新时代证券 New Times Securities

再次上涨的信号是什么？

——策略周报

投资周报

- **7 月中旬以来的震荡大概率是技术性调整。空间上，由于银行地产的估值继续下行空间很小，指数的调整空间基本已经达到。时间上，我们认为，8 月中下旬出现突破上涨信号的概率较大。可能的信号有三种：第一种是利空（中美关系、货币政策的担心、解禁&创业板注册制、中报等）落地。第二种是利多出现，比如经济层面形成了库存周期的逻辑。第三种是发现新的上涨主线。**

- **（1）股市的资金格局依然是较为健康的。**由于外资的买入数据非常高频，而且对过去几年板块风格有较大影响，投资者对外资近期的流出非常担心。不过如果从总量来看，其实外资对 2020 年 A 股指数的影响是可以忽略的。从流进流出速度来看，外资最近 2 年其实没有太大变化，但是内资从 2019 年底开始出现了大幅流入，除了公募基金发行放量之外，我们看到融资余额最近一个季度大幅增加超过 3000 亿，这一流入的速度超过外资 1 年的规模。
- 所以我们认为，虽然 2019 年 4 月、2020 年 3 月外资流出后都带来的 A 股较大的调整，但这一次影响可能会小很多，因为居民资金流入的规模很大。

- **（2）投资者心态类似 2019 年 9-11 月。**目前的利空（解禁、中美关系）不会改变经济恢复和居民资金活跃的大环境，当下的格局比 2020 年 3 月（疫情带来盈利大幅下滑）、2019 年 4 月（市场尚未发行科技的产业趋势）、2018 年 2 月（经济进入了趋势性下行）都好很多。现在的投资者心态和板块特征类似 2019 年 9-11 月。

- **（3）再次加速的信号是什么？**技术性调整结束的信号往往会比较多，我们认为可能的信号有三种。

- **第一种信号是利空落地：**利空对股市冲击结束，比如中美关系、货币政策边际收紧的担心，都已经对股市产生的冲击，但随着政治局会议的落地，货币政策的担心进一步出现的概率下降。后续还有中报的验证，如果中报披露后，没有太多业绩雷，第一种信号就会具备。
- **第二种信号是利多出现：**国内经济过去一个季度恢复较好，近期随着经济进入淡季，商品价格有所震荡。后续如果经济进入旺季，经济的强度能否进一步加强？从而形成更长期的经济复苏逻辑（比如库存周期回升）。8-9 月都是验证期。
- **第三种信号是投资者发现新的上涨主线：**虽然 7 月市场出现了普涨，但 7 月下旬后，领涨板块依然是之前的消费龙头。后续能否出现新的主线板块？这是观察指数能否再次加速上涨的第三种信号。

- **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

《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
《正视杠杆塌缩引发的海外流动性危机》2018-03-15
《北上资金转为流入，融资余额小幅增加》2020-03-09
《再融资新规后定增市场的变化》2020-03-08
《换手率下降导致价值股补涨》2020-03-08

目 录

1、 策略观点：再次上涨的信号是什么？ 3
2、 上周市场变化 7

图表目录

图 1: 融资余额还在创新高 3
图 2: 外资近期有小幅的流出 3
图 3: 2019 年 9-11 月投资者对板块的困惑和现在有点像 4
图 4: 商品价格能否再次加速 4
图 5: 市场利率已经和政策利率没有偏差了 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 7
图 9: 概念类指数周涨跌幅 7
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 8
图 14: 融资余额 8
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 9
图 20: 各类债券与同期限国债利差 9

