新时代证券 New Times Securities

# 只是技术性调整

## ——策略周报

投资周报

- **春节后市场开启的调整，主流的解释是，通胀预期导致利率上升，进一步导致股市估值压缩。我们认为，这一判断与中美股市和债市的跌幅并不匹配。股市这一次调整大概率只是技术性调整，谈不上是牛市的终结，也谈不上是牛市中最剧烈的调整。牛市终结的条件是盈利趋势拐头和政策极度紧缩，牛市大调整一般出现在政策确定性紧缩的时候（比如加息、提高存准、强力的信贷额度管控等），现在来看，这两点都还不具备。**
- **（1）通胀预期只是催化剂，不是股市调整的主要矛盾。**春节后，A 股快速开启调整，调整出现的时间和速度均超出我们之前的预期。市场主流的解释是，通胀预期导致利率上行，利率上行导致股市估值压缩。我们认为，通胀预期只是催化剂，不是股市调整的主要矛盾。主要原因有两点：第一，这一次通胀预期上升最快的是美国的债券市场。如果通胀预期是本次全球股市调整的核心原因，美股调整幅度应该是最大的，但是从数据上来看，美股调整比 A 股小很多，而且比美股 2020 年 9-10 月的调整也小很多。第二，如果看国内的长期利率，我们发现，1 月下旬以来的国债利率上行的速度、幅度，均比 2020 年 8-11 月份小很多，而且目前的利率水平也还没有达到 2020 年 11 月的高点。
- 所以虽然从时间上，股市调整和美债通胀预期回升是同时出现的，但是两者之间可能并不直接相关，至少这一次并不是股市调整的核心矛盾，通胀预期只是催化剂。
- **（2）只是技术性调整。**如果我们回顾 2009-2010 年和 2006-2007 年，能够发现，在伴随着经济改善的两次牛市中，股市较大级别的调整都是由政策直接和明确的收紧带来的。
- 2009-2010 年，有三次大级别调整。（1）2009 年 8 月：政策上加强信贷管理，部分大行也开始限制信贷额度，2009 年剩余的信贷额度只有上半年的零头。（2）2010 年 1-6 月，央行多次上调存款准备金率、新国四条地产调控。（3）2010 年 11 月-2011 年 1 月：央行加息、上调存款准备金率。
- 2006-2007 年，有三次大级别调整。（1）2006 年 6-8 月：三部委要求控制投资和信贷的过快增长、加息、上调存准率。（2）2007 年 1-3 月：上调存准率、加息。（3）2007 年 5-7 月：央行加息、财政部上调股票印花税。
- 相比历史，这一次政策虽然已经不那么宽松了，但是紧的力度跟 2006-2007 年和 2009-2010 年相比，小很多。所以，我们认为，春节后的调整，没有伴随政策上直接和明确的紧缩信号，由通胀预期带来的紧缩预期力度上比加息等应该会小很多，甚至我们可以把最近的调整主要归因为“技术性调整”。

- **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：只是技术性调整.....3
2、 上周市场变化.....6

# 图表目录

图 1: 美股调整幅度并不大.....3
图 2: 中国 10 年期国债利率还未超过 2020 年 11 月.....3
图 3: 2009-2010 年较大级别的调整.....4
图 4: 2006-2007 年牛市中的调整.....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

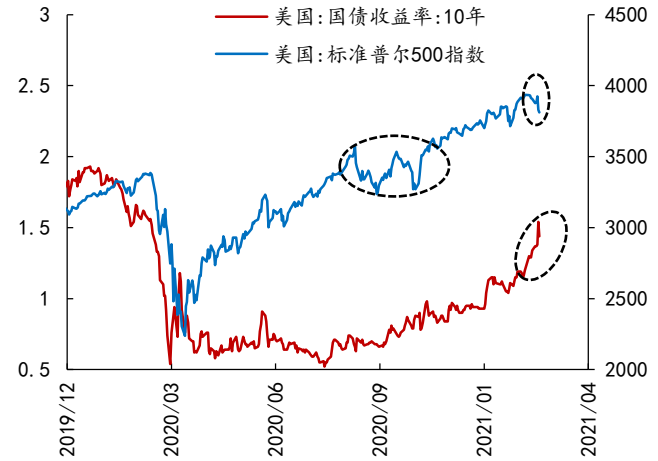
表 1: 近期利多利空全梳理.....4
表 2: 板块配置观点.....5

## 1、 策略观点：只是技术性调整

**春节后市场开启的调整，主流的解释是，通胀预期导致利率上升，进一步导致股市估值压缩。我们认为，这一判断与中美股市和债市的跌幅并不匹配。股市这一次调整大概率只是技术性调整，谈不上是牛市的终结，也谈不上是牛市中最剧烈的调整。牛市终结的条件是盈利趋势拐头和政策极度紧缩，牛市大调整一般出现在政策确定性紧缩的时候（比如加息、提高存准、强力的信贷额度管控等），现在来看，这两点都还不具备。**

