新时代证券 New Times Securities

调整的时间和空间

——策略周报

投资周报

- **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。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很小了。时间上，现在是经济淡季和中报季，向上缺乏催化剂，继续开启上涨的时间可能要等 8 月中下旬。**
- **（1）调整的性质。**最近市场的剧烈波动让投资者非常动摇，按照 2015 年 6 月以来的经验，类似的波动完成后，后面可能一个季度内都很难有值得参与的行情，2018 年 2 月、2019 年 4 月和 2020 年 3 月的教训让部分投资者已经开始谨慎。但我们认为，这一次只是技术性调整，调整的时间和空间都会比之前的小。
- **影响调整级别的因素主要有三个：**短期（涨幅过快叠加局部利空）、中期（经济和资金出现了年度级别的担心）、长期（牛市或震荡市的核心矛盾是否变化）。如果是只有第一个因素，调整一般是技术调整；如果是第一个和第二个因素共振，调整一般是季度休整，或者是幅度很大的月度调整；而如果是短期中期长期三因素共振，调整的幅度和速度都会远超预期。我们认为，近期的调整，主要是前期利多兑现后，获利盘较多和仓位调整需要带来的调整，是技术性调整，空间和时间都不会太久。
- **目前的利空（解禁、中美关系）都不会改变经济恢复和居民资金活跃的大环境，**这种格局比 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。估值层面虽然局部有泡沫，但是整体是比较健康的。所以这个位置大概率是技术性调整。
- **（2）调整的时间。**时间上，市场需要时间重新寻找上涨的主线。如果后续上涨的主线是周期和金融，则需要验证经济复苏的力度，目前经济逐步进入季节性淡季，货币政策和房地产政策边际上的担心也有所抬头，如果这个主线发力的话，可能要等经济进入旺季，9-10 月可能会有再次中枢抬升。
- 如果后续上涨的主线是消费和科技，则需要等待解禁担心和中报的数据落地，重新开启上涨的时间可能要等 8 月底，等中报披露完毕。
- （3）调整的空间。我们认为调整的空间很小，因为银行和地产的估值很低。历史上虽然银行地产估值一直很低，但如果在低的基础上继续估值下行，一般要伴随着实体经济的下行，但现在实体经济是上行的，所以银行地产估值继续下行的可能性很低。所以指数下行的空间也很小。
- **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

《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
《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：调整的时间和空间.....3
2、 上周市场变化.....6

图表目录

图 1: 经济进入季节性下行.....4
图 2: 货币宽松的力度回到了疫情前水平.....4
图 3: 银行 PB 处在历史最低区域.....4
图 4: A 股主要指数周涨跌幅.....6
图 5: 申万一级行业周涨跌幅.....6
图 6: 申万风格指数周/月涨跌幅.....6
图 7: 概念类指数周涨跌幅.....6
图 8: 全球市场重要指数周涨跌幅.....7
图 9: 重要商品指数周涨跌幅.....7
图 10: 2020 年全球大类资产收益率.....7
图 11: 沪股通累计净买入.....7
图 12: 融资余额.....7
图 13: 新发行基金份额.....8
图 14: 基金仓位估算.....8
图 15: 银行间拆借利率和公开市场操作.....8
图 16: 央行公开市场和国库定存净投放.....8
图 17: 长期国债利率.....8
图 18: 各类债券与同期限国债利差.....8

表 1: A 股历史上指数快速见顶后的调整级别.....3
表 2: 近期利多利空全梳理.....5
表 3: 板块配置观点.....5

1、 策略观点：调整的时间和空间

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。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很小了。时间上，现在是经济淡季和中报季，向上缺乏催化剂，继续开启上涨的时间可能要等 8 月中下旬。

（1）调整的性质。最近市场的剧烈波动让投资者非常动摇，按照 2015 年 6 月以来的经验，类似的波动完成后，后面可能一个季度内都很难有值得参与的行情，2018 年 2 月、2019 年 4 月和 2020 年 3 月的教训让部分投资者已经开始谨慎。但我们认为，这一次只是技术性调整，调整的时间和空间都会比之前的小。

