新时代证券 New Times Securities

震荡的末端

——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
《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

- **近期医药、电子等过去两年一直强势的板块有所调整，这可能是震荡末端的信号。时间上，8 月中下旬再次开启上涨的概率较大。上涨的速度取决于库存周期的确定性和全球货币宽松后再通胀的速度，虽然现在经济复苏的逻辑还有很大的不确定性，但是从投资的角度，这个时候在股市层面做多经济是最完美的。因为周期金融估值很便宜，货币政策很友好，做多经济是个看多期权，风险收益比较好。**
- **（1）强势股走弱是震荡末端的信号。**近期医药、电子等过去两年一直强势的板块有所调整，我们认为这是震荡末端的信号。过去 1 个季度，增量资金大幅增加，虽然周期和金融股开始有所表现，但是超额收益最稳的依然是消费。
- 7 月中旬以来的调整，没有实质的趋势性利空，背后主要是技术性调整。如果是技术性调整，则只需要各板块轮动调整，过去两年最强的医药和电子开始走弱可能是技术性调整末期的信号。

- **（2）新的主线可能正在酝酿。**我们认为，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。
- 过去的 1 个季度是增量资金进入的第一个季度（类似 2014 年 7-9 月），之前两年最强的板块依然会很强，但是随着增量资金继续进入，只靠过去两年的板块逻辑是不足以容纳如此巨大的增量资金的，板块逻辑需要扩散甚至转移。2014 年 10-12 月的风格剧烈切换，就是发生在增量资金进来的第二个季度。

- **（3）再次上涨的时间和速度。**我们之前提示过，8 月中下旬后，随着中报明朗、经济淡季结束，技术性调整时间也将比较充分，股市将开启新一轮上涨。上涨的速度取决于新的板块逻辑能否形成和强度，我们认为新的逻辑可能是库存周期的开启，可能是全球货币宽松带来的再通胀开启。

  虽然现在经济复苏的逻辑还有很大的不确定性，但是从投资的角度，这个时候在股市层面做多经济是最完美的。历史经验显示，股市表现最好的时候，一般不是经济最好的时候，而是经济下行的后期到经济复苏的初期和中期。这个时候虽然经济回升的不确定性很高，但是通胀往往很低，部分板块估值很便宜，货币政策很友好，做多经济是个看多期权，风险收益比较好。
- **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：震荡的末端.....3
2、 上周市场变化.....6

图表目录

图 1: 3 月以来消费领涨.....3
图 2: 6 月以来消费领涨，周期开始表现.....3
图 3: 2014 年增量资金出现后，风格切换加快.....4
图 4: 2014 年增量资金入场后，板块风格经常变化.....4
图 5: 库存周期有较大的概率启动.....4
图 6: 最大的不确定性是美国经济.....4
图 7: A 股主要指数周涨跌幅.....6
图 8: 申万一级行业周涨跌幅.....6
图 9: 申万风格指数周/月涨跌幅.....6
图 10: 概念类指数周涨跌幅.....6
图 11: 全球市场重要指数周涨跌幅.....7
图 12: 重要商品指数周涨跌幅.....7
图 13: 2020 年全球大类资产收益率.....7
图 14: 沪股通累计净买入.....7
图 15: 融资余额.....7
图 16: 新发行基金份额.....8
图 17: 基金仓位估算.....8
图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作.....8
图 19: 央行公开市场和国库定存净投放.....8
图 20: 长期国债利率.....8
图 21: 各类债券与同期限国债利差.....8

