新时代证券 New Times Securities

多头已战略性胜利

——策略周报

投资周报

- **过去 1 年多空双方围绕 3000 点上下震荡，恰恰形成了多头对空头的“围点打援”。通过 3000 点附近的震荡，大部分大级别的空头逻辑已经被消灭。之前，3000 点看似多空僵持不下，但是股市的赚钱效应持续回升，由此带来的格局是多头越打越多，空头越打越少。一旦突破，将会是摧枯拉朽的，A 股上周的上涨速度堪比 2014 年 12 月和 2015 年 5 月。我们认为，未来一个季度，宏观层面没有值得担心的利空，居民资金进入股市的热情还会持续，唯一的干扰力量将会是监管政策。理论上，政策这一次会比 2014-2015 年的牛市更早出手，更早恰恰意味着力度上将会是绵绵不断，而不是一刀切。市场上涨的速度可能会改变，但趋势不会变。**
- **（1）这一次上涨的速度非常快。**A 股近期的上涨速度（5 个交易日 12%以上）异常快，上一次出现是 2014 年 12 月和 2015 年 5 月，2010-2013 年和 2016-2019 年都没有出现过这么快的上涨。2005-2008 年出现的次数略多一些，可能是因为那时候 A 股板块单一，周期股的权重大，波动较大，2014 年 12 月和 2015 年 5 月都是增量资金大幅入场的时候出现的。
- **（2）上涨快的战略原因：**3000 点附近大部分利空已经被消化充分。军事上有个战术叫“围点打援”。围住一个城镇的敌人以之为诱饵吸引其他地方的敌人增援，其真正目的是打增援的敌人并达到歼灭援敌的战役目的。我们认为过去 1 年多空双方围绕 3000 点上下震荡，恰恰形成了多头对空头的围点打援。在 3000 点附近，空头有多次利空增援，之前去杠杆的后遗症、不断出现的中美冲突、百年一遇的全球疫情，这些导致上市公司盈利中枢不断下降。但这些增援的利空，只是压制了周期股的估值，并没有对市场造成致命伤害。由此形成的战略格局是，点位上，3000 点看似多空僵持不下，但是股市的赚钱效应却持续回升，由此带来的格局是多头越打越多，空头越打越少。
- 围点打援一旦取得胜利，将不只是 3000 的胜利，而是多头对空头的战略级胜利，牛市的格局已经确立。我们认为，除非出现比疫情影响更大的突发利空，否则牛市的格局不会被改变。这一次快速上涨比 2019 年 Q1 和 2020 年 2 月更强，内在的战略意义也更强。
- **（3）上涨快的战术原因：新增资金很多，而且后续还会更多。**最直观的多头力量是居民近期新增的资金，5-7 月份一般是每年个人投资者开户和购买基金的淡季。2020 年 6 月的开户数据已经是比正常的年份强很多了，上一次 6 月环比这么强还是 2014 年，考虑到 7 月份的上涨很快，后续开户数据和基金发行数据大概率会比之前的数据有更大的攀升。居民资金最大的特点是快和猛，一旦居民资金流入股市，一个季度流入的规模可能就会超过外资 1-2 年累计总的流入量，我们认为 2020 年股市往上最大的力量将是居民资金。
- **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

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
《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：多头已战略性胜利.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 1: 上周 A 股的上涨速度极快.....3
图 2: 全部 A 股 ROE（TTM）.....4
图 3: 中美关系的利空已经长期化了.....4
图 4: 各行业 PB（2010 年至今）.....4
图 5: 6 月份上交所 A 股新增开户数回升较快.....5
图 6: 新成立基金已经达到了 3 月的速度.....5
图 7: A 股主要指数周涨跌幅.....7
图 8: 申万一级行业周涨跌幅.....7
图 9: 申万风格指数周/月涨跌幅.....7
图 10: 概念类指数周涨跌幅.....7
图 11: 全球市场重要指数周涨跌幅.....8
图 12: 重要商品指数周涨跌幅.....8
图 13: 2020 年全球大类资产收益率.....8
图 14: 沪股通累计净买入.....8
图 15: 融资余额.....8
图 16: 新发行基金份额.....9
图 17: 基金仓位估算.....9
图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作.....9
图 19: 央行公开市场和国库定存净投放.....9
图 20: 长期国债利率.....9
图 21: 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.....6

