新时代证券 New Times Securities

开始下注疫情后

——策略周报

投资周报

- **未来半年，对资本市场影响最大的变化可能会是疫情的持续改善，现在已经到了开始布局的时候了。按照基本假设，2021 年 Q1 是全球疫情的高点，二三季度，随着疫苗接种人数增加、气温升高，大部分发达国家的疫情可能会有很快的下降，全球经济可能会再次上升一个台阶。货币紧缩的担心会一直存在，但只要政策目标利率不上调，这一担心可以推迟到二季度以后，最近两周的调整已经比较充分了。**
- **（1）全球疫情出现快速下降。**从 2020 年底开始，全球多个国家开始集中接种疫苗，1 月以来，全球新增新冠病例数出现较大幅度下降，这次下降的速度是 2020 年没有出现过的。虽然目前尚无法确认趋势能否持续，或者即使趋势持续，疫情能否控制到很低的规模也是无法确定的。但从投资的角度，不可能等一切都确定了再下注，提前布局疫情后的各种可能，将会是决定 2021 年投资者收益的胜负手。
- 在基本假设下，2021 年 Q1 是全球疫情的高点，二三季度，随着疫苗接种人数增加、气温升高，大部分发达国家的疫情可能会有很快的下降，甚至不排除到夏季的时候，大部分发达国家经济重启。但是到了秋冬季，可能还会再次有疫情冲击，不过规模 2020 年高点低很多。如果是这种情形的话，二三季度全球经济的热度可能会再次上升一个台阶。
- **（2）疫情后的经济，分歧大，机会也大。**目前投资者对疫情后经济格局存在着很大的分歧，主要焦点是经济复苏、货币紧缩哪个力度大。乐观派认为由于美联储历史性的货币扩张，全球经济也将出现历史性的恢复和通胀，对盈利的正面影响可能会是历史性的。悲观派认为疫情后经济会恢复，但可能是缓慢的，很难恢复到比疫情前高的水平，而一旦货币紧缩，将会让全球资本市场出现系统性的估值下行。由于这一次疫情冲击和美联储货币扩张规模很大，由此产生的多空分歧也是历史罕见的。
- 我们的预测是偏乐观的。一方面，由于制度层面的因素，各国央行要“确定”经济很热，才会紧缩货币，如果提前太早，一旦错判，将会承担极大的压力。如果看 2008 年次贷危机后美联储的资产负债表，能够看到，央行资产收缩出现的时间会很晚。另一方面，从微观数据来看，大宗商品里，需求受疫情影响最大的是原油。在需求还未完全恢复的情况下，原油行业通过自我的产能和库存调节，已经让价格恢复到了疫情前的水平了。这充分反映了周期行业（包括很多制造业）产能格局非常健康，在产能健康的周期里，一旦需求能够持续回升，利润的弹性一般都会超预期。
- **（3）短期策略判断：调整已经充分。**春节前后，投资者依然在关注短期的流动性，我们认为，只要央行不上调政策目标利率，流动性的冲击已经结束。春节后，全球经济有可能进一步摆脱疫情影响，进入新的回升周期，节后疫情和开工数据将会是推升市场上行的新动力。

- **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：开始下注疫情后.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 1: 全球新增疫情首次出现较大下行.....3
图 2: 国内疫情再次得到有效控制.....3
图 3: 美联储总资产扩张规模历史罕见.....4
图 4: 美国经济依然处在低位.....4
图 5: 疫情后原油的高库存已经消化充分.....4
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

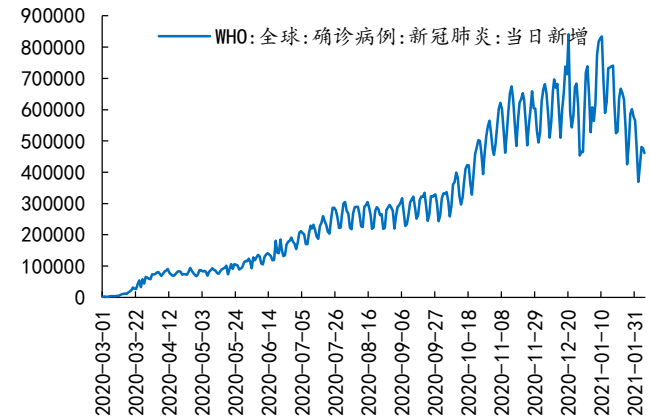
表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....5

