新时代证券 New Times Securities

增量资金很难慢下来

——策略周报

投资周报

- **历史上居民资金进来的过程，一般都是越来越快的，需要有强大外部因素的干扰（比如 IPO、再融资、减持、股市政策等），才可能终结这一过程。2020 年 7 月-8 月，外部因素有过一次干扰，2020 年 9-12 月基金发行有所降温，但幅度不大，外部干扰只在阶段性降低了速度，并没有改变这一趋势。在年度的维度，我们认为“居民资金”“加速入场”这一进程还将持续。这一次指数的突破，目前只进行到了初段，过去半年居民积攒的热情、基金各渠道的布局，将会带来至少一个季度的增量资金快速增加。**
- **（1）增量资金会越来越快。**按照我们的估算，2020 年全年，股市净流入资金 1.78 万亿，远高于 2019 年，但是 2019 年市场的整体涨幅和 2020 年至今涨幅差不多，背后主要原因是，2019 年存量资金大幅增加仓位，公募基金仓位中位数提高了约 10%，私募仓位理论上提高幅度更大。合并存量资金仓位变动和增量资金，2019 年和 2020 年股市的微观资金供求关系类似。
- 按照历史上居民资金进来的过程，一般都是越来越快的，需要有强大外部因素的干扰（比如 IPO、再融资、减持、股市政策等），才可能终结这一过程。2020 年 7 月-8 月，外部因素有过一次干扰，但是幅度不够大，只是在季度内降低了速度，并没有改变这一过程。所以在年度的维度，我们还没看到“居民资金”“加速入场”这一进程的终结。
- **（2）增量资金入场的前提：存量资金高仓位。**近期市场的加速上涨，让部分投资者有些心慌，很多板块的估值中枢已经很难用保守的价值分析度量了。而且很多公募基金连续两年有较大的超额收益，一旦均值回归，可能会有较大的波动。我们认为，如果没有增量资金，市场往上的空间确实有限。但是，如果有增量资金，市场反而会在存量资金高仓位的时候，出现更快速的上涨。历史上，增量资金入场的时候，存量资金仓位都是很高的。
- **（3）加速上涨的时间和空间。**这里的关键是增量资金入场的时间和幅度，基于对年度增量资金的乐观判断（参见本文第一部分和我们 2021 年年度策略），我们认为增量资金的幅度可能会超预期。短期来看（季度），这一次指数的突破，目前只进行到了初段，2020 年 9-12 月基金发行有所降温，1 月刚开始回升，过去半年居民积攒的热情、基金各渠道的布局，将会带来至少一个季度的发行规模快速增加。
- **（4）短期策略判断：新一轮大级别上涨的初段。**7 月中以来，股市多空力量非常均衡，主要买入力量是新发行的公募和私募基金，主要卖出力量是大股东减持、IPO 和再融资和部分承受不住震荡的交易性投资者。1 月的指数突破，标志着新一轮大级别上涨的开始，市场的主导力量已经变为增量资金。从公募基金发行的数据来看，目前依然处在资金新一轮加速的初段。

- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

推荐

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

相关报告

《再次期待增量资金》2021-01-03
《2020 年 A 股值得重视的四大变化》2020-12-27
《牛市的阶段和形态》2020-07-12
《为何商品涨、股市跌？》2020-07-12
《静待增量资金》2020-07-12
《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：增量资金很难慢下来.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 1: 历年资金净流入变化统计.....3
图 2: 存量资金高仓位是居民资金入场的必要条件.....4
图 3: 公募基金发行再次放量才刚起步.....4
图 4: 2019 年 8 月以来短期驱动力的变化.....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：增量资金很难慢下来

历史上居民资金进来的过程，一般都是越来越快的，需要有强大外部因素的干扰（比如股市政策、经济趋势性下行等），才可能终结这一过程。2020 年 7 月-8 月，外部因素有过一次干扰，随后，9-12 月基金发行有所降温，但幅度不大，外部干扰只在阶段性降低了速度，并没有改变这一趋势。在年度的维度，我们认为“居民资金”“加速入场”这一进程还将持续。短期来看，这一次指数的突破，目前只进行到了初段，过去半年居民积攒的热情、基金各渠道的布局，将会带来至少一个季度的增量资金快速增加。

