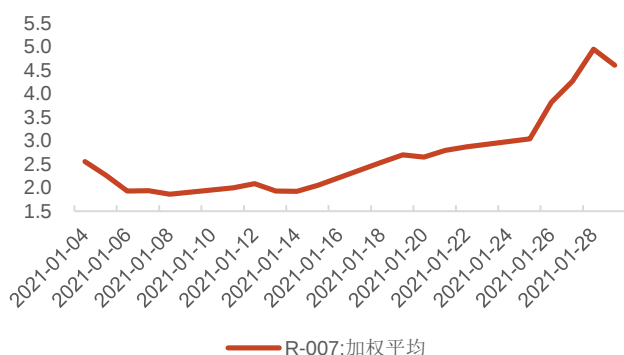
## 1.2 一周重要事件回顾及点评

本周 A 股市场大幅下跌,市场波动明显加大,对宽松政策快速收紧的担忧是导致本周 A 股市场大幅调整的原因。

1 月 25 日,央行货币政策委员会委员马骏在专题研讨会上表示,2020 年国内杠杆率快速提升,股市、楼市均出现了一定的泡沫化迹象,如果未来货币政策不适度转向,未来经济很可能会出现更大的风险,同时,马骏也表示,货币政策不能转向太快,转向太快可能会导致项目烂尾、银行坏账增多等问题。对于马骏委员的发

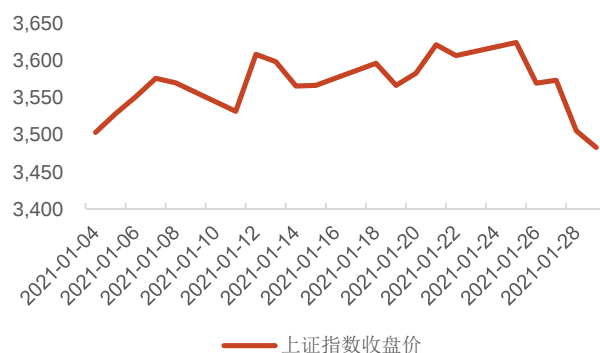
言，市场普遍解读为央行货币政策收紧的信号，受此影响，1月26日A股市场全线下跌。1月26日收盘后，央行行长易纲在达沃斯论坛上表示，中国货币政策将会继续支持经济，不会过早退出支持政策。易纲行长的发言部分打消了市场对于货币政策快速收紧的担忧，1月27日A股也迎来反弹。但随后市场再起波澜，1月29日，坊间传闻央行将上调SLF利率，市场再次因为对货币政策收紧的担忧而快速下跌，但很快央行对该消息进行了辟谣，并表示暂无上调SLF利率的计划，市场也在央行发言后小幅反弹。不难看出，货币政策松紧已成为当前市场关心的核心问题，而未来货币政策取向也将对市场产生明显影响。

图 1：近期资金面紧张引发短期利率持续上升（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 29 日

图 2：资金面紧张引发政策收紧担忧，A 股大幅下跌



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 29 日

为何当前市场如此关心货币政策取向呢？我们认为主要是以下两方面的原因：

一方面，尽管当前国内经济仍在复苏，但目前市场对于经济复苏的预期已经较为充分，且从GDP数据来看，2020年4季度国内GDP同比增速为6.5%，国内经济已经基本恢复至疫情前的水平，未来经济继续大幅上行的空间有限。在这一背景下，货币将成为支撑企业及股市估值的重要推动因素。2020年上半年，在疫情导致经济陷入停滞、企业盈利大幅下滑的背景下，A股市场却迎来了一波明显的上涨，在这个过程中，宽松货币所推动的估值提升是市场上涨的主要原因。当前市场整体估值处于历史较高水平，上市公司盈利仍在复苏但未来继续大幅增长的空间有限，在这一背景下，货币政策松紧将对A股估值水平产生重要影响，一旦货币政策快速收紧，那么市场可能会面临估值调整的压力，这也是为何市场如此关心货币政策取向的一个重要原因。