1、 策略观点：开始下注疫情后

未来半年，对资本市场影响最大的变化可能会是疫情的持续改善，现在已经到了开始布局的时候了。按照基本假设，2021 年 Q1 是全球疫情的高点，二三季度，随着疫苗接种人数增加、气温升高，大部分发达国家的疫情可能会有很快的下降，全球经济可能会再次上升一个台阶。货币紧缩的担心会一直存在，但只要政策目标利率不上调，这一担心可以推迟到二季度以后，最近两周的调整已经比较充分了。

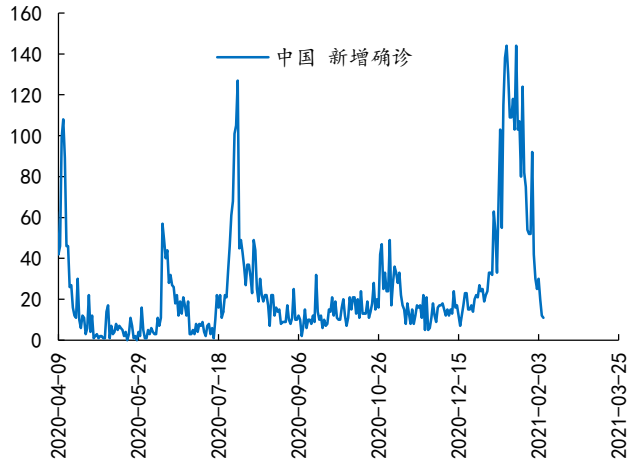
（1）全球疫情出现快速下降。从 2020 年底开始，全球多个国家开始集中接种疫苗，1 月以来，全球新增新冠病例数出现较大幅度下降，这次下降的速度是 2020 年没有出现过的。虽然目前尚无法确认趋势能否持续，或者即使趋势持续，疫情能否控制到很低的规模也是无法确定的。但从投资的角度，不可能等一切都确定了再下注，提前布局疫情后的各种可能，将会是决定 2021 年投资者收益的胜负手。

图1： 全球新增疫情首次出现较大下行



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 国内疫情再次得到有效控制

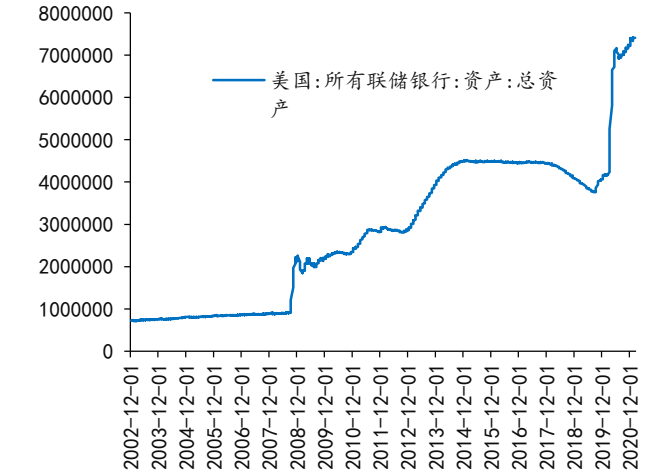


资料来源：Wind，新时代证券研究所

在基本假设下，2021 年 Q1 是全球疫情的高点，二三季度，随着疫苗接种人数增加、气温升高，大部分发达国家的疫情可能会有很快的下降，甚至不排除到夏季的时候，大部分发达国家经济重启。但是到了秋冬季，可能还会再次有疫情冲击，不过规模 2020 年高点低很多。如果是这种情形的话，二三季度全球经济的热度可能会再次上升一个台阶。

