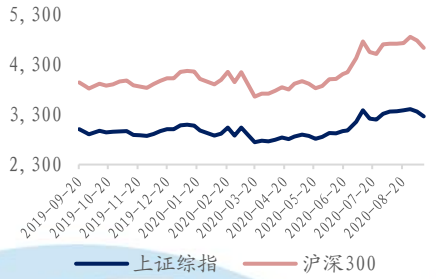
中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
研究助理 郑梓淳
证券执业证书号：S0640118110026

市场风险偏好受抑制，市场短期或继续震荡

策略周报　　2020 年 9 月 11 日

市场走势



近期报告

中航证券策略周报:《高估值与资金面承压下，A 股大概率维持震荡格局》

中航证券策略周报:《流动性逻辑向盈利驱动转变，市场短期震荡向上》

中航证券策略周报:《政策面和流动性护航，利好股市中长期向上》

中航证券策略周报:《外部因素扰动，短期结构性机会为主》

中航证券策略周报:《中美摩擦加剧投资者担忧，短期市场或以震荡为主》

中航证券策略周报:《市场短期或以震荡为主》

中航证券策略周报:《中美摩擦升级影响市场情绪，短期以震荡为主》

中航证券策略周报:《中美关系趋紧：短期以震荡为主，上行格局不变》

核心观点:

出口方面，按美元计价，8 月我国出口同比 9.5%，较前值回升且好于市场预期，进口同比-2.1%，较前值回落且差于市场预期，出口和进口增速的差异表现推动贸易差额同比增速走高至 70%。出口分地区看，8 月我国对美出口增速大幅上行，对日本增速小幅改善，对欧盟增速出现回落，这与各经济体疫情和经济表现相一致。目前美日的第二波疫情已经步入缓和，欧洲则仍处在上升期，8 月美国和日本的制造业 PMI 继续反弹，欧元区制造业 PMI 则小幅走低，显示欧洲经济复苏可能受到了疫情反弹的拖累。此外，我国对东盟出口维持两位数增长，对新兴市场出口增速连续第三个月回升。从摩根大通全球制造业 PMI 和 OECD 综合领先指标的走势来看，全球经济延续复苏方向，但复苏斜率放缓，对应我国出口增速继续上行的空间有限。而进口增速在人民币升值的情况下连续两个月下滑，反应国内需求复苏相对缓慢，此外，也可能包含了全球产业链尚未完全从疫情影响中恢复的影响。

通胀方面，8 月我国 CPI 同比 2.4%，较前值回落，符合市场预期。核心 CPI 同比 0.5%，与前值持平。CPI 环比 0.4%，与历史同期均值水平基本一致，鲜菜和蛋类价格环比涨幅较大，蔬菜涨价存在季节性因素，同时洪涝灾害等也对蔬菜供给造成了扰动，猪肉价格涨幅较上月明显放缓。9 月初猪价出现一定的回落，但随着天气转凉，猪肉需求将步入旺季，预计猪价较难出现持续的回落。从季节性规律来看，9 月 CPI 环比大概率维持高位，但翘尾因素的快速下滑将主导 CPI 同比继续下行，预计 9 月 CPI 同比降至 2%左右。8 月 PPI 同比-2.0%，较前值回升，符合市场预期。PPI 环比 0.3%，较前值小幅回落。分项中，生活资料同比涨幅放缓，生产资料同比跌幅收窄，其中上游采掘工业 PPI 同比回升速度最快。9 月以来，国际原油价格出现快速回落，南华工业品指数同步走低，由于国内生产端已基本恢复到位，在需求端相对偏弱的情况下，工业品需求和价格继续上行的动力不强，预计 PPI 同比回升速度将有所放缓。

金融数据方面，8 月金融机构新增人民币贷款 1.28 万亿元，基本符合市场预期，各项贷款余额同比 13%，与前值持平。结构上看，中长期贷款增长 1.28 万亿元，同比显著多增，企业中长期贷款是同比多增的主要贡献项，显示企业融资需求较旺。8 月社会融资规模 3.58 万亿元，远高于市场预期均值，同比环比均大幅多增。超预期的主要原

