

# 鉴古知今，美联储货币正常化的历史回顾

## ——投资策略专题报告

分析师： 宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2021年06月30日

### 证券分析师

宋亦威

022-23861608

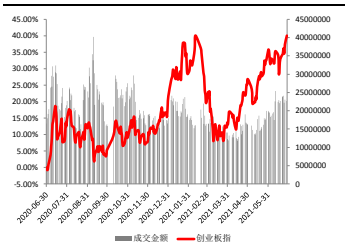
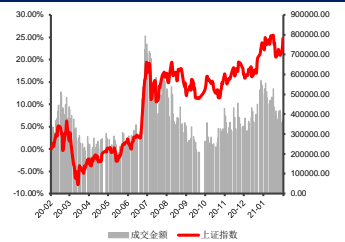
syw\_bhzq@126.com

严佩佩

022-23839070

SAC No: S1150520110001

### 指数一年走势图



### 相关研究报告

《平穩中孕育改革，分化中业绩主导——A股市场 2021 年半年度投资策略报告》

《政策服务“硬科技”，市场稳中寻新机——A股市场 2021 年 5 月投资策略报告》

《风回云断雨初晴，平衡孕育新结构——A股市场 2021 年二季度投资策略报告》

《风格切换延续，春风还似剪刀——A股市场 2021 年 3 月投资策略报告》

《抱团松动预期渐升，配置向低位板块平衡——A股市场 2021 年 2 月投资策略报告》

### 投资要点：

- 2008 年金融危机后，美联储通过四轮量化宽松计划，将危机冲击下的美国经济逐步拉回正轨，在经济及就业数据改善后，美联储开始进入 QE 退出阶段。在 2013 年 5 月透露 Taper 意向，于 2014 年正式缩减 QE；而后在 2015 年底进入加息阶段，直至 2018 年底结束加息，在此期间，美联储与 2017 年 6 月进行缩表，直至 2019 年 8 月缩表计划终止，将美联储的资产负债表由 4.5 万亿美元缩减至 3.8 万亿的水平。
- 在美联储实施“QE-Taper-加息-缩表”四个阶段，美债收益率在第一阶段受通胀预期影响大幅抬升；第二阶段，因流动性收紧预期下市场风险偏好走低，从而在通胀预期回落的背景下推升美债收益率；加息及缩表期间，美债收益率由实际利率和通胀预期主导，期间受总统新政影响，美债收益率飙升。而美元指数基本可以由利差的升降解释，部分时期的逆势走向以及二阶导的差异还与美欧经济基本面有关。此外，对于部分新兴国家而言，美联储退出 QE 的过程将带来更为严峻的债务危机。
- 回顾 2013 年后美联储的紧缩过程，市场的风险点主要出现在 QE 紧缩前和流动性紧缩的最后阶段。与经济恢复相匹配的货币政策收紧，不会对美股产生实质性影响。真正的风险，往往发生在经济没那么好而流动性却存紧缩预期的政策错配阶段。对 A 股而言，相比美联储的紧缩操作，国内货币政策会否有跟随动作更为重要。在长期看，海外流动性变化并非决定性，A 股的自身逻辑会更为主导行情发展。美联储的流动性紧缩行为更可能只带来市场的脉冲式影响。仅就下半年而言，由于我国的疫情控制较早，且货币政策回收较早，因此国内的货币政策有足够的缓冲空间。下半年，A 股市场由国内流动性收紧带来市场冲击的可能性较小。
- 美联储退出 QE 的过程中，美元趋势性的强势或导致国际资本的回流。2014 至 2016 年，人民币对美元趋势性贬值，在这一过程中，北向资金对 A 股的配置出现一定阶段的减配。在人民币阶段性贬值过程中，外资整体上仍在增配 A 股。目前北上资金的持仓主要分布在食品饮料、医药生物、电气设备、银行、电子、家用电器等行业，考虑到累计涨幅较大的行业面临北上资金减持的风险相对较大，采掘、食品饮料、电子、钢铁、医药生物、家用电器等行业存在北向资金减持风险。
- 风险提示：流动性收紧，业绩不及预期，产业政策或技术路线发生重大变化。

## 目 录

1. 美联储金融危机后的政策退出过程.....	4
2. 退出期间的货币环境变化.....	7
2.1 美债收益率在美联储货币政策正常化过程中的表现.....	7
2.2 美元指数在美联储货币政策正常化过程中的表现.....	8
3. 退出期间美股及 A 股资产表现.....	11
3.1 QE 退出阶段：预期引导市场下行.....	11
3.2 加息和缩表过程：风险在最后一次加息.....	13
4. 未来的展望.....	15
4.1 基于历史经验的总结展望.....	15
4.2 基于北向持仓的展望.....	15

## 图 目 录

图 1: 美联储货币政策退出路径 .....	4
图 2: 美联储资产负债表情况 .....	6
图 3: QE 退出过程中美国经济的基本面 .....	6
图 4: 美债收益率的情况 .....	7
图 5: 美元指数及美债利差的走势 .....	8
图 6: 美元指数及人民币汇率情况 .....	9
图 7: 新兴市场汇率情况 .....	10
图 8: 伴随 QE 退出预期升温亚太重要指数快速回落 .....	11
图 9: 国际主要板块涨幅 (2013.5.22~2013.6.25) .....	11
图 10: 2013 年央行主动钱荒和上证走势 .....	12
图 11: A 股上证综指 PE (TTM) .....	12
图 12: 缩减 QE 实施过程中美股不断走牛 .....	12
图 13: 上证综指 QE 退出阶段波动趋于平稳。 .....	12
图 14: 标普 500 行业涨幅 (2013.5.22~2013.6.25) .....	12
图 15: 缩减 QE 阶段标普 500 行业涨幅 .....	12
图 16: A 股市场行业涨幅 (2013.5.22~2013.6.25) .....	13
图 17: 缩减 QE 阶段 A 股市场行业涨幅 (2013.12.17~2014.10.29) .....	13
图 18: 加息、缩表节奏和标普 500、日经 225、上证综指走势 .....	14
图 19: 美联储加息及缩表阶段, 北上资金的情况 .....	16
图 20: 第一阶段北向资金的持仓变化 .....	17
图 21: 第一阶段各行业 3 个月内的涨跌幅 .....	17
图 22: 第二阶段北向资金的持仓变化 .....	17
图 23: 第二阶段各行业 3 个月内的涨跌幅 .....	17
图 24: 第三阶段北向资金的持仓变化 .....	17
图 25: 第三阶段各行业 3 个月内的涨跌幅 .....	17
图 26: 目前北向资金持仓的行业分布 .....	18
图 27: 近三个月各行业涨跌情况 .....	18

## 1. 美联储金融危机后的政策退出过程

图 1: 美联储货币政策退出路径



资料来源: 公开资料, 渤海证券研究所

2008年11月至2012年12月期间, 美联储实施了四次量化宽松计划。2007年次贷危机传导至金融市场后, 美联储开始进行干预, 连续10次降息, 将联邦目标利率由5%-5.25%下调至0%-0.25%, 进入零利率阶段。利率调控空间受限后, 美联储开始大规模购买抵押贷款支持证券、机构债、美国国债等非常规货币政策工具, 向市场注入流动性, 并通过压低长期利率来刺激经济。

