2020 年 07 月 14 日

复盘：“降温”以后

——投资策略专题

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

● **监管“降温”，认知市场的真正驱动**

近期市场出现明显波动，除了获利回吐、海外波动以外，监管“降温”成为影响市场担忧的因素。7 月 8 日，证监会宣布严查场外配资，并在当日晚间曝光了 258 家非法场外配资平台机构名单，监管层“降温”意图明显。在监管驱动下市场应声“降温”，部分投资者担心认为“降温”可能会压制价值权重股带领指数反弹，从而强化前期成长风格。从历史上看历次监管“降温”也伴随着市场的大幅调整，但“降温”之后的市场表现却有所分化。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。我们在此前报告中已经分析了当下价值股只是降温的工具而非目标，同时监管和市场对于 2014-2015 行情的记忆反而让类似的牛市很难被复刻。当下市场的核心驱动仍然是经济修复，这才是最确定的主线。

● **监管“降温”以基金减持和严查配资为主，节奏越来越超前**

从历史上看，监管“降温”普遍出现在牛市中，或者是市场快速反弹中。而监管层的“降温工具箱”丰富，包括股票交易印花税调整、严查场外配资以及“国家队”减持。目前股票交易印花税调整已经基本退出历史舞台，而“国家队”减持和严查配资则成为常规手段。从监管节奏上看，监管层对于市场剧烈波动的容忍度在降低，政策出台时间从滞后于股市见顶转向提前，其作用也从“亡羊补牢”变为降温防控。另外，从关键词“配资”的百度搜索指数看，我们发现“配资”的百度搜索指数在一定程度上可以反映市场的配资热度。近期的几次从严监管出台时，“配资”搜索量以及上升趋势明显低于 2015 年，这说明监管对于违法配资的容忍阈值在降低。

● **“降温”之后，板块分化，对风格影响较小**

我们通过分析历次监管“降温”时市场板块对于指数涨跌幅的贡献来看，贡献较大的板块集中在银行、非银金融等顺周期价值板块。但在“降温”之后的一个月内，我们从板块的涨跌幅排名变化可以看到，顺周期价值板块出现了明显的分化，我们认为这种分化的背后其实与当时的市场风格密切相关。“降温”有时候也会导致风格“漂移”，在 2007 年 11 月引发了成长向价值的切换，但大多数时候，降温并不能对原有风格变化轨道进行影响。有意思的是，无论是短期风格漂移还是长期风格切换，都出现在成长风格主导时期，降温后反而出现了价值风格占优。

● **行情继续，切换无忧**

我们需要承认本轮行情的起源于 7 月 1 日，唯一合理的解释是看到了 6 月 30 日经济企稳复苏的信号，这才是本轮行情的基石。我们认为，市场第一阶段的驱动力大概率是：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稳步上行，而顺周期的价值板块将迎来弹性最大的阶段。价值板块是监管对市场降温的工具而不是目标，当后续再出现人为的导致价格偏离市场预期时，反而给与了布局的良机。

● **风险提示：**监管超预期收紧；国内经济超预期下行

相关研究报告

《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

《投资策略专题-神秘的力量：北水中的暗流》-2020.7.8

目　录

1、 监管“降温”：市场何处去 3
2、 “降温”手段与节奏演进 4
2.1、 “降温”手段：基金减持和严查配资为主 4
2.2、 “降温”节奏：越来越超前 6
3、 “降温”之后，板块分化，对风格影响较小 8
4、 对当下的启示：降温“无碍”，继续切换 10
5、 风险提示 11

图表目录

图 1: 2007 年以来历次监管“降温”后，市场有所调整 3
图 2: 监管“降温”后一个月的市场表现有所分化 4
图 3: 2007 年以印花税调整为主 4
图 4: 2015 年及之后以严查监管配资和基金减持为主 4
图 5: 2020 年一季度“国家队”所持价值权重筹码比例超过 80% 6
图 6: “降温”之后全 A 成交额和融资买入额占比大幅下降 7
图 7: 从关键词“配资”的百度搜索指数看，也可以发现监管的容忍度在明显下降 8
图 8: 监管“降温”期间权重板块的跌幅贡献较大 9
图 9: “降温”之后一个月顺周期价值板块的涨跌幅排名出现了明显的分化 10

表 1: 近期监管层“降温”措施一览 3
表 2: 1995 年后交易印花税调整后的市场表现 5
表 3: 场外配资的打击力度加大 5
表 4: “国家队”公告减持的象征意义大于实际减持 6
表 5: 历史上几次严查场外配资信号与牛市见顶时间 7
表 6: 监管“降温”大多时候对于风格的影响不显著，只在成长风格时出现对价值的漂移 10