影响调整级别的因素主要有三个：短期（涨幅过快叠加局部利空）、中期（经济和资金出现了年度级别的担心）、长期（牛市或震荡市的核心矛盾是否变化）。如果是只有第一个因素，调整一般是技术调整；如果是第一个和第二个因素共振，调整一般是季度休整，或者是幅度很大的月度调整；而如果是短期中期长期三因素共振，调整的幅度和速度都会远超预期。我们认为，近期的调整，主要是前期利多兑现后，获利盘较多和仓位调整需要带来的调整，是技术性调整，空间和时间都不会太久。

表1： A 股历史上指数快速见顶后的调整级别

	有无趋势性利空？	估值是否泡沫？	短期利空	调整的性质
2020 年 7 月	无	局部有	中美关系、解禁	技术性调整
2020 年 3 月	疫情让盈利大跌	局部有	疫情、美股暴跌	大级别调整
2019 年 9 月	无	无	通胀	技术性调整
2019 年 4 月	盈利还在下行趋势	无	政治局会议、中美	熊市大反弹结束
2018 年 2 月	经济周期拐头	无	美股调整	熊市起点
2016 年 12 月	利率拐点	无	债市暴跌	大级别调整
2015 年 6 月	股市资金拐点	有	查场外配资	熊市起点
2015 年 1 月	经济趋势性下行中	局部有	查两融	技术性调整
2013 年 9 月	货币紧缩	无		技术性调整
2013 年 2 月	无	无	房地产调控	熊市大反弹结束
2010 年 11 月	经济拐点，利率上行	局部有	加息	熊市大反弹结束
2009 年 8 月	流动性拐点	局部有	央行收紧信贷	熊市起点
2009 年 2 月	无	无		技术性调整
2007 年 10 月	经济和盈利拐点	有		熊市起点
2007 年 5 月	无	有	上调印花税	技术性调整
2007 年 2 月	无	无		技术性调整
2006 年 6 月	无	无		技术性调整

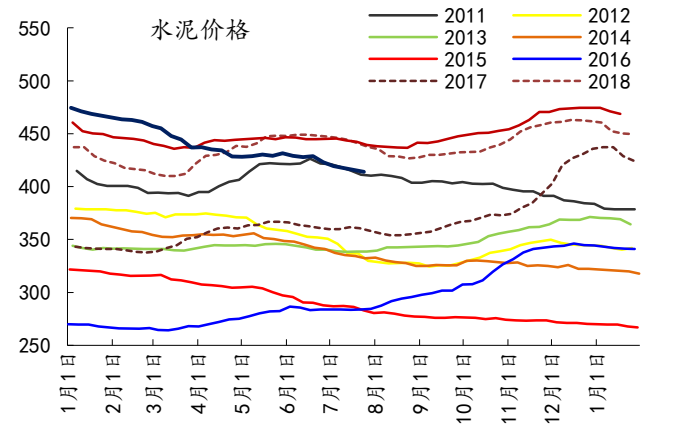
资料来源：Wind，新时代证券研究所

目前的利空（解禁、中美关系）都不会改变经济恢复和居民资金活跃的大环境，这种格局比 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。估值层面虽然局部有泡沫，但是整体是比较健康的。所以这个位置大概率是技术性调整。

