信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

装备精良，但粮草不足

——策略周观点

2021 年 07 月 04 日

樊继拓
执业编号：S1500521060001
联系电话：13585643916
邮　　箱：fanjituo@cindasc.com

证券研究报告

策略研究

策略深度报告

樊继拓 策略分析师
执业编号：S1500521060001
联系电话：+86 13585643916
邮 箱： fanjituo@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

装备精良，但粮草不足

2021 年 07 月 04 日

核心结论：股市长期方向取决于经济基础、产业结构、股市制度，而短期方向主要取决于买卖两方孰强孰弱。市场的短期波动恰似一个战场，每一场战争的胜负取决于交战双方的武器装备(类比上市公司业绩)是否精良，粮草（类比流入或流出股市的资金）是否充足。3 月下旬以来，大部分行业的业绩兑现是超预期的，多头的武器装备整体依然是很强大的，电子、新能源等局部战场取得了很大的胜利。不过，春节以来的居民资金活跃度相比 2020 年差不少，粮草供应能力一般，如果把整体战线（指数）往前推进太多，深入敌方腹地，则对粮草的需求将会成倍增加。我们认为，7 月指数很难突破，如果选择主动回撤，保存好精良的装备，等待更长时间的粮草储备，则今年晚些时候，有可能取得更大级别的战役胜利。

- **多头的力量：精悍，但量不够。**4 月以来，A 股的成交额、融资余额、基金发行量都有所回升，但如果仔细辨别，能够发现，量并不是很大。虽然成交额一直维持在 1 万亿左右，但如果看换手率（成交额/总流通市值），能够发现，相比较 2020 年的历次回升，弱很多。背后很重要的原因是，A 股总的流通市值在不断增加，截止到 2021 年 7 月 2 日，A 股总流通市值 68 万亿，远超 2015 年牛市高点的 57.2 万亿。更大的市值自然需要更多的资金。

- **空头的力量：一旦指数突破，则可能会大量增加。**随着春节后指数的震荡，产业资本减持量有所减少，按照过去几年的经验，一旦指数往上突破，产业资本减持量会快速增加。2019 年 9 月、2019 年 12 月、2020 年 7 月、2020 年 12 月，上证综指均有或大或小的突破，同时伴随着重要股东二级市场净减持的快速增加。

- 最近 1 年，我们观察到另一个边际上负贡献的力量来自保险，虽然保险持有的股票和基金的总规模一直在不断增加，但是占 A 股流通市值的比例不断下降。这背后原因可能是：（1）保险总资产规模增速比股市总流通市值增速慢，导致保险在 A 股话语权下降；（2）由于保险资金对估值容忍度低，市场估值抬升后，保险有降低仓位的主观意愿。

- **短期策略：指数年内会有突破，但可能不在 7 月。**战略上，上市公司 ROE 会持续改善到 2022 年中，这一慢变量是维持市场赚钱效应的主要力量，但是指数层面的突破，可能还要更多时间。春节以来的居民资金活跃度相比 2020 年差不少，粮草供应能力一般，如果把整体战线（指数）往前推进太多，深入敌方腹地，则对粮草的需求将会成倍增加。我们认为，7 月指数很难突破，如果选择主动回撤，保存好精良的装备，等待更长时间的粮草储备，则今年晚些时候，有可能取得更大级别的战役胜利。

