2020 年 08 月 09 日

顺周期：风雨后的彩虹

——投资策略周报

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **中美关系再次“摆上桌面”：分清远虑与近忧**

中美关系从 2018 年开始不时成为影响市场的阶段性重要变量。有意思的是：1、2018 年和 2019 的经验证明长期悲观从投资角度是不必要的；2、但同时，当我们进入缓和阶段后，认为市场开始对冲突“脱敏”的乐观观点又会随后被打脸。我们需要以更系统性的思维去理解中美关系对于市场的影响：**第一，国内信用周期的变化可能是决定市场走势的中期因素；第二，中美关系对于市场短期波动冲击确实是“可观测”的存在，判断“底线”最好的办法是从投资者行为入手。**

● **当下的决断：趋势与波动**

中期维度看，我们认为，货币政策是以减少无效供给为目标，信用扩张将会延续。我们前期预言的资金脱虚向实将会持续，经济复苏下的真实信贷需求将继续被满足。从指标看，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。**信用回升周期中股票市场仍然占优。**对于中美关系**，我们的历史数据分析指示当下通过预测走势而获得市场超额收益的概率不大，因为线性外推的认知基本会反映到当下资产价格中。我们建议**观察配置型投资者的行为：在历史上中美关系比较明显恶化的阶段，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。

● **市场的选择：新的主线正在浮出水面**

1、**7-8 月的松动的反复指示前期强势板块短期面临的问题是**：尽管方向确定，但是短期内由于好消息已经被预期并定价，也有面临潜在坏消息的可能。当然我们承认大量公司仍然优质且行业景气度仍然有保证，但是投资者也需要重新考虑无风险利率上行后，未来成长的贴现价值是否会受到影响。无论如何，其引领市场的潜在动力尚需找寻。2、新晋的军工板块逻辑相对完美，历史估值、机构配置水平上都相对理想，基本面短期并无可以证伪之处，甚至事件催化下还有上行驱动。我们对军工板块保持乐观，但是需要思考的一个问题是：7 月以来军工指数日均涨幅已经仅次于 2015 年 7 月 V 型反弹时的水平，在这样的情况下，其市场宽度（板块市值、个股的流动性）能否在短期继续承载大规模资金的腾挪。

● **备战金秋：积极布局顺周期主线**

我们坚定认为，在经济复苏期周期性行业仍是最具性价比的板块。本轮复苏相比 2016-2017 年不同，疫情的特殊性将缩短复苏验证的空档期，从 N 型复苏走向 U 型复苏。在顺周期基本面景气传导的基础上，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：**有色、非银、房地产、煤炭、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；国内经济下行超预期

相关研究报告

《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

《投资策略专题-周期轮动：花相似，人不同》-2020.7.31

目 录

1、 中美关系再次“上桌”：哪里不一样 4
2、 当下的决断：趋势与波动 6
2.1、 中期趋势判断：信用收紧为时尚早 6
2.2、 投资者行为：如何在短期冲击中寻找“避风港” 7
3、 市场的临界点：敢问路在何方 9
3.1、 前期主线：强势延续的可能性在变弱 10
3.2、 军工逻辑中的节奏与弹性 14
3.3、 我们认为的市场主线：经济复苏持续验证期正在到来 15
4、 顺周期已揭开帷幕 16
5、 风险提示 17

图表目录

图 1： 2018、2019 年中美贸易摩擦重要时间点 4
图 2： 2018 年处于去杠杆、调结构攻坚期 5
图 3： 2019 年 4 月开始信用开始收紧 5
图 4： 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 6
图 5： 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 6
图 6： 上市公司中，采掘、化工、钢铁、公用事业、交通运输以及房地产等板块是“信贷需求大户” 7
图 7： 2018 年中美摩擦最剧烈阶段，国际环境的恶化与投资者对股票估值反应出来的投资价值之间并不同步 7
图 8： 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。但当下未有这种迹象 8
图 9： 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 8
图 10： 8 月以来，食品饮料、医药生物以及电子等前期表现强势且机构集中抱团的板块表现不佳 9
图 11： 7 月食品饮料、医药生物以及电子等板块在涨幅上已经相对国防军工、建材、有色以及化工等板块走弱 10
图 12： 8 月 4 日晚发布“集成电路新政”后，科技板块连续调整 11
图 13： 8 月 5 日当天，电子板块高开低走 11
图 14： 7 月以来，生物疫苗板块相对于医药生物板块涨跌幅波动较大 12
图 15： 7 月 20 日以来，北上配置型资金的行为相比于 2019 年 5 月逐步净买入时出现了较大转变，食品饮料、休闲服务以及医药生物等板块由净买入转变为净卖出 12
图 16： 7 月 20 日以来，北上交易型资金整体卖出，与 2019 年 5 月行为一致，主要净卖出非银金融、计算机、食品饮料以及医药等板块 13
图 17： 2019 年下半年以来，有明确行业的 ETF 的规模显著提升 13
图 18： 7 月中下旬以来，散户持有较多的个人高比例 ETF 主要净赎回科技 ETF，青睐金融地产、周期以及军工 ETF 14
图 19： 7 月中下旬以来，机构为主的个人低比例 ETF 同样净赎回科技 ETF，但逐步卖出军工，但也停止了对于金融地产的申购 14
图 20： 7 月以来，军工 ETF 被持续净申购 14
图 21： 截至 2020Q2，主动偏股公募配置军工比例仍较低 14
图 22： 国防军工板块的自由流通市值排名靠后 15
图 23： 且单个军工公司的自由流通市值较低 15

图 24: 军工板块的上涨斜率仅次于 2015 年 7 月的历史最大斜率 15

表 1: 2018、2019 年市场对于外部冲击反应剧烈 5
表 2: 2018、2019 年外部的贸易冲击强度基本相仿 5

1、 中美关系再次“上桌”：哪里不一样

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。8 月 7 日，美国宣布 45 天后禁止任何美国公司与字节跳动以及腾讯进行交易；8 月 6 日，蓬佩奥宣布 “清洁网络”计划，在移动运营商网络，应用程序商店，应用程序，云服务和电缆五个领域排挤中国公司。美国对于中国的无理打压从贸易关税、科技逐渐演变成对包括互联网企业在内的全部中国企业的全方面打击。

中美关系从 2018 年开始不时成为影响市场的阶段性重要变量，不可否认的在不同阶段成为影响市场的关键变量。但是有意思的是有两点经验:

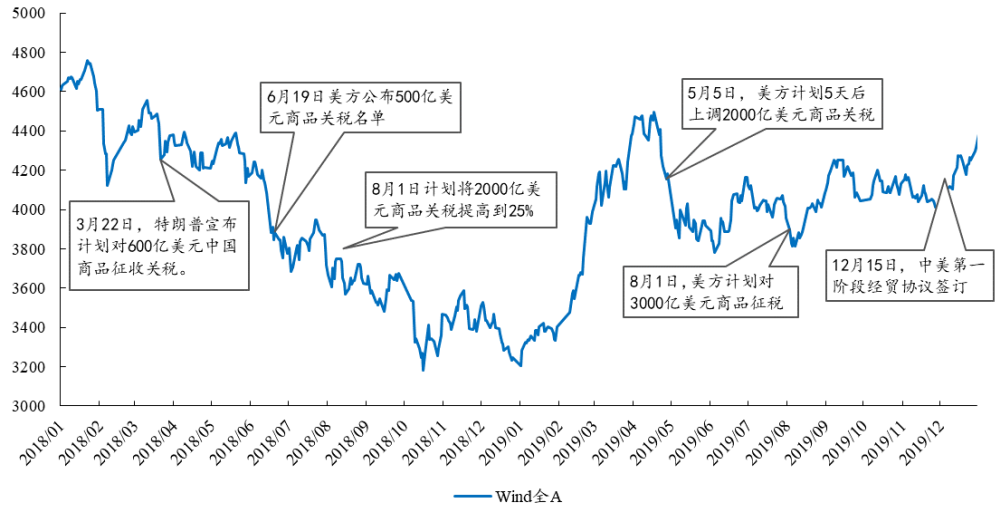
1、无论是 2018 年、还是 2019 年，当我们以长期悲观的视角去看待这一问题并把之纳入到投资决策中时，事后总证明这种长期悲观的定价是不必要的，起码对于股票市场而言会错失大量中期级别的机会;

2、当我们进入缓和阶段后，总开始比较乐观的认为：市场开始“脱敏”，市场将不会在对此有何反应。无论是 2019 年 4 月还是当下的情况，又会开始发现这种观点会被打脸。

我们需要以更系统性的思维去理解中美贸易关系对于市场的影响。

（一）**事件的资产价格冲击：过去两年中美事件对市场的扰动“可观测”的存在。**2018 年的 3—9 月、2019 年的 4—10 月便符合这一特征，通过对两个中美摩擦频繁时期的复盘，我们发现外部冲击当天市场均对其产生了剧烈反应其中 2018 年的三次美国 “关税威胁”，都使当日 Wind 全 A 指数出现 5%左右幅度的下跌。**好消息是，这轮冲击中，市场即使前期经历了大幅上涨，目前市场虽然也开始出现了波动，但韧性相对于过往都较强。**

图1：2018、2019 年中美贸易摩擦重要时间点



数据来源：Wind、开源证券研究所

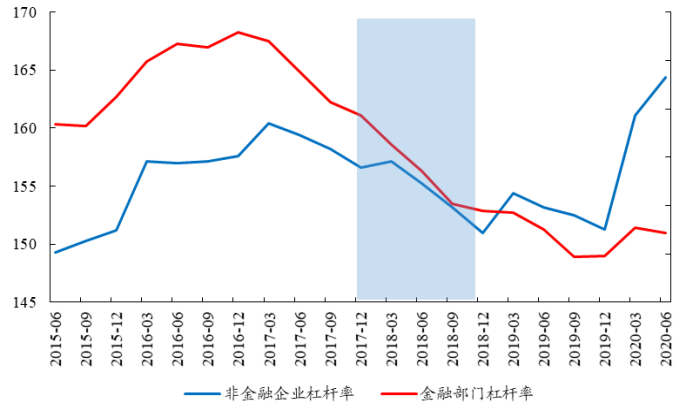
表1：2018、2019 年市场对于外部冲击反应剧烈

时间	冲击当天跌幅	冲击当周跌幅
2018 年 3 月 22 日	-4.01%	-4.61%
2018 年 6 月 19 日	-4.95%	-4.97%
2018 年 8 月 1 日	-2.23%	-5.97%
2019 年 5 月 5 日	-6.58%	-6.21%
2019 年 8 月 1 日	-1.42%	-2.47%

数据来源：Wind、开源证券研究所

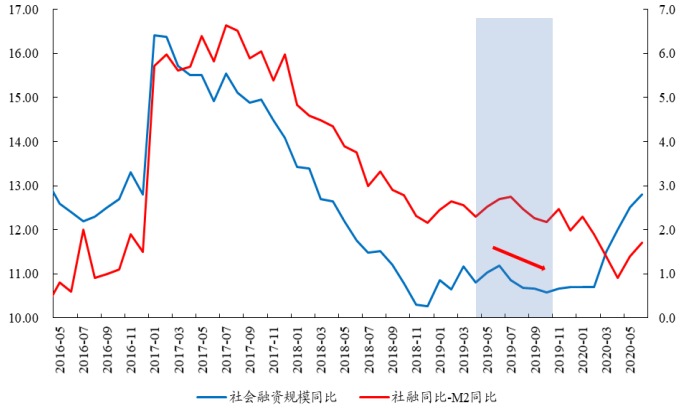
（二）中期趋势：巧合的是，后视镜看，以信用环境变化的视角似乎也能较好解释 2018 和 2019 年市场的趋势调整。2018 年是去杠杆、调结构的攻坚时期，宏观经济本身处在过热后期，信用环境收紧，总需求开始下滑；微观看实体融资受限最终对于企业盈利端造成了明显的影响。同样的，2019 年 4 月以前，信用见底市场反弹，但是随后社融增速回落，政治局会议后，货币政策转向，而金融市场流动性也在边际收紧。一定程度讲，2018 年的下跌和 2019 年 4 月后的调整，从中期趋势上也能用信用驱动的宏观经济周期所解释。

图2：2018 年处于去杠杆、调结构攻坚期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2019 年 4 月开始信用开始收紧



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2018、2019 年外部的贸易冲击强度基本相仿

	金额	时间	税率
第一轮	340 亿	2018.7	25%
	160 亿	2018.8	25%
	500 亿	2019.8	30%
第二轮	2000 亿	2018.9	10%
		2019.5	25%
	2000 亿	2019.8	30%
第三轮	A 清单：1200 亿	2019.9	15%
		2020.2	7.5%
	B 清单：2800 亿	2019.12	暂停

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：图中黄色为正在执行中的关税、绿色为暂停执行的关税、灰色为美方放弃执行的关税。

2、 当下的决断：趋势与波动

我们倾向于认为：对于中美关系，不用从投资上对其做长期趋势的判断，当下的趋势与波动主要是两个关键因素：2018 年和 2019 年都受到了信用收紧这一变量的影响，判断当下的信用环境至关重要；对于短期波动而言，事件冲击一定会在比较大程度上影响当下市场的风险偏好和投资者行为，因此需要对投资者认知做进一步分析。

