2020 年 10 月 18 日

为全球风格共振做好准备

——投资策略周报

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● 复苏信号再次确认，风格切换继续深化

9 月的经济、金融数据再次确认了经济持续复苏的信号：从货币、信贷总量指标上看 9 月仍是紧货币+宽信用的组合，结构上居民与非金融企业的中长期贷款仍在扩张，彰显对于经济的信心；9 月生产资料 PPI 仍在回升的通道中，更不依赖于逆周期调控政策的消费、出口均在改善。市场悲观者此前认为的经济与信用的拐点并未出现，基于逆周期调节政策而完全忽视内生动能的宏观基准假设面临“上行风险”。复苏强度和持续性尚需进一步验证，但当下领先指标指示经济复苏持续性在边际强化，历史规律指示这将有利于价值风格进一步深化。

● 盈利相对优势正在向顺周期行业倾斜

三季报预告中指示受益于经济复苏的顺周期类行业正在迎头赶上前期受益于疫情或受损不严重的行业，这也就意味着如果三季报与其预告基本符合，盈利的相对优势正在向顺周期行业倾斜，这将进一步强化 7 月以来的风格切换。另一个值得关注的是，在顺周期板块内部 8 月以来成长型周期股开始大幅跑赢，而周期型价值股的机遇也正在出现：随着经济复苏的推进和利率的上行，估值和盈利都开始对于周期价值品种更为有利。这一点在 9 月以来也开始出现了类似的迹象。

● 海外扰动的最优解：交易大选 VS 交易复苏

本轮以新能源车为代表的科技反弹与“拜登交易”呈现一定关系，而我们发现 9 月以来拜登交易在“关税组合”中同样存在并与科技股反弹明显相关。拜登胜选可能已经被各类资产充分定价，我们需要提醒投资者警惕大选反复带来资产价格的波动。**比大选结果更确定是美国经济复苏的方向：**当下美国与我国 5-6 月所经历的宏观环境的变化类似，即美国经济正处于资金脱虚入实“时滞”期，而美股风格正步入反复期，随着美国经济复苏深化与实际利率反弹，美股出现风格切换概率在增大，这意味着：前期我国部分科技板块走势与美股科技股存在的映射关系的正向作用可能会被削弱；全球投资者风格的变化也会影响北上资金行为，此前北上更多偏向顺周期中偏成长性资产，本质上是认可复苏仍偏好成长性，后续价值风格的深化也会让顺周期配置更加多元化，10 月以来已经出现了类似迹象。

● 为全球风格共振做好准备：把握顺周期

7 月预演、8 月确认并于 9 月以来不断深化的风格切换正在进一步展开，顺周期的机遇正在进一步向更广维度发展。**我们曾以周期型成长股为过去第一顺位推荐，但当下我们提醒投资者需重视后续周期内部低估值板块的弹性机会。**如果投资者相信人类走出疫情的必然性，相信经济复苏的方向，则需要理解全球风格切换将会因为疫情控制的不同步而相继出现并形成共振，当下应为更深化的风格切换布局：复苏正深入推进，周期价值板块进入弹性区间（**银行、房地产、煤炭、保险**）；行业景气度在复苏中上行的：**化工（大炼化、钛白粉等）、工程机械 、汽车、家电**。

● 风险提示：国内经济超预期下行；信用超预期收缩；美国经济超预期恶化。

相关研究报告

《投资策略专题-三季报预告：复苏交易的加速器》-2020.10.17

《投资策略点评-神秘的力量（二）：暗流再现，交易复苏》-2020.10.14

《投资策略点评-复苏交易的内涵和外延》-2020.10.12

目 录

1、 复苏信号再次确认，风格切换继续深化 3
2、 三季报可能成为顺周期的加速器 4
3、 海外扰动：交易大选还是交易复苏 6
3.1、 交易拜登成为“一致预期”后的反复 6
3.2、 美股的风格切换可能与国内形成共振 7
4、 为全球风格共振做好准备：把握顺周期 9
5、 风险提示 9

