2020 年 07 月 28 日

“行业轮动”的宏观逻辑

——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨为敦（分析师）
yangweixiao@kysec.cn
证书编号：S0790520050002

回溯历史来看，“行业轮动”多和基本面及基本面预期的相对变化有关；当前，宏观环境仍有利于权益类资产，多关注盈利修复确定性较强的板块个券。

● **伴随经济底、政策底夯实，近期转债随权益市场上行，出现“行业轮动”迹象**

近期股市、转债上涨，背后的宏观逻辑是经济底、政策底夯实背景下，资金风险偏好的持续改善。随着疫情平复、经济活动恢复，4 月以来经济进入渐进修复通道。3 月和 4 月政治局会议定调“稳增长”，5 月两会等重要会议召开，“政策底”也逐步夯实。伴随双底确认，信用环境、经济行为恢复，资金风险偏好持续改善。**期间，行业表现出现“轮动”迹象，周期、金融阶段性大幅上涨、强于成长和消费，引发市场对“行业轮动”的讨论。**4 月初到 6 月底，消费和成长板块的涨幅持续居前，涨幅约分别接近 24%、20%，而周期和金融行业表现较差，涨幅均不到 10%。6 月 30 日以来，周期、金融板块强势上行，涨幅一度超过成长、消费。

● **回溯历史，“行业轮动”的出现，和基本面及基本面预期的相对变化息息相关**

2009-2010、2016-2017 年的行业轮动方向，均和板块盈利的相对变化一致。2009 年底，为抑制经济过热、通胀高企，货币政策、地产政策逐步收紧，同时新医改实施、智能手机兴起，带动消费、成长相对周期行业的盈利大幅改善；期间，医药、食饮、电子等消费、成长行业持续跑赢。类似的，2017 年全球贸易复苏带动出口超预期、棚改“去库存”使得地产产业链维持高景气；期间，家电、食饮等消费行业相对周期的盈利持续改善，带动消费板块迎来长达一年的结构性行情。**2014 年下半年，强势板块从成长转向周期，或缘于估值极端分化下，市场对部分周期行业的基本面预期有所改善。**2014 年，经济延续 2012 年、2013 年的下行趋势，下半年连续降准降息、放松地产。同时，“一带一路”、“经济金融改革”相关政策陆续出台，部分周期、金融行业的盈利预期有所改善。彼时，周期、金融行业相对估值亦处于较低位置。基本面预期变化及估值极端分化下，以建筑、交运、非银等为代表的周期、金融板块 2014 年下半年持续跑赢成长、消费。

● **未来一段时间，资金风险偏好有望继续维持，可关注盈利修复较为确定的板块**

未来一段时间，经济环境和政策组合仍利于权益类资产，资金风险偏好有望继续维持。下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。与财政政策配合，货币政策推动信用修复的大方向没有变；4 月下旬以来货币市场利率抬升，只是流动性环境回归常态、并非转向，中短期转向的可能性也较低。**关注盈利修复较为确定的板块：1)对政策敏感的周期性较强的板块；2)代表未来的成长方向。**伴随信用修复，对政策敏感的周期性较强的行业盈利修复弹性更大；例如受益于财政支出加快，基建链公司业绩或将改善。中长期看，“转型”是近年最重要宏观逻辑；以 5G、新能源汽车等为代表的新兴产业景气度或继续维持。

● **风险提示：**新冠疫情失控，政策出现大幅调整。

相关研究报告

《宏观经济专题-货币、信用环境的常见误读》-2020.7.26

《宏观经济专题-历史上选情不利时，美国在任总统做过什么？》-2020.7.26

《宏观经济点评-“每周三问”系列（一）政策环境转向了吗？》-2020.7.24

目 录

1、 经济预期修复背景下，转债随正股上行、行业出现轮动迹象 4
1.1、 估值“主动+被动”压缩后，转债股性增强，市场核心矛盾回到正股 4
1.2、 伴随“双底”夯实，转债随正股上行，行业表现出现“轮动”迹象 5
2、 回溯历史，股市的“行业轮动”受基本面及预期变化等影响 7
2.1、 经验显示，权益市场的“行业轮动”多和基本面及预期变化等有关 7
2.2、 2010&2017 轮动与盈利变化有关，2015 或主因预期调整、估值分化 8
3、 宏观环境利于权益类资产，关注盈利修复较为确定的板块 12
3.1、 广义财政支出加快等，带动信用环境修复，市场风险偏好或延续 12
3.2、 未来一段时间，关注盈利修复更为确定的部分周期、成长板块个券 14
4、研究结论 15
5、风险提示 16

图表目录

图 1： 5 月，转债估值经历了“主动”压缩 4
图 2： 5 月份，“主动”压估值个券占比大幅提升 4
图 3： 6 月初以来，转股溢价率“被动”压缩 5
图 4： 6 月初以来，个券的转股溢价率多“被动”压缩 5
图 5： 相对 4 月底，当前的转股溢价率大幅压缩 5
图 6： 近期股市和转债市场的大幅上涨，反映的是“经济底、政策底”夯实后的信用修复逻辑 6
图 7： 生产行为修复较早，3 月以来明显改善 6
图 8： 近期，新成立的股基规模占比持续提升 7
图 9： 近期，北上资金加速流入 7
图 10： 近期，周期、金融行业的表现一度强于成长、消费 7
图 11： 市场出现明显行业轮动的时间段主要有 2009-2010 年、2013-2015 年以及 2016-2017 年等 8
图 12： 行业轮动核心影响因素主要有三个方面 8
图 13： 2010 年，政策开始收紧 9
图 14： 2009 年年底，地产政策开始收紧 9
图 15： 2010 年，通胀和消费增速均维持高位 9
图 16： 2009 年 8 月前后，领涨板块从周期转向消费等 9
图 17： 2010 年，行业轮动与基本面的相对变化方向一致 10
图 18： 2010 年，智能手机出货量增速维持高位 10
图 19： 2015 年年底，“供给侧改革”提出 10
图 20： 伴随“供给侧改革”的推进，PPI 大幅抬升 10
图 21： 2017 年，基本面的相对变化和行业表现一致 11
图 22： 2016 年周期板块跑赢，2017 年消费持续领先 11
图 23： 2013-2015 年，经济增速持续下滑 11
图 24： 2014 年 930、2015 年 330，地产政策放松 11
图 25： 2014 年下半年，货币政策持续宽松 12
图 26： 2014 年年中，市场领先板块从成长转向周期 12
图 27： 2014 年下半年，“一带一路”相关板块表现较好 12
图 28： 2014 年下半年，成长和周期的估值极端分化 12

图 29: 2020 年一般财政预算赤字创下新高 13
图 30: 5 月政府债净融资大幅增长，但支出未相应扩张 13
图 31: 下半年 M2 增速或继续抬升 13
图 32: 实体需求修复带动贷款增长 13
图 33: 尚未确认经济完全修复前，央行通常不会转向 14
图 34: 未来一段时间，可以优先关注盈利修复确定性较强的板块 14
图 35: 5 月以来，股性转债的溢价率大幅下降 15
图 36: 当前，部分高价转债面临赎回、转股压力 15
图 37: 周期性行业中可以关注的个券 15
图 38: 成长板块中可以关注的个券 15

表 1: 截至目前，转债市场的转股溢价率水平 5
表 2: 到 4 月中旬，政策底已然夯实 6
表 3: 4 月中旬以来，政策更加侧重“维稳” 14

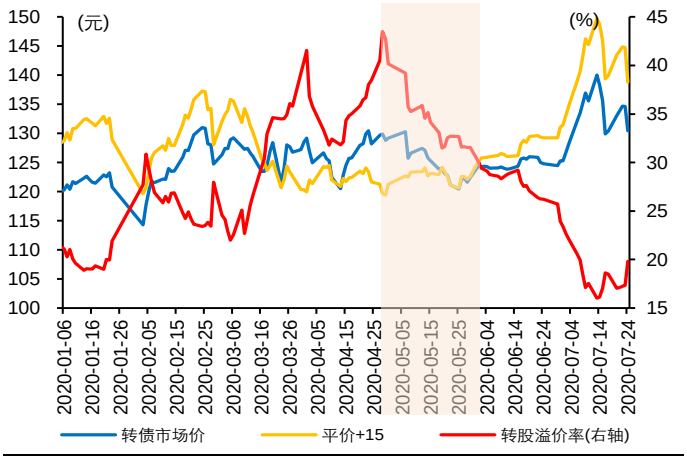
回溯历史来看，“行业轮动”多和基本面及基本面预期的相对变化有关；当前，宏观环境仍有利于权益类资产，多关注盈利修复确定性较强的板块个券。