具体来看, QE1阶段(2008年11月至2010年3月), 美联储累计购买1.73万亿美元资产, 其中包括1.25万亿美元抵押贷款支持证券、1750亿美元机构债和3000亿美元长期国债; QE2阶段(2010年10月至2011年6月), 美联储共购买6000亿美元国债, 平均每月购债750亿美元; QE3阶段(2012年9月至就业明显好转), 美联储宣布启动不设期限、每月购买400亿美元抵押贷款支持证券, 并将超低的联邦基金利率指引延长至2015年年中; QE4阶段(2012年12月至就业明显好转, 美联储宣布将每月购买450亿美元国债。

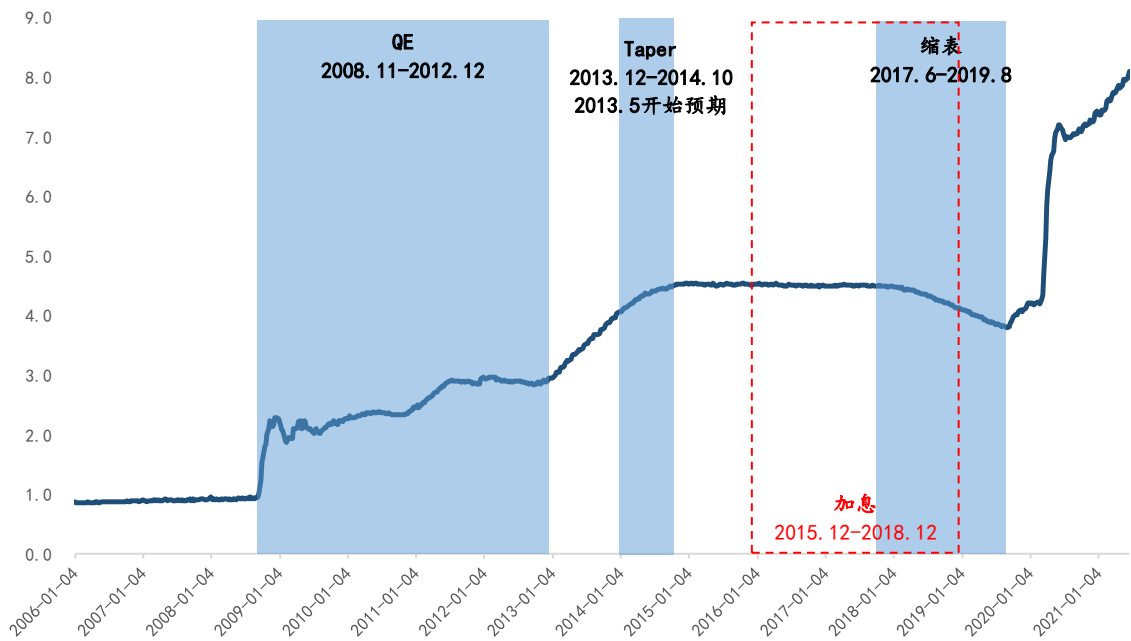
2013年5月至12月, 在四轮QE将美国经济拉回正轨、失业率逐步回落至7%

后，美联储货币政策开始进入 Taper 阶段。2013 年 5 月 2 日，美联储议息会议首次提出“将根据经济前景变化来提高或减少资产购买计划”，而后 23 日美联储主席伯南克提及“如果发现美国就业市场持续好转，并有信心该好转趋势具有可持续性，美联储有可能在今后的几次会议中的某一次开始逐步放慢购买债券资产的速度”，市场对于美联储缩减 QE 的预期明显升温。而后，6 月 19 日，美联储议息会以后宣布了 Taper 的时间表。不过随后美联储推迟了 Taper 的时间点，直至 11 月 20 日，美联储再次将 Taper 提上日程，最终在当年 12 月 18 日，美联储正式宣布将于 2014 年 1 月起开始缩减 QE，即在 2014 年的 1 月、2 月、4 月、5 月、7 月、8 月和 10 月，每月减少 50 亿美元的 MBS 购买和 50 亿美元的中长期国债购买，11 月终止 QE3、QE4 购买计划，维持利率不变。

**2014 年 12 月至 2018 年 12 月，美联储进入加息阶段。**2014 年 10 月 29 日，美联储宣布结束 QE，意味着加息将成为美联储货币政策正常化的下一个重要步骤。而后 12 月的议息会议上，美联储对措辞进行微调，由“在相当长一段时间内将短期利率维持在超低水平”改为在货币政策正常化的启动问题上“保持耐心”，与 2004 年 6 月加息前所采用的措辞颇为相似，抬升市场加息预期。不过直至 2015 年 12 月美联储才正式宣布上调基准利率 25 个 BP 至 0.25%-0.5%，由此步入加息阶段。而后分别于 2016 年 12 月加息一次，2017 年 3 月、6 月、12 月加息三次，2018 年 3 月、6 月、9 月、12 月加息四次，历次加息幅度均为 25BP，在 2018 年末将联邦基准利率提至 2.25%-2.5%。

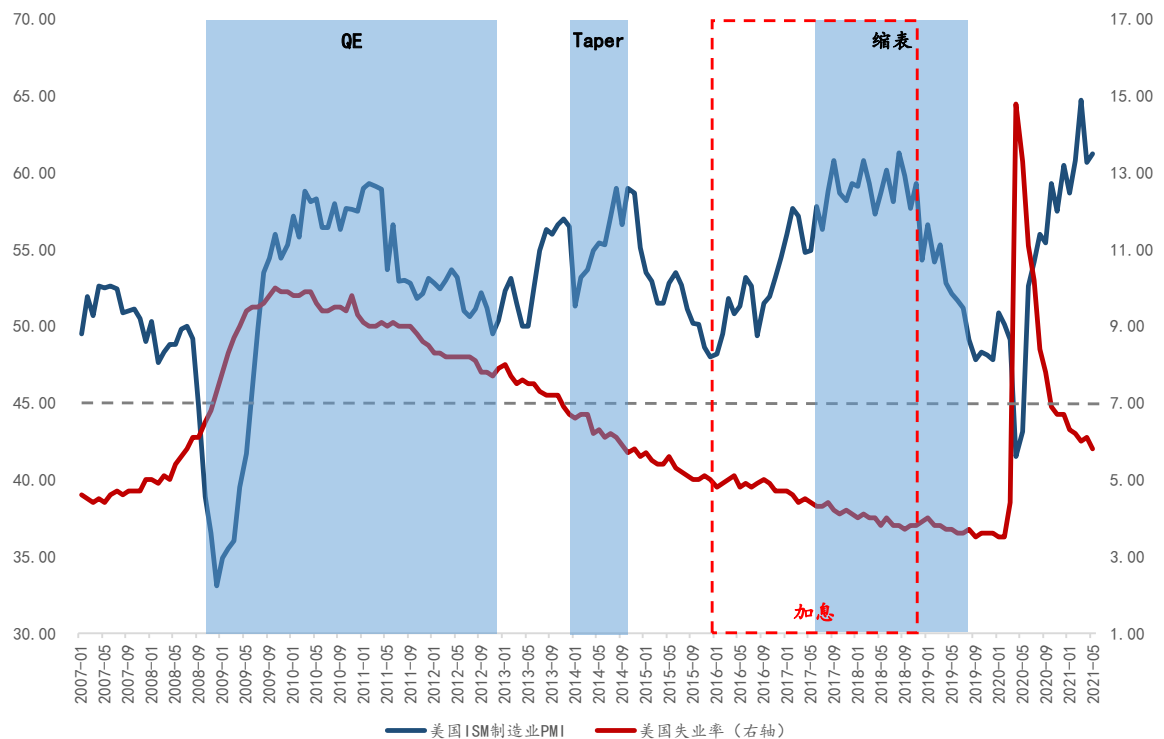
**2017 年 6 月至 2019 年 8 月，美联储进入缩表阶段。**2017 年 6 月 15 日，美联储议息会议决定加息 25 个基点至 1%-1.25% 区间，并提供了缩表的框架方案；而后 10 月，美联储正式启动渐进式“缩表”计划，开始缩减 4.5 万亿美金的资产负债表，直至 2019 年 8 月缩表计划终止，将美联储的资产负债表缩减至 3.8 万亿美元的水平。

