2020 年 07 月 16 日

未来没来，把握现在

——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

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

相关研究报告

《投资策略专题-复盘：“降温”以后》-2020.7.14

《投资策略周报-回不去的 2015》-2020.7.12

《投资策略点评-又回到复苏的起点》-2020.7.9

● **科技消费“退潮”，顺周期价值股成为压舱石**

今天（2020 年 7 月 16 日）A 股三大股指均大幅下挫，上证指数、深证成指和创业板指分别下跌 4.50%、5.37%和 5.93%，主要的领跌板块为消费和科技。我们认为当天市场大幅下跌的直接触发因素有三个：一是 6 月社零数据不及预期以及人民日报对于贵州茅台内部腐败事件的评论；二是近期国家集成电路基金频繁减持科技股，7 月科技股解禁压力较大；三是中芯国际上市也分流了大部分资金，也并未如很多投资者期待的点燃科技行情。今天的市场表现值得让部分投资者反思对于 7 月以来发生风格切换的认知：低估值完成修复，而后消费科技等成长股可以水涨船高。我们认为，顺周期板块在 6 月 30 日经济数据出炉后的表现，其实是来源于经济复苏确认后，盈利预期修复*估值压制带来的合力。因此**我们认为，一定程度上今天市场出现如此大幅度的波动且成长/价值出现分化，正是对“估值驱动”这一预期的根本性修正的开始。**

● **回不去的 2015：估值驱动行情的谢幕**

我们在《回不去的 2015》中曾提醒投资者，牛市应该是一个后验概念，但 2014-2015 的行情在监管和市场参与者的记忆中都同样深刻。这两种博弈下，一定会让 2015 年估值驱动的行情难以复刻，同时放大市场波动。当下，**我们并不否认我国经济结构转型的趋势，但以科技+消费为代表的未来和现在之间，还隔着贴现率和不确定性，**一旦预期收益率过低后就会有两层风险：一是利率中枢上移会让长久期的成长性资产受到冲击；二是出现尾部风险，例如贵州茅台受到主流媒体点名批评，这会让市场重新认知为“确定性“承受过低的预期收益率是否值得。

● **真正的主线：经济复苏趋势的持续确立**

我们对市场仍然乐观，但是我们看到的真正主线和大部分投资者不同，我们认为经济的企稳复苏才是市场行情的驱动。目前看上半年经济数据出炉，资金“脱虚入实”正在进行，复苏节奏上先投资后消费，从中观数据来看，周期行业景气度持续升温：重要的生产资料价格恢复至疫情前水平，与基建、房地产产业链联系紧密相关的建筑及工程机械行业，均体现出较强的复苏节奏。我们认为，由于消费的疲软和就业的约束，尚不是担忧信用收紧、经济降温的时刻，**利率中枢上移的核心驱动来自于经济复苏，这或许是市场对于风格判断最大的认知差。**

● **退潮以后，周期归来**

“水涨船高”的估值驱动行情并不会出现。而对于顺周期价值板块，更为核心的驱动力是来自市场在看到经济复苏的明确信号之后，对于顺周期、低估值的价值板块盈利预期边际改善，这种改善会因为极低的隐含增长率而被放大。我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏，：**建材、化工、建筑、工程机械、煤炭、有色金属**；第二，估值仍存在修复空间的：**房地产、非银**；第三，顺周期消费：**汽车，家电**。

● **风险提示：**中美摩擦、海外疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

目　录

1、 退潮之后，周期为王 3
2、 科技、消费的“退潮”：回不去的 2015 4
3、 周期归来：经济复苏趋势持续确立 6
4、 未来没来，把握现在：布局顺周期价值板块 10
5、 风险提示 11