2.1、 中期趋势判断：信用收紧为时尚早

随着 0730 政治局会议以及央行二季度货币政策执行报告的出炉，未来货币政策在稳健的同时、要更加灵活适度和精准导向。这引发了当下部分投资者的担心：社融可能会见顶回落，经济持续性较弱。我们认为，**当下并非真正意义上的收紧**，央行二季度货币政策执行报告中提到：“保持货币供应量和社会融资规模合理增长，促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配。”这意味着央行货币政策的边际收紧并非抑制实际需求，而是减少无效供给，这一方面，指示了未来脱虚向实会将进一步持续；另一方面，随着经济复苏，真实的信贷需求仍将继续被满足。一个有意义的指标是：**当下与银行信贷需求更为相关的 3 个月 Shibor 相对于 DR007 正在不断上行，我们认为，这指示了经济真实的信贷需求正在不断改善，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。**

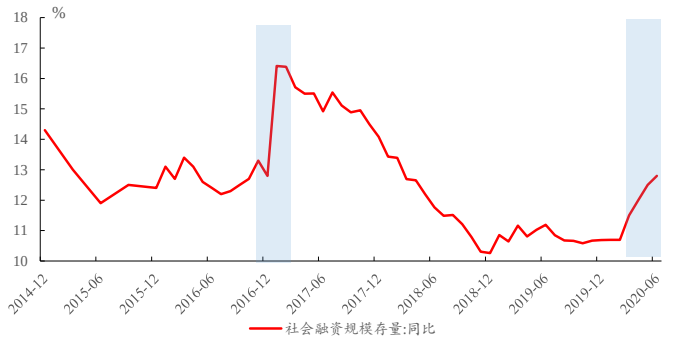
在信用扩张中对不同板块的影响也是不同的，虽然近 10 年经济转型导致传统行业在信贷占比上有所下降，但目前上市公司中，采掘、化工、钢铁、公用事业、交通运输以及房地产等顺周期板块仍是“信贷需求大户”。宽信用仍然是对“存量大客户”在短期更为受益。

图4：5 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5：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

图6：上市公司中，采掘、化工、钢铁、公用事业、交通运输以及房地产等板块是“信贷需求大户”

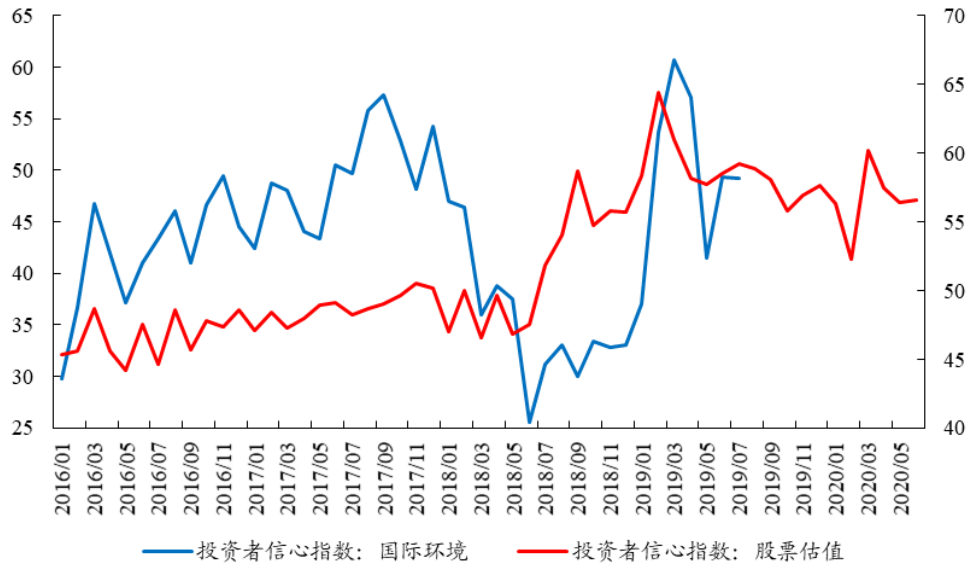
长期借款占比	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	近10年变化
农林牧渔	0.50%	0.37%	0.39%	0.39%	0.39%	0.33%	0.41%	0.48%	0.45%	0.42%	-0.08%
采掘	9.21%	13.11%	17.16%	16.12%	14.82%	14.05%	9.31%	7.33%	6.03%	5.25%	-3.96%
化工	9.19%	8.27%	7.17%	7.27%	5.73%	4.54%	4.04%	3.64%	4.34%	4.52%	-4.67%
钢铁	8.79%	6.38%	4.00%	3.43%	2.28%	1.79%	1.81%	1.33%	1.26%	1.07%	-7.72%
有色金属	3.48%	3.24%	3.54%	3.52%	2.52%	2.23%	2.31%	2.39%	2.66%	2.05%	-1.43%
电子	1.26%	1.51%	1.67%	1.54%	1.48%	1.76%	2.20%	2.48%	2.89%	3.58%	2.33%
家用电器	0.55%	1.11%	0.66%	0.65%	0.43%	0.40%	0.86%	1.31%	1.40%	0.93%	0.39%
食品饮料	0.19%	0.33%	0.25%	0.11%	0.11%	0.08%	0.10%	0.10%	0.15%	0.17%	-0.02%
纺织服装	0.52%	0.49%	0.30%	0.39%	0.46%	0.66%	0.63%	0.31%	0.18%	0.24%	-0.28%
轻工制造	1.46%	1.22%	1.11%	0.91%	0.55%	0.56%	0.57%	0.57%	0.54%	0.51%	-0.95%
医药生物	1.04%	0.70%	0.65%	0.67%	0.48%	0.99%	0.70%	0.83%	0.98%	1.14%	0.10%
公用事业	28.66%	30.03%	28.40%	27.07%	19.04%	20.45%	18.30%	19.40%	18.74%	20.17%	-8.50%
交通运输	14.93%	14.02%	14.41%	12.54%	9.70%	8.22%	7.20%	6.47%	6.23%	6.47%	-8.46%
房地产	17.06%	16.40%	18.32%	23.19%	18.24%	18.85%	21.04%	24.22%	23.82%	22.08%	5.02%
商业贸易	2.00%	1.98%	1.06%	1.15%	0.84%	0.78%	1.29%	0.71%	1.08%	1.04%	-0.96%
休闲服务	0.27%	0.17%	0.18%	0.19%	0.15%	0.33%	0.42%	0.54%	0.41%	0.29%	0.02%
综合	0.89%	0.68%	0.74%	0.88%	0.44%	0.60%	0.66%	0.99%	0.81%	0.22%	-0.67%
建筑材料					0.79%	0.67%	1.04%	0.59%	0.37%	0.86%	0.07%
建筑装饰					12.82%	13.26%	14.41%	13.65%	14.40%	16.12%	3.30%
电气设备					1.01%	0.93%	1.49%	1.69%	1.71%	1.61%	0.60%
国防军工					1.42%	1.31%	1.43%	0.95%	0.61%	0.49%	-0.93%
计算机					0.26%	0.30%	0.26%	0.37%	0.43%	0.41%	0.15%
传媒					0.15%	0.21%	0.43%	0.39%	0.49%	0.37%	0.22%
通信					0.40%	0.26%	0.31%	0.26%	0.30%	0.35%	-0.05%
银行					0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
非银金融					2.71%	3.79%	5.17%	5.86%	6.31%	6.52%	3.81%
汽车					0.83%	0.85%	1.67%	1.43%	1.77%	1.74%	0.91%
机械设备					1.93%	1.79%	1.98%	1.72%	1.62%	1.37%	-0.56%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 投资者行为：如何在短期冲击中寻找“避风港”

