新时代证券 New Times Securities

2006-2007 年牛市中的三次震荡

——策略周报

投资周报

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

《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

- **市场的震荡让部分投资者有所担心，担心 2020 年最肥美的一段行情可能已经结束，我们认为，这种心理主要是由于投资者对 2015 年 Q3-2020 年 Q1 的震荡市印象过于深刻，已经忘记了牛市的样子。本文复盘 2006-2007 年牛市中的三次震荡，发现，货币政策收紧、IPO 增加、股市监管增强这些利空在 2006-2007 年的牛市中不断出现，但只带来了震荡，并没有改变牛市的方向。站在当下，我们认为过去一段时间的震荡，也没有改变股市政策、盈利趋势、居民资金趋势三个中的任何一个，所以依然是牛市中的震荡。9 月随时可能结束震荡，开启新的上涨。**

- **（1）2006-2007 年牛市的核心是股权分置改革、盈利大幅改善、居民资金入市。**
- **（2）第一次震荡：2006 年 6-8 月。**2005 年 12 月-2006 年 5 月，上证综指持续涨了半年，期间基本面层面最大的变化是经济拐点确立，经济进入上行周期，虽然上市公司盈利直到 2006 年中报才确立拐头，但各类宏观指标在 2005 年 Q3 已经全面拐头，并持续改善到了 2006 年上半年。由于经济调控，经济的回升在 2006 年 Q2 被打断，但是事后来看，调控只带来了的经济一个季度的下行，后续经济继续高速增长，期间上市公司 ROE 逐季改善，毫无调整。

  （3）第二次震荡：2007 年 1-2 月。2006 年 8 月-2007 年 1 月，上证综指又一次持续涨了半年，之前的经济调控并没有压制住经济，经济继续加速增长，上市公司利润大幅增长，信贷火爆。由此带来的新问题是通胀，2007 年 1 月，股市开始担心通胀，加息预期回升。但是加息也没改变经济上行的趋势，对经济的影响小于 2006 年 6 月的经济调控。
- **（4）第三次震荡：2007 年 5-7 月。**2007 年 3-5 月，上证综指持续涨了一个季度，垃圾股暴涨，经济和上市公司盈利均维持不断超预期的趋势。5-7 月市场迎来调整，第一个重要利空是 5 月 30 日财政部决定上调印花税，指数剧烈连续调整了一周。之后随着三大报口气缓和、证监会批准了 4 只新基金等事件，股市反弹到前期高点。但 6 月下旬-7 月又出现了新的调整，主要利空是加息预期。7 月中加息落地，股市开始新的上涨。
- **（4）总结&当下我们的判断：**牛市中的调整，随时可能会结束。货币政策收紧、IPO 增加、股市监管增强这些利空在 2006-2007 年的牛市中不断出现，但是并没有改变牛市的方向，主要是因为股权分置改革、经济和盈利不断改善、居民资金入市三大逻辑没有改变。站在当下，我们认为经济会逐步改善、新证券法和注册制改革持续优化股市基础制度、居民增配股市，这三大趋势也已经形成，虽然力度上比 2006-2007 年更弱，但是方向是持续改善的。对股市来说，7 月中旬以来的震荡已经到了尾声，9 月随时可以结束震荡，进入新一轮中枢抬升的上涨。

- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

目 录

1、 策略观点：2006-2007 年牛市中的三次震荡 3
2、 上周市场变化 9

图表目录

图 1: 2006-2007 年牛市中的三次震荡 3
图 2: 2006 年 6-8 月的上证综指 4
图 3: 2006 年 6-8 月经济增速和 ROE 4
图 4: 货币政策收紧 4
图 5: IPO 量大幅增加 4
图 6: 2007 年 1-2 月的上证综指 5
图 7: 2007 年 1-2 月经济增速和 ROE 5
图 8: 货币政策收紧 5
图 9: IPO 量大幅增加 5
图 10: 2007 年 5-7 月的上证综指 6
图 11: 2007 年 5-7 月的货币政策 6
图 12: A 股主要指数周涨跌幅 9
图 13: 申万一级行业周涨跌幅 9
图 14: 申万风格指数周/月涨跌幅 10
图 15: 概念类指数周涨跌幅 10
图 16: 全球市场重要指数周涨跌幅 10
图 17: 重要商品指数周涨跌幅 10
图 18: 2020 年全球大类资产收益率 10
图 19: 沪股通累计净买入 11
图 20: 融资余额 11
图 21: 新发行基金份额 11
图 22: 基金仓位估算 11
图 23: 银行间拆借利率和公开市场操作 11
图 24: 央行公开市场和国库定存净投放 11
图 25: 长期国债利率 12
图 26: 各类债券与同期限国债利差 12

