新时代证券 New Times Securities

# 新的上涨动力

## ——策略周报

投资周报

- **6-7 月，推升市场加速上涨的直接变化是公募基金大幅放量，是资金驱动的行情，我们认为 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，可以开始再次进攻。9 月上旬公布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。**

- **（1）成熟的机构资金卖出是牛市中经常会出现的现象。**从 7 月底保险持有股票和基金的数据来看，占 A 股流通市值的比例由 5 月底的 5.5%快速下降到 4.7%，下降速度很快，背后可能是由于债券利率大幅上行，股票估值大幅上行，导致股市相比债市长期性价比下降。但是有意思的是，2014-2015 年牛市的时候，保险持有股票和基金占 A 股流通市值的比例也是大幅下降的，这是股市估值抬升后的正常现象，不会是改变牛市的力量。
- **（2）之所以机构卖出影响不大，主要是因为牛市中增加了大量的居民投资者。**A 股历次牛市中，资金的主要力量都是居民资金，我们认为从 2019 年下半年开始，居民资金已经开始入场了。这一趋势已经形成，而且现在还未看到改变这一趋势的变化。由于这一次居民资金更多地通过公募基金流入，所以整体上，至少到目前来看，居民资金流入的方式比之前的牛市更规范和健康。对场外配资和银行信贷资金违规流入股市的监管，可能不会改变居民资金进来的速度。
- **（3）库存周期可能已经启动。**我们认为国内经济新一轮库存周期已经启动了，虽然如果看 GDP、固定资产投资，大幅改善的空间都不是很大，但是按照历次库存周期的经验，利润的改善幅度会远大于 GDP、工业增加值和投资增速。2013 年、2016-2017 年两次库存周期中，经济总量都是小幅反弹，但工业企业利润的同比增速都会由负增长大幅增加到 20%以上。最近两个月经济恢复速度虽然没有继续加速，但是利润增速继续大幅增长，7 月工业企业利润当月同比 19.6%，这非常符合库存周期回升阶段的特点。
- **（4）短期策略：9-10 月可能是新的上涨期。**6-7 月，推升市场加速上涨的直接变化是公募基金大幅放量，是资金驱动的行情，我们认为 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，可以开始再次进攻。9 月上旬公布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。**

**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：新的上涨动力.....3
2、 上周市场变化.....7

# 图表目录

图 1: 保险卖出减仓在牛市中经常出现.....3
图 2: 外资卖出力量开始减弱.....3
图 3: 居民资金牛市的主力.....4
图 4: 基金发行放量背后也是居民资金.....4
图 5: 库存周期中利润改善幅度远大于经济总量.....4
图 6: A 股主要指数周涨跌幅.....7
图 7: 申万一级行业周涨跌幅.....7
图 8: 申万风格指数周/月涨跌幅.....8
图 9: 概念类指数周涨跌幅.....8
图 10: 全球市场重要指数周涨跌幅.....8
图 11: 重要商品指数周涨跌幅.....8
图 12: 2020 年全球大类资产收益率.....8
图 13: 沪股通累计净买入.....9
图 14: 融资余额.....9
图 15: 新发行基金份额.....9
图 16: 基金仓位估算.....9
图 17: 银行间拆借利率和公开市场操作.....9
图 18: 央行公开市场和国库定存净投放.....9
图 19: 长期国债利率.....10
图 20: 各类债券与同期限国债利差.....10

