2020 年 09 月 13 日

顺周期：不只是防守

——投资策略周报

策略研究团队

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

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

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

● **继续宽信用，依然顺周期**

在我们前期风格切换系列报告中曾指出 M2-社融同比增速的回落指示资金脱虚入实，估值驱动行情临近尾声。现实来看，7 月 M2 出现年内第一次向下拐点，正好对应风格切换的开启；8 月份 M2 继续回落，**社融与 M2 的增速差已经回升到 2.9%，“紧货币+宽信用”的组合未改变，**风格切换已经全面展开。**结构来看，中长期贷款这一对市场走势更有指示意义的指标在 8 月仍在持续改善。**金融数据中 M1-M2 的剪刀差回升，而高频的价格指标数据 SHIBOR-DR007 的差值也在指示信贷需求的持续性，我们可以认为：**货币继续边际收紧，资金脱虚入实，但真实的信贷需求仍在不断改善，这指示了顺周期基本面改善的持续性。**

● **美国实际利率预期见底，北上资金“兑现浮盈”仍会存在扰动**

美股自 9 月 3 日以来出现连续回落，美元指数则大幅反弹；9 月 7 日 A 股出现大幅度调整，尤其是被“北上”资金重仓的板块大幅流出，中美核心资产发生共振。**我们在《流动性的变局与破局》中指出，尽管美联储未出现明显缩表，但伴随疫情控制和经济复苏，海外投资者对于全球流动性的过度宽松预期需要修正，**预期实际利率开始见底回升，考虑到**传统北上资金偏好的“核心资产”的买入行为与美国实际利率负相关，**在前期积累了大量浮盈后当下调整可能尚未结束。

● **公募基金负债端将成为下一阶段的“不安定因素”**

前期市场强势板块的抱团和上涨，我们可以理解为一个正循环：“板块上涨——吸引更多基金申购——基金买入股票——板块上涨”，而现在这个循环正被市场的调整打破，甚至可能逆向化：“板块下跌——促使基金赎回——基金卖出股票——板块下跌”。值得关注的是，我们测算出对于公募基金的大部分重仓股，北上资金定价能力较强，后续的卖出可能会导致相对收益上的部分产品出现分化，这一定程度上会成为逆向化的触发因素。**我们测算的截至 8 月末股票型基金指数和混合型基金指数的 3 个月滚动收益率分别为 27.41%和 21.88%，达到了历史经验上更容易赎回的区间。有利的信息是，**从我们跟踪的高频数据上来看，个人投资者兑现浮盈行为尚未出现，但重仓股出现分化是后续的大概率事件。

● **风格切换已经向纵深发展，结构调整仍然是主要任务**

8 月以来，风格切换在市场调整中得到确认，低估值+顺周期的防御价值已毋庸置疑。金融数据公布前后，商品、债券市场对于“宽信用”与经济复苏进行了确认。当下的结构问题也是市场方向的问题：不利全在估值与交易结构，有利全在盈利。逐步转入进攻思维是下一阶段核心任务，顺周期攻守兼备，内部会有属性差异：第一，建议继续在紧货币和宽信用环境下采用 PB-ROE 策略，注意合理估值下的近期盈利弹性，防守重低 PB，进攻重高 ROE；第二，行业选择上进攻讲求盈利弹性，匹配估值合理（如**建材、工程机械、保险、化工（大炼化与周期化工）**），防守讲求估值较低匹配以可观的盈利能力（**银行、房地产、建筑、煤炭**）。

● **风险提示：**货币政策超预期收紧，经济复苏不及预期

相关研究报告

《投资策略专题-流动性的变局与破局》-2020.9.9

《投资策略点评-调的是结构，不是仓位》-2020.9.7

《投资策略周报-最好的进攻，最强的防守》-2020.9.6

目 录

1、 继续宽信用，依然顺周期 3
1.1、 紧货币+宽信用的组合未改变 3
1.2、 顺周期的进攻属性凸显 4
2、 浮盈兑现的扰动，进一步提升顺周期性价比 5
2.1、 流动性预期生变，核心资产面临调整 5
2.2、 公募基金负债端的波动成为下一阶段的“隐忧” 6
3、 风格切换已经向纵深发展 9
4、 风险提示 11

图表目录

图 1： 社融-M2 继续保持上行，资金脱虚入实仍在强化 3
图 2： M1-M2 向上，将加速社融传导向企业的盈利复苏 3
图 3： 2013 年以前，信贷对市场的指示更有效 3
图 4： 与信贷总体相比，中长期贷款更能解释市场 3
图 5： 与银行信贷更为相关的 3 个月 Shibor 相对于 DR007 的利差在不断上行 5
图 6： 实际利率近期大幅上行，而与之相关的 ETF 则下跌 5
图 7： 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 6
图 8： 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 6
图 9： 陆股通和公募在食品饮料、医药生物、家电以及金融等板块的持仓集中于两者共同重仓的个股 7
图 10： 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 7
图 11： 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市值加权的组合收益率亦显著正相关，且显著性水平相当 8
图 12： 从历史上看，当股票型+混合型基金的 3 个月滚动收益率达到 10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为 8
图 13： 截至 8 月末股票型基金指数和混合型基金指数的 3 个月滚动收益率分别为 27.41%和 21.88% 8
图 14： 但 9 月以来，ETF 并未显著净流出 9
图 15： PPI 持续回升，风格切换已出现拐点和趋势 9
图 16： 7 月以来，从涨跌幅看已经出现明显的风格切换 9
图 17： PB-ROE 策略下的进攻与防守 10
图 18： 从预期收益率的角度来看，第一象限性价比最高 11