图 2: 美联储资产负债表情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 3: QE 退出过程中美国经济的基本面



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

## 2. 退出期间的货币环境变化

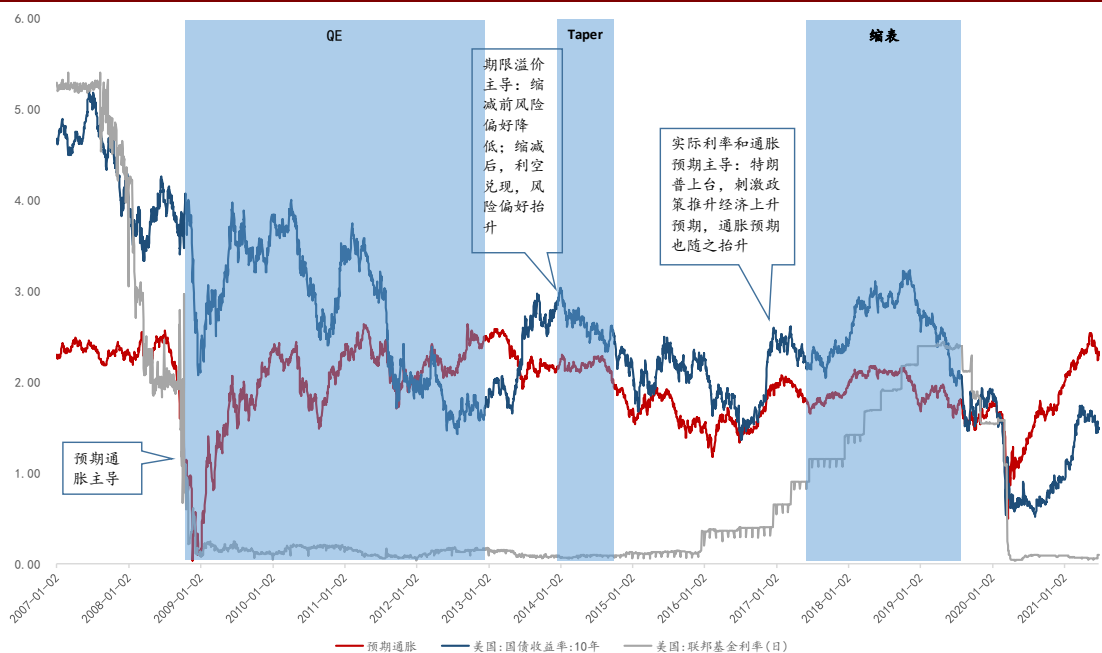
### 2.1 美债收益率在美联储货币政策正常化过程中的表现

美债收益率的主要影响因素主要是实际利率、通胀预期和期限溢价三个方面，即实际利率反映经济的整体回报水平，实际利率走高带动美债收益率抬升；通胀预期抬升，投资者会要求更高的收益率水平；期限溢价是指持有长期债券的债权人所要求的风险补偿，当风险偏好较低时，就会要求更高的期限溢价，从而推升美债收益率。

回顾美债收益率，QE 前后，美债收益率主要受通胀预期主导。2008 年 QE 前，美国经济下行压力下，美联储持续降息，带动美债收益率大幅回落；QE 期间，美债收益率基本随着预期通胀波动。

Taper 前后，美债收益率由期限溢价主导。Taper 前，当时的美联储主席伯克南透露将在就业市场好转时缩减 QE，流动性收紧预期下市场风险偏好走低，从而在通胀预期回落的背景下推升美债收益率；而后进入 Taper 阶段，缩减 QE 预期兑现，市场风险偏好逐步抬升，美债收益率也随之回落。

图 4: 美债收益率的情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

加息及缩表期间，美债收益率由实际利率和通胀预期主导。2016 年 11 月特朗普

当选美国总统，市场在新总统新政预期下，对于经济刺激计划抱有期待，对经济前景预期较为乐观，通胀预期也随之抬升，在这一时期，美债收益率飆升。而后在美联储逐步加息的推动下，美债收益率进一步上行。

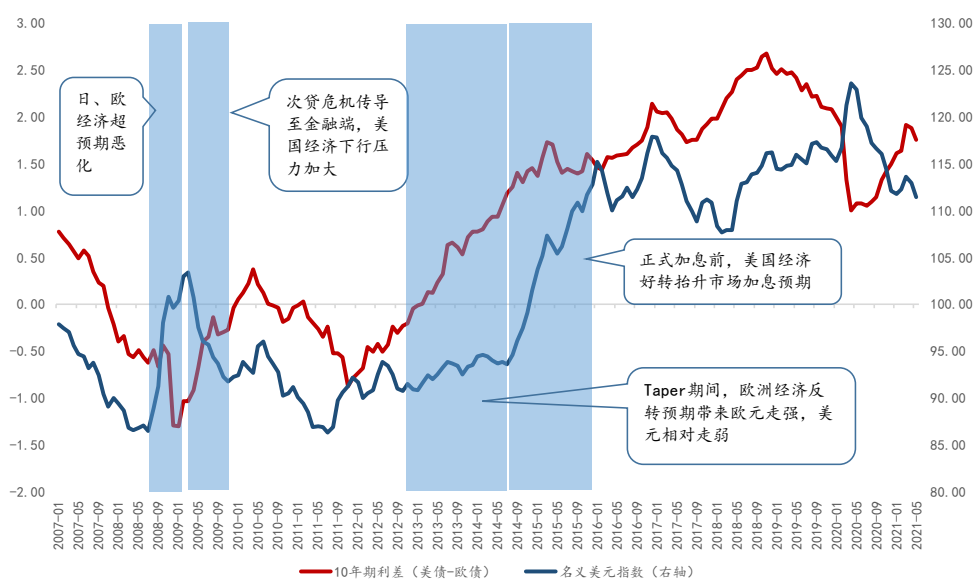
## 2.2 美元指数在美联储货币政策正常化过程中的表现

美元指数的主要影响因素来自经济基本面、利差水平以及避险情绪三个方面。经济基本面强势所带来的较高的资本回报率能够抬升美元资产的吸引力，推动美元走强；而各国之间的利率差异所带来的套利机会将推动国际资本在各国之间的短期流动，从而对汇率产生影响。