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：新的上涨动力

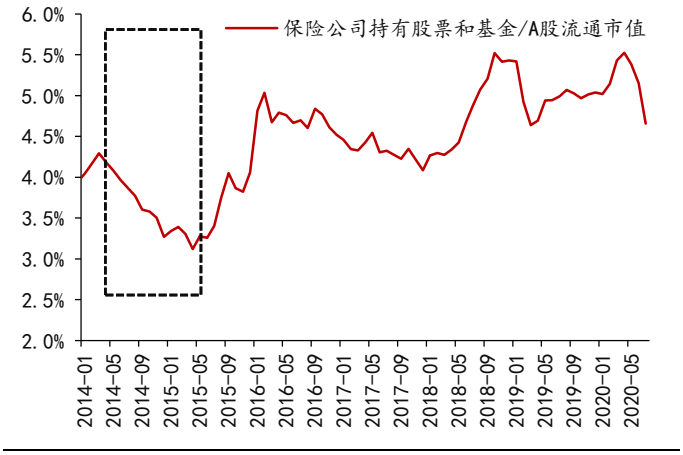
**6-7 月，推升市场加速上涨的直接变化是公募基金大幅放量，是资金驱动的行情，我们认为 9-10 月，股市上涨可能会加入新的动力。随着经济进入旺季，经济数据可能会验证库存周期已经启动的逻辑，这个逻辑一旦验证，可以持续到 2021 年上半年。对股市来说，7 月中旬以来的震荡已经到了尾声，可以开始再次进攻。9 月上旬公布的经济数据一旦验证了经济依然强势，股市可能会进入新一轮中枢抬升的上涨。**

**（1）成熟的机构资金卖出是牛市中经常会出现的现象。**随着股市的上涨，股市部分板块估值确实不便宜，这也导致了最近外资和保险等看重估值的投资者有所减仓。不过我们认为，这是牛市必然会出现的现象，是牛市的证据，其卖出力量还不足以终结牛市。

从 7 月底保险持有股票和基金的数据来看，占 A 股流通市值的比例由 5 月底的 5.5%快速下降到 4.7%，下降速度很快，背后可能是由于债券利率大幅上行，股票估值大幅上行，导致股市相比债市长期性价比下降。但是有意思的是，2014-2015 年牛市的时候，保险持有股票和基金占 A 股流通市值的比例也是大幅下降的，这是股市估值抬升后的正常现象，不会是改变牛市的力量。

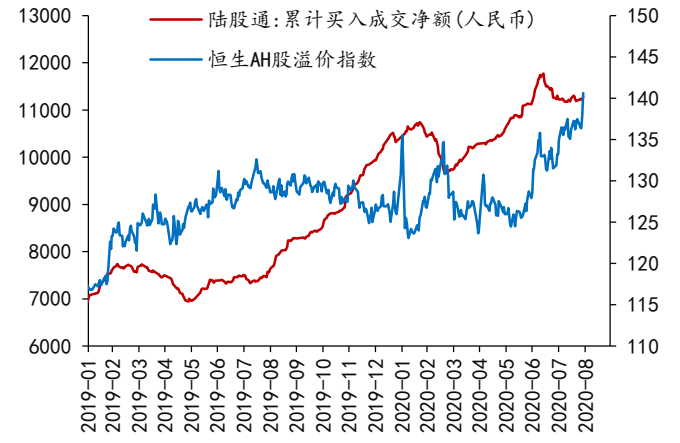
外资 7 月下旬以来也在卖出，背后的短期原因可能是估值快速上涨后，导致 AH 溢价扩大。但外资和保险不同的是，随着中国资本市场的开放，随着人民币汇率升值，外资有增配 A 股的长期需求。由此可能会导致，虽然部分获利较多的外资会卖出，但是由于 A 股在外资全球资产配置中相对的比较优势依然非常强，所以卖出的力量可能不会持续太久。最近一周外资已经转为流入，可能预示着外资新一轮买入的开始。

