新时代证券 New Times Securities

经济分歧是好的买点

——策略周报

投资周报

- **利率上行是 2 月以来市场的主要担心，近期随着国内利率稳步下行，股市迎来了反弹，部分投资者反而开始担心经济，特别是社融拐点的出现。我们认为，由于企业盈利情况很好，利率上行速度可控，这一次社融拐点只会导致经济分歧，而很难马上导致经济拐点。历史上，每一轮经济改善，都会出现多次经济分歧，事后来看，经济分歧都是很好的买点。**
- **（1）经济分歧已经取代利率成为当下投资者主要的担心。**利率上行是 2 月以来投资者主要的担心，近期随着国内利率稳步下行，股市迎来了反弹。随着而来的困惑在于，近期的反弹能否持续？背后最核心的变量是经济和盈利，目前宏观领域的主流判断是，由于社融拐点已经出现，所以 2021 年上半年的某个时候大概率就是经济的最高点（已经剔除了基数的影响）。如果这一判断成立，2 月中的股市高点，在季度和年度都是很难突破的。
- 我们认为，这一判断有很大的问题。最大的问题在于单个数据的拐点是非常不稳定的，以社融为例，可以观察三个指标，社融当季同比、社融规模存量同比、社融 12 个月滚动同比，能够看到不同指标之间拐点会有很大的偏差。这三个变量中，最不稳定的是社融当季同比。而从数据上来看，真正已经产生拐点的社融，恰恰是最不稳定的当季同比，而更具代表性的社融存量同比和 12 个月滚动同比均表现为较慢的下行。
- 较慢的社融下行对经济是不会产生太大伤害的，因为存量的社融还是很多的，只要不收缩太多，经济依然会继续靠经济循环的加速继续改善。比如 2006 年年中-2007 年年中，2016 年底-2007 年上半年。
- **（2）历次经济复苏周期，均会出现多次经济分歧。**经济分歧在每次经济周期中均会多次出现。经济拐点都伴随着经济分歧，但并不是每次经济分歧都是经济的拐点。商品和债券是各类资产中和经济相关性最高的两个，回顾历次经济改善周期能够看到，历次经济改善周期，一般中途的时候，都会出现 1-2 次经济分歧。经济分歧阶段，舆论的声音也非常类似，主流的判断有，经济只是周期性反弹，缺乏中长期内生动力，库存回补已经完成，货币政策并不是很友好，很多经济指标已经从低位修复到了合理水平，很难继续超预期了。但事后来看，经济分歧出现的次数远大于经济拐点出现的次数。
- **（3）经济分歧越大，买点越好。**我们一直坚信，经济改善的力度和时间均会超预期。短期来看，由于基数效应的影响，年初的各类宏观和盈利数据可能会有同比非常大的增长，很多数据没法完全通过剔除基数来观察，所以投资者对经济未来趋势的年度判断可能会有一段时间非常混乱。这种混乱和分歧经常出现在上半年，分歧过后，股市将会出现很好的买点，类似的情况先后出现在 2010 年上半年、2013 年 Q2 和 2017 年上半年。
- **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）
证书编号：S0280120060010

相关报告

《4 月积极参与反弹》2021-03-28
《A 股的核心发动机还很正常》2021-03-21
《大宗涨价刚走完一半》2021-03-14
《美股历史上“牛不过三”的魔咒》2021-03-07
《复盘 2016-2017 年的周期牛市》2021-03-03

目 录

1、 策略观点：经济分歧是好的买点.....3
2、 上周市场变化.....6

图表目录

图 1: 社融拐点的不稳定性.....3
图 2: 社融有可能表现为高位震荡.....3
图 3: 历次经济复苏周期，均会出现多次经济分歧.....4
图 4: 经济分歧如果不是拐点，将会是最好的买点.....4
图 5: A 股主要指数周涨跌幅.....6
图 6: 申万一级行业周涨跌幅.....6
图 7: 申万风格指数周/月涨跌幅.....6
图 8: 概念类指数周涨跌幅.....6
图 9: 全球市场重要指数周涨跌幅.....7
图 10: 重要商品指数周涨跌幅.....7
图 11: 2020 年全球大类资产收益率.....7
图 12: 沪股通累计净买入.....7
图 13: 融资余额.....7
图 14: 新发行基金份额.....8
图 15: 基金仓位估算.....8
图 16: 银行间拆借利率和公开市场操作.....8
图 17: 央行公开市场和国库定存净投放.....8
图 18: 长期国债利率.....8
图 19: 各类债券与同期限国债利差.....8

