新时代证券 New Times Securities

因为这是个牛市！

——策略周报

投资周报

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

● **随着牛市的深化，很多习惯了震荡市的投资者，会越来越困惑。为什么部分板块业绩没有变化，股价反而越涨越快？为什么板块中三线四线都涨了，还不调整？为什么银行补涨，指数没见顶？为什么利率和社融出现拐点，股市资金反而更多了？为什么全球疫情恶化，股市完全不受影响？这些问题每一个都很复杂，但有一个原因可以一次回答所有这些问题——“因为这是个牛市”。这是《股票大作手回忆录》中，利弗莫尔从投资前辈帕特里奇那里学到的经验。当有人走过来告诉帕特里奇某只股票会回调，建议他暂时先卖出盈利的筹码，然后以更便宜的价格买回来的时候。帕特里奇总是说：“你知道的，这是个牛市。”**

- **（1）为什么部分板块业绩没有变化，股价反而越涨越快？**最近 2 年 ROE 改善的速度明显放慢，但板块的相对收益和绝对收益都在加速。主流的解释是，投资者不关心短期的 ROE 波动，而关注板块的中长期现金流折现。我们认为，这个解释很正确，但如果脱离了牛市，可能也很难这么强。2018 年熊市的时候，长期现金流折现的逻辑已经广为流传，但食品饮料 2018 年的跌幅也是不小的。
- **（2）为什么银行补涨，指数没有调整？**在震荡市中，部分交易型资金总结了一个板块轮动的规律。市场每一波上涨都是从基本面最好的板块和个股开始，之后是二线三线标的的表现，在上涨的末端，投资者认可度较差的个股和板块（比如银行）会出现最后补涨。补涨一旦出现，则是需要开始防御的时候。但是从 2020 年 7 月以来，这一规律逐渐不那么好用了。很重要的原因是，震荡市中，市场是存量资金的博弈，板块一旦轮动到基本面认可度最低的板块，则意味着市场达到了情绪和仓位的高点。但是在牛市中，存在源源不断的增量资金，存量资金仓位高点后，还有增量资金的买入。
- **（3）为什么利率和社融出现拐点，股市资金反而更多了？**背后的核心是因为，居民认为股市是个牛市。股市的上涨、权益基金的高收益、和理财收益率的下降共同促成了居民对股市认可度的趋势性变化，这一变化促成了牛市的氛围。牛市氛围一旦形成，想要完全破坏掉，需要较大的外部力量，目前的利率只回到了 2019 年的水平，还不足以扭转这一趋势。
- **（4）为什么全球疫情恶化，股市几乎不受影响？**入冬以来，虽然疫苗开始接种，但并未挡住新一波确诊病例增加，国内也出现了局部的疫情扩散。与此同时，全球经济和股市都没有受到太大的影响。背后很重要的原因是，疫情的反复，已经不足以改变全球经济逐步恢复的趋势了，只会影响到恢复的速度（二阶导）。在震荡市中，经济二阶导的变化，足以让股市出现一波调整，但这是牛市。在牛市中，利多会被强化，利空会被弱化，二阶导的变化还不是大变化。

- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

目 录

1、 策略观点：因为这是个牛市.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 1: 2018 年和 2020 年食品饮料 ROE 都有过一次小幅下行.....3
图 2: 银行补涨后，股市并没有调整.....4
图 3: 利率上行后，基金发行速度更快了.....4
图 4: 12 月下旬以来，中国新冠确诊有所增加.....5
图 5: 全球疫情多次恶化.....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

