2020 年 08 月 10 日

周期第二波：一切还来得及

——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

● **周期攻势，再次开启**

市场表现再次出现结构性分化，在基本面未发生明显变化的背景下，我们认为这意味着风格的切换在逐步深化。今日（8 月 10 日），以建筑装饰、房地产、非银金融为代表的顺周期板块大幅上涨，而医药生物、科技板块则表现相对平淡，上证指数收涨 0.75%，创业板指收跌 0.53%。在上周二（8 月 4 日），市场也出现了类似的表现，我们在当时判断这符合一个经典的经济复苏早期金融股领涨的情形，随着对“U 型复苏”认知的深化，我们看到今日基建与地产产业链领涨市场，再次印证顺周期板块已在立秋后的开工旺季发起第二波攻势。

● **PPI 继续反弹，复苏逻辑再强化**

PPI 持续预期中的反弹，连续两月跌幅收窄，在高温和雨季的不利因素下依然不改反弹趋势；PPI 环比增 0.4%，同比降 2.4%，好于 6 月的同比降 3.0%，**在信用扩张时，PPI 触底反弹预示价值风格将开始全面跑赢，以国证成长-价值滚动区间收益率来衡量，8 月以来，风格已经明显向价值板块切换。**

● **正视中美问题，分清远虑与近忧**

我们在周报《顺周期：风雨后的彩虹》中曾强调，对于中美关系长期悲观和盲目认为“预期钝化”都不可取。对于当下频繁的外部风险事件最好的策略是系统性分清趋势和波动：**一、在历史上中美关系恶化阶段，市场往往出现调整，配置型资金的流入可以帮助确认投资价值（市场未必反弹，但是确认了底部），**目前配置型资金仍然分歧：国内的配置型 ETF 尚未进场，但是北上配置盘开始重新流入，同时买入风格开始变化；**二、2018 年以来国内信用周期的变化是决定冲突下中期市场走势的关键。当下** Shibor 与 DR007 之差的走阔指示了经济真实的信贷需求正在不断改善，货币政策基调依然支持经济修复下的信贷扩张循环。信用回升中股票资产仍然占优，但结构上顺周期板块将更具有明显机会。

● **新的主线已浮出水面，积极布局顺周期**

我们同时注意到，在疫情控制经济走向复苏的预期下，近日大宗商品和对应的资源股票价格却出现了一定幅度的调整，但是以建筑、房地产、家电等接近下游需求为主的板块却出现大幅反弹。我们认为这可能是一个良性的信号，后续大宗品的逻辑正从流动性与供给驱动走向需求驱动，这对中游制造业的利润水平也将构成明显支撑。**在基本面不断验证复苏信号的情况下，我们认为周期性行业的第二波攻势已经开启，**疫情的特殊性将使经济呈现 U 型复苏，开工旺季即将来临，此前纠结的投资者是时候放下迟疑，拥抱周期，推荐顺序为：第一，股价弹性与行情持续性兼备的：**建材、工程机械、建筑；**第二，子行业间景气周期有轮动，建议跟踪价格布局的：**化工；**第三，“弹性”和“持久性”至少占其一的：**房地产、银行、保险、煤炭、有色、钢铁；**第四，顺周期消费可适当布局：**家电、汽车。**

● **风险提示：**中美摩擦加剧；海外疫情超预期恶化。

相关研究报告

《投资策略周报-顺周期：风雨后的彩虹》-2020.8.9

《投资策略点评-旧城之王：顺周期的第二章》-2020.8.4

《投资策略周报-8 月策略：周期的第二波攻势》-2020.8.2

目 录

1、 周期第二波，如期而至 3
2、 PPI 继续反弹，复苏逻辑再强化 3
3、 正视中美问题，分清远虑与近忧 4
4、 新的主线已浮出水面，积极布局顺周期 5
5、 风险提示 6

