

2022 年 08 月 21 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

极致难持续，静候新均衡

一周观点

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005

tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

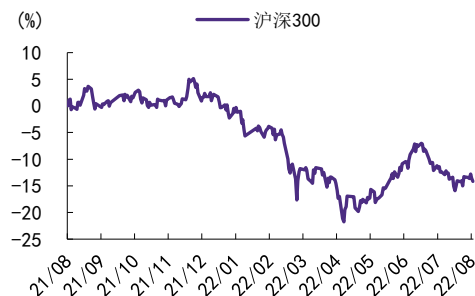
联系人：杨芹芹 S1050121110002

yangqq@cfsc.com.cn

联系人：周灏 S1050122070033

zhouhao@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《猪周期通胀与内生性通缩并存》2022-08-10
- 2、《当社融回踩遇上业绩下修，A股将如何选择？》2022-08-14
- 3、《从工业数据看中观行业景气度》2022-08-18

本周（8.15-8.20）市场先扬后抑，各宽基指数走势继续分化，上证指数下跌 0.57%，以小盘风格为代表的中证 1000 和国证 2000 指数小幅收涨。行业层面，电力设备领涨，农林牧渔、公用事业、房地产紧随其后。美容护理、计算机、医药生物跌幅靠前，均超 3%。

1、极致小盘风格后续如何演绎？

小盘风格占优的支撑还在：经济增速放缓，“资产荒”逻辑强化；超预期降息，剩余流动性充裕。当前 M2-社融增速差创下历史高位，后续走势取决于需求的修复和政策的力度。

但极致小盘风格或面临挑战：从市场交易来看，以国证 2000 为代表的小盘风格交易拥挤度分位已处于历史极高水平，风险值得警惕；从市场情绪来看，光伏的一致性共识遭遇冲击，难以形成合力，极致分化行情难以为继。

2、5 年期 LPR 非对称降息可期，关注中报业绩扰动

本周 MLF 超预期调降释放出重要信号，宏观政策重心从财政转向货币，8 月 LPR 调降可期，且大概率是非对称降息，1 年期调降 10BP，5 年期 LPR 调降 15-20BP，核心原因是稳地产和宽信用。

与此同时，中报业绩的公布进入冲刺阶段，业绩较差的公司通常会拖到最后，下周业绩下行风险仍值得警惕。LPR 降息幅度或将成为对冲业绩下行风险的重要因素。

3、休整进入后半程，风格趋于均衡

业绩风险加速出清，宽货币稳增长信号明确，A 股休整进入后半程，静待稳地产效果显现。

市场风格趋于均衡，关注两条主线：一是寻找业绩确定性较高的行业，关注煤炭、火电、电力设备、家用电器、汽车等盈利预期强劲的行业。二是受益于 LPR 降息和稳地产的相关行业，关注地产链和非银金融。

