2020 年 09 月 24 日

顺周期的路，赚盈利的钱

——投资策略点评

策略研究团队

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

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **A 股调整背后：来自交易层面持续扰动**

伴随美股出现的明显回调，0924 当天 A 股出现明显调整，北上大幅流出。我们曾在此前报告中强调，**北上仍然有持续兑现浮盈的压力，其主要原因是：2019 年至今无论是交易盘还是配置盘已有大量浮盈，同时美国实际利率已见底回升，而实际利率曾经是陆股通核心资产定价的重要逻辑。北上资金的行为会通过北上/公募共同重仓股影响公募基金业绩，从而进一步导致公募基金负债端的波动。**我们在此前的系列报告中指出，过去 7 个月流动性的正向循环已被打破，居民赎回基金的潜在压力在加大，**而我们的高频数据已经指示了这一状况可能已经发生。**

● **来自资产价格的信号**

从近日美股调整中传递的信号来看：美股下跌的同时，黄金、白银下跌，铜相对有韧性，美国交易的实际利率上行，其实背后就是流动性预期的转变，这符合我们在此前报告《流动性的变局与破局》中指出的，当下全球可能类似于 2008 年底因为经济逐步企稳，带来的流动性边际收紧的预期，这种预期在两次美联储表态后显得更为明显。对于中国国内而言，无风险利率已经经历了较长时间的上行，其驱动力正是：**经济复苏，资金脱虚入实。**根据 2008-2009 年的经验指示：**1、中国因为经济基本面领先于全球复苏，调整之后风险资产仍会获得更好的表现，流动性驱动减弱后，全球更与经济相关资产会跑赢金融市场属性资产；2、外资仍会在未来因为中国经济的基本面而回流，但是回流后可能更多选择与经济周期更相关的板块，近期交易上已经在体现这一特征。**

● **正视拐点，布局顺周期**

当下并非需要悲观，可以大胆去获取盈利增长的收益。当下万得全 A 静态风险溢价水平处于 2003 年以来的中位数水平，这意味着，**当下估值水平不能说昂贵，如果用动态风险溢价测算会相对便宜。**但要让风险偏好提升到历史较高水平同样不太现实。相反，此时如果实现盈利增长，收益依然可观。我们曾在《结构之光，宏微观预期的裂口》中测算出在**当下宏观分析师对于经济判断假设为真下，微观行业分析师对于上市公司营收存在一定程度结构上的低估，这些都构成了结构性收益的来源，而这些行业集中于顺周期性板块中。**当下的宏观状态我们认为仍然处在紧货币+宽信用组合中，而历史经验指示这一区间市场依然乐观，但盈利贡献将是 A 股最主要的驱动力。我们需要提醒投资者的是：一、该类盈利贡献不应该是疫情之中就看到并被估值充分定价的盈利增长，而应该是 6 月以来经济复苏过程中带来的边际盈利改善；二、8 月以来风格切换已经确立，即使投资者对信用扩张以及经济前景悲观，在该种假设下，历史规律指示市场必然会经历经济下行而货币政策不会立刻做出反应阶段，**这对高估值板块将更为不利，也难改风格已经切换的事实。**当下投资者对顺周期关注度较高，我们认为顺周期最重要的内涵是：在当下经济复苏过程中，盈利能够边际获得改善的行业。我们给出的推荐组合仍然是弹性组合与绝对收益组合，弹性在：**化工、工程机械、建材，家电和汽车**，绝对收益组合：**银行、房地产、煤炭。**

● **风险提示：**测算误差；国内经济大幅下滑

相关研究报告

《投资策略专题-重仓分化，确认风格切换》-2020.9.23

《投资策略周报-不必留恋不切换》-2020.9.20

《投资策略专题-结构之光：宏微观预期的裂口》-2020.9.17

目 录

1、 A 股调整背后：来自交易层面持续扰动 3
1.1、 实际利率上行推动北上持续兑现利润 3
1.2、 流动性的正向循环已被打破 4
2、 来自资产价格的信号 5
3、 正视拐点，布局顺周期 7
4、 风险提示 8

