2020 年 10 月 12 日

策略研究团队

复苏交易的内涵和外延

——投资策略点评

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

● **市场反弹，交易复苏是核心，仍需重视结构分化**

我们曾在 9 月以来的市场调整中重点强调：投资者需要调整的是结构而不是仓位本身。其核心理由是，市场的有利因素全在经济复苏下的盈利回升，不利因素全在部分板块过高的估值。而这种有利和不利却恰恰又呈现极度不均匀的分布，这为我们用结构调整应对市场变化提供了明显的空间。节后市场开启反弹，在市场上涨过程中，我们的观点仍然是：市场方向是乐观的，但是其中结构的分化是更需要关注的问题，结构调整仍然重于仓位本身的变化。

● **全球在经历 9 月调整后，经济复苏更值得下注**

流动性的收紧是可以先验的，但是经济复苏本身需要后验。全球市场在 9 月面临的是流动性预期的拐点，这类似于 2008-2009 年金融危机后美联储流动性收紧后的资产价格表现，这较大程度影响了外资持仓为主的核心资产的定价，我们看到外资开始出现了大量的净卖出。但同样的，2009 年后全球出现了复苏交易，工业大宗商品经历了明显上涨，风险资产整体表现优异，这为未来路径提供了参考。当下全球经济复苏与再通胀的动能正在聚集，尽管大量不确定性仍然需要消除，但我们认为对于复苏的抢跑式交易在经历了 9 月的调整后，反而更值得下注。

● **逆周期政策退出并非坏事，这有助于市场更好检验经济自身修复能力**

对国内市场而言，脱虚入实在 5 月以来就开始逐步发生。宽货币弱信用正不断向紧货币宽信用运行。宏观状态的切换让市场风格切换于 7 月预演，于 8 月确立，9 月开始深化。然而 9 月以来投资者再次出现对经济的担忧，这种担忧基于的是投资者认为我国的货币—信用基于自上而下的体系，经济修复取决于政策对于经济的调控力度。当下我们确实看到了基建、地产产业链动能的减弱，但是同时也看到了消费、制造业投资的回暖和出口链条等更顺周期的改善。这种变化意义重大，市场失去的是未来预期确定悲观的逆周期调节政策带来的经济改善，却换来的是更强持续性预期的经济自身修复的可能性，这对于股票资产无疑是友好的。

● **布局顺周期的内涵与外延**

本轮市场反弹中，市场的机会是多元的，但仍然不是全方位的。我们一如既往的看好顺周期价值股的机遇。我们在《结构之光：制造业的十年之变》中曾论证了制造业的“硬约束”正在面临十年来的变化，这将存在必然的结构性机会，也可能是经济“上行风险”的来源，这是顺周期下一阶段的重点。同时我们关注到经济复苏也带来了部分偏科技属性资产景气的上升，但需要辨别的是这种景气上行在当前估值水平下，是否被低赔率较大程度降低了预期收益。对于 7 月以前明显受益于疫情的板块，我们认为流动性最好和预期最好的阶段已经过去，其当时的价格可能会是全市场参与者的锚，博弈空间变得十分有限。我们建议继续布局顺周期：进攻（**化工（新增钛白粉）、工程机械、汽车、工程类建材**），绝对收益与防守也需考虑，估值负面因素影响较小同样重要（**银行、房地产、保险、煤炭**）。

● **风险提示：**国内经济下行超预期；流动性超预期宽松；信用超预期收缩。

相关研究报告

《投资策略周报-节后归来，再论周期》-2020.10.8

《投资策略专题-结构之光（下）：制造业的十年之变》-2020.9.30

《投资策略专题-开源金股，10 月推荐》-2020.9.29

目　录

1、 市场反弹，但仍需重视结构分化 3
2、 经历 9 月调整后，经济复苏更值得下注 3
3、 逆周期政策退出并非坏事，经济自身修复动能在累积 5
4、 把握顺周期中的结构性机遇 6
5、 风险提示 6