■ 风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 政策不及预期
- (3) 业绩大幅下滑

正文目录

1、 极致小盘风格后续如何演绎? 4

2、 下周关注 LPR 降息力度和中报业绩扰动 6

3、 休整进入后半程，风格趋于均衡 7

4、 风险提示 8

图表目录

图表 1： 剩余流动性助推小盘行情 4

图表 2： 国证 2000 和中证 1000 交易拥挤度已处于历史较高水平 5

图表 3： 2019 年以来光伏设备行业对于中证 1000 涨幅的贡献点居前（点） 6

图表 4： 中报业绩将密集公布（个） 7

图表 5： 盈利修正宽度：周期延续高增，消费困境反转 8

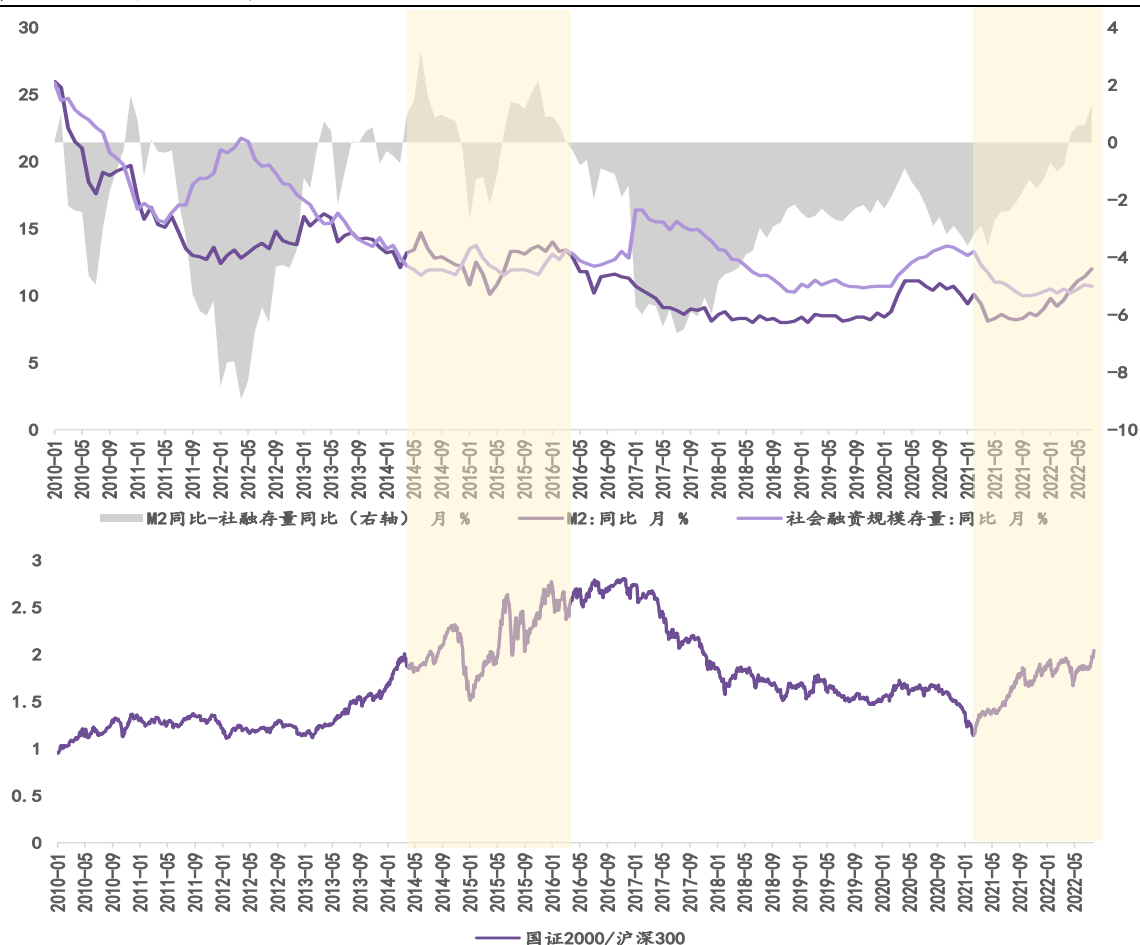
本周（8.15-8.20）市场横盘震荡，各宽基指数走势继续分化，上证指数下跌 0.57%，科创 50 大幅下挫 3.29%，创业板指上涨 1.61%，另外以小盘风格为代表的中证 1000 和国证 2000 指数也小幅收涨。行业层面，电力设备（+4.18%）领涨，农林牧渔（+4.17%）、公用事业（+4.03%）、房地产（+3.29%）紧随其后；美容护理（-4.36%）、计算机（-3.62%）和医药生物（-3.31%）跌幅居前。

1、极致小盘风格后续如何演绎？

小盘股对于剩余流动性较为敏感。当 M2 同比与社融存量同比增速差走阔时，小盘风格相对大盘风格的优势展现，特别是在 2014 年 5 月至 2016 年 5 月期间，剩余流动性经历了由多至少，又底部回升的过程，对应 A 股市场的风格可以发现，小盘股的相对走势也呈现出 V 字形态，与剩余流动性走势高度一致。

“资产荒”逻辑强化，剩余流动性充裕，小盘风格表现占优。此轮小盘行情从 2021 年初开启，M2-社融增速剪刀差开始走阔，直至 2022 年 4 月剪刀差由负转正，小盘风格走势更为陡峭。7 月在基数和财政发力的影响下，M2 增速进一步上行，新增社融却超季节性回落，M2-社融增速剪刀差来到历史较高水平，当前充裕的剩余流动性给予了小盘风格上行动力。