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传　　真：010-59562637

因在于政府债券增长 1.38 万亿元，创历史新高。根据财政部数据，8 月发行地方债 11997 亿元，比 7 月增加 9275 亿元，继 5 月后发行额再次突破 1 万亿元。其中，专项债券发行 7199 亿元，一般债券发行 4798 亿元，同比环比均大幅增长。在政府债券高增的推动下，社融存量同比提升 0.4 个百分点至 13.3%，显示政府加杠杆将继续推动年内经济复苏。但截至 8 月底，今年一般债券发行 8530 亿元，已完成全年计划（9800 亿元）的 87%；专项债券发行 28969 亿元，已完成全年计划（37500 亿元）的 77.3%，剩余额度在 10 月底前发行完毕。从发行进度来看，年内后续几个月政府债券的增长速度将有明显放缓，预计社融存量增速将见顶回落。8 月 M2 同比 10.4%，较前值回落 0.3 个百分点，财政存款 8 月新增 5339 亿元，远超去年同期水平，是导致 M2 增速回落的主因。综合来看，政府债券发行的激增造成了金融数据的波动，但剔除这部分后，居民和企业部门的融资也有小幅改善，预计总体信用的扩张将支持经济维持复苏方向。

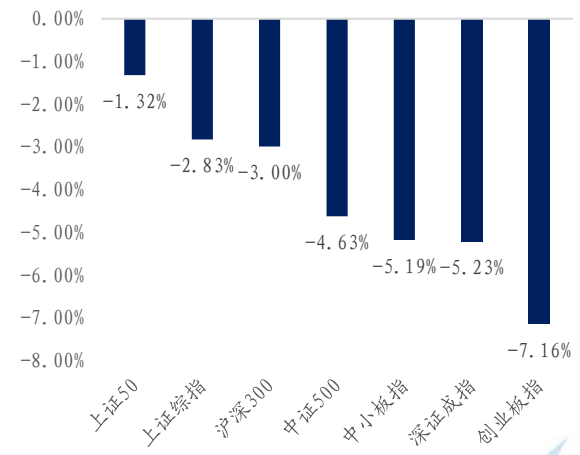
综合而言，本周 A 股下跌主要受美股拖累，结合货币政策边际收紧，监管层释放炒作降温信号，注册制改革下新股上市节奏加快，北上资金大幅流出，近几个月产业资本持续大幅减持，以及中印边境近期紧张局势加剧等因素困扰，投资者风险偏好受到抑制，近期基金发行创 15 年以来新高，但随后迅速降温，而过去基金发行的顶峰往往对应阶段性市场高点，我们预计市场短期或继续震荡。投资者需要关注下周央行 MLF 的投放规模以及美联储 9 月货币政策会议的相关表态。市场短期的震荡或是逢低布局的机遇期，板块配置方面，建议关注金融，周期型成长、可选消费的投资机会。

一、 本周行情回顾

本周，上证指数跌 2.83%；深证成指跌 5.23%；创业板指跌 7.16%。行业表现方面，本周排名前三位的行业分别是银行（-0.32%）、钢铁（-0.32%）、房地产（-1.17%），排名后三位的分别是农林牧渔（-10.08%）、通信（-8.19%）、国防军工（-7.38%）。风格上，本周金融股跌 1.14%，周期股跌 3.71%，消费股跌 4.76%，成长股跌 6.10%，稳定股跌 1.66%。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 22.60 倍，较上周下降 3.64%，剔除金融、石油石化股后市盈率为 38.19 倍，较上周下降 4.79%。

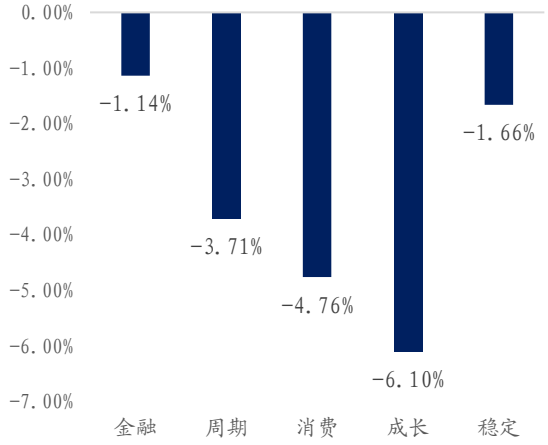
海外方面，本周道指跌 1.66%，纳指跌 4.06%，标普 500 指数跌 2.51%。德国 DAX 指数周累计涨 2.80%；法国 CAC40 指数周累涨 1.39%；英国富时 100 指数周涨 4.02%。

