新时代证券 New Times Securities

为何商品涨、股市跌？

——策略周报

投资周报

- **当大部分投资者都在关注顺周期的时候，上周却出现了商品暴涨，股市调整的格局，让很多人非常困惑，类似的情况 2016-2017 年也出现过，背后主要原因是，认可经济改善的机构投资者，仓位较高，新增买入力量较少，而个人投资者却在震荡的过程中不断降低仓位。我们认为调整的时间和空间都不会太长，大趋势依然是增量资金不断进场的市场，存量博弈只是短期的现象。**

- **（1）为什么商品很强，股票很弱？**11 月以来，商品指数（南华工业品指数）涨幅 16.3%，而同期上证综指涨幅只有 3.8%。在大部分投资者都在关注顺周期的时候，上周却出现了商品暴涨，股市调整的格局，让很多人非常困惑。类似的情况 2016-2017 年也出现过，2016 年商品指数接近翻倍，但上证综指从 2 月的低点到 12 月底，涨幅只有 13.2%。期间也多次出现了短暂的商品涨、股市跌的情况。
- 我们认为，很重要的原因是，2016-2017 年，股市是存量甚至减量博弈的市场。从客户交易结算资金余额来看，个人投资者 2016-2017 年不断离开股市，虽然在此期间公募基金仓位有所提高，外资也不断流入，但整体资金格局并不理想。由此导致，虽然 2016-2017 年经济基本面大幅改善，但股市涨得非常非常慢，2016-2017 年中，大部分投资者的感觉是震荡市。

- **（2）站在当下时点，存量博弈只是暂时的。**过去一个季度，A 股也出现了存量博弈的格局。公募基金发行维持高位，偏股型基金月度新增份额依然能维持 1000 亿的规模，个人投资者最近一个季度有所流出，导致股市阶段性进入存量博弈的状态。虽然经济和盈利预期有大幅抬升，但是权益基金仓位较高，可加仓空间较少，对指数影响较弱。
- 不过这一次的存量博弈，时间应该不会太长，大趋势依然是增量资金不断进场的市场，个人投资者的卖出力量不会持续太久。而且我们已经观察到外资开始重新买入了，说明从价值的角度，A 股的估值已经可以吸引更多价值型投资者了。我们认为，2021 年年初就可能会见到更多的增量资金。

- **（3）短期策略判断：**调整时间和空间都不会太久。近期的调整，主要是由于机构投资者仓位较高，虽然认可经济和盈利改善的逻辑，但新增买入力量较弱。同时个人投资者有所减仓，导致了市场出现了类似 2016 年的，商品大涨，股市小涨，甚至阶段性股市调整的情况。考虑到大趋势依然是增量资金不断入场的市场，存量博弈的时间不会持续太久，调整的时间和空间都不会太久。

- **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：为何商品涨、股市跌？ 3
2、 上周市场变化 7

图表目录

图 1: 2016-2017 年股票也是远弱于商品 3
图 2: 个人投资者 2016-2017 年不断离场 4
图 3: 基金仓位提升&外资是 2016-2017 年的买入力量 4
图 4: 权益基金总份额稳步增加 4
图 5: 个人投资者最近一个季度在卖出 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：为何商品涨、股市跌？

当大部分投资者都在关注顺周期的时候，上周却出现了商品暴涨，股市调整的格局，让很多人非常困惑，类似的情况 2016-2017 年也出现过，背后主要原因是，认可经济改善的机构投资者，仓位较高，新增买入力量较少，而个人投资者却在震荡的过程中不断降低仓位。我们认为调整的时间和空间都不会太长，大趋势依然是增量资金不断进场的市场，存量博弈只是短期的现象。

（1）为什么商品很强，股票很弱？11 月以来，商品指数（南华工业品指数）涨幅 16.3%，而同期上证综指涨幅只有 3.8%。在大部分投资者都在关注顺周期的时候，上周却出现了商品暴涨，股市调整的格局，让很多人非常困惑。类似的情况 2016-2017 年也出现过，2016 年商品指数接近翻倍，但上证综指从 2 月的低点到 12 月底，涨幅只有 13.2%。期间也多次出现了短暂的商品涨、股市跌的情况。