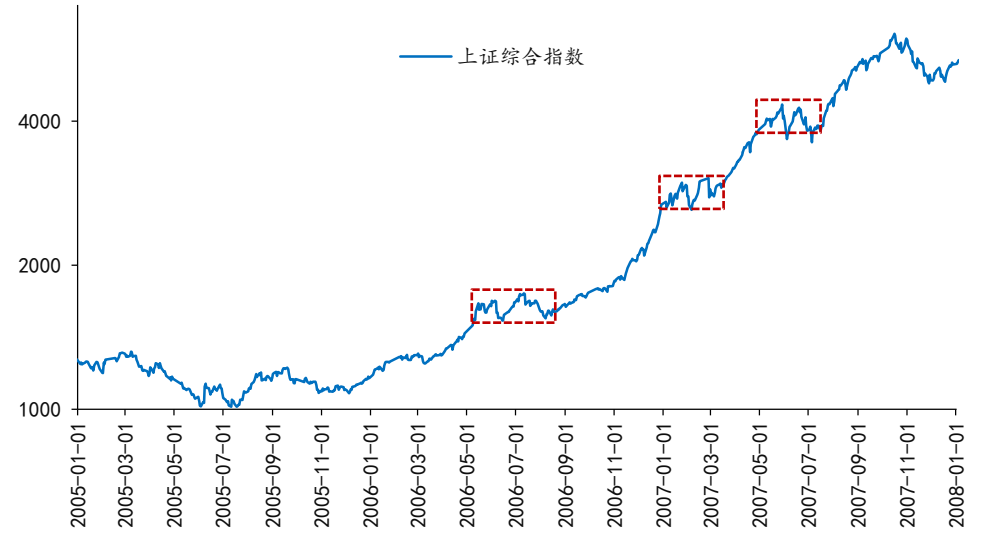
表 1: 近期利多利空全梳理 6
表 2: 板块配置观点 7

1、 策略观点：2006-2007 年牛市中的三次震荡

市场的震荡让部分投资者有所担心，担心 2020 年最肥美的一段行情可能已经结束，我们认为，这种心理主要是由于投资者对 2015 年 Q3-2020 年 Q1 的震荡市印象过于深刻，已经忘记了牛市的样子。本文复盘 2006-2007 年牛市中的三次震荡，发现，货币政策收紧、IPO 增加、股市监管增强这些利空在 2006-2007 年的牛市中不断出现，但只带来了震荡，并没有改变牛市的方向。站在当下，我们认为过去一段时间的震荡，也没有改变股市政策、盈利趋势、居民资金趋势三个中的任何一个，所以依然是牛市中的震荡。9 月随时可能结束震荡，开启新的上涨。

（1）2006-2007 年牛市的核心是股权分置改革、盈利大幅改善、居民资金入市。事后来看，2006-2007 年牛市的内在逻辑是非常完美的。第一大逻辑是股权分置改革，非流通股股东逐步可以流通，流通股股东得到了很大的补偿，上市公司层面获得了资本市场融资渠道，可以快速扩张产能，可谓一举三得。第二大逻辑是中国重工业化加速，经济增速和盈利中枢大幅抬升。第三大逻辑是居民资金大规模入市。在 2006-2007 年牛市的过程中，陆续出现过很多负面的担心，比如国家层面防止经济过热的政策、货币政策全面收紧（提准加息）、IPO 放量、530 印花税等，但是都没改变牛市的趋势，直到由于次贷危机导致经济和上市公司盈利出现了趋势性的问题，牛市才终结。