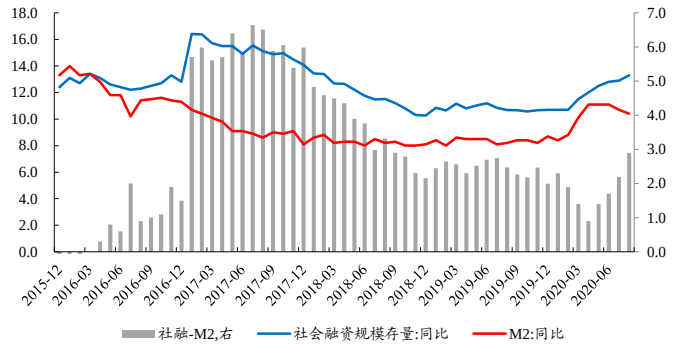
表 1： 8 月中长期贷款同比多增 4

1、 继续宽信用，依然顺周期

1.1、 紧货币+宽信用的组合未改变

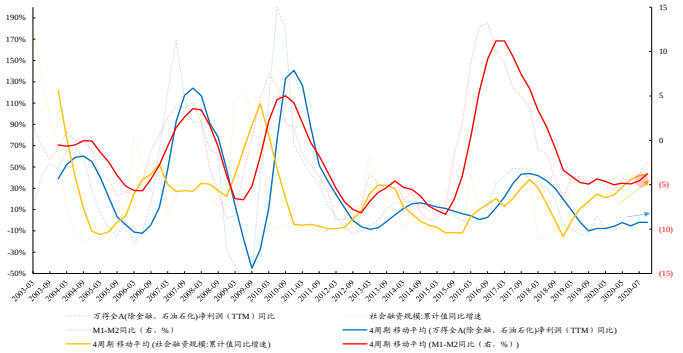
M2 继续回落，社融超预期上行，M1-M2 剪刀差回升。9 月 11 日，央行公布 8 月金融数据，M2 增速 10.4%、低于市场预期 10.8%，较上月回落 0.3 个百分点；新增社融 3.58 万亿元，高于市场预期的 2.7 万亿元，其中政府债券发行贡献最大新增份额，同比多增 8741 亿元，社融存量增速 13.3%，较上月提高 0.4 个百分点；M1 增速 8%，较上月回升 1.1 个百分点。4 月以来，社融与 M2 的增速差见底回升，8 月份已经回升到 2.9%，超过 2020 年初疫情前的水平，换句话说，前期为疫情而实施的“非常规”货币政策已经完成了使命，焦点已经从货币和信用的供给端转移至需求端。**M1-M2 的剪刀差回升，如同我们在前期的报告中多次提及的，将传导至企业的盈利复苏，从中报的数据来看，上市公司盈利也在二季度出现一致的回暖迹象。**

图1：社融-M2 继续保持上行，资金脱虚入实仍在强化



数据来源：Wind、开源证券研究所

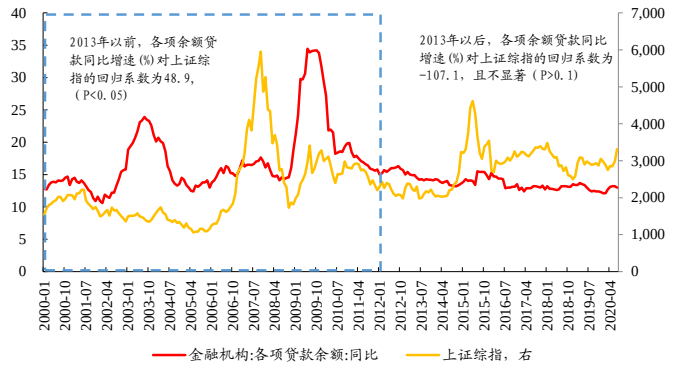
图2：M1-M2 向上，将加速社融传导向企业的盈利复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

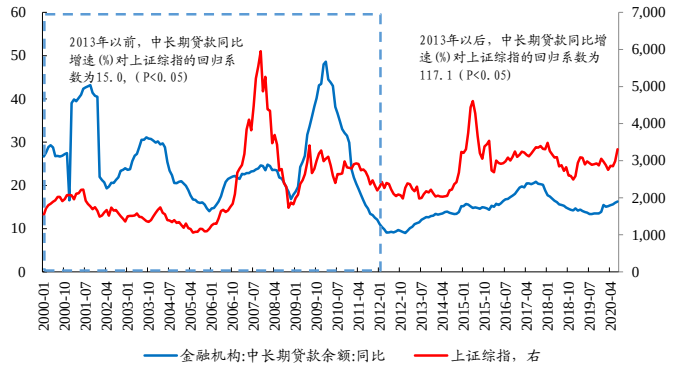
信贷结构有亮点，中长期贷款增速持续上升。从新增人民币贷款来看，各项贷款余额增速 13%，与 7 月份持平，我们在 8 月 14 日的报告《主线明确，不必纠结》中提出，面对 7 月份信贷总量的不及预期，不必过于悲观，虽然信贷被认为是一种领先市场的指标，但从过去 20 年的历史来观察，中长期贷款更能指示市场的走势，而这一指标在 7 月份是向好的，8 月过后，**我们看到这一指标的改善仍在延续，企业中长贷和居民贷款继续抬升、票据融资大幅收缩，非银贷款减少。**