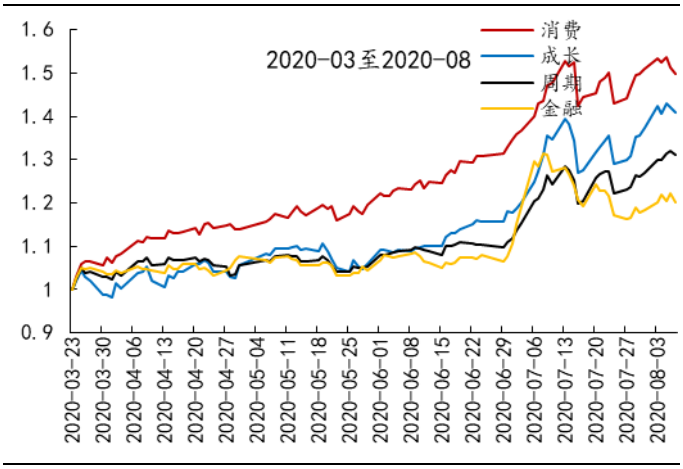
表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....5

1、 策略观点：震荡的末端

近期医药、电子等过去两年一直强势的板块有所调整，这可能是震荡末端的信号。时间上，8 月中下旬再次开启上涨的概率较大。上涨的速度取决于库存周期的确定性和全球货币宽松后再通胀的速度，虽然现在经济复苏的逻辑还有很大的不确定性，但是从投资的角度，这个时候在股市层面做多经济是最完美的。因为周期金融估值很便宜，货币政策很友好，做多经济是个看多期权，风险收益比较好。

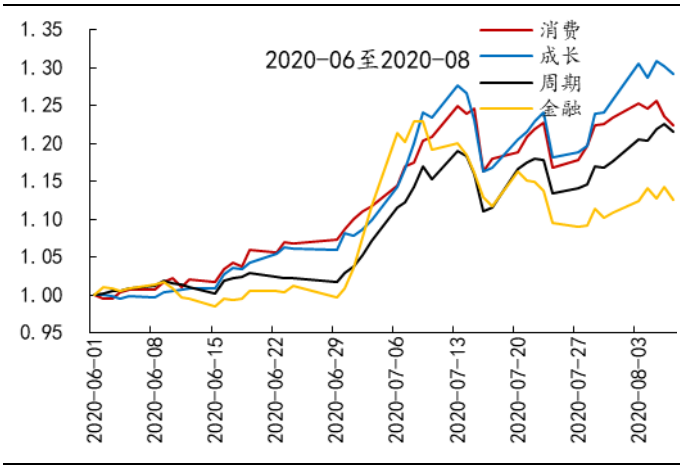
（1）强势股走弱是震荡末端的信号。近期医药、电子等过去两年一直强势的板块有所调整，我们认为这是震荡末端的信号。过去 1 个季度，增量资金大幅增加，虽然周期和金融股开始有所表现，但是超额收益最稳的依然是消费。

图1： 3 月以来消费领涨



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图2： 6 月以来消费领涨，周期开始表现

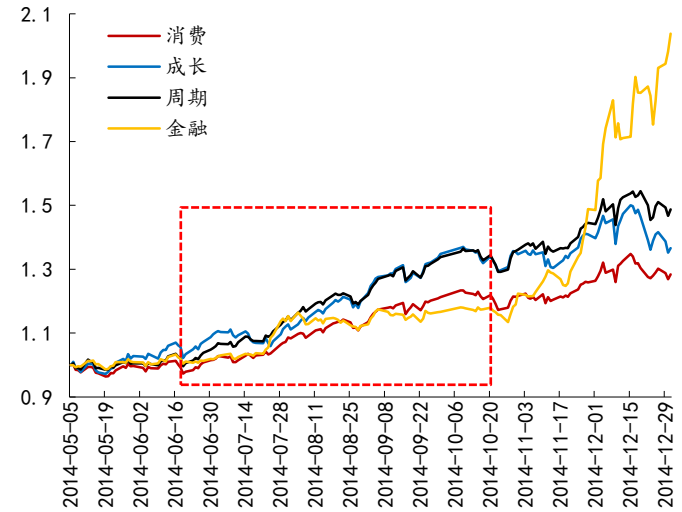


资料来源：Wind，新时代证券研究所

7 月中旬以来的调整，没有实质的趋势性利空，背后主要是技术性调整。如果是技术性调整，则只需要各板块轮动调整，过去两年最强的医药和电子开始走弱可能是技术性调整末期的信号。

