东兴证券 DONGXING SECURITIES

钟摆回落，热点扩散

2020 年 8 月 9 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：

热点扩散至高景气成长板块。8 月月报推荐行业组合在首周收益率为 3.79%，相对沪深 300 超额收益 3.51%，相对创业板指超额收益 5.41%。首推军工板块以 17.62%的收益率领涨全市场。今年行情驱动力是增量资金源源不断流入，1-3 月份资金集中抱团“对疫情免疫”的 TMT，4-6 月份开始扩散到医药、电新和食品饮料，7、8 月份进一步传导到有色、军工、化工和机械。类似的信号在过去也曾发生过，2019Q1 率先上涨的是 A50 和沪深 300（经济复苏信号改变盈利预期），2014 年下半年率先上涨的是周期（一带一路、基建发力）。流动性驱动的行情带来的并不只是简单的低估值板块上涨，而是市场对“更大想象空间、更长远期愿景”的板块的重定价。

钟摆回落，热点扩散。如果今年上半年的单边成长行情是最高盈利预期的板块估值的钟摆推向极致，那么 7 月以来热点扩散、“次优”盈利预期的板块上涨就是钟摆回归到正常水平的过程。8 月第一周行业轮动频次提升到日度。**结构牛市和全面牛市的差异主要体现在行情的第三阶段，当前还处于第二阶段。**行情演绎的一般规律是：阶段一、资金抱团成长性预期最高的板块，形成第一批强势板块（今年上半年）；阶段二、资金退而抱团次优成长、前期滞涨的板块（7 月以来）；阶段三、强势板块回调行情结束或强势板块震荡上行带来低估值板块全面上涨。从换手率、成交金额、波动率、杠杆水平和风险资产特征等几个维度，与过去两次从第二阶段向第三阶段转化时期进行对照，当前还处于第二阶段的中期。从第二阶段向第三阶段转变需要有宏观环境的拐点出现，当前并不具备，我们预计热点扩散的趋势会延续到 9 月。

这个阶段的波动和分化加大会是常态，继续抱紧高景气成长。当前的宏观环境基调已经确定是“复苏初期+积极财政政策+中性偏紧的货币政策”，短期内不会发生变化，市场也尚有成长性好的主线未被充分挖掘。行业配置上继续推荐月报的三条主线。主线一、既有长期逻辑又有短期催化剂的板块，包括军工、电子和医药；主线二、受益于经济复苏而有持续成长性的行业，包括机械、化工和有色；主线三、中报业绩有惊喜的细分领域或个股，包括石化、家电。

外资的加速流入可能成为启动第三阶段的信号。近期人民币兑美元创下近 5 个月新高水平。源于两个因素，其一、美国在本轮全球货币宽松周期中力度最大，美元走弱趋势确立；其二、中国宏观经济已处于复苏初期向中期过渡阶段，美国经济走弱，中美利差保持高位。虽短期因中美关系的不可预测性或将影响外资流入趋势，但人民币相对美元中期走强趋势确立，这将给以人民币计价的资产估值形成支撑。密切关注外资增配的板块。

风险提示：政策推进不及预期，疫情发展超出预期，中美关系恶化

目 录

1. 八月延续热点扩散行情，行业轮动频次提升至日度 3
2. 钟摆回落，当前处于行情演绎阶段二 5
3. 阶段波动、分化预计成常态，继续抱紧高景气成长 8
4. 外资的加速流入可能成为启动第三阶段的信号 9
风险提示 11

插图目录

图 1： 所有中信一级行业 8 月首周涨跌幅 3
图 2： 8 月月报推荐行业涨跌幅 3
图 3： 今年以来主要代表性行业轮番上涨 6
图 4： 波动率处于历史高点，但自 7 月中旬有所回调 7
图 5： 成交金额已达到 13 年以来高位 7
图 6： 换手率处于高位但低于历史峰值 7
图 7： 短端利率持续下行，融资余额高速增长 8
图 8： 信用利差自 7 月中旬开始大幅下降 8
图 9： 美国新冠肺炎累计确诊人数已近 500 万且仍高速增长 9
图 10： 中美利差仍处于高位 9
图 11： 人民币对美元汇率持续走强，美元持续延续下跌 10
图 12： NDF 隐含升值未负却绝对值处于增长趋势 10
图 13： 7 月中旬以来，北向资金大额开始流出 10
图 14： 北向资金 8 月继续向成长性周期行业流入，并从 7 月重仓的医药、非银等流出 11

