东兴证券 DONGXING SECURITIES

风格切换，这次哪里不一样

2020 年 9 月 20 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：

顺周期领涨，抱团股松动。上周最后一个交易日非银金融、综合金融、煤炭、房地产涨幅居前，涨幅分别达 5.11%、4.47%、3.91%、3.14%，带动全市场强势回暖。周度来看，汽车、金融、建材、机械涨幅居前，农林牧渔、医药、食品饮料下跌。机构抱团股继续延续八月以来调整趋势。回顾来看，今年下半年金融和周期出现了 5 次大幅上涨“一日游”，本次的金融、周期领涨，市场部分看法认为这或是富时罗素指数纳入 A 股带来的被动配置资金流入，类似 2018 年 5 月 31 日 MSCI 纳入 A 股的单日影响。**但这一次并不一样，这是年末价值行情开启的重要信号。**

第一、富时罗素指数纳 A 权重行业不是金融和周期，但金融和周期却大涨，且北向资金大量增配也集中在金融和周期。9 月 18 日，富时罗素指数纳 A 正式生效，当日北向资金流入 94.74 亿。流入价值板块（金融、建材、建筑、煤炭）的占比接近 50%，而这些行业在本次富时罗素指数纳 A 行业中权重仅占 5.79%；而富时罗素指数纳 A 的四大权重行业（交运、医药、电子、化工）占比达 36.02%，北向资金流入占比仅 20.45%，与 2018 年 5 月 31 日 MSCI 纳 A 时情况有明显不同，当时四大权重行业（银行、非银、食品饮料和医药）权重占比约 50%，流入资金占比 47.68%。

第二、成长已是强弩之末，股票市场充裕的流动性在积极寻找新目标。7 月中下旬以来，成长股相继下跌，首先是 7 月 15 日左右芯片开始下跌，之后是 8 月 6 日左右半导体、疫苗开始下跌，进入 9 月后则是调味品和白酒。市场开始转向炒低价股、次新股。充裕的流动性在积寻找成长之外的新目标，由于这些股票或质量较差，或估值较高，持续时间有限。相反，周期和金融的估值尚处于洼地。

第三、更多的信号支撑经济复苏的逻辑，价值板块具配置价值。9 月 15 日公布 8 月经济数据显示，投资和工业生产全面回暖。固定资产投资完成额累计同比-0.3%（前值-1.6%），工业增加值当月同比 5.6%（前值 4.8%），好于预期。社会零售品销售总额年内首次转正，同比增 0.5%（前值-1.1%）。经济复苏的趋势进一步确认，价值股受益于顺周期而具备投资价值：如银行、保险等低估值板块，地产产业链等高景气度板块，汽车、酒店餐饮、旅游休闲等高速复苏板块。北向资金的加速流入也是价值启动的信号。

人民币升值，是 A 股持续进击的有效支撑。9 月 17 日，美联储议息会议再度释放宽松信号，预计低利率维持至 2023 年底。人民币兑美元汇率已升值到 6.7591，我们 8 月 9 日发布的报告《钟摆回落，热点扩散》提出：美国担任本轮宽松主角，人民币相对美元中期走强趋势确立，这会推动以人民币计价的资产价值重估。人民币升值趋势确立是 A 股经历“成长（2019 年初至 2020 年 7 月/8 月）——价值（2020 年 9 月至年末）——成长（2021 年 1 月重启）”行情三阶段的有效支撑。

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. 顺周期领涨，抱团股松动 3
2. 富时罗素指数纳 A 并非直接原因，北向资金在主动增配价值 4
3. 成长已是强弩之末，充裕的流动性在寻找新目标 6
4. 更多的信号支撑经济复苏的逻辑，价值板块更具配置价值 8
5. 人民币升值，是 A 股持续进击的有效支撑 10
6. 风险提示 11