1、 监管“降温”：市场何处去

在市场上行期，出现了我们观察到监管层做出了明显的“降温”举措：7 月 8 日，证监会宣布严查场外配资，并在当日晚间曝光了 258 家非法场外配资平台机构名单。7 月 11 日，银保监会宣布严查乱加杠杆和投机炒作行为。同日，金融委员会也召开会议，要求全面落实对资本市场违法犯罪行为“零容忍”要求。此外，社保基金以及国家大基金也相继宣布多则减持计划，监管层“降温”意图明显。

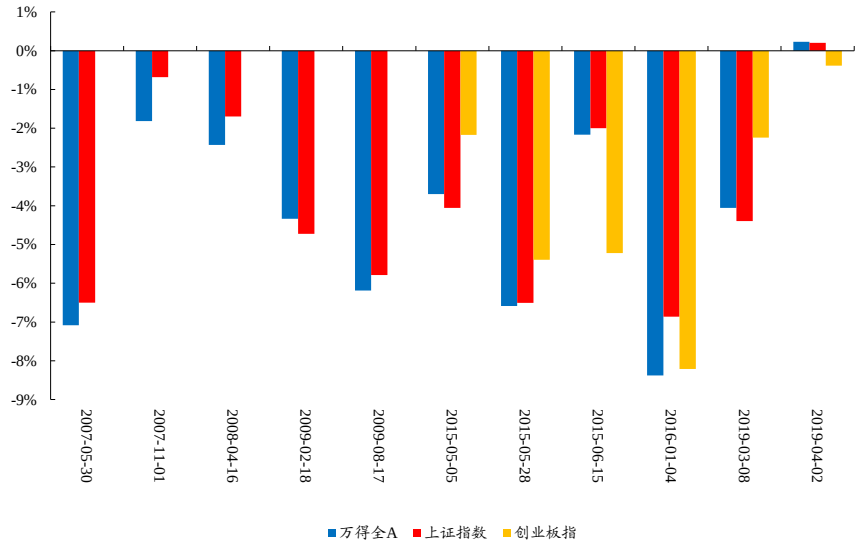
表1：近期监管层“降温”措施一览

时间	措施	发布方	具体措施
7 月 8 日	监管	证监会	宣布严查场外配资，曝光非法场外配资平台
7 月 9 日	减持	太极实业	集成电路基金减持公司 1.5%股份
7 月 9 日	减持	北斗星通	集成电路基金减持公司 2.0%股份
7 月 9 日	减持	汇顶科技	集成电路基金减持公司 1.0%股份
7 月 9 日	减持	中国人保	社保基金减持公司 8.84 亿股股份
7 月 11 日	监管	银保监会	严查乱加杠杆和投机炒作行为
7 月 11 日	监管	金融委员会	全面落实对资本市场违法犯罪行为“零容忍”要求
7 月 13 日	减持	三安光电	集成电路基金减持公司 1.0%股份
7 月 13 日	减持	北方华创	集成电路基金减持公司 2.0%股份

数据来源：Wind、开源证券研究所

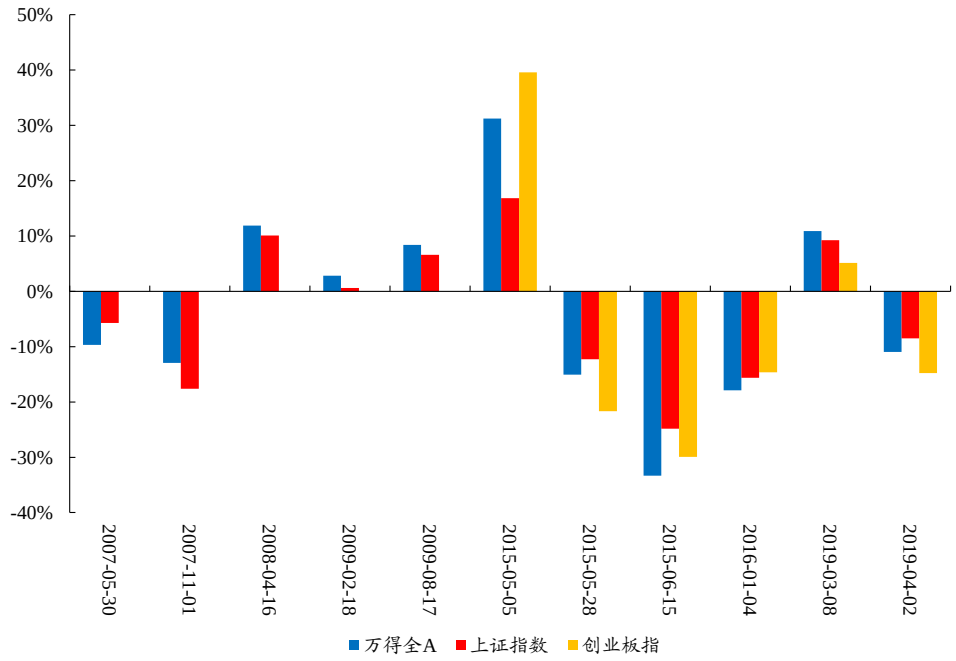
在监管驱动下市场应声“降温”，上证指数也出现了一定程度的调整，**部分投资者担心监管的“降温”可能预示着权重股特别是价值股会跑输市场，同时市场见顶。从历史上看历次监管“降温”也伴随着市场的调整，但“降温”之后的市场表现却有所分化**。我们在《回不去的 2015》中曾提到，当下监管的降温意味着的是资金跑步进场带来的估值驱动的行情不可持续，后续市场的核心驱动力是在资金脱虚入实的趋势下经济复苏的信号。**在经济复苏的信号持续“证真”、利率中枢继续上移的组合下，市场有望稳步上行**。

