粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究|专题研究

【粤开策略专题报告】市场风格或趋于均衡，关注顺周期+科技双主线

2020 年 09 月 25 日

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略解盘】北向资金活跃，市场持续筑底-0917》2020-09-17

《【粤开策略解盘】金融发力强势反弹，关注结构性机会-0918》2020-09-18

《【粤开策略大势研判】券商股或起飞，行情与 2014 年下半年再度贴近》2020-09-20

《【粤开策略解盘】指数反复，军工领涨-0921》2020-09-21

《【粤开策略解盘】市场仍将反复，重点关注确定性-0922》2020-09-22

投资要点

近期 A 股风格变动情况

消费、成长表现优于周期股的风格有所改变。今年前 7 个月，A 股消费和科技成长股涨幅居前，能源、金融、房地产等周期类板块表现偏弱。8 月以来，A 股行情走势震荡，部分前期热门的高估值行业（农林牧渔、食品饮料、医药等）抱团松动有所回调，而低估值周期类行业，如金融、建筑等低估值行业表现相对活跃。

可选消费开始跑赢必选消费。近一个月（8/25-9/24），周期板块涨跌幅-0.4%相对抗跌，成长风格下跌 4.6%，消费风格下跌 2.8%。从今年年初至 9 月 24 日的收益来看，周期风格涨跌幅由 7 月初的-7.16%回升至 8.50%、消费风格涨幅由 9 月初的 45.68%回落至 34.31%。

市场风格或趋向于均衡

近十年 A 股共有三次价值蓝筹与成长之间的风格切换。（1）2012 年 5 月起，由沪深 300 向创业板指切换；（2）2015 年 6 月起，创业板指向沪深 300 切换；（3）2019 年 2 月起，沪深 300 向创业板切换。期间还有较短时间的板块阶段性占优，如 2014/11-2014/12 科技股主导期间，券商股的爆发引领 2015 年牛市；2018/2-2018/4，在沪深 300 占优的行情中，1 月份创业板业绩预告披露充分消化暴雷预期，创业板阶段性估值修复。**风格切换的因素主要考虑估值、景气周期、资金面三个角度，通过分析，我们认为当前的市场风格可能正在朝相对均衡的方向转变。**

（一）估值差异：风格切换的必要非充分条件。回顾 A 股风格切换的历史，背后主要是景气周期的切换，估值分化仅为必要条件。如 2013-2015 年成长股显著占优，随着 2016 年下半年开启供给侧改革，名义经济增速回升，从而带动蓝筹公司盈利能力显著提高，市场风格亦随之转向周期。其中 2014 年下半年，金融板块阶段性占优，主要是由于“一带一路”的政策催化下，市场对传统行业的产能输出预期发生了转变。

估值极端分化可能会有市场修复，但预计较为温和。过去一年多以来，A 股成长与周期板块间走势和估值高度分化。估值收敛一般有两种途径：一是通过业绩逐渐消化估值，二是通过价格调整快速收敛。**随着未来经济的继续修复，周期性行业有温和提估值的空间。**

（二）基本面：各行业均存在复苏空间。景气周期作为市场风格的根本驱动力，也是支撑近期风格变动的因素之一。经济指标显示 8 月经济回升，经济逻辑的边际变化由疫情后超跌反弹转变为库存周期回升，周期板块相对成长板块具备业绩比较优势。**综合来看，周期性行业已基本恢复至疫情前水平，而消费、服务业后续仍有修复空间。国内经济下一阶段的修复斜率或将更多取决于制造业投资和消费。**

中期科技行业仍在上行周期中，新基建和智能电动汽车板块有望贡献业绩新增量。**在经济复苏的大逻辑下，叠加科技板块的表现，市场可能不会是单纯**

的低估值和周期占优风格，而是呈现混合、轮动的均衡格局。

（三）流动性担忧影响短期风险偏好，长期系统性风险较小。增量资金的边际变化是风格形成的直接原因。前期微观资金面流动性减弱，包括：（1）北上资金近两月由净流入转为净流出，分行业来看外资增大银行、地产等低估值板块布局，大幅减仓食品饮料板块；（2）基金发行量边际减少，**资金面的边际变化直接导致消费、科技板块的震荡回调。**

