新时代证券 New Times Securities

是否还有二次调整？

——策略周报

投资周报

- **近期的基金发行降温将会持续一个季度左右，这是股市二季度的某个时候可能出现二次调整的内在原因。基于对 2021 年盈利非常乐观的判断，我们认为 4 月底-5 月的某个时候也许会出现二次调整，但幅度可控。过早规避或以非常保守的态度应对二次调整可能会得不偿失。短期来看，市场目前依然处在技术性反弹的过程中。**
- **（1）二次调整的内在原因：基金发行降温，增量资金逻辑至少在季度内难以恢复。**由于市场的波动，2019 年以来，新成立基金份额出现过多次快速下行，分别出现在 2019 年 Q4、2020 年 Q2、2020 年 Q3 和 2021 年 3 月至今。由于这一次基金重仓股调整幅度相对更大，基金发行降温的速度也是历次中最快的，已经超过疫情后股市基金发行降温的速度了。
- 按照历史经验，假设居民入市大趋势没有明显改变，那么这一次基金发行降温将会持续一个季度左右，所以二季度大概率股市难以迎来增量资金，市场的波动主要由存量资金的仓位调整。我们认为，这将会是股市二季度的某个时候出现二次调整的内在重要原因。但是二次调整的幅度有时候会有很大的差异，2019 年 Q4 的二次调整比前期低点略低一点，2020 年 Q4 的二次调整没有创新低，2020 年 Q2 的二次调整更小，只表现为上涨途中的回撤。基于对 2021 年盈利、流动性的综合判断，我们认为 4 月底-5 月的某个时候可能会出现二次调整，但幅度可控。过早规避或以非常保守的态度应对二次调整可能会得不偿失。
- **（2）可能的触发因素一：基数效应带来的社融或经济拐点。**由于基数效应的影响 2021 年 Q1 各行业同比数据可能都会非常高，但是 Q2 开始，基数可能会导致增速看起来不那么亮眼。短期来看，即将公布的 3 月社融数据，从同比上来看，可能很难太好，因为 2020 年 3 月 5.18 万亿的基数较高。
- 如果剔除基数的影响，我们认为 2021 年经济改善的趋势远没有结束，同比改善速度的下降，不足以形成较大的影响，这一因素带来的冲击，一旦出现，将会是反向做多的好时机。
- **（2）可能的触发因素二：利率以及货币政策的紧缩预期。**2 月国内的短期利率和美国的长期利率有过持续的扰动，但 3 月之后，投资者对国内利率预期非常稳定，长期和短期利率有小幅的下行。战略上，我们认为现在的利率水平依然很低，因为大部分利率只是回到了 2019 年的水平，并不是很高，而且从金融机构人民币贷款加权平均利率来看，企业融资成本尚未明显抬升。所以目前的利率水平依然健康。
- 战术上，需要重点观察 4 月下旬中央政治局会议，观察 2021 年货币政策的基调是否会调整。如果出现较为紧缩的信号，不排除带来市场的二次调整。
- **（4）短期策略：4 月技术性反弹，月底-5 月存在二次调整的可能，空间不大。**
- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

推荐（维持评级）

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

相关报告

《再次上涨的信号是什么》2020-08-02
《调整的时间和空间》2020-07-26
《多头已战略性胜利》2020-07-12
《部分消费可能会突破估值天花板》2020-07-07
《资金将会继续推升股市》2020-06-28
《消费可能会适度泡沫化》2020-06-21
《增量基金稳定市场热度》2020-06-14
《6 月转乐观》2020-06-07
《外部冲击弱于 2019》2020-03-22
《应对尾部风险》2020-03-22
《市场当下的犹豫》2020-03-22