**图1： 保险卖出减仓在牛市中经常出现**




资料来源：WIND，新时代证券研究所

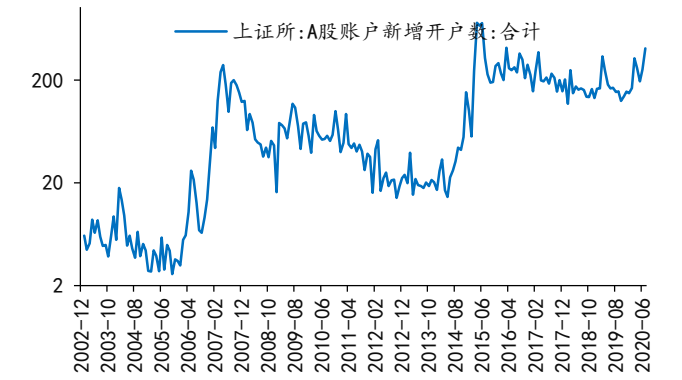
**图2： 外资卖出力量开始减弱**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

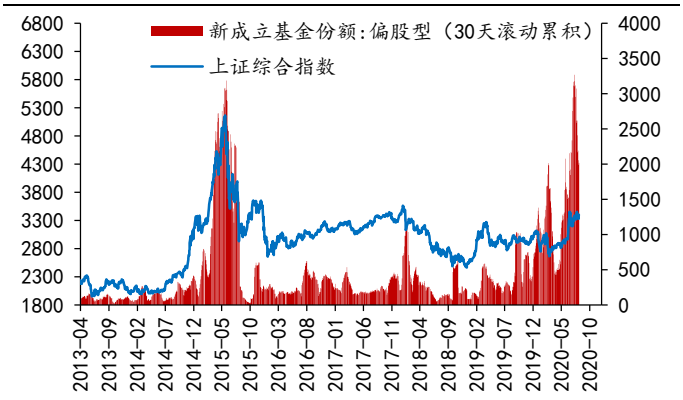
**（2）之所以机构卖出影响不大，主要是因为牛市中增加了大量的居民投资者。**A 股历次牛市中，资金的主要力量都是居民资金，我们认为从 2019 年下半年开始，居民资金已经开始入场了。这一趋势已经形成，而且现在还未看到改变这一趋势的变化。由于这一次居民资金更多地通过公募基金流入，所以整体上，至少到目前来看，居民资金流入的方式比之前的牛市更规范和健康。对场外配资和银行信贷资金违规流入股市的监管，可能不会改变居民资金进来的速度。

**图3： 居民资金牛市的主力**




资料来源：WIND，新时代证券研究所

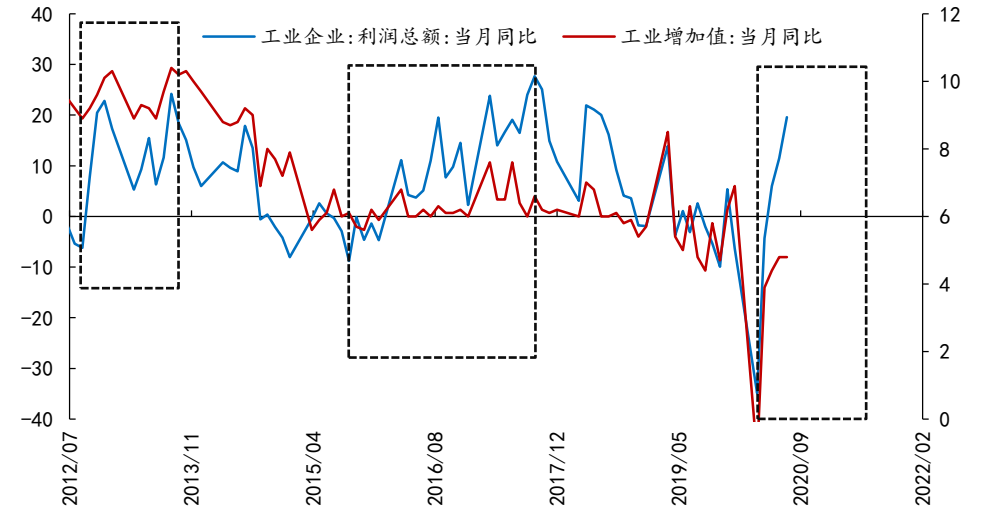
**图4： 基金发行放量背后也是居民资金**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**（3）库存周期可能已经启动。**我们认为国内经济新一轮库存周期已经启动了，虽然如果看 GDP、固定资产投资，大幅改善的空间都不是很大，但是按照历次库存周期的经验，利润的改善幅度会远大于 GDP、工业增加值和投资增速。2013 年、2016-2017 年两次库存周期中，经济总量都是小幅反弹，但工业企业利润的同比增速都会由负增长大幅增加到 20%以上。最近两个月经济恢复速度虽然没有继续加速，但是利润增速继续大幅增长，7 月工业企业利润当月同比 19.6%，这非常符合库存周期回升阶段的特点。