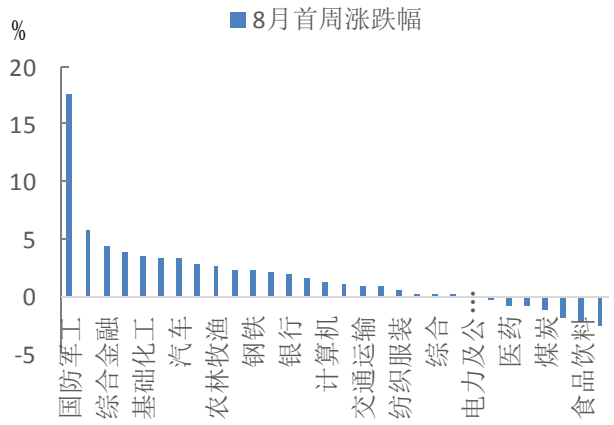
表格目录

表 1： 所有行业在八月第一周的每日涨跌幅 4
表 2： 成交金额前 100 的公司分布前 5 的行业 5

1. 八月延续热点扩散行情，行业轮动频次提升至日度

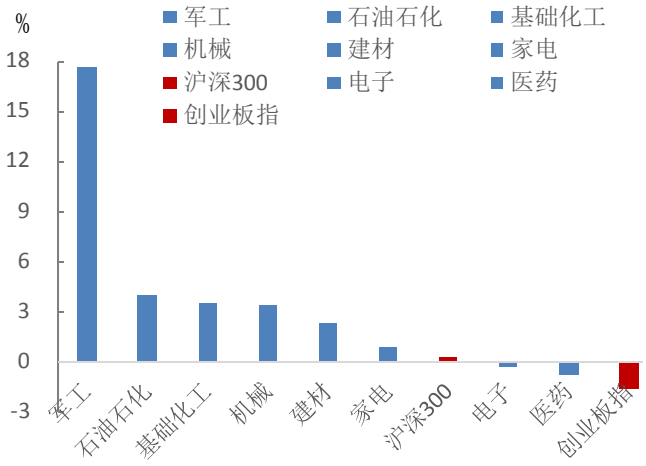
八月份开始，热点扩散至高景气成长板块。我们在 8 月月报中推荐的行业组合在首周收益率为 3.79%，相对沪深 300 超额收益 3.51%，相对创业板指超额收益 5.41%，其中首推的军工行业以 17.62%的收益率领涨全市场。8 月金股组合在首周收益率为 1.59%，相对沪深 300 超额收益 1.31%，相对创业板指超额收益 3.21%。从市场表现来看，本周 A 股震荡加剧，主板表现较好，创业板表现较弱，沪深 300 微涨 0.27%，而创业板指下跌-1.63%。行业来看，中信 30 个行业中，22 个行业上涨，8 个行业下跌。涨幅居前的行业有国防军工、有色金属、综合金融、石油石化、基础化工、机械、汽车、轻工制造、农林牧渔等，上涨幅度分别为 17.62%、5.71%、4.41%、3.92%、3.43%、3.35%、3.25%、2.79%、2.57%；而跌幅居前的行业有消费者服务、食品饮料、传媒、煤炭、商贸零售、医药、电子、电力及公用事业，分别下跌-2.58%、-2.22%、-1.82%、-1.15%、-0.91%、-0.81%、-0.36%、-0.14%。

图1：所有中信一级行业 8 月首周涨跌幅



资料来源：wind、东兴证券研究所

图2：8 月月报推荐行业涨跌幅



资料来源：wind、东兴证券研究所

8 月的第一周市场加速的热点快速扩散过程，板块轮动加剧，轮动频次甚至可以达到日度级别。我们在 8 月月报中提出了“7 月份是由单边成长转向热点扩散的转折点，筹码由集中转向分散。热点快速轮动，当期涨幅最大的基本上是前一期跌幅最大或者至少是表现不佳对的板块”。8 月第一周是热点扩散的延续，热点轮动频次甚至到了日度。如 8 月 4 日大跌的军工、电子行业在 8 月 5 日即迎来较大幅度增长。8 月 5 日跌幅较大的银行、非银、房地产又在 6 日大幅上涨。