图1：2007 年以来历次监管“降温”后，市场有所调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：监管“降温”后一个月的市场表现有所分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

对此我们对 2007 年以来的监管“降温”进行复盘，试图解决以下两个问题：

（1）历次监管“降温”的主要手段以及对市场的影响；

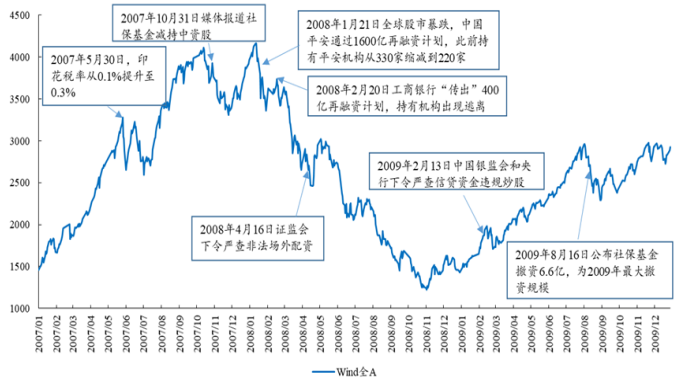
（2）监管“降温”对于权重板块、市场风格的影响。

2、 “降温”手段与节奏演进

2.1、 “降温”手段：基金减持和严查配资为主

从历史上看，监管“降温”普遍出现在牛市中，而监管层的“降温工具箱”丰富，历史上出现过的“降温手段”有：**股票交易印花税调整、严查场外配资以及“国家队”减持。目前股票交易印花税调整已经基本退出历史舞台，而“国家队”减持和严查配资则成为常规手段。**

图3：2007 年以印花税调整为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2015 年及之后以严查监管配资和基金减持为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

（1）股票交易印花税：调整易引发市场剧烈震动。股票交易印花税在股票交易中增加了交易者的成本，这使其成为了监管层调控股票市场的一个天然工具。历史上国家总计调整印花税 10 次，其中主动上调 2 次。1997 年 5 月，针对当时股市年内暴涨 67%，“泡沫”严重的状况，国务院在下发了《关于调整证券（股票）交易印花税税率的通知》将证券交易印花税税率从 0.3%调整到 0.5%，随后 A 股转头向下，回调比例达到 30%；另外，2007 年 5 月 30 日，因 A 股持续上涨，并屡创历史新高，财政部将证券交易印花税税率从 0.1%上调至 0.3%，市场下跌 6.5%。

提高交易印花税似乎对于市场的“降温”效果显著，但从调控的结果来看，2007 年以来，市场对于印花税调整的反应表面上看似乎过于强烈，无论是调整方向如何都伴随着短期市场的剧烈的震动。**不过我们需要思考的是，也许指数的相对位置在背后起了很大的作用。**例如 2007 年当时市场已经有了较大幅度的上移，有较多的获利资金，而 2008 年 4 月和 9 月两次处于急跌之后的下调也引发了强劲的反弹。

我们需要指出的是，**印花税政策在历史上有短期影响市场方向的作用，但是其幅度和弹性往往由市场的相对位置决定。**另外值得一提的是，由于世界各主要国家均已停止征收，且印花税本身对于财政收入贡献不足 1%，未来再次调升的可能性较小。印花税调节在“降温工具”中的地位逐渐淡化，近 12 年未被使用。

