东兴证券 DONGXING SECURITIES

行情未完，价值深化

2020 年 9 月 13 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：

近期市场出现关于牛市终结的讨论，源于“紧信用、紧货币”的担忧。9 月以来市场大幅调整，成长调整大于价值。从实际数据来看也支持这一论断：由于银行结构性存款持续压降，负债端压力大增，一年期 AAA 同业存单利率持续单边上行，银行间流动性趋紧。利率债持续走高，大部分甚至超过年初水平，7 月社融数据也显示了信用扩张边际放缓。

政策导向是格林斯潘期权，引导经济企稳、股市慢牛，而不是压垮经济、造成熊市。当前宏观政策的目的是防止过热，以支持经济更加平稳的长期发展，而非“大收紧”。历史上的“大收紧”往往出现于“大放松”导致问题频发之后，如 2009 年（四万亿之后的急刹车）和 2016 年（同业乱象后的去杠杆）；今年以来，相比于海外的大放水，我国货币政策实际较为审慎，没有“大放松”，自然也不需要“大收紧”。8 月社融及新增信贷数据表明，政策依然在支持实体经济发展。股票市场的低价股炒作也是牛市途中的必然过程。与 2015 年相比的差异之处在于，在炒作低价股苗头出现之时监管及时降温，引导市场合理预期。2015 年牛市尾声时期 5 元以下低价股 51 只，3 元以下低价股仅 7 只，而当前还有 694 只和 217 只。

行情未终结，价值配置的性价比依然高于成长。第一、成长板块的调整还未结束。利率债和成长股都是对货币政策高度敏感的品种，但 5 月以来利率债就已经反应货币政策收紧的预期，甚至调整过度，1 年期国债相比年初（疫情前）还上行了 18BP，而成长股滞后了两个月才有所调整，且幅度相对有限。创业板估值溢价还处于深度负区间。成长内部特别需要区分成长因子，特别是“伪成长”板块，估值挤泡沫可能要持续到年末，而盈利有支撑的真成长板块，估值相对合理；第二、价值的估值修复空间较大。货币和信用总量边际上不再放松不假，但信贷利率、短端利率还是低于去年同期水平，而价值股的估值也还低于去年同期。DR007 处于下行区间，一般贷款加权平均利率处于 2007 年以来的最低点。历史上，每次信贷利率回落都对应价值板块的大行情，如 2009 年和 2014 年下半年。这部分的估值修复目前尚未在价值板块体现，特别是银行和保险，资产质量不差但估值很低；第三、北向资金流出，减配 TMT、食品和医药，而逐步流入机械、建材等业绩优和金融、地产等估值低的板块。

风险提示:政策推进不及预期，宏观经济下行超预期，市场波动超出预期

目 录

1. 股票市场剧烈波动，成长调整大于价值 3
2. 调整源于市场对“紧信用、紧货币”的担忧 4
3. 格林斯潘期权：经济平稳、股市慢牛 5
4. 利率债过度反应，成长股调整滞后，创业板风险溢价仍处于负区间 7
5. 信贷利率、短端利率尚在低位，价值股估值仍有修复空间 9
6. 北向资金大幅流出，配置由成长转向价值 10
7. 风险提示 12

插图目录

图 1：科创 50、创业板指、科技龙头等指数大跌 3
图 2：低价股指数跌幅最小，高市盈率指数跌幅最大 3
图 3：创业板指 9 月以来面临较大调整 3
图 4：纳指、恒生科技指数同步调整 3
图 5：同业存单发行量持续上涨 4
图 6：4 月以来，一年期 AAA 同业存单利率单边上行 4
图 7：国债收益率自 5 月以来持续走高 4
图 8：M2 增速来看，美国是今年宽松的主要力量 5
图 9：8 月社融、新增信贷均超预期 5
图 10：中长期新增信贷持续走高 6
图 11：2020 年 9 月低价股数量远不及 2015 年 6 月 7
图 12：今年 8 月以来低价股指数不断走高 7
图 13：利率债已过度反应 8
图 14：创业板指和国证成长指数 PE 在 8 月以来开始走低 8
图 15：创业板风险溢价处于深度负区间 8
图 16：沪深 300 风险溢价尚未到达历史低位 9
图 17：一般贷款加权平均利率持续下行 10
图 18：短端利率虽有所回升，但相较 2019 年仍处地位 10
图 19：银行、保险业估值处于历史地位 10
图 20：房地产行业市盈率位于底部 10
图 21：7 月中旬以来，北向资金大幅流出 11