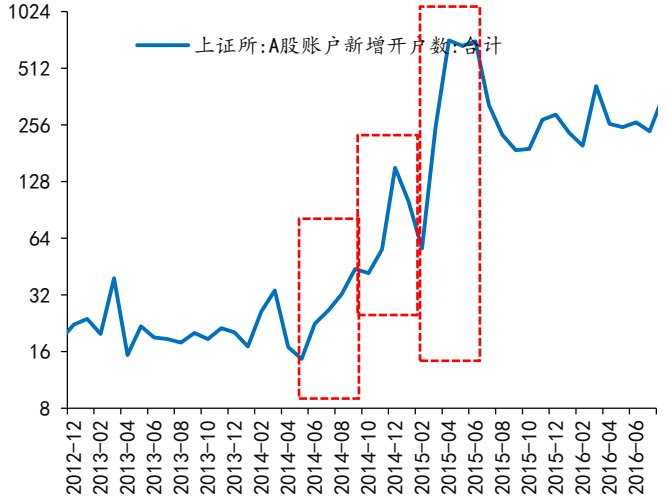
（2）新的主线可能正在酝酿。我们认为，技术性调整过后，市场可能会开启新的上涨主线，板块和逻辑将会和过去两年有很大的不同。回顾 2014 年增量资金入场后的市场，板块变化更快。2013 年全年每个季度都是成长领涨，但 2014 年 7 月份之后，几乎每个季度领涨的板块都会发生很大的变化，即使是成长内部，领涨的板块也会有频繁的变化。原因可能是，当增量资金很多的时候，一个板块逻辑一旦被挖掘出来后，会在短期内快速吸引大量的资金，从而在估值层面快速透支基本面的逻辑，即使是这个逻辑还没被完全证明是完美的。

图3： 2014 年增量资金出现后，风格切换加快



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图4： 2014 年增量资金入场后，板块风格经常变化

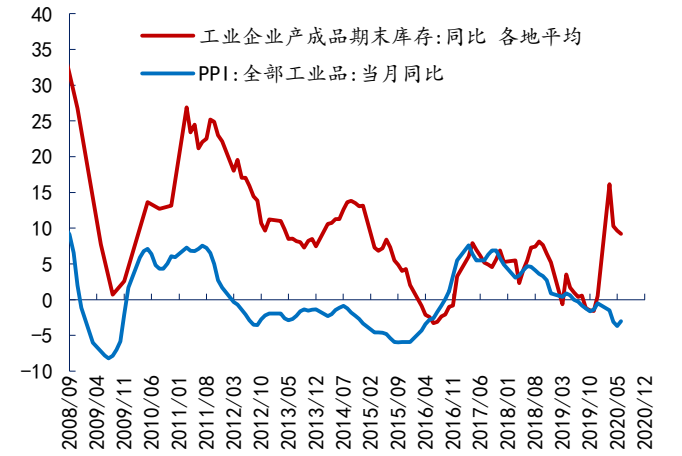


资料来源：Wind，新时代证券研究所

过去的 1 个季度是增量资金进入的第一个季度（类似 2014 年 7-9 月），之前两年最强的板块依然会很强，但是随着增量资金继续进入，只靠过去两年的板块逻辑是不足以容纳如此巨大的增量资金的，板块逻辑需要扩散甚至转移。2014 年 10-12 月的风格剧烈切换，就是发生在增量资金进来的第二个季度。