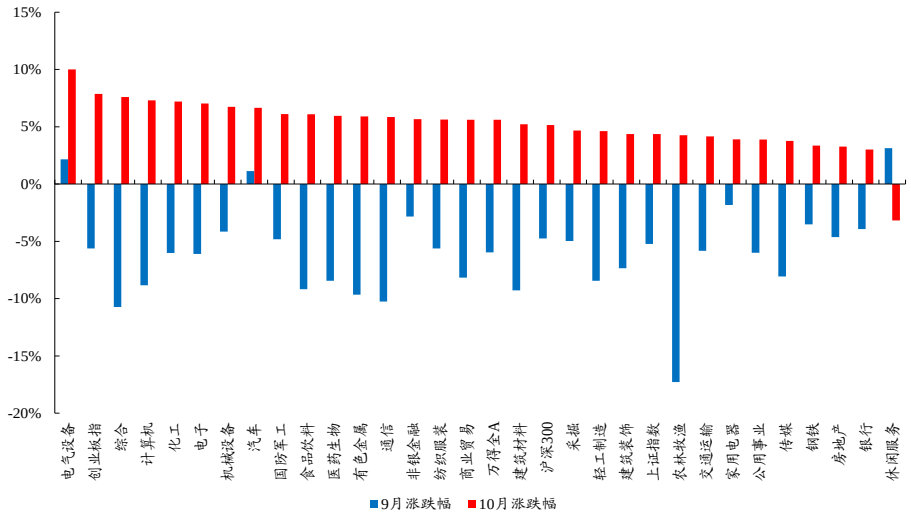
图表目录

图 1: 节后反弹，表现靠前的行业为电气设备、计算机、化工、电子、机械设备等 3
图 2: 9 月实际利率见底回升 3
图 3: 9 月北上资金整体净流出约 328 亿元 3
图 4: 铜价在 9 月份见顶回落，经历了一波调整 4
图 5: 中美欧的制造业 PMI 均显示经济复苏的迹象 4
图 6: 美国房屋空置率处于 2001 年以来的低位 4
图 7: 美国房价指数迅速攀升 4
图 8: 9 月以来，北上的持仓结构发生了明显的变化 5
图 9: 8 月基建和房地产投资增速出现放缓 6
图 10: 中国制造业 PMI 分项中新出口订单大幅回升 6

1、 市场反弹，但仍需重视结构分化

我们曾在 9 月以来的市场调整中重点强调：投资者需要调整的是结构而不是仓位本身。其核心理由是，市场的有利因素全在经济复苏下的盈利回升，不利因素全在部分板块过高的估值。而这种有利和不利却恰恰又呈现极度不均匀的分布，这为我们用结构调整应对市场变化提供了明显的空间。在节后市场开启反弹后，我们的观点是：市场方向是乐观的，但是其中结构的分化是我们更需要关注的问题。

图1：节后反弹，表现靠前的行业为电气设备、计算机、化工、电子、机械设备等



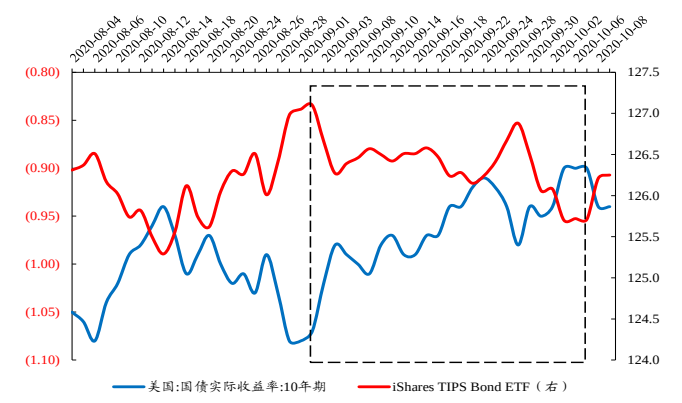
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 经历 9 月调整后，经济复苏更值得下注

9 月以来的市场调整，综合因素是多方面的。流动性的收紧是可以先验的，但是经济复苏本身需要后验。

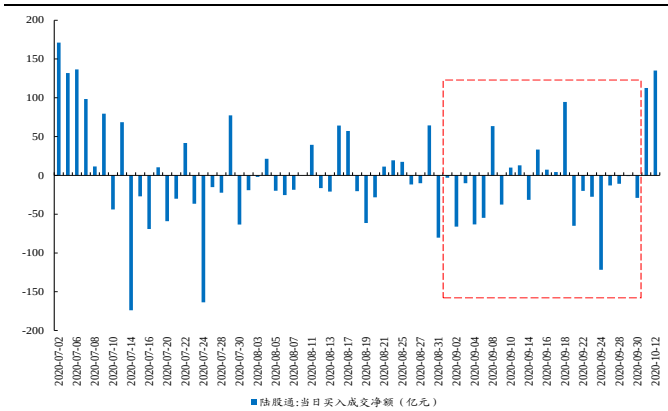
全球市场在 9 月面临的是流动性预期的拐点，这类似于 2008-2009 年金融危机后，美联储流动性收紧后的资产价格表现。其标志就是实际利率的见底回升，伴随金融属性为主的资产的领跌。上述因素较大程度影响了外资持仓为主的核心资产的定价，我们看到外资开始出现了大量的净卖出。