对于中美关系的中短期走势，特别是大选之前，我们认为通过预测走势而获得市场超额收益的概率不大，因为部分线性外推的认知也反映到当下资产价格中。以 2018 年为例，投资者对股票的估值水平的信心指数也不只是单纯与国际环境走势同步，**一定意义就是这种对于中美关系的认知对于资产价格的影响存在很明显的“非线性”关系。**

图7：2018 年中美摩擦最剧烈阶段，国际环境的恶化与投资者对股票估值反应出来的投资价值之间并不同步



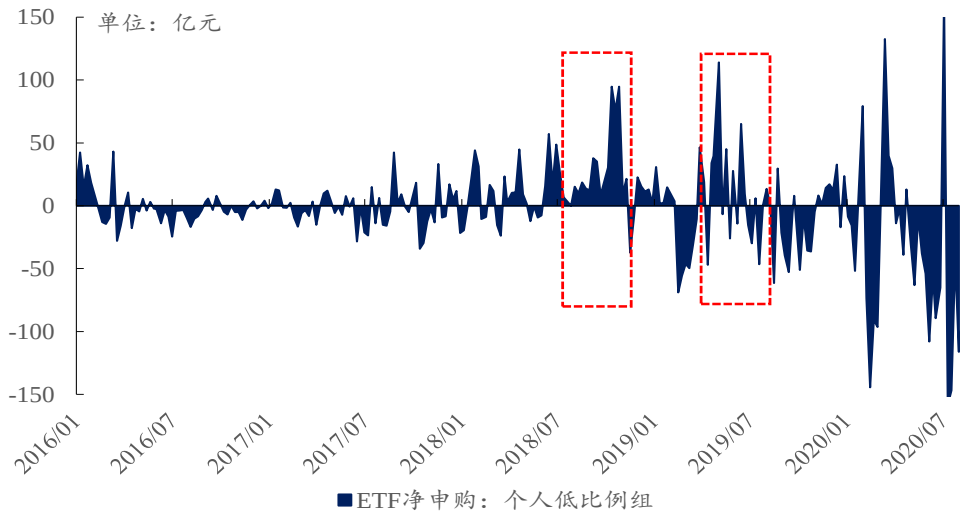
数据来源：中国证券投资者保护基金、Wind、开源证券研究所

在相对当下比较混沌的角度下，我们建议的对策是：观察配置型投资者的行为，看其作为整体是否认可当下的价值。**因为短期波动终会过去，如果当下股票投资价值得到认可，那持有并非坏事，甚至可以买入。**

我们发现，在历史上中美关系比较明显恶化的阶段，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）。在 2018 年 8 月后机构持有人为主的 ETF 开始大量流入，在 2019 年 7-8 月，无论是北上配置型资金还是国内机构的 ETF 都开始明显流入。

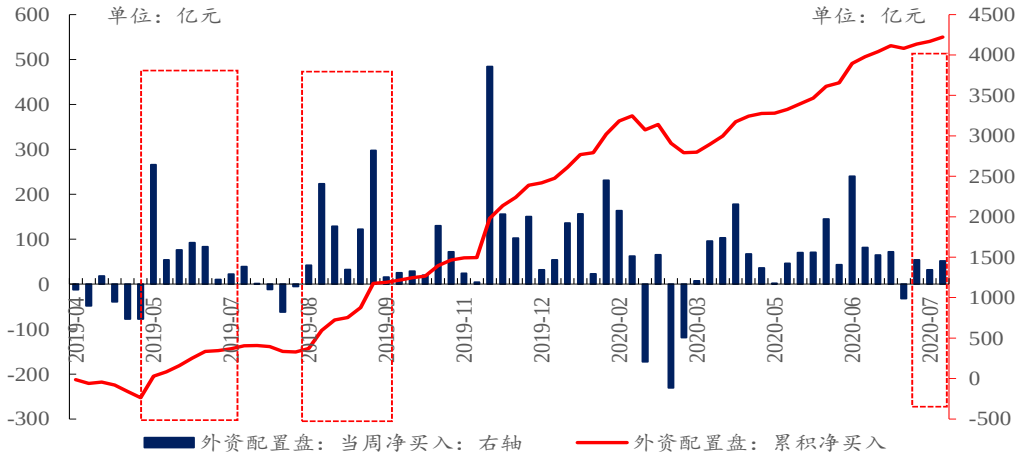
当下来看，国内的配置型 ETF 尚未出现进场信号，但是北上资金中的配置项资金开始重新流入。

图8：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。但当下未有这种迹象



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：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

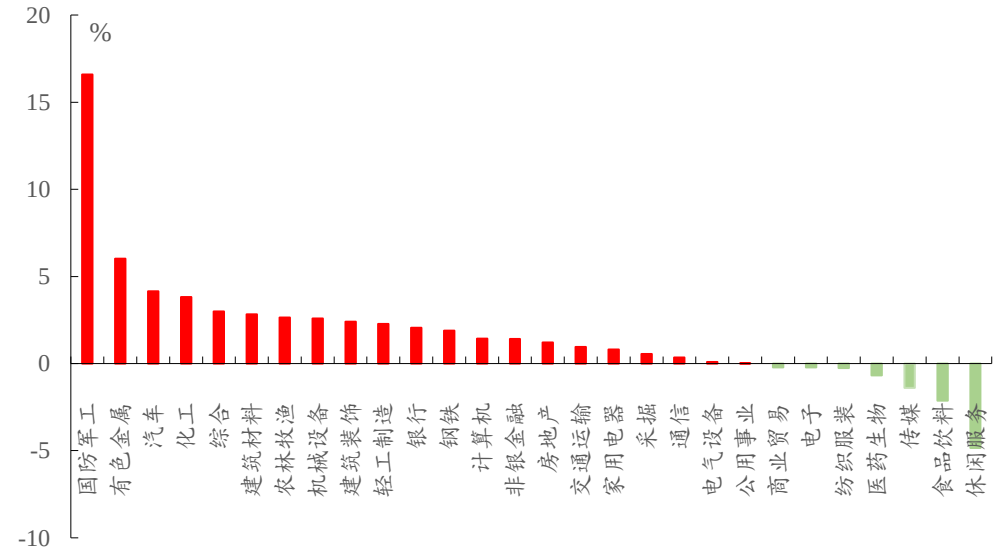


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 市场的临界点：敢问路在何方

8 月以来，食品饮料、医药生物以及电子等前期表现强势且机构集中抱团的板块整体下跌，而国防军工和包括有色金属、化工、建材、机械设备、汽车等在内的顺周期板块涨幅靠前。实际上，7 月食品饮料、医药生物以及电子等板块在涨幅上已经相对国防军工、建材、有色以及化工等板块走弱，8 月以来强化了这种格局，**这背后指示着当下市场正处于一个临界点：新的主线浮出水面或是前期主线调整后回归。** 我们也有必要进行相应判断：对于前期强势的科技、消费、两者兼具的医药，新晋的军工和纠结的顺周期板块。