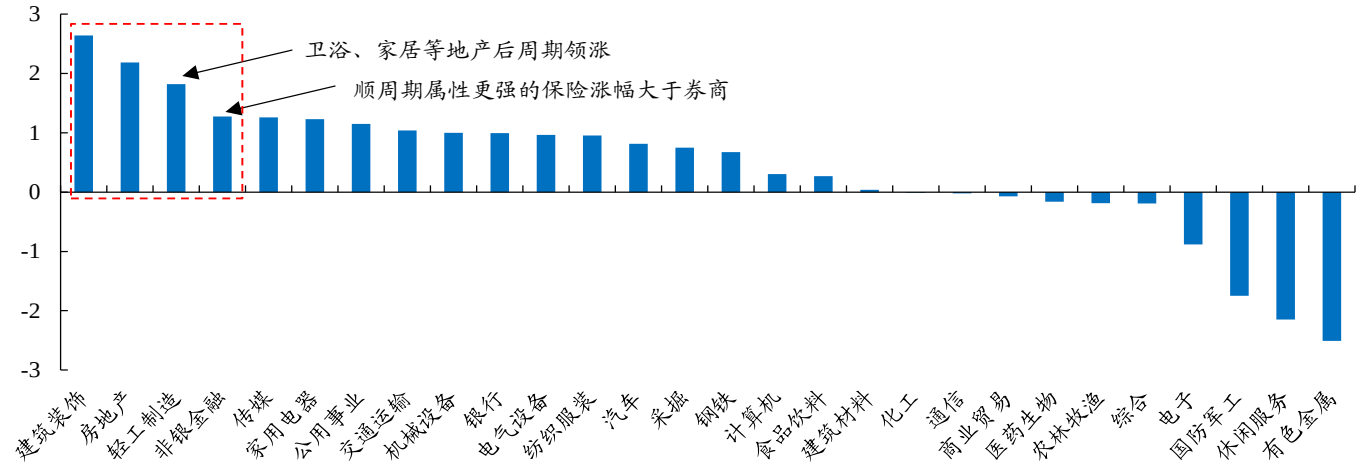
图表目录

图 1： 8 月 10 日，基建与地产产业链领涨市场，顺周期第二波如期而至 3
图 2： 信用扩张时，PPI 触底反弹预示价值风格全面跑赢 3
图 3： 机构配置投资者（个人比例低的 ETF）：2018 年 8 月以后开始净申购；2019 年 7 月开始大幅净申购。 4
图 4： 北上配置型资金：2019 年 5 月以及 2019 年 8 月开始大幅净流入。当下北上资金中的配置项资金开始重新流入 .4
图 5： 5 月下旬，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 4
图 6： 同时可以看到，历史上社融增速提升时伴随着 Shibor 相对 DR007 利差的提升 4
图 7： 军工板块的上涨斜率仅次于 2015 年 7 月的历史最大斜率 5

1、 周期第二波，如期而至

市场表现再次出现结构性分化，在基本面未发生明显变化的背景下，我们认为这意味着风格的切换在逐步深化。今日（8 月 10 日），以建筑装饰、房地产、非银金融为代表的顺周期板块大幅上涨，而医药生物、科技板块则表现相对平淡，上证指数收涨 0.75%，创业板指收跌 0.53%。在上周二（8 月 4 日），市场也出现了类似的表现，我们在当时判断这符合一个经典的经济复苏早期金融股领涨的情形，**随着对“U 型复苏”认知的深化，我们看到今日基建与地产产业链领涨市场，再次印证顺周期板块已在立秋后的开工旺季发起第二波攻势。**