图 1：本周主要指数涨跌幅



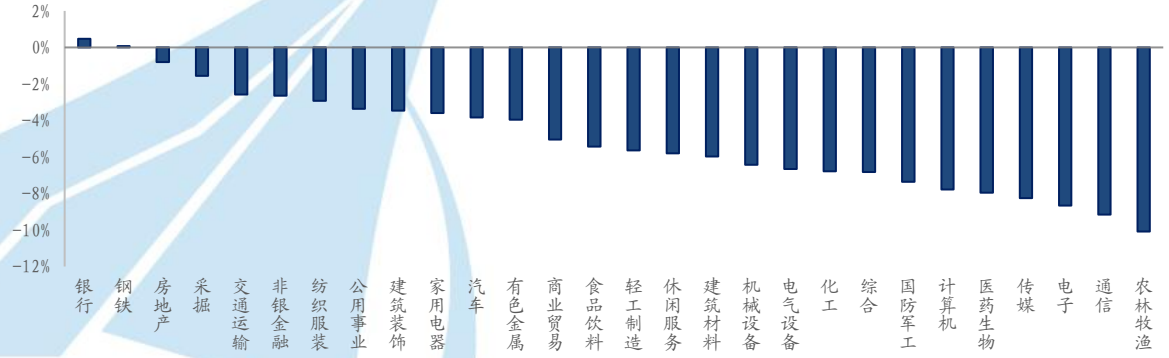
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 2：本周各风格股票涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 3：本周行业涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

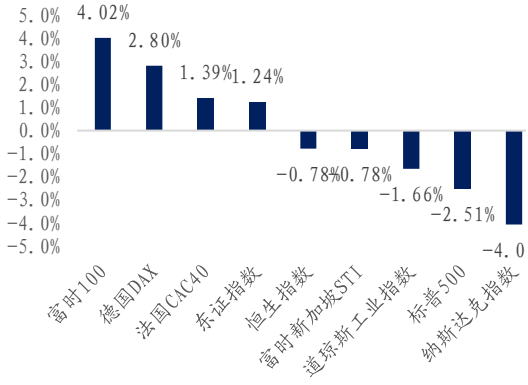
图 4：各风格股票走势

图 5：本周海外主要指数涨跌幅



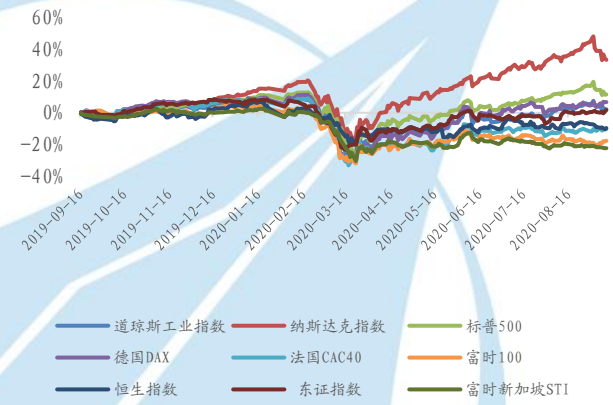
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 6：海外主要指数走势

