新时代证券 New Times Securities

A 股的核心发动机还很正常

——策略周报

投资周报

- **展望 2021 年剩下的时间，我们认为，只要盈利改善的趋势持续，股市资金循环的正反馈大概率不会停止。虽然由于港股通的影响，股市正反馈的速度会受到很大的限制，但年度级别的正反馈要想转变为年度级别的负反馈，大概率要等经济进入趋势性下行，短期很难看到。由于股市的盈利格局和居民资金均比 2016-2017 年好，股市跌破 2017 年估值下限的可能性很低。在偏悲观的假设下，股市是存量资金博弈，年内依然有机会触碰估值上沿。中性假设下，居民资金流入的趋势大概率还未改变，下半年股市依然存在往上突破的动力。**
- **（1）2020 年 7 月以来的估值波动区间和 2016-2017 年类似。**2020 年 7 月以来，A 股的估值中枢并没有大幅抬升，整体 PB 的波动区间范围与 2016-2017 年非常类似。2016-2017 年股市的盈利大幅改善，而流动性层面受到去杠杆的大幅影响，导致估值只能维持区间震荡。
- 2020 年 7 月以来，股市整体的 PB，波动上下限均和 2016-2017 年区间一致，背后的大环境是，虽然盈利预期大幅抬升，但股市资金受到利率上行和资金外流的影响，增加的幅度并不足以让股市很快突破投资者长期的心理上限。
- **（2）1 月股市为何没能突破估值区间上限？**2021 年初，股市有过一次估值突破的尝试，期间我们观察到基金发行进一步加速，这与 A 股历史上牛市加速阶段的特征非常像。但春节后，上涨戛然而止，事后来看，之所以突破失败，我们认为很重要的微观原因是，2020 年 7 月以来，通过陆港通流出的资金远大于流入的资金，两者差值接近 5000 亿，同期，股票型基金和混合型基金总份额增加约 1.5 万亿。南下的资金大幅分流了居民的资金，从而限制了 A 股对估值中枢的突破，特别是在 2021 年 1 月。
- 这一现象在 A 股历史上是没有出现过的。在 A 股最常见的牛市中，随着盈利的改善或政策的支持，牛市的“核心发动机”开始运转，股市估值开始抬升。持续一段时间后，居民对股市的认可度将会大幅抬升，进而带来场外资金的加速流入。此时股市估值的抬升将会开始不依赖于盈利，而只依赖于“资金永动机”的运转。
- 这一波动规律在 2006-2007 年和 2014-2015 年牛市的中后段均出现过，所以，A 股历史上的大牛市都是越涨越快，直到尽头。但 2020 年 7 月以来，股市上涨速度明显放缓，这并不是股市的核心发动机（盈利改善）停止了运转，而是资金的永动模式发生了很大的变化。股市赚钱效应确实吸引了大量的居民资金入场，但是由于制度的变化，这一部分资金大量分流到了港股，从而大幅削弱了股市永动机的循环速度。

  （3）是否会跌破估值区间下限。如果是考虑最悲观的情形假设，什么情况下股市会跌破估值区间。类比 2009-2010 年和 2016-2017 年，股市系统性跌破估值中枢都是由于经济进入了年度级别的趋势性下行。我们认为，这种悲观情形出现的可能性很低。
- **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：A 股的核心发动机还很正常 3
2、 上周市场变化 7

图表目录

图 1: 股市目前 PB 处在 2016-2017 年区间的下沿 3
图 2: 2020 年 7 月以来，南下和北上资金规模差异巨大 4
图 3: 2020 年 7 月以来新增权益基金速度并没有下降 4
图 4: A 股历史上牛市的波动规律 4
图 5: 商品涨价第二年 A 股的表现 5
图 6: A 股主要指数周涨跌幅 7
图 7: 申万一级行业周涨跌幅 7
图 8: 申万风格指数周/月涨跌幅 7
图 9: 概念类指数周涨跌幅 7
图 10: 全球市场重要指数周涨跌幅 8
图 11: 重要商品指数周涨跌幅 8
图 12: 2020 年全球大类资产收益率 8
图 13: 沪股通累计净买入 8
图 14: 融资余额 8
图 15: 新发行基金份额 9
图 16: 基金仓位估算 9
图 17: 银行间拆借利率和公开市场操作 9
图 18: 央行公开市场和国库定存净投放 9
图 19: 长期国债利率 9
图 20: 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 6