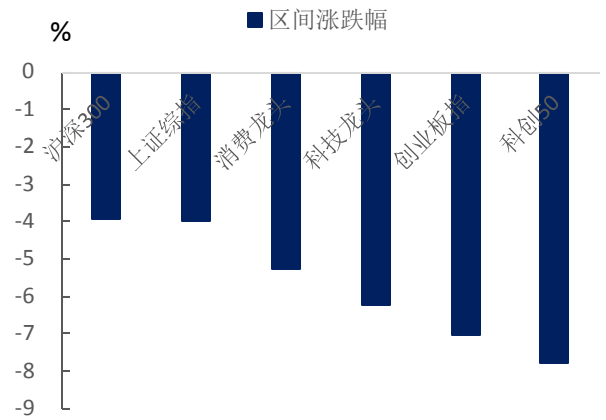
表格目录

表 1 北向资金行业配置由成长转向价值 11

1. 股票市场剧烈波动，成长调整大于价值

9 月 1 日以来 A 股市场出现大幅调整，科创 50 跌幅最大，其次是创业板指、科技龙头、消费龙头、上证综指、沪深 300，降幅分别为-7.78%，-7.03%，-6.25%，-5.28%，-3.99%，-3.92%。从风格的角度来看，上周全部风格都有所调整。低价股指数、低市盈率指数、低市净率指数下跌较小，跌幅分别为-0.23%、-0.74%、-0.82%，高市盈率指数、新股指数、小盘指数跌幅最大，跌幅分别为-8.23%、-7.97%、-5.65%。