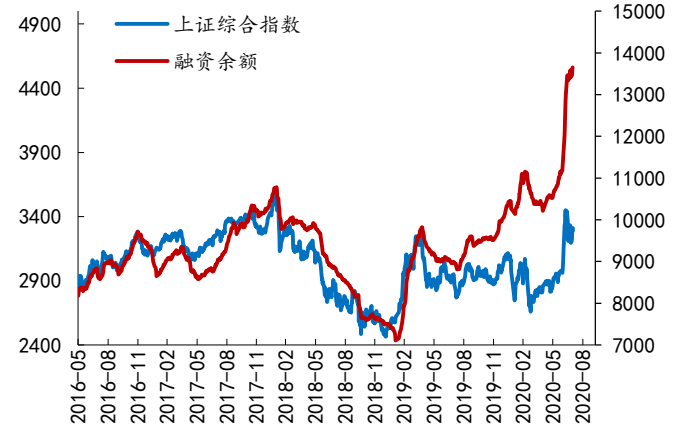
表 1: 近期利多利空全梳理 5
表 2: 板块配置观点 5

1、 策略观点：再次上涨的信号是什么？

7 月中旬以来的震荡大概率是技术性调整。空间上，由于银行地产的估值继续下行空间很小，指数的调整空间基本已经达到。时间上，我们认为，8 月中下旬出现突破上涨信号的概率较大。可能的信号有三种：第一种是利空（中美关系、货币政策的担心、解禁&创业板注册制、中报等）落地。第二种是利多出现，比如经济层面形成了库存周期的逻辑。第三种是发现新的上涨主线。

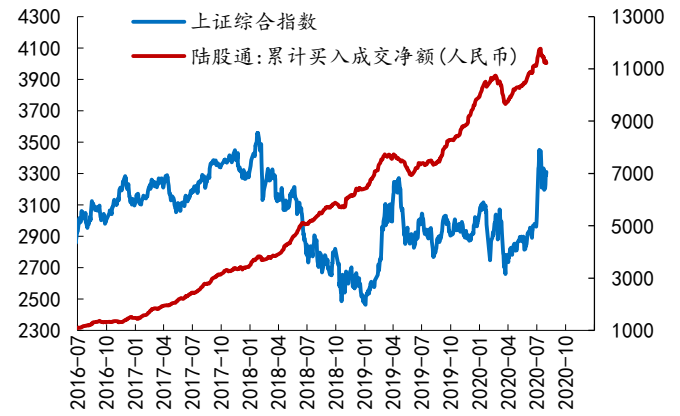
（1）股市的资金格局依然是较为健康的。由于外资的买入数据非常高频，而且对过去几年板块风格有较大影响，投资者对外资近期的流出非常担心。不过如果从总量来看，其实外资对 2020 年 A 股指数的影响是可以忽略的。从流进流出速度来看，外资最近 2 年其实没有太大变化，但是内资从 2019 年底开始出现了大幅流入，除了公募基金发行放量之外，我们看到融资余额最近一个季度大幅增加超过 3000 亿，这一流入的速度超过外资 1 年的规模。