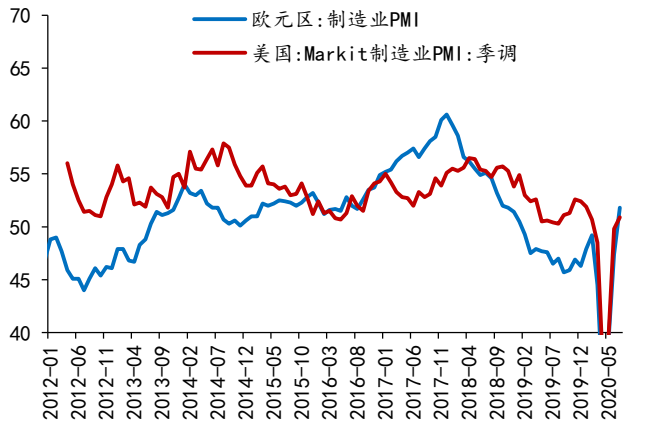
（3）再次上涨的时间和速度。我们之前提示过，8 月中下旬后，随着中报明朗、经济淡季结束，技术性调整时间也将比较充分，股市将开启新一轮上涨。上涨的速度取决于新的板块逻辑能否形成和强度，我们认为新的逻辑可能是库存周期的开启，可能是全球货币宽松带来的再通胀开启。

图5： 库存周期有较大的概率启动



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图6： 最大的不确定性是美国经济



资料来源：Wind，新时代证券研究所

虽然现在经济复苏的逻辑还有很大的不确定性，但是从投资的角度，这个时候在股市层面做多经济是最完美的。历史经验显示，股市表现最好的时候，一般不是经济最好的时候，而是经济下行的后期到经济复苏的初期和中期。这个时候虽然经济回升的不确定性很高，但是通胀往往很低，部分板块估值很便宜，货币政策很友好，做多经济是个看多期权，风险收益比较好。

（4）短期策略：调整的空间基本已经完成。这个位置大概率是技术性调整。由于实体经济依然是上行的，银行地产的估值继续下行空间很小，指数的调整空间

已经完成。时间上，现在是经济淡季和中报季，指数再次上涨的信号可能要会在 8 月中下旬密集出现。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	**(1) 7 月财新中国制造业 PMI 为 52.8，连续三个月处于扩张区间，前值为 51.2；** (2) 中国 7 月出口同比增 10.4%超预期，前值增 4.3%； (3) 国务院出台重磅措施鼓励集成电路产业和软件产业高质量发展。
利空	**(1) 美国将在 45 天后禁止任何美国个人或实体与 TikTok、微信及其中国母公司进行任何交易；** (2) 北向资金连续多日净流出； (3) 美国两党就刺激协议谈判没有取得任何进展。
未来重点事件	(1) 8 月：创业板注册制推出，首批上市公司挂牌； **(2) 8 月中旬：中美高级别会谈，审查第一阶段贸易协议履行情况；** (3) 8 月 31 日：A 股中报强制披露截止日； (4) 9 月 6 日：香港立法会选举； **(5) 11 月 3 日：美国大选结果；** (6) 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：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，当下处在风格不是很明确的过渡期。券商和新能源车是可以不考虑风格，并持续配置的板块。

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； ②龙头集中度提升； 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。	可以开始布局，三季度开始有绝对收益，中间可能会有月度领涨，目前进入平淡期，9 月后可能会有更积极的表现。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； 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。	存量资金已经配置到高位，增量资金是驱动消费过去 1 个季度加速上涨的主要力量。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。	由于销售的周期波动比必选消费更大，资金长期配置的信仰还不够强，需要配合一轮销售回升周期强化资金的配置信仰，持续观察经济恢复进度。
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； 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，可以关注消费电子。
金融	①股市进入新的创新周期； 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），其它金融短期是博弈性的逻辑（低估值），重点关注券商，是可能成为黑马的行业，银行和地产 9 月后可以重点关注。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

