2020 年 07 月 12 日

回不去的 2015

——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

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

● **监管出手“降温”，但经济复苏反而“升温”**

本周（2020 年 7 月 6 日至 7 月 10 日）市场延续 6 月 30 日以来的上涨趋势，但最后一个交易日上证指数止步 8 连涨，出现了明显的回调（-1.95%），尤其是权重板块，如银行（-4.53%）、采掘（-3.94%）、非银金融（-3.07%）、房地产（-1.95%）均出现了大幅下跌。我们认为，当下“降温”打压的是股市投机行为，而以价值股为代表的权重板块被其用作重要市场工具，而非最终对象：目前并未对经济复苏预期“泼冷水”。当前资金脱虚向实的趋势下，经济复苏信号进一步得到验证，利率中枢继续上移，宏观环境仍在向顺周期的价值板块倾斜。我们需要提醒投资者注意的是，2019Q1 市场被降温后，权重股的股价表现出了相对优势。**这种人为导致的资产价格与实际预期的错位，为投资者带来布局价值股的好时机。**

● **2014-2015：因为未被忘记，所以难以重现**

真正意义上的牛市，就是大范围且不可阻挡的资产价格上涨，但这往往是一个后验概念，或者至少是牛市中段能验证的概念。2014-2015 的牛市极具这个特征，让市场参与者都记忆犹新，以至于倾向于对牛市做“先验判断”，其结果就是“全情投入”的太早。这样的后果，就是在任何资产价格快速反弹的行情中，都会吸引来大量不愿意错失机会的资金，从而强化对牛市的“先验判断”。2019 年 5 月前的行情就是一个很好的上述行为的演绎。更有意思的是，由于 2015 年的股灾教训较大，对于监管而言同样也是记忆犹新，因此市场快速上行时总是遭遇及时降温。**这两股力量的博弈、反而让 2014-2015 年那样的市场再也难以真正复刻。**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。

● **经济复苏的势能逐步确立：PPI 拐点出现、信贷持续扩张、利率中枢继续上行**

尽管相比于 2019 年 Q1，监管降温再次出现，但这一次最大的不同在于：（1）当前经济处于复苏向上的阶段，正回归 2019Q4 的轨道。从 6 月份的经济数据表现上看，经济复苏开始逐步由环比修复走向同比改善，我们发现这同时也是市场定价周期股盈利复苏的锚；（2）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。价值股的反弹的真正来源是经济复苏下盈利预期的修复，极端的估值只是放大了这种效应，因而我们认为**价值股的上涨构不成隐含增长率已经很高的成长股“水涨船高”的理由。这轮行情会比 2019Q1 行情走的更远，因为拥有经济预期修复这一核心驱动力。**

● **市场降温，价值优势不改，抓紧布局顺周期板块**

价值板块是监管对市场降温的工具而不是目标，估值泡沫才是。市场降温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：**白酒，汽车，家电**。

● **风险提示：**国内经济超预期下行；海外疫情、洪涝灾害超预期恶化

相关研究报告

《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

《投资策略专题-势来不可止，势去不可遏》-2020.7.6

目　录

1、 市场降温，抓紧布局 3
2、 2015：因为深入人心，所以一去不回 3
3、 经济修复才是当下的核心矛盾 6
4、 市场降温，优势不改，抓紧布局顺周期板块 8
5、 风险提示 8

