2020 年 06 月 28 日

策略研究

新时代证券 New Times Securities

资金将会继续推升股市

——策略周报

投资周报

- **如果从股市的资金供需结构来看，股市现在的点位可能是大幅低估的。上证综指自 2019 年 5 月以来一直围绕 3000 点上下震荡，与此同时，我们观察到股票的总需求（资金流入）出现了系统性的抬升。股票型基金和类固收产品发行量大幅增加，证券公司客户结算资金也出现了中枢抬升。融资余额/上证综指突破了 2015 年 Q4-2019 年 Q2 的震荡区间，说明融资余额的上涨幅度远超指数的上涨幅度，融资余额中中长期资金开始增加。不断增加的资金将会继续推升市场，三季度有可能比二季度更强。**

- **（1）上半年 A 股的资金非常多。**当下 A 股的资金格局非常好，2020 年上半年流入股市的资金已经快接近 2019 年全年的规模了（具体数据详见《2020 年下半年 A 股投资策略：增量资金已是趋势》）。
- 如果从股市的资金供需结构来看，股市现在的点位可能是大幅低估的。上证综指自 2019 年 5 月以来一直围绕 3000 点上下震荡，股市总的流通市值（总供给）小幅抬升。与此同时，我们观察到股票的总需求（资金流入）出现了系统性的抬升。在指数没有大幅上涨的背景下，股票型基金和类固收产品发行量大幅增加，证券公司客户结算资金也出现了中枢抬升。
- 融资余额/上证综指突破了 2015 年 Q4-2019 年 Q2 的震荡区间，说明融资余额的上涨幅度远超指数的上涨幅度，融资余额中中长期资金开始增加。外资最近 3 个月流入较快，整体流入速度和 2019 年差不多。

- **（2）未来的钱可能依然会继续流入。**资金流入股市已经形成趋势，除非理财、房地产等资产收益出现“极为快速的上行”，否则这一趋势很难扭转。最近 2 个月国债利率大幅上行，我们认为这很难改变股市的相对风险收益比。一方面理财收益历史上波动主要跟随利率大趋势，而不是季度的波动。另一方面，利率的剧烈波动，会大幅增加固收型产品的波动率，本质其实是不利于居民持续增加配置的。

- **（3）短期策略：**增量资金将会承接存量资金的调仓需求。从估值的角度看，部分板块确实有点贵，但考虑到股市整体估值不贵，而且资金还在不断增多，所以我们认为，股市中枢依然存在继续上行的可能。

- **行业配置建议：**消费股继续持有，存量资金已经配置到高位，但可以期待增量资金的推升，消费可能会阶段性类似 2 月的半导体。科技股去年 Q4-今年 Q1 估值急速拉升，市场需要时间或基本面超预期方能继续创新高，到了验证销量的时候了，关注新能源车、消费电子。金融股中，券商有趋势性的逻辑（金融创新），可以重点关注，是可能成为黑马的行业。
- **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

《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：资金将会继续推升股市 3
2、 上周市场变化 6

图表目录

图 1: 偏股型基金发行量不断增加 3
图 2: 银期转账的资金也在增加 3
图 3: 融资余额回升速度非常异常 4
图 4: 海外资金流入速度和 2019 年类似 4
图 5: 理财收益率更依赖利率长期趋势 4
图 6: A 股主要指数周涨跌幅 6
图 7: 申万一级行业周涨跌幅 6
图 8: 申万风格指数周/月涨跌幅 6
图 9: 概念类指数周涨跌幅 6
图 10: 全球市场重要指数周涨跌幅 7
图 11: 重要商品指数周涨跌幅 7
图 12: 2020 年全球大类资产收益率 7
图 13: 沪股通累计净买入 7
图 14: 融资余额 7
图 15: 新发行基金份额 8
图 16: 基金仓位估算 8
图 17: 银行间拆借利率和公开市场操作 8
图 18: 央行公开市场和国库定存净投放 8
图 19: 长期国债利率 8
图 20: 各类债券与同期限国债利差 8