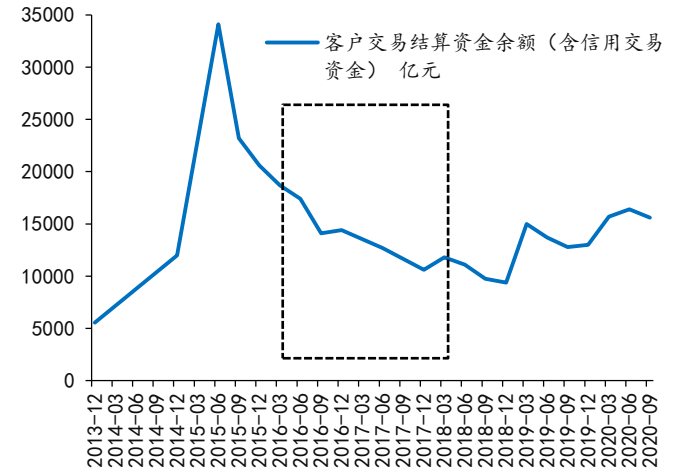
图1： 2016-2017 年股票也是远弱于商品



资料来源：Wind，新时代证券研究所

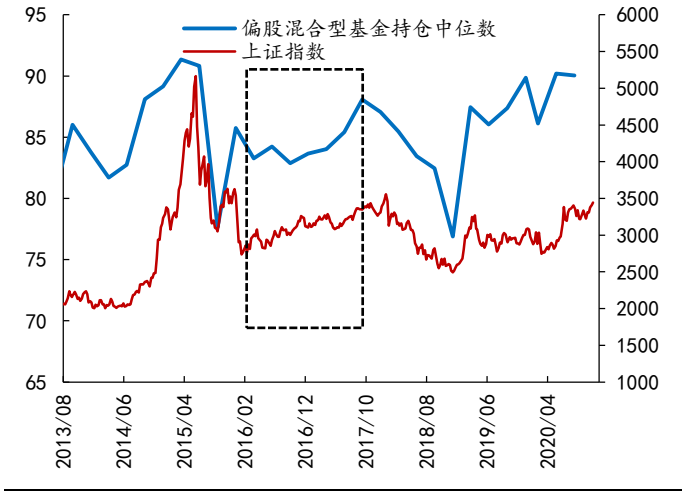
我们认为，很重要的原因是，2016-2017 年，股市是存量甚至减量博弈的市场。从客户交易结算资金余额来看，个人投资者 2016-2017 年不断离开股市，虽然在此期间公募基金仓位有所提高，外资也不断流入，但整体资金格局并不理想。由此导致，虽然 2016-2017 年经济基本面大幅改善，但股市涨得非常非常慢，2016-2017 年中，大部分投资者的感觉是震荡市。