（1）增量资金会越来越快。按照我们的估算，2020 年全年，股市净流入资金 1.78 万亿，远高于 2019 年。2019 年市场的整体涨幅和 2020 年至今涨幅差不多，背后主要原因是，2019 年存量资金大幅增加仓位，公募权益基金仓位中位数提高了约 10%，私募权益基金理论上仓位提高幅度更大。合并存量资金仓位变动和增量资金，2019 年和 2020 年股市的微观资金供求关系类似。

图1： 历年资金净流入变化统计

	2016	2017	2018	2019	2020
资金流入项	**2957**	**9859**	**14001**	**25252**	**45042**
银证转账	-6200	-3800	-1221	3621	2600
融资余额	-2356	860	-2726	2565	4765
公募基金	854	-831	2817	2933	14153
私募基金	2400	-2402	-234	1056	6154
银行理财	963	947	774	561	1000
券商资管	179	1749	-1230	200	500
信托产品	-3480	3460	-2349	-1431	328
保险资金	2907	-601	5380	858	482
社保基金	257	362	25	129	300
企业年金	75	89	98	159	300
外资净流入	607	1997	2942	3517	2089
公司回购	101	61	248	961	937
公司分红	6650	7969	9478	10122	11434
资金流出项	**24498**	**19785**	**14675**	**21393**	**27220**
IPO	1496	2301	1378	2532	4700
增发	16792	12705	7524	6888	8341
配股	299	163	228	134	513
优先股	1623	200	1350	2550	187
可转债	227	603	1071	2478	2990
可交换	573	1252	557	831	460
产业资本净减持	960	325	775	3481	6026
交易费用	2530	2236	1793	2498	4003
资金净流入	**-21541**	**-9926**	**-673**	**3860**	**17822**
净流入/自由流通市值	**-10.7%**	**-4.4%**	**-0.4%**	**1.6%**	**5.2%**

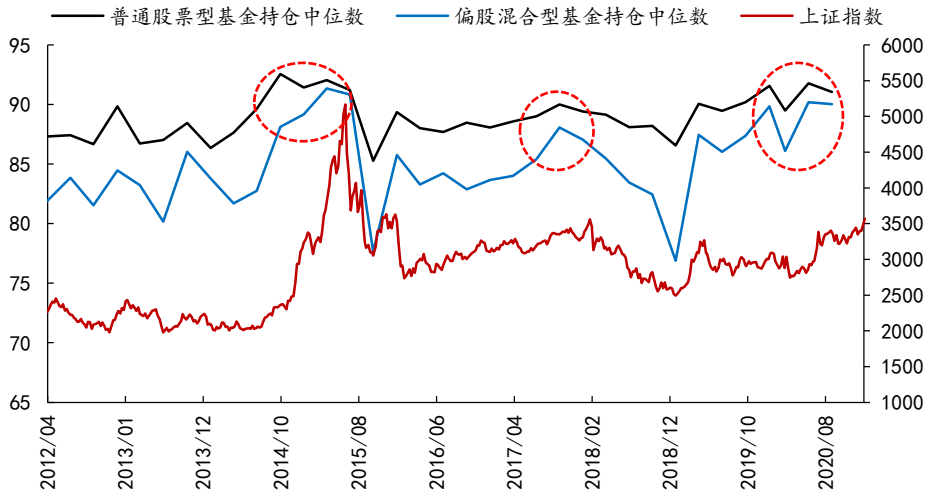
资料来源：Wind，新时代证券研究所

按照历史上居民资金进来的过程，一般都是越来越快的，需要有强大外部因素的干扰（比如股市政策、经济趋势性下行等），才可能终结这一过程。2020 年 7 月-8 月，外部因素有过一次干扰，但是幅度不够大，只是在季度内降低了速度，并没有改变这一过程。在年度的维度，我们还没看到能马上终结“居民资金”“加速入场”的重大变化。

（2）增量资金入场的前提：存量资金高仓位。近期市场的加速上涨，让部分投资者有些心慌，很多板块的估值中枢已经很难用保守的价值分析度量了。而且很多公募基金连续两年有较大的超额收益，一旦均值回归，可能会有较大的波动。我