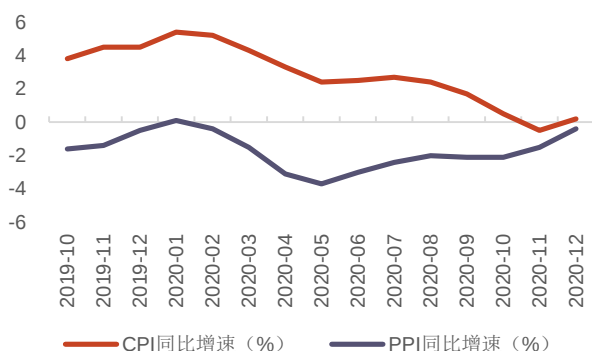
另一方面，趋势外推是市场预期形成的主要方式，市场总是容易过度乐观或过度悲观，而这种预期差也将加大市场波动。例如，去年11月市场推断MLF会加息，今年初又有了MLF降息的预期；今年1月上旬推断资金利率将长期保持于低位，近期又担心货币政策开始转向。在趋势外推的市场预期形成机制下，细微因素的变化可能会导致市场预期发生明显变化，而市场预期的变化又可能会进一步加剧市场的波动，近期市场预期在货币政策转向与不转向之间来回切换，A股市场也在下跌和反弹中不断切换，这便是市场预期影响市场波动的一个典型案例。

对此，我们认为，越是大政方针，越是内生于经济形势，短期资金面会受到各种偶然因素影响，例如1月26日-1月29日的资金紧张更多是受财政存款投放影响，而长期货币政策取向则仍是由经济形势所决定。通常而言，通胀、就业、汇率和资产价格是影响政策松紧的主要影响因素。当前，国内通胀压力较小，就业虽存在一定压力但失业率仍在政府目标范围之内，海外疫情持续蔓延叠加全球流动性持续宽松使得人民币汇率持续上升，人民币贬值压力较小，资产价格成为影响未来一

段时间国内政策取向更加重要的影响因素。近期一线城市房价快速上涨，同时资金违规进入楼市的现象一直存在，对此，监管层也密集出台了一系列政策来控制房价的过快上涨，如果未来一线城市房价继续保持快速上涨趋势，那么宽松政策很可能将超预期收紧，往后看，房价上涨速度和幅度将对宽松政策形成明显制约，投资者需持续跟踪房价变化趋势。

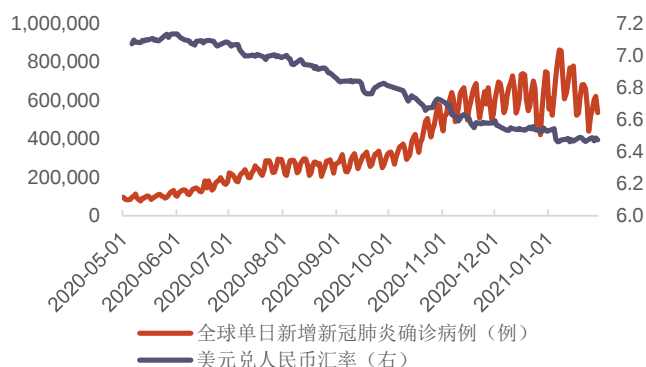
简言之，我们认为之前在央行持续释放流动性以及中央经济工作会议强调政策“不急转弯”的背景下，市场对于宽松政策收紧速度显得过于乐观，而本周资金面的紧张又使得市场开始过度悲观。过度乐观和过度悲观都是没有必要的，一方面，12月经济数据表明，目前国内经济虽仍处于复苏趋势，但复苏动能略显不足，经济复苏仍需要宽松政策的支持，同时，本周易纲行长的发言也强调了政策仍将会对经济提供支持，另一方面，去年以来一线城市房价呈加速上涨趋势，如果未来房价上涨趋势不能得到遏制，那么政策很有可能将被动收紧。所以从当前时点看，经济复苏形势和一线城市房价都会对政策退出形成制约，投资者仍需要密切关注资产价格变化，如果未来一线城市房价上涨势头得到了明显遏制，那么宽松政策仍将对经济复苏提供支持，而如果一线城市房价快速上涨势头没有得到有效遏制，那么宽松政策则将很有可能超预期收紧。

