策略

报告原因：定期报告

周报

风格切换尚待观察，短期可关注保险地产

---2020 年第 26 期

2020 年 7 月 5 日

策略研究/定期报告

山证策略团队

分析师：

麻文宇

执业登记编码：S0760516070001

电话：010-83496336

邮箱：mawenyu@sxzq.com

梁迪柯

执业登记编码：S0760518070001

电话：010-83496302

邮箱：liangdike@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **市场表现：沪指强势突破 3100 点，外资大幅净流入**

在经过长时间横盘震荡后。周二在消息面利好的刺激下，大金融强势崛起，带动沪指大涨。此后两日沪强深弱，大资金大幅流入权重板块助力沪指突破 3000 点。周四陆港通开启后，北上资金大幅流入助力市场上涨，在市场各方合力下沪指强势突破 3100 点，深成指和创指也一改此前低迷的态势止跌反弹。板块方面，本周 28 个申万行业全线上涨，涨幅前三的板块为休闲服务、非银金融和房地产，涨幅后三的板块为传媒、医药生物和钢铁。

➢ **海外：美股步入震荡期，经济复苏缓慢压制全球风险资产价格上行**

据白宫消息，美国总统特朗普当地时间 7 月 4 日上午签署了延长薪酬保障计划的法律。此前的 7 月 1 日，美国众议院已经批准将薪酬保障计划进一步延期至 8 月 8 日，此前参议院也通过了该议案。薪酬保障计划原本的最后期限是 6 月 30 日。美国国会在 3 月份提出该计划，目的是在疫情期间为小企业提供工资和开支方面的救济。疫情方面，7 月 4 日，美国 50 个州中有 40 个州的新冠肺炎确诊病例呈上升趋势。全美单日新增确诊病例数连续几天为约 5 万例。佛罗里达州、得克萨斯州单日新增确诊病例数都创新高。美国其他多个州的新增病例数近日也在不断攀升，已经有 11 个州最近一周的新冠病毒检测阳性率超过 10%。多个新冠病毒检测机构检测量暴增，出结果的周期也变长。

此前市场担忧美国薪酬保障计划到期后是否会面临“财政断崖”，但特朗普签署延长法案缓解了市场的担忧。但延长议案并未彻底的解决问题，在 8 月 8 日之时又将面临新一轮的延期讨论。从基本面来看，美国的经济复苏不容乐观，除纽约州谨慎的放宽管控措施外，其他州前期均迅速解除管控措施。这导致了全美新冠确诊人数再度转涨，不少州迭创新高。虽然美国的就业数据仍旧亮眼，但疫情的反弹也拖累了美国经济的复苏进程。从市场情绪来看，美股预期 ROE 持续下滑，估值也随之回落，在经历流动性宽松推动的上涨后，美股亟需基本面的改善来支撑其进一步走高。

综合来看，薪酬法案的延期在短期内会缓解投资者的担忧，但也无法支撑美股进一步大涨。目前市场对于美股的看法是偏谨慎的，目前美国经济基本面和股市上涨之间的剪刀差越来越大，不利于美股持续大幅度上行，而美股上涨的趋缓也会压制全球风险资产的上行。

➢ **风格切换尚待观察，短期可关注保险地产板块**

我们认为，市场风格切换尚待观察，目前的走势用估值修复来解释更加恰当，原因有三。

从宏观流动性来看，15 年货币环境更加宽松，而当下货币政策更显定力。2015 年央行通过降准降息→银行信贷投放→实体经济的方式来实现信

用扩张，而本次信贷扩张方式多样，不仅单独依赖银行渠道。尤其是央行创设的新型工具，使得流动性能够直达企业，金融市场并未出现大水漫灌的情形。此外，从股市资金流入渠道来看，15 年资金从居民储蓄、银行、信托、场外配资等多个渠道流入股市，其中不少资金是违规流入股市。而现今这些漏洞均已被修复，资金难以过快的进入股市，限制了股市“疯牛”，避免股市暴涨暴跌。

