新时代证券 New Times Securities

对两个风险的反驳

——策略周报

投资周报

上周的调整，虽然整体幅度不大，但部分投资者开始担心估值和经济风险，我们认为，经济和估值都还没进入风险区。部分板块虽然估值贵，但 A 股整体估值只达到了 2016-2017 年的水平，考虑到目前居民资金环境远好于 2016-2017 年，整体估值还有上行的可能。经济层面，社融和 PMI 数据的下行不足以改变经济上行的趋势，长短期利差只回到了 2018-2019 年的水平，实体经济的自我循环还不足以被打断。

- **（1）估值只是脱离了舒适区，离整体泡沫化还很远。**截止上周五，全 A 整体 PB 为 2.06，相比 2019 年初的 1.4，上涨了 47%。从绝对水平来看，目前的估值确实已经脱离了底部舒适区，已经达到了 2016-2017 年的估值水平。虽然部分板块估值较贵，但是整体来看，A 股离泡沫化还很远。部分板块的高估值不会改变整体 A 股的性价比，指数的整体趋势最终是依赖于整体估值的。
- 考虑到目前股市面临的资金环境远好于 2016-2017 年，当下 A 股整体的估值可能还存在一定的低估。2016-2017 年股市虽然盈利很好，但 A 股整体估值没有抬升，主要是由于资金格局很差。2015 年股灾后，各类后遗症还在治疗的过程中，股市监管政策很紧，居民对股市还很失望，2016-2017 年，虽然股市有结构性牛市，但各类资金还在不断流出股市。但是 2019 年以来，居民对股市的态度有很大的抬升，增量资金很多，在此背景下，股市整体估值只回到 2016-2017 年的水平应该是不够的。
- **（2）经济拐点出现？**投资者另一个担心是经济，12 月社融数据低于预期、PMI 略有下行、局部疫情有所反复，导致部分投资者担心，经济是否会有下行的压力。我们的判断是，经济上行还没有结束，短期数据扰动不足以改变经济上行的趋势。
- 经济的上行周期一般分两个阶段。第一个阶段，由于经济下行，货币和财政往往较为宽松，不断的宽松会持续到经济上行一段时间之后，2020 年 3 月到 2020 年 8 月属于第一个阶段。之后，随着经济热度回升，政策支持逐渐退出，甚至边际收紧，但是由于实体经济恢复的强度依然很强，偏紧的政策还不足以改变经济的趋势，现在的经济可能处在第二个阶段。一个很重要的证据是长短期国债利差还很健康，2011 年、2013 年、2017 年，这三次紧缩力度最大的时候，都出现了长短期利率倒挂，但这一次没有，目前的利差只是回到了 2018-2019 年的水平。这种力度的“紧”大概率还不足以改变经济趋势。
- **（3）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。

- **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：对两个风险的反驳.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 1: A 股整体的估值，只回到了 2016-2017 年的水平.....3
图 2: 居民资金 2016-2017 年是流出的.....4
图 3: 2016-2017 年权益基金总量没有增长.....4
图 4: 紧缩的力度还不足以改变经济方向.....4
图 5: A 股主要指数周涨跌幅.....7
图 6: 申万一级行业周涨跌幅.....7
图 7: 申万风格指数周/月涨跌幅.....7
图 8: 概念类指数周涨跌幅.....7
图 9: 全球市场重要指数周涨跌幅.....8
图 10: 重要商品指数周涨跌幅.....8
图 11: 2020 年全球大类资产收益率.....8
图 12: 沪股通累计净买入.....8
图 13: 融资余额.....8
图 14: 新发行基金份额.....9
图 15: 基金仓位估算.....9
图 16: 银行间拆借利率和公开市场操作.....9
图 17: 央行公开市场和国库定存净投放.....9
图 18: 长期国债利率.....9
图 19: 各类债券与同期限国债利差.....9