图1： 2006-2007 年牛市中的三次震荡

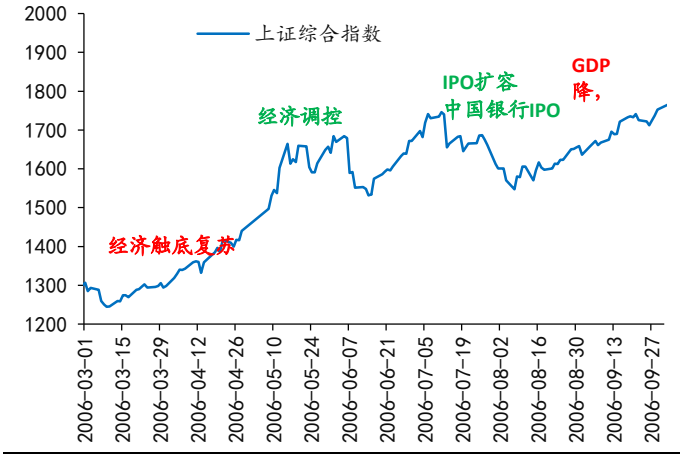


资料来源：Wind，新时代证券研究所

7 月中旬以来，A 股出现了持续的震荡，我们认为这是牛市中的震荡，可以在一定程度上类比 2006-2007 年牛市中三次比较重要的大震荡：

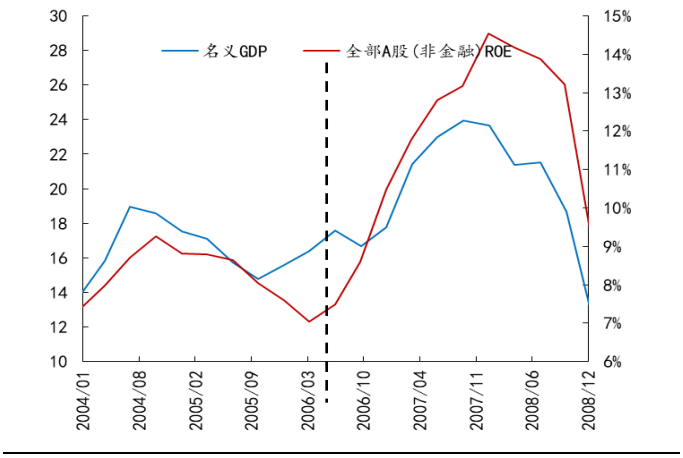
（2）第一次震荡：2006 年 6-8 月。2005 年 12 月-2006 年 5 月，上证综指持续涨了半年，期间基本面层面最大的变化是经济拐点确立，经济进入上行周期，虽然上市公司盈利直到 2006 年中报才确立拐头，但各类宏观指标在 2005 年 Q3 已经全面拐头，并持续改善到了 2006 年上半年。由于经济调控，经济的回升在 2006 年 Q2 被打断，但是事后来看，调控只带来了的经济一个季度的下行，后续经济继续高速增长，期间上市公司 ROE 逐季改善，毫无调整。

图2： 2006 年 6-8 月的上证综指



资料来源：Wind，新时代证券研究所

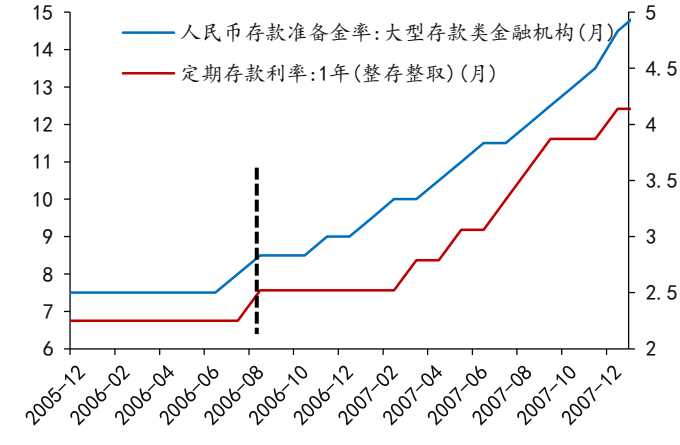
图3： 2006 年 6-8 月经济增速和 ROE



资料来源：Wind，新时代证券研究所

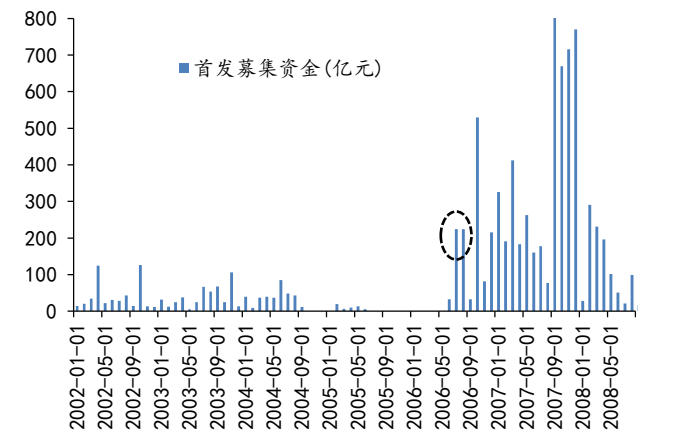
2006 年 6-8 月是震荡期，投资者最关心的两大利空是经济调控和 IPO 放量。主要利空事件有：三部委发布通知要求控制固定资产投资和信贷快速增长、美联储加息、5 月中国央行窗口指导贷款利率、6 月提高存款准备金率、中国银行巨量 IPO。