图1： 融资余额还在创新高



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图2： 外资近期有小幅的流出



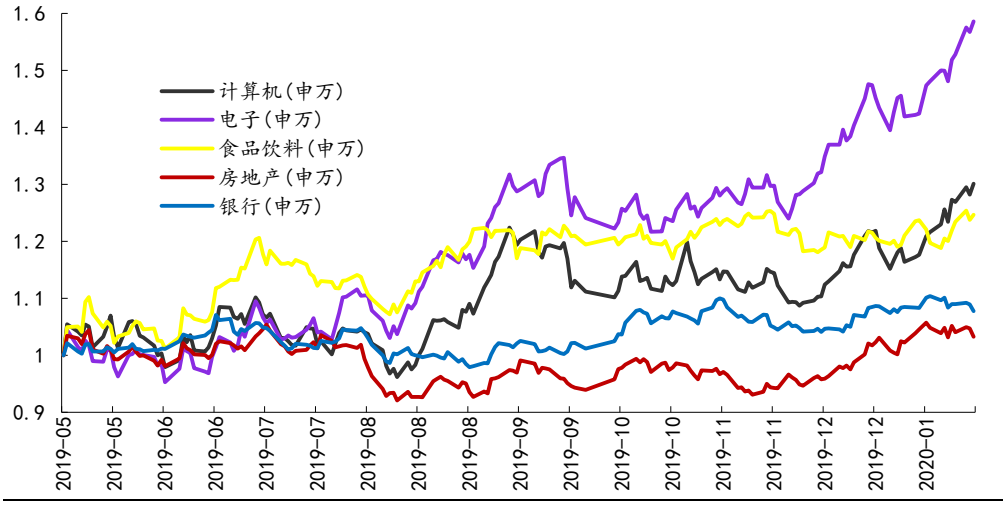
资料来源：Wind，新时代证券研究所

所以我们认为，虽然 2019 年 4 月、2020 年 3 月外资流出后都带来的 A 股较大的调整，但这一次影响可能会小很多，因为居民资金流入的规模很大。

（2）投资者心态类似 2019 年 9-11 月。目前的利空（解禁、中美关系）不会改变经济恢复和居民资金活跃的大环境，当下的格局比 2020 年 3 月（疫情带来盈利大幅下滑）、2019 年 4 月（市场尚未发行科技的产业趋势）、2018 年 2 月（经济进入了趋势性下行）都好很多。现在的投资者心态和板块特征类似 2019 年 9-11 月。

自下而上来看，2019 年 5-9 月，各板块涨跌幅差异度较大，以半导体为代表的科技大幅领涨。9 月之后，指数进入震荡，期间消费板块较强，金融股在震荡初期就已经调整到了前期低点。由此导致往上涨消费和科技估值有点贵，而往下跌的话，由于当时的经济有所回升（部分投资者已经认为经济库存周期开始启动了）。

图3： 2019 年 9-11 月投资者对板块的困惑和现在有点像



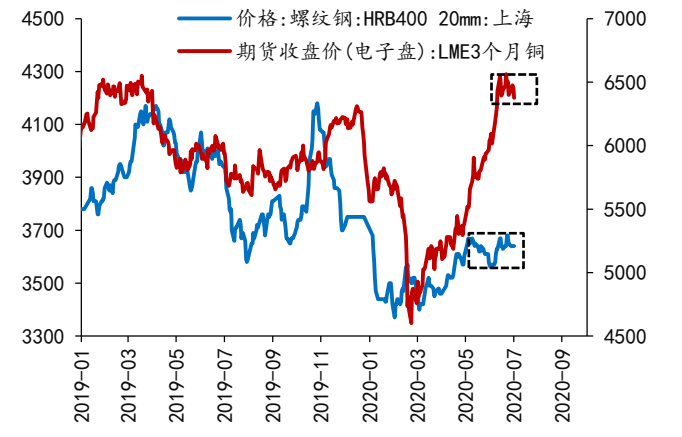
资料来源：Wind，新时代证券研究所

当时自上而下最大的利空是猪肉价格快速上涨，部分投资者担心货币政策会受到影响，希望等待 2020 年 1 月猪价阶段性见顶后入场，但是股市在 2019 年 12 月初就已经开始了上涨，比预期的启动时间更早。

（3）再次加速的信号是什么？技术性调整结束的信号往往会比较多，我们认为可能的信号有三种。

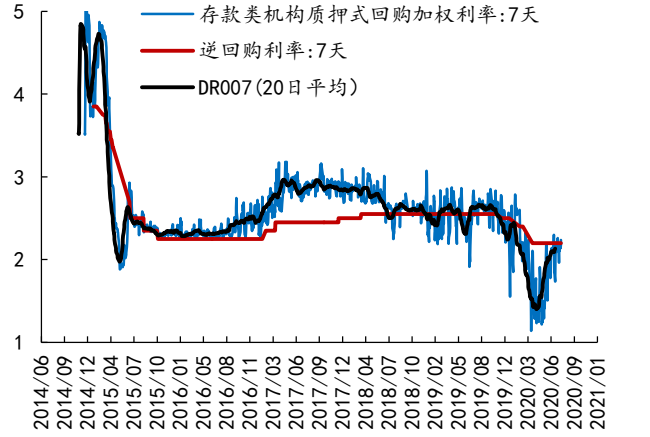
第一种信号是利空落地：利空对股市冲击结束，比如中美关系、货币政策边际收紧的担心，都已经对股市产生的冲击，但随着政治局会议的落地，货币政策的担心进一步出现的概率下降。后续还有中报的验证，如果中报披露后，没有太多业绩雷，第一种信号就会具备。

