新时代证券 New Times Securities

两种极端的情形假设

——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

《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

- **最近市场波动的特征让部分投资者非常困惑，交易量大幅萎缩，板块轮动较快。这种波动特征让短线的多头和空头均比较难受，如果按照熊市或震荡市的经验，后续一般会有较大的调整（类比 2019 年 4 月、2015 年 12 月），但如果按照牛市的经验，震荡期是很好的建仓期（类比 2015 年 1 月、2007 年 6 月、2006 年 7 月）。基于对经济和股市资金的乐观判断，我们认为震荡后，9 月的选择将是向上，可以参考牛市中震荡的案例。**
- **（1）市场的纠结。**最近市场的很多特征让部分投资者非常困惑，交易量大幅萎缩，板块轮动较快，7 月的时候，虽然板块也在轮动，但至少还有些大的板块热点，但 8 月后，整体上只有非常细分行业的热点，甚至可以说热点是个股层面的，而不是板块性的。这种波动特征让短线的多头和空头均比较难受，如果按照熊市或震荡市的经验，后续一般会有较大的调整（类比 2019 年 4 月、2015 年 12 月）。但是如果研究牛市的案例，则震荡期是很好的建仓期（类比 2015 年 1 月、2007 年 6 月、2006 年 7 月）。产生这两种波动的理论模型如下：
- 实际的案例中，可能会出现很多很多中间情形，介于最乐观和最悲观情形之间。为了简化问题，我们用 A 股 ROE 和居民资金这两个指标观察股市盈利和资金的大趋势，来研究历史的案例。
- **（2）乐观的案例：类比 2015 年 1 月、2007 年 6 月、2006 年 7 月。**事后来看，这几次波动都是牛市中途的休整，期间均出现了类似货币政策收紧、股市政策收紧等政策利空。但由于盈利和居民资金入场的趋势没有被打乱，所以股市的上涨趋势并没有因此受到影响，后续很快恢复，并且以更快的速度上涨。
- **（3）悲观的案例：类比 2019 年 4 月、2015 年 12 月。**这两次案例分别出现在震荡市和熊市中。2019 年 4 月，经济依然出现下行的中段，年初虽然出现了社融企稳，但事后来看，只带了的经济预期的反弹，而不是反转。资金层面，居民资金虽然活跃度增加，但也只是脉冲式反弹。所以虽然 2019 年 1-4 月，市场涨幅很大，但 4 月后降温速度也很快。2015 年 12 月，虽然创业板季报并没有看到业绩的下滑，但由于估值下降、并购政策变化，由并购带来的业绩增长已经确定进入下降趋势了。由于去杠杆的存在，股市资金也已经进入趋势性下行。
- **（4）我们的判断：**这里可能是乐观的那种情形。我们对经济和股市资金的趋势均持有乐观的判断，而且是可以超预期的乐观。所以我们认为震荡后，市场的方向选择将是向上。9-10 月，股市上涨可能会加入新的动力。随着经济进入旺季，经济数据可能会验证库存周期已经启动的逻辑，这个逻辑一旦验证，可以持续到 2021 年上半年。对股市来说，7 月中旬以来的震荡已经到了尾声，9 月的经济数据一旦验证了经济依然强势，股市可能会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：两种极端的情形假设.....3
2、 上周市场变化.....8

图表目录

图 1: 最乐观情形的理论模型.....3
图 2: 最悲观情形的理论模型.....3
图 3: ROE（TTM）.....4
图 4: 上交所 A 股账户新增开户数.....4
图 5: ROE（TTM）.....4
图 6: 上交所 A 股账户新增开户数.....4
图 7: A 股主要指数周涨跌幅.....8
图 8: 申万一级行业周涨跌幅.....8
图 9: 申万风格指数周/月涨跌幅.....9
图 10: 概念类指数周涨跌幅.....9
图 11: 全球市场重要指数周涨跌幅.....9
图 12: 重要商品指数周涨跌幅.....9
图 13: 2020 年全球大类资产收益率.....9
图 14: 沪股通累计净买入.....10
图 15: 融资余额.....10
图 16: 新发行基金份额.....10
图 17: 基金仓位估算.....10
图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作.....10
图 19: 央行公开市场和国库定存净投放.....10
图 20: 长期国债利率.....11
图 21: 各类债券与同期限国债利差.....11