表 1: 近期利多利空全梳理 4
表 2: 板块配置观点 5

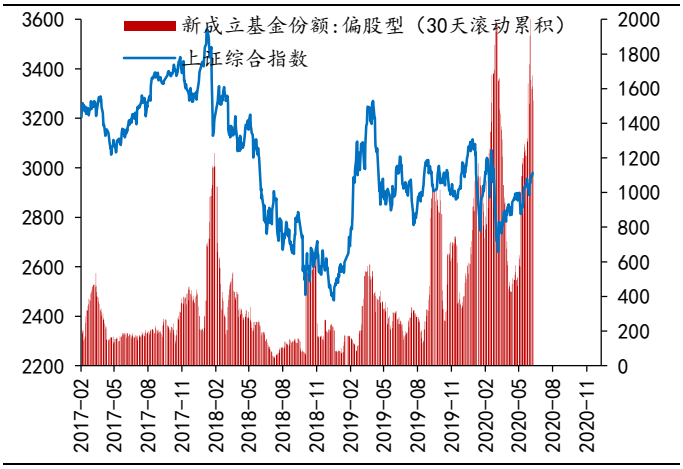
1、 策略观点：资金将会继续推升股市

如果从股市的资金供需结构来看，股市现在的点位可能是大幅低估的。上证综指自 2019 年 5 月以来一直围绕 3000 点上下震荡，与此同时，我们观察到股票的总需求(资金流入)出现了系统性的抬升。股票型基金和类固收产品发行量大幅增加，证券公司客户结算资金也出现了中枢抬升。融资余额/上证综指突破了 2015 年 Q4-2019 年 Q2 的震荡区间，说明融资余额的上涨幅度远超指数的上涨幅度，融资余额中中长期资金开始增加。不断增加的资金将会继续推升市场，三季度有可能比二季度更强。

（1）上半年 A 股的资金非常多。当下 A 股的资金格局非常好，2020 年上半年流入股市的资金已经快接近 2019 年全年的规模了（具体数据详见《2020 年下半年 A 股投资策略：增量资金已是趋势》）。

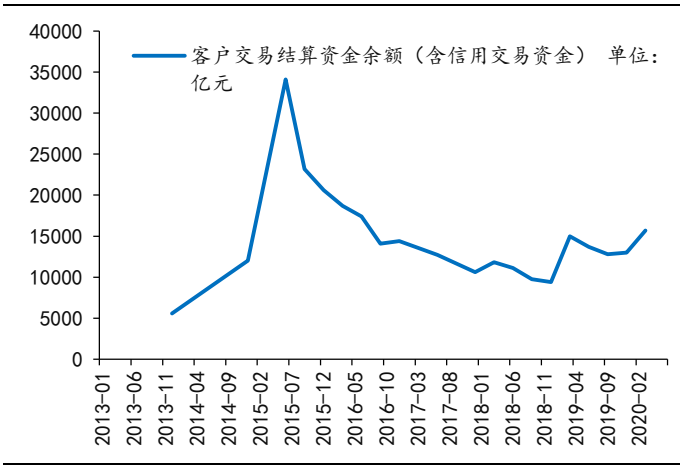
如果从股市的资金供需结构来看，股市现在的点位可能是大幅低估的。上证综指自 2019 年 5 月以来一直围绕 3000 点上下震荡，股市总的流通市值（总供给）小幅抬升。与此同时，我们观察到股票的总需求（资金流入）出现了系统性的抬升。在指数没有大幅上涨的背景下，股票型基金和类固收产品发行量大幅增加，证券公司客户结算资金也出现了中枢抬升。

图1： 偏股型基金发行量不断增加



资料来源：WIND，新时代证券研究所

图2： 银期转账的资金也在增加



资料来源：Wind，新时代证券研究所

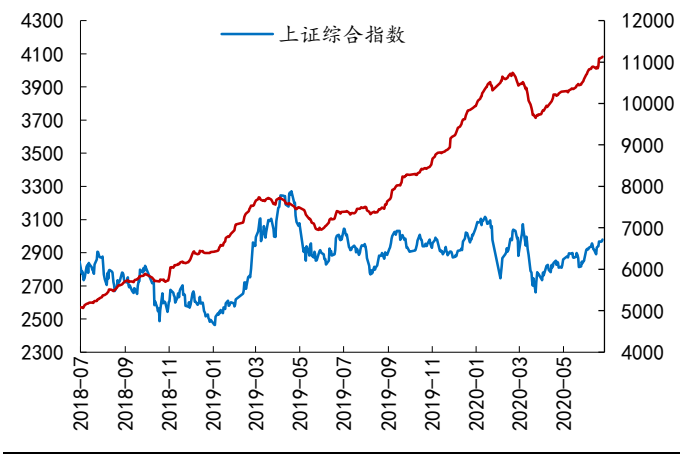
融资余额/上证综指突破了 2015 年 Q4-2019 年 Q2 的震荡区间，说明融资余额的上涨幅度远超指数的上涨幅度，融资余额中中长期资金开始增加。外资最近 3 个月流入较快，整体流入速度和 2019 年差不多。