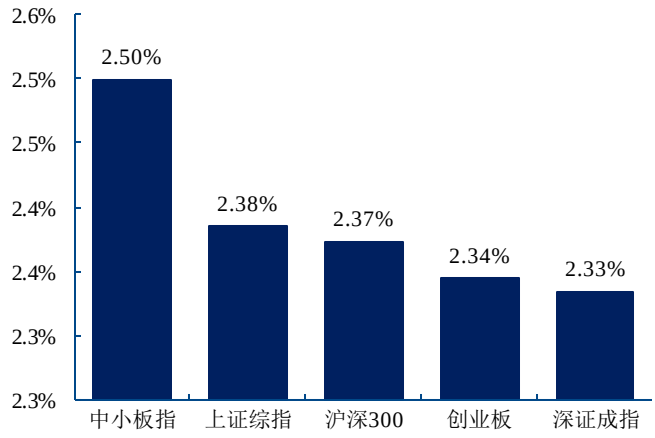
插图目录

图 1：主要指数均上涨，中小板指领涨 3
图 2：金融、周期、成长、稳定均有较大涨幅 3
图 3：汽车、非银、建材、机械、化工等板块领涨 3
图 4：9 月 18 日金融、地产领涨 3
图 5：继 7 月初价值板块阶段性高增，本周价值股再度大幅上涨 4
图 6：本次富时罗素纳 A 主要集中在交运、医药、电子、化工、计算机等行业 5
图 7：9 月 18 日北向资金大幅流入 5
图 8：18.5.31，食品饮料、非银等 MSCI 权重股涨幅均居前列 5
图 9：2020 年 9 月 18 日北向资金大幅涌入非银、银行、地产等价值板块 6
图 10：2018 年 5 月 31 日，北向资金大量涌入食品饮料、银行和非银板块 6
图 11：新增人民币信贷超过市场预期 7
图 12：8 月社融大幅增加，超市场预期 7
图 13：美流动性宽松已达极致 8
图 14：工业增加值累计同比由负转正 8
图 15：1-8 月固定资产投资完成额同比下降 0.3% 8
图 16：房地产开发投资、制造业投资回暖 10
图 17：社零同比增速首次实现年内由负转正 10
图 18：玻璃价格持续处于高位，水泥价格攀升 10
图 19：8 月挖掘机销量回升，显著高于往年同期 10
图 20：乘用车销量基本恢复至疫情前水平 10
图 21：酒店行业客房入住率大幅回升 10
图 22：上周北向资金大幅涌入非银、汽车、银行等价值板块 11
图 23：美流动性宽松已达极致 11
图 24：美联储预计低利率将维持到 2023 年底 11
图 25：人民币自 6 月 1 日以来持续走强 11

1. 顺周期领涨，抱团股松动

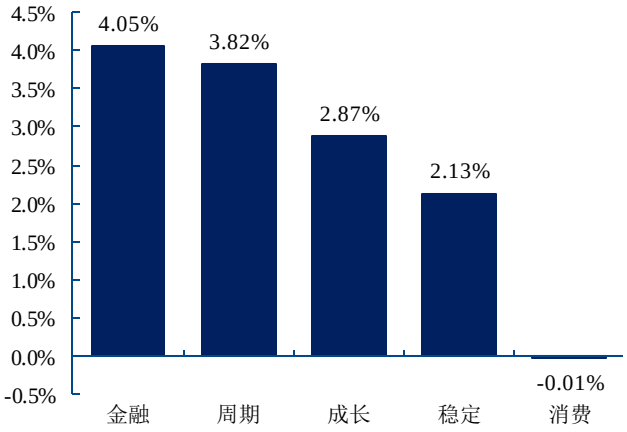
金融、周期带头上涨，前期机构抱团股仍处下行区间。上周最后一个交易日非银金融、综合金融、煤炭、房地产板块涨幅居前，涨幅分别达 5.11%、4.47%、3.91%、3.14%。而前期抱团板块食品饮料、医药等下跌，周涨幅分别为-1.06%、-0.79%，延续八月以来成长调整的趋势。回顾来看，今年下半年金融和周期曾出现过 5 次大幅上涨“一日游”， 7 月 6 日，银行、保险、煤炭单日涨幅分别达到 9.03%、8.29%、6.70%，建材 7 月 20 日单日涨幅达到 7.95%，其后各板块迅速下跌并开始震荡行情。银行、保险、煤炭等于 7 月 20 日、8 月 7 日、8 月 21 日、9 月 11 日左右又出现多次短期大涨行情，但很快转向下跌，始终缺乏持续上行的支撑力。本次再度出现金融、周期的行情，市场部分看法认为这或是富时罗素指数纳入 A 股导致的被动配置资金流入，类似于 2018 年 5 月 31 日 MSCI 纳 A 股的单日影响。**但本次不一样，这是年末价值行情开启的重要信号。**

图 1：主要指数均上涨，中小板指领涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：周度金融、周期领涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3：食品饮料、医药、农林牧渔本周下跌

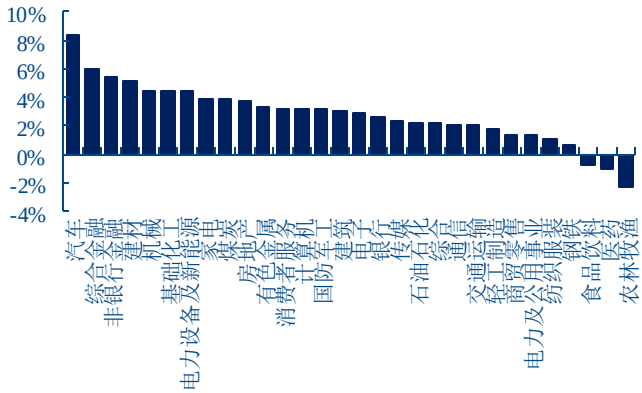
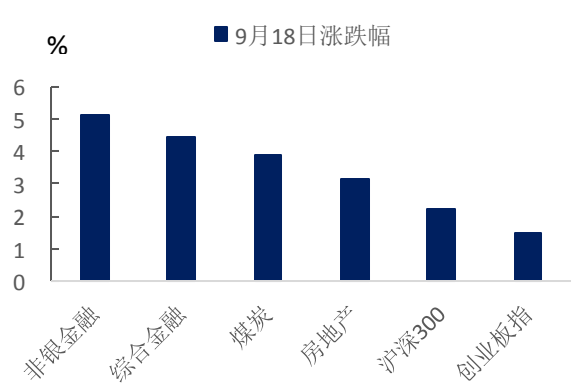


