策略周报 股票投资策略简报

市场在等待中徘徊

基本结论

- **在存量市场之下，诸多不确定性因素仍有待落地，市场仍难有核心主线拉动，抱团风格的切换逐步临近动态平衡点。**正如我们上周策略周报所述，当前 A 股是一个存量市场，最主要的特征就是行业轮动加快，无论是个股还是行业指数，整体之间的相关系数明显下降。此外，存量市场成交额持续维持高位，这反映了市场缺少核心主线，多主线此消彼长，波动明显。实际上，当前市场在等待更多的确定性信号，比如宏观层面美联储缩减 QE 的节奏和规模、我国财政发力的时点和力度，以及微观层面新能源和消费等行业景气变化。具体而言：1）美联储缩减 QE 是否会伴随着美元升值以及美债利率的上行，这对市场大势以及风格有着不同的涵义；2）财政发力方面，除了基建扩张的逻辑之外，专项债发行是否会对无风险利率产生明显的冲击，这对后续 A 股的风格主线同样影响重大；3）行业景气的变化，特别是近期市场抱团切换的食品饮料和新能源板块的相对景气的边际变化，是影响后续抱团风格切换持续性的重要因素。

- **存量市场下，对部分板块的估值泡沫化仍需留一份清醒。**估值的空间一方面取决于市场对板块未来业绩增长的预期，另一方面取决于宏观和微观资金面。1）首先，市场对新能源等行业业绩高增长的持续性相对乐观，因此市场也愿意给予成长性溢价。2）其次，宏观资金面和微观资金面是打开估值空间的必要条件。当前货币政策相对稳定，利率仍处在低位，宏观环境不会成为估值上行的明显拖累。但微观资金面来看，二季度以来公募基金新发行规模明显降温，微观资金对新能源抱团行情难以形成明显的正反馈效应，当前更多是存量基金的转移配置，比如此前重仓消费行业基金配置扩散。

- **市场继续宽幅震荡行情，存在波段和结构性机会。**7 月底召开的中央政治会议对下半年经济的判断显得相对保守，财政发力的存在较大的空间，货币政策仍是呈现看货币和结构上紧信用的特征。在三季度通胀见顶回落前，市场仍面临一些潜在的压力。首先，当前债券市场亢奋的乐观情绪或迎来修正。后续地方专项债供给或持续加快投放，资金面仍面临一些扰动。其次，通胀压力同时将日益突出，通胀升温下全球央行的动向仍有待观察。特别是美联储逐步考虑缩减 QE 规模的背景下，各国央行后续如何应对，新兴市场或面临较大的压力。

- **上证指数在 3300-3400 点附近无须过度悲观。**一方面上市公司业绩仍有支撑。尽管当前全球复苏面临变异病毒扩散等因素的干扰，但后续或有美国基建计划落地和中国财政发力的支撑。今年 A 股企业业绩增速明显回升，我们预计今年非金融上市公司业绩增速或达 30%左右。从历史来看，在高业绩增长的背景下 A 股市场基本不会呈现单边熊市的情形。另一方面，经历了估值切换后，在业绩高增长的驱动下，当前 A 股估值基本处在历史中位数附近，具有一定的安全边际。尽管结构上估值分化仍较为明显，但市场中仍存在具备一定性价比的板块，比如中游制造行业。

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
(8621)61038291
aixiongfeng@gjzq.com.cn

- **行业配置攻守并重。进攻端：中游资本品、基础化工等板块。防守端：低估值建筑、高分红电力等行业。半导体和新能源汽车等行业建议关注后续估值泡沫化的支撑因素，此外，我们认为资源品涨价行情或已处在顶部区域。1）进攻方面：**①中游资本品：设备制造等。受益于资本开支扩张带来行业景气上行；②具备性价比的高景气板块：基础化工（材料等成长类）。行业整体业绩高增长同时具备确定性和持续性。**2）防守方面：**①低估值：建筑等。估值修复叠加订单稳定；②业绩和分红稳定：电力等。