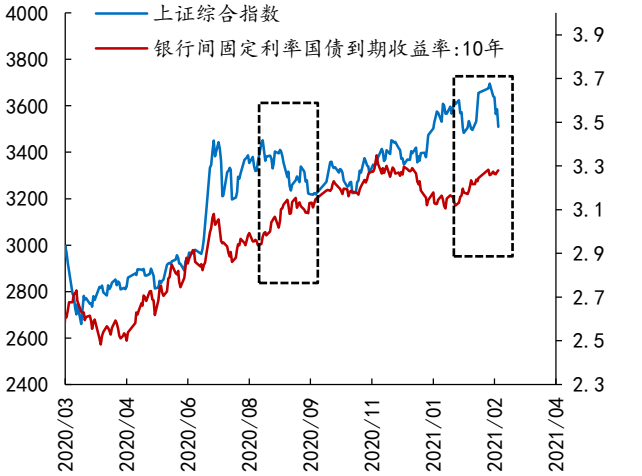
**（1）通胀预期只是催化剂，不是股市调整的主要矛盾。**春节后，A 股快速开启调整，调整出现的时间和速度均超出我们之前的预期。市场主流的解释是，通胀预期导致利率上行，利率上行导致股市估值压缩。我们认为，通胀预期只是催化剂，不是股市调整的主要矛盾。主要原因有两点：第一，这一次通胀预期上升最快的是美国的债券市场。如果通胀预期是本次全球股市调整的核心原因，美股调整幅度应该是最大的，但是从数据上来看，美股调整比 A 股小很多，而且比美股 2020 年 9-10 月的调整也小很多。第二，如果看国内的长期利率，我们发现，1 月下旬以来的国债利率上行的速度、幅度，均比 2020 年 8-11 月份小很多，而且目前的利率水平也还没有达到 2020 年 11 月的高点。

**图1： 美股调整幅度并不大**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图2： 中国 10 年期国债利率还未超过 2020 年 11 月**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

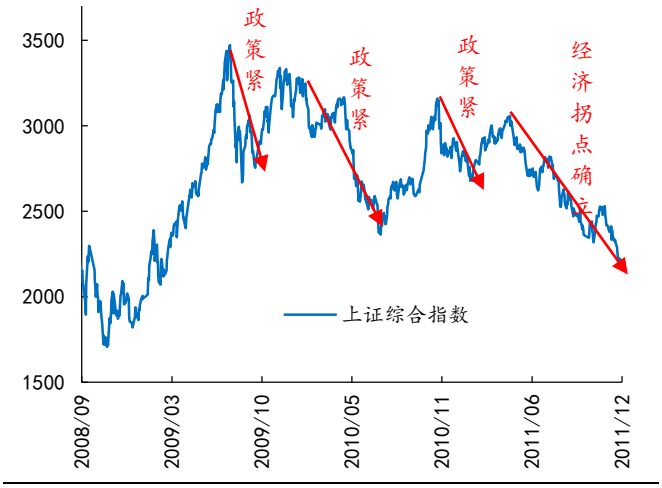
所以虽然从时间上，股市调整和美债通胀预期回升是同时出现的，但是两者之间可能并不直接相关，至少这一次并不是股市调整的核心矛盾，通胀预期只是催化剂。

**（2）只是技术性调整。**如果我们回顾 2009-2010 年和 2006-2007 年，能够发现，在伴随着经济改善的两次牛市中，股市较大级别的调整都是由政策直接和明确的收紧带来的。

2009-2010 年，有三次大级别调整。（1）2009 年 8 月：政策上加强信贷管理，部分大行也开始限制信贷额度，2009 年剩余的信贷额度只有上半年的零头。（2）2010 年 1-6 月，央行多次上调存款准备金率、新国四条地产调控。（3）2010 年 11 月-2011 年 1 月：央行加息、上调存款准备金率。