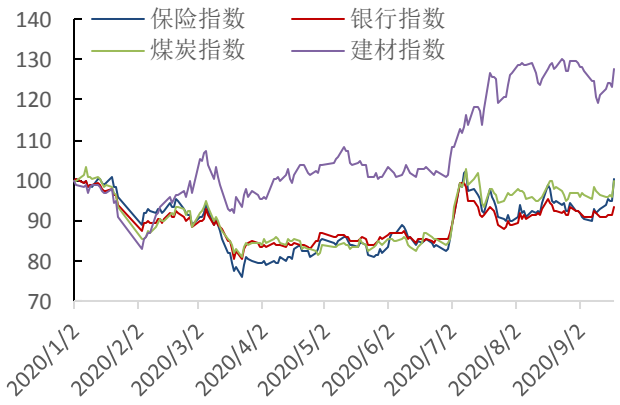
图 4：9 月 18 日金融、地产领涨



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 5：继 7 月初价值板块阶段性高增，本周价值股再度大幅上涨



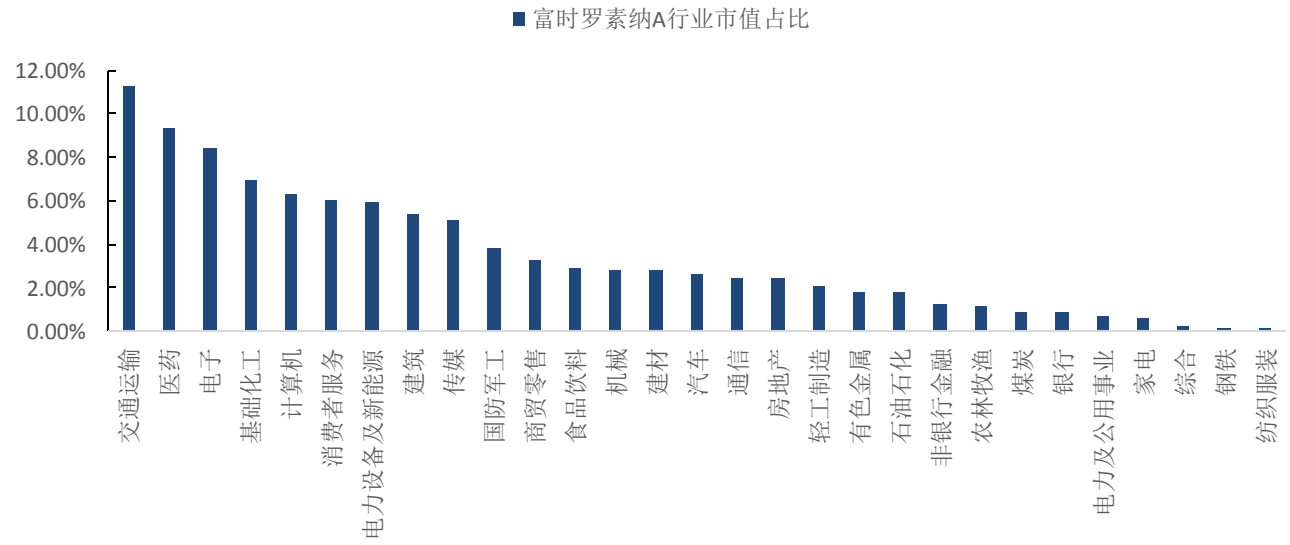
资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 富时罗素指数纳 A 并非直接原因，北向资金在主动增配价值

市场一些看法认为，富时罗素指数纳 A 带动周五大涨，缺乏持续动力，价值股可能仍将“一日游”。9 月 18 日收盘后（9 月 21 日开盘前），富时罗素的旗舰指数富时全球股票指数系列将新纳入 150 只中国 A 股，其中包括 12 只大盘 A 股，19 只中盘 A 股，114 只小盘 A 股和 5 只微盘 A 股。一般情况下，被动型资金通常会在调整正式生效前的最后一个交易日进行调仓，北向资金在 9 月 18 日也确实大幅流入 94.74 亿元。一些观点认为，富时罗素指数纳 A 的冲击和北向资金的流入带动大盘的大涨，同时也担忧富时罗素指数纳 A 等因素属于暂时的扰动，可能难以提供持续的动力，仍然是“一日游”行情。