1、 经济预期修复背景下，转债随正股上行、行业出现轮动迹象

1.1、 估值“主动+被动”压缩后，转债股性增强，市场核心矛盾回到正股

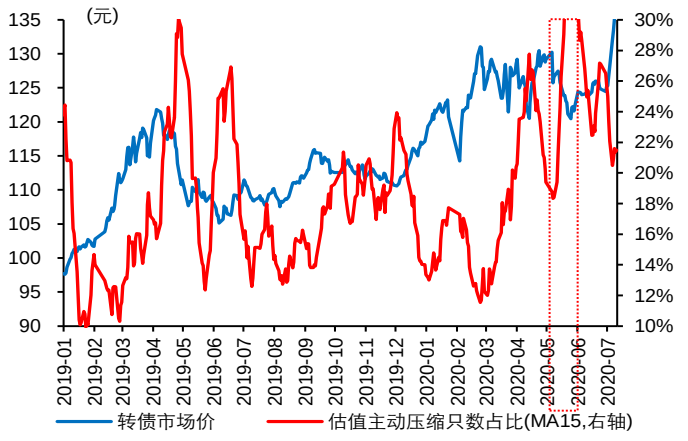
纯债市场大幅调整等因素影响下，5 月份转股溢价率持续 “主动”压缩。年初以来，在较强的权益市场预期带动下，转债市场的转股溢价率持续维持高位。5 月份，辉丰事件发酵、纯债市场快速调整，导致转债随转股溢价率的“主动”压缩而大幅下跌。期间，转债平价从 97.72 元小幅降至 97.67 元，转股溢价率从 39.19%大幅降至 31.55%，使得转债市场价从 130.26 元跌至 122.41 元。

图1：5 月，转债估值经历了“主动”压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

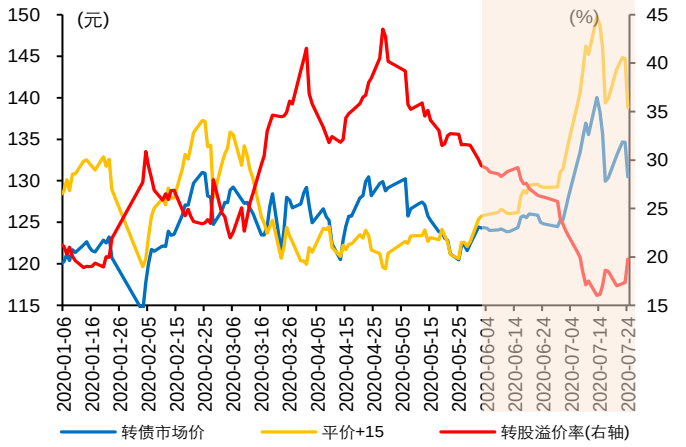
图2：5 月份，“主动”压估值个券占比大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

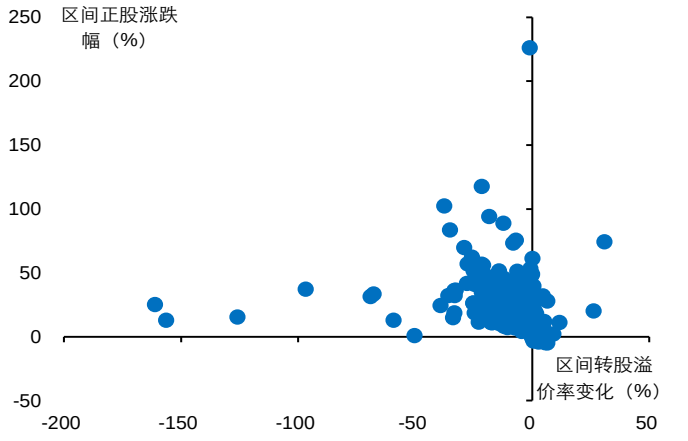
6 月以来，伴随权益市场的上行，转股溢价率大幅“被动”压缩。由于 6 月初的转股溢价率仍处于历史高位，转债的跟涨能力较差。6 月以来，权益市场虽大幅上行，但是转债的涨幅弱于正股，这导致转股溢价率持续“被动”压缩。期间，转债平价从 100.34 元升至目前的 113.80 元，但转债市场价仅从 124.43 元升至 130.47 元，转股溢价则率从 30.05%压缩至 19.80%。

图3：6 月初以来，转股溢价率 “被动”压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：6 月初以来，个券的转股溢价率多“被动”压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

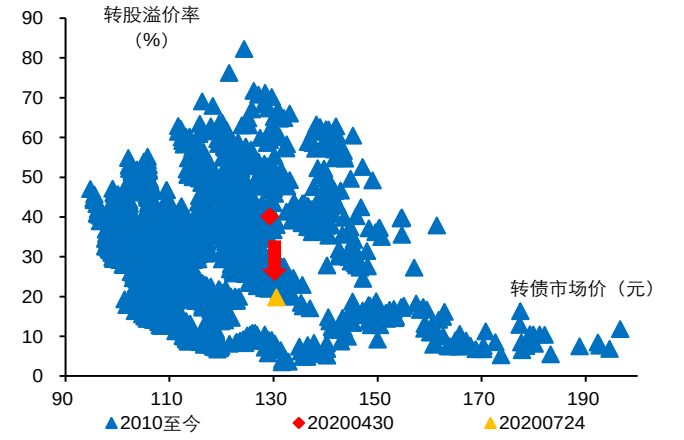
估值“主动+被动”压缩之后，转债市场的整体溢价率大幅下降，股性大幅增强。转股溢价率经历 5 月份的“主动”压缩和 6 月的“被动”压缩之后，其对转债市场的制约大幅减弱。目前市场整体的转股溢价率、主流平价区间的转股溢价率已经降至中位数水平。截至 2020 年 7 月 24 日，全市场的转股溢价率约为 19.80%，约处于历史 24.20%分位数水平；100 到 110 元、110 到 120 元平价区间的个券转股溢价率均值分别约为 15.04%、11.06%，约处于历史 63%、68%分位数水平。

表1：截至目前，转债市场的转股溢价率水平

平价区间	转股溢价率均值（%）		2006 年至今的分位数	
	2020/4/30	2020/7/24	2020/4/30	2020/7/24
0-50	159.42	145.93	80.10%	61.50%
50-70（含 50）	72.29	68.96	59.80%	53.10%
70-90（含 70）	42.38	34.88	71.50%	55.20%
90-100（含 90）	**27.11**	**19.25**	**76.30%**	**57.10%**
100-110（含 100）	**27.19**	**15.04**	**87.60%**	**63.00%**
110-120（含 110）	**17.13**	**11.06**	**83.20%**	**68.40%**
120-130（含 120）	26.62	5.53	97.60%	64.10%
130 以上	22.13	3.71	99.30%	72.70%
总体	**40.18**	**19.80**	**77.80%**	**24.20%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：相对 4 月底，当前的转股溢价率大幅压缩

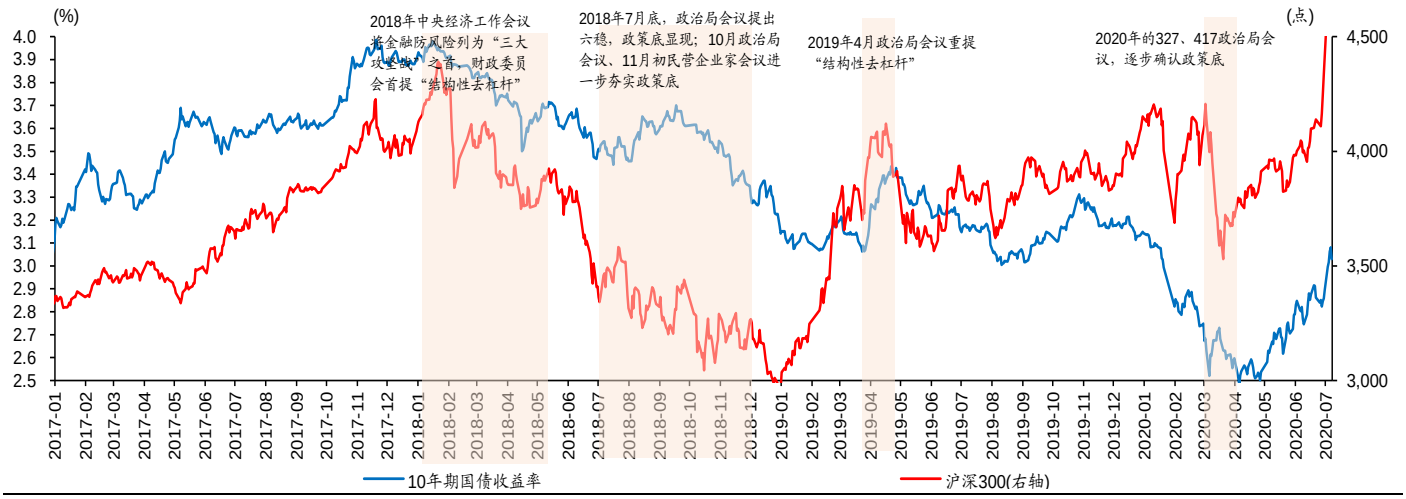


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、伴随“双底”夯实，转债随正股上行，行业表现出现“轮动”迹象