图表目录

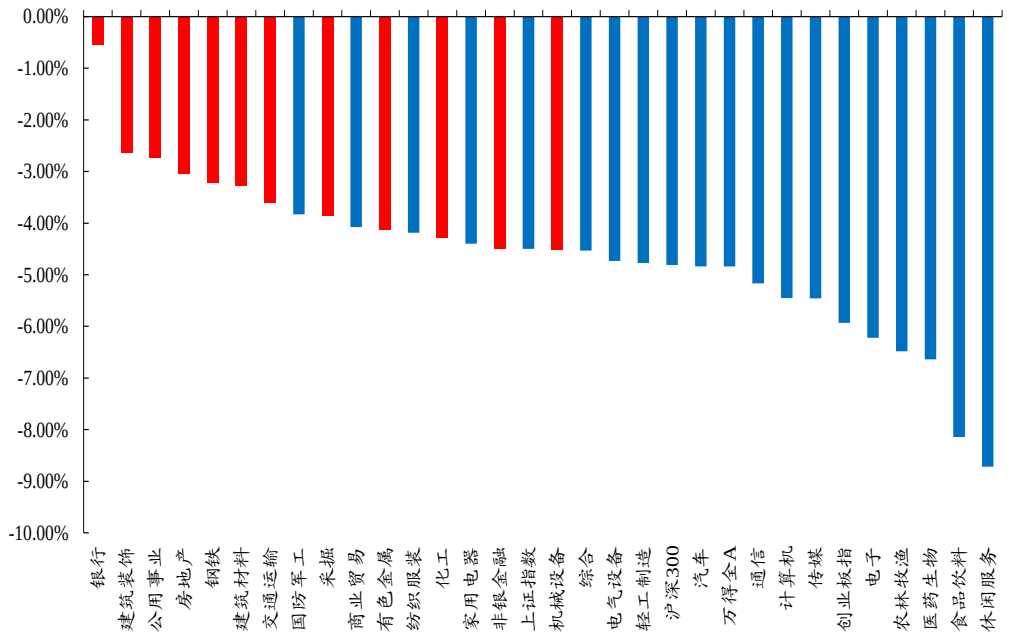
图 1: 市场大跌，周期坚挺，科技消费大幅回调 3
图 2: 7 月初以来顺周期价值板块涨幅居前 4
图 3: 5 月以来利率中枢确认上移 5
图 4: 7 月 16 日当天解禁压力主要来自中芯国际 6
图 5: 存量社融与 M2 增速差扩大，资金继续脱虚入实 7
图 6: 居民和企业中长期贷款均大幅增长 7
图 7: 基建及房地产恢复已恢复至累计同比正增长 7
图 8: 基随着产出缺口弥补，PPI 将触底回升 8
图 9: PPI 形成底部出现向上拐点后，价值全面占优（红线进入 0 以下区域） 8
图 10: 动力煤价格恢复至高于疫情前 9
图 11: 铜价、铝价自 3 月开始回升，当下恢复至疫情前并继续反弹 9
图 12: 金铜比下降，体现经济复苏预期 9
图 13: 化工品价格指数回升，至开工淡季进入平台期 9
图 14: PVC 期货价格快速上升 9
图 15: 塑料价格指数持续回升 9
图 16: 螺纹钢基差由贴水变升水 10
图 17: 工程机械销量高增，尤其是挖掘机在 6 月保持 60%以上增速 10
图 18: 中国电建和中国建筑的新签合同同比增速继续上行 10

表 1: 近期利空事件一览：主要集中于科技消费领域 5

1、 退潮之后，周期为王

今天（2020 年 7 月 16 日）A 股三大股指均大幅下挫，上证指数、深证成指和创业板指分别下跌 4.50%、5.37%和 5.93%，主要的领跌板块为休闲服务（-8.72%）、食品饮料（-8.14%）、医药生物（-6.64%）、农林牧渔（-6.48%）和 TMT。

图1：市场大跌，周期坚挺，科技消费大幅回调



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为当天市场大幅下跌的直接触发因素有三个：

一是**6 月社零数据不及预期以及人民日报对于贵州茅台内部腐败事件的评论**导致市场对于消费板块的确定性增长预期打破，前期给予的确定性溢价回落；

二是**近期国家集成电路基金频繁减持科技股，7 月科技股解禁压力较大，同时叠加英国封杀华为等国际摩擦事件发酵**导致科技板块的风险偏好恶化，科技板块也大幅回调；

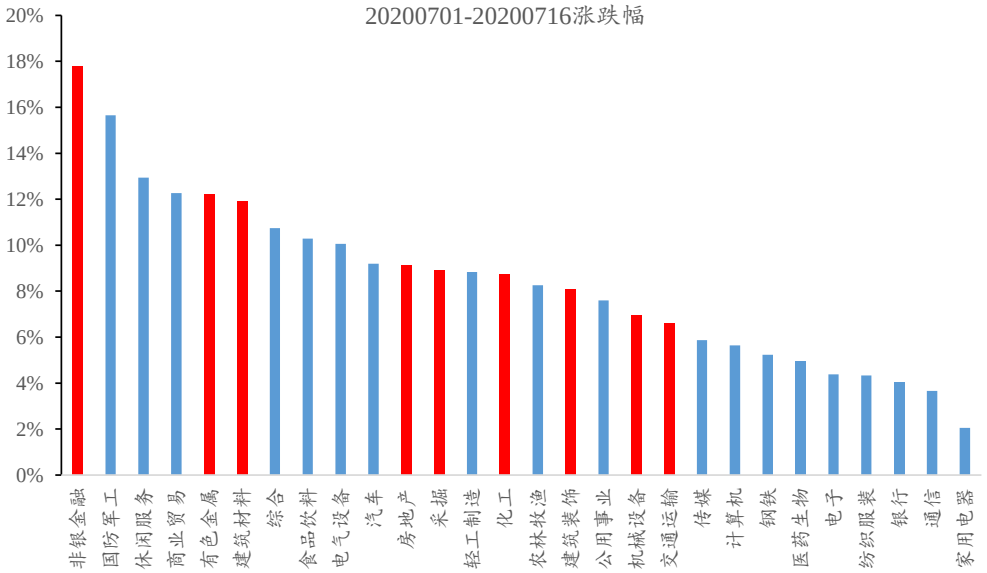
三是**中芯国际上市也分流了大部分资金，也并未如很多投资者期待的点燃科技行情**。