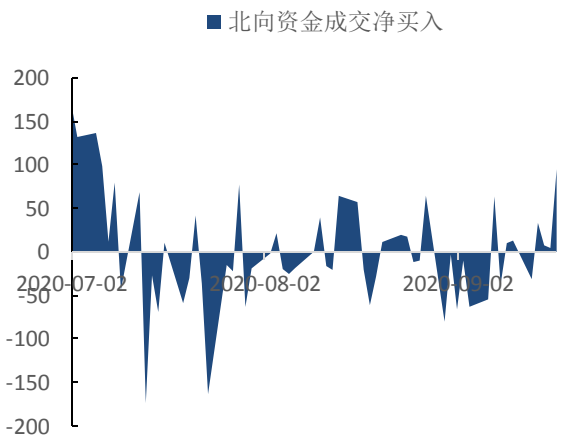
富时罗素指数纳 A 行业不集中在价值股，但价值股大涨，事件冲击并非主因。根据我们的统计，本次富时罗素指数纳 A 行业以交运、医药、电子、化工为主，这四个行业均未大涨，且 9 月 18 日流入的 94.74 亿北向资金中，相当一部分流入价值股（金融、地产、建材、建筑、煤炭），占比接近 50%，而这些行业在本次富时罗素指数纳 A 行业中权重仅占 8.21%；富时罗素指数纳 A 四大权重行业权重占比 36.02%，流入富时罗素指数纳 A 四大权重行业的北向资金却仅占比 20.45%。这个情况与 2018 年 5 月 31 日 MSCI 纳 A 时明显不同，当时四大权重行业权重占比约为 50%，流入资金占比约为 47.68%。本次富时罗素指数纳 A 事件并非上涨的直接原因。

图 6：本次富时罗素纳 A 主要集中在交运、医药、电子、化工、计算机等行业



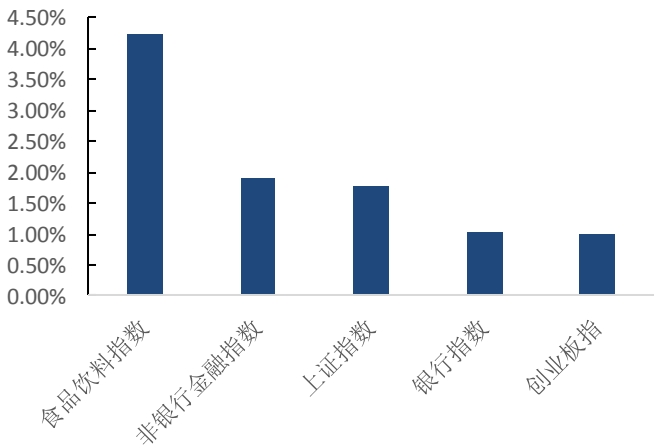
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7：9 月 18 日北向资金大幅流入



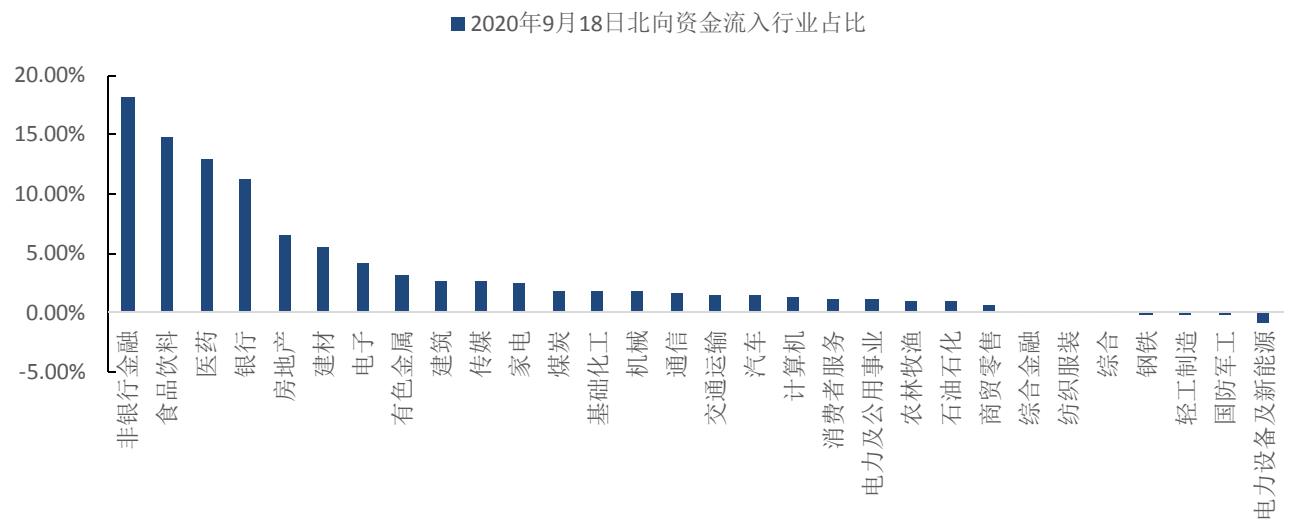
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 8：18.5.31，食品饮料、非银等 MSCI 权重股涨幅均居前列



