新时代证券 New Times Securities

经济再次成为关键

——策略周报

投资周报

- **近期整体市场偏弱，但银行股很强，这种差异到底是板块轮动的尾声，还是新一轮上涨的开始？如果银行股的上涨只是因为估值低，那么上涨的空间有限，反而应该对后续市场谨慎（类似 2018 年 7-10 月）。但如果银行股除了估值低，还有经济可能会继续持续回升的支撑，则银行股上涨可能是指数企稳的领先指标（类似 2017 年 1 月和 2017 年 5 月）。我们认为，经济的回升还可以持续并超预期，所以银行股上涨是积极的信号。**
- **（1）2016-2017 年每次调整后，银行都率先触底。**2016-2017 年是经济回升的两年，事后来看，投资者可能把这段时间看成一个整体。但是期间对经济的认识是出现过多次分歧的。2016 年 12 月，去杠杆导致债券利率大幅上升，由此带来对经济预期的担心。2017 年 4 月经济旺季不旺，商品库存受到资金成本上升的影响，导致商品价格持续调整。这两次经济波折期间，都有大量投资者（甚至可以说是多数）对宏观转向谨慎，至少是转为难以继续超预期。但随后经济都重新回到了上行的趋势。这两次调整期间，银行股在调整的底部均提前显现出强势，银行股反而成为了指数企稳的领先指标。

  （2）2018 年下半年银行也走得更强。但是在经济下行的 2018 年，却不是这个情形。2018 年初，经济领先指标已经拐头向下，但银行股带领指数继续上涨，随后出现快速和剧烈调整。2018 年 7-10 月，银行股缓慢上涨，而市场却震荡下行，到了年底，银行股把涨幅又全部跌了回去。事后来看，主要是因为，经济趋势是下行的，银行上涨的逻辑只有低估值，这个逻辑对指数的带动会比较弱，甚至后续还会出现银行股补跌。
- **（3）我们对经济乐观的理由。**所以经济的判断对未来 1-2 个季度指数影响至关重要。我们的判断是经济会继续上行，并可能超预期。背后的原因主要是，疫情虽然还没完全结束，但是考虑到国内疫情政策的有效性，疫情对中国经济的影响大概率是一次性的。货币政策边际上没有之前宽松不会影响经济的复苏，一方面是因为现在现在利率上行的幅度相比较历史上的经济回升周期还差不少，而且工业企业利润已经大幅回升了，利润的上行完全可以覆盖利息成本的小幅上行。另一方面，从时间的角度，2018-2020 年初的经济下行时间非常充分，已经阶段性释放了经济结构中的很多风险，未来 1-2 年内大概率是经济上行周期。
- **行业配置建议：**近期消费科技中部分白马股出现较大调整，我们认为这已经预示着风格的实质性转变了，时间上至少一个季度，甚至可能长达两个季度。背后的原因有三个：（1）6-7 月基金发行量井喷，导致部分资金被迫配置消费科技，由此提前透支了消费科技的基本面。（2）年底前后，投资者开始布局 2021 年，估值的重要性提升。（3）经济改善的趋势依然在继续，将会对金融周期的基本面有正面影响。建议增配金融周期。重点关注汽车、机械、有色、券商、银行、化工。
- **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

《银行上涨值得期待》2020-10-18
《10 月迎接牛市思维》2020-10-11
《没有趋势性利空》2020-09-27
《顺周期的上涨空间》2020-09-20
《2006-2007 年牛市中的三次震荡》2020-09-13
《两种极端的情形假设》2020-09-06
《真正的风格切换》2020-09-02
《新的上涨动力》2020-08-30
《IPO、减持、外资是否会压制市场》2020-08-23
《增配金融周期》2020-08-18
《再次开始进攻》2020-08-16
《震荡的末端》2020-08-09
《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