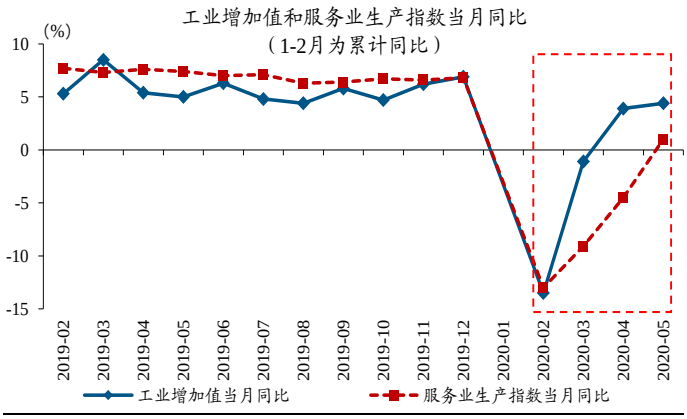
近期股市和转债市场的大幅上涨，背后的宏观逻辑是经济底、政策底夯实的背景下，伴随着信用环境、经济行为逐渐修复，资金风险偏好的持续改善。伴随疫情平复、经济活动恢复，4 月以来经济进入渐进修复通道。与此同时，3 月 27 日和 4 月 17 日中央政治局会议定调“稳增长”，5 月两会等重要会议陆续召开，“政策底”逐步夯实。伴随“经济底”、“政策底”的确认，信用环境、经济行为逐步恢复，资金的风险偏好持续改善，带动股市和转债市场大幅上涨。

图6：近期股市和转债市场的大幅上涨，反映的是“经济底、政策底”夯实后的信用修复逻辑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：生产行为修复较早，3月以来明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：到4月中旬，政策底已然夯实

	2020年3月27日	2020年4月17日
形势判断	当前，国内外疫情防控和经济形势正在发生新的重大变化，境外疫情呈加速扩散蔓延态势，**世界经济面临增长受到严重冲击**，我国疫情输入压力持续加大，**经济发展将面临产业链恢复面临新的挑战**。要因应国内外疫情防控新形势，及时完善我国疫情防控策略和应对举措，把重点放在外防输入、内防反弹上来，保持我国疫情防控形势持续向好态势。	我国经济展现出巨大韧性，**复工复产正在逐步接近或达到正常水平**，应对疫情催生并推动了许多**新产业新业态快速发展**。 **当前经济发展面临的挑战期环未有**，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作。
总体思路	要在疫情防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序，各地区各部门要坚定信心、迎难而上、主动作为，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，坚定不移贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，坚决打好三大攻坚战，**加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需，全面做好“六稳”工作**，动态优化完善复工复产疫情防控措施指南，力争把疫情造成的损失降到最低限度，努力完成全年经济社会发展目标任务，**确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务**。	紧扣全面建成小康社会目标任务，……，加大“六稳”工作力度，**保居民就业、保基本民生、**保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，**确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。** 要坚持稳中求进工作总基调，稳是大局，必须确保疫情不反弹，**稳住经济基本盘，兜住民生底线**。要在稳的基础上积极进取，在常态化疫情防控中全面推进复工复产达产，恢复正常经济社会秩序，培育壮大新的增长点增长极，牢牢把握发展主动权。
财政货币	**要加大宏观政策调节和实施力度。**要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，**适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模**，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，**加紧做好重点项目前期准备和建设工作**。要充分发挥再贷款再贴现、贷款延期还本付息等金融政策的牵引带动作用，疏通传导机制，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。	**要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。**积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，**发行抗疫特别国债**，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，**运用降准、降息、再贷款等手段**，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
扩大需求	**要加快释放国内市场需求**，在防控措施到位前提下，要有序推动各类商场、市场复工复市，生活服务业正常经营。要扩大居民消费，合理增加公共消费，启动实体商店消费，保持线上新型消费热度不减。要加强国际经贸合作，加快国际物流供应链体系建设，保障国际货运畅通。	**要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资**，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要调动民间投资积极性。**要支持企业出口转内销。**要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金提高中小企业生存和发展能力。要保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。
其他重点工作	要在做好疫情防控的前提下，支持湖北有序复工复产。要加强对湖北经济社会发展的支持，制定专项支持政策，帮助湖北解决财政、融资、供应链等实际困难，支持湖北做好援企、稳岗、促就业、保民生等工作。	要**坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。** 要不失时机推动改革，善于用改革的办法解决发展中的问题，完善要素市场化配置体制机制。要坚定扩大对外开放，保障国际物流畅通，严把防疫物资出口质量关，推动共建“一带一路”高质量发展。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

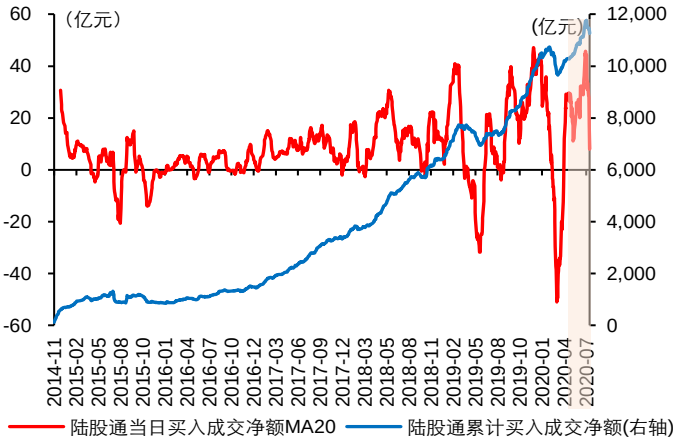
与此同时，公募基金、北上资金等增量资金加速流入进一步带动了市场情绪。2020 年年初以来，新成立的偏股型基金的规模占比持续抬升，4 月份的占比已经接近 50%。与此同时，北上资金持续流入；4 月以来，北上资金累计流入超 1500 亿元，日均流入金额约 22 亿元。杠杆资金的规模亦大幅抬升，截至 2020 年 7 月 24 日，两融余额已经接近 1.4 万亿元，融资买入额占 A 股总成交额的比例大幅提升。

图8：近期，新成立的股基规模占比持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

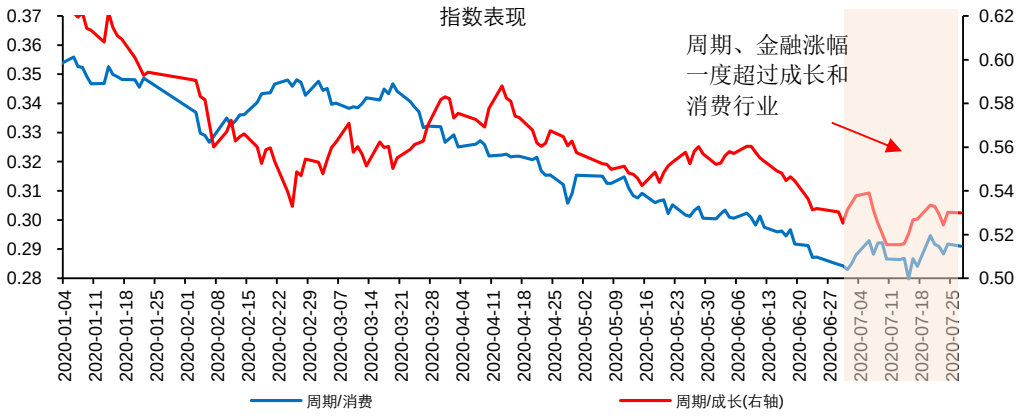
图9：近期，北上资金加速流入



数据来源：Wind、开源证券研究所

期间，行业表现出现“轮动”迹象，周期、金融行业阶段性大幅上涨、强于消费和成长板块，引发市场对“行业轮动”的讨论。2020 年 4 月初到 6 月底，消费和成长行业的涨幅持续居前，涨幅分别接近 24%、20%；而周期和金融行业表现相对较差，期间涨幅均不到 10%。6 月 30 日以来，周期、金融行业强势上行，涨幅曾一度超过成长和消费行业，引发市场对“行业轮动”的讨论。