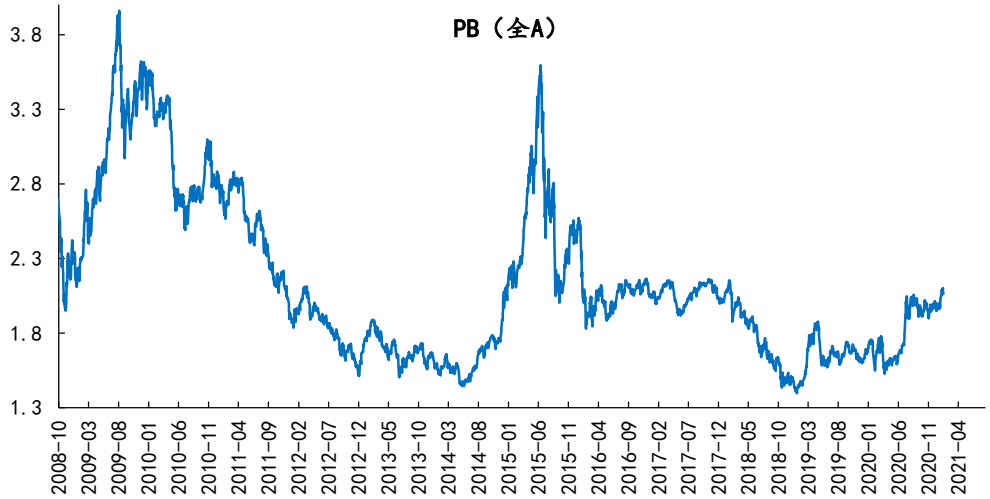
表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....6

1、 策略观点：对两个风险的反驳

上周的调整，虽然整体幅度不大，但部分投资者开始担心估值和经济风险，我们认为，经济和估值都还没进入风险区。部分板块虽然估值贵，但 A 股整体估值只达到了 2016-2017 年的水平，考虑到目前居民资金环境远好于 2016-2017 年，整体估值还有上行的可能。经济层面，社融和 PMI 数据的下行不足以改变经济上行的趋势，长短期利差只回到了 2018-2019 年的水平，实体经济的自我循环还不足以被打断。

（1）估值只是脱离了舒适区，离整体泡沫化还很远。截止上周五，全 A 整体 PB 为 2.06，相比 2019 年初的 1.4，上涨了 47%。从绝对水平来看，目前的估值确实已经脱离了底部舒适区，已经达到了 2016-2017 年的估值水平。虽然部分板块估值较贵，但是整体来看，A 股离泡沫化还很远。部分板块的高估值不会改变整体 A 股的性价比，指数的整体趋势最终是依赖于整体估值的。

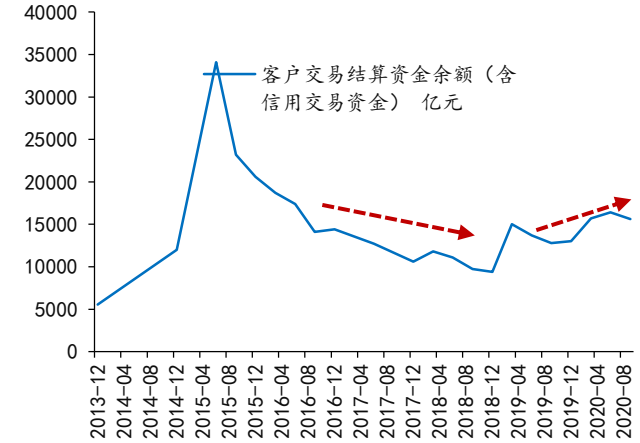
图1： A 股整体的估值，只回到了 2016-2017 年的水平



资料来源：Wind，新时代证券研究所

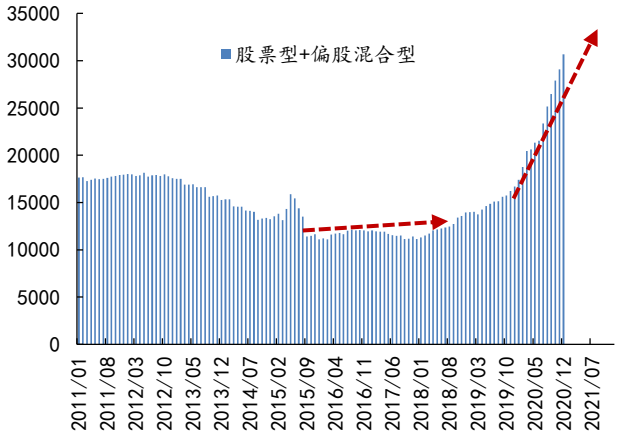
考虑到目前股市面临的资金环境远好于 2016-2017 年，当下 A 股整体的估值可能还存在一定的低估。2016-2017 年股市虽然盈利很好，但 A 股整体估值没有抬升，主要是由于资金格局很差。2015 年股灾后，各类后遗症还在治疗的过程中，股市监管政策很紧，居民对股市还很失望，2016-2017 年，虽然股市有结构性牛市，但各类资金还在不断流出股市。但是 2019 年以来，居民对股市的态度有很大的抬升，增量资金很多，在此背景下，股市整体估值只回到 2016-2017 年的水平应该是不够的。