图3：2013 年以前，信贷对市场的指示更有效



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：与信贷总体相比，中长期贷款更能解释市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：8 月中长期贷款同比多增

8 月（亿元）	新增人民币贷款:当月值	住户部门:短期贷款	住户部门:中长期贷款	非金融性公司:短期:当月值	非金融性公司:中长期:当月值	非金融性公司:票据融资:当月值	非银行业金融机构贷款
	12800	2844	5571	47	7252	-1676	-1474
2019 年同期（亿元）	12100	1998	4540	-355	4285	2426	-945
YoY（%）	5.8%	42.3%	22.7%	113.2%	69.2%	-169.1%	-56.0%
上期（亿元）	9927	1510	6067	-2421	5968	-1021	-270
MoM（%）	28.9%	88.3%	-8.2%	101.9%	21.5%	-64.2%	-445.9%

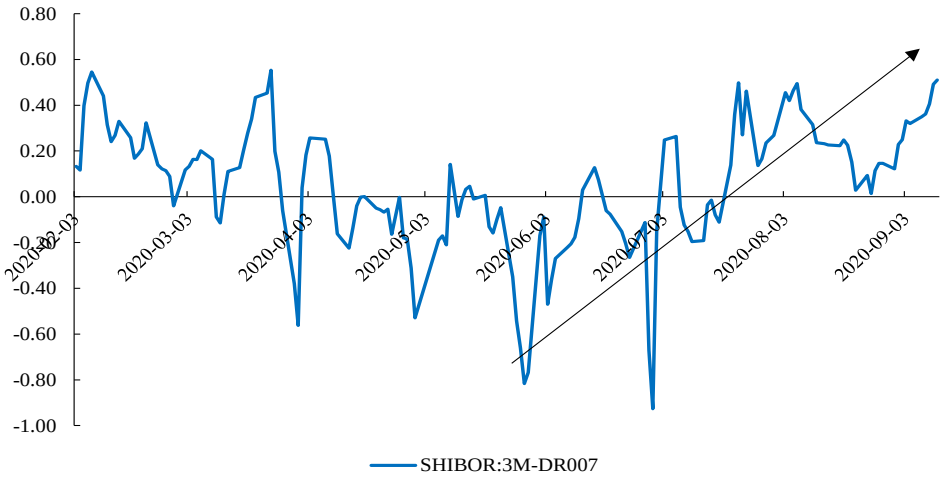
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 顺周期的进攻属性凸显

7 月份 M2 出现年内第一次拐点，风格切换开启，8 月份 M2 回落，但信贷继续改善，使顺周期由防御属性转换为进攻属性。我们在 7 月份金融数据“不及预期”后展望，后续信贷可能的两种情形下，顺周期都是占优策略，区别只在于布局时选择“防守进攻兼备”还是选择“绝对防守”。第一种情景下，货币边际收紧是为减少无效供给，而信贷仅是复苏期中正常的短暂回落，那么进入经济复苏的不断验证期后，利率上行由经济复苏驱动，金融和顺周期板块将占优，同时市场在经济复苏下有总量机会；另一种情景，则是市场在当时最为担忧的，货币政策收紧，信贷持续回落，在这种情景下我们的推论是：由于货币政策“收绳子”是立竿见影的，M2 的增速回落将快于信贷和社融，这意味着金融市场流动性收紧，短期利率上行由货币政策驱动，考虑到部分板块的估值已经要求新进入的投资者接受较低的收益率，贴现率上行将较为不利。因此，即使两种截然相反的情况下，布局金融+顺周期都是更为可行的策略，真正的差异在于，在第一种情况下，是盈利有较大弹性的行业更占优（如建材、工程机械、保险）；第二种情形下，估值相关因素影响已经很小的行业更占优（银行、房地产、建筑、采掘）。

8 月份的金融数据已经为我们指明了方向：选择“防守与进攻兼备”的顺周期品种。金融数据的结构改善**一方面指示了未来“脱虚入实”将进一步持续，另一方面，Shibor 与 DR007 之差的走阔指示了随着经济复苏，真实的信贷需求正在不断改善，**实体需求的恢复将与信用的回升形成正向的循环，这也预示着未来经济基本面将有较好的持续性。因此，顺周期将成为当下最攻守兼备的选择。

图5：与银行信贷更为相关的 3 个月 Shibor 相对于 DR007 的利差在不断上行



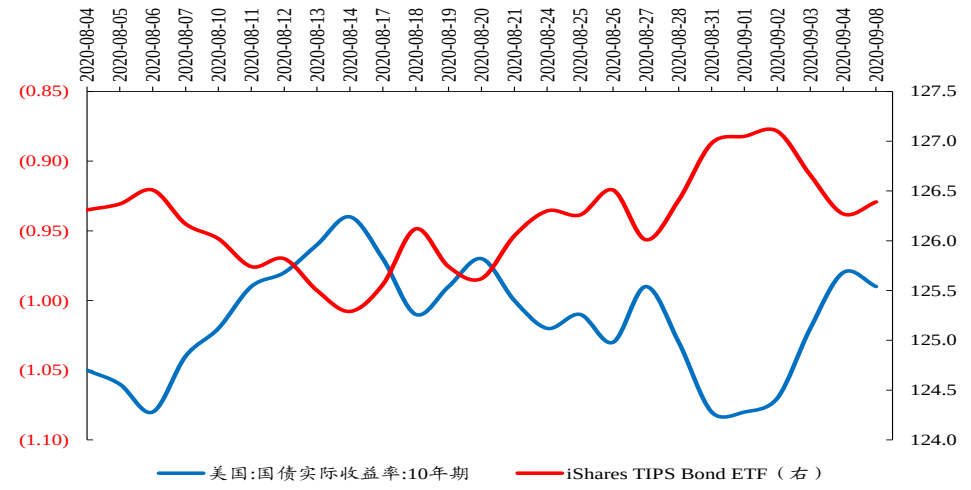
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、浮盈兑现的扰动，进一步提升顺周期性价比

