东兴证券 DONGXING SECURITIES

复苏斜率放缓，“三低”补涨

2020 年 8 月 16 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：

数据发布带来市场扰动，成长与价值出现波动，“三低”板块补涨（低市盈率、低市净率、低价股指数）。上周初金融数据发布，社融和信贷数据见顶的预期，前两个交易日成长股调整；上周五经济数据发布，复苏不及预期、缓解政策收紧的担忧，市场普涨，成长优于价值。政策与增长预期反复扰动之下，资金涌入“三低”板块，低市盈率、低市净率、低价股指数占优，其余风格指数出现不同程度调整。

经济复苏斜率放缓，政策收紧的概率降低。第一、社零同比增速为负，低于预期;第二、消费非对称复苏，高端消费反弹至高于疫情前水平，必需消费（粮食食品、日用品）反弹但低于疫情前水平，而可选消费（家具、装潢等）处于下跌区间。PMI 服务业从业人员分项处于收缩区间、CPI 服务同比从 0.7%跌至 0%，中低端收入群体的消费能力修复速度较慢；第三、地产投资和销售延续回升趋势，地产后周期的消费却并未出现回升，伴随着近期地产融资端政策的收紧，且未来可能对销售端监管力度趋严，地产对经济的拉动效应或将减弱。经济复苏斜率放缓的背景下，政策继续收紧的可能性很小，金融数据大概率未来继续延续“总量中性，结构优化”的趋势。

“三低”板块的补涨只是估值收敛过程中的一步，行情还没有结束。第一、此前市场所担忧的外围扰动边际影响越来越小，北向资金在波动之后延续持续流入；第二、周中市场出现剧烈波动，但大跌当天也即刻回到收敛状态，成交金额、融资余额等依旧维持高位；第三、上周前两个交易日成长板块的调整已经反映了市场对货币政策收紧担忧的预期，而在经济数据公布之后，军工、食品饮料、计算机等转而领涨，强势板块韧性犹存。

全面牛未至，两端布局，抱紧高景气和低估值。成长股的逻辑来自于充足的流动性水平，价值股的逻辑来自于经济基本面复苏超预期。能否走到全面牛市，取决于两点：1.信用扩张周期能否延续，社融增速长时间维持高增长；2.经济复苏持续稳健。目前来看并不具备这样的条件，这决定了市场还处于强势股震荡，前期滞涨板块补涨的阶段。在此逻辑之下，行业配置建议关注高景气成长和悲观预期已到极致的低估值板块。具体包括：第一、维持推荐高景气成长的行业，包括军工、电子、医药和机械；第二、短期具备“利空出尽”交易属性、抢先布局四季度低估值切换行情且股息率较高的“类债券属性”行业，包括银行、地产和航空。

风险提示：经济复苏不及预期，中美关系恶化

目 录

1. 7 月金融经济数据带来扰动，“三低”板块补涨 3
2. 经济修复的斜率放缓，政策收紧概率降低 5
3. “三低”板块的补涨只是估值收敛过程中的一个部分 7
4. 全面牛未至，抱紧高景气和低估值 9
风险提示 9

插图目录

图 1：上周市场整体大幅回调，创业板跌幅接近 3% ..... 错误!未定义书签。
图 2：成长、周期双下跌，稳定、金融行业趋强 ..... 错误!未定义书签。
图 3：房地产、银行、交运等低估值板块领涨 3
图 4：“三低”指数补涨 3
图 5：新增人民币信贷下滑，不及预期 4
图 6：7 月份社融大幅下滑，不及预期 4
图 7：1-7 月固定资产投资同比下降 1.6% 4
图 8：社零同比增速仍维持负区间 4
图 9：高端消费反弹显著，可选消费仍处下跌区间 5
图 10：7 月 PMI 服务业从业人员指数仍处历史低位 5
图 11：CPI 服务同比由 6 月 0.7%下跌至 0% 6
图 12：房地产投资与销售均处于回升区间 6
图 13：企业、居民户中长期贷款占新增人民币贷款比例升高 6
图 14：美国多次挑起与中国互联网公司争端 7
图 15：北向资金本周净流入 66.65 亿元 7
图 16：成交金额和融资余额仍处于高位 8