表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....5

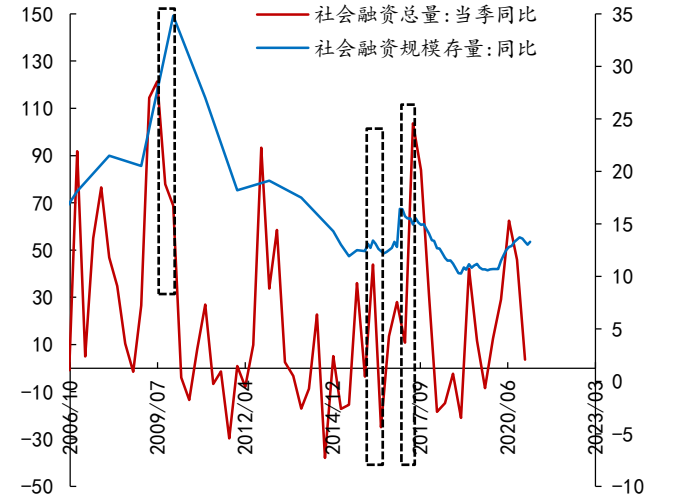
1、 策略观点：经济分歧是好的买点

利率上行是 2 月以来市场的主要担心，近期随着国内利率稳步下行，股市迎来了反弹，部分投资者反而开始担心经济，特别是社融拐点的出现。我们认为，由于企业盈利情况很好，利率上行速度可控，这一次社融拐点只会导致经济分歧，而很难马上导致经济拐点。历史上，每一轮经济改善，都会出现多次经济分歧，事后来看，经济分歧都是很好的买点。

（1）经济分歧已经取代利率成为当下投资者主要的担心。利率上行是 2 月以来投资者主要的担心，近期随着国内利率稳步下行，股市迎来了反弹。随着而来的困惑在于，近期的反弹能否持续？背后最核心的变量是经济和盈利，目前宏观领域的主流判断是，由于社融拐点已经出现，所以 2021 年上半年的某个时候大概率就是经济的最高点（已经剔除了基数的影响）。如果这一判断成立，2 月中的股市高点，在季度和年度都是很难突破的。

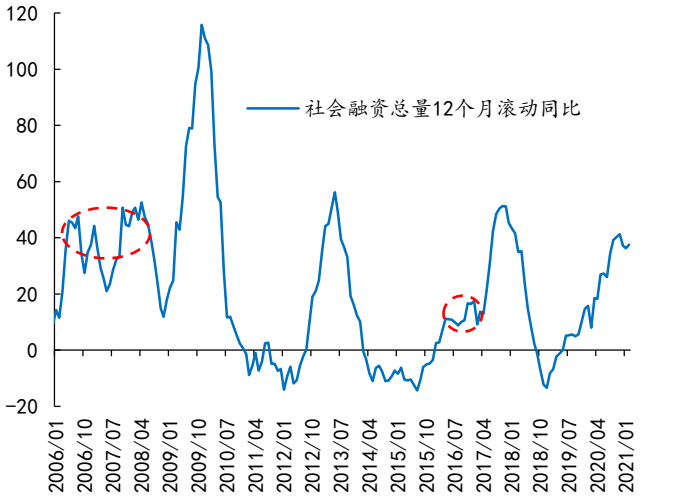
我们认为，这一判断有很大的问题。最大的问题在于单个数据的拐点是非常不稳定的，以社融为例，可以观察三个指标，社融当季同比、社融规模存量同比、社融 12 个月滚动同比，能够看到不同指标之间拐点会有很大的偏差。这三个变量中，最不稳定的是社融当季同比。而从数据上来看，真正已经产生拐点的社融，恰恰是最不稳定的当季同比，而更具代表性的社融存量同比和 12 个月滚动同比均表现为较慢的下行。

