2020 年 07 月 24 日

风雨中抱紧顺周期

——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

● **市场的脆弱点在下跌中进一步暴露**

今日市场大跌，中美摩擦是直接导火索。但是我们从市场下跌板块的排序中，可以看到更多信息。本轮下跌中，板块下跌幅度并未按一般逻辑演绎：即不受该事件影响的股票下跌较少，受事件影响的股票下跌更多。反而领跌的股票集中在前期涨幅较大的科技+消费领域：具体有医药、电子、免税概念等。即使看似受益于事件冲突的国防军工板块，由于前期累计的可观的收益，跌幅也并非最低。我们认为这背后反应的逻辑是：即在面对巨大不确定性时，前期拥挤交易板块叠加较大的浮盈，成为市场最脆弱的点。相对来讲，前期一直被市场认为在经济转型过程中不符合长期趋势的板块，表现出了较强稳定性。我们认为，前期极致的风格已经让传统意义上的防御板块失去了防御作用。

● **强势板块领跌之后，市场方向可能存在一定的变化**

根据历史经验，前期强势板块在出现带头领跌后，市场的方向可能会出现一定的变化。最近的例证是 2020 年 3 月科技股大跌后，后续 4-5 月市场行情主要由消费主导。我们观察到 5 月开始无风险利率已经上行，经济已经出现复苏信号，但是这种定价只在商品和债券市场发生，并未在价值/成长内部反应，而势能已经在累积，6 月底基金持仓数据显示部分板块交易结构已经十分拥挤。我们认为，7 月开始价值股的反弹主要来源于经济预期的修复，而极低的估值放大了这一效应。遗憾的是，2014-2015 的牛市记忆，让大量投资者将其解读为低估值修复后帮助前期泡沫化的资产进一步水涨船高。这种演绎过程在金融市场流动性边际收紧环境下是不支持的。而这种泡沫化的结果就是成长属性的资产的预期收益率进一步降低，进一步削弱了面对风险的安全垫。

● **风格切换正在从市场信号层面进一步被确认**

展望未来，风格切换正在以我们最不愿意看到的却又是历史上发生概率最高的一种形式被确认：即全市场出现普遍下跌，同时风格出现变化。我们认为，风格切换的核心逻辑始终未变：经济复苏，利率上行，这将有利于短久期属性的价值股，同时，极大的估值差距会无限放大这一效应。而市场信号指示：市场未来会面对较高的不确定性，这种不确定性将催化投资者重新衡量风险收益比，而这种收益比的度量的必要性在过去整体上涨过程中被市场严重忽视。

● **保持乐观，继续布局顺周期板块**

相对于 2019 年 4 月政策降温以迎接冲突不同，这次冲突的出现反而为政策边际宽松创造了条件。我们再次提醒投资者重视顺周期板块的布局价值，我们相信其抗风险能力和绝对收益能力在未来都会同样出色。我们推荐顺序为：第一，经济复苏带动需求回暖，行业景气将在走出淡季后逐步得到验证：化工、建材、工程机械、有色（铜、银、铝）、煤炭；第二，作为“周期之眼”的大金融板块：房地产、保险、银行；第三，顺周期消费：汽车、家电

● **风险提示：** 中美贸易摩擦；疫情恶化

相关研究报告

《投资策略专题-Q2 抱团，7 月切换》-2020.7.22

《投资策略点评-已是周期烂漫时》-2020.7.20

《投资策略周报-潮水退去，切换继续》-2020.7.19

目 录

1、 风雨中抱紧顺周期 3
2、 风险提示 3

1、 风雨中抱紧顺周期

今日市场大跌，中美摩擦是直接导火索。但是我们从市场下跌板块的排序中，可以看到更多信息。本轮下跌中，板块下跌幅度并未按一般逻辑演绎：即不受该事件影响的股票下跌较少，受事件影响的股票下跌更多。反而领跌的股票集中在前期涨幅较大的科技+消费领域：具体有医药、电子、免税概念等。即使看似受益于事件冲突的国防军工板块，由于前期累计的可观的收益，跌幅也并非最低。我们认为这背后反应的逻辑是：即在面对巨大不确定性时，前期拥挤交易板块叠加较大的浮盈，成为市场最脆弱的点。相对来讲，前期一直被市场认为在经济转型过程中不符合长期趋势的板块，表现出了较强稳定性。我们认为，前期极致的风格已经让传统意义上的防御板块失去了防御作用。

根据历史经验，前期强势板块在出现带头领跌后，市场的方向可能会出现一定的变化。最近的例证是 2020 年 3 月科技股大跌后，后续 4-5 月市场行情主要由消费主导。我们观察到 5 月开始无风险利率已经上行，经济已经出现复苏信号，但是这种定价只在商品和债券市场发生，并未在价值/成长内部反应，而势能已经在累积，6 月底基金持仓数据显示部分板块交易结构已经十分拥挤。我们认为，7 月开始价值股的反弹主要来源于经济预期的修复，而极低的估值放大了这一效应。遗憾的是，2014-2015 的牛市记忆，让大量投资者将其解读为低估值修复后帮助前期泡沫化的资产进一步水涨船高。我们曾不断提示投资者，复刻 2014-2015 年市场的可能性极低。这种演绎过程在金融市场流动性边际收紧环境下是不支持的。而这种泡沫化的结果就是成长属性的资产的预期收益率进一步降低，进一步削弱了面对风险的安全垫。

展望未来，风格切换正在以我们最不愿意看到的却又是历史上发生概率最高的一种形式被确认：即全市场出现普遍下跌，同时风格出现变化。我们认为，风格切换的核心逻辑始终未变：经济复苏，利率上行，这将有利于短久期属性的价值股，同时，极大的估值差距会无限放大这一效应。而市场信号指示：市场未来会面对较高的不确定性，这种不确定性将催化投资者重新衡量风险收益比，而这种收益比的度量的必要性在过去整体上涨过程中被市场严重忽视。

相对于 2019 年 4 月政策降温以迎接冲突不同，这次冲突的出现反而为政策边际宽松创造了条件。我们再次提醒投资者重视顺周期板块的布局价值，我们相信其抗风险能力和绝对收益能力在未来都会同样出色。我们推荐顺序为：第一，经济复苏带动需求回暖，行业景气将在走出淡季后逐步得到验证：化工、建材、工程机械、有色（铜、银、铝）、煤炭；第二，作为“周期之眼”的大金融板块：房地产、保险、银行；第三，顺周期消费：汽车、家电

2、 风险提示

中美贸易摩擦；疫情恶化

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