表1：所有行业在八月第一周的每日涨跌幅

板块	2020/8/3	2020/8/4	2020/8/5	2020/8/6	2020/8/7
石油石化	0.806	0.9639	0.3074	0.2346	-1.3256
煤炭	1.6863	-0.5056	-0.2559	-0.1535	-1.5396
有色金属	1.9206	0.0335	2.3526	3.024	-1.6329
电力及公用事业	1.5221	-0.0588	-0.3659	-0.4408	-0.9916
钢铁	1.8226	0.0377	0.2377	0.621	-1.3054
基础化工	3.0292	-0.3153	1.3573	0.2509	-0.1847
建筑	1.5769	1.0524	-0.8271	0.2935	-0.7027
建材	2.4224	0.1217	0.2898	0.2913	-0.4485
轻工制造	2.5138	-0.0271	1.1483	-0.3537	-1.264
机械	2.8749	-0.2431	0.793	0.0515	-0.5336
电力设备及新能源	2.9396	-1.0446	1.0786	-0.7315	-0.7057
国防军工	7.0548	-2.3449	3.3968	3.278	2.0014
汽车	3.1766	0.1422	0.1679	0.2312	-0.3919
商贸零售	2.2424	-1.0671	0.6189	-0.5546	-0.7435
消费者服务	1.7903	0.3682	0.6379	0.1363	1.1269
家电	2.8931	-0.6534	0.9628	-0.8948	-0.1281
纺织服装	1.9484	-0.3472	1.006	-0.6146	-1.2628
医药	2.581	-1.0934	1.0715	-0.8676	-1.2129
食品饮料	1.7206	-0.4857	1.427	-1.7916	-1.1698
农林牧渔	2.6519	-0.0898	3.6530	-1.9163	-0.4434
银行	0.5101	1.5168	-1.0337	0.2739	-0.6888
非银行金融	2.493	0.5598	-0.9446	2.1232	-2.7209
房地产	2.255	1.0161	-1.2054	0.1553	-1.0585
综合金融	3.0894	0.9249	-0.1302	1.1496	-2.6291
交通运输	2.4006	0.444	-0.6152	-0.0402	-0.7267
电子	2.9928	-1.5677	1.1987	0.9065	-2.297
通信	2.5921	-0.944	0.3199	-0.4598	-1.6766
计算机	3.5515	-0.5875	1.0697	0.4929	-2.4324
传媒	2.7025	-0.8077	0.3376	-1.3429	-1.3696
综合	1.7878	-0.1081	0.7245	0.1407	-0.8387

资料来源：wind、东兴证券研究所

热点轮动的背后，依赖的是增量资金源源不断流入，这是今年以来行情的主要驱动力。1-3 月份资金集中抱团“对疫情免疫”的 TMT，4-6 月份开始扩散到医药、电新和食品饮料，7、8 月份进一步传导到有色、军工、化工和机械。类似的事情在过去也曾发生过，2019Q1 率先上涨的是 A50 和沪深 300（经济复苏信号改变盈利预期），2014 年下半年上涨的是周期（一带一路、基建发力）。所以，流动性驱动的行情带来的不是简单的低估值板块上涨，而是市场对“更大想象空间、更长远期愿景”的板块的重定价。