图10：近期，周期、金融行业的表现一度强于成长、消费



数据来源：Wind、开源证券研究所

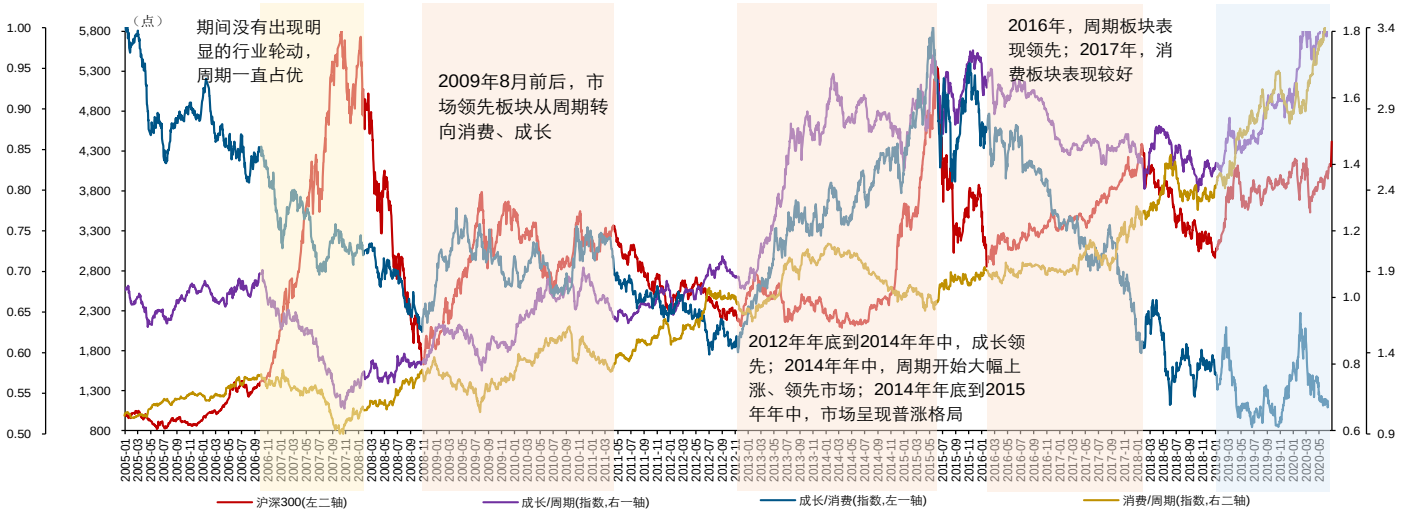
2、 回溯历史，股市的“行业轮动”受基本面及预期变化等影响

2.1、 经验显示，权益市场的“行业轮动”多和基本面及预期变化等有关

历史上，“行业轮动”较为明显的时间段主要有 2009-2010、2013-2015 及 2016-2017 年等。具体来看，1）2009 年 8 月前后，市场表现领先的板块从周期转向消费、成长。2）2012 年年底开始，成长板块开始持续跑赢市场；2014 年年中，前期表现较差的周期、金融行业快速上行；2015 年年初，市场普涨，成长板块涨幅小幅领先。

3）2016 年，周期股再次领跑市场；2017 年，消费的表现逐渐强于周期。

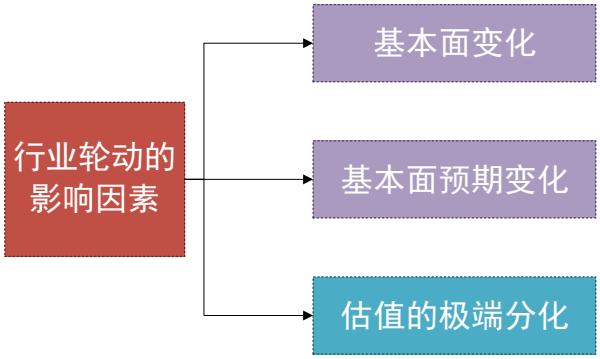
图11：市场出现明显行业轮动的时间段主要有 2009-2010 年、2013-2015 年以及 2016-2017 年等



数据来源：Wind、开源证券研究所

总结几个阶段的经验来看，“行业轮动”主要和基本面及其预期的相对变化有关，也会阶段性受到估值水平的影响。从 2009 到 2010 年、2013 到 2015 年、2016 到 2017 年的“行业轮动”规律来看，市场风格的变化主要受三个因素的影响：1）基本面；2）基本面预期；3）估值的极端分化。例如，2009 到 2010 年、2016 到 2017 年的“行业轮动”都跟板块盈利的相对变化方向较为一致；2014 年的市场行业轮动或与基本面预期的变化、估值的极端分化等因素有关。

图12：行业轮动核心影响因素主要有三个方面



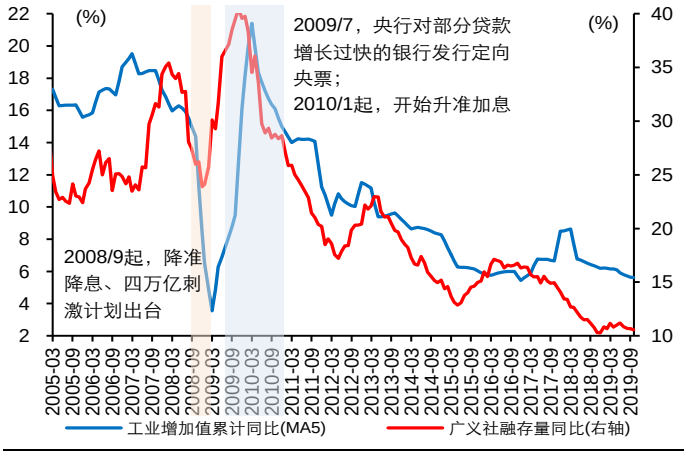
资料来源：开源证券研究所

2.2、 2010&2017 轮动与盈利变化有关，2015 或主因预期调整、估值分化

具体来看，伴随政策收紧、新医改全面实施、智能手机兴起等，2010 年部分消费、成长相对周期行业的盈利大幅改善，带动相关板块持续跑赢市场。降准降息、“四万亿”投资计划等影响下，2009 年中国经济快速走出低谷，GDP 增速从一季度的 6.4%快速回升至最高 12.2%。期间，以有色、钢铁、煤炭为代表的周期行业盈利大幅回升，带动相关行业的表现遥遥领先。2009 年年底，为抑制经济过热、通胀高

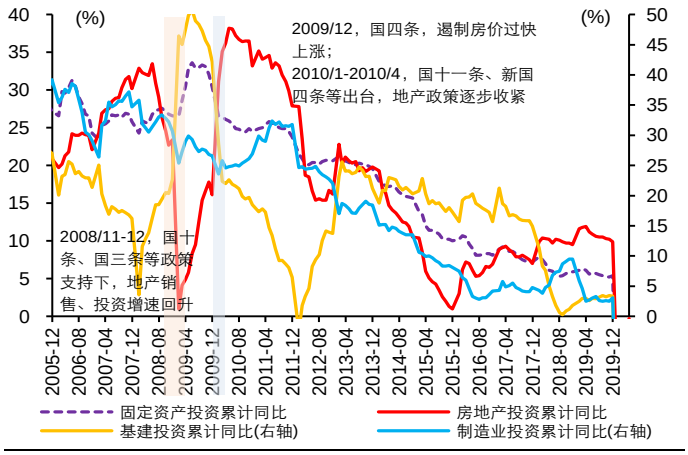
企，货币政策、地产政策纷纷收紧，同时，新医改开始全面实施、智能手机逐渐兴起，带动消费和成长行业 2010 年的盈利大幅改善。期间，以医药、食品饮料为代表的消费板块和以电子、计算机为代表的成长板块明显跑赢市场。

