新时代证券 New Times Securities

再次期待增量资金

——策略周报

投资周报

- **统计 2019 年以来每个季度的波动，能够发现，盈利预期改善带来的上涨速度相对更慢，指数上涨空间较小，而增量资金驱动的行情速度更快，空间更大。2020 年 7 月中以来，虽然经济预期很高，但指数一直处在区间震荡，背后很重要的原因就是股市资金格局并不理想。我们认为，2021 年 1 季度，将会再一次出现增量资金的行情，其规模比一般的春季躁动规模大。**
- **（1）2020 年以来短期驱动力的变化。**2019 年以来，A 股上涨的短期驱动力在盈利（或经济）预期改善和增量资金进场之间不断变换，充分说明了 2018 年底开始的这一轮牛市，内在驱动力的健康和强劲。同时我们还能发现，盈利预期改善带来的上涨速度相对更慢，指数上涨空间较小，而增量资金驱动的行情速度更快，空间更大。
- 2020 年 7 月中以来，虽然经济预期很高，但指数一直处在区间震荡，背后很重要的原因就是股市资金格局并不理想。我们认为，2021 年 1 季度，将会再一次出现增量资金的行情，其规模比一般的春季躁动规模大。
- **（2）增量资金入场的时点。**增量资金入场的时间点往往有有一定的偶然性，我们曾经在 2020 年 1 月和 2020 年 6 月两次较早地提示后续会有增量资金，均在一个季度内兑现。站在当下，我们预测未来一个季度内，可能会再次迎来增量资金。主要原因有：（1）1 季度最容易出现增量资金，即使是震荡市和熊市，1 季度也会有短暂的资金净流入；（2）居民对股市认可度不断提高，7 月中旬以来的震荡，并没有改变这一趋势，反而给居民资金很长的休整期；（3）较大级别的牛市中，居民资金进场的休整期不会超过半年；（4）货币政策预测重新稳定，近期利率开始下行。
- **（3）外资和两融资金。**7-10 月，以外资为代表的，更加关注估值的投资者，是不断卖出的，但从 11 月开始，外资重新开始流入，这可能说明，机构资金也在流入。
- **（4）短期策略判断：未来 1 个季度可能会再次进入增量资金驱动的行情。**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。我们认为震荡后，市场即将迎来新的增量资金，指数往上突破的概率大增。震荡期间，维持市场热度的主要力量是经济超预期，这个力量想要再次发力可能要等年报披露附近。短期市场的主要驱动力将逐步变为增量资金，市场有可能会有普涨的行情。
- **行业配置建议：**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。
- **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：再次期待增量资金.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 1: 2019 年 8 月以来短期驱动力的变化.....3
图 2: 上交所 A 股新增开户数（月，万户）.....4
图 3: 利率下行，流动性预期改善.....4
图 4: 外资 11 月重新开始流入.....4
图 5: 融资余额最近半年较为稳定.....4
图 6: 经济预期进入稳定期.....5
图 7: A 股主要指数周涨跌幅.....7
图 8: 申万一级行业周涨跌幅.....7
图 9: 申万风格指数周/月涨跌幅.....7
图 10: 概念类指数周涨跌幅.....7
图 11: 全球市场重要指数周涨跌幅.....8
图 12: 重要商品指数周涨跌幅.....8
图 13: 2020 年全球大类资产收益率.....8
图 14: 沪股通累计净买入.....8
图 15: 融资余额.....8
图 16: 新发行基金份额.....9
图 17: 基金仓位估算.....9
图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作.....9
图 19: 央行公开市场和国库定存净投放.....9
图 20: 长期国债利率.....9
图 21: 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：再次期待增量资金

统计 2019 年以来每个季度的波动，能够发现，盈利预期改善带来的上涨速度相对更慢，指数上涨空间较小，而增量资金驱动的行情速度更快，空间更大。2020 年 7 月中以来，虽然经济预期很高，但指数一直处在区间震荡，背后很重要的原因就是股市资金格局并不理想。我们认为，2021 年 1 季度，将会再一次出现增量资金的行情，其规模比一般的春季躁动规模大。