- **风险因素：**房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

目 录

一、策略观点：装备精良，但粮草不足 4
二、上周市场变化 8
风险因素 11

表 目 录

表 1：近期利多利空全梳理 6
表 2：板块配置观点 7

图 目 录

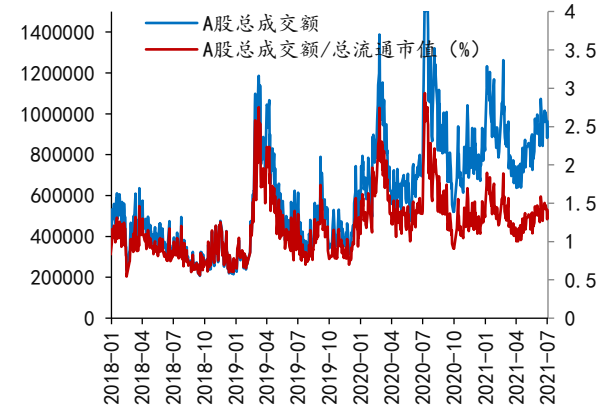
图 1：成交额高，但换手率在下降（单位：亿元，%） 4
图 2：A 股总流通市值已经远超 2015 年高点了（单位：亿元） 4
图 3：融资余额增长没有流通市值增长快（单位：亿元） 4
图 4：融资余额/总流通市值（%） 4
图 5：春节后的偏股基金发行量相比 2020 年有较大的降温（单位：亿份） 5
图 6：历次指数突破的时候，会出现减持增加（单位：亿元） 5
图 7：过去 2 年 A 股融资规模维持高位（单位：亿元） 5
图 8：保险在 A 股话语权略有下降（单位：亿元） 6
图 9：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%） 8
图 10：申万一级行业周涨跌幅（单位：%） 8
图 11：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%） 8
图 12：概念类指数周涨跌幅（单位：%） 8
图 13：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%） 9
图 14：重要商品指数周涨跌幅（单位：%） 9
图 15：2021 年全球大类资产收益率（单位：%） 9
图 16：沪股通累计净买入（单位：亿元） 9
图 17：融资余额（单位：亿元） 9
图 18：新发行基金份额（单位：亿份） 10
图 19：基金仓位估算（单位：%） 10
图 20：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%） 10
图 21：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元） 10
图 22：长期国债利率走势（单位：%） 10
图 23：各类债券与同期限债券利差（单位：%） 10

一、策略观点：装备精良，但粮草不足

股市长期方向取决于经济基础、产业结构、股市制度，而短期方向主要取决于买卖两方孰强孰弱。市场的短期波动恰似一个战场，每一场战争的胜负取决于交战双方的武器装备（类比上市公司业绩）是否精良，粮草（类比流入或流出股市的资金）是否充足。3 月下旬以来，大部分行业的业绩兑现是超预期的，多头的武器装备整体依然是很强大的，电子、新能源等局部战场取得了很大的胜利。不过，春节以来的居民资金活跃度相比 2020 年差不少，粮草供应能力一般，如果把整体战线（指数）往前推进太多，深入敌方腹地，则对粮草的需求将会成倍增加。我们认为，7 月指数很难突破，如果选择主动回撤，保存好精良的装备，等待更长时间的粮草储备，则今年晚些时候，有可能取得更大级别的战役胜利。

（1）多头的力量：精悍，但量不够。4 月以来，A 股的成交额、融资余额、基金发行量都有所回升，但如果仔细辨别，能够发现，量并不是很大。虽然成交额一直维持在 1 万亿左右，但如果看换手率（成交额/总流通市值），能够发现，相比较 2020 年的历次回升，弱很多。背后很重要的原因是，A 股总的流通市值在不断增加，截止到 2021 年 7 月 2 日，A 股总流通市值 68 万亿，远超 2015 年牛市高点的 57.2 万亿。更大的市值自然需要更多的资金。

图 1：成交额高，但换手率在下降（单位：亿元，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：A 股总流通市值已经远超 2015 年高点了（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

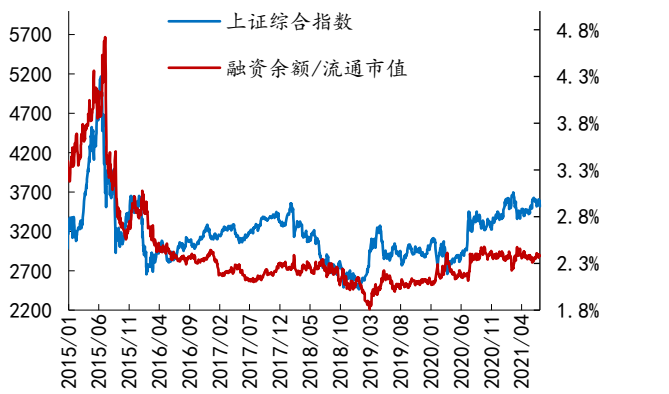
融资余额也是类似的情况，单看绝对值，融资余额已经比春节前高了。这背后更多是由于市场整体规模增加、融资融券标的范围扩大导致的。如果用融资余额/总流通市值来看，2019 年初、2020 年初、2020 年 6 月有过中枢抬升，2020 年 9 月以来，一直维持平稳，说明最近融资余额的回升，主要还是来自股市总流通市值的自然增长。