目 录

1、 策略观点：经济再次成为关键.....3
2、 上周市场变化.....6

图表目录

图 1: 2017 年 1 月和 2017 年 5 月银行股均提前见底.....3
图 2: 2018 年下半年银行只有低估值护身.....4
图 3: 工业企业利润上行大概率可以覆盖利息成本.....4
图 4: A 股主要指数周涨跌幅.....6
图 5: 申万一级行业周涨跌幅.....6
图 6: 申万风格指数周/月涨跌幅.....6
图 7: 概念类指数周涨跌幅.....6
图 8: 全球市场重要指数周涨跌幅.....7
图 9: 重要商品指数周涨跌幅.....7
图 10: 2020 年全球大类资产收益率.....7
图 11: 沪股通累计净买入.....7
图 12: 融资余额.....7
图 13: 新发行基金份额.....8
图 14: 基金仓位估算.....8
图 15: 银行间拆借利率和公开市场操作.....8
图 16: 央行公开市场和国库定存净投放.....8
图 17: 长期国债利率.....8
图 18: 各类债券与同期限国债利差.....8

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

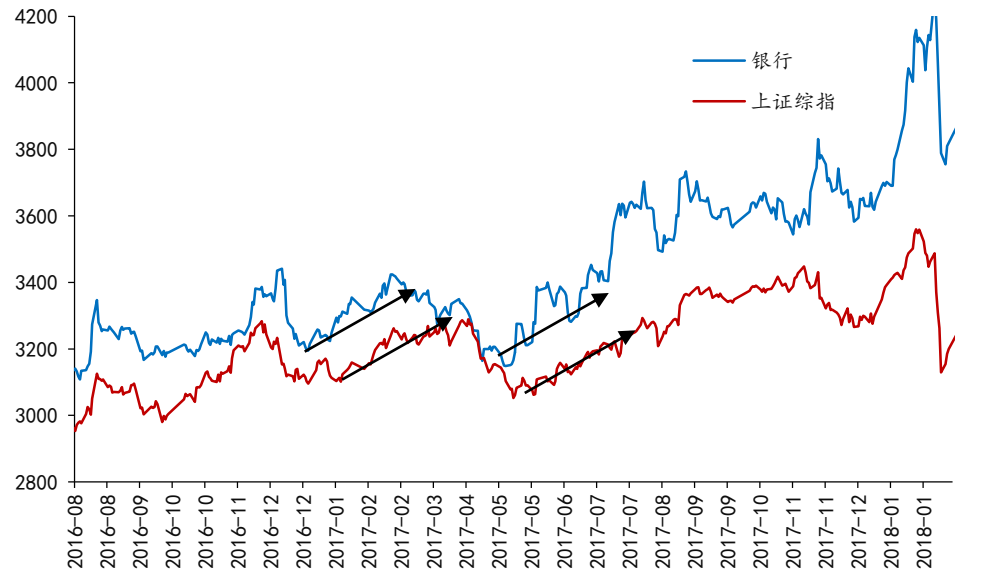
1、 策略观点：经济再次成为关键

近期整体市场偏弱，但银行股很强，这种差异到底是板块轮动的尾声，还是新一轮上涨的开始？如果银行股的上涨只是因为估值低，那么上涨的空间有限，反而应该对后续市场谨慎（类似 2018 年 7-10 月）。但如果银行股除了估值低，还有经济可能会继续持续回升的支撑，则银行股上涨可能是指数企稳的领先指标（类似 2017 年 1 月和 2017 年 5 月）。我们认为，经济的回升还可以持续并超预期，所以银行股上涨是积极的信号。

（1）2016-2017 年每次调整后，银行都率先触底。2016-2017 年是经济回升的两年，事后来看，投资者可能把这段时间看成一个整体。但是期间对经济的认识是出现过多次分歧的。2016 年 12 月，去杠杆导致债券利率大幅上升，由此带来对经济预期的担心。2017 年 4 月经济旺季不旺，商品库存受到资金成本上升的影响，导致商品价格持续调整。这两次经济波折期间，都有大量投资者（甚至可以说是多数）对宏观转向谨慎，至少是转为难以继续超预期。但随后经济都重新回到了上行的趋势。