图4： 商品价格能否再次加速



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图5： 市场利率已经和政策利率没有偏差了



资料来源：Wind，新时代证券研究所

第二种信号是利多出现：国内经济过去一个季度恢复较好，近期随着经济进入淡季，商品价格有所震荡。后续如果经济进入旺季，经济的强度能否进一步加强？从而形成更长期的经济复苏逻辑（比如库存周期回升）。8-9 月都是验证期。

第三种信号是投资者发现新的上涨主线：虽然 7 月市场出现了普涨，但 7 月下旬后，领涨板块依然是之前的消费龙头。后续能否出现新的主线板块？这是观察指数能否再次加速上涨的第三种信号。

（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，向上缺乏催化剂，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) 二季度 GDP 创史上最大降幅，美联储继续释放鸽派信号，重申将动用所有工具支持经济。两党就新的刺激方案开启谈判； (2) 中国 7 月制造业 PMI 为 51.1，连续 3 个月回升，连续 5 个月在临界点以上，预期为 50.5，前值 50.9； **(3) 政治局会议首次提及国内大循环。提出下半年财政政策更加积极有为，货币政策更加灵活适度。打消了市场关于宽松政策进一步收紧的担忧。** (4) 央行决定将资管新规过渡期延长 1 年至 2021 年底。
利空	(1) 美国、巴西、印度疫情数据继续大幅上升，**欧洲疫情反弹**； (2) 央行近日向各大银行下发调研通知，摸底线上消费贷款流入楼市情况。深圳楼市调控，全面停止新的商务公寓项目审批；
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 31 日：A 股中报强制披露截止日； (3) 9 月 6 日：香港立法会选举； **(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：当下建议风格趋于中庸，配置消费为主，等待中报后期逐步关注经济的强度，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，4 季度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。	商品价格季度级别上涨后，或房地产销售回升后方能形成资金认可。存在这个可能，可以左侧布局，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。

板块	利多逻辑	过去 1-2 个月的变化	资金认可度
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

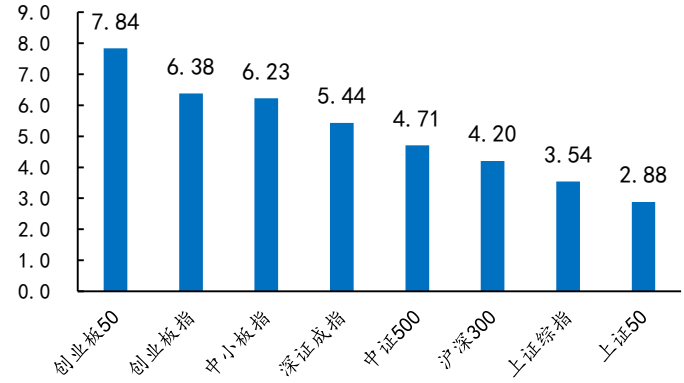
2、 上周市场变化

上周 A 股全面上涨，其中创业板 50（7.84%）、创业板指（6.38%）和中小板指（6.23%）领涨。申万一级行业中，休闲服务（12.71%）、电子（8.43%）和医药生物（7.96%）领涨，国防军工（-0.64%）领跌。概念股中，西藏振兴指数（23.71%）、血液制品指数（15.44%）和冷链物流指数（14.76%）领涨，南北船合并指数（-5.31%）、稀土指数（-1.57%）和航母指数（-1.08%）领跌。