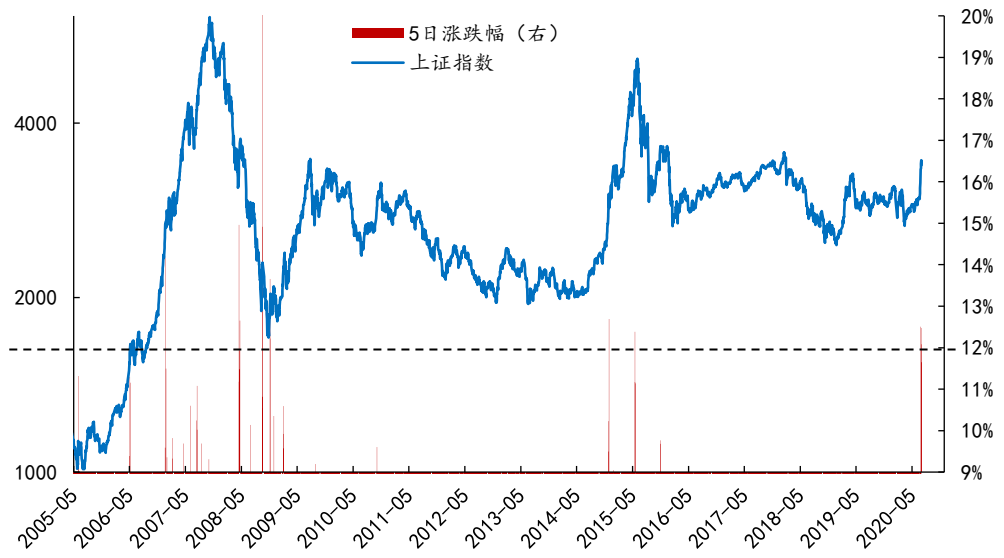
1、 策略观点：多头已战略性胜利

过去 1 年多空双方围绕 3000 点上下震荡，恰恰形成了多头对空头的“围点打援”。通过 3000 点附近的震荡，大部分大级别的空头逻辑已经被消灭。之前，3000 点看似多空僵持不下，但是股市的赚钱效应持续回升，由此带来的格局是多头越打越多，空头越打越少。一旦突破，将会是摧枯拉朽的，A 股上周的上涨速度堪比 2014 年 12 月和 2015 年 5 月。我们认为，未来一个季度，宏观层面没有值得担心的利空，居民资金进入股市的热情还会持续，唯一的干扰力量将会是监管政策。理论上，政策这一次会比 2014-2015 年的牛市更早出手，更早恰恰意味着力度上将会是绵绵不断，而不是一刀切。市场上涨的速度可能会改变，但趋势不会变。

（1）这一次上涨的速度非常快。A 股近期的上涨速度（5 个交易日 12%以上）异常快，上一次出现是 2014 年 12 月和 2015 年 5 月，2010-2013 年和 2016-2019 年都没有出现过这么快的上涨。2005-2008 年出现的次数略多一些，可能是因为那时候 A 股板块单一，周期股的权重大，波动较大，2014 年 12 月和 2015 年 5 月都是增量资金大幅入场的时候出现的。

2014 年的增量资金入场始于 2014 年 7 月，开始的上涨速度并不是很快，上涨了一个季度后，从 11 月底开始，在央行降准降息后，指数突然加速，2014 年 12 月恰恰是 2014 年上涨速度最快的时候。2015 年上半年指数的上涨也存在着不断加速的特征，到 2015 年 5 月速度最快。