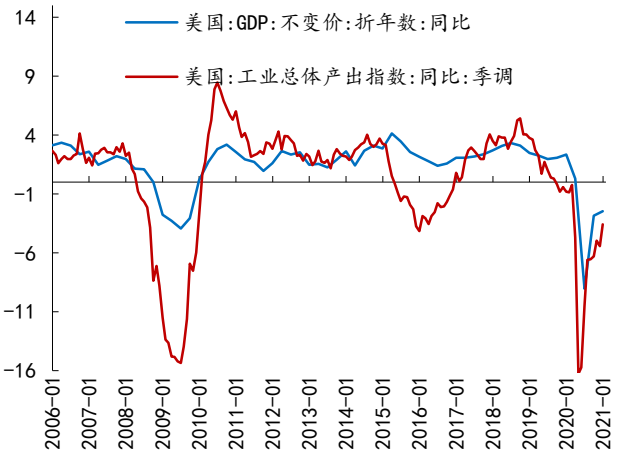
（2）疫情后的经济，分歧大，机会也大。目前投资者对疫情后经济格局存在着很大的分歧，主要焦点是经济复苏、货币紧缩哪个力度大。乐观派认为由于美联储历史性的货币扩张，全球经济也将出现历史性的恢复和通胀，对盈利的正面影响可能会是历史性的。悲观派认为疫情后经济会恢复，但可能是缓慢的，很难恢复到比疫情前高的水平，而一旦货币紧缩，将会让全球资本市场出现系统性的估值下行。由于这一次疫情冲击和美联储货币扩张规模很大，由此产生的多空分歧也是历史罕见的。

图3： 美联储总资产扩张规模历史罕见



资料来源：Wind，新时代证券研究所

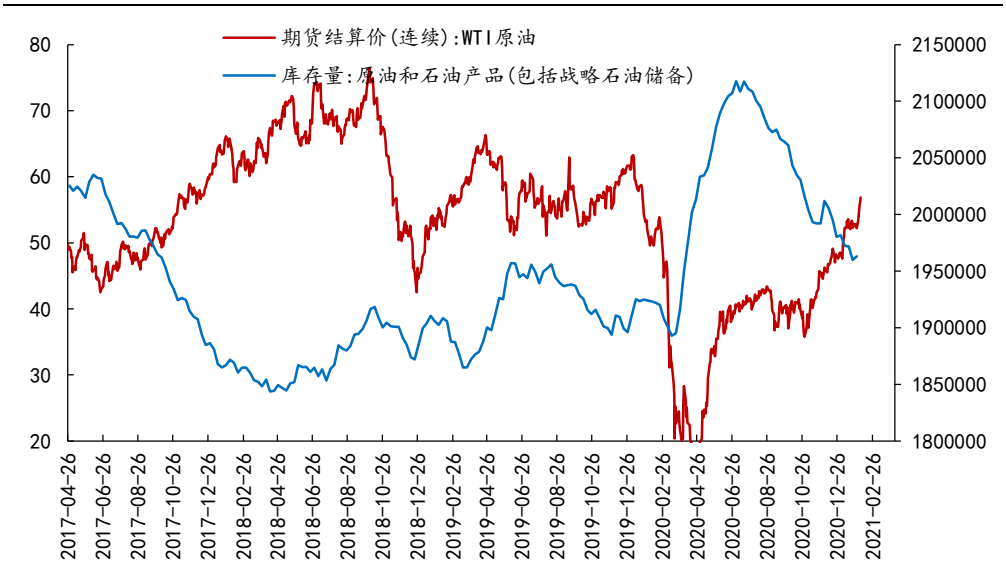
图4： 美国经济依然处在低位



资料来源：Wind，新时代证券研究所

我们的预测是偏乐观的。一方面，由于制度层面的因素，各国央行要“确定”经济很热，才会紧缩货币，如果提前太早，一旦错判，将会承担极大的压力。如果看 2008 年次贷危机后美联储的资产负债表，能够看到，央行资产收缩出现的时间会很晚。另一方面，从微观数据来看，大宗商品里，需求受疫情影响最大的是原油。在需求还未完全恢复的情况下，原油行业通过自我的产能和库存调节，已经让价格恢复到了疫情前的水平了。这充分反映了周期行业（包括很多制造业）产能格局非常健康，在产能健康的周期里，一旦需求能够持续回升，利润的弹性一般都会超预期。