表2：成交金额前 100 的公司分布前 5 的行业

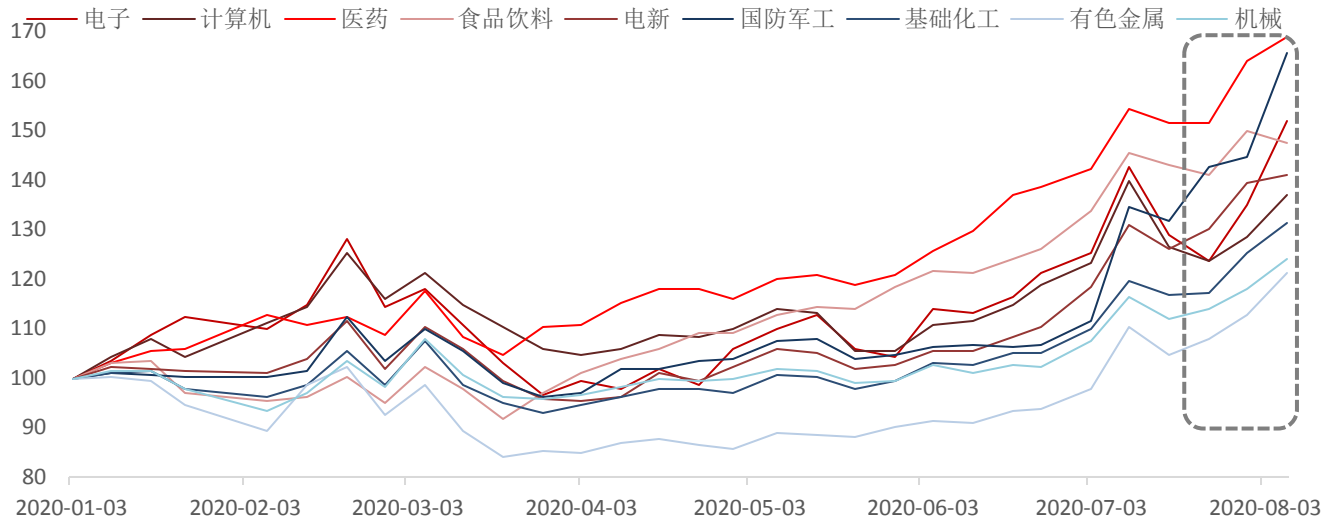
1 月		2 月		3 月		4 月	
行业	个数	行业	个数	行业	个数	行业	个数
电子	30	电子	27	电子	24	电子	21
计算机	12	计算机	13	计算机	14	医药	15
非银金融	8	非银金融	8	非银金融	9	计算机	12
传媒	6	电新	7	通信	8	电力设备及新能源	7
农林牧渔	5	医药	7	医药	7	非银金融	7
5 月		6 月		7 月		8 月 1 日-8 月 7 日	
行业	个数	行业	个数	行业	个数	行业	个数
电子	30	电子	29	电子	20	电子	19
医药	12	医药	16	非银金融	20	医药	14
计算机	10	非银金融	8	医药	10	非银金融	10
电新/非银/医药/有色	6	计算机	6	计算机	9	国防军工	8
		传媒/电新/食品饮料/通信	5	食品饮料/有色	6	电力设备及新能源	6

资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 钟摆回落，当前处于行情演绎阶段二

结构牛市和全面牛市的差异主要体现在行情的第三阶段，当前还处于第二阶段。行情演绎的一般规律是：阶段一、资金抱团成长性预期最高的板块，形成第一批强势板块（今年上半年）；阶段二、资金退而抱团次优成长、前期滞涨的板块（7 月以来）；阶段三、强势板块回调行情结束或强势板块震荡上行，低估值板块全面上涨。

图3：今年以来主要代表性行业轮番上涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

（以初始日值为 100）

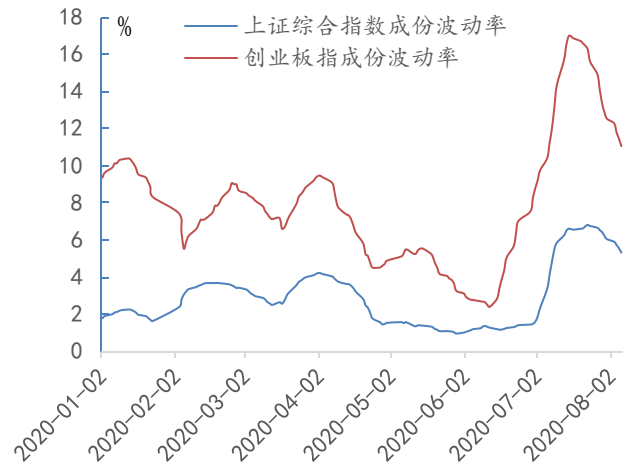
参照历史来看，2014 年和 2019 年是行情从第二阶段向第三阶段过渡的两个转向的典型代表。1）2014 年的全面牛市，依赖的是持续不断有长期的、不可证伪的逻辑主线，2014 年下半年降准降息货币宽松带动蓝筹率先起舞，2015 年初创新创业的提出给了成长板块补涨的机会；2）2019 年的结构性牛市，一季度的行情起于亮眼的宏观经济数据叠加改革预期，二季度开始，经济金融数据走弱，强势板块下跌带动市场集体调整导致行情终结。所以宏观环境组合是否出现变化，市场是否具备长期持续的逻辑是阶段三分化的基础。