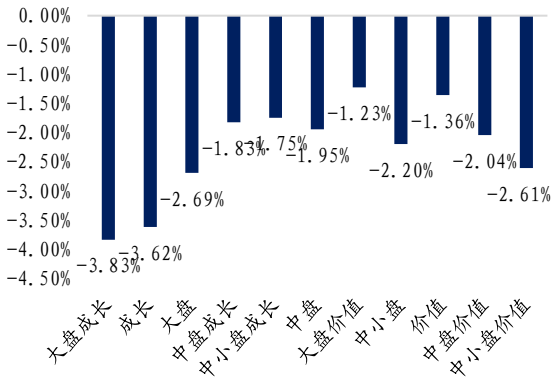


资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 7：本周美股 MSCI 风格指数涨跌幅



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

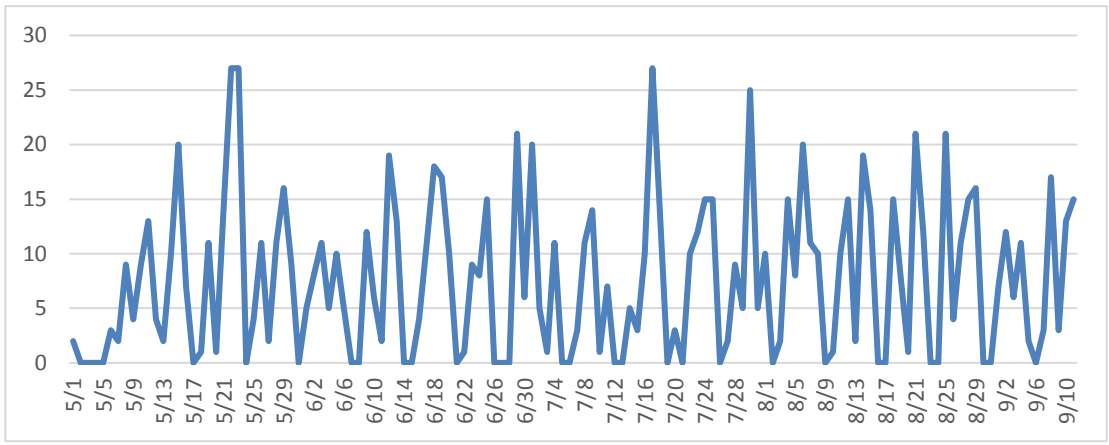
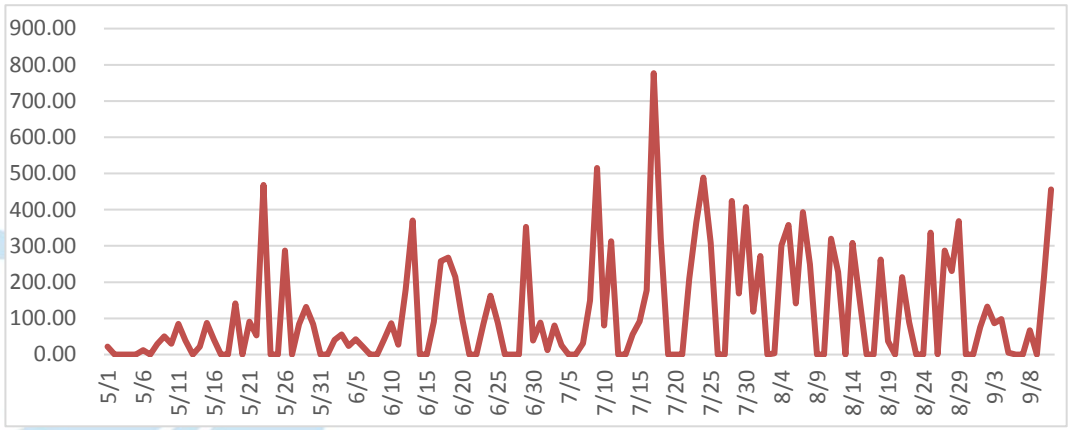
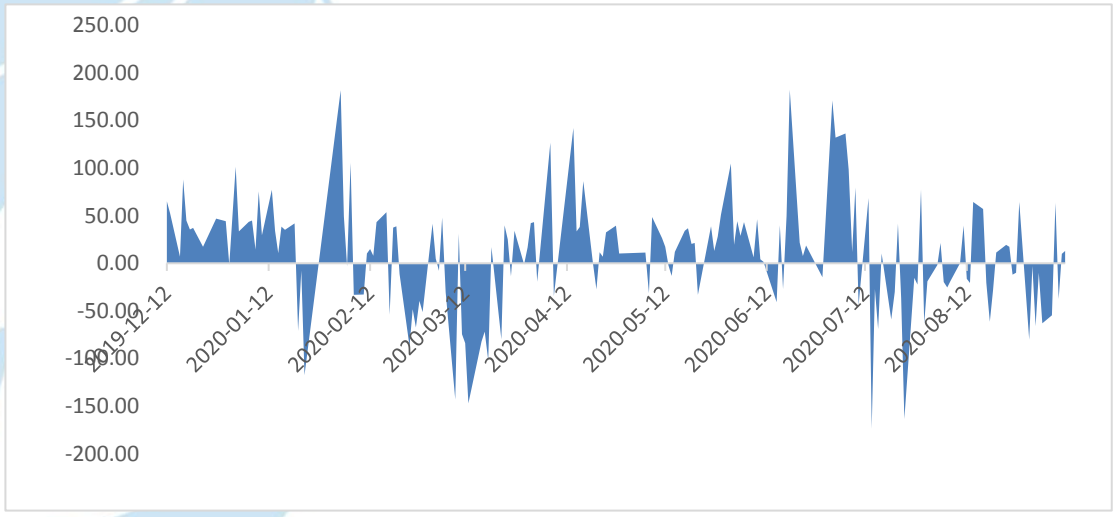