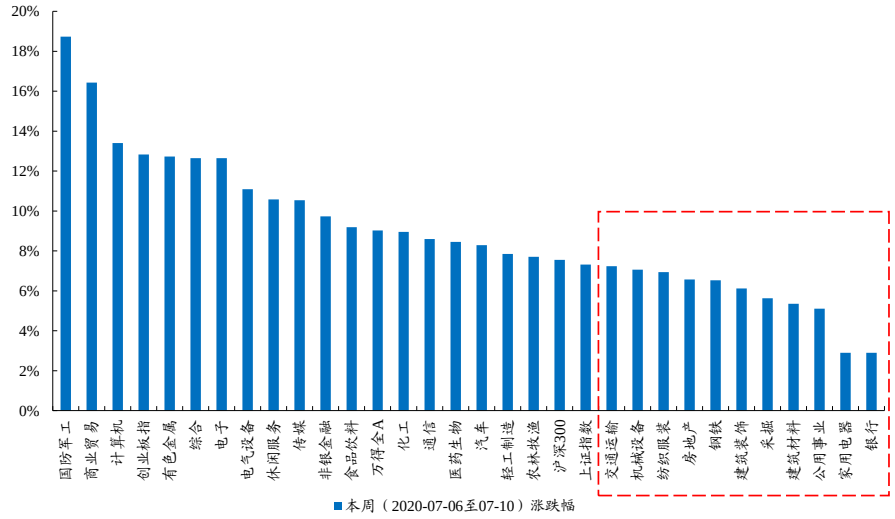
图表目录

图 1： 市场降温，权重板块周度涨跌幅靠后 3
图 2： 无论是从成交额还是融资买入占比的情况来看，这一次要比 2014-2015 年、2019 年 Q1 更为“猛烈” 4
图 3： 监管降温后全 A 成交额和融资买入占比迅速下降 4
图 4： 近期 A 股波动率有所抬升，但仍处于均值以下 4
图 5： 2019 年 3 月 8 日当天跌幅较多的也集中在顺周期权重板块 5
图 6： 但 2019 年 3 月 8 日监管降温之后，权重板块反而大多涨幅靠前（银行除外） 5
图 7： 2019 年下半年科创板正式开板之后 A 股市场的波动率明显收敛 5
图 8： 动力煤的期货价恢复到疫情前水平 6
图 9： 螺纹钢、铜的期货价已经高于疫情前水平 6
图 10： 6 月 PPI 如期确立向上拐点，触底反弹 6
图 11： 存量社融与 M2 增速差扩大，资金继续脱虚入实 7
图 12： 居民和企业中长期贷款均大幅增长 7
图 13： 2019 年 3、4 月的利率中枢上移，主要由于货币政策边际收紧，而当前更多地体现经济复苏预期与脱虚入实 7

1、 市场降温，抓紧布局

本周（2020 年 7 月 6 日至 7 月 10 日）市场延续 6 月 30 日以来的上涨趋势，但最后一个交易日上证指数止步 8 连涨，出现了明显的回调（-1.95%），尤其是权重板块，如银行（-4.53%）、采掘（-3.94%）、非银金融（-3.07%）、房地产（-1.95%）均出现了大幅下跌。

图1：市场降温，权重板块周度涨跌幅靠后



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为市场降温更多地是监管驱动，包括打压场外配资、社保/集成电路基金减持等，其实已经说明了 2014-2015 年的历史经验教训已被监管机构充分汲取，不希望重蹈覆辙。我们发现，顺周期板块并非基本面预期出现了恶化，相反从刚刚公布的 6 月份经济数据来看，经济复苏的势头仍强势。**我们认为，当下“降温”打压的是股市投机行为，而以价值股为代表的权重板块被其用作重要市场工具，而非最终对象：目前并未对经济复苏预期“泼冷水”。**当下资金脱虚向实的趋势下，经济复苏信号进一步得到验证，利率中枢继续上移，宏观环境仍在向顺周期的价值板块倾斜。**这种人为导致的资产价格与实际预期的错位，反而带来布局的好时机。**

2、 2015：因为深入人心，所以一去不回

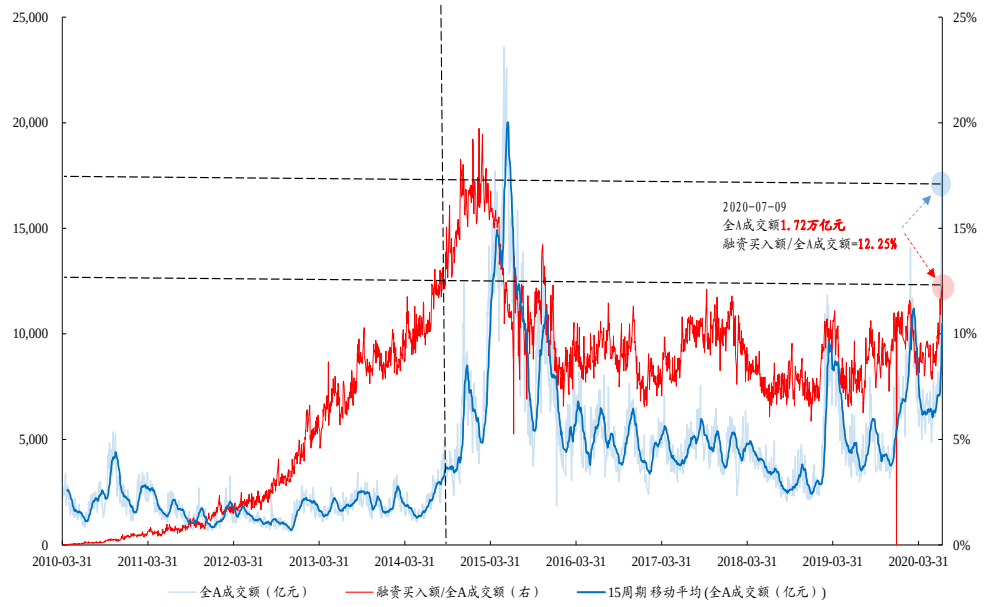
真正意义上的牛市，就是大范围且不可阻挡的资产价格上涨，但这往往是一个后验概念，或者至少是牛市中段能验证的概念。2014-2015 的牛市极具这个特征，让市场参与者都记忆犹新，以至于都坚信一开始就“全情投入”。这样的后果，就是在任何资产价格快速反弹的行情中，都会吸引来大量不愿意错失机会的资金，从而加剧“牛市的先验判断”。2019 年 5 月前的行情就是一个很好的上述行为的演绎。更有意思的是，由于 2015 年的股灾教训较大，对于监管而言同样也是记忆犹新，因此市场快速上行时总是及时降温。这两股力量的博弈，反而让 2014-2015 年那样的市场再也难以真正复刻，只能在短时间转瞬即逝：