（1）2020 年以来短期驱动力的变化。2019 年以来，A 股上涨的短期驱动力在盈利（或经济）预期改善和增量资金进场之间不断变换，充分说明了 2018 年底开始的这一轮牛市，内在驱动力的健康和强劲。同时我们还能发现，盈利预期改善带来的上涨速度相对更慢，指数上涨空间较小，而增量资金驱动的行情速度更快，空间更大。

图1： 2019 年 8 月以来短期驱动力的变化

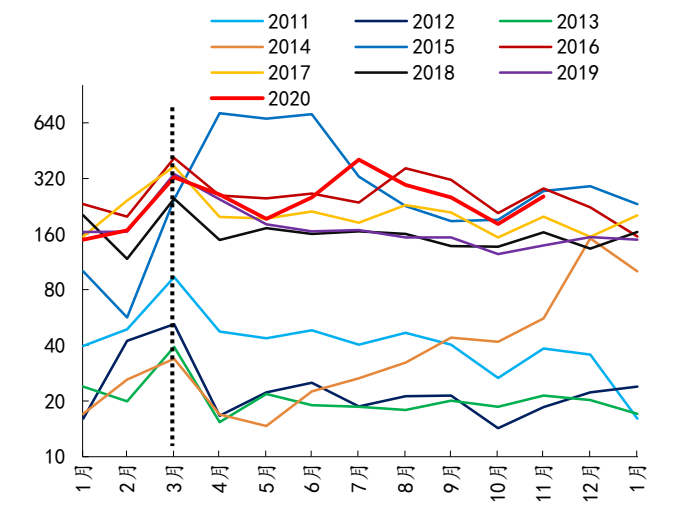


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2020 年 7 月中以来，虽然经济预期很高，但指数一直处在区间震荡，背后很重要的原因就是股市资金格局并不理想。我们认为，2021 年 1 季度，将会再一次出现增量资金的行情，其规模比一般的春季躁动规模大。

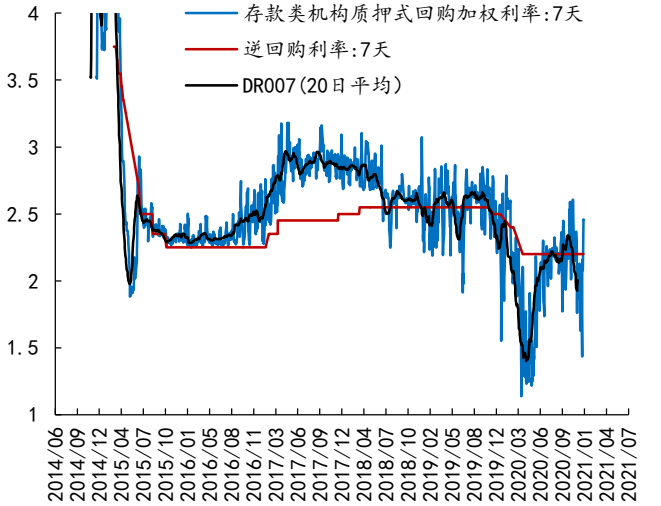
（2）增量资金入场的时点。增量资金入场的时间点往往有有一定的偶然性，我们曾经在 2020 年 1 月和 2020 年 6 月两次较早地提示后续会有增量资金，均在一个季度内兑现。站在当下，我们预测未来一个季度内，可能会再次迎来增量资金。主要原因有：（1）1 季度最容易出现增量资金，即使是震荡市和熊市，1 季度也会有短暂的资金净流入；（2）居民对股市认可度不断提高，7 月中旬以来的震荡，并没有改变这一趋势，反而给居民资金很长的休整期；（3）较大级别的牛市中，居民资金进场的休整期不会超过半年；（4）货币政策预测重新稳定，近期利率开始下行。