图2：9 月实际利率见底回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：9 月北上资金整体净流出约 328 亿元

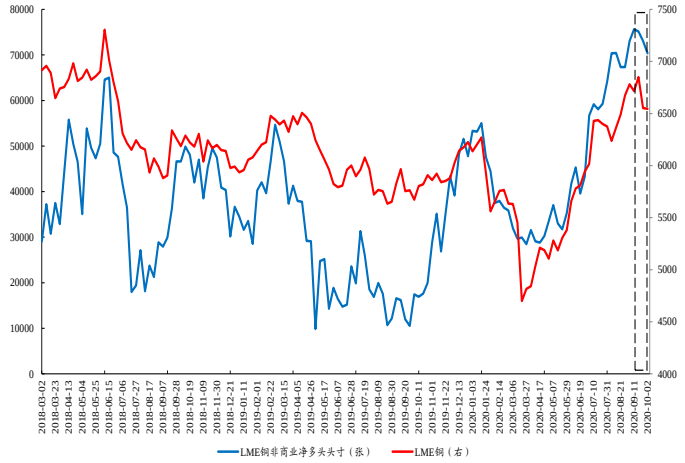


数据来源：Wind、开源证券研究所

但同样的，我们看到的是 2009 年后全球出现了复苏交易，工业大宗商品经历了

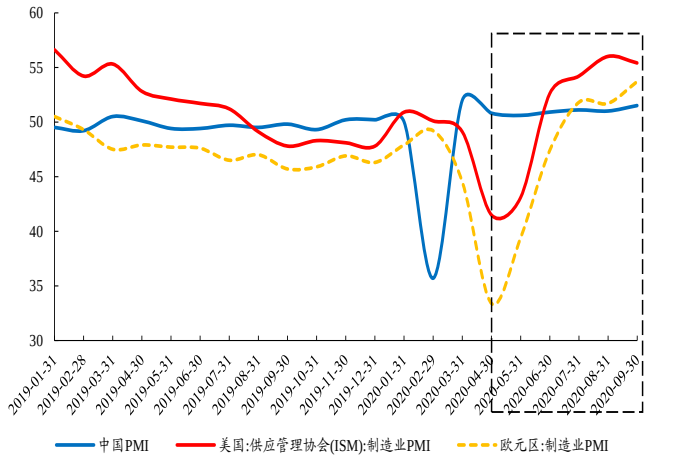
明显上涨，风险资产整体表现优异。这一次，经济复苏的动能同样正在聚集，当然历史不一定重演，大量不确定性仍然需要消除，但是之前对于复苏的抢跑式交易在经历了 9 月的调整后（以铜价为代表），反而更值得下注。我们看到了全球正在步入复苏的信号，一个较好的例子就是美国的住宅开始进入周期性复苏。流动性在金融市场和实体之间本不具备天然屏障。外资回流过程中，其配置风格并非简单回到过去，我们发现其持仓结构已经发生了重要的改变。

图4：铜价在 9 月份见顶回落，经历了一波调整



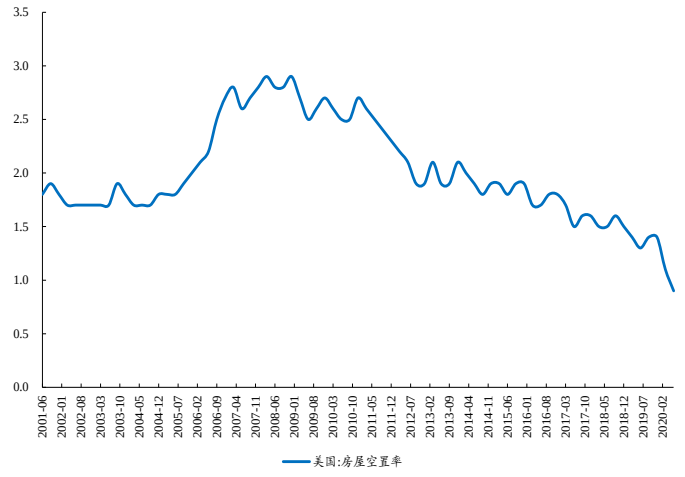
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：中美欧的制造业 PMI 均显示经济复苏的迹象