图5： 疫情后原油的高库存已经消化充分



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（3）短期策略判断：调整已经充分。春节前后，投资者依然在关注短期的流动性，我们认为，只要央行不上调政策目标利率，流动性的冲击已经结束。春节后，全球经济有可能进一步摆脱疫情影响，进入新的回升周期，节后疫情和开工数据将会是推升市场上行的新动力。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 目前我国已经有 16 个新冠病毒疫苗进入临床试验阶段，其中中国 7 个新冠疫苗进入Ⅲ期临床试验阶段，1 个疫苗已经附条件上市； (2) 拜登称愿在符合美国利益的情况下与中国合作； (3) 随着多国陆续大规模开展新冠疫苗接种，全球累计接种了约 1.049 亿剂新冠疫苗。
利空	(1) 中国 1 月官方制造业 PMI 和非制造业 PMI 比上月回落 0.6、3.3 个百分点。1 月财新中国制造业 PMI 下降 1.5 个百分点至 51.5，为 2020 年 7 月以来最低； (2) 近期各类债券出现持续调整。
未来重点事件	(1) 疫情数据跟踪； (2) 2021 年 Q1 社融规模； (3) 2021 年 3 月两会。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：由于短期利率扰动，股市增量资金可能会有半个月的放缓，板块短期核心差异可能将会变为对年报和一季报的关注。同时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，虽然过去半年周期股估值已经有了很不错的抬升，但可能还不够，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； ②龙头集中度提升； ③库存周期；	一线城市商品房成交面积增长明显,上海楼市调控升级； **12 月当月基建、房地产、制造业投资增速环比均出现回落；** **年末寒潮来袭，多地气温骤降，经济进入开工淡季。**	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； ②ROE 稳定；	12 月份，社会消费品零售总额 40566 亿元，同比增长 4.6%，增速比上月回落 0.4 个百分点。 消费复苏弱于预期。	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； ②品牌和渠道深化利好龙头； ③新能源车、小家电等新消费。	2020 年 12 月，中国汽车产销 284.0 万辆和 283.1 万辆，产量环比下降 0.3%，销量环比增	汽车依然建议重点关注。

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
		长 2.1%，同比增长 5.7%和 6.4%，**增速比上月有所减缓。**	
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； ③半导体库存周期；	**12 月国内手机出货量量同比下滑；** 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； ②高股息率；	12 月 M1、M2 增速均出现下降； 12 月社融信贷增速放缓，社融规模和新增人民币贷款都出现收缩。	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

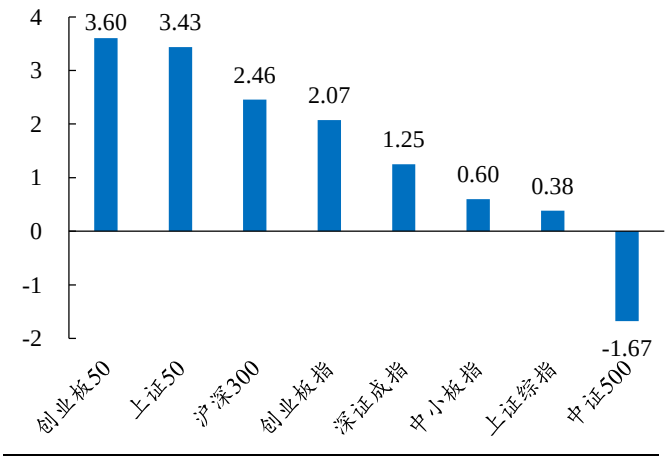
2、 上周市场变化

上周 A 股涨跌不一，其中创业板 50（3.60%）领涨，中证 500（-1.67%）领跌。申万一级行业中，休闲服务（13.50%）领涨，国防军工（-5.54%）领跌。概念股中，打板指数（4.76%）、血液制品指数（4.00%）和仿制药指数（3.81%）领涨，电子竞技指数（-11.14%）、黄酒指数（-9.89%）和网络游戏指数（-9.43%）领跌。

上周全球股市多数上涨，印度 SENSEX30（7.98%）、德国 DAX（2.89%）和标普 500（2.23%）领涨。商品市场中，NYMEX 原油（8.16%）领涨，动力煤（-4.27%）领跌。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（54.09%）、MSCI china（12.98%） 和 MSCI 新兴市场指数（7.46%）排名较高，而黄金（-5.48%）排名较低。

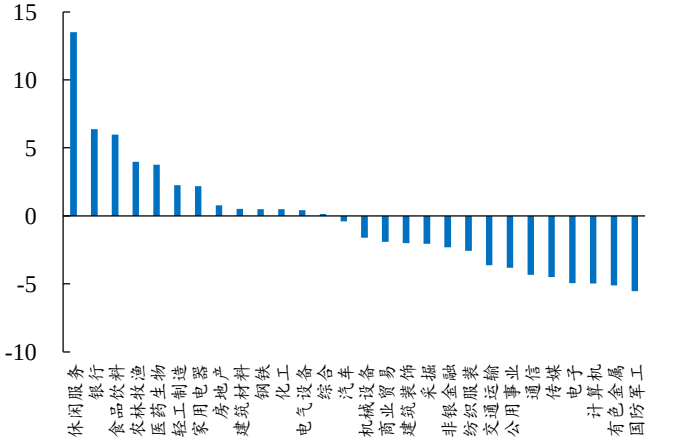
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 253.26 亿元（前值净流出 67.37 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 4800 亿元，到期量 3840 亿元。截止 2021 年 2 月 5 日，银行间拆借利率有所下降，十年期国债收益率有所上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金均较上周有所加仓。