今年上半年的单边成长行情是最高盈利预期的板块估值的钟摆推向极致，那么 7 月以来热点扩散“次优”盈利预期的板块上涨是钟摆回归到正常水平的过程，目前这个过程还尚未结束。

我们从换手率、成交金额、波动率、融资金额（杠杆资金）、信用利差与过去两次做对比。过去两次行情中，换手率、成交金额、波动率等指标均在短期内迅速增长，达到峰值，然后震荡下行。2014 年末上证综指、创业板指换手率峰值为 4.48%、4.42%，2019 年 3 月末为 2.63%、5.30%；2014 年末波动率峰值分别为 1.24/0.78，2019 年 3 月末为 0.75/1.65。本次行情峰值与两次历史走势非常相近，短期迅速增长，7 月 7 日达到峰值，换手率峰值 2.97%、3.69%，整体上低于前两次；波动率峰值 0.81、2.54，整体上高于前两次。之后本轮行情开始震荡下行。而当前换手率、成交额和波动率分别为 1.83/5131.99 亿元/0.65，指标处于震荡下行期间但仍位于高位，类似于 2015 年 1 月初以及 2019 年 4 月初情况。从融资金额来看，2014 年末融资金额上涨行情中，峰值一度在 2015 年年中达到 20000 亿。而当前短端利率已处于历史低点，隔夜 SHIBOR

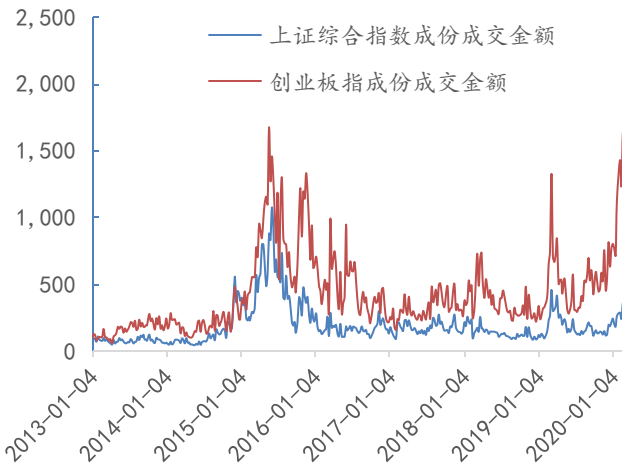
仅为 1%左右，但目前融资金额约为 14000 亿元，距历史峰值还有一定距离。而信用利差方面，2014 年末与 2019 年 3 月末均出现了利差的下行，本次行情中，7 月上旬以来信用利差同样呈下行趋势，但并未到低点的位置。与历史数据对比，当前还处于第二阶段的中期。从第二阶段向第三阶段转变需要有宏观环境的拐点出现，当前并不具备，我们预计热点扩散的趋势会延续到 9 月。

