新时代证券 New Times Securities

银行上涨值得期待

——策略周报

投资周报

- **2010 年以来，银行真正领涨市场的阶段非常少，季度及以上的领涨行情只有三段：2012 年 12 月-2013 年 2 月、2014 年 Q4、2017 年 6 月-2018 年 1 月。其他时间如果银行股出现领涨，一般是板块轮动的末端。我们认为，近期银行的上涨可能是季度以上行情的起点，而不是调整的起点。整个市场层面，10 月的上涨不只是博弈性的（政策预期），可能会是牛市的上涨，空间和时间均会很不错。**
- **（1）银行上涨是看多还是看空的信号？**2010 年以来，银行真正领涨市场的阶段非常少，季度及以上的领涨行情只有三段：2012 年 12 月-2013 年 2 月、2014 年 Q4、2017 年 6 月-2018 年 1 月。除此之外的时间，银行股或者是跟涨，或者是级别非常小的领涨。而且如果是级别较小的领涨，银行股一般是处在板块轮动的末端，一旦轮动完成，后续会很快出现一次不小的调整。
- 所以，现在的问题是，近期银行股的上涨是板块轮动的末期还是一次季度级别以上领涨的起点？我们认为可能是季度行情的起点。回顾之前三次季度级别以上银行领涨的特征，能够发现，一般两种情形下，银行股会有较大的行情。第一种情形是，经济持续改善，2012 年 12 月-2013 年 2 月是经济改善的初期到中期，2017 年 6 月-2018 年 1 月是经济改善的后期。第二种情形是，牛市中，股市估值抬升的中期（2014 年 Q4）。
- 从经济和估值这两个维度来看，以银行为代表的金融周期出现 1-2 个季度的领涨概率很大。
- **（2）经济依然会继续上行。**经济层面虽然政策层面宽松的力度有所收敛，但实体经济自我的需求驱动依然很强，我们预计经济回升的趋势至少还要回升到 2021 年年初。类似的情况 2017 年 6 月-2018 年 2 月也出现过，期间去杠杆已经推开，货币紧缩，房地产调控，但是经济依然在回升，由此带来了银行的超额收益。公路货运量和集装箱吞吐量数据来看，中国经济的活跃度非常强，预计短期内很难有大的风险。
- **（3）牛市中的估值抬升不会有缺席的。**我们认为 2020 年是牛市，而牛市中估值的抬升是必然的，特别是考虑到过去 2 个季度，我们已经从两融、基金发行、居民开户等数据看到了增量资金的趋势，估值抬升的必然性就更高了。
- 从各大类板块来看，消费、成长的估值抬升已经持续了 2 年了，周期股在部分周期龙头的带领下估值也有所抬升，而金融股估值抬升幅度依然很小，这不符合牛市的大格局，未来可能会修复。
- **（3）短期策略：空头表演已结束，10 月牛市信仰将会回归。**国庆之后，股市出现了不错的开门红。主要原因有：（1）10 月是政策密集期，十九届五中全会前后，各类政策规划可能会密集讨论和落地；（2）7 月-9 月市场震荡的过程中，部分板块调整较大，有修复性反弹的需要；（3）经济趋势和资金趋势处在牛市的格局中。三个因素共振可能意味着行情的级别比较高，建议继续积极参与。
- **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

《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：银行上涨值得期待.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 2: 集装箱运价指数快速上涨.....4
图 3: 公路货运量稳步回升.....4
图 4: 各类风格指数的 PE（TTM）.....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