图3： 融资余额回升速度非常异常



资料来源：WIND，新时代证券研究所

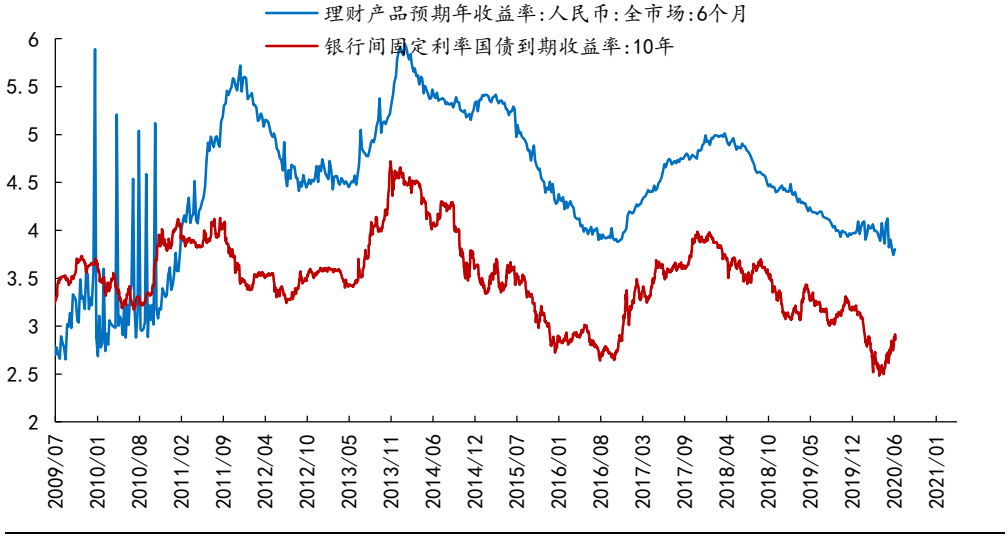
图4： 海外资金流入速度和 2019 年类似



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（2）未来的钱可能依然会继续流入。资金流入股市已经形成趋势，除非理财、房地产等资产收益出现“极为快速的上行”，否则这一趋势很难扭转。最近 2 个月国债利率大幅上行，我们认为这很难改变股市的相对风险收益比。一方面理财收益历史上波动主要跟随利率大趋势，而不是季度的波动。另一方面，利率的剧烈波动，会大幅增加固收型产品的波动率，本质其实是不利于居民持续增加配置的。

图5： 理财收益率更依赖利率长期趋势



资料来源：Wind，新时代证券研究所

（3）短期策略：增量资金将会承接存量资金的调仓需求。从估值的角度看，部分板块确实有点贵，但考虑到股市整体估值不贵，而且资金还在不断增多，所以我们认为，股市中枢依然存在继续上行的可能，而且不排除可能会加速。三季度出现风险的概率在下降，建议积极参与。

表1： 近期利多利空全梳理

事件	
利多	(1) 最近 1 个季度商品价格大幅上涨； (2) 即将公布 6 月的经济数据； (3) 5 月份，规模以上工业企业实现利润总额 5823.4 亿元，同比增长 6.0%，4 月份为下降 4.3%。

事件	
利空	(1) 端午假期美股出现较大调整； (2) 美国部分州复工后疫情有所反复； (3) 中国央行 6 月 28 日开展 1000 亿元 7 天期逆回购操作，因今日有 1200 亿元逆回购到期，当日实现净回笼 200 亿元。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：消费股继续持有，存量资金已经配置到高位，但可以期待增量资金的推升，**消费可能会阶段性类似 2 月的半导体**。科技股去年 Q4-今年 Q1 估值急速拉升，市场需要时间或基本面超预期方能继续创新高，到了验证销量的时候了，**关注新能源车、消费电子**。周期股目前已经进入有绝对收益的阶段，但相对收益（领涨市场）最早可能要等 4 季度。**金融股中，券商有趋势性的逻辑（金融创新），可以重点关注，是可能成为黑马的行业。**