从成交额占流通市值的比重来看，2015 年成交额占流通市值的比重单日峰值达到 9.43%，日均维持在 5%上下，即使在 2015 年行情启动初期，该比值也能维持在 4%以上。而 7 月 3 日该值首次突破 4%，此后是否能够维持还有待观察。但与 2015 年相比，目前 A 股的流通市值更大，持续上涨需要更庞大的资金入市推动，难度较大。

从估值来看，14 年创业板指 PE（TTM）/沪指 PE（TTM）有一个先放大后收敛再放大的过程，14 年初，创业板指 PE（TTM）约为沪指的 7 倍；到 14 年底，收敛到 4 倍。此后沪指和创指上涨，但创指涨速更快，估值差再度放大到 6 倍。当下该比值为 4.7 倍，尚属于一个合理区间，沪指估值上修的空间有限。

综合来看，我们认为出现“疯牛”的概率不高，即使牛市到来，也是慢牛，或者结构性牛市。市场更可能有两种路径：其一是类似于“春季躁动”，仅仅是在消息面利好下的短期行情；其二是市场风格缓慢切换，而非一蹴而就。风格切换必然伴随着医药、计算机等热点板块的回调，市场将呈现出沪强深弱的格局。但目前医药、计算机、消费等板块的业绩具有较强的保障，反而是周期板块的业绩持续性存疑，尤其是在前期基建的力度并未显著超市场预期，经济恢复进入“瓶颈期”的背景下，风格切换更需要经济数据的佐证来缓缓而成，而非一蹴而就，快速切换。

➢ 市场策略

本周两市大涨，沪指一举突破 3100 点。从基本面来看，本周基本面对市场上涨的贡献较小，并未有特别亮眼的经济数据公布；从消息面来看，证券市场改革的消息是点燃行情的导火索，券商板块尤其受益。展望后市，我们认为可谨慎乐观。

从短期博弈的角度来看，我们认为短期内可关注保险、地产等板块。原因有二：其一是保险、地产的业绩韧性强，基本面有支撑。其二是保险地产的估值较低，向下空间有限。无论是短期躁动还是风格切换，其逻辑都是估值修复。在该逻辑下，券商银行属于领涨板块，而保险地产属于补涨板块。如果是短期行情，目前券商银行已大涨，追高并不划算；而保险地产涨幅较低，风险较小。如果市场认可估值修复的逻辑，则保险地产也不会缺席该波行情。综合来看，我们认为保险、地产板块攻守兼备，投资者可适当关注。

配置方面，战略上仍旧可关注建议关注疫情冲击较小、业绩可兑现、估值合理的板块：游戏、云计算、国产替代、TWS、白酒。行业景气度维持高位或反转的板块：猪、玻璃、黄金。

风险提示

国内货币宽松政策过早退出；中美外交关系恶化；全球经济重启不利，主要经济体债务风险

目录

一、走势回顾 4
二、策略观点 4
三、本周大类资产表现 ..... 错误!未定义书签。
四、宏观流动性 ..... 错误!未定义书签。
1.利率： ..... 错误!未定义书签。
2.央行流动性投放： ..... 错误!未定义书签。
五、资金面跟踪 ..... 错误!未定义书签。
1.基金：仓位下降 ..... 错误!未定义书签。
2.两融：环比增加 ..... 错误!未定义书签。
3.外资：沪港通净流入，深港通净流入 ..... 错误!未定义书签。
4.产业资本：净减持 ..... 错误!未定义书签。
5.IPO：核发 5 家 ..... 错误!未定义书签。
六、风险提示 6

一、走势回顾

周五（7 月 3 日），A 股延续强势，沪指大涨 2%站上 3100 点，创逾 14 个月新高；创业板指刷新 4 年半新高。上证指数收盘涨 2.01%报 3152.81 点，深证成指涨 1.33%报 12433.26 点，创业板指涨 1.57%报 2462.56 点，本周，上证指数涨 5.81%，创 16 个月最大单周涨幅；深证成指涨 5.25%，创业板指涨 3.36%，均连涨 6 周。