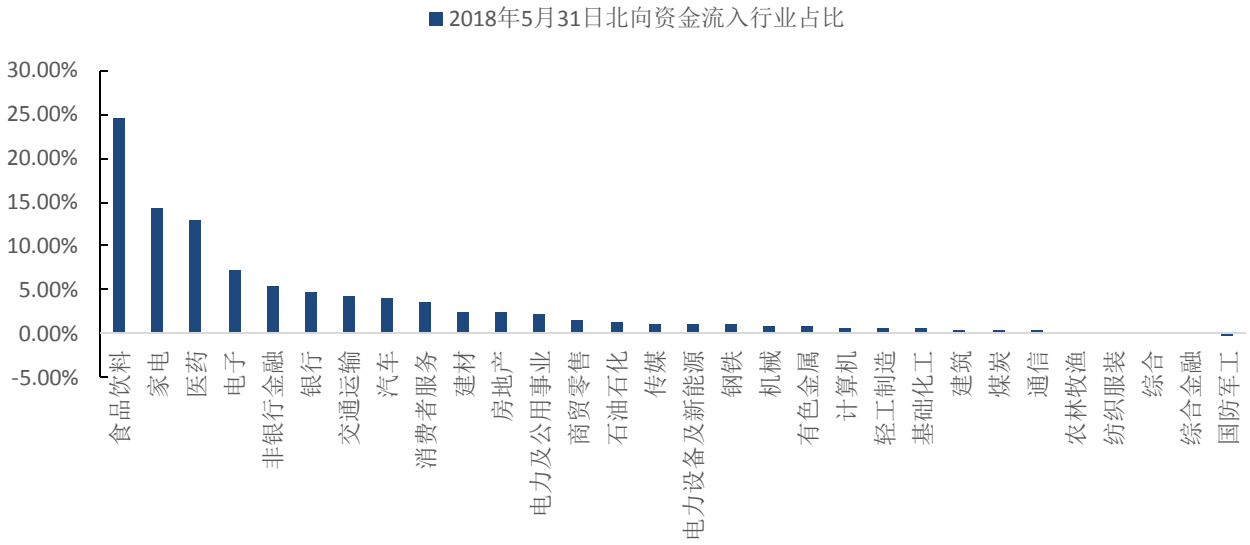
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：2020 年 9 月 18 日北向资金大幅涌入非银、银行、地产等价值板块



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：2018 年 5 月 31 日，北向资金大量涌入食品饮料、银行和非银板块



资料来源：wind、东兴证券研究所

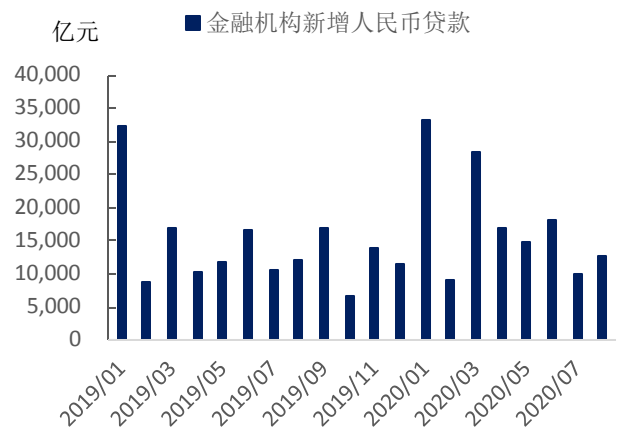
3. 成长已是强弩之末，充裕的流动性在寻找新目标

央行再次续作 MLF 投放流动性，继续释放稳健中性货币政策信号，信用政策延续宽松，当前国内流动性依然比较充裕。9 月 15 日，央行开展 6000 亿元 MLF 操作，对冲 9 月 17 日到期的 2000 亿元 MLF 后，净投放 MLF4000 亿元。近期央行持续通过公开市场操作向市场补充流动性，预计未来一段时间内稳健中性的

货币政策基调都不会改变。8 月金融数据来看，尽管当前经济处于平稳修复阶段，监管层仍趋向于采用相对中性的货币政策与宽松的信用政策。8 月新增社融 3.58 万亿元，远高于市场预期 2.66 万亿元，增量主要来自 6、7 月为抗疫特别国债让路的地方政府债；新增人民币贷款 1.28 万亿，超过市场预期 1.22 万亿，特别是能支持基建项目和制造业的中长期贷款持续走高，政策导向趋向于以宽信用支撑实体经济。

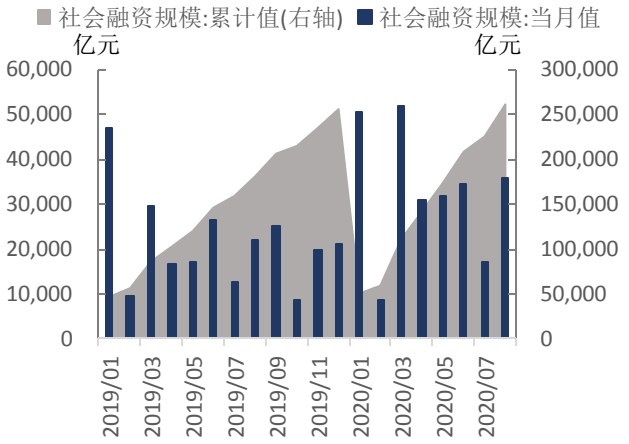
市场流动性充裕，却已对成长股失去信心，资金积极寻找下一目标。自 7 月中下旬以来，成长股陆续出现下跌，首先是 7 月 15 日左右开始下跌的芯片，之后是 8 月 6 日左右开始下跌的半导体、疫苗，进入 9 月后则是 9 月 1 日开始下跌的调味品和 9 月 7 日开始下跌的白酒，市场开始大炒低价股、次新股，一定程度上显示出相对充裕的流动性无处释放，然而这些股票或质量较差，或估值严重高估，都并不是理想的投资标的，资金急需寻找下一目标。