**图5： 库存周期中利润改善幅度远大于经济总量**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**（4）短期策略：9-10 月可能是新的上涨期。**6-7 月，推升市场加速上涨的直接变化是公募基金大幅放量，是资金驱动的行情，我们认为 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，可以开始再次进攻。9 月上旬公布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) 7月份，全国规模以上工业企业实现利润总额5895.1亿元，同比增长19.6%； |
| | **(2) 美国新增疫情7月中旬以来持续下降；** |
| | **(3) 美联储调整通胀率政策，宣布将寻求2%的平均通胀目标** |
| | **(4) 8月31日PMI公布。** |
| 利空 | (1) 美国周三将24家中国公司列入黑名单，并针对一些个人采取了行动，称他们参与了与南海有争议岛礁有关的建设和军事行动； |
| | (2) 欧洲部分地区疫情反弹。 |
| 未来重点事件 | **(1) 8月31日：A股中报强制披露截止日；** |
| | (2) 9月6日：香港立法会选举； |
| | (3) 9月15日：美国对华为芯片供应的禁令生效； |
| | **(4) 11月3日：美国大选结果；** |
| | (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 | 利多逻辑 | 过去 1-2 个月的变化 | 资金认可度 |
|---|---|---|---|
| 周期 | ①货币宽松带来商品通胀；<br>②龙头集中度提升；<br>③库存周期； | 房地产投资销售、基建投资、部分商品价格在温和回升。 | 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；<br>②ROE 稳定； | 社零数据有所回升，但仍处于负增长区间；白酒产量恢复到疫情前的水平。 | 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；<br>②品牌和渠道深化利好龙头；<br>③新能源车、小家电等新消费。 | 汽车销量单月增速大幅回暖，商用车销量增速超过疫情前的水平，接近 2017 年的高点；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；<br>②5G 新周期；<br>③半导体库存周期； | 手机出货量较 5 月有所下降，恢复速度放缓；半导体销售受疫情影响较小，计算机、通信和其他电子设备制造业的利润总额增速超过疫前水平，行业景气度继续上行。 | 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；<br>②高股息率； | 社融数据持续改善；政策制定者关注政策后遗症，总量要适度；金融系统向企业让利 1.5 万亿元。 | 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

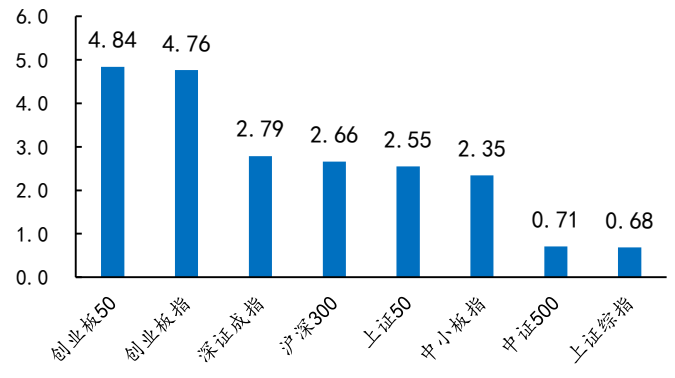
## 2、 上周市场变化

上周 A 股全面上涨，其中创业板 50（4.84%）、创业板指（4.76%）和深证成指（2.79%）领涨。申万一级行业中，食品饮料（7.73%）、休闲服务（6.54%）和电气设备（4.68%）领涨，商业贸易（-3.28%）、国防军工（-2.23%）和采掘（-1.68%）领跌。概念股中，生物育种指数（9.70%）、打板指数（8.68%）和征信指数（5.81%）领涨，深圳市国资指数（-5.30%）、海南省国资指数（-4.72%）和炭黑指数（-4.58%）领跌。