图6： A 股主要指数周涨跌幅



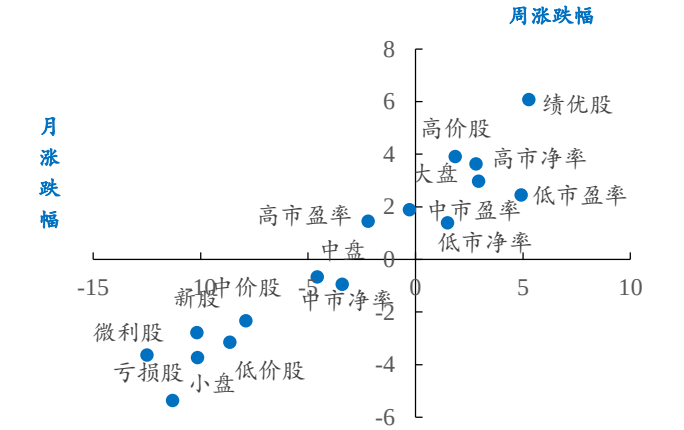
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万一级行业周涨跌幅



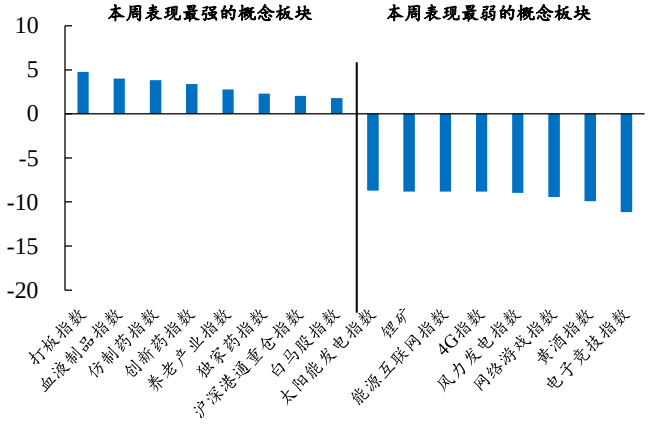
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万风格指数周/月涨跌幅



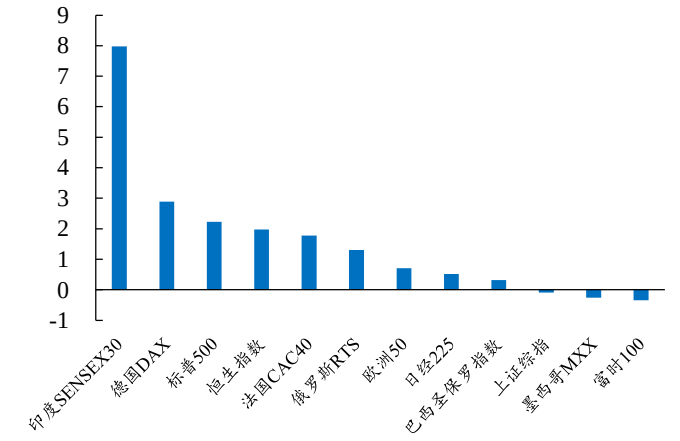
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 概念类指数周涨跌幅



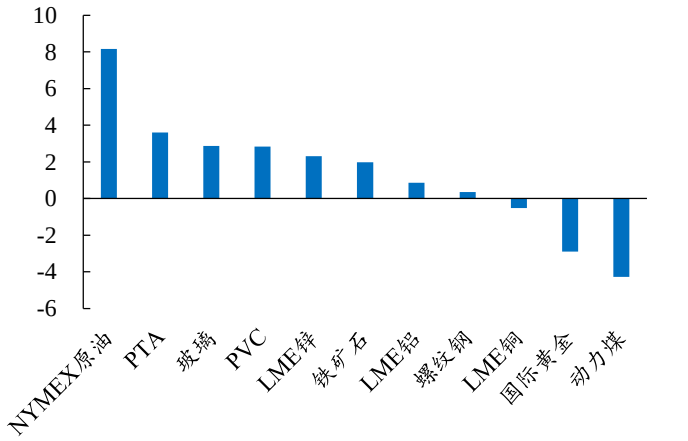
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 全球市场重要指数周涨跌幅