们认为，如果没有增量资金，市场往上的空间确实有限。但是，如果有增量资金，市场反而会在存量资金高仓位的时候，出现更快速的上涨。历史上，增量资金入场的时候，存量资金仓位都是很高的。

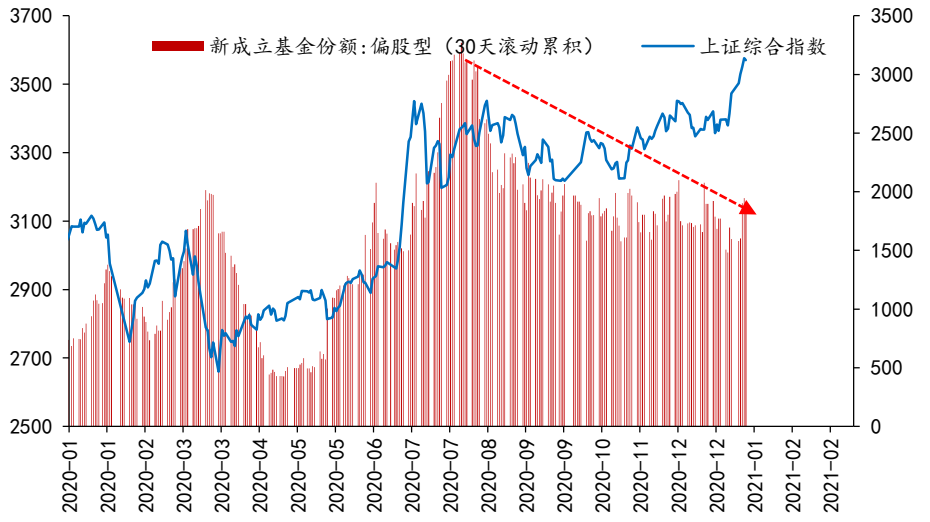
图2： 存量资金高仓位是居民资金入场的必要条件



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（3）加速上涨的时间和空间。这里的关键是增量资金入场的时间和幅度，基于对年度增量资金的乐观判断（参见本文第一部分和我们 2021 年年度策略），我们认为增量资金的幅度可能会超预期。短期来看（季度），这一次指数的突破，目前只进行到了初段，2020 年 9-12 月基金发行有所降温，1 月刚开始回升，过去半年居民积攒的热情、基金各渠道的布局，将会带来至少一个季度的发行规模快速增加。

图3： 公募基金发行再次放量才刚起步



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）短期策略判断：新一轮大级别上涨的初段。7 月中以来，股市多空力量非常均衡，主要买入力量是新发行的公募和私募基金，主要卖出力量是大股东减持、IPO 和再融资和部分承受不住震荡的交易性投资者。1 月的指数突破，标志着新一轮大级别上涨的开始，市场的主导力量已经变为增量资金。从公募基金发行的数据来看，目前依然处在资金新一轮加速的初段。

图4： 2019 年 8 月以来短期驱动力的变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 为支持小微企业发展，2020 年底到期的增值税小规模纳税人征收率优惠政策，2021 年将暂时继续执行； (2) 央行等五部委发布通知明确，普惠小微企业贷款延期还本付息政策、普惠小微企业信用贷款支持政策均延期至 3 月 31 日； (3) 美国辉瑞公司和德国生物新技术公司共同研发的新冠疫苗，似乎对分别在英国和在南非发现的变异新冠病毒中的突变株有效。
利空	(1) 疫情：河北目前确诊病例 139 例，尚在医学观察本地无症状感染者 197 例。东京进入紧急状态、英国实施新一轮封锁； (2) 全美新冠疫苗接种率持续放缓，已降至 28%，远低于此前美国政府承诺目标。
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。未来半年周期金融依然建议超配，很有可能越来越强，特别是春节后开工和年报季报披露期。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。未来 1 个月，由于数据真空期，可能弹性一般。但随着春节后开工和年报 1 季报临近，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；	11 月国内手机销售量同比下降； 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；	11 月 M2 增长 10.7%，人民币贷款增加 1.43 万亿元； 11 月社融存量规模同比增长 13.6%，环比回落 0.1 个百分点，为年内首度回落。	券商有趋势性的逻辑（金融创新政策持续推进），可以持续配置。保险受益于利率上行，逻辑认可度也较高。银行估值最便宜，2020Q4-2021 年上半年将会有一次估值修复。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