上周全球股市走势分化，标普 500（3.26%）、印度 SENSEX30（2.69%）和法国 CAC40（2.18%）领涨，墨西哥 MXX（-0.79%）、富时 100（-0.64%）和日经 225（-0.16%）领跌。商品市场中，LME 铜（2.84%）、玻璃（2.53%）和 LME 锌（2.44%）领涨，铁矿石（-1.83%）、螺纹钢（-1.22%）和 PTA（-0.75%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（76.47%）、黄金（29.48%）和 MSCI CHINA（19.60%）排名较高，而富时 100（-20.93%）、MSCI 前沿市场指数（-13.24%）和欧洲 STOXX50（-12.54%）排名较低。

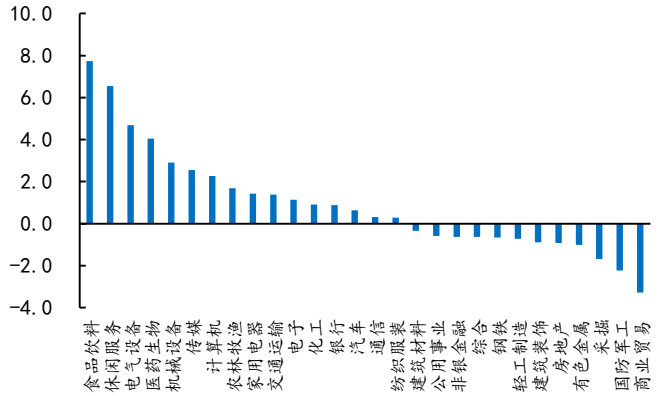
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 79.46 亿元（前值净流出 41.64 亿元），资金面环比改善。上周央行公开市场操作逆回购 8100 亿元，到期量 6100 亿元。截止 2020 年 8 月 28 日，银行间拆借利率大幅下降，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金较上周小幅减仓，偏股混合型基金较上周小幅加仓。