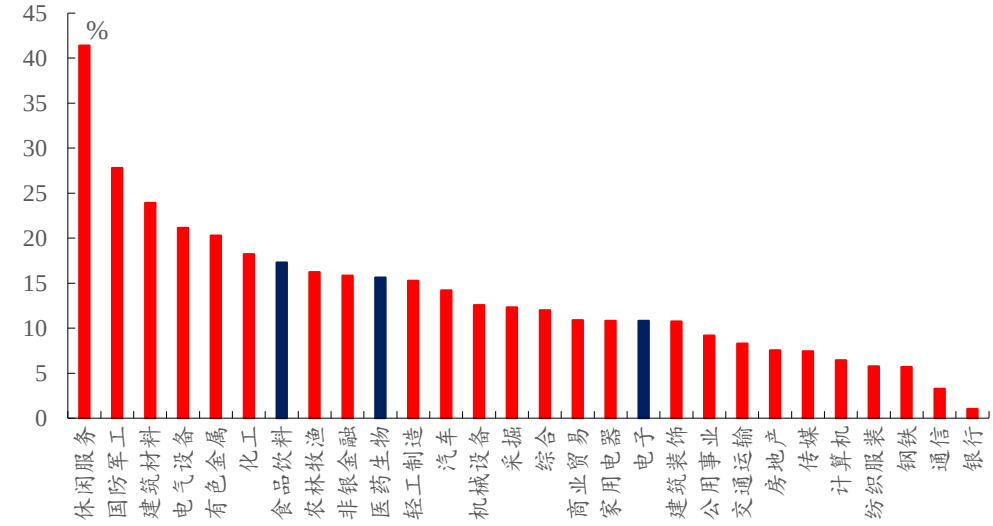
图10：8 月以来，食品饮料、医药生物以及电子等前期表现强势且机构集中抱团的板块表现不佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：考察时间为 0803-0807

图11：7月食品饮料、医药生物以及电子等板块在涨幅上已经相对国防军工、建材、有色以及化工等板块走弱



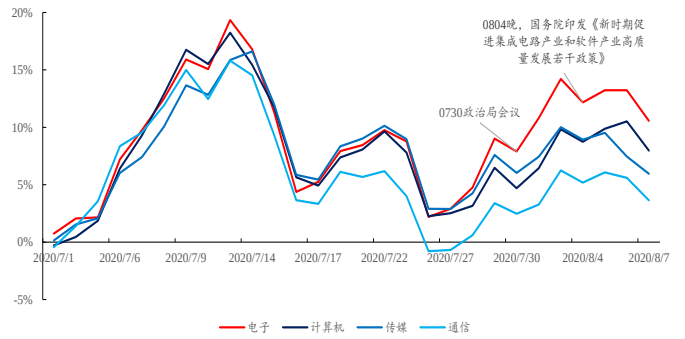
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1、 前期主线：强势延续的可能性在变弱

我们以部分有代表性的板块去理解前期的主线：

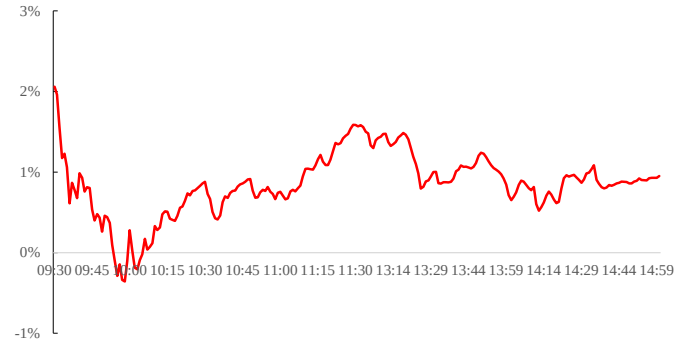
对于以电子为代表的科技板块，值得我们注意的是：一、随着7月30日政治局会议对风险偏好的提振，科技板块迎来了一波短期上涨，但随之而来的是8月4日的较大幅度的调整；二、8月4日晚，国务院印发了《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策》，对于半导体等科技板块的产业政策逐步落地，8月5日电子板块经历了高开后逐步下行且并未回到开盘时的高点；三、8月6日和8月7日，电子等科技板块连续调整。我们考虑以下两种情况：一、如果8月4日的“集成电路新政”此前没有被市场所预期，那么发布利好之后以电子为代表的科技板块高开低走并连续调整下行则指示着当前市场对于“利好”较为麻木，考虑到当前科技板块估值并不低，**这意味着，投资者对于以电子为代表的科技板块在心理上已经开始“松动”，对未来市场的整体预期可能发生了反转**；二、如果8月4日的“集成电路新政”已经被市场所预期，那么8月5日当天的高开低走以及后两天科技板块连续的调整则意味着：**对于投资者而言，支付当下科技板块的估值隐含的成本至少不低于利好以及其后续政策本身的收益**。这也指示着一个方向，前期科技主线需要寻找一些更新的逻辑才能重新引领市场，而这个逻辑需要和之前的市场惯性认知不同。**同时，潜在的中美摩擦确实也会抑制板块的风险偏好。**

图12：8 月 4 日晚发布“集成电路新政”后，科技板块连续调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：8 月 5 日当天，电子板块高开低走



数据来源：Wind、开源证券研究所

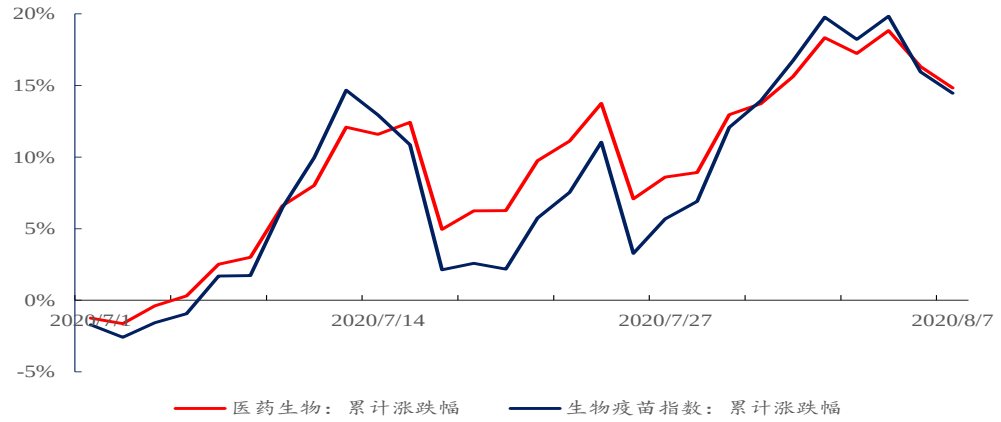
注：累积收益率计算的起点为 7 月 1 日

对于生物医药板块而言，生物疫苗板块是投资者重点关注的子板块，也是比较有代表性的方向。可以看到的是，7 月以来，生物疫苗板块相对于医药生物板块涨跌幅波动较大，这意味着：**生物疫苗板块相较于整个医药生物板块而言或有更强的“博弈”属性**，或者是预期变化的指示器。受疫情影响，“新冠”疫苗作为公司业务的一部分，我们应当给予合理的定价，目前看研发失败的可能性在大幅降低，市场也因此有了明显反应，不过近期的波动让我们需要推演后续的情景：