图表目录

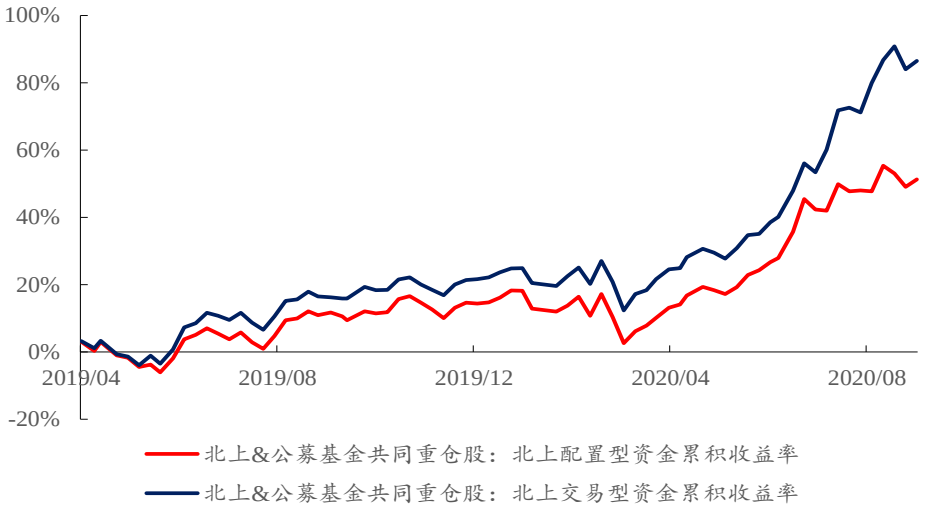
图 1： 截止至 9 月 18 日交易型资金的累计收益率已经达到了 86.51%，配置型资金为 51.30% 3
图 2： 部分北上资金偏好的“核心资产”周度净买入与美国实际利率存在明显的负相关 3
图 3： 部分北上资金偏好的“核心资产”周度股价表现与美国实际利率存在明显的负相关 3
图 4： 2017 年以来，美国 10Y 国债实际收益率与陆股通累积净买入显著负相关，近期美国实际利率持续上行 4
图 5： 8 月 25 日以来，对于北上与公募基金共同重仓的个股，北上对共同重仓股的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有市值加权的组合收益率均显著正相关，但与按照公募持有市值加权的组合收益率的正相关性更强 4
图 6： 对于公募重仓但北上不重仓的个股，北上的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有加权的组合收益率显著正相关，且显著性水平相当 5
图 7： 9 月 14 日以来，个人高比例组的 ETF 逐步开始净流出 5
图 8： 当下个人高比例组 ETF 并未出现明显赎回科技的情况，但新能源汽车和医药已经出现了不同程度的连续赎回 5
图 9： 历次热钱流入时期往往也是我国从经济复苏走向过热的时期 6
图 10： 历次热钱流入时大多是我国货币政策收紧之时，而信用基本也处于扩张期 6
图 11： 热钱通过陆股通流入 A 股时更偏爱顺周期板块 6
图 12： 8 月 31 日以来，北上交易型资金整体偏好顺周期板块 7
图 13： 8 月 31 日以来，北上配置型资金整体偏好顺周期板块，且无论在连续流入期还是连续流出期持续净买入化工、交运以及钢铁等顺周期板块 7
图 14： 万得全 A 静态风险溢价在均值以下 7
图 15： 万得全 A 动态风险溢价也在均值以下 7

1、 A 股调整背后：来自交易层面持续扰动

1.1、 实际利率上行推动北上持续兑现利润

伴随美股出现的明显回调，今日市场出现明显调整，其中北上资金大幅流出。我们曾在此前报告中强调，北上资金仍然有持续兑现浮盈的压力，其主要原因是：**2019 年至今无论是交易型还是配置型资金已经积累了大量浮盈，而实际利率走势曾经是陆股通核心资产定价的重要逻辑，**从历史上看，美国 10Y 国债实际收益率与陆股通累积净买入显著负相关，即随着实际利率上行，北上投资者往往有较大几率选择卖出，**考虑到当下美国实际利率已经见底回升，这将推动北上资金持续兑现利润。**