图 11：新增人民币信贷超过市场预期



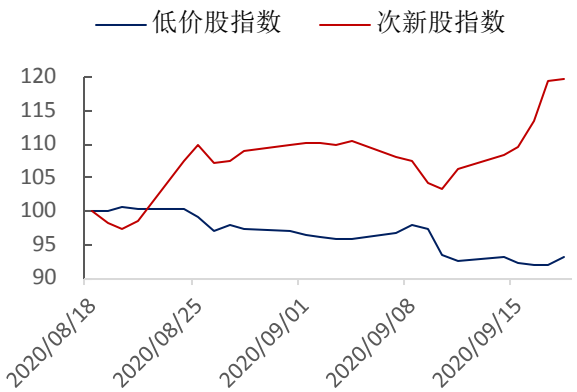
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 12：8 月社融大幅增加，超市场预期



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 13：次新股、低价股轮番上涨

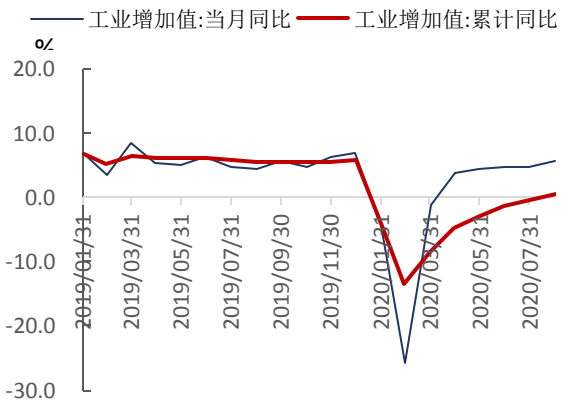


资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 更多的信号支撑经济复苏的逻辑，价值板块更具配置价值

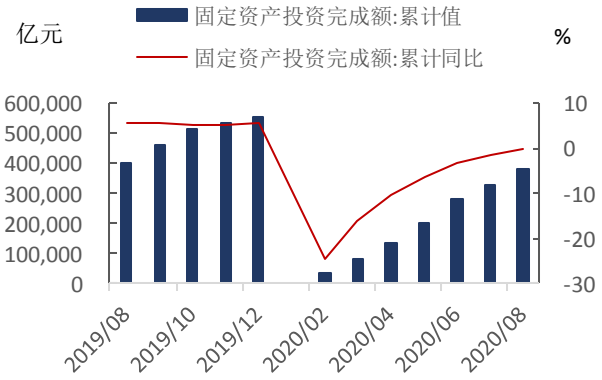
8 月投资、消费、工业生产全面回暖，经济复苏的趋势进一步确认。9 月 15 日，8 月经济数据公布：8 月工业增加值当月同比增 5.6%，预期增 5.1%，前值增 4.8%，略超出预期，一定程度上是由于去年低基数影响，2019 男 8 月工业增加值同比仅为 4.4%；1-8 月固定资产投资完成额累计值同比下降 0.3%，预期值-0.3%，前值-1.6%，基本符合市场预期，房地产开发投资延续强势，1-8 月房地产开发投资完成额累计同比达 4.6%，前值 3.4%，制造业投资有所回暖，同比增速-8.1%，前值-10.2%； 8 月社会消费品零售总额首次实现年内由负转正，同比增 0.5%，预期值 0.57%，前值-1.1%，略低于市场预期，消费整体复苏仍显缓慢，不同消费品类间恢复速率分化较大，但仍处高速恢复区间。

图 14：工业增加值累计同比由负转正



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 15：1-8 月固定资产投资完成额同比下降 0.3%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 16：房地产开发投资、制造业投资回暖

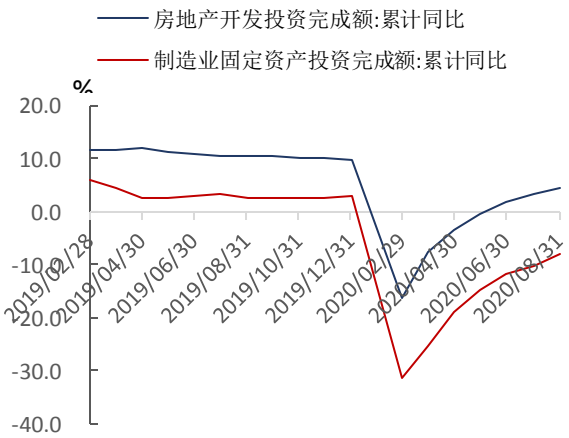
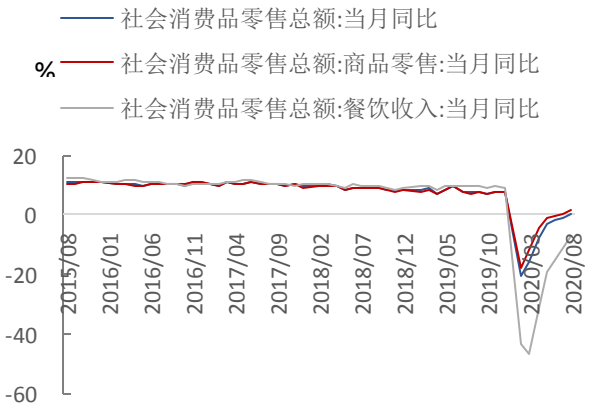


