2020 年 11 月 29 日

策略

新时代证券 New Times Securities

再次尝试突破

——策略周报

投资周报

- **股市过去 4 个月震荡，迟迟没能突破，原因主要有：（1）股市新的上涨逻辑是经济和盈利改善，但 8-10 月经济预期有小幅的扰动，欧洲疫情二次爆发、国内房地产政策偏紧、8-9 月经济热度一般。（2）之前周期股的关注度很低，配置周期对很多基金经理来说，心理障碍比较大，新的上涨逻辑构建的过程很慢。11 月之后主要担心逐步落地，欧洲新增病例下降、疫苗超预期、国内经济热度再次超预期。股市将会开始兑现对 2021 年经济的乐观预期，指数再次尝试突破的基础非常坚实。**
- **（1）过去 4 个月股市震荡的内在原因。**我们认为股市过去 4 个月震荡很重要的原因是，股市正在尝试换一个新的上涨逻辑。4-7 月的股市上涨，核心逻辑是“疫情不会变差了+货币宽松”，相对来说，更多的逻辑是提估值。虽然大宗商品的价格也在不断上涨，但是主流的认识只是超跌后的恢复。8 月份之后，股市上涨开始尝试换新的上涨逻辑，越来越多的投资者开始认识到，经济可能不只是超跌反弹，而是趋势性回升。但是由于 9-10 月，旺季经济数据开局一般、房地产调控、商品价格调整，导致逻辑切换的时候还是出现了些波折。
- **心理层面，新的上涨逻辑也对应着新的领涨板块。**之前周期股的关注度很低，配置周期对很多基金经理来说，心理障碍比较大，新的上涨逻辑构建的过程很慢。市场需要足够长的时间才能学习和接受新的上涨逻辑，而且历史上的风格切换都是需要通过调整或震荡才能完成的。所以交易和心理层面的因素，也导致了过去一段时间的震荡。
- **（2）再次突破的基础更坚实了。**从经济层面的很多变化来看，之前的很多担心都在减弱，经济的恢复力度正在越来越强。9-10 月欧洲疫情出现了二次爆发，而从最近的数据来看，已经开始拐头，虽然完全排除风险很难，但是至少阶段性大幅恶化的风险下降了。集装箱运价和吞吐量的数据从另一个角度证明了，疫情二次爆发后，对经济的二次冲击很小。
- 国内的微观经济数据也非常好，3 月疫情的时候，由于需求快速下降，大部分商品积累了大量库存。4-6 月去过一次库存，但是整体库存水平依然不低。最近两个月，库存消化进一步加快，这很有可能代表着，短期经济需求比产业链企业之前的预期乐观很多。
- 经济层面的种种迹象表明，最近两个月经济的强度，相比较 4-8 月，变得更强了。虽然疫情在冬季还有风险，但是从最近欧洲的新增数据和疫苗研发进度来看，进一步出现风险的概率下降了。所以，我们认为，指数再次尝试突破的基础更坚实了。
- **（3）12 月不需要担心年底结算。**部分投资者担心，到年底可能会有很多资管机构获利了结，年底结算。从统计数据上，这一影响基本可以忽略。2000-2019 年，12 月市场涨跌概率均等，在下跌的时候，一般跌幅在 6%以内，上涨的时候，区间比较宽，最高可达 20%以上。

- **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：再次尝试突破.....3
2、 上周市场变化.....8

图表目录

图 1: 9-10 月，经济预期有过扰动.....3
图 2: 领涨板块的切换.....4
图 3: 欧洲新增疫情病例有所下降.....4
图 4: 集运行业量价齐升.....4
图 5: 有色金属的交易所库存.....5
图 6: 钢材的社会库存.....5
图 7: 上证综指历年 12 月涨跌幅.....5
图 8: A 股主要指数周涨跌幅.....8
图 9: 申万一级行业周涨跌幅.....8
图 10: 申万风格指数周/月涨跌幅.....8
图 11: 概念类指数周涨跌幅.....8
图 12: 全球市场重要指数周涨跌幅.....9
图 13: 重要商品指数周涨跌幅.....9
图 14: 2020 年全球大类资产收益率.....9
图 15: 沪股通累计净买入.....9
图 16: 融资余额.....9
图 17: 新发行基金份额.....10
图 18: 基金仓位估算.....10
图 19: 银行间拆借利率和公开市场操作.....10
图 20: 央行公开市场和国库定存净投放.....10
图 21: 长期国债利率.....10
图 22: 各类债券与同期限国债利差.....10