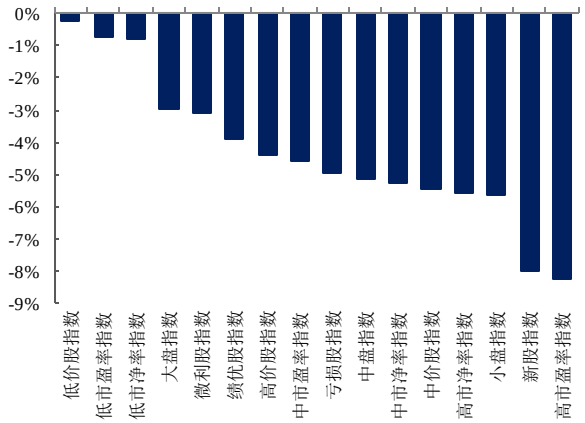
图 1：科创 50、创业板指、科技龙头等指数大跌



资料来源：wind、东兴证券研究所

（注：统计时间为 2020 年 9 月 1 日-2020 年 9 月 11 日）

图 2：低价股指数跌幅最小，高市盈率指数跌幅最大

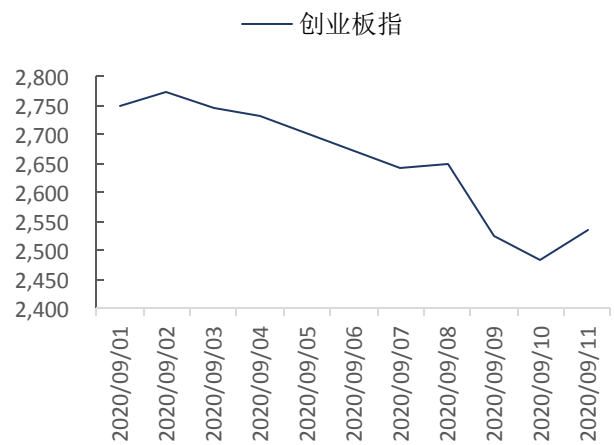


资料来源：wind、东兴证券研究所

（注：统计时间为 2020 年 9 月 7 日-2020 年 9 月 11 日）

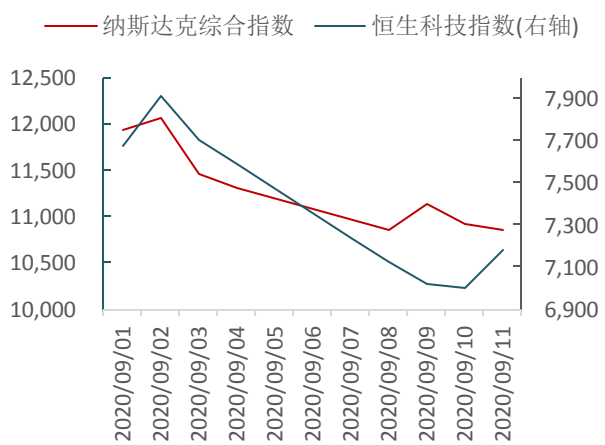
成长板块的调整不仅发生在 A 股，也发生在美股和港股。9 月以来，纳斯达克指数、恒生指数同步调整，纳指在 9 月 1 日至今大跌 9.10%，从月初的 11939.67 跌至 9 月 11 日的 10853.55 点；恒生科技指数跌 6.47%，从 9 月 1 日的 7674.71 点跌至 9 月 11 日的 7178.27 点。

图 3：创业板指 9 月以来面临较大调整



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4：纳指、恒生科技指数同步调整

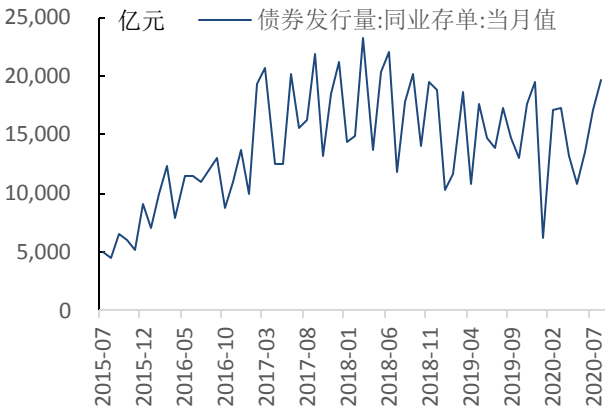


资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 调整源于市场对“紧信用、紧货币”的担忧

上周股票市场的大幅调整与市场对“紧信用、紧货币”的担忧情绪密切相关。担忧从数据的角度来说是有依据的：由于监管趋严，银行结构性存款持续压降，负债端压力大增，为补充流动性，同业存单发行量大增，一年期 AAA 同业存单利率自 4 月以来单边上行，从 4 月初的 1.5%上升到 9 月初的 3%左右，银行间流动性明显趋紧；国债收益率自 5 月以来持续走高，当前 1 年期国债收益率、10 年期国开债收益率已分别达到 2.57%、3.62%，甚至超过年初水平，资金面持续趋紧。8 月 11 日公布 7 月金融数据显示：7 月社融增速放缓，新增社会融资总额仅为 1.69 万亿，前值 3.43 万亿，市场预计 1.85 万亿元，未达预期，社融见顶预期进一步加大“紧信用、紧货币”担忧情绪。

图 5：同业存单发行量持续上涨



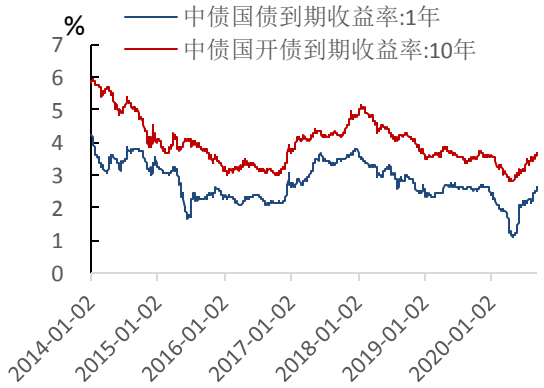
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：4 月以来，一年期 AAA 同业存单利率单边上行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7：国债收益率自 5 月以来持续走高



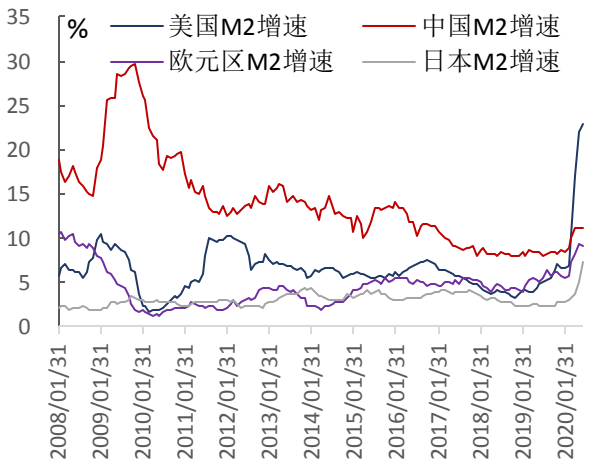
资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 格林斯潘期权：经济平稳、股市慢牛