（1）**无论是从成交额还是融资买入占比的情况来看，我们发现这一次都要比 2014-2015 年、2019 年 Q1 更为“猛烈”。**7 月 9 日[1]当天，A 股成交额为 1.72 万亿元，远超 2019 年 Q1 时的峰值，已经接近 2015 年 4 月的峰值；融资买入额占全 A 成交

[1] 由于 7 月 10 日的融资融券数据下周一（2020 年 7 月 13 日）才公布，因此相关数据选取截止 7 月 9 日。

额的比重已经达到 12.25%，超过了 2019 年 Q1 峰值，接近 2014 年 10 月牛市初期和 2015 年 6 月牛市顶部水平。因此无论从斜率还是绝对值的角度上看，自 6 月 30 日以来短短不到两周的时间内，A 股市场的成交额和融资买入占比就已经远超 2019 年 Q1、接近 2014-2015 年牛市初期/顶部的水平，足以说明投资者在面对此次市场快速上涨时，其学习效应明显增强，加杠杆入市的行为比以往都要迅猛。

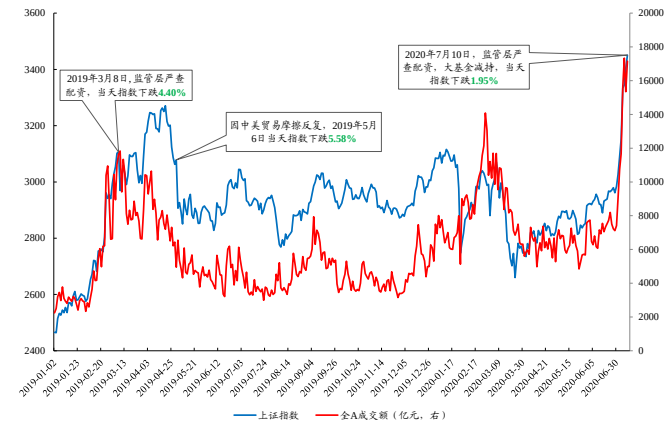
图2：无论是从成交额还是融资买入占比的情况来看，这一次要比 2014-2015 年、2019 年 Q1 更为“猛烈”



数据来源：Wind、开源证券研究所

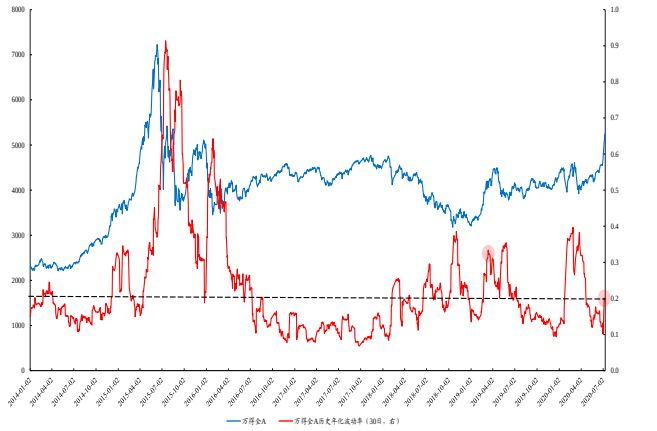
（2）**市场具有很强的学习效应，监管也不例外。**2019 年 1 季度行情看：监管层就曾在 2019 年 3 月 8 日严查场外配资，中国证券业协会召集符合外部接入条件的券商举行了严禁配资的专题会议，**自那日以后全 A 成交额和融资买入额占比开始大幅下降，而当天市场也出现了大幅回调（-4.40%）**，与本周最后一个交易日（7 月 10 日）市场出现回调如出一辙；同时，从波动率的角度上看，目前万得全 A 的 30 日年化波动率虽然有所抬升，但仍在均值以下，**足以说明监管层对于出现类似 2015 年市场大幅波动的容忍度很低，监管政策越来越“超前”。**