这两次调整期间，银行股在调整的底部均提前显现出强势，银行股反而成为了指数企稳的领先指标。

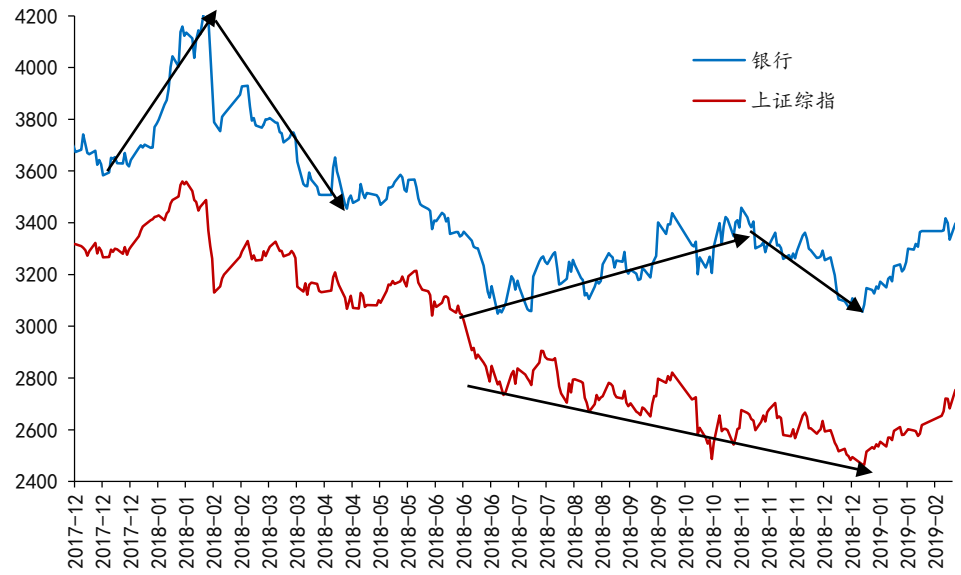
图1： 2017 年 1 月和 2017 年 5 月银行股均提前见底



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（2）2018 年下半年银行也走得更强。但是在经济下行的 2018 年，却不是这个情形。2018 年初，经济领先指标已经拐头向下，但银行股带领指数继续上涨，随后出现快速和剧烈调整。2018 年 7-10 月，银行股缓慢上涨，而市场却震荡下行，到了年底，银行股把涨幅又全部跌了回去。事后来看，主要是因为，经济趋势是下行的，银行上涨的逻辑只有低估值，这个逻辑对指数的带动会比较弱，甚至后续还会出现银行股补跌。

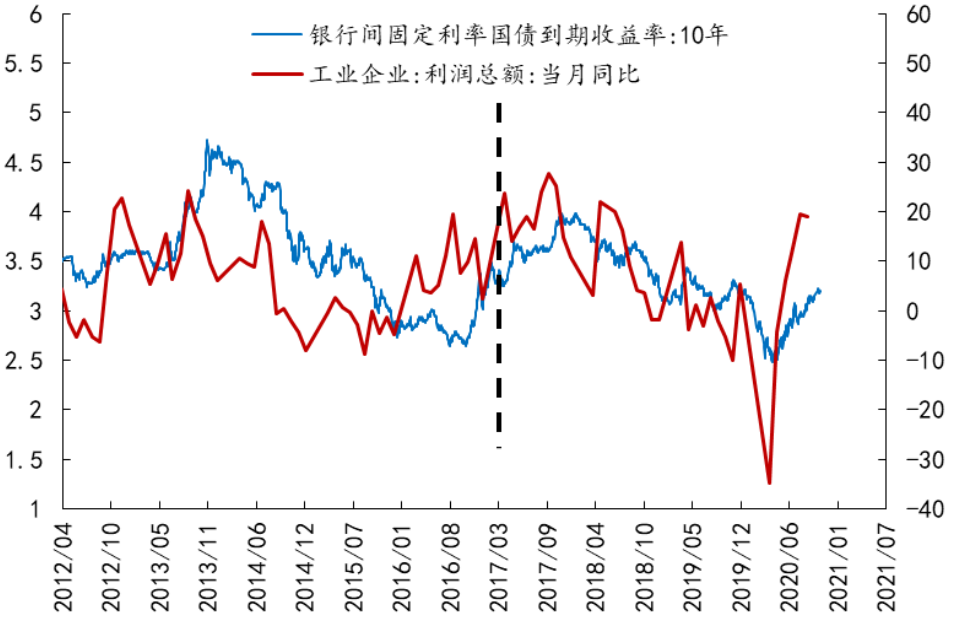
图2： 2018 年下半年银行只有低估值护身



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（3）我们对经济乐观的理由。所以经济的判断对未来 1-2 个季度指数影响至关重要。我们的判断是经济会继续上行，并可能超预期。背后的原因主要是，疫情虽然还没完全结束，但是考虑到国内疫情政策的有效性，疫情对中国经济的影响大概率是一次性的。货币政策边际上没有之前宽松不会影响经济的复苏，一方面是因为现在现在利率上行的幅度相比较历史上的经济回升周期还差不少，而且工业企业利润已经大幅回升了，利润的上行完全可以覆盖利息成本的小幅上行。另一方面，从时间的角度，2018-2020 年初的经济下行时间非常充分，已经阶段性释放了经济结构中的很多风险，未来 1-2 年内大概率是经济上行周期。