图4： 货币政策收紧



资料来源：Wind，新时代证券研究所

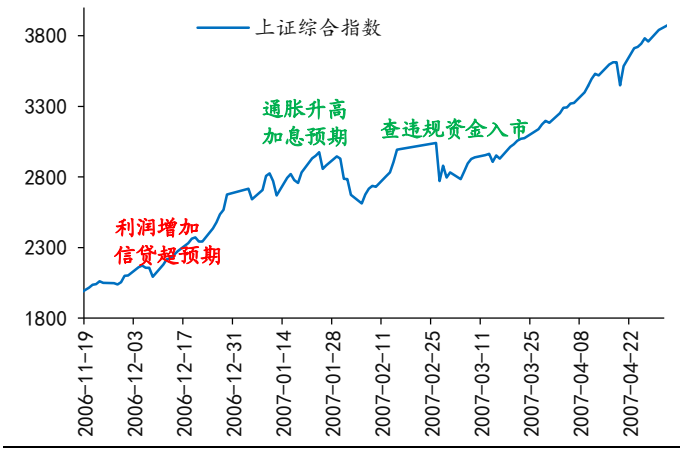
图5： IPO 量大幅增加



资料来源：Wind，新时代证券研究所

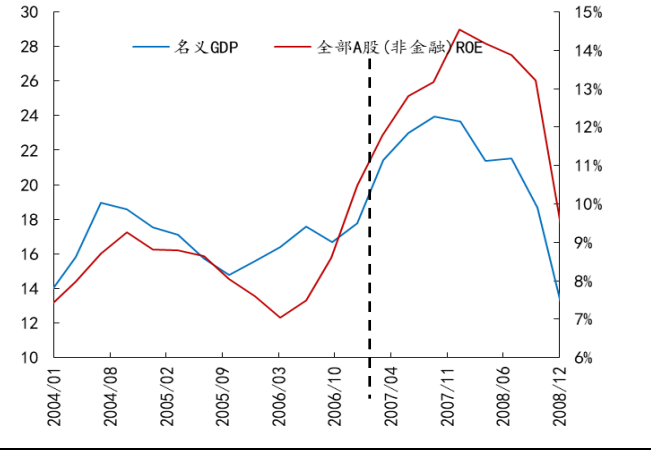
（3）第二次震荡：2007 年 1-2 月。2006 年 8 月-2007 年 1 月，上证综指又一次持续涨了半年，之前的经济调控并没有压制住经济，经济继续加速增长，上市公司利润大幅增长，信贷火爆。由此带来的新问题是通胀，2007 年 1 月，股市开始担心通胀，加息预期回升。但是加息也没改变经济上行的趋势，对经济的影响小于 2006 年 6 月的经济调控。

图6： 2007 年 1-2 月的上证综指



资料来源：Wind，新时代证券研究所

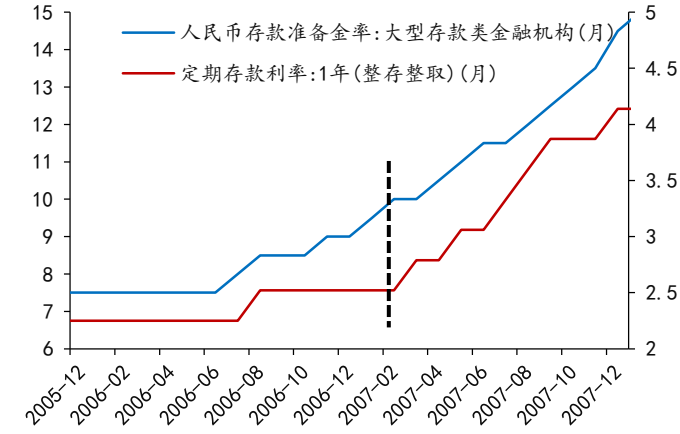
图7： 2007 年 1-2 月经济增速和 ROE



资料来源：Wind，新时代证券研究所

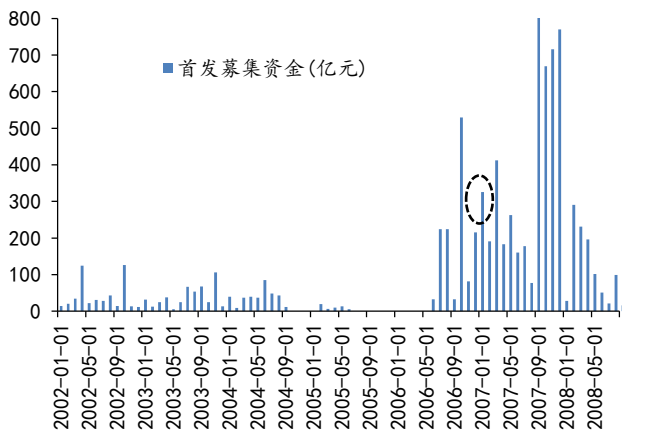
2007 年 1-2 月是股市震荡期，期间投资者最关心的利空是通胀上升太快，带来加息压力。主要利空事件有：上调存款准备金率、加息、通胀高企、4-5 月非流通股解禁高峰、房地产增值税、银监会查违规信贷资金入市等。