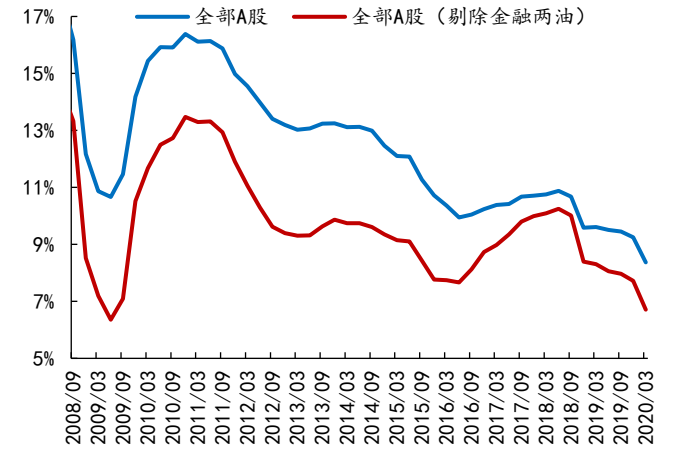
图1： 上周 A 股的上涨速度极快



资料来源：Wind，新时代证券研究所

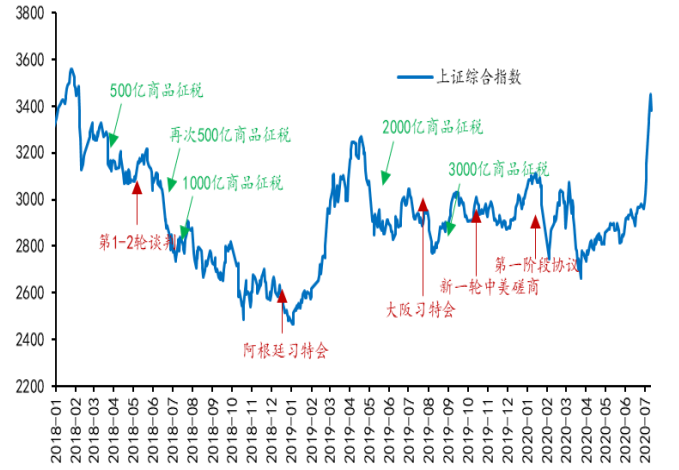
（2）上涨快的战略原因：3000 点附近大部分利空已经被消化充分。军事上有个战术叫“围点打援”。围住一个城镇的敌人以之为诱饵吸引其他地方的敌人增援，其真正目的是打增援的敌人并达到歼灭援敌的战役目的。我们认为过去 1 年多空双方围绕 3000 点上下震荡，恰恰形成了多头对空头的围点打援。在 3000 点附近，空头有多次利空增援，之前去杠杆的后遗症、不断出现的中美冲突、百年一遇的全球疫情，这些导致上市公司盈利中枢不断下降。但这些增援的利空，只是压制了周期股的估值，并没有对市场造成致命伤害。由此形成的战略格局是，点位上，3000 点看似多空僵持不下，但是股市的赚钱效应却持续回升，由此带来的格局是多头越打越多，空头越打越少。

图2：全部 A 股 ROE（TTM）



资料来源：WIND，新时代证券研究所

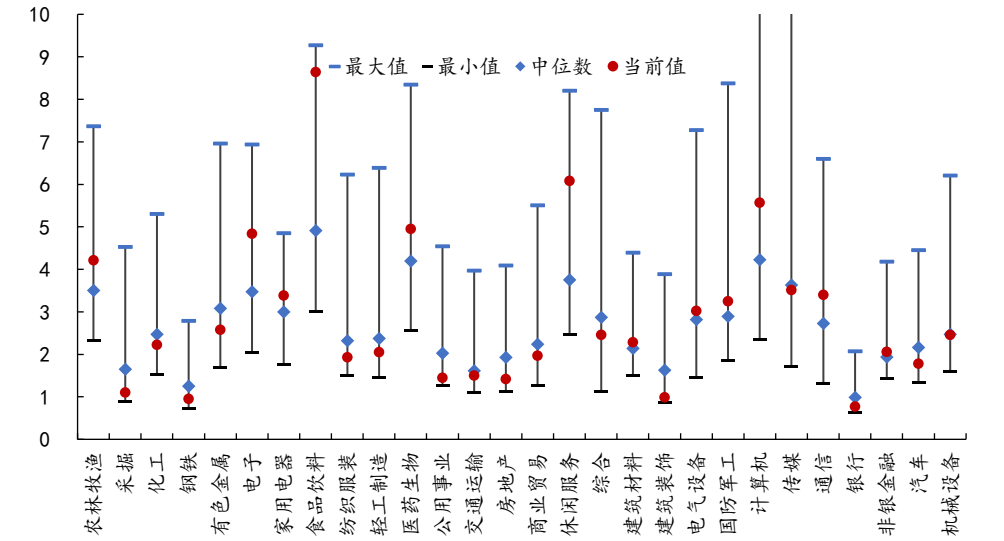
图3：中美关系的利空已经长期化了



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2019 年 5 月-2020 年 6 月，近 1 年的围点打援中，大部分可以担心的利空都已经充分地反应在周期股的估值中了，而消费和科技本身的产业格局较好，是比较难受到宏观利空冲击的。