（2）调整的时间。时间上，市场需要时间重新寻找上涨的主线。如果后续上

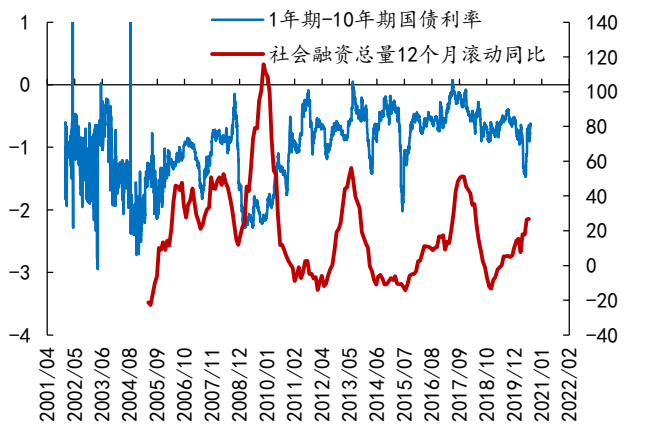
涨的主线是周期和金融，则需要验证经济复苏的力度，目前经济逐步进入季节性淡季，货币政策和房地产政策边际上的担心也有所抬头，如果这个主线发力的话，可能要等经济进入旺季，9-10 月可能会有再次中枢抬升。

图1： 经济进入季节性下行



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图2： 货币宽松的力度回到了疫情前水平

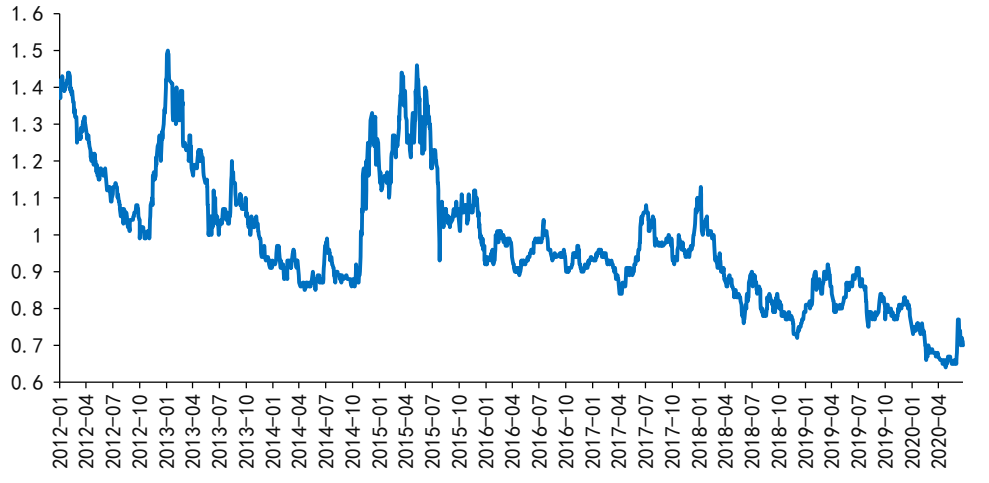


资料来源：Wind，新时代证券研究所

如果后续上涨的主线是消费和科技，则需要等待解禁担心和中报的数据落地，重新开启上涨的时间可能要等 8 月底，等中报披露完毕。

（3）调整的空间。我们认为调整的空间很小，因为银行和地产的估值很低。历史上虽然银行地产估值一直很低，但如果在低的基础上继续估值下行，一般要伴随着实体经济的下行，但现在实体经济是上行的，所以银行地产估值继续下行的可能性很低。所以指数下行的空间也很小。

图3： 银行 PB 处在历史最低区域



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）短期策略：继续调整的空间很小，时间到 8 月中下旬。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。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很小了。时间上，现在是经济淡季和中报季，向上缺乏催化剂，继续开启上涨的时间可能要等 8 月中下旬。

表2： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 欧盟设立总额 7500 亿欧元的“恢复基金”； (2) 2020 年 6 月新增投资者 154.90 万，同比增长 46.71%，环比增长 27.58%； **(3) 房地产政策不动摇。**
利空	(1) 美国、巴西、印度疫情数据继续大幅上升； (2) 科创板大规模解禁，同时多家科创板企业集体发布减持公告； **(3) 中美互关领事馆；** (4) 法国给华为 5G 设备设限，或在 2028 年之前将华为设备从法国的 5G 网络中逐步移除；
未来重点事件	**(1) 7 月：政治局会议讨论经济形势；** (2) 8 月：创业板注册制推出，相关上市公司挂牌； (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：美国大选公布结果；** (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：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3： 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，4 季度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，后续这个力量将逐渐降温。
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 4 季度可以重点关注。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