图 3：融资余额增长没有流通市值增长快（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

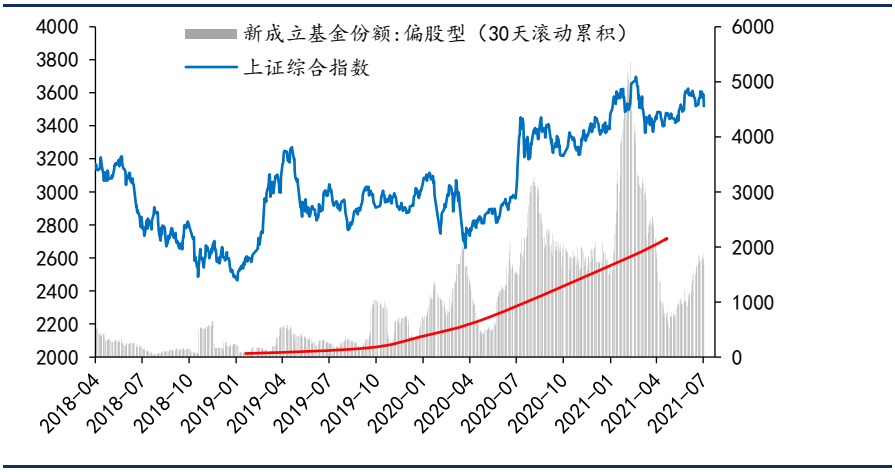
图 4：融资余额/总流通市值（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

最近两年关注度最高的基金发行量，相比 2020 年也有一定的降温，2019-2020 年基金发行量的底部是不断抬升的，但春节后跌破了这一趋势。目前的绝对水平和 2020 年 6 月、Q4 差不多，这个量级维持震荡问题不大，但要想推动指数突破可能还不够。

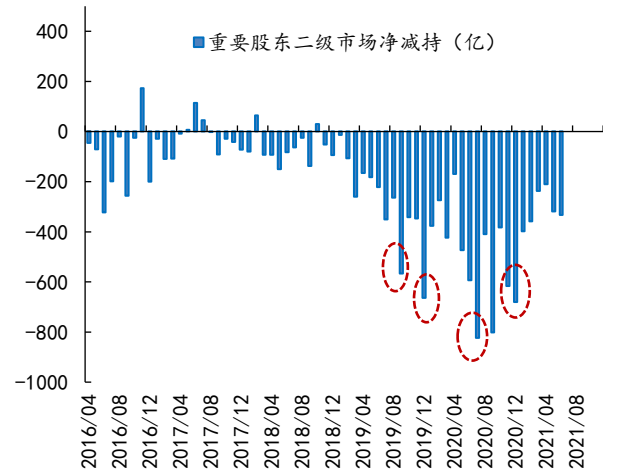
图 5：春节后的偏股基金发行量相比 2020 年有较大的降温（单位：亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

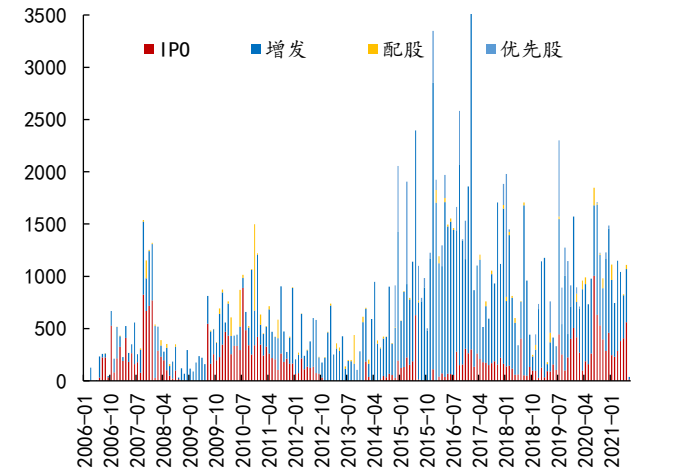
（2）空头的力量：一旦指数突破，则可能会大量增加。随着春节后指数的震荡，产业资本减持量有所减少，按照过去几年的经验，一旦指数往上突破，产业资本减持量会快速增加。2019 年 9 月、2019 年 12 月、2020 年 7 月、2020 年 12 月，上证综指均有或大或小的突破，同时伴随着重要股东二级市场净减持的快速增加。IPO 和增发等融资规模最近两年比较平稳，每个月平均约 1000 亿左右。