图4：波动率处于历史高点，但自 7 月中旬有所回调



资料来源：wind、东兴证券研究所

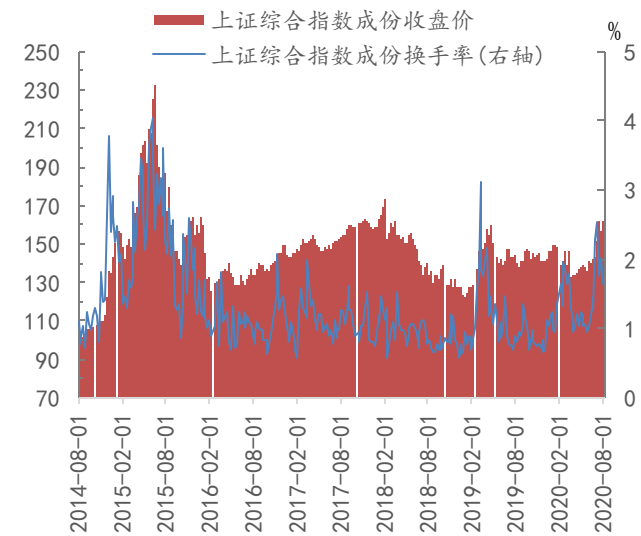
图5：成交金额已达到 13 年以来高位



资料来源：wind、东兴证券研究所

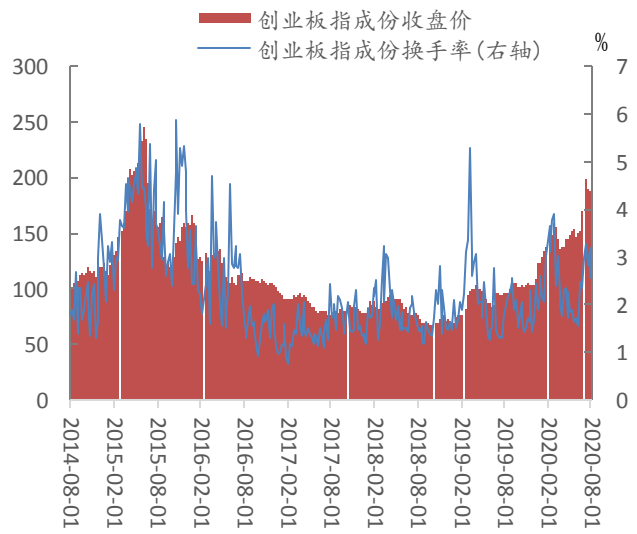
（以初始日成交额设为 100）

图6：换手率处于高位但低于历史峰值



元

资料来源：wind、东兴证券研究所



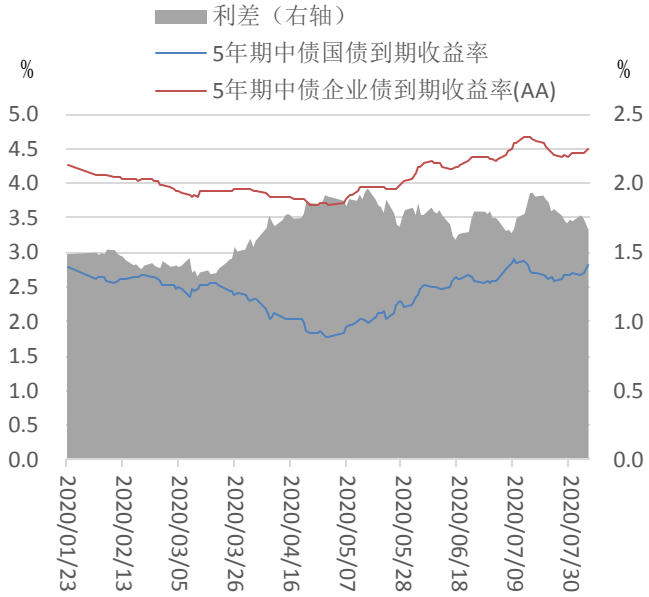
元

图7：短端利率持续下行，融资余额高速增长



资料来源：wind、东兴证券研究所

图8：信用利差自 7 月中旬开始大幅下降



资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 阶段波动、分化预计成常态，继续抱紧高景气成长

宏观环境基调已经确定是“复苏初期+积极财政政策+中性偏紧的货币政策”，市场也尚有成长性好的主线未被充分挖掘。7 月 30 日的政治局会议定调，二季度经济复苏超预期，着重强调宏观政策要落地见效。从表述来看，货币政策整体中性偏紧，会议删除了降准降息的表述，强调推动融资成本下滑。而另一方面，会议则继续强调财政政策积极，同时还增加了“注重实效”，从财政政策到实体经济的传导将继续强化。