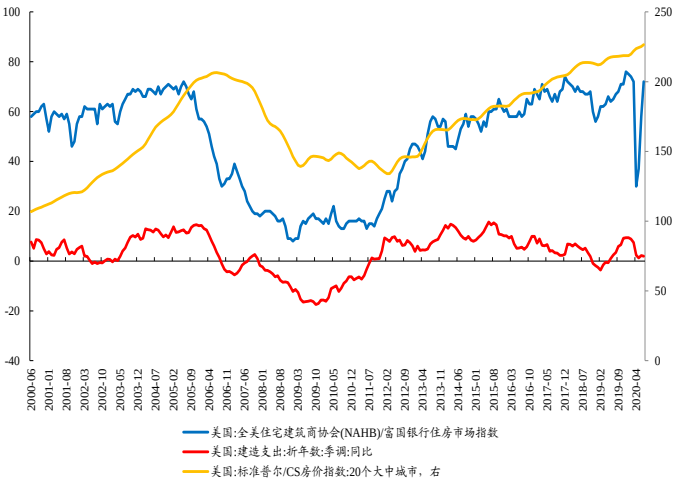
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美国房屋空置率处于 2001 年以来的低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国房价指数迅速攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：9月以来，北上的持仓结构发生了明显的变化

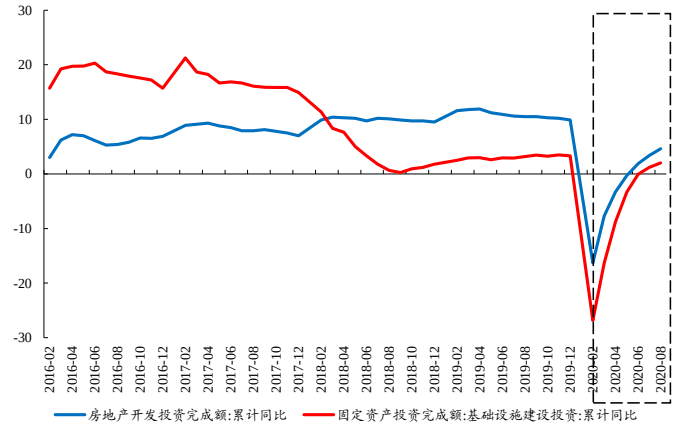
行业	陆股通超低配		陆股通超低配		超低配变动
	2020/8/28	2020/10/9	2020/8/28	2020/10/9	(1009-0828)
化工	2.86%	3.18%	-1.39%	-1.11%	**0.28%**
汽车	2.53%	3.02%	0.30%	0.52%	**0.21%**
家用电器	8.45%	8.77%	5.31%	5.52%	**0.20%**
机械设备	3.17%	3.42%	0.50%	0.67%	**0.17%**
电气设备	4.26%	5.03%	0.12%	0.25%	**0.13%**
有色金属	1.11%	1.09%	-1.54%	-1.46%	0.08%
传媒	2.03%	2.04%	-0.55%	-0.47%	0.08%
计算机	3.21%	3.13%	-2.15%	-2.09%	0.06%
钢铁	0.56%	0.64%	-0.23%	-0.19%	0.04%
通信	1.17%	1.10%	-0.76%	-0.72%	0.03%
房地产	2.51%	2.49%	-1.04%	-1.01%	0.03%
综合	0.49%	0.50%	0.16%	0.18%	0.03%
医药生物	13.02%	12.76%	1.85%	1.88%	0.03%
建筑装饰	0.92%	0.93%	-0.88%	-0.86%	0.02%
轻工制造	0.99%	1.02%	0.08%	0.09%	0.01%
农林牧渔	2.04%	1.71%	-0.47%	-0.46%	0.01%
交通运输	2.76%	2.72%	0.17%	0.17%	0.01%
纺织服装	0.08%	0.10%	-0.07%	-0.06%	0.01%
采掘	0.48%	0.51%	-0.61%	-0.62%	0.00%
商业贸易	0.67%	0.62%	-0.26%	-0.27%	-0.01%
银行	6.10%	5.94%	-3.40%	-3.45%	-0.05%
建筑材料	2.62%	2.50%	1.00%	0.95%	-0.05%
公用事业	1.99%	1.98%	-0.44%	-0.53%	-0.09%
休闲服务	2.39%	2.22%	1.36%	1.23%	**-0.13%**
电子	7.12%	7.27%	-1.41%	-1.55%	**-0.14%**
国防军工	0.89%	0.75%	-0.95%	-1.12%	**-0.17%**
非银金融	6.69%	6.56%	-4.05%	-4.23%	**-0.18%**
食品饮料	18.89%	18.00%	9.38%	8.75%	**-0.63%**