图2： 个人投资者 2016-2017 年不断离场



资料来源：Wind，新时代证券研究所

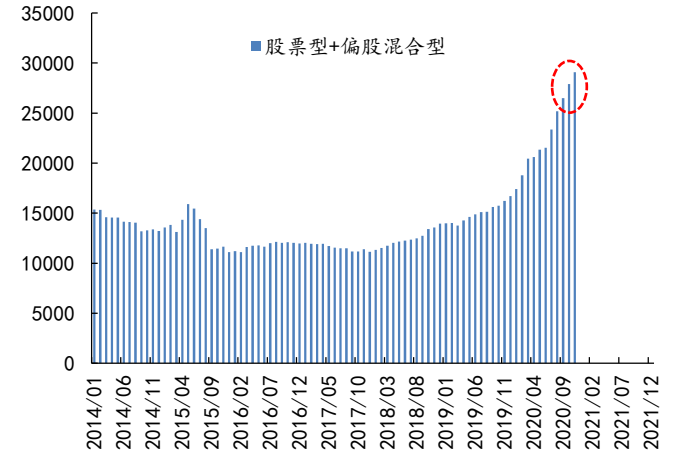
图3： 基金仓位提升&外资是 2016-2017 年的买入力量



资料来源：Wind，新时代证券研究所

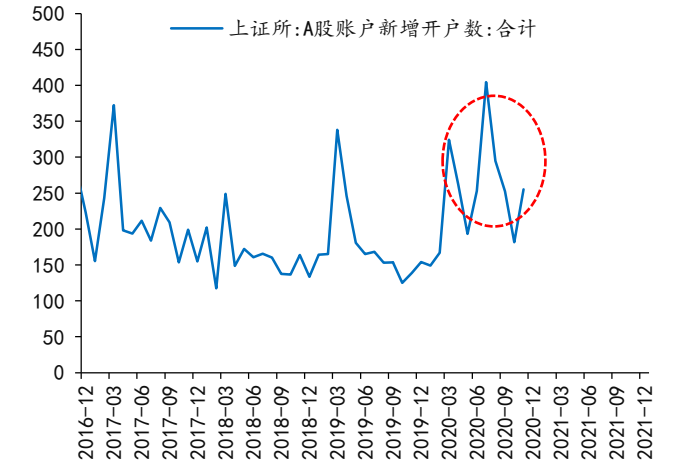
（2）站在当下时点，存量博弈只是暂时的。过去一个季度，A 股也出现了存量博弈的格局。公募基金发行维持高位，偏股型基金月度新增份额依然能维持 1000 亿的规模，个人投资者最近一个季度有所流出，导致股市阶段性进入存量博弈的状态。虽然经济和盈利预期有大幅抬升，但是权益基金仓位较高，可加仓空间较少，对指数影响较弱。

图4： 权益基金总份额稳步增加



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 个人投资者最近一个季度在卖出



资料来源：Wind，新时代证券研究所

不过这一次的存量博弈，时间应该不会太长，大趋势依然是增量资金不断进场的市场，个人投资者的卖出力量不会持续太久。而且我们已经观察到外资开始重新买入了，说明从价值的角度，A 股的估值已经可以吸引更多价值型投资者了。我们认为，2021 年年初就可能会见到更多的增量资金。

（3）短期策略判断：调整时间和空间都不会太久。近期的调整，主要是由于机构投资者仓位较高，虽然认可经济和盈利改善的逻辑，但新增买入力量较弱。同时个人投资者有所减仓，导致了市场出现了类似 2016 年的，商品大涨，股市小涨，甚至阶段性股市调整的情况。考虑到大趋势依然是增量资金不断入场的市场，存量博弈的时间不会持续太久，调整的时间和空间都不会太久。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 疫苗：国药控股近日已启动关于新冠疫苗配送的全国物流演练工作；FDA 批准了辉瑞和 BioNTech 联合研发的新冠疫苗的紧急使用授权(EUA)申请。； (2) 国常会：提升险资长期投资能力，投资权益类资产比例最高可至总资产 45%； (3) 证监会：交易所正在修订退市相关规则，拟于近期公开征求意见； (4) 欧洲央行周四宣布维持三大关键利率不变，并再度将紧急抗疫购债计划规模扩大 5000 亿欧元；
利空	(1) 11 月 11 日至 12 月 9 日，取消发行的信用债数量约 138 只，涉及债券面值总额 1045.2 亿元； (2) 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，引发部分投资者对于社融触顶的担忧； (3) 中国 11 月 CPI 同比下降 0.5%，也是近 11 年来首次出现负增长。
未来重点事件	(1) 12 月：中央经济工作会议； (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：最近一周，除了消费和新能源，大部分板块都出现了调整，包括前期讨论较多的金融和周期，我们认为，市场的波动主要源自资金层面低于预期，而不是经济预期被证伪。市场的风格取决于各行业相对的盈利预期，经济的改善目前依然还会持续，顺周期依然会是主要风格。重点关注有色、化工、汽车、机械、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；	**房地产调控后，全国房地产销量维持稳定；** **螺纹钢库存快速下降；** **北方气温骤降，经济进入开工淡季。**	可以开始加大配置比例，Q4-2021 年上半年会领涨市场，是三年一遇的机会。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE 稳定；	**10 月，社会消费品零售总额同比增 4.3%，增速较上月加快 1 个百分点，连续 3 个月实现正增长。**	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，等 2021 年二季度之后再增配。
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。**	可以继续持有，之前可选消费是被必选消费带领着上涨，后续随着经济恢复预期加强，可选消费会比必选消费强。