回顾美元指数、美债与欧债的利差走势，利差的升降基本可以解释美元的强弱，不过部分时期的逆势走向以及二阶导的差异还与美欧经济基本面有关。

逆势时期，2007 年以来受美联储降息影响，美债利差持续走低，美元持续走弱。不过在 2008 年 7 月至 2009 年 3 月期间，在美债利差进一步回落过程中，美元逆势走高，主要是由于在这段时期日、欧经济超预期恶化，由此引发美国及欧洲在降息与加息空间上存在不对称性，即美联储基准利率处于历史低位后续加息空间大，而欧洲利率处于相对高位，且经济下行压力加大背景下，后续将以降息为主。而后 QE 初期，尽管美债利差明显走高，但由于对美国经济的担忧，美元持续走弱。

图 5: 美元指数及美债利差的走势



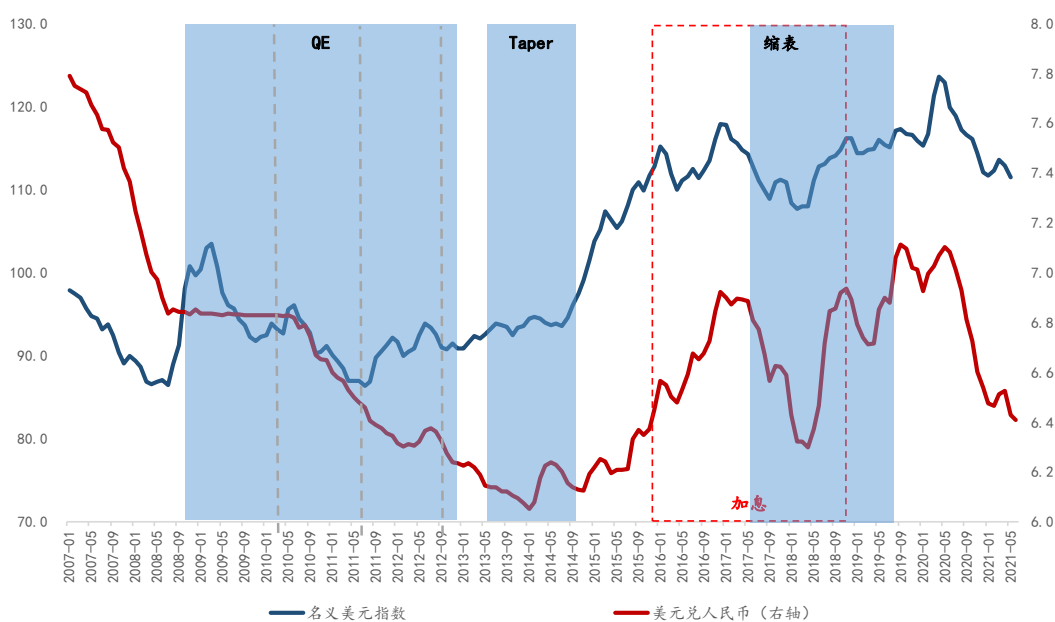
资料来源: Wind, 渤海证券研究所



此后，美元走势基本与美债利差同向，不过在 Taper 期间，受欧洲经济反转预期所带来的欧元走强影响，美元相对走弱；而正式加息前，受美国经济好转抬升市场加息预期影响，美元明显强势。综合来看，美联储退出 QE 期间，美元的走势除了与美国经济的相对强弱有关，还与市场对流动性拐点的预期密切相关，待拐点确立，美元上行趋势基本行至后半程。

美联储退出 QE 过程对新兴市场也产生了明显影响。首先人民币方面，2015 年“8·11”汇改前，人民币实行的是有管制的浮动汇率制，且由于贸易顺差持续扩大，人民币一直处于自身的升值过程中。“8·11”汇改后人民币中间价的市场化形成机制逐渐完善，由此开始随着一篮子货币波动。在美联储加息及缩表阶段，美元的大幅波动也带来了人民币的剧烈波动，快速贬值过程中使得国内市场面临国际资本的流出压力。

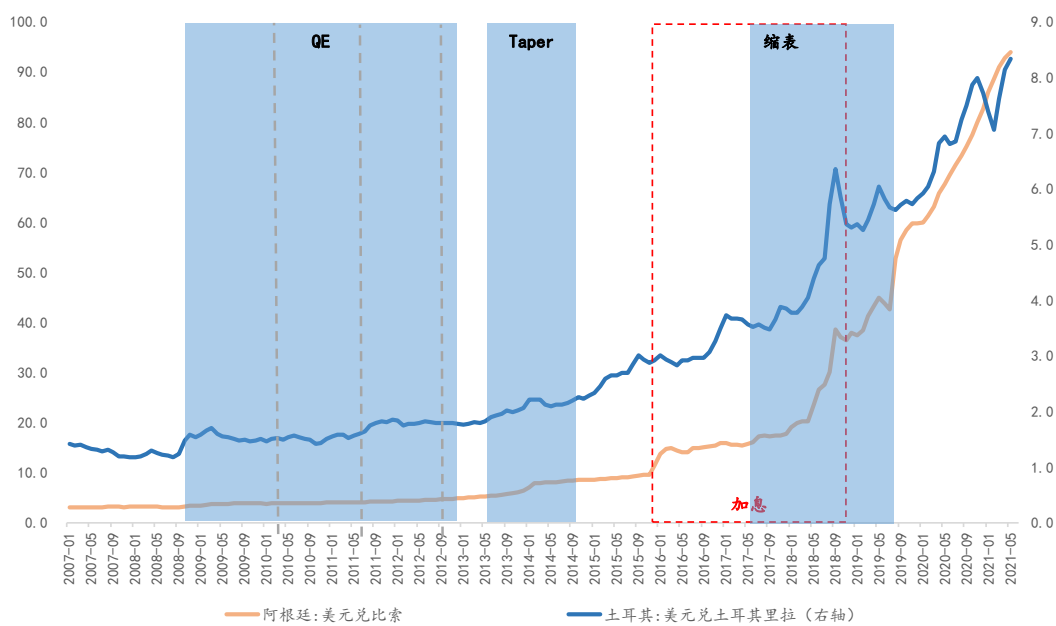
图 6: 美元指数及人民币汇率情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

而对于部分新兴国家而言，美联储退出 QE 的过程将带来更为严峻的债务危机。历史上，美元进入紧缩周期，新兴市场都将面临本币的贬值压力，此次紧缩周期中，阿根廷、土耳其等外债负担较大的经济体，本币大幅贬值，阿根廷比索和土耳其里拉在 2016-2018 三年间分别贬值 200%、77%，外债还本付息压力陡增，从而引发外债危机。

图 7: 新兴市场汇率情况



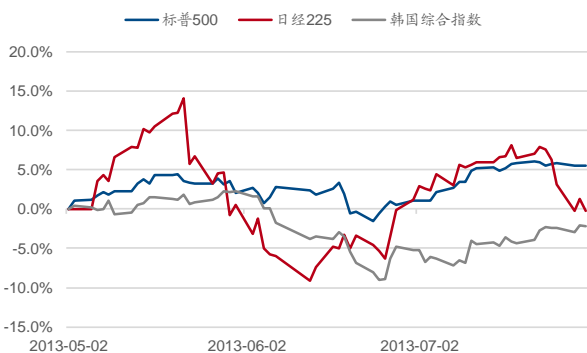
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