图表目录

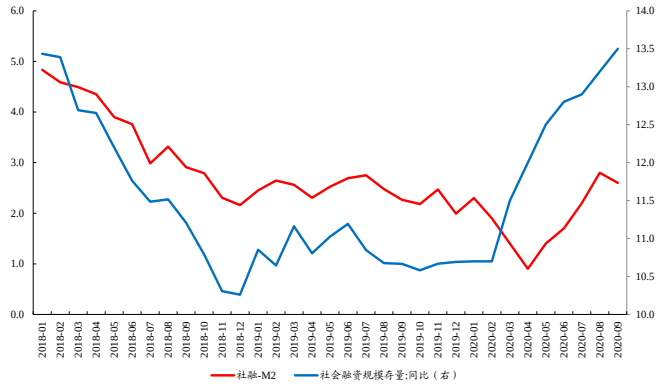
图 1： 9 月仍维持了紧货币+宽信用的组合 3
图 2： 从结构上看，中长期贷款仍在扩张 3
图 3： 9 月生产资料 PPI 仍处于上升通道，CPI 主要受累于猪肉价格大幅下降 3
图 4： 汽车销量与出口当月同比仍在不断回升 4
图 5： 复苏速度的分化正在被市场逐步认知 4
图 6： 复苏再确认，风格切换继续深化 5
图 7： 随着经济复苏逐步推进，周期价值也将迎来更大的弹性区间（2016-2017 年） 5
图 8： 近两月周期成长已经跑赢国证成长，但周期价值股可能刚刚启动 6
图 9： 新能源车与拜登胜选组合在 9 月以来相对于万得全 A 的收益有较强的相关性 6
图 10： 9 月以来美股风格开始出现明显的反复 7
图 11： 美联储扩表速度明显放缓，实际利率明显上行 7
图 12： 美国财政部一般账户存款达到历史最高水平 7
图 13： 创业板指与纳斯达克指数表现相关性很高 8
图 14： 我国苹果指数与新能源车指数与美股相关科技股表现存在明显的相关性 8
图 15： 10 月以来北上交易型资金大幅买入银行 8
图 16： 10 月以来北上配置型资金配置更为均衡 8

1、 复苏信号再次确认，风格切换继续深化

本周（2020 年 10 月 12 日至 16 日，下同）市场延续了节后的反弹走势，核心原因在于本周三（10 月 14 日）公布的 9 月经济数据**再次确认了经济继续复苏的信号，这意味着有利于价值风格的宏观环境仍在进一步深化**，而这也是对于前期市场对于信用扩张会快速收缩的悲观预期的修正。具体而言：

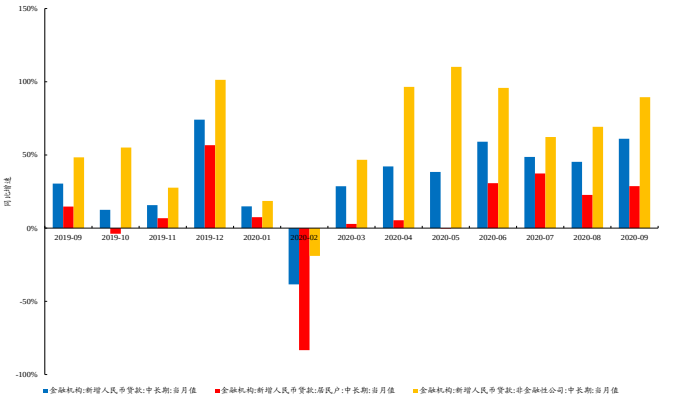
（1）**从货币、信贷的总量指标上看，仍维持了紧货币+宽信用的组合；从信贷结构上看，无论是居民还是非金融企业的中长期贷款仍在扩张**。9 月 M2 同比增速为 10.90%，虽然环比上升 0.50%，但大部分是由于财政存款的变化导致的（9 月财政存款-8317 亿元，如果剔除该影响则 9 月 M2 同比增速约为 10.42%），而非央行“放水”，从无风险利率仍在上行的角度上看也能论证货币政策并未进一步放松，而是仍处于边际收紧的过程中。9 月社融存量同比增速为 13.50%，环比上升 0.30%，说明信贷扩张仍十分强劲。而从信贷结构上看，9 月居民部门与非金融企业部门的中长期贷款当月值同比增速分别为 28.71%、89.46%，相较于 8 月而言仍在提速。因此 9 月仍是紧货币+宽信用的组合，这对于价值风格无疑十分有利。