宏观政策的目的是防止过热，以支持经济更加平稳的长期发展，而并非“大收紧”。根据历史经验，政策方向往往在经历“大放松”后出现种种问题，监管才会迅速趋严，转向“大收紧”。08 年的四万亿刺激导致经济过热、产能过剩，强刺激政策紧急推出，09 年政策从“大放松”转向“大收紧”； 14-16 年，“货币松”叠加“监管松”导致监管套利、同业乱象爆发，16 年政策迅速收紧，市场开始经历漫长而痛苦的去杠杆过程。**而今年，政策并没有经历“大宽松”，也就无从有“大收紧”。**无论是疫情期还是疫情得到控制后，政策施行都保持高度的审慎，从 M2 增速来看，我国宽松力度远低于美国，二季度货币政策执行报告专栏中，央行也指出部分发达经济体实施了零利率甚至负利率政策，但政策效果不及预期，且低利率政策容易带来“资源错配”、“脱实向虚”等负面影响，人民银行坚持实施正常的货币政策。没有“大宽松”的前提，当前也就自然谈不上政策“大收紧”。

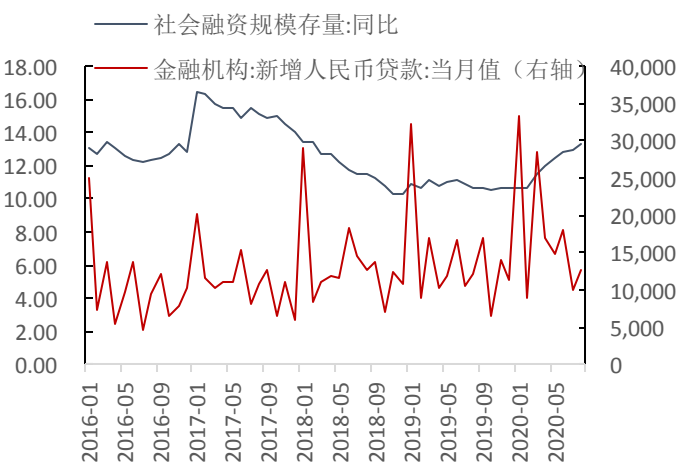
从 8 月金融数据来看，在当前经济复苏斜率放缓的背景下，监管层仍趋向于采用相对宽松的货币与信用政策助推经济修复。8 月新增社融 3.58 万亿元，远高于市场预期 2.66 万亿元，存量同比上涨 13.30%，主要贡献来自于政府债券，政府债券增加 1.38 万亿元，同比大增 8741 亿元，主要是 6、7 月为万亿抗疫特别国债让路的地方政府债延后到 8 月发行。当前政策下，支持实体经济发展势头不减：新增人民币贷款 1.28 万亿，超过市场预期 1.22 万亿，企业中长期贷款延续高增，政策进一步引导资金流向基建项目及制造业。整体来看，政策趋向于以宽信用支撑实体经济。

图 8：M2 增速来看，美国是今年宽松的主要力量



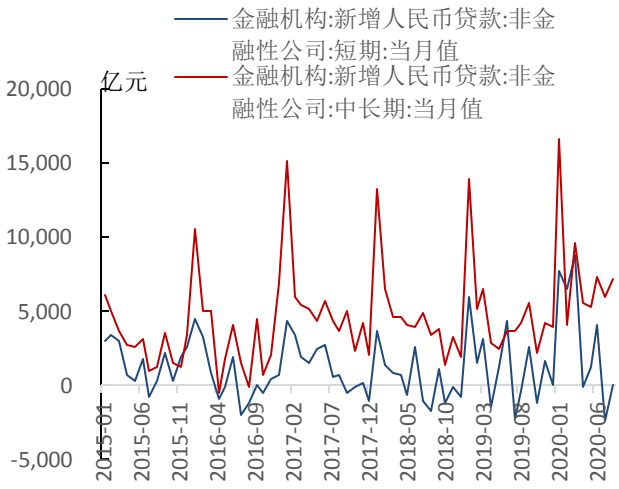
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：8 月社融、新增信贷均超预期