二、策略观点

- **市场表现：沪指强势突破 3100 点，外资大幅净流入**

在经过长时间横盘震荡后。周二在消息面利好的刺激下，大金融强势崛起，带动沪指大涨。此后两日沪强深弱，大资金大幅流入权重板块助力沪指突破 3000 点。周四陆港通开启后，北上资金大幅流入助力市场上涨，在市场各方合力下沪指强势突破 3100 点，深成指和创指也一改此前低迷的态势止跌反弹。板块方面，本周 28 个申万行业全线上涨，涨幅前三的板块为休闲服务、非银金融和房地产，涨幅后三的板块为传媒、医药生物和钢铁。

- **海外：美股步入震荡期，经济复苏缓慢压制全球风险资产价格上行**

据白宫消息，美国总统特朗普当地时间 7 月 4 日上午签署了延长薪酬保障计划的法律。此前的 7 月 1 日，美国众议院已经批准将薪酬保障计划进一步延期至 8 月 8 日，此前参议院也通过了该议案。薪酬保障计划原本的最后期限是 6 月 30 日。美国国会在 3 月份提出该计划，目的是在疫情期间为小企业提供工资和开支方面的救济。疫情方面，7 月 4 日，美国 50 个州中有 40 个州的新冠肺炎确诊病例呈上升趋势。全美单日新增确诊病例数连续几天为约 5 万例。佛罗里达州、得克萨斯州单日新增确诊病例数都创新高。美国其他多个州的新增病例数近日也在不断攀升，已经有 11 个州最近一周的新冠病毒检测阳性率超过 10%。多个新冠病毒检测机构检测量暴增，出结果的周期也变长。

此前市场担忧美国薪酬保障计划到期后是否会面临“财政断崖”，但特朗普签署延长法案缓解了市场的担忧。但延长议案并未彻底的解决问题，在 8 月 8 日之时又将面临新一轮的延期讨论。从基本面来看，美国的经济复苏不容乐观，除纽约州谨慎的放宽管控措施外，其他州前期均迅速解除管控措施。这导致了全美新冠确诊人数再度转涨，不少州迭创新高。虽然美国的就业数据仍旧亮眼，但疫情的反弹也拖累了美国经济的复苏进程。从市场情绪来看，美股预期 ROE 持续下滑，估值也随之回落，在经历流动性宽松推动的上涨后，美股亟需基本面的改善来支撑其进一步走高。从技术面来看，道指已在五周线附近震荡三周，上涨乏力；纳指虽维持上涨态势，但涨幅趋缓。

综合来看，薪酬法案的延期在短期内会缓解投资者的担忧，但也无法支撑美股进一步大涨。目前市场对于美股的看法是偏谨慎的，目前美国经济基本面和股市上涨之间的剪刀差越来越大，不利于美股持续大幅度上行，而美股上涨的趋缓也会压制全球风险资产的上行。

➢ 风格切换尚待观察，短期可关注保险地产板块

本周资金大幅流出医药、计算机等前期热点板块，转而流入大金融、地产等低估值板块，引发了机构对于市场是否出现风格切换的热议。我们认为，市场风格切换尚待观察，目前的走势用估值修复来解释更加恰当，原因有三。

从宏观流动性来看，15 年货币环境更加宽松，而当下货币政策更显定力。2015 年央行通过降准降息→银行信贷投放→实体经济的方式来实现信用扩张，而本次信贷扩张方式多样，不仅单独依赖银行渠道。尤其是央行创设的新型工具，使得流动性能够直达企业，金融市场并未出现大水漫灌的情形。此外，从股市资金流入渠道来看，15 年资金从居民储蓄、银行、信托、场外配资等多个渠道流入股市，其中不少资金是违规流入股市。而现今这些漏洞均已被修复，资金难以过快的进入股市，限制了股市“疯牛”，避免股市暴涨暴跌。