1、 策略观点：A 股的核心发动机还很正常

展望 2021 年剩下的时间，我们认为，只要盈利改善的趋势持续，股市资金循环的正反馈大概率不会停止。虽然由于港股通的影响，股市正反馈的速度会受到很大的限制，但年度级别的正反馈要想转变为年度级别的负反馈，大概率要等经济进入趋势性下行，短期很难看到。由于股市的盈利格局和居民资金均比 2016-2017 年好，股市跌破 2017 年估值下限的可能性很低。在偏悲观的假设下，股市是存量资金博弈，年内依然有机会触碰估值上沿。中性假设下，居民资金流入的趋势大概率还未改变，下半年股市依然存在往上突破的动力。

（1）2020 年 7 月以来的估值波动区间和 2016-2017 年类似。2020 年 7 月以来，A 股的估值中枢并没有大幅抬升，整体 PB 的波动区间范围与 2016-2017 年非常类似。2016-2017 年股市的盈利大幅改善，而流动性层面受到去杠杆的大幅影响，导致估值只能维持区间震荡。

图1： 股市目前 PB 处在 2016-2017 年区间的下沿

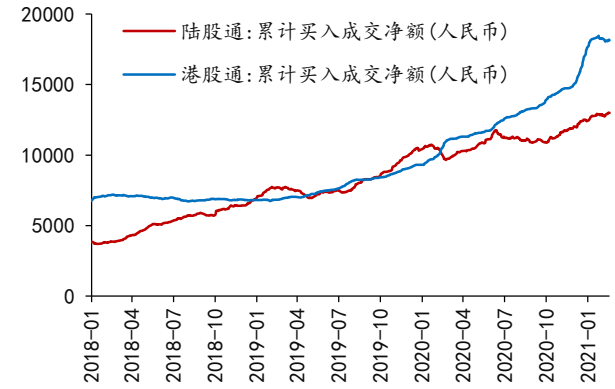


资料来源：Wind、新时代证券研究所

2020 年 7 月以来，股市整体的 PB，波动上下限均和 2016-2017 年区间一致，背后的大环境是，虽然盈利预期大幅抬升，但股市资金受到利率上行和资金外流的影响，增加的幅度并不足以让股市很快突破投资者长期的心理上限。

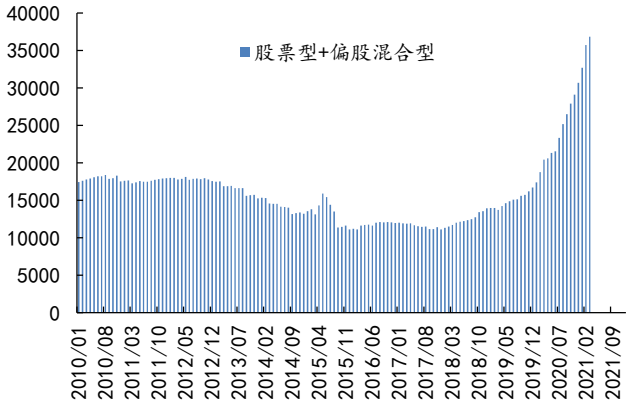
（2）1 月股市为何没能突破估值区间上限？2021 年初，股市有过一次估值突破的尝试，期间我们观察到基金发行进一步加速，这与 A 股历史上牛市加速阶段的特征非常像。但春节后，上涨戛然而止，事后来看，之所以突破失败，我们认为很重要的微观原因是，2020 年 7 月以来，通过陆港通流出的资金远大于流入的资金，两者差值接近 5000 亿，同期，股票型基金和混合型基金总份额增加约 1.5 万亿。南下的资金大幅分流了居民的资金，从而限制了 A 股对估值中枢的突破，特别是在 2021 年 1 月。