今年 4 月以来利率有所升高，但货币政策并未明显收紧。10 年期国债到期收益率由 4 月的 2.52%回升至目前的 3.01%，如果未来资金端收紧，对权益市场的流动性也将产生影响，**根据 DCF 模型理论，成长风格将弱于价值，可能导致市场风格切向防御型板块。**但基于全球经济环境及国内经济活动还在复苏阶段，**国内的货币环境相对宽松将是大概率事件，因资金端收紧而导致的风格整体切换至周期可能性不大。**

长期来看，待市场短期风险释放后有望带动增量资金入场。第一，在中美利差以及人民币升值的背景下，待外围不确定性逐步落地，外资将恢复对绩优龙头的持续增配；第二，中报季后公募资金调仓仍将继续，基本面是决策基准之一；第三，创业板低价股炒作降温后，游资和个人投资者重归价值投资，社会财富配置重心有望向金融资产转移。目前市场整体并未过热，且国内信用环境和外围扰动暂未影响经济复苏预期，**长期来看尚未构成系统性风险。**

配置方向：均衡配置顺周期与科技双主线

短期 A 股仍在风险释放中，投资宜保持谨慎。（1）国内“双节”临近，季末叠加商业银行长假的资金备付需求，资金面或出现季节性紧张，另外大型科技公司 IPO 融资也将影响市场风险偏好；（2）外部环境方面，在诸多扰动之下，外资避险情绪升温，短期可能较难主动大幅流入。

风格上，科技投资主线和板块的轮涨并不矛盾，市场风格或相对均衡。当前经济复苏引领板块轮涨，中长期主线仍围绕以产业结构升级为核心的科技板块，可以重点关注以下方向：

（1）顺周期板块，把握补库存、经济复苏主线。从经济复苏角度出发，**可关注水泥、航空板块，以及当前处于库存周期底部区域的中游原材料、工业品等。大消费板块如食品饮料、白酒、医药**是 A 股的核心资产，具备真正的品牌价值与增长能力，经过前期估值持续消化，可以适度逢低布局。

（2）大金融板块，重点关注券商、金融科技、保险。受益于经济持续复苏叠加我国资本市场深化改革的持续推进，券商行业具备政策与盈利的双重催化，优先关注**综合实力出众的头部券商和差异化特色鲜明的中小型券商，创新型业务的展开需要配套设施的完善，金融科技迎来发展机遇。车险综合改革及配套规定均已落地，短期影响相对有限，依旧看好资产端与负债端合力推动保险行业的估值修复。**

（3）科技板块值得中长期关注，待外部扰动平息后等待机会。重点关注调整已基本到位的科技龙头、“十四五”受益标的、Q3 业绩向好的军工、光伏、新能源车、消费电子、工程机械、汽车零配件、生产线设备等。

风险提示：经济超预期下行；外围环境走弱；科技发展不及预期

目 录

一、近期 A 股风格变动情况 4
二、市场风格或趋向于均衡 5
（一）估值差异：风格切换的必要非充分条件 5
（二）基本面：各行业均存在复苏空间 6
（三）流动性担忧影响短期风险偏好，长期系统性风险较小 7
三、配置方向：均衡配置顺周期与科技双主线 10