图表 1：剩余流动性助推小盘行情

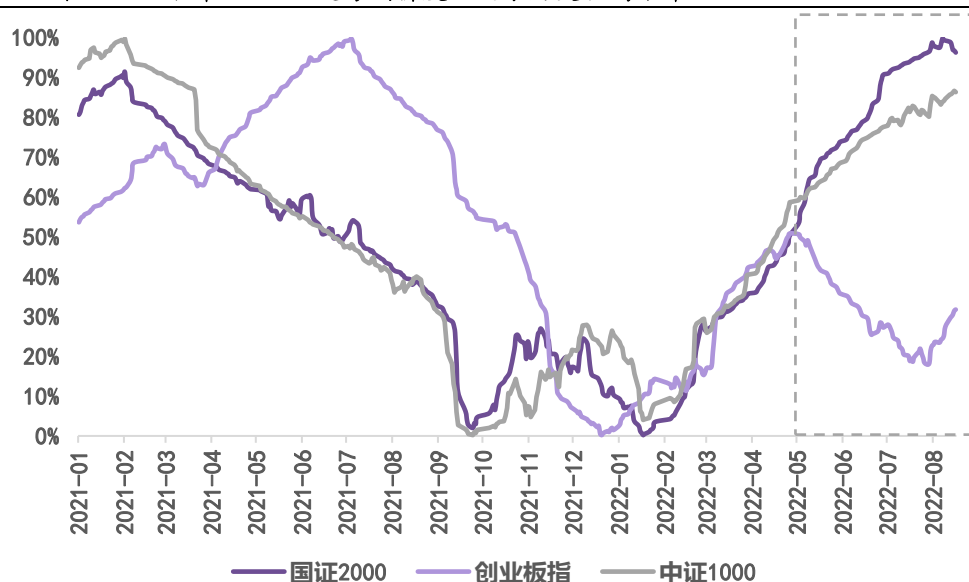


资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

从剩余流动性角度来看，短期小盘行情支撑还在。当前 M2-社融增速差创下历史高位，主要是季节性和断供风波等突发性因素的共同作用。为了稳地产稳增长，MLF 超预期降息，流动性仍较为充裕。在稳地产成效未能充分显现之前，M2-社融剪刀差还会存在。后续 M2-社融增速差是否会收敛，仍需观察需求的修复和政策的力度。

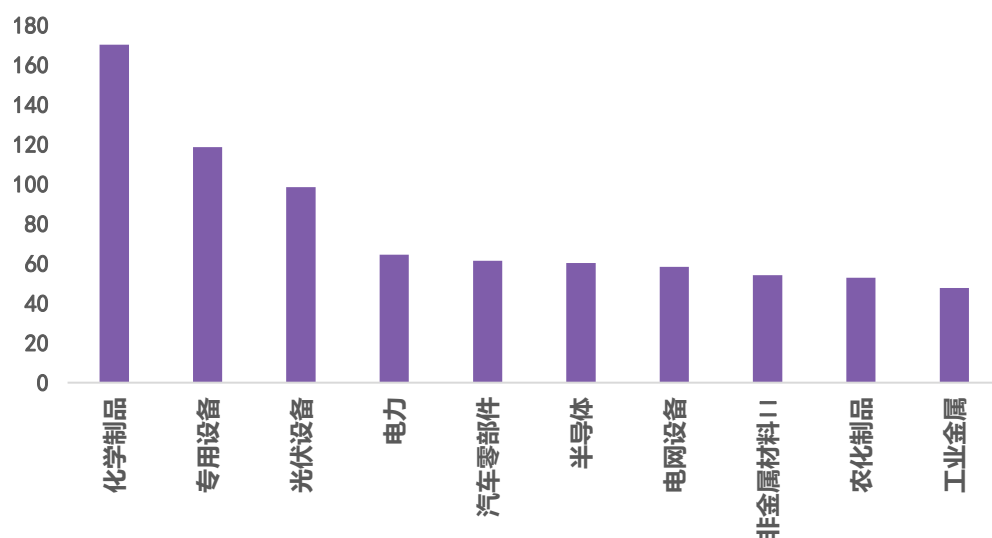
从市场交易层面来看，极致小盘风格面临挑战，恐难以为继。从小盘风格交易拥挤度来看，国证 2000 指数&中证 1000 指数与创业板指的拥挤度从 2022 年 5 月开始分化，并且愈演愈烈，虽然近期创业板指的交易拥挤度有所回升，但国证 2000 和中证 1000 拥挤度分位仍远高于创业板指，当前小盘风格交易拥挤度已处于历史高位，较为脆弱，其中的风险值得警惕；从市场情绪来看，光伏行业内部竞争加剧，行业格局受到扰动，再叠加光伏龙头公司的事件影响，光伏的一致性共识遭遇冲击，而中证 1000 指数中光伏行业的贡献度较高，光伏行业冲击或将传导影响小盘风格投资者情绪，短期来看市场难以形成合力，极致分化行情难以为继。