### 3. 退出期间美股及 A 股资产表现

#### 3.1 QE 退出阶段：预期引导市场下行

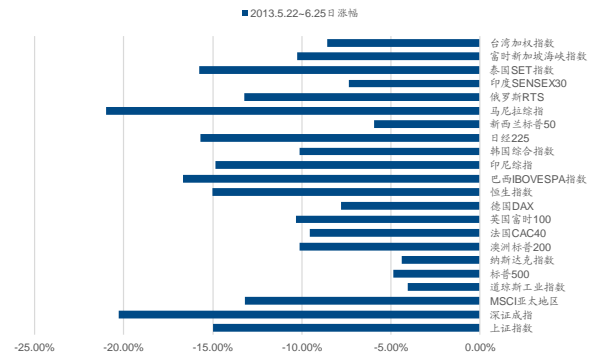
就 QE 退出阶段而言，在实际动作开始前预期的升温过程，主导了行情的下行。2013 年 5 月 22 日，美联储主席伯南克在国会听证会上表示有条件的在未来几个月考虑放慢购买债券速度的可能。全球资本市场应声出现了同步性的回落。美元资产在这样一轮全球资本市场的下行中，展现了更强的韧性，美股在随后一个多月的时间里整体仅回落了 5%，而包括日经、韩综指等一些亚太重要指数和新型市场的指数，则出现了大幅的回调过程。美联储的 QE 退出预期到来，引发了全球资本市场的震动。

图 8：伴随 QE 退出预期升温亚太重要指数快速回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

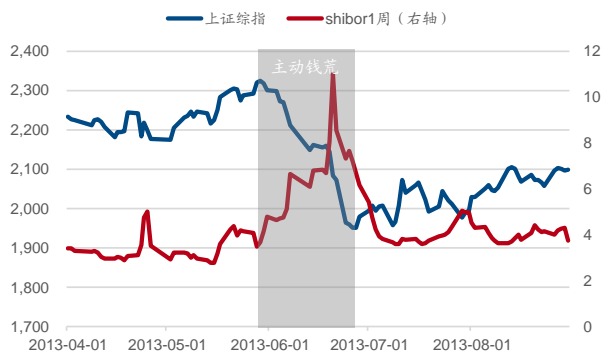
图 9：国际主要板块涨幅（2013.5.22~2013.6.25）



资料来源：Wind，渤海证券研究所

A 股虽同步出现回落，内部因素占据主导。A 股市场除了外部的流动性紧缩预期扰动外，央行也暂停公开市场操作并发行央票，带来了流动性的从紧预期。而伴随市场利率的走高和股市恐慌情绪的蔓延，央行于六月下旬开始政策转向，向一些符合宏观审慎要求的金融机构提供了流动性支持，一些自身流动性充足的银行也开始发挥稳定器作用向市场融出资金。6 月 25 日，隔夜质押式回购利率已回落至 5.83%，比 6 月 20 日回落了 592 个基点。A 股市场也随着流动性压力的缓解，很快见底。应该说美联储 QE Tapper 预期只是 A 股回落的导火索，我国央行的主动行为是国内市场出现回落的主导因素。而市场的总体估值不贵，降低了指数的维稳压力，也使得央行转向后，指数就此企稳。

图 10: 2013 年央行主动钱荒和上证走势



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

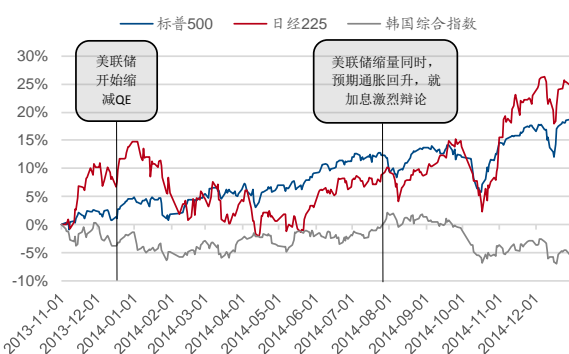
图 11: A 股上证综指 PE (TTM)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

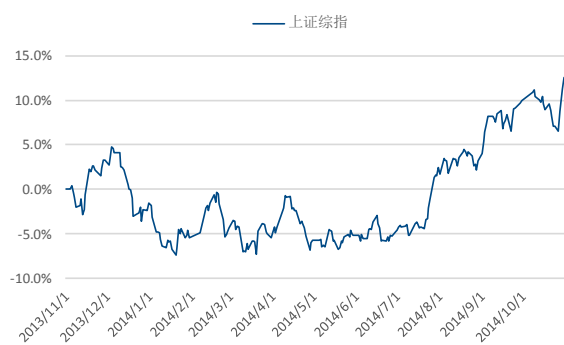
当 QE 缩减步伐真正开启后, 美股反而呈现震荡回升过程。由于经济的稳步向好, 市场对业绩趋向乐观, 推动 QE 缩减过程中美股的不断走牛。在加息预期回升前, 美股并无大幅调整过程。对于 A 股而言, 总体市场节奏受 QE 缩减因素较小, 包括新股发行制度改革等因素主导了阶段性的行情变化。

图 12: 缩减 QE 实施过程中美股不断走牛



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

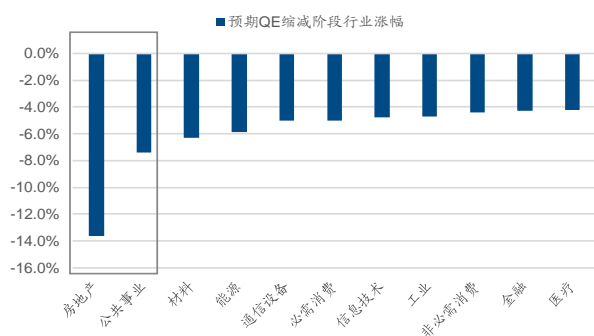
图 13: 上证综指 QE 退出阶段波动趋于平稳。



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

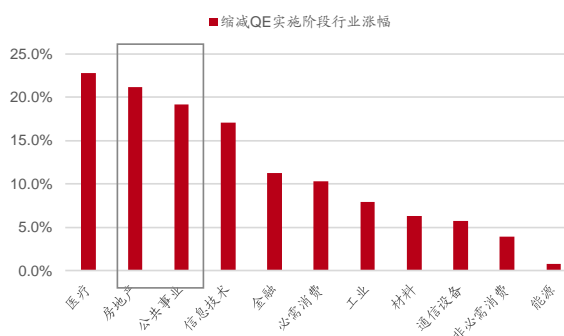
就行业表现而言, 美股 QE 退出阶段回撤幅度最大的板块, 反而在 QE 实施阶段反弹幅度较大, 这或与靴子落地、美国经济持续向好等因素有关。

图 14: 标普 500 行业涨幅 (2013.5.22~2013.6.25)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