图2： 居民资金 2016-2017 年是流出的



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 2016-2017 年权益基金总量没有增长

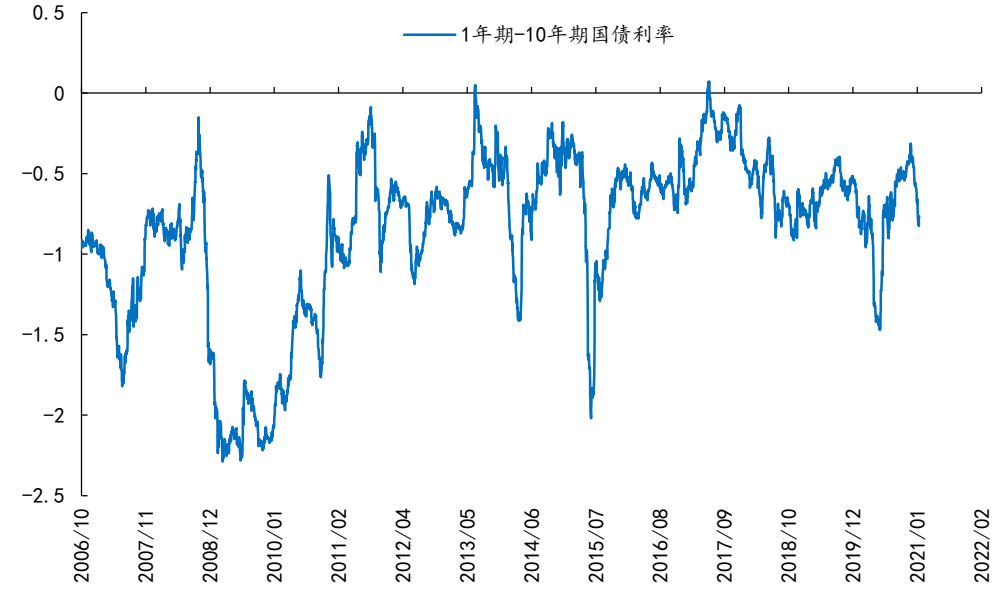


资料来源：Wind，新时代证券研究所

（2）经济拐点出现？投资者另一个担心是经济，12 月社融数据低于预期、PMI 略有下行、局部疫情有所反复，导致部分投资者担心，经济是否会有下行的压力。我们的判断是，经济上行还没有结束，短期数据扰动不足以改变经济上行的趋势。

经济的上行周期一般分两个阶段。第一个阶段，由于经济下行，货币和财政往往较为宽松，不断的宽松会持续到经济上行一段时间之后，2020 年 3 月到 2020 年 8 月属于第一个阶段。之后，随着经济热度回升，政策支持逐渐退出，甚至边际收紧，但是由于实体经济恢复的强度依然很强，偏紧的政策还不足以改变经济的趋势，现在的经济可能处在第二个阶段。一个很重要的证据是长短期国债利差还很健康，2011 年、2013 年、2017 年，这三次紧缩力度最大的时候，都出现了长短期利率倒挂，但这一次没有，目前的利差只是回到了 2018-2019 年的水平。这种力度的“紧”大概率还不足以改变经济趋势。