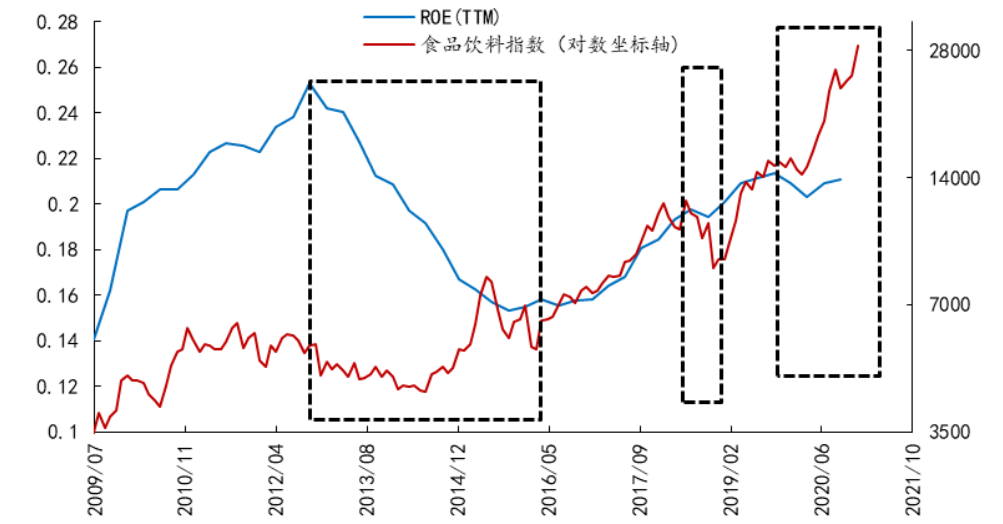
表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....6

1、 策略观点：因为这是个牛市！

随着牛市的深化，很多习惯了震荡市的投资者，会越来越困惑。为什么部分板块业绩没有变化，股价反而越涨越快？为什么板块中三线四线都涨了，还不调整？为什么银行补涨，指数没见顶？为什么利率和社融出现拐点，股市资金反而更多了？为什么全球疫情恶化，股市完全不受影响？这些问题每一个都很复杂，但有一个原因可以一次回答所有这些问题——“因为这是个牛市！”。这是《股票大作手回忆录》中，利弗莫尔从投资前辈帕特里奇那里学到的经验。当有人走过来告诉帕特里奇某只股票会回调，建议他暂时先卖出盈利的筹码，然后以更便宜的价格买回来的时候。帕特里奇总是说：“你知道的，这是个牛市。”

（1）为什么部分板块业绩没有变化，股价反而越涨越快？这一轮牛市最核心的板块是食品饮料，其领涨始于 2016 年。2013-2014 年，食品饮料 ROE 大幅下行，板块整体大幅跑输指数。2016-2019 年，食品饮料 ROE 持续上行，板块绝对和相对收益均较大。但是从 ROE 的变化力度来看，2016-2017 年改善速度是最快的，2018 年食品饮料的 ROE 有阶段性下降，2020 年 ROE 基本是高位震荡。最近 2 年 ROE 改善的速度明显放慢，但板块的相对收益和绝对收益都在加速。主流的解释是，投资者不关心短期的 ROE 波动，而关注板块的中长期现金流折现。我们认为，这个解释很正确，但如果脱离了牛市，可能也很难这么强。2018 年熊市的时候，长期现金流折现的逻辑已经广为流传，但食品饮料 2018 年的跌幅也是不小的。