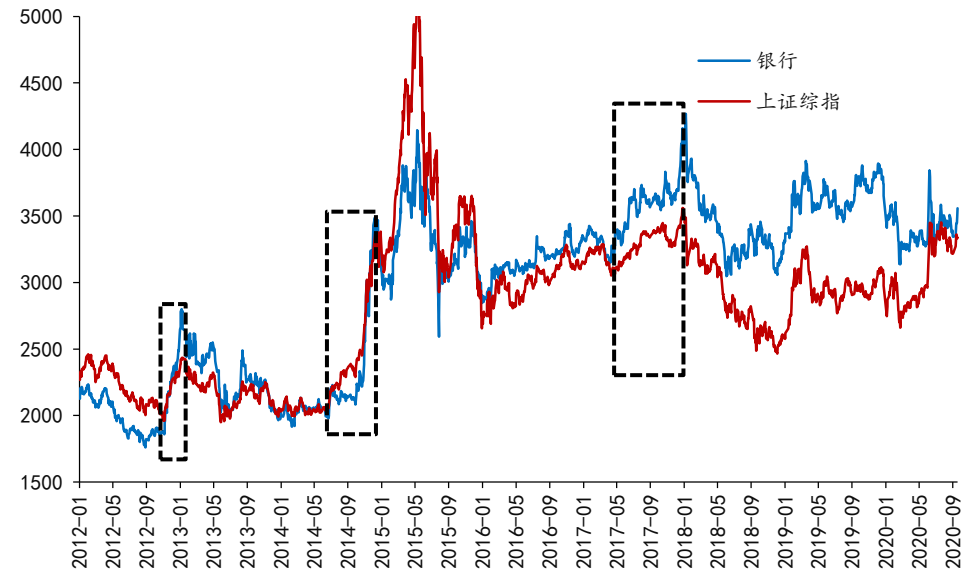
表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....5

1、 策略观点：银行上涨值得期待

2010 年以来，银行真正领涨市场的阶段非常少，季度及以上的领涨行情只有三段：2012 年 12 月-2013 年 2 月、2014 年 Q4、2017 年 6 月-2018 年 1 月。其他时间如果银行股出现领涨，一般是板块轮动的末端。我们认为，近期银行的上涨可能是季度以上行情的起点，而不是调整的起点。整个市场层面，10 月的上涨不只是博弈性的（政策预期），可能会是牛市的上涨，空间和时间均会很不错。

（1）银行上涨是看多还是看空的信号？2010 年以来，银行真正领涨市场的阶段非常少，季度及以上的领涨行情只有三段：2012 年 12 月-2013 年 2 月、2014 年 Q4、2017 年 6 月-2018 年 1 月。除此之外的时间，银行股或者是跟涨，或者是级别非常小的领涨。而且如果是级别较小的领涨，银行股一般是处在板块轮动的末端，一旦轮动完成，后续会很快出现一次不小的调整。

图1： 过去 10 年为数不多的三次银行领涨阶段



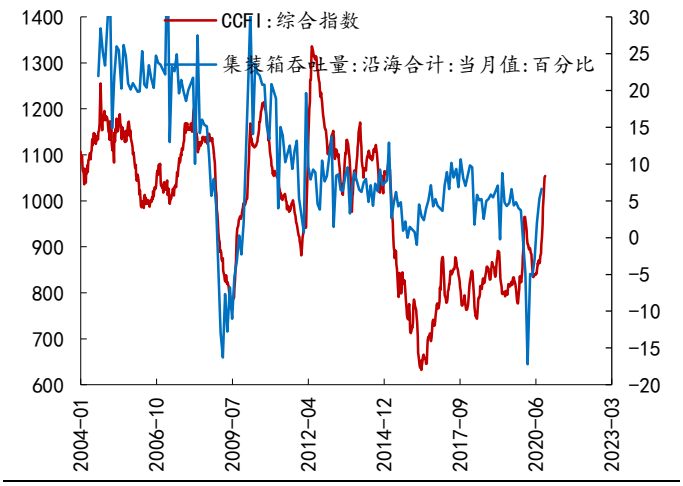
资料来源：Wind，新时代证券研究所

所以，现在的问题是，近期银行股的上涨是板块轮动的末期还是一次季度级别以上领涨的起点？我们认为可能是季度行情的起点。回顾之前三次季度级别以上银行领涨的特征，能够发现，一般两种情形下，银行股会有较大的行情。第一种情形是，经济持续改善，2012 年 12 月-2013 年 2 月是经济改善的初期到中期，2017 年 6 月-2018 年 1 月是经济改善的后期。第二种情形是，牛市中，股市估值抬升的中期（2014 年 Q4）。

