

当前股市和楼市有什么特征？

宏观专题报告

2021年01月25日

报告摘要：

● 2020年A股呈现四大特征

2020年A股有四大特征，第一个是流动性驱动的牛市，社融增速大幅提升与股市走牛几乎同时发展。第二个是“赛道”化，主要是成长股和消费股在上涨，其中白酒、电新、军工、医药等板块上涨最明显。第三是抱团化，2020年下半年大盘指数明显跑赢中小盘指数。第四是经常经历事件驱动型行情，比如1-2月新冠疫情驱动了医药和口罩概念股走牛，9-10月拜登交易驱动了新能源股走牛，11-12月新冠疫苗驱动了顺周期行情。

● 大类资产配置需要抓宏观主线

我们认为做宏观策略最重要的是抓宏观主线，典型的比如2017年宏观主线是供给侧改革和金融去杠杆，2018年是实体去杠杆和中美贸易摩擦，2019年是稳杠杆和中美关系缓和，2020年是新冠疫情和美国大选，2021年很可能是新冠疫苗和拜登时代。不同的宏观主线会带来不同的投资机会，无论是股、债、商、汇的走势均跟全球经济变动密切相关。

● 2021年价值股迎来配置价值

价值股与经济基本面关联较大，历史上来看，当经济向好、货币边际收紧的时期，价值股通常有较好表现，典型的比如2007年和2017年。2021年来看，我们预计上半年出口有望继续带动经济走强，下半年消费有望接力出口成为经济驱动项。另一方面，我们预计信贷社融增速从13%以上回落到11%左右。宏观场景比较符合“经济走强、货币边际收紧”的特征，我们预计价值股会迎来盈利修复的行情。

● 楼市和股市一样越来越“赛道”化

纵观近二十年来楼市历史，几乎每次房价上涨背后都有货币宽松的影子。2006、2009、2013、2015年的货币宽松均驱动了股市和楼市的上涨，但前两次和后两次货币宽松产生的驱动有所不同。前两次货币宽松，导致股市和楼市出现全面性上涨；后两次宽松，股市更多是成长和消费走牛，楼市更多是一线城市涨幅>二线城市房价>三线城市房价，股市和楼市均出现大分化的现象。在存量经济背景下，前景更好、确定性更强的一线城市房产更受资金追捧。

● 风险提示：

美联储超预期收紧货币政策、疫苗普及不及预期、社融增速超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

目录

1	2020 年 A 股四大特征.....	3
1.1	流动性驱动的牛市	3
1.2	“赛道”化.....	3
1.3	抱团化	4
1.4	多次经历事件驱动型行情	6
2	2021 年宏观主线——新冠疫苗和拜登交易.....	7
2.1	大类资产配置需要抓宏观主线	7
2.2	宏观场景可划分为 6 类	7
2.3	新冠疫苗和拜登时代意味着什么	8
2.4	2021 年宏观场景或与 2017 年较为类似	9
2.5	2021 年看好价值股和港股	10
3	楼市呈现“赛道”化现象.....	12
3.1	历次货币宽松对楼市的影响各有不同	12
3.2	楼市和股市一样越来越“赛道”化	12
	风险提示	13
	插图目录	14
	表格目录	14

1 2020 年 A 股四大特征

1.1 流动性驱动的牛市

2020 年 A 股属于“水牛行情”。过去三年可分为三个阶段。第一阶段是 2018 年，由于去杠杆造成社融增速大幅下行，股市整体下跌；第二个阶段是 2019 年，由于去杠杆转为稳杠杆，社融增速趋于稳定，A 股在一季度估值修复后整体走平；第三个阶段是 2020 年，由于疫情原因货币政策大幅宽松，社融增速快速上行，驱动 A 股走牛，上证创近几年新高。