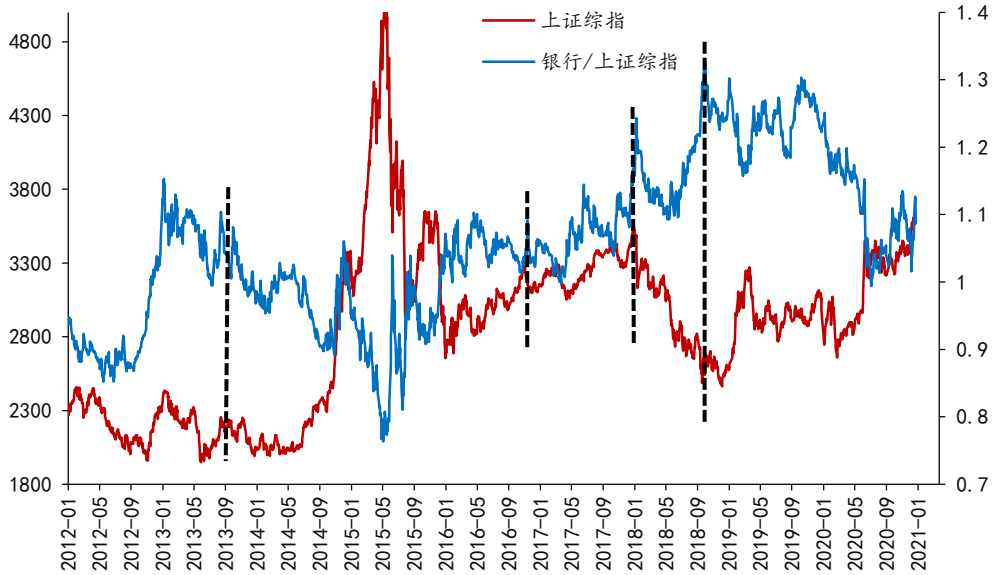
图1： 2018 年和 2020 年食品饮料 ROE 都有过一次小幅下行



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（2）为什么银行补涨，指数没有调整？在震荡市中，部分交易型资金总结了一个板块轮动的规律。市场每一波上涨都是从基本面最好的板块和个股开始，之后是二线三线标的的表现，在上涨的末端，投资者认可度较差的个股和板块（比如银行）会出现最后补涨。补涨一旦出现，则是需要开始防御的时候。但是从 2020 年 7 月以来，这一规律逐渐不那么好用了。很重要的原因是，震荡市中，市场是存量资金的博弈，板块一旦轮动到基本面认可度最低的板块，则意味着市场达到了情绪和仓位的高点。但是在牛市中，存在源源不断的增量资金，存量资金仓位高点后，还有增量资金的买入。

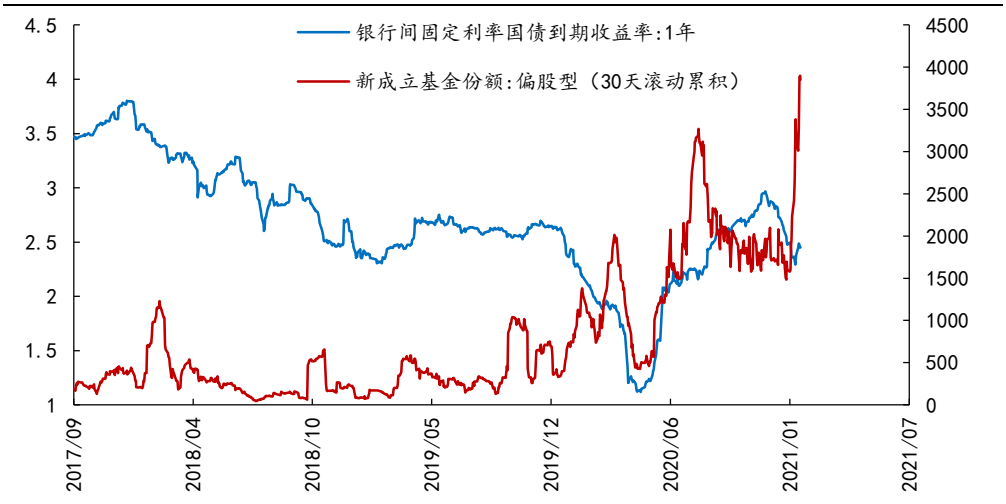
图2： 银行补涨后，股市并没有调整



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（3）为什么利率和社融出现拐点，股市资金反而更多了？由于中国疫情防控得力，从 2020 年 6 月开始，全面货币宽松已经告一段落，利率出现了较大的上行，目前已回到了疫情前的水平。但是与此同时，我们看到股市资金格局不但没有受影响，权益基金发行量反而进一步加速，1 月权益基金发行速度已经超过了 2020 年 7 月。

