东兴证券 DONGXING SECURITIES

风险释放尾声，节后行情可期

2020 年 9 月 27 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056

摘要：

上周市场缩量调整，仅医药行业小幅上涨。全部 A 股换手率、成交量延续九月初以来的下行趋势，相比 7 月的高点已缩水约 30%。概念指数来看，白酒指数、芯片指数、半导体指数分别下跌 6.37%、5.61%和 4.01%，疫苗指数因疫苗取得进展而上涨 5.96%。

内外部因素共振对 A 股形成冲击。第一、海外疫情二次爆发压制全球股市，A 股已经算跌幅较小。8 月中旬以来，欧洲疫情二次爆发，英法等国纷纷表示若疫情仍难以控制将开启第二轮封锁，9 月 21 日西班牙开启第二轮局部封锁，欧洲股市巨震波及美股和 A 股；第二、美国大选进入冲刺阶段，海外投资者选择减仓观望。美国大选首次辩论将于 9 月 29 日举行，北向资金大幅流出，周度流出金额达 247.10 亿元，自 8 月初以来单周流出最高；第三、机构在今年前三季度收益丰厚，倾向于三季末前落袋为安。以公募基金、北向资金重仓股进行统计，前八个月收益均值达 39.46%和 59.15%。统计全市场在今年 1-8 月涨幅前 10%的个股与其余样本进行对比，前者回调更加明显。这种情况并非个例，统计 2010-2019 年的数据，发现除 2013 年之外，其余年份都符合这一规律。指数来看，若 1-8 月涨幅良好，9 月调整概率也较大。

“红十月”值得期待，重点推荐价值股和逐步关注调整到位的成长股。第一、机构资金在 9 月锁定收益，十月初会倾向选择稳健板块，降低损失概率，估值较低、相对稳健的价值股还是最具备投资吸引力的品种，特别是仓位处于 2013 年以来的最低位的金融和受益于经济复苏的顺周期板块；第二、人民币升值推动 A 股价值重估，金融和消费白马相对受益；第三、成长板块陆续调整已持续两个月，“伪成长”的调整还未到尾声。10 月份将陆续迎来三季度业绩预告的披露期，业绩较优且具备持续成长性的“真成长”行业龙头，可以在调整到位之后逐步布局。

风险提示：宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

目 录

1. A 股缩量调整，疫苗板块表现较优 3
2. 海外疫情二次爆发、美国大选首场辩论临近形成冲击 4
3. 国庆节前效应，投资者季末调仓锁定收益 6
4. “红十月”值得期待，重点关注价值股及调整到位成长股 8
风险提示 13

插图目录

图 1： 主要指数全线下跌，上证综指跌幅最大为-3.56% 3
图 2： 医药涨幅 0.5%，其余所有行业均下跌 3
图 3： 疫苗指数表现居前，大部分概念指数下跌 3
图 4： 全部 A 股成交量、换手率大幅下行 3
图 5： 海外疫情二次爆发 4
图 6： 法国 CAC40、西班牙 IBEX35 大跌 4
图 7： 英国富时 100 指数大跌 4
图 8： 道琼斯指数、纳斯达克指数相应调整 4
图 9： 上证指数、创业板指随欧洲美股下跌而调整 5
图 10：北向资金上周净流出 5
图 11：上证综指 1-8 月涨幅较大，则 9 月通常显著回调 6
图 12：创业板指 1-8 月涨幅较大，则 9 月通常显著回调 7
图 13：公募基金重仓股收益 9 月开始回调 7
图 14：北向资金重仓股收益 9 月开始回调 7
图 15：金融处于 2013 年以来低仓位 7
图 16： 811 汇改后人民币汇率大幅上行 9
图 17： 2017-2018 年期间食品饮料、家电、煤炭、银行、钢铁、非银等板块表现较好 11
图 18： 2017-2018 年区间内各行业轮替上涨 11
图 19： 2017-2018 年人民币升值对应北向资金大幅流入食品饮料、非银等板块 12

表格目录

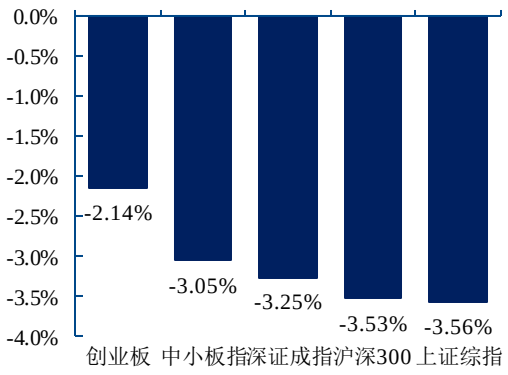
表 1：历史上 1-8 月涨幅较好个股 9 月则往往回调更大 6
表 2：过去 10 年上证综指、创业板指 10 月份大多上涨 8
表 3：公募基金四季度倾向于配置稳健、防守型价值股 8
表 4：稳健防守型价值股表现更优 9