目 录

1、 策略观点：是否还有二次调整？ 3
2、 上周市场变化 7

图表目录

图 1: 新成立基金份额快速下降 3
图 2: 3 月社融同比将会面临 2020 年 3 月高基数的压制 4
图 3: 企业融资成本尚未开始抬升 4
图 4: 政策目标利率依然较为稳定 4
图 5: A 股主要指数周涨跌幅 7
图 6: 申万一级行业周涨跌幅 7
图 7: 申万风格指数周/月涨跌幅 7
图 8: 概念类指数周涨跌幅 7
图 9: 全球市场重要指数周涨跌幅 8
图 10: 重要商品指数周涨跌幅 8
图 11: 2020 年全球大类资产收益率 8
图 12: 沪股通累计净买入 8
图 13: 融资余额 8
图 14: 新发行基金份额 9
图 15: 基金仓位估算 9
图 16: 银行间拆借利率和公开市场操作 9
图 17: 央行公开市场和国库定存净投放 9
图 18: 长期国债利率 9
图 19: 各类债券与同期限国债利差 9

表 1: 近期利多利空全梳理 5
表 2: 板块配置观点 5

1、 策略观点：是否还有二次调整？

近期的基金发行降温将会持续一个季度左右，这是股市二季度的某个时候可能出现二次调整的内在原因。基于对 2021 年盈利非常乐观的判断，我们认为 4 月底-5 月的某个时候也许会出现二次调整，但幅度可控。过早规避或以非常保守的态度应对二次调整可能会得不偿失。短期来看，市场目前依然处在技术性反弹的过程中。

（1）二次调整的内在原因：基金发行降温，增量资金逻辑至少在季度内难以恢复。由于市场的波动，2019 年以来，新成立基金份额出现过多次快速下行，分别出现在 2019 年 Q4、2020 年 Q2、2020 年 Q3 和 2021 年 3 月至今。由于这一次基金重仓股调整幅度相对更大，基金发行降温的速度也是历次中最快的，已经超过疫情后股市基金发行降温的速度了。

图1： 新成立基金份额快速下降

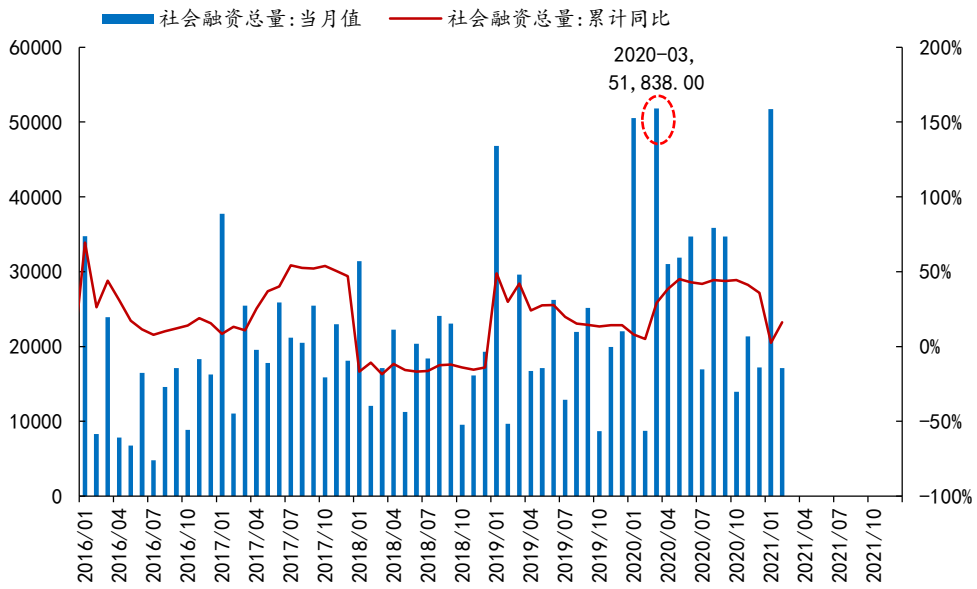


资料来源：Wind、新时代证券研究所

按照历史经验，假设居民入市大趋势没有明显改变，那么这一次基金发行降温将会持续一个季度左右，所以二季度大概率股市难以迎来增量资金，市场的波动主要由存量资金的仓位调整。我们认为，这将会是股市二季度的某个时候出现二次调整的内在重要原因。但是二次调整的幅度有时候会有很大的差异，2019 年 Q4 的二次调整比前期低点略低一点，2020 年 Q4 的二次调整没有创新低，2020 年 Q2 的二次调整更小，只表现为上涨途中的回撤。基于对 2021 年盈利、流动性的综合判断，我们认为 4 月底-5 月的某个时候可能会出现二次调整，但幅度可控。过早规避或以非常保守的态度应对二次调整可能会得不偿失。