图3： 利率上行后，基金发行速度更快了



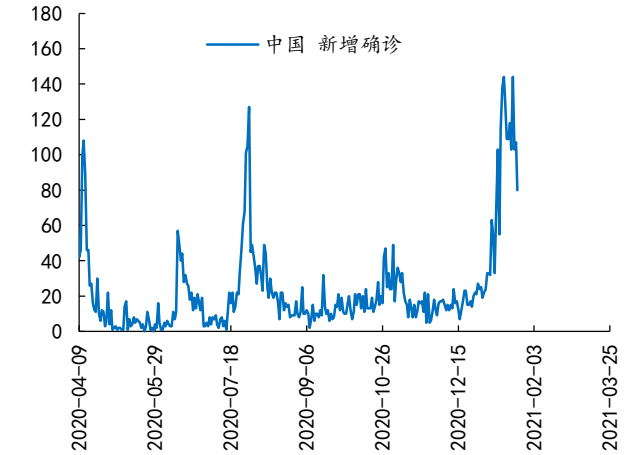
资料来源：Wind，新时代证券研究所

背后的核心是因为，居民认为股市是个牛市。股市的上涨、权益基金的高收益、和理财收益率的下降共同促成了居民对股市认可度的趋势性变化，这一变化促成了牛市的氛围。牛市氛围一旦形成，想要完全破坏掉，需要较大的外部力量，目前的利率只回到了 2019 年的水平，还不足以扭转这一趋势。

（4）为什么全球疫情恶化，股市几乎不受影响？入冬以来，虽然疫苗开始接种，但并未挡住新一波确诊病例增加，国内也出现了局部的疫情扩散。与此同时，全球经济和股市都没有受到太大的影响。背后很重要的原因是，疫情的反复，已经

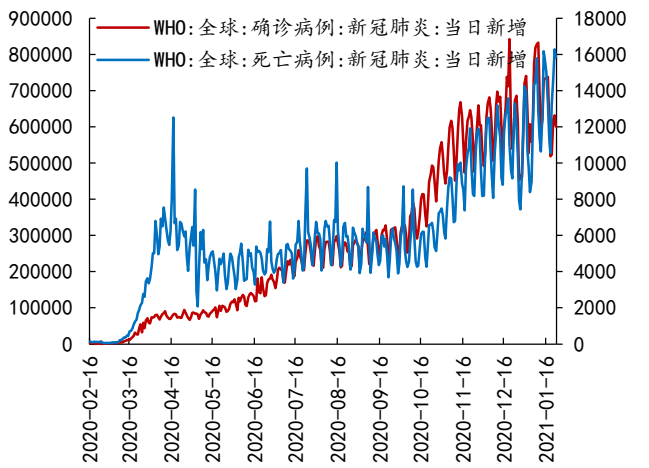
不足以改变全球经济逐步恢复的趋势了，只会影响到恢复的速度（二阶导）。在震荡市中，经济二阶导的变化，足以让股市出现一波调整，但这是牛市。在牛市中，利多会被强化，利空会被弱化，二阶导的变化还不是大变化。

图4： 12 月下旬以来，中国新冠确诊有所增加



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 全球疫情多次恶化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（5）短期策略判断：新一轮上涨的初段。2021 年 Q1，居民资金将会从多渠道流入股市，公募基金发行、两融余额均已经出现了较快的回升，按照比较常见的季节性规律，居民资金最热的时候可能要到 3 月。如果 1-2 月上涨过快（比如达到了 7 月的速度），可能会提前透支。经济层面新的催化剂重点关注 1 月的信贷和 3 月份开工情况。整体来看，未来一个季度，主导市场的力量是增量资金，目前市场处在新一轮上涨的初期。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 央行本周净投放 5980 亿元； (2) WHO 欲快速批准多个新冠疫苗，中国两款疫苗料 3 月获批； (3) 中国 2020 年 GDP 增长 2.3%；其中四季度 GDP 同比增长 6.5%，较三季度增速提升 1.6 个百分点；
利空	(1) 多地出现疫情反弹； (2) 12 月当月基建、房地产、制造业投资增速环比均出现回落，消费复苏弱于预期。
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：未来 1 个季度，市场上涨的主要驱动力将由之前的盈利预期改善，阶段性变为增量资金，板块表现也会随之有所变化，大部分板块都将有绝对收益。成长股的估值调整已经比较充分，存在估值修复的可能，特别是增量资金进来的初期。2021 年基本面预期最高的新能源车和军工，将会继续吸引增量资金，近期可能依然是最强的方向。周期金融前期的表现比我们预期的弱，背后主要原因不是基本面，而是投资者认识和学习的惯性转变比较慢，周期金融依然建议超配，很有可能越来越强，特别是年报季报披露期和春节后开工。重点关注汽车、军工、有