图1：9 月仍维持了紧货币+宽信用的组合



数据来源：Wind、开源证券研究所

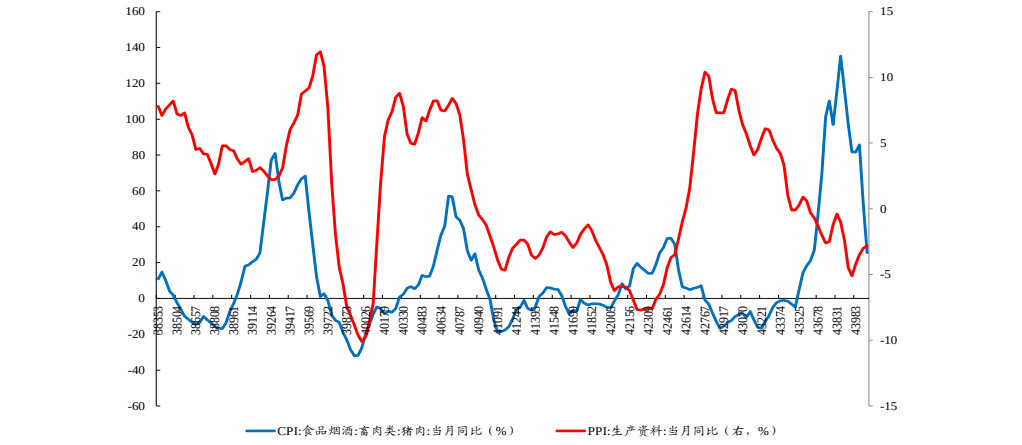
图2：从结构上看，中长期贷款仍在扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）从物价指标上看，9 月 PPI 与 CPI 的当月同比分别为-2.10%、1.70%，相较于 8 月均有所回落，但 PPI 主要受制于生活资料的价格下降，**9 月的生产资料 PPI 反而仍在回升的通道中**；CPI 主要是由于猪肉价格下降导致。

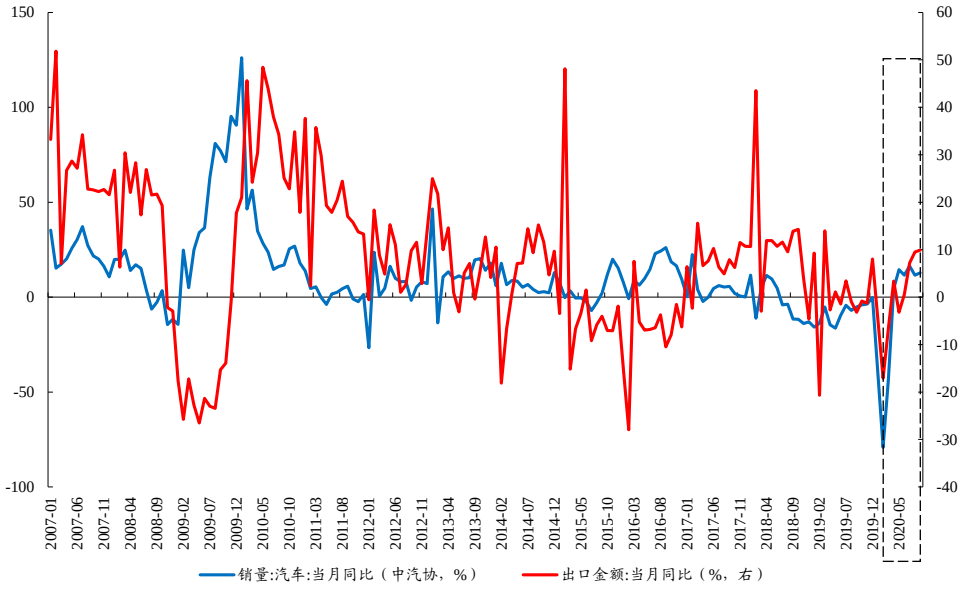
图3：9 月生产资料 PPI 仍处于上升通道，CPI 主要受累于猪肉价格大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）正如我们在《复苏交易的内涵和外延》报告中强调的，当下我们确实看到了传统逆周期对冲政策（基建+地产）的减弱，但是同时也看到了消费、制造业投资的回暖和出口链条等自身因素的上行。这种来自经济自身的修复意义更大，**更不依赖于逆周期调控政策的动能都在出现**，这也是为何当下的信号都在沿着历史规律指向经济复苏本身，这对于股票资产无疑是友好的。