除了直接触发因素之外，我们认为，此次科技消费大跌背后更深层次的原因在于：**前期流动性宽松下估值驱动的行情已经结束，类似于 2014-2015 年的牛市不可复刻，监管层的超前降温也是防范“水涨船高”的估值行情；而周期坚挺的表现其实预示着资金脱虚入实的节奏带来的经济复苏、利率中枢上移才是 7 月以来顺周期价值板块领涨市场的核心驱动力**。同时，从北上资金的行为来看，7 月 16 日当天虽然整体上看北上资金净卖出 69.2 亿，但同时我们看到，当日深沪港通各自前 10 十大活跃个股中，中信证券、华泰证券以及海螺水泥等顺周期个股仍逆势被买入，而恒瑞医药、迈瑞医疗、五粮液以及贵州茅台等前期强势成长个股被净卖出，**说明即使长期被认为偏好科技消费核心资产的外资，也开始出现了一定的风格变化。**

因此在上述背景下，后续顺周期价值板块不仅在盈利上具有绝对优势，而且估值上也具有相对优势，顺周期价值板块弹性最大的时刻已经来临，请投资者勿再迟疑，

任何市场调整的窗口都是“上车”的好机会。

图2：7月初以来顺周期价值板块涨幅居前



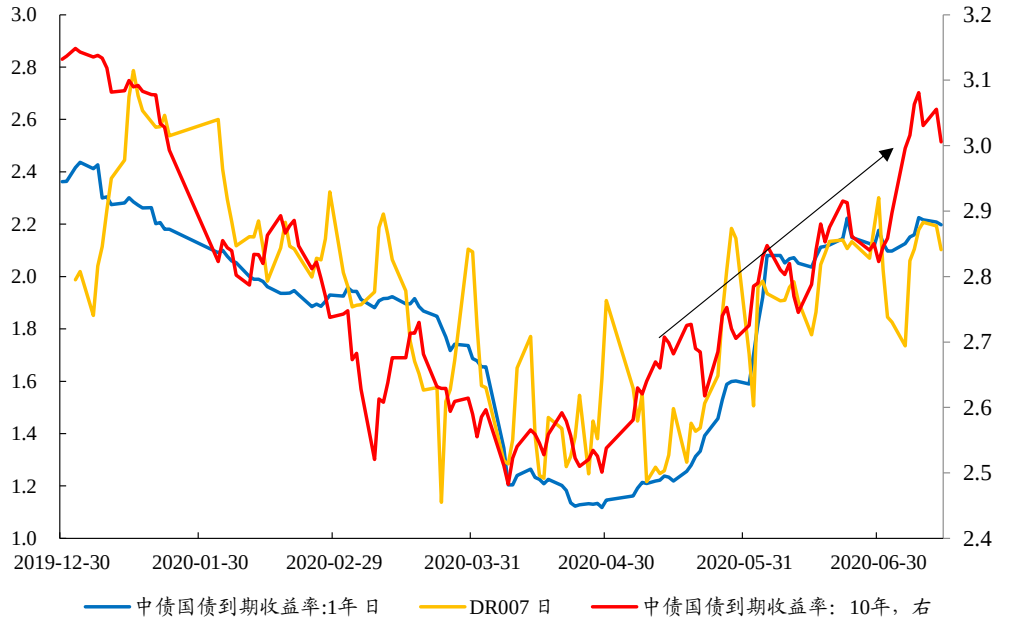
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 科技、消费的“退潮”：回不去的2015

未来还没来，“退潮”已至。我们在《回不去的2015》中曾提醒投资者，牛市应该是一个后验概念，但2014-2015的行情在监管和市场参与者的记忆中都同样深刻。这两种博弈下，一定会让2015年估值驱动的行情难以复刻，同时放大市场波动。当下，我们并不否认我国经济结构转型的趋势，但以科技+消费为代表的未来和现在之间，还隔着贴现率和不确定性，一旦预期收益率过低后就会有两层风险：一是利率中枢上移会让长久期的成长性资产受到冲击；二是出现尾部风险，例如贵州茅台受到主流媒体点名批评，这会让市场重新认知为“确定性“承受过低的预期收益率是否值得。

利率中枢上移预示着此前流动性宽松带来的估值驱动行情接近结束。我们在此前《势来不可止，势去不可遏》的报告中曾提到，将7月以来低估值板块的大幅上涨仅仅解释为流动性宽松下的补涨太过于简单，估值修复背后其实更多地伴随着对于低估值板块盈利增长预期的改善，是成长和价值之间的性价比再平衡，而这种再平衡其实正是由于利率中枢上移带来的。除此之外，我们曾在《回不去的2015》报告中提示投资者，此次监管降温其实并不意味着风格切换的结束，反而意味着切换的延续性在增强：即宽基指数的上涨并不能成为成长股继续“水涨船高”的理由，当下监管的降温意味着的是资金跑步进场带来的估值驱动的行情不可持续，脱虚入实仍是趋势，这对依赖于估值驱动的成长股来说，显然更为不利。