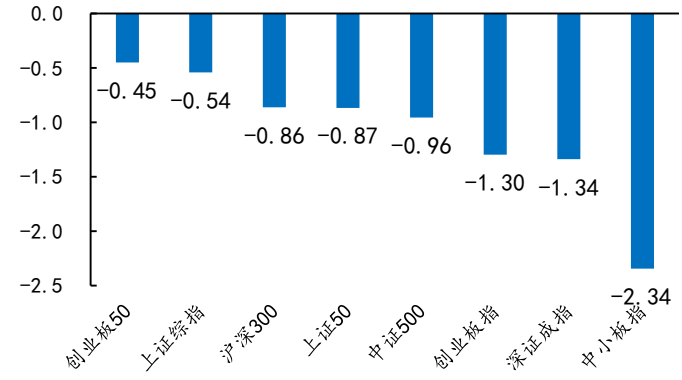
2、 上周市场变化

上周 A 股全线下跌，其中中小板指（-2.34%）、深证成指（-1.34%）和创业板指（-1.30%）领跌。申万一级行业中，国防军工（7.97%）、休闲服务（3.34%）和有色金属（2.81%）领涨，通信（-3.99%）、银行（-2.96%）和电子（-2.90%）领跌。概念股中，南北船合并指数（13.91%）、打板指数（11.09%）和航母指数（9.17%）领涨，智能音箱指数（-5.17%）、网红经济指数（-5.11%）和垃圾发电指数（-4.80%）领跌。

上周全球股市走势分化，俄罗斯 RTS（3.27%）、印度 SENSEX30（3.00%）和墨西哥 MXX（2.83%）领涨，富时 100（-2.65%）、欧洲 50（-2.32%）和法国 CAC40（-2.23%）领跌。商品市场中，国际黄金（5.07%）、LME 铝（2.14%）和玻璃（1.96%）领涨，PVC（-1.53%）和 LME 铜（-0.74%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（75.82%）、黄金（25.27%） 和 MSCI CHINA（9.70%）排名较高，而 MSCI 前沿市场指数（-19.94%）、富时 100（-18.81%）和欧洲 STOXX50（-11.55%）排名较低。

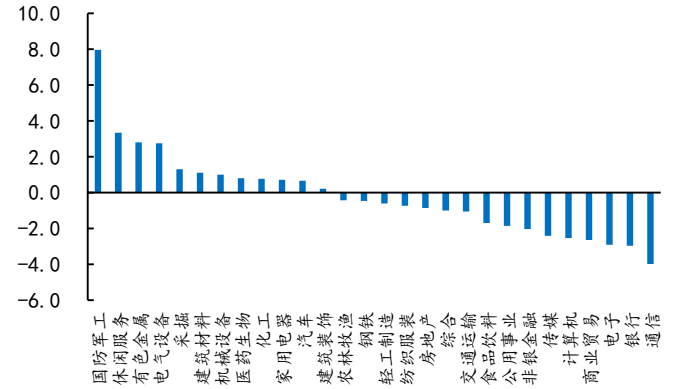
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 247.51 亿元（前值净流出 191.16 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 1600 亿元，到期量 3300 亿元。截止 2020 年 7 月 24 日，银行间拆借利率和十年期国债收益率均小幅下降。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均小幅加仓。

图4： A 股主要指数周涨跌幅



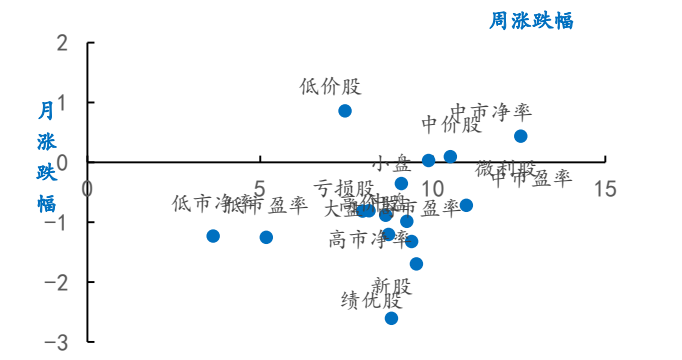
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 申万一级行业周涨跌幅