（2）可能的触发因素一：基数效应带来的社融或经济拐点。由于基数效应的影响 2021 年 Q1 各行业同比数据可能都会非常高，但是 Q2 开始，基数可能会导致增速看起来不那么亮眼。短期来看，即将公布的 3 月社融数据，从同比上来看，可能很难太好，因为 2020 年 3 月 5.18 万亿的基数较高。

图2： 3月社融同比将会面临2020年3月高基数的压制

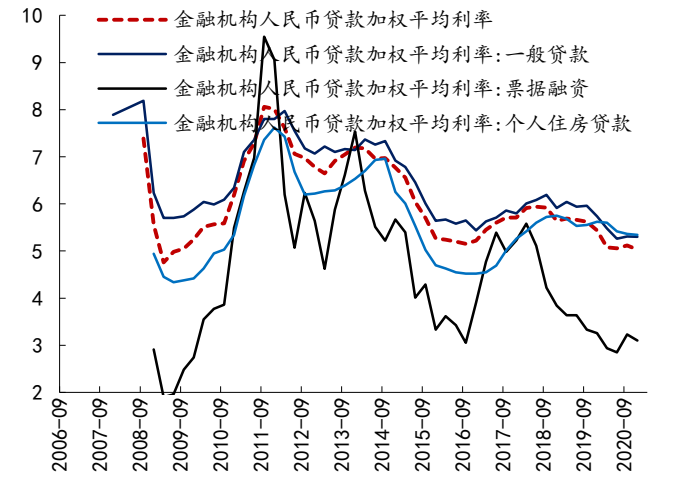


资料来源：Wind、新时代证券研究所

如果剔除基数的影响，我们认为2021年经济改善的趋势远没有结束，同比改善速度的下降，不足以形成较大的影响，这一因素带来的冲击，一旦出现，将会是反向做多的好时机。

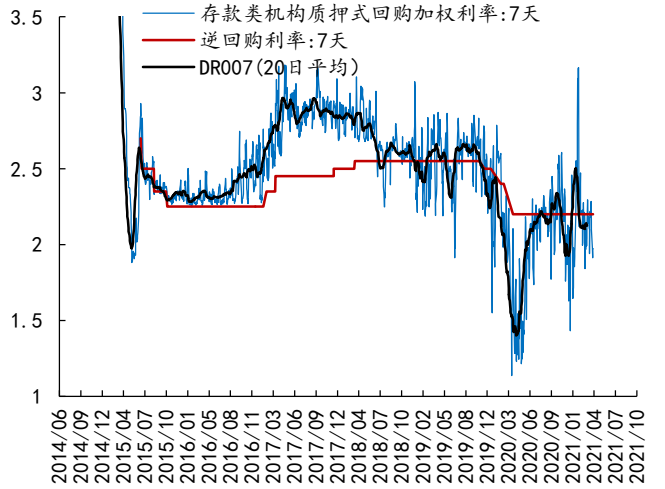
（3）可能的触发因素二：利率以及货币政策的紧缩预期。2月国内的短期利率和美国的长期利率有过持续的扰动，但3月之后，投资者对国内利率预期非常稳定，长期和短期利率有小幅的下行。战略上，我们认为现在的利率水平依然很低，因为大部分利率只是回到了2019年的水平，并不是很高，而且从金融机构人民币贷款加权平均利率来看，企业融资成本尚未明显抬升。所以目前的利率水平依然健康。

图3： 企业融资成本尚未开始抬升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 政策目标利率依然较为稳定