图3：5月以来利率中枢确认上移



数据来源：Wind、开源证券研究所

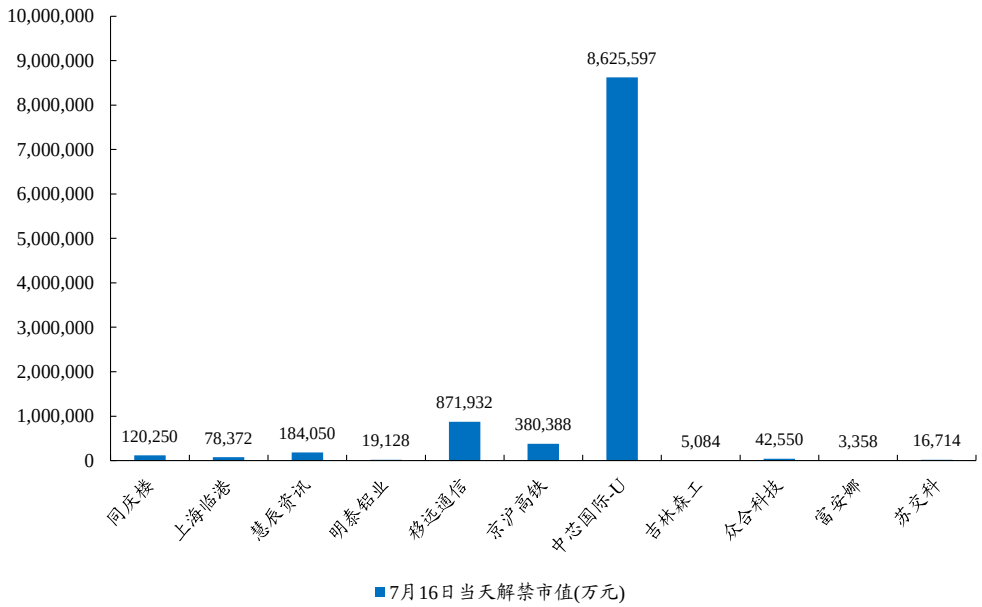
科技消费领域的不确定性正在累积。我们可以看到近期利空事件主要集中于科技消费领域，科技领域主要包括集成电路基金频繁减持科技股、英国宣布停止在5G建设中使用华为设备，同时7月也是科技股的解禁高峰，尤其是7月16日当天中芯国际的上市预示着资本市场期待已久的“利好”落地，而其解禁也给市场流动性带来了冲击；消费领域主要包括人民日报发文强调“酒喝不炒”，尤其是针对贵州茅台的腐败事件，而7月16日当天公布的经济数据中也唯独社零同比增速不及市场预期，其实这也是此前我们强调的在资金脱虚入实的节奏下投资先于消费复苏的应验。因此科技消费领域的不确定性正在累积，导致此前给予的确定性溢价变得更加昂贵。

表1：近期利空事件一览：主要集中于科技消费领域

时间	主体	事件
7月8日	证监会	宣布严查场外配资，曝光非法场外配资平台。
7月9-11日	集成电路基金、社保基金	集成电路基金、社保基金集中减持太极实业、北斗星通、汇顶科技、中国人保、三安光电、北方华创等公司股份。
7月14日	英国	英国停止在5G建设中使用华为设备。
7月15日	人民日报	人民日报海外版发文强调“酒喝不炒”。
7月16日	国家统计局	国家统计局发布二季度经济数据，社零增速同比下降1.8%，低于预期。

资料来源：证监会官网、国家统计局官网、人民日报等、开源证券研究所

图4：7月16日当天解禁压力主要来自中芯国际



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 周期归来：经济复苏趋势持续确立

上半年经济数据出炉，经济稳步复苏。今日（7月16日）上半年GDP数据出炉，上半年国内生产总值按可比价格计算，同比下降1.6%，分季度看二季度恢复正增长，同比增速3.2%，超过预期值2.9%，二季度环比一季度增长11.5%。

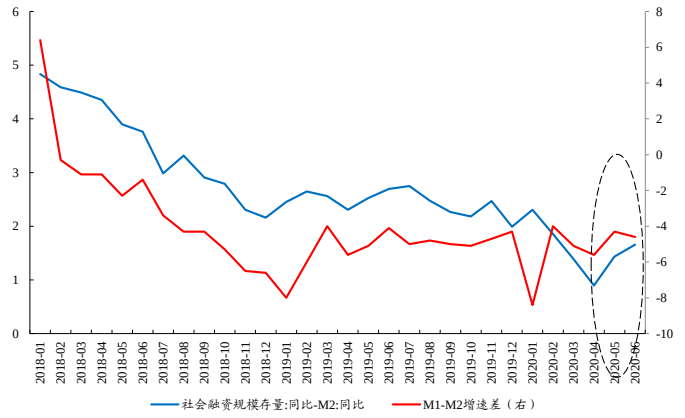
资金“脱虚入实”持续，复苏节奏上先投资后消费。我们在本周周报《回不去的2015》中提到，**从6月份的信贷数据上看，资金脱虚入实仍在继续，信贷支持实体的力度不减：**