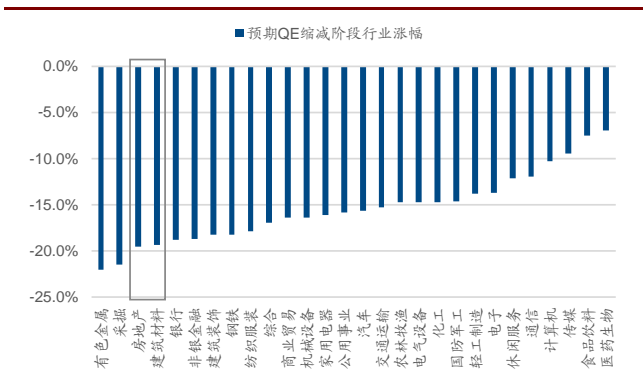
图 15: 缩减 QE 阶段标普 500 行业涨幅



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

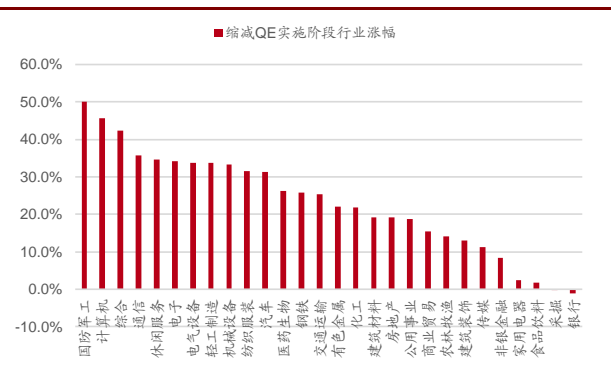
A 股在上述两阶段的表现则与美股既有相似性又有明显的差别。下跌阶段与美股较为相似，除了挂钩美元的资源品有色、采掘在这一阶段跌幅更大外，房地产、建筑材料也与美股相似出现较大回撤。而在反弹阶段，情绪修复更主要围绕 A 股自身逻辑展开，国防军工受益科研院所注入预期而领涨市场，偏中小市值的 TMT 则与业绩增速回升下，钱紧后的抱团行情有关。

图 16: A 股市场行业涨幅 (2013.5.22-2013.6.25)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: 缩减 QE 阶段 A 股市场行业涨幅 (2013.12.17-2014.10.29)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

### 3.2 加息和缩表过程: 风险在最后一次加息

美联储于 2015 年末开启了 3 年的加息周期，在这 9 次加息过程中对市场的总体冲击不大。

2015 年加息一次: 2015 年末第一次加息实施后，三大股指当日反而出现上涨，加息预期已经提前被市场消化。而此后不久，2016 年开年后 A 股的两次熔断，带来了全球资本市场的恐慌性共振，全球指数的回落压力更多由 A 股因素所主导。

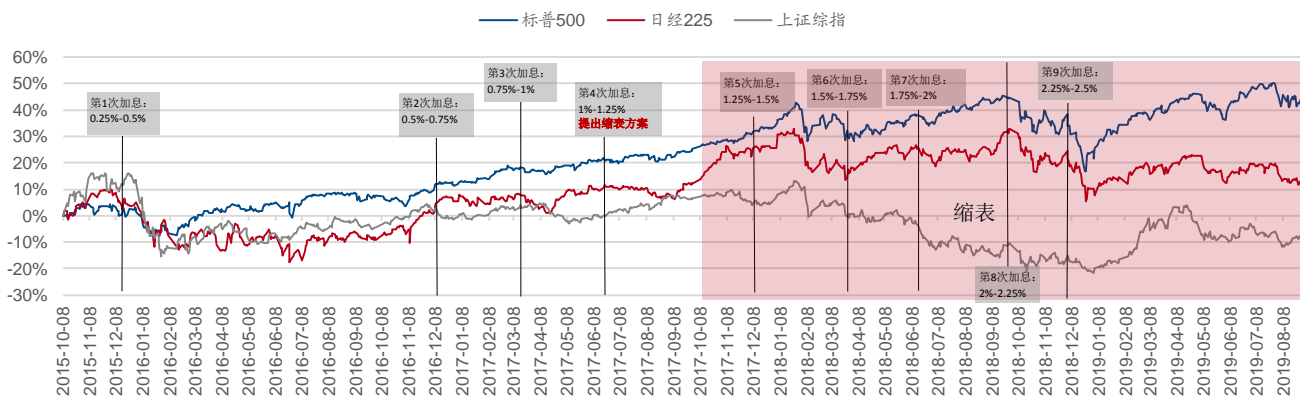
2016 年加息一次: 进入 2016 年后，美联储的加息节奏明显慢于预期。年内加息预期次数从 4 次缩减至 2 次，最终只在年末加息 1 次。第二次加息在加息前已被市场完全预期，对市场几乎毫无影响。相比于美股的平稳攀升，A 股在加息阶段则叠加了监管对险资举牌等因素的严监管过程，市场下跌的主因依然在国内。

2017 年加息三次: 2017 年是美股牛市的一年，上市公司的盈利超预期及特朗普减税预期逐步兑现，不仅使得美股在加息过程中展现了我行我素的特征，即便是 6 月份加息同时公布的缩表方案，也没令美股出现明显的下行。而 A 股则全年震荡市行情，在 3 月加息前，央行曾 2 次累计提高 7 天逆回购利率 20BP，至 2.45%，12 月份再次跟随提升 5BP 的逆回购利率。但 A 股市场也并未因此出现持续性下

行。这一年 A 股的底层基础变化较大，从清查委外，到减持新规、资管新规，再到 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数，一系列大的底层动作的酝酿使得美联储加息的影响变得相对次要。

2018 年加息四次：在这四次加息过程中，同步伴随了联储的缩表过程，前两次加息过程虽然伴随中美贸易摩擦的升温，美股出现扰动，但总体回落幅度不大，真正的压力从第三次加息开始出现，伴随加息进程，美国 10 年期国债收益率很快升至 3.23%，创下 2011 年以来的高点，并且 3.7 的失业率也创出了 2000 年以来新低，这也意味着驱动美国经济向好的就业提升可能已经到达极限。美债收益率的高企和预期的快速变化导致权益资产吸引力的减退。而更大的危机出现在第四次加息前后，伴随加息进程的推进，对美国经济见顶的担忧使得美国十年期国债收益率在 12 月份快速下行，并引发美国债 3 年期和 5 年期收益率的倒挂，担忧情绪的快速发酵使得美股快速回落。对于 A 股而言，贸易摩擦和去杠杆的发酵主导了上半年 A 股的回落，三季度开始市场跌势有所减弱，但四季度美股的回落使得即便有我国央行降准及中美贸易问题和缓预期，也未能显著降低 A 股市场的冲击。

图 18: 加息、缩表节奏和标普 500、日经 225、上证综指走势



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

## 4. 未来的展望

### 4.1 基于历史经验的总结展望

美联储流动性收紧的风险点，应更警惕收紧前和紧缩的最后阶段。从美联储 2013 年后的一系列紧缩操作来看，在决定加息之前透露出的紧缩预期更可能带来市场的恐慌。一方面，经济的复苏程度还存在较多不确定性；另一方面，市场会担心一旦货币收紧可能使复苏进程终止，带来市场基本面的向下。而当美联储的紧缩真正开始时，往往需要经济的确切景气，尽管货币政策有所回收，但经济及上市公司业绩的确切性更高，使得权益市场并不因紧缩而遭遇大的冲击。另一比较风险的时点，在紧缩的最后阶段，当经济已经出现见顶信号，而货币政策还延续收紧，市场甚至出现长短倒挂等一系列异常现象，风险就此出现。总体来看，与经济恢复相匹配的紧缩，不会对美股产生实质性影响。真正的风险，往往发生在经济没那么好而紧缩的压力却传导而至的阶段。