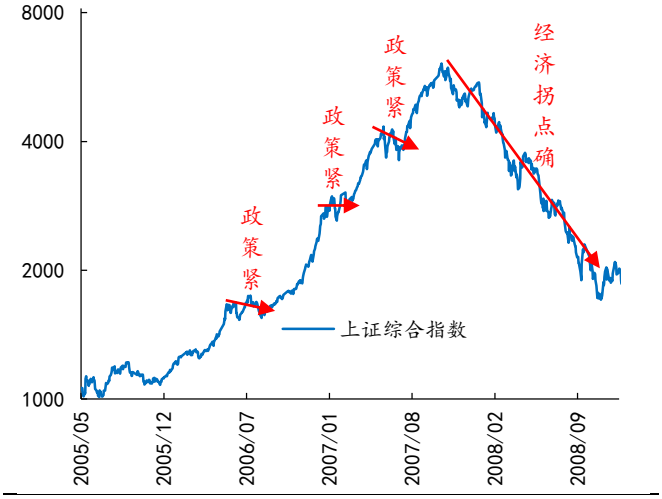
2006-2007 年，有三次大级别调整。（1）2006 年 6-8 月：三部委要求控制投资和信贷的过快增长、加息、上调存准率。（2）2007 年 1-3 月：上调存准率、加息。（3）2007 年 5-7 月：央行加息、财政部上调股票印花税。

**图3： 2009-2010 年较大级别的调整**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4： 2006-2007 年牛市中的调整**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

相比历史，这一次政策虽然已经不那么宽松了，但是紧的力度跟 2006-2007 年和 2009-2010 年相比，小很多。所以，我们认为，春节后的调整，没有伴随政策上直接和明确的紧缩信号，由通胀预期带来的紧缩预期力度上比加息等应该会小很多，甚至我们可以把最近的调整主要归因为“技术性调整”。

**（4）短期策略判断：只是技术性调整。**春节后市场的调整，主要是技术性调整，背后核心原因是部分板块过快上涨带来的技术性调整压力。整体 A 股的盈利趋势是在加速改善的，流动性层面，通胀预期只是市场调整的催化剂。历史上 A 股牛市中最剧烈的调整一般都是由于加息、提高存准、信贷额度管控等带来的，股市近期的调整应该不是牛市中最剧烈的调整，大概率在 1-2 周以内就可以结束。

**表1： 近期利多利空全梳理**

| | 事件 |
|---|---|
| 利多 | (1) 美国最快本周批准强生新冠疫苗，下周开始接种，只需注射单剂；<br>(2) 国家药监局附条件批准康希诺和国药中生新冠疫苗注册申请；<br>(3) 1 月新增投资者 209.43 万，同比增长 161.57%，期末投资者数 17986.92 万，增长 12.03%。 |
| 利空 | (1) 美国长期国债收益率飙升，带动全球风险资产大跌；<br>(2) 香港计划上调印花税。 |
| 未来重点事件 | (1) 疫情数据跟踪；<br>(2) 春节后，各行业开工情况；<br>(3) 2021 年 3 月两会；<br>(4) 2021 年 4 月末上市公司年报&一季报披露完毕。 |

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**行业配置建议：**建议投资者重点开始下注疫情改善后的投资机会。我们认为，2021 年 Q2 和 Q3，全球经济的热度还会再上一个台阶，周期股的行情依然没有结束，我们建议重点关注有色、化工、新能源车、电子。过去 1 年，受疫情影响最大的电影、航空、酒店、旅游等也可以慢慢开始关注。