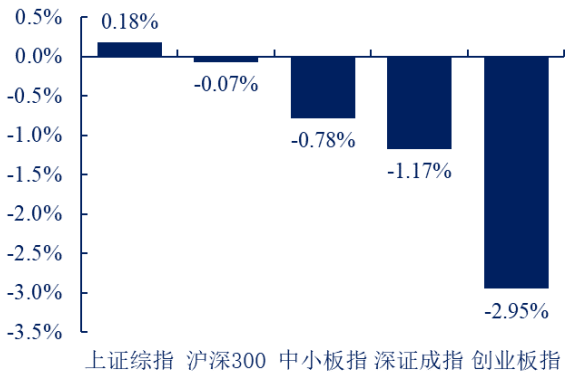
表格目录

表 1：本周前两个交易日成长板块大跌，经济数据发布后军工、食品饮料领涨 8

1. 7 月金融经济数据带来扰动，“三低”板块补涨

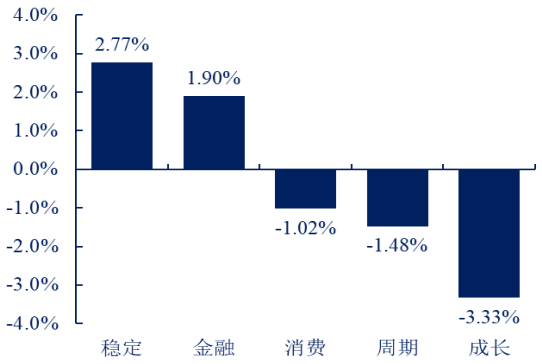
7 月经济和金融数据带来市场扰动，成长与价值均出现波动，“三低”板块补涨（低市盈率、低市净率、低价股指数）。上周市场出现较大波动，整体呈现大规模回调趋势，主要指数仅上证综指上涨 0.18%，创业板指、沪深 300 分别跌 2.95%、0.07%。行业组合来看，成长、周期双走弱，分别下跌 3.33%和 1.48%，稳定与金融等低估值板块涨势较好，分别上涨 2.77%和 1.90%。行业层面，上周涨幅排名前五的板块分别为房地产、银行、交通运输、农林牧渔、电力及公用事业，涨幅分别为 3.79%、2.65%、2.10%、2.07%、1.77%。跌幅排名前五的板块则分别为有色金属、医药、国防军工、综合金融、消费者服务，跌幅分别为-7.89%、-5.40%、-4.74%、-4.48%、-3.41%。风格来看，低市盈率、低市净率、低价股指分别上涨 2.17%、1.79%、0.96%，“三低”指数开始补涨。市场逐步从交易“流动性充裕预期”、转向交易“经济复苏预期”再转向交易“利空出尽板块”。

图1：上周市场整体大幅回调，创业板跌幅接近 3%



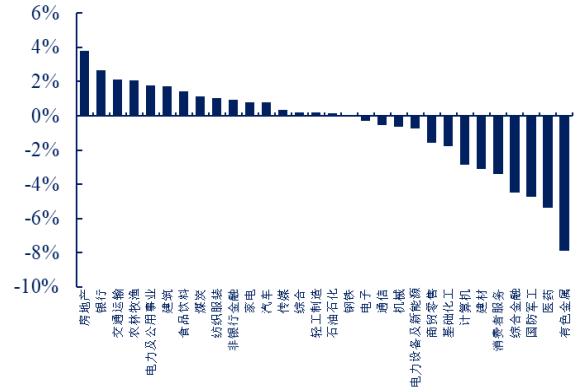
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：成长、周期双下跌，稳定、金融行业趋强



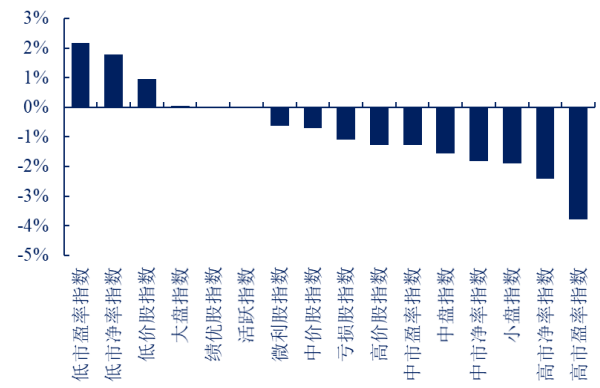
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3：房地产、银行、交运等低估值板块领涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4：“三低”指数补涨