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：中长期新增信贷持续走高



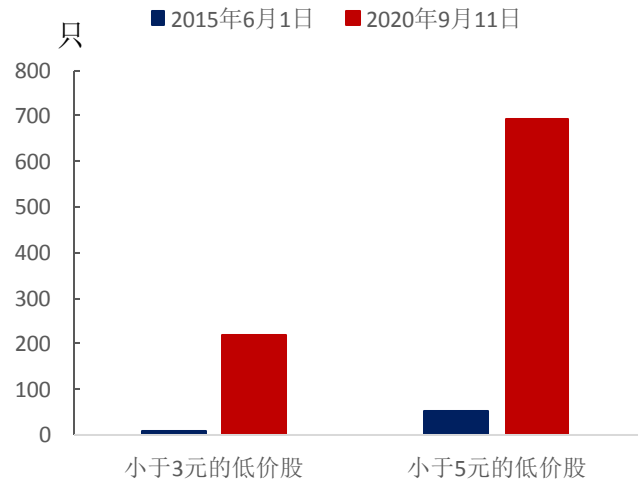
资料来源：wind、东兴证券研究所

低价股暴涨，监管及时稳定市场。自 8 月 27 日到 9 月 8 日市场出现炒低价股的现象，低价股指数期间涨幅达 6%。监管层在 9 月 8 日表态要遏制创业板炒小炒差的不正之风，净化市场生态，对创业板三家流通市值小、价格低的公司进行停牌核查。[1]此前在 8 月 27 日，天山生物就因被炒作而受到监管层的停牌核查。监管的表态意在将股票市场引导到长期慢牛、健康牛的市场状态。监管消息的出台之后低价股指数随之降温，短期对低价股的炒作有一定缓解作用。

炒低价股是牛市途中的必然阶段，2014-2015 年牛市期间也经历过炒低价股的情况。差别之处在于 2015 年是情绪极尽释放后几乎消灭了一切低价股，而本次低价股炒作在一开始就被降温。2015 年 6 月 1 日接近牛市尾声时 5 元以下低价股仅 51 只，3 元以下低价股仅 7 只；对比当前，9 月 11 日周五收盘时 5 元以下低价股仍有 694 只，3 元以下低价股还有 217 只。目前 5 元以下低价股占比 17.35%，3 元以下低价股占比 1.88%，远远高于 2015 年 6 月牛市尾声时候的低价股占比 5.43%和 0.26%。监管层在股市尚未发展到牛市尾声时就出手对市场进行引导。从数量和占比看，目前的行情距离 2015 年牛市尾声做多情绪完全释放的情况仍存在较大的距离。

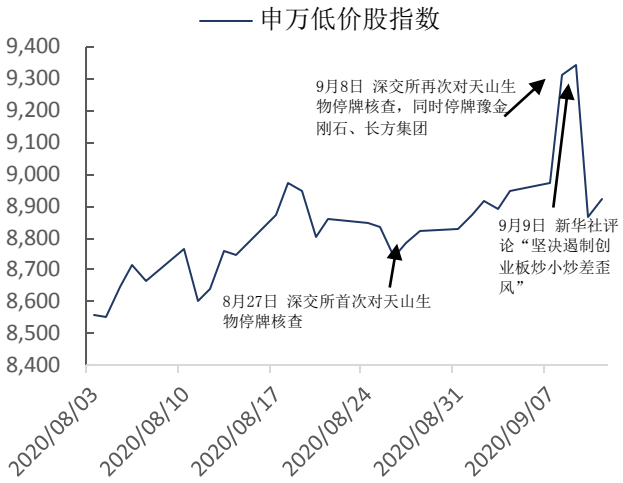
[1] 注：新华时评：坚决遏制创业板炒小炒差“歪风”，http://www.xinhuanet.com/fortune/2020-09/09/c_1126473382.htm