2.1、流动性预期生变，核心资产面临调整

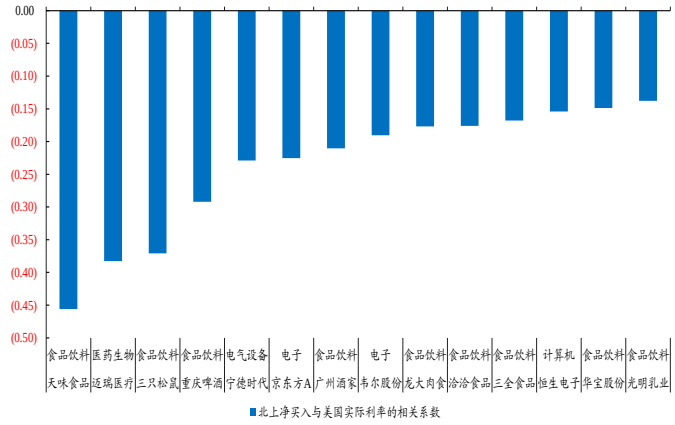
美股纳指自 9 月 3 日以来出现连续回落，同时美元指数则大幅反弹；9 月 7 日 A 股出现大幅度调整，尤其是被“北上”资金重仓的板块。究其原因，我们认为是美国**实际利率进入阶段性底部，成长性资产的时间价值正在遭遇挑战。**尽管美联储未出现明显缩表，但伴随疫情控制和经济开始复苏，市场对于全球流动性预期的拐点正在逐步形成，最终的指示就是预期实际利率开始见底回升，**我们发现部分北上资金偏好的“核心资产”与实际利率负相关，这意味着后续这些受益于流动性宽松的资产或板块仍将面临估值下行的压力，但过程可能相对温和。**

图6：实际利率近期大幅上行，而与之相关的 ETF 则下跌



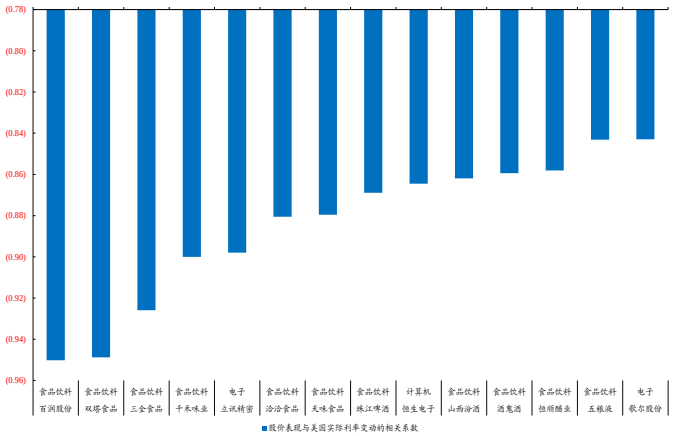
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：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8：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



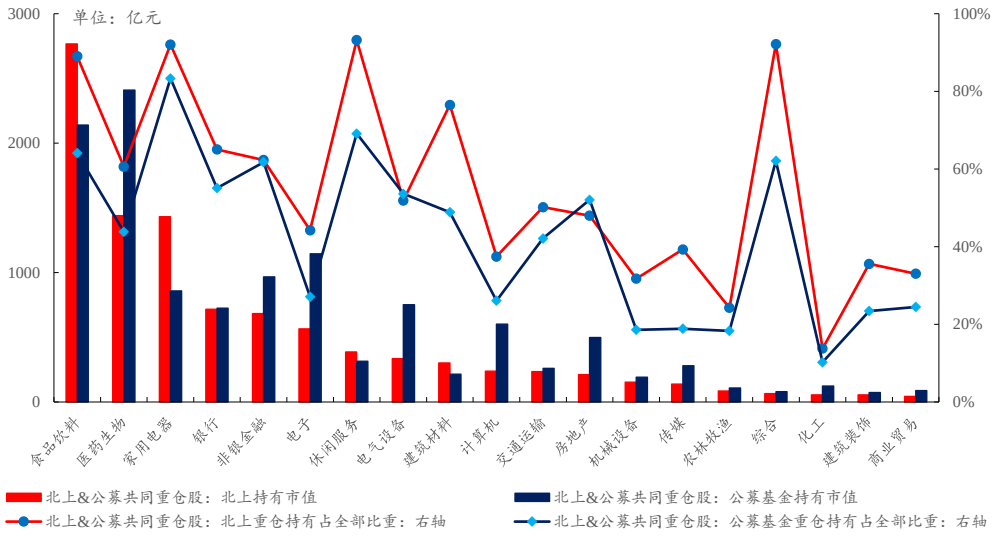
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 公募基金负债端的波动成为下一阶段的“隐忧”