图1： 社融拐点的不稳定性



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 社融有可能表现为高位震荡



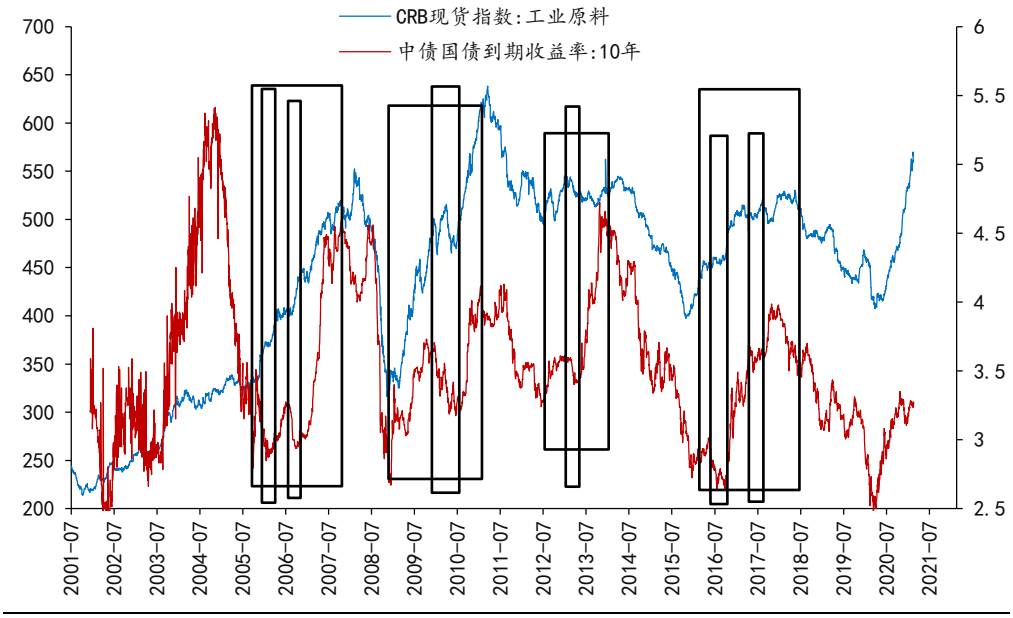
资料来源：Wind，新时代证券研究所

较慢的社融下行对经济是不会产生太大伤害的，因为存量的社融还是很多的，只要不收缩太多，经济依然会继续靠经济循环的加速继续改善。比如 2006 年年中-2007 年年中，2016 年底-2007 年上半年。

（2）历次经济复苏周期，均会出现多次经济分歧。经济分歧在每次经济周期中均会多次出现。经济拐点都伴随着经济分歧，但并不是每次经济分歧都是经济的拐点。商品和债券是各类资产中和经济相关性最高的两个，回顾历次经济改善周期能够看到，历次经济改善周期，一般中途的时候，都会出现 1-2 次经济分歧。经济分歧阶段，舆论的声音也非常类似，主流的判断有，经济只是周期性反弹，缺乏中长期内生动力，库存回补已经完成，货币政策并不是很友好，很多经济指标已经从低位修复到了合理水平，很难继续超预期了。但事后来看，经济分歧出现的次数远

大于经济拐点出现的次数。

图3： 历次经济复苏周期，均会出现多次经济分歧



资料来源：Wind、新时代证券研究所

（3）经济分歧越大，买点越好。我们一直坚信，经济改善的力度和时间均会超预期。短期来看，由于基数效应的影响，年初的各类宏观和盈利数据可能会有同比非常大的增长，很多数据没法完全通过剔除基数来观察，所以投资者对经济未来趋势的年度判断可能会有一段时间非常混乱。这种混乱和分歧经常出现在上半年，分歧过后，股市将会出现很好的买点，类似的情况先后出现在 2010 年上半年、2013 年 Q2 和 2017 年上半年。

图4： 经济分歧如果不是拐点，将会是最好的买点



资料来源：Wind、新时代证券研究所

（4）短期策略：4 月积极参与反弹。调整过后，目前板块之间的交易拥挤程度也已经下降到了 2020 年 3 月和 10 月的水平，存在着技术性反弹的内在诉求。4 月利率的边际变化也在往积极方向转变，国内债券利率已经开始了下行，下一次货币紧缩的担心大概率要等 4 月下旬的中央政治局会议，4 月提供了一个非常有利于反弹的时间窗口。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 美国总统拜登 3 月 31 日宣布约 2.25 万亿美元的基建计划，以升级美国现有基础设施，刺激经济复苏和创造就业；
利空	(1) 中国 3 月财新制造业 PMI 为 50.6，连续第十一个月位于扩张区间； (2) 法国总统马克龙表示，法国将在全国范围内延长封锁措施，封锁措施将延长 4 个月。
未来重点事件	(1) 疫情数据跟踪； (2) 2021 年 4 月末上市公司年报&一季报披露情况； (3) 2021 年 4 月下旬政治局会议。