表2：1995 年后交易印花税调整后的市场表现

时间	调整方向	次日表现	次周表现
1997 年 5 月	0.3%上调至 0.5%	涨 2.26%	跌 10.31%
1998 年 6 月	0.5%下调至 0.4%	涨 2.65%	涨 0.69%
2001 月 11 月	A、B 股统一为 0.2%	涨 2.21%	涨 4.00%
2005 月 1 月	0.2%下调至 0.1%	涨 1.73%	涨 4.56%
2007 月 5 月	0.1%上调至 0.3%	跌 6.50%	跌 2.19%
2008 年 4 月	0.3%下调至 0.1%	涨 9.29%	涨 3.8%
2008 年 9 月	改为交易单边征收	涨 9.45%	涨 10.54%

数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）严查场外配资：从勒令自查到直接查处曝光，从严监管常态化。配资杠杆在成倍放大资金的同时也放大了交易风险，可能成为市场转向的导火索，放大市场波动。在 2015 年的牛市之中，杠杆配资造成的流动性风险是市场震荡的主要原因之一。从趋势看，查处违法场外配资已经成为监管层常用的“降温”手段，其查处力度也从曾经的下发文件、自查自纠、证监系统会议、中国证券业协会会议、证监局现场督察等方法为主，演进为对非法配资平台和运营机构的直接曝光，从严监管更加常态化。

表3：场外配资的打击力度加大

时间	查处令
2020 年 7 月 10 日	直接曝光 258 家非法配资平台和运营机构，还将继续至少曝光 100 家
2019 年 3 月 8 日	中证协召开专题会议要求券商参加，各地证监局对券商进行现场检查
2015 年 6 月 12 日	5 月要求券商自查、自纠；6 月 12 日证监会向券商发出场外配资禁令，下发《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》，证监局现场督察。
2008 年 4 月 16 日	银保监会 50 天内两次提到严查违法场外配资。

数据来源：Wind、开源证券研究所

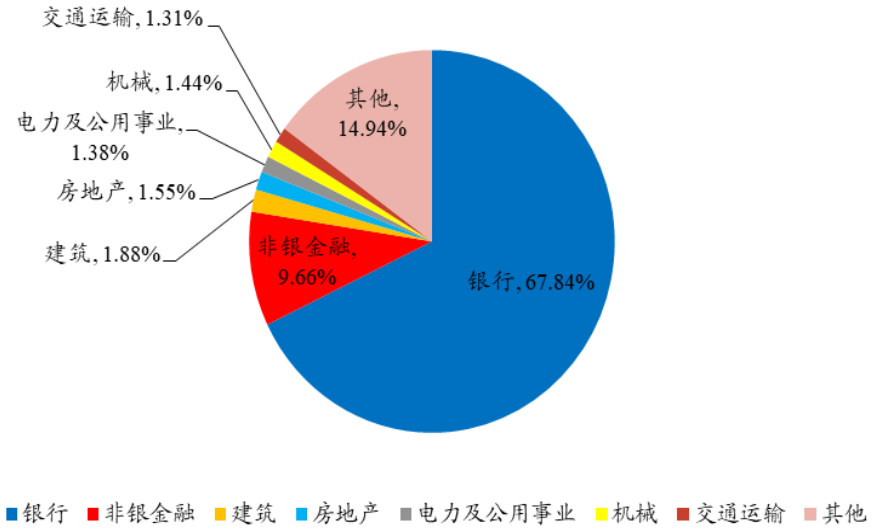
（3）“国家队”撤资：象征意义大于实际减持。相比于印花税调整与监管从严，“国家队”撤资是更为常用的“降温”工具。**由于“国家队”持仓以价值权重股为主，其中银行和非银金融占比高达总持仓的 83%。因此，在进行减持“降温”时，其选择的标的也通常以价值权重股为主。**另外，存量博弈不可避免带来国家队局部调仓行为，而引发指数的波动，而这种调仓行为由于报表披露的原因，往往是后知后觉的。相比之下，有事前披露的“国家队”减持是更为有效的“降温”手段。我们通过对比“国家队”披露减持规模与当日成交额发现，这种**事前披露的减持与成交额相比，占比不足 1%，对于市场的影响更多的是象征意义。**