图3： 工业企业利润上行大概率可以覆盖利息成本



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) 9 月工业增加值 6.9%，预期 5.8%； (2) 9 月消费品零售总额 3.3%，预期 1.6%。
利空	(1) 欧洲部分地区新增确诊病例创历史新高； (2) 三季度 GDP 4.9%，市场预期 5.2%；
未来重点事件	**(1) 10 月：十九届五中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议** **(2) 11 月 3 日：美国大选结果；** (3) 11 月 21 日：G20 峰会； (4) 12 月：中央经济工作会议。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：近期消费科技中部分白马股出现较大调整，我们认为这已经预示着风格的实质性转变了，时间上至少一个季度，甚至可能长达两个季度。背后的原因有三个：（1）6-7 月基金发行量井喷，导致部分资金被迫配置消费科技，由此提前透支了消费科技的基本面。（2）年底前后，投资者开始布局 2021 年，估值的重要性提升。（3）经济改善的趋势依然在继续，将会对金融周期的基本面有正面影响。建议增配金融周期。重点关注汽车、机械、有色、券商、银行、化工。

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；	部分工业品价格近期出现回调；9 月房地产销售和投资增速继续上升，基建投资继续修复，8-10 月是完成全年专项债发行的窗口期，预计基建投资将获提振。	可以开始加大配置比例，Q4 可能会领涨市场。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE 稳定；	消费需求的复苏出现加速的迹象，9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%，大超市场预期。	近期的估值快速抬升后，估值存在阶段性的透支，可以适当减少消费的配置。
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。	9 月汽车销售增速继续保持上涨，新能源汽车销量同比增长 67.7%，继续维持高景气。家电中，空调、洗衣机 9 月销量同比大幅增长，部分细分领域中美的、格力销售额大幅超越行业增长，显示出 CR2 行业集中度正在加强。	可以继续增加配置，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，可选消费会更强，汽车已经显现出了强势。
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； ③半导体库存周期；	科技近期催化：1、中芯国际 7nm 制程突破；2、台积电获美国许可可以向华为供应部分成熟工艺产品。另外由于 2020 年苹果和安卓的新机发布推迟，市场预期产业链上的部分公司 2020 年业绩的释放会延迟到四季度。	资金在 3 月份将科技估值急速拉升后，市场需要时间或基本面超预期方能继续创新高，科技纯提估值的行情已经告一段落，后续到了验证销量的时候了。
金融	①股市进入新的创新周期； ②高股息率；	9 月金融数据超预期，社融信贷增速均继续上涨，信用宽松仍在持续。	券商有趋势性的逻辑（金融创新政策持续推进），可以不考虑风格，持续配置。保险受益于利率上行，逻辑认可度最高。银行估值最便宜，Q4 将会有一次非常可观的估值修复。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