图4：各行业 PB（2010 年至今）

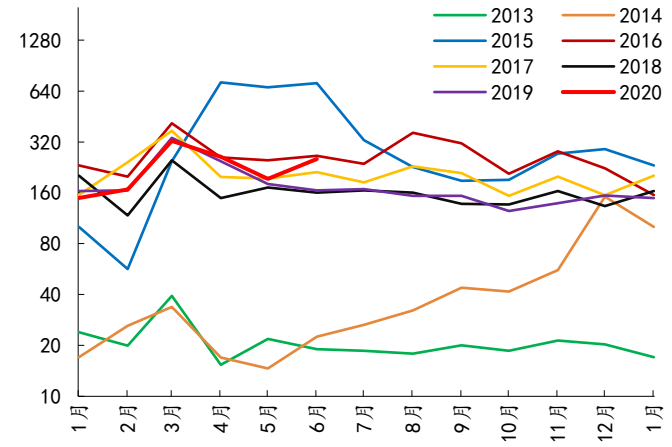


资料来源：Wind，新时代证券研究所

围点打援一旦取得胜利，将不只是 3000 的胜利，而是多头对空头的战略级胜利，牛市的格局已经确立。我们认为，除非出现比疫情影响更大的突发利空，否则牛市的格局不会被改变。这一次快速上涨比 2019 年 Q1 和 2020 年 2 月更强，内在的战略意义也更强。

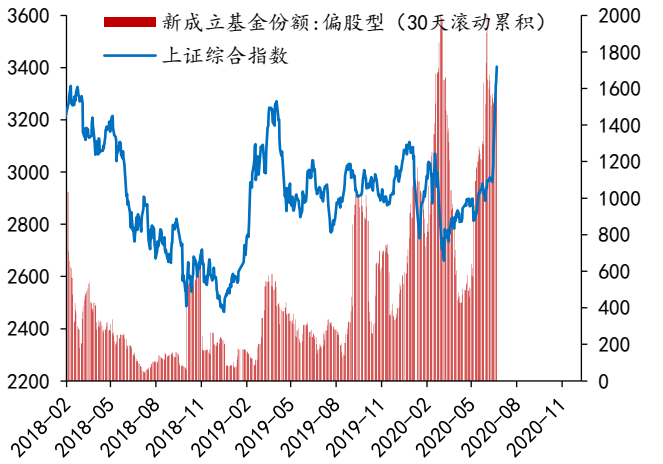
（3）上涨快的战术原因：新增资金很多，而且后续还会更多。最直观的多头力量是居民近期新增的资金，5-7 月份一般是每年个人投资者开户和购买基金的淡季。2020 年 6 月的开户数据已经是比正常的年份强很多了，上一次 6 月环比这么强还是 2014 年，考虑到 7 月份的上涨很快，后续开户数据和基金发行数据大概率会比之前的数据有更大的攀升。居民资金最大的特点是快和猛，一旦居民资金流入股市，一个季度流入的规模可能就会超过外资 1-2 年累计总的流入量，我们认为 2020 年股市往上最大的力量将是居民资金。

图5： 6 月份上交所 A 股新增开户数回升较快



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图6： 新成立基金已经达到了 3 月的速度



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）短期策略：战略性胜利已经取得，牛市确立。展望未来一段时间，盈利和流动性在一个季度内都没有太大的利空，6 月社融信贷数据显示，实体经济依然非常活跃。股市的上涨将会吸引大量的居民资金进场，这一趋势要想改变需要极大的外力。监管政策理论上这一次会比 2014-2015 年的牛市更早出手，期间可能会带来一些波动，但我们认为，更早出手恰恰意味着力度上可能会是不断增强，而不是一刀切式的政策。只会改变上涨的速度，不会改变上涨的趋势。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 证金公司修改转融通规则，包括取消证券公司转融通业务保证金提取比例限制； (2) 券商 6 月经营数据大增； **(3) 6 月社会融资规模增量为 3.43 万亿元，预期 2.8 万亿元；** (4) 融资余额连续 9 日增长。
利空	(1) 美国、巴西、印度疫情数据继续大幅上升； **(2) 社保、国家大基金等集体减持多只股票；** (3) 南方多省遭遇洪灾； (4) 下周 A 股将迎来 900 亿规模的解禁潮； **(5) 银保监会严禁银行保险机构违规参与场外配资，严查乱加杠杆和投机炒作行为**
未来重点事件	(1) 7 月 15 日：深证主板中报预告披露截止日（有条件强制披露），创业板中报预告强制披露截止日； (2) **7 月末：政治局会议讨论经济形势**； (3) 8 月：创业板注册制推出，相关上市公司挂牌； (4) 8 月 31 日：A 股中报强制披露截止日； (5) 9 月 6 日：香港立法会选举； **(6) 11 月 3 日：美国大选公布结果。**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：过去两周，周期金融暴涨，风格变化很快，我们认为目前的风格变化依然是补涨，时间范围在月度以内，更大级别的周期股领涨需要经济层面看到 1-2 年的大逻辑。短期来看，我们认为重点依然应该关注消费和科技，金融股中