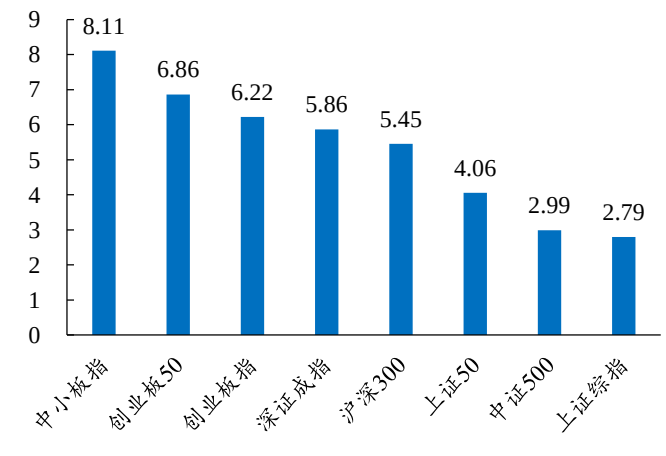
2、 上周市场变化

上周 A 股有所上涨，其中中小板指（8.11%）、创业板 50（6.86%）领涨。申万一级行业中，有色金属（10.66%）、农林牧渔（9.51%）和电气设备（9.10%）领涨，纺织服装（-3.89%）和房地产（-2.13%）领跌。概念股中，锂矿（18.41%）、打板指数（8.96%）和盐湖提锂指数（8.52%）领涨，在线旅游指数（-7.56%）、装饰园林指数（-7.19%）和冷链物流指数（-6.90%）领跌。

上周全球股市基本普涨，富时 100（6.39%）、墨西哥 MXX（6.04%）和俄罗斯 RTS（5.70%）领涨。商品市场中，NYMEX 原油（8.68%）、铁矿石（8.16%）和 PTA（5.94%）领涨，玻璃（-3.36%）领跌。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（17.61%）、富时 100（6.39%） 和 MSCI 新兴市场指数（4.82%）排名较高，而黄金（-2.55%）、布伦特原油（0.01%）和美元指数（0.12%）排名较低。

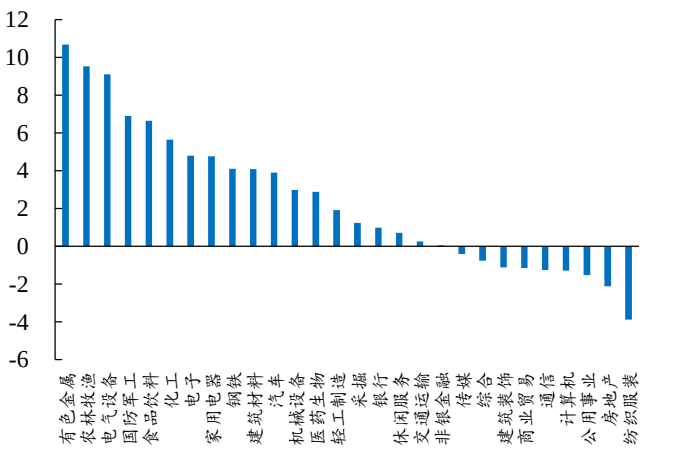
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 191.27 亿元（前值净流入 135.82 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 550 亿元，到期量 5200 亿元。截止 2021 年 1 月 8 日，银行间拆借利率有所下降，十年期国债收益率有所上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金均较上周有所减仓。