1. A 股缩量调整，疫苗板块表现较优

上周 A股震荡加剧，主要指数全线下跌。创业板指跌-2.14%，中小板指跌-3.05%，深证成指跌-3.25%，沪深 300 跌-3.53%，上证综指跌幅最大，为-3.56%。分行业来看，中信 30 个行业中，仅医药板块小幅上涨 0.5%，其余行业均全部下跌。跌幅排名前五的板块则分别为汽车，房地产，建材，建筑，电力及公共事业，跌幅分别为-6.44%、-6.39%、-5.94%，-5.29%、-5.22%。

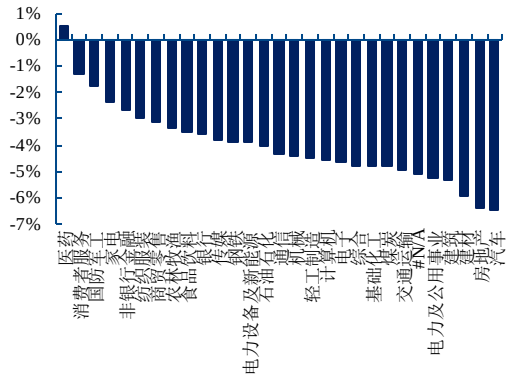
医药板块的逆势上涨和疫苗出现较大进展相关。从概念指数的表现上看，疫苗指数表现居前，9 月 21 日至 9 月 25 日涨幅为 5.96%，医药生物指数涨幅 0.51%，其余概念指数均出现不同程度的下跌，白酒指数、芯片指数、半导体指数等下跌较大，分别下跌-6.37%、-5.61%和-4.01%。市场弱势的同时，我们观察到情绪指标也出现较大幅度的回调。九月以来换手率持续下行、成交缩量，相比 7 月高峰时期缩水约 30%。

图1：主要指数全线下跌，上证综指跌幅最大为-3.56%



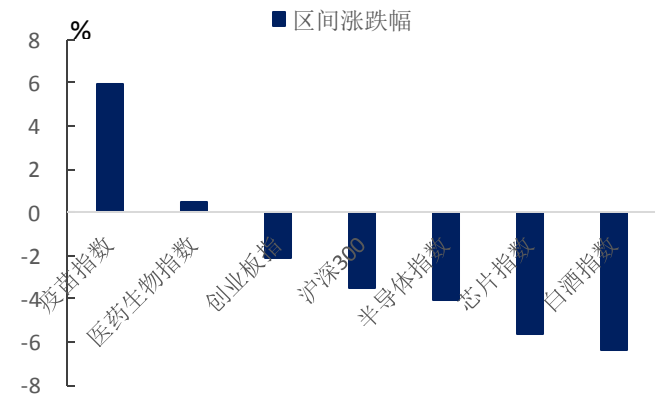
资料来源：wind、东兴证券研究所

图2：医药涨幅 0.5%，其余所有行业均下跌



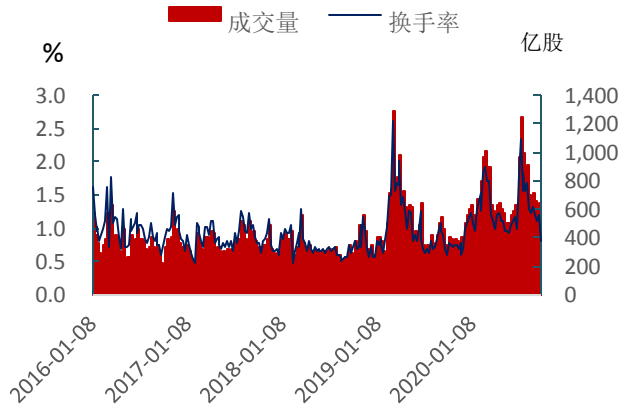
资料来源：wind、东兴证券研究所

图3：疫苗指数表现居前，大部分概念指数下跌



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4：全部 A 股成交量、换手率大幅下行



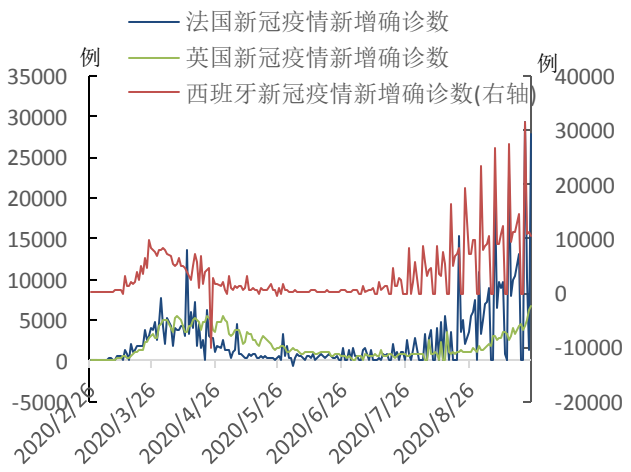
资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 海外疫情二次爆发、美国大选首场辩论临近形成冲击