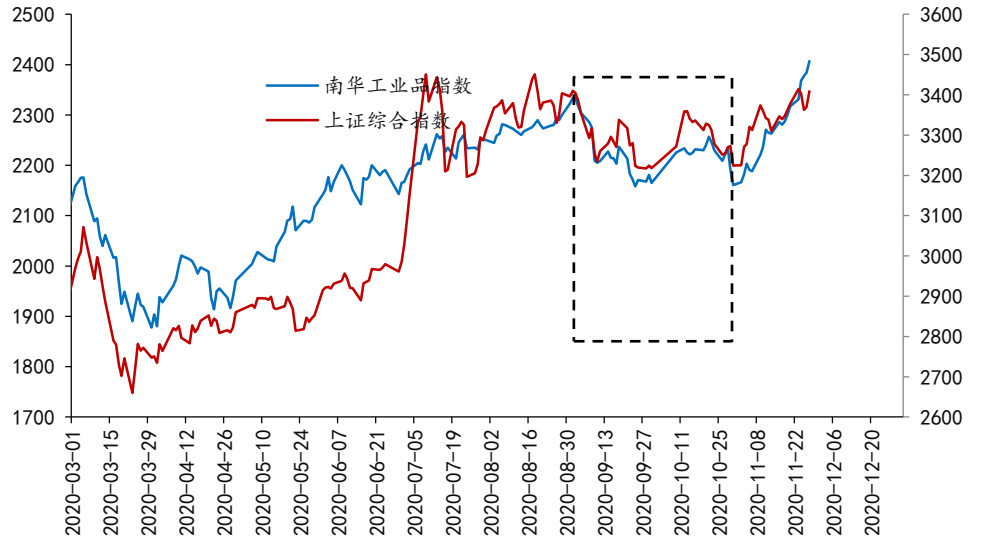
表 1: 近期利多利空全梳理.....6
表 2: 板块配置观点.....6

1、 策略观点：再次尝试突破

股市过去 4 个月震荡，迟迟没能突破，原因主要有：（1）股市新的上涨逻辑是经济和盈利改善，但 8-10 月经济预期有小幅的扰动，欧洲疫情二次爆发、国内房地产政策偏紧、8-9 月经济热度一般。（2）之前周期股的关注度很低，配置周期对很多基金经理来说，心理障碍比较大，新的上涨逻辑构建的过程很慢。11 月之后主要担心逐步落地，欧洲新增病例下降、疫苗超预期、国内经济热度再次超预期。股市将会开始兑现对 2021 年经济的乐观预期，指数再次尝试突破的基础非常坚实。

（1）过去 4 个月股市震荡的内在原因。我们认为股市过去 4 个月震荡很重要的原因是，股市正在尝试换一个新的上涨逻辑。4-7 月的股市上涨，核心逻辑是“疫情不会变差了+货币宽松”，相对来说，更多的逻辑是提估值。虽然大宗商品的价格也在不断上涨，但是主流的认识只是超跌后的恢复。8 月份之后，股市上涨开始尝试换新的上涨逻辑，越来越多的投资者开始认识到，经济可能不只是超跌反弹，而是趋势性回升。但是由于 9-10 月，旺季经济数据开局一般、房地产调控、商品价格调整，导致逻辑切换的时候还是出现了些波折。