图2： 2020 年 7 月以来，南下和北上资金规模差异巨大



资料来源：Wind，新时代证券研究所

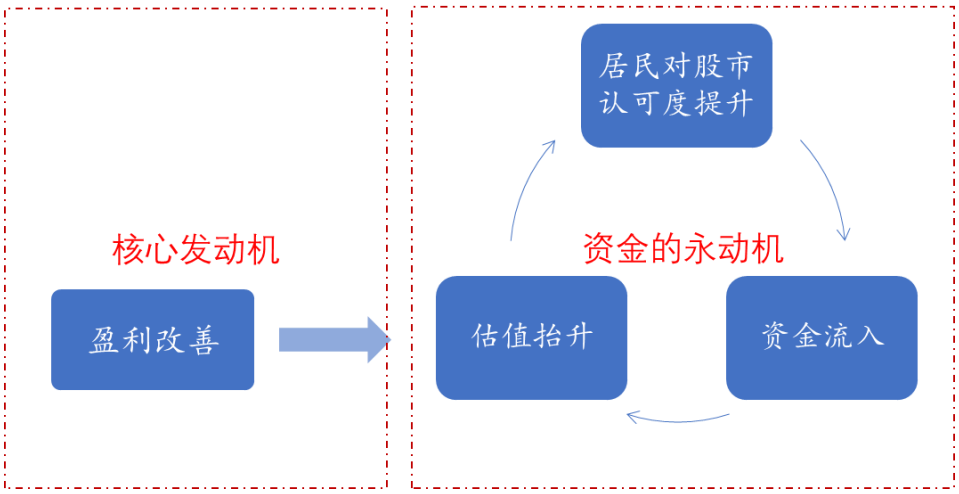
图3： 2020 年 7 月以来新增权益基金速度并没有下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

这一现象在 A 股历史上是没有出现过的。在 A 股最常见的牛市中，随着盈利的改善或政策的支持，牛市的“核心发动机”开始运转，股市估值开始抬升。持续一段时间后，居民对股市的认可度将会大幅抬升，进而带来场外资金的加速流入。此时股市估值的抬升将会开始不依赖于盈利，而只依赖于“资金永动机”的运转。

图4： A 股历史上牛市的波动规律



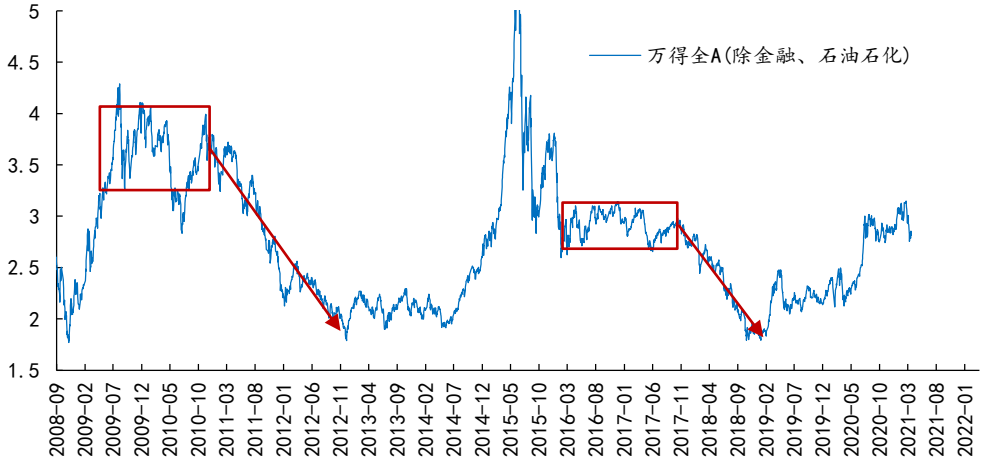
资料来源：Wind、新时代证券研究所

这一波动规律在 2006-2007 年和 2014-2015 年牛市的中后段均出现过，所以，A 股历史上的大牛市都是越涨越快，直到尽头。但 2020 年 7 月以来，股市上涨速度明显放缓，这并不是股市的核心发动机（盈利改善）停止了运转，而是资金的永动模式发生了很大的变化。股市赚钱效应确实吸引了大量的居民资金入场，但是由于制度的变化，这一部分资金大量分流到了港股，从而大幅削弱了股市永动机的循环速度。

展望 2021 年剩下的时间，我们认为，只要盈利改善的趋势持续，股市资金循环的正反馈不会停止。虽然由于外资的影响，带动股市的永动机需要更多资金，但是只要盈利改善这一核心动力还在，股市的正反馈就依然会持续，只是速度上很难达到历史上大牛市那么快了。