海外疫情二次爆发是主要原因，欧洲股市大跌同时带动美股、A 股下行。8 月中旬以来，欧洲疫情出现二次爆发，英国疫情出现较大反弹，西班牙、法国疫情尤为严重。三国新增确诊人数分别于 8 月 15 日、8 月 17 日、8 月 21 日开始激增，股票市场随之震荡下行。9 月中旬以来，英法等国纷纷表示若疫情仍难以控制将开启第二轮封锁，9 月 21 日，西班牙重新开启第二轮局部封锁，欧洲股票市场大幅回调，法国 CAC40 指数从 8 月 26 日的 5048.43 点下跌到 9 月 25 日的 4762.62 点，跌幅达-5.66%；英国富时 100 指数从 8 月 17 日的 6127.44 点下跌至 9 月 25 日的 5822.78 点，跌幅达-4.97%；西班牙 IBEX35 指数从 8 月 19 日的 7094.30 点下跌至 9 月 25 日的 6628.3 点，跌幅达-6.57%。美股与 A 股同样受到恐慌情绪扰动出现下跌，道琼斯指数、纳斯达克指数 9 月 21 日至 9 月 24 日累计分别下跌-1.22%、-0.99%，A 股相比海外相对抗跌，上证综指和创业板指则分别下跌-2.83%、-1.30%。

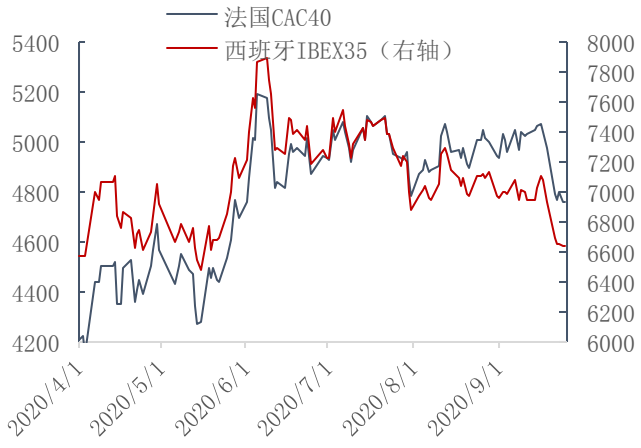
北向资金大幅流出，或因美国大选首场辩论将近，大选冲刺阶段美股市场波动加大可能累及 A 股，海外投资者减仓观望。上周北向资金单周大幅流出 247.10 亿元。2020 年美国总统大选首场辩论将于当地时间 9 月 29 日举行，在 11 月 3 日大选日前还将进行两次总统辩论及副总统辩论等，两党竞争日趋激烈，双方将在 10 月、11 月采取各种手段全力争取选民。这预计将导致美股市场在 10-11 月波动加大，进而对 A 股市场也产生一定影响，可能是海外投资者减仓保持观望，北向资金大幅流出的原因。