色、化工、券商、银行。

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%，销量环比增长 2.1%，同比增长 5.7%和 6.4%，**增速比上月有所减缓。**	汽车的认可度最高，未来一个季度将会进入资金驱动的快速上涨期。
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。
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。	银行地产估值便宜，2020Q4-2021 年上半年将会有一次估值修复。特别是在季报季。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

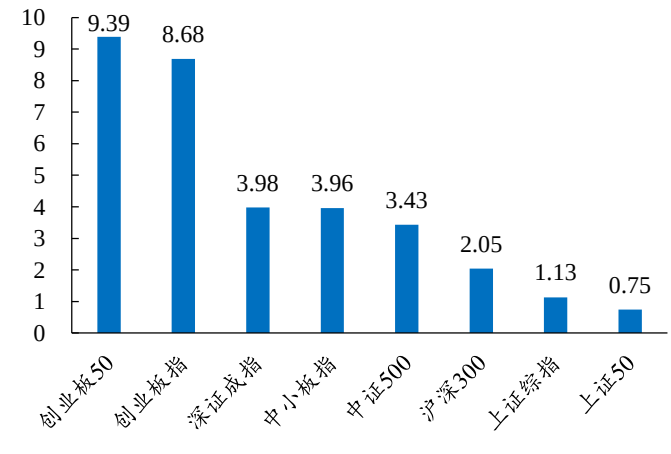
2、 上周市场变化

上周 A 股有所上涨，其中创业板 50（9.39%）领涨。申万一级行业中，电气设备（10.21%）、医药生物（7.79%）和化工（6.68%）领涨，建筑装饰（-2.10%）和非银金融（-1.53%）领跌。概念股中，稀土指数（24.98%）、稀土永磁指数（12.86%）和锂矿（12.12%）领涨，西部水泥指数（-4.79%）、黄酒指数（-3.80%）和 IPV6 指数（-2.61%）领跌。

上周全球股市涨跌不一，恒生指数（3.06%）、标普 500（1.94%）和上证综指（1.13%）领涨。商品市场中，PVC（5.70%）领涨，动力煤（-9.71%）领跌。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（42.77%）、MSCI china（11.78%）和 MSCI 新兴市场指数（7.87%）排名较高，而黄金（-2.23%）、布伦特原油（0.01%）和美元指数（0.28%）排名较低。

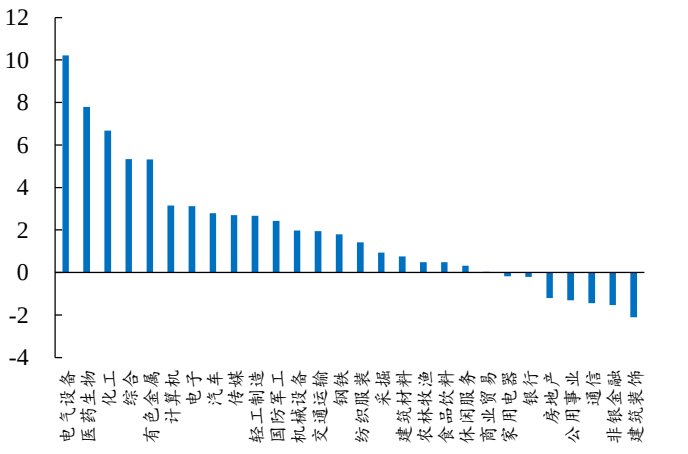
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 96.07 亿元（前值净流入 179.59 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 6140 亿元，到期量 160 亿元。截止 2021 年 1 月 22 日，银行间拆借利率有所上升，十年期国债收益率有所下降。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金均较上周有所加仓。