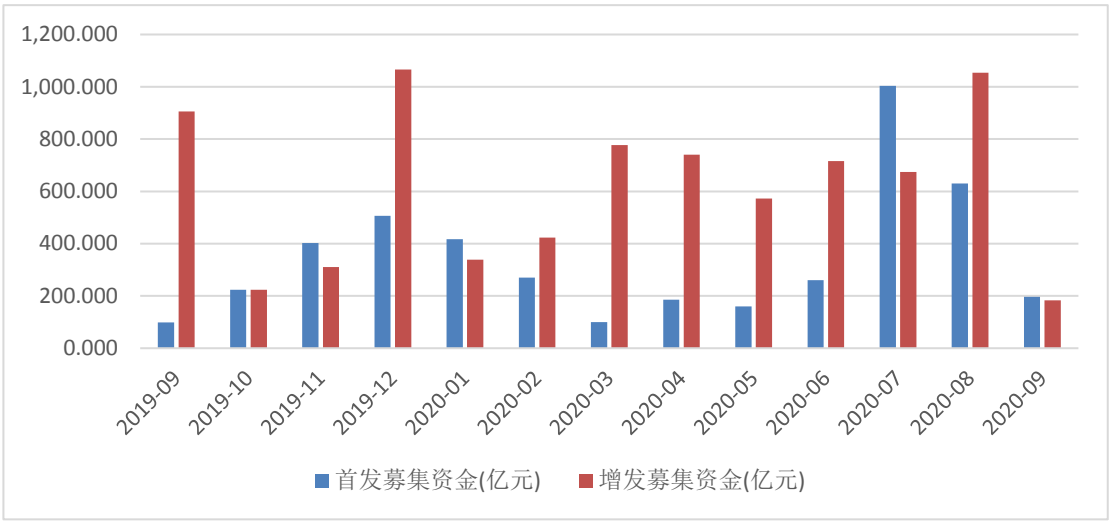
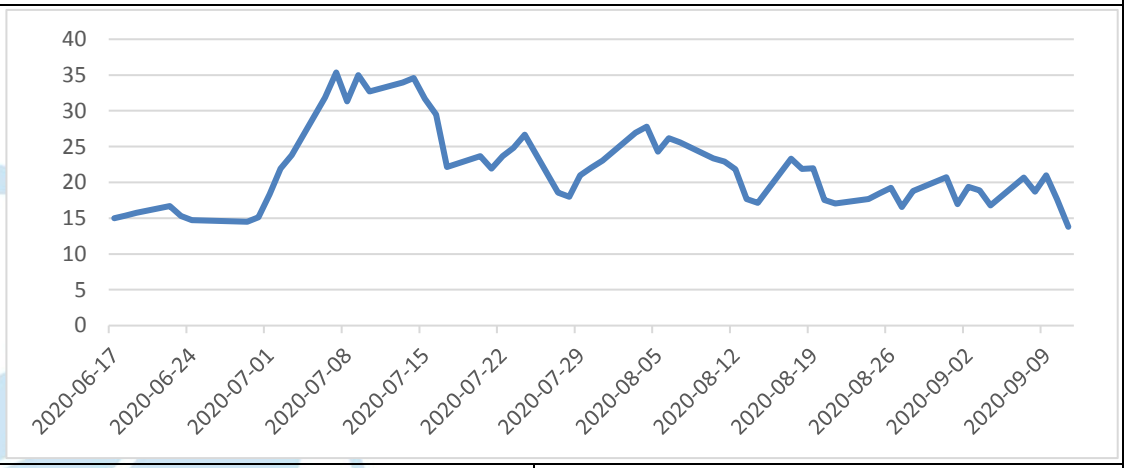
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

二、资金监控

北向资金本周累计净流出 5.83 亿元，前一周为净流出 222.62 亿元。本周新发行的基金个数为 53 个，上周为 52 个；本周基金发行规模为 739.16 亿元，上周为 762.17 亿元。9 月份截至 9 月 11 日 IPO 募集资金为 196.41 亿元，增发募集资金 183.69 亿元。交易费用本周为 91.80 亿元，较上周的 92.74 亿元略有所下降。本周管理层净减持 12.88 亿元，上周净减持 72.48 亿元。