图8： 货币政策收紧



资料来源：Wind，新时代证券研究所

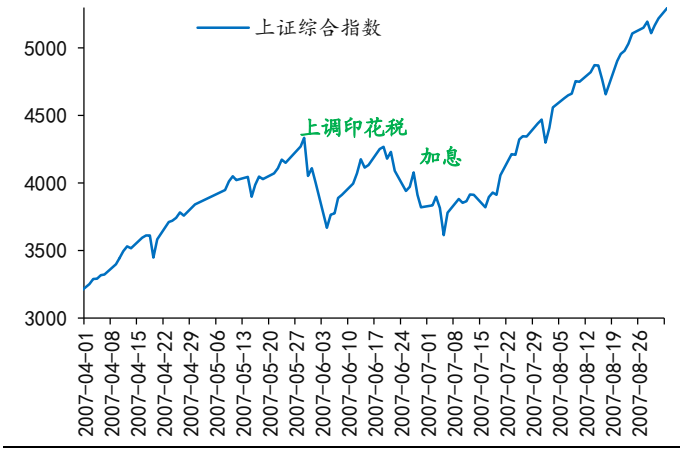
图9： IPO 量大幅增加



资料来源：Wind，新时代证券研究所

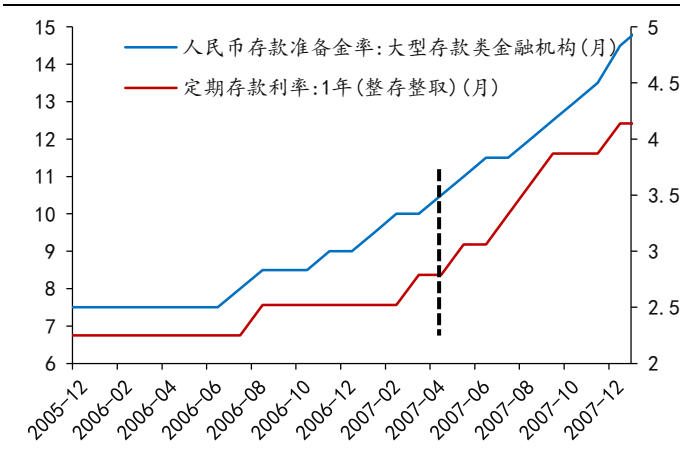
（4）第三次震荡：2007 年 5-7 月。2007 年 3-5 月，上证综指持续涨了一个季度，垃圾股暴涨，经济和上市公司盈利均维持不断超预期的趋势。5-7 月市场迎来调整，第一个重要利空是 5 月 30 日财政部决定上调印花税，指数剧烈连续调整了一周。之后随着三大报口气缓和、证监会批准了 4 只新基金等事件，股市反弹到前期高点。但 6 月下旬-7 月又出现了新的调整，主要利空是加息预期。7 月中加息落地，股市开始新的上涨。

图10： 2007 年 5-7 月的上证综指



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2007 年 5-7 月的货币政策



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）总结&当下我们的判断：牛市中的调整，随时可能会结束。货币政策收紧、IPO 增加、股市监管增强这些利空在 2006-2007 年的牛市中不断出现，但是并没有改变牛市的方向，主要是因为股权分置改革、经济和盈利不断改善、居民资金入市三大逻辑没有改变。站在当下，我们认为经济会逐步改善、新证券法和注册制改革持续优化股市基础制度、居民增配股市，这三大趋势也已经形成，虽然力度上比 2006-2007 年更弱，但是方向是持续改善的。对股市来说，7 月中旬以来的震荡已经到了尾声，9 月随时可以结束震荡，进入新一轮中枢抬升的上涨。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 9 月 11 日，首批科创板 50ETF 获批； (2) 国药中国生物研制的两款新冠灭活疫苗紧急使用，数十万新冠灭活疫苗接种者目前无不良反应，零感染； (3) 8 月乘用车市场零售达到 170.3 万辆，同比增长 8.9%。
利空	(1) 欧洲部分地区疫情反弹； (2) 8 月国内手机市场总体出货量 2690.7 万部，同比下降 12.9%。
未来重点事件	**(1) 9 月 15 日：美国对华为芯片供应的禁令生效；** **(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：技术性调整过后，市场可能会开启新的上涨主线，板块和逻辑将会和过去两年有很大的不同。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。

建议开始布局金融周期。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。重点关注有色、化工、银行、券商、汽车、家电。

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；	房地产销售和投资继续快速复苏；基建投资恢复趋缓，主要受洪涝灾害的扰动。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，9-10 月可能会大幅领涨市场。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE 稳定；	社零数据回升缓慢，仍处于负增长区间。白酒 6 月产量降至负增长区间。	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。	汽车类零售额单月同比增速由 6 月的-8.20%升至 12.30%，大幅上升 20.50 个百分点。其中新能源车销量同比增速由-38.90%升至 30.40%，大幅上升 69.30 个百分点，依然显示出较高的景气度；家电销售恢复速度缓慢。	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。
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；4.中国发展第三代半导体。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。欧菲光事件同理也会导致市场对于苹果产业链政治风险的担忧。	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。

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
金融	①股市进入新的创新周期； ②高股息率；	7 月社融信贷数据不及预期 ,货币政策将维持适度宽松的态势。	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 9-10 月可能会开始大幅领涨。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

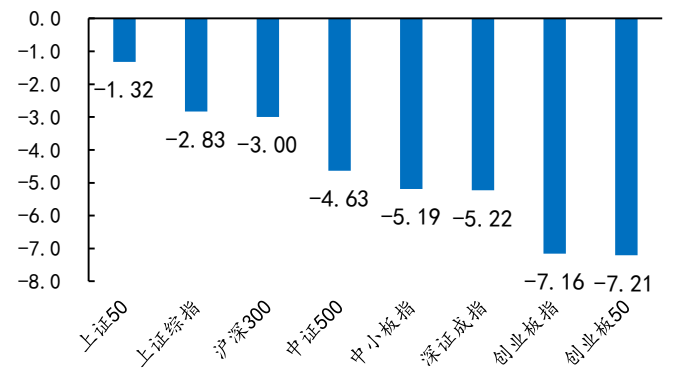
2、 上周市场变化

上周 A 股全线大跌，其中创业板 50（-7.21%）、创业板指（-7.16%）和深证成指（-5.22%）领跌。申万一级行业中，农林牧渔（-10.08%）、非银金融（-8.19%）和国防军工（-7.38%）领跌。概念股中，风力发电指数（1.89%）、打板指数（1.69%）和参股药明康德指数（1.10%）领涨，领涨龙头指数（-12.59%）、猪指数（-10.39%）和 3D 传感指数（-10.17%）领跌。