从经济和估值这两个维度来看，以银行为代表的金融周期出现 1-2 个季度的领涨概率很大。

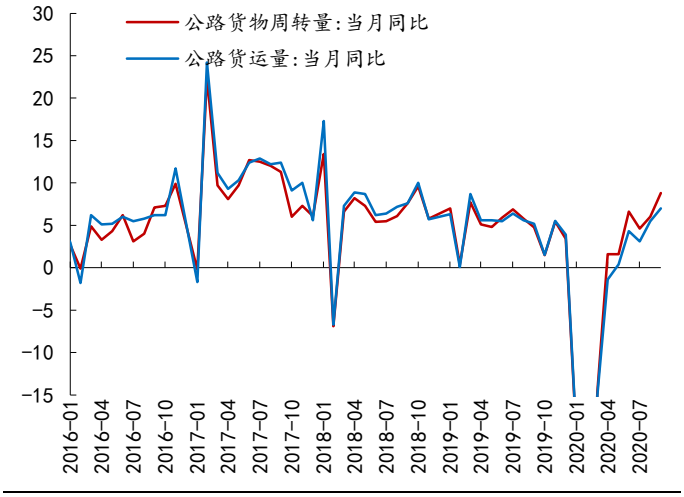
（2）经济依然会继续上行。经济层面虽然政策层面宽松的力度有所收敛，但实体经济自我的需求驱动依然很强，我们预计经济回升的趋势至少还要回升到 2021 年年初。类似的情况 2017 年 6 月-2018 年 2 月也出现过，期间去杠杆已经推开，货币紧缩，房地产调控，但是经济依然在回升，由此带来了银行的超额收益。公路货运量和集装箱吞吐量数据来看，中国经济的活跃度非常强，预计短期内很难有大的风险。

图2： 集装箱运价指数快速上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 公路货运量稳步回升

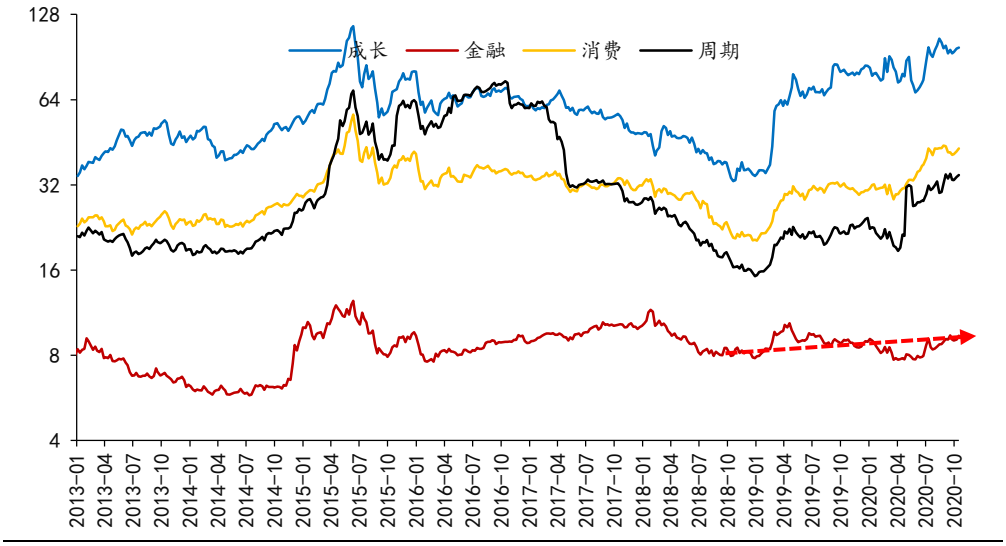


资料来源：Wind，新时代证券研究所

（3）牛市中的估值抬升不会有缺席的。我们认为 2020 年是牛市，而牛市中估值的抬升是必然的，特别是考虑到过去 2 个季度，我们已经从两融、基金发行、居民开户等数据看到了增量资金的趋势，估值抬升的必然性就更高了。