**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；<br>②龙头集中度提升；<br>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；**<br>国务院发布关于绿色低碳循环发展的指导意见，再次强调碳中和的重要性。<br>**通胀预期升温，国际油价创近 13 个月新高，10 年期美债收益率突破 1.5%。** | 周期的机会将会持续到 2021 年 Q2。随着年报 1 季报临近和春节后开工，弹性将会越来越强。有色化工自下而上和自上而下的逻辑均较好，重点关注。 |
| 必选消费 | ①品牌和渠道深化利好龙头；<br>②ROE 稳定； | 2021 年 1 月全国 CPI 同比下降 0.3%，此前较弱的衣着、耐用品仍未有明显修复，核心 CPI 仍然偏弱。 | 近期的估值快速抬升后，估值存在阶段性的透支，配置可以适当减少。 |
| 可选消费 | ①上一轮需求下行影响消除；<br>②品牌和渠道深化利好龙头；<br>③新能源车、小家电等新消费。 | "史上最强春节档上线，5 天总票房超 2019 年。电影平均票价较 2018 及 2019 年大幅上涨；<br>1 月乘用车市场零售达到 216.0 万辆，环比下降 5.6%，但同比增长 25.7%；<br>1 月新能源乘用车零售销量达到 15.8 万辆，同比增长 281.4%，环比 12 月下降 23.9%。" | 汽车依然建议重点关注。电影、酒店和航空将逐渐迎来机会。 |
| 科技 | ①国产化&进口替代；<br>②5G 新周期；<br>③半导体库存周期； | **1 月国内手机市场总体出货量 4012.0 万部，同比增长 92.8%。5G 手机出货量 2728 万部，创月度新高；**<br>半导体需求旺盛，上游材料及设备涨价、中游晶圆厂及下游封测厂满载，面板等终端产品稳定涨价 | 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；<br>②高股息率； | **1 月新增社融和人民币贷款超预期，均创历年同期新高。** | 银行已经开启了估值修复，券商可能要等 3 月（增量资金更多的时候），房地产由于受到了地产调控的影响，机会被延后了，我们预计 Q2 也会有机会。 |

资料来源：Wind，新时代证券研究所

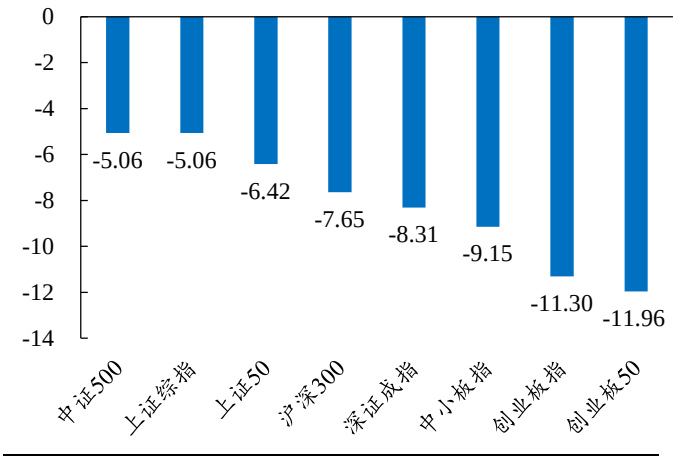
## 2、 上周市场变化

上周 A 股普跌，其中创业板 50（-11.96%）领跌。申万一级行业中，房地产（4.44%）领涨，食品饮料（-14.30%）领跌。概念股中，打板指数（9.67%）、4G 指数（6.39%）和 PM2.5 指数（5.47%）领涨，锂矿指数（-11.72%）领跌。

上周全球股市普跌，巴西圣保罗指数（-7.09%）、恒生指数（-5.43%）和上证综指（-5.06%）领涨。商品市场中，PTA（11.09%）领涨。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（55.35%）、LME 铜（15.89%） 和南华工业品指数（11.19%）排名较高，而黄金（-8.59%）排名较低。

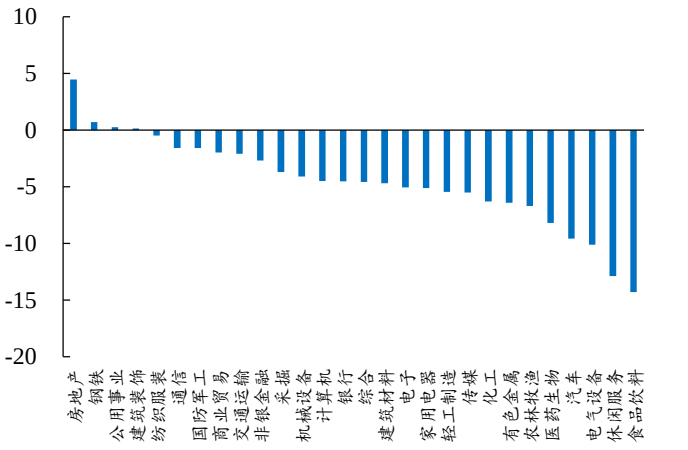
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 75.01 亿元（前值净流入 146.26 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 700 亿元，到期量 1000 亿元。截止 2021 年 2 月 26 日，银行间拆借利率有所上升，十年期国债收益率有所上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均有所加仓。