上周全球股市走势分化，富时 100（4.02%）、德国 DAX（2.80%）和欧洲 50（1.98%）上涨，巴西圣保罗指数（-2.84%）、上证综指（-2.83%）和标普 500（-2.51%）领跌。商品市场中，动力煤（1.70%）、国际黄金（0.34%）和 LME 铜（0.07%）领涨，NYMEX 原油（-5.98%）、PTA（-3.16%）和螺纹钢（-2.47%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（113.07%）、黄金（27.83%）和 MSCI CHINA（13.58%）排名较高，而富时 100（-20.02%）、MSCI 前沿市场指数（-12.53%）和欧洲 STOXX50（-12.25%）排名较低。

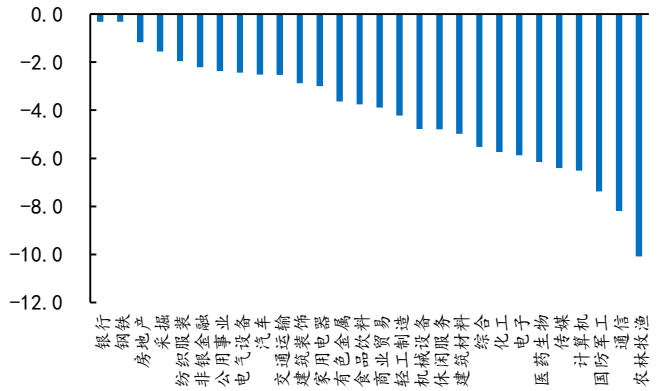
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 5.83 亿元（前值净流出 222.62 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 6200 亿元，到期量 3900 亿元。截止 2020 年 9 月 4 日，银行间拆借利率大幅下降，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均小幅减仓。

图 12： A 股主要指数周涨跌幅



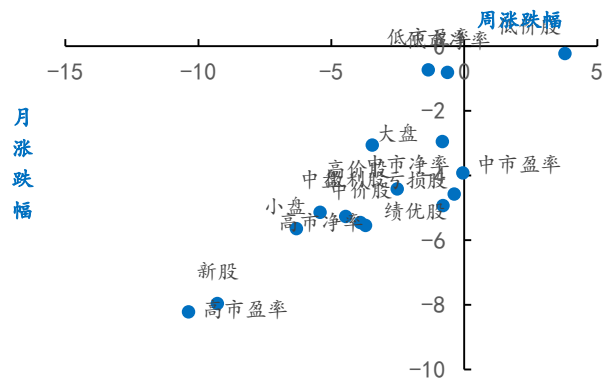
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图 13： 申万一级行业周涨跌幅



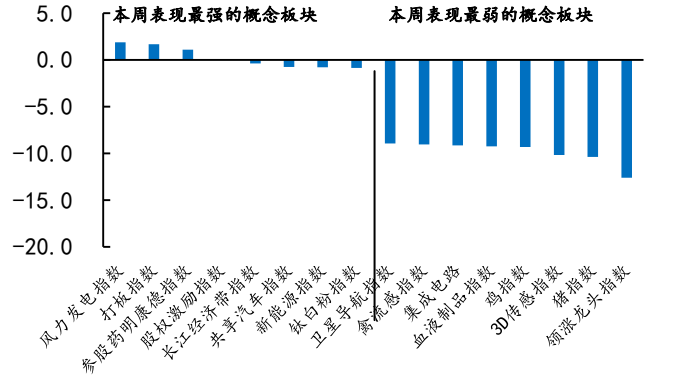
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 申万风格指数周/月涨跌幅



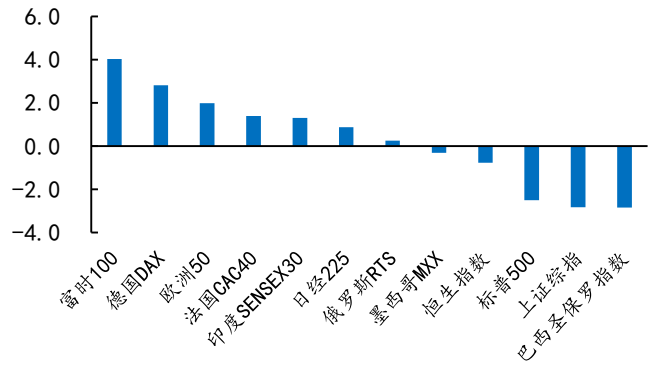
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 概念类指数周涨跌幅



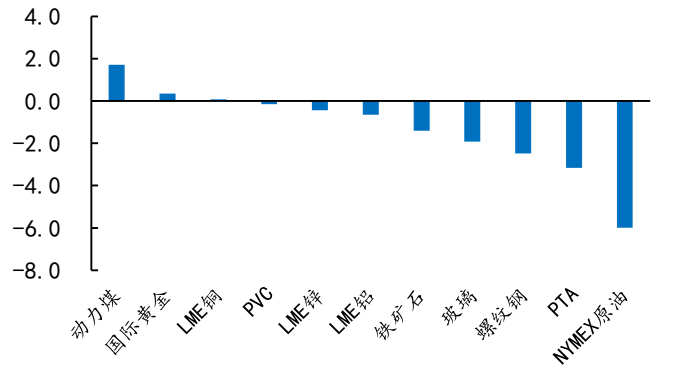
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 全球市场重要指数周涨跌幅