- **风险提示：**经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险

内容目录

一、市场在等待中徘徊：美联储缩减 QE、中国财政力度、行业景气变化 3
二、对部分板块的估值泡沫化仍需留一份清醒 4
三、市场观点：看短做短，把握波段和结构机会 5
四、行业配置：攻守并重，防守反击 5
重要事件前瞻 6

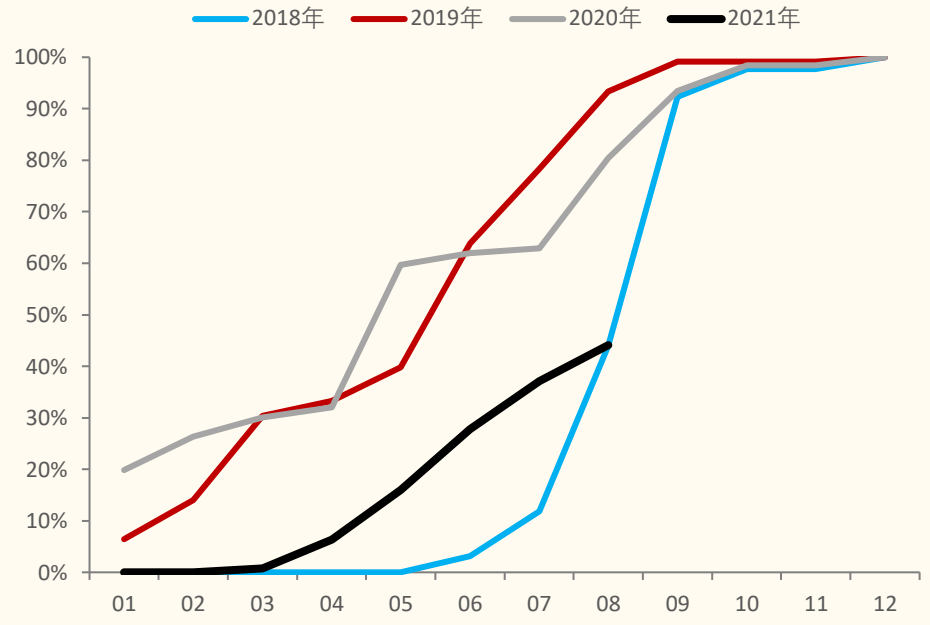
图表目录

图表 1：新增专项债各月发行规模占全年目标比重 3
图表 2：A 股成交额维持高位但行业之间相关性下降 4
图表 3：公募基金发行节奏放缓 5
图表 4：行业预期估值与业绩增速 6
图表 5：重要事件前瞻 7

一、市场在等待中徘徊：美联储缩减 QE、中国财政力度、行业景气变化

- **在存量市场之下，诸多不确定性因素仍有待落地，市场仍难有核心主线拉动，抱团风格的切换逐步临近动态平衡点。**正如我们上周策略周报所述，当前 A 股是一个存量市场，最主要的特征就是行业轮动加快，无论是个股还是行业指数，整体之间的相关系数明显下降。此外，存量市场成交额持续维持高位，这反映了市场缺少核心主线，多主线此消彼长，波动明显。实际上，当前市场在等待更多的确定性信号，比如宏观层面美联储缩减 QE 的节奏和规模、我国财政发力的时点和力度，以及微观层面新能源和消费等行业景气变化。
- 具体而言：1）美联储缩减 QE 对新兴市场的影响程度仍有待确认，特别是缩减 QE 是否会伴随着美元升值以及美债利率的上行，这对市场大势以及风格有着不同的涵义；2）我国财政发力的力度同样存在较大的不确定性，除了基建发力的逻辑之外，地方政府专项债发行是否会对无风险利率产生明显的冲击，这对后续 A 股的风格主线同样影响重大；3）行业景气的变化，特别是近期市场抱团切换的食品饮料和新能源板块的相对景气的边际变化，是影响后续抱团风格切换持续性的重要因素。

