2020 年 09 月 07 日

调的是结构，不是仓位

——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：北上继续兑现利润**

9 月 7 日 A 股迎来较大幅度的调整，所有行业无一“幸免”，但值得一提的是，当日板块涨跌幅与 0702 以来北上累积收益率显著负相关，这意味：9 月 7 日当天跌幅较大的是前期北上累积浮盈较多的板块。结合当日北上持续净流出 A 股，我们认为，**北上资金当日仍在持续兑现前期浮盈较多板块的利润。**

● **触发剂：流动性担忧+部分行业的负面消息**

我们在周报《最好的进攻，最强的防守》中提到：北上交易盘自 7 月以来的累积收益率为 24.74%，短期兑现利润的动机仍较大。9 月 7 日当天的两个触发剂成为了北上持续兑现利润的理由：一、9 月 7 日当天，央行公开市场操作净投放 200 亿，但并未打消投资者对于货币政策收紧的担忧，债市利率仍在不断上行便是一个较好的印证，**对流动性收紧的担忧成为了北上资金兑现利润的触发剂之一**；二、周末部分行业出现了较大的利空消息，**这使得这些行业基本面存在较大的不确定性，而这种不确定性很可能使得前期具有较大浮盈的北上投资者选择兑现。**

● **外资周期性流入的趋势仍然存在**

7-8 月北上仍净买入 A 股，而债券市场外资也因中美利差影响在不断增持。结构上看，在近期北上连续撤出 A 股期间，北上配置盘/交易盘对部分顺周期板块仍在净买入。这符合历史规律：外资周期性流入往往发生在中国基本面相对较好时期，最典型特征是“紧货币+宽信用”组合：**中美利差扩大是表象，基本面的相对优势是背后的驱动力，其间外资相应的在各个市场对基本面进行复苏交易，在股票市场上也更偏好与经济周期相关性高的板块。我们认为在中国基本面经济复苏仍然领先全球的当下，外资周期性流入将会在较长时间持续。同时当下对于顺周期板块而言，北上短期兑现利润的压力可能小于其他板块。**

● **估值与盈利的赛跑**

投资者当下对市场的担忧集中在流动性收紧和风险偏好下行的估值层面；同时，经济复苏和分子端盈利修复又具备较强方向确定性——经济复苏甚至成为了担心流动性收紧的理由。**估值与盈利的赛跑成为当下资产价格的决定因素**。我们看到：2018 年以来，成长与价值板块的隐含长期增长率差异不断扩大，目前达到历史极值，而“短期”增长率若不能达成，将带来估值下调的压力，如果以 2020 年初的隐含“长期”增长率作为下调的参照，成长板块估值下调幅度将高于价值板块。这意味着：**对于顺周期板块而言，若经济修复动能较强，盈利赛过估值，进攻可以“赢在周期”；若经济复苏动能弱，盈利不敌估值，周期板块盈利边际仍有变化，前期估值分化让周期板块估值本来较低，可以至少“立于不败”。**我们根据当下资产中的隐含增长率同时结合半年报数据展现出的基本面趋势进行两类建议：**进攻弹性与相对防守策略**考虑估值不高，盈利有较大弹性（如**建材、周期化工、工程机械**），**绝对防守策略考虑估值相关**因素影响已经很小的行业，同时兼顾复苏下的盈利弹性（**银行、房地产、建筑、采掘**）。

● **风险提示：**中美摩擦加剧；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期；测算误差

相关研究报告

《投资策略周报-最好的进攻，最强的防守》-2020.9.6

《投资策略专题-面向中报里的未来——2020 半年报深度分析》-2020.9.5

《投资策略专题-性与价的均衡——2020 中报点评》-2020.8.31

目 录

1、 A 股调整背后：北上继续兑现利润 3
2、 触发剂：流动性担忧+部分行业的负面消息 3
2.1、 触发剂之一：流动性担忧 3
2.2、 触发剂之二：部分行业的负面消息 4
3、 外资周期性流入的趋势仍然存在 5
4、 估值与盈利的赛跑 5
5、 风险提示 7

图表目录

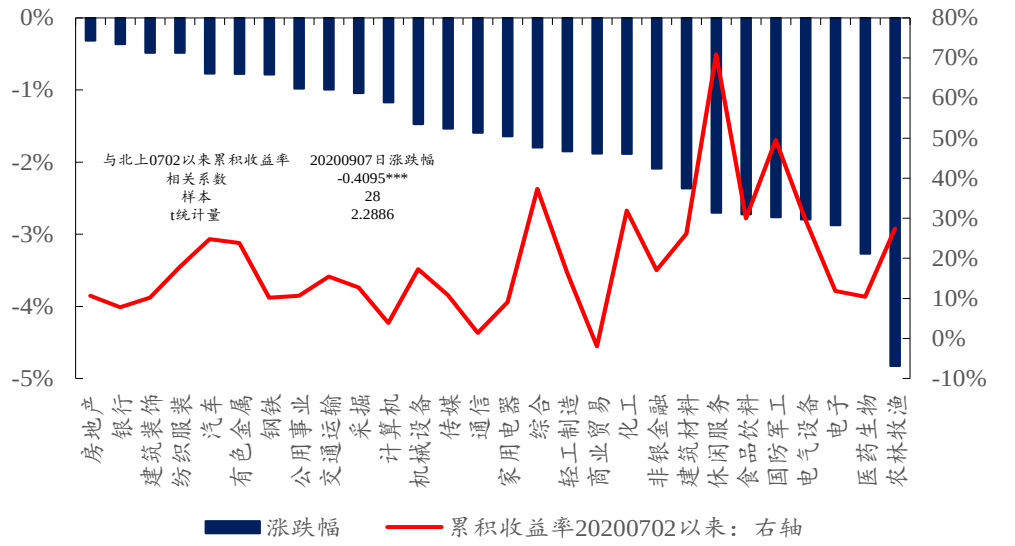
图 1： 9 月 7 日所有行业均呈现不同程度调整，但跌幅较大的更多是前期北上累积浮盈较多的板块 3
图 2： 9 月 7 日当日净投放 200 亿，但北上仍净流出 4
图 3： 9 月 7 日 10Y 和 1Y 国债收益率仍上行，期限利差略有下降 4
图 4： 国证成长与价值的隐含长期增长率之差异在 2018 年后逐渐走高 6
图 5： 性价比的均衡 7

表 1： 9 月 4 日收盘之后，部分行业负面消息 4

1、 A 股调整背后：北上继续兑现利润

9 月 7 日 A 股迎来较大幅度的调整，所有行业无一“幸免”，整体呈现不同程度的调整。但值得一提的是，当日板块涨跌幅与 0702 以来北上累积收益率显著负相关，这意味：**9 月 7 日当天跌幅较大的是前期北上累积浮盈较多的板块。结合当日北上持续净流出 A 股，我们认为，北上资金当日仍在持续兑现前期浮盈较多板块的利润。**

图1：9 月 7 日所有行业均呈现不同程度调整，但跌幅较大的更多是前期北上累积浮盈较多的板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、0702 以来的北上累计收益率的计算截至为上周五（20200904）；2、***表示在 1%显著性水平下显著

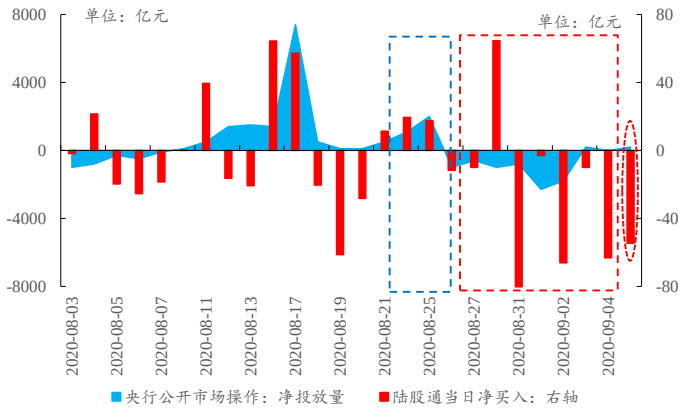
2、 触发剂：流动性担忧+部分行业的负面消息

我们在周报《最好的进攻，最强的防守》中提到：当截至 T 日收盘，某个行业的 90 日滚动收益率超过 20%或亏损 20%~30%时，北上投资者更倾向于在 T+1 日卖出该行业。而截至 9 月 4 日，北上交易盘自 7 月以来的累积收益率为 24.74%，**短期兑现利润的动机仍较大。而 9 月 7 日当天的两个触发剂成为了北上持续兑现利润的理由。**

2.1、 触发剂之一：流动性担忧

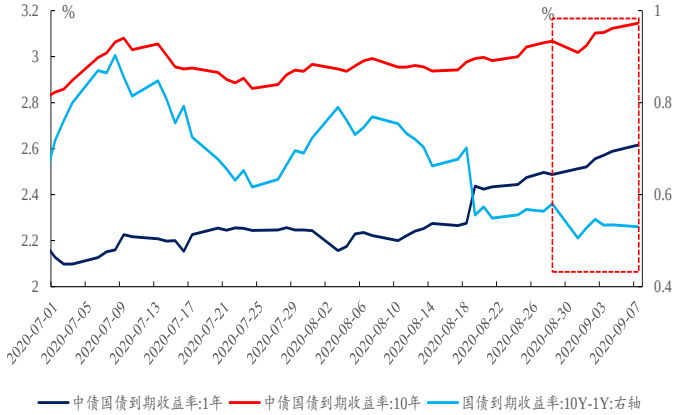
我们注意到：**8 月下旬以来陆股通净买入与中国央行公开市场操作呈现一定正相关性，且**自 8 月 26 日央行净回笼货币以来（除美联储发声后的 8 月 28 日外，当天北上的净买入更有可能是对美联储声明的反应），北上逐步净卖出 A 股。这其实反应了全球投资者对于货币政策的担忧：货币政策的退出可能会带来双重后果，其一是影响股市的流动性和估值扩张，其二可能导致经济复苏受阻。**而 9 月 7 日当天，央行公开市场操作净投放 200 亿，但并未打消投资者对于货币政策收紧的担忧，债市利率仍在不断上行便是一个较好的印证。而货币政策的边际收紧成为了北上资金兑现利润的触发剂之一。**

图2：9 月 7 日当日净投放 200 亿，但北上仍净流出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：9 月 7 日 10Y 和 1Y 国债收益率仍上行，期限利差略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 触发剂之二：部分行业的负面消息

9 月 4 日收盘后至 9 月 7 日开盘前，农林牧渔、电子、新能源以及建材等行业出现了较大的利空消息，**这使得这些行业基本面存在较大的不确定性，而这种不确定性很可能使得前期具有较大浮盈的北上投资者选择兑现。**

表1：9 月 4 日收盘之后，部分行业负面消息

代码	名称	行业	市盈率-TTM
2020/9/5	电子（中芯国际）	特朗普政府正在考虑是否对中国最先进的半导体制造商中芯国际实施出口限制，将其列入出口管制清单	路透社
2020/9/5	农林牧渔	据媒体不完全统计，中国各大养猪企业已发布的在建或将建的养猪项目规模将达 20 亿头，而中国猪肉消费仅 6.5 亿头，未来生猪行业将面临产能过剩。7 月份生猪存栏环比增长 4.8%，同比增长 13.1%，这是自 2018 年 4 月份以来首次实现正增长，也是继 6 月份能繁母猪存栏同比增长后，生猪产能恢复的又一重要信号。	新浪财经
近日	新能源（宁德时代）	网络传闻“因广汽新能源 Aion S 电池组存在问题，厂家将进行升级处理，免费更换整车电池组；宁德时代基本否定 811 生产线，“增量肯定少用了，存量只能变通的处理，压力很大。”在宁德时代内部人士“辟谣”下，关于 811 体系“败退”的观点仍然争论不休。	新浪财经
2020/9/6	水泥	上海证券报报道，从多家水泥企业了解到，8 月底国内水泥市场需求持续改善，企业出货多数已达到九成或产销平衡，库存降至合理水平，水泥价格保持上行趋势。但仍有部分地区如山西太原等地，水泥价格尚未“提起来”。	上海证券报
2020/9/6	全行业	外媒称，美国白宫已经要求政府机构提交所有与中国相关的支出细节，这些支出可能用于对抗中国在全球的影响力和商业做法，也可能用于支持中国。部分接受审查的美国项目及支出的日期上溯至 10 年前或者更久。该文件指示联邦机构必须在 9 月 21 日前回复。美国行政管理和预算局一位发言人向路透社证实了这项行动，并称：“为了确保美国在与像中国这样的竞争国家相抗衡时保持强大与优势地位，该局已要求联邦机构详细交代所有用来对抗中国或者可能援助中国的资金。”	路透社

资料来源：Wind、开源证券研究所

3、 外资周期性流入的趋势仍然存在

目前来看，我们尚未看到外资开始明显流出中国的证据。历史相关性告诉我们：外资周期性流入与陆股通净买入 A 股/外资净买入债券显著正相关，且与外资净买入债券更相关。债券资产不断获得外资周期性涌入仍然指示：**中国仍然是世界上回报率较为可观的市场。**

从历史上看：**外资净买入我国债券的行为与中美利差显著正相关，而这也正好对应历次外资周期性流入我国时的宏观环境（货币收紧+经济复苏）。**同时我们看到：**7 月和 8 月外资较大幅增持我国债券**，而当下中美利差处于相对高位、10Y 美债收益率较低且美国国债期货的净空头投机头寸规模目前达到 2010 年以来的高点。这都为后续外资周期性流入我国资本市场创造了条件，而背后最大的两大支撑其实是：**全球流动性过剩+我国较好的经济基本面。**

这意味着一个浅显的道理：既然外资流入是因为我国更好的经济基本面，那么在股票市场没有理由不做与经济基本面相关的交易。**直接把外资流入与核心资产上涨划等号显然不符合逻辑。**实际情况是：**7 月北上整体净流入，8 月净流出，但 8 月主要是交易型资金在净卖出，配置型资金仍在净买入。**从行业配置来看，2020 年 7 月和 8 月，北上配置型资金主要净买入电子、电气设备、机械设备、传媒以及化工等行业，主要净卖出休闲服务、食品饮料以及国防军工等，北上交易型资金主要净买入金融地产、化工、建筑建材、机械设备、采掘以及交运等顺周期板块，主要净卖出食品饮料以及电气设备等板块，**即北上配置型资金和交易型资金在 7 月和 8 月就已经开始积极配置顺周期板块，配置型资金整体较为均衡，交易型资金更加偏好顺周期。**

而在 8 月 31 日至 9 月 4 日陆股通连续净流出期间，北上配置型资金仍在净买入化工、钢铁、交运以及建筑建材等顺周期板块，同时北上交易型资金仍在净买入化工、钢铁以及交运等板块。**从这一角度来看，即便整体上北上资金在连续撤出 A 股，北上配置型/交易型资金的对部分顺周期板块仍在净买入，这意味着外资对我国经济基本面的认可，且这种认可很大程度来源于对于当下基本面的信心。**

值得一提的是：**从交易层面看，对于部分顺周期行业，在 8 月 31 日累积收益率超过 20%时，北上仍选择净买入，这可能意味着在当下经济复苏+利率上行的宏观背景下，北上资金对于顺周期板块的止盈线在提升，对于顺周期板块而言，北上短期兑现利润的压力可能小于其他板块。**

4、 估值与盈利的赛跑

投资者当下对市场的担忧集中在流动性收紧和风险偏好下行的估值层面；同时，经济复苏和分子端盈利修复又具备较强方向确定性——经济复苏甚至成为了担心流动性收紧的理由。**估值与盈利的赛跑成为当下资产价格的决定因素。**

我们看到：从 2018 年开始，成长与价值板块的隐含长期增长率差异不断扩大，目前达到历史极值：9.2%。**“短期”增长率若不能达成，将带来估值下调的压力。**以万得一致预期为代表的“短期”增长率在 2020 年疫情情况下仍然较高，若不能实现，则市场将下调价格中隐含的“长期”增长率，**如果以 2020 年初的隐含“长期”增长率作为下调的参照，成长板块估值下调幅度将高于价值板块。**这意味着：**对于顺周期板块而言，若经济修复动能较强，盈利赛过估值，进攻可以“赢在周期”；若经济复苏动能弱，盈利不敌估值，周期板块盈利边际仍有变化，前期估值分化让周期板**

块估值本来较低，可以至少“立于不败”。

图4：国证成长与价值的隐含长期增长率之差异在 2018 年后逐渐走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

唯一的不确定，确实在于中美关系的走势，我们确实需要进一步考量，这是在某个时点需要考虑“防御”的因素。上述不利因素让传统的防御板块（医药、食品饮料为例）大部分将不具备防御属性。

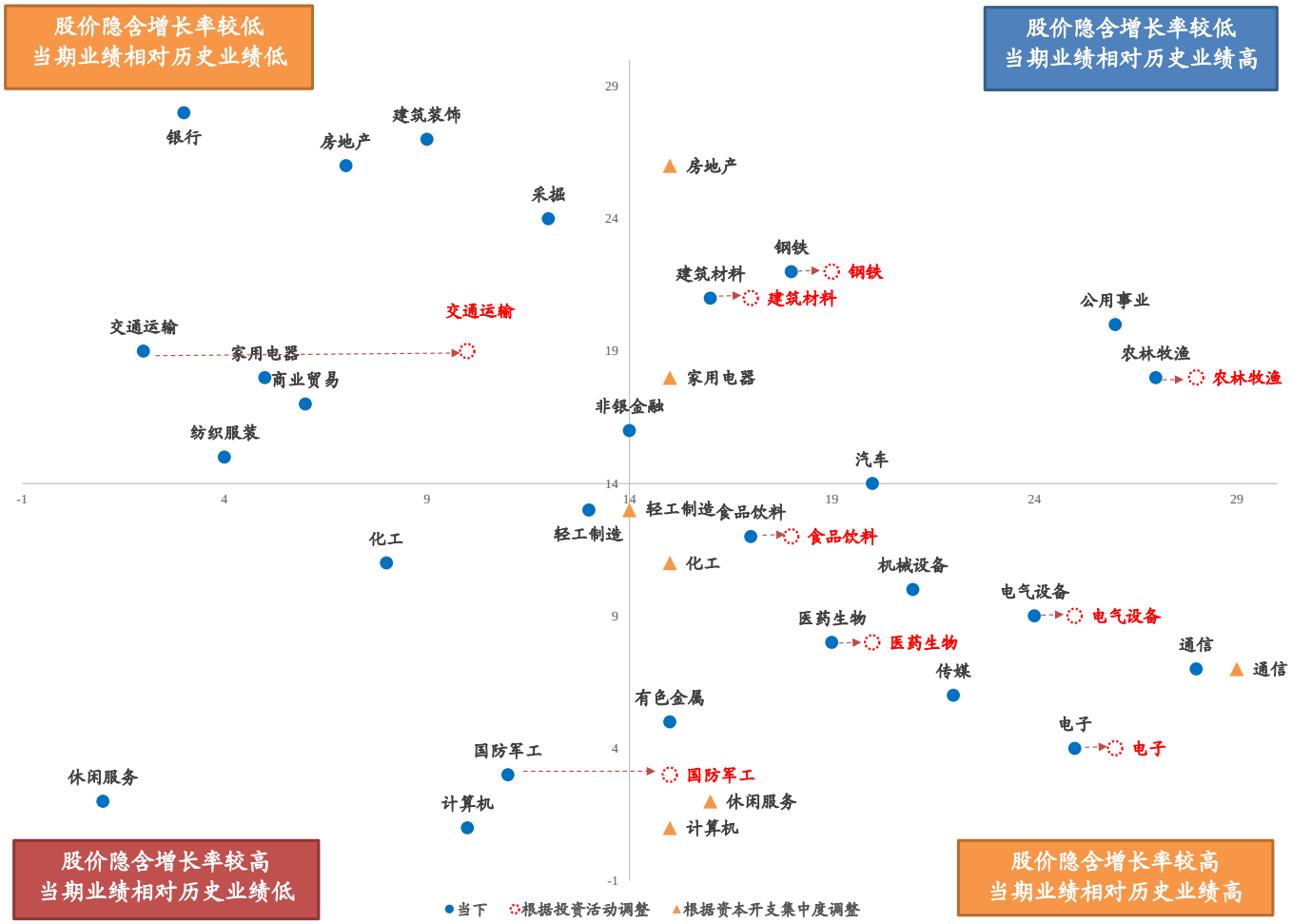
从中期趋势来看，经济基本面带来的盈利改善，又有可能很大程度为市场带来收益。但我们需要提醒投资者的是，判断业绩增长是否会被高估值所抵消将成为下一阶段的重要命题。我们在上期周报中曾强调了 PB-ROE 策略的重要性。中报中我们获取了更多信息，在专题报告《面向中报里的未来——2020 半年报深度分析》中对当期业绩与隐含增长率进行了划分，结论是：**短期业绩是对长期不变增长率预期的起点，当期业绩相对历史较好，意味着目前越匹配市场（甚至高于）对未来增长的要求，而价格隐含的增长率越低，业绩改善所带来的股价弹性就越大。**

第一象限中是静态来看预期收益率最高的区域；第二、四象限中胜率与赔率总有一个不够理想，因此预期收益率一般；第三象限中胜率与赔率均低，预期收益率较低。我们直观地看到：**第一象限中，建材、钢铁、公用事业、农林牧渔**的当前业绩相对历史较好，且价格要求的增长率较低，性价比更高。

因此关于进攻与防守的答案就很明显，**攻守兼备**在第一象限中，估值不高，盈利还有弹性（如**建材、公用事业、农林牧渔**），**纯防守**应该是在第二象限，因为所有估值相关因素影响已经很小（**银行、房地产、建筑、采掘**）。值得一提的是化工、机械和交通运输，其中由于子行业众多，一级行业指数的划分可能会遗漏子行业的分化。具体来讲：**周期性化工品、工程机械**具备当下的进攻属性；**航空、公路**具备一定防御属性。

很快，市场就会出现一个有意思的现象，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。**这一切的来源，都是估值分化+经济复苏的共同作用。**我们建议投资者调结构，而不是降仓位，积极布局顺周期。**

图5：性价比的均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们根据当下资产中的隐含增长率同时结合半年报数据展现出的基本面趋势进行两类建议：进攻弹性与相对防守策略考虑估值不高，盈利有较大弹性（如**建材、周期化工、工程机械**），绝对防守策略考虑估值相关因素影响已经很小的行业，同时兼顾复苏下的盈利弹性（**银行、房地产、建筑、采掘**）。

5、 风险提示

中美摩擦加剧；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期；测算误差

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