图 1：A 股走势与社融增速有很大关系



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 “赛道”化

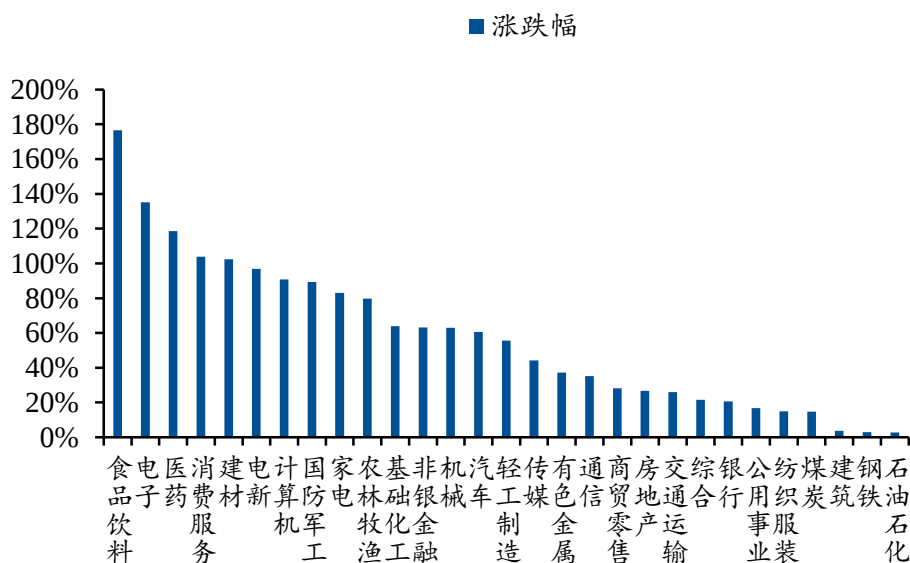
近两年来 A 股“赛道”化趋势明显。A 股“赛道”化的趋势从 2019 年就有了，具体表现是成长股和消费股收益远远跑赢周期股和金融股；白酒、医药、免税、电新、军工等板块收益远远跑赢钢铁、煤炭、建筑、石化等板块。以往的牛市中 A 股各个板块都能雨露均沾，都有投资机会，但近两年的牛市中 A 股选对“赛道”非常重要，涨幅主要集中在特定几个“赛道”里面。

图 2：2019 年以来各板块收益率表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：2019 年以来各行业涨幅排名



资料来源：Wind，民生证券研究院

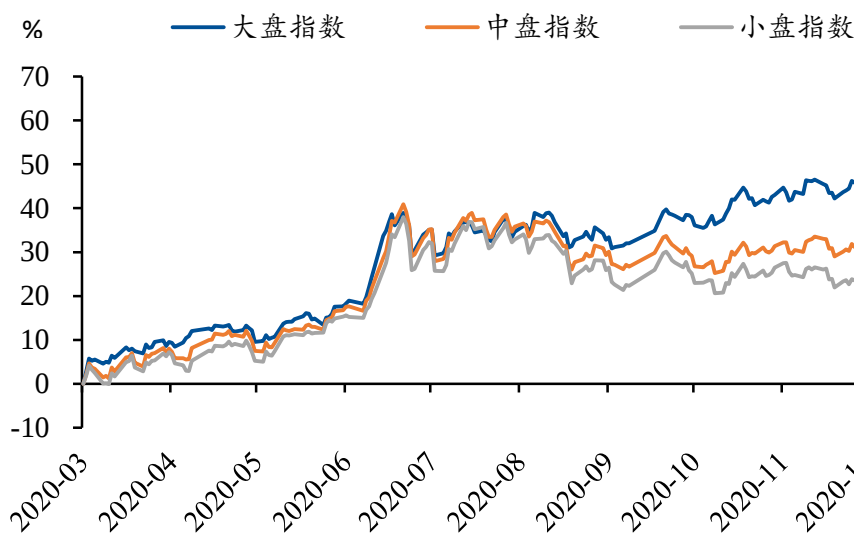
“赛道”化行情的两大原因。A 股“赛道”化行情主要是两个原因造成的，一个原因是 2019 年以来货币政策处于边际宽松的状态，有益于抬升成长股和消费股估值，而周期股和金融股更依赖盈利驱动，因此表现一般。另一个原因在于中国经济逐渐从投资驱动型转为消费+科技驱动型，经济增长模式在发生转换，成长股和消费股增长前景更大。

1.3 抱团化

去年下半年来 A 股出现抱团化现象。抱团化主要是 2020 年下半年有的趋势，抱团化是指基金公司扎堆抱团买好“赛道”的龙头公司，比如茅台、五粮液、海天味业、中国中免、宁德时代、隆基股份。在抱团化的背景下，大盘股明显跑赢中小盘股，机构平均收益