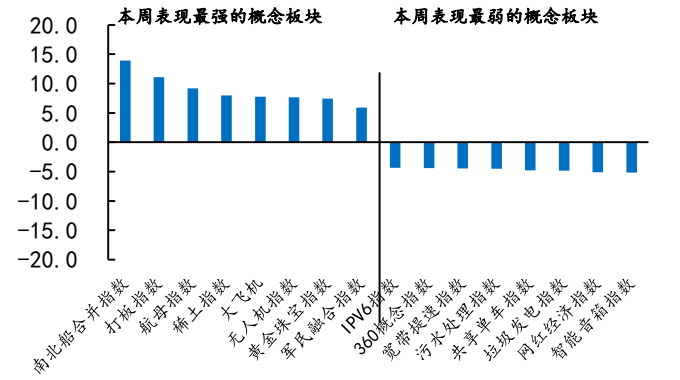
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万风格指数周/月涨跌幅



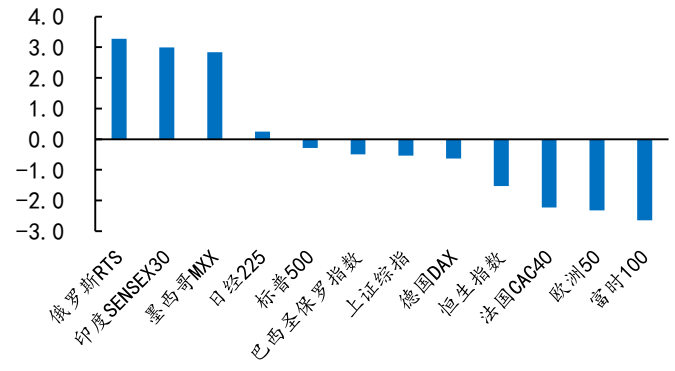
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 概念类指数周涨跌幅



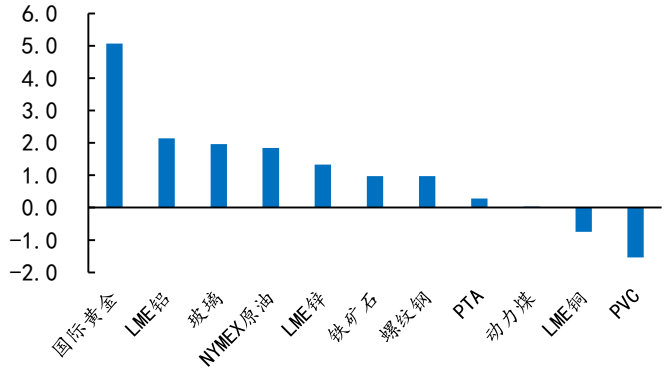
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 全球市场重要指数周涨跌幅



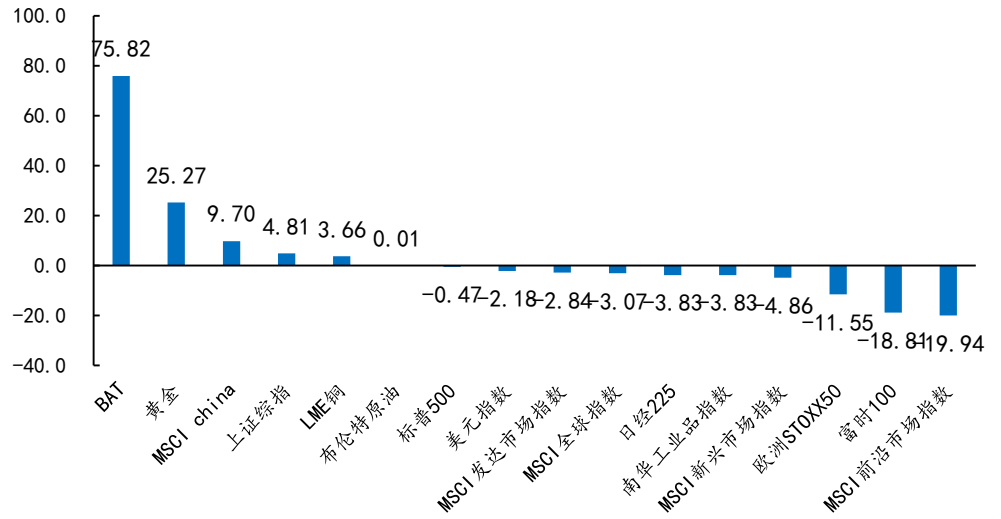
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 重要商品指数周涨跌幅