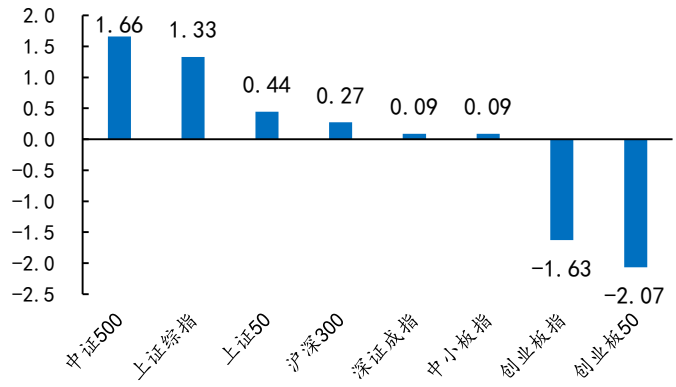
2、 上周市场变化

上周 A 股走势分化，其中中证 500（1.66%）、上证综指（1.33%）和上证 50（0.44%）领涨，创业板 50（-2.07%）和创业板指（-1.63%）领跌。申万一级行业中，国防军工（16.60%）、有色金属（6.01%）和汽车（4.15%）领涨，休闲服务（-4.85%）、食品饮料（-2.14%）和传媒（-1.39%）领跌。概念股中，大飞机（15.39%）、航母指数（14.67%）和打板指数（13.72%）领涨，MicroLED 指数（-3.89%）、啤酒指数（-3.66%）和禽流感指数（-3.25%）领跌。

上周全球股市走势分化，俄罗斯 RTS（3.00%）、德国 DAX（2.94%）和日经 225（2.86%）领涨，恒生指数（-0.26%）领跌。商品市场中玻璃（13.06%）、铁矿石（6.99%）和 NYMEX 原油（3.30%）领涨，LME 铜（-2.74%）和动力煤（-0.43%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（118.30%）、黄金（34.12%）和 MSCI CHINA（12.99%）排名较高，而富时 100（-20.02%）、MSCI 前沿市场指数（-17.49%）和欧洲 STOXX50（-13.54%）排名较低。

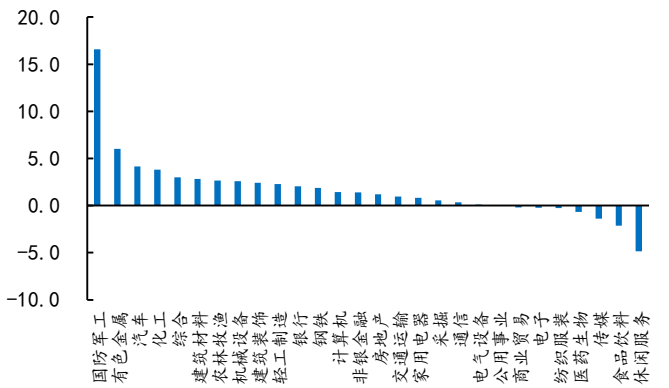
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 44.49 亿元（前值净流出 42.57 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 100 亿元，到期量 2800 亿元。截止 2020 年 8 月 7 日，银行间拆借利率大幅下降，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均小幅减仓。

图7： A 股主要指数周涨跌幅



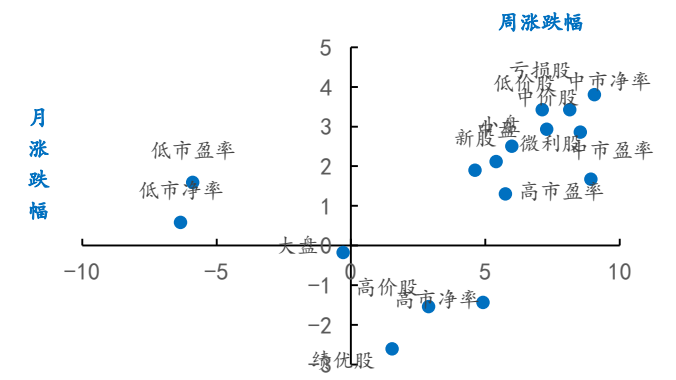
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万一级行业周涨跌幅