从各大类板块来看，消费、成长的估值抬升已经持续了 2 年了，周期股在部分周期龙头的带领下估值也有所抬升，而金融股估值抬升幅度依然很小，这不符合牛市的大格局，未来可能会修复。

图4： 各类风格指数的 PE（TTM）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）短期策略：空头表演已结束，10 月牛市信仰将会回归。国庆之后，股市出现了不错的开门红。主要原因有：（1）10 月是政策密集期，十九届五中全会前后，各类政策规划可能会密集讨论和落地；（2）7 月-9 月市场震荡的过程中，部分板块调整较大，有修复性反弹的需要；（3）经济趋势和资金趋势处在牛市的格局中。三个因素共振可能意味着行情的级别比较高，建议继续积极参与。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 由于印度疫情迟迟无法得到有效控制，部分纺织订单转向中国； (2) 中国 9 月社融和信贷数据再次超预期； (3) 国药集团中国生物新冠疫苗已经在北京和武汉两地开放“小范围”的预约接种； (4) 中国 9 月份汽车销量 256.5 万辆，同比增长 12.8%；9 月份新能源汽车销量 13.8 万辆，同比增长 67.7%。
利空	(1) 欧洲部分地区新增确诊病例创历史新高； (2) 青岛出现个别确诊和无症状感染病例。
未来重点事件	**(1) 10 月 22 日：美国大选最后一轮辩论；** **(2) 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** **(3) 11 月 3 日：美国大选结果；** (4) 11 月 21 日：G20 峰会； (5) 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：回顾 2014 年增量资金入场后的市场，板块变化更快。2013 年全年每个季度都是成长领涨，但 2014 年 7 月份之后，几乎每个季度领涨的板块都会发生很大的变化，即使是成长内部，领涨的板块也会有频繁的变化。原因可能是，当增量资金很多的时候，一个板块逻辑一旦被挖掘出来后，会在短期内快速吸引大量的资金，从而在估值层面快速透支基本面的逻辑，即使是这个逻辑还没被完全证明是完美的。顺周期板块长期逻辑非常不完美，这种长期认识的惯性带来了估值的过度差异，周期股可能会迎来季度级别的估值修复。过去一个季度，周期股已经由过去两年的无人问津变为现在的开始增加研究，这一趋势后续大概率会进一步强化。

建议增配金融周期。7 月的风格只是月度的补涨，不是真正的风格切换，9 月后有可能进入真正的风格切换。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；8 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，8 月社会消费品零售总额同比增长 0.5%，2020 年以来首次由负转正，超出市场预期。	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	科技近期催化：1、中芯国际 7nm 制程突破；2、	资金在 3 月份将科技估值急速拉升后，市

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
	周期；③半导体库存周期；	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。	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

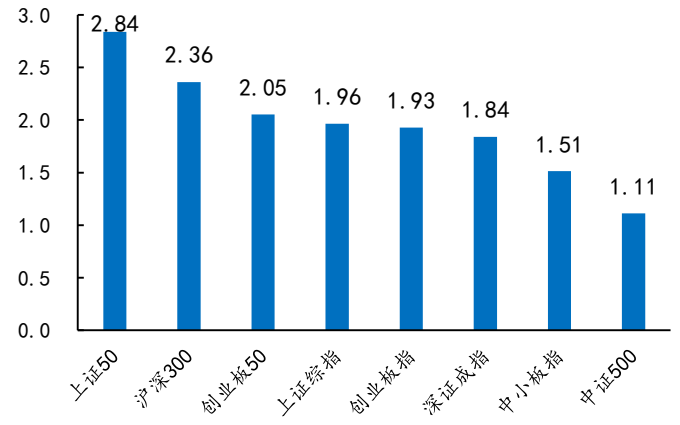
2、 上周市场变化

上周 A 股全线上涨，其中上证 50（2.84%）、沪深 300（2.36%）和创业板 50（2.05%）领涨。申万一级行业中，纺织服装（7.68%）、银行（6.16%）和采掘（3.77%）领涨，休闲服务（-1.80%）、电子（-1.27%）和房地产（-0.12%）领跌。概念股中，打板指数（9.69%）、充电桩指数（9.28%）和 CAR-T 疗法指数（7.39%）领涨，在线旅游指数（-3.65%）和电子竞技指数（-3.13%）领跌。