**图5： A 股主要指数周涨跌幅**



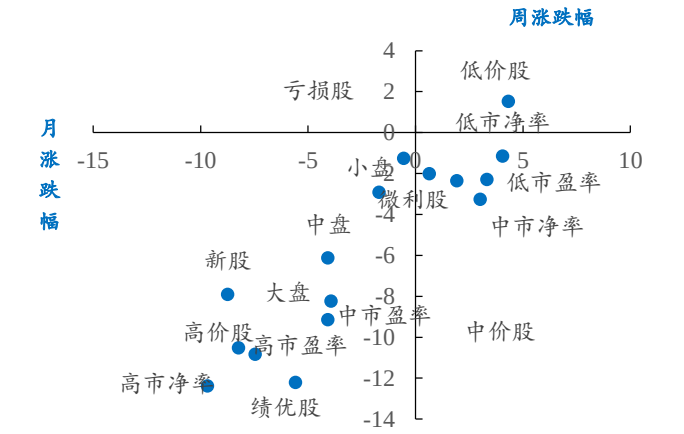

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图6： 申万一级行业周涨跌幅**



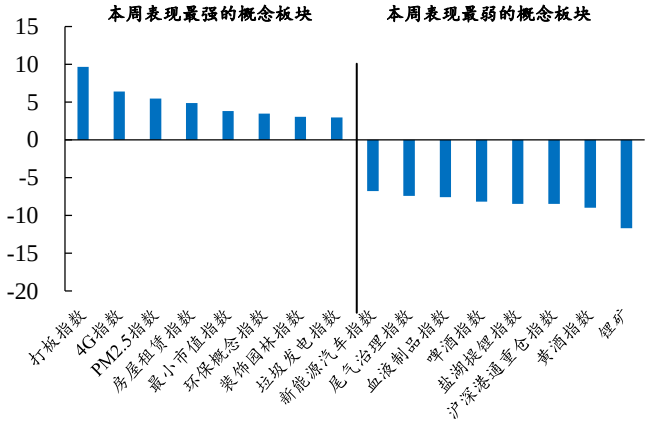

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7： 申万风格指数周/月涨跌幅**



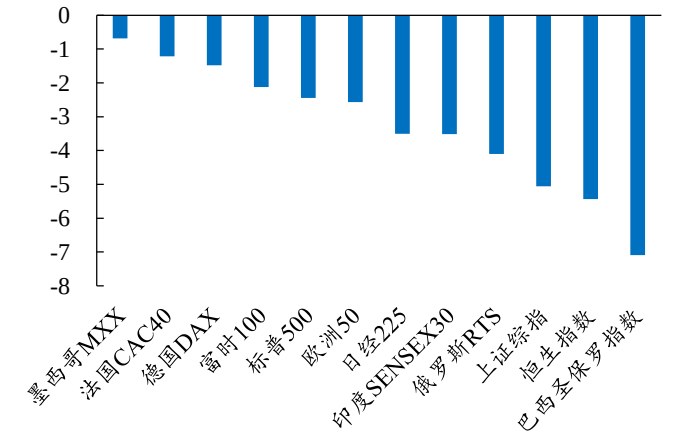

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8： 概念类指数周涨跌幅**



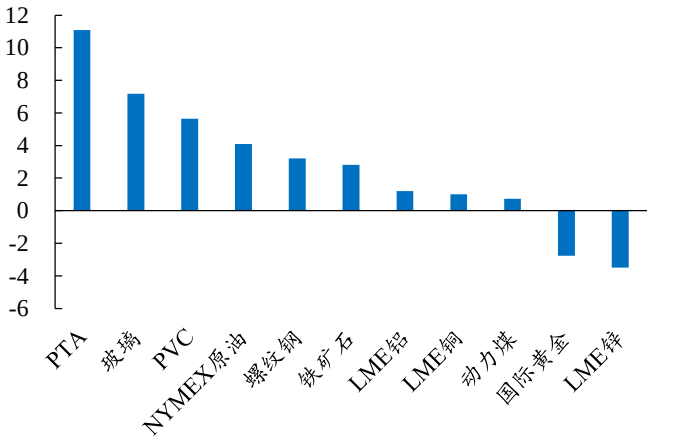

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图9： 全球市场重要指数周涨跌幅**



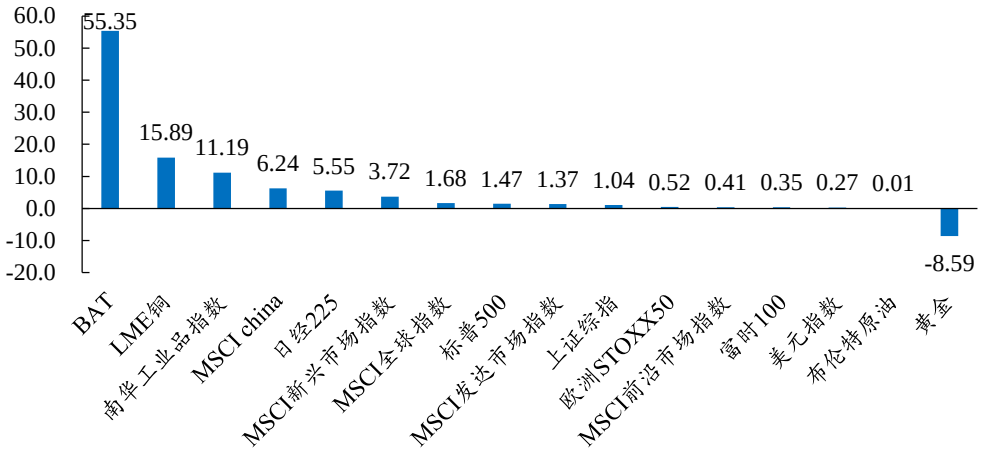

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图10： 重要商品指数周涨跌幅**