图4：汽车销量与出口当月同比仍在不断回升

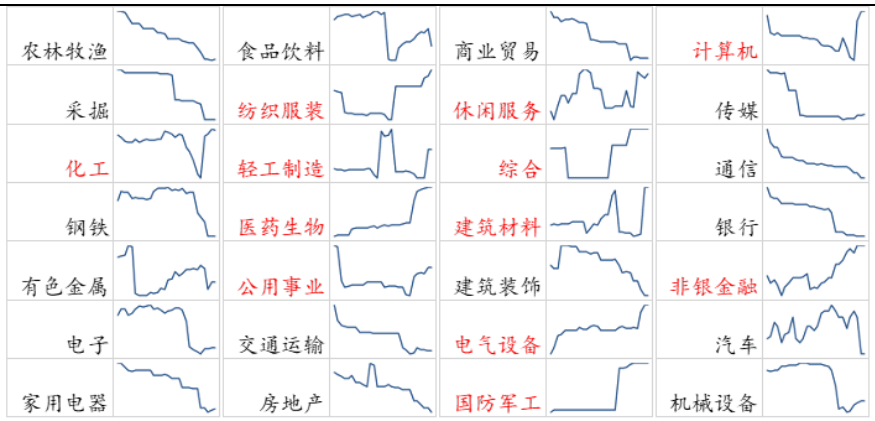


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 三季报可能成为顺周期的加速器

盈利的相对优势是风格切换持续性的核心，而站在当下，根据我们在《三季报预告：复苏交易的加速器》报告中提到的，**受益于经济复苏的顺周期类行业正在迎头赶上前期受益于疫情或受损不严重的行业**，这也就意味着盈利的相对优势正在向顺周期行业倾斜，而这无疑就会带来前期已经发生的风格切换继续深化。从各行业的每股收益一致预期变动情况来看，这种复苏速度的分化正在被市场逐步认知，分析师在逐渐调高对**化工、纺织服装、非银金融、国防军工、电气设备**等三季度预喜率和排名提升的行业的预期。

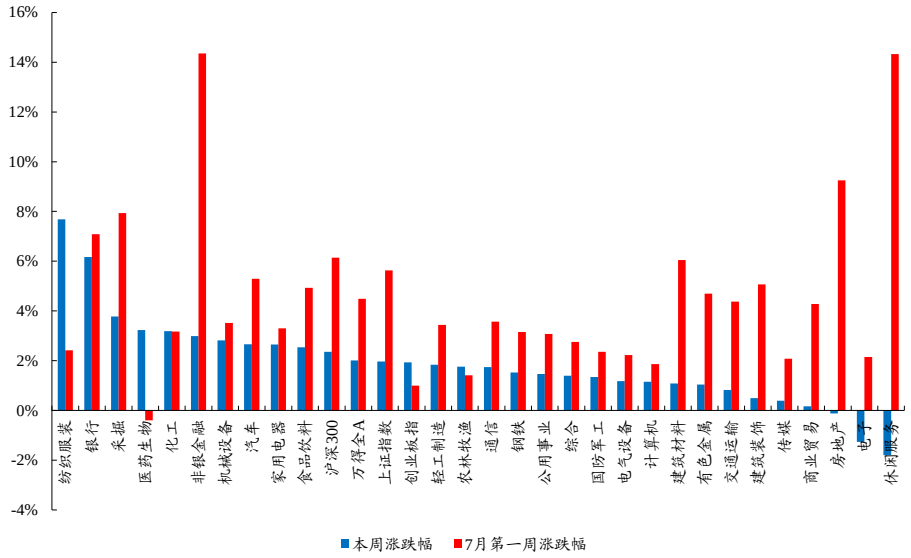
图5：复苏速度的分化正在被市场逐步认知



数据来源：Wind、开源证券研究所

三季报带来的复苏确认和行业认知变化也正在市场中体现：从板块表现与市场风格来看，本周表现靠前的顺周期板块更多地集中于**银行、采掘、化工**等更偏周期价值的板块，而 7 月初表现较好的**建筑材料、有色金属**等更偏周期成长的板块则在此次出现了明显的分化。