图5：海外疫情二次爆发



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

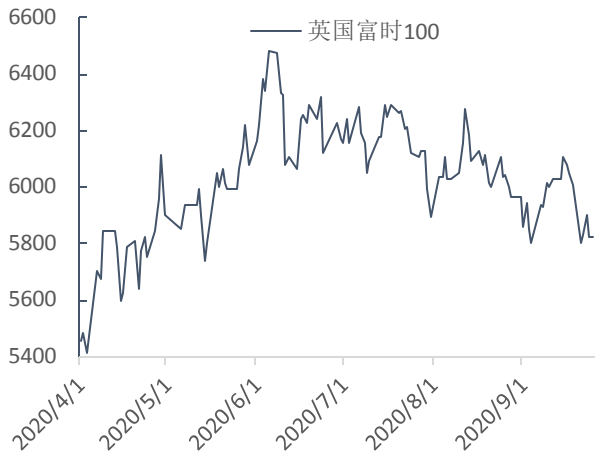
图6：法国 CAC40、西班牙 IBEX35 大跌



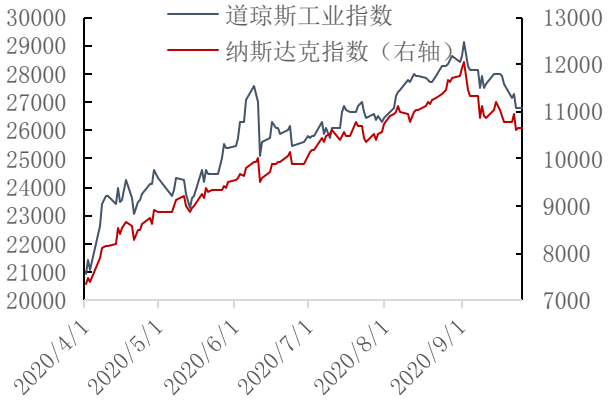
资料来源：wind、东兴证券研究所

图7：英国富时 100 指数大跌

图8：道琼斯指数、纳斯达克指数相应调整



资料来源：wind、东兴证券研究所



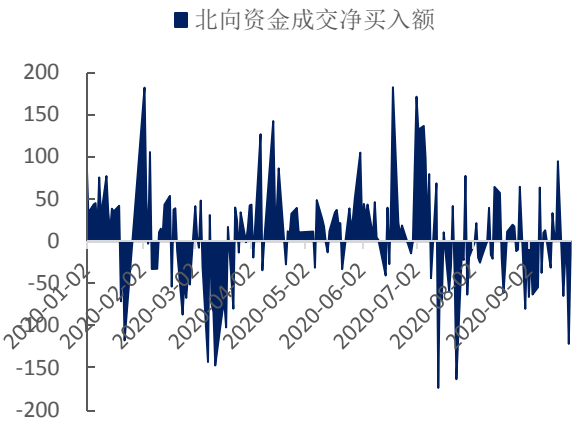
资料来源：wind、东兴证券研究所

图9：上证指数、创业板指随欧洲美股下跌而调整



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：北向资金上周净流出



资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 国庆节前效应，投资者季末调仓锁定收益

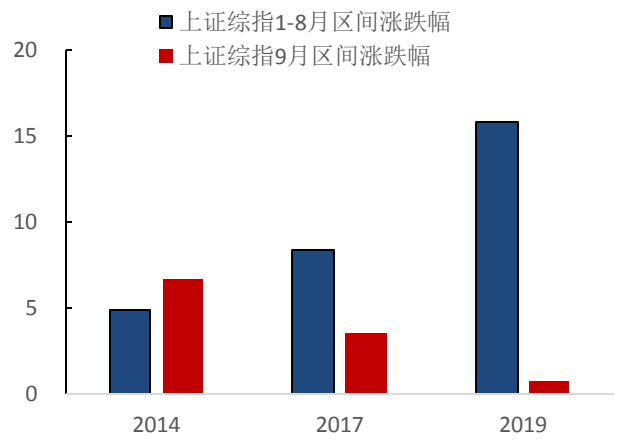
前期收益丰厚投资者有兑现收益的动机。这一点在当前已有所反应，今年 1-8 月涨幅前 10%的个股 9 月九月以来跌幅更大，1-8 月前 10%涨幅个股 9 月（截至 9 月 25 日）涨跌幅中位数为-9.87%，后 90%涨幅个股 9 月（截至 9 月 25 日）涨跌幅中位数为-6.93%。这种情况并不是个例，历史经验来看，历年前 8 个月涨幅前 10%个股在 9 月份回调程度也往往大于其他个股。我们统计 2010 年以来的市场表现发现：除 2013 年外，2010-2019 所有年份都满足这一规律。进一步放大到整个市场层面，指数来看，若 1-8 月涨幅良好，9 月也倾向于回调。选取 1-8 月上证综指和创业板指涨幅大于 3%的年份，可以观察到 9 月基本都发生较大程度回调。

表 1：历史上 1-8 月涨幅较好个股 9 月则往往回调更大

年份	1-8 月前 10%涨幅个股 9 月涨跌幅中位数	1-8 月后 90%涨幅个股 9 月涨跌幅中位数
2010	-0.96%	0.47%
2011	-14.54%	-11.16%
2012	-0.17%	0.24%
2013	6.97%	2.82%
2014	9.67%	12.23%
2015	-10.79%	-4.41%
2016	-2.42%	-1.52%
2017	-0.45%	-0.11%
2018	-0.81%	-0.38%
2019	-0.45%	0.23%
2020	-9.87%	-6.93%

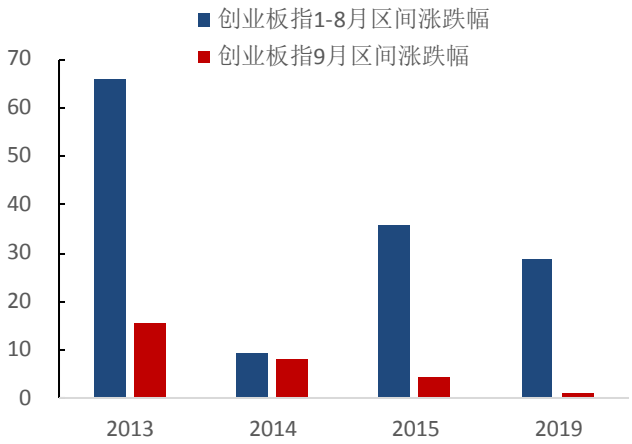
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 11：上证综指 1-8 月涨幅较大，则 9 月通常显著回调