图2： 上交所 A 股新增开户数（月，万户）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

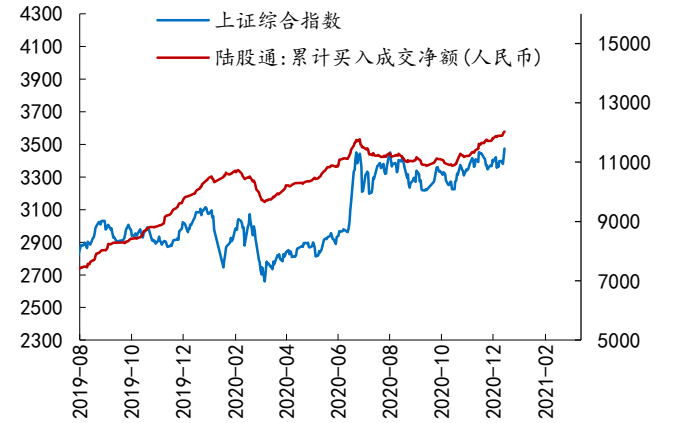
图3： 利率下行，流动性预期改善



资料来源：Wind，新时代证券研究所

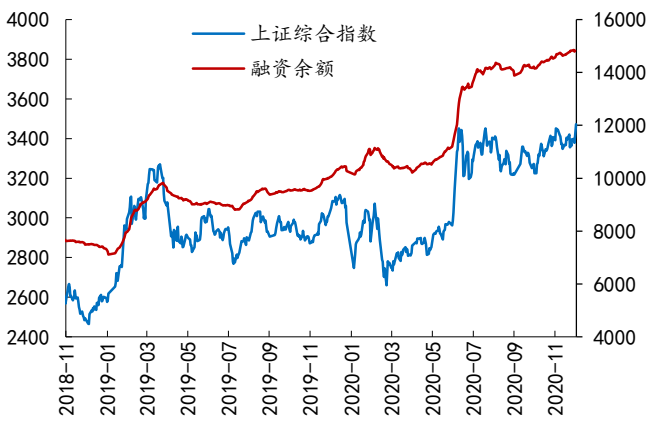
（3）外资和两融资金。7-10 月，以外资为代表的，更加关注估值的投资者，是不断卖出的，但从 11 月开始，外资重新开始流入，这可能说明，机构资金也在流入。居民资金中，风险偏好更强的融资余额，最近半年也有稳步的小幅抬升。

图4： 外资 11 月重新开始流入



资料来源：Wind，新时代证券研究所

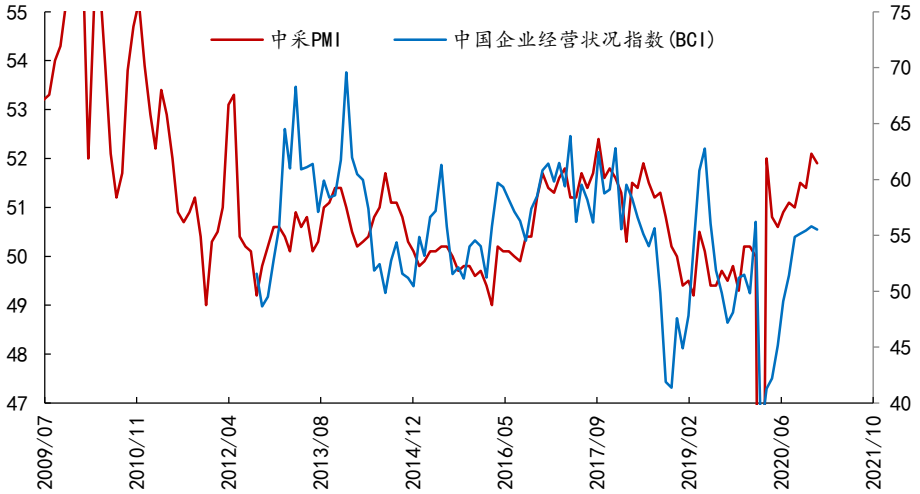
图5： 融资余额最近半年较为稳定



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）短期策略判断：未来 1 个季度可能会再次进入增量资金驱动的行情。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。我们认为震荡后，市场即将迎来新的增量资金，指数往上突破的概率大增。震荡期间，维持市场热度的主要力量是经济超预期，这个力量想要再次发力可能要等年报披露附近。短期市场的主要驱动力将逐步变为增量资金，市场有可能会有普涨的行情。