图 6：历次指数突破的时候，会出现减持增加（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

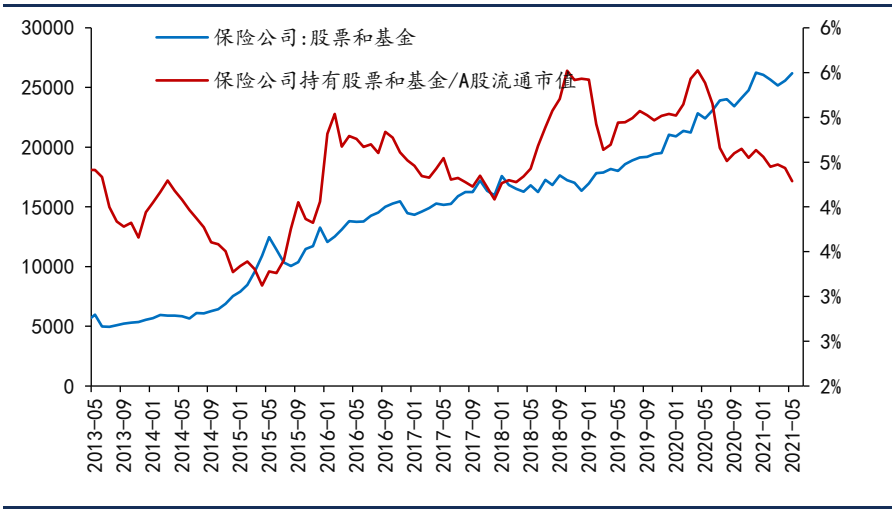
图 7：过去 2 年 A 股融资规模维持高位（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

最近 1 年，我们观察到另一个边际上负贡献的力量来自保险，虽然保险持有的股票和基金的总规模一直在不断增加，但是占 A 股流通市值的比例不断下降。这背后原因可能是：（1）保险总资产规模增速比股市总流通市值增速慢，导致保险在 A 股话语权下降；（2）由于保险资金对估值容忍度低，市场估值抬升后，保险有降低仓位的主观意愿。

图 8：保险在 A 股话语权略有下降（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（3）短期策略：指数年内会有突破，但可能不在 7 月。战略上，上市公司 ROE 会持续改善到 2022 年中，这一慢变量是维持市场赚钱效应的主要力量，但是指数层面的突破，可能还要更多时间。春节以来的居民资金活跃度相比 2020 年差不少，粮草供应能力一般，如果把整体战线（指数）往前推进太多，深入敌方腹地，则对粮草的需求将会成倍增加。我们认为，7 月指数很难突破，如果选择主动回撤，保存好精良的装备，等待更长时间的粮草储备，则今年晚些时候，有可能取得更大级别的战役胜利。

表 1：近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 中美国债利率近期均出现持续下行； (2) 中国累计新冠疫苗接种超过 10 亿剂次。
利空	(1) 6 月 PMI 为 50.9，略低于 5 月的 51.0。PMI 生产指数环比回落 0.8 个点，新出口订单环比回落 0.2 个点； (2) Delta 变异病毒来势汹汹，代表全球疫苗接种最快、比例最高的以色列和英国也出现了明显的疫情反弹； (3) 最近 1 个季度铜和螺纹钢等商品价格偏弱。
未来重点事件	(1) 上市公司中报业绩披露季；

资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：2019-2021 年初，行业配置的重点是龙头、壁垒强、业务长期稳定。今年 3 月以来，股市的选股重点是业绩兑现，周期股和成长股先后均有不错的上涨，特别是其中的二三线标的。我们认为，周期股的业绩兑现还不充分，部分投资者对经济可能会进入下行趋势的判断过度悲观，由悲观预期带来的预期差可能会构成周期股第二次买点。这一买点类似 2010 年中、2017 年 6 月，都是由于投资者提前担心经济下行，但经济迟迟没有下行，是一个可以持有半年的配置方向。

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；	5 月 PPI 同比上涨 9%，涨幅比 4 月扩大 2.2 个百分点，创 2008 年 10 月以来新高；近期美债收益率和美元指数均有所回落；南华工业品指数目前高于 2006 年的历史最高点。**波罗的海干散货指数仍处在 2010 年 6 月 17 日以来的高位。**	**周期股第一波上涨已经完成，目前处在第二个阶段，震荡将会加大，经济分歧将会加大，第二个阶段末期（三季度）将会是下一次加仓周期股的时间点。**
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE 稳定；	5 月社会消费品零售总额同比增长 12.4%；比 2019 年 5 月份增长 9.3%，两年平均增速为 4.5%。其中，除汽车以外的消费品增长 13.2%。从环比看，5 月份社会消费品零售总额增长 0.81%。	基本面一直非常稳定，下一波超额收益的机会需要等待基金发行量的井喷，有可能要等到今年晚些时候。
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。	2021 年 5 月乘用车市场零售达到 162.3 万辆，同比 2020 年 5 月增长 1.0%，而且相较 2019 年 5 月增长 3%，前几个月的低基数影响在本月基本消除。今年 1-5 月的零售累计达到 836.4 万辆，同比增长 38.1%，仍处于乘联会 2011 年以来 1-5 月同期增速的历史高位。新能源车的增长贡献 1-5 月同比增速 10 个百分点。	**由于有周期性和成长性双重叠加，汽车行业的景气度非常高，建议持续关注。**
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； ③半导体库存周期；	5 月国内市场手机出货量 2297 万部，1-5 月，国内市场手机总体出货量累计 1.48 亿部，同比增长 19.3%。； 获利及大尺寸化驱动需求维持强劲，供需持续紧缺。大尺寸液晶面板价格 5 月份维持近 10 美金的较大涨幅。	本身业绩兑现较好，并且由于最近 1 个季度一直存在着对经济回升持续性的担心，所以最近一段时间表现最好。
金融	**①股市进入新的创新周期； ②高股息率；**	5 月新增社会融资规模 1.92 万亿元，比上年同期减少 1.27 万亿元，降幅近 40%。存量社融增速降至 11.0%，增速环比下降 0.7 个百分点。新增人民币贷款 1.5 万亿元，企业部门融资需求仍然强劲。	金融股过去一个季度非常弱，**我们觉得当下可以再次开始关注，未来半年内，可能会有一次明显的超额收益的机会。**