表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....6

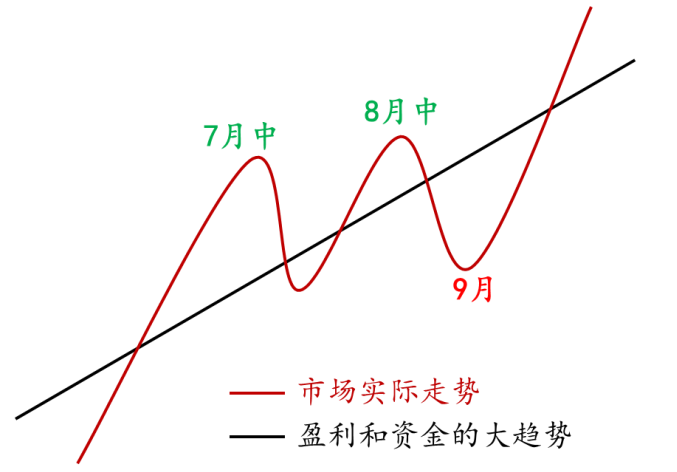
1、 策略观点：两种极端的情形假设

最近市场波动的特征让部分投资者非常困惑，交易量大幅萎缩，板块轮动较快。这种波动特征让短线的多头和空头均比较难受。如果按照熊市或震荡市的经验，后续一般会有较大的调整（类比 2019 年 4 月、2015 年 12 月），但如果按照牛市的经验，震荡期是很好的建仓期（类比 2015 年 1 月、2007 年 6 月、2006 年 7 月）。基于对经济和股市资金的乐观判断，我们认为震荡后，9 月的选择将是向上，可以参考牛市中震荡的案例。

（1）市场的纠结。最近市场的很多特征让部分投资者非常困惑，交易量大幅萎缩，板块轮动较快，7 月的时候，虽然板块也在轮动，但至少还有些大的板块热点，但 8 月后，整体上只有非常细分行业的热点，甚至可以说热点是个股层面的，而不是板块性的。这种波动特征让短线的多头和空头均比较难受，如果按照熊市或震荡市的经验，后续一般会有较大的调整（类比 2019 年 4 月、2015 年 12 月）。但是如果研究牛市的案例，则震荡期是很好的建仓期（类比 2015 年 1 月、2007 年 6 月、2006 年 7 月）。产生这两种波动的理论模型如下：

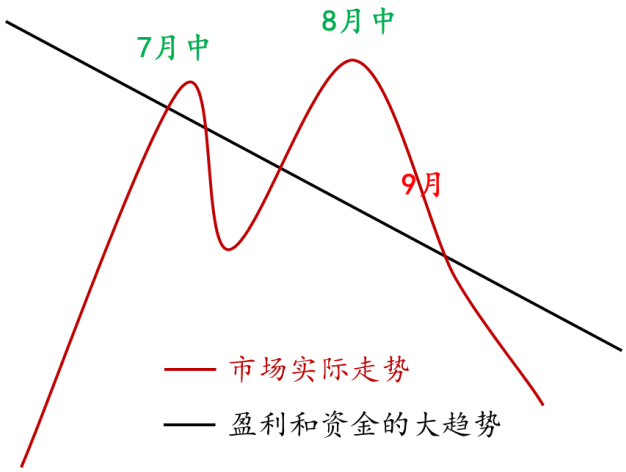
最乐观情形的理论模型：如果股市本身的盈利和资金大趋势是持续改善的，则是乐观情形。7 月中，由于市场过快上涨，提前透支了盈利和资金，导致股市长期资金减少了买入甚至卖出。但是由于市场短期资金依然很热，一旦长期资金卖出力量变弱，短期资金继续买入，带来了 7 月底到 8 月中的再次上涨，此时上涨速度明显放慢，主要是因为相比 6-7 月，少了中长期资金的买入。但从 8 月中开始，短期交易资金有所透支，市场热点迅速减少。如果是乐观情形，则随着震荡的继续，在 9 月的某个时候，市场可能已经往下偏离中长期趋势较多了。一旦短期资金卖出减弱，中长期资金的影响将会不断增强，从而形成新的上涨趋势。