图6： 经济预期进入稳定期



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) 人社部调整年金基金投资范围，新增优先股、资产支持证券、同业存单、永续债、国债期货等金融产品和工具，提高权益类资产投资比例上限； (2) 中欧领导人共同宣布如期完成中欧投资协定谈判； (3) 国药集团中国生物新冠灭活疫苗已获得国家药监局批准附条件上市； (4) 广东、河南、甘肃、陕西等地相继启动新冠疫苗接种工作，主要涉及感染风险较高和关键岗位等重点人群。
利空	(1) 除英国外，全球多个国家相继发现新冠变异病毒感染案例； (2) 城投平台再融资压力预计将显现，其中，天津、山西、内蒙古等省份城投债到期节奏较近，未来两年债券滚续压力较大。
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； 螺纹钢及钢材库存快速下降，目前处于近 10 年同期较低位置； **近期南华工业品指数近期有所回落，但仍处于接近 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。
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，自今年 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。其中，新能源汽车表现亮眼，今年前 11 个月销量与去年同期相比增长 3.9%，结束了下降趋势。	汽车的认可度最高，未来 1 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； 中芯国际获美国商务部对于其成熟制程所需设备的许可证； 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

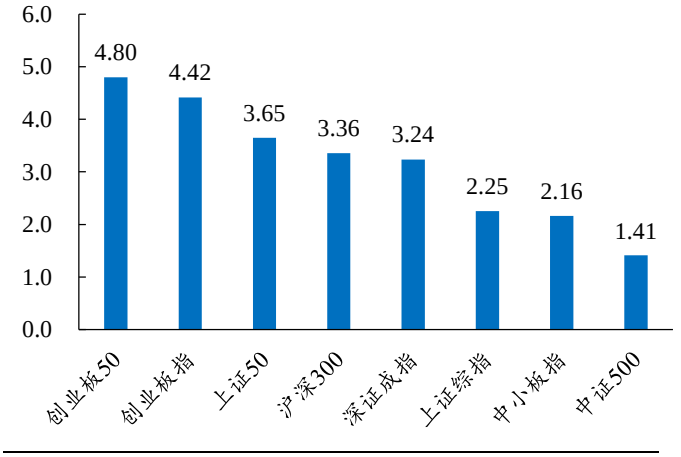
2、 上周市场变化

上周 A 股有所上涨，其中创业板 50（4.80%）、创业板指（4.42%）领涨。申万一级行业中，食品饮料（6.81%）、休闲服务（6.77%）和非银金融（5.80%）领涨，采掘（-1.96%）和钢铁（-1.13%）领跌。概念股中，黄酒指数（13.58%）、打板指数（7.71%）和大飞机（6.30%）领涨，风力发电指数（-5.05%）、太阳能发电指数（-3.29%）和血液制品指数（-3.04%）领跌。

上周全球股市基本普涨，恒生指数（3.20%）、日经 225（2.95%）和上证综指（2.25）领涨。商品市场中，螺纹钢（2.67%）、国际黄金（0.99%）和 NYMEX 原油（0.39%）领涨，铁矿石（-3.58%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，MSCI CHINA（27.32%）、LME 铜（25.58%） 和黄金（25.07%）排名较高，而富时 100（-14.34%）、欧洲 STOXX50（-8.66%）和美元指数（-6.73%）排名较低。

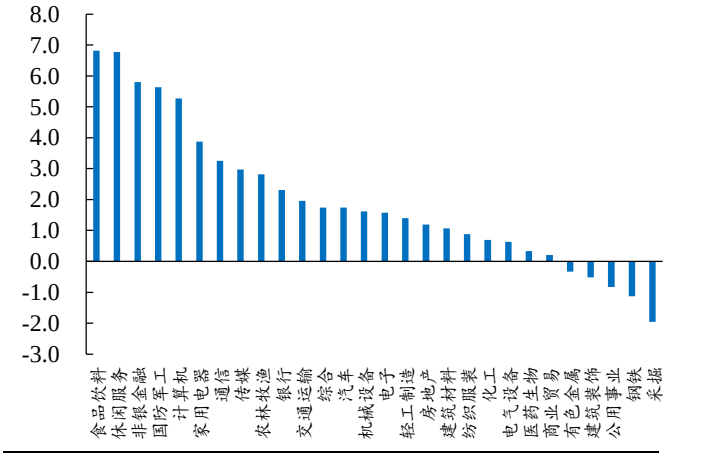
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 135.82 亿元（前值净流入 86.14 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 1700 亿元，到期量 800 亿元。截止 2020 年 12 月 31 日，银行间拆借利率有所上升，十年期国债收益率有所下降。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金均较上周有所加仓。