我们认为，在流动性预期改变的背景下，如同 9 月 7 日的调整并非“接近尾声”，“连锁效应”还未完全显现，前期累计浮盈较多的板块后续可能仍存压力。前期市场强势板块的抱团和上涨，我们可以理解为一个正循环：“板块上涨——吸引更多基金申购——基金买入股票——板块上涨”，而现在这个循环正被北上资金的浮盈兑现所打破，甚至可能逆向化：“板块下跌——促使基金赎回——基金卖出股票——板块下跌”。我们在重构的博弈二《A 股机构化的理想与现实》中提到，居民配置基金或者股票的短期逻辑其实还是赚钱效应。**这意味，在当下基金赚钱效应减弱以及北上开始逐步兑现利润的背景下，个人投资者有较大的动机兑现浮盈，而当下并未出现明显的个人投资者兑现浮盈的行为，这指示着基金未来将会面临较大的赎回压力，从另一个角度看，基金重仓股的调整可能尚未结束。**

对于公募基金的大部分重仓股，北上投资者也有较强的定价能力，北上卖出行为会成为“相对收益落后”的边际因素，成为这种逆向化的潜在催化剂，陆股通与公募基金的前 100 重仓股中有 58 只为共同持有，且陆股通和公募在食品饮料、医药生物、家电以及金融等板块的持仓集中于两者共同重仓的个股。我们发现，**北上和陆股通共同重仓的个股，北上资金的净买入行为能较为显著的影响相关个股的组合收益率，并且能够更加显著的影响公募基金的净值收益率。**

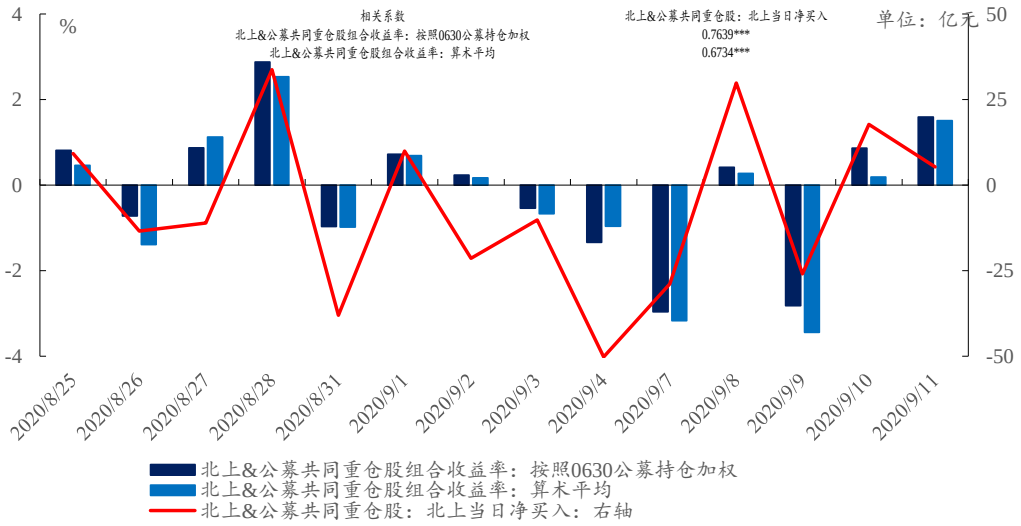
图9：陆股通和公募在食品饮料、医药生物、家电以及金融等板块的持仓集中于两者共同重仓的个股



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1.图中的比例为：对于公募基金和陆股通前 100 重仓股交叉的个股，公募基金和陆股通各自持有的市值占各自持有的相应行业的全部市值的比重;2.共同重仓个股为陆股通和北上资金前 100 重仓股的交叉个股

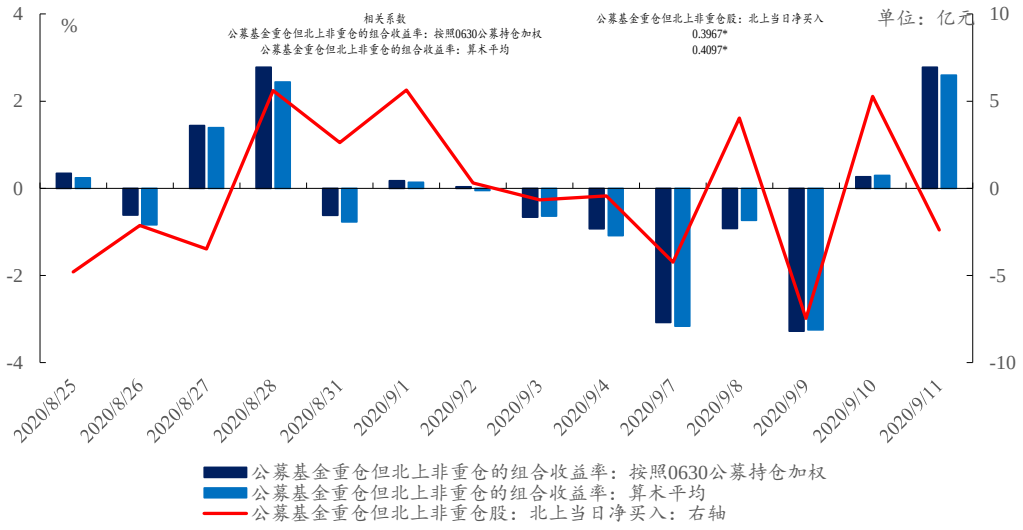
图10：8 月 25 日以来，对于北上与公募基金共同重仓的个股，北上对共同重仓股的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有市值加权的组合收益率均显著正相关，但与按照公募持有市值加权的组合收益率的正相关性更强