资料来源：wind、东兴证券研究所

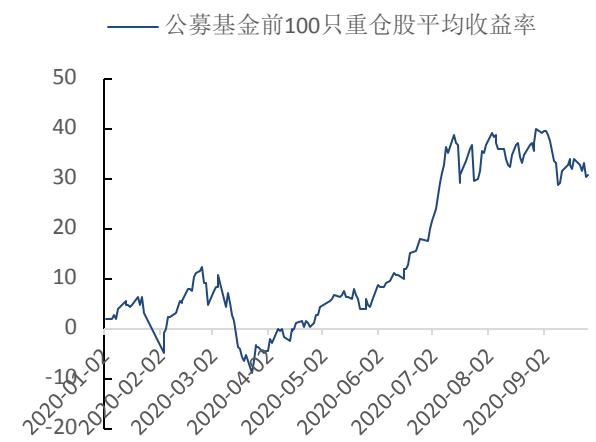
图 12：创业板指 1-8 月涨幅较大，则 9 月通常显著回调



资料来源：wind、东兴证券研究所

公募基金、北向资金收益丰厚，三季度锁定收益动力明显。自年初以来市场震荡上行，公募基金、北向资金收益丰厚，公募基金的重仓股年初到 9 月 1 号的收益均值达 39.46%，北上资金重仓股年初到 9 月 1 号的收益均值达 51.15%，当前正是盈利兑现、动态调仓的时期，投资者可能倾向于退出前期涨幅较大，当前正在回调的股票，布局更加稳健、具备防守型股票。

图 13：公募基金重仓股收益 9 月开始回调



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 14：北向资金重仓股收益 9 月开始回调



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. “红十月”值得期待，重点关注价值股及调整到位成长股

机构资金倾向 9 月锁定收益，十月初布局稳健板块，降低损失概率。对 2010 年-2019 年 10 月上证综指和创业板指涨跌幅进行统计，10 年中有 7 年呈现上涨趋势，“红十月”效应显著。临近年末考核，机构资金倾向于锁定收益、降低损失概率，四季度往往采积极布局相对稳健、具备防守性的价值股，15 年-19 年四季度，公募基金重仓股仓位增加幅度较大的往往是银行、钢铁、消费者服务、家电、石油石化等价值行业。从行业涨幅来看，2010-2019 年中，银行、非银金融、家电等均 4 次位列涨幅前 5 行业，煤炭、钢铁则均 3 次位列涨幅前 5 行业，整体来看，居于历年涨幅前五的行业往往是稳健、具备防守属性的价值股。

表 2：过去 10 年上证综指、创业板指 10 月份大多上涨

年度	上证综指 10 月涨幅（%）	创业板指 10 月涨幅（%）
2010 年	12.17	12.94
2011 年	4.62	7.79
2012 年	-0.83	0.29
2013 年	-1.52	-9.68
2014 年	2.38	-1.79
2015 年	10.80	19.00
2016 年	3.19	0.46
2017 年	1.33	0.15
2018 年	-7.75	-9.62
2019 年	0.82	2.69

资料来源：wind、东兴证券研究所

表 3：公募基金四季度倾向于配置稳健、防守型价值股

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
公募基金季度持仓变动占比前 8 名	石油石化	银行	石油石化	农林牧渔	房地产
	轻工制造	石油石化	消费者服务	电力及公用事业	消费者服务
	基础化工	消费者服务	银行	传媒	轻工制造
	计算机	有色金属	钢铁	电力设备及新能源	钢铁
	银行	传媒	商贸零售	房地产	机械
	消费者服务	汽车	医药	医药	纺织服装
	钢铁	建材	有色金属	轻工制造	银行
	家电	国防军工	机械	通信	家电