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，但领涨市场可能要等 4 季度。
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；金融系统今年向企业让利 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

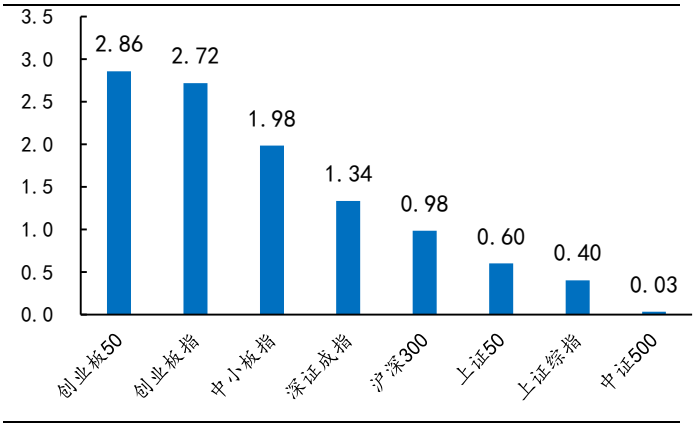
2、 上周市场变化

上周 A 股全面上涨，其中创业板 50（2.86%）、创业板指（2.72%）和中小板指（1.98%）领涨。申万一级行业中，电子（3.15%）、计算机（3.00%）和电气设备（2.23%）领涨，钢铁（-3.05%）、休闲服务（-2.07%）和纺织服装（-1.88%）领跌。概念股中，中概股回归指数（5.37%）、网络游戏指数（5.04%）和集成电路（4.92%）领涨，丝绸之路指数（-3.26%）、O2O 指数（-3.03%）和新零售指数（-2.85%）领跌。

上周全球股市走势分化，印度 SENSEX30（1.27%）、上证综指（0.40%）和日经 225（0.15%）领涨，标普 500（-2.86%）、巴西圣保罗指数（-2.83%）和墨西哥 MXX（-2.53%）领跌。商品市场中，玻璃（2.42%）、LME 铜（1.60%） 和国际黄金（1.57%）领涨，NYMEX 原油（-4.00%）、LME 锌（-2.21%）和 PVC（-0.88%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（20.92%）、黄金（16.69%）和 MSCI CHINA（2.72%）排名较高，而富时 100（-18.34%）、MSCI 前沿市场指数（-17.58%）和欧洲 STOXX50（-12.39%）排名较低。

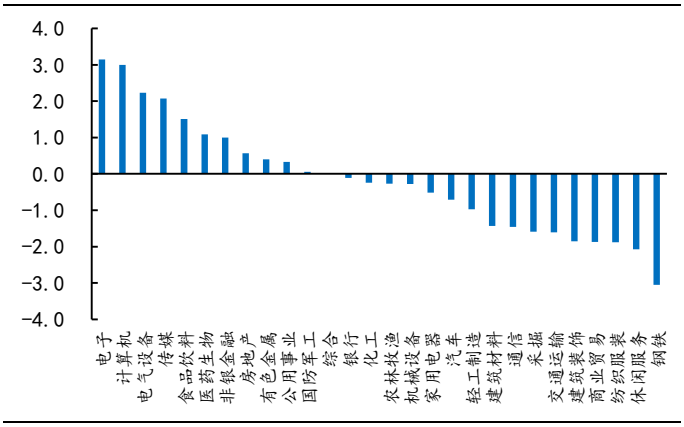
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 47.91 亿元（前值净流入 203.69 亿元），资金面环比改善。上周央行公开市场操作逆回购 6000 亿元，到期量 1200 亿元。截止 2020 年 6 月 24 日，银行间拆借利率小幅上升，十年期国债收益率小幅下降。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均小幅减仓。