表4：“国家队”公告减持的象征意义大于实际减持

时间	减持规模	当日成交额	比例
2020 年 7 月 10 日	140 亿	17000 亿	0.8%
2019 年 4 月 2 日	89 亿	9289 亿	0.9%
2015 年 5 月 26 日	35.5 亿	21000 亿	0.1%
2009 年 8 月 16 日	6.6 亿	2077 亿	0.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年一季度“国家队”所持价值权重筹码比例超过 80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：“国家队”统计口径：中国证金持股、中央汇金持股、中国证金资管持股、外管局旗下投资平台持股、中国证金定制基金持股。

2.2、“降温”节奏：越来越超前

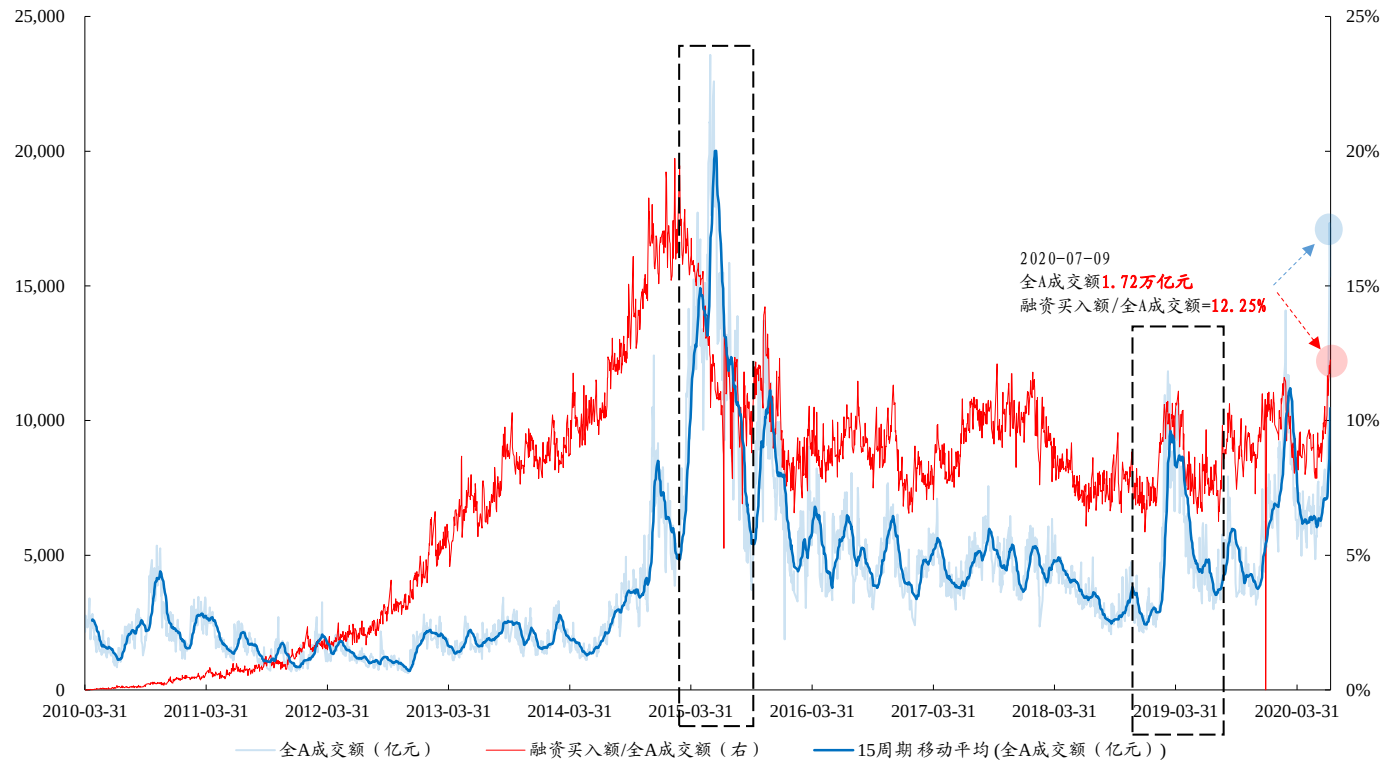
监管具有很强的学习效应，从事后“亡羊补牢”变为事前降温防控。从过往的监管信号出台时间看，监管层对于市场剧烈波动的容忍度在降低，政策出台时间从滞后于股市见顶转向提前，其作用也从“亡羊补牢”变为降温防控。2019 年 1 季度行情中：监管层就曾在 2019 年 3 月 8 日严查场外配资，中国证券业协会召集符合外部接入条件的券商举行了严禁配资的专题会议，**自那日以后全 A 成交额和融资买入额占比开始大幅下降，当天市场也出现了大幅回调。**而此前 2008 年证监会的场外配资严查令滞后股市见顶长达 183 天，2015 年 6 月 12 日的严查令则恰好与股市见顶时间重合。