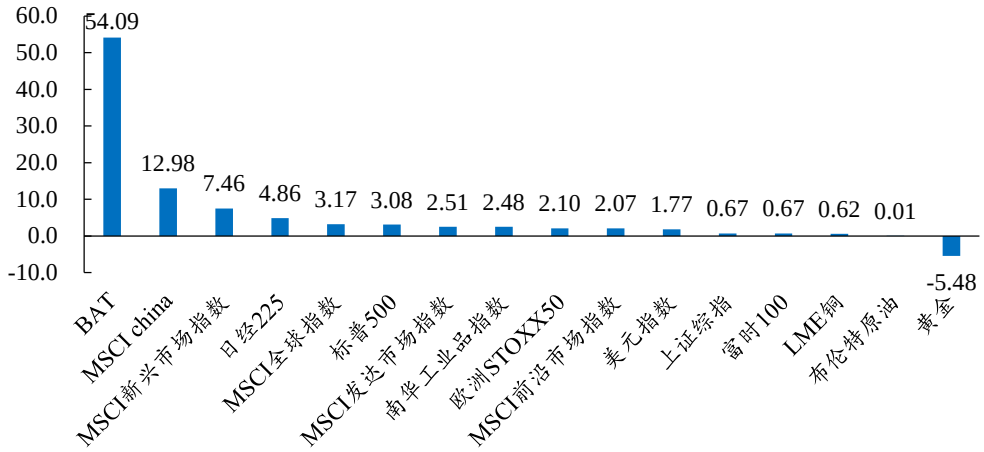
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 重要商品指数周涨跌幅



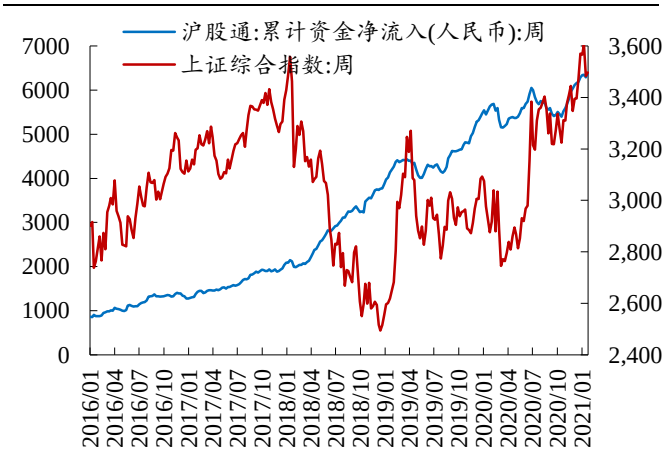
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 2020 年全球大类资产收益率



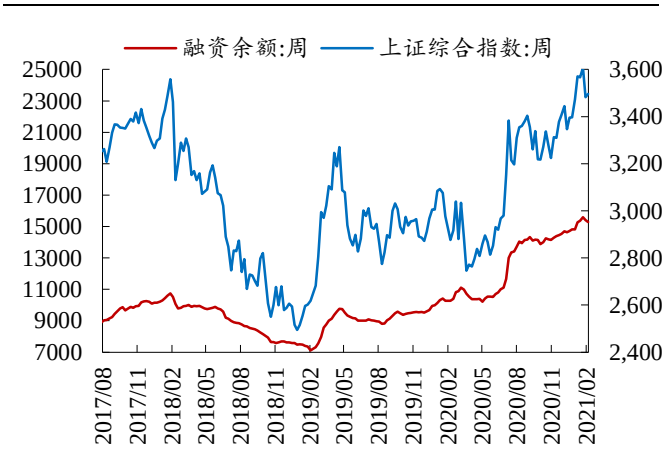
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 沪股通累计净买入