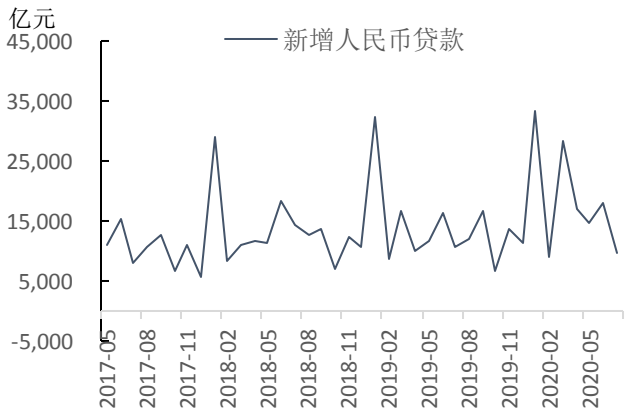


资料来源：wind、东兴证券研究所

本周行情表现与7月经济金融数据发布密切相关。本周公布的7月份金融数据中，新增社会融资总额 1.69 万亿，前值 3.43 万亿，市场预计 1.85 万亿元，社融存量同比增长 12.9%；人民币信贷新增 0.99 万亿，前值 1.81 万亿，市场预计 1.2 万亿；社融与信贷均不达预期。而在 7 月份经济数据中，1-7 月固定资产投资同比下降 1.6%，前值增 5.7%，预期下降 1%；7 月社会消费品零售总额同比下降 1.1%，前值同比增 7.6%，预期增 1.2%；投资与消费均低于预期。

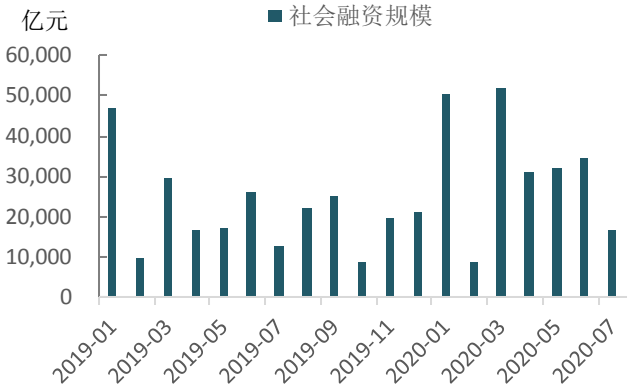
社融和信贷数据见顶的预期导致了前两个交易日成长股调整，而上周五经济数据发布后，复苏不及预期缓解了市场之前关于政策收紧的担忧，市场迎来普涨且成长优于价值。政策与增长预期反复扰动之下，资金涌入“三低”板块，低市盈率、低市净率、低价股指数占优，其余风格指数出现不同程度调整。

图 5：新增人民币信贷下滑，不及预期



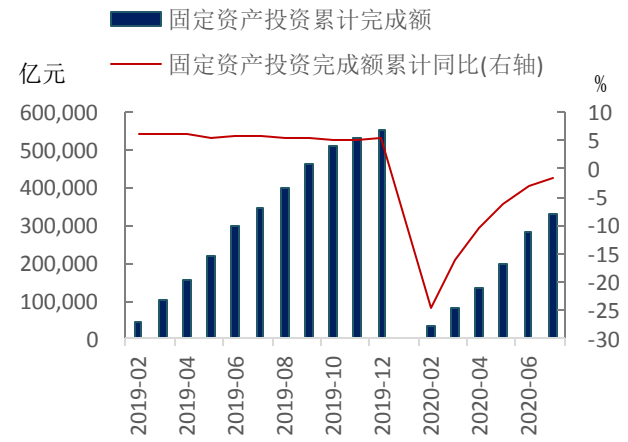
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：7 月份社融大幅下滑，不及预期