图1： 最乐观情形的理论模型



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图2： 最悲观情形的理论模型



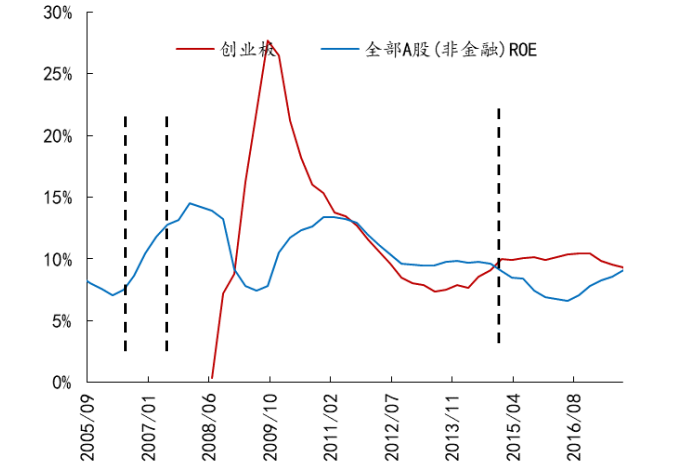
资料来源：Wind，新时代证券研究所

最悲观情形的理论模型：如果股市本身的盈利和资金大趋势是不断恶化的，则是悲观情形。上半年指数超跌严重，过度偏离长期趋势。虽然长期趋势是恶化的，但股市依然出现了 6-7 月的快速估值回归。7 月中，市场估值回归已经充分，长期资金开始卖出。由于市场短期资金依然很热，短期资金继续买入，带来了 7 月底到 8 月中的再次上涨。此时上涨速度明显放慢，虽然指数在横盘震荡，但是震荡的越久，市场约高估，因为盈利和资金的大趋势是不断恶化的。到 8 月中，中长期卖出的力量大幅增加，短期的资金买入也开始放慢，9 月开始指数进入趋势性下行，不止要回归趋势，而且可能会阶段性回到趋势以下。

实际的案例中，可能会出现很多很多中间情形，介于最乐观和最悲观情形之间。为了简化问题，我们用 A 股 ROE 和居民资金这两个指标观察股市盈利和资金的大趋势，来研究历史的案例。

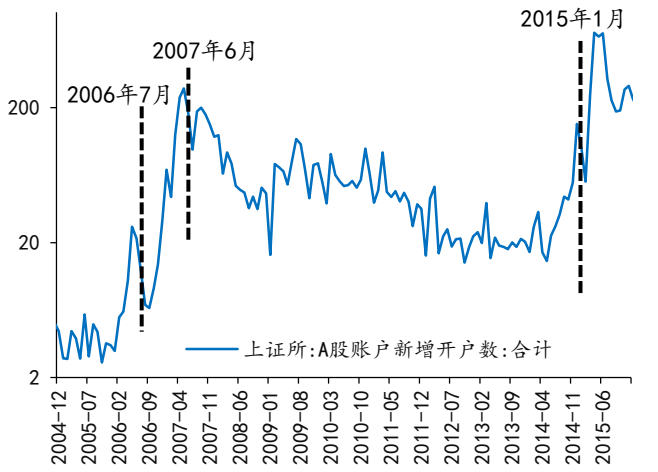
（2）乐观的案例：类比 2015 年 1 月、2007 年 6 月、2006 年 7 月。事后来看，这几次波动都是牛市中途的休整，期间均出现了类似货币政策收紧、股市政策收紧等政策利空。但由于盈利和居民资金入场的趋势没有被打乱，所以股市的上涨趋势并没有因此受到影响，后续很快恢复，并且以更快的速度上涨。