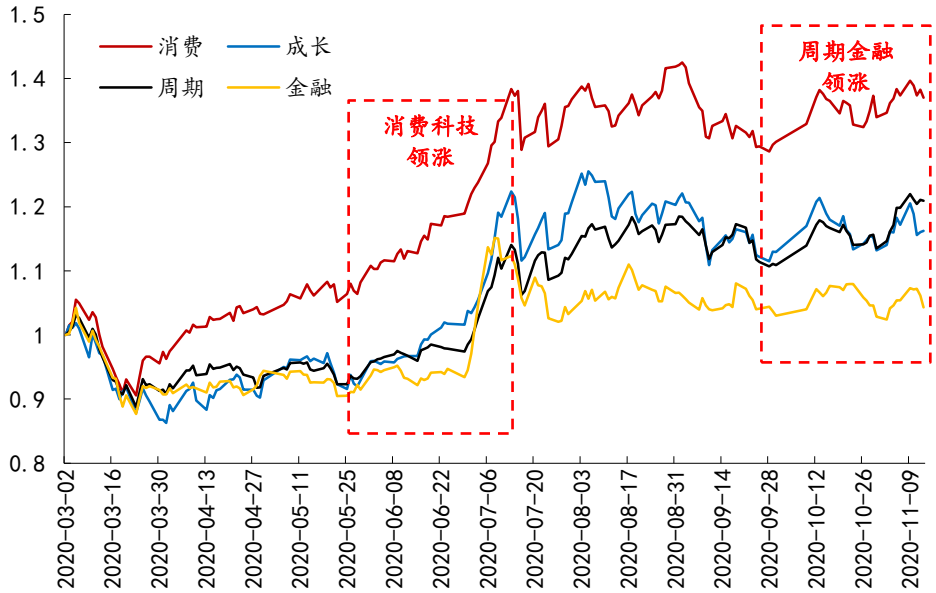
图1： 9-10 月，经济预期有过扰动



资料来源：Wind，新时代证券研究所

心理层面，新的上涨逻辑也对应着新的领涨板块。之前周期股的关注度很低，配置周期对很多基金经理来说，心理障碍比较大，新的上涨逻辑构建的过程很慢。市场需要足够长的时间才能学习和接受新的上涨逻辑，而且历史上的风格切换都是需要通过调整或震荡才能完成的。所以交易和心理层面的因素，也导致了过去一段时间的震荡。

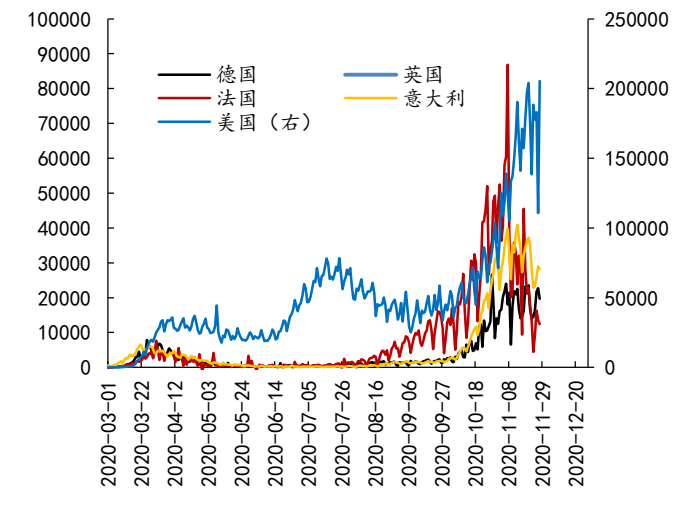
图2： 领涨板块的切换



资料来源：Wind，新时代证券研究所

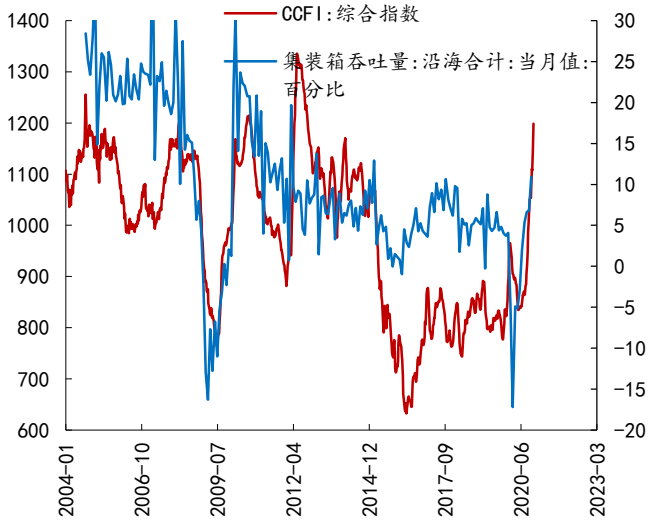
（2）再次突破的基础更坚实了。从经济层面的很多变化来看，之前的很多担心都在减弱，经济的恢复力度正在越来越强。9-10 月欧洲疫情出现了二次爆发，而从最近的数据来看，已经开始拐头，虽然完全排除风险很难，但是至少阶段性大幅恶化的风险下降了。集装箱运价和吞吐量的数据从另一个角度证明了，疫情二次爆发后，对经济的二次冲击很小。

图3： 欧洲新增疫情病例有所下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

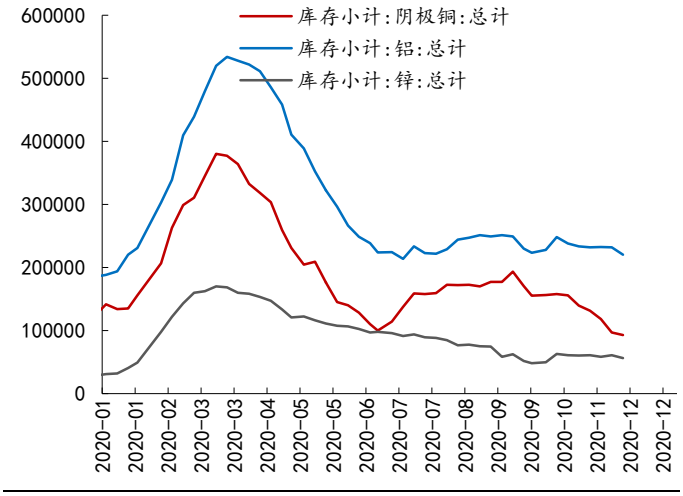
图4： 集运行业量价齐升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