图5： A 股主要指数周涨跌幅



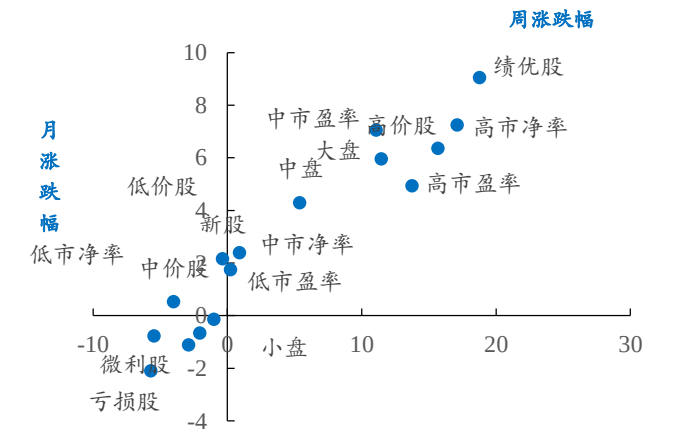
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万一级行业周涨跌幅



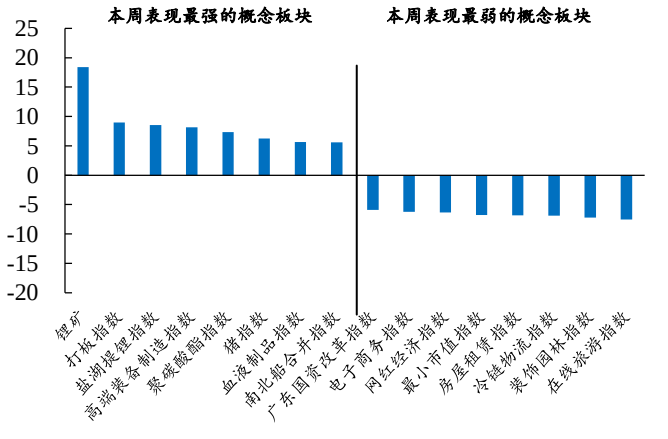
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万风格指数周/月涨跌幅



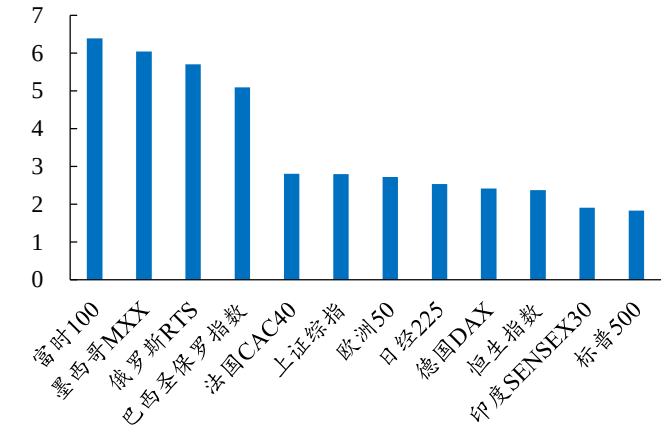
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 概念类指数周涨跌幅



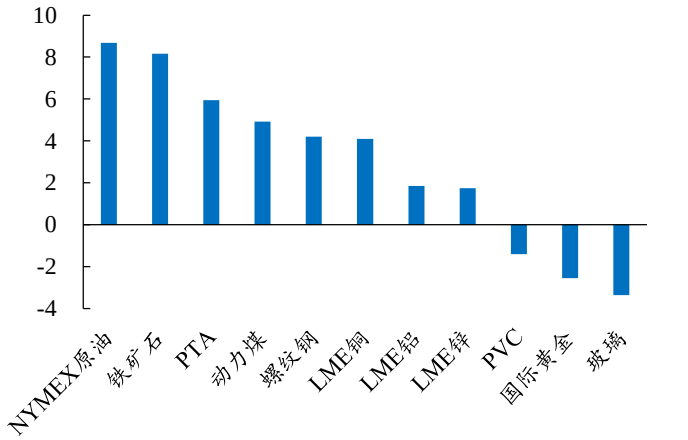
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 全球市场重要指数周涨跌幅