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
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； 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，整体性的机会可能要等 2021 年全球消费的恢复。
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

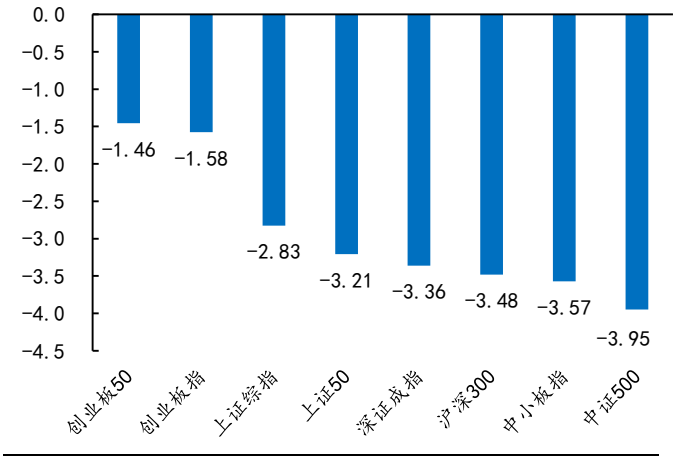
2、 上周市场变化

上周 A 股有所下跌，其中中证 500（-3.95%）、中小板指（-3.57%）领跌。申万一级行业中，食品饮料（1.19%）、休闲服务（1.06%）和电气设备（0.75%）领涨，非银金融（-6.32%）和传媒（-6.01%）领跌。概念股中，黄酒指数（5.86%）、打板指数（4.96%）和生物育种指数（4.40%）领涨，稀土指数（-8.86%）、血液制品指数（-8.44%）和智慧停车指数（-7.96%）领跌。

上周全球股市走势分化，俄罗斯 RTS（4.09%）、印度 SENSEX30（2.26）、巴西圣保罗指数（1.21%）领涨。商品市场中，动力煤（8.13%）、PVC（8.13%）和玻璃（6.82%）领涨，LME 铝（-0.59%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，LME 铜（25.83%）、MSCI CHINA（23.93%） 和黄金（21.25%）排名较高，而富时 100（-13.20%）、欧洲 STOXX50（-9.55%）和美元指数（-5.88%）排名较低。

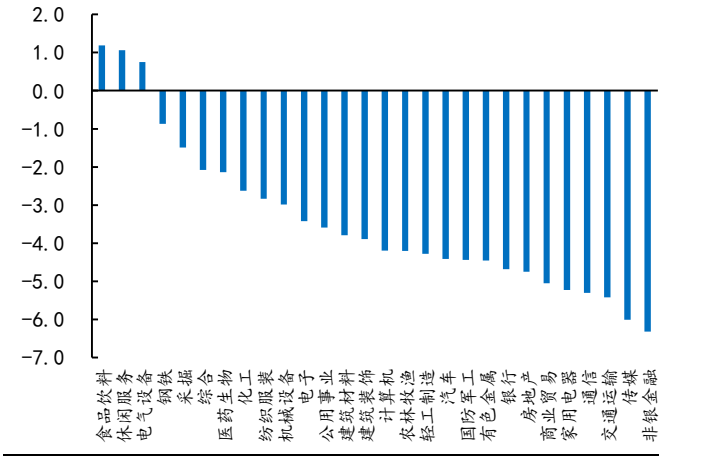
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 69.59 亿元（前值净流入 245.40 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 1500 亿元，到期量 2000 亿元。截止 2020 年 12 月 11 日，银行间拆借利率小幅上升，十年期国债收益率小幅下降。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金均较上周有所减仓。