图4： 紧缩的力度还不足以改变经济方向



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（3）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) 拜登公布 1.9 万亿美元纾困方案； (2) 多只“爆款”基金于近期发行； (3) 中国 2020 年 12 月 CPI 同比上涨 0.2%；PPI 同比降幅收窄至 0.4%，环比上涨 1.1%，为 2016 年 12 月以来最高水平。
利空	(1) 河北新冠疫情反弹； (2) 央行公布 12 月的 M1 和 M2，增速同比上月分别低了 1.4%和 0.6%，M1 和 M2 同时收缩； (3) 12 月新增社融 1.72 万亿元，较去年同期少增 3830 亿元，较 11 月少增 4143 亿元，低于市场预期； (4) 美国国防部公告称，将中国商飞、小米集团、中微半导体设备等 9 家中国企业列入所谓“涉军企业名单”。
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； **近期美元指数反弹，商品价格受到一定冲击，南华工业品指数持续上涨，已接近 2006 和 2011 年的高点位置；** **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；	11 月社零总额同比增长 5.0%，增速较上月加快 0.7 个百分点，**自 2020 年 8 月以来已连续 4 个月实现持续加速增长。**	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。	11 月，我国汽车产销延续了增长势头，产销量均创年内新高。 苹果将与现代汽车合作开发自动驾驶汽车； 特斯拉降价。	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； 中芯国际被剔除富时全球股票指数系列和富时中国 A 股指数，同时被撤出 OTCQX 市场； 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

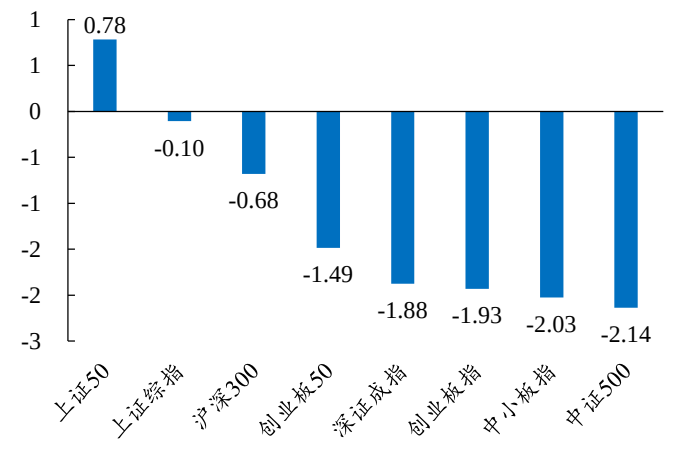
2、 上周市场变化

上周 A 股有所回调，其中上证 50（0.78%）领涨。申万一级行业中，银行（5.32%）、电子（2.26%）和建筑装饰（2.18%）领涨，农林牧渔（-8.30%）和国防军工（-6.56%）领跌。概念股中，打板指数（8.73%）、3D 玻璃指数（3.99%）和 OLED 指数（3.97%）领涨，黄酒指数（-17.72%）、啤酒指数（-11.32%）和生物育种指数（-9.51%）领跌。

上周全球股市涨跌不一，恒生指数（2.50%）、日经 225（1.35%）和俄罗斯 RTS（0.53%）领涨。商品市场中，动力煤（2.45%）领涨，玻璃（-5.19%）领跌。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（20.75%）、MSCI china（5.51%）和 MSCI 新兴市场指数（5.17%）排名较高，而黄金（-3.68%）、布伦特原油（0.01%）和标普 500（0.32%）排名较低。

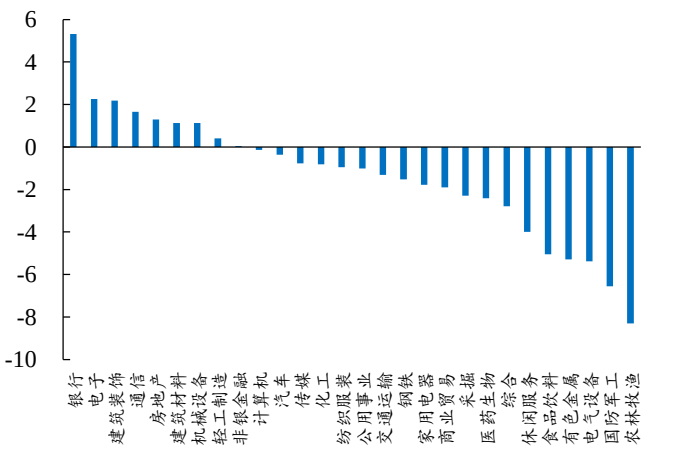
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 179.59 亿元（前值净流入 191.27 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 160 亿元，到期量 550 亿元。截止 2021 年 1 月 16 日，银行间拆借利率有所上升，十年期国债收益率与上周基本持平。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金均较上周有所减仓。