图 17：社零同比增速首次实现年内由负转正

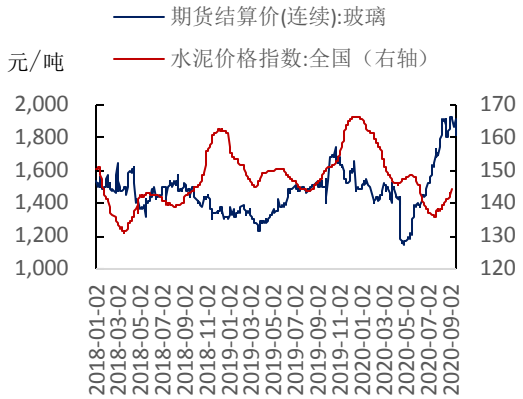


资料来源：wind、东兴证券研究所

资料来源：wind、东兴证券研究所

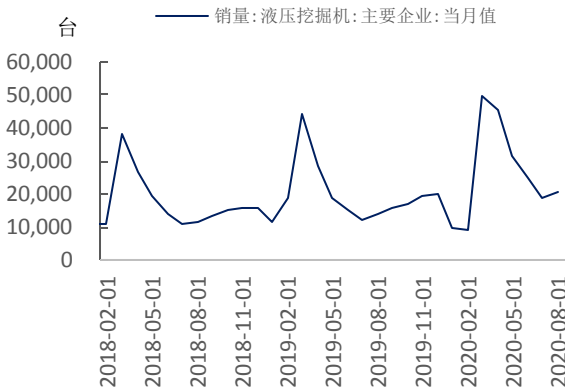
价值股受益于顺周期而具备投资价值，北向资金的加速流入也是价值启动的信号。目前价值股中，银行、保险等股票处于历史低位估值水平且悲观预期已经充分释放，有较高的上行空间；当前受房地产投资拉动，地产产业链中的建材、建筑、工程机械、家电、家具等行业景气度较高，具备投资价值；汽车、酒店餐饮、旅游休闲等行业处于高速复苏阶段，有提前布局的必要性。北向资金上周也加速流入非银、银行、汽车、机械、地产等价值板块，成为价值启动的信号。

图 18：玻璃价格持续处于高位，水泥价格攀升



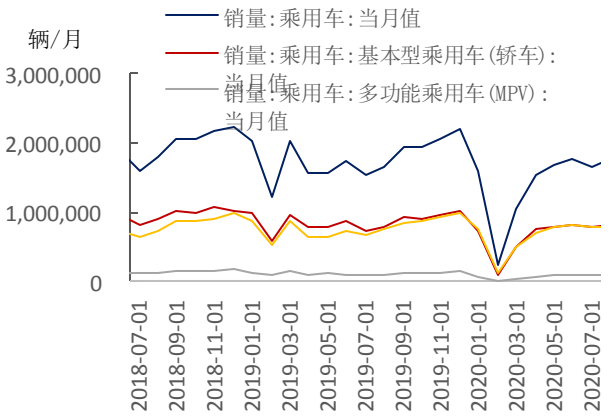
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 19：8 月挖掘机销量回升，显著高于往年同期



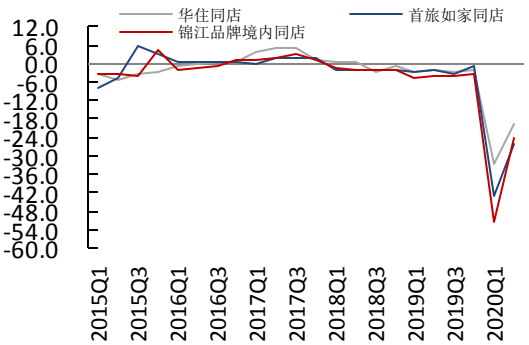
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 20：乘用车销量已基本恢复至疫情前水平