图6： A 股主要指数周涨跌幅



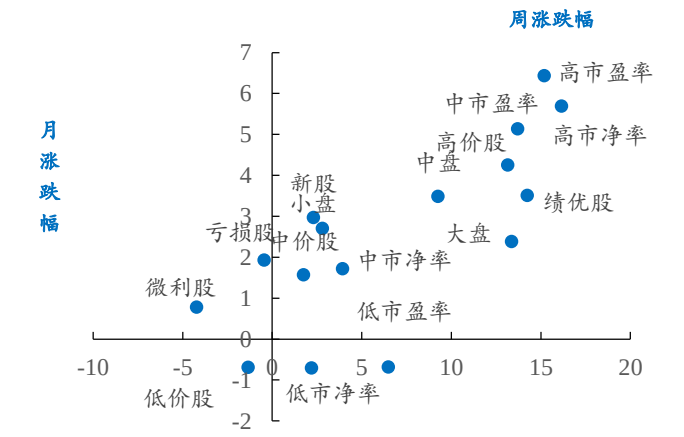
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万一级行业周涨跌幅



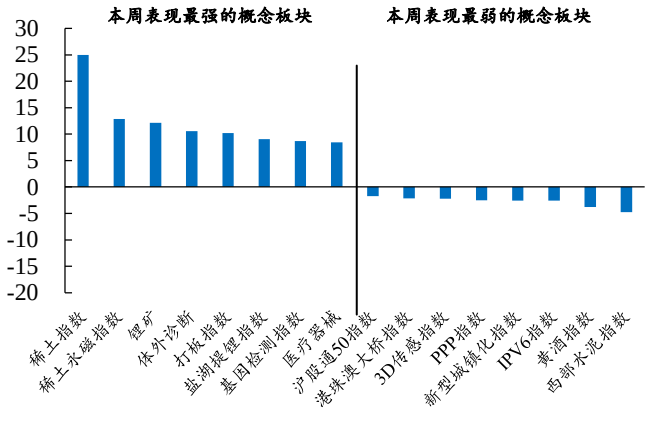
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万风格指数周/月涨跌幅



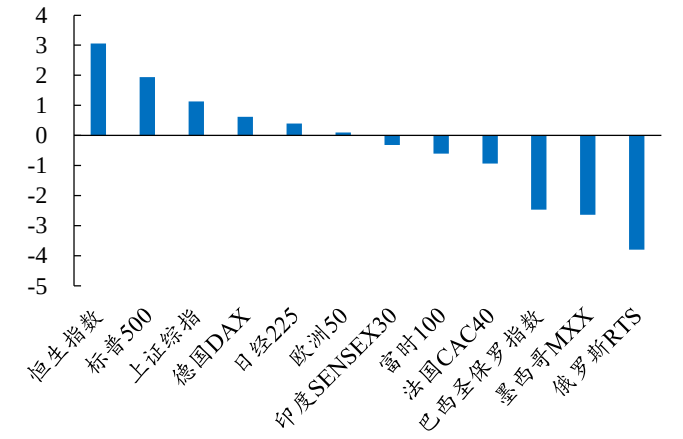
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 概念类指数周涨跌幅



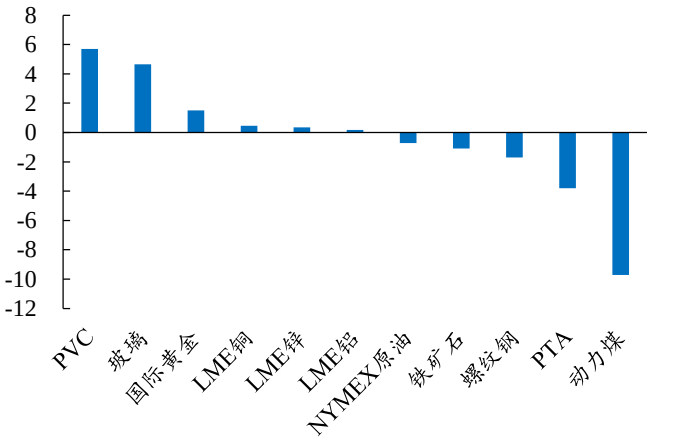
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 全球市场重要指数周涨跌幅