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11：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市值加权的组合收益率亦显著正相关，且显著性水平相当

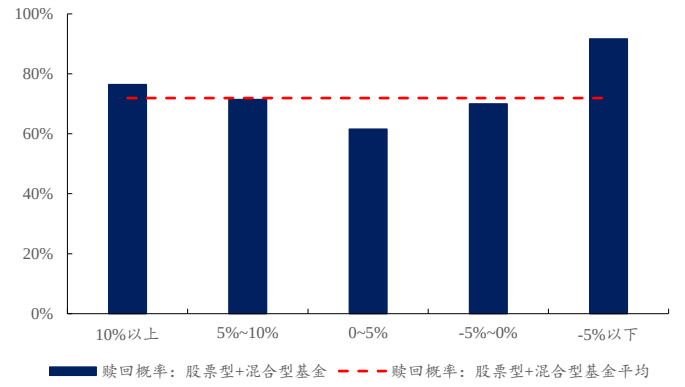


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：*表示在 10%显著性水平下显著。

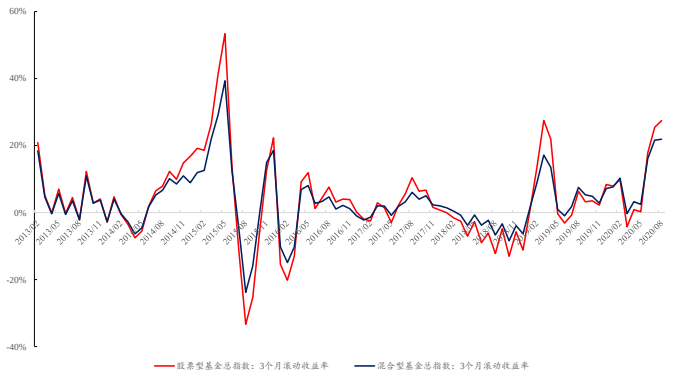
历史数据规律显示，负债端浮盈兑现的压力已经出现，但是高频数据尚未现端倪。从历史上看，当股票型+混合型基金的 3 个月滚动收益率达到 10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为，而截至 8 月末从股票型基金指数和混合型基金指数的 3 个月滚动收益率分别为 27.41%和 21.88%，这意味当下基金可能面临着较大的散户赎回的压力。**乐观的信息是，我们跟踪的个人高比例持有的 ETF 高频数据上尚未出现大幅净赎回，目前居民对于基金赎回的压力还未出现。**

图12：从历史上看，当股票型+混合型基金的 3 个月滚动收益率达到 10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为



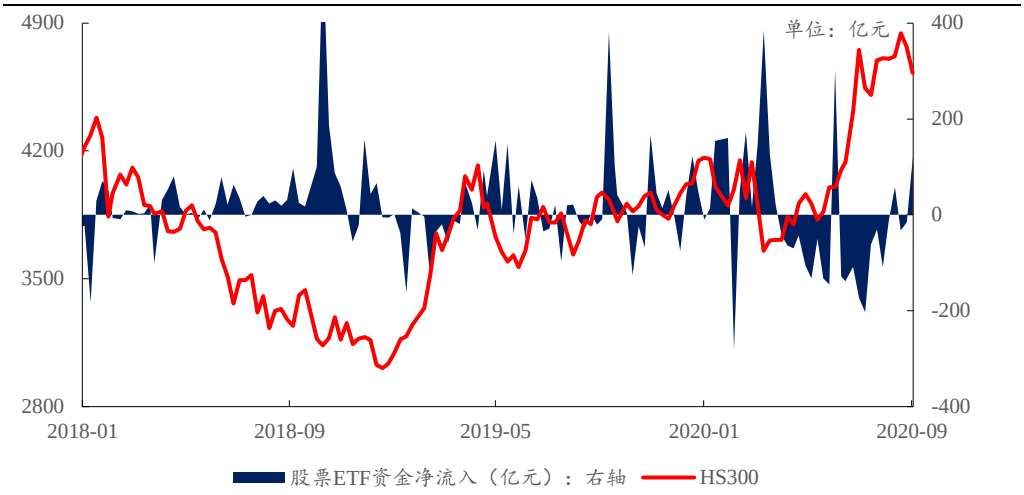
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：截至 8 月末股票型基金指数和混合型基金指数的 3 个月滚动收益率分别为 27.41%和 21.88%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：但 9 月以来，ETF 并未显著净流出