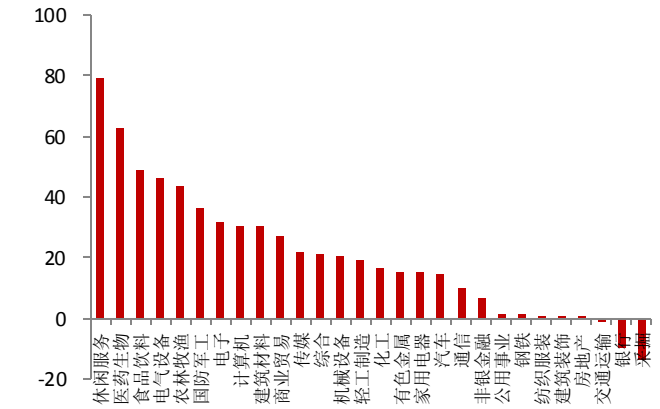
图表目录

图表 1： 今年前 7 个月分行业涨跌幅 4
图表 2： 今年以来申万各风格指数涨幅 4
图表 3： A 股各风格板块涨跌情况 4
图表 4： 近一周申万各行业板块涨跌幅（9/17-9/24） 4
图表 5： 历史主要风格切换 5
图表 6： 申万一级行业市盈率（TTM） 6
图表 7： 工业企业盈利改善带动制造业投资 7
图表 8： 房地产开发及销售投资恢复 7
图表 9： 8 月社零消费年内首次正增长 7
图表 10： 8 月社零消费年内首次正增长 ..... 错误!未定义书签。
图表 11： 北向资金成交净买入额（周度，亿元） 8
图表 12： Wind 分行业外资持股市值（亿元） 8
图表 13： 股票型基金发行量下降 8
图表 14： 4 月以来利率有所回升 9
图表 15： 外资长期流入趋势不变 9
图表 16： 中美利差扩大 9

一、近期 A 股风格变动情况

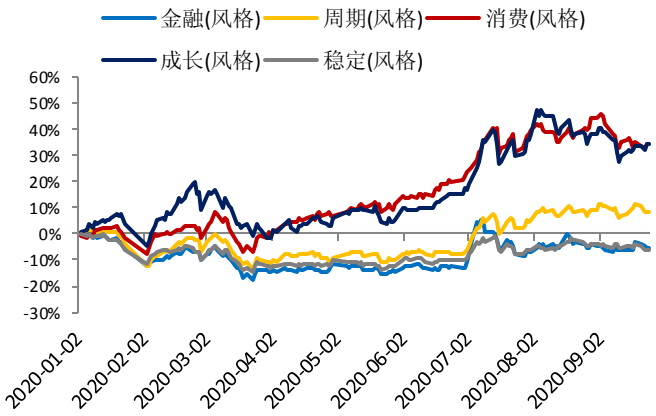
消费、成长表现优于周期股的风格有所改变。今年前 7 个月，A 股消费和科技成长股涨幅居前，能源、金融、房地产等周期类板块表现偏弱。8 月以来，A 股行情走势震荡，部分前期热门的高估值行业（农林牧渔、食品饮料、医药等）抱团松动有所回调，而低估值周期类行业，如金融、建筑等低估值行业表现相对活跃。

图表1：今年前 7 个月分行业涨跌幅



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：今年以来申万各风格指数涨幅

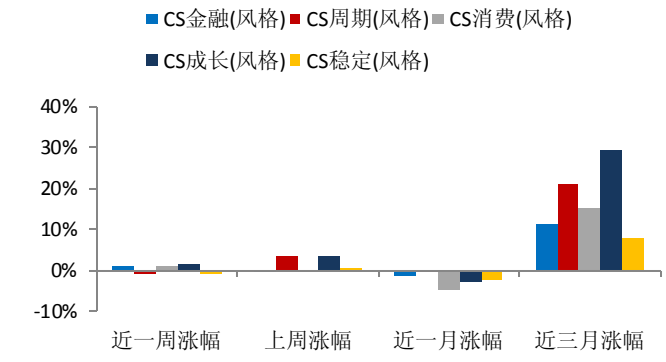


资料来源：wind、粤开证券研究院

数据截至 2020 年 9 月 24 日

可选消费开始跑赢必选消费。近一个月（8/25-9/24），周期板块涨跌幅-0.4%相对抗跌，成长风格下跌 4.6%，消费风格下跌 2.8%。从今年年初至 9 月 24 日的收益来看，周期风格涨跌幅由 7 月初的-7.16%回升至 8.50%、消费风格涨幅由 9 月初的 45.68%回落至 34.31%。