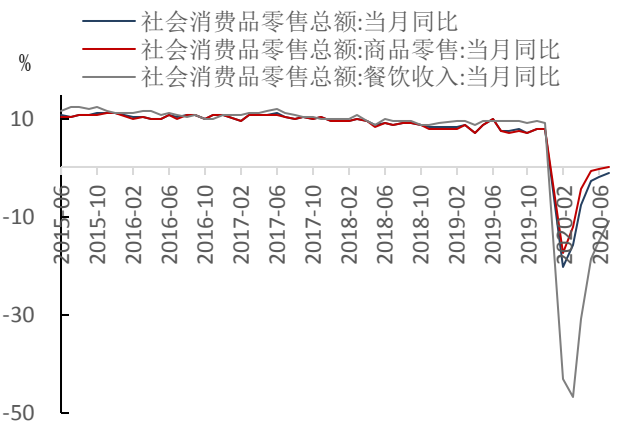
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7：1-7 月固定资产投资同比下降 1.6%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 8：社零同比增速仍维持负区间

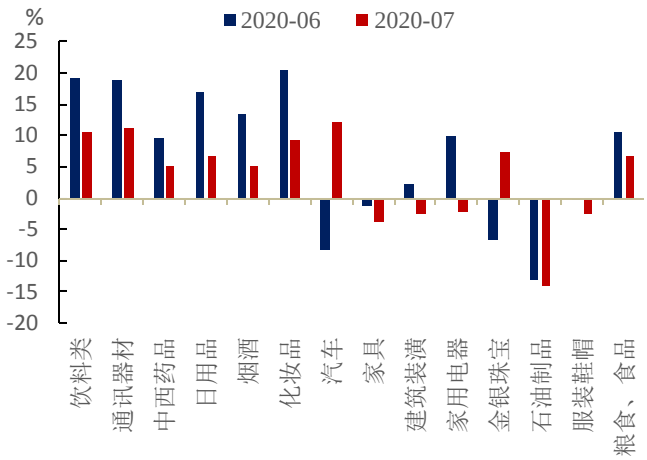


资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 经济修复的斜率放缓，政策收紧概率降低

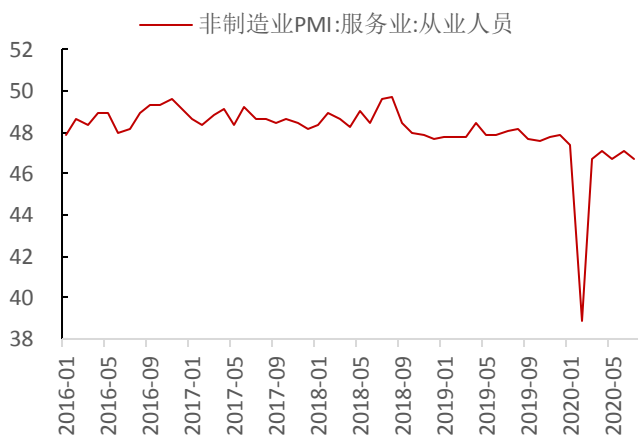
7 月数据预示经济复苏斜率放缓。第一、社零同比增速维持负区间且低于预期，消费弱改善趋势延续。第二、消费非对称复苏，高端消费（汽车、金银珠宝）反弹至高于疫情前水平，必需消费（粮食食品、日用品）反弹但低于疫情前水平，而可选消费（家具、装潢等）处于下跌区间。必需消费方面，限额以上零售额粮油食品类、日用品类、烟酒类和饮料类同比分别增长 6.9%、6.9%、5.0%和 10.7%。高端消费反弹明显，汽车类同比增速大幅回升，达到 12.3%，金银珠宝类商品同比增速达到 7.5%。而另一方面，可选消费品则表现不佳，家具类、建筑装潢类分别下跌 3.9%、2.5%。从 PMI 服务业从业人员分项指标来看，7 月 PMI 服务业从业人员指数为 46.70，处于历史低点，仍低于疫情前水平。另一方面，7 月 CPI 服务同比从 6 月份的 0.7%跌至 0%，整体来看，中低端收入群体的消费能力修复速度较慢。第三、地产投资和销售延续回升趋势，7 月房地产投资额累计同比回升到 3.4%，30 个大中城市商品房成交数也恢复到历史较高水平，但地产后周期的消费却并未出现回升，伴随着近期地产融资端政策的收紧，且未来可能对销售端监管力度趋严，地产对经济的拉动效应或将减弱。