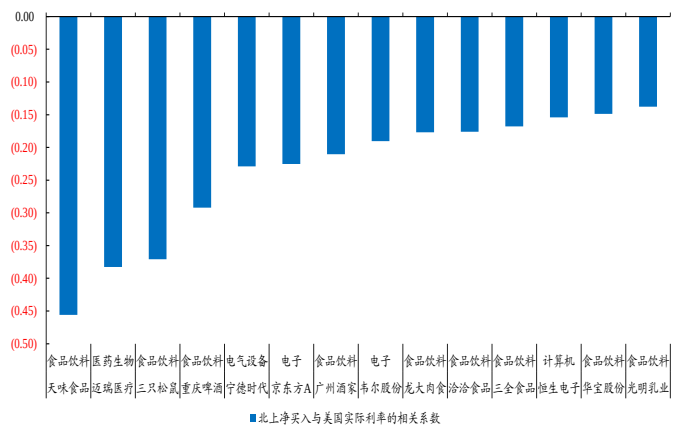
图1：截止至 9 月 18 日交易型资金的累计收益率已经达到了 86.51%，配置型资金为 51.30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

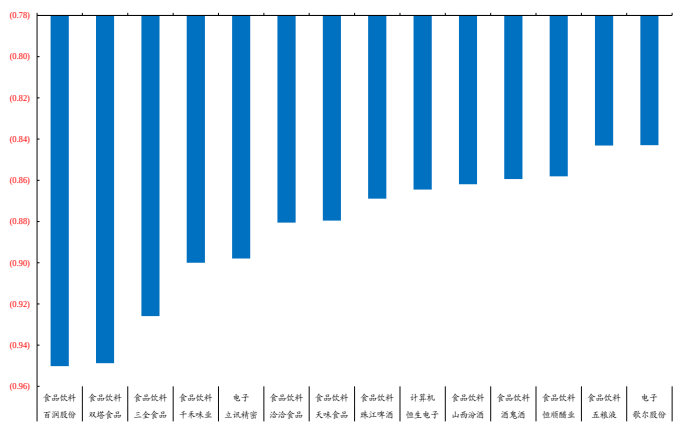
注：累积收益率计算的起点为 2019 年 4 月 12 日。

图2：部分北上资金偏好的“核心资产”周度净买入与美国实际利率存在明显的负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：部分北上资金偏好的“核心资产”周度股价表现与美国实际利率存在明显的负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2017 年以来，美国 10Y 国债实际收益率与陆股通累积净买入显著负相关，近期美国实际利率持续上行