图表 2：国证 2000 和中证 1000 交易拥挤度已处于历史较高水平



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 3：2019 年以来光伏设备行业对于中证 1000 涨幅的贡献点居前（点）



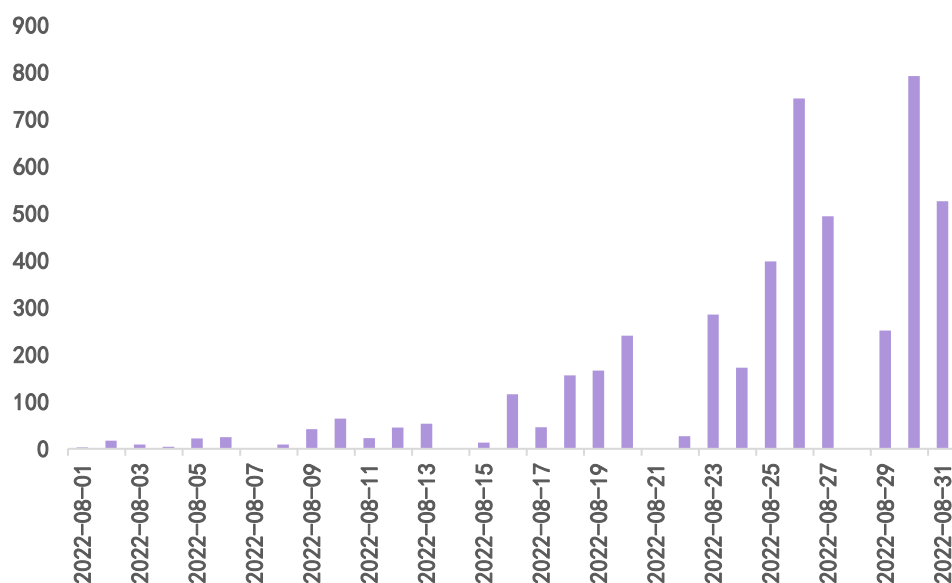
资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

2、下周关注 LPR 降息力度和中报业绩扰动

本周逆回购、MLF 超预期调降后，货币宽松大方向得以确认，下周 LPR 非对称降息可期。7 月较弱的经济金融数据倒逼央行“双降”，其中社融数据总量和结构同步恶化，表现出融资主体需求不足，复苏基础较为薄弱。特别是地产数据全面回落，居民端中长期贷款延续下行，稳地产还需发力。我们认为在 MLF 超预期调降的背景下，8 月份 LPR 调降可期，且大概率是非对称降息，1 年期调降 10BP，5 年期 LPR 调降 15-20BP，核心原因是地产下行压力再度凸显，调降房贷利率激发按揭贷款的必要性提升，宽信用还需宽货币配合。

八月末，中报业绩的公布进入冲刺阶段，谨防业绩下行风险。通过此前我们在《当社融回踩遇上业绩下修，A 股将如何选择？》中的历史复盘，可以发现在业绩下行区间，财报密集公布对于市场会形成冲击，。从下周开始（8.23），A 股中将有 76% 的上市公司公布中报，特别是有些业绩表现较差的上市公司业绩公告通常会拖到最后几天，对市场扰动值得警惕。LPR 降息幅度或将成为对冲业绩下行风险的重要影响因素。

图表 4：中报业绩将密集公布（个）



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

3、休整进入后半程，风格趋于均衡

业绩风险加速出清，宽货币稳增长信号明确，A 股休整进入后半程，静待稳地产效果显现。市场风格趋于均衡，关注两条主线：

一是寻找业绩确定性较高的行业，关注煤炭、火电、电力设备、家用电器、汽车等盈利预期强劲的行业。从盈利修正宽度来看，周期行业盈利高增预期较强，特别是煤炭行业在水电供给匮乏的影响下，火电发电量回升，带动电煤需求上升，行业盈利修正宽度维持高位；电力设备的盈利修正宽度在 7 月底短暂下行后重回高位，新能源相关行业景气度不减；此外，家用电器、汽车、医药生物和美容护理行业盈利预期明显改善，消费风格盈利稳定的特征或将在此阶段展现优势。

二是受益于 LPR 降息和稳地产的地产链和非银金融。LPR 降息特别是 5 年期 LPR 非对称式降息将改善房地产行业的悲观预期，房地产及地产链相关行业阶段性修复可期。此外，货币政策再度发力，流动性积极预期，利好券商等非银金融。