上周全球股市走势分化，上证综指（1.96%）、恒生指数（1.11%）和巴西圣保罗指数（0.85%）领涨，俄罗斯 RTS（-2.71%）、欧洲 50（-2.51%）和富时 100（-1.61%）领跌。商品市场中，PTA（4.33%）、PVC（2.47%）和 LME 铝（1.19%）领涨，铁矿石（-4.44%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（79.08%）、黄金（25.14%） 和 MSCI CHINA（20.99%）排名较高，而富时 100（-21.52%）、欧洲 STOXX50（-15.39%）和 MSCI 前沿市场指数（-8.97%）排名较低。

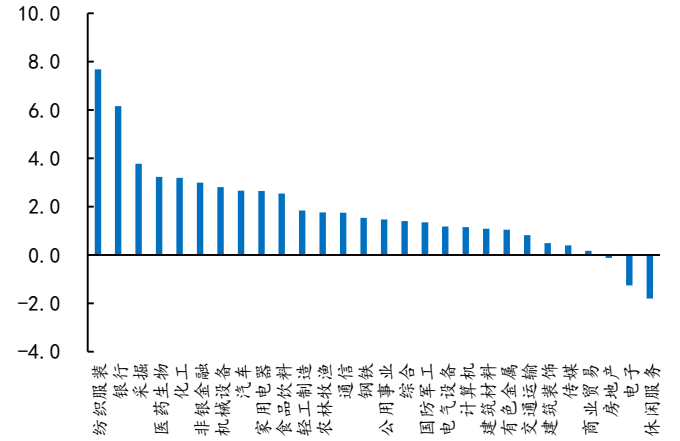
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 111.19 亿元（前值净流入 112.67 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 1000 亿元，到期量 1900 亿元。截止 2020 年 10 月 16 日，银行间拆借利率小幅上升，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金较上周小幅加仓，偏股混合型基金较上周小幅减仓。

图5： A 股主要指数周涨跌幅



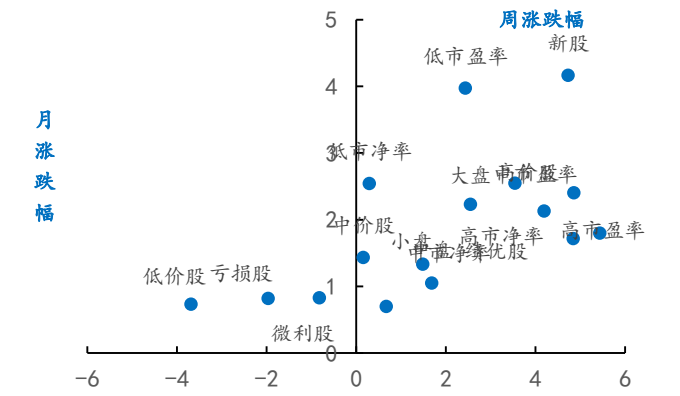
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万一级行业周涨跌幅



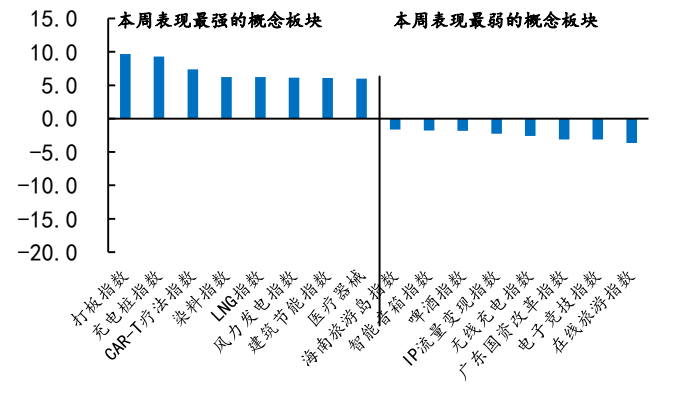
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万风格指数周/月涨跌幅