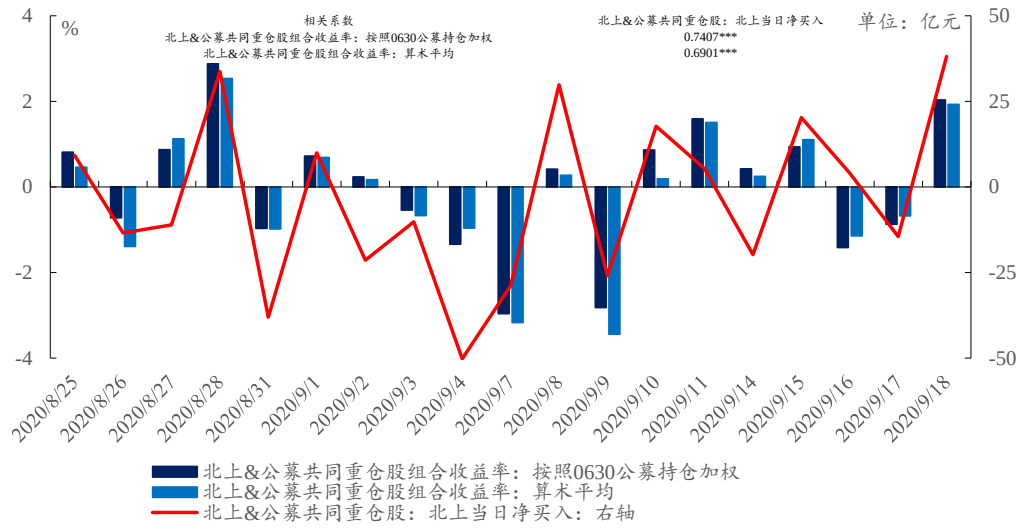


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 流动性的正向循环已被打破

北上资金的行为会通过北上/公募共同重仓股影响公募基金业绩，从而进一步导致公募基金负债端的波动。我们在此前的系列报告中指出，过去 7 个月流动性的正向循环已被打破，居民赎回基金的潜在压力在加大，而近期**以个人投资者持有为主的 ETF 已经开始逐步赎回，这指示着这一状况可能已经发生。**

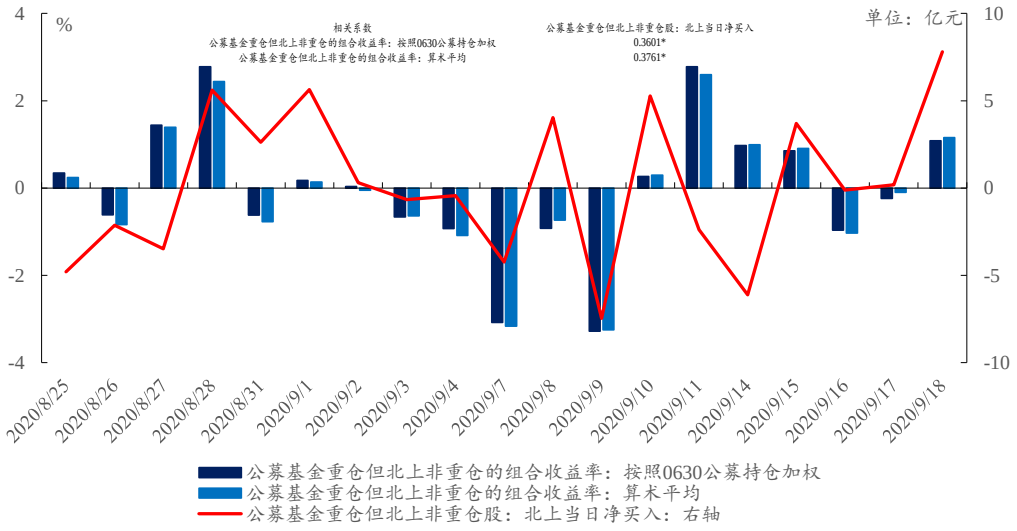
图5：8 月 25 日以来，对于北上与公募基金共同重仓的个股，北上对共同重仓股的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有市值加权的组合收益率均显著正相关，但与按照公募持有市值加权的组合收益率的正相关性更强



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：***表示在 1%显著性水平下显著。

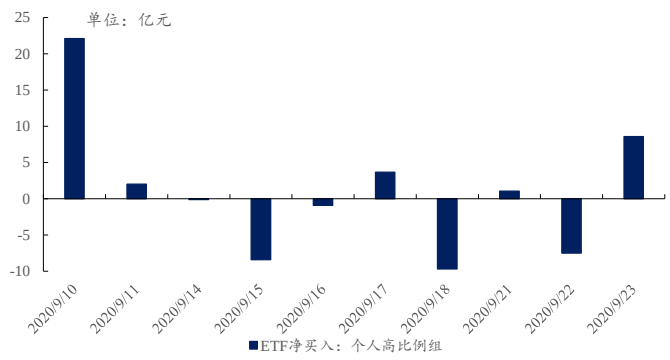
图6：对于公募重仓但北上不重仓的个股，北上的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有加权的组合收益率显著正相关，且显著性水平相当