**图6： A 股主要指数周涨跌幅**



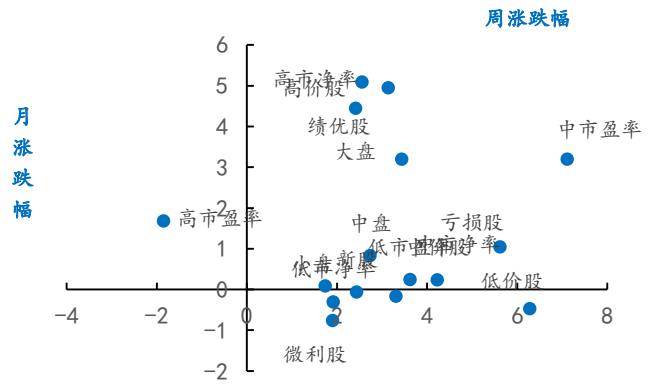

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7： 申万一级行业周涨跌幅**



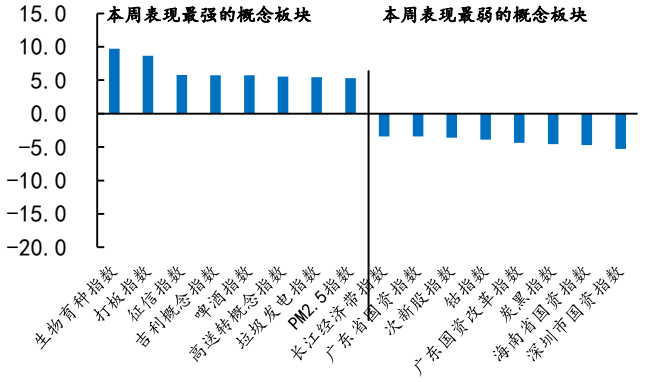

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图8： 申万风格指数周/月涨跌幅**



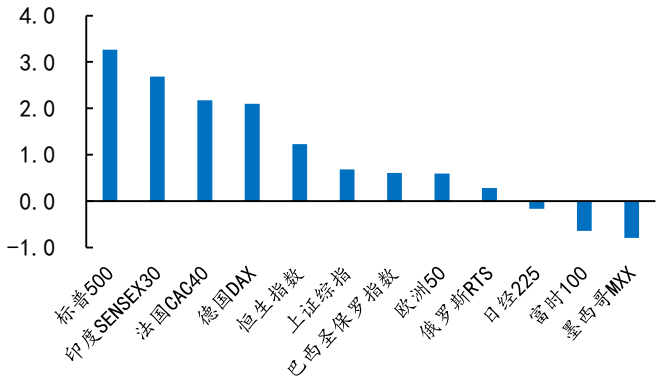

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图9： 概念类指数周涨跌幅**



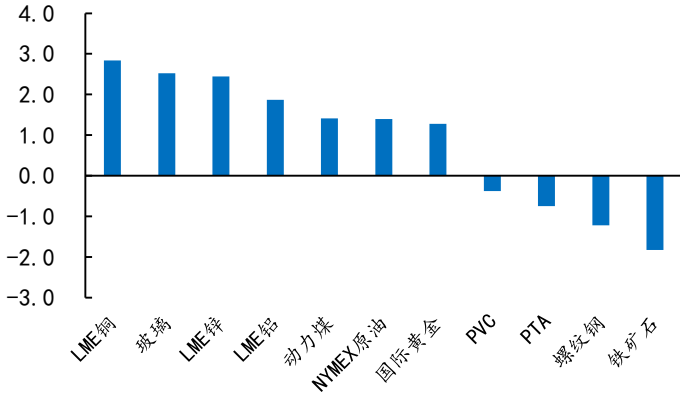

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图10： 全球市场重要指数周涨跌幅**



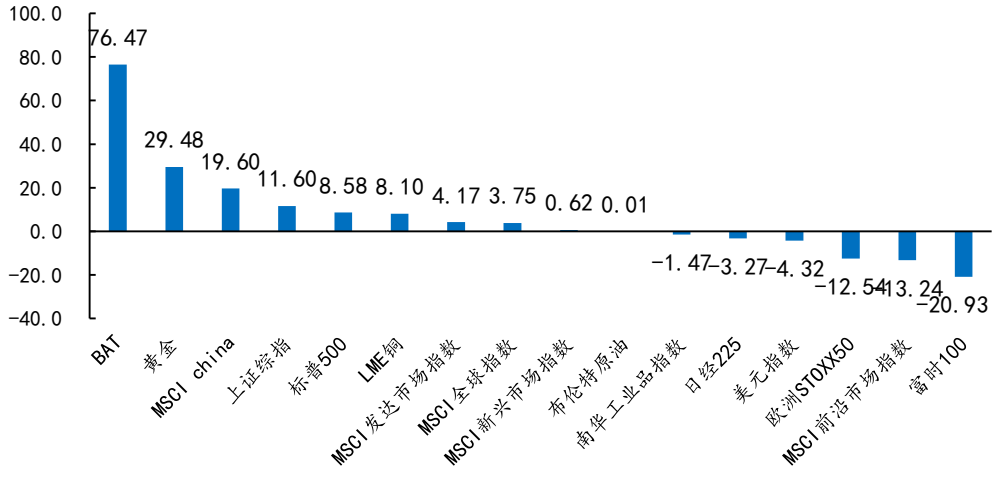

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图11： 重要商品指数周涨跌幅**