资料来源：Wind，新时代证券研究所

战术上，需要重点观察4月下旬中央政治局会议，观察2021年货币政策的基调是否会调整。如果出现较为紧缩的信号，不排除带来市场的二次调整。

（4）短期策略：4月技术性反弹，月底-5月存在二次调整的可能，空间不大。

这一次基金发行降温将会持续一个季度左右，所以二季度大概率股市难以迎来增量资金，市场的波动主要由存量资金的仓位调整。这是股市二季度的某个时候出现二次调整的内在重要原因。但是二次调整的幅度有时候会有很大的差异，2019 年 Q4 的二次调整比前期低点略低一点，2020 年 Q4 的二次调整没有创新低，2020 年 Q2 的二次调整更小，只表现为上涨途中的回撤。基于对 2021 年盈利、流动性的综合判断，我们认为 4 月底-5 月的某个时候可能会出现二次调整，但幅度可控。过早规避或以非常保守的态度应对二次调整可能会得不偿失。虽然市场目前依然处在技术性反弹的过程中。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) IMF 上调全球经济增速预期，预计 2021 年的全球经济增速为 6%，较 1 月上调了 0.5 个百分点；预计中国经济将增长 8.4%，较 1 月上调 0.3 个百分点； (2) 拜登宣布美国将提前开放全体成年人新冠疫苗接种资格。
利空	(1) 美参议院将讨论全面对抗中国议案； (2) 智利等国家新冠疫情再次爆发。
未来重点事件	(1) 本周公布社融数据； (2) 2021 年 4 月下旬政治局会议； (3) 年报和 1 季报。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：商品涨价只完成了一半，周期股的行情依然没有结束，但是节奏上周期股进入投资的第二个阶段，波动可能会加大，需要重点寻找个股层面的预期差。我们建议关注有色、化工、保险、汽车、电子等行业中利润兑现逻辑较好的方向。这一轮经济回升中，受疫情影响最大的电影、航空、酒店、旅游等行业将是最晚进入景气周期的行业，估值低，且业绩拐点的逻辑刚开始发酵，建议重点关注。

表2： 板块配置观点

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
周期	①货币宽松带来商品通胀； ②龙头集中度提升； ③库存周期；	**3 月 PPI 同比上涨 4.4%，涨幅比 2 月扩大 2.7 个百分点；** **10 年期美债收益率突破 1.7%；** **南华工业品指数突破历史新高后有所调整，近期大幅反弹，目前高于 2006 年的历史最高点。**	周期股目前处在第二个阶段，震荡将会加大，经济分歧将会加大，第二个阶段末期将会是下一次加仓周期股的时间点。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE 稳定；	中国 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 33.8%，预期增长 32%。 中国 3 月 CPI 同比上涨 0.4%，预期涨 0.2%，前值降 0.2%；	春节后剧烈波动，短期内估计很难重新领涨，下一次领涨的催化剂大概率要等加息落地或业绩大超预期，具体时间待定。近期的反弹背后主要是利率担心的缓和。
可选消费	①上一轮需求下行影响消除； ②品牌和渠道深化利好龙头； ③新能源车、小家电等新消费。	**清明档总票房超 7 亿元，创影史同档期最高纪录。** 2021 年 3 月乘用车市场零售达到 175.2 万辆，同比受到疫情影响最大的 2020 年 3 月增长了	受疫情影响最大的电影、航空、酒店、旅游等行业将是最晚进入景气周期的行业，也建议重点关注。

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
		67.2%，同比 2019 年 3 月增长 0.2%。一季度的零售累计达到 509.2 万辆，同比增长 68.8%，实现了乘联会 2005 年开展零售数据统计以来一季度同期增速的历史新高。	
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； ③半导体库存周期；	2 月国内手机出货量 2175.9 万部，同比增 240.9%。其中 5G 手机出货量达 1507.1 万部，占同期手机出货量的 69.3%； 材料短缺、供需紧绷，大尺寸液晶面板价格连续 9 个月上涨，已较低点飙升 1 倍，迎来近十年最长涨价周期。	7 月中以来的调整，估值消化较为充分，部分子行业可能会显现出机会，推荐关注电子。
金融	①股市进入新的创新周期； ②高股息率；	**中国 2 月社融、信贷增量均超预期，M2 增速较快回升。**	建议重点布局保险，受益于利率上行。同时，历史经验表明，经济改善的第二年银行地产往往会有超预期的表现。由于市场的调整，券商的机会再次被延后。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