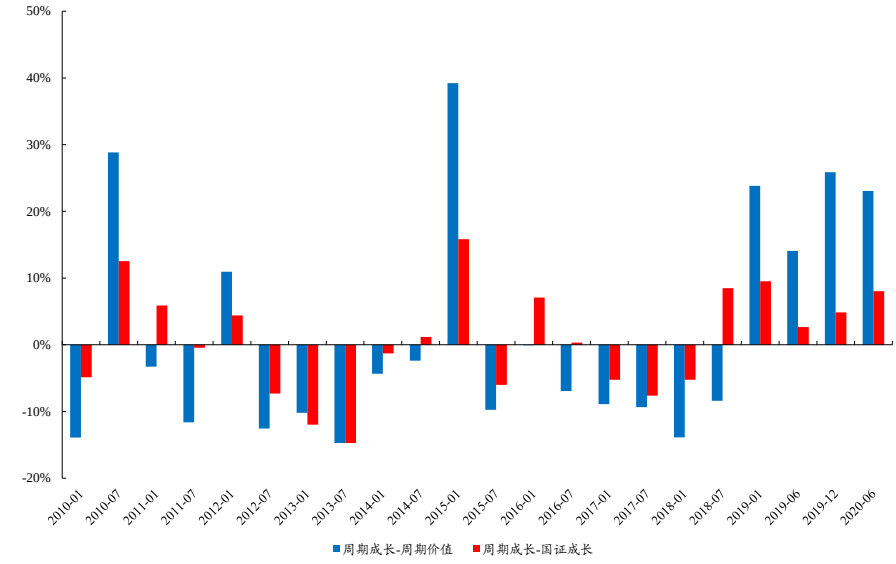
图6：复苏再确认，风格切换继续深化



数据来源：Wind、开源证券研究所

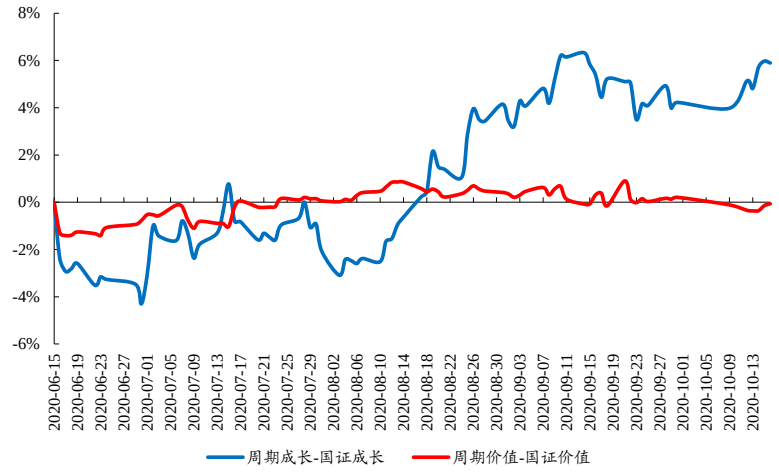
从历史规律来看，在经济复苏的过程中，**随着顺周期行业的盈利逐步修复，周期成长将先跑赢国证成长，随后被低估的周期价值也将迎来更大的弹性区间**。典型的是 2016-2017 年周期成长一开始跑赢周期价值与国证成长，但是到了后期周期价值的弹性更大，背后的原因正是由于估值和盈利贡献到了经济复苏“深水区”对于周期价值而言更友好。这一点在 2020 年 9 月以来也开始出现了类似的迹象，即周期成长已经跑赢国证成长，但周期价值仍跑不赢国证价值，这也就意味着周期价值处于极度低估的状态，后续将迎来更大的弹性区间。

图7：随着经济复苏逐步推进，周期价值也将迎来更大的弹性区间（2016-2017 年）



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：周期成长和价值分别代表国证成长与价值中的顺周期（与传统经济周期更相关的）行业个股。