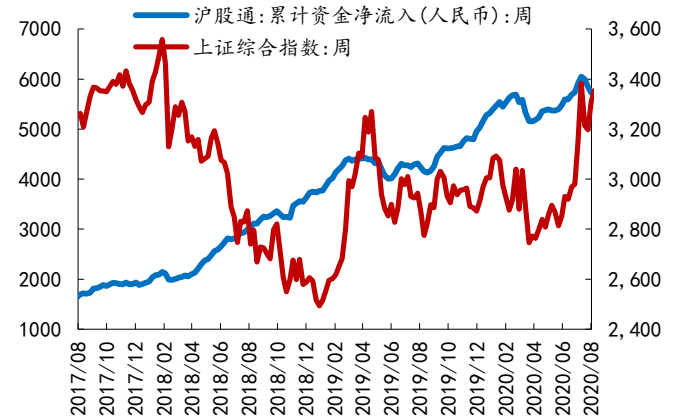

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图12： 2020 年全球大类资产收益率**



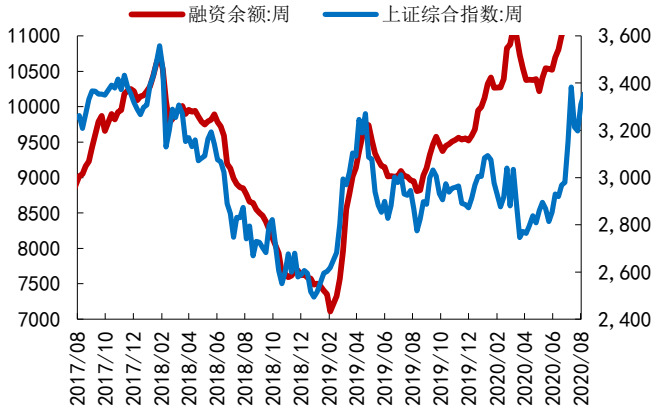

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图13： 沪股通累计净买入**



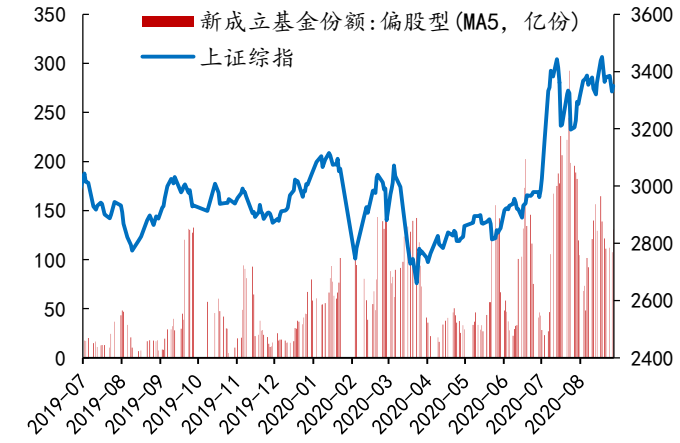

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图14： 融资余额**



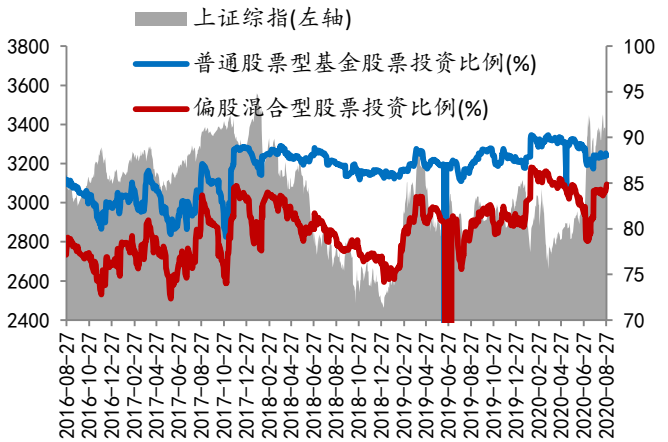

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图15： 新发行基金份额**



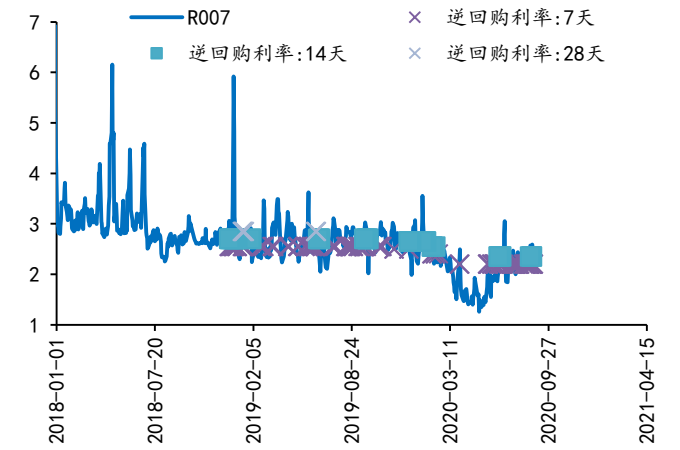

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图16： 基金仓位估算**



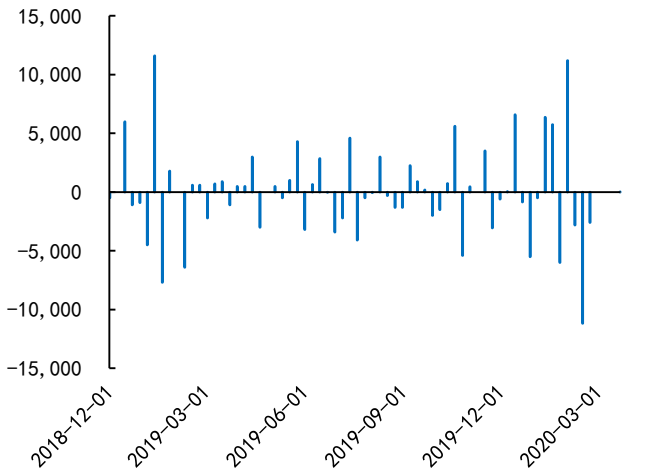