图3： ROE（TTM）



资料来源：WIND，新时代证券研究所

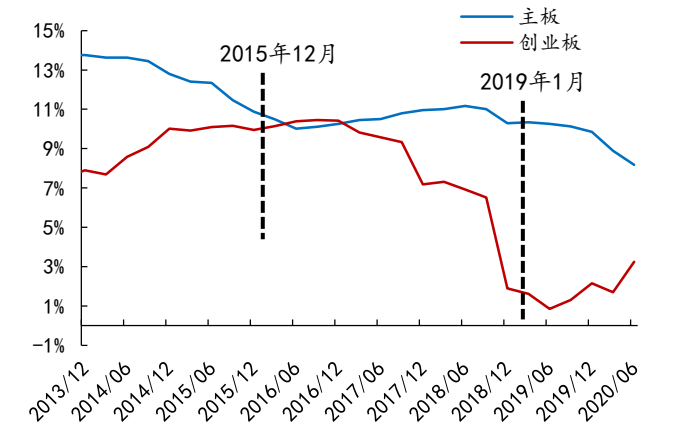
图4： 上交所 A 股账户新增开户数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

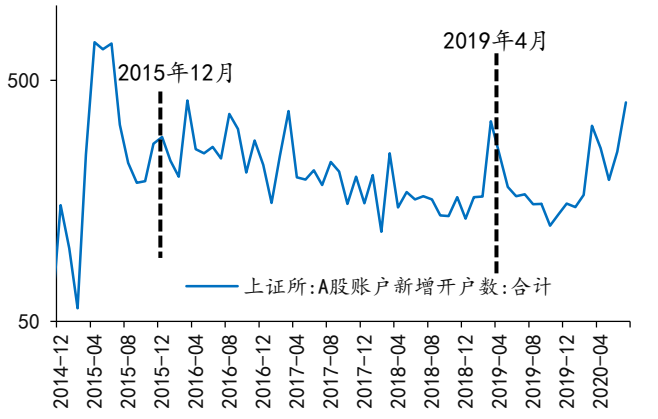
（3）悲观的案例：类比 2019 年 4 月、2015 年 12 月。这两次案例分别出现在震荡市和熊市中。2019 年 4 月，经济依然出现下行的中段，年初虽然出现了社融企稳，但事后来看，只带了的经济预期的反弹，而不是反转。资金层面，居民资金虽然活跃度增加，但也只是脉冲式反弹。所以虽然 2019 年 1-4 月，市场涨幅很大，但 4 月后降温速度也很快。2015 年 12 月，虽然创业板季报并没有看到业绩的下滑，但由于估值下降、并购政策变化，由并购带来的业绩增长已经确定进入下降趋势了。由于去杠杆的存在，股市资金也已经进入趋势性下行。所以虽然 2015 年 4 季度，市场涨幅很大，但 2016 年 1 月快速下降的速度更快。

图5： ROE（TTM）



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图6： 上交所 A 股账户新增开户数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）我们的判断：这里可能是乐观的那种情形。我们对经济和股市资金的趋势均持有乐观的判断，而且是可以超预期的乐观。所以我们认为震荡后，市场的方

向选择将是向上。9-10 月，股市上涨可能会加入新的动力。随着经济进入旺季，经济数据可能会验证库存周期已经启动的逻辑，这个逻辑一旦验证，可以持续到 2021 年上半年。对股市来说，7 月中旬以来的震荡已经到了尾声，9 月的经济数据一旦验证了经济依然强势，股市可能会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) 证监会已成立会领导任组长的工作领导小组，抓紧推进集体诉讼制度落地实施相关工作； (2) 美国新增疫情 7 月中旬以来持续下降； (3) 美国 8 月非农就业人口新增 137.1 万，预期 135 万。8 月失业率 8.4%，预期 9.8%，前值 10.2%； (4) 我国计划把大力支持发展第三代半导体产业，写入正在制定中的“十四五”规划。
利空	(1) 欧洲部分地区疫情反弹； (2) 中印紧张局势； (3) 美国加大针对中国的科技封锁，白宫考虑将中芯国际纳入黑名单； (4) 北向资金本周 5 个交易日全部净卖出，累计净卖出 222.62 亿元。
未来重点事件	(1) 9 月 6 日：香港立法会选举； **(2) 9 月 15 日：美国对华为芯片供应的禁令生效；** **(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。
金融	①股市进入新的创新周期；	7 月社融信贷数据不及预期，货币政策将维持适	券商有趋势性的逻辑（金融创新政策持续