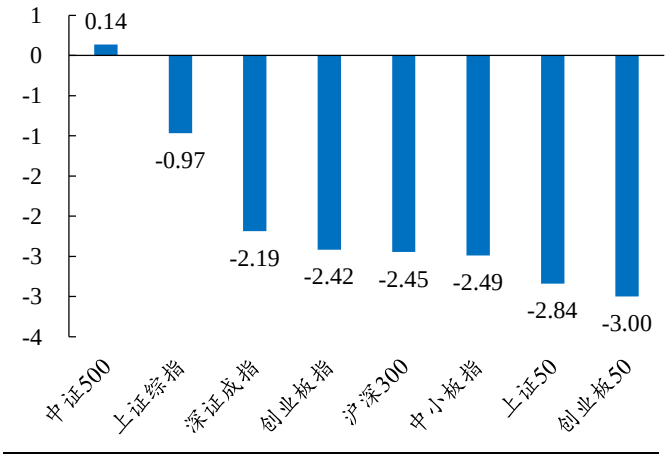
2、 上周市场变化

上周 A 股各指数有所回调，其中创业板 50（-3.00%）领跌。申万一级行业中，钢铁（8.02%）、综合（3.61%）、采掘（2.91%）领涨，休闲服务（-6.27%）、食品饮料（-4.85%）、电气设备（-3.92%）领跌。概念股中，打板指数（7.82%）、燃料电池指数（7.09%）和海南旅游岛指数（6.65%）领涨，黄酒指数（-2.79%）领跌。

上周全球股市涨跌不一，标普 500（2.71%）、富时 100（2.65%）和巴西圣保罗指数（2.10%）领涨。商品市场中，LME 锌（2.22%）领涨。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，LME 铜（14.98%）、标普 500（9.92%）和欧洲 STOXX50（8.51%）排名较高，而黄金（-8.08%）排名较低。

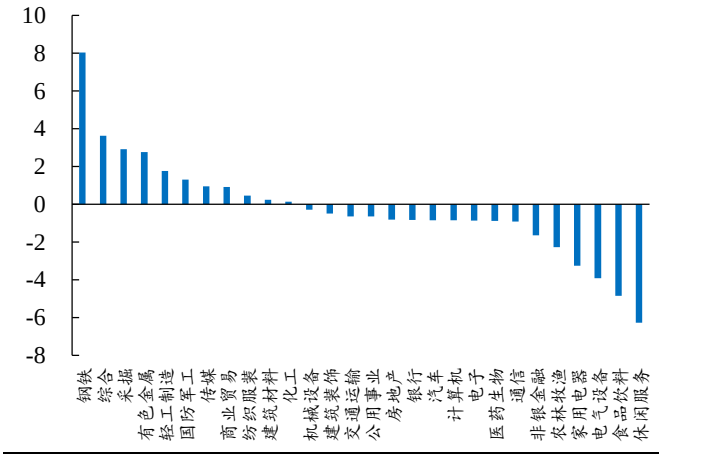
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 53.26 亿元（前值净流出 99.38 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 400 亿元，到期量 500 亿元。截止 2021 年 4 月 9 日，银行间拆借利率略微上升，十年期国债收益率较上周有所上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金有所减仓，偏股混合型基金有所减仓。

图5： A 股主要指数周涨跌幅



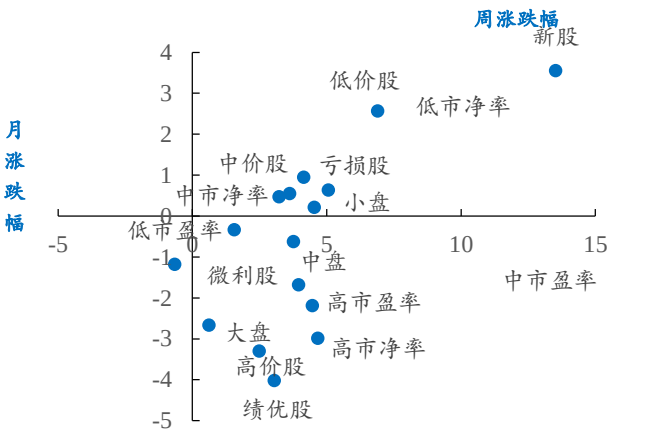
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万一级行业周涨跌幅