图 9：高端消费反弹显著，可选消费仍处下跌区间



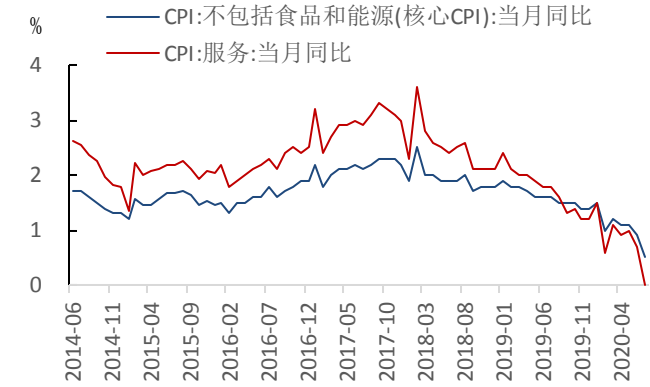
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：7 月 PMI 服务业从业人员指数仍处历史低位



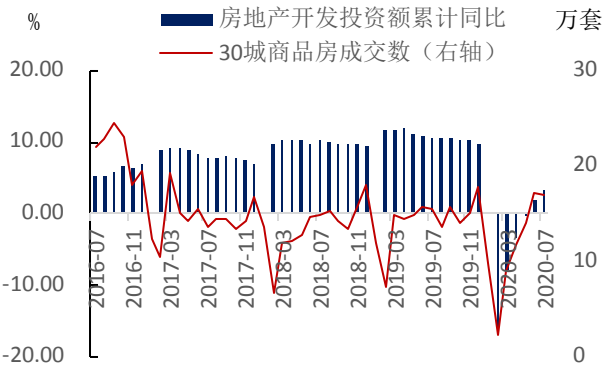
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 11：CPI 服务同比由 6 月 0.7%下跌至 0%



资料来源：wind、东兴证券研究所

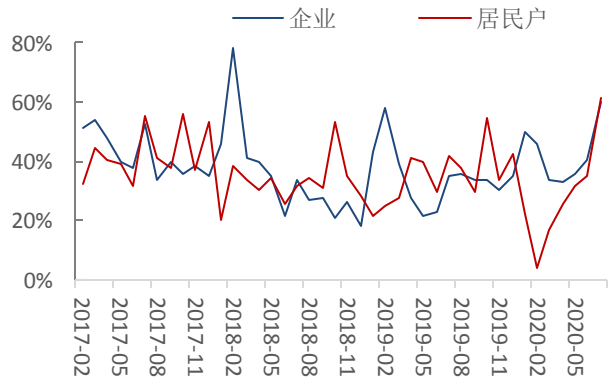
图 12：房地产投资与销售均处于回升区间



资料来源：wind、东兴证券研究所

经济复苏斜率放缓的背景下，政策继续收紧的可能性很小。7 月金融数据整体呈现“总量中性，结构优化”的趋势，人民币信贷中长期贷款比例大幅增加。企业部门来看，整体贷款净增 2645 亿元，其中中长期贷款当月净增 5968 亿元，信贷结构的优化显示出企业信心的恢复；居民信贷来看，以房贷为主的居民中长期贷款净增 6067 亿元，房地产市场景气度回升。在当前经济复苏斜率放缓背景下，“总量中性，结构优化”的趋势预计仍将延续。