从成交额占流通市值的比重来看，2015 年成交额占流通市值的比重单日峰值达到 9.43%，日均维持在 5%上下，即使在 2015 年行情启动初期，该比值也能维持在 4%以上。而 7 月 3 日该值首次突破 4%，此后是否能够维持还有待观察。但与 2015 年相比，目前 A 股的流通市值更大，持续上涨需要更庞大的资金入市推动，难度较大。

从估值来看，14 年创业板指 PE（TTM）/沪指 PE（TTM）有一个先放大后收敛再放大的过程，14 年初，创业板指 PE（TTM）约为沪指的 7 倍；到 14 年底，收敛到 4 倍。此后沪指和创指上涨，但创指涨速更快，估值差再度放大到 6 倍。当下该比值为 4.7 倍，尚属于一个合理区间，沪指估值上修的空间有限。

综合来看，我们认为出现“疯牛”的概率不高，即使牛市到来，也是慢牛，或者结构性牛市。市场更可能有两种路径：其一是类似于“春季躁动”，仅仅是在消息面利好下的短期行情；其二是市场风格缓慢切换，而非一蹴而就。风格切换必然伴随着医药、计算机等热点板块的回调，市场将呈现出沪强深弱的格局。但目前医药、计算机、消费等板块的业绩具有较强的保障，反而是周期板块的业绩持续性存疑，尤其是在前期基建的力度并未显著超市场预期，经济恢复进入“瓶颈期”的背景下，风格切换更需要经济数据的佐证来缓缓而成，而非一蹴而就，快速切换。

➢ 市场策略

本周两市大涨，沪指一举突破 3100 点。从基本面来看，本周基本面对市场上涨的贡献较小，并未有特别亮眼的经济数据公布；从消息面来看，证券市场改革的消息是点燃行情的导火索，券商板块尤其受益。