（3）是否会跌破估值区间下限。如果是考虑最悲观的情形假设，什么情况下股市会跌破估值区间。类比 2009-2010 年和 2016-2017 年，股市系统性跌破估值中枢都是由于经济进入了年度级别的趋势性下行。我们认为，这种悲观情形出现的可能性很低。

图5： 商品涨价第二年 A 股的表现



资料来源：Wind、新时代证券研究所

（4）当下市场的风险收益比：目前处在区间下沿，季度内还有触碰上沿的可能性，年内指数中枢依然有可能再次抬升。由于股市的盈利格局和居民资金均比 2016-2017 年好，所以股市在未来的一段时间跌破 2017 年估值下限的可能性很低，在存量资金博弈的假设下（偏悲观的假设），股市年内依然有机会触碰估值上沿。我们的中性假设是，居民资金流入的趋势大概率还未改变，下半年股市依然存在往上突破估值上沿的动力。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) IPO 进度并没有加快，信息披露的制度性建设正在提速； (2) 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 33.8%，预期增长 32%；
利空	(1) 美债收益率突破 1.7%； (2) 中美高层战略对话气氛紧张； (3) 3 月以来多达 20 只新基延长募集期限。
未来重点事件	(1) 疫情数据跟踪； (2) 3 月各行业开工情况； (3) 2021 年 4 月末上市公司年报&一季报披露情况。

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； 美油、布油大跌； 美联储鸽派言论推升通胀预期，10 年期美债收益率突破 1.7%。**	周期股的第一个阶段已经到达尾声，兑现完年报和 1 季报，周期股将会进入第二个阶段，第二个阶段末期将会是下一次加仓周期的时间点。
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。
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

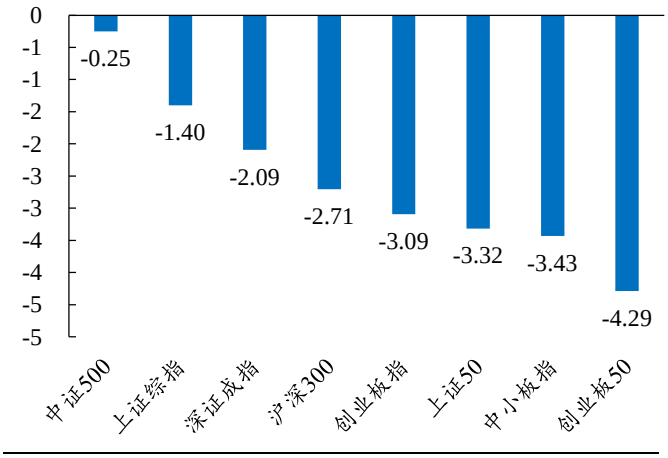
2、 上周市场变化

上周 A 股各指数普跌，其中创业板 50（-4.29%）领跌。申万一级行业中，轻工制造（2.94%）、国防军工（2.89%）、综合（2.77%）领涨，非银金融（-4.08%）、电子（-3.29%）、电气设备（-3.21%）领跌。概念股中，打板指数（10.16%）、特高压指数（6.42%）和仿制药指数（5.13%）领涨，稀土指数（-7.26%）领跌。

上周全球股市涨跌不一，巴西圣保罗指数（1.81%）、恒生指数（0.87%）和德国 DAX（0.82%）领涨。商品市场中，LME 铝（4.91%）领涨。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（41.51%）、LME 铜（16.74%）和日经 225（8.56%）排名较高，而黄金（-8.05%）排名较低。

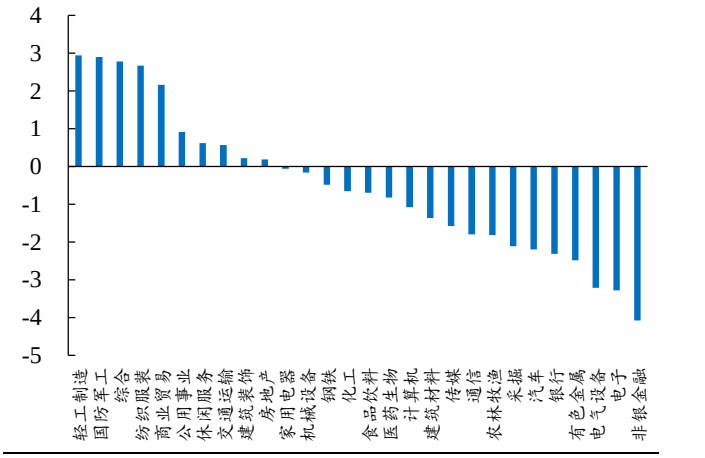
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 87.08 亿元（前值净流入 66.14 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 500 亿元，到期量 500 亿元。截止 2021 年 3 月 19 日，银行间拆借利率有所上升，十年期国债收益率较上周基本持平。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均有所减仓。