图1：8 月 10 日，基建与地产产业链领涨市场，顺周期第二波如期而至

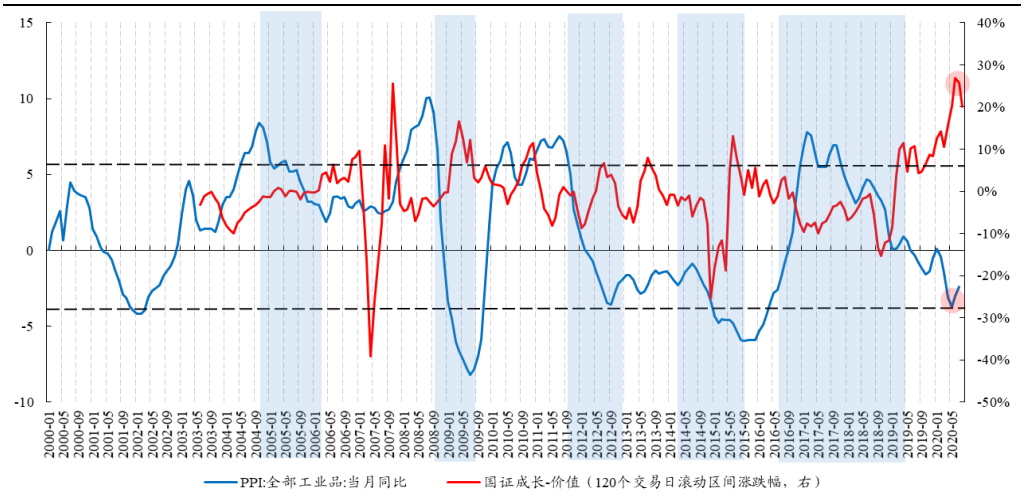


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 PPI 继续反弹，复苏逻辑再强化

PPI 持续预期中的反弹，连续两月跌幅收窄，在高温和雨季的不利因素下依然不改反弹趋势；PPI 环比增 0.4%，同比降 2.4%，好于 6 月的同比降 3.0%，**在信用扩张时，PPI 触底反弹预示价值风格将开始全面跑赢，以国证成长-价值滚动区间收益率来衡量，8 月以来，风格已经明显向价值板块切换。**

图2：信用扩张时，PPI 触底反弹预示价值风格全面跑赢

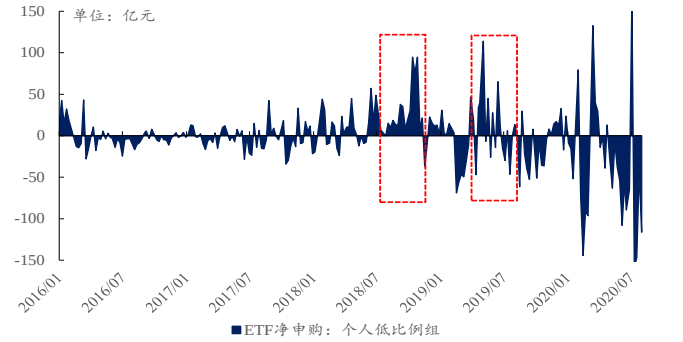


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 正视中美问题，分清远虑与近忧

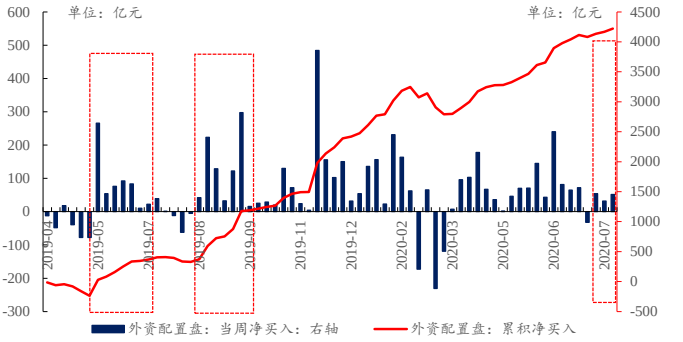
2020 年 8 月以来，频繁的外部风险事件发生再次引发对于中美摩擦升级、外部冲击加剧的担忧，不可否认的是在不同阶段中美关系将成为影响市场的关键变量，但更值得注意的是：**一、在历史上中美关系出现明显恶化且市场经历了一定幅度调整的阶段，往往都有配置型投资者的大幅进场（市场未必反弹，但是确认了底部），**目前配置型资金仍然分歧：国内的配置型 ETF 尚未进场，但是北上配置盘开始重新流入；**二、国内信用周期的变化可能是决定市场走势的中期因素，Shibor 与 DR007 之差的走阔指示了经济真实的信贷需求正在不断改善，**利率上行更多由经济复苏下的资金需求所驱动。在目前货币政策基调下，实体需求的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。信用回升周期中股票市场仍然占优。