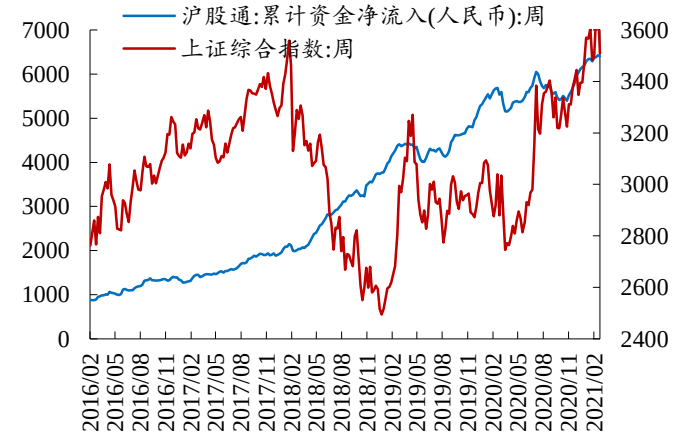

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图11： 2020 年全球大类资产收益率**



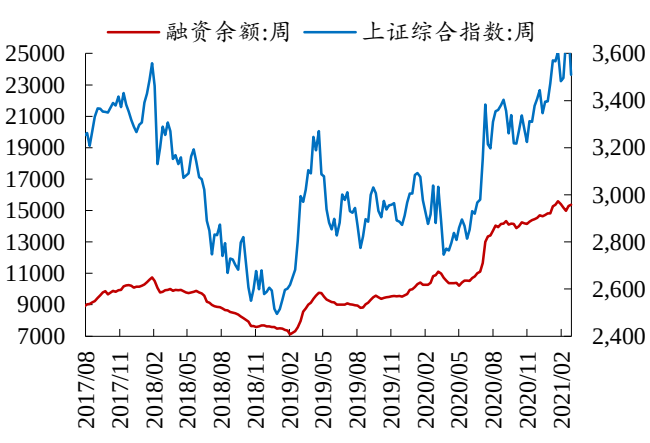

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图12： 沪股通累计净买入**



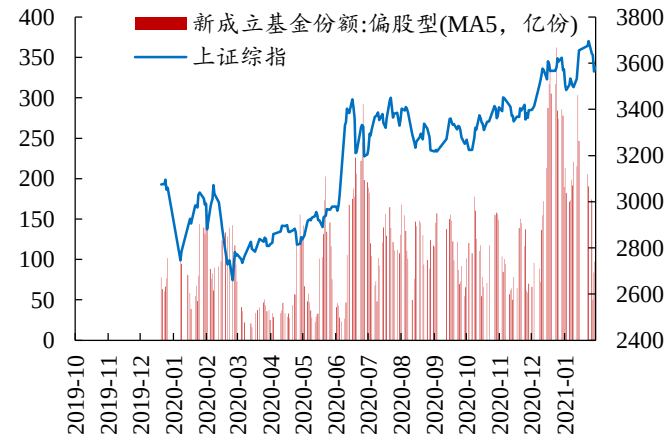

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图13： 融资余额**



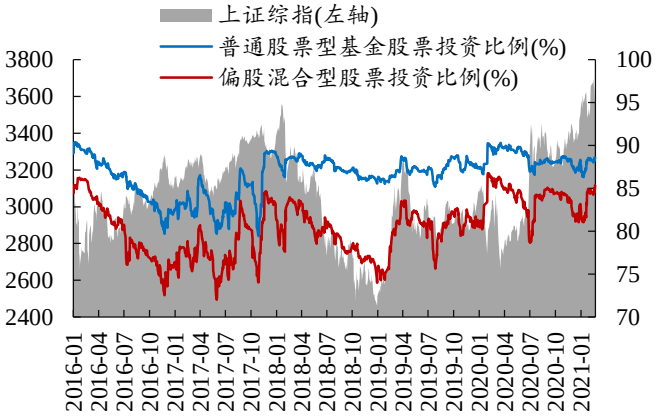

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图14： 新发行基金份额**



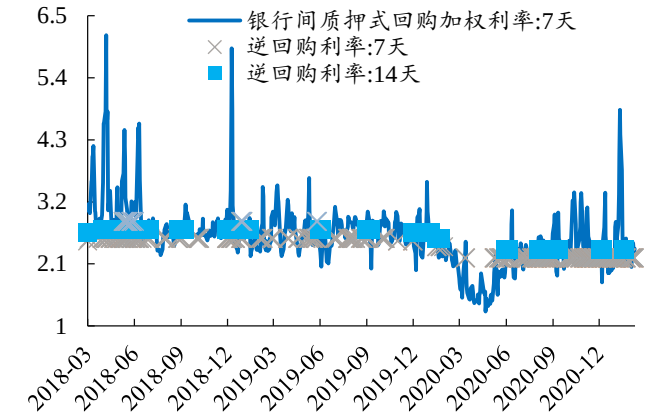

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图15： 基金仓位估算**