图 11：2020 年 9 月低价股数量远不及 2015 年 6 月



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 12：今年 8 月以来低价股指数不断走高



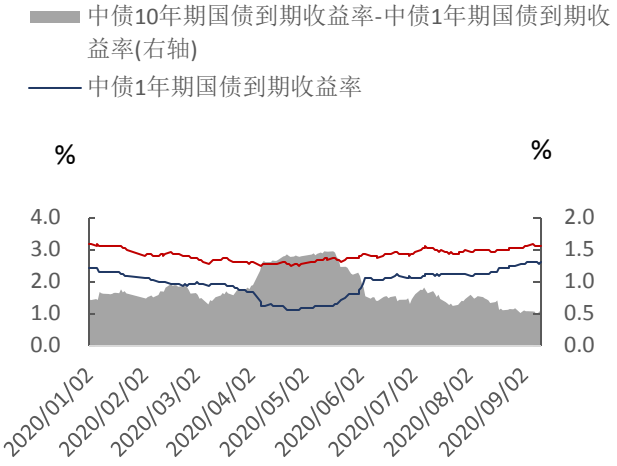
资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 利率债过度反应，成长股调整滞后，创业板风险溢价仍处于负区间

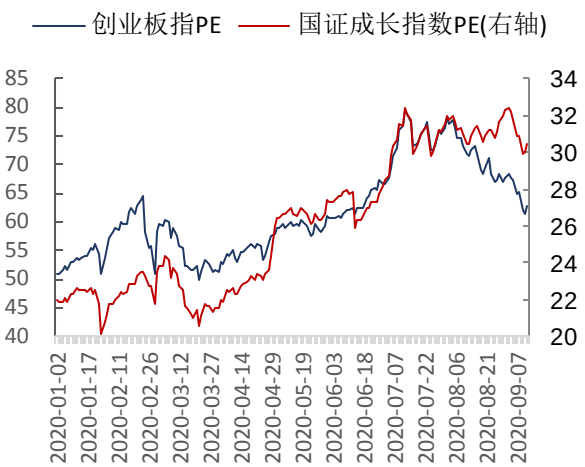
利率债和成长股都是对货币政策高度敏感的品种，5 月以来，利率债就已经反应货币政策收紧的预期，十年期国债和一年期国债收益率在今年 5 月已经开始上行，一年期利率债收益率比年初上行了 18BP。但成长股来看，创业板指和国证成长指数的市盈率在今年年初以来大幅上行，在 7 月 14 日达到最高，对应着股票市场创业板指和国证成长指数的指数峰值，其后，从 8 月份开始，成长板块的估值才开始有所调整，创业板指市盈率大幅下行，国证成长指数市盈率震荡下行，成长股的调整启动时间及幅度都略显滞后。

图 13：利率债已过度反应

图 14：创业板指和国证成长指数 PE 在 8 月以来开始走低



资料来源：wind、东兴证券研究所



资料来源：wind、东兴证券研究所

自年初以来，创业板风险溢价持续下行，至 7 月中旬达到-1.8%的历史低点。尽管 7 月中旬后，创业板风险溢价有所回升，但仍处于深度负区间，是除 15 年牛市以外的历史低点，成长股估值过高，调整还未结束。相比较来看，沪深 300 风险溢价近期虽持续下行，但整体一直为正且始终大于 3%，仍高于 2015 年 3 月中旬至 8 月中旬以及 2017 年 7 月中旬至 2018 年 3 月中旬风险溢价水平，估值较为合理。

图 15：创业板风险溢价处于深度负区间



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 16：沪深 300 风险溢价尚未到达历史低位



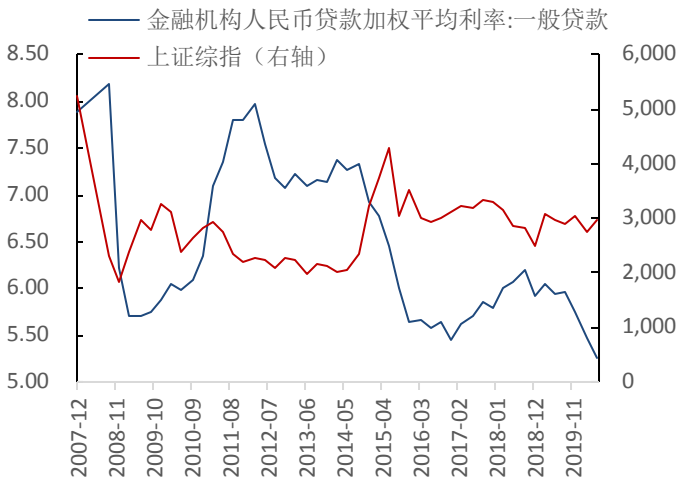
资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 信贷利率、短端利率尚在低位，价值股估值仍有修复空间