疫苗对市场影响的速度和深度取决于两个因素：一、免疫时效；二、疫苗的采购和接种方式。而这两个因素对市场整体和对疫苗股的影响是截然相反的。一种情况是：疫苗需要换季或者每年接种，政府不干预，药企自由定价，那么疫苗企业仍可享受高估值，全球经济复苏，但由于接种人群有限，对疫情的控制并非立竿见影，所以疫苗公司会进一步估值、业绩双升；中性的情况是：疫苗可终身免疫，但由于最初的产能匮乏，普遍接种难以实现，由于预期疫苗企业回报率下降的速度会随着产能扩张迅速下降，疫苗股难以享受高估值，但业绩仍然改善。还有一种根据现阶段国内外最新出现的信息推演的情形时：政府考虑将其纳入公共卫生医疗系统，产能能够快速实现“普遍接种”，而由于疫苗价格不能站在社会成本的对立面，利润空间薄弱，当然需求是否快速回落决定于疫苗的免疫周期。

上述情景的可能性我们无法给出准确预测，但是由于第三种潜在可能的存在，且可能性边际上变得更强，让该板块在现阶段估值水平上继续引领市场的可能性在变小。当然，我们还需要提醒投资者的是，疫苗研发成功也会带来宏观经济进入复苏，如果接种速度越快，将导致全球经济复苏的动能越强劲。这又会反过来极大改变前期医药主导的成长风格的宏观环境：低利率+全球经济低迷，导致股票市场状态也将明显与疫情时不同。当然这并不意味着整个医药板块完全没有机会，**对于投资者而言，可能需要去寻找医药板块细分子行业的投资机会。医药板块可能无法继续引领市场。**

图14：7月以来，生物疫苗板块相对于医药生物板块涨跌幅波动较大



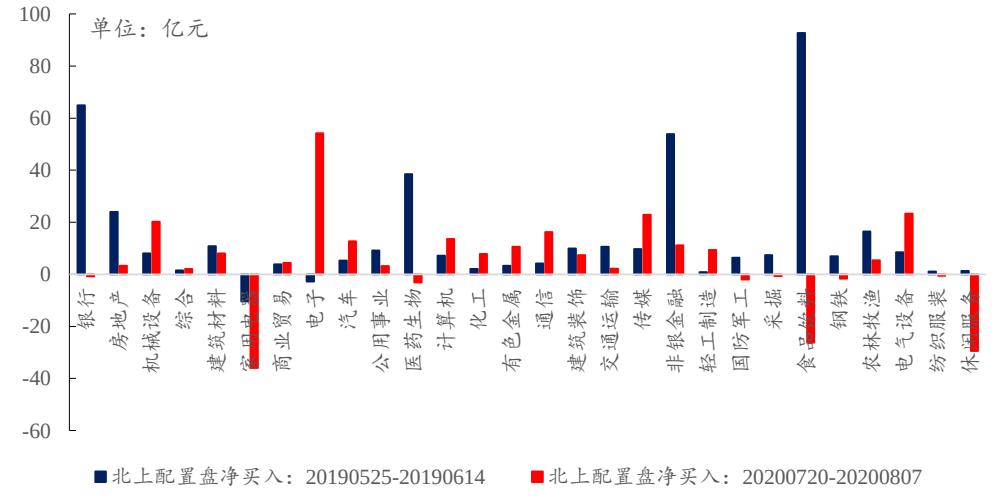
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积收益率计算的起点为7月1日

我们上述推论在部分资金行为中已经得到印证，该类投资者可能已经开始做出了类似的布局调整：

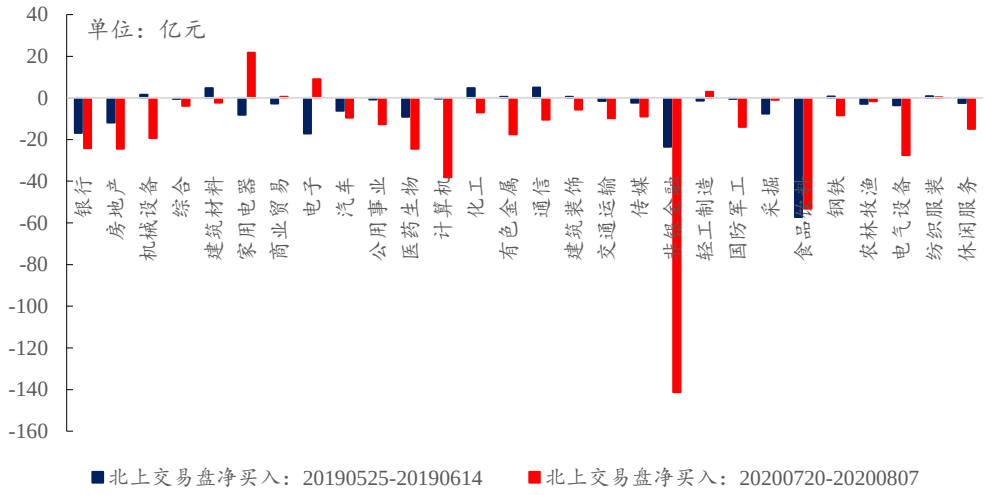
一、对于北上资金而言，7月20日以来，北上配置型资金的行为相比于2019年5月逐步净买入时出现了较大转变，而交易型资金的行为则前后较为一致。等于是说：当下**北上配置型/交易型资金在7月20日以来均净卖出食品饮料以及医药等板块**。

图15：7月20日以来，北上配置型资金的行为相比于2019年5月逐步净买入时出现了较大转变，食品饮料、休闲服务以及医药生物等板块由净买入转变为净卖出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：7月20日以来，北上交易型资金整体卖出，与2019年5月行为一致，主要净卖出非银金融、计算机、食品饮料以及医药等板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