图 3：国内通胀压力较小



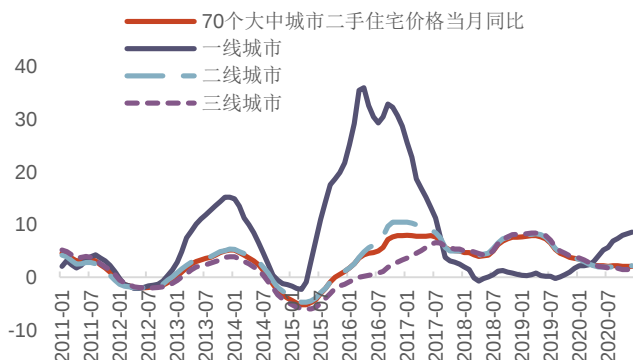
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止2020年12月

图 4：海外疫情持续蔓延，人民币贬值压力较小



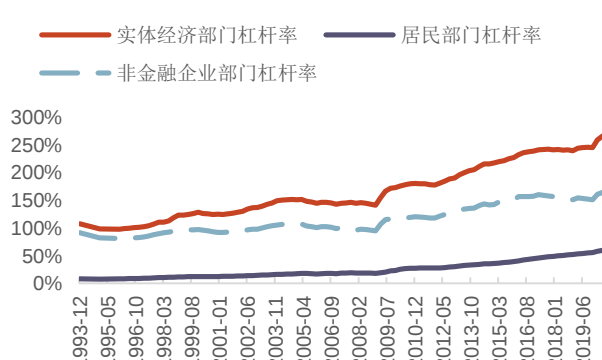
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止2021年1月29日

图 5：国内一线城市房价快速上涨（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止2020年12月

图 6：2020 年国内杠杆率快速提升（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止2020年3季度

表 1：近期房地产调控措施汇总

| 时间         | 地点      | 内容                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|------------|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020.12.31 | 央行、银保监会 | 发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，明确了房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。<br>分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。                                                                                                                                                      |
| 2021.1.21  | 上海      | 发布《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》，严格执行住房限购政策。夫妻离异的，任何一方自夫妻离异之日起 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。<br>同时，调整增值税征免年限。将个人对外销售住房增值税征免年限从 2 年提高至 5 年。                                                                                                                                              |
| 2021.1.23  | 深圳      | 深圳市住建局发布《进一步加强商品住房购房资格审查和管理的通知》，禁止代持、禁止炒房客通过结婚规避买房限制行为，同时将身份核实责任落于房地产开放商与中介机构端。                                                                                                                                                                                                   |
| 2021.1.24  | 广州      | 银行业被金融监管窗口指导，个人按揭贷款被“双管控”：新增个人住房贷款占比不能超过 12.6%；各银行每个月新增个人住房贷款额度不能超过 2020 年 10 月份、11 月份、12 月份三个月的平均放款额度。                                                                                                                                                                           |
| 2021.1.25  | 上海      | 法拍房纳入限购范围。竞买人参与竞买的，应当事先确定在上海市具有购房资格；拍卖成交后因买受人在上海无购房资格的，将依法承担悔拍等法律后果。                                                                                                                                                                                                              |
| 2021.1.27  | 杭州      | 杭州市发布《关于进一步加强房地产市场调控的通知》，从住房限购、住房限售、税收调节和无房家庭认定标准及高层次人才优先购政策等方面进一步加强调控。<br>规定落户本市未满 5 年的，在本市限购范围内限购 1 套住房；<br>规定将本市限购范围内住房赠与他人的，赠与人须满 3 年方可购买限购范围内住房，受赠人家庭须符合本市住房限购政策（不含遗赠）；<br>本市限购范围内，新建商品住房项目公证摇号公开销售中签率小于或等于 10% 的，自取得不动产证之日起 5 年内不得转让；<br>本市限购范围内，个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整为 5 年。 |
| 2021.1.28  | 北京      | 北京房地产中介行业协会发布文章称，北京毫不动摇坚持“房住不炒”。<br>近日市、区住房城乡建设委、市房地产中介行业协会多次约谈北京市主要经纪机构负责人，要求各经纪机构及从业人员严格遵守相关法律法规，严格落实“房住不炒”调控要求，不得渲染、炒作房屋成交信息，不得鼓动引导出售方随意提高报价，不得在微信朋友圈、自媒体渠道发布制造购房恐慌情绪的文章，不得参与任何违法违规的房地产金融活动。                                                                                   |