图5： A 股主要指数周涨跌幅



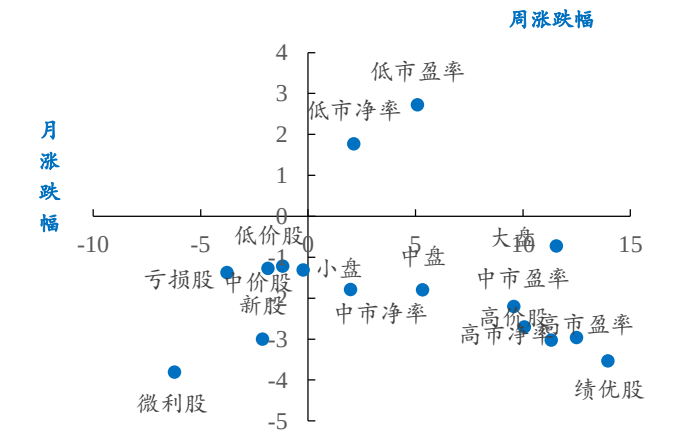
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万一级行业周涨跌幅



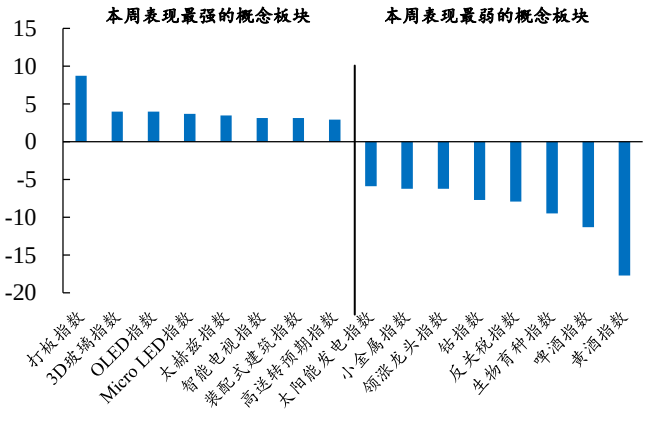
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万风格指数周/月涨跌幅



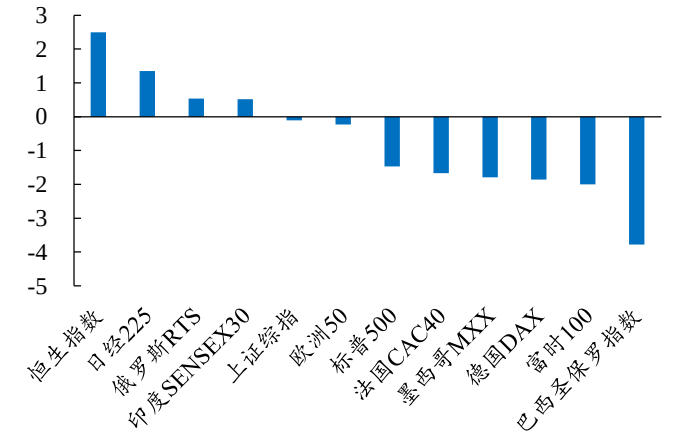
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 概念类指数周涨跌幅



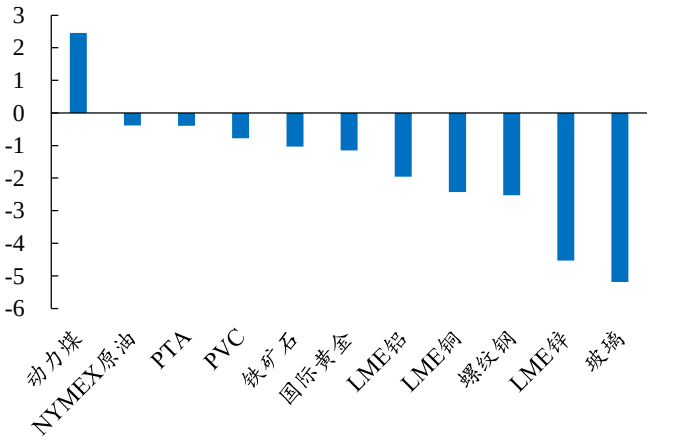
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 全球市场重要指数周涨跌幅