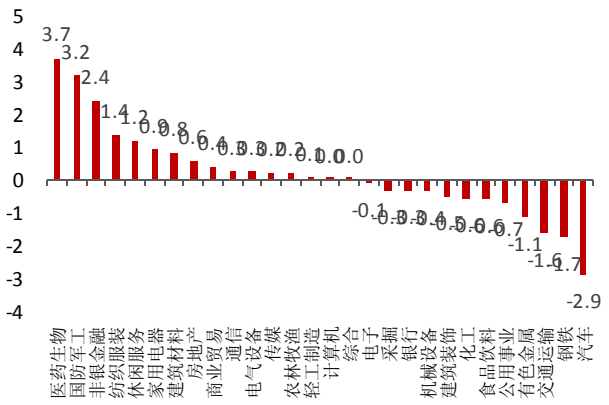
图表3：A 股各风格板块涨跌情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

数据截至 2020 年 9 月 24 日

图表4：近一周申万各行业板块涨跌幅（9/17-9/24）



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、市场风格或趋向于均衡

近十年 A 股共有三次价值蓝筹与成长之间的风格切换。

（1）2012 年 5 月起，由沪深 300 向创业板指切换；

（2）2015 年 6 月起，创业板指向沪深 300 切换；

（3）2019 年 2 月起，沪深 300 向创业板切换。

期间还有较短时间的板块阶段性占优，如 2014/11-2014/12 科技股主导期间，券商股的爆发引领 2015 年牛市；2018/2-2018/4，在沪深 300 占优的行情中，随着 1 月份创业板业绩预告披露，市场充分消化业绩暴雷预期，创业板阶段性估值修复。**风格切换的因素主要考虑估值、景气周期、资金面三个角度，通过分析，我们认为当前的市场风格可能正在朝相对均衡的方向转变。**

图表5：历史主要风格切换



资料来源：wind、粤开证券研究院

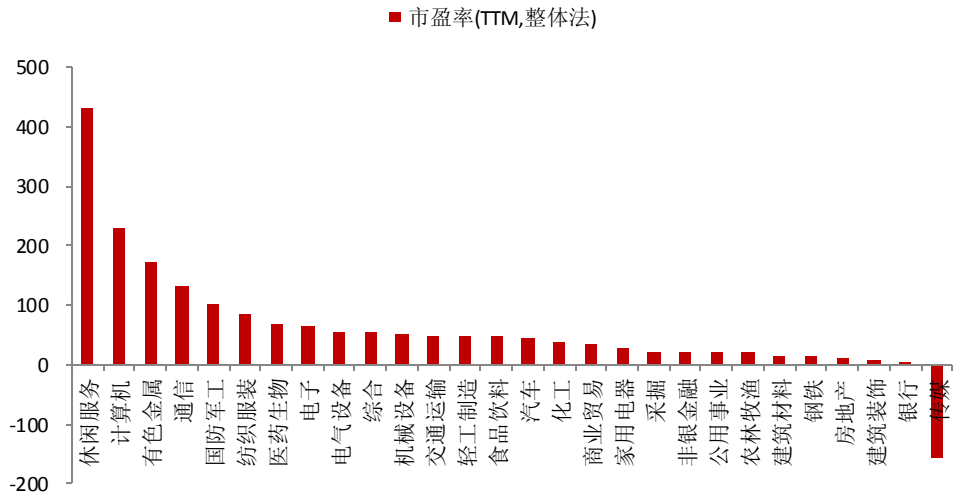
（一）估值差异：风格切换的必要非充分条件

回顾 A 股风格切换的历史，背后主要是景气周期的切换，估值分化仅为必要条件。如 2013-2015 年成长股显著占优，随着 2016 年下半年开启供给侧改革，名义经济增速回升，从而带动蓝筹公司盈利能力显著提高，市场风格亦随之转向周期。其中 2014 年下半年，金融板块阶段性占优，主要是由于“一带一路”的政策催化下，市场对传统行业的产能输出预期发生了转变。

估值极端分化可能会有市场修复，但预计较为温和。过去一年多以来，A 股成长与周期板块间走势和估值高度分化。估值收敛一般有两种途径：一是通过业绩逐渐消化估值，二是通过价格调整快速收敛。以金融地产为例，今年地产的业绩相对稳定，市场人气若持续活跃，叠加改革预期，券商业绩也将相对较好，保险具备资产端与负债端双重改善的预期，银行业绩短期承压。但长期来看，目前金融地产等周期性板块具备较高安全边际，具备长期配置价值。**随着未来经济的继续修复，周期性行业有温和提估值的空**