上周全球股市走势分化，上证综指（3.54%）、标普 500（1.73%）和巴西圣保罗指数（0.52%）领涨，日经 225（-4.58%）、德国 DAX（-4.09%）和富时 100（-3.69%）领跌。商品市场中，LME 锌（4.28%）、国际黄金（3.91%） 和铁矿石（2.23%）领涨，NYMEX 原油（-2.08%）、动力煤（-1.47%）和 LME 铜（-0.61%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（94.77%）、黄金（30.17%） 和 MSCI CHINA（11.67%）排名较高，而富时 100（-21.81%）、MSCI 前沿市场指数（-18.97%）和欧洲 STOXX50（-14.40%）排名较低。

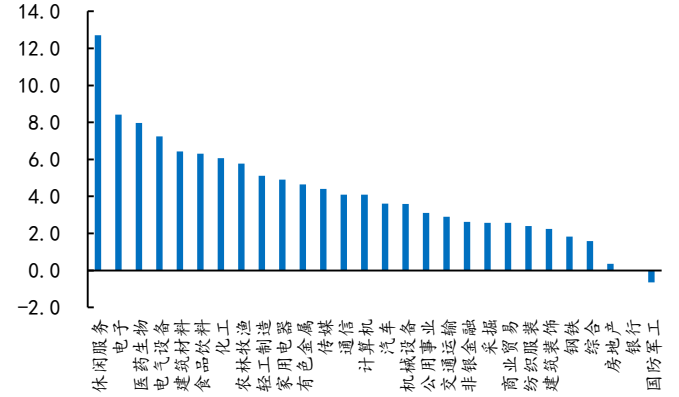
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 42.57 亿元（前值净流出 247.51 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 2800 亿元，到期量 1600 亿元。截止 2020 年 7 月 31 日，银行间拆借利率小幅上升，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均小幅减仓。

图6： A 股主要指数周涨跌幅



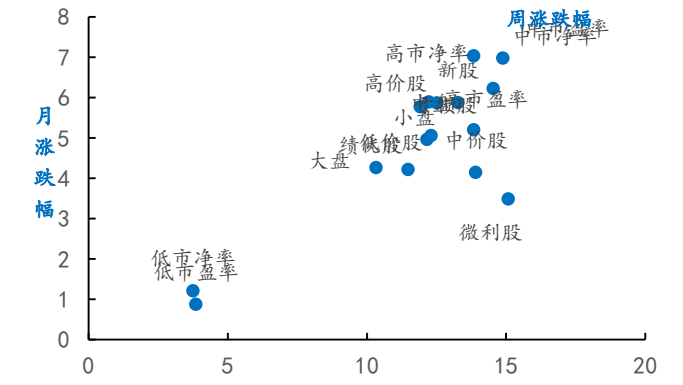
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万一级行业周涨跌幅



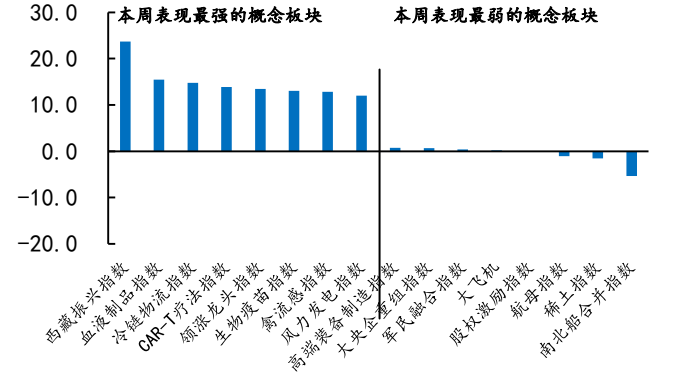
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万风格指数周/月涨跌幅