图3：监管降温后全 A 成交额和融资买入占比迅速下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

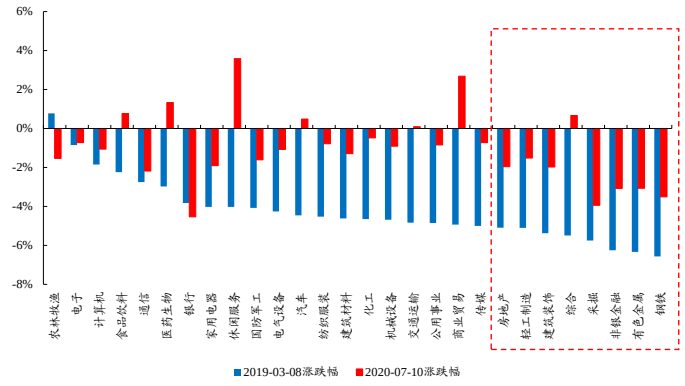
图4：近期 A 股波动率有所抬升，但仍处于均值以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

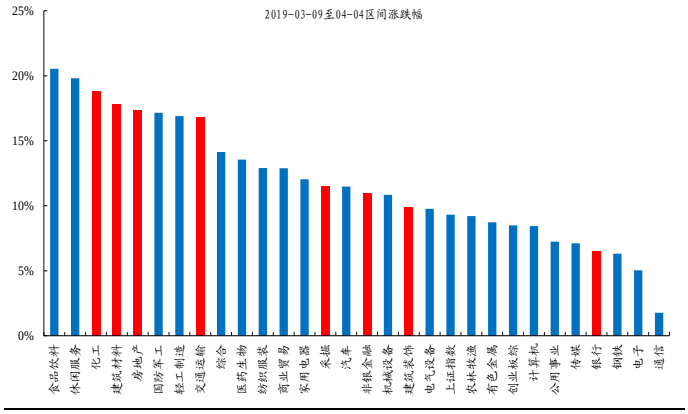
（3）**如何理解权重板块的工具意义：** 复盘 2019 年 3 月 8 日下跌幅度较大的板块也集中在顺周期权重板块，**说明降温时由于以价值股为代表的权重板块对于指数涨跌影响较大，往往作为市场调控的工具，**投资者不必过分从基本面解读；**同时以价值股为代表的权重板块并非真正调控的对象：**我们发现在市场降温之后，2019-03-09 至 04-04 市场反弹阶段，权重板块（除了银行）反而大多涨幅靠前。

图5：2019 年 3 月 8 日当天跌幅较多的也集中在顺周期权重板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

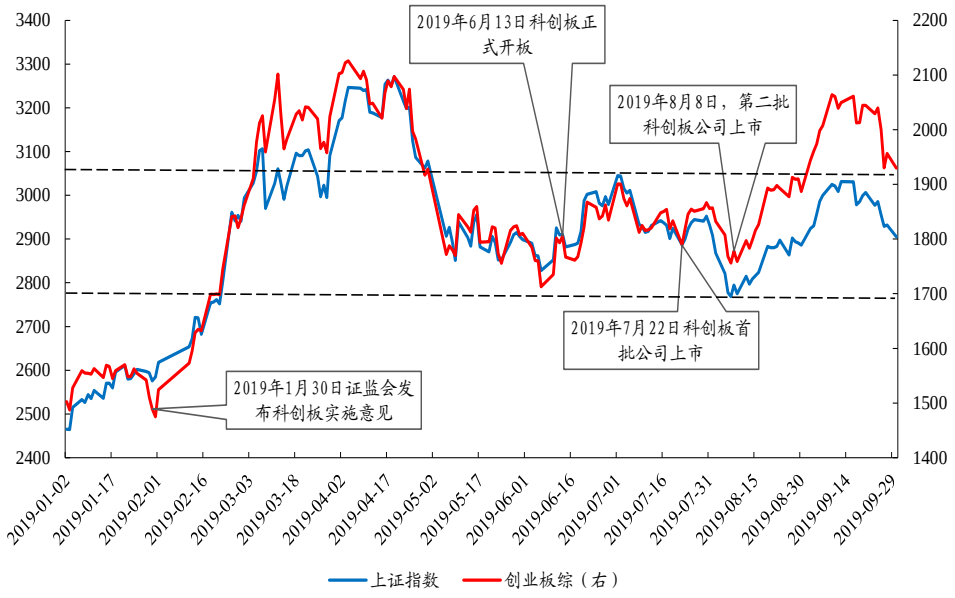
图6：但 2019 年 3 月 8 日监管降温之后，权重板块反而大多涨幅靠前（银行除外）