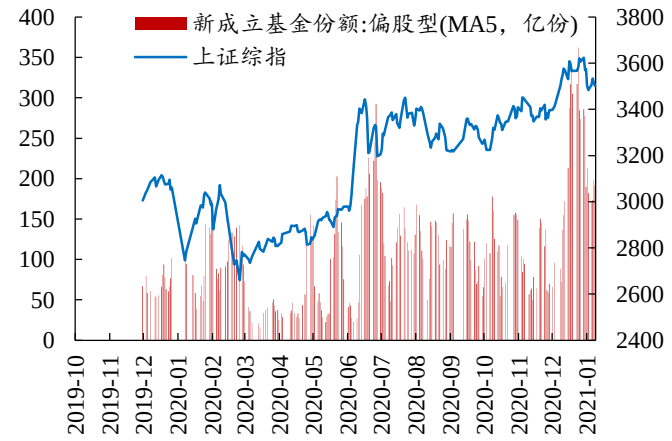
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 融资余额



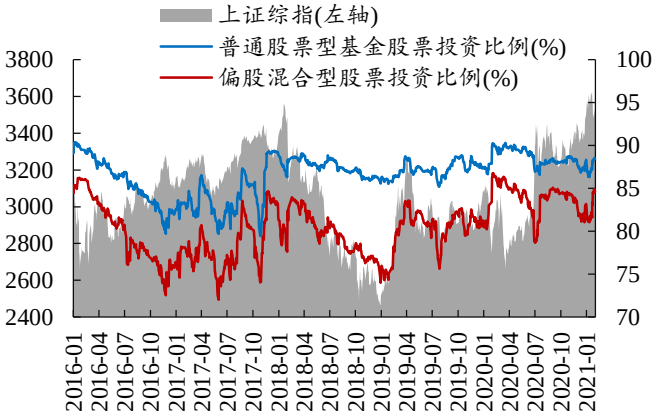
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 新发行基金份额



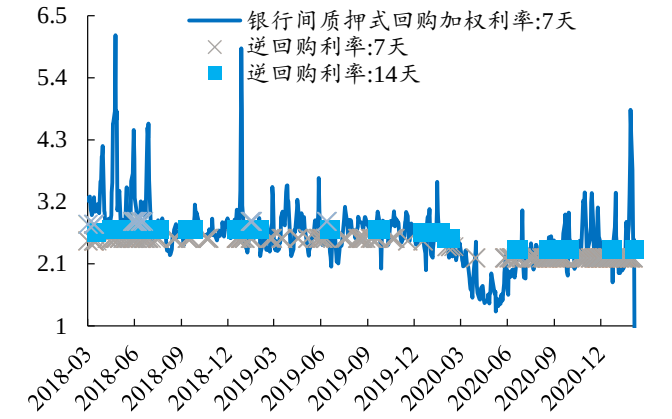
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 基金仓位估算



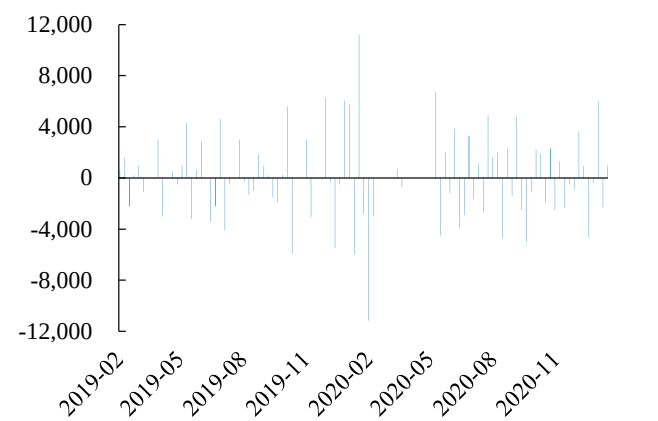
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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



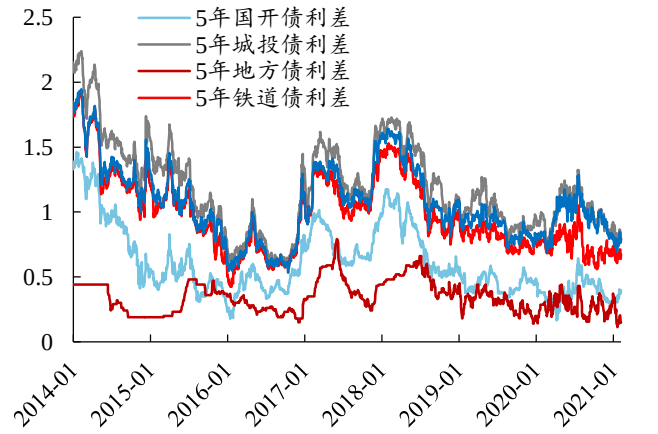
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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/