图6： A 股主要指数周涨跌幅



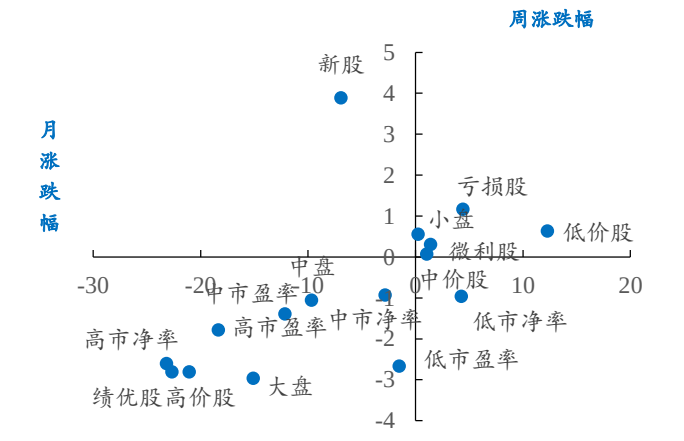
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万一级行业周涨跌幅



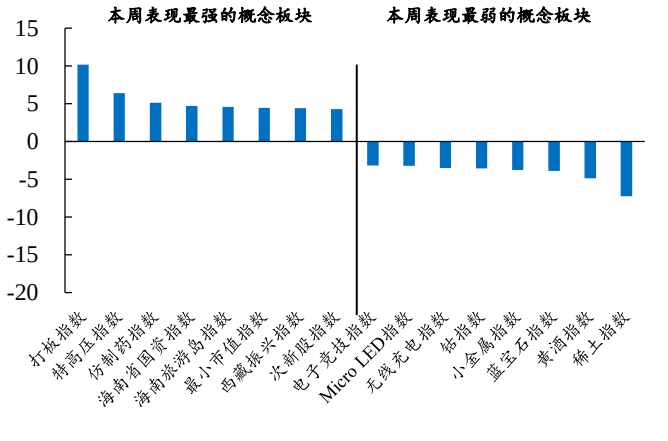
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万风格指数周/月涨跌幅



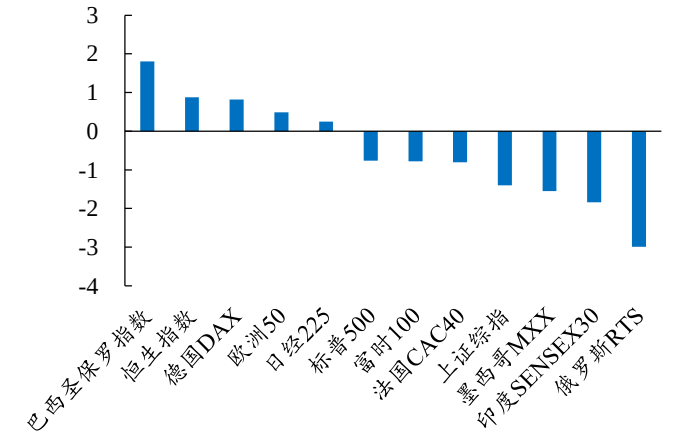
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 概念类指数周涨跌幅



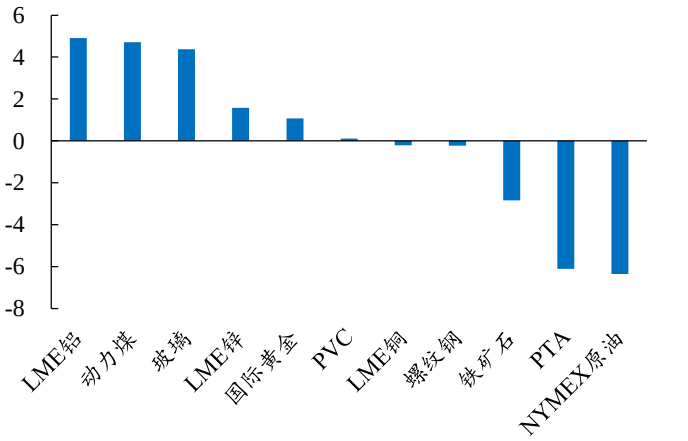
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 全球市场重要指数周涨跌幅