重点关注券商。

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，但更长期的领涨需要经济周期回升的大逻辑。
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，等待增量资金，预计还会有一波纯资金驱动的行情，类似 2 月的半导体。
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。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

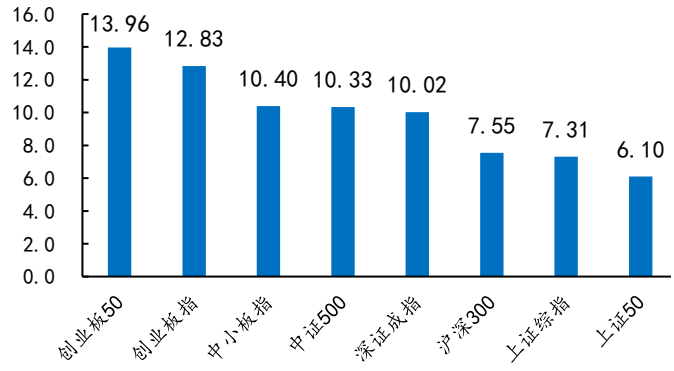
2、 上周市场变化

上周 A 股全面上涨，其中创业板 50（13.96%）、创业板指（12.83%）和中小板指（10.40%）领涨。申万一级行业中，国防军工（18.73%）、商业贸易（16.43%）和计算机（13.40%）领涨。概念股中，在线旅游指数（25.44%）、打板指数（23.19%）、和领涨龙头指数（20.77%）领涨。

上周全球股市走势分化，上证综指（7.31%）、巴西圣保罗指数（3.38%）和标普 500（1.76%）领涨，墨西哥 MXX（-3.91%）、富时 100（-1.01%）和法国 CAC40（-0.73%）领跌。商品市场中，LME 锌（8.05%）、LME 铜（6.85%）和铁矿石（6.25%）领涨，PTA（-3.33%）、动力煤（-1.10%）和 NYMEX 原油（-0.15%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（53.59%）、黄金（18.53%）和 MSCI CHINA（15.62%）排名较高，而富时 100（-19.19%）、MSCI 前沿市场指数（-17.51%）和日经 225（-5.77%）排名较低。

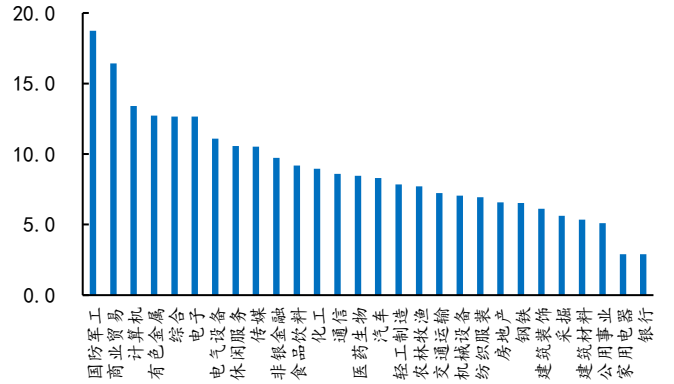
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 282.07 亿元（前值净流入 288.62 亿元），资金面环比改善。上周央行公开市场操作逆回购到期量 1900 亿元。截止 2020 年 7 月 3 日，银行间拆借利率和十年期国债收益率均小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均小幅加仓。

图7： A 股主要指数周涨跌幅



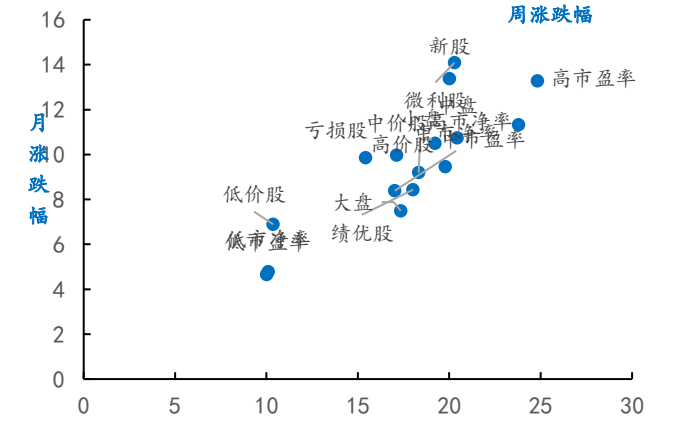
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万一级行业周涨跌幅