图6： A 股主要指数周涨跌幅



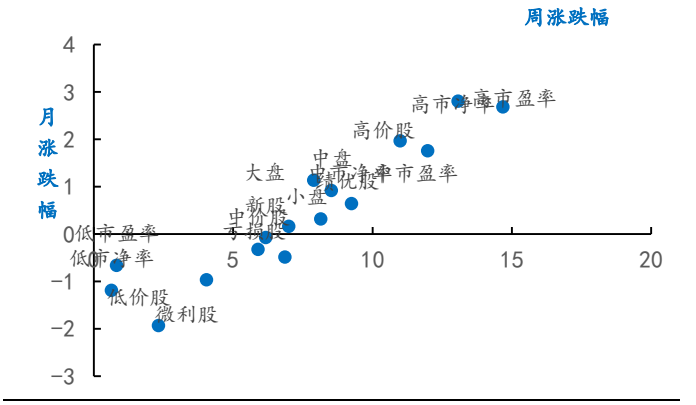
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万一级行业周涨跌幅



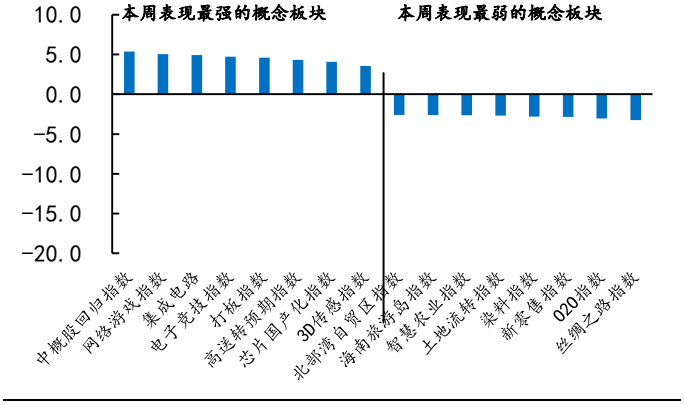
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万风格指数周/月涨跌幅



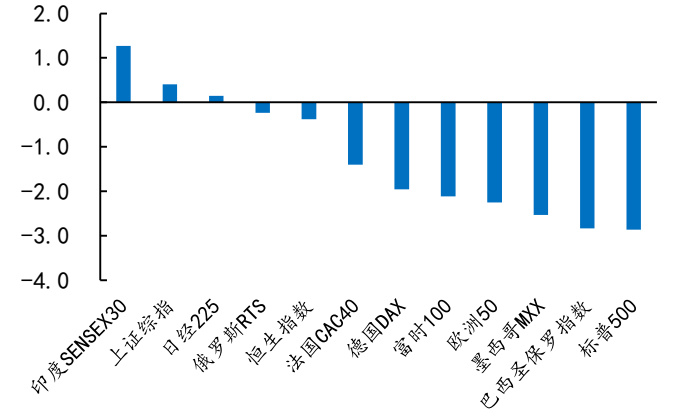
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 概念类指数周涨跌幅



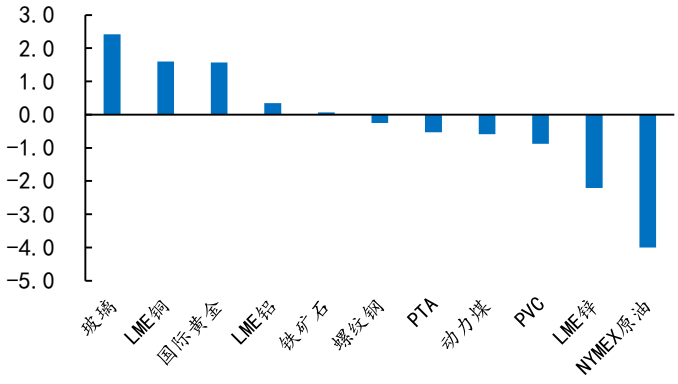
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 全球市场重要指数周涨跌幅