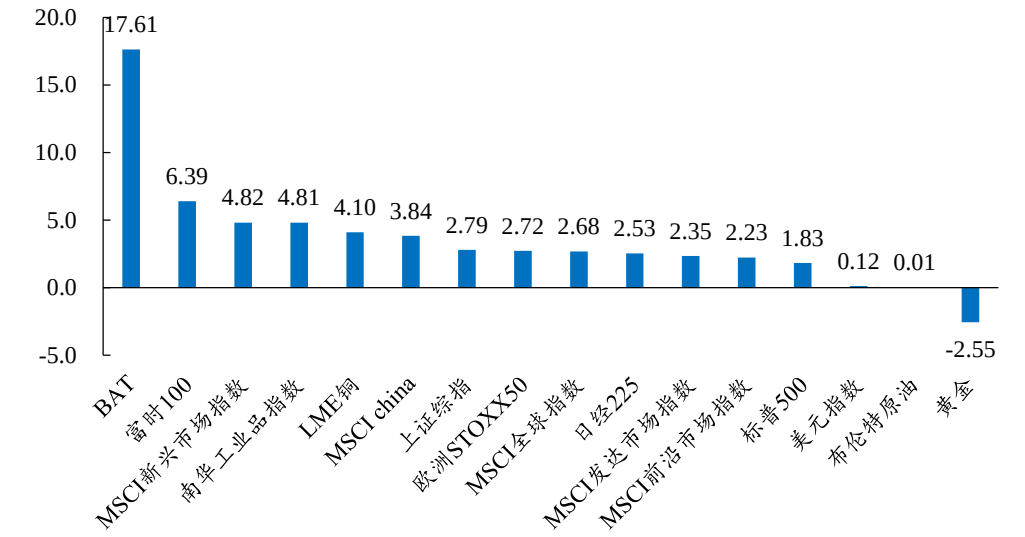
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 重要商品指数周涨跌幅



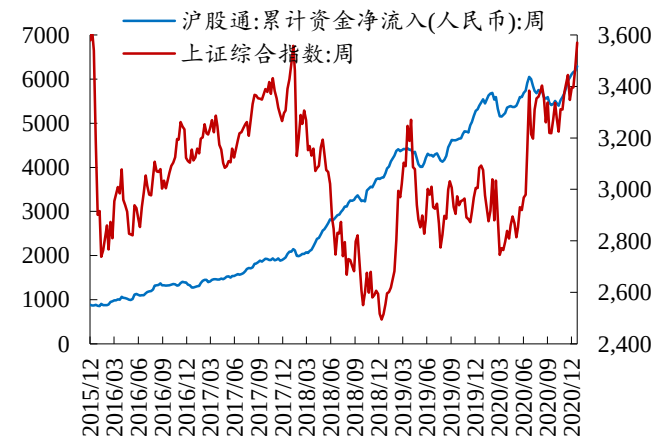
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2020 年全球大类资产收益率



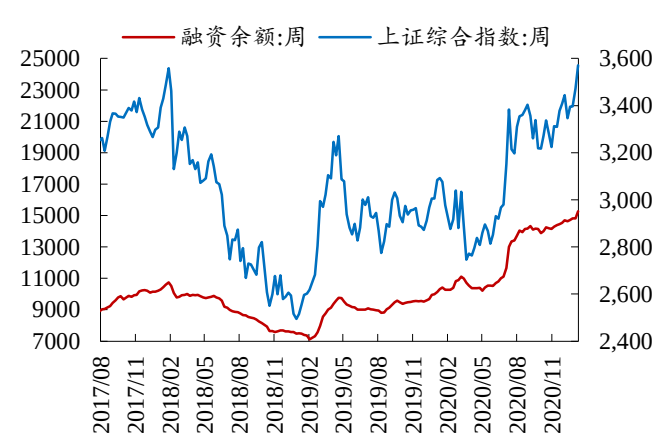
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 沪股通累计净买入



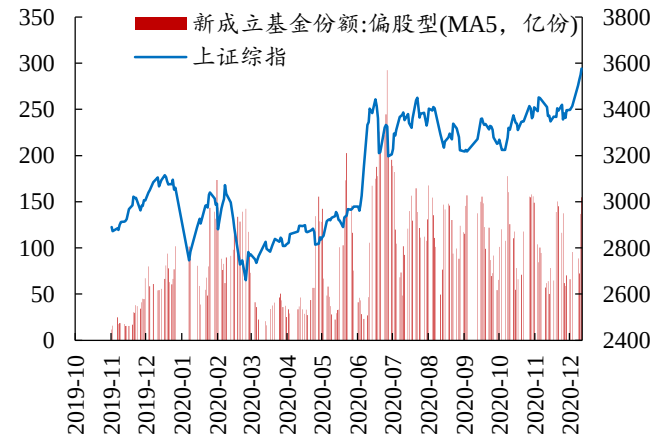
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 融资余额