数据来源：Wind、开源证券研究所

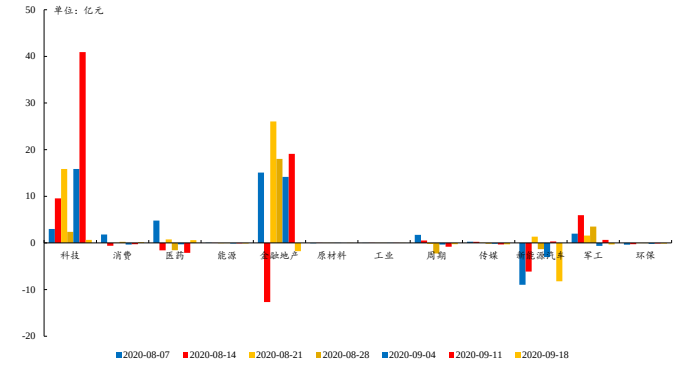
注：*表示在 10%显著性水平下显著。

图7：9 月 14 日以来，个人高比例组的 ETF 逐步开始净流出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：当下个人高比例组 ETF 并未出现明显赎回科技的情况，但新能源汽车和医药已经出现了不同程度的连续赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

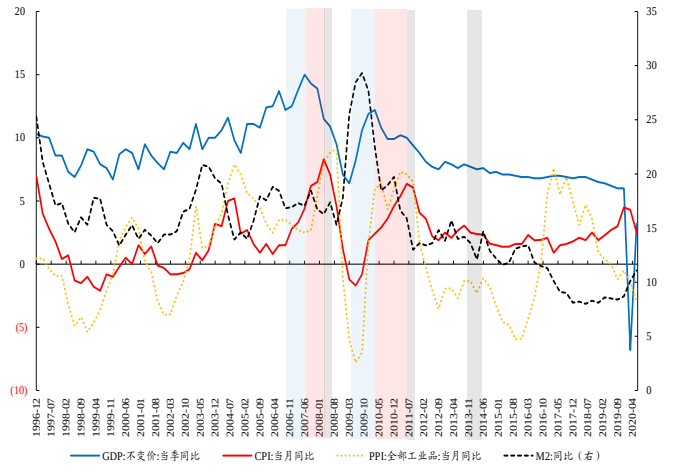
2、 来自资产价格的信号

从近日美股调整中传递的信号来看：美股下跌同时，黄金、白银下跌，铜相对有韧性，美国交易的实际利率上行，其实背后就是流动性预期的转变，这符合我们在此前报告《流动性的变局与破局》中指出的，**当下全球可能类似于 2008 年底因为经济逐步企稳，带来的流动性边际收紧的预期，这种预期在两次美联储表态后显得更为明显。**

对于中国国内而言，9 月 24 日当天，股票市场出现较大幅度调整，国债期货下跌（利率上行），同时我们看到螺纹钢以及动力煤等商品仍出现上涨，这意味：当日

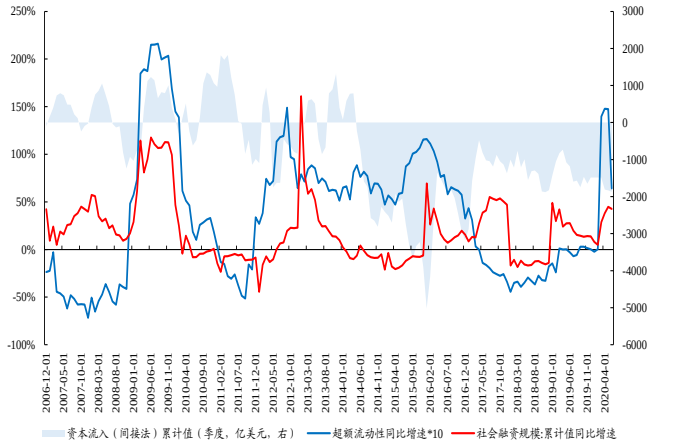
的调整大概率是源于流动性收紧的预期。而实际上我国无风险利率已经经历了较长时间的上行，其驱动力正是：**经济复苏，资金脱虚入实**。根据 2008-2009 年的经验指示：1、**中国因为经济基本面领先于全球复苏，调整之后风险资产仍会获得更好的表现，流动性驱动减弱后，全球更与经济相关资产会跑赢金融市场属性资产；2、外资仍会在未来因为中国经济的基本面而回流，但是回流后可能更多选择与经济周期更相关的板块，近期交易上已经在体现这一特征。**