图3：机构配置投资者（个人比例低的 ETF）：2018 年 8 月以后开始净申购；2019 年 7 月开始大幅净申购。



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：北上配置型资金：2019 年 5 月以及 2019 年 8 月开始大幅净流入。当下北上资金中的配置项资金开始重新流入



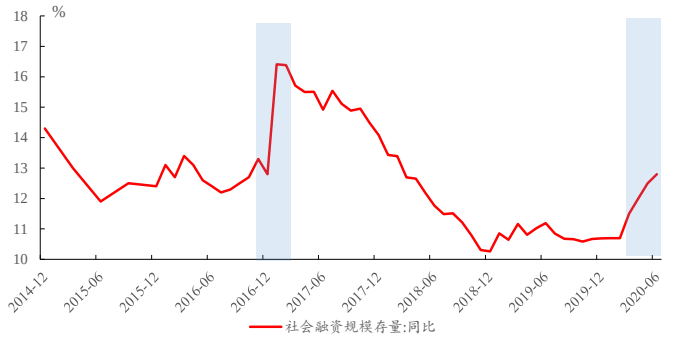
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：5 月下旬，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

图6：同时可以看到，历史上社融增速提升时伴随着 Shibor 相对 DR007 利差的提升

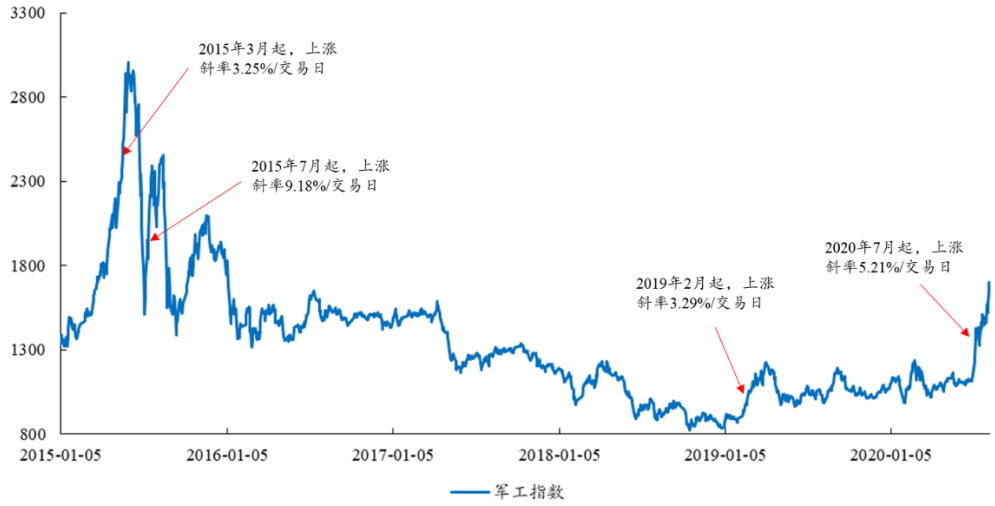


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 新的主线已浮出水面，积极布局顺周期

2020 年 7 月-8 月，市场在前期强势的消费、医药、科技板块，与周期板块之间反复纠结，**当前所处的阶段是：前期强势板块好消息已经被定价，其引领市场的潜在动力尚需找寻，而新晋的军工板块短期继续承载大规模资金腾挪的空间有限。**虽然国防军工板块在估值、机构配置水平以及长期逻辑上相对完美，但目前上涨的斜率已经超过 2015 年 7 月 V 型反弹时的水平，我们对此保持乐观，但行情的继续演绎大概率需要等待。