图表 1：新增专项债各月发行规模占全年目标比重



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：A 股成交额维持高位但行业之间相关性下降

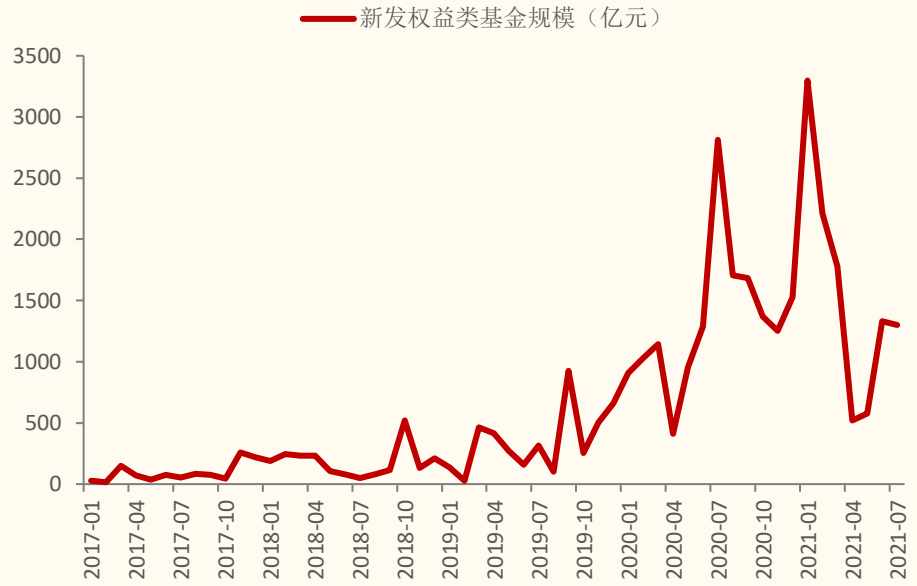


来源： Wind、国金证券研究所

二、对部分板块的估值泡沫化仍需留一份清醒

- 当前新能源为代表热门板块的估值泡沫化能持续多长？这是短期内投资者值得重视问题。估值的空间一方面取决于市场对板块未来业绩增长的预期，另一方面取决于宏观和微观资金面。
- 1）首先，对新能源等板块未来的业绩增长和成长空间来说，特别是在政策导向之下，**市场对其业绩高增长的持续性相对乐观，因此市场也愿意给予成长性溢价。正如过去几年市场看好食品饮料板块的业绩持续性和稳定性，愿意给与确定性溢价。**
- 2）其次，宏观资金面和微观资金面是打开估值空间的必要条件。宏观资金面方面，低利率和宽松资金面的环境是估值泡沫化的基础。微观资金面方面，板块迎来持续资金流入是推高估值的重要条件。站在当前时点，货币政策相对稳定，利率仍处在低位，宏观环境不会成为估值上行的明显拖累。但微观资金面来看，过去两年公募基金的大规模发行，特别是那些重仓消费的头部基金经理新发基金规模明显扩张，这形成了基金发行与重仓股行情的正反馈。而二季度以来，**公募基金新发行规模明显降温，微观资金难以对新能源抱团行情形成明显的正反馈效应。当前更多是存量基金的转移配置，比如此前重仓消费行业的基金经理转向新能源板块。因此当前新能源板块的估值空间短期内并不具备过去两年消费板块的微观资金面的优势。**