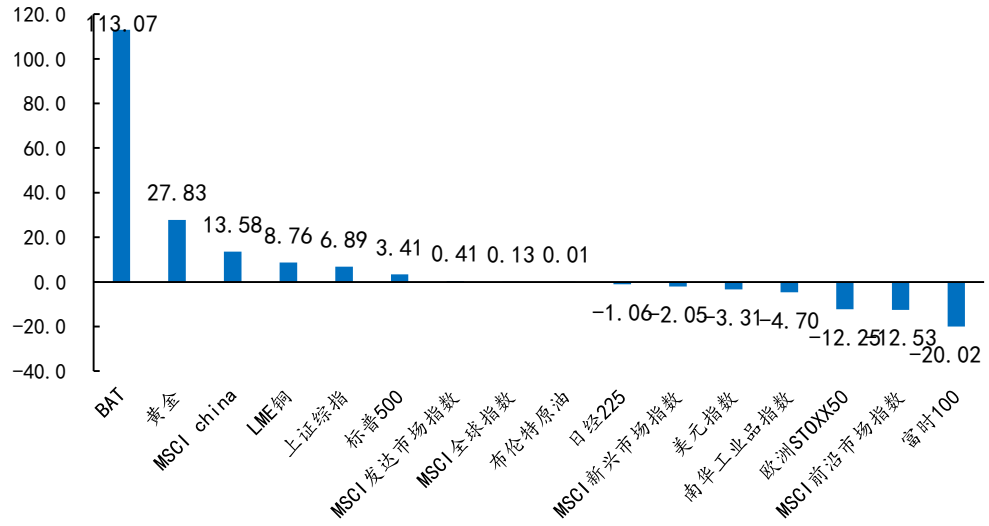
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 重要商品指数周涨跌幅



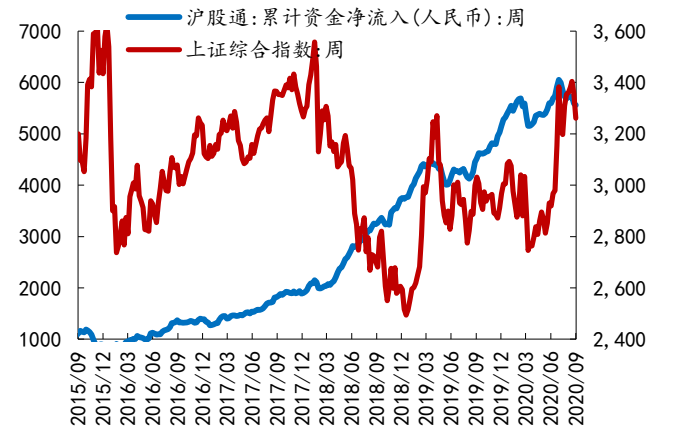
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 2020 年全球大类资产收益率



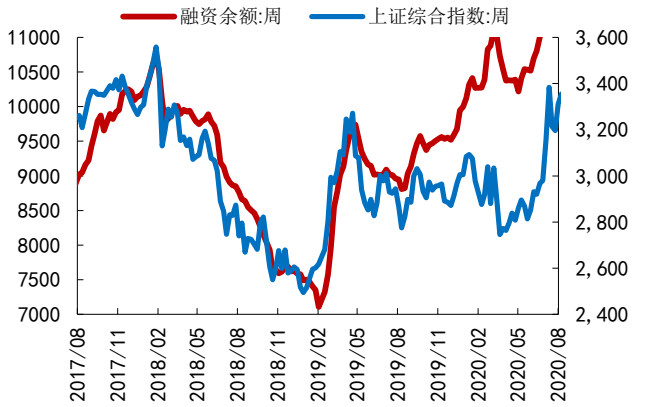
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 沪股通累计净买入



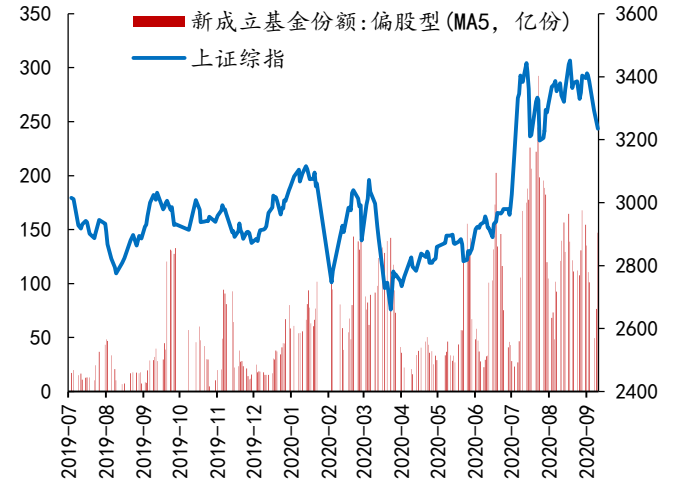
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 融资余额