图表 8：资金监控

基金发行（个数）	
基金发行规模（亿元）	
北向资金（亿元）	

股权融资规模	
交易费用（亿元）	

管理层增减持统计（亿元）	本周	上周
	-12.88	-72.48

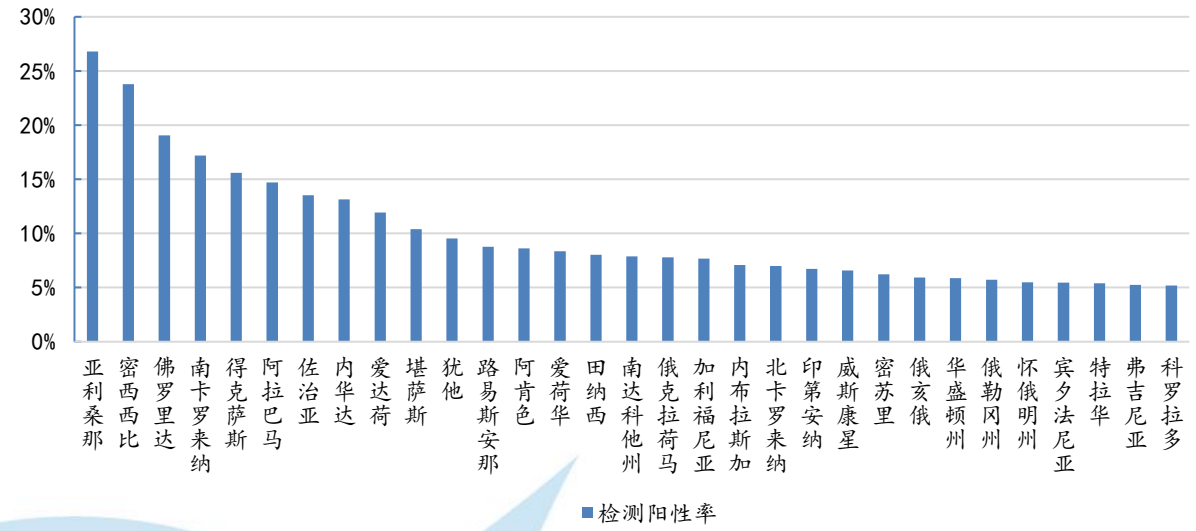
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

三、 全球疫情

全球疫情方面，截至 9 月 11 日，全球感染人数已经超过 2862.0 万人，累计死亡人数超过 91.6 万人。据美国约翰斯·霍普金斯大学新冠疫情统计数据，截至美东时间 9 月 12 日，全美范围至少有 664 万人感染新冠肺炎，死亡人数达到 19.7 万人。美国各州的检测阳性率七日移动平均值排名亚利桑那州成为第一，为 26.81%，第二名为密西西比州（23.78%），第三名为佛罗里达州（19.06%）。我们对美国 ICU 病床占用率进行统计，截至 9 月 7 日美国全国 ICU 占用率为 68.67%，较上周有所下降，并且低于我们之前提出的 70%-80%警戒值，美国全国病床利用率为 5.24%，也较上周有所下降，低于我们提出的 15%-30%警戒值。美国的住

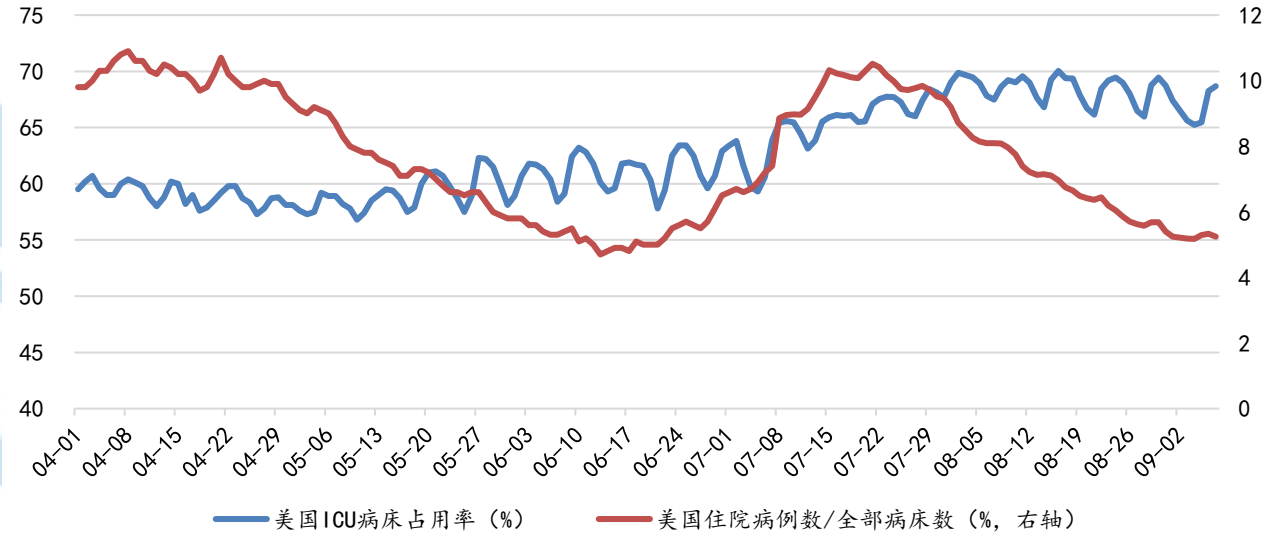
院率和死亡率呈下降趋势，结合美国全国 ICU 病床占用率和全国病床占用率的连续下降，显示美国的疫情正逐步受到控制。