资料来源：万得，信达证券研发中心

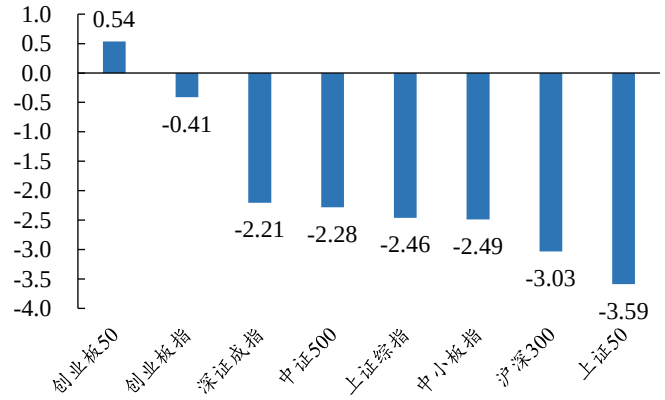
二、上周市场变化

上周 A 股调整较多，其中创业板 50（0.54%）领涨。申万一级行业中，电气设备（2.04%）、纺织服装（1.46%）、商业贸易（0.71%）领涨，国防军工（-7.41%）、采掘（-6.86%）、非银金融（-6.82%）领跌。概念股中，独家药指数（8.29%）、3D 传感指数（6.69%）、盐湖提锂指数（6.03%）领涨，大飞机（-8.80%）领跌。

上周全球股市大多均上涨，标普 500（1.67%）、巴西圣保罗指数（0.29%）、德国 DAX（0.27%）领涨。商品市场中，PVC（3.14%）、LME 铝（2.88%）领涨。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，LME 铜（20.77%）、南华工业品指数（17.06%）、标普 500（15.87%）排名较高，而 BAT（-37.68%）排名较低。

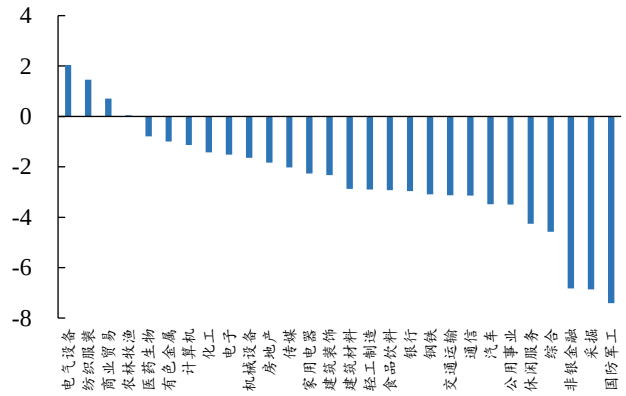
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 157.97 亿元（前值净流入 209.77 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 250 亿元，货币回笼量 900 亿元。截止 2021 年 7 月 2 日，银行间拆借利率有所上升，十年期国债收益率较上周有所下降。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金略有加仓。

图 9：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）



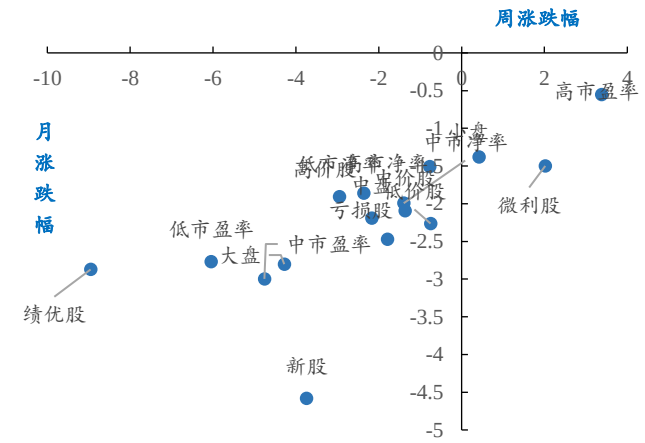
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