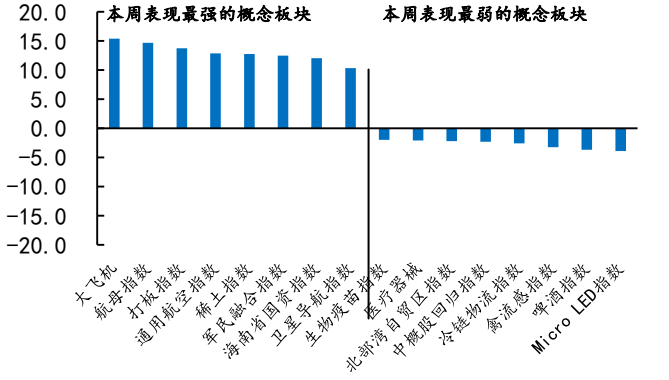
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 申万风格指数周/月涨跌幅



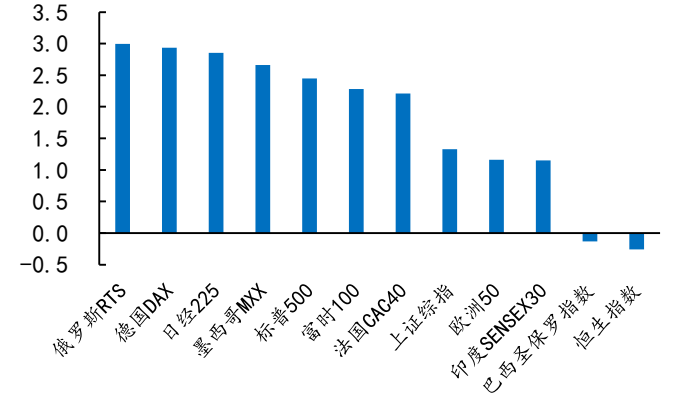
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 概念类指数周涨跌幅



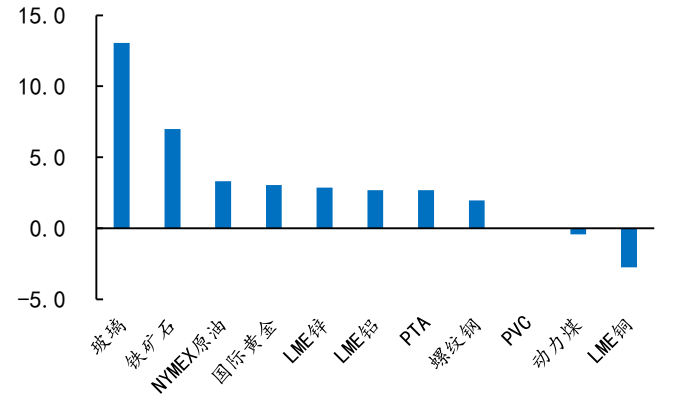
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 全球市场重要指数周涨跌幅



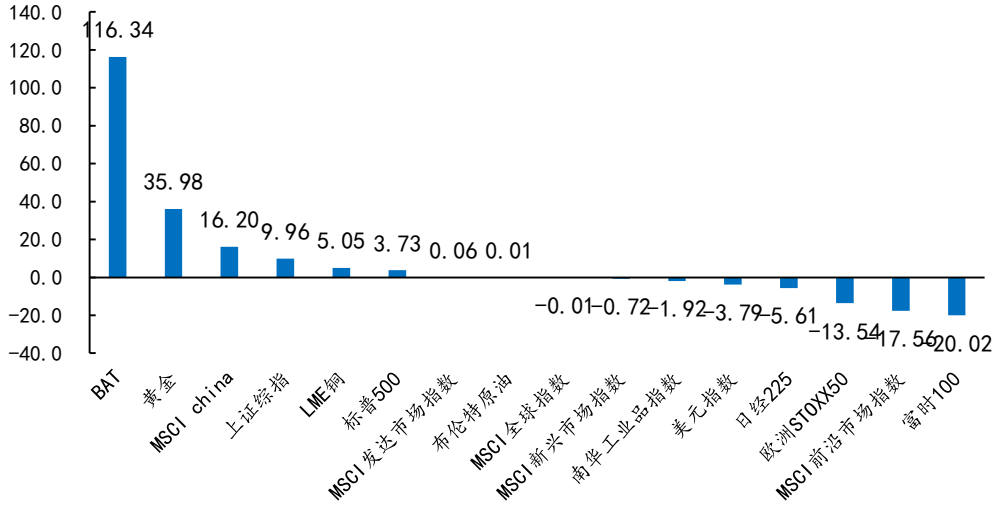
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 重要商品指数周涨跌幅