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；	**多城实行“两集中”供地模式，业内认为此举有利于改善行业竞争格局，改善房企利润率；** **10 年期美债收益率突破 1.7%。**	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%。	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。	2 月中国内地电影票房创造中国电影市场单月票房新纪录，刷新全球单一市场单月票房纪录。2 月份国内乘用车零售达到 117.7 万辆，同比增长了 371.9%，与 2019 年 2 月份相比增长了 0.3%。	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。
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

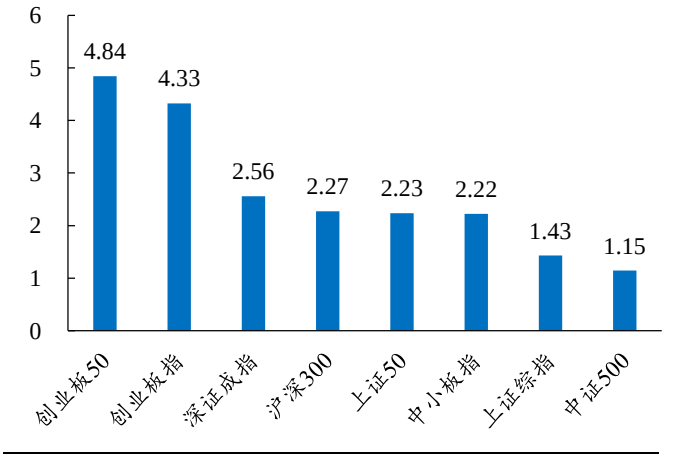
2、 上周市场变化

上周 A 股各指数有所上涨，其中创业板 50（4.84%）领涨。申万一级行业中，食品饮料（5.13%）、电子（5.06%）、家用电器（4.03%）领涨，采掘（-1.99%）、公用事业（-1.30%）、机械设备（-0.91%）领跌。概念股中，3D 传感指数（6.89%）、打板指数（6.86%）和集成电路（6.71%）领涨，美丽中国指数（-6.06%）领跌。

上周全球股市涨跌不一，恒生指数（2.12%）、印度 SENSEX30（2.08%）和德国 DAX（1.95%）领涨。商品市场中，螺纹钢（3.74%）领涨。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（25.79%）、LME 铜（13.38%） 和南华工业品指数（8.79%）排名较高，而黄金（-8.57%）排名较低。

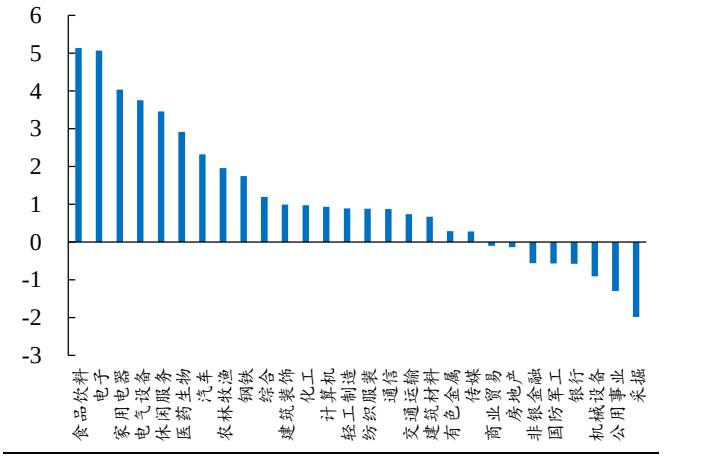
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 99.38 亿元（前值净流入 141.64 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 500 亿元，到期量 500 亿元。截止 2021 年 4 月 2 日，银行间拆借利率有所下降，十年期国债收益率较上周基本持平。从公募机构股票持仓来看，股票型基金有所减仓，偏股混合型基金有所减仓。