图 9：美国各州检测阳性率（7 日移动平均）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

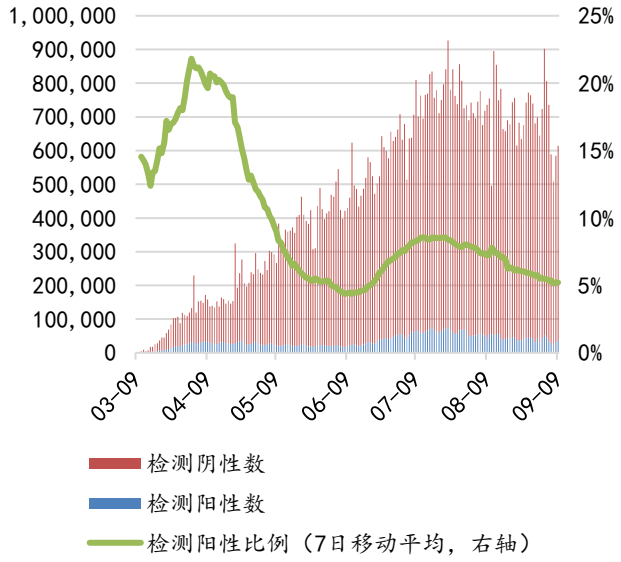
图 10：美国全国 ICU 病床占用率



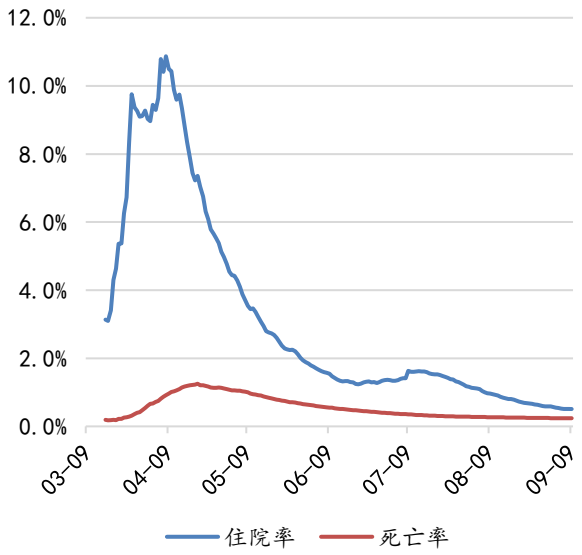
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 11：美国新冠病毒检测结果