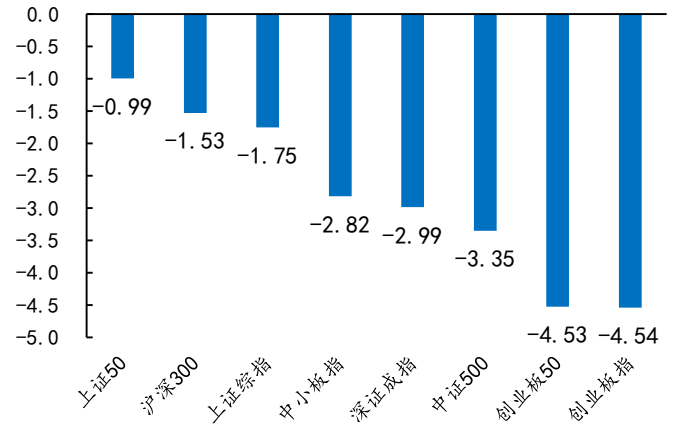
2、 上周市场变化

上周 A 股全线下跌，其中创业板指（-4.54%）、创业板 50（-4.53%）和中证 500（-3.35%）领跌。申万一级行业中，银行（2.19%）、汽车（1.25%）领涨，医药生物（-6.24%）、农林牧渔（-5.84%）和建筑材料（-5.19%）领跌。概念股中，打板指数（8.86%）、啤酒指数（7.15%）和吉利概念指数（4.83%）领涨，血液制品指数（-7.93%）和 CAR-T 疗法指数（-7.49%）领跌。

上周全球股市走势分化，巴西圣保罗指数（3.00%）、俄罗斯 RTS（2.76%）和墨西哥 MXX（2.19%）领涨，德国 DAX（-2.04%）、欧洲 50（-1.86%）和上证综指（-1.75%）领跌。商品市场中，LME 锌（4.52%）和 LME 铜（2.02%）领涨，动力煤（-3.83%）和 NYMEX 原油（2.69%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（84.97%）、黄金（25.31%） 和 MSCI CHINA（21.47%）排名较高，而富时 100（-22.30%）、欧洲 STOXX50（-15.74%）和 MSCI 前沿市场指数（-9.04%）排名较低。

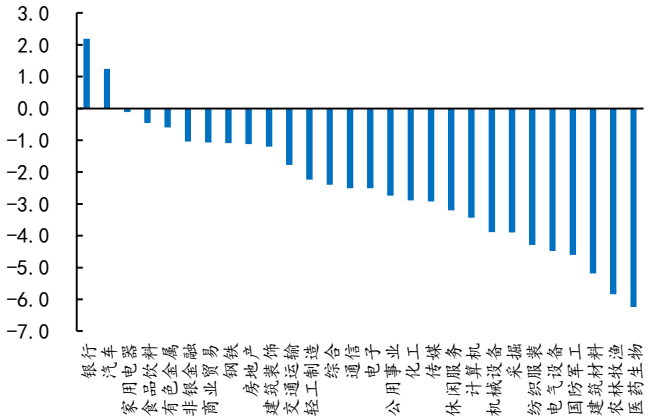
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 140.26 亿元（前值净流入 111.19 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 3200 亿元，到期量 1000 亿元。截止 2020 年 10 月 23 日，银行间拆借利率小幅上升，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金较上周小幅减仓，偏股混合型基金较上周小幅减仓。

图4： A 股主要指数周涨跌幅



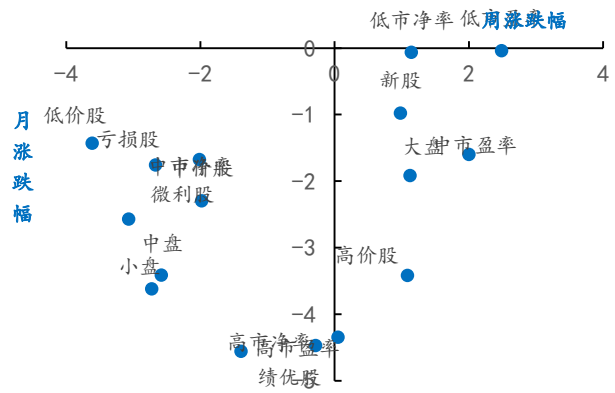
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 申万一级行业周涨跌幅



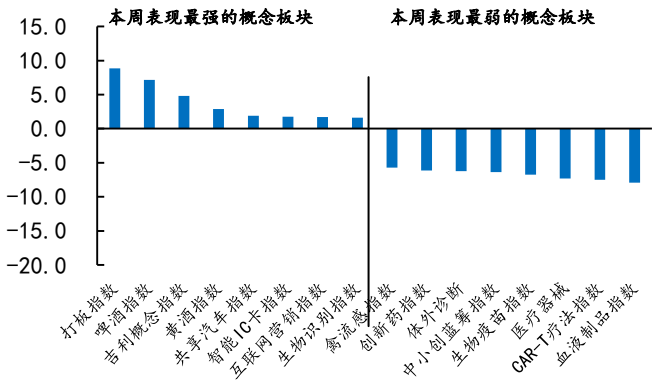
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万风格指数周/月涨跌幅