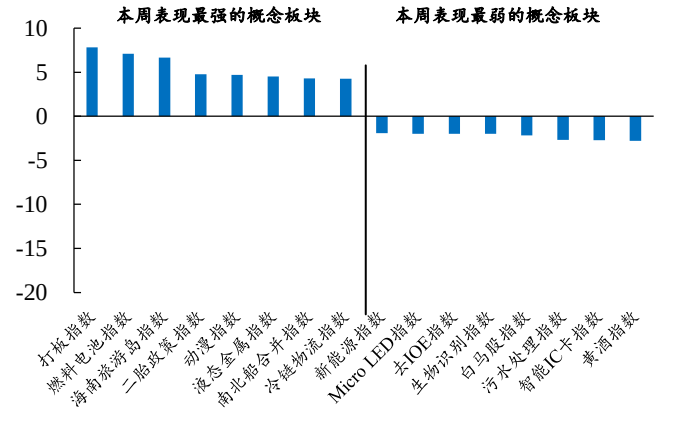
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万风格指数周/月涨跌幅



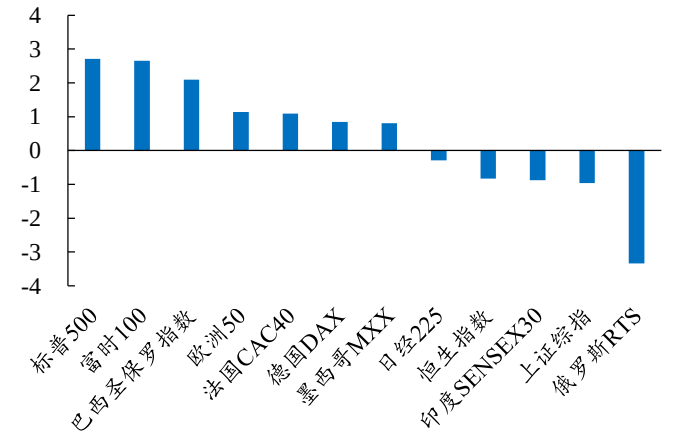
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 概念类指数周涨跌幅



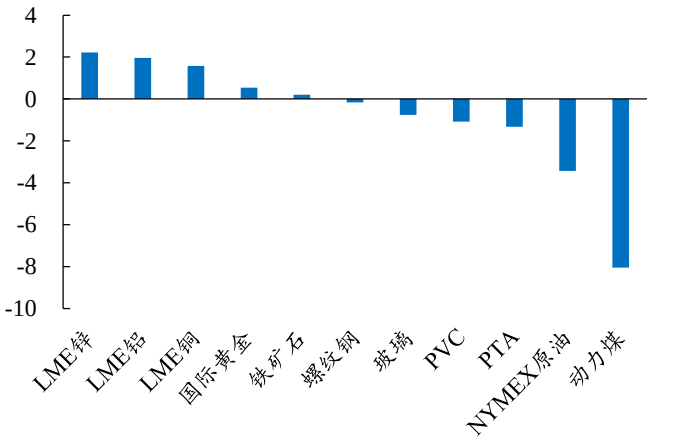
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 全球市场重要指数周涨跌幅