表5：历史上几次严查场外配资信号与牛市见顶时间

时间段	股市见顶时间	证监会严查令出台	时间差
2006-2007 年	2007 年 10 月 16 日	2008 年 4 月 16 日	滞后 183 天
2014-2015 年	2015 年 6 月 12 日	2015 年 6 月 12 日	相差 0 天
2019 年	2019 年 4 月 8 日	2019 年 3 月 8 日	提前 31 天
2020 年	——	2020 年 7 月 10 日	——

数据来源：Wind、开源证券研究所

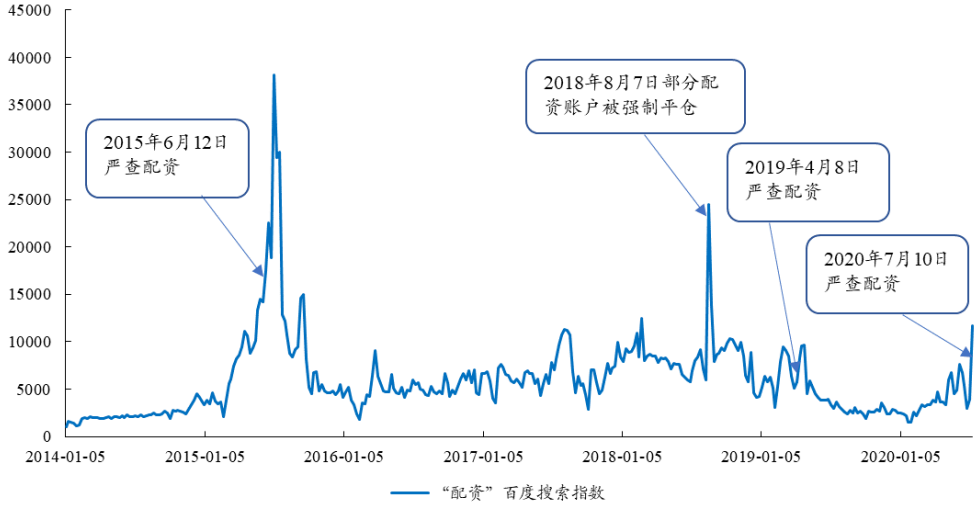
图6：“降温”之后全 A 成交额和融资买入额占比大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

另外，从关键词“配资”的百度搜索指数看，也可以发现监管的容忍度在明显下降。我们发现，除去监管或者突发事件发生后使得该词条上热搜的情形外，人们搜索“配资”词条时搜索的内容多与配资平台、配资公司等相关，因此“配资”搜索量在一定程度上可以反映市场的配资情况。**近期的几次从严监管出台时，“配资”搜索量以及上升趋势明显低于 2015 年，这说明监管对于违法配资的容忍阈值在降低。**

图7：从关键词“配资”的百度搜索指数看，也可以发现监管的容忍度在明显下降



数据来源：百度指数、开源证券研究所

3、 “降温”之后，板块分化，对风格影响较小

虽然国家队的减持象征意义大于实际减持，但这种减持权重股的信号也使得当天权重板块跌幅较大。我们通过分析历次监管“降温”时市场板块对于指数涨跌幅的贡献来看，贡献较大（涨跌幅*自由流通市值权重）的板块集中在**银行、非银金融、公用事业、交通运输、房地产、化工等顺周期价值板块**。

但在“降温”之后的一个月内，我们从板块的涨跌幅排名变化（用“降温”后一个月的区间涨跌幅排名减去“降温”时涨跌幅排名）可以看到，顺周期价值板块出现了明显的分化，比如银行和非银金融在 2007 年 11 月、2009 年 8 月和 2015 年 5 月监管“降温”之后反而涨跌幅排名大幅提升，而在 2009 年 2 月和 2015 年 6 月涨跌幅排名继续下降。我们认为这种分化的背后其实与当时的市场风格密切相关。

“降温”对于市场风格的影响并不大，但有时候也会导致“漂移”，仅在 2007 年 11 月导致风格切换。有意思的是，无论是短期风格漂移还是长期风格切换都出现在成长风格期间，而降温后都是价值风格占优（时间长短不同）。