图7： A 股主要指数周涨跌幅



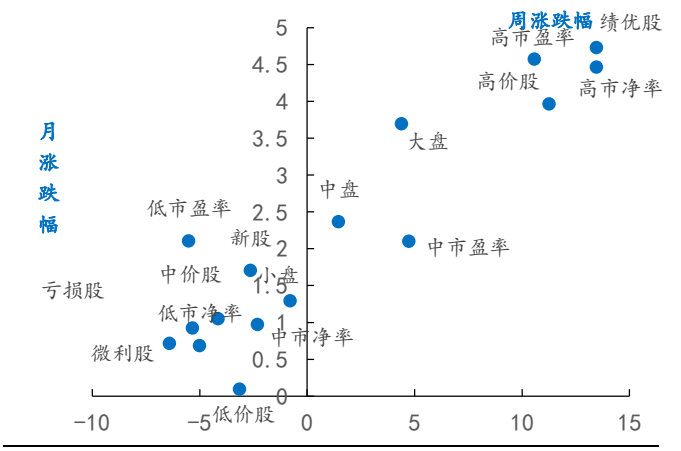
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万一级行业周涨跌幅



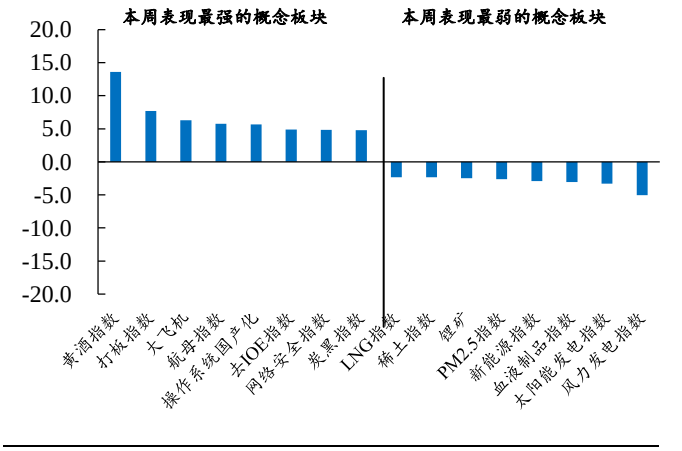
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 申万风格指数周/月涨跌幅



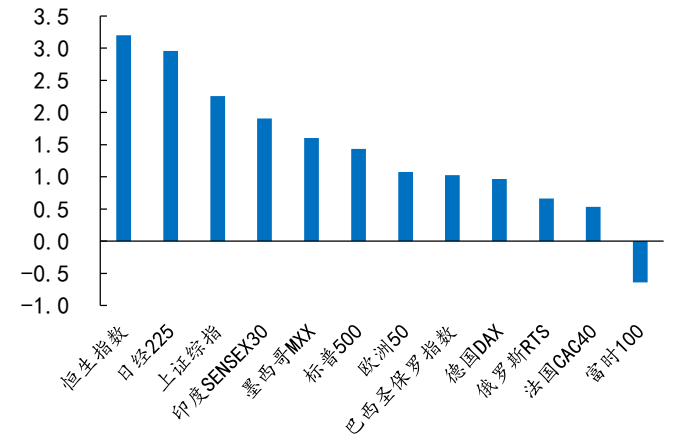
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 概念类指数周涨跌幅



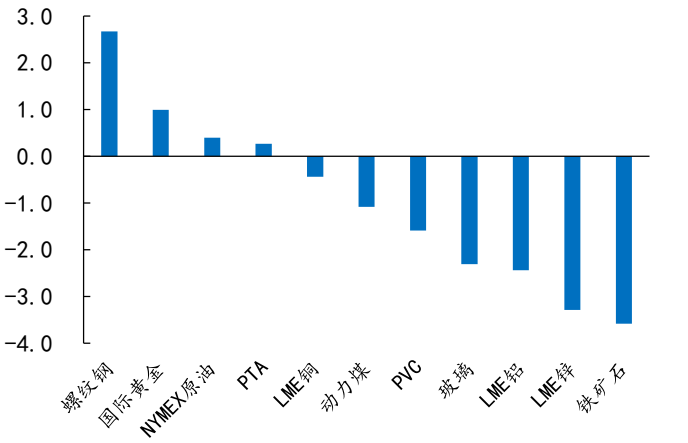
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 全球市场重要指数周涨跌幅