图表 3：公募基金发行节奏放缓



来源：Wind、国金证券研究所

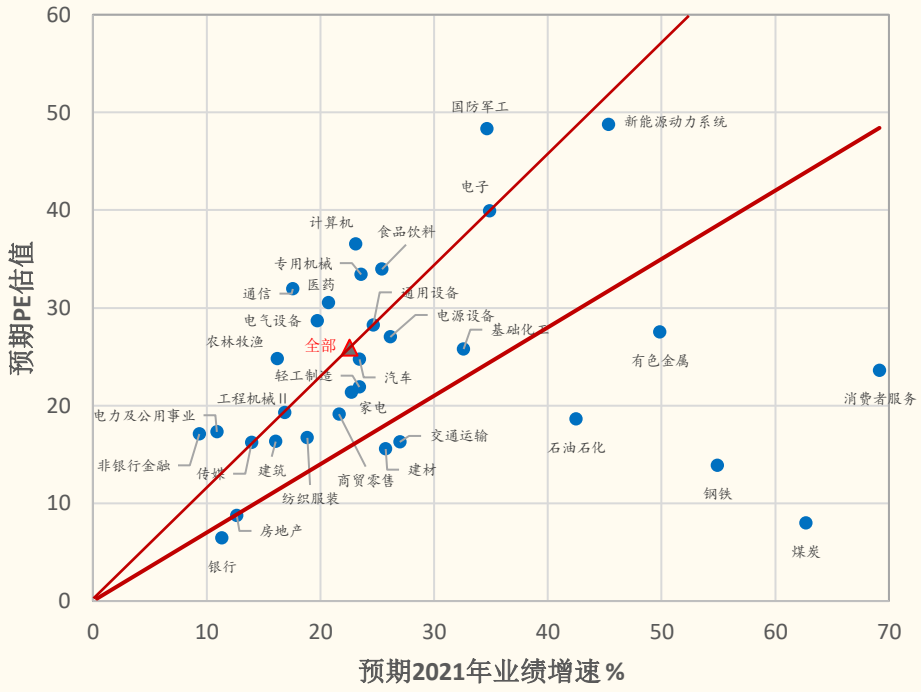
三、市场观点：看短做短，把握波段和结构机会

- **市场继续宽幅震荡行情，存在波段和结构性机会。**7 月底召开的中央政治会议对下半年经济的判断显得相对保守，财政发力的存在较大的空间，货币政策仍是呈现宽货币和结构上紧信用的特征。在三季度通胀见顶回落前，市场仍面临一些潜在的压力。首先，当前债券市场亢奋的乐观情绪或迎来修正。后续地方专项债供给或持续加快投放，资金面仍面临一些扰动。其次，通胀压力同时将日益突出，通胀升温下全球央行的动向仍有待观察。特别是美联储逐步考虑缩减 QE 规模的背景下，各国央行后续如何应对，新兴市场或面临较大的压力。
- **上证指数在 3300-3400 点附近无须过度悲观。**一方面上市公司业绩仍有支撑。尽管当前全球复苏面临变异病毒扩散等因素的干扰，但后续或有美国基建计划落地和中国财政发力的支撑。今年 A 股企业业绩增速明显回升，我们预计今年非金融上市公司业绩增速或达 30%左右。从历史来看，在高业绩增长的背景下 A 股市场基本不会呈现单边熊市的情形。另一方面，经历了估值切换后，在业绩高增长的驱动下，当前 A 股估值基本处在历史中位数附近，具有一定的安全边际。尽管结构上估值分化仍较为明显，但市场中仍存在具备一定性价比的板块，比如中游制造行业。

四、行业配置：攻守并重，防守反击

- **进攻端：中游资本品、基础化工等板块。防守端：低估值建筑、高分红电力等行业。半导体和新能源汽车等行业建议关注后续估值泡沫化的支撑因素，此外，我们认为资源品涨价行情或已处在顶部区域。**