（a）当月新增社融同比增速仍超市场预期，存量社融与M2的增速差仍在扩大，预示着资金仍在脱虚入实；

（b）居民和企业的中长期贷款均大幅增长，我们有理由相信在信贷持续扩张的趋势下，实体经济的复苏会有“经典的时滞”但不会缺席。

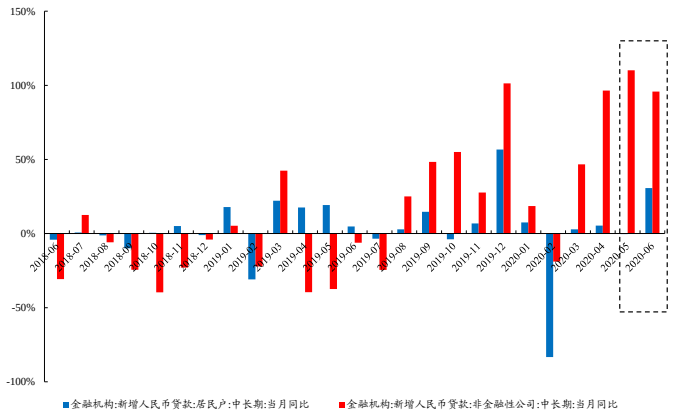
我们在6月月度策略《脱虚入实，风格切换》中判断，此次经济复苏在无大规模“扩内需”的背景下，将由投资拉动，通过企业利润的改善再传导至居民收入，消费将滞后恢复，难以出现斜率较高的V型反弹，从当前的社零与投资的恢复情况来看，基本验证了上述的判断：基建及房地产投资已恢复至累计同比正增长，而社零及制造业仍处于环比改善，但同比负增长的阶段，其中社零的同比增速斜率明显更“平缓”。**因此我们认为当下很难出现对于担忧经济过热的政策降温，因为目前看投资仍是支撑经济修复的核心力量，消费恢复仍慢于投资，同时就业问题仍然形成了硬约束，这与2019年4月的环境大为不同。**

图5：存量社融与 M2 增速差扩大，资金继续脱虚入实



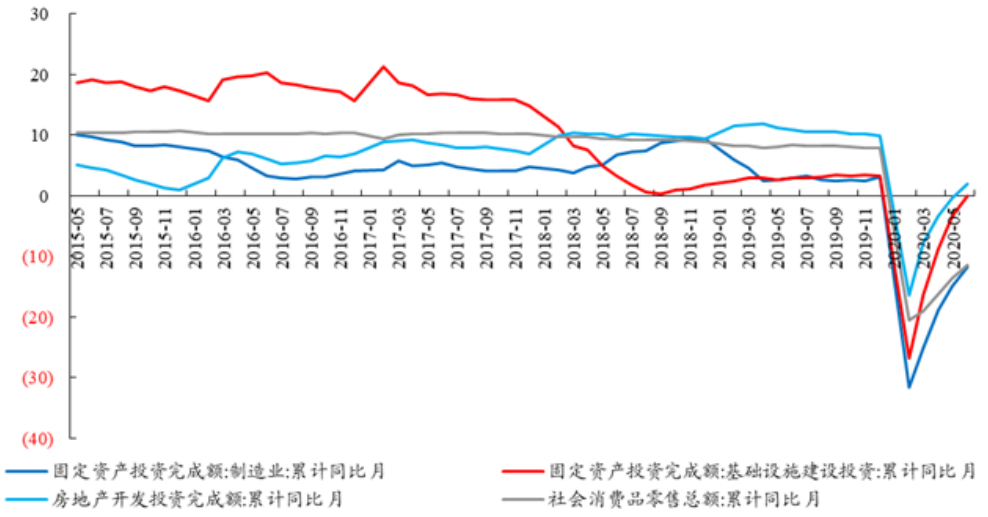
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：居民和企业中长期贷款均大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