A 股市场更主要受国内货币政策的跟随动作影响，长期会以自身的逻辑来驱动行情发展，美联储的紧缩行为更可能只带来脉冲性市场影响。仅就下半年而言，由于我国的疫情控制较早，且货币政策回收较早，因此国内的货币政策有足够的缓冲空间，避免我国央行在美联储进行紧缩后，进行实质的跟随操作。因而短期维护市场的平稳，为经济的转型过程创造更稳定的货币政策环境，应是当前及未来很长一段时间央行的政策方向。下半年，A 股受到由国内流动性收紧带来市场冲击的可能性较小。

外资由风险偏好变化导致流出 A 股的风险依旧不能排除，但监管已高度重视，相应对冲手段或已酝酿。从美联储的流动性收紧过程来看，虽然对美股冲击较小，但对新兴市场国家冲击较大，或由此导致外资系统性低配新兴市场指数，带来 A 股的资金流出压力。但与此同时，监管已经在多个公开场合，对外资的大进大出表示关注，由此我们预计在对风险有准确预判的情况下，相应风险被化解的可能性较高。市场如因此出现意外下跌，或更可能为投资者带来逢低配置的机会。

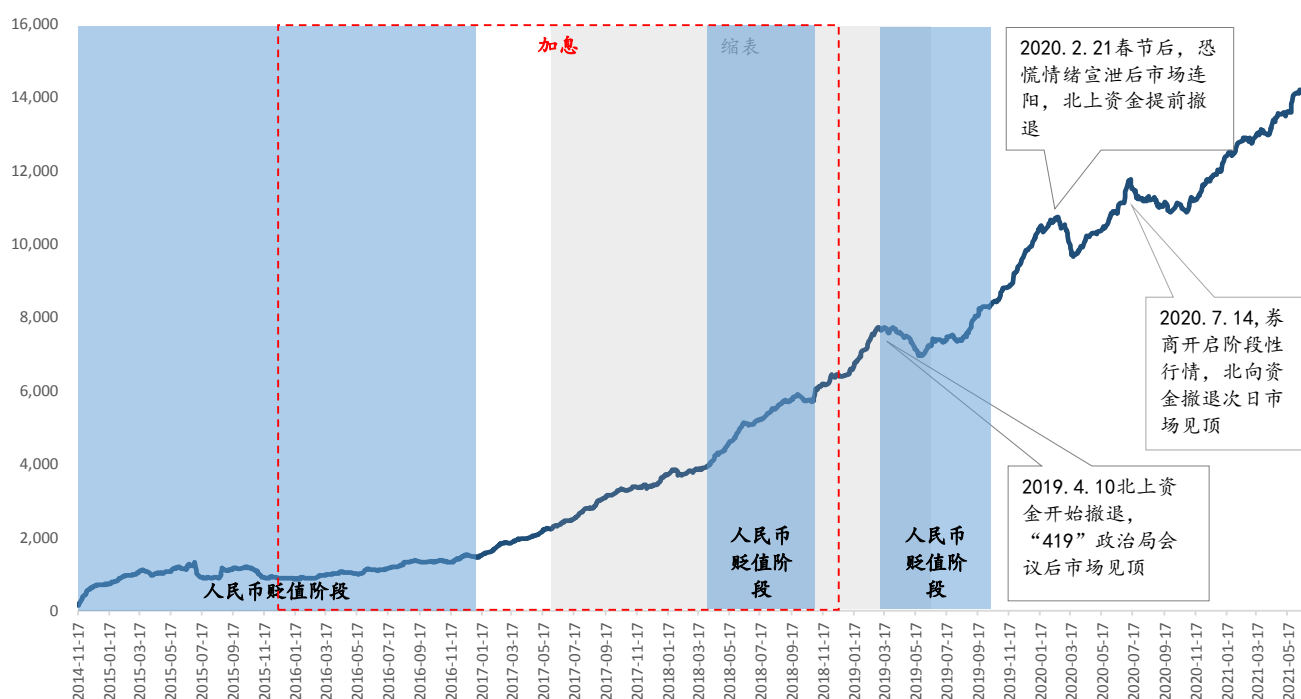
### 4.2 基于北向持仓的展望

美联储退出 QE 的过程中，美元趋势性的强势或导致国际资本的回流。2014 至 2016 年，人民币对美元趋势性贬值，在这一过程中，北向资金对 A 股的配置整体较为

稳定，不过出现一定阶段的减配。在 2018 年，人民币阶段性贬值阶段，北向资金仍在持续大幅增配 A 股市场；2019 年人民币阶段性贬值阶段，北向的流入虽有波动，但整体也为增配。因而整体看来，美元较长时间的走强或对外资增配 A 股的意愿形成压制，而阶段性走强并不会导致国际资本的外流。

接下来，美联储退出 QE 或带来的美元走强，A 股仍存在外资减配的风险。我们梳理北向资金近些年阶段性减配 A 股时，其持仓变化的特点，以供参考。

图 19: 美联储加息及缩表阶段，北上资金的情况



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

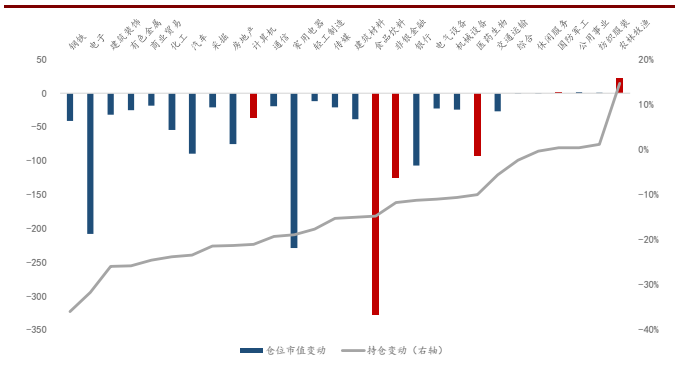
注: 蓝色阴影为人民币贬值阶段, 红色虚线为加息阶段, 灰色阴影为缩表阶段

近些年北向资金阶段性减配 A 股主要有三个阶段，分别为“419”中央政治局前夕、2020 年春节后的连阳行情后、2020 年 7 月券商启动阶段性行情后。

我们用仓位变动与建仓前的持仓市值相比，获得北向资金阶段性持仓变化。第一阶段，即 2019 年“419”政治局会议前夕，北向资金对前期累计涨幅较多的行业并没有进行明显的减配，甚至增配了累计涨幅首位的农林牧渔，减仓较多的行业主要是钢铁、电子、建筑装饰、有色金属等涨幅居后的行业。