图表 4：行业预期估值与业绩增速



来源：朝阳永续、国金证券研究所

1）进攻方面：

■ **中游资本品：设备制造等**

受益于产业链资本开支扩张。在下游企业纷纷加大资本开支或明显带动中游设备的需求，工控自动化、机器人、机床等中游设备行业景气或持续改善。

■ **具备性价比的高景气板块：基础化等**

基础化工（材料等成长类）等板块高景气持续，行业整体业绩高增长同时具备确定性和持续性，估值也存在较高性价比。

2）防守方面：

■ **低估值：建筑等**

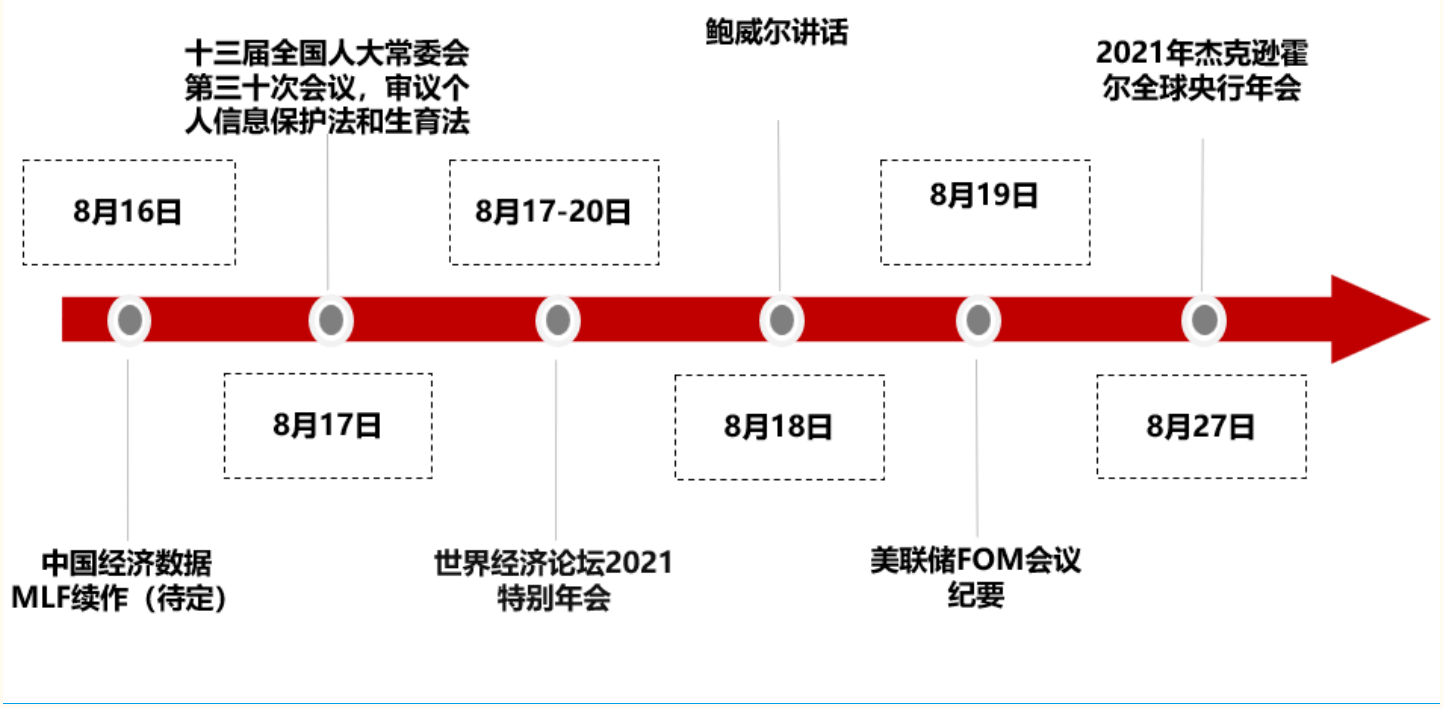
低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏下订单保持稳定。

■ **业绩和分红稳定：电力**

电力等公用事业行业业绩增长稳定，拉闸限电反映了行业供需矛盾突出。此外，较好的现金流支撑稳定的现金分红。

重要事件前瞻

图表 5：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、拜登加税等政策超市场预期

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402