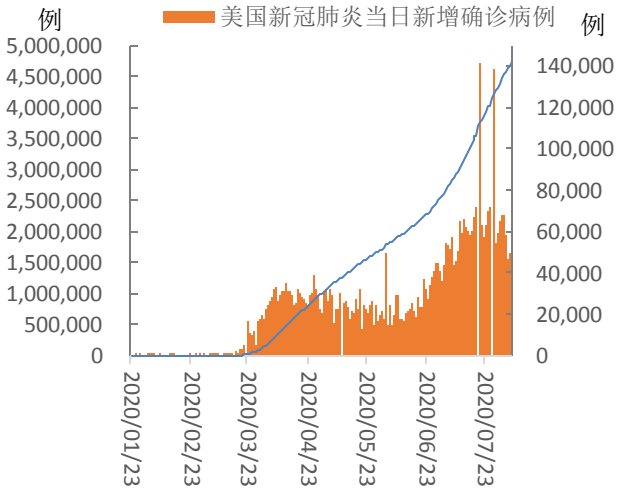
行业配置上继续推荐月报的三条主线。主线一、既有长期逻辑又有短期催化剂的板块，包括军工、电子和医药，这些行业代表转型升级方向，既有业绩也有想象力，近期的催化剂也进一步加大了这些行业的胜率，包括军工行业的军费投入增加、电子行业的国产替代和医药行业的疫苗概念等；主线二、受益于经济复苏而有持续成长性的行业，包括机械、化工和有色；主线三、中报业绩有惊喜的细分领域或个股，包括石化、家电。

4. 外资的加速流入可能成为启动第三阶段的信号

美国担任本轮宽松主角，美元持续走弱，人民币短期强势，人民币资产价格重估。本周离岸、在岸人民币对美元汇率双双突破 6.95 大关，7 日收盘价报 6.9435、6.9441，达到近 5 个月新高水平，这主要是源于两个因素：其一、美国是在本轮全球货币宽松周期中力度最大，美元走弱趋势确立；全球主要四大经济体中，近期货币供应量增速最快、增幅最大的是美国。美国在疫情期间大量释放流动性，导致美元走弱，美元指数下跌至近两年最低点，8 月 7 日收盘价仅为 92.79。

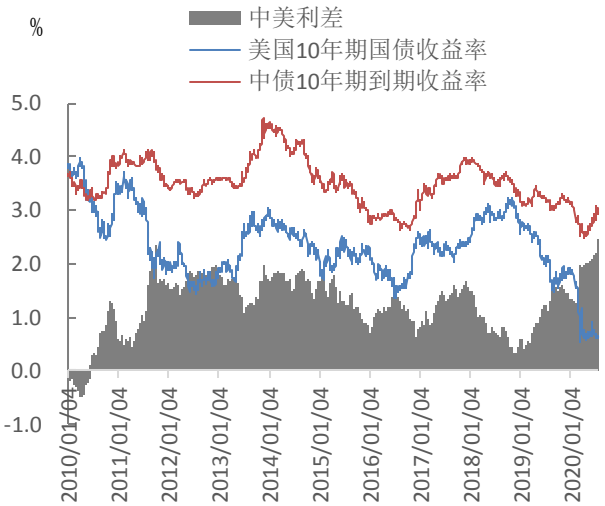
而另一方面，中国宏观经济已处于复苏初期向中期过渡阶段，美国受疫情反复经济走弱，中美利差保持高位。虽短期因中美关系的不可预测性或将影响外资流入趋势，但人民币相对美元走强趋势已经确立，这将给以人民币计价的资产估值形成支撑。