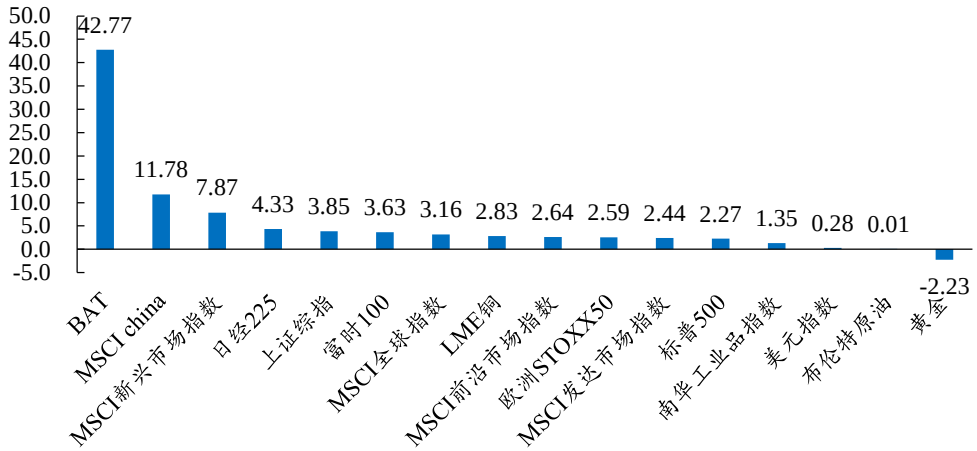
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 重要商品指数周涨跌幅



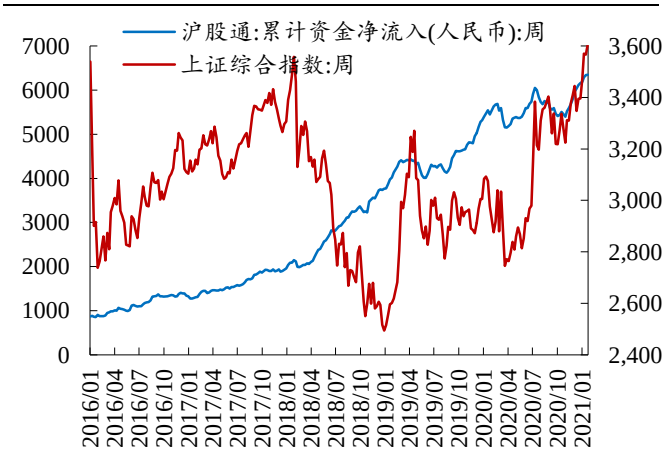
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 2020 年全球大类资产收益率



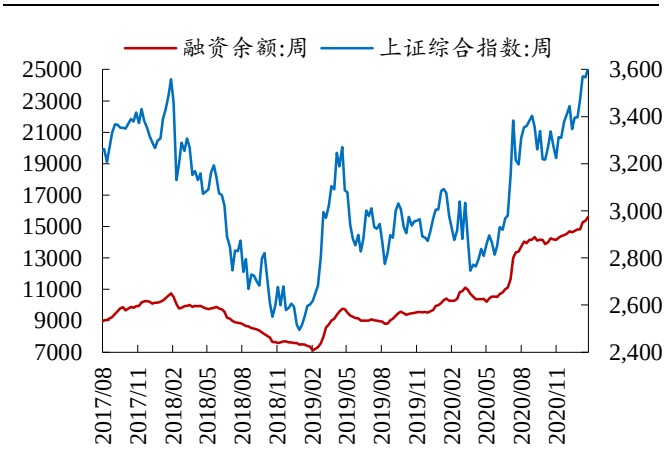
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 沪股通累计净买入



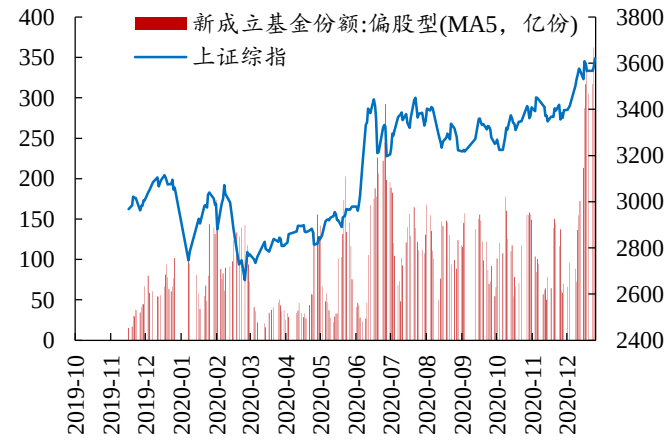
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 融资余额