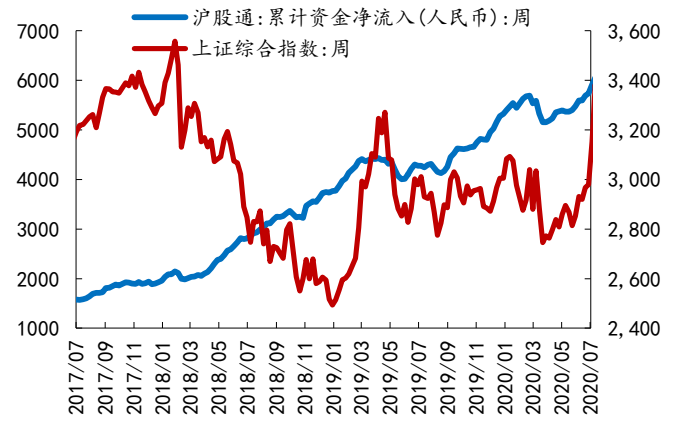
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 2020 年全球大类资产收益率



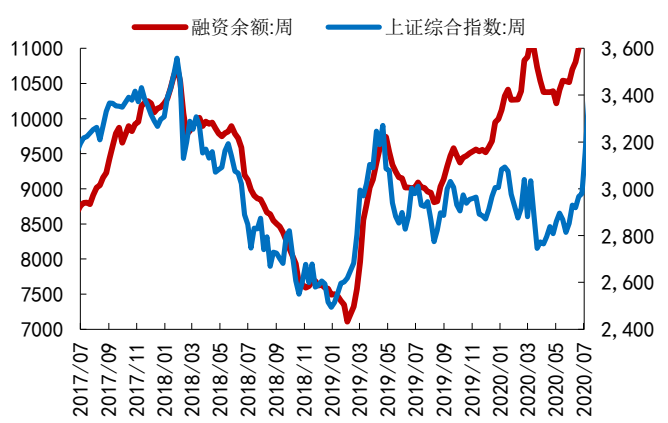
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 沪股通累计净买入



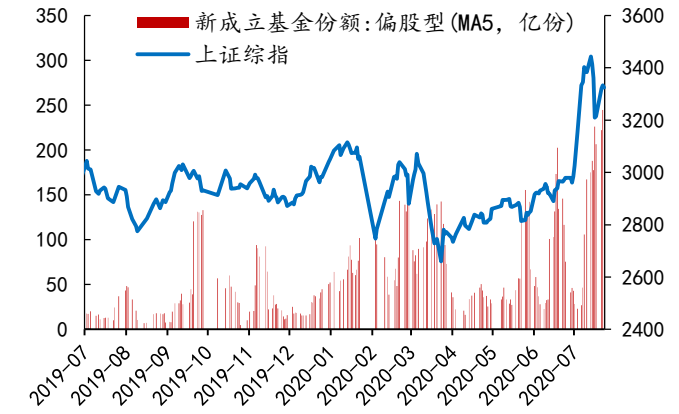
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 融资余额