图表 5：盈利修正宽度：周期延续高增，消费困境反转

	2022/7/1	2022/7/8	2022/7/15	2022/7/22	2022/7/29	2022/8/5	2022/8/12	2022/8/19	修正趋势
煤炭	61.86%	61.86%	63.39%	69.74%	69.26%	72.66%	68.20%	68.20%	
钢铁	6.17%	20.71%	29.29%	24.29%	17.62%	17.62%	37.62%	27.62%	
石油化工	18.25%	16.89%	21.18%	21.18%	21.61%	24.42%	17.93%	20.31%	
基础化工	11.80%	12.57%	16.04%	16.18%	16.37%	21.30%	18.61%	14.95%	
有色金属	8.87%	12.89%	13.39%	10.94%	16.22%	15.11%	11.22%	10.80%	
银行	30.21%	24.65%	26.08%	22.75%	20.60%	12.98%	13.41%	8.42%	
电力设备	4.85%	4.29%	3.76%	1.05%	3.64%	5.27%	6.89%	6.90%	
家用电器	-29.76%	-24.90%	-11.96%	-3.90%	-7.24%	-7.76%	3.35%	5.92%	
商贸零售	-0.15%	-0.05%	-0.12%	-0.13%	-0.14%	-0.16%	-0.17%	-0.17%	
农林牧渔	-11.76%	-20.39%	-10.84%	-8.88%	-3.88%	2.79%	-8.32%	-5.60%	
国防军工	-11.19%	-11.33%	-7.50%	-9.71%	-6.68%	-7.08%	-7.62%	-6.52%	
汽车	-27.79%	-22.52%	-20.61%	-15.42%	-11.37%	-9.34%	-7.51%	-6.54%	
公用事业	4.17%	1.26%	2.37%	-1.60%	2.40%	-5.93%	-5.93%	-6.76%	
医药生物	-20.89%	-19.55%	-16.27%	-14.64%	-15.30%	-17.39%	-14.80%	-14.48%	
交通运输	-29.94%	-27.13%	-28.67%	-32.67%	-34.10%	-34.10%	-22.43%	-15.76%	
美容护理	-27.97%	-26.95%	-16.23%	-16.92%	-20.13%	-21.26%	-18.18%	-16.75%	
电子	-23.44%	-23.54%	-19.55%	-17.28%	-20.83%	-21.39%	-15.06%	-17.80%	
通信	-12.70%	-17.46%	-15.40%	-16.95%	-22.40%	-21.99%	-19.84%	-22.22%	
社会服务	-12.10%	-10.67%	-15.83%	-19.33%	-25.33%	-31.33%	-30.00%	-26.67%	
建筑装饰	-19.13%	-22.53%	-23.24%	-21.03%	-22.88%	-28.02%	-27.66%	-27.36%	
机械设备	-23.94%	-24.63%	-25.94%	-28.61%	-29.32%	-28.35%	-26.58%	-28.05%	
计算机	-22.38%	-25.28%	-27.34%	-27.79%	-30.94%	-32.29%	-32.21%	-32.84%	
纺织服装	-44.64%	-43.43%	-36.02%	-36.69%	-27.69%	-21.02%	-29.36%	-34.36%	
食品饮料	-32.36%	-34.14%	-34.10%	-36.78%	-36.72%	-37.43%	-34.48%	-34.41%	
非银金融	-41.26%	-43.88%	-45.67%	-49.95%	-49.95%	-39.36%	-33.69%	-35.48%	
建筑材料	-42.65%	-44.23%	-40.74%	-32.88%	-33.71%	-35.69%	-38.24%	-37.45%	
轻工制造	-37.20%	-32.64%	-38.37%	-35.93%	-43.02%	-39.56%	-40.23%	-37.94%	
传媒	-24.37%	-29.13%	-32.29%	-32.36%	-33.25%	-42.14%	-44.05%	-42.62%	
房地产	-32.50%	-36.67%	-46.67%	-45.00%	-37.00%	-38.67%	-44.67%	-44.67%	
环保	-17.48%	-21.32%	-27.04%	-34.18%	-39.39%	-47.33%	-51.92%	-55.82%	

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

4、风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 政策不及预期
- (3) 业绩大幅下滑

■ 宏观策略组介绍

谭倩：11 年研究经验，研究所所长、首席分析师。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

杨芹芹：经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

周灏：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究和微观流动性追踪。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。