图 13：2010 年，政策开始收紧



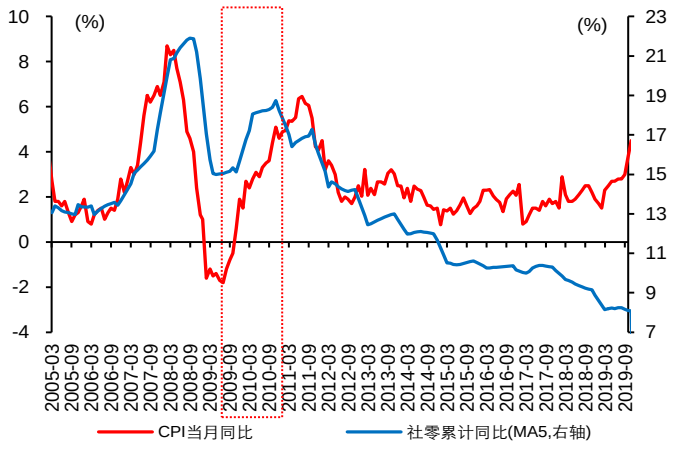
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 14：2009 年年底，地产政策开始收紧



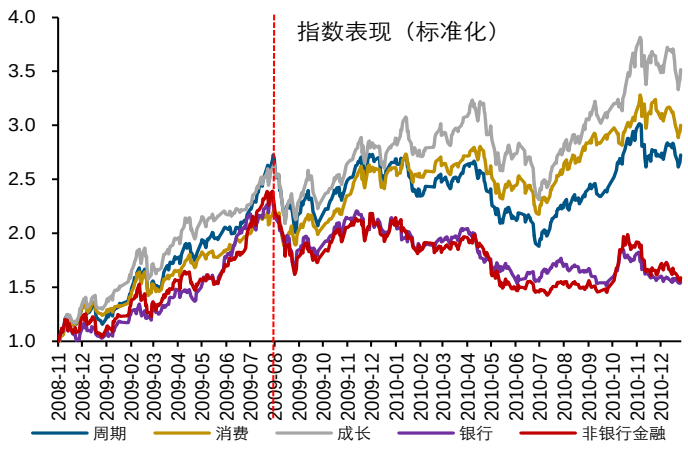
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 15：2010 年，通胀和消费增速均维持高位



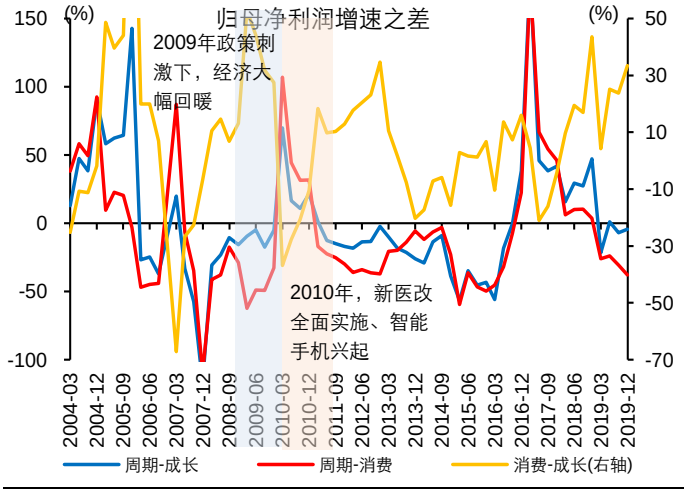
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 16：2009 年 8 月前后，领涨板块从周期转向消费等



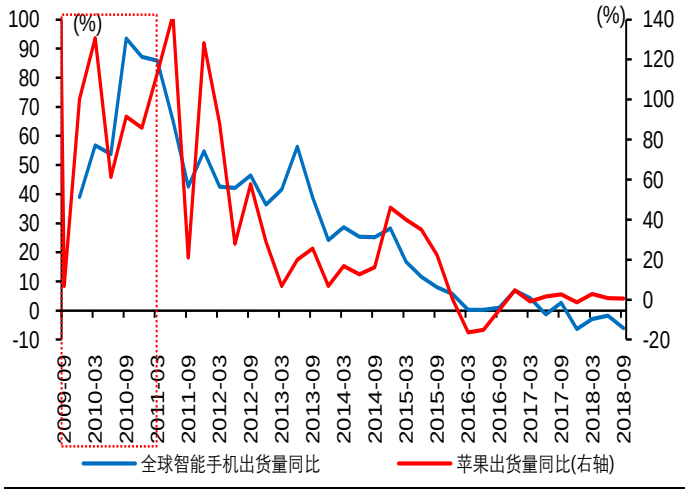
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2010 年，行业轮动与基本面的相对变化方向一致



数据来源：Wind、开源证券研究所（图中剔除了 2006Q4 的数据）

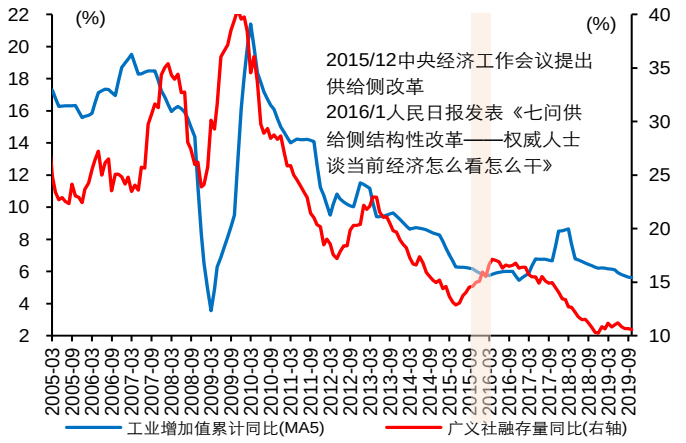
图18：2010 年，智能手机出货量增速维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

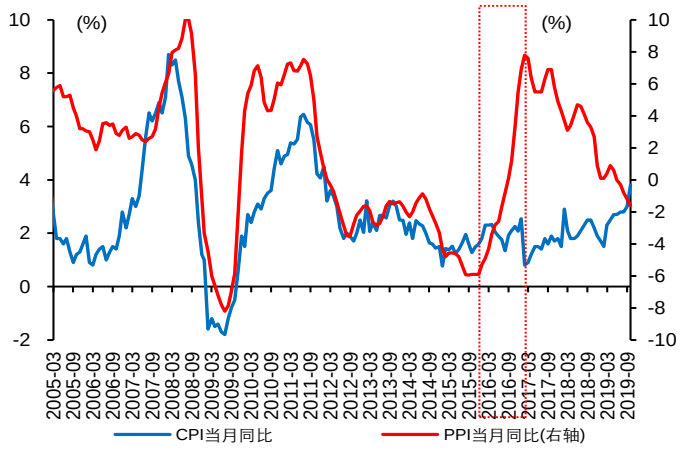
类似的，2017 年权益市场的领涨板块由周期转向消费，亦伴随着消费相对周期行业的盈利改善。2016 年，棚改货币化、供给侧改革等影响下，传统经济迎来“量价齐升”，周期板块 ROE 大幅提升，带动有色、煤炭等周期行业领涨。2017 年，全球贸易复苏下出口增速维持高位、棚改“去库存”带动地产销售和相关产业链逐渐回暖，支撑经济延续回暖。期间，以家电、食品饮料为代表的消费后周期板块相对周期行业的盈利持续改善，带动部分消费行业迎来长达一年的结构性行情。

图19：2015 年年底，“供给侧改革”提出



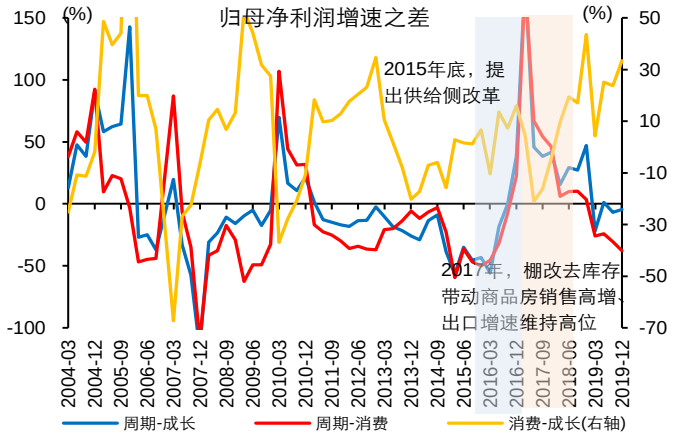
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：伴随“供给侧改革”的推进，PPI 大幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2017 年，基本面的相对变化和行业表现一致