远高于散户平均收益。

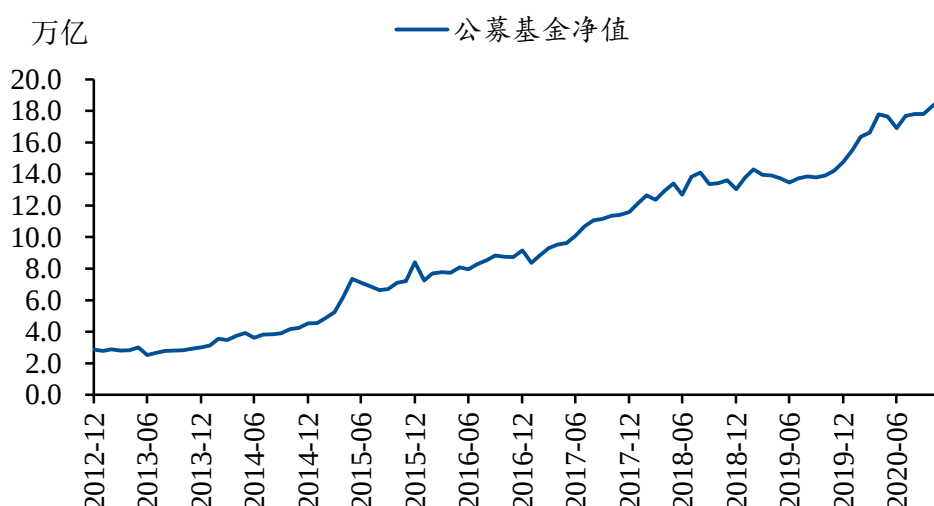
图 4：去年下半年以来大盘股明显跑赢中小盘股



资料来源：Wind，民生证券研究院

抱团股现象的三大原因。A 股之所以出现抱团现象，主要有三大原因，第一个原因在于政策存在不确定性，压制风险偏好，机构更愿意持有确定性更强的蓝筹股；第二个原因在于流动性仍处于宽松状态，社融增速仍明显高于名义 GDP 增速，市场不差钱导致有足够资金追涨蓝筹股；第三个原因在于 A 股去散户化进程在提速，公募基金占比越来越高，定价权逐渐从散户向公募基金转移，而无论是公募基金还是外资都很愿意持有白酒医药等蓝筹股。

图 5：2020 年公募基金快速扩张



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.4 多次经历事件驱动型行情

2020 年 A 股多次出现事件驱动型行情。2020 年市场最重要的主线莫过于新冠疫情，疫情导致全球大类资产出现剧烈波动，也带来了很多投资机会，除此之外美国大选也催生了一定的行情。具体来看，2020 年 A 股有三大事件驱动型行情，分别与新冠疫情、美国大选、新冠疫苗有关。第一次事件驱动型行情在去年 1-2 月，由于疫情扩散，春节前后以医药、口罩为代表的抗疫概念股上涨，涨幅达到 100% 以上。第二次事件驱动型行情是 9-10 月的拜登交易，由于 9-10 月拜登上台概率较大的事实逐渐被市场接受，做拜登交易的投资者越来越多，因此与拜登交易相关的新能源股大幅上涨。第三次时间驱动型行情是 11-12 月的新冠疫苗交易，由于 11 月 9 日美国辉瑞公司宣布其 mRNA 疫苗有效率达 90% 以上，全球经济复苏预期迅速得到提振，因此催化了一波顺周期行情，以煤炭、钢铁、有色、石化等为代表的传统周期行业股价上涨，之后银行股也有所提振。

表 1：2020 年最典型的三大事件驱动型行情

时间	事件	股票表现
1-2 月	新冠疫情	医药股、口罩股上涨
9-10 月	拜登交易	新能源股大涨
11-12 月	新冠疫苗	顺周期板块走牛

资料来源：民生证券研究院整理

事件驱动型行情更适合左侧交易。2020 年由于股市整体慢牛型行情，因此很多投资者喜欢做右侧交易，但事件驱动型行情来得快去得也快，基本都是短线行情。事件驱动型行情更适合左侧交易。

2 2021 年宏观主线——新冠疫苗和拜登交易

2.1 大类资产配置需要抓宏观主线

大类资产配置需要抓宏观主线。我们认为做宏观策略最重要的是抓宏观主线，典型的比如 2017 年宏观主线是供给侧改革，2018 年是去杠杆，2019 年是稳杠杆，2020 年是新冠疫情，2021 年可能是新冠疫苗。不同的宏观主线会带来不同的投资机会，无论是股、债、商、汇的走势均跟全球经济变动密切相关。