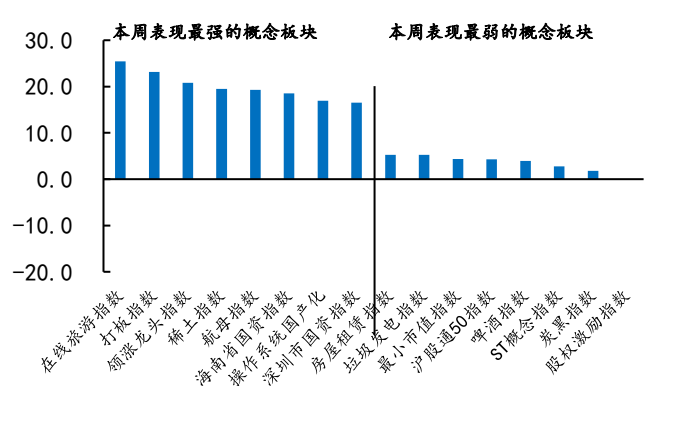
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 申万风格指数周/月涨跌幅



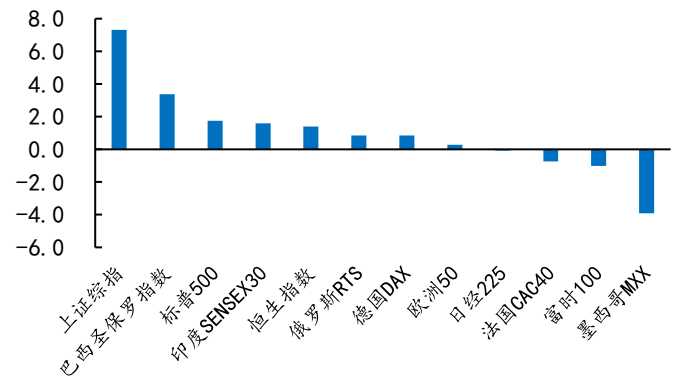
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 概念类指数周涨跌幅



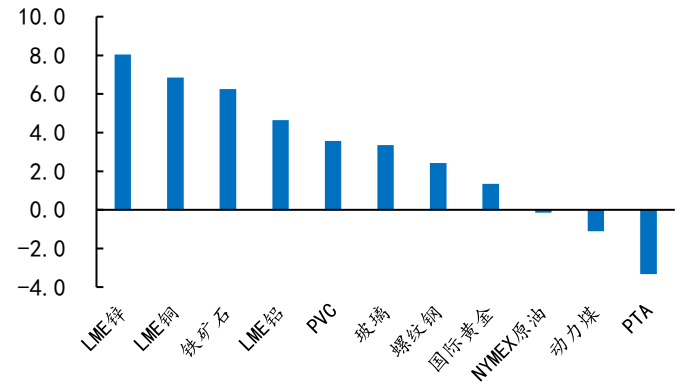
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 全球市场重要指数周涨跌幅



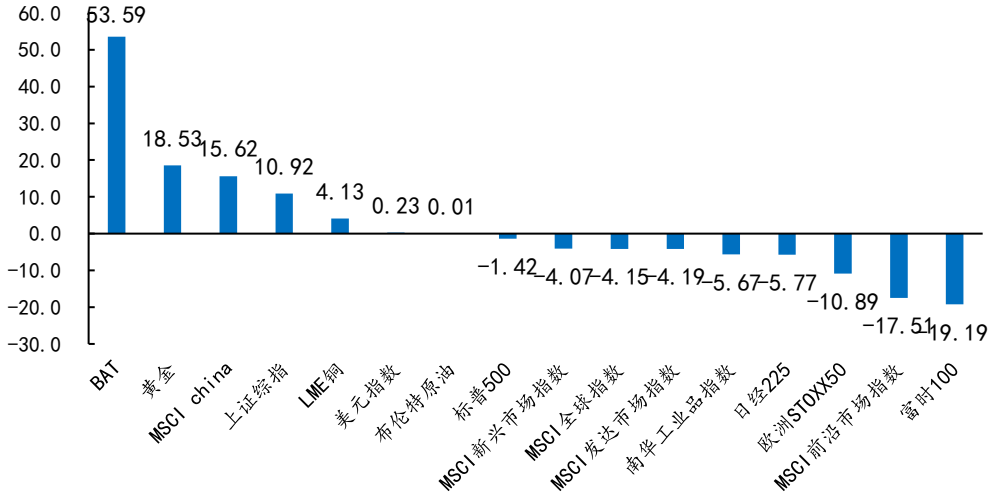
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 重要商品指数周涨跌幅