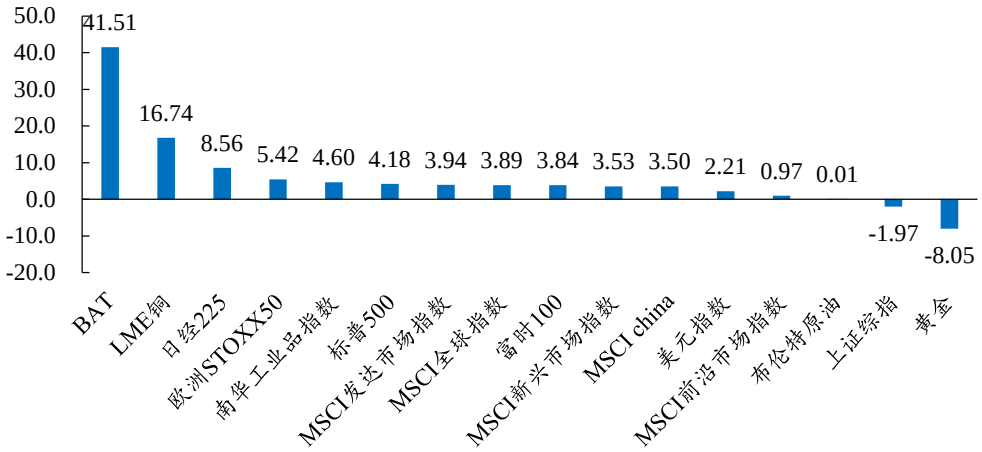
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 重要商品指数周涨跌幅



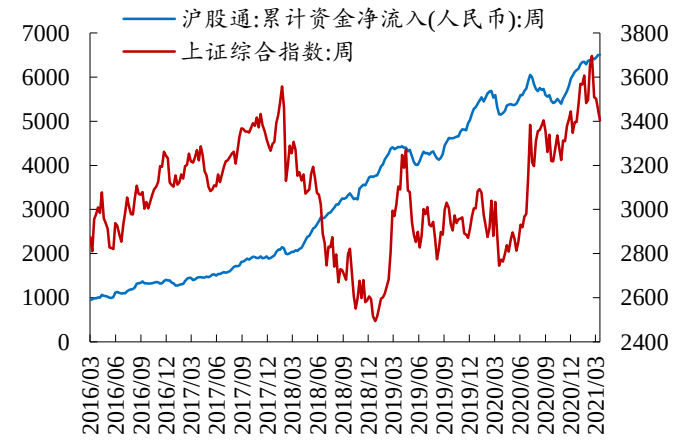
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 2020 年全球大类资产收益率



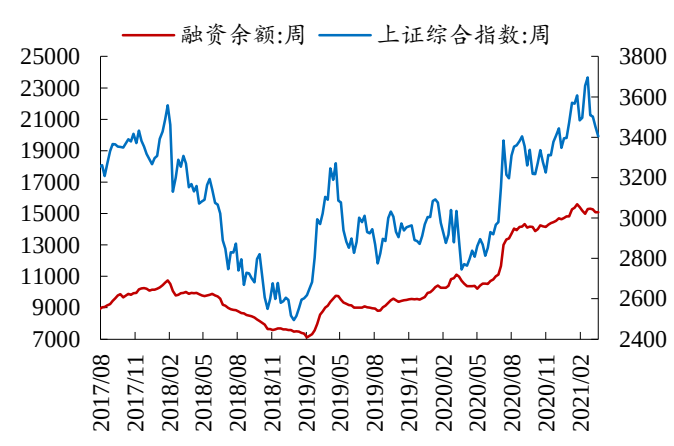
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 沪股通累计净买入