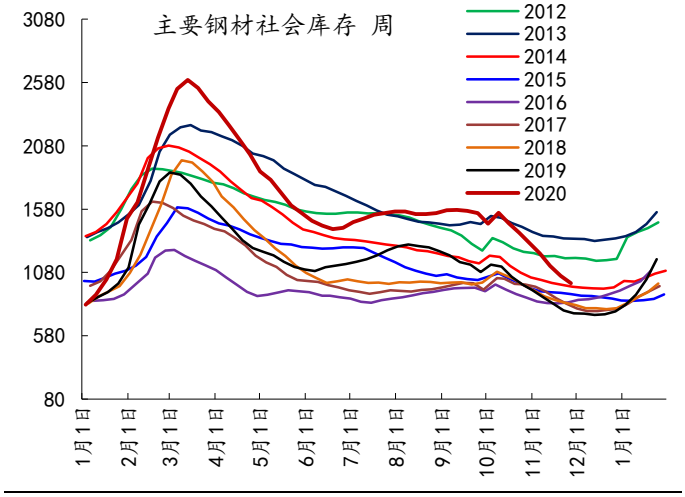
国内的微观经济数据也非常好，3 月疫情的时候，由于需求快速下降，大部分商品积累了大量库存。4-6 月去过一次库存，但是整体库存水平依然不低。最近两个月，库存消化进一步加快，这很有可能代表着，短期经济需求比产业链企业之前的预期乐观很多。

图5： 有色金属的交易所库存



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 钢材的社会库存

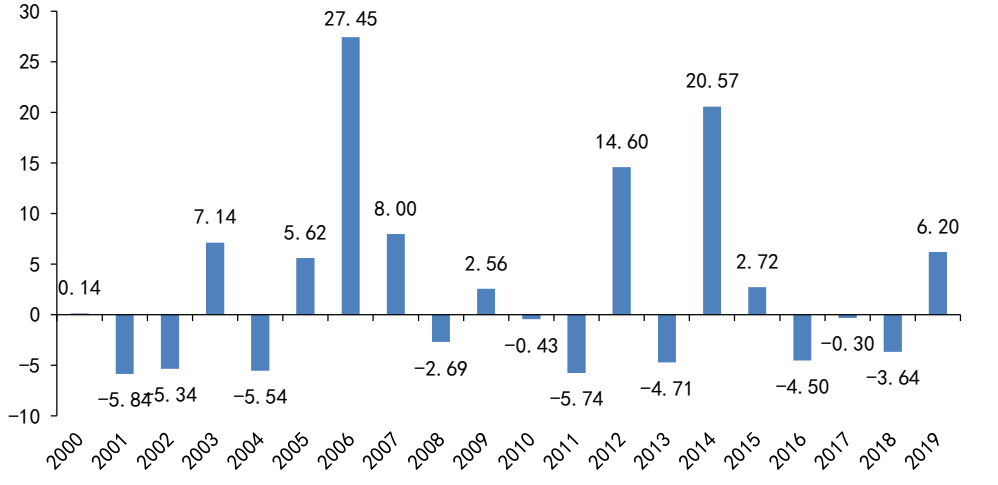


资料来源：Wind，新时代证券研究所

经济层面的种种迹象表明，最近两个月经济的强度，相比较 4-8 月，变得更强了。虽然疫情在冬季还有风险，但是从最近欧洲的新增数据和疫苗研发进度来看，进一步出现风险的概率下降了。所以，我们认为，指数再次尝试突破的基础更坚实了。

（3）12 月不需要担心年底结算。部分投资者担心，到年底可能会有很多资管机构获利了结，年底结算。从统计数据上，这一影响基本可以忽略。2000-2019 年，12 月市场涨跌概率均等，在下跌的时候，一般跌幅在 6%以内，上涨的时候，区间比较宽，最高可达 20%以上。