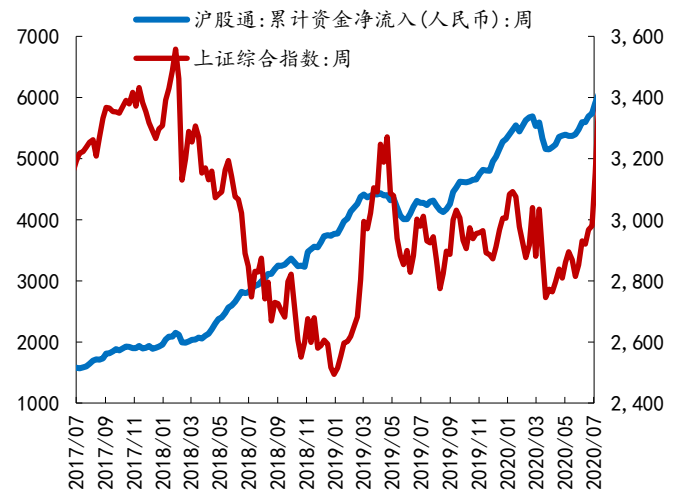
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 2020 年全球大类资产收益率



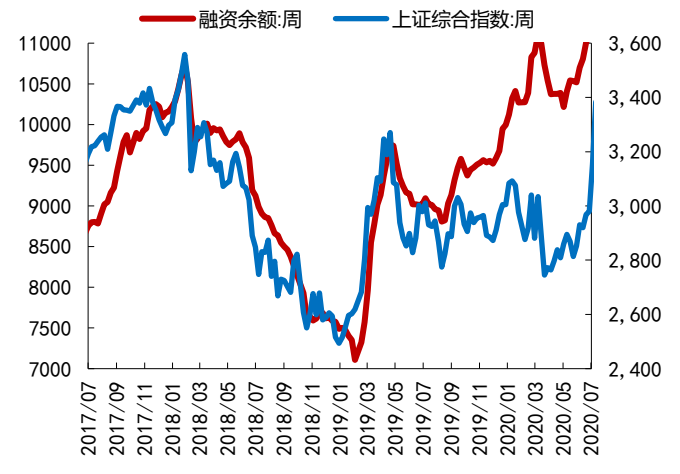
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 沪股通累计净买入



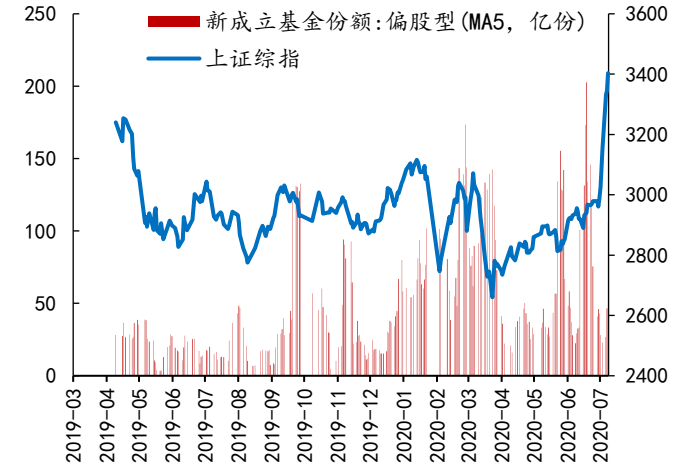
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 融资余额



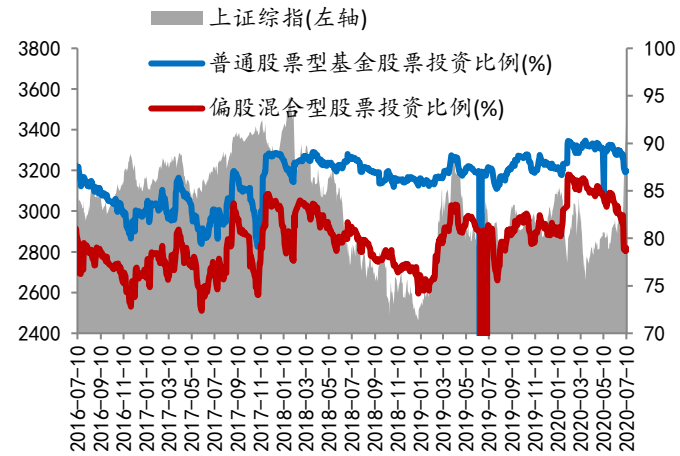
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 新发行基金份额