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

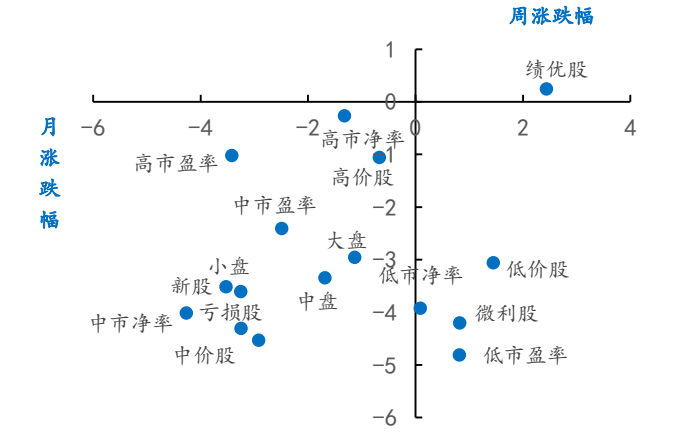
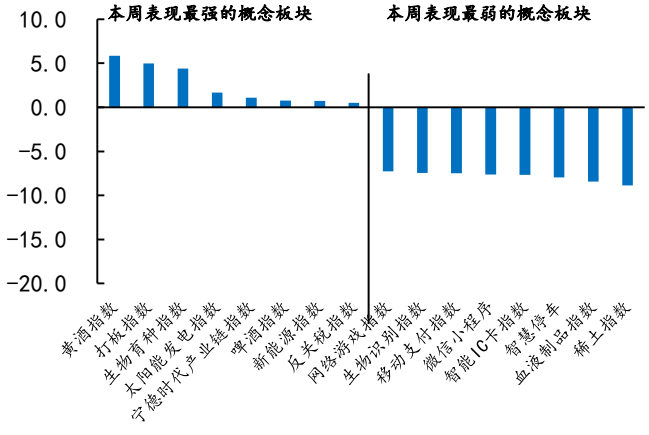


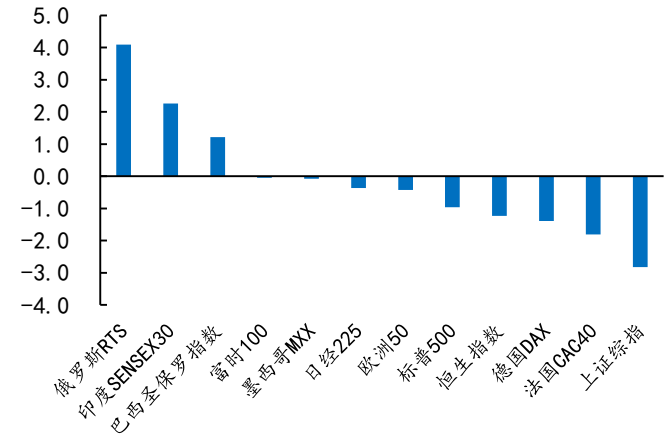
图9： 概念类指数周涨跌幅



资料来源：Wind，新时代证券研究所

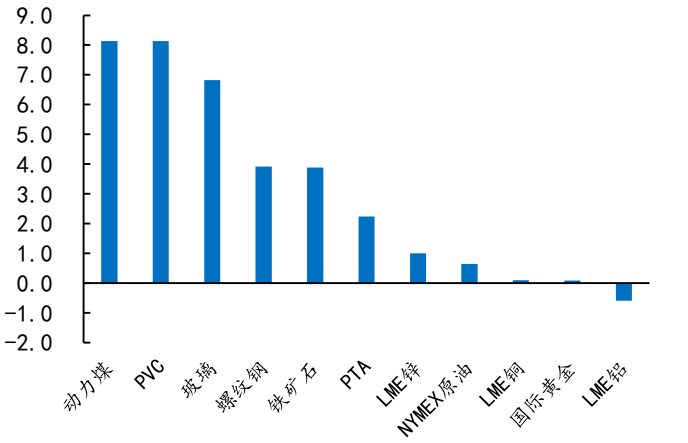
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 全球市场重要指数周涨跌幅