图5： A 股主要指数周涨跌幅



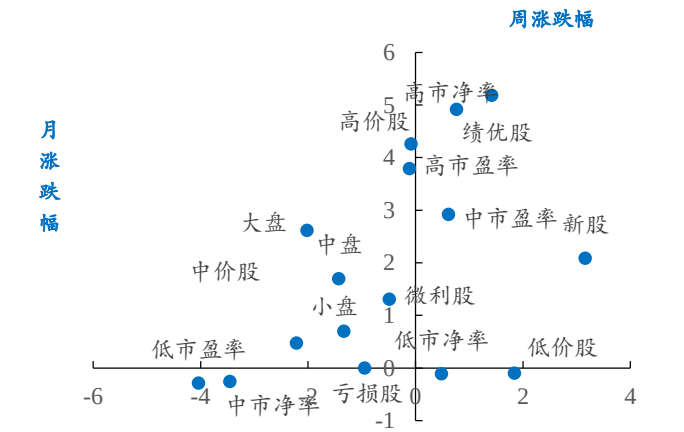
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万一级行业周涨跌幅



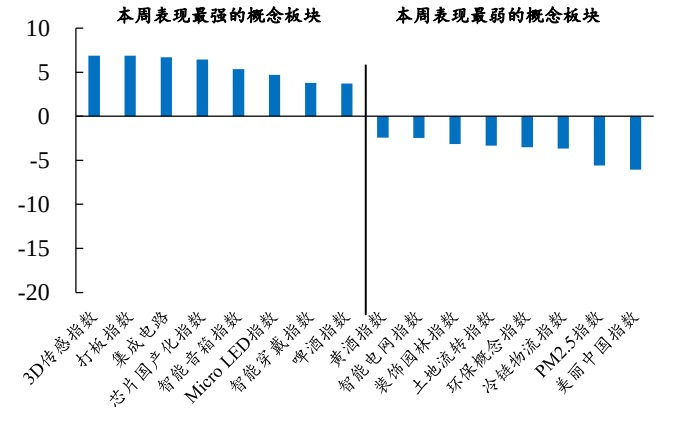
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万风格指数周/月涨跌幅



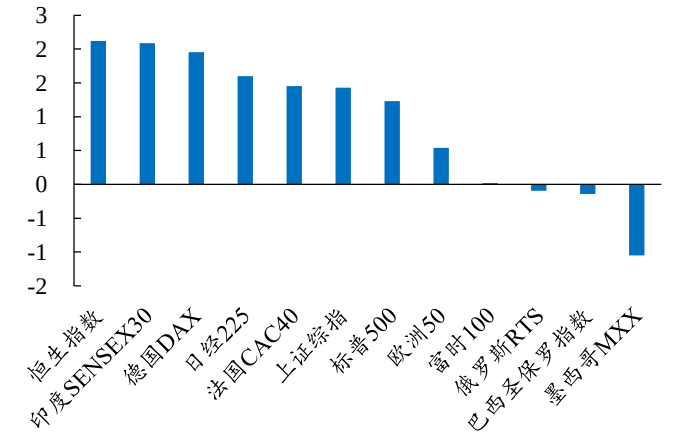
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 概念类指数周涨跌幅



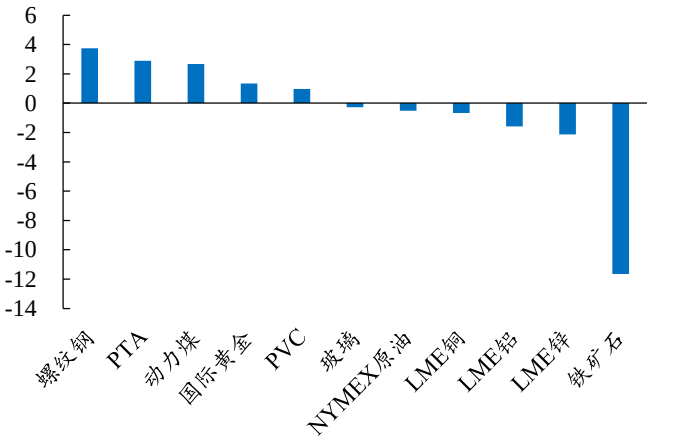
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 全球市场重要指数周涨跌幅