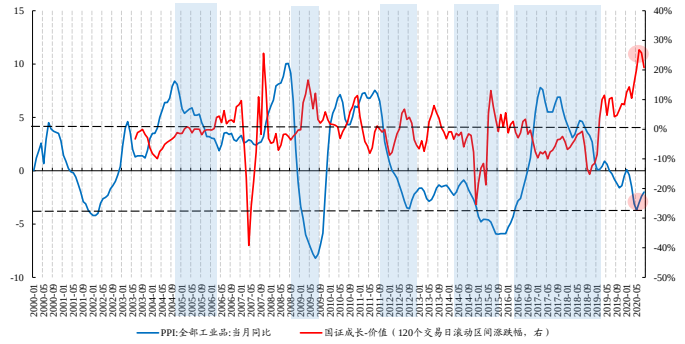


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 风格切换已经向纵深发展

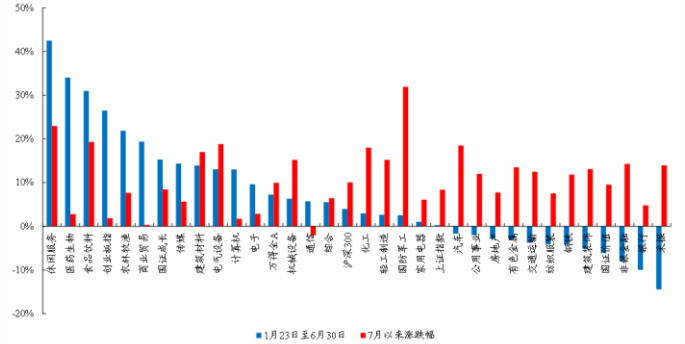
从 7 月初，风格切换拉开序幕。正好伴随的是我们前期报告构建的价值/成长的风格切换指标区间：M1-M2 同比和 PPI 为代表的指标向上反弹。**当下，宏观指标体系进一步强化，而市场层面的风格切换已经走到右侧区间。**在市场调整中完成的风格切换，后续可能在市场上涨中出现，进攻思维将会逐步发生作用。

图15：PPI 持续回升，风格切换已出现拐点和趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

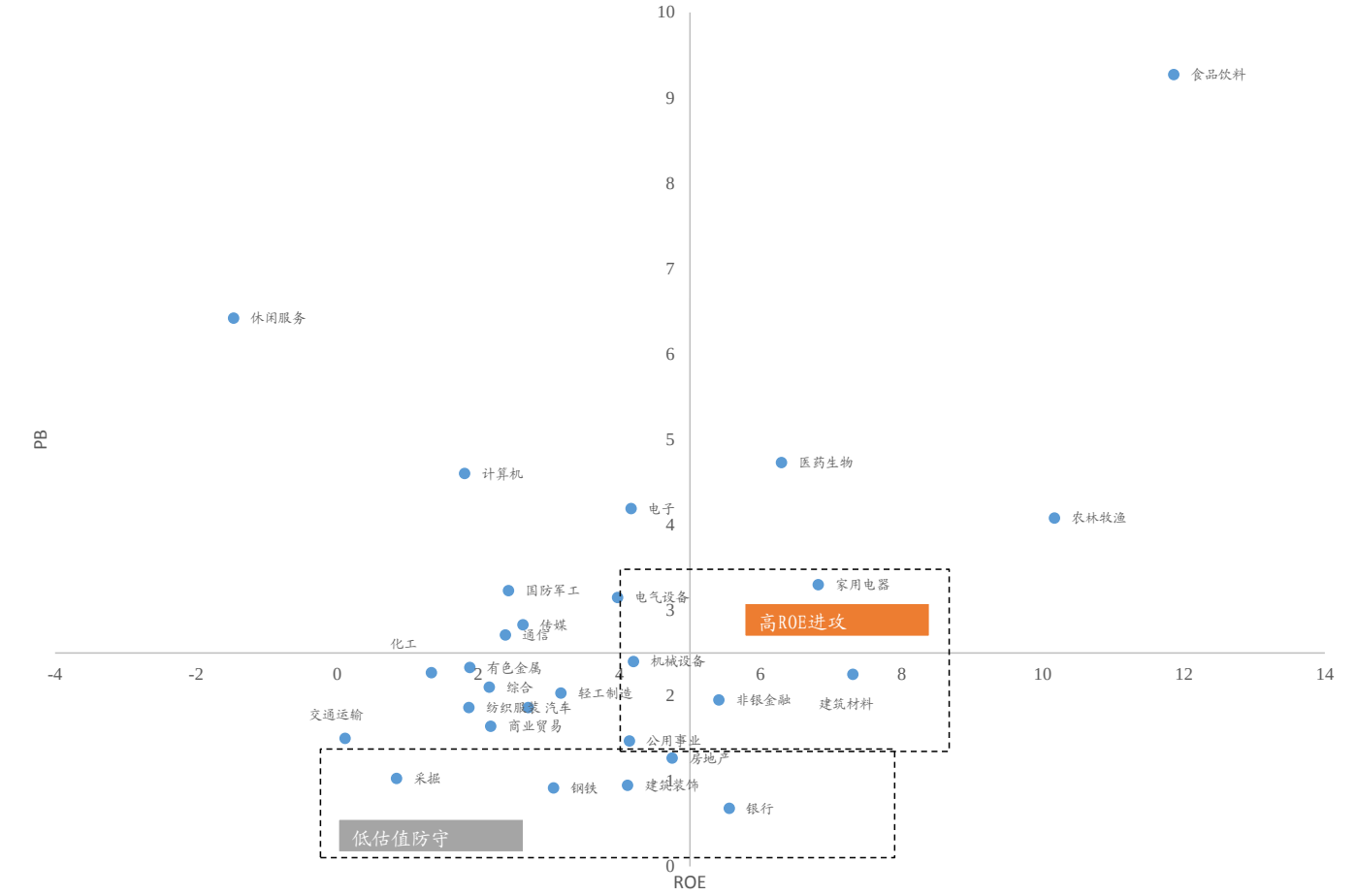
图16：7 月以来，从涨跌幅看已经出现明显的风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