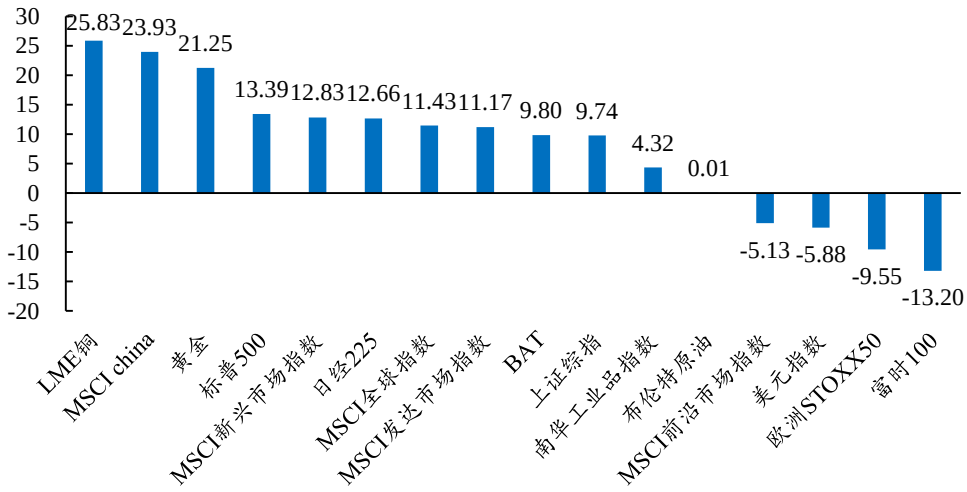
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 重要商品指数周涨跌幅



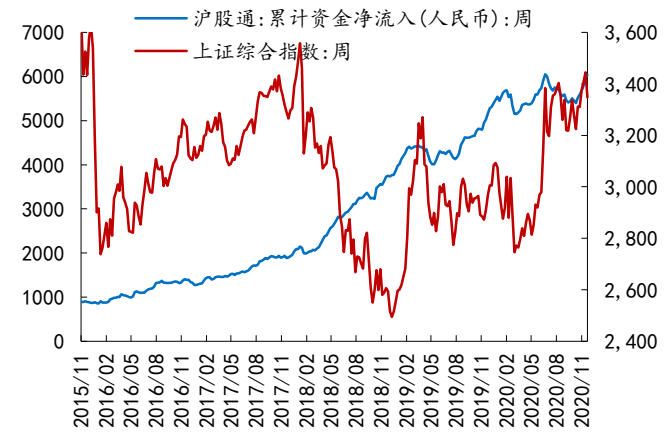
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 2020 年全球大类资产收益率



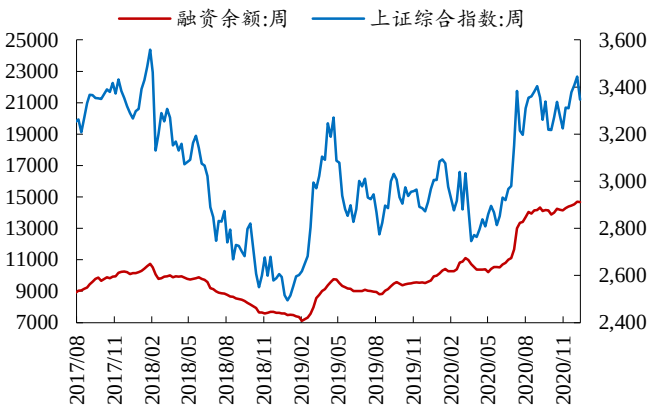
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 沪股通累计净买入



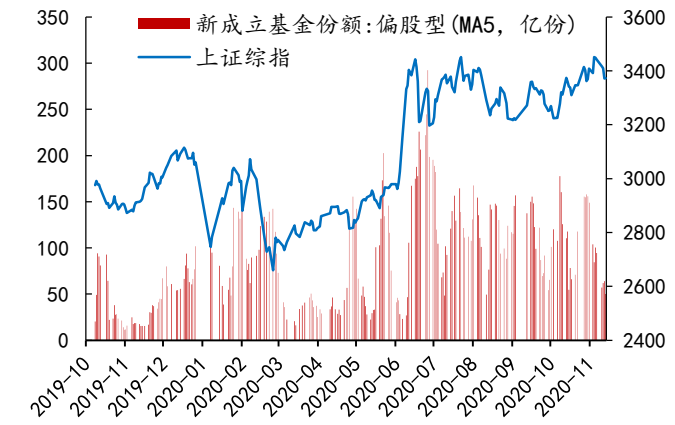
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 融资余额