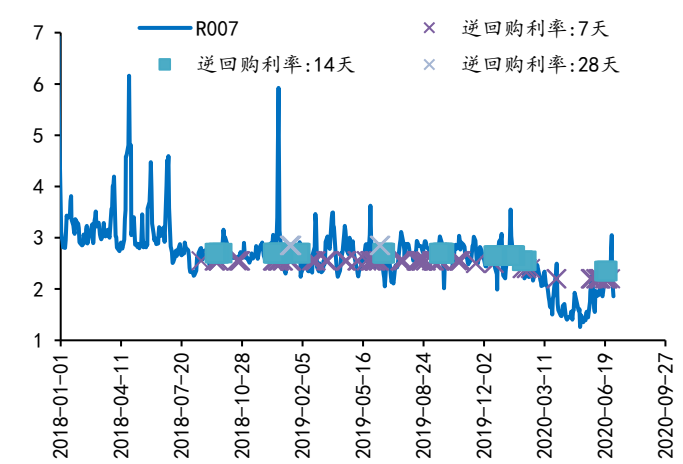
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 基金仓位估算



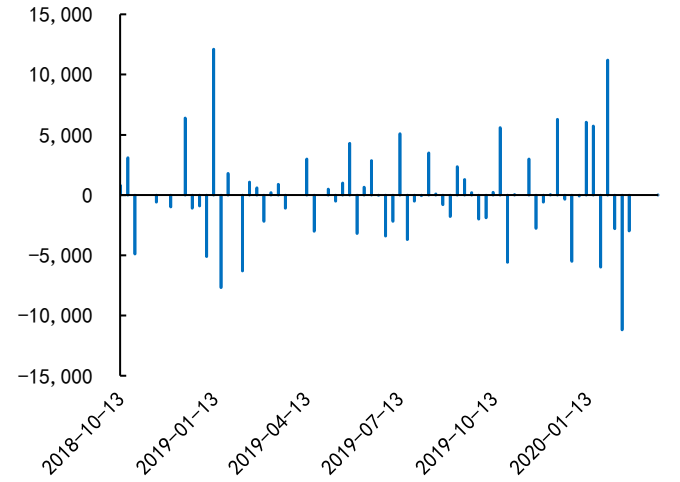
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 银行间拆借利率和公开市场操作



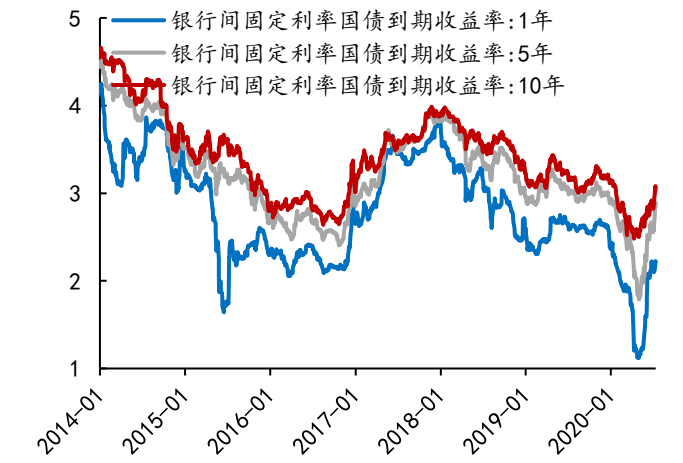
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 央行公开市场和国库定存净投放



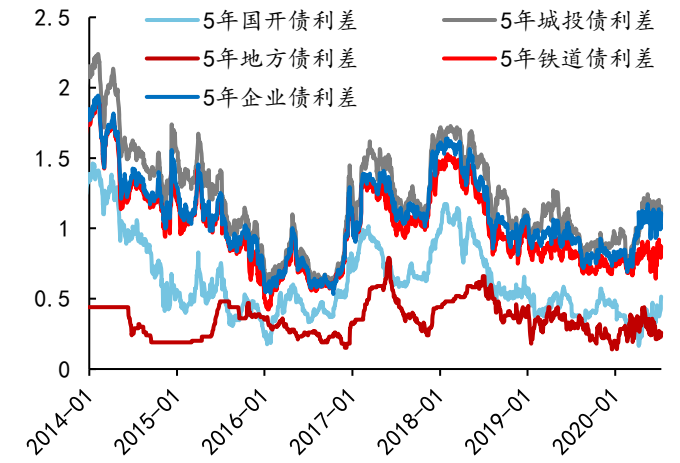
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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/