数据来源：新华网、光大证券研究所整理

展望后市，以下事件值得投资者持续关注：

(1) 关注房价上涨速度：如上所述，资产价格，特别是以一线城市房产为代表的资产价格，是影响未来一段时间政策取向的重要影响因素。尽管近期有关部门出台了一系列政策来限制房价过快上涨，但政策落地的效果仍有待观察，一旦政策效果不及预期，有关部门可能会采取更严格措施限制房价上涨，届时，宽松政策超预期收紧的可能性也是存在的。

(2) 关注节前央行的操作：近期市场资金面较为紧张，市场普遍预期央行将在节前对流动性进行呵护，如果未来央行如市场预期一样通过 MLF 等工具对流动性进行呵护，那么市场对于政策收紧的担忧可能会得到缓解，利好股票市场。一旦央行并未对流动性进行呵护或者流动性投放力度不及市场预期，那么市场对宽松政策收紧的担忧可能会加重，A 股也可能继续存在调整压力。

### 1.3 下周重点关注及策略前瞻

当前市场估值整体处于历史高位，经济虽持续复苏但其上行空间有限，货币政策和信用政策边际收紧是确定性事件，目前市场关注点在于宽松政策收紧的速度和幅度。在这种背景下，市场大概率将以震荡行情为主，市场波动可能会明显加大。

配置上，建议投资者关注以下板块投资机会：

(1) 复苏预期继续提振风险偏好，顺周期更为受益，建议关注有色金属、石油石化板块。2021 年，全球各经济体有望迎来复苏共振，需求旺盛叠加全球流

动性宽松将推动大宗商品价格持续上涨，在涨价预期推动下，有色金属和石油石化板块有望延续良好表现。国内方面，国内 PPI 增速持续上行，上游原材料价格持续上涨将改善相关上市公司业绩，并推动其股价上涨。国外方面，随着美国财政刺激法案逐步落地，2021 年美国将步入补库存阶段，我们统计了各类大宗商品涨跌与美国制造业库存的相关性，按相关系数排序来看，原油相关产品、金属的相关性更高，贵金属负相关。综上，我们持续看好在全球经济复苏共振背景下有色金属和石油石化板块的投资机会。

(2) 国内消费继续回暖，看好自身电动化周期带动的汽车、受益于海外出口拉动的家电、家具。当前，汽车和家电板块均处于自身景气上行周期阶段，同时新能源汽车销售火爆有望带动汽车板块业绩持续改善，而受益于海外经济复苏和地产后周期的家电板块在 2021 年也有着不错的业绩增长空间。往后看，2021 年，家电和汽车板块业绩增长的确性较强，在必需消费品整体估值较高的背景下，行业景气向上、业绩持续改善的家电、汽车板块具有更好的配置性价比。

(3) 建议关注新能源和军工产业链投资机会。近期新能源产业链和军工板块回调幅度较大，但长期来看，新能源产业链和军工板块长期业绩增长的确性较高，近期的回调更多的是高估值所带来的调整压力，随着板块持续回调，其配置价值也将逐步显现。建议积极关注电力设备及新能源、军工板块，待其进一步回调后，可逐步增加对上述板块的配置。

(4) 建议关注低估值银行板块配置机会。近期市场持续调整，但银行板块表现明显好于市场。从估值角度看，目前银行板块最新 PB 估值为 0.75 倍，PB 估值水平位于 2012 年以来的 10% 历史分位，银行板块低估值特征十分明显。从业绩角度看，根据目前已披露的 2020 年业绩预告，银行板块经营向好趋势不变，2020 年 4 季度银行板块盈利增速大幅改善，2020 年全年银行板块盈利增速由负转正。往后看，银行业经营业绩将随着加权贷款平均利率上行而不断修复，低估值且业绩不断改善的银行板块具有良好的避险属性，配置价值较高。

海外方面，本周二白宫新闻秘书称，拜登将以“耐心”的方式处理中美关系，并计划评估特朗普任总统时期推出的对华强硬政策。周三美国财政部宣布将投资者交易中国涉军公司证券的限期延长至 5 月 27 日。MSCI 随后宣布不执行在相关指数中删除五家中国公司证券的决定，标普道琼斯也推迟将部分中国公司证券剔除出指数的决定。这些消息表明，中美关系存在着阶段性缓和的可能。在全球流动性泛滥以及人民币强美元弱的格局下，外资有望大幅回流至港股。港股今年上半年长期走牛的逻辑也并未改变，当前市场的整体回调是长线资金提供了逢低纳入的良好时机。