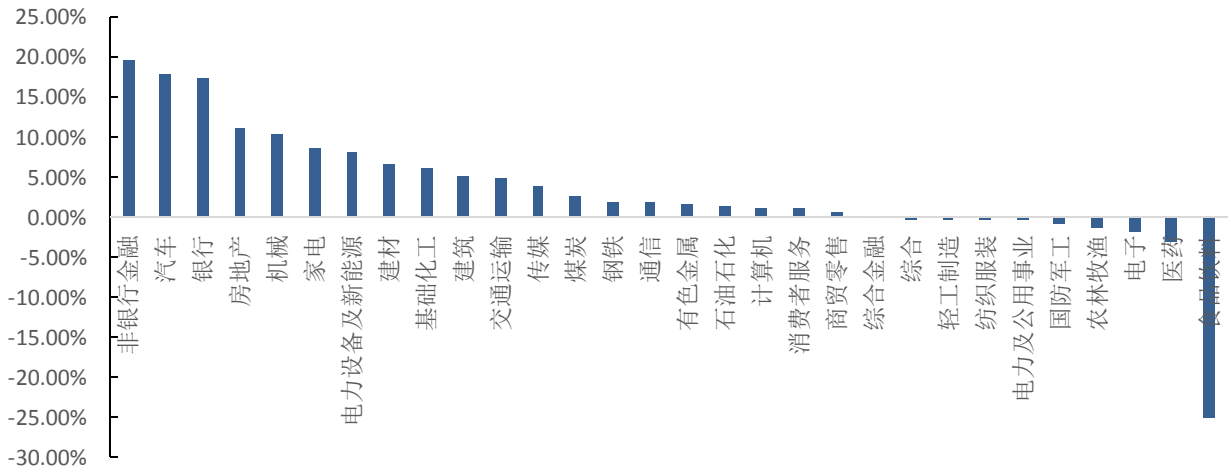
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 21：酒店行业客房入住率大幅回升



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 22：上周北向资金大幅涌入非银、汽车、银行等价值板块



资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 人民币升值，是 A 股持续进击的有效支撑

美联储再度释放宽松信号，预计低利率维持至 2023 年底，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。9 月 17 日，美联储 9 月议息会议召开，会议宣布将维持联邦基金利率在 0-0.25%并保持当前购债速度不变，且预计低利率将维持至 2023 年底并不排除后续在必要时加大购债规模的可能性，会议再度释放宽松信号。近期人民币持续升值，人民币兑美元汇率已从 6 月 1 日的 7.1315 升值到 6.7591，我们 8 月 9 日发布的报告《钟摆回落，热点扩散》提出：美国担任本轮宽松主角，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。人民币升值趋势确立是 A 股经历“成长（2019 年初至 2020 年 7 月/8 月）——价值（2020 年 9 月至年末）——成长（2021 年 1 月重启）”行情三阶段的有效支撑。

图 23：美流动性宽松已达极致

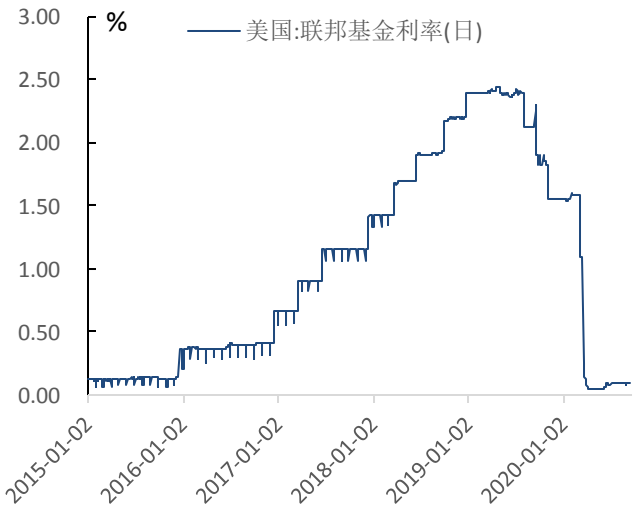
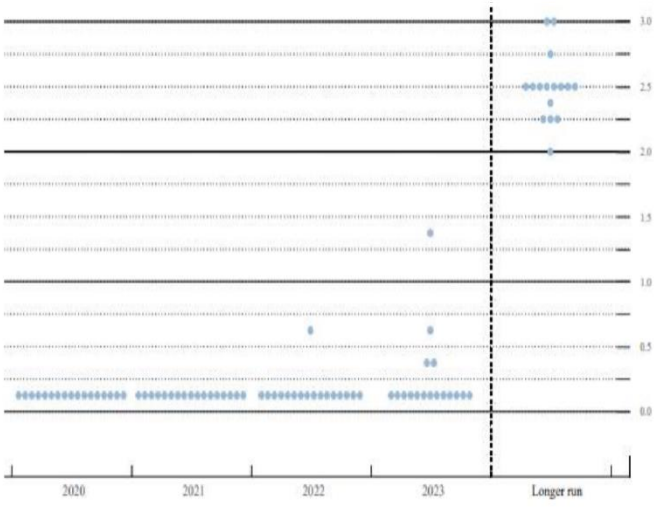


图 24：美联储预计低利率将维持到 2023 年底

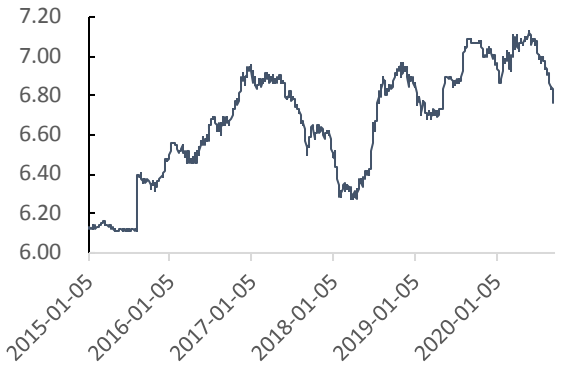


源

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 25：人民币自 6 月 1 日以来持续走强



资料来源：wind、东兴证券研究所

6. 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