图9：历次热钱流入时期往往也是我国从经济复苏走向过热的时期



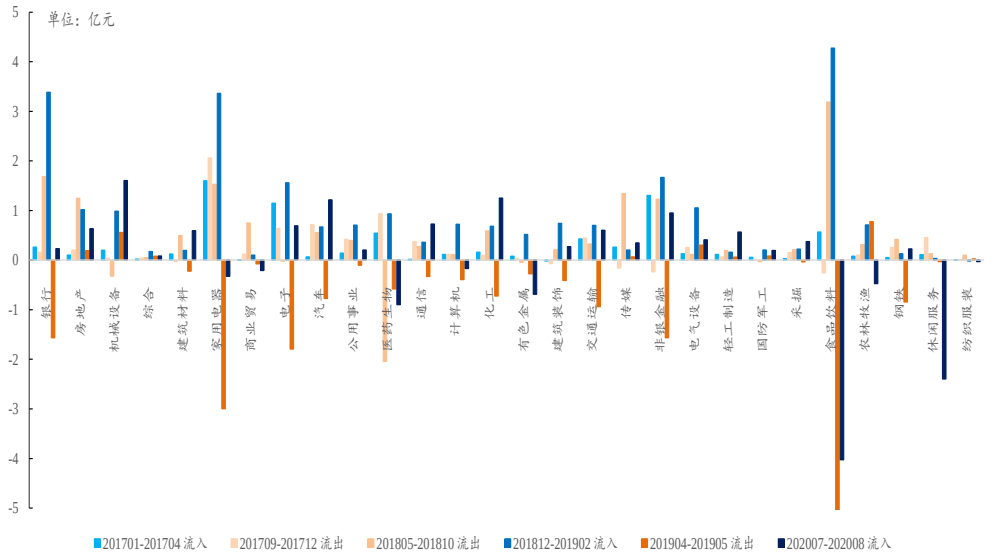
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：历次热钱流入时大多是我国货币政策收紧之时，而信用基本也处于扩张期



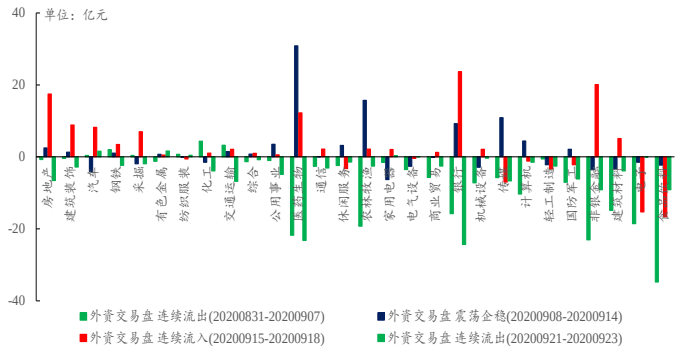
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：热钱通过陆股通流入 A 股时更偏爱顺周期板块



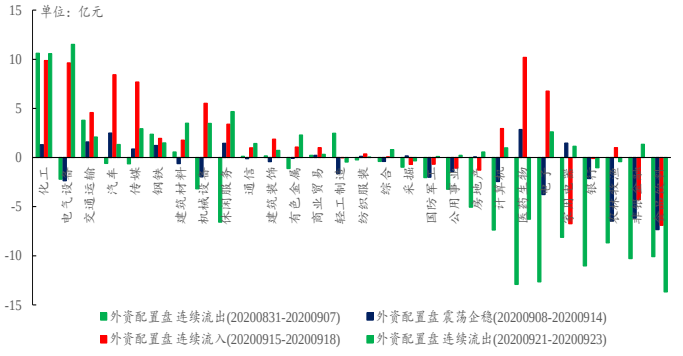
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：8 月 31 日以来，北上交易型资金整体偏好顺周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：8 月 31 日以来，北上配置型资金整体偏好顺周期板块，且无论在连续流入期还是连续流出期持续净买入化工、交运以及钢铁等顺周期板块