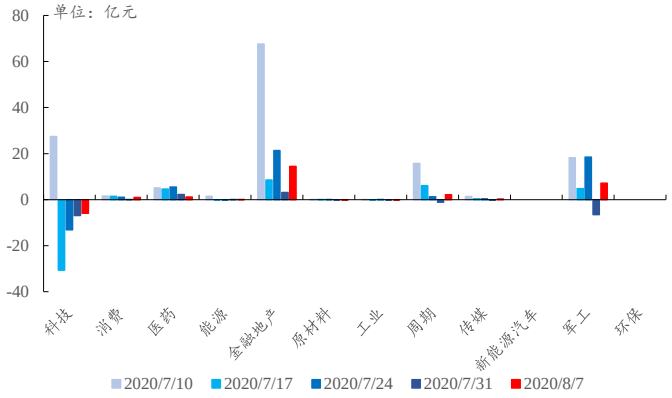
二、对于ETF而言，我们看到，自2019年下半年以来有明确行业ETF的规模在显著提升，这也预示着，该类ETF的投资者会是市场重要的定价力量。我们看到，7月中下旬以来，**无论是散户持有较多的个人高比例ETF还是机构持有较多的个人低比例ETF均在净赎回科技ETF**，同时个人高比例ETF在净买入金融地产、周期以及军工ETF，而个人低比例ETF在逐步卖出军工，不过也停止了金融地产的申购。

图17：2019年下半年以来，有明确行业的ETF的规模显著提升



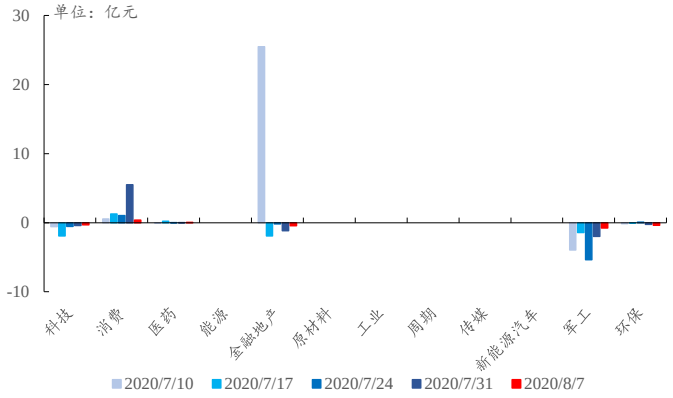
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：7月中下旬以来，散户持有较多的个人高比例ETF主要净赎回科技ETF，青睐金融地产、周期以及军工ETF



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：7月中下旬以来，机构为主的个人低比例ETF同样净赎回科技ETF，但逐步卖出军工，但也停止了对于金融地产的申购

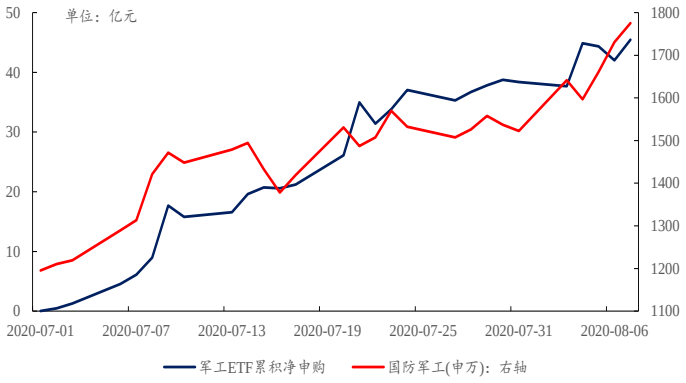


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 军工逻辑中的节奏与弹性

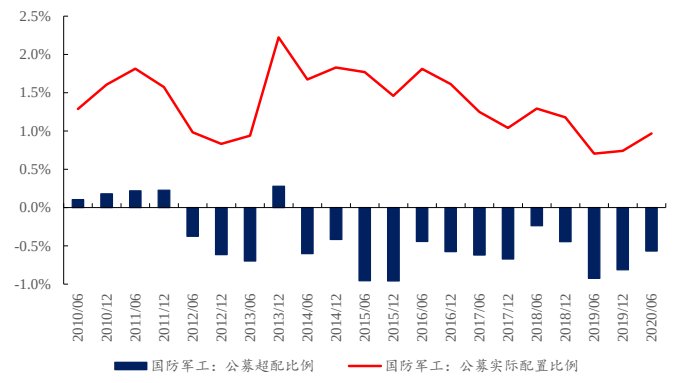
我们看到：7月以来，军工板块持续上行，同时军工ETF在被持续净申购。对于军工板块而言，主要包括三方面逻辑：一是对十四五规划中军改加速落地的预期；二是军品市场化定价改革提升军工行业的盈利能力；三是当下主动偏股公募基金配置的比例仍较低，截至2020年Q2，主动偏股公募基金配置军工板块比例为0.97%，相比于2019年末有所提升，但整体仍处于低配状态。目前，前两层逻辑暂时无法证伪，对于第三层逻辑确实就目前交易体量而言短期也难言达到了公募的“超配”。**这三个短期无法被证伪的逻辑成为了7月以来资金推动军工上涨的理由。**

图20：7月以来，军工ETF被持续净申购



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：截至2020Q2，主动偏股公募配置军工比例仍较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

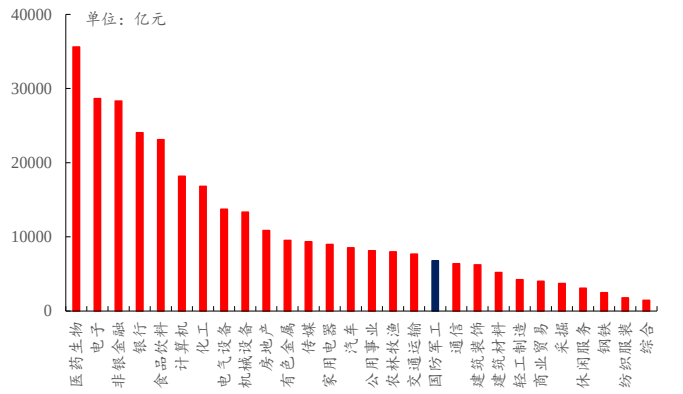
注：2019年及之前的军工行业配置比例，使用主动偏股公募全部持仓数据计算，2020年Q2使用重仓数据计算

注：累计净申购的起始日期为7月1日

我们认同这一轮军工板块上涨的逻辑。但从军工行业的自身容量来看：一方面，截至2020年8月7日，军工板块的自由流通市值约6764亿元，在申万28个行业中排名靠后；另一方面，从单个军工公司的自由流通市值分布来看，整体更偏向于自由流通市值较小的公司，且行业仅2家公司的自由流通市值在400亿以上，自由流通市值最大的公司为航发动力，其自由流通市值为449.61亿。另外，本轮上涨的斜率，仅次于2015年7月的历史最大斜率，短期保持强势上涨也的概率在降低。