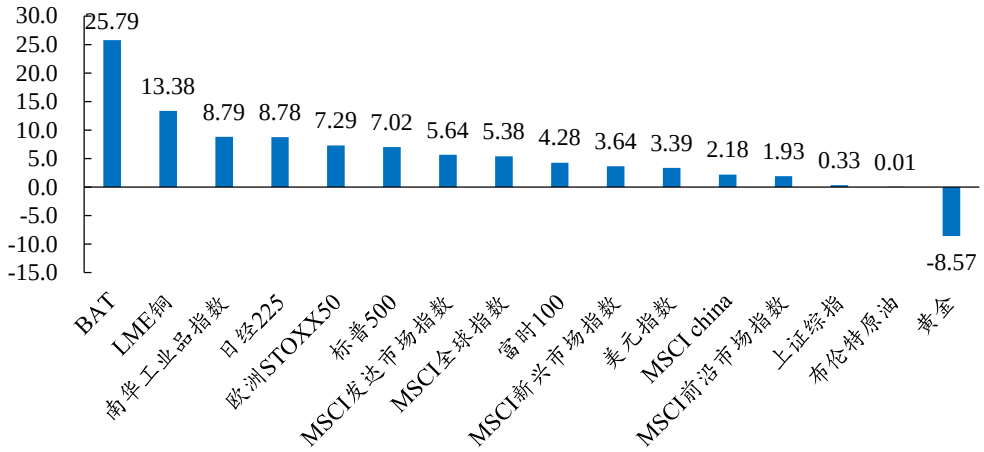
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 重要商品指数周涨跌幅



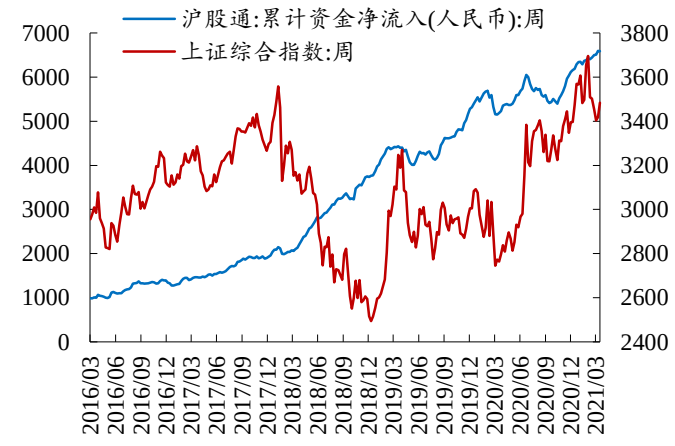
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2020 年全球大类资产收益率



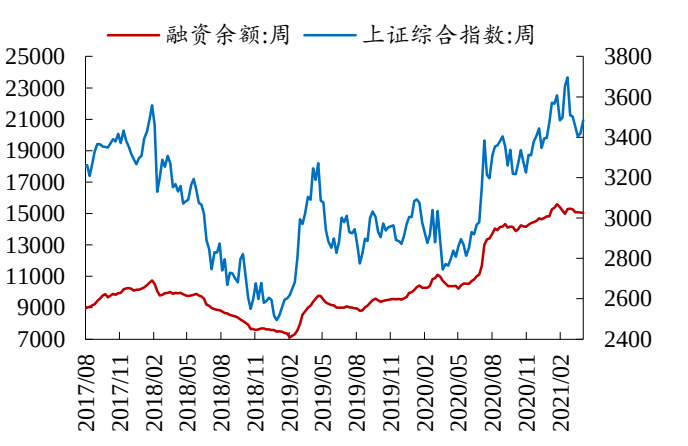
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 沪股通累计净买入



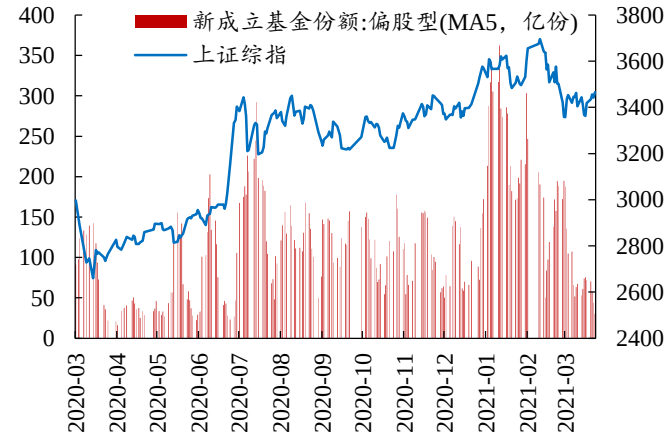
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 融资余额