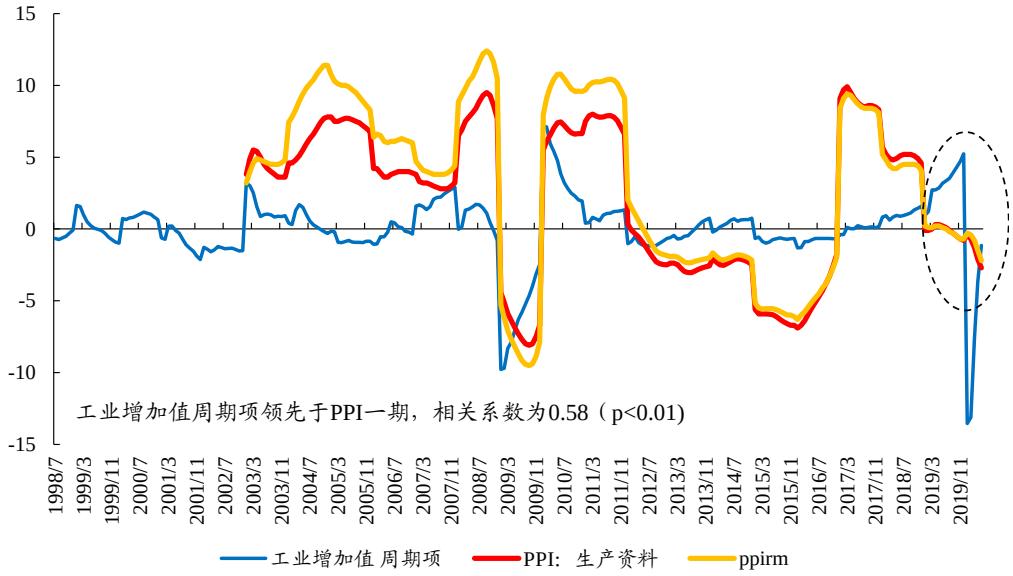
图7：基建及房地产恢复已恢复至累计同比正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

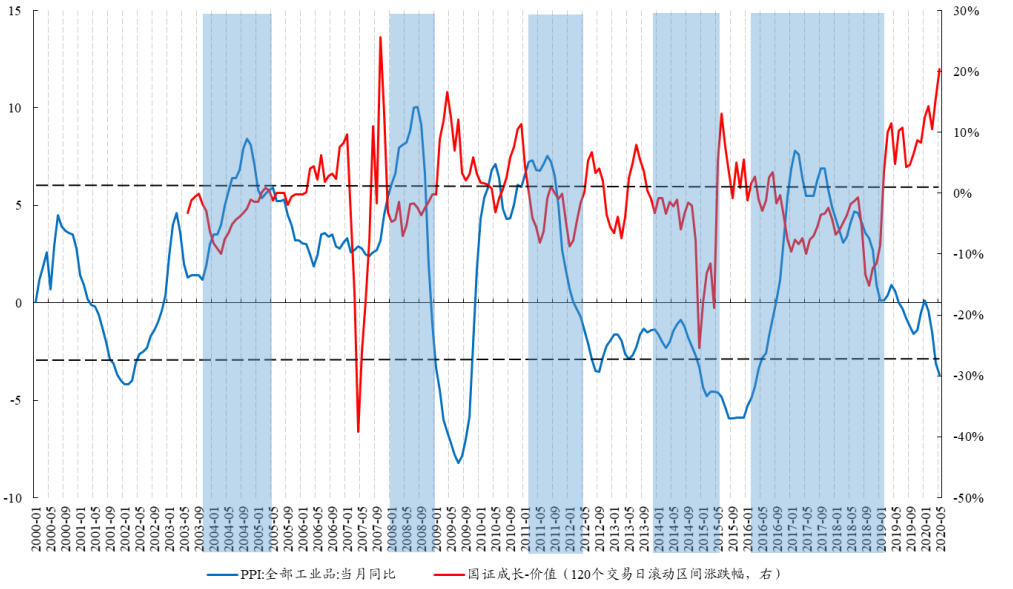
工业增加值持续回升，PPI 回暖的弹性区间即将到来。今日（7 月 16 日）公布的 6 月工业增加值继续回升，当月同比增速为 4.8%，1-6 月累积同比增速为-1.3%，较 5 月份降幅缩窄 1.5 个百分点，我们在此前报告中提出，随着工业增加值回升，产出缺口回补的过程中，PPI 上升的势能将不断累积，而历史上 PPI 触底反弹之后将迎来价值股市场表现占优的区间。

图8：基随着产出缺口弥补，PPI 将触底回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：PPI 形成底部出现向上拐点后，价值全面占优（红线进入 0 以下区域）