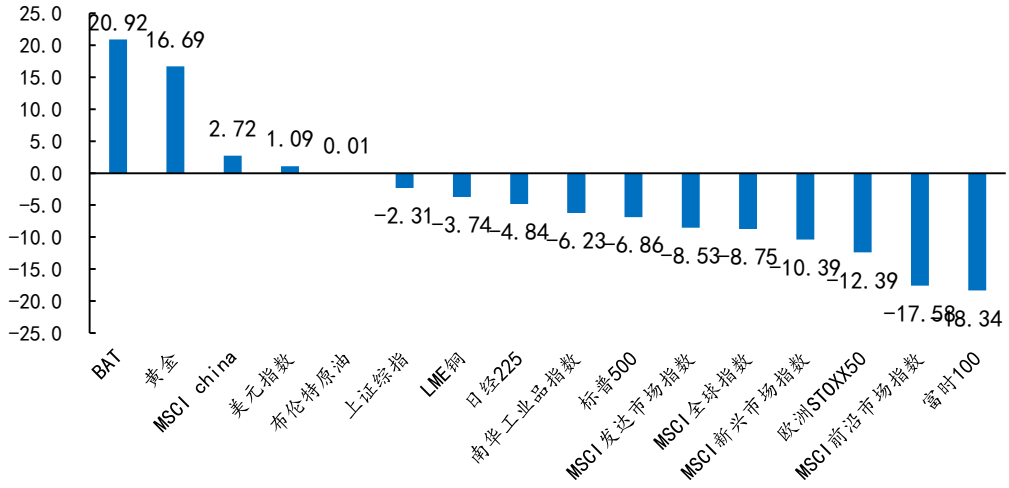
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 重要商品指数周涨跌幅



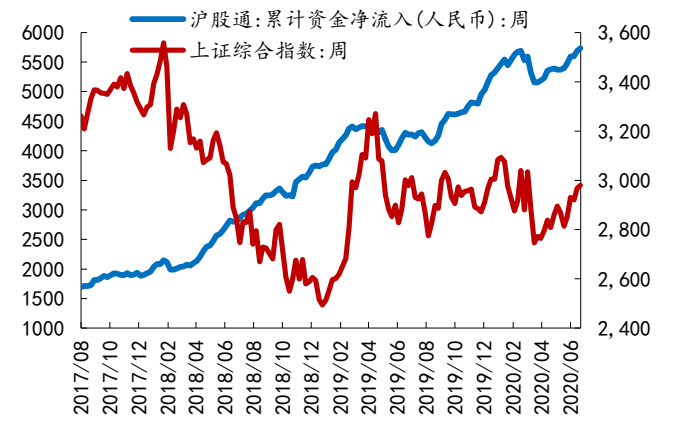
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 2020 年全球大类资产收益率



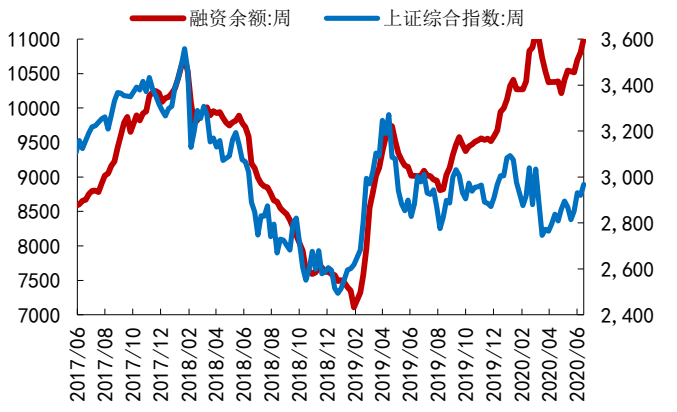
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 沪股通累计净买入



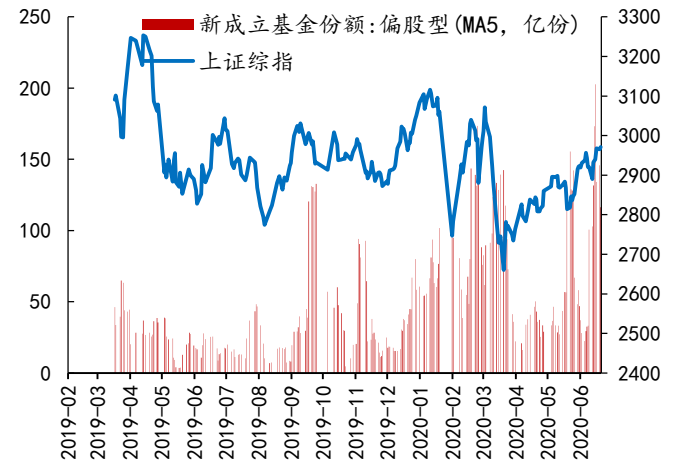
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 融资余额