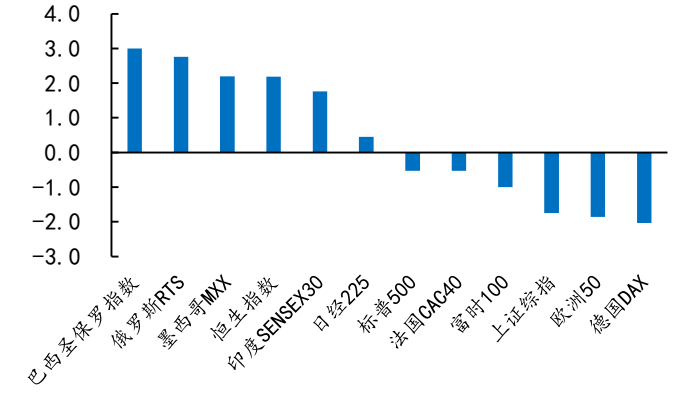
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 概念类指数周涨跌幅



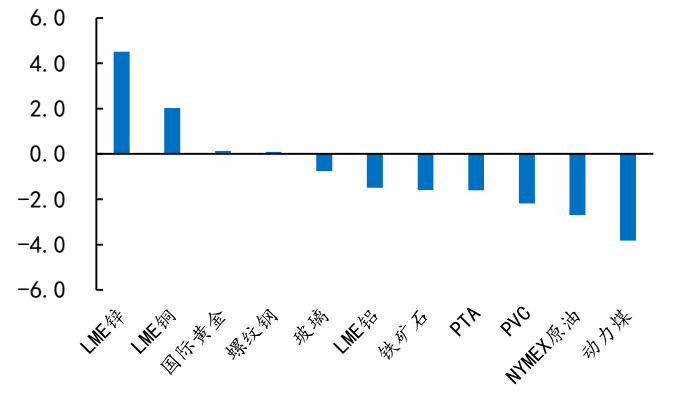
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 全球市场重要指数周涨跌幅



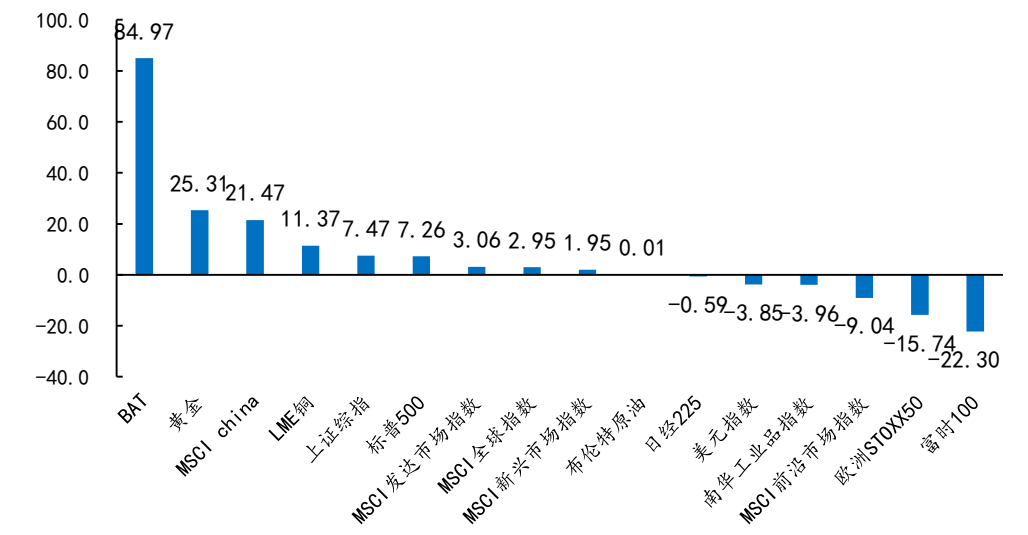
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 重要商品指数周涨跌幅