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
	②高股息率；	度宽松的态势。	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

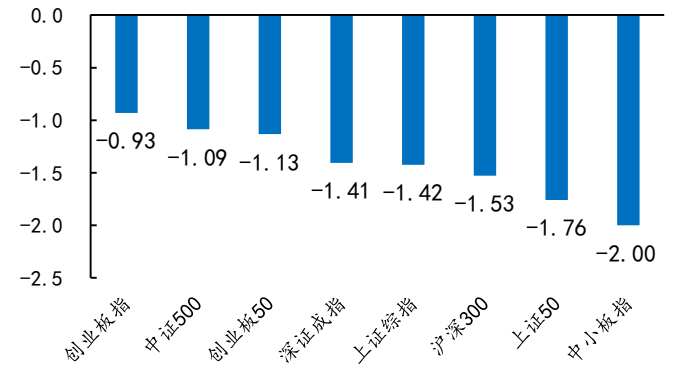
2、 上周市场变化

上周 A 股全线大跌，其中中小板指（-2.00%）、上证 50（-1.76%）和沪深 300（-1.53%）领跌。申万一级行业中，汽车（1.74%）、化工（0.94%）和电子（0.69%）领涨，农林牧渔（-2.92%）、非银金融（-2.65%）和综合（-2.63%）领跌。概念股中，打板指数（11.88%）、吉利概念指数（7.42%）和绿色节能照明指数（7.31%）领涨，西藏振兴指数（-8.93%）、黄酒指数（-5.58%）和海南省国资指数（-4.86%）领跌。

上周全球股市走势分化，仅日经 225（1.41%）上涨，俄罗斯 RTS（-3.60%）、墨西哥 MXX（-3.56%）和恒生指数（-2.86%）领跌。商品市场中，铁矿石（3.34%）、LME 铜（1.69%）和动力煤（1.12%）领涨，NYMEX 原油（-8.05%）、玻璃（-1.85%）和国际黄金（-1.61%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（100.65%）、黄金（27.39%） 和 MSCI CHINA（16.60%）排名较高，而富时 100（-23.11%）、欧洲 STOXX50（-13.95%）和 MSCI 前沿市场指数（-12.38%）排名较低。

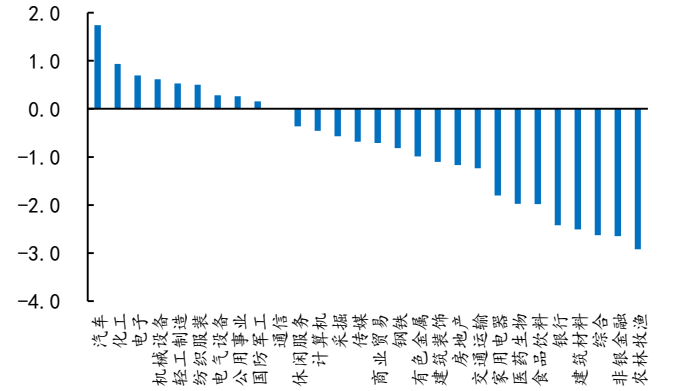
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 222.62 亿元（前值净流入 79.46 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 2800 亿元，到期量 7500 亿元。截止 2020 年 9 月 4 日，银行间拆借利率大幅下降，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金较上周小幅加仓，偏股混合型基金较上周小幅减仓。

图7： A 股主要指数周涨跌幅



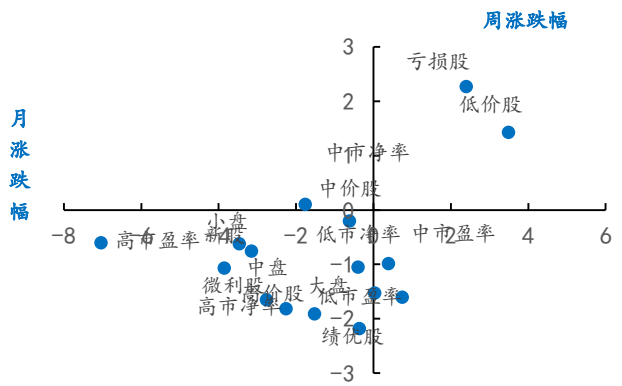
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万一级行业周涨跌幅