当前，短端利率与信贷利率均处于历史低位。短端利率来看，DR007 虽然已从 2020 年 4 月份的不足 1.5%上升至 7 月以来的 2.1%以上水平，但仍低于 2019 年水平；9 月开始，短端利率又出现小幅下行，央行仍在积极、稳健的释放流动性；信贷利率来看，一般贷款加权平均利率自年初以来持续回落，2020 年二季度已下跌到 5.26%，处于 2007 年以来的最低点。历史上，每次信贷利率回落都对应价值板块的大行情。2008 年底，“四万亿”扩大内需政策出台，信贷利率大幅回落，2009 年价值股放量大涨；2014 年下半年，央行降准降息，信贷利率大幅回落后，出现价值牛市行情。

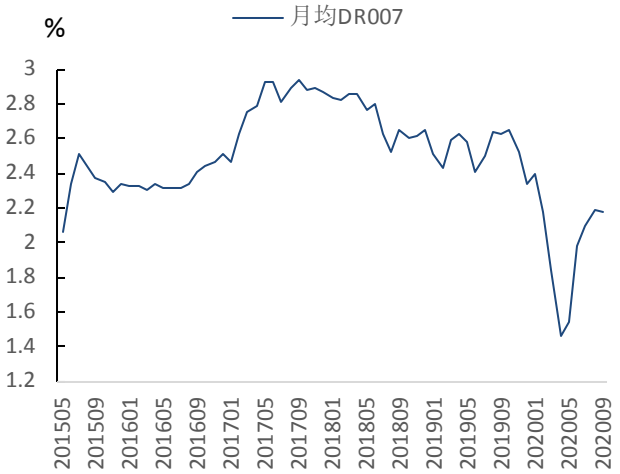
目前，价值股包括银行、保险、地产等均处于历史估值底部，银行业、保险业 PB 仅约为 0.72、2.06，房地产行业 PE 仅约为 10.48。这些价值股前期的悲观预期基本已经释放到极致，在信贷利率持续下落，短端利率处于历史地位且 9 月仍旧下行、稳健释放流动性的背景下，预计估值仍有修复空间。

图 17：一般贷款加权平均利率持续下行



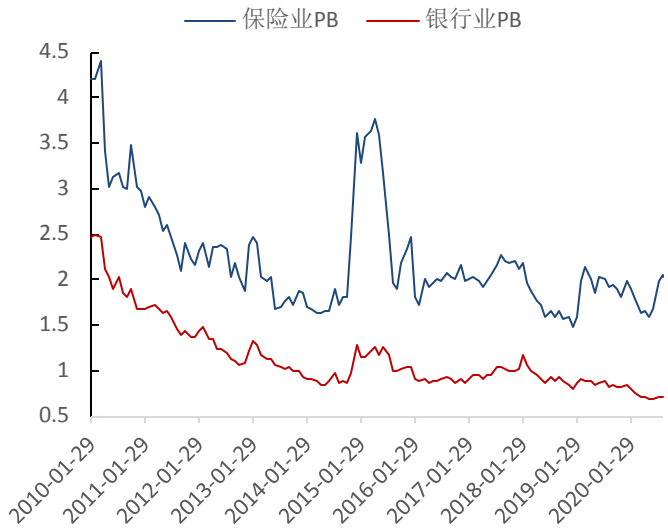
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 18：短端利率虽有所回升，但相较 2019 年仍处地位