图7： 上证综指历年 12 月涨跌幅



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）短期策略判断：准备迎接突破。我们认为，展望未来半年，随着疫情逐步度过最危险的时候，经济可能会持续超预期。周期金融将会出现戴维斯双击，驱动指数进入新的上涨。资金层面，公募基金发行热度依然很高，一般年底到第二年春季，资金活跃度会进一步回升，这会成为指数往上的重要力量。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 特朗普称新冠疫苗将最早在下周开始交付； (2) 阿斯利康表示，疫苗 AZD1222 对新冠病毒有效，达到主要疗效终点，其平均有效性达到 70%； (3) 国药集团已向国家药监局提交了新冠疫苗上市申请； (4) 10 月份，规模以上工业企业实现利润总额 6429.1 亿元，同比增长 28.2%，增速比 9 月份加快 18.1 个百分点。
利空	(1) 监管部门对信托公司进行窗口指导，要求“全面暂停融资类业务”。
未来重点事件	(1) 12 月：中央经济工作会议； (2) 2021 年初信贷热度。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：金融周期的领涨，如果从统计层面，很多时候是板块轮动的末端，但是也有几次是可以持续半年甚至更长的机会。核心差异在于经济和盈利改善的幅度和持续性，我们认为这一次经济改善的力度还会更强，时间上可能会持续到 2021 年底。金融周期的顶点一般会领先经济的顶点，主要触发因素是货币的全面收紧，时间大概率要等 2021 年二季度。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；**	可以开始加大配置比例，Q4-2021 年上半年会领涨市场，是三年一遇的一次机会。
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。	**汽车消费持续回升，零售额同比增 12%，连续 4 个月两位数增长；居住类商品销售增速加快，家电、家具、建材零售额增速比上月分别加快 3.2、1.9 和 3.7 个百分点；**	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。
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； ③半导体库存周期；	iPhone12 发布； PC 年初以来销售改善； 拜登当选，科技封锁预期稳定。	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；	信贷利率上行；	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

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
			宜，Q4-2021 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

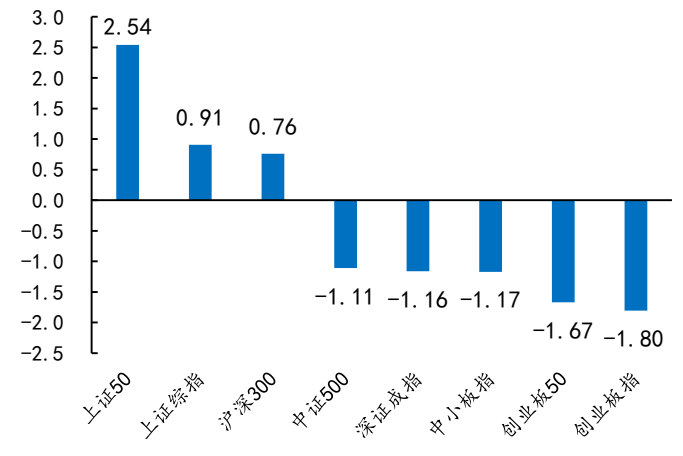
2、 上周市场变化

上周 A 股部分上涨，其中上证 50（2.54%）、上证综指（0.91%）和沪深 300（0.76%）领涨。申万一级行业中，银行（4.38%）、非银金融（3.91%）和采掘（2.70%）领涨，家用电器（-3.63%）和计算机（-3.27%）领跌。概念股中，打板指数（7.04%）、稀土指数（6.06%）和航母指数（3.05%）领涨，黄酒指数（-7.20%）、领涨龙头指数（-5.88%）和互联网营销指数（-4.78%）领跌。

上周全球股市走势分化，日经 225（4.38%）、巴西圣保罗指数（4.27%）和俄罗斯 RTS（3.15%）领涨。商品市场中，NYMEX 原油（8.00%）、动力煤（7.48%）和 LME 铜（3.13%）领涨，国际黄金（-4.44%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（48.69%）、MSCI CHINA（27.47%）和 LME 铜（21.57%）排名较高，而富时 100（-15.58%）、欧洲 STOXX50（-9.19%）和 MSCI 前沿市场指数（-6.60%）排名较低。

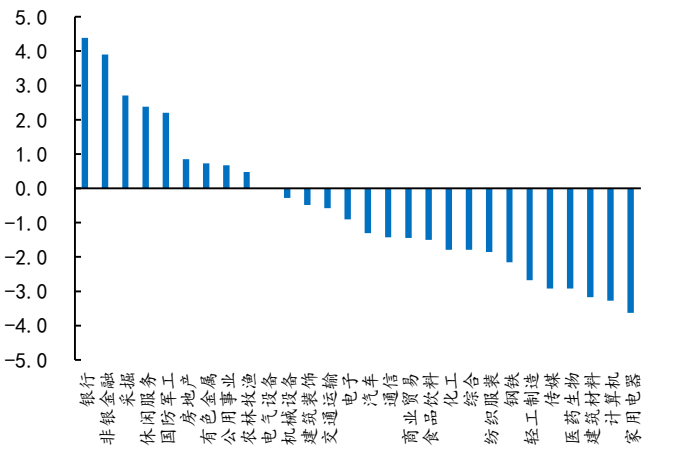
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 168.50 亿元（前值净流入 55.10 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 4300 亿元，到期量 3000 亿元。截止 2020 年 11 月 27 日，银行间拆借利率小幅上升，十年期国债收益率与上周持平。从公募机构股票持仓来看，股票型基金较上周小幅减仓，偏股混合型基金较上周小幅减仓。