图8：监管“降温”期间权重板块的跌幅贡献较大

行业贡献	2007-05-30	2007-11-01	2008-04-16	2009-02-18	2009-08-17	2015-05-05	2015-05-28	2015-06-15	2016-01-04	2019-03-08	2019-04-02
农林牧渔	-0.11%	-0.05%	-0.02%	-0.05%	-0.10%	-0.08%	-0.13%	-0.05%	-0.19%	0.02%	-0.03%
采掘	-0.46%	-0.02%	0.05%	-0.36%	-0.47%	-0.06%	-0.12%	-0.03%	-0.13%	-0.10%	0.01%
化工	-0.46%	0.06%	-0.08%	-0.35%	-0.43%	-0.18%	-0.35%	-0.11%	-0.51%	-0.24%	0.10%
钢铁	-0.40%	-0.19%	-0.18%	-0.21%	-0.28%	-0.06%	-0.07%	0.02%	-0.09%	-0.07%	0.00%
有色金属	-0.42%	-0.19%	-0.14%	-0.23%	-0.51%	-0.13%	-0.21%	-0.04%	-0.31%	-0.19%	0.06%
电子	-0.14%	-0.05%	-0.05%	-0.09%	-0.14%	-0.11%	-0.20%	-0.11%	-0.41%	-0.06%	0.00%
家用电器	-0.13%	-0.05%	-0.06%	-0.07%	-0.11%	-0.10%	-0.11%	-0.02%	-0.20%	-0.13%	-0.03%
食品饮料	-0.28%	-0.10%	-0.01%	-0.18%	-0.22%	-0.10%	-0.14%	-0.04%	-0.24%	-0.14%	-0.07%
纺织服装	-0.12%	-0.07%	-0.04%	-0.07%	-0.11%	-0.06%	-0.10%	-0.02%	-0.13%	-0.03%	0.00%
轻工制造	-0.13%	-0.06%	-0.04%	-0.09%	-0.09%	-0.05%	-0.11%	-0.02%	-0.15%	-0.07%	0.00%
医药生物	-0.28%	-0.14%	-0.10%	-0.13%	-0.27%	-0.15%	-0.40%	-0.18%	-0.58%	-0.25%	-0.02%
公用事业	-0.40%	-0.15%	-0.30%	-0.18%	-0.23%	-0.20%	-0.24%	-0.05%	-0.30%	-0.15%	0.00%
交通运输	-0.59%	-0.30%	-0.19%	-0.25%	-0.25%	-0.18%	-0.22%	0.04%	-0.22%	-0.14%	0.00%
房地产	-0.40%	0.11%	-0.31%	-0.30%	-0.64%	-0.29%	-0.35%	-0.05%	-0.39%	-0.23%	0.02%
商业贸易	-0.33%	-0.06%	-0.07%	-0.17%	-0.29%	-0.08%	-0.20%	-0.05%	-0.20%	-0.06%	0.01%
休闲服务	-0.06%	-0.01%	0.00%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.05%	-0.03%	0.00%
综合	-0.12%	-0.05%	-0.04%	-0.07%	-0.11%	-0.04%	-0.07%	-0.02%	-0.09%	-0.03%	0.00%
建筑材料	-0.12%	-0.06%	-0.04%	-0.03%	-0.10%	-0.06%	-0.08%	-0.01%	-0.12%	-0.07%	0.01%
建筑装饰	-0.03%	-0.01%	-0.01%	-0.06%	-0.07%	-0.16%	-0.20%	-0.06%	-0.27%	-0.13%	0.00%
电气设备	-0.07%	-0.04%	-0.02%	-0.01%	-0.06%	-0.14%	-0.24%	-0.07%	-0.34%	-0.15%	0.01%
国防军工	-0.04%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.04%	-0.04%	-0.15%	-0.02%	-0.12%	-0.07%	0.02%
计算机	-0.11%	-0.04%	-0.03%	-0.06%	-0.07%	-0.15%	-0.34%	-0.28%	-0.40%	-0.09%	0.03%
传媒	-0.09%	-0.05%	-0.02%	-0.04%	-0.07%	-0.12%	-0.20%	-0.14%	-0.32%	-0.17%	0.01%
通信	-0.17%	-0.02%	0.00%	-0.11%	-0.14%	-0.10%	-0.11%	-0.04%	-0.19%	-0.06%	0.00%
银行	-0.56%	0.02%	-0.29%	-0.70%	-0.76%	-0.37%	-0.46%	-0.26%	-0.40%	-0.40%	0.03%
非银金融	-0.69%	-0.08%	-0.29%	-0.49%	-0.39%	-0.25%	-0.63%	-0.20%	-0.64%	-0.62%	0.02%
汽车	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.13%	-0.20%	-0.02%	-0.30%	-0.12%	0.03%
机械设备	-0.32%	-0.14%	-0.10%	-0.08%	-0.24%	-0.04%	-0.30%	-0.14%	-0.47%	-0.18%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：“降温”之后一个月顺周期价值板块的涨跌幅排名出现了明显的分化