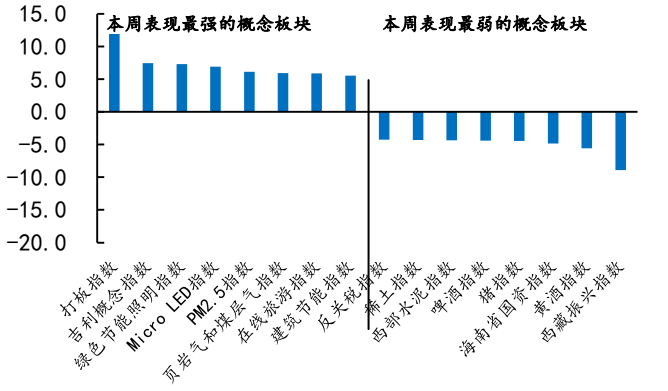
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 申万风格指数周/月涨跌幅



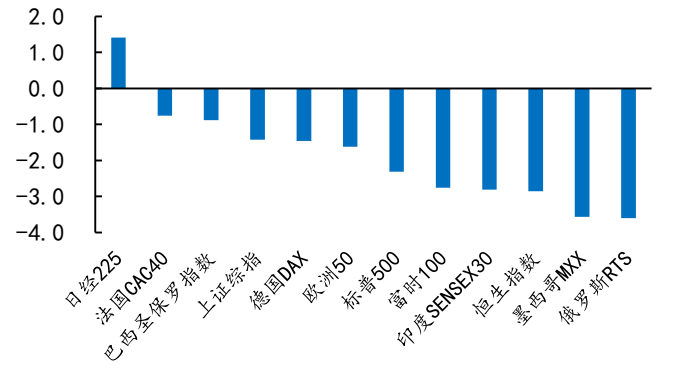
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 概念类指数周涨跌幅



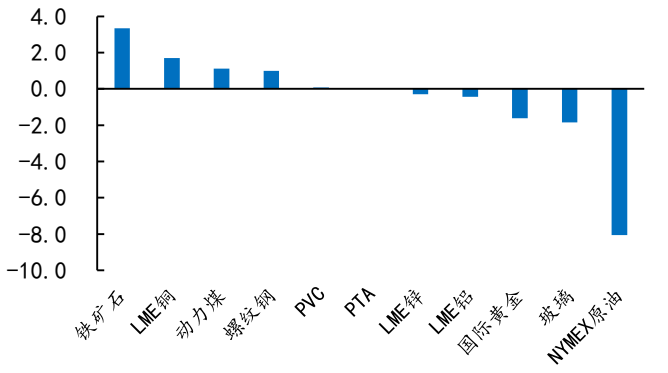
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 全球市场重要指数周涨跌幅



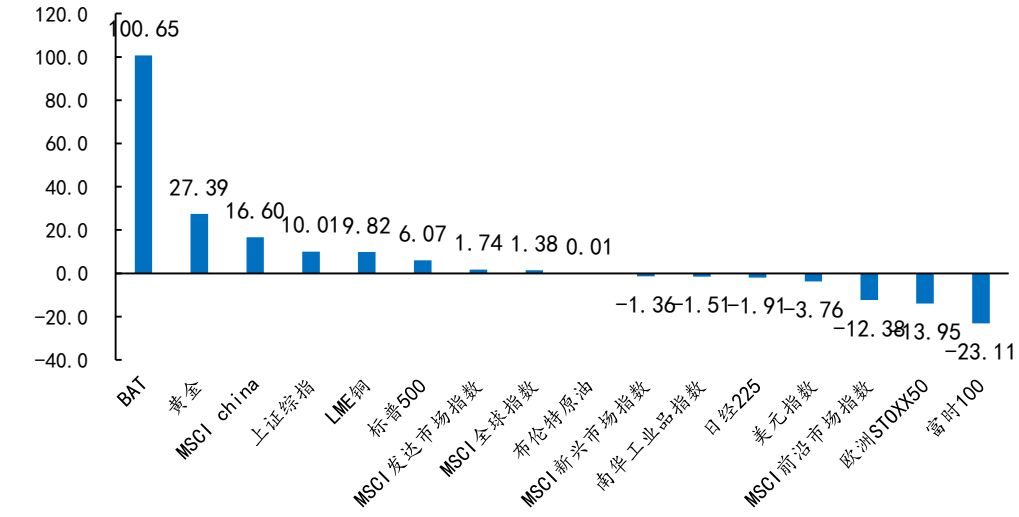
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 重要商品指数周涨跌幅