图8： A 股主要指数周涨跌幅



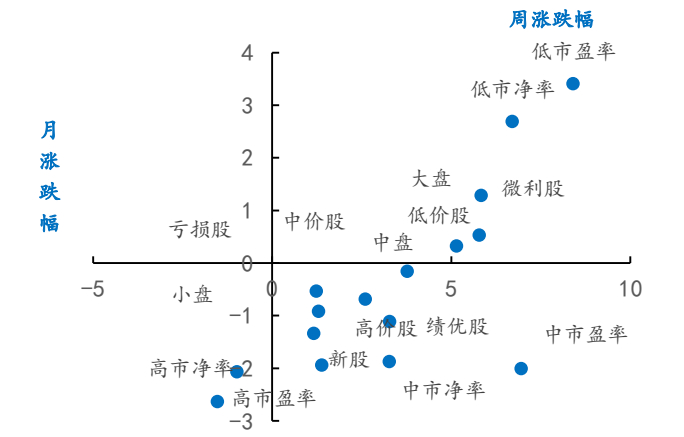
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 申万一级行业周涨跌幅



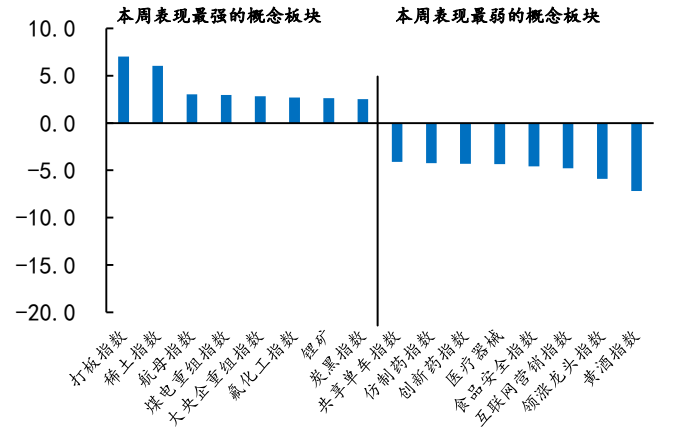
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 申万风格指数周/月涨跌幅



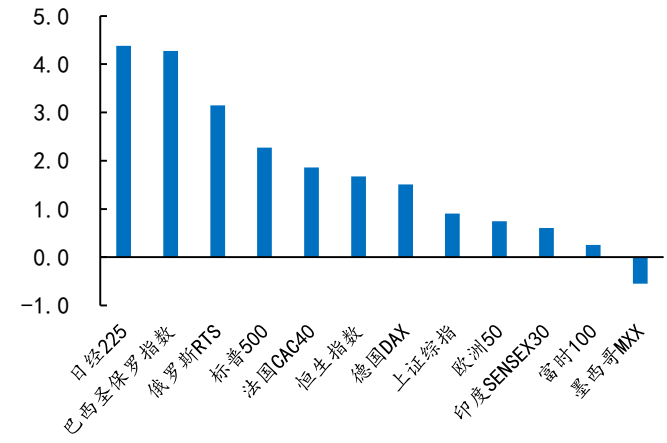
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 概念类指数周涨跌幅



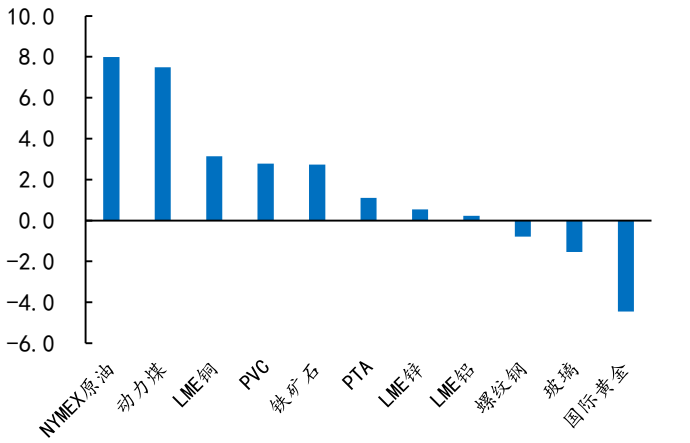
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 全球市场重要指数周涨跌幅