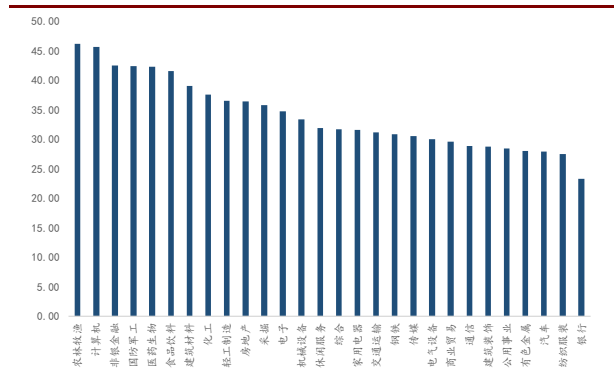
图 20：第一阶段北向资金的持仓变化



资料来源：Wind，渤海证券研究所

注：红柱为三个月内涨幅居前的行业

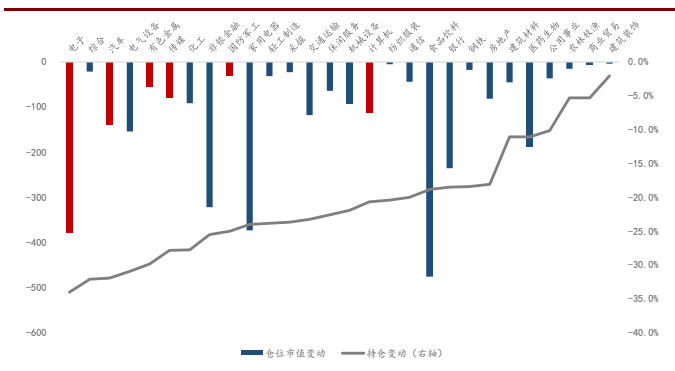
图 21：第一阶段各行业 3 个月内的涨跌幅



资料来源：Wind，渤海证券研究所

第二阶段，即 2020 年春节后市场连阳行情后，北上资金对前期累计涨幅居前的行业进行了明显的减配，涨幅居前的行业在持仓升序排列中居前。

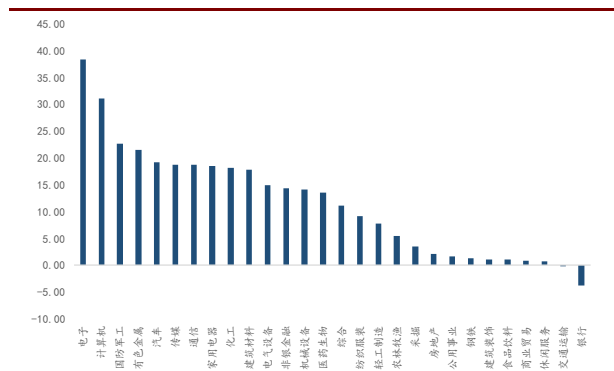
图 22：第二阶段北向资金的持仓变化



资料来源：Wind，渤海证券研究所

注：红柱为三个月内涨幅居前的行业

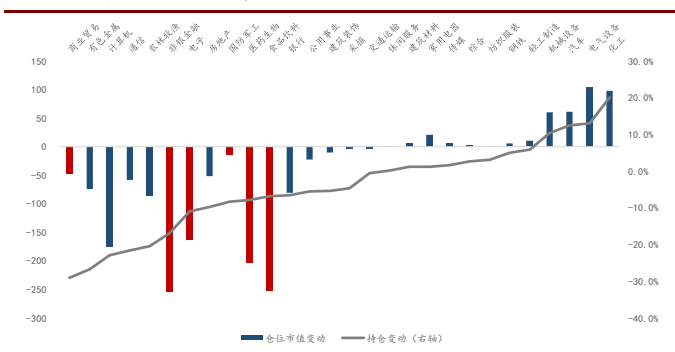
图 23：第二阶段各行业 3 个月内的涨跌幅



资料来源：Wind，渤海证券研究所

第三阶段，即在 2020 年 7 月券商启动阶段性行情后，北上资金的持仓变化与第二阶段相似，也是减配前期累计涨幅较大的行业，增持的行业累计涨幅在近三个月居中位。

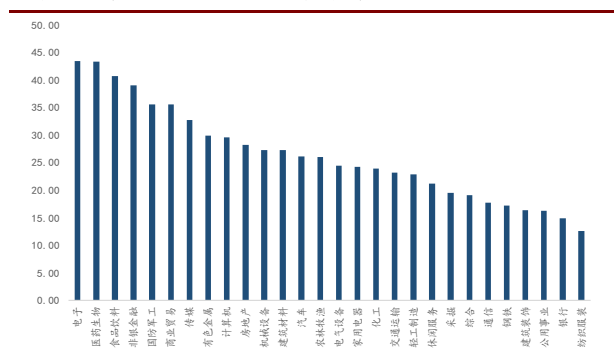
图 24：第三阶段北向资金的持仓变化



资料来源：Wind，渤海证券研究所

注：红柱为三个月内涨幅居前的行业

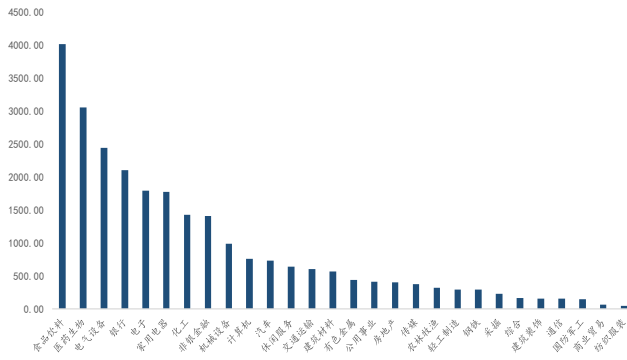
图 25：第三阶段各行业 3 个月内的涨跌幅



资料来源：Wind，渤海证券研究所

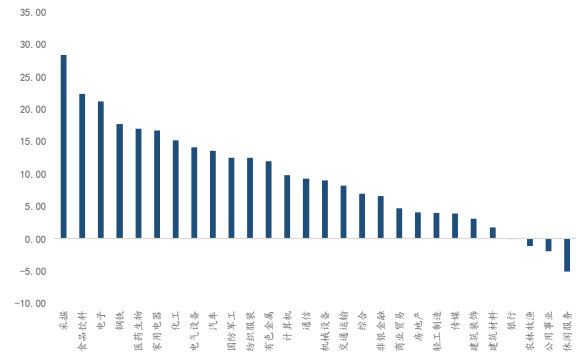
整体来看，目前北上资金的持仓主要分布在食品饮料、医药生物、电气设备、银行、电子、家用电器等行业，考虑到累计涨幅较大的行业面临北上资金减持的风险相对较大，采掘、食品饮料、电子、钢铁、医药生物、家用电器等行业存在北向资金减持风险。

图 26：目前北向资金持仓的行业分布



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 27：近三个月各行业涨跌情况



资料来源：Wind，渤海证券研究所

## 投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

## 渤海证券股份有限公司研究所

## 副所长&amp;产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

## 汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

## 机械行业研究

郑连声

+86 22 2845 1904

宁前羽

+86 22 2383 9174

## 银行业研究

王磊

+86 22 2845 1802

吴晓楠

+86 22 2383 9071

## 非银金融行业研究

王磊

+86 22 2845 1802

## 医药行业研究

陈晨

+86 22 2383 9062

## 计算机行业研究

徐中华

+86 10 6810 4898

## 家电行业研究

尤越

+86 22 2383 9033

## 传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

## 食品饮料行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

## 宏观、战略研究&amp;部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

## 固定收益研究

马丽娜

+86 22 2386 9129

张婧怡

+86 22 2383 9130

李济安

+86 22 2383 9175

## 金融工程研究

宋旻

+86 22 2845 1131

陈菊

+86 22 2383 9135

韩乾

+86 22 2383 9192

杨毅飞

+86 22 2383 9154

## 金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

## 策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

## 博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

## 博士后工作站

苏菲 绿色债券

+86 22 2383 9026

刘精山 货币政策与债券市场

+86 22 2386 1439

## 综合管理

齐艳莉 (部门经理)

+86 22 2845 1625

李思琦

+86 22 2383 9132

## 机构销售·投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

王文君

+86 10 6810 4637

## 合规管理&amp;部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

## 风控专员

张敬华

+86 10 6810 4651

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)