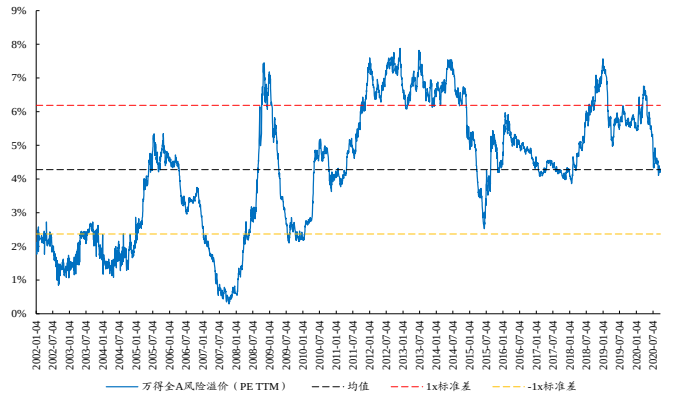


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 正视拐点，布局顺周期

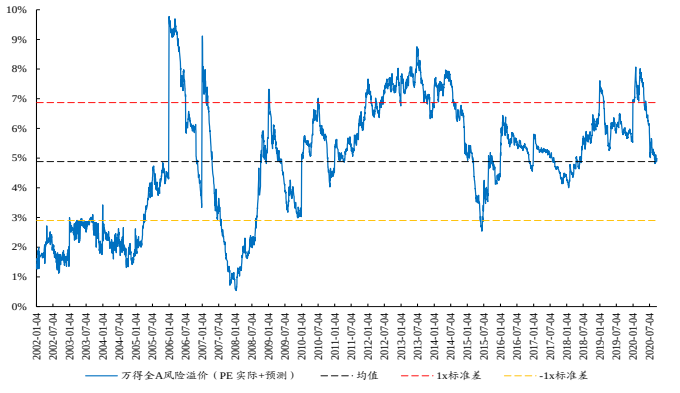
当下并非需要悲观，可以大胆去获取盈利增长的收益。根据我们测算，当下万得全 A 静态风险溢价水平处于 2003 年以来的中位数水平，**这意味着，当下估值水平不能说昂贵，如果用动态风险溢价测算会相对便宜。**但同样的，要让风险偏好提升到历史较高水平同样不太现实。相反，此时如果实现盈利增长，收益依然可观。我们曾在《结构之光，宏微观预期的裂口》中测算出**在当下宏观分析师对于经济判断假设为真下，微观行业分析师对于上市公司营收存在一定程度结构上的低估，这些都构成了结构性收益的来源，而这些行业集中于顺周期性板块中。**

图14：万得全 A 静态风险溢价在均值以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：万得全 A 动态风险溢价也在均值以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

当下的宏观状态我们认为仍然处在紧货币+宽信用组合中，历史经验指示，在这一区间市场依然乐观，但盈利贡献将是 A 股最主要的驱动力。我们需要提醒投资者的是两点：第一，该类盈利贡献不应该是疫情之中就看到并被估值充分定价的盈利增长，而应该是 6 月以来经济复苏过程中带来的边际盈利改善；第二，如果投资者

对信用扩张悲观，对经济悲观，历史规律指示市场必然会经历经济下行而货币政策不会立刻做出反应阶段，这个时候对高估值板块将更为不利。当下市场投资者对顺周期关注度较高，我们认为当下最重要的内涵是：在当下经济复苏过程中，盈利能够边际获得改善的行业。我们给出的推荐组合仍然是弹性组合与绝对收益组合，弹性在：**化工、工程机械、建材，家电和汽车**，绝对收益组合：**银行、房地产、煤炭**。

4、 风险提示

测算误差；国内经济大幅下滑

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