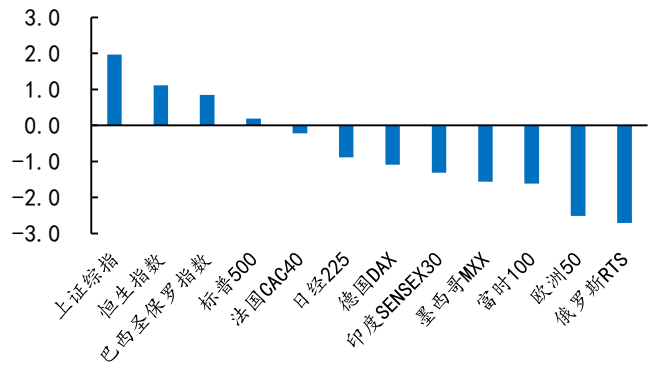
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 概念类指数周涨跌幅



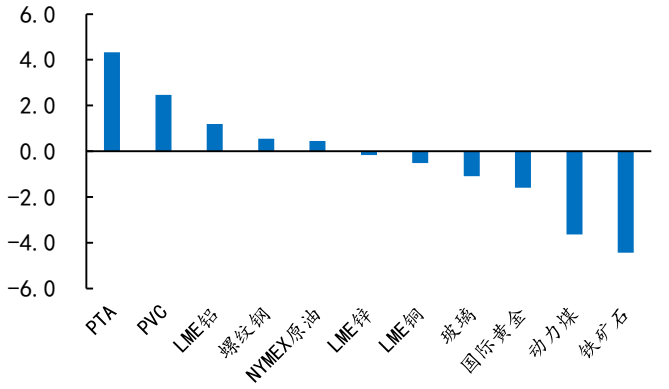
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 全球市场重要指数周涨跌幅



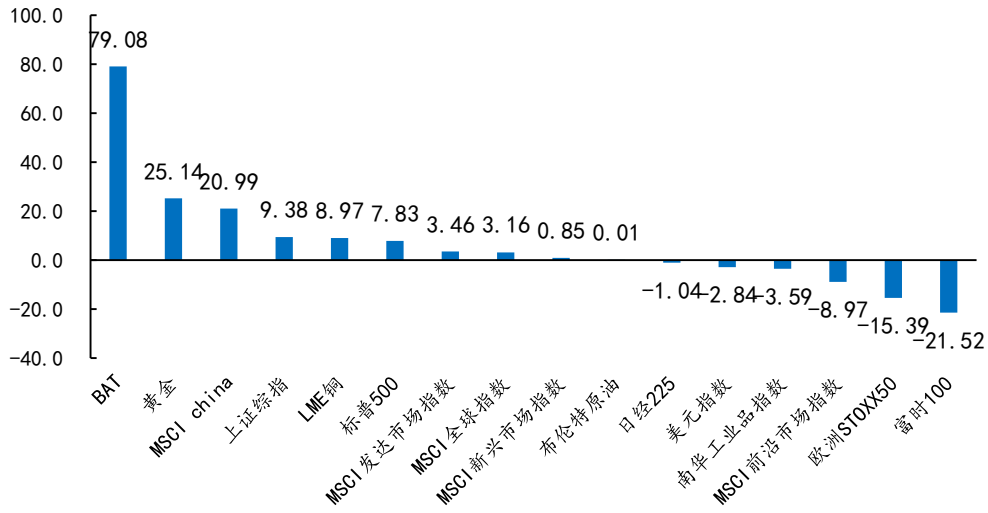
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 重要商品指数周涨跌幅