间。

图表6：申万一级行业市盈率（TTM）



资料来源：wind、粤开证券研究院

数据截止 2020 年 9 月 24 日

（二）基本面：各行业均存在复苏空间

景气周期作为市场风格的根本驱动力，也是支撑近期风格变动的因素之一。经济指标显示 8 月经济回升，经济逻辑的边际变化由疫情后超跌反弹转变为库存周期回升，周期板块相对成长板块具备业绩比较优势。

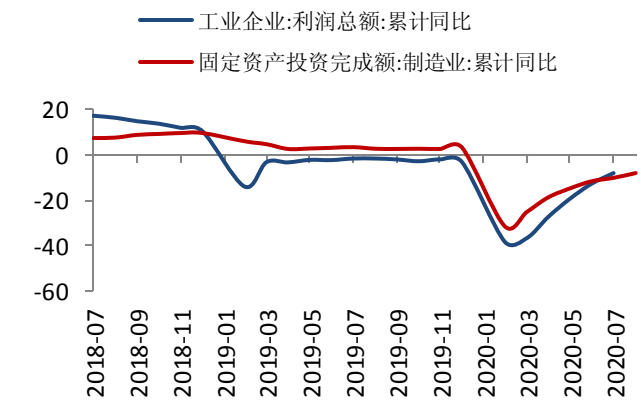
（1）周期方面持续复苏，8 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较 7 月的 4.8%明显回升，超出市场预期；

（2）消费方面可选消费增速提升，8 月社会消费品零售总额同比增速今年以来首次回正，同比增 0.5%（前值-1.1%）高于预期，主要增长来自汽车销量特别是新能源汽车产销维持较高增速；

（3）投资方面，固定资产投资持续改善。1~8 月，全国固定资产投资（不含农户）同比下降 0.3%，降幅较前值收窄 1.3 个百分点，其中房地产开发投资累计同比增长 4.6%，8 月当月同比增速升至 12.1%，基础设施投资（不含电力）同比下降 0.3%，8 月当月同比增速回落至 4.0%，制造业投资同比下降 8.1%，降幅较前值收窄 2.1 个百分点。

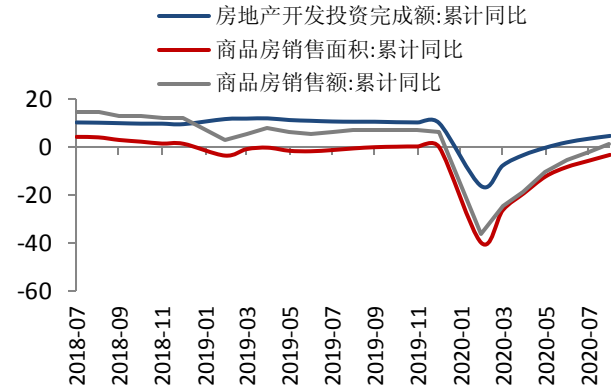
综合来看，周期性行业已基本恢复至疫情前水平，而消费、服务业后续仍有修复空间。国内经济下一阶段的修复斜率或将更多取决于制造业投资和消费。

图表7：工业企业盈利改善带动制造业投资



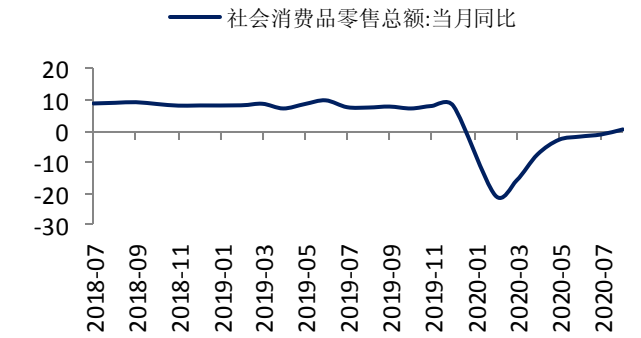
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表8：房地产开发及销售投资恢复