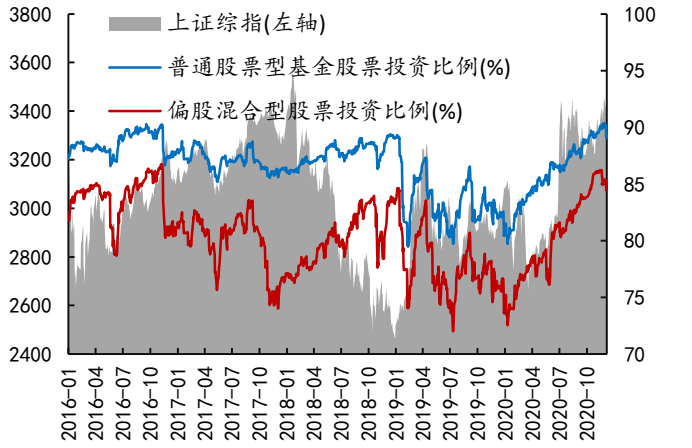
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 新发行基金份额



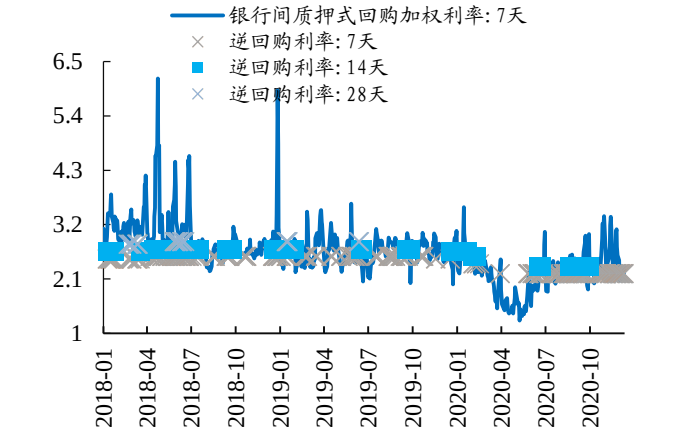
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 基金仓位估算



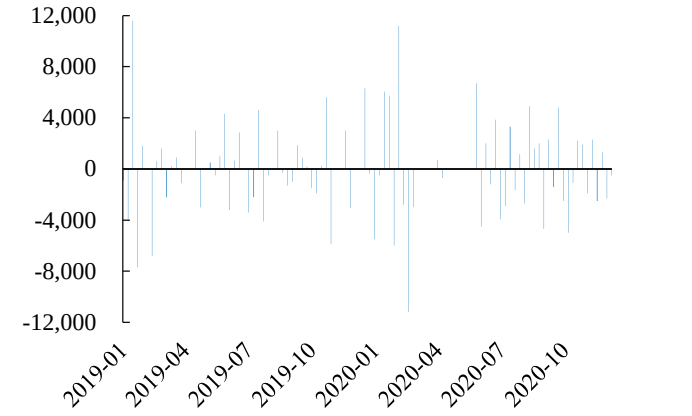
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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



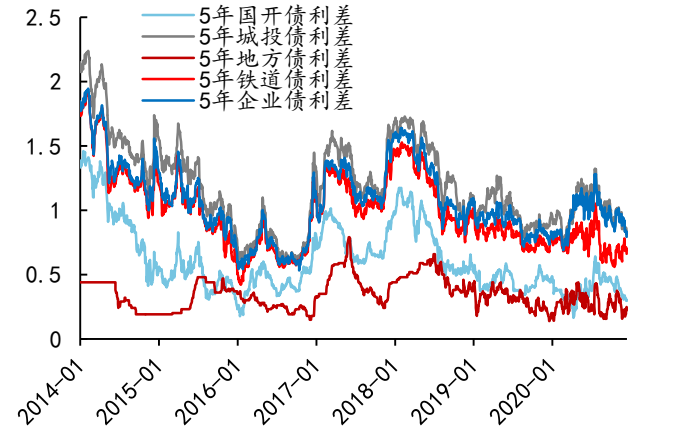
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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	**吕荻琪　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/