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图17： 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18： 央行公开市场和国库定存净投放**



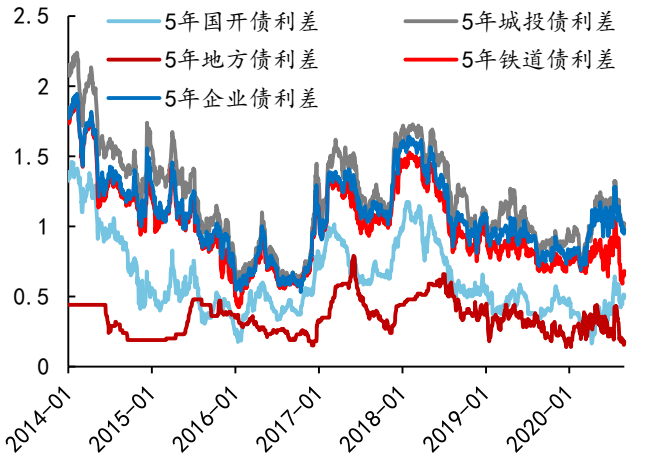
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图19： 长期国债利率**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图20： 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<br>邮箱：haoying1@xsdzq.cn | |
| **上海** | **吕荻琪　销售总监** | |
| | 固话：021-68865595 转 258<br>邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn | |
| **广深** | **吴林蔓　销售总监** | |
| | 固话：0755-82291898<br>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/