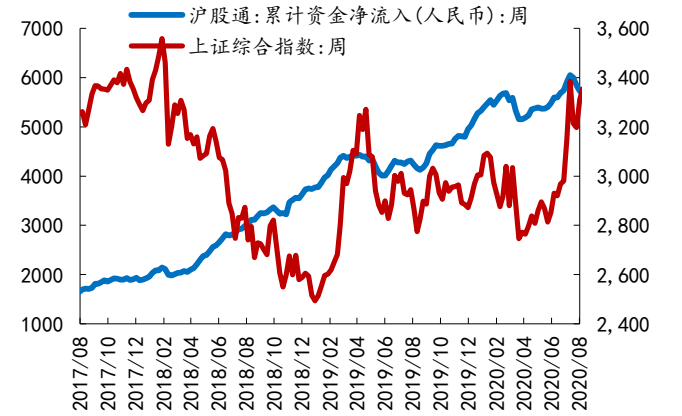
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 2020 年全球大类资产收益率



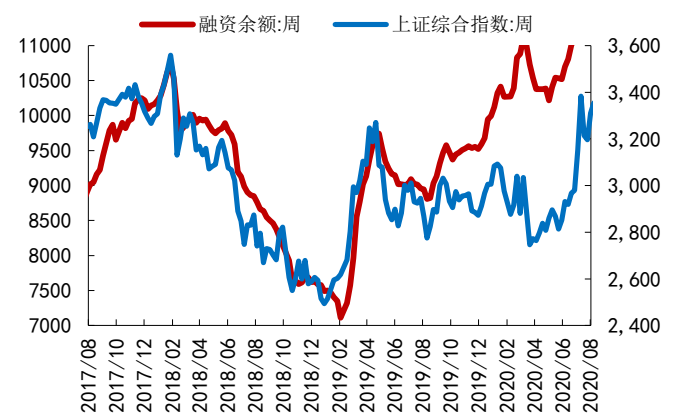
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 沪股通累计净买入



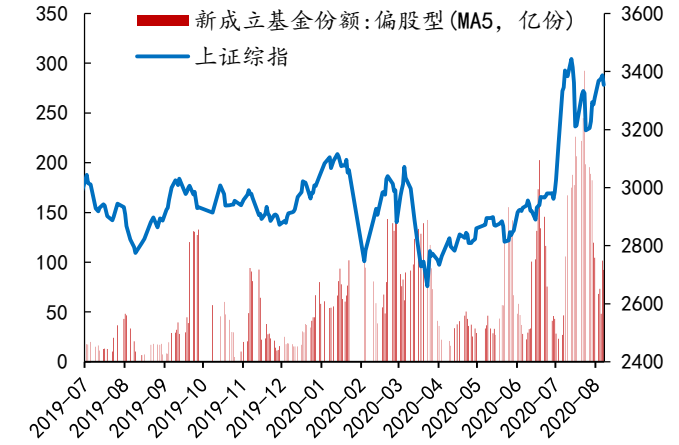
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 融资余额