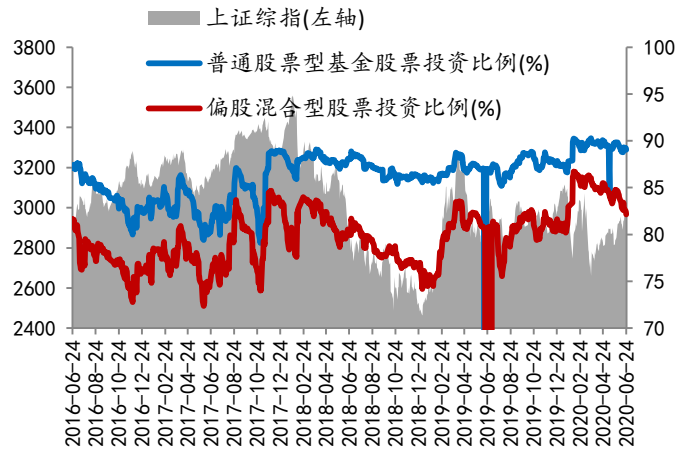
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 新发行基金份额



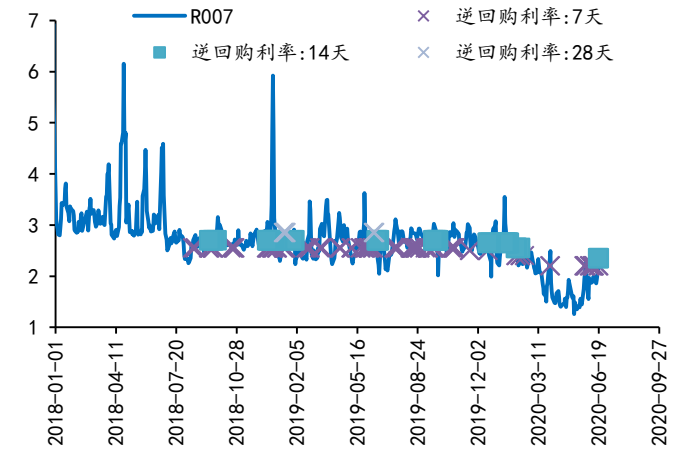
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 基金仓位估算



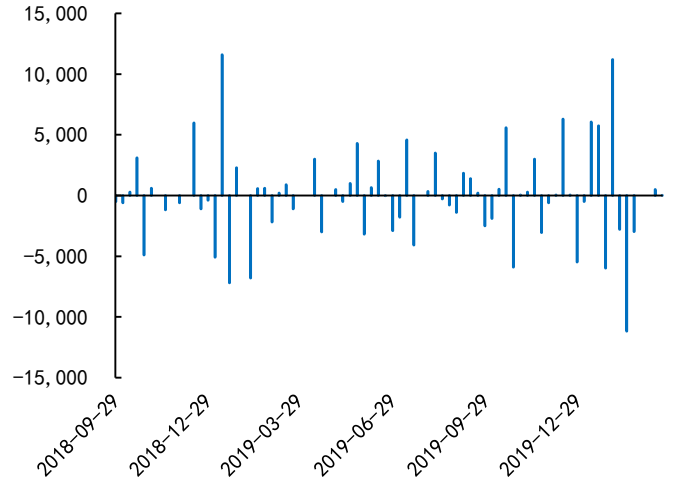
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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



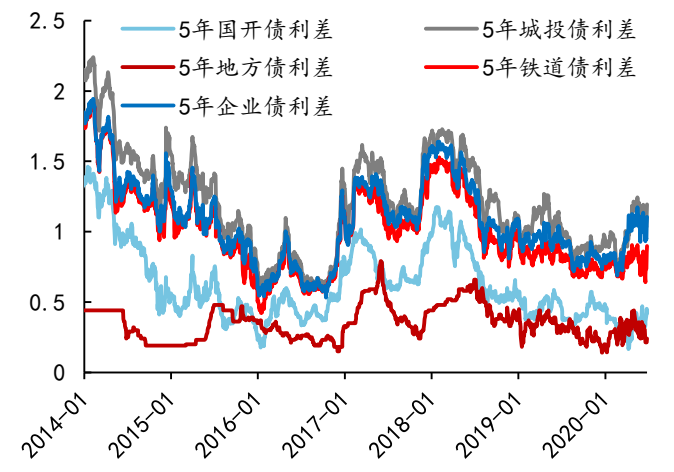
资料来源：Wind，新时代证券研究所

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/