表 2：历年宏观主线和市场走势

时间	事件	大类资产表现
2007	经济过热	金融、周期股走牛，利率走熊
2008	全球金融危机	股市全面下跌
2009	四万亿	股市全面上涨
2010	后四万亿	成长股、消费股走牛
2011	货币收紧	股市全面下跌
2012-2013	产能过剩	消费、成长股走牛；周期股走熊
2017	供给侧改革、金融去杠杆	周期、金融股上涨；成长股疲软；利率债熊市
2018	实体去杠杆、中美贸易摩擦	股市下跌；利率债牛市；信用债爆雷
2019	稳杠杆、中美缓和	成长、消费股走牛；周期股疲软；债市震荡
2020	新冠疫情、美国大选	成长、消费股走牛；利率 V 型走势；金价上涨
2021	新冠疫苗、拜登时代	金融股盈利修复？蓝筹股行情？

资料来源：民生证券研究院整理

2.2 宏观场景可划分为 6 类

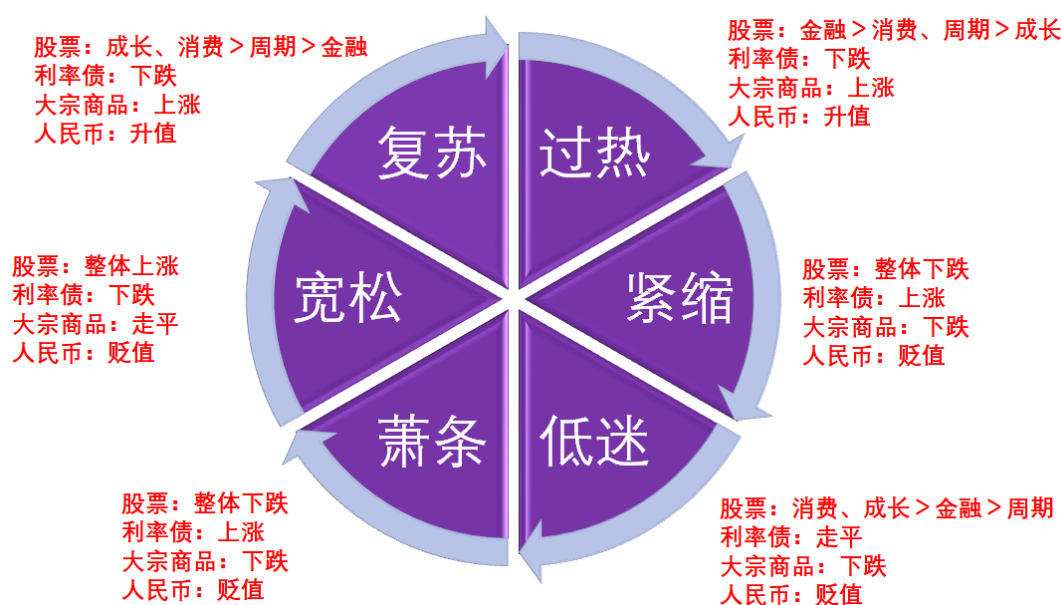
回溯 2008 年以来宏观主线和市场走势（2014-2016 年忽略，因为这三年的股市走势跟宏观面关系不大），可以归纳出这么 6 种宏观场景：

- 1、萧条场景：**类似 2008 年全球金融危机和 2020 年 2 月-4 月全球大封锁，这一时期由于经济受到严重冲击，市场出现恐慌式情绪，导致股市全面性下跌，利率债则上涨。
- 2、宽松场景：**类似 2009 年“四万亿”和 2020 年 5 月-8 月，由于流动性极度宽松带来了全面性的牛市，几乎各板块均有明显上涨，“水牛行情”造成估值中枢被明显抬升。但由于经济复苏，利率债走熊。
- 3、复苏场景：**类似 2010 年和 2020 年 9 月-今，由于经济快速恢复，经济增速一度处于潜在产出之上，社会总需求 > 社会总供给，利率债走熊。消费和科技板块走出

一波非常强劲的行市。

- 4、**过热场景**：类似 2007 年和 2017 年，这两年经济处于过热状态，通胀压力再起，PPI 和核心通胀明显走高，经济增速保持较高水平，货币政策对应收紧。此阶段周期和金融股走牛，成长下跌，利率债走熊。
- 5、**紧缩场景**：类似 2011 年和 2018 年，这两年共同的特点就是货币明显收紧，股市缺乏流动性，引起全面性下跌，信用债爆雷，但利率债反而走牛。
- 6、**低迷场景**：类似 2012 年-2013 年期间和 2019 年，这两次场景的共同点在于经济弱衰退，PPI 为负，面临通缩风险。但由于经济低迷货币政策小幅宽松，股市估值修复，科技和消费板块走牛。

图 7：6 种宏观场景下的大类资产表现



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 新冠疫苗和拜登时代意味着什么

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_18492