图 13：企业、居民户中长期贷款占新增人民币贷款比例升高

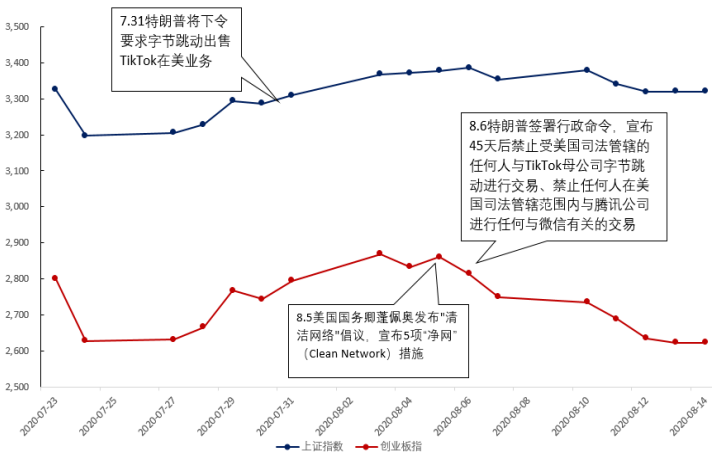


资料来源：wind、东兴证券研究所

3. “三低”板块的补涨只是估值收敛过程中的一个部分

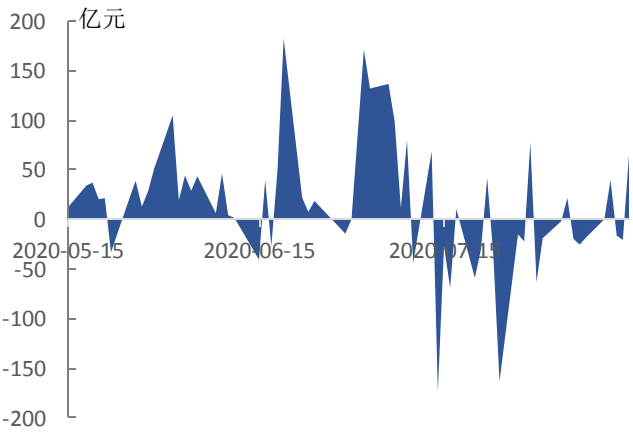
股票市场的行情远未结束，强势板块滞涨、低估值的补涨只是估值收敛的一个部分。第一、此前市场所担忧的外围扰动边际影响越来越小，北向资金依然延续持续流入。自 7 月底以来，美国频繁挑起与中国互联网企业的争端，特朗普下令要求字节跳动出售 TikTok 在美业务，并禁止美国公司与字节跳动、腾讯等进行 TikTok、微信相关交易。8 月 5 日，美国国务卿蓬佩奥发布“清洁网络”倡议，提出包括清洁运营商、应用商店、应用程序、云、海底电缆在内的 5 项措施，意图将中美互联网全面脱钩。该消息发布后，对 A 股市场造成了短暂的冲击，也一定程度上导致了北向资金的净流出。但本周北向资金成交净流入 66.65 亿元，上周的影响并未延续，外围扰动边际影响不大。