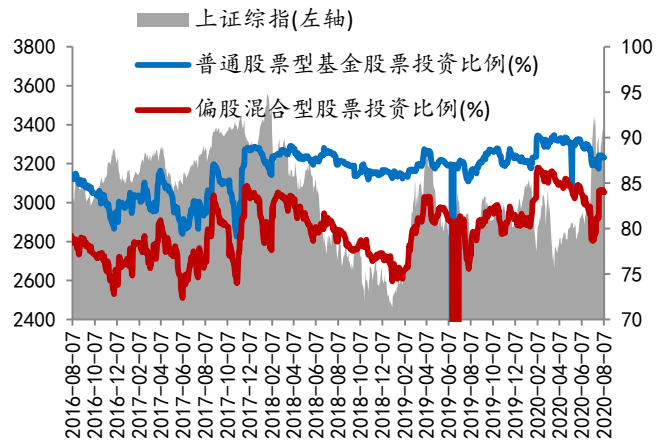
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 新发行基金份额



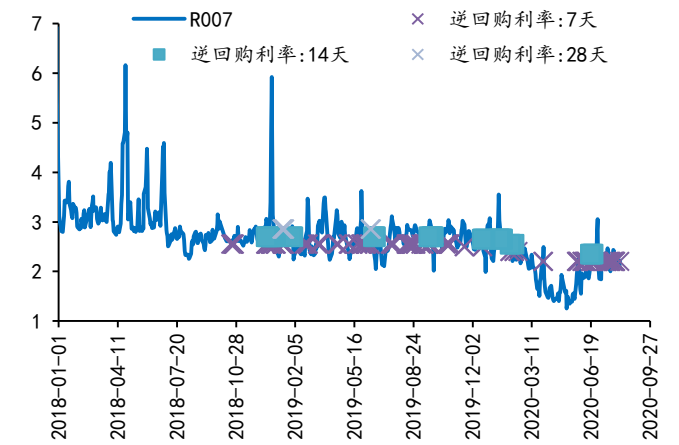
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 基金仓位估算



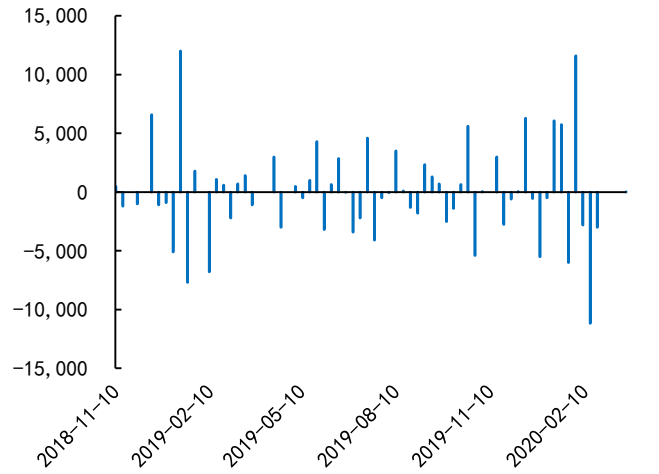
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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



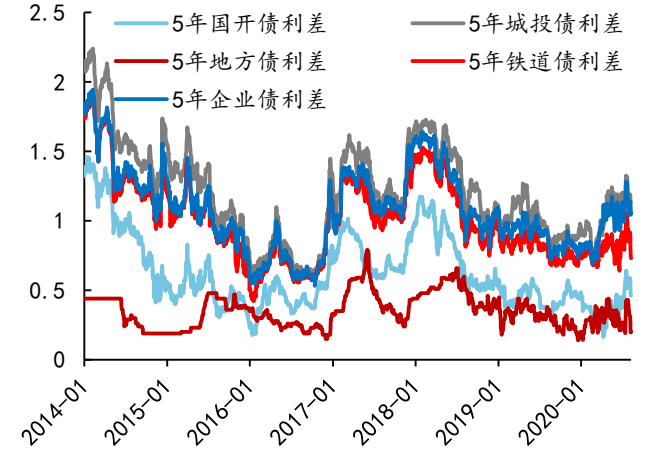
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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/