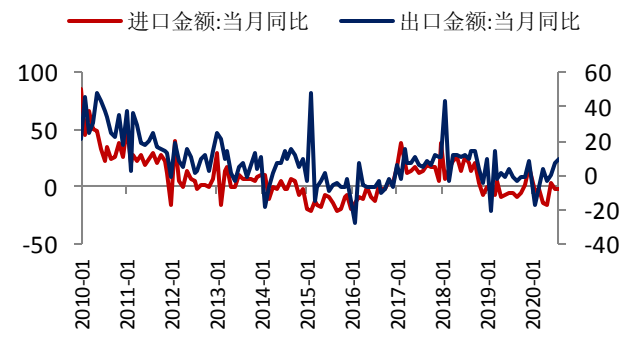
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表9：8 月社零消费年内首次正增长



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：出口恢复超预期



资料来源：wind、粤开证券研究院

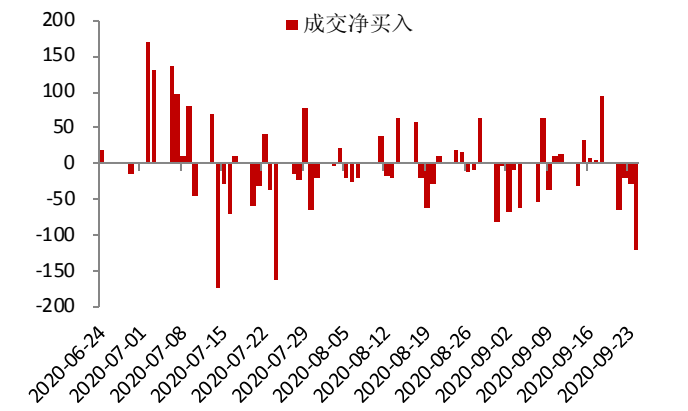
中期科技行业仍在上行周期中，新基建和智能电动汽车板块有望贡献业绩新增量。在经济复苏的大逻辑下，叠加科技板块的表现，市场可能不会是单纯的低估值和周期占优风格，而是呈现混合、轮动的均衡格局。

（三）流动性担忧影响短期风险偏好，长期系统性风险较小

增量资金的边际变化是风格形成的直接原因。前期微观资金面流动性减弱，包括：

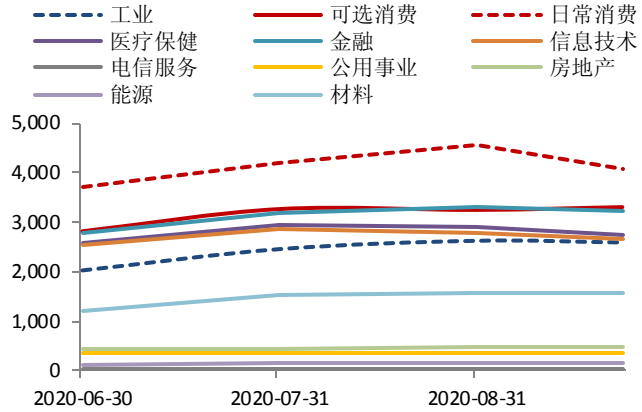
（1）8 月北上资金结束此前连续 4 个月净流入，净流出 20.29 亿元，9 月截至 24 日当月北向资金累计净流出 274.05 亿元。分行业来看外资增大银行、地产等低估值板块布局，大幅减仓食品饮料板块；