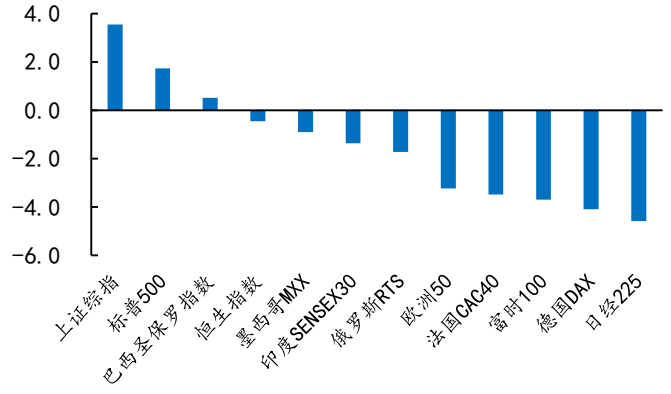
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 概念类指数周涨跌幅



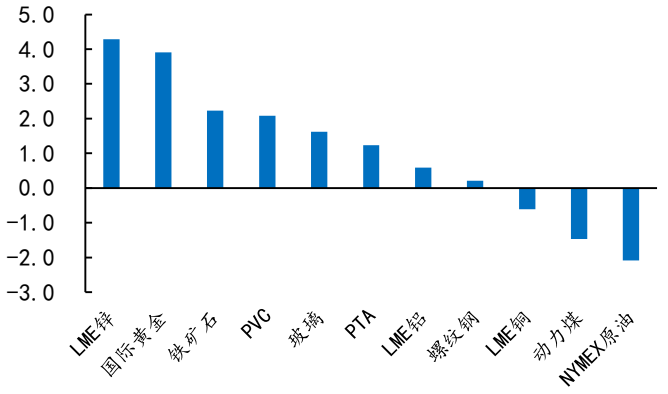
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 全球市场重要指数周涨跌幅



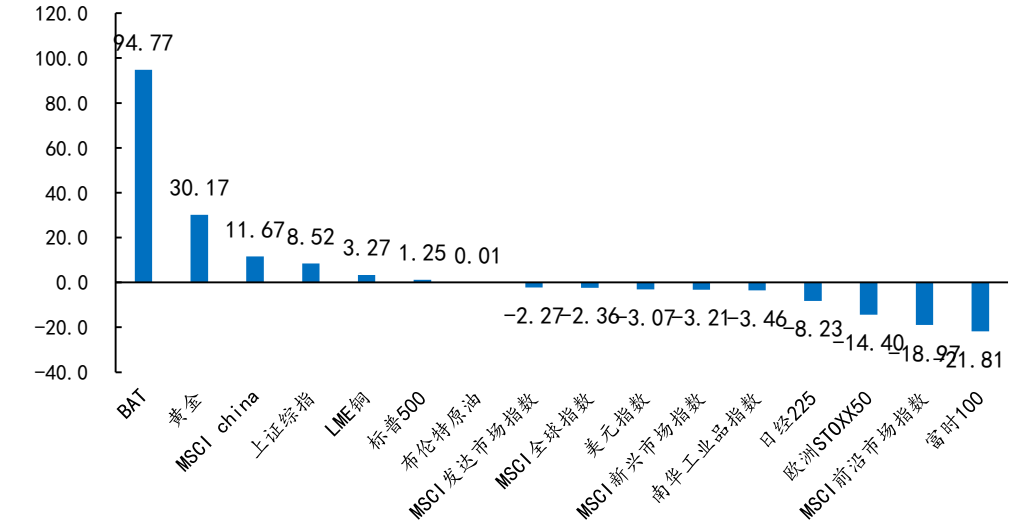
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 重要商品指数周涨跌幅



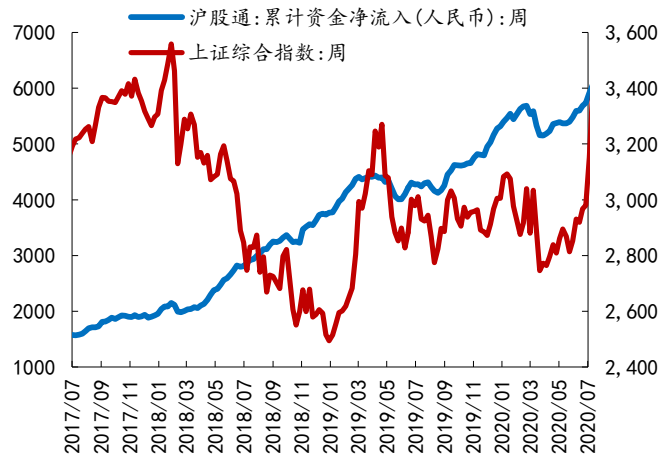
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 2020 年全球大类资产收益率