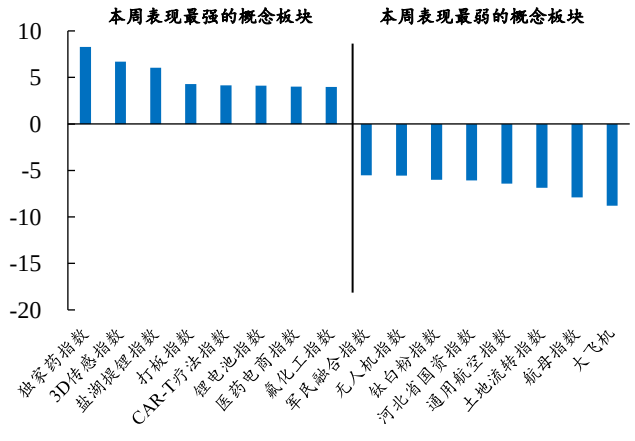
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）



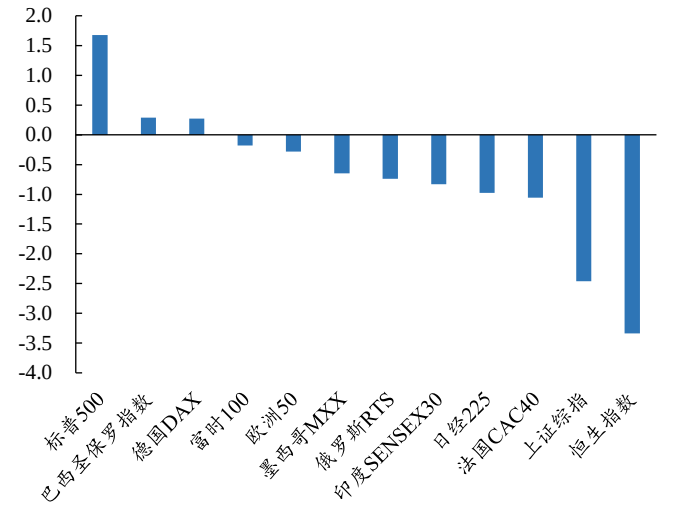
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



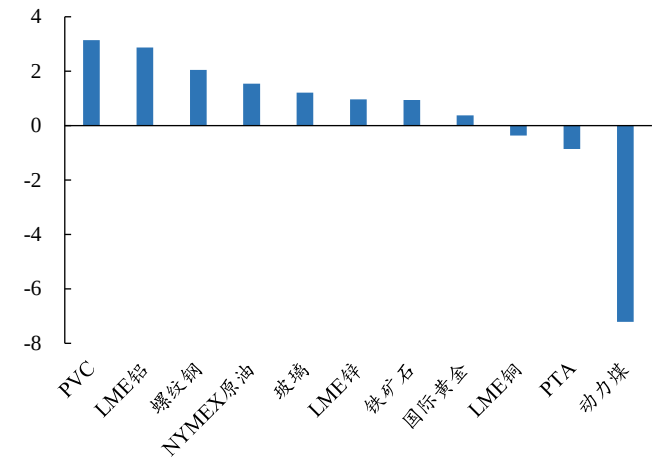
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）