图 14：美国多次挑起与中国互联网公司争端



资料来源：wind、东兴证券研究所

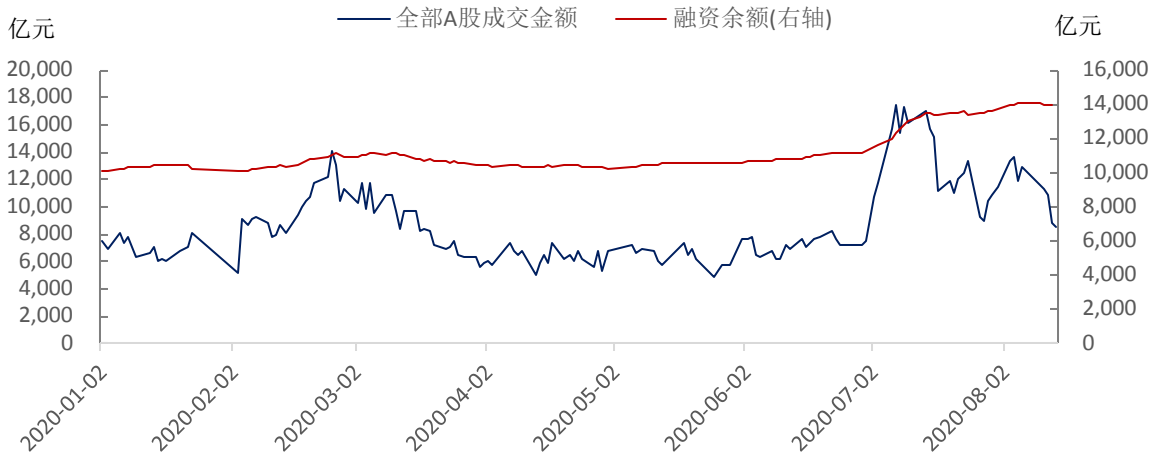
图 15：北向资金本周净流入 66.65 亿元



资料来源：wind、东兴证券研究所

第二、周中市场出现剧烈波动，但大跌当天也即刻回到收敛状态，成交金额、融资余额等依旧维持高位，市场韧性犹存。8 月 12 日，A 股行情大幅波动，创业板指/科创 50/沪深 300/上证综指分别收跌 1.98%/2.23%/0.73%/0.63%，创业板指和上证综指振幅分别达 4.36%和 2.17%。但当天下午开盘跌至最低点后，各板块即纷纷开始回涨，未引起全市场整体恐慌性抛售。此外，成交金额本周均维持在 8000 亿元以上，融资余额则与上周基本持平，维持在 14000 亿元左右，两项指标均处于 2020 年初以来相对高位，投资情绪依然旺盛，市场韧性犹在。

图 16：成交金额和融资余额仍处于高位



资料来源：wind、东兴证券研究所

第三、本周前两个交易日成长板块的调整已经反应了市场对货币政策收紧担忧的预期，电子、计算机等板块纷纷下跌。而在 8 月 14 日经济数据出来之后，军工、食品饮料、计算机等转而领涨，强势板块韧性犹存。

表 1：本周前两个交易日成长板块大跌，经济数据发布后军工、食品饮料领涨

8 月 10 日		8 月 11 日		8 月 12 日		8 月 13 日		8 月 14 日	
涨幅前五	涨幅(%)	涨幅前五	涨幅(%)	涨幅前五	涨幅(%)	涨幅前五	涨幅(%)	涨幅前五	涨幅(%)
建筑	2.74	食品饮料	0.53	房地产	0.96	农林牧渔	2.53	国防军工	3.11
房地产	2.18	农林牧渔	0.44	交通运输	0.84	钢铁	1.30	食品饮料	2.08
轻工制造	1.88	银行	0.27	电子	0.83	商贸零售	1.21	家电	2.02
非银金融	1.45	消费者服务	0.11	银行	0.59	煤炭	1.17	计算机	1.92
家电	1.23			建筑	0.55	轻工制造	0.94	非银行金融	1.91
8 月 10 日		8 月 11 日		8 月 12 日		8 月 13 日		8 月 14 日	
跌幅前五	跌幅(%)	跌幅前五	跌幅(%)	跌幅前五	跌幅(%)	跌幅前五	跌幅(%)	跌幅前五	跌幅(%)
有色金属	-2.82	综合金融	-3.38	国防军工	-5.33	医药	-1.29	农林牧渔	-0.24
国防军工	-1.82	计算机	-3.26	消费者服务	-3.07	有色金属	-0.62	钢铁	-0.02
综合金融	-1.17	有色金属	-2.93	医药	-3.06	银行	-0.54		
消费者服务	-1.17	非银行金融	-2.32	有色金属	-2.19	电子	-0.37		
电子	-0.42	建材	-2.30	建材	-2.00	消费者服务	-0.26		

资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 全面牛未至，抱紧高景气和低估值

全面牛未至，两端布局，抱紧高景气和低估值。成长股增长的逻辑来自于充足的流动性水平，而价值股增长的逻辑则来自于经济基本面复苏超预期。从目前行情来看，能否走到全面牛市，主要取决于两点：1.信用扩张周期能否延续，社融增速在长时间维持高增长；2.经济复苏持续稳健。目前来看货币政策整体较前期有所收紧，社融增速长时间维持高增长可能性不大，而经济复苏斜率较预期更缓，当前市场还并不具备以上两个条件。这决定了市场还处于强势股震荡，前期滞涨板块补涨的阶段。

在此逻辑之下，行业配置建议关注高景气成长和悲观预期已经释放到极致的低估值板块。具体包括：第一、维持推荐高景气成长的行业，包括军工、电子、医药和机械；第二、短期具备“利空出尽”交易属性、抢先布局四季度低估值切换行情且股息率较高的“类债券属性”行业，包括银行、地产和航空。

风险提示

经济复苏不及预期，中美关系恶化

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，担任首席策略研究员。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