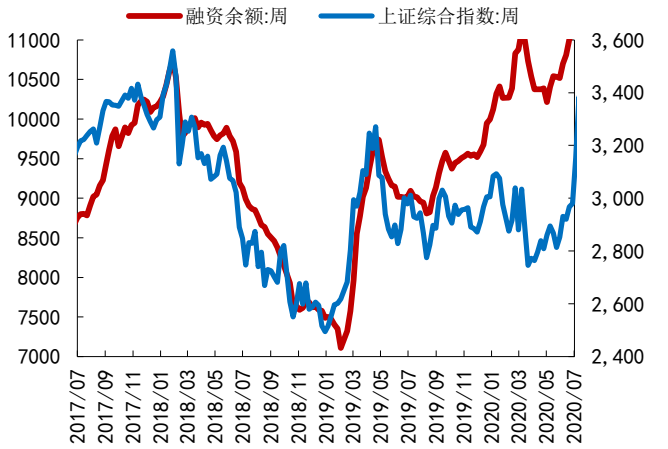
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 沪股通累计净买入



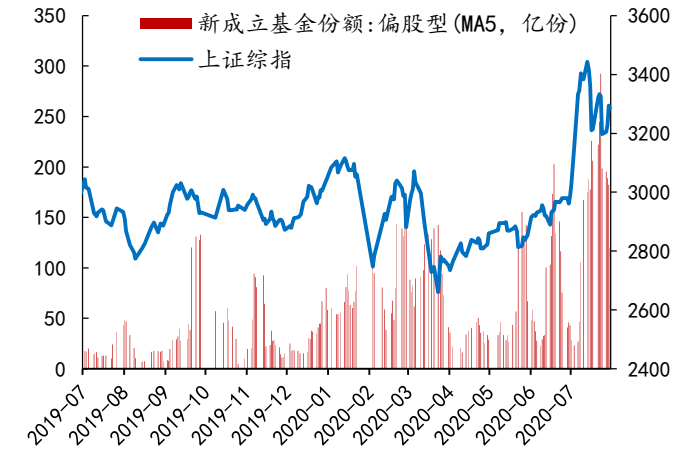
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 融资余额



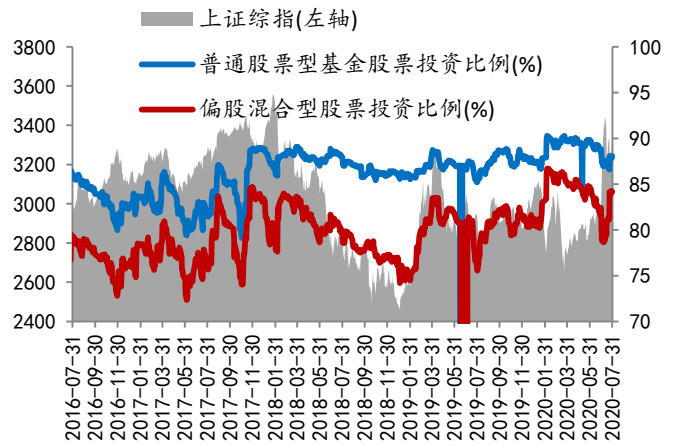
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 新发行基金份额