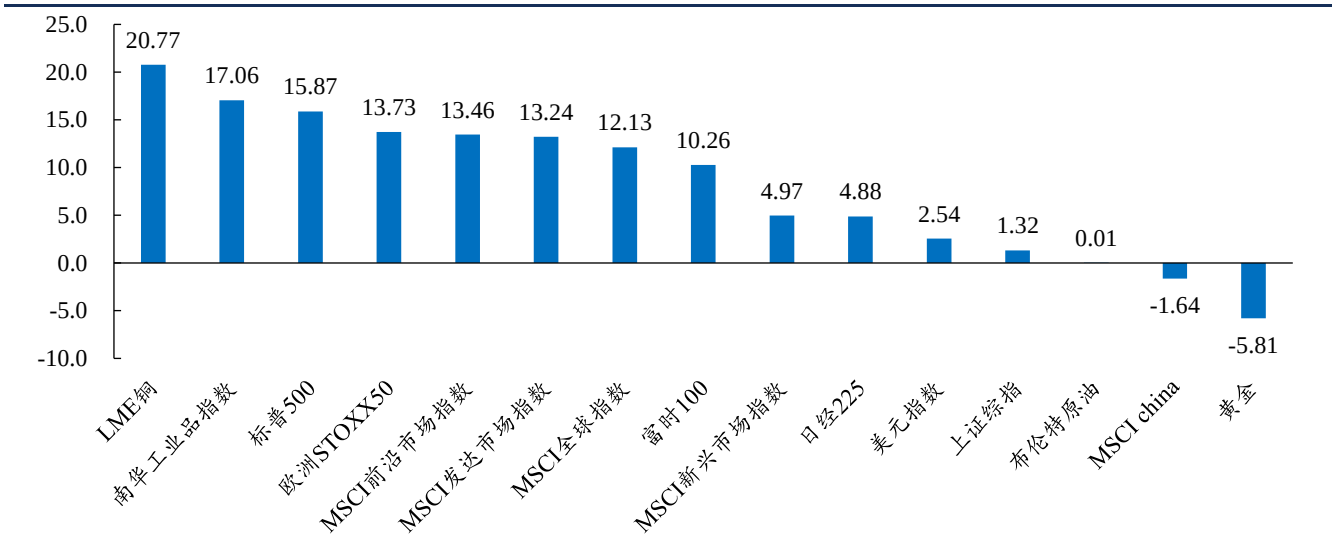
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）



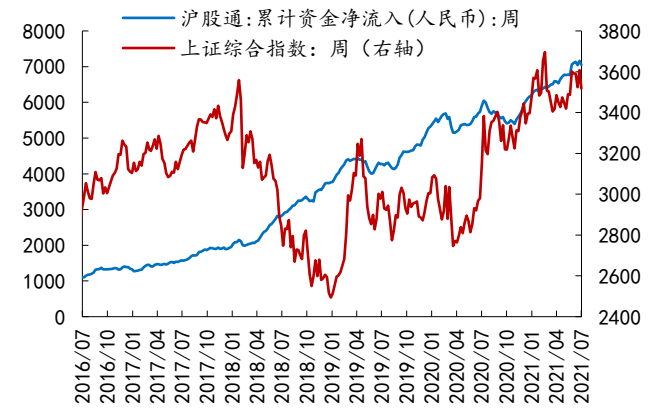
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：2021 年全球大类资产收益率（单位：%）



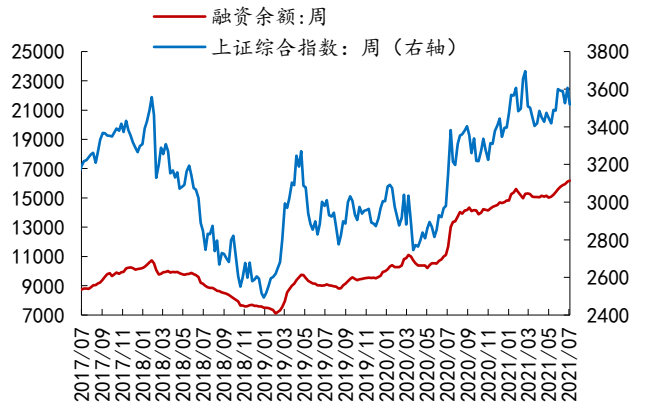
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：沪股通累计净买入（单位：亿元）



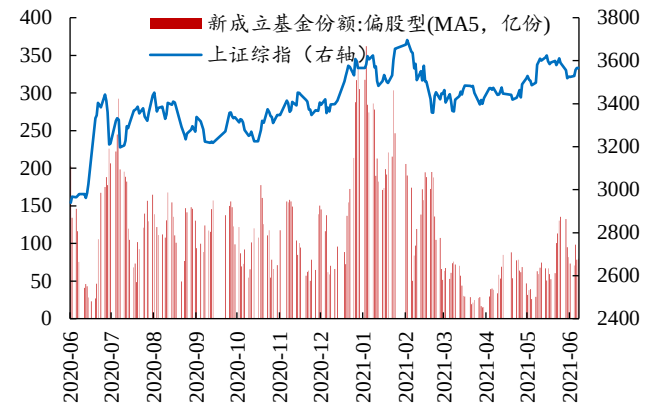
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：融资余额（单位：亿元）