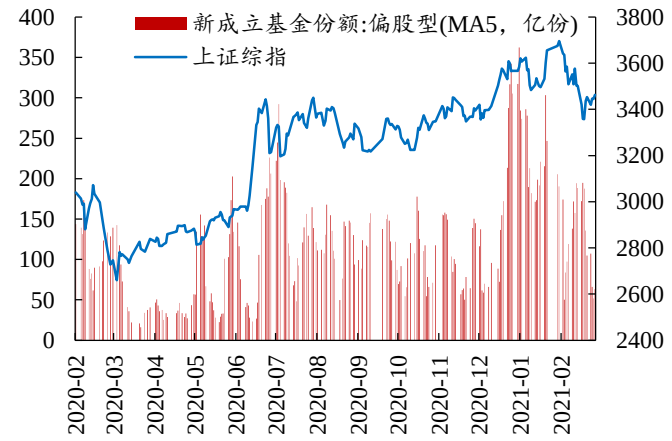
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 融资余额



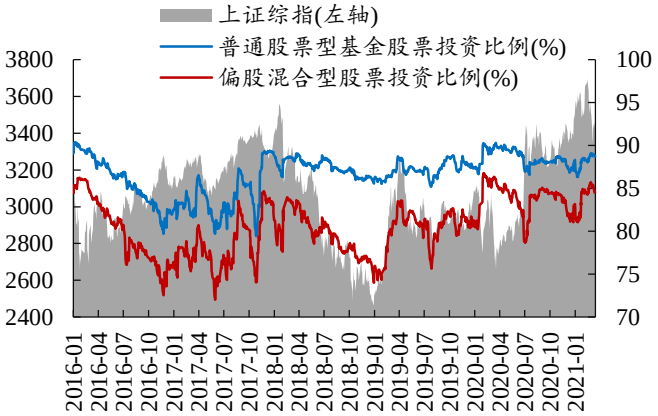
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 新发行基金份额



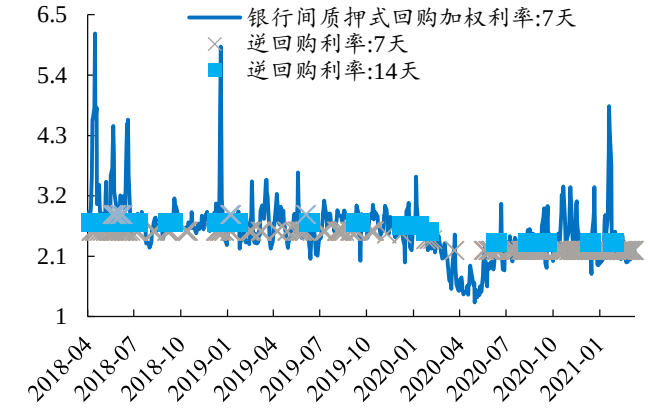
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 基金仓位估算



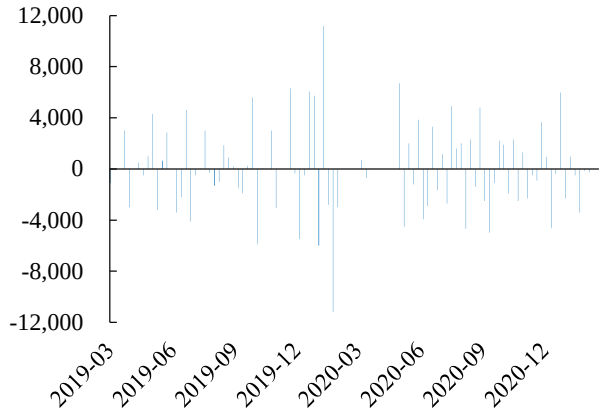
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 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18： 央行公开市场和国库定存净投放



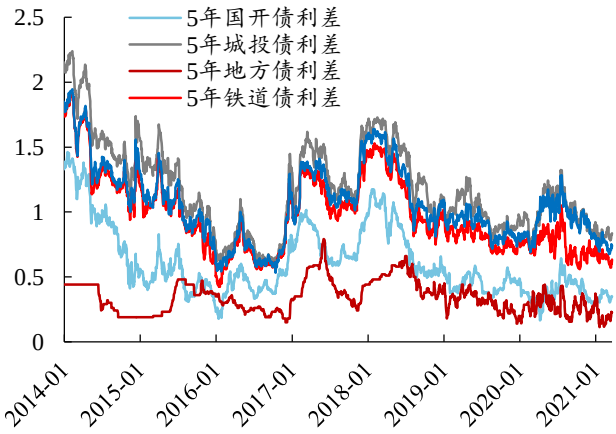
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 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/