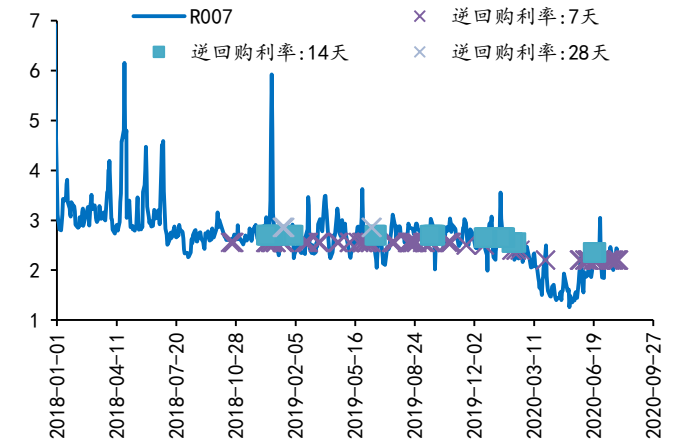
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 基金仓位估算



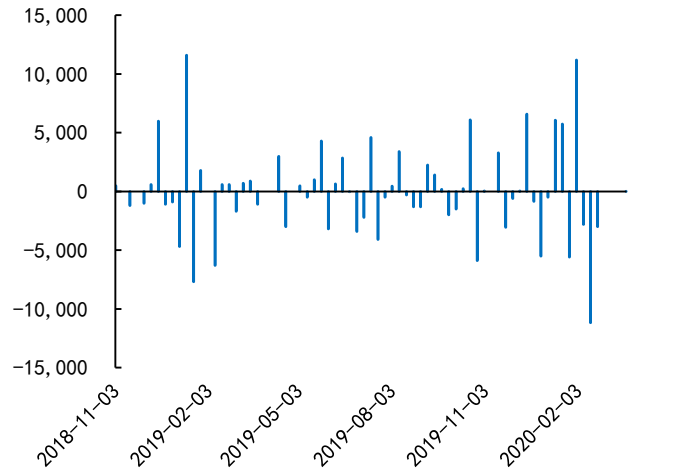
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 银行间拆借利率和公开市场操作



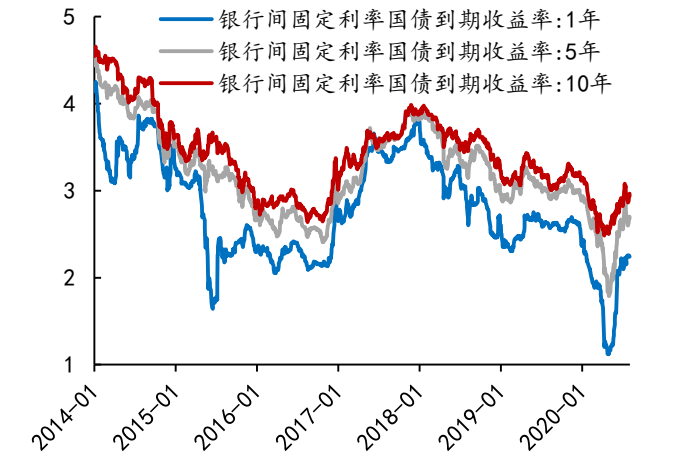
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 央行公开市场和国库定存净投放



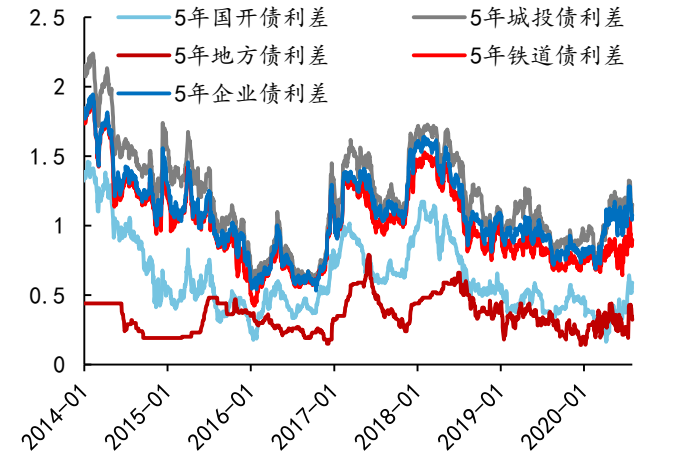
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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 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/