数据来源：Wind、开源证券研究所。超低配的基准是以自由流通市值作为权重的陆股通所有标的。

3、 逆周期政策退出并非坏事，经济自身修复动能在累积

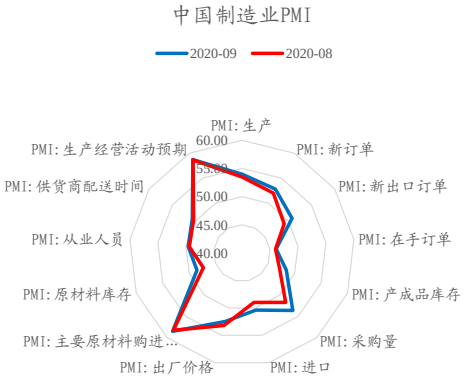
对国内市场而言，疫情的逐步控制让脱虚入实在 5 月以来就开始逐步发生。宽货币弱信用正不断向紧货币宽信用运行。上述宏观状态的切换，让市场风格切换于 7 月预演，于 8 月确立，9 月开始深化。9 月以来投资者再次出现对经济的担忧，这种担忧基于的是货币—信用的自上而下的体系，经济修复取决于政策对于经济的调控力度。当下我们确实看到了基建、地产产业链动能的减弱，但是同时也看到了消费、制造业投资的回暖和出口链条等自身因素的上行。自身因素可能比政策推动的改善更为有利，因为逆周期政策总将面对“不可持续”而无法给与定价的困境。这种来自经济自身的修复意义更大，市场失去的是未来预期确定悲观的逆周期调节政策带来的经济改善，却换来的是更强持续性预期的经济自身修复的可能性，这对于股票资产无疑是友好的。

图9：8 月基建和房地产投资增速出现放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：中国制造业 PMI 分项中新出口订单大幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 把握顺周期中的结构性机遇

顺周期的内涵与外延。本轮市场反弹中，市场的机会是多元的，但并不是全方位的。我们一如既往的看好顺周期价值股的机遇。另一方面，同样的经济复苏过程中也带来了大量惯性认知中偏科技属性资产景气的上升。当然，我们需要辨别的是，这种景气周期的上行在当前的估值水平下，是否被低赔率较大程度降低了预期收益（例如新能源汽车以及国防军工板块）。基于上述思考，我们已经在开源研究的 10 月金股组合中做出了调整。对于 7 月以前明显受益于疫情的板块，我们认为在本轮反弹中需要认识到流动性最好和预期最好的阶段已经过去，其当时的价格可能会是全市场参与者的锚，当天花板一旦确定，其博弈空间变得十分有限。我们在《结构之光：制造业的十年之变》中曾讨论了制造业内部大量行业处于资本开支底部，制造业的“硬约束”正在面临十年来的变化，这将存在必然的结构性机会，也可能是经济“上行风险”的来源。在全球交易复苏尚处在摇摆阶段，我们的建议是，继续布局顺周期：进攻（**化工（新增钛白粉）、工程机械、汽车、工程类建材**[1]），绝对收益与防守也需考虑，估值负面因素影响较小同样重要（**银行、房地产、保险、煤炭**）。

5、 风险提示

国内经济下行超预期；流动性超预期宽松；信用超预期收缩。

[1] 消费类建材依赖精装修较富、工程端集采而得到较高的业绩增速，当前由于房地产整体处于优化资产负债表、主动去库存的过程中，这一提升集中度的逻辑短期之内受到挑战，因此我们更推荐竣工和推盘新开工动力下、较为稳健的工程类建材，如水泥、管材、玻璃。

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