数据来源：Wind、开源证券研究所（图中剔除了 2006Q4 的数据）

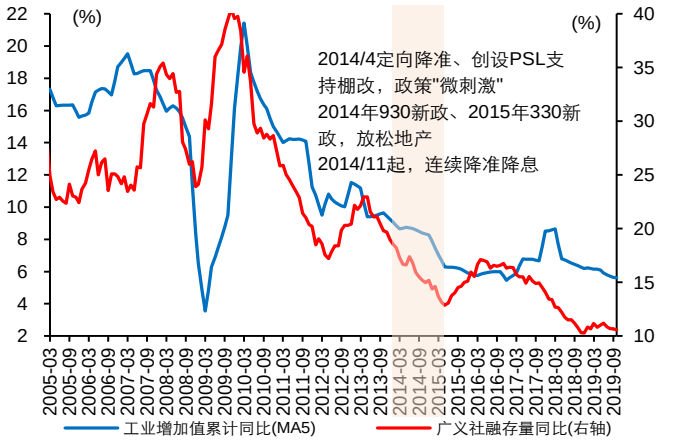
图22：2016 年周期板块跑赢，2017 年消费持续领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

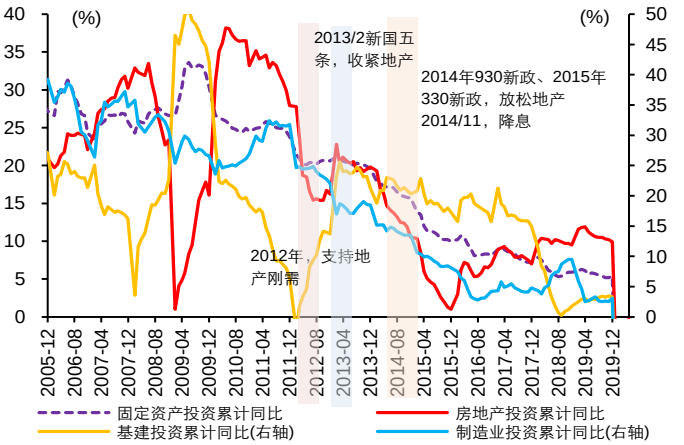
2014 年下半年，强势板块从成长转向周期，或主要缘于估值极端分化下，市场对部分周期行业的基本面预期有所改善。2014 年，经济延续 2012、2013 年的下行趋势，政策开始“微刺激”；2014 年 4 月定向降准，下半年连续降准降息、930 政策放松地产。同时，“一带一路”、“经济金融改革”相关政策陆续出台，使得建筑、交运、非银等行业的盈利预期有所改善[①]。同时，周期、金融行业的绝对估值、相对成长行业的估值均处于较低位置。基本面预期变化及估值极端分化下，2014 年下半年，以建筑、交运、非银等为代表的周期、金融板块持续强于成长、消费。

图23：2013-2015 年，经济增速持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

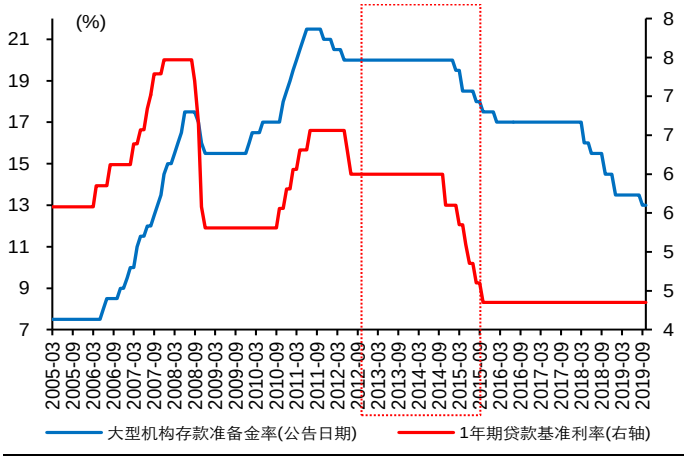
图24：2014 年 930、2015 年 330，地产政策放松



数据来源：Wind、开源证券研究所

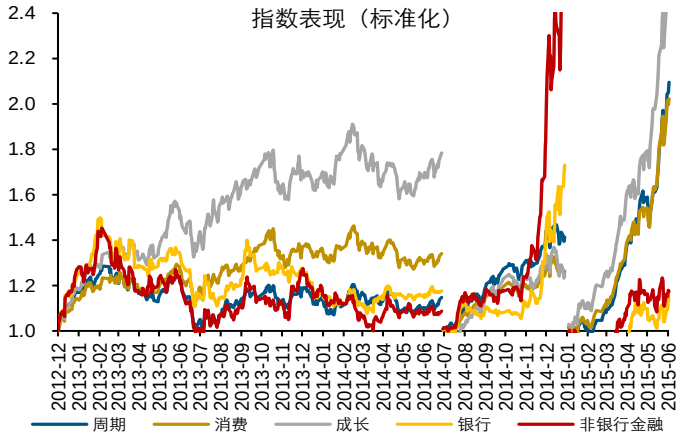
[①] 资本市场在 2014 年 6 月前后开始关注“一带一路”，最早的关于“一带一路”的卖方策略报告始于这个时点。

图25：2014 年下半年，货币政策持续宽松



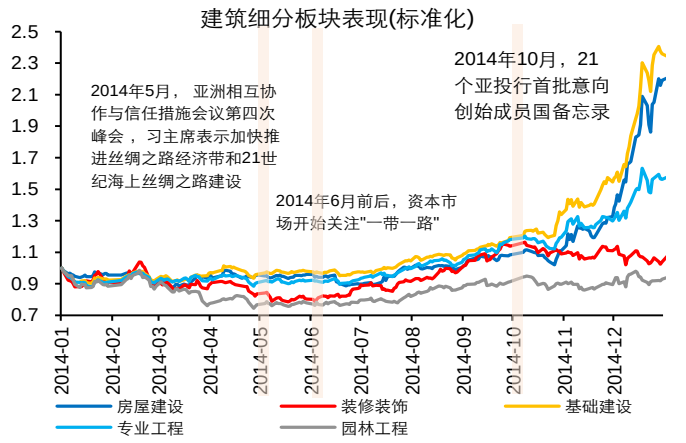
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2014 年年中，市场领先板块从成长转向周期



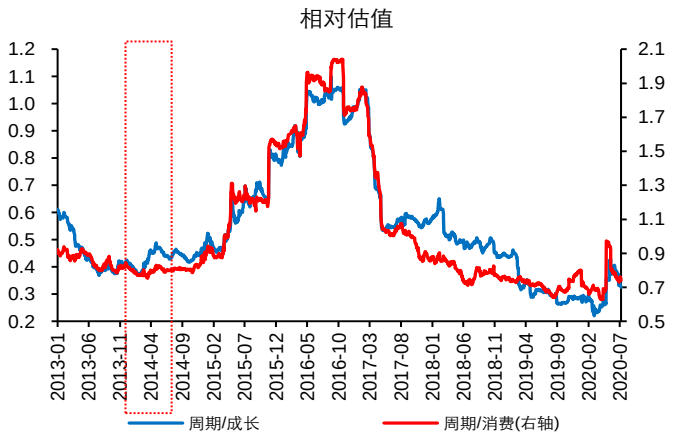
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2014 年下半年，“一带一路”相关板块表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2014 年下半年，成长和周期的估值极端分化



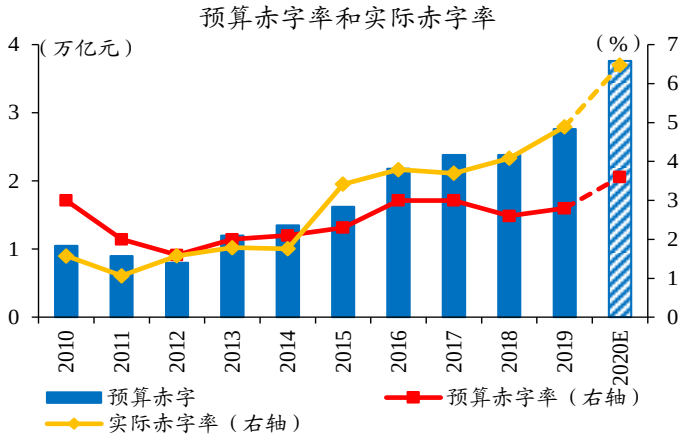
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 宏观环境利于权益类资产，关注盈利修复较为确定的板块