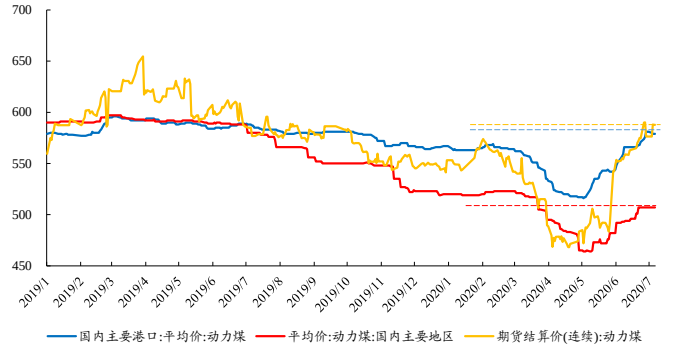


数据来源：Wind、开源证券研究所

从中观数据来看，周期行业景气度持续升温：（1）**重要的生产资料价格恢复至疫情前水平，**动力煤价格在传统的汛期（6-7 月）仍然在回升，六大电厂补库存；有色金属中铜、铝价格持续回升，虽然其中包含全球流动性泛滥推升价格的因素，但我们观察将流动性因素去除的金铜比，能够发现金铜比持续下降，体现了较强的需求因素；化工产品价格指数上升，由于化工的下游行业众多，这一指标一定程度上指示下游需求的冷热程度，我们发现这一指标在 4 月以来持续上升，直至进入汛期，价格进入平台期，我们观察化工重要的 PVC-塑料产业链，PVC 期货价格仍处于上升通道，塑料价格指数持续走高；螺纹钢价格持续上行，尤其是基差已由贴水转为升水，至少体现了商品市场对经济复苏的强预期；（2）与基建、房地产产业链联系紧密相关

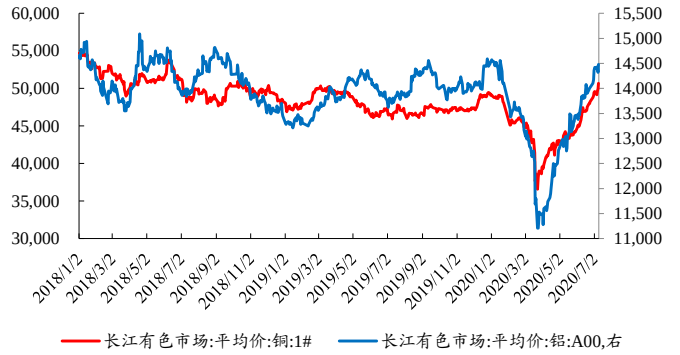
的建筑及工程机械行业，均体现出较强的复苏节奏，建筑行业订单，工程机械中挖掘机销量在开工淡季依然保持了同比 60%以上的增长速度。

图10：动力煤价格恢复至高于疫情前



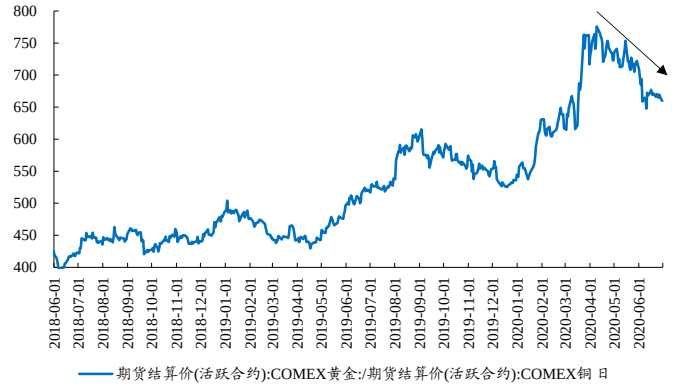
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：铜价、铝价自 3 月开始回升，当下恢复至疫情前并继续反弹



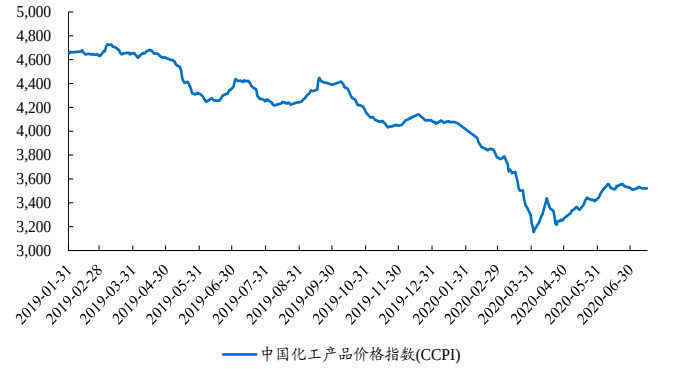
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：金铜比下降，体现经济复苏预期



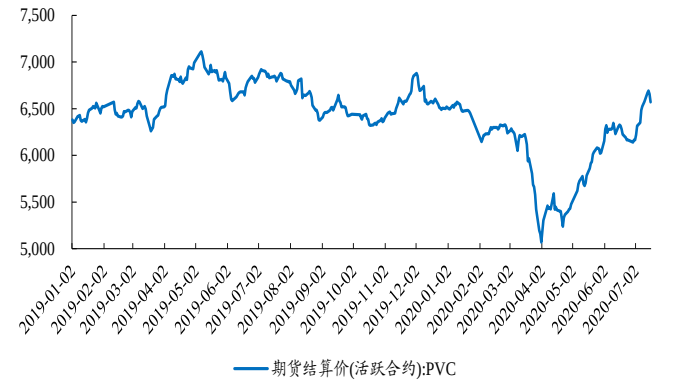
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：化工品价格指数回升，至开工淡季进入平台期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：PVC 期货价格快速上升