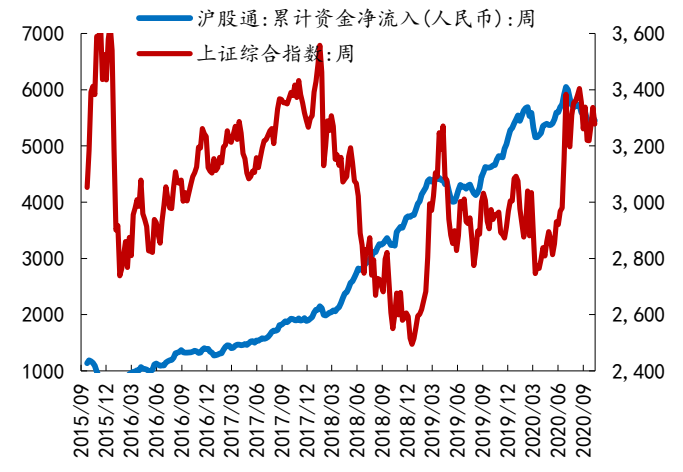
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 2020 年全球大类资产收益率



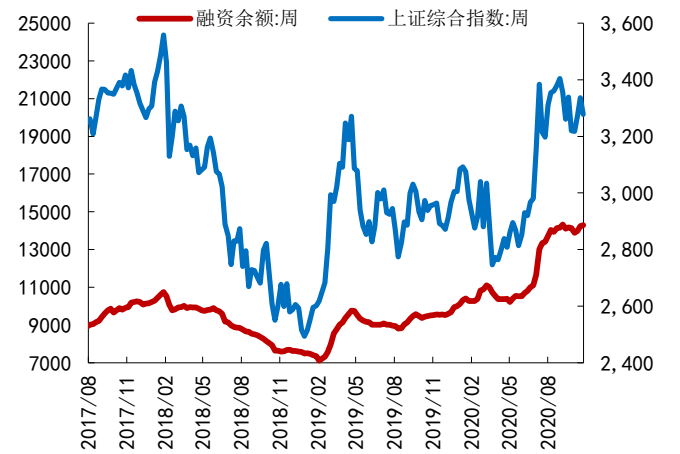
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 沪股通累计净买入



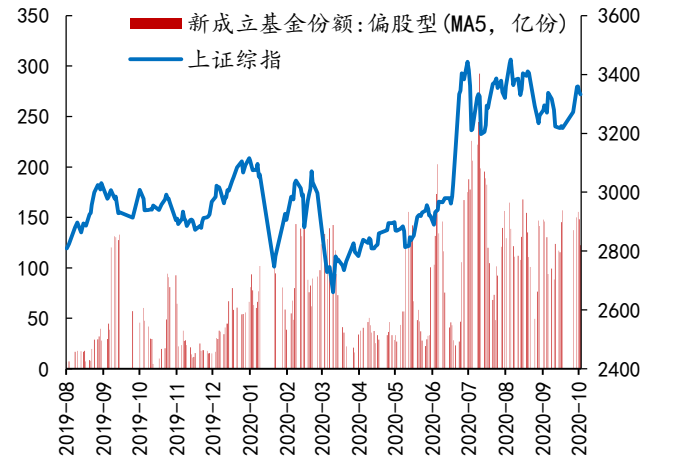
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 融资余额



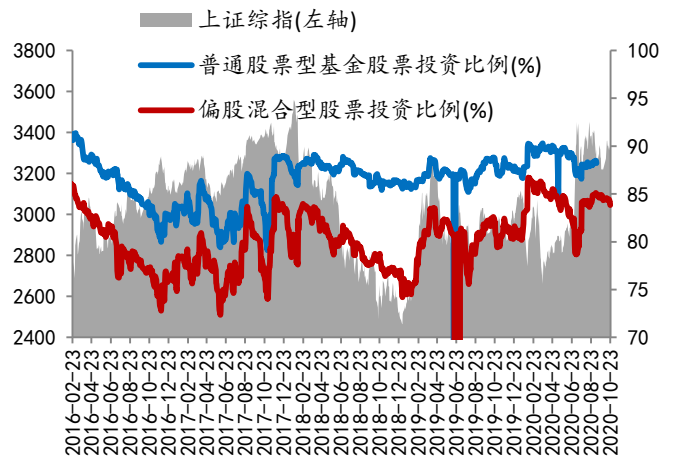
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 新发行基金份额