资料来源：wind、东兴证券研究所

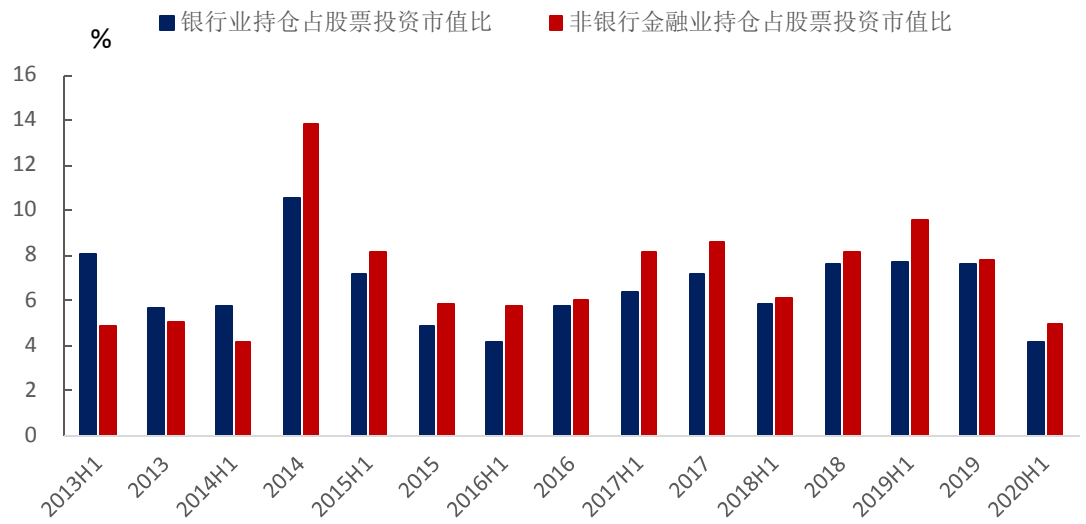
表 4： 稳健防守型价值股表现更优

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
10 月涨幅前 5 名行业	煤炭	传媒	综合	家电	交通运输
	有色金属	非银行金融	轻工制造	石油石化	非银行金融
	非银行金融	消费者服务	房地产	电力及公用事业	建筑
	机械	银行	医药	农林牧渔	银行
	汽车	电力及公用事业	家电	建材	钢铁
	2015 年	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
10 月涨幅前 5 名行业	计算机	煤炭	家电	银行	农林牧渔
	综合	建筑	食品饮料	煤炭	综合金融
	国防军工	食品饮料	电子	非银行金融	家电
	电力设备及新能源	钢铁	医药	房地产	医药
	纺织服装	有色金属	交通运输	钢铁	银行