图8：近两月周期成长已经跑赢国证成长，但周期价值股可能刚刚启动



数据来源：Wind、开源证券研究所

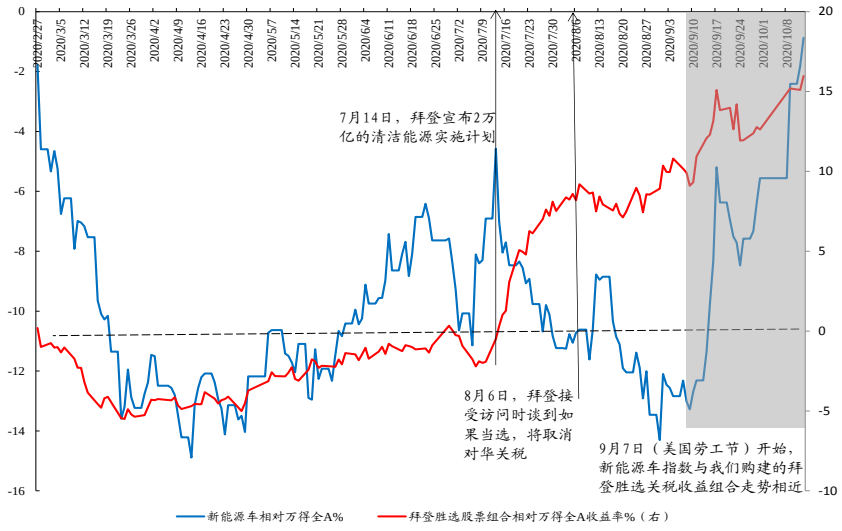
3、 海外扰动：交易大选还是交易复苏

从资产价格的表现来看，目前海外对于 A 股市场的主要影响在于美国大选与美股的风格反复。

3.1、 交易拜登成为“一致预期”后的反复

拜登支持率的大幅上升使得市场出现了明显交易拜登当选的行情。由于拜登曾明确提出 2 万亿美元的清洁能源实施计划以及取消关税计划，我们通过构建“拜登胜选关税受益指数”来表征拜登当选后取消关税的受益标的的表现，**发现 A 股的新能源车指数与拜登胜选关税受益指数在 9 月以来相对于万得全 A 的收益有较强的相关性，这同期伴随了拜登支持率的明显上升，这也就意味着当下拜登胜选的概率可能已经被计入资产价格中**。然而我们需要提醒投资者注意的是，这种过早下注拜登胜选的行情存在明显的不确定性，投资者需要警惕大选的反复带来资产价格的波动，比如就在本周四（10 月 15 日）拜登的丑闻被爆出，之后国内新能源车指数便见顶回落。因此与其去对赌美国大选，不如选择下注经济复苏。

图9：新能源车与拜登胜选组合在 9 月以来相对于万得全 A 的收益有较强的相关性

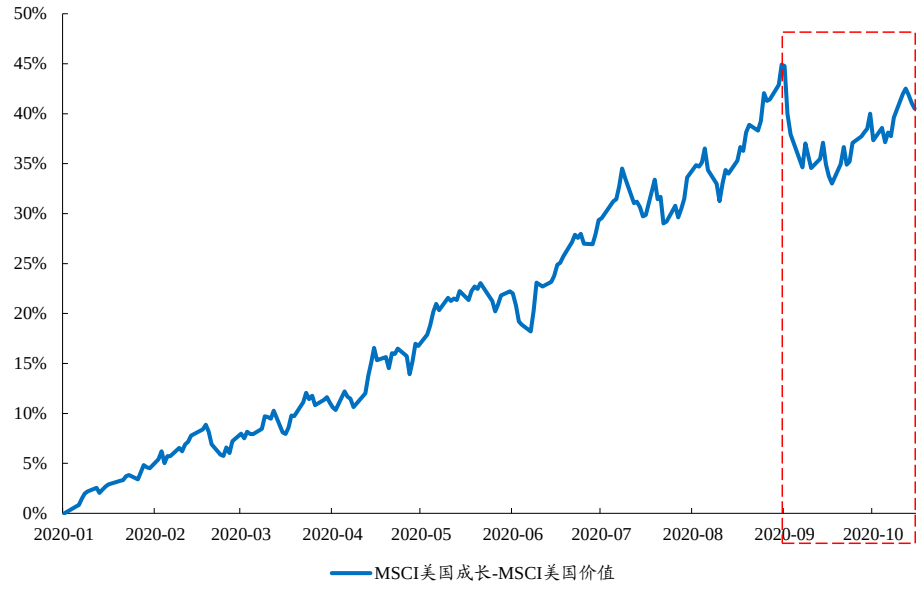


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 美股的风格切换可能与国内形成共振

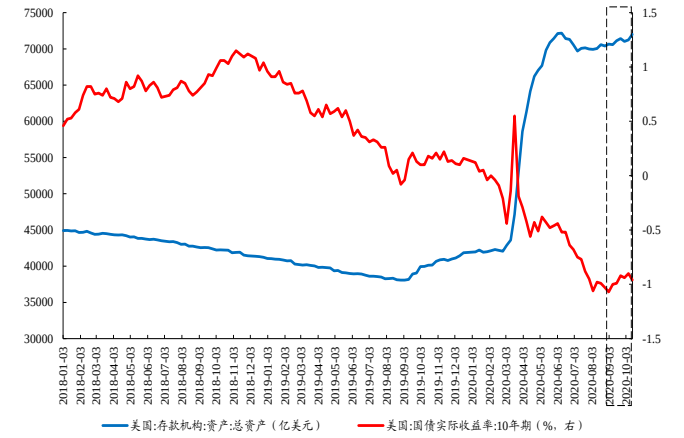
9 月以来美股的风格也出现了明显的反复，我们认为这背后其实与我国 5-6 月所经历的宏观环境的变化类似，即经济正处于资金脱虚入实的“时滞”期，而风格正步入反复期：美国的货币政策也开始边际收紧，体现为美联储的扩表速度在明显放缓同时无风险利率明显上行；但财政政策有待进一步发力，体现为美国的财政存款创历史新高。因此若后续财政发力，美国经济逐步复苏，实际利率继续上行，则美股可能也会出现风格切换，**当下这种迹象已经开始出现。相比于仍具不确定性的选情，无论谁当选都会出现的经济复苏是一个更确定的方向，而这指示着美股出现风格切换的可能。**