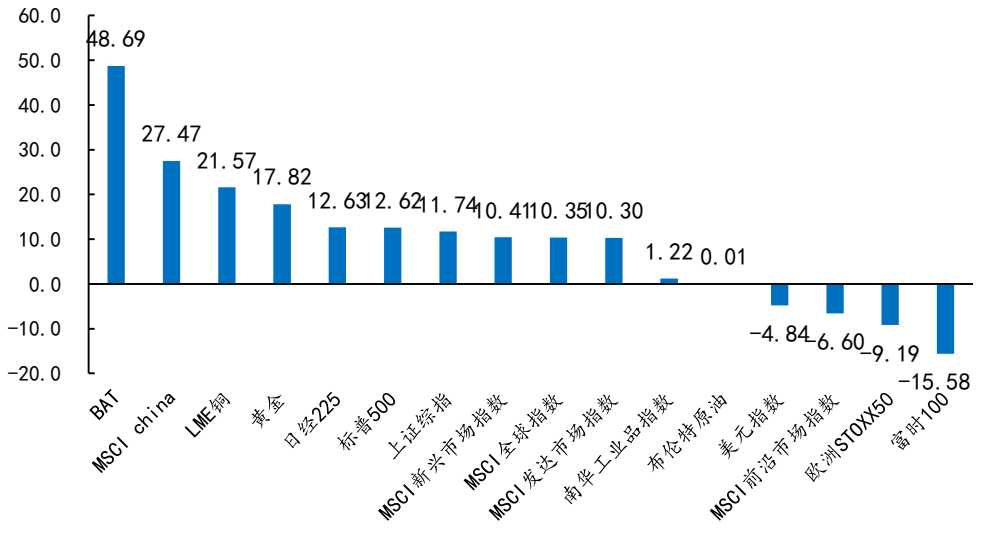
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 重要商品指数周涨跌幅



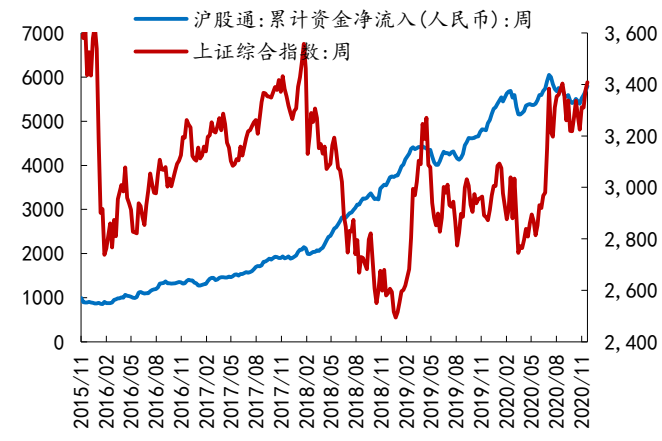
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 2020 年全球大类资产收益率



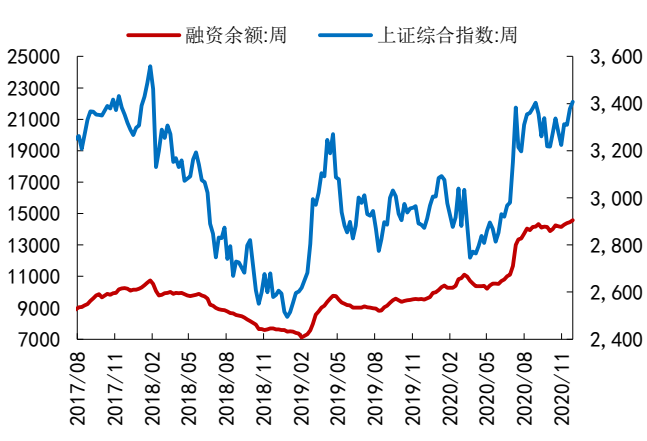
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 沪股通累计净买入



