日期：2020 年 09 月 08 日

浅谈当下调整的性质

分析师： 蔡钧毅
Tel： 021-53686166
E-mail： caijunyi@shzq.com
SAC 证书编号： S0870514070001

报告编号：

相关报告：

首次报告日期：2015 年 10 月 16 日

久攻不下主动后撤，热门品种全线大跌

近期市场呈现久攻不下之后的一轮较大的跌势，结构上，科技、医药、消费轮番成为市场抛售的对象，酱油龙头、中芯国际成为消费板块和科技芯片股的下跌先锋。同时自创业板注册制实施之后，新股炒作、垃圾股炒作等新适情况不断上演，该板块成交量占市场比重也处于历史记录水位，9 月 7 日，创业板成交额达 3547.79 亿元，创出历史新高。北向资金在 8 月下旬以来呈现连续流出迹象，共计有超过 250 亿的流出总量，以 7 月 14 日，市场指数自高点调整以来计算，北向资金合计净流出 767.0 亿元，其集中减仓对象为 TMT、大消费。

市场在成长板块大部分估值接近历史峰值之际，叠加创业板注册制实施，美股大跌等共振等契机展开调整。当然我们认为最为主要的下跌因素是市场在过往的近一年的中长周期中，经历了较为完整的一轮成长和价值阵营的股价结构性推升，在进一步推动力减弱的影响下，市场选择了主动后撤。由于进一步推动市场上行的动力如经济基本面改善进程、外部扰动的变化等因素尚有较大不确定性。所以，当下市场的后撤乃为明智选择，这和我们近期研报阐述的关前踌躇，待机突进是契合的。

内、外因素的充分消化正当时

从经济基本面看，正面因素和负面因素共存。经济总量层面的恢复还是较为健康和具备韧性的，我们预计近期即将公布的 8 月数据将再现这样的场景，目前进出口、外储等数据表现不错。但经济层面中的消费、就业、宏观杠杆率、经济压力下的银行不良率仍需要“六保六稳”和“双循环”的落实来进行实质性的改善，否则经济恢复的质量和持久性必然面临考验。

从外部扰动看，美股为代表的海外股市日趋陷于动荡，中国西北方向地缘政治情况正在持续之中，而美国大选正在临近，近期中芯国际的波动也反映了外部扰动的复杂性和持久性，市场对此抱有高度的警惕，周一港股和 A 股的中芯国际在该公司进行彻底澄清之下仍面临大跌，也显示了市场对此方向甚为敏感，阶段性扰动消化的过程将束缚当下市场的上行动力。

完整循环之后的修整往往较为复杂

从市场层面看，A股经过一轮上涨后，估值有所提升，面临回调压力。从2019年下半年起始的科技板块的上行，其后医药崛起，包括长达数年的消费股的长期上行，导致了在结构层面上，这些行业的估值已经分别到达其历史峰位的9成，行业赛道优良的预期在股价反映上较为充分，同时机构投资者在这些板块上的布局已经赚得盆满钵满，从阶段性看，在基本面还难以有效跟上股价表现的态势下，这些板块的抱团现象松动就显得理所当然。从历史经验看，即使在长期看好这些赛道的基础上，阶段性上行一年后，其调整周期也不会很短，需要做好调整比较复杂和漫长的准备。另一方面在低估值的价值阵营方向，机械、水泥、化工等也经历了不短的推升周期，所以当下这些板块也难以贡献较强的进攻动能，反而也有消化调整的需求。

那么低估值的大金融板块、能源板块是否具备低估值和行业边际改善呢？这或许还是需要等待新的时机，这个时机包括其自身的基本面，当然也包括了上述高位板块逐步调整到位的时间周期，若等到那时，或许新的契机又将出现。

所以本次调整是站在市场结构层面上一次较为完整的各板块上行循环之后的调整，而且各高位行业调整的顺序也是先后不同的，这导致指数调整形态必然复杂和艰难，估计调整浪型会以复杂形态呈现，并以时间换空间为主基调，调整幅度基本在可控范围之中，这样的格局决定了市场无法在短期中形成新的反攻动力。

此外，在机构主导的市场环境下，目前10年期国债收益率已经上行至3%以上，这将对大涨之后的权益市场形成间接压力，在权益市场收获颇丰的部分机构投资者必然有股债资金重新调配的考量。

扎实防御，待机反攻

所以，我们前期研报阐述的待机突进，其意义是广泛的，这个“机”包含了数层含义，一、中国经济美中不足的改善，二、外部扰动的逐步落地，三、市场层面各获利板块的逐步调整到位，四、部分优质行业的边际改善的成熟。所以站在当下，我们选择等待，是以一种先谨慎后积极的态度来看待市场，在调整中我们对于数年以来几十次争夺之后取得的3000点战果的防御有坚强的信心，而7、8月间的两次调整在3200点一线也是我们认为的3000点堡垒的前沿阵地。所以原则上来讲，依然符合7-8月以来的箱体波动的基本原则，短期来看，我们先将防御工作做到位，然后待机进攻。而近期表现较好的行业均属冷门板块，具有明显的防御属性，汽车、旅游、航空、交运、环保板块持续上榜，但金额都不大，符合弱势市场殿后性质的结构运转特征。此外，上交所近日披露蚂蚁科技集团回复上市首轮问询函，该大型科技股的发行时点也值得重点推敲。

分析师声明

蔡钧毅

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。