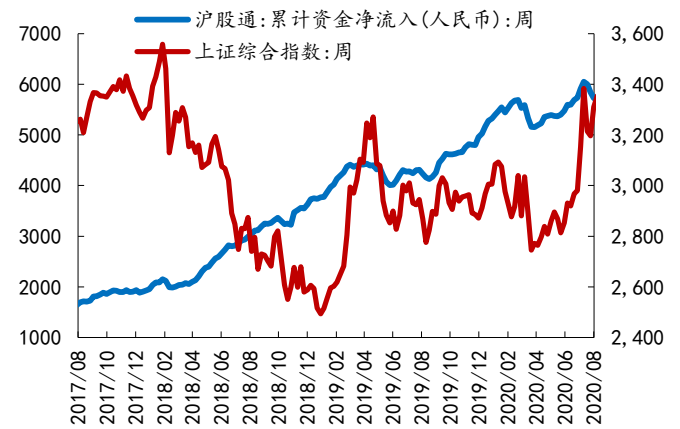
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 2020 年全球大类资产收益率



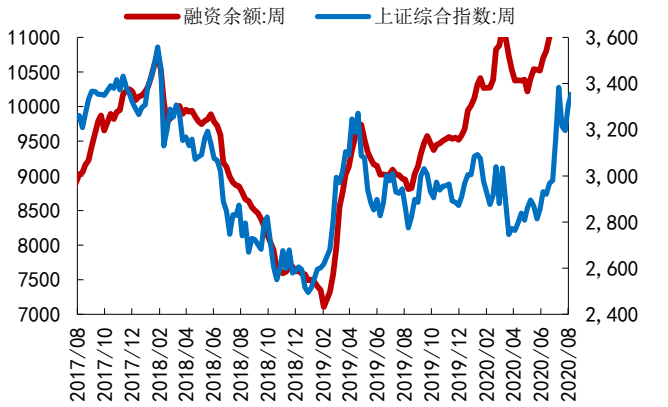
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 沪股通累计净买入



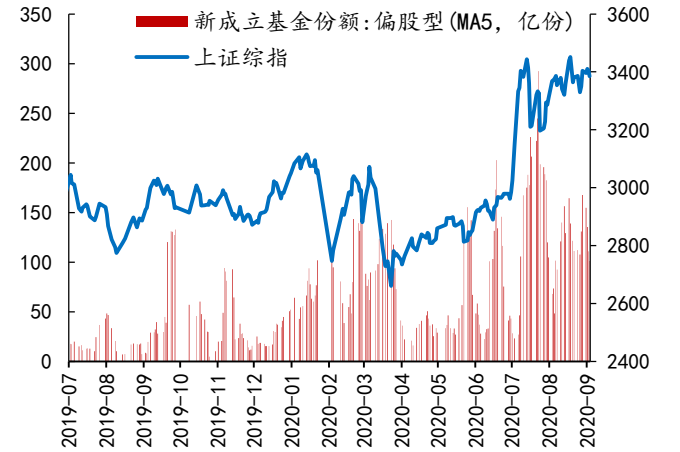
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 融资余额