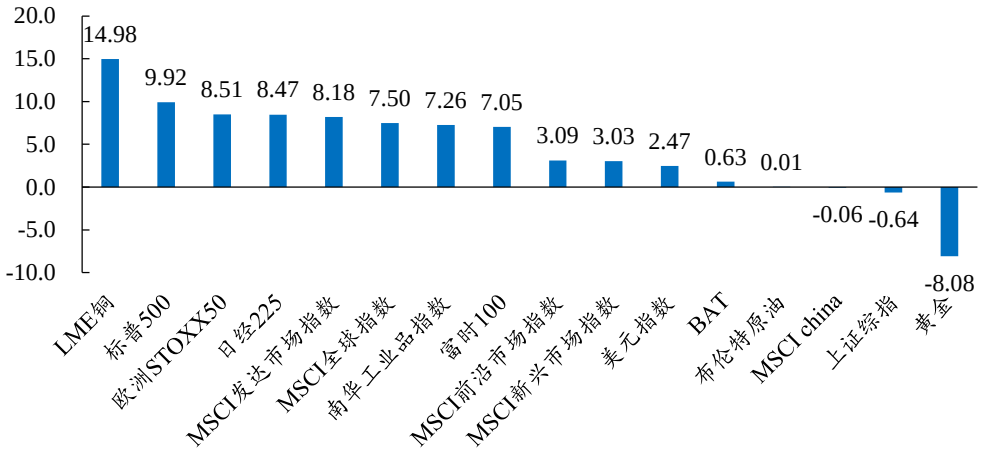
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 重要商品指数周涨跌幅



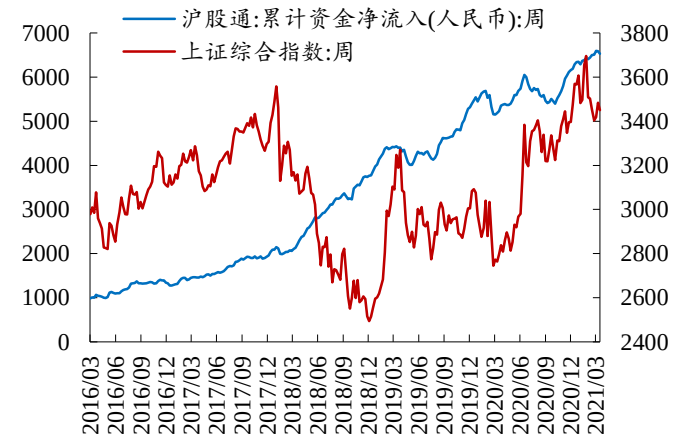
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2020 年全球大类资产收益率



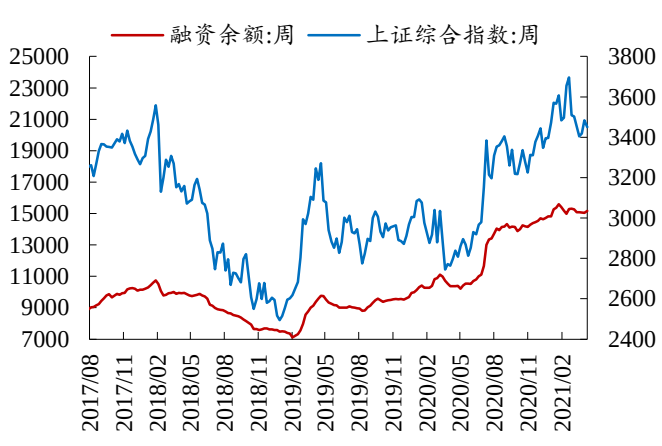
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 沪股通累计净买入



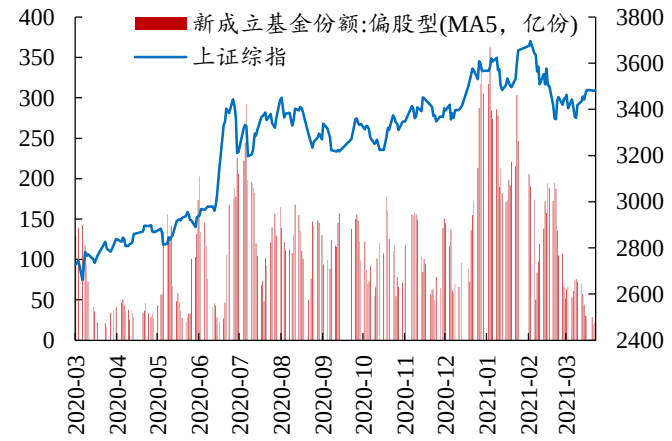
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 融资余额