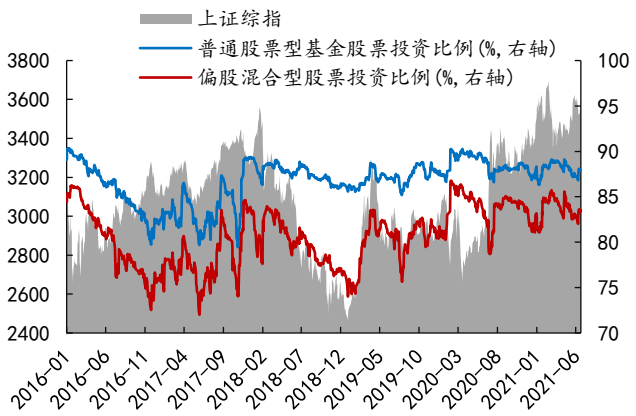
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：新发行基金份额（单位：亿份）



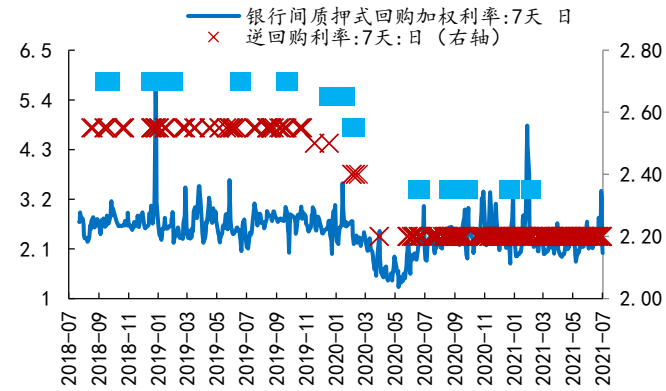
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：基金仓位估算（单位：%）



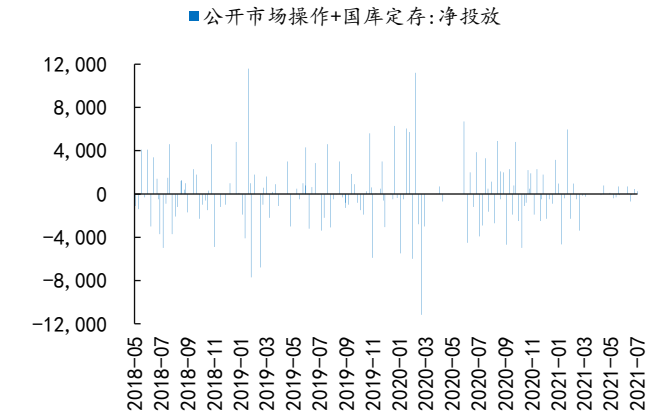
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）



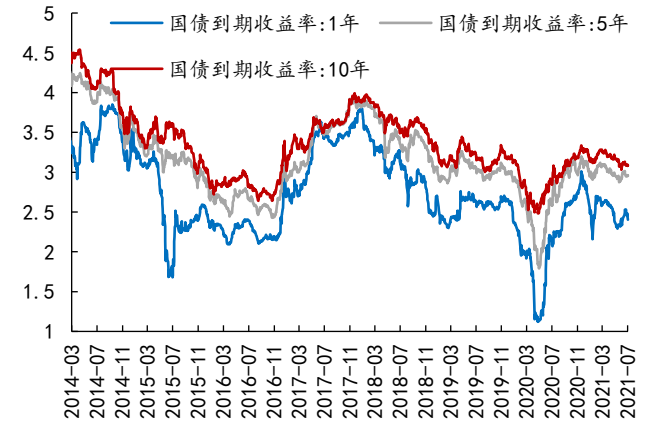
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）



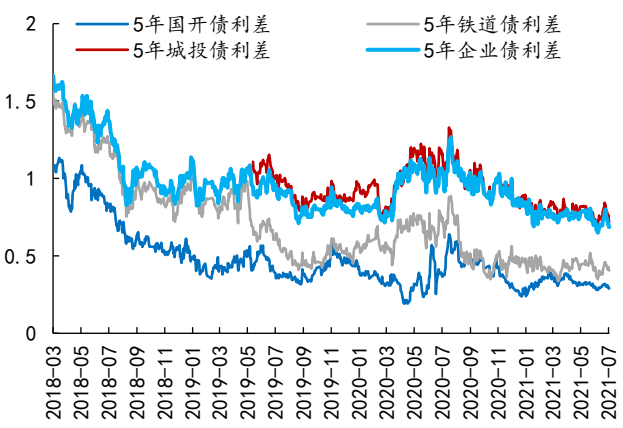
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：长期国债利率走势（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：各类债券与同期限债券利差（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8 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。 2018-2021 年代表观点：2018 年 6 月《全面对比 2011 年熊市》，2019 年 3 月《3 月震荡，4 月决断》，2019 年 8 月《战略性看多 A 股》，2020 年 6 月《增量资金已是趋势》。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20％以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。