图10：9 月以来美股风格开始出现明显的反复



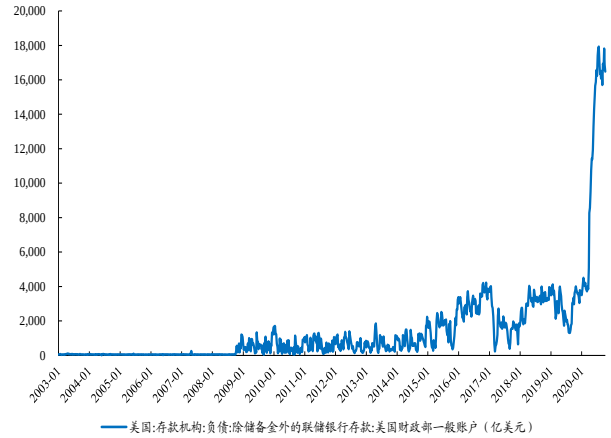
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美联储扩表速度明显放缓，实际利率明显上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：美国财政部一般账户存款达到历史最高水平



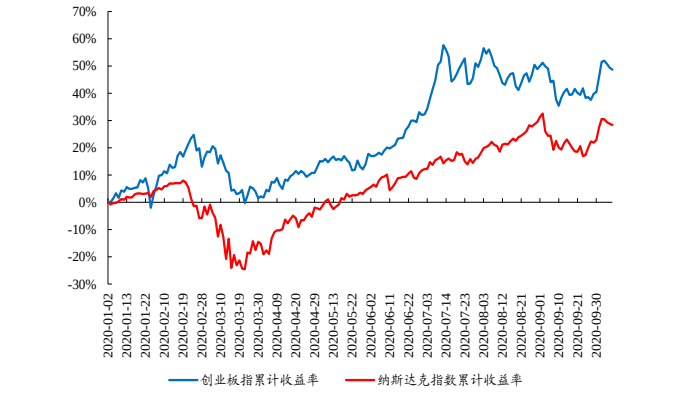
数据来源：Wind、开源证券研究所

如果美股也出现明显的风格切换，则对于 A 股而言，也将有利于价值风格占优，主要有以下两点原因：

首先，我国部分科技板块的走势与美股科技股存在某种程度的映射关系，比如典型的创业板指与纳斯达克指数表现（相关系数 0.8641）、苹果与国内苹果产业链指

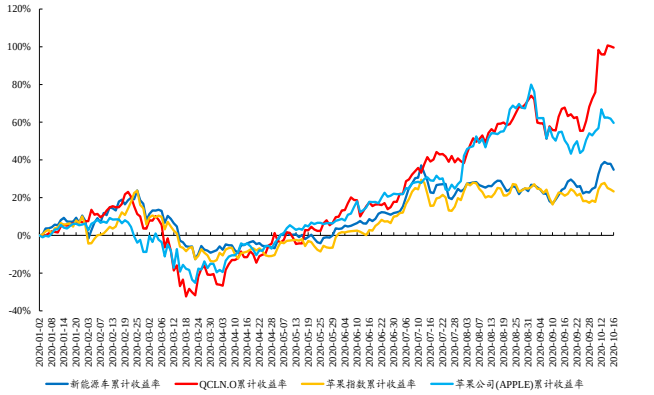
数表现（相关系数 0.8562）、美国新能源基金 QCLN 与国内新能源车指数表现（相关系数 0.9015）等均存在较强的相关性，因此如果美股风格出现由成长向价值进行切换，则这些与美股科技股存在较强映射关系的国内科技板块也将面临一定程度的切换。

