新时代证券 New Times Securities

10 月迎接牛市思维

——策略周报

投资周报

- **7 月中旬以来的调整中，各类利空（IPO 放量、查配资、房地产调控）不断冲击市场，但是相比 2019 年 4-5 月，2020 年 3 月的两次调整，杀伤力小很多，这反应了股市长期趋势的扭转，股市长期趋势已经由震荡市转为牛市。而牛市中，调整一旦结束，再次开启上涨后，幅度往往比较可观，10 月份可能会迎来牛市的上涨，一旦确立，投资者对震荡市的心理惯性也将会真正改变，牛市也会像震荡市一样，形成新的惯性和信仰。**

  （1）震荡市的魔咒。2020 年以来虽然牛市的声音有所增加，但是主流投资者的心态依然是震荡市的心态，这种心态是促成 7 月中旬以来市场调整的原因之一。自上一轮牛市结束（2015 年中）以来，每一次市场加速，会同时带来牛市的感觉，但很快后续都会有较大的调整。2015 年 Q4，市场涨了一个季度，做得好的投资者净值甚至超过了 2015 年中牛市高点，但是随后 2016 年初，指数熔断。2018 年 1 月，银行地产连续逼空，之后，市场连跌 10 日，把过去 1 年多的涨幅全部跌回去了，而且开启了年度级别的熊市。
- 最近两年也是类似的情形，2019 年 2 月，券商和成长暴涨，政策和风险偏好驱动的牛市再次成为关键词，随后 2019 年 4-7 月，中美贸易担心再起。2020 年 2 月，半导体等科技股对疫情的利空毫不担心，加速暴涨，随后的 3 月，也是快速调整。以上的 4 次案例形成了目前投资者心理的惯性，是震荡市的魔咒，在震荡市中，加速上涨就是行情的终结，之后的调整往往会比较剧烈。
- 背后很重要的原因之一是，在熊市和震荡市中，市场主要由存量机构资金主导，而存量资金的仓位波动是有范围的，一旦仓位达到较高位置，自然会出现买入减少。所以每一次基金持仓的高点，都是市场的反向指标，这一情况不止出现在 2015 年 Q4-2019 年，还出现在 2010-2013 年。但如果是牛市，这一规律是会失效的。我们认为 7 月中旬以来，市场调整的幅度和速度远小于 2015 年 Q4-2019 年历次市场暴涨后的调整，这已经是非常明显的牛市的声音了。
- **（2）我们坚信牛市已经到来。**近期和投资者交流的过程中发现，投资者已经对中美关系、疫情等研究得非常充分了，一般情况下很难出现预料之外的利空，即使有也影响也会比较短暂。对市场谨慎的投资者，内心深处最大的担心是很多板块已经涨了很多，估值不便宜了，这是目前空头最大的担心。但我们认为如果能适当改变震荡市的思维，转为牛市的思维，那么就会发现部分板块虽然贵，但整体是不贵的，所以估值现在还不足以改变市场往上的趋势。
- 每一轮牛市都会有很多不同，2006-2007 年盈利大幅飙升，但利率其实很紧，2014-2015 年利率很宽松，但宏观经济不断下行。而这两类牛市中最大的共性是场外资金的快速进场，这个共性我们最近半年已经非常强烈得感受到了，这是我们坚信牛市的很重要原因之一。
- **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：10 月迎接牛市思维.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 1: 震荡市或熊市中加速上涨后会有较大调整.....3
图 2: 震荡市或熊市中加速上涨后会有较大调整.....3
图 3: 震荡市中，存量机构一致预期的高点就是行情的拐点.....4
图 4: 牛市的共性之一是场外资金入场.....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：10 月迎接牛市思维

7 月中旬以来的调整中，各类利空（IPO 放量、查配资、房地产调控）不断冲击市场，但是相比 2019 年 4-5 月，2020 年 3 月的两次调整，杀伤力小很多，这反应了股市长期趋势的扭转，股市长期趋势已经由震荡市转为牛市。而牛市中，调整一旦结束，再次开启上涨后，幅度往往比较可观，10 月份可能会迎来牛市的上涨，一旦确立，投资者对震荡市的心理惯性也将会真正改变，牛市也会像震荡市一样，形成新的惯性和信仰。

（1）震荡市的魔咒。2020 年以来虽然牛市的声音有所增加，但是主流投资者的心态依然是震荡市的心态，这种心态是促成 7 月中旬以来市场调整的原因之一。自上一轮牛市结束（2015 年中）以来，每一次市场加速，会同时带来牛市的感觉，但很快后续都会有较大的调整。2015 年 Q4，市场涨了一个季度，做得好的投资者净值甚至超过了 2015 年中牛市高点，但是随后 2016 年初，指数熔断。2018 年 1 月，银行地产连续逼空，之后，市场连跌 10 日，把过去 1 年多的涨幅全部跌回去了，而且开启了年度级别的熊市。

图1： 震荡市或熊市中加速上涨后会有较大调整



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 震荡市或熊市中加速上涨后会有较大调整

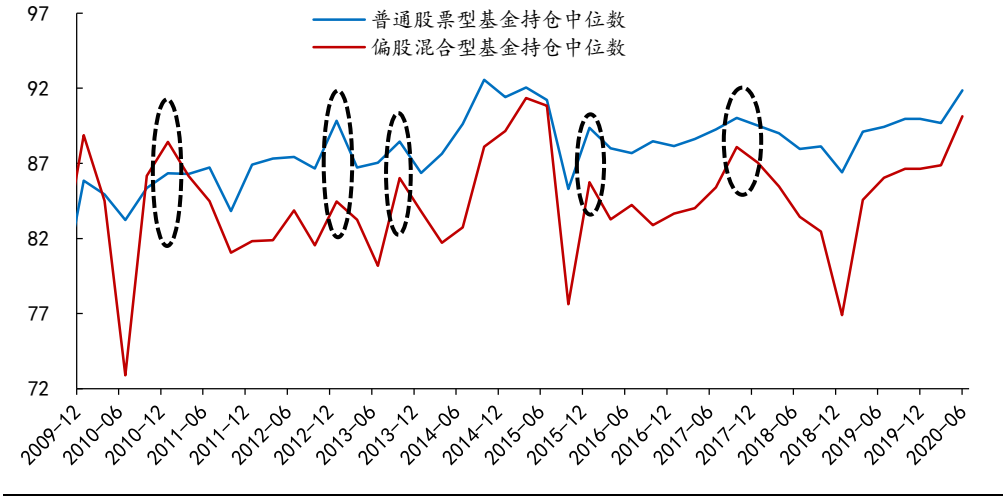


资料来源：Wind，新时代证券研究所

最近两年也是类似的情形，2019 年 2 月，券商和成长暴涨，政策和风险偏好驱动的牛市再次成为关键词，随后 2019 年 4-7 月，中美贸易担心再起。2020 年 2 月，半导体等科技股对疫情的利空毫不担心，加速暴涨，随后的 3 月，也是快速调整。以上的 4 次案例形成了目前投资者心理的惯性，是震荡市的魔咒，在震荡市中，加速上涨就是行情的终结，之后的调整往往会比较剧烈。

背后很重要的原因之一是，在熊市和震荡市中，市场主要由存量机构资金主导，而存量资金的仓位波动是有范围的，一旦仓位达到较高位置，自然会出现买入减少。所以每一次基金持仓的高点，都是市场的反向指标，这一情况不止出现在 2015 年 Q4-2019 年，还出现在 2010-2013 年。但如果是牛市，这一规律是会失效的。我们认为 7 月中旬以来，市场调整的幅度和速度远小于 2015 年 Q4-2019 年历次市场暴涨后的调整，这已经是非常明显的牛市的声音了。

图3： 震荡市中，存量机构一致预期的高点就是行情的拐点

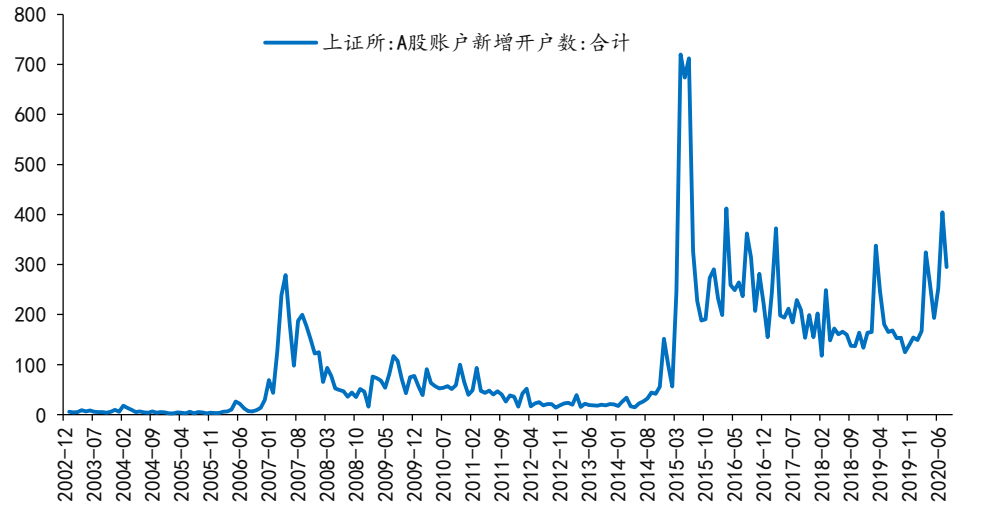


资料来源：Wind，新时代证券研究所

（2）我们坚信牛市已经到来。近期和投资者交流的过程中发现，投资者已经对中美关系、疫情等研究得非常充分了，一般情况下很难出现预料之外的利空，即使有也影响也会比较短暂。对市场谨慎的投资者，内心深处最大的担心是很多板块已经涨了很多，估值不便宜了，这是目前空头最大的担心。但我们认为如果能适当改变震荡市的思维，转为牛市的思维，那么就会发现部分板块虽然贵，但整体是不贵的，所以估值现在还不足以改变市场往上的趋势。

每一轮牛市都会有很多不同，2006-2007 年盈利大幅飙升，但利率其实很紧，2014-2015 年利率很宽松，但宏观经济不断下行。而这两类牛市中最大的共性是场外资金的快速进场，这个共性我们最近半年已经非常强烈得感受到了，这是我们坚信牛市的很重要原因之一。

图4： 牛市的共性之一是场外资金入场



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（3）短期策略：空头表演已结束，10 月牛市信仰将会回归。国务院近日印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，对股市各类制度的建设提出了很好的规划，这必将进一步强化各类投资者对股市的信心，将会加速场外各类配置型资金的

入场。7 月中旬以来的调整中，各类利空（IPO 放量、查配资、房地产调控）不断冲击市场，但是相比 2019 年 4-5 月，2020 年 3 月的两次调整，杀伤力小很多，这反应了股市长期趋势的扭转，股市长期趋势已经由震荡市转为牛市。而牛市中，调整一旦结束，再次开启上涨后，幅度往往比较可观，10 月份可能会迎来牛市的上涨，一旦确立，将会出现很多牛市的逻辑，投资者对震荡市的心理惯性也将会改变，牛市也会像震荡市一样，形成新的惯性和信仰。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 双节假期外围市场表现强势； (2) 国庆后第一个交易日，北向资金净流入超百亿； (3) 中国 9 月财新服务业 PMI 为 54.8，连续五个月处于扩张区间，预期 54.3，前值 54。
利空	(1) 中芯国际在港交所公告，其部分供应商收到美国出口管制规定的进一步限制，公司正在评估该出口限制对公司生产经营活动的影响； (2) 德国总理默克尔警告欧洲企业在华投资面临的障碍仍很多，若中方在某些领域不给予市场准入，那自然意味着中国进入欧洲市场也会受到更多限制； (3) 欧洲部分地区新增确诊病例大幅上升。
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：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、航空。

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。

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
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。	8 月乘用车市场零售达到 170.3 万辆，同比增长 8.9%，实现了自 2018 年 5 月以来的最强的正增长。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；	科技近期有不少催化：1.华为被全面封锁；2.欧菲光事件；3.白宫拟将中芯国际纳入黑名单。目前来看华为没有办法绕开美国的管制，芯片问题短期无解，靠国内自主可控解决最少要 2-3 年，国内芯片暂时顶不上，存量高端芯片用完后面临的就是退出高端手机的市场，由此带来的就是产业链的大幅砍单。	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；	8 月金融数据超预期，社融信贷增速均继续上涨，社融存量增速创疫情以来的新高，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。银行地产 Q4 也会有一次不错的估值抬升。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

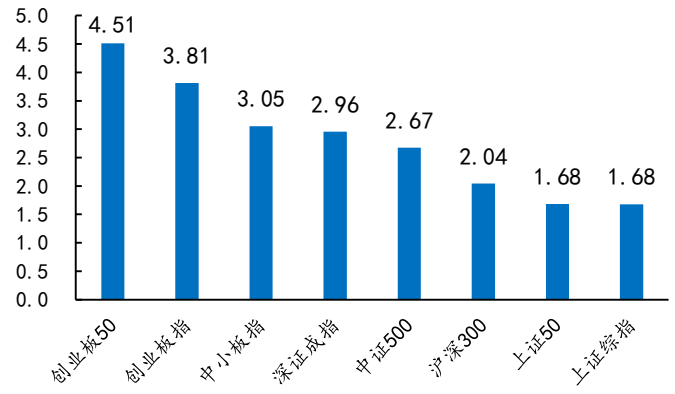
2、 上周市场变化

上周 A 股全线上涨，其中创业板 50（4.51%）、创业板指（3.81%）和中小板指（3.05%）领涨。申万一级行业中，仅休闲服务（-5.99%）下跌，电气设备（6.15%）、综合（4.31%）和电子（4.20%）领涨。概念股中，太阳能发电指数（8.19%）、新能源指数（7.56%）和领涨龙头指数（7.06%）领涨，在线旅游指数（-1.17%）和啤酒指数（-0.59%）领跌。

上周全球股市走势分化，仅墨西哥 MXX（1.57%）上涨，墨西哥 MXX（5.01%）、印度 SENSEX30（4.68%）和标普 500（3.84%）领涨。商品市场中，NYMEX 原油（9.37%）、铁矿石（4.80%）和 LME 铝（4.47%）领涨，动力煤（-0.49%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（78.43%）、黄金（27.17%）和 MSCI CHINA（18.52%）排名较高，而富时 100（-20.23%）、欧洲 STOXX50（-13.21%）和 MSCI 前沿市场指数（-9.28%）排名较低。

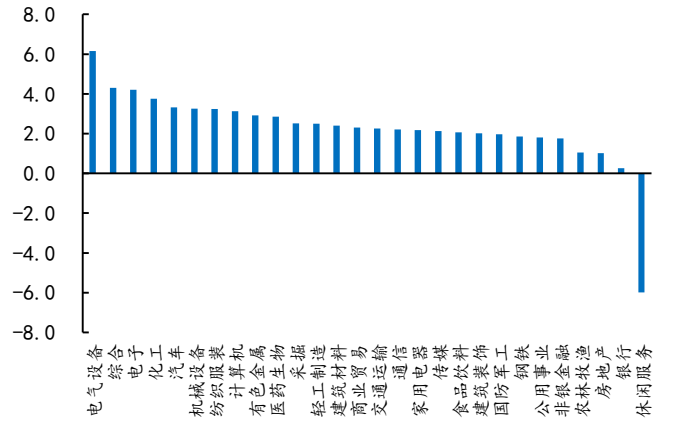
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 112.67 亿元（前值净流出 40.77 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 1900 亿元，到期量 9800 亿元。截止 2020 年 10 月 11 日，银行间拆借利率小幅下降，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均小幅减仓。

图5： A 股主要指数周涨跌幅



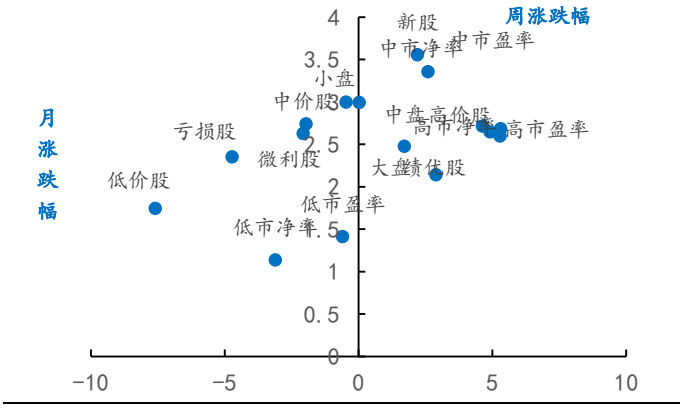
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万一级行业周涨跌幅



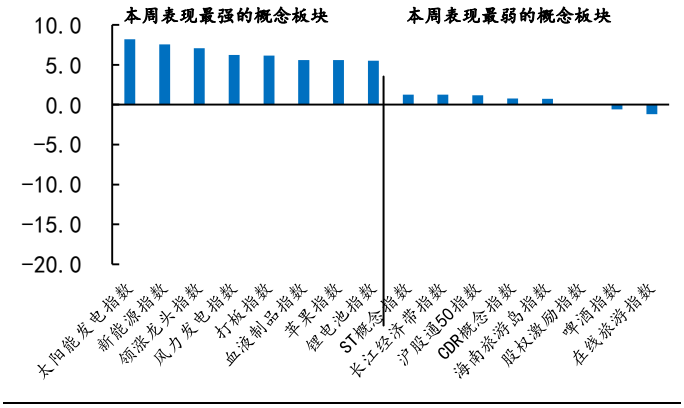
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万风格指数周/月涨跌幅



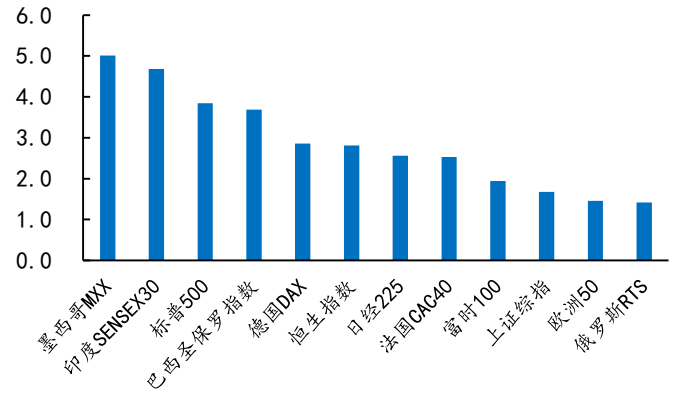
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 概念类指数周涨跌幅



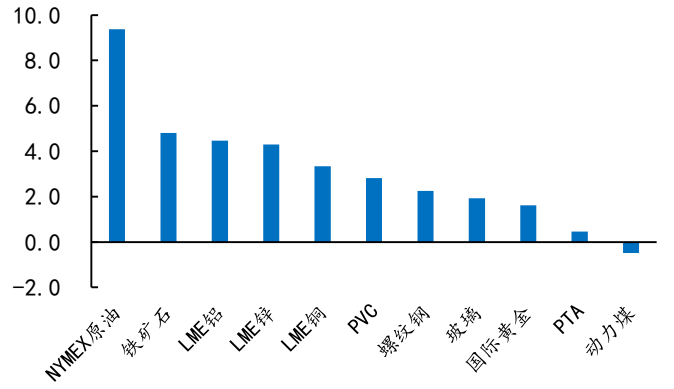
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 全球市场重要指数周涨跌幅



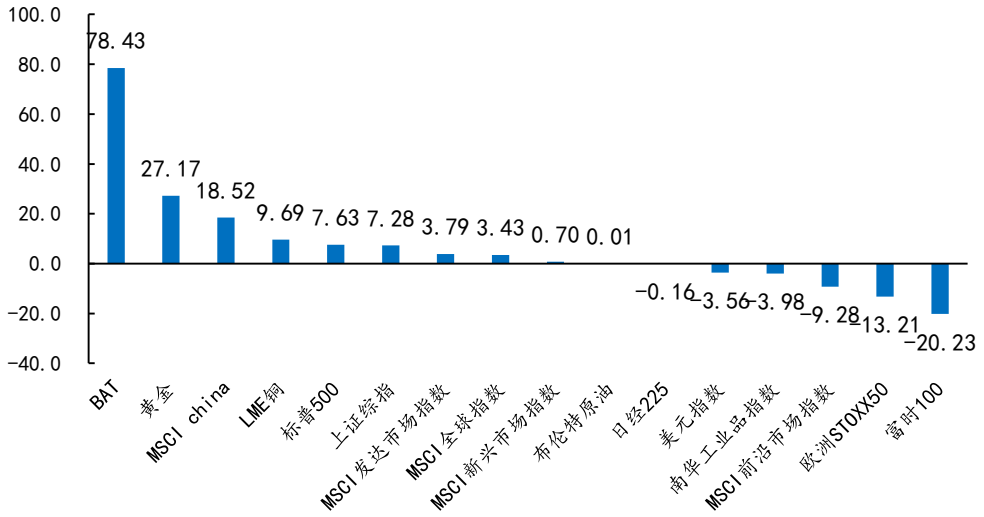
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 重要商品指数周涨跌幅



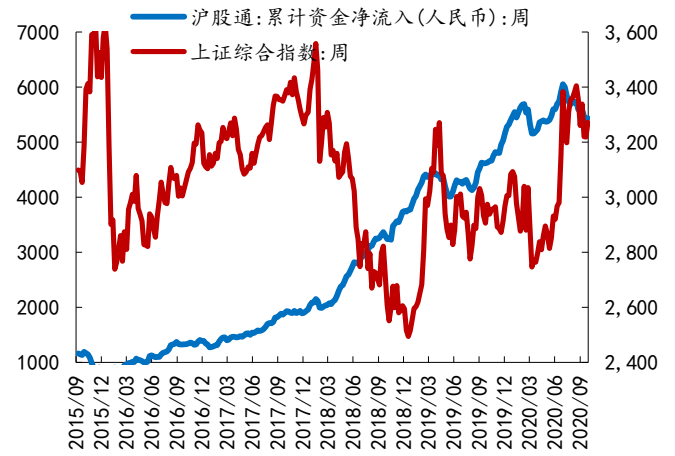
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2020 年全球大类资产收益率



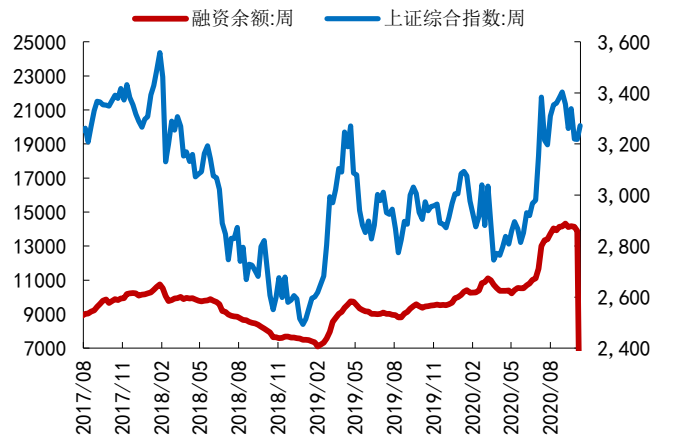
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 沪股通累计净买入



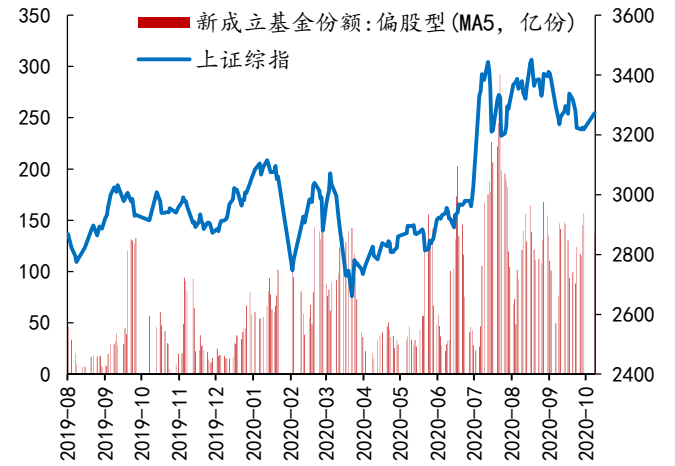
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 融资余额



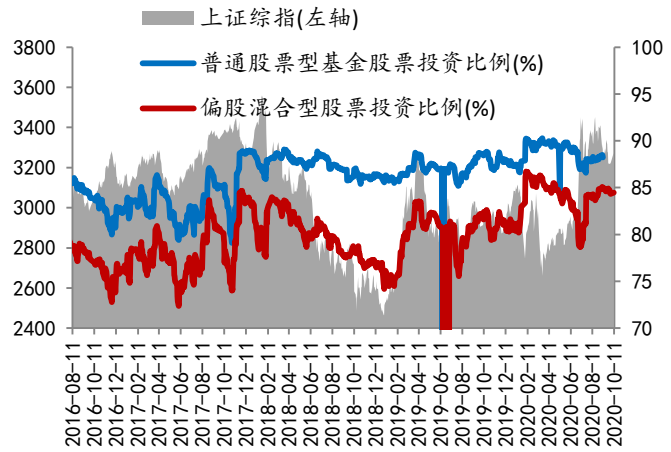
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 新发行基金份额



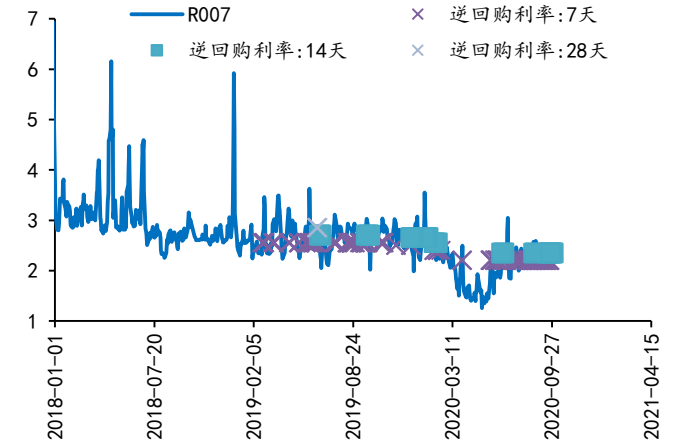
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 基金仓位估算



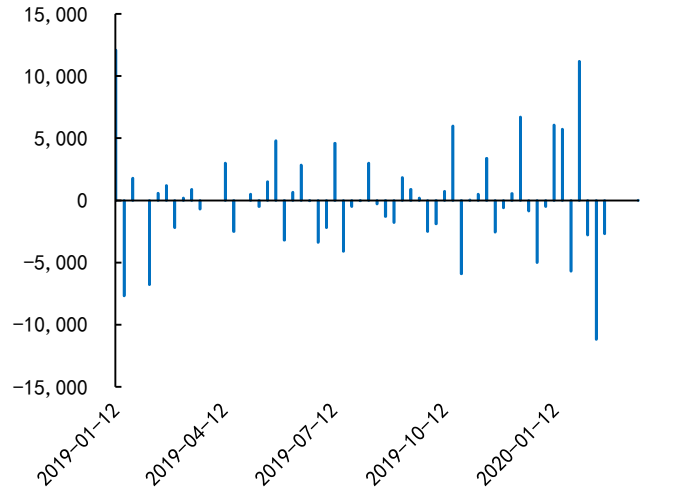
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 银行间拆借利率和公开市场操作



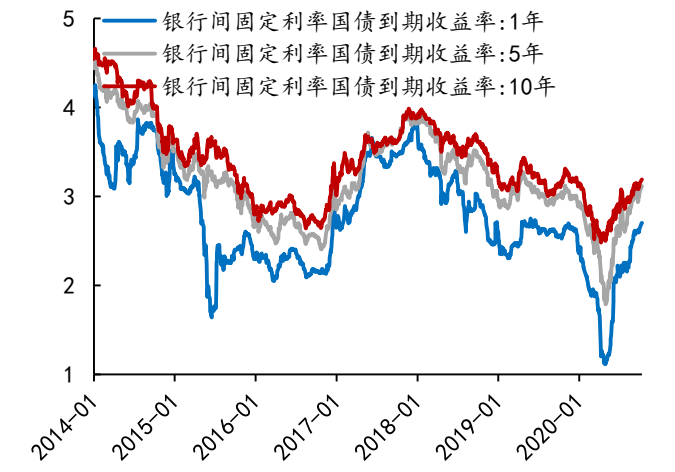
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 央行公开市场和国库定存净投放



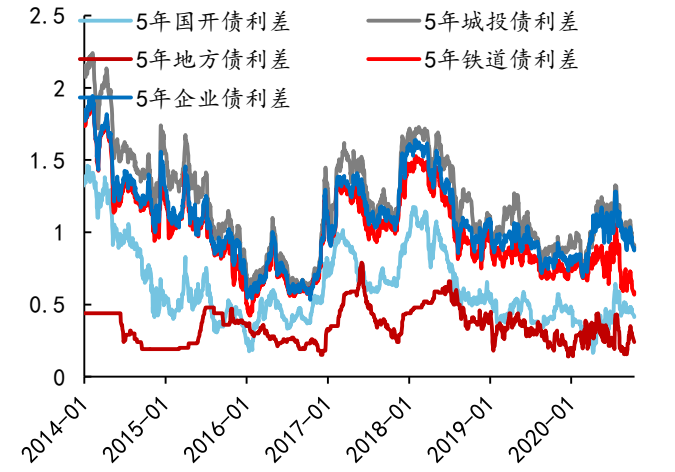
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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/