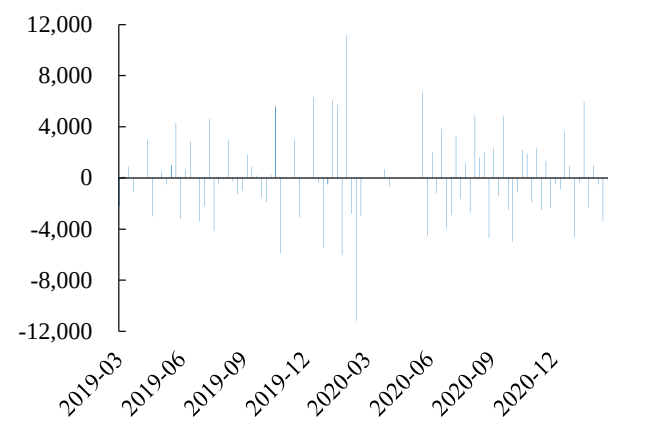

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**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**



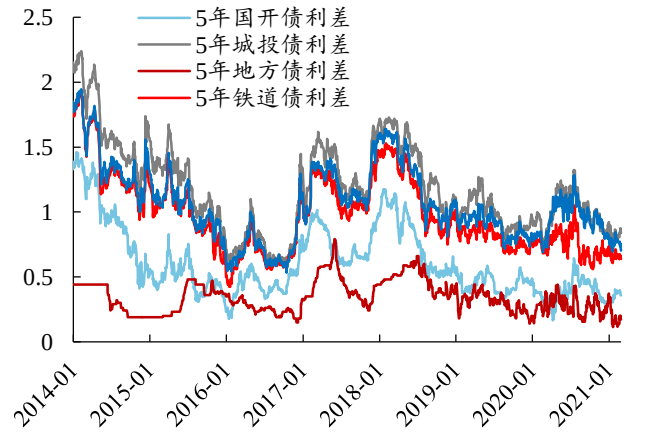
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**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<br>邮箱：haoying1@xsdzq.cn | |
| **上海** | **吕莜琪　销售总监** | |
| | 固话：021-68865595 转 258<br>邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn | |
| **广深** | **吴林蔓　销售总监** | |
| | 固话：0755-82291898<br>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/