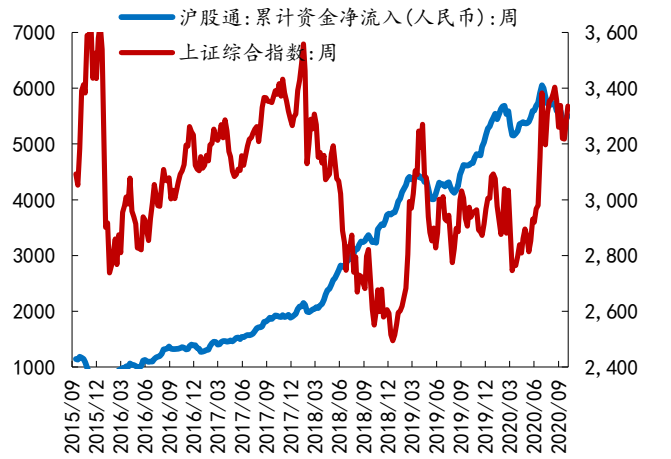
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2020 年全球大类资产收益率



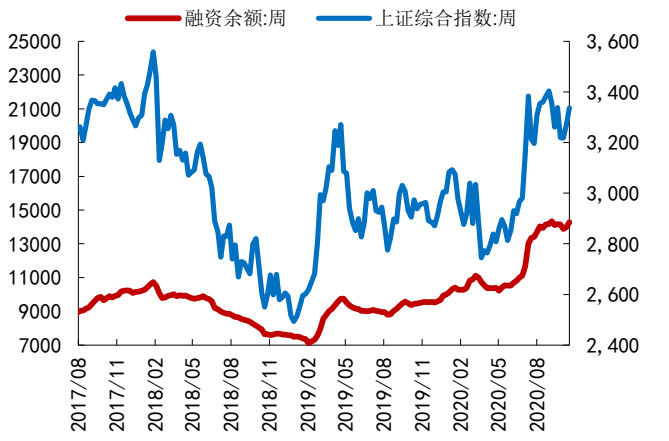
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 沪股通累计净买入



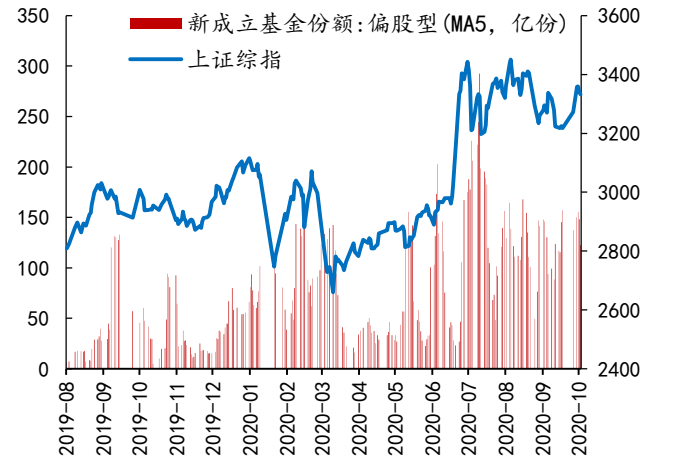
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 融资余额



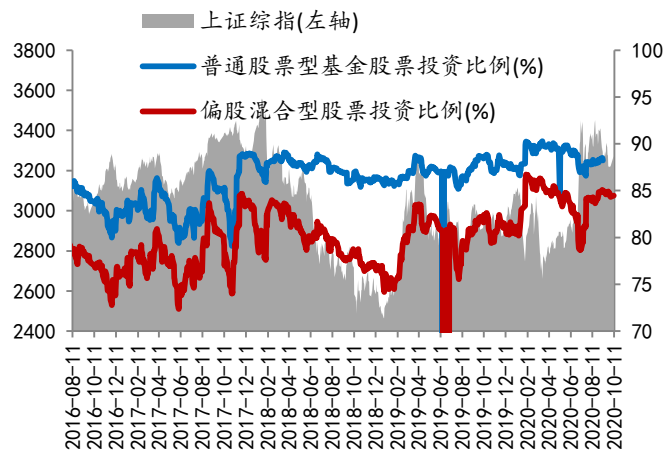
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 新发行基金份额