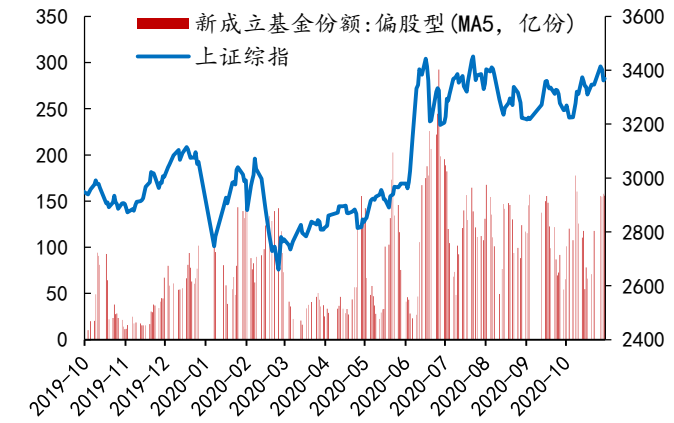
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 融资余额



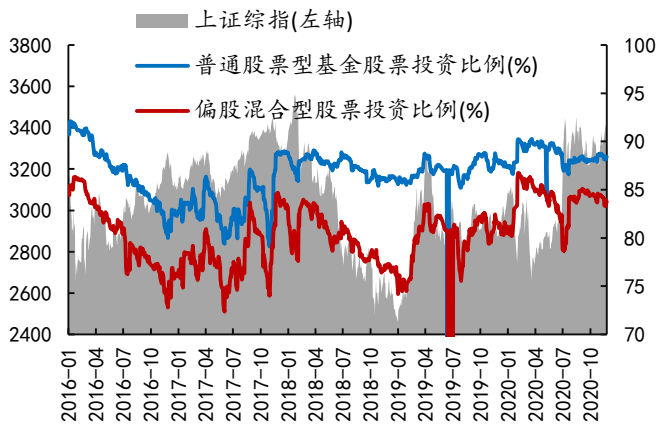
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 新发行基金份额



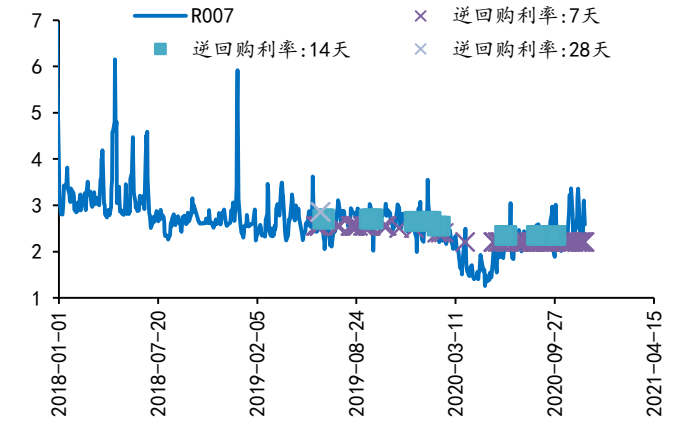
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 基金仓位估算



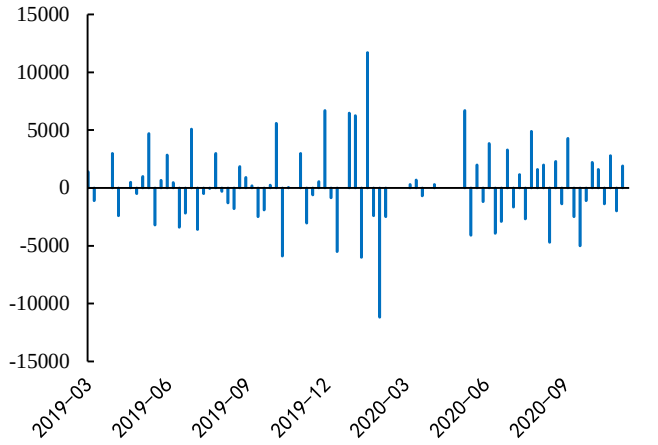
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 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20： 央行公开市场和国库定存净投放



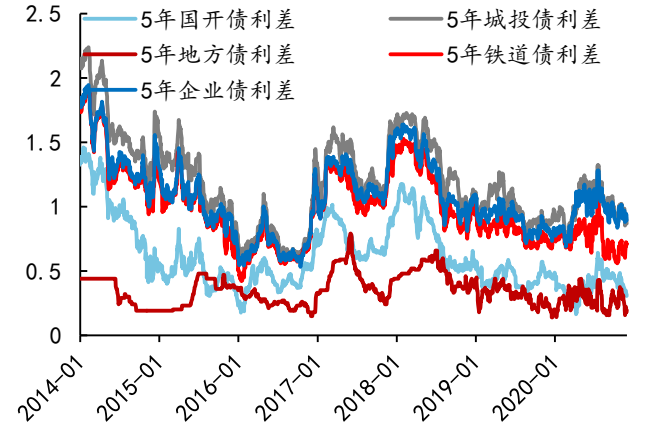
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图22： 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/