资料来源：wind、东兴证券研究所

估值较低、相对稳健的价值股仍是最积极投资吸引力品种。特别是仓位处于 2013 年以来的最低位的金融和受益于经济复苏的顺周期板块值得关注。

图：金融处于 2013 年以来低仓位

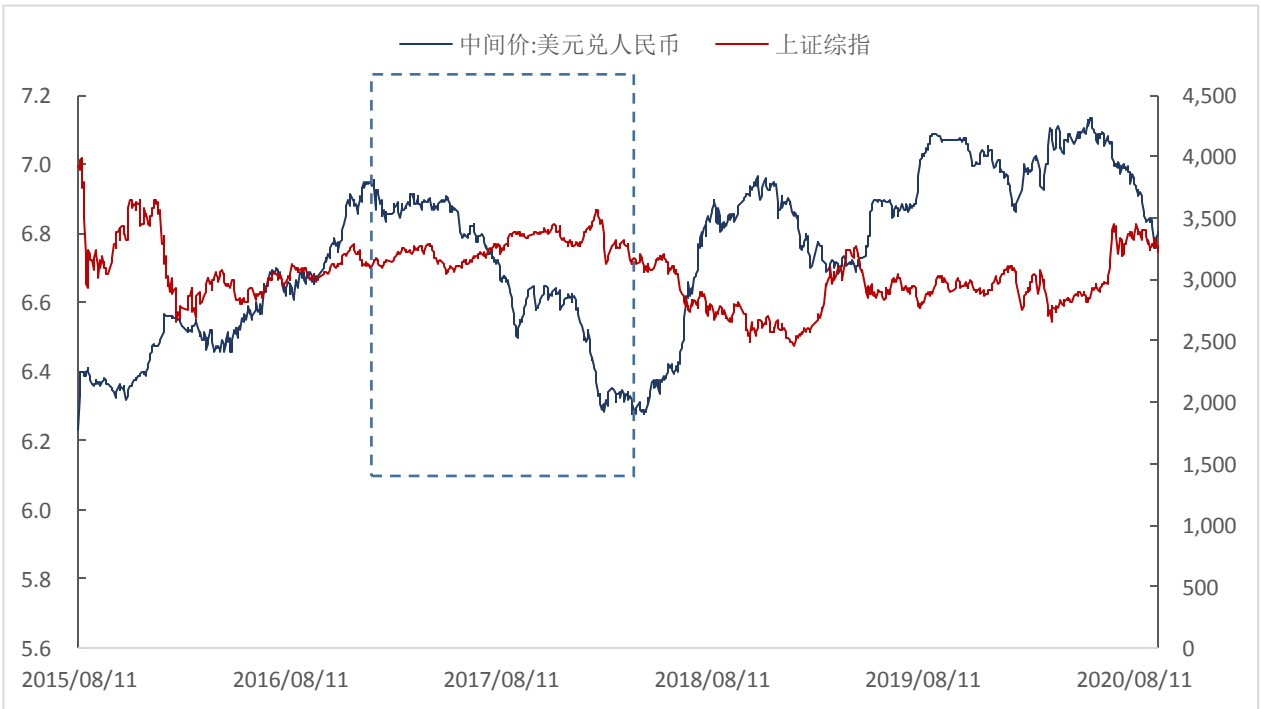


资料来源：wind、东兴证券研究所

近期人民币大幅升值，主要源于美国担任本轮宽松主角，美元持续走弱，人民币资产价格重估。自 6 月初以来，人民币持续升值，美元对人民币汇率中间价从 6 月 1 日的 7.1315 升至 9 月 25 日的 6.8121。人民币大幅升值主要源于美国在本轮全球货币宽松周期中力度最大，大量流动性释放导致美元走弱。9 月 17 日议息会议上，美联储进一步宣布预计将低利率维持至 2023 年底，持续的宽松预期进一步强化了人民币的升值趋势。我们 8 月 9 日发布的报告《钟摆回落，热点扩散》提出：人民币相对美元中期走强趋势确立，将给以人民币计价的资产估值形成支撑。

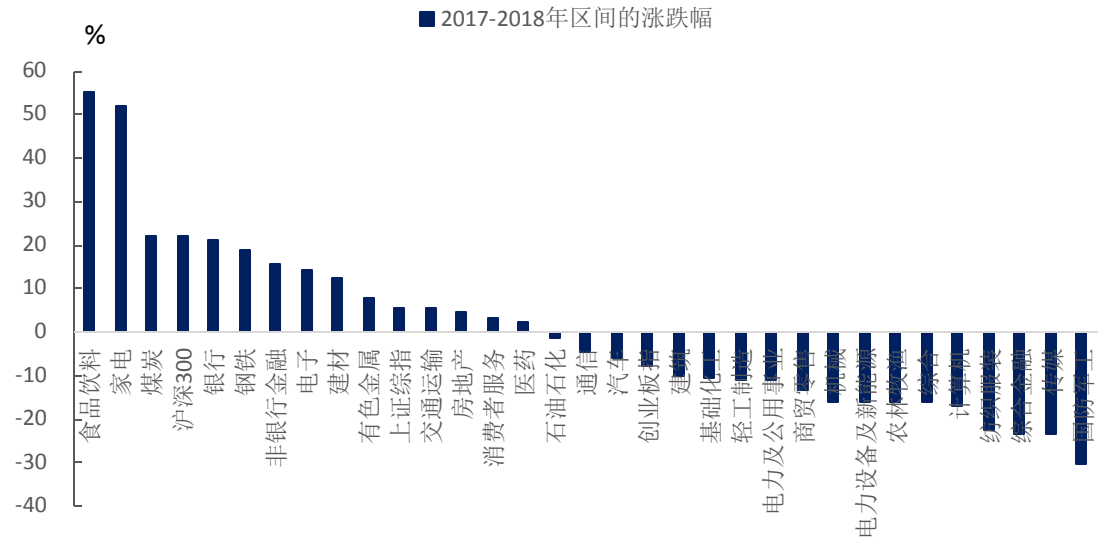
历史来看，811 汇改以来人民币大幅升值曾出现在 2017 年 1 月到 2018 年 3 月。美元兑人民币中间价由 2017 年 1 月 12 日的 6.9141 升至 2018 年 3 月 15 日的 6.3141。从行业表现来看，在 2017 年 1 月到 2018 年 3 月的区间内，食品饮料、家电、煤炭、银行、钢铁、非银行金融、电子等板块涨幅靠前，涨幅分别为 55.12%、52.03%、22.12%、21.23%、18.89%、15.66%和 14.45%，七个行业均显著跑赢上证综指（涨幅 5.72%）和创业板指（涨幅-7.57%）。