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 19：银行、保险业估值处于历史地位



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 20：房地产行业市盈率位于底部

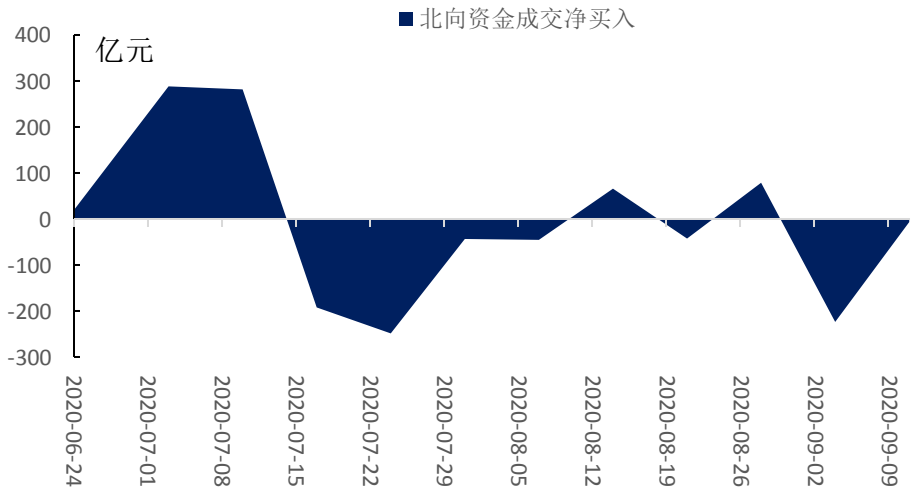


资料来源：wind、东兴证券研究所

6. 北向资金大幅流出，配置由成长转向价值

2020 年 7 月中旬以来，北向资金总体呈现大幅流出趋势，7 月 13 日至 9 月 11 日累计流出资金 649.72 亿元。自 7 月中旬开始，北向资金陆续从成长板块退出，计算机、食品饮料、电子、医药等行业纷纷位列各周资金流出最大的五大行业，尽管区间内有所反复，但仍不改变整体趋势。北向资金流入来看，机械、建材等估值相对较低、业绩表现良好的行业以及银行、非银金融、房地产等估值处于历史底部的行业受到追捧。整体来看，北向资金行业配置由成长逐步转向价值。

图 21：7 月中旬以来，北向资金大幅流出



资料来源：wind、东兴证券研究所

表 1：北向资金行业配置由成长转向价值

	北向资金流入行业 Top5	流动金额（亿元）	北向资金流出行业 Top5	流动金额（亿元）
20200703-20200710	食品饮料	305.13	煤炭	-1.2
	电子	194.80	纺织服装	0.96
	医药	187.33	综合金融	1.35
	非银行金融	181.64	轻工制造	6.27
	电力设备及新能源	120.29	电力及公用事业	7.04
20200710-20200717	建材	25.32	电子	-148.17
	机械	9.05	食品饮料	-137.98
	煤炭	1.61	银行	-95.54
	轻工制造	1.01	消费者服务	-54.62
	农林牧渔	0.38	计算机	-49.8
20200717-20200724	家电	25.08	食品饮料	-127.85
	消费者服务	19.22	非银行金融	-84.19
	有色金属	7.93	医药	-51.14
	电力设备及新能源	7.78	银行	-48.64
	钢铁	3.49	计算机	-30.1
20200724-20200731	食品饮料	197.22	非银行金融	-10.34
	医药	151.16	房地产	-9.07
	电子	135.11	银行	-8
	家电	71.24	煤炭	-1.18
	消费者服务	66.01	商贸零售	-0.72
20200731-20200807	银行	22.04	食品饮料	-60.01
	汽车	20.46	消费者服务	-48.68
	基础化工	19.03	医药	-43.22
	电力设备及新能源	18.24	非银行金融	-27.90

	国防军工	17.85	电子	-23.10
20200807-20200814	银行	80.30	医药	-121.90
	食品饮料	40.61	有色金属	-33.57
	交通运输	35.49	建材	-26.77
	非银行金融	34.58	消费者服务	-21.85
	房地产	24.52	计算机	-20.29
20200814-20200821	食品饮料	73.98	家电	-48.57
	传媒	26.96	电子	-30.72
	建材	17.09	计算机	-23.59
	机械	15.61	消费者服务	-22.29
	电力及公用事业	13.42	电力设备及新能源	-19.72
20200821-20200828	食品饮料	268.72	国防军工	-10.54
	医药	152.05	综合金融	-0.72
	机械	53.69	石油石化	-0.41
	电力设备及新能源	50.66	电力及公用事业	0.11
	消费者服务	36.54	建筑	0.19
20200828-20200904	汽车	12.76	食品饮料	-90.62
	基础化工	12.02	医药	-77.65
	轻工制造	11.28	非银行金融	-74.14
	电力及公用事业	9.77	银行	-55.84
	钢铁	3.87	家电	-40.47
20200904-20200911	银行	54.80	食品饮料	-294.71
	非银行金融	31.86	医药	-93.86
	房地产	9.26	机械	-80.62
	建筑	8.94	电力设备及新能源	-56.03
	石油石化	6.66	家电	-38.11

资料来源：wind、东兴证券研究所

7. 风险提示

政策推进不及预期，宏观经济下行超预期，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 5%～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