3.1、 广义财政支出加快等，带动信用环境修复，市场风险偏好或延续

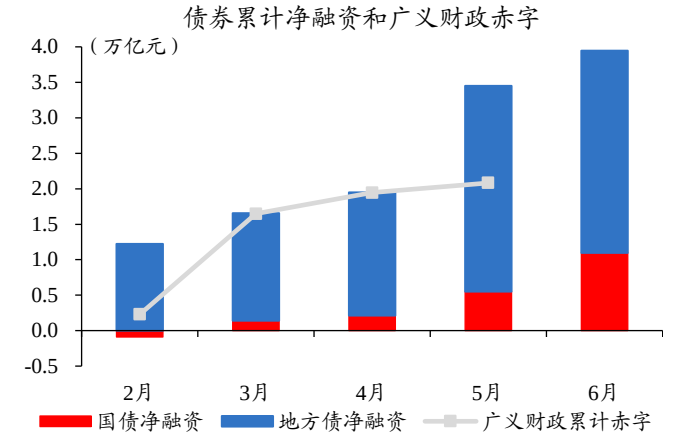
下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。2020 年财政积极发力，安排广义财政“赤字率”超过 10%。上半年，仅使用广义“赤字”的 30.3%，尚留有较大财政空间；下半年，积极的财政政策或将保持较强延续性。随着广义财政支出加快，财政存款投放、基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，下半年 M2 增速将继续抬升。此外，经济行为与信用修复相互加强，也有利于信用环境进一步加速修复。（详细分析参见前期报告《信用修复，远未结束》）

图29：2020 年一般财政预算赤字创下新高



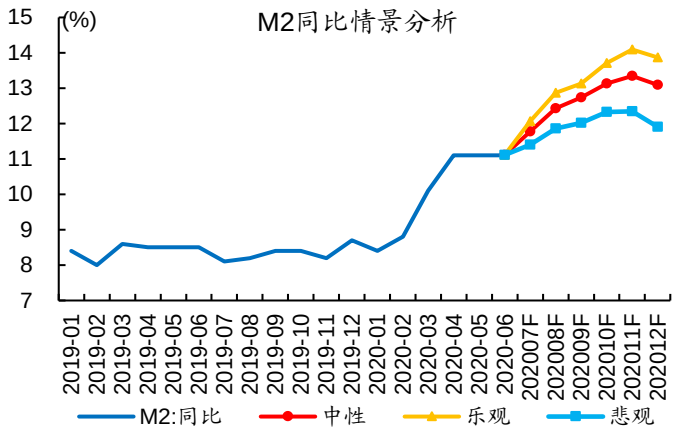
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：5 月政府债净融资大幅增长，但支出未相应扩张



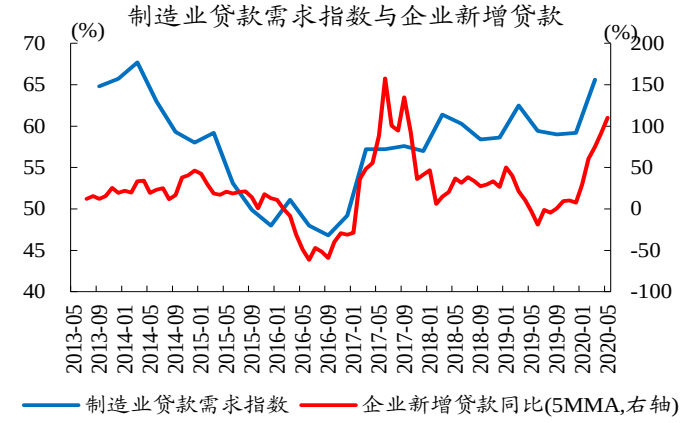
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：下半年 M2 增速或继续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：实体需求修复带动贷款增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

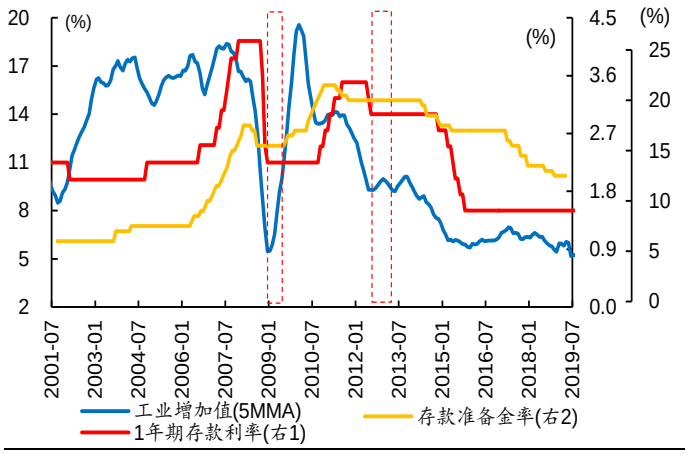
与财政政策配合，货币政策推动信用修复的大方向没有变，进一步加大对中小微企业等融资支持，同时打击资金空转等。4 月下旬以来的货币市场利率抬升，及央行强调“总量政策适度”、“要把握好信贷投放节奏”等，更多体现政策在“抗疫”与“维稳”的再平衡，并非转向，中短期转向可能性也较低。历史经验显示，在应对内部外冲击时，央行往往率先启动；冲击影响减弱后，在没有完全确认经济企稳前，央行通常不会转向全面收紧。（详细分析参见前期报告《流动性转向了吗？》）

表3：4月中旬以来，政策更加侧重“维稳”

时间	事件	主要内容
4月17日	政治局会议	稳健的货币政策要更加灵活适度，运用**降准、降息、再贷款**等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，**把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上**。
5月10日	一季度货币政策执行报告	扎实做好**“六稳”**工作，全面落实**“六保”**任务，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。**稳健**的货币政策要**更加灵活适度**，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化。运用**总量和结构性政策**，保持流动性合理充裕，支持实体经济特别是**中小微企业渡过难关**。疏通货币政策传导机制，**引导贷款市场利率下行**。
5月15日	政治局会议	积极的**财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度**，就业优先政策要全面强化。要加大宏观政策实施力度，**着力稳企业保就业**。要实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变。
6月17日	国常会	推动金融系统今年向各类企业**合理让利1.5万亿元**。**综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕**，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力。遵循市场规律，**完善资金直达企业的政策工具和相关机制**。
6月24日	2020年二季度货币政策委员会例会	坚持**总量政策适度**，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好**“六稳”“六保”**工作。有效发挥结构性货币政策工具的**精准滴灌作用**。
7月1日	下调再贷款再贴现利率	2020年7月1日起，下调再贷款、再贴现利率。支农再贷款、支小再贷款利率**下调0.25个百分点**，再贴现利率下调0.25个百分点至2%，**下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点**。
7月10日	2020年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录	下半年货币政策将更加灵活适度，“适度”一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配。如果投放节奏快于经济复苏就会产生资金淤积，产生信贷资金没法有效使用的问题。第二个是价格上要适度，**引导融资成本进一步降低，向实体经济让利**。