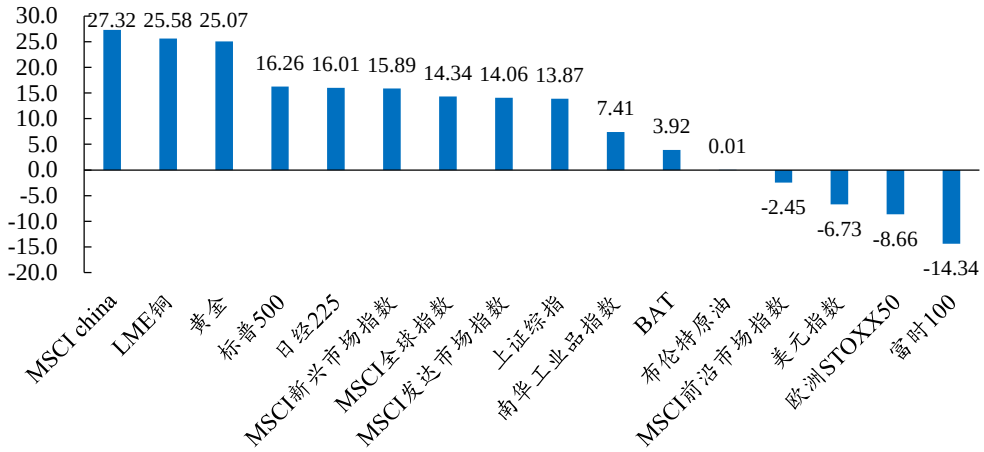
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 重要商品指数周涨跌幅



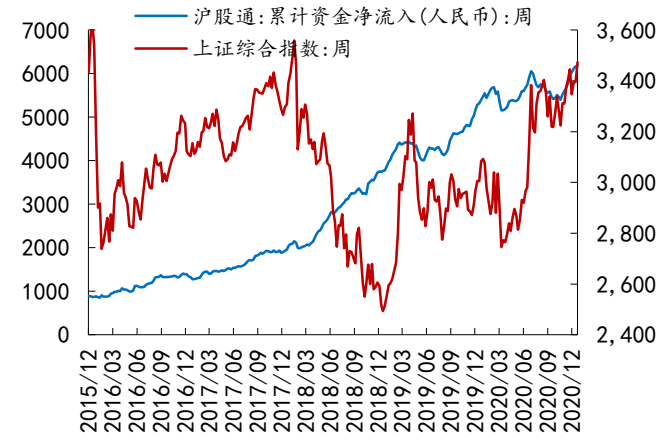
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 2020 年全球大类资产收益率



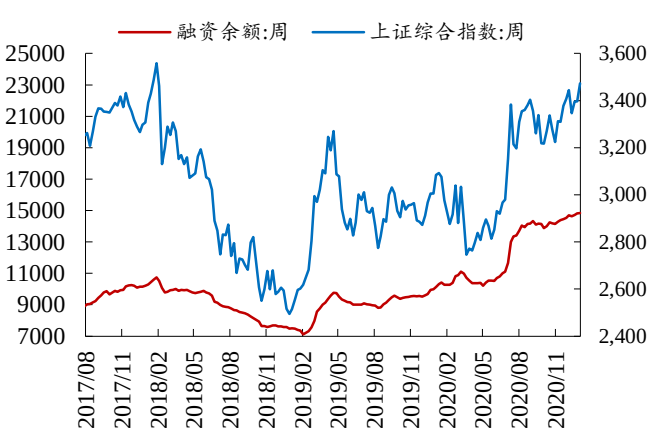
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 沪股通累计净买入



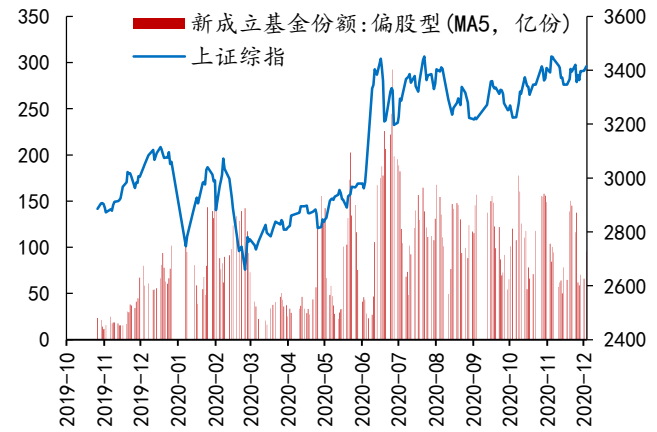
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 融资余额