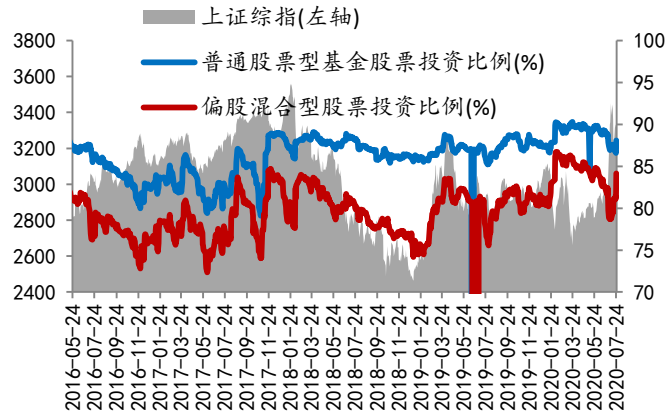
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 新发行基金份额



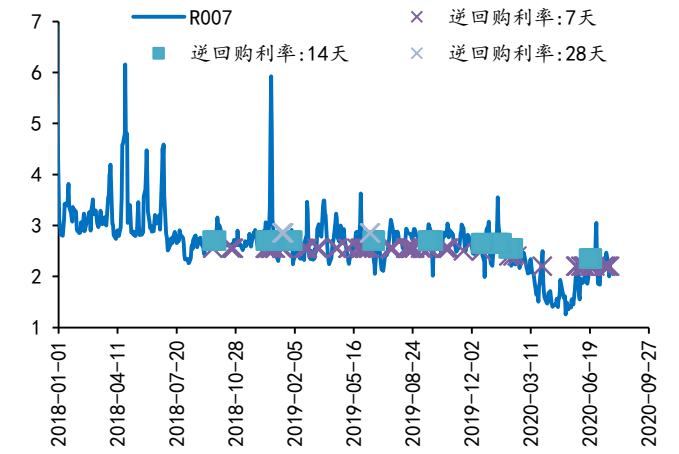
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 基金仓位估算



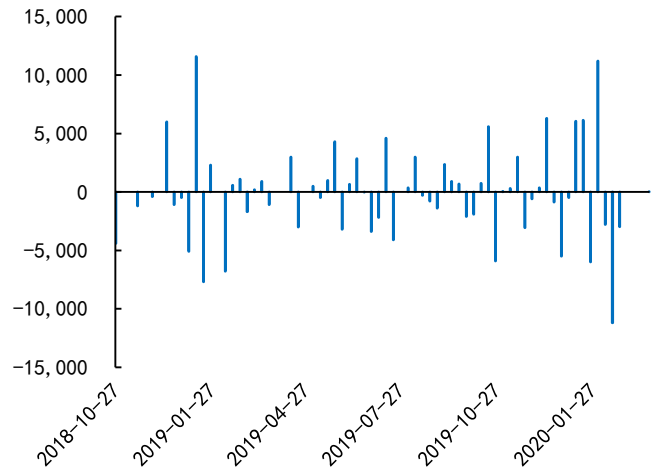
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 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16： 央行公开市场和国库定存净投放



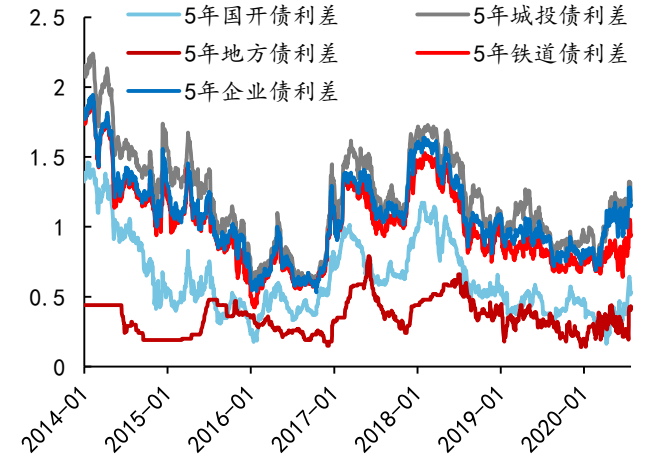
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 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/