图表11：北向资金成交净买入额（亿元）



资料来源：wind、粤开证券研究院

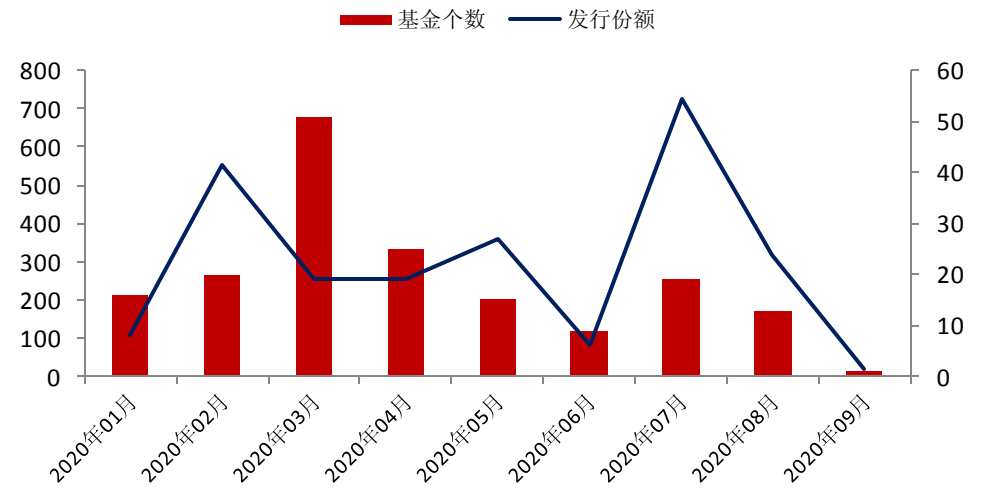
图表12：Wind 分行业外资持股市值（亿元）



资料来源：wind、粤开证券研究院

（2）基金发行量边际减少，**资金面的边际变化直接导致消费、科技板块的震荡回调。**

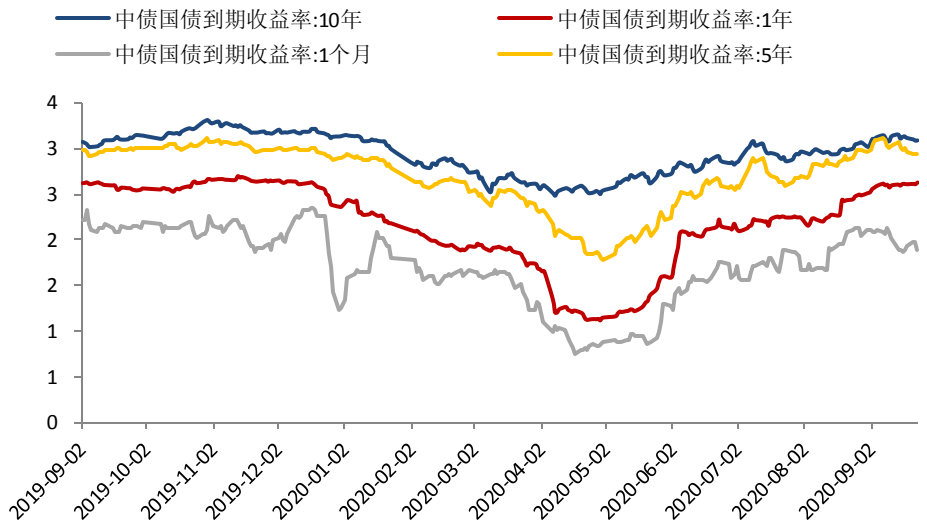
图表13：股票型基金发行量下降



资料来源：wind、粤开证券研究院

今年4月以来利率有所升高，但货币政策并未明显收紧。10年期国债到期收益率由4月的2.52%回升至目前的3.01%，如果未来资金端收紧，对权益市场的流动性也将产生影响，根据DCF模型理论，成长风格将弱于价值，可能导致市场风格切向防御型板块。但基于全球经济环境及国内经济活动还在复苏阶段，根据央行政策，要保持三个“不变”：稳健货币政策的取向不变；保持灵活适度的操作要求不变；坚持正常货币政策的决心不变，**国内的货币环境相对宽松将是大概率事件，因资金端收紧而导致的风格整体切换至周期可能性不大。**