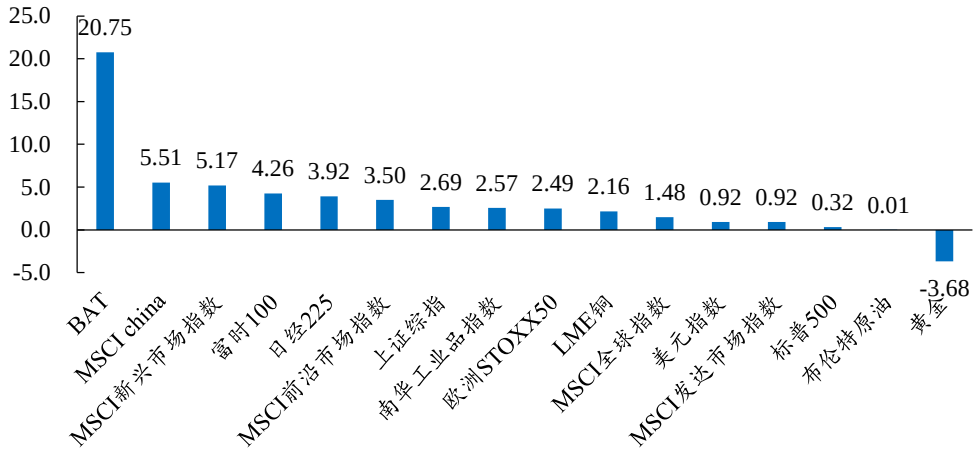
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 重要商品指数周涨跌幅



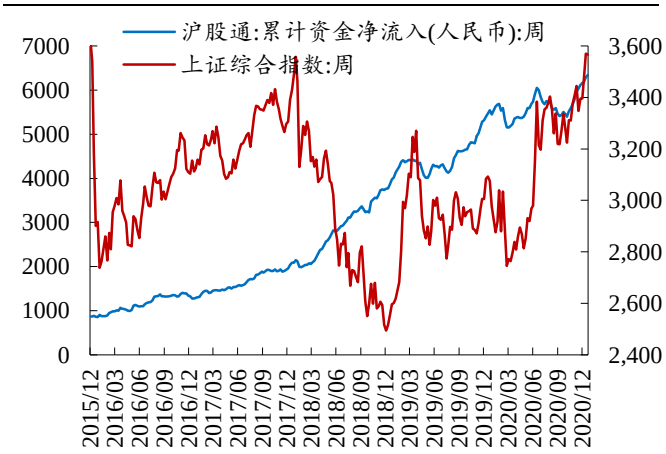
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2020 年全球大类资产收益率



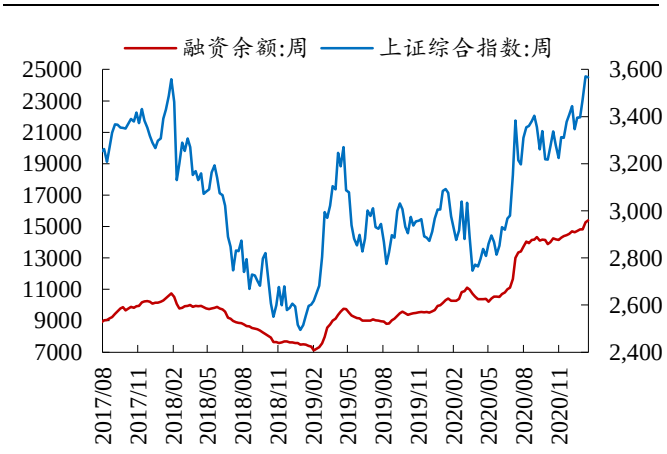
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 沪股通累计净买入



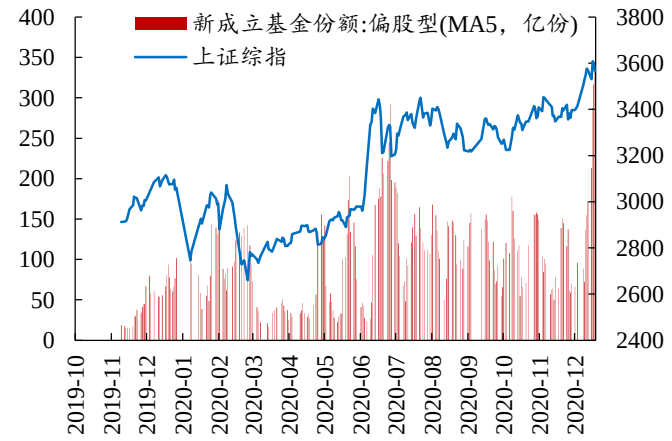
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 融资余额