资料来源：开源证券研究所

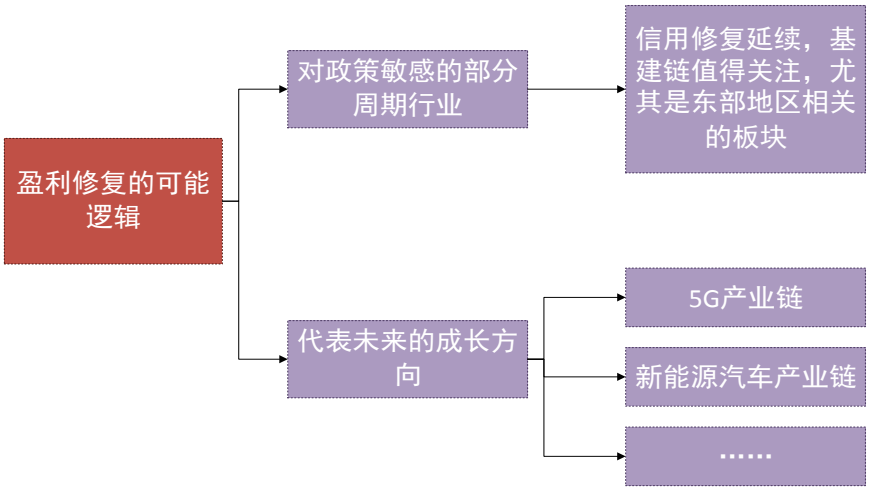
图33：尚未确认经济完全修复前，央行通常不会转向



数据来源：Wind、开源证券研究所

未来一段时间，经济环境和政策组合仍有利于权益类资产，关注盈利修复确定性较强的板块：1）对政策敏感的部分周期性较强的板块；2）代表未来的成长方向。伴随信用修复、经济修复，对政策敏感的部分周期性较强的行业盈利修复弹性或相对更大；例如，受益于财政支出加快，部分基建链公司的业绩有望持续改善。中长期来看，“转型”是近年最重要宏观逻辑；2015年以来，加速“新经济”培育的政策密集出台，助力经济在降速通道中提质增效。未来一段时间，以5G、新能源汽车、半导体等为代表的新兴行业景气度或继续维持。

图34：未来一段时间，可以优先关注盈利修复确定性较强的板块



资料来源：开源证券研究所

3.2、 未来一段时间，关注盈利修复更为确定的部分周期、成长板块个券

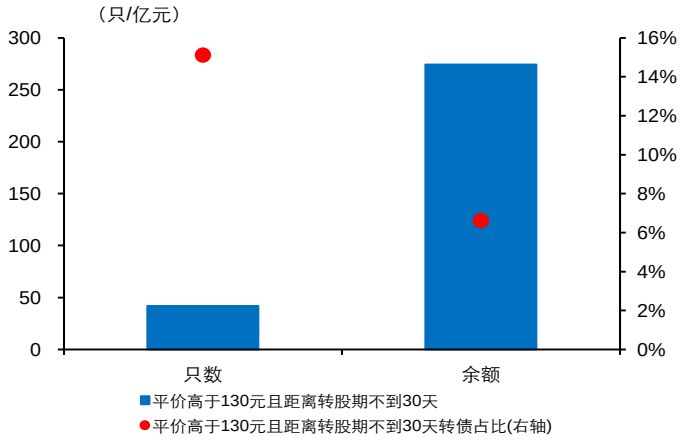
权益市场预期、存量个券减少等影响下，部分优质的低估值个券可能“主动”提估值，优先关注溢价率较低的优质个券。伴随估值的“主动+被动”压缩，主流品种的转股溢价率目前已经降至较低位置。同时，市场大幅上行使得部分高价转债面临赎回、转股压力，或导致存量个券减少，利于溢价率的抬升；截至7月24日，平价高于130元且距离转股期不到30天的转债规模接近300亿元。

图35：5月以来，股性转债的溢价率大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

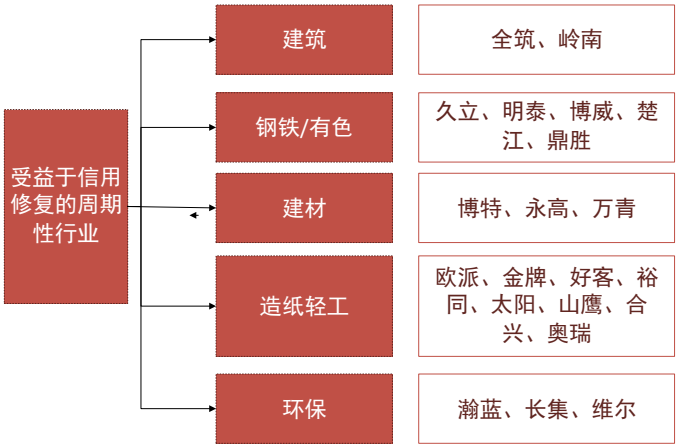
图36：当前，部分高价转债面临赎回、转股压力



数据来源：Wind、开源证券研究所

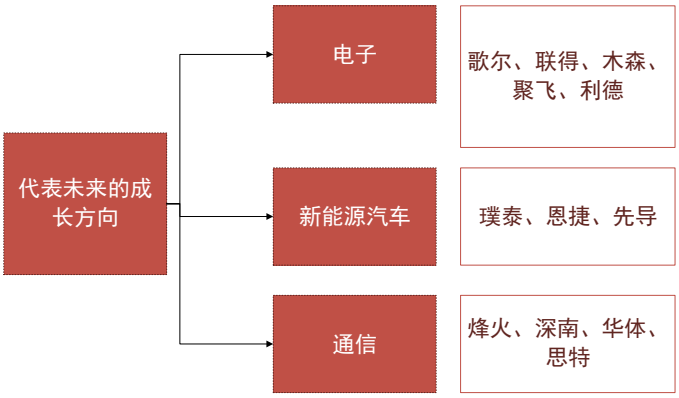
择券方面，重点关注上述板块中溢价率低于30%、市场价低于140元的优质个券；对于部分资质较优的个券，可以适当放松条件。具体来看，1）周期行业中，可优先关注基建链上的龙头个券。例如，建筑行业的全筑、岭南等，建材行业的博特、永高、万青等，以及钢铁有色行业中的博威、明泰、楚江等。2）成长板块，可关注5G、新能源汽车、人工智能等相关板块的个券。例如，消费电子行业的歌尔、聚飞等，新能源汽车产业链中的璞泰、先导等。

图37：周期性行业中可以关注的个券



资料来源：开源证券研究所

图38：成长板块中可以关注的个券



资料来源：开源证券研究所

4、研究结论

1）近期股市、转债上涨，背后的宏观逻辑是经济底、政策底夯实背景下，资金风险偏好的持续改善。随着疫情平复、经济活动恢复，4月以来经济进入渐进修复通道。3月和4月政治局会议定调“稳增长”，5月两会等重要会议召开，“政策底”也逐步夯实。伴随双底确认，信用环境、经济行为恢复，资金风险偏好持续改善。

2）期间，行业表现出现“轮动”迹象，周期、金融阶段性大幅上涨、强于成长和消费，引发市场对“行业轮动”的讨论。4 月初到 6 月底，消费和成长板块的涨幅持续居前，涨幅约分别接近 24%、20%，而周期和金融行业表现较差，涨幅均不到 10%。6 月 30 日以来，周期、金融板块强势上行，涨幅一度超过成长、消费。

3）2009-2010、2016-2017 年的行业轮动方向，均和板块盈利的相对变化一致。2009 年底，为抑制经济过热、通胀高企，货币政策、地产政策逐步收紧，同时新医改实施、智能手机兴起，带动消费、成长相对周期行业的盈利大幅改善；期间，医药、食饮、电子等消费、成长行业持续跑赢。类似的，2017 年全球贸易复苏带动出口超预期、棚改“去库存”使得地产产业链维持高景气；期间，家电、食饮等消费行业相对周期的盈利持续改善，带动消费板块迎来长达一年的结构性行情。

4）2014 年下半年，强势板块从成长转向周期，或缘于估值极端分化下，市场对部分周期行业的基本面预期有所改善。2014 年，经济延续 2012 年、2013 年的下行趋势，下半年连续降准降息、放松地产。同时，“一带一路”、“经济金融改革”相关政策陆续出台，部分周期、金融行业的盈利预期有所改善。彼时，周期、金融行业相对估值亦处于较低位置。基本面预期变化及估值极端分化下，以建筑、交运、非银等为代表的周期、金融板块 2014 年下半年持续跑赢成长、消费。

5）未来一段时间，经济环境和政策组合仍利于权益类资产，资金风险偏好有望继续维持。下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。与财政政策配合，货币政策推动信用修复的大方向没有变；4 月下旬以来货币市场利率抬升，只是流动性环境回归常态、并非转向，中短期转向的可能性也较低。

6）关注盈利修复较为确定的板块：1)对政策敏感的周期性较强的板块；2)代表未来的成长方向。伴随信用修复，对政策敏感的周期性较强的行业盈利修复弹性更大；例如受益于财政支出加快，基建链公司业绩或将改善。中长期看，“转型”是近年最重要宏观逻辑；以 5G、新能源汽车等为代表的新兴产业景气度或继续维持。

5、风险提示

新冠疫情失控，政策出现大幅调整。

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

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