	2007-05-30	2007-11-01	2008-04-16	2009-02-18	2009-08-17	2015-05-05	2015-05-28	2015-06-15	2016-01-04	2019-03-08	2019-04-02
万得全A	2	13	1	-4	3	-2	-6	-6	-6	6	0
上证指数	1	23	9	2	9	7	-11	-15	8	8	-8
创业板指	0	0	0	0	0	5	19	-25	-13	27	-5
国证成长	-1	17	-8	-2	0	2	-3	-21	-7	14	-12
国证价值	-1	11	2	-6	10	4	-15	-13	3	-1	-8
农林牧渔	21	-18	-2	25	5	-14	-15	-3	-2	24	-30
采掘	-19	25	5	-7	-9	9	-29	-5	-7	-20	2
化工	17	24	16	-7	4	1	-5	7	-2	-19	18
钢铁	-10	-2	-29	-4	2	-5	-28	8	21	-14	-5
有色金属	-17	10	2	-8	-15	0	2	23	-14	-12	30
电子	7	-13	5	3	-23	-3	17	-5	-12	30	3
家用电器	-4	-6	-5	11	5	-7	4	2	-15	4	-27
食品饮料	1	4	14	14	10	11	3	-5	0	-2	-31
纺织服装	14	-11	1	3	-14	-11	2	16	-1	-6	0
轻工制造	2	-23	6	-8	-1	-5	2	11	25	-22	17
医药生物	24	-15	-6	7	1	12	5	-18	-18	2	-17
公用事业	16	4	-6	5	17	-7	-16	2	14	5	-9
交通运输	-4	-14	-2	1	24	-5	-21	13	10	-14	-19
房地产	9	29	2	-7	-1	-7	-14	8	1	-20	8
商业贸易	4	4	15	7	-10	4	-7	14	-7	-9	5
休闲服务	14	0	27	-17	5	5	17	-9	-1	-7	-20
综合	12	-9	8	-20	-19	-6	5	7	16	-18	20
建筑材料	-16	-12	-5	2	8	-6	4	27	5	-17	9
建筑装饰	0	1	2	7	11	-2	0	-7	-3	-7	2
电气设备	-18	-25	-8	20	-23	-6	11	12	-5	11	13
国防军工	5	-2	-24	2	-6	15	-7	20	26	-6	29
计算机	-11	-23	-6	1	-17	-7	19	-5	4	26	26
传媒	5	-19	3	12	-14	-1	23	-9	-9	5	12
通信	-1	1	10	-21	-8	-19	27	15	7	27	4
银行	-1	19	9	-12	27	6	-8	-29	0	18	-9
非银金融	-29	24	-24	-6	31	20	-6	-25	-8	-8	-6
汽车	-4	-15	1	-4	-8	-1	6	15	-10	-1	7
机械设备	-18	-2	-13	11	-4	13	25	0	0	-4	1

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：监管“降温”大多时候对于风格的影响不显著，只在成长风格时出现对价值的漂移

	2007-05	2007-11	2008-04	2009-02	2009-08	2015-05	2015-06	2016-01	2019-03	2019-04
所属风格	成长	成长	价值	成长	成长	成长	价值	成长	成长	价值
切换/漂移		切换			漂移	漂移		漂移	漂移	

资料来源：开源证券研究所

4、对当下的启示：降温“无碍”，继续切换

我们认为，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。部分投资者认为，此前的风格切换只是一轮低估值修复，宽基指数的上涨反而给了成长股继续“水涨船高”的理由。而部分投资者期待的是，后续监管层通过“降温工具箱”，以价值权重股为主要抓手对指数进行“降温”处理，从而进一步赋予了已经被高估个股继续上涨的空间，市场重归“结构性的牛市”。但往往这是不能实现的。我们认为，当系统性地出现战胜市场的一类投资者时，往往就是风格演绎到极致的时刻。而这种极致的风格，已经于 7 月初出现了明显切换迹象。历史经验

告诉我们，切换一旦开始，便无法回头。

我们需要承认本轮行情的起源于 7 月 1 日，唯一合理的解释是看到了 6 月 30 日经济企稳复苏的信号。这才是本轮行情的基石。**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**。

价值板块是监管对市场降温的工具而不是目标，当后续再出现类似价格偏离市场预期时，反而是一个布局的良机。

5、 风险提示

监管超预期收紧；国内经济超预期下行

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