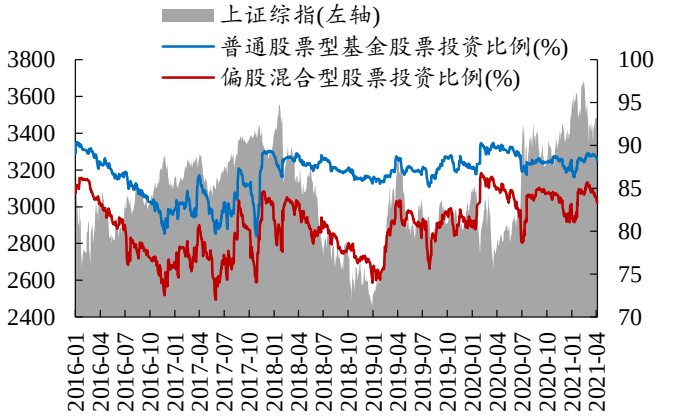
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 新发行基金份额



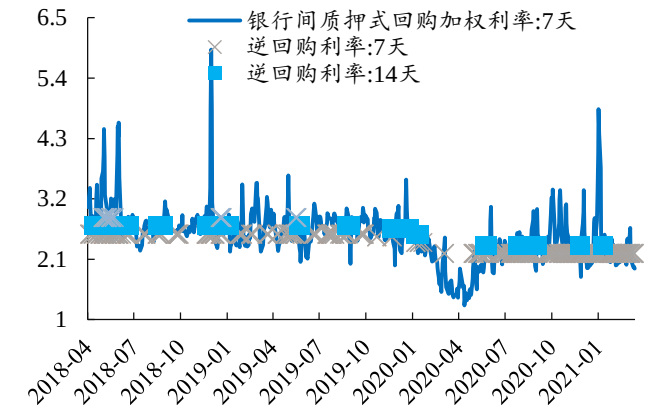
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 基金仓位估算



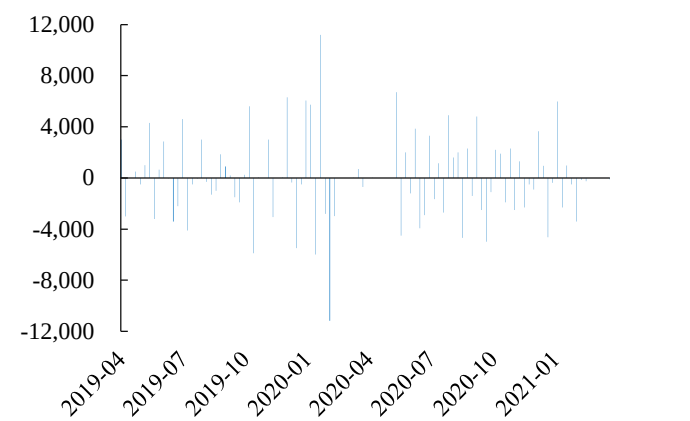
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 银行间拆借利率和公开市场操作



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 央行公开市场和国库定存净投放



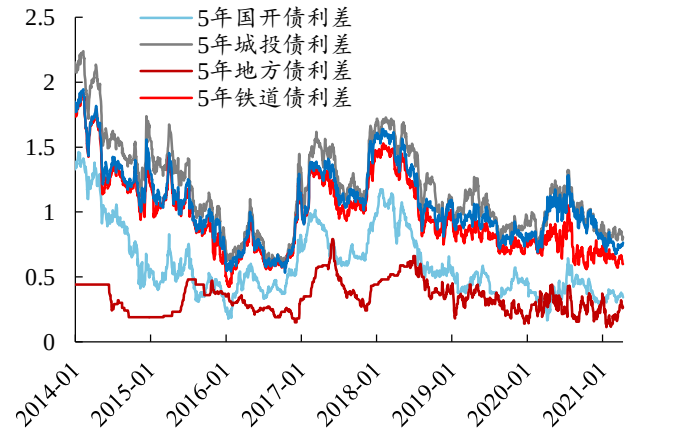
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 各类债券与同期限国债利差



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/