当然，这并不代表我们不看好军工的机会，我们其实对此保持相当的乐观。但我们认为对于资金量较大的市场参与者而言市场还需要一条更明确且更大容量的主线。

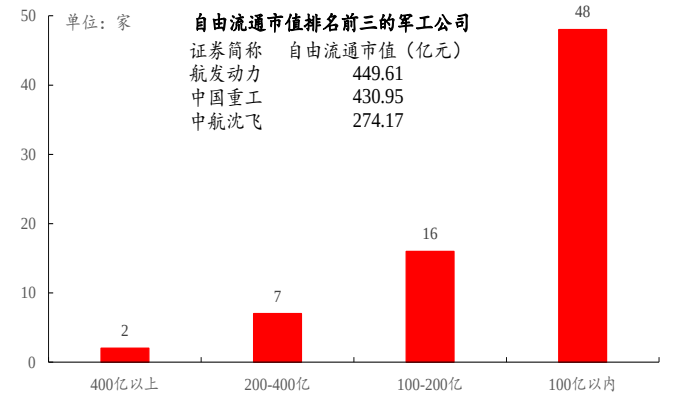
图22：国防军工板块的自由流通市值排名靠后



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自由流通市值计算日期为 2020 年 8 月 7 日

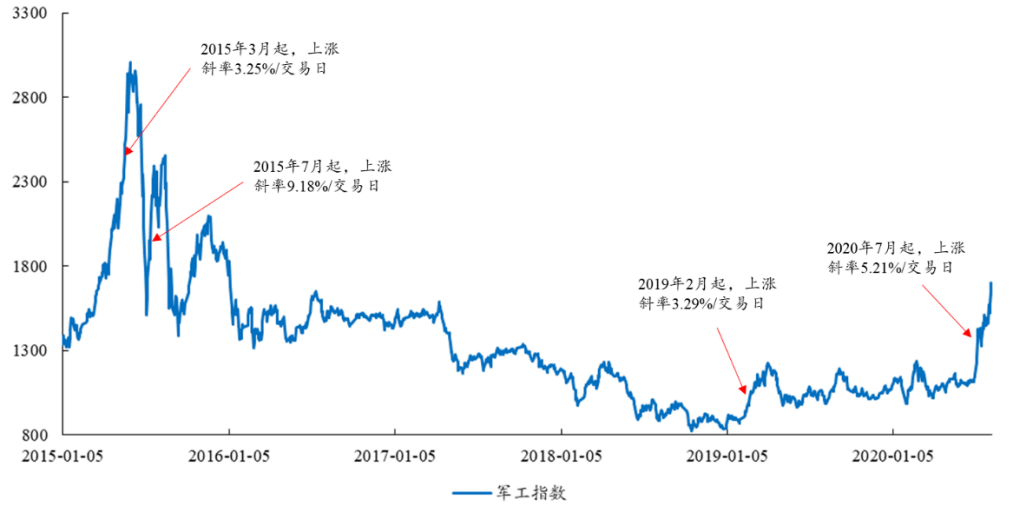
图23：且单个军工公司的自由流通市值较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自由流通市值计算日期为 2020 年 8 月 7 日

图24：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

3.3、 我们认为的市场主线：经济复苏持续验证期正在到来

我们此前报告中已经详细讨论了顺周期板块的时点和节奏，这里不再赘述，简单讲：8 月中旬即将迎来经济复苏的持续验证期，经济复苏的趋势大概率将得到持续验证：

（1）**7 月份的 PMI 与房地产销售数据超预期再次传递出了基本面强势复苏的信号。**从统计局公布的 7 月份 PMI 数据上看，整体水平仍处于荣枯线以上，且超出市场预期，说明洪灾对于经济活动的负面影响低于预期；从结构上看，新出口订单和建筑业的提升较为明显，但服务业反而有所下滑，这也从侧面印证了消费恢复仍慢

于投资的节奏。此外，从克而瑞地产研究公布的房地产销售数据上看，虽然从环比上看比 6 月有所下降，但单月同比仍保持了较高的正增长；同时 2020 年 1-7 月前 100 强房地产企业的累计业绩增速同比达到 2.7%，是 2020 年以来首次转正，说明房企库存去化仍在加速。

（2）**7 月商品市场整体呈现上涨格局，涨幅相比于 6 月大幅走阔，这指示着：7 月 PPI 环比或将继续增长。**这意味着经济基本面的继续复苏，顺周期板块盈利的持续改善。

（3）**房地产和基建的开工旺季或在 8 月之后**。我们曾在报告《周期轮动：花相似，人不同》中提到，从历史经验来看，房地产和基建的开工旺季往往也标志着周期行业基本面的好转，恰恰由于新冠疫情打乱了上半年的开工，往常由于年初房地产和信贷高增长所带来的基本面高点被推迟到了 6 月份，而我们在疫情得到控制之后又迎来了高温和雨季，这可能是造成需求始终难以被真正认知的原因。由于房地产和基建两大产业链都存在开工的淡旺季，立秋后将迎来旺季验证。

其实本周增量信息看，顺周期板块背后还有一个上行风险：疫苗研制成功且效果超预期，这将带来海内外需求的全面复苏。这种复苏在科技与金融为主要手段的中美关系的当下，很难受到冲击。

4、 顺周期已揭开帷幕

总结来看：我们看到了 3 条有特征意义的主线的特征：

1、前期强势板块短期面临的问题是：尽管方向确定，但是短期内由于好消息已经被预期并定价，面临有潜在坏消息的可能。当然我们承认大量公司仍然优质且行业景气度仍然有保证，但是投资者也需要重新考虑无风险利率上行后，未来成长的贴现价值是否会受到影响。无论如何，引领市场潜在动力尚需找寻。

2、军工板块逻辑相对完美，历史估值、机构配置水平上都相对理想，基本面短期并无可以证伪之处，甚至事件催化下还有上行驱动。我们对军工板块保持乐观，但是需要思考的一个问题是：近期军工指数上涨斜率已经仅次于 2015 年 7 月 V 型反弹时的水平，在这样的情况下，其市场容量能否在短期继续承载全市场新资金的追捧？既然花了 4 年多时间才成为茅台市值的三分之一，均值回归的过程也需要时间。

3、市场对于经济复苏的动能仍然存在较大分歧，这一主线对应了市场大量低估值或者前期滞涨的板块，这种不确定性需要验证，但基本只面临“上行风险”，该类板块的投资价值也开始得到了部分长期投资者的认可。我们认为顺周期的表现，后续也会牵涉到整个宽基市场指数的涨跌。

我们给出最终的投资建议是：在经济复苏期周期性行业仍是最具性价比的板块，本轮复苏之前由于疫情强化的“极致风格”又在估值层面为顺周期行业的投资者提供了额外的风险补偿。秋季复工即将到来，本轮复苏相比 2016-2017 年不同，将缩短验证空档期，走向 U 型复苏。

在顺周期基本面景气传导的基础上，我们从“弹性”和“持续性”两个维度来选择占优的行业，具体逻辑可以参考我们此前发布的周期轮动框架报告。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、建筑装饰**；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：**有色、银行、保险、房地产、煤炭**；第四，顺周期消费可适当布局：**家电、汽车**。

5、 风险提示

中美摩擦加剧；海外疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

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