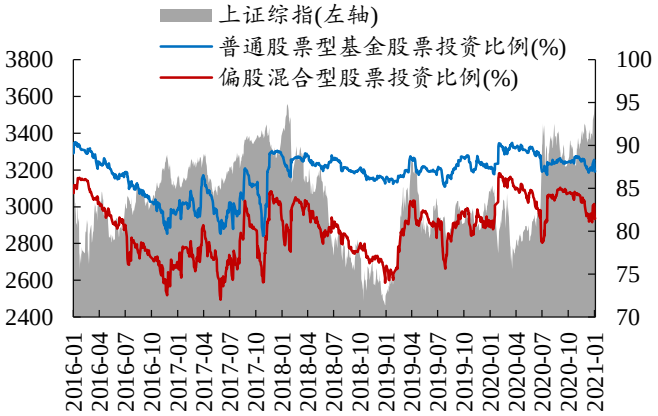
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 新发行基金份额



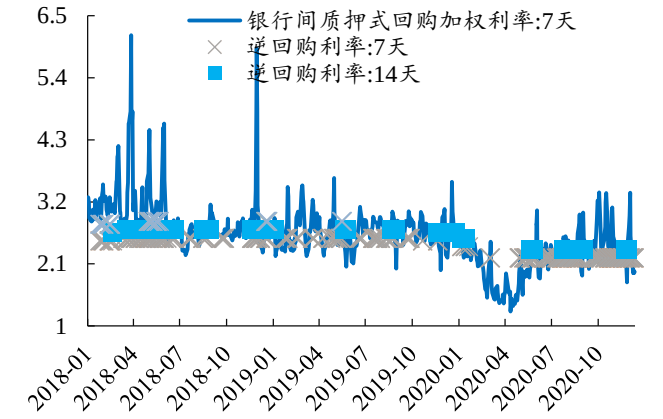
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 基金仓位估算



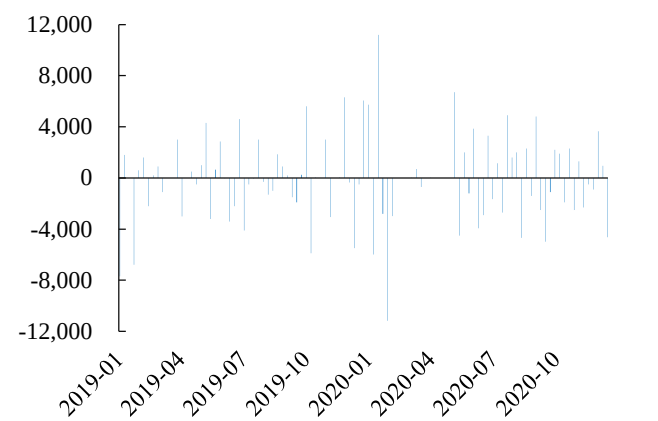
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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



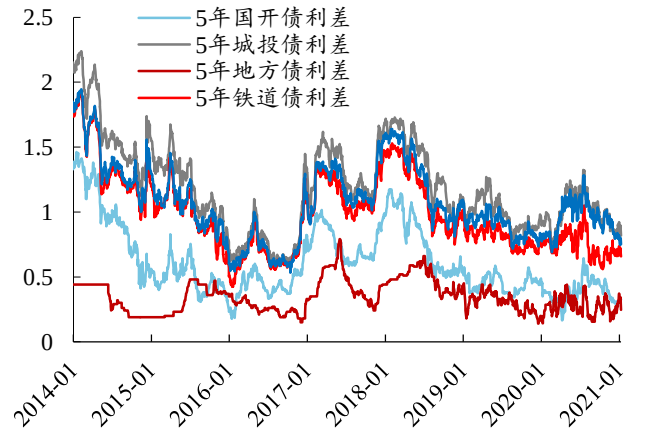
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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/