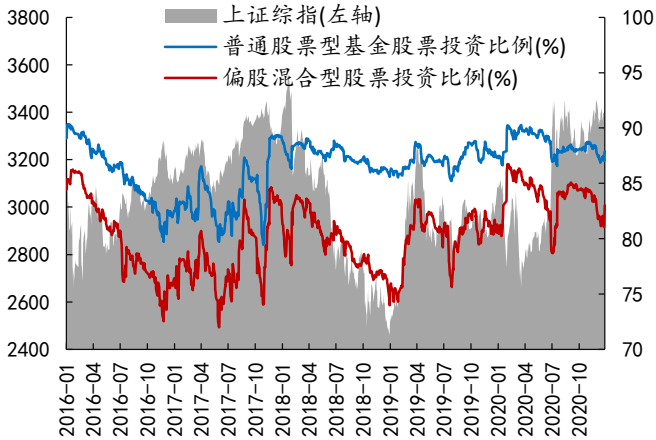
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 新发行基金份额



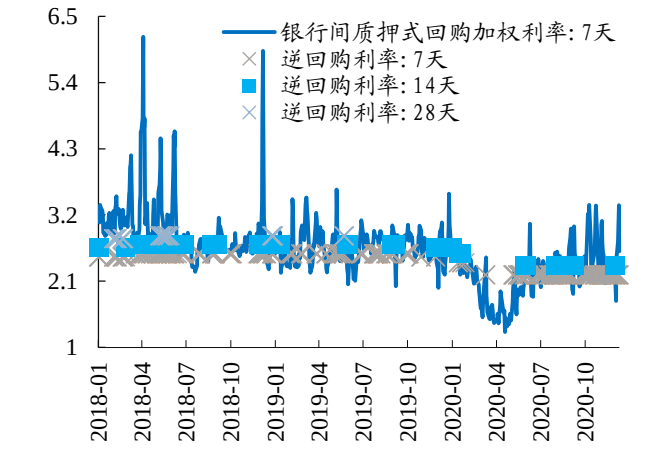
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 基金仓位估算



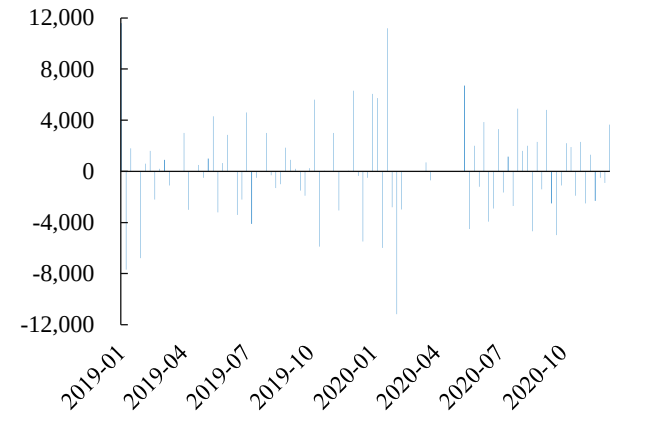
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 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19： 央行公开市场和国库定存净投放



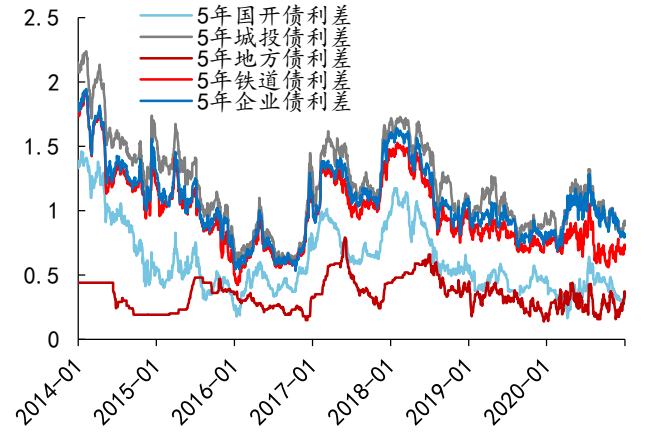
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21： 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/