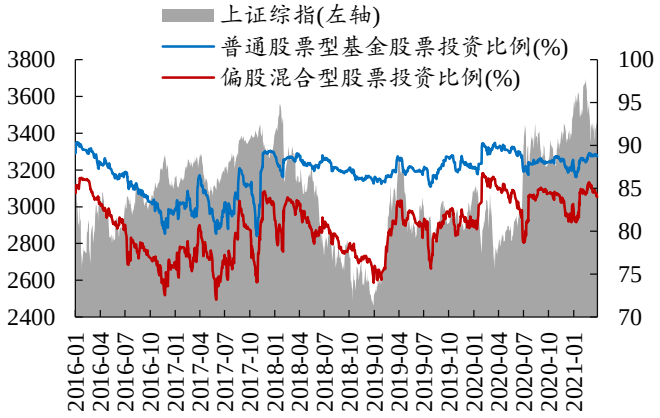
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 新发行基金份额



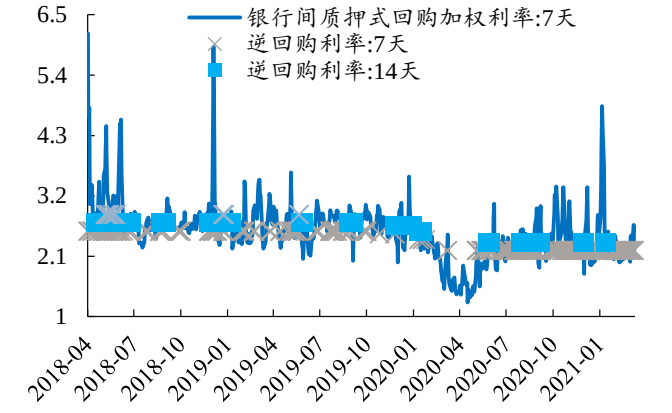
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 基金仓位估算



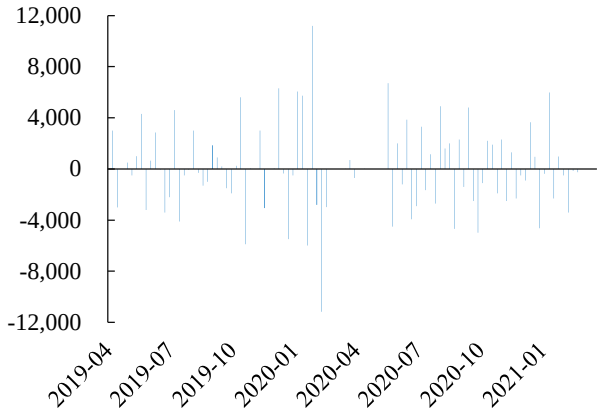
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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



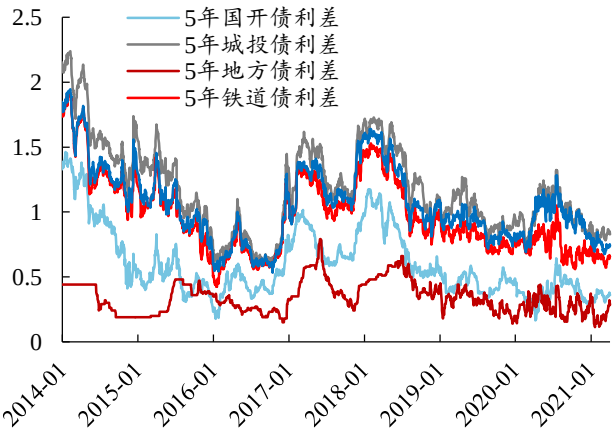
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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	**梁　爽　销售总监**	
	固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn	
上海	**阎喜蒙　销售副总监**	
	固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn	
广深	**丁培培　销售经理**	
	邮箱：dingpeipei@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/