行业配置方面建议关注：(1) 香港交易所宣布合格的上交所科创板股票将于 2 月 1 日起纳入沪深港通股票范围。康希诺生物-B、君实生物、昊海生物科技和复旦张江符合 A+H 股的新定义，将被纳入港股通名单中，为相关医药公司的资金面带来一定的利好，可关注相关投资机会。(2) 继续看好受益于需求回暖和“需求侧管理”的消费股包括食品饮料、纺织服装和家电。(3) 随着“提速降费”边际影响减弱以及 5G 商用周期开启，也可继续关注受益于南下资金抄底的运营商板块。(4) 中国银保监会本周表示对互联网平台的反垄断措施并非针对某一家企业，而是为了行业的健康发展。长期来看相关互联网公司核心竞争力仍然稳固，投资者可逢低纳入优质的互联网龙头股。继续看好港股中半导体、新能源产业链龙头、科技中的硬件/云计算龙头等相关行业或公司。

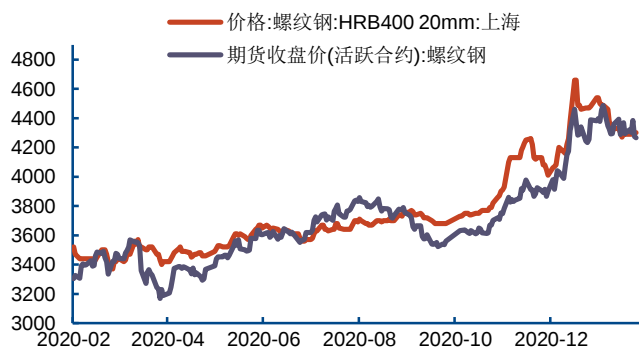
## 2 重点数据跟踪

### 2.1 周期跟踪

截至本周，黑色系方面，秦皇岛 5500 大卡动力煤为 689 元/吨（前值 689 元/吨），螺纹钢现货为 4300 元/吨（前值 4290 元/吨），热卷为 4560 元/吨（前值 4540/吨）。螺纹钢库存继续回升，全国 35 个地区螺纹钢库存最新为 585.98 万吨（前值 480.49 万吨），主要建筑钢材生产企业库存最新为 305.73 万吨（前值为 288.73 万吨）。

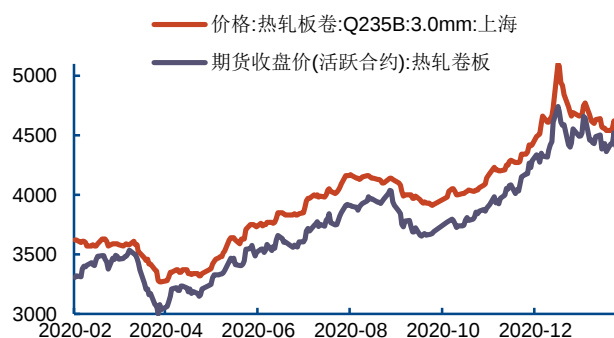
化工大宗商品方面，PVC 华东库存为 11.43 万吨（前值 10.97 万吨），华南库存为 2.05 万吨（前值 2.02 万吨）。PE 华东库存为 10.77 万吨（前值 9.99 万吨）。PP 华东库存为 11.18 万吨（前值 10.56 万吨）。

图 7：螺纹钢（元/吨）



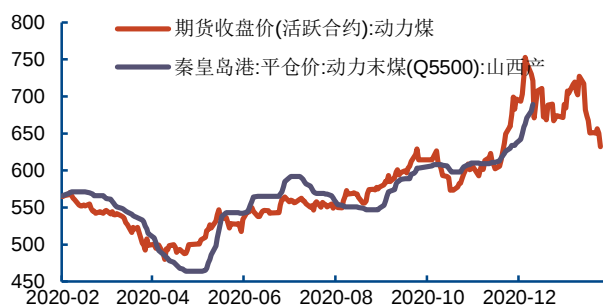
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 29 日