图7：军工板块的上涨斜率仅次于 2015 年 7 月的历史最大斜率

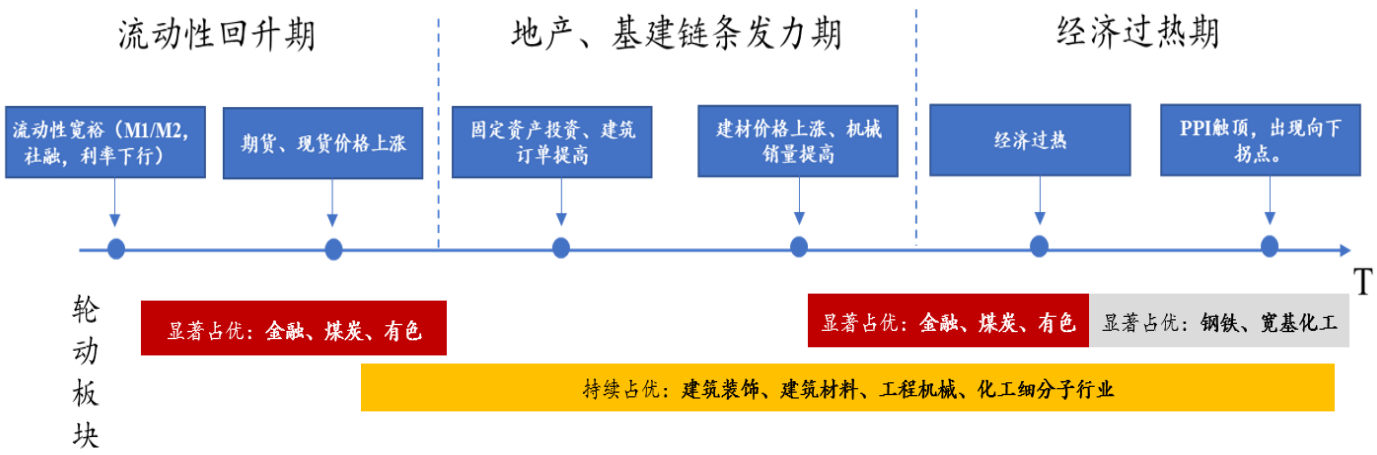


数据来源：Wind、开源证券研究所

我们同时注意到，在疫情控制经济走向复苏的预期下，近日大宗商品和对应的资源股票价格却出现了一定幅度的调整，但是以建筑、房地产、家电等接近下游需求为主的板块却出现大幅反弹。我们认为这可能是一个良性的信号，**后续大宗品的逻辑正从流动性与供给驱动走向需求驱动，这对中游制造业的利润水平也将构成明显支撑。**

在基本面不断验证复苏信号的情况下，我们认为周期性行业是最具性价比的板块，疫情的特殊性使复苏验证的空档期缩短，金秋已至，迎来年内第二个开工旺季之时，顺周期板块轮动重启，我们从“弹性”和“持续性”两个维度来选择占优的行业，推荐顺序为：第一，股价弹性与行情持续性兼备的：**建材、工程机械、建筑；**第二，子行业间景气周期有轮动，建议跟踪价格布局的：**化工；**第三，“弹性”和“持久性”至少占其一的：**房地产、银行、保险、煤炭、有色、钢铁；**第四，顺周期消费可适当布局：**家电、汽车。**

图8：行业轮动的顺序与信号



资料来源：开源证券研究所

5、 风险提示

中美摩擦加剧；海外疫情超预期恶化。

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