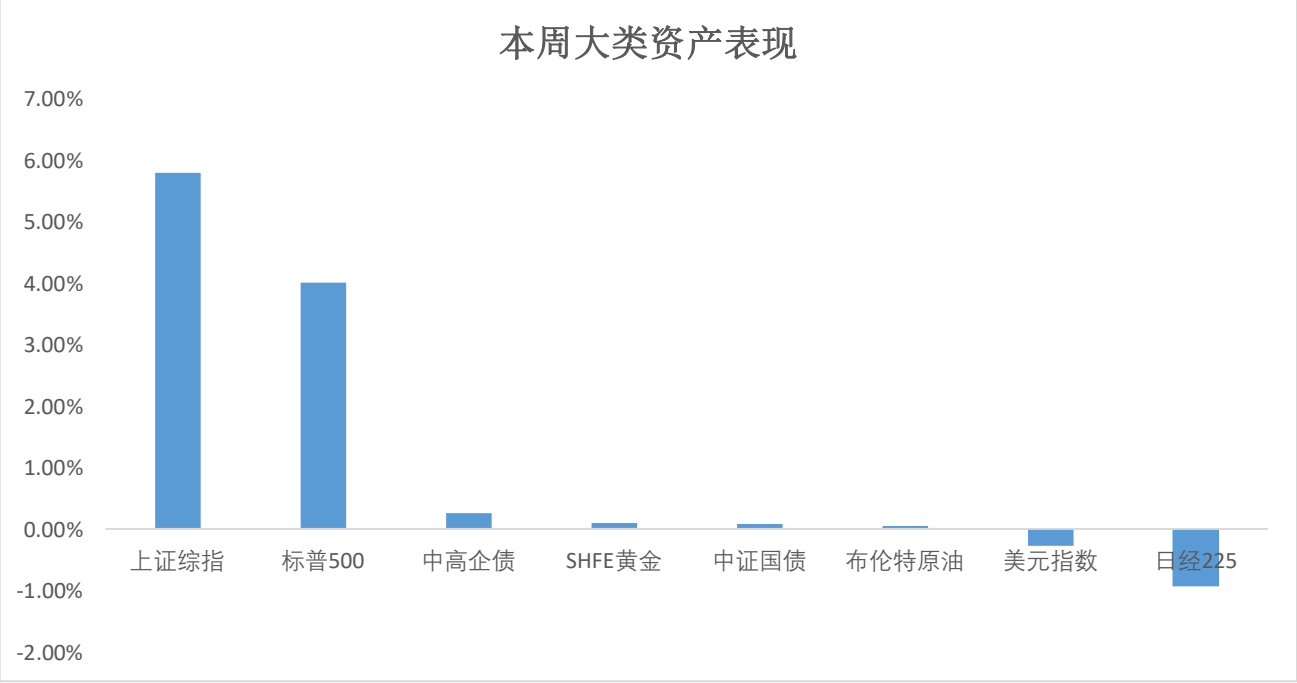
展望后市，我们认为可谨慎乐观。

从短期博弈的角度来看，我们认为短期内可关注保险、地产等板块。原因有二：其一是保险、地产的业绩韧性强，基本面有支撑。其二是保险地产的估值较低，向下空间有限。无论是短期躁动还是风格切换，其逻辑都是估值修复。在该逻辑下，券商银行属于领涨板块，而保险地产属于补涨板块。如果是短期行情，目前券商银行已大涨，追高并不划算；而保险地产涨幅较低，风险较小。如果市场认可估值修复的逻辑，则保险地产也不会缺席该波行情。综合来看，我们认为保险、地产板块攻守兼备，投资者可适当关注。

配置方面，战略上仍旧可关注建议关注疫情冲击较小、业绩可兑现、估值合理的板块：游戏、云计算、国产替代、TWS、白酒。行业景气度维持高位或反转的板块：猪、玻璃、黄金。

三、本周大类资产表现

图 1 本周大类资产表现



数据来源：wind，山西证券研究所

四、宏观流动性

1.利率：

上周五，SHIBOR（隔夜/3 个月)收于 1.36%/2.1%，分别上升-18/3bp；银行间同业拆借（1/7 天）收于 1.35%/1.82%，分别上升-12/-31bp；银行间质押式回购利率（1/7 天）收于 1%/2.8%，分别上升-9/-53bp；AAA+

同业存单到期收益率（1 个月/3 个月/6 个月）收于 1.77%/2.07%/1.84%，分别上升 7/-29/-1bp。

2.央行流动性投放：

本周央行公开市场未进行逆回购操作，本周 4900 亿元逆回购到期，因此本周净回笼 4900 亿元。

五、资金面跟踪

1.基金：仓位下降

截至上周四（7 月 2 日），全部基金平均仓位为 62.44 %，相较 5 个交易日前上升-2.44 %；偏股混合型基金平均仓位 78.84 %，相较 5 个交易日前上升-3.31 %。

2.两融：环比增加

截至上周四（7 月 2 日），融资融券余额为 11901.35 亿元，相较前一周四增加，前值 11467.48 亿元。

3.外资：沪港通净流入，深港通净流入

上周沪港通北向资金每日净流入额为-14.64、111.6、80.4 亿元，累计净流入 177.36 亿元，深港通北向资金每日净流入额 0.16、59.54、51.52 亿元，累计净流入 111.22 亿元。其中近 7 天活跃个股资金净流入排名前五的股票是伊利股份(19.43)亿元、泸州老窖(11.97)亿元、三一重工(8.4)亿元、紫光国微(7.89)亿元、平安银行(7.59)亿元。

4.产业资本：净减持

上周，重要股东二级市场净减持股份数合计 86836.69 万股，前值为 43141.22 万股，减持规模扩大；净增持力度居前的为江苏银行、申能股份、马钢股份，净减持力度居前的二三四五、白银有色、利亚德。

下周开始流通股数合计股 286648.92 万股，前值为 532079.68 万股；限售股解禁规模环比减少。

5.IPO：核发 6 家

证监会核发 6 家 IPO，6 家公司拟募集资金净额为 55.37 亿元。

六、风险提示

1. 国内货币宽松政策过早退出

2. 中美外交关系恶化

3. 全球经济重启不利，主要经济体债务风险

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336