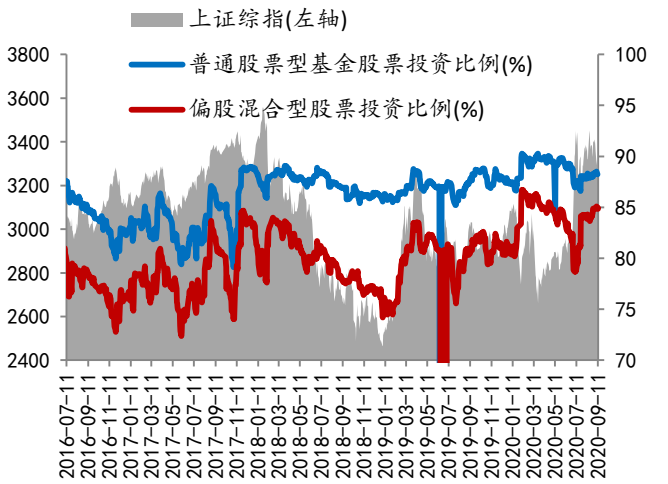
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21： 新发行基金份额



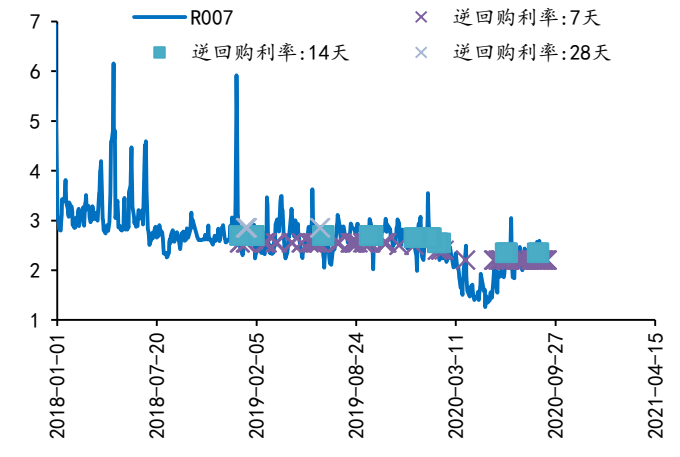
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图22： 基金仓位估算



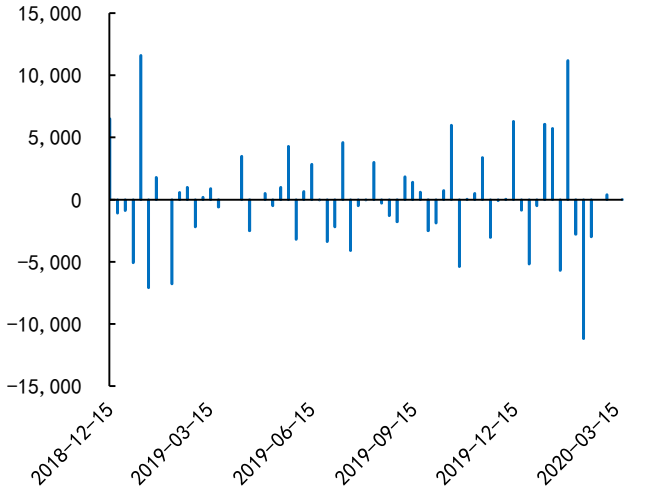
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图23： 银行间拆借利率和公开市场操作



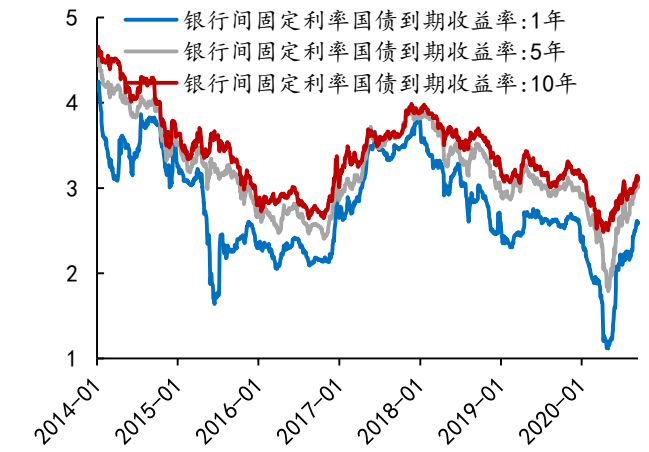
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图24： 央行公开市场和国库定存净投放



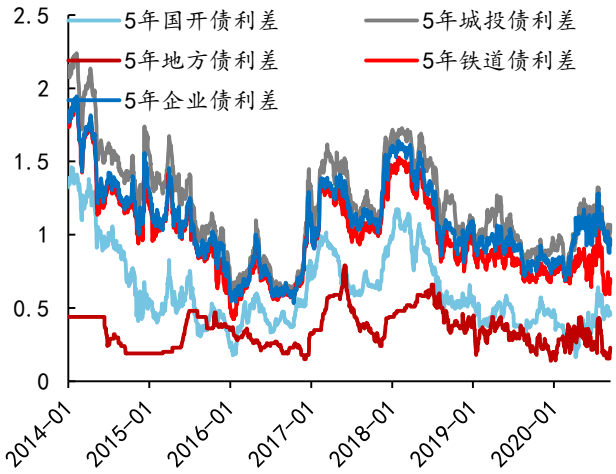
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图25： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图26： 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/