图 8：热卷（元/吨）



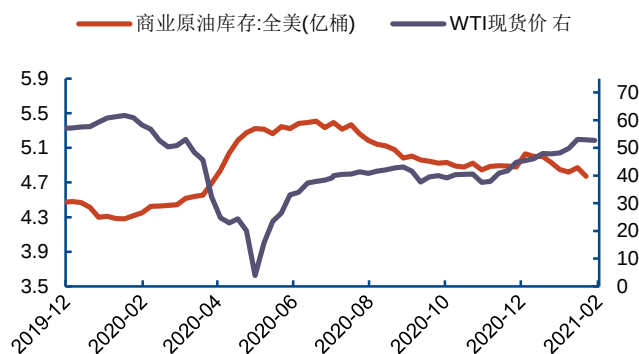
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 29 日

图 9：动力煤价格走势（元/吨）



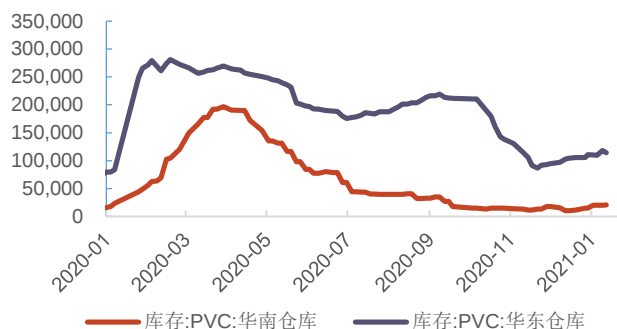
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 29 日

图 10：美国商业原油库存与 WTI 油价（美元/桶，右）



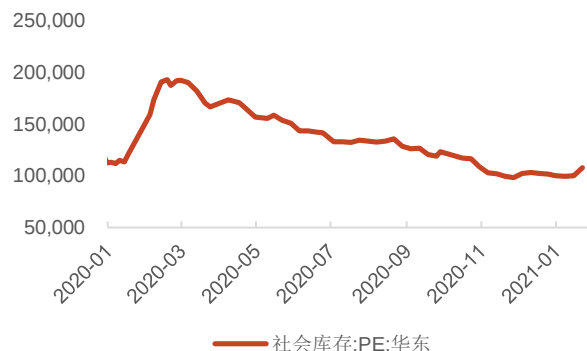
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 29 日

图 11：PVC 库存（吨）走势



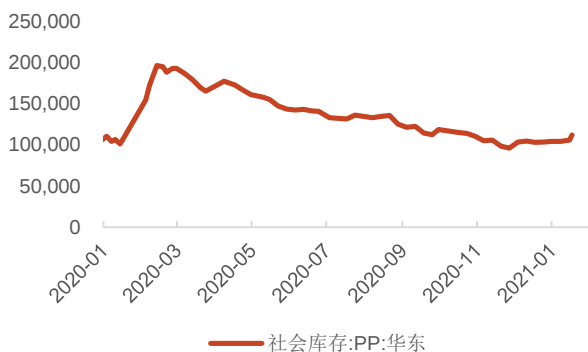
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 22 日

图 12：PE 库存（吨）走势



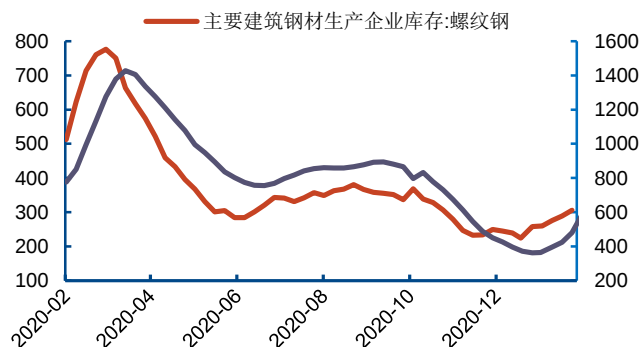
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 22 日

图 13：PP 库存（吨）走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 22 日

图 14：螺纹钢库存（万吨）走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2021 年 1 月 29 日

工业生产方面，水泥价格指数继续回落，本周五收于 150.92 点（前值 152.28 点）；高炉开工率有所回落，唐山高炉开工率最新为 69.05%（前值 72.22%），全国高炉开工率最新为 64.78%（前值 65.47%）。

图 15：水泥价格指数（全国）

图 16：高炉开工率（%）

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_18279](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18279)