图19：811 汇改后人民币汇率大幅上行



资料来源：wind、东兴证券研究所

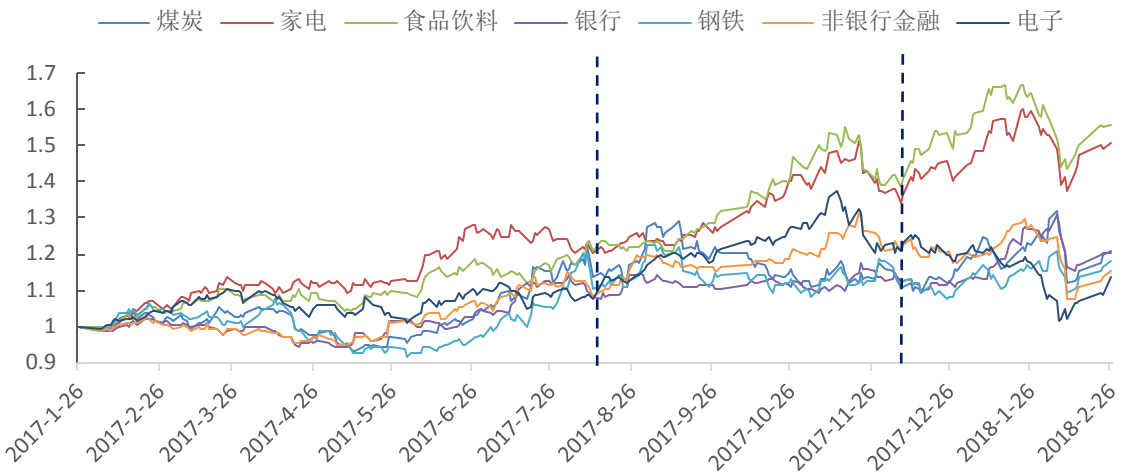
图20：2017-2018 年期间食品饮料、家电、煤炭、银行、钢铁、非银等板块表现较好



资料来源：wind、东兴证券研究所

从节奏来看，行情演绎分为三小段。阶段一（2017 年 1 月末至 2017 年 8 月初）：家电、电子、食品饮料表现领先，煤炭、钢铁、银行在初期有所上涨，随后 3 月份电子开始出现回调而家电和食品饮料继续冲高，行情持续到 8 月初；阶段二（2017 年 8 月中旬至 2018 年 1 月末）：8 月中旬开始，家电、食品饮料继续大幅冲高，电子、非银行金融紧随其后，煤炭、钢铁等传统行业在前期上涨后增速趋缓，上涨的行情延续到 1 月末；阶段三（2018 年 2 月初至 2 月底）：月初大幅调整后各行业再次开启新的上涨周期。

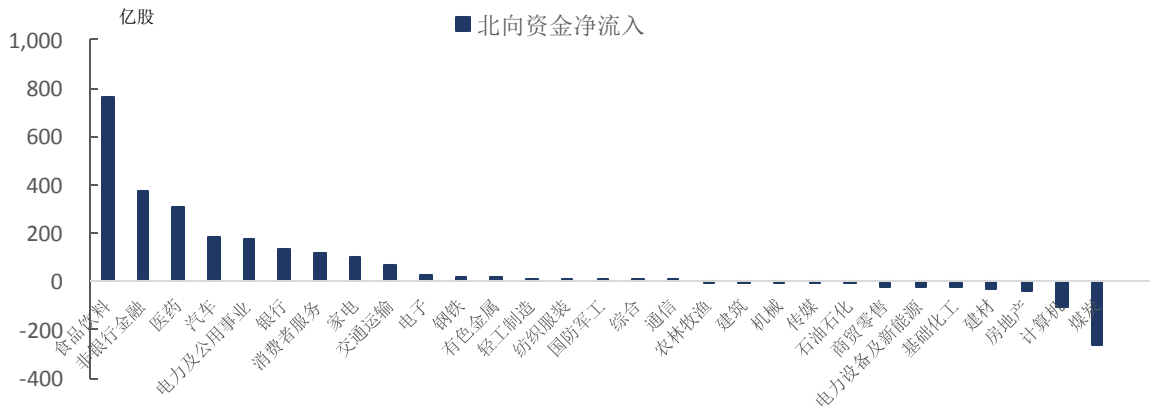
图 16： 2017-2018 年区间内各行业轮替上涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

当前的行情和 2017-2018 年的行情有所相似。今年的行情是成长先行，随后价值开始补涨，当前价值板块具备高景气和低估值的双重特性，是外资流入的优选。从北向资金的情况来看，2017-2018 年人民币升值对应的大区间里北向资金持续流入食品饮料、非银行金融、银行和家电行业，人民币升值提高了资产吸引力，吸引海外资产大幅流入，对银行和非银利润形成支撑；同时，食品饮料和家电行业白马龙头股居多，海外资产加速配置优质龙头股的动力更强。人民币升值会对价值板块带来资产的重新估值，“红十月”价值的行情将更值得期待。

图 17： 2017-2018 年人民币升值对应北向资金大幅流入食品饮料、非银等板块



资料来源：wind、东兴证券研究所

成长板块持续挤泡沫近两月，10 月三季报业绩预告将披露，业绩优良具备长期成长性龙头值得关注。成长板块陆续调整已持续两个月，“伪成长”的调整还未到尾声，10 月将陆续迎来三季度业绩预告的披露期，业绩较有且具备持续成长性的“真成长”行业龙头可以在调整到位之后布局。

风险提示

宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526