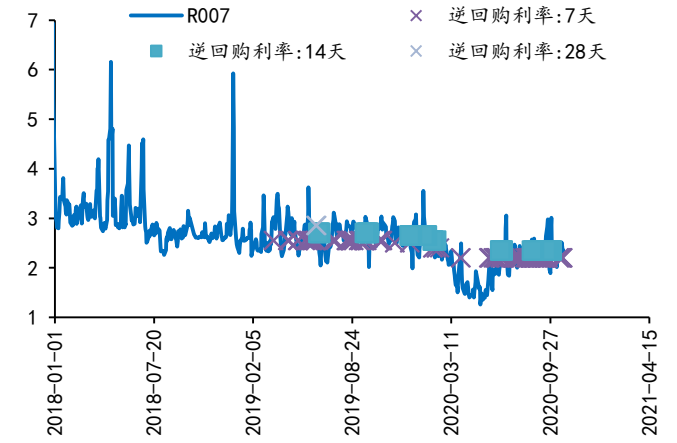
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 基金仓位估算



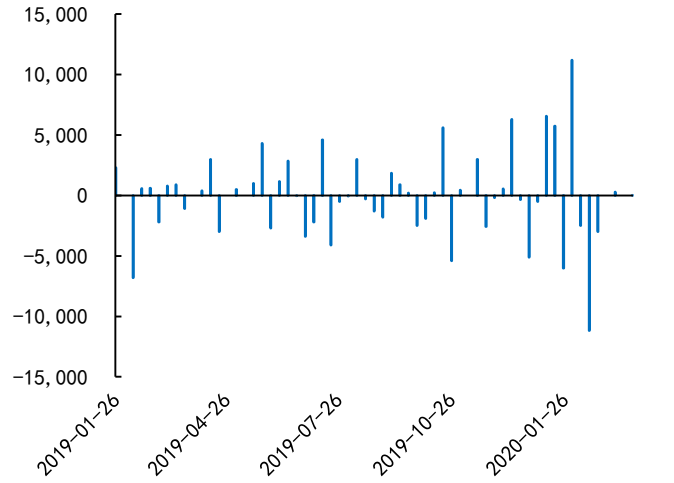
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 银行间拆借利率和公开市场操作



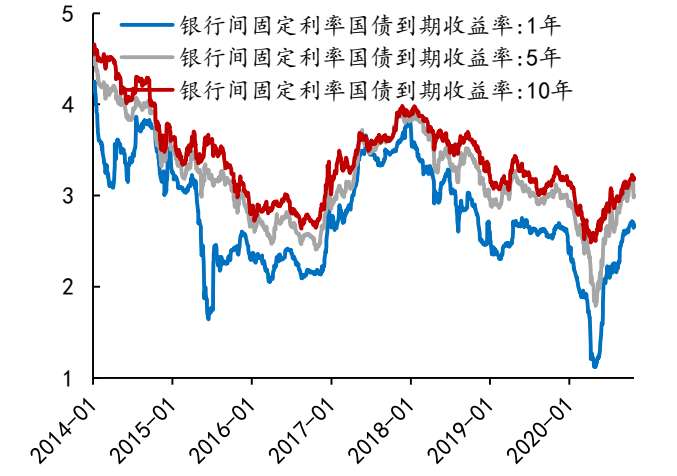
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 央行公开市场和国库定存净投放



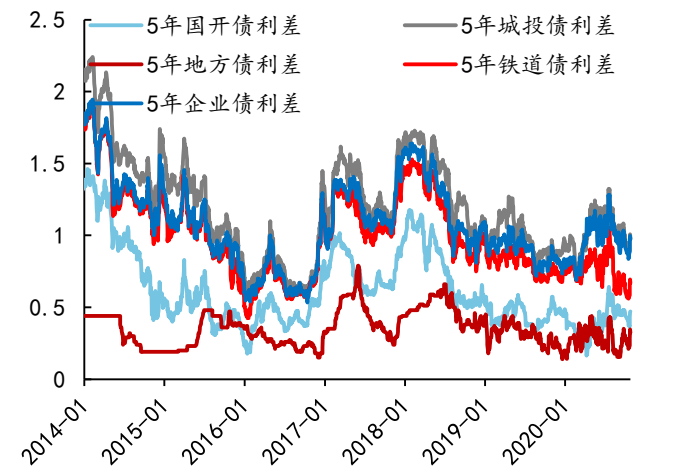
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 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/