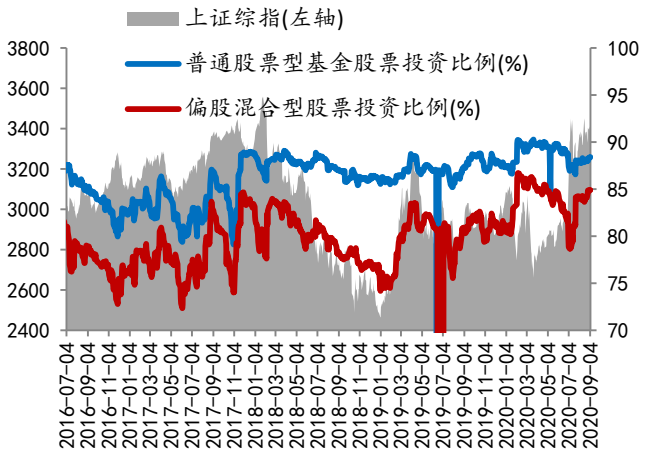
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 新发行基金份额



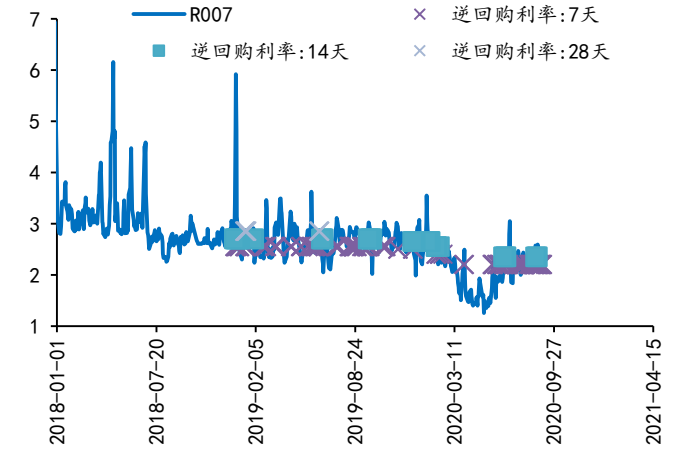
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 基金仓位估算



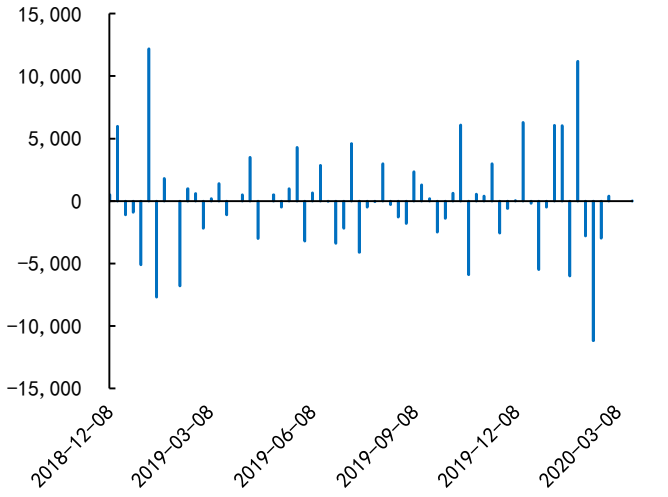
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 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19： 央行公开市场和国库定存净投放



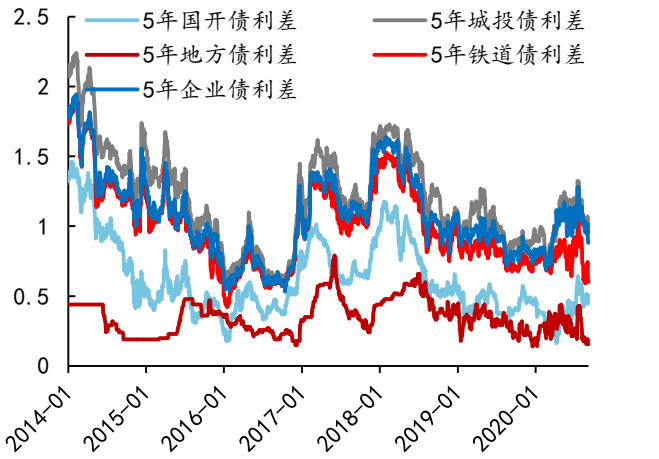
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21： 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/