图13：创业板指与纳斯达克指数表现相关性很高



数据来源：Wind、开源证券研究所

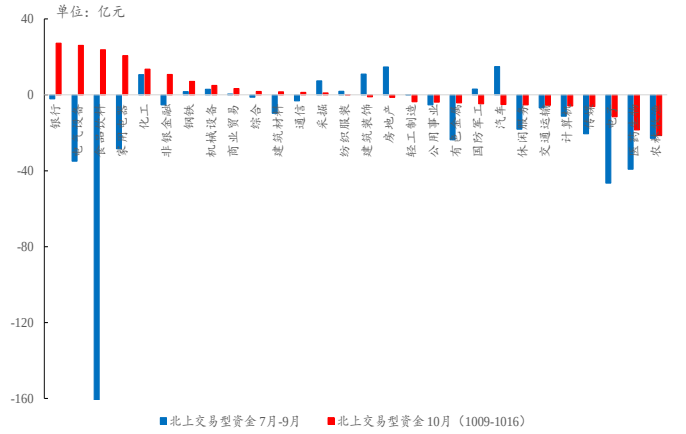
图14：我国苹果指数与新能源车指数与美股相关科技股表现存在明显的相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

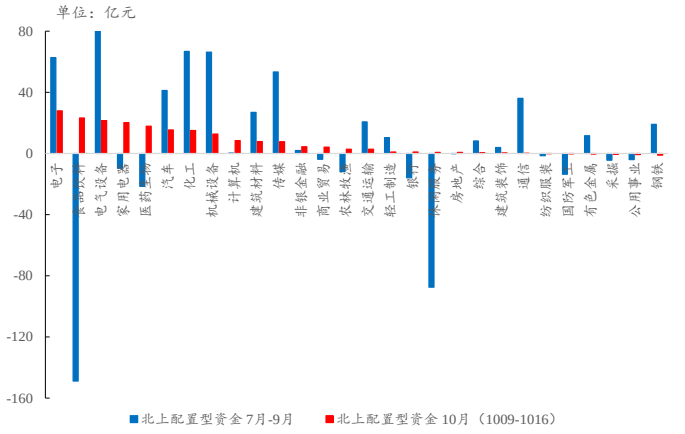
其次，对于海外投资者而言，如果美股出现风格切换，则也将会影响其股票配置风格。此前以北上资金为代表的海外投资者对于 A 股核心资产的购买已经出现松动，顺周期资产开始被明显买入但以更具成长性的资产为主。这说明海外投资者已经认可中国的经济复苏，但价值风格仍不明显。随着美股也开始出现风格切换的迹象，在认可顺周期资产的前提下，周期价值板块的认可度可能会潜在提升。我们发现，10 月以来北上交易型资金明显买入银行、家用电器、化工以及钢铁行业，而北上配置型资金则配置较为均衡，但也大幅买入家用电器、化工，同时在部分行业如电子、计算机以及医药生物等板块交易型资金与配置型资金存在明显分歧，这也就意味着以北上资金为代表的海外资金在科技板块也出现了较大的分歧，但对于顺周期资产而言反而正在逐步形成合力，正如我们在《神秘的力量（二）：暗流再现，交易复苏》报告中提到的，当下全球实际利率见底回升和经济基本面复苏成为影响北上资金的基本面稳态因素，外资“周期性流入”的力量将占据主导，**其配置思路更倾向于经济相关的资产。北上资金未来的风格变化将持续存在**。

图15：10 月以来北上交易型资金大幅买入银行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：10 月以来北上配置型资金配置更为均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 为全球风格共振做好准备：把握顺周期

随着 9 月经济数据的落地，国内经济复苏的势头得到了持续的验证，分子端的盈利是未来一段时间内的核心驱动力已经为市场所认可，而随着三季报的逐步披露，我们发现盈利的相对优势正向顺周期行业倾斜。

7 月预演、8 月确认并于 9 月以来不断深化的风格切换正在进一步展开，顺周期的机遇正在进一步向更广维度发展。**我们曾以周期型成长股为过去第一顺位推荐，但当下我们提醒投资者需重视后续周期内部低估值板块的弹性机会。**如果投资者相信人类走出疫情的必然性，相信经济复苏的方向，则需要理解全球风格切换将会因为疫情控制的不同步而相继出现并形成共振。我们曾在左侧推荐 A 股的风格切换，一如既往的我们认为当下应为全球性的风格切换提前布局，在 A 股内部可投资的方向是：第一，复苏正深入推进，周期价值板块进入弹性区间（**银行、房地产、煤炭、保险**）；第二，行业景气度在复苏中上行的：**化工（大炼化、钛白粉等）、工程机械 、汽车、家电**。

5、 风险提示

国内经济超预期下行；信用超预期收缩；美国经济超预期恶化。

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，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），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C3、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C3、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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn