关注后周期板块的机会

——策略周报（2020 年第 34 期）

报告要点：

- **市场分歧主要在于当前的经济周期阶段**

当前市场最主要的矛盾在于，对于所处的经济周期位置和货币当局应对态度有两种看法。

第一种看法是：冠状病毒结束了原有的经济周期，当下我们正处在一个新经济周期的起点。

在这种假设下，货币当局会保持较为宽松的货币政策，经济先行指标依然在走高的过程，经济同步指标将会在未来一段时间开始复苏，而通胀的压力当前不是主要矛盾。

由此推导出的大类资产配置建议应该是看多债市，看空商品。对权益市场持有中性态度。但这种看法的缺陷在于，中国货币当局的看法与此相悖，货币政策的边际宽松已经结束，而债市的调整从 5 月份已经开始。这种看法最大的支持在于，海外货币当局的看法与此类似。

第二种看法是：当下我们正处在经济周期的中段，本轮经济周期开始于 2018 年年初。

在这种假设下：经济先行指标已经过了最火热的阶段，M2-GDP 将会下行，经济同步指标将会逐渐走好，而经济滞后指标将会继续走高。

由此推导出的大类资产配置建议应该是看空债市，看多权益市场和商品。这种看法的缺陷在于，当前中国市场的估值水平已经不低，从 2019 年开始积累的价格动量有走弱的可能。这种看法最大的支持在于，中国货币当局的看法似乎与此类似。

投资策略：矛盾带来波动，而低估值的周期股可能有长周期的修复可能

我们认为最好的策略在当下是不做选择，中国市场的通胀板块估值水平依然较低，估值较高的板块集中在消费，医疗和科技领域。波动率的放大和中国经济周期相对领先两个驱动力可能让低估值的周期板块在未来有修复的可能性。

- **市场：股指总体上行 创业板指领涨**

上周主要指数中，创业板指领涨。市场格局方面，大、中、小盘指数整体上行。行业方面，食品饮料、休闲服务和电气设备等涨幅居前。

- **资金：融资余额整体平稳 北上资金小幅净流入**

资金面上，融资余额总体平稳，北上资金小幅净流入。

- **情绪：成交额小幅下降 换手率同步下降**

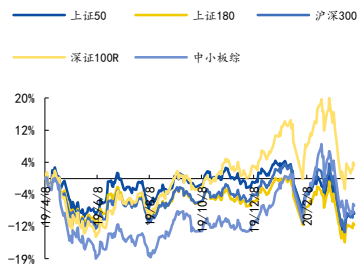
上周各市场总体成交额小幅下降，换手率同步下降。

风险提示：中国市场货币政策宽松，市场波动率上升超预期，疫情恶化情况超预期

主要数据：

上证综指：	3403.81
深圳成指：	13851.32
沪深 300：	4844.27
中小盘指：	4592.14
创业板指：	2757.84

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元策略周报（2020 年第 12 期）风险中守望转机》2020.03.29

《国元策略-2020 年春季市场异动的观察与建议（2 月月度市场观察）》2020.03.29

报告作者

分析师 虞坷
执业证书编号 S0020519070004
邮箱 yuke@gyzq.com.cn
电话 021-51097188-1935

分析师 房倩倩
邮箱 fangqianqian@gyzq.com.cn
执业证书编号 S0020520040001
电话 021-51097188

内容目录

1.核心策略：市场分歧主要在于当前的经济周期阶段 4
2.市场表现：股指整体上行 个股走势分化 5
3.资金配置：融资余额总体平稳 北上资金小幅净流入 9
3.1 公开市场净投放 9
3.2 融资余额总体平稳 10
3.3 北上资金小幅净流入 11
3.4 解禁规模小幅提升 11
4.市场情绪：成交额小幅下降 换手率同步下降 12
4.1 成交额小幅下降 12
4.2 日均换手率同步下降 12

图表目录

图 1：市场主要指数表现（近一周，%）.....5
图 2：风格指数表现（近一周，%）.....5
图 3：行业板块指数表现（近一周，%）.....5
图 4：概念板块指数表现（近一周，%）.....6
图 5：A 股整体市盈率（TTM，整体法）.....6
图 6：A 股剔除金融行业整体市盈率（TTM，整体法）.....7
图 7：创业板指市盈率（TTM，整体法）.....7
图 8：中小板整体市盈率（TTM，整体法）.....8
图 9：恒生综指市盈率（TTM，整体法）.....8
图 10：央行短期公开市场操作（周，亿元）.....9
图 11：SHIBOR 利率（1 个月期以下，%）.....9
图 12：银行间质押式回购加权利率（%）.....9
图 13：两市融资余额（亿元）.....10
图 14：各周融资交易走势（亿元）.....10
图 15：各行业融资余额情况（亿元）.....10
图 16：北上资金净流入情况 （亿元）.....11
图 17：产业资本增减持情况（亿元）.....11
图 18：周交易额变动情况 （亿元）.....12
图 19：主要板块换手率变化（%）.....12

1.核心策略：市场分歧主要在于当前的经济周期阶段

当前市场最主要的矛盾在于，对于所处的经济周期位置和货币当局应对态度有两种看法。

第一种看法是：冠状病毒结束了原有的经济周期，当下我们正处在一个新经济周期的起点。

在这种假设下，货币当局会保持较为宽松的货币政策，经济先行指标依然在走高的过程，经济同步指标将会在未来一段时间开始复苏，而通胀的压力当前不是主要矛盾。

由此推导出的大类资产配置建议应该是看多债市，看空商品。对权益市场持有中性态度。但这种看法的缺陷在于，中国货币当局的看法与此相悖，货币政策的边际宽松已经结束，而债市的调整从 5 月份已经开始。这种看法最大的支持在于，海外货币当局的看法与此类似。

第二种看法是：当下我们正处在经济周期的中段，本轮经济周期开始于 2018 年年初。

在这种假设下：经济先行指标已经过了最火热的阶段，M2-GDP 将会下行，经济同步指标将会逐渐走好，而经济滞后指标将会继续走高。

由此推导出的大类资产配置建议应该是看空债市，看多权益市场和商品。这种看法的缺陷在于，当前中国市场的估值水平已经不低，从 2019 年开始积累的价格动量有走弱的可能。这种看法最大的支持在于，中国货币当局的看法似乎与此类似。

投资策略：矛盾带来波动，而低估值的周期股可能有长周期的修复可能

综上所述，我们认为第二种看法更类似中国的情况，但在经济全球化的今天，全球股市的价格动量往往跨市场传导，例如中国创业板良好的走势与纳斯达克的上行趋势不无相关。海外货币当局对于权益资产价格呵护的态度也会影响中国投资者的配置选择。

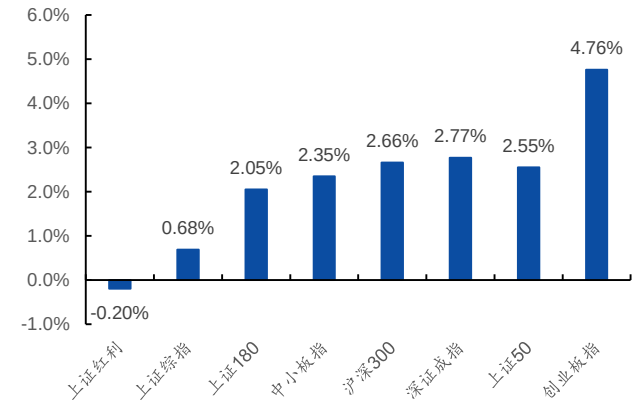
这种矛盾的存在让波动率的升高变得可能，对于中国市场的投资者来说，过去几周始终存在的一个矛盾在于，伴随着纳斯达克屡破新高，中国市场的估值水平也水涨船高。同时中国货币当局较为鹰派的态度则带来了债市的调整，而债券市场的疲软则让无风险利率上行。中国市场的投资者必须在上行的无风险回报率和上行的权益市场估值水平中选择。

我们认为最好的策略在当下是不做选择，中国市场的通胀板块估值水平依然较低，估值较高的板块集中在消费，医疗和科技领域。波动率的放大和中国经济周期相对领先两个驱动力可能让低估值的周期板块在未来有修复的可能性。

2.市场表现：股指整体上行 个股走势分化

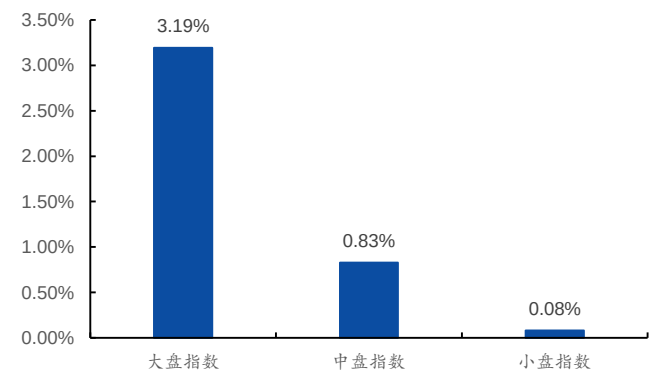
上周A股各指数整体上行。主要指数中，创业板指领涨，整周上涨4.76%；上证综指上涨0.68%，深证成指上涨2.77%，中小板上涨2.35%。市场格局方面，上周大、中、小盘指数分别上涨3.19%、0.83%、0.08%。

图1：市场主要指数表现（近一周，%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图2：风格指数表现（近一周，%）

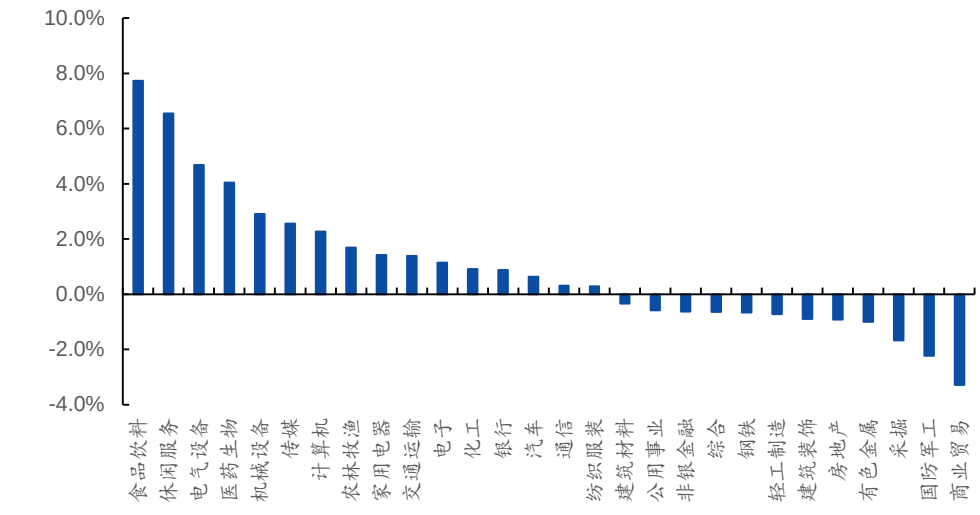


资料来源：Wind，国元证券研究中心

行业方面，上周各行业走势分化：食品饮料、休闲服务和电气设备领涨；商业贸易、国防军工和采掘领跌。

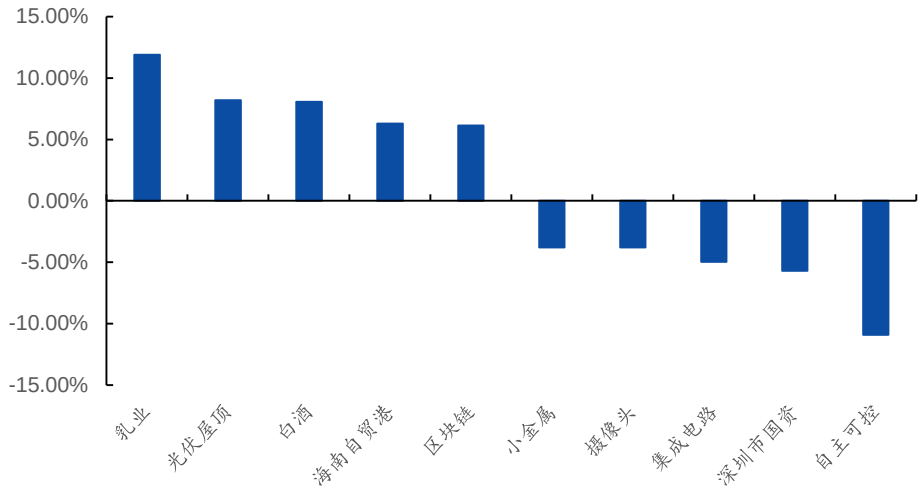
概念方面，上周乳业、光伏屋顶、白酒等概念指数涨幅居前；自主可控、深圳市国资和集成电路等概念指数跌幅居前。

图3：行业板块指数表现（近一周，%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 4：概念板块指数表现（近一周，%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

估值方面，上周各市场市盈率总体小幅上升。截至 8 月 28 日，A 股整体市盈率水平为 22.79 倍，较之前上升 0.59 倍，高于历史均值 17.75 倍；A 股剔除金融行业市盈率为 40.4 倍，较之前下降 0.58 倍，高于历史均值 28.75 倍；创业板指市盈率为 68.26 倍，高于均值 45.12 倍；中小板市盈率为 57.23 倍，下降 1.54 倍，高于均值 42.24 倍；恒生综指市盈率为 13.42 倍，上升 0.75 倍，高于均值 10.58 倍。

图 5：A 股整体市盈率（TTM，整体法）



资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 6：A 股剔除金融行业整体市盈率（TTM，整体法）



资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 7：创业板指市盈率（TTM，整体法）



资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 8：中小板整体市盈率（TTM，整体法）



资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 9：恒生综指市盈率（TTM，整体法）



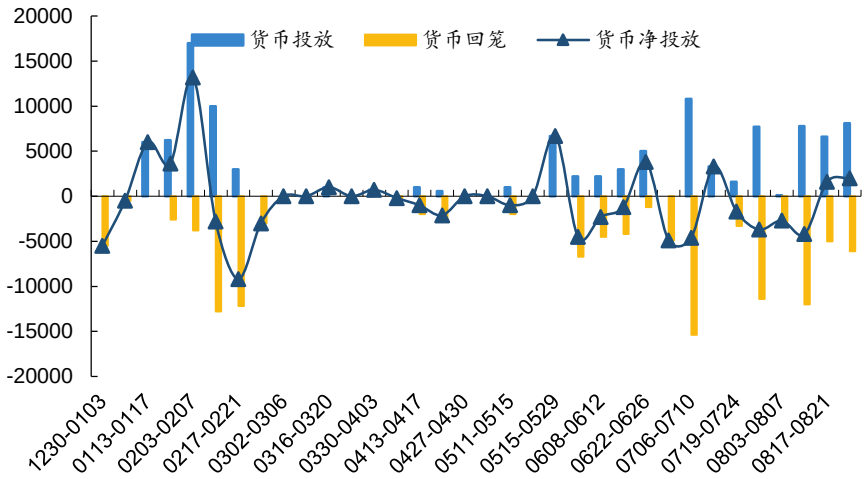
资料来源：Wind,国元证券研究中心

3.资金配置：融资余额总体平稳 北上资金小幅净流入

3.1 公开市场净投放

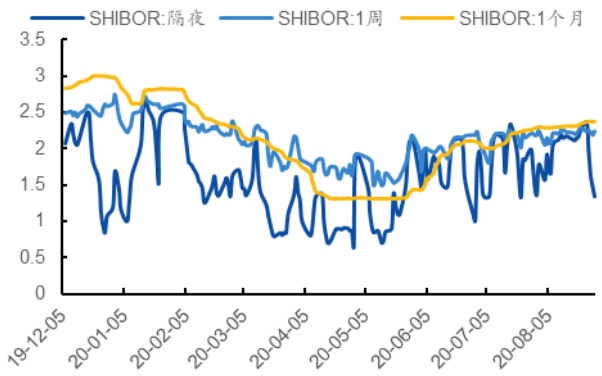
上周央行通过逆回购投放 8100 亿资金，逆回购到期 6100 亿元，故净投放 2000 亿元。市场利率方面，上周银行间短期市场利率总体下降；SHIBOR 隔夜利率截至周五报 1.35%，下降 0.91%；DR007 截至周五报 2.22%，下降 0.1%。

图 10：央行短期公开市场操作（周，亿元）



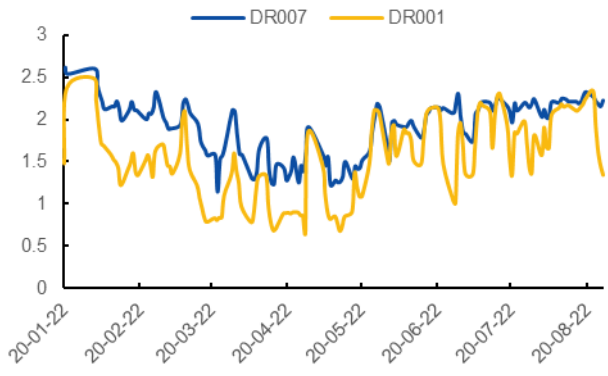
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 11：SHIBOR 利率（1 个月期以下，%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 12：银行间质押式回购加权利率（%）

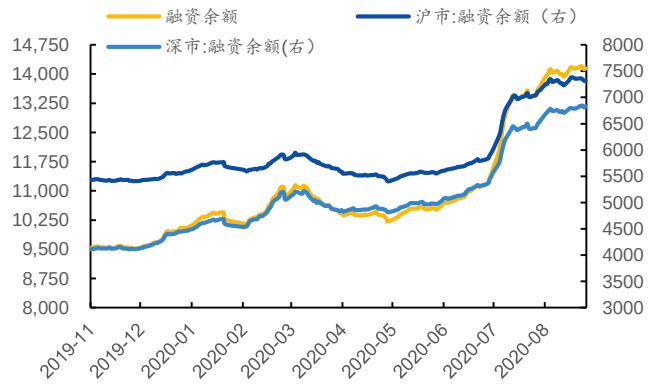


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.2 融资余额总体平稳

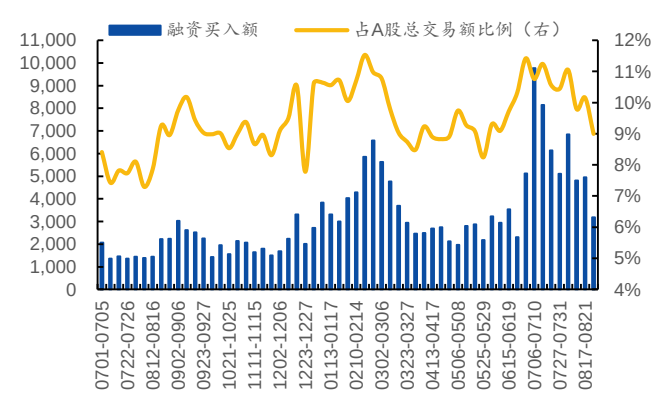
上周融资余额整体平稳。截至上周四两市融资余额为 14145.5 亿元，比之前一周上升 6.98 亿元。其中沪市下降 36.33 亿元，深市上升 43.34 亿元。融资买入金额占总成交金额比例上周四为 8.99%，风险偏好总体下降。行业融资余额方面，上周各行业融资余额总体变动不大；食品饮料、家用电器、电子上升幅度较大；国防军工、商业贸易、公用事业等板块融资余额下降。

图 13：两市融资余额（亿元）



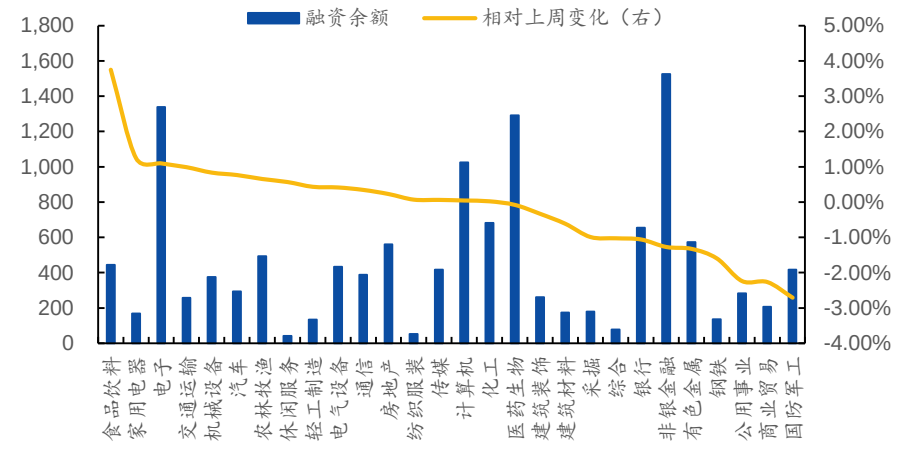
资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 14：各周融资交易走势（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 15：各行业融资余额情况（亿元）

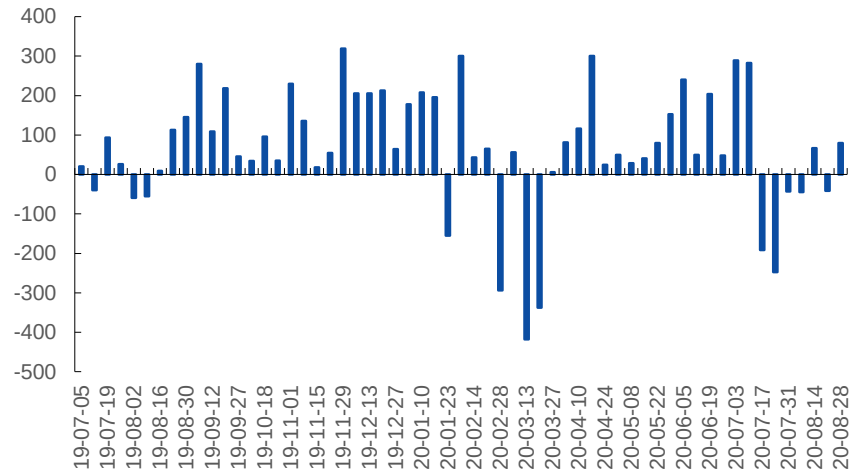


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.3 北上资金小幅净流入

上周北上资金小幅净流入。整周净流入 79.46 亿元，其中沪股通净流入 17.77 亿元，深股通则是净流入 61.69 亿元。

图 16：北上资金净流入情况 （亿元）

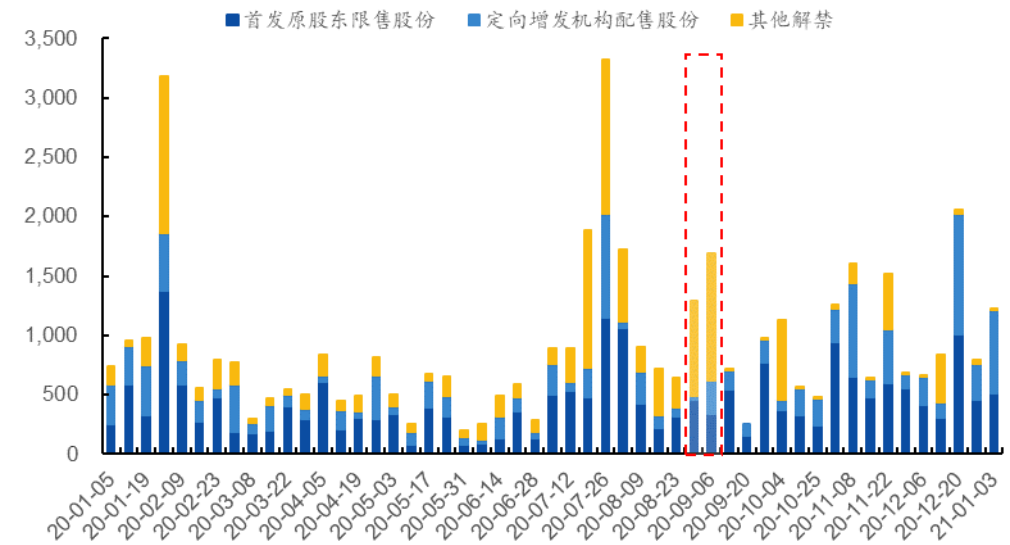


资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.4 解禁规模小幅提升

上周市场共解禁 1288.46 亿元，其中首发解禁和定增解禁的规模分别为 456.77 亿元和 30.79 亿元。本周（8 月 31 日-9 月 6 日）预计解禁 1690.47 亿元，其中首发解禁、定增解禁的规模预计分别为 337.09 亿元和 287.6 亿元，解禁规模再度提升。

图 17：产业资本增减持情况（亿元）



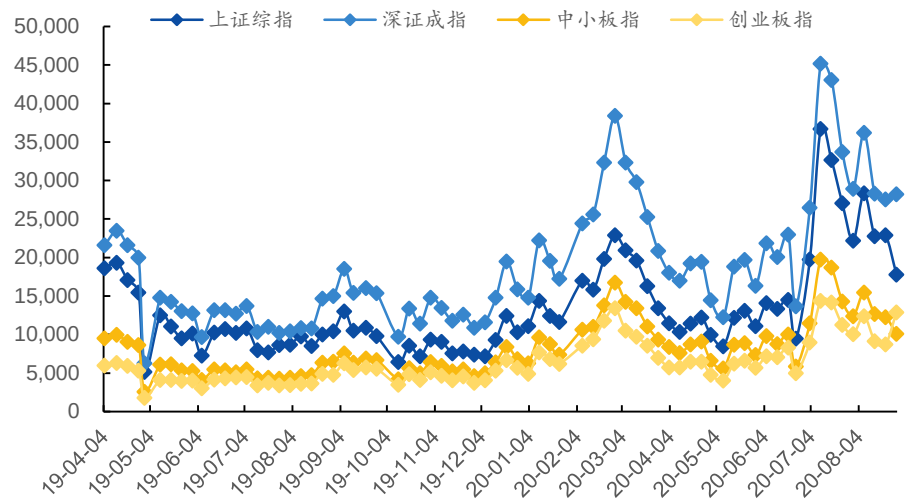
资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.市场情绪：成交额小幅下降 换手率同步下降

4.1 成交额小幅下降

上周各市场成交额总体小幅下降。上周上证综指、深证成指、中小板和创业板成交额分别为 17801.31 亿元、28232.38 亿元、10085.57 亿元、12882.95 亿元，市场人气向创业板倾斜。

图 18：周交易额变动情况 （亿元）

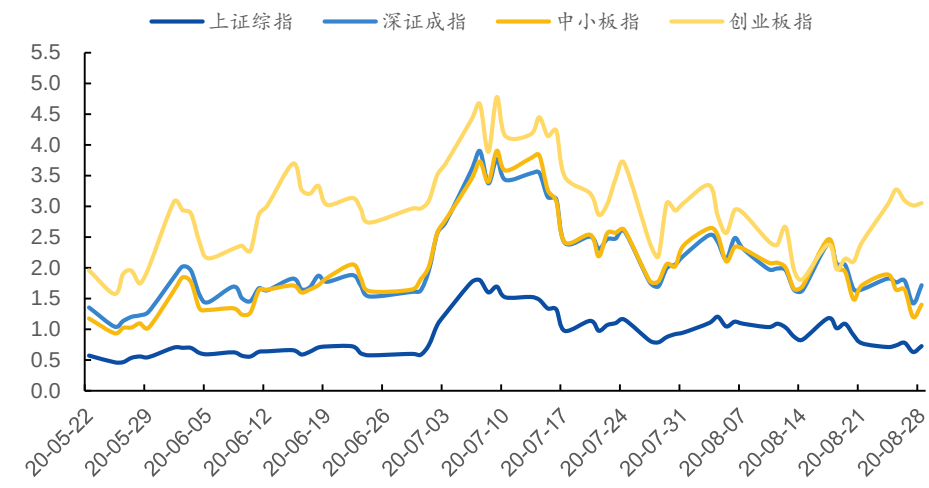


资料来源：Wind，国元证券研究中心

4.2 日均换手率同步下降

上周各市场换手率总体下降。上周，上证综指、深圳成指、中小板和创业板的日平均换手率分别为 0.72%、1.7%、1.56%、3.09%，较上上周分别下降 0.27%、0.26%、0.37%和上升 0.89%。

图 19：主要板块换手率变化（%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188