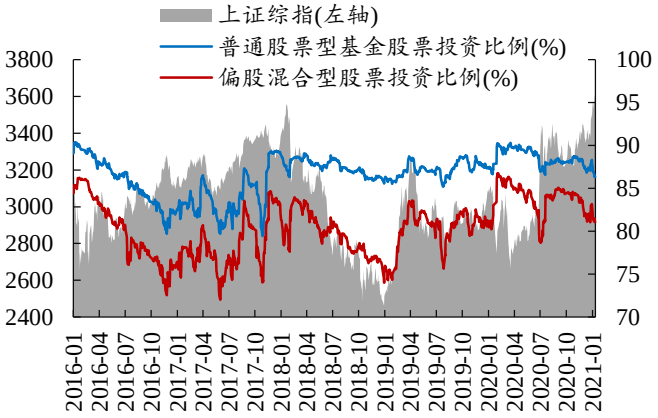
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 新发行基金份额



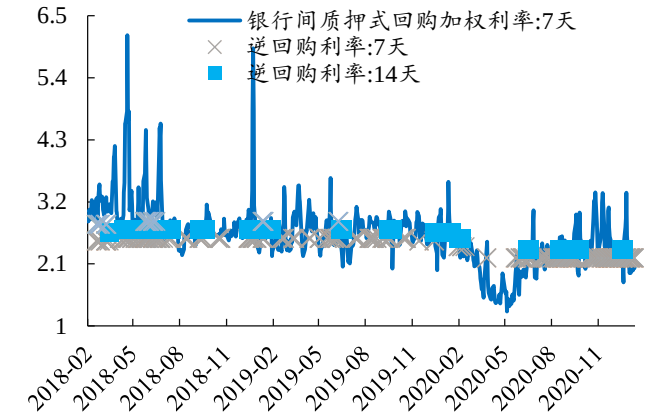
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 基金仓位估算



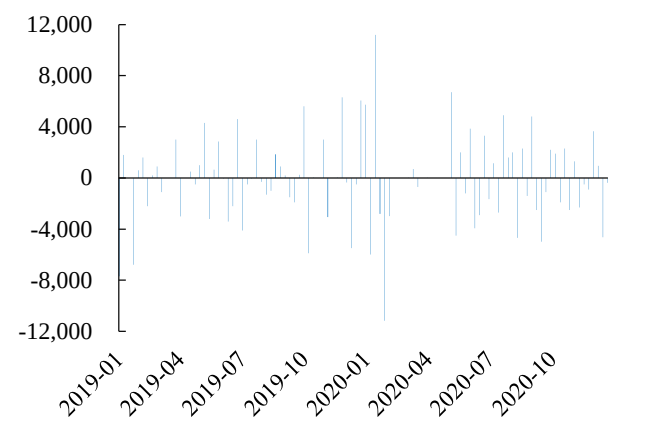
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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



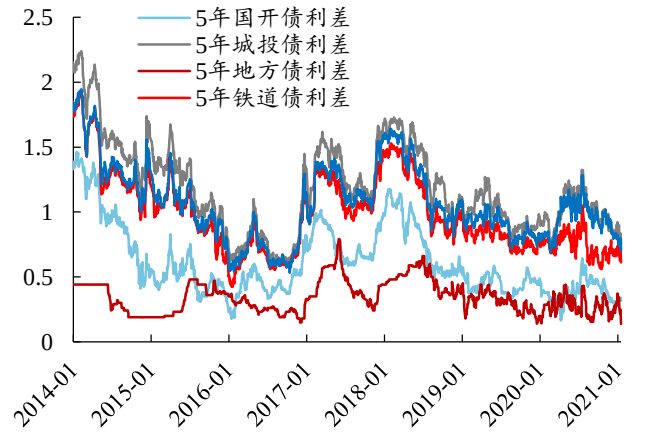
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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	**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/