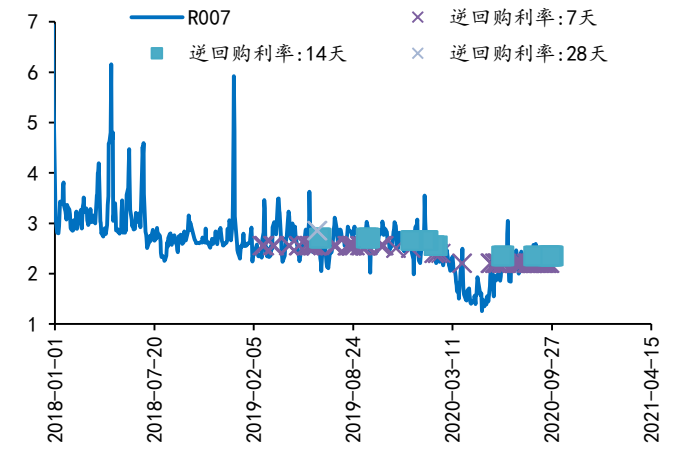
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 基金仓位估算



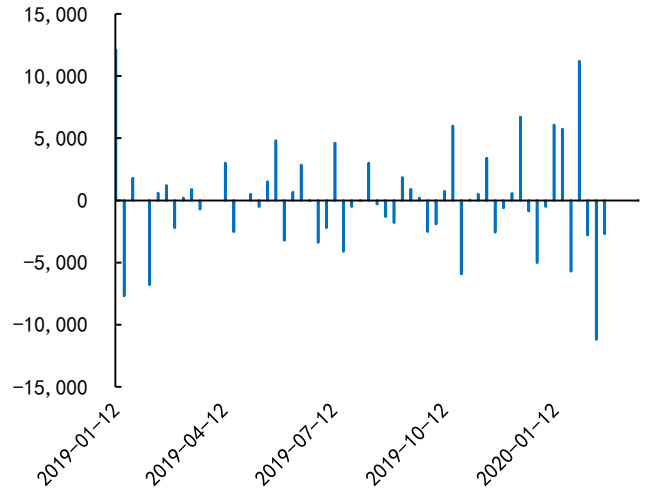
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 银行间拆借利率和公开市场操作



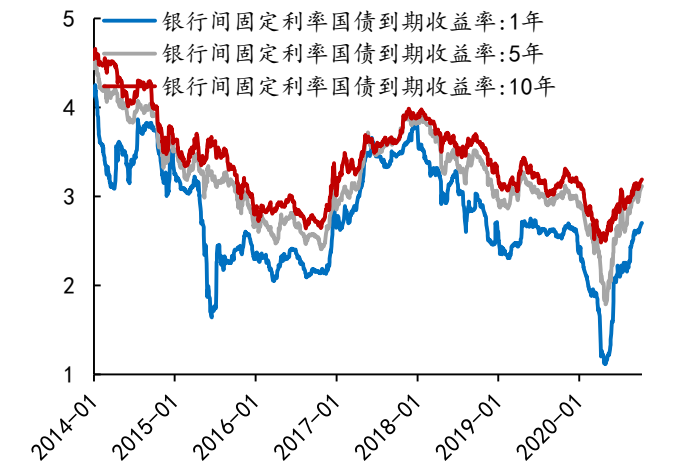
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 央行公开市场和国库定存净投放



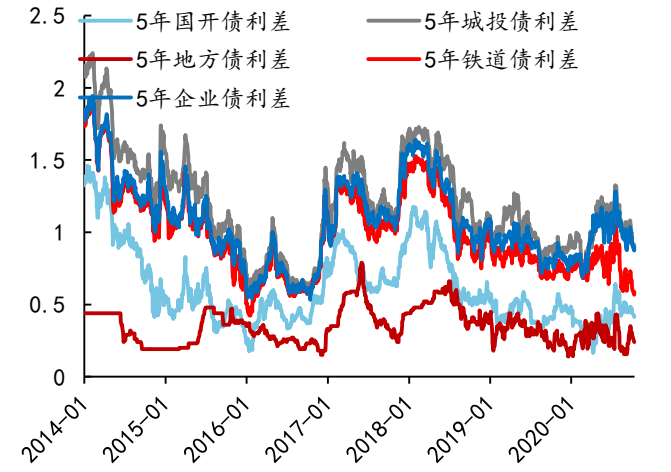
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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/