图 12：美国住院率及死亡率



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

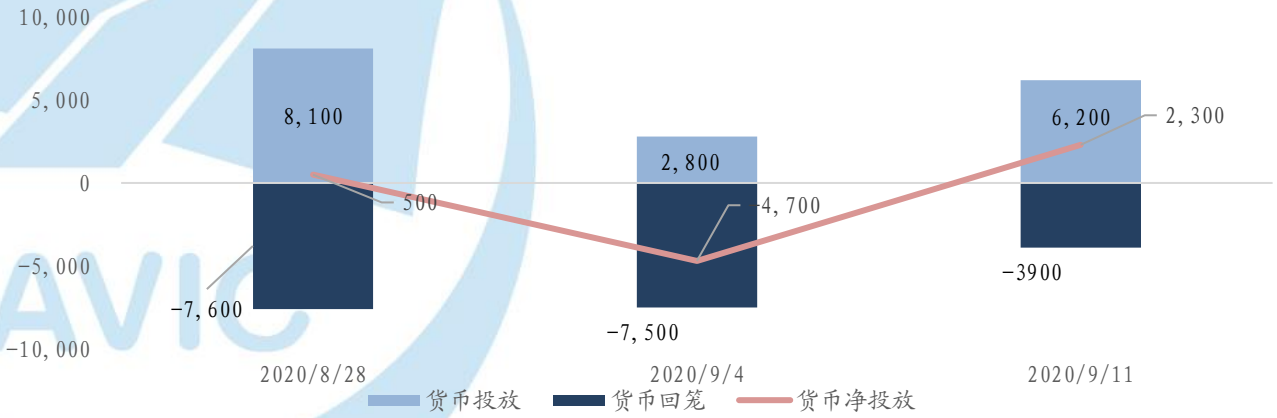


资料来源：Wind、中航证券金融研究所

四、宏观流动性监测

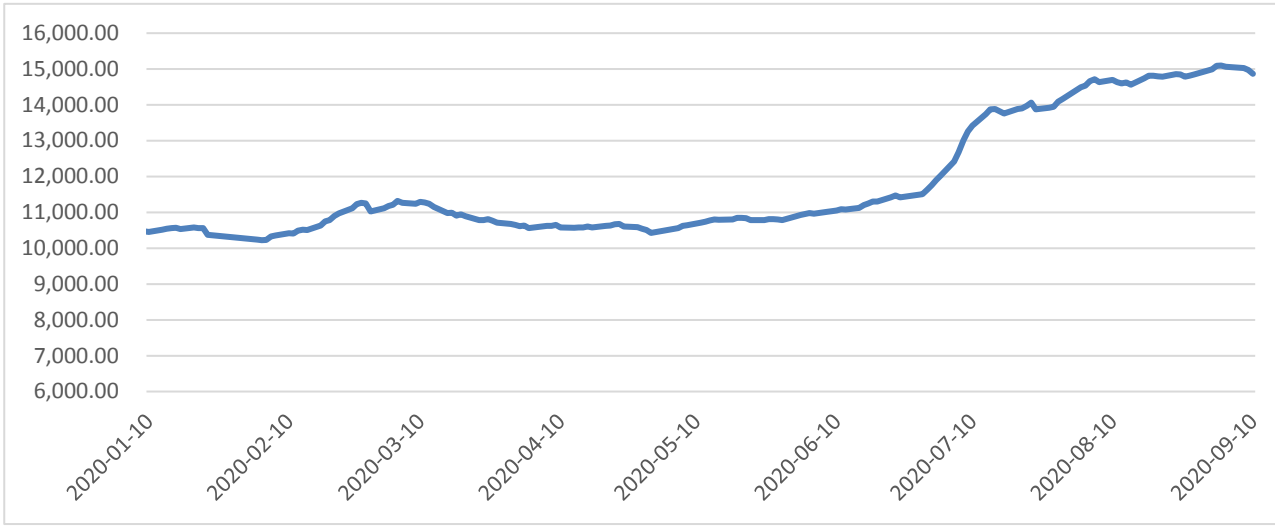
流动性方面，本周央行公开操作净投放货币 2300 亿，上周为净回笼货币 4700 亿。两融余额为 14863.67 亿元，上周为 15096.80 亿元，较上周有所下降。

图 13：央行公开市场操作（单位：亿元）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 14：融资融券余额（单位：亿元）

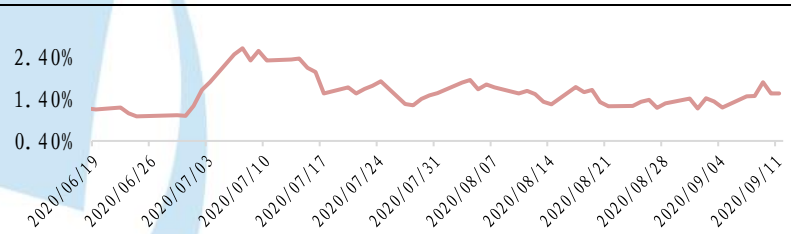
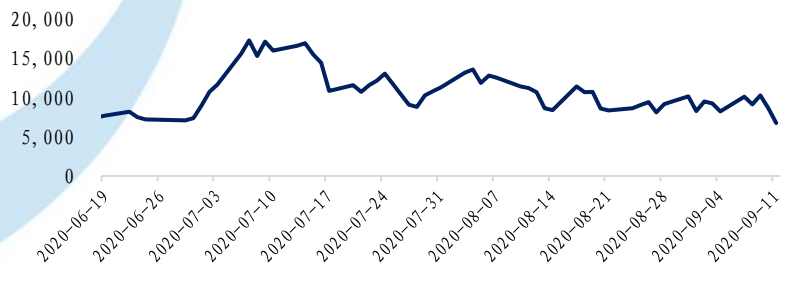


资料来源：Wind、中航证券金融研究所

五、市场情绪

市场情绪方面，本周日均换手率为 1.57%，上周为 1.32%，有所上升。A 股日均成交金额为 9000.19 亿元，上周为 9092.5 亿元，较上周略有下降。

图表 15：市场情绪

换手率	本期 2020/9/11 1.48% 上期 2020/9/4 1.32%		
A 股日均成交金额（亿元）	本期 2020/9/11 9000.19 上期 2020/9/4 9092.55		

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士，中航证券首席经济学家。

符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，中航证券金融研究所首席宏观分析师。

成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中航证券金融研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。