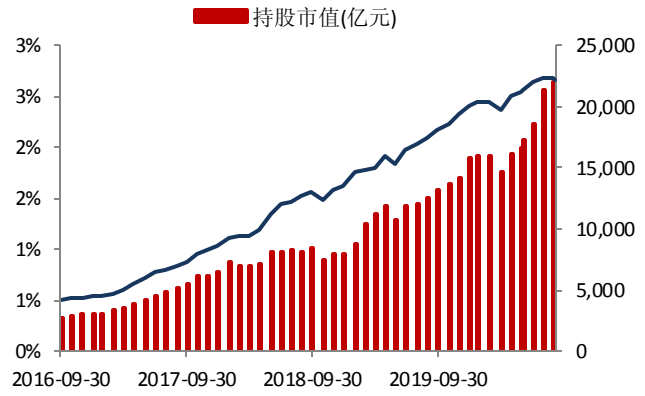
图表14：4月以来利率有所回升



资料来源：wind、粤开证券研究院

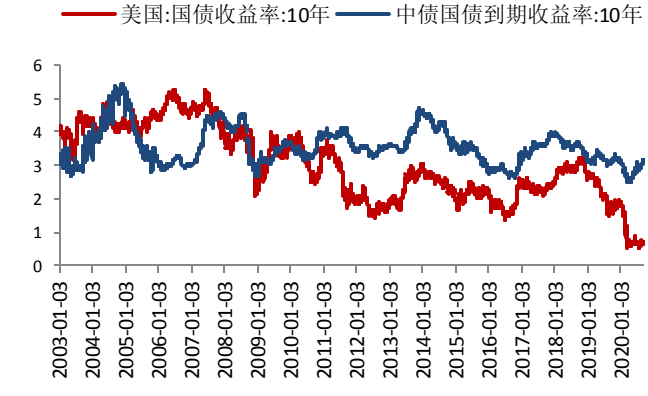
长期来看，待市场短期风险释放后有望带动增量资金入场。第一，在中美利差以及人民币升值的背景下，待外围市场不确定性逐步落地之后，外资将恢复对绩优龙头的持续增配；第二，中报季后公募资金调仓仍将继续，基本面是决策基准之一；第三，创业板低价股炒作降温后，游资和个人投资者重归价值投资，社会财富配置重心有望向金融资产转移。鉴于目前市场整体并未出现过热，且国内信用环境和外围扰动暂未影响经济复苏的预期，**长期来看尚未构成系统性风险。**

图表15：外资长期流入趋势不变



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表16：中美利差扩大



资料来源：wind、粤开证券研究院

三、配置方向：均衡配置顺周期与科技双主线

短期 A 股仍在风险释放中，投资宜保持谨慎。（1）国内“双节”临近，季末叠加商业银行长假的资金备付需求，资金面或出现季节性紧张，另外大型科技公司 IPO 融资也将影响市场风险偏好；（2）外部环境方面，在诸多扰动之下，外资避险情绪升温，短期可能较难主动大幅流入。

风格上，科技投资主线和板块的轮涨并不矛盾，市场风格或相对均衡。当前经济复苏引领板块轮涨，中长期主线仍围绕以产业结构升级为核心的科技板块。

可以重点关注以下方向：

（1）顺周期板块，把握补库存、经济复苏主线。从经济复苏角度出发，**可关注水泥、航空板块，以及当前处于库存周期底部区域的中游原材料、工业品等。大消费板块如食品饮料、白酒、医药**是 A 股的核心资产，具备真正的品牌价值与增长能力，经过前期估值持续消化，可以适度逢低布局。

（2）大金融板块，重点关注券商、金融科技、保险。受益于经济持续复苏叠加我国资本市场深化改革的持续推进，券商行业具备政策与盈利的双重催化，优先关注**综合实力出众的头部券商和差异化特色鲜明的中小型券商，创新型业务的展开需要配套设施的完善，金融科技迎来发展机遇。车险综合改革及配套规定均已落地，短期影响相对有限，依旧看好资产端与负债端合力推动保险行业的估值修复。**

（3）科技板块值得中长期关注，待外部扰动平息后等待机会。重点关注调整已基本到位的科技龙头、“十四五”受益标的、Q3 业绩向好的军工、光伏、新能源车、消费电子、工程机械、汽车零配件、生产线设备等。

分析师简介

殷越，上海财经大学硕士，2017 年加入粤开证券，现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号：S0300517040001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com