图9：美国新冠肺炎累计确诊人数已近 500 万且仍高速增长



资料来源：wind、东兴证券研究所

图10：中美利差仍处于高位



资料来源：wind、东兴证券研究所

图11：人民币对美元汇率持续走强，美元持续延续下跌



资料来源：wind、东兴证券研究所

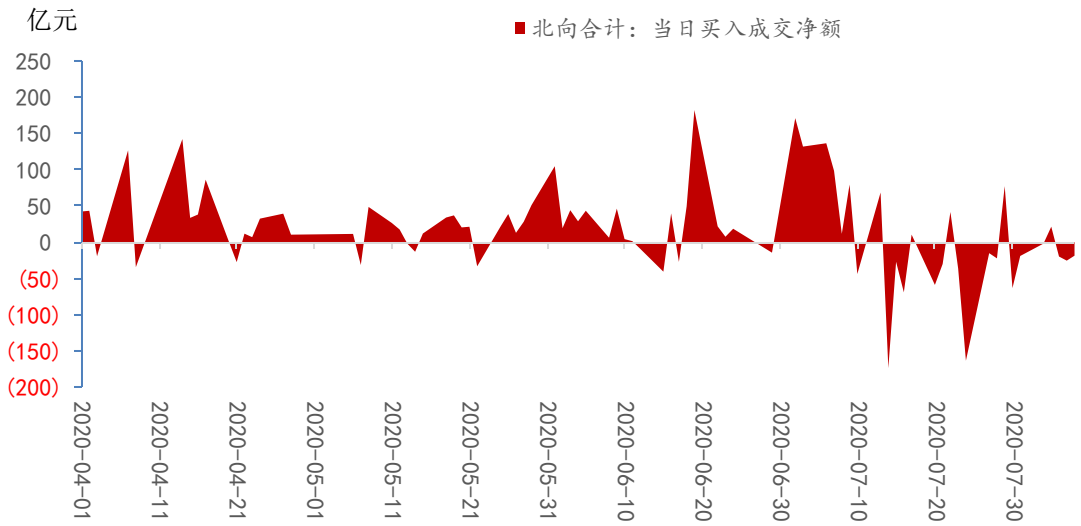
图12：NDF隐含升值未负却绝对值处于增长趋势



资料来源：wind、东兴证券研究所

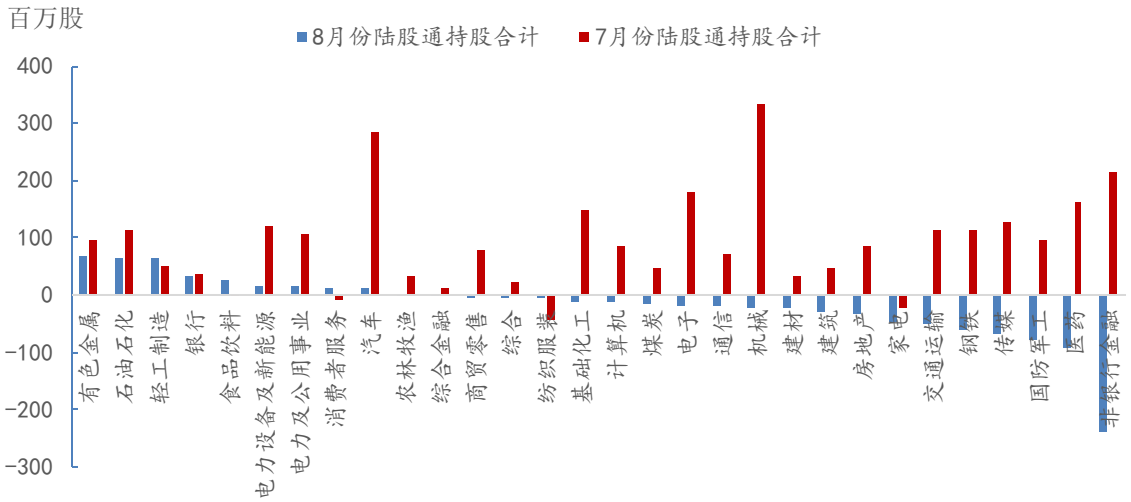
外资增配板块值得密切关注。从北向资金流向来看，7月份，汽车、非银等受到外资追捧，电子、医药等高成长预期的强势板块依旧受到青睐，同时外资开始积极布局机械、化工、有色等周期性板块。而从8月北向资金流动来看，外资配置出现了较大变动，前期受到追捧的强势行业如非银、电子、医药等均出现大幅回调，资金开始更多流向具有成长性的周期行业，如有色、机械和化工等。

图13：7月中旬以来，北向资金大额开始流出



资料来源：wind、东兴证券研究所

图14：北向资金 8 月继续向成长性周期行业流入，并从 7 月重仓的医药、非银等流出



资料来源：wind、东兴证券研究所

风险提示

政策推进不及预期，疫情发展超出预期，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