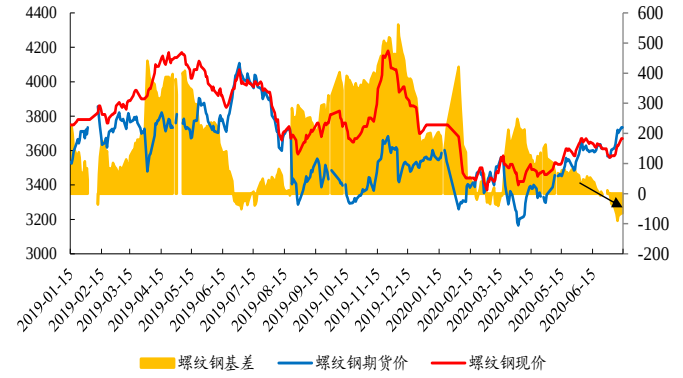
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：塑料价格指数持续回升



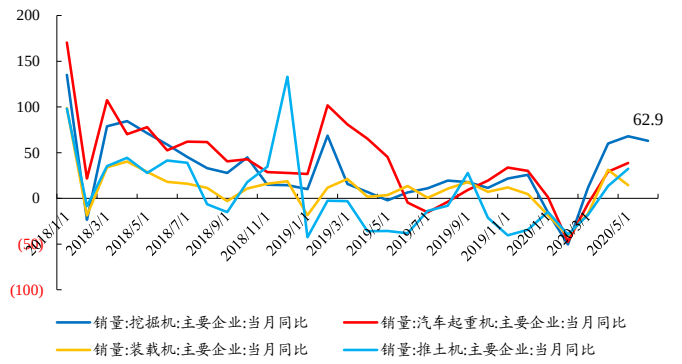
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：螺纹钢基差由贴水变升水



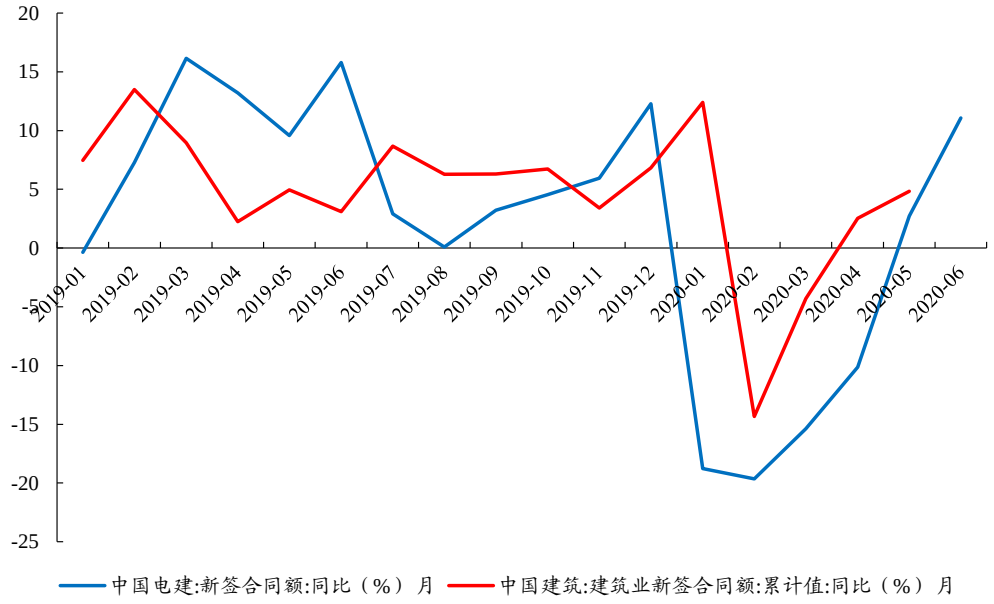
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：工程机械销量高增，尤其是挖掘机在 6 月保持60%以上增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：中国电建和中国建筑的新签合同同比增速继续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 未来没来，把握现在：布局顺周期价值板块

我们对于 7 月 16 日市场“再次降温”的看法是：对于科技消费而言，在利率中枢确定性上移和行业不确定性因素正在累积的环境下，“水涨船高”的估值驱动行情并不会出现。而对于顺周期价值板块，即使是 7 月以来的价值板块大幅上涨也并非简单的“补涨”所能解释，更为核心的驱动力是来自市场在看到经济复苏的明确信号之后，对于顺周期、低估值的价值板块盈利预期边际改善。低估值为盈利预期带来的是乘数效应而不是股价上涨的驱动，我们在《又回到复苏的起点》报告中论证过任何盈利预期改善都会被当下股价中极低的隐含增长率所放大。因此，在经济复苏的信号持续“证真”、利率中枢继续上移的组合下，市场有望稳步上行，而顺周期的价值板块有望迎来弹性最大的阶段。

未来没来，把握现在。市场的调整反而为布局顺周期板块提供了窗口。我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、化工、建**

筑、工程机械、煤炭、有色金属；第二，估值仍存在修复空间的：**房地产、非银**；第三，顺周期消费：**汽车，家电**。

5、 风险提示

中美摩擦、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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835