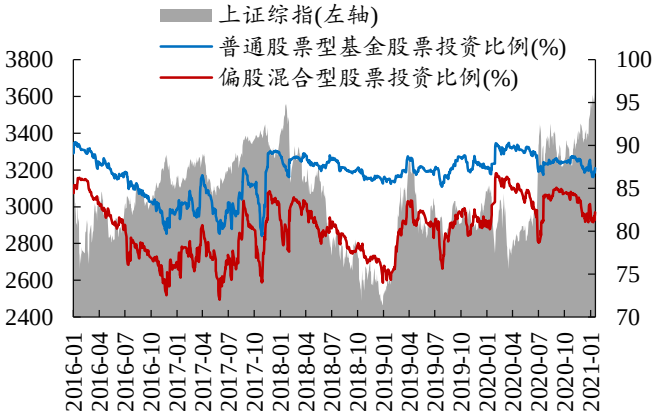
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 新发行基金份额



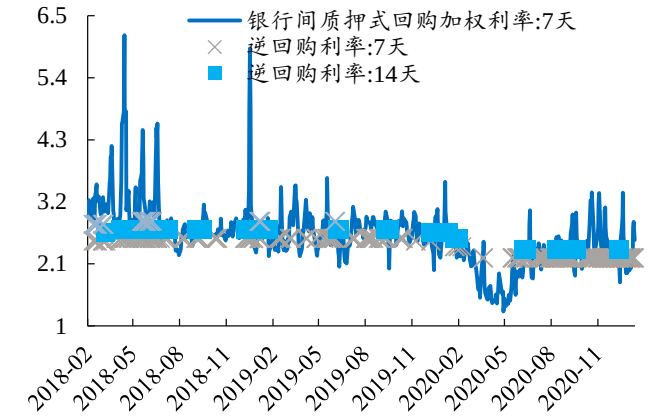
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 基金仓位估算



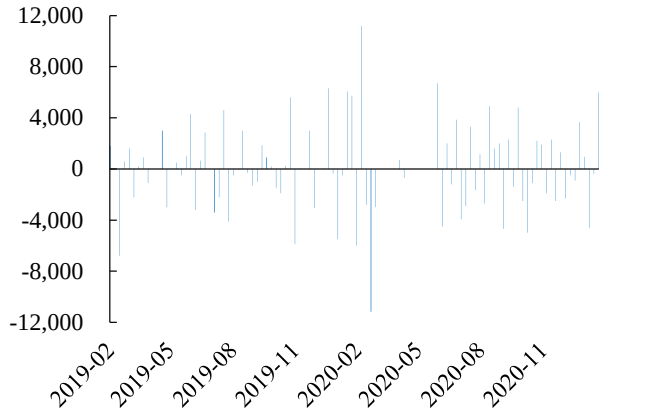
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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



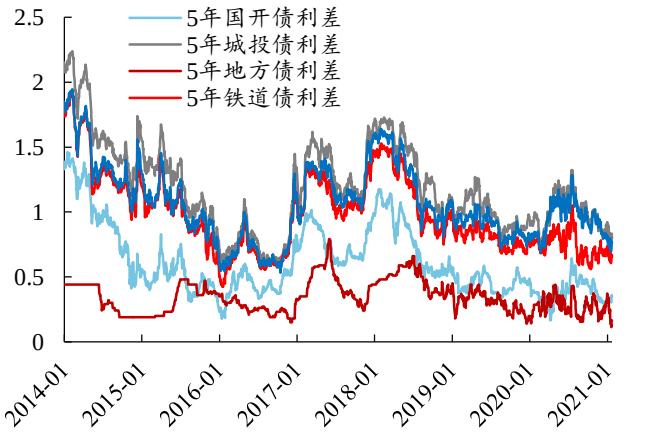
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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/