从布局上看，盈利和估值的赛跑开始，需要尽快将目光转向分子端。我们在前期论述过，在紧货币宽信用的金融环境下，PB-ROE 策略将具有明显超额收益，而 8 月份的金融数据进一步证实这一环境将延续，特别是信贷的持续回暖和结构改善，又使得攻守兼备的顺周期品种更具有性价比，从图 17 中我们看到，攻守兼备的是估值不高，盈利还有弹性的行业（如建材、工程、保险、化工（大炼化与周期化工）），纯防守的是所有估值相关因素影响已经很小的行业（银行、房地产、建筑、煤炭）。

图17：PB-ROE 策略下的进攻与防守

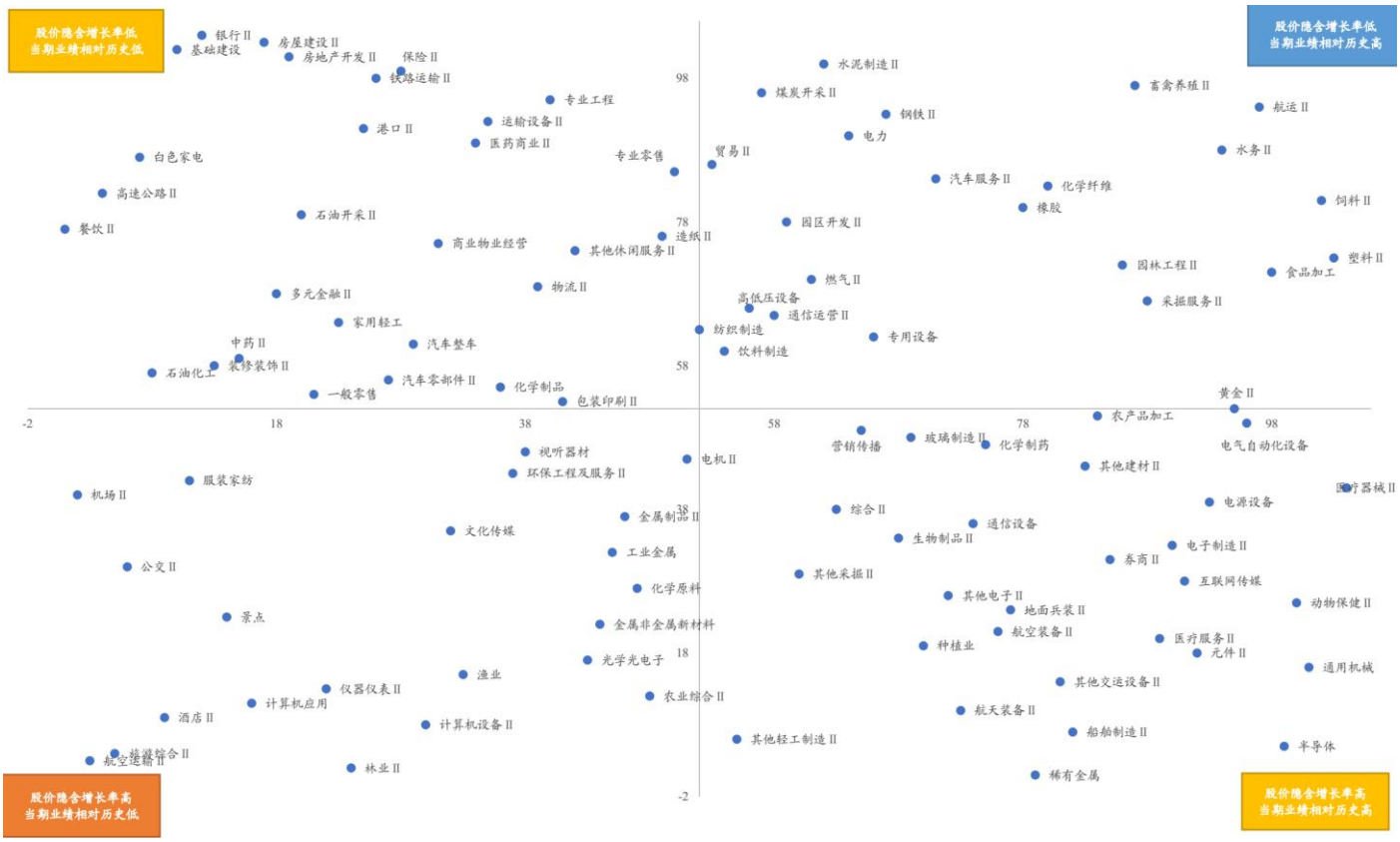


数据来源：Wind、开源证券研究所

PB-ROE 是横向比较的视角，为了纳入行业当期业绩与历史业绩的纵向比较关系，我们对细分行业按照按照当期业绩相对历史的好坏、隐含增长率的高低两个维度划分四个象限。我们在专题报告《面向中报里的未来——2020 半年报深度分析》中提到，短**期业绩是对长期不变增长率预期的起点，当期业绩相对历史较好，意味着目前越匹配市场（甚至高于）对未来增长的要求，而价格隐含的增长率越低，业绩改善所带来的股价弹性就越大。**从图 18 中能够发现，关于进攻与防守的答案就更加具体，**第一象限更加“攻守兼备”，而第二象限的防御属性更大。**

尽管具体行业不同，顺周期特征是最好的进攻，也有最强的防守。**面对流动性预期转向以及它所带来的北上资金浮盈兑现、带动散户浮盈兑现的扰动，我们建议继续在紧货币和宽信用环境下采用 PB-ROE 策略，调整结构，而非降仓位，积极布局顺周期。**

图18：从预期收益率的角度来看，第一象限性价比最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

货币政策超预期收紧，经济复苏不及预期。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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