数据来源：Wind、开源证券研究所

监管政策对于股票市场态度上，当下可以参考：在 2019 年科创板正式开板到首批公司上市，全 A 市场的 30 日年化波动率自 5 月的高点最多下降了 12%，**所以可以预见的是 2020 年下半年随着创业板注册制改革稳步推进，A 股市场的低波动率将会是监管合意的状态。因此我们认为，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。**部分投资者此前认为，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。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7：2019 年下半年科创板正式开板之后 A 股市场的波动率明显收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

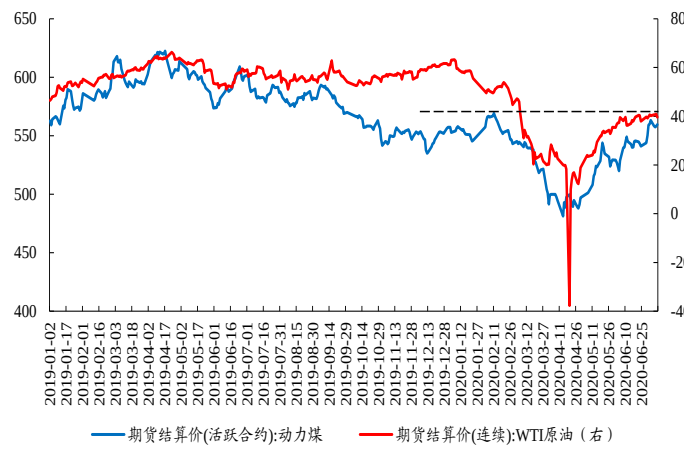
3、 经济修复才是当下的核心矛盾

同样是去“抢跑牛市”，遭遇监管降温，但这一次与 2019Q1 却有较大的不同，最大特征是这次伴随着经济回暖的信号和潜在动能：

（1）**当前经济处于复苏向上的阶段，基本面信号仍强势。**

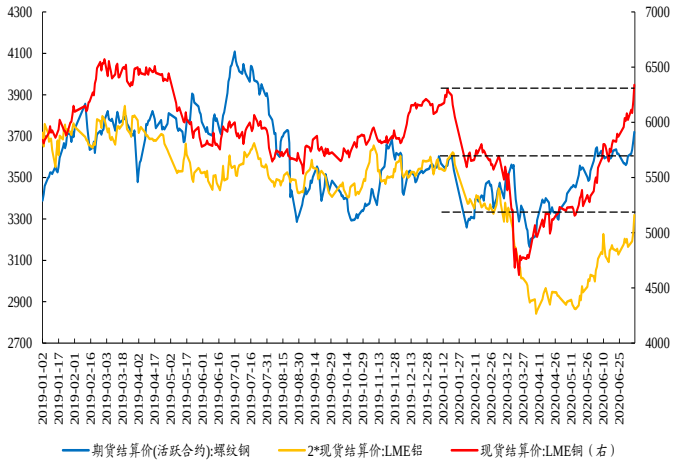
从 6 月份的经济数据表现上看，**经济复苏开始逐步由环比修复走向同比改善，我们发现这同时也是市场定价周期股盈利复苏的锚**：部分大宗商品如煤炭、螺纹钢、铜的期货价已经恢复到疫情前水平，同时 6 月 PPI 如期确立拐点、触底反弹，预示着经济有望重回疫情之前复苏的轨道。我们也曾在《势来不可止，势去不可遏》报告中强调 6 月 30 日以来**市场发生明显风格切换的本质原因在于对经济复苏预期的修正，这种修正开始从环比意义走向同比意义，开始回归 2019Q4 的复苏周期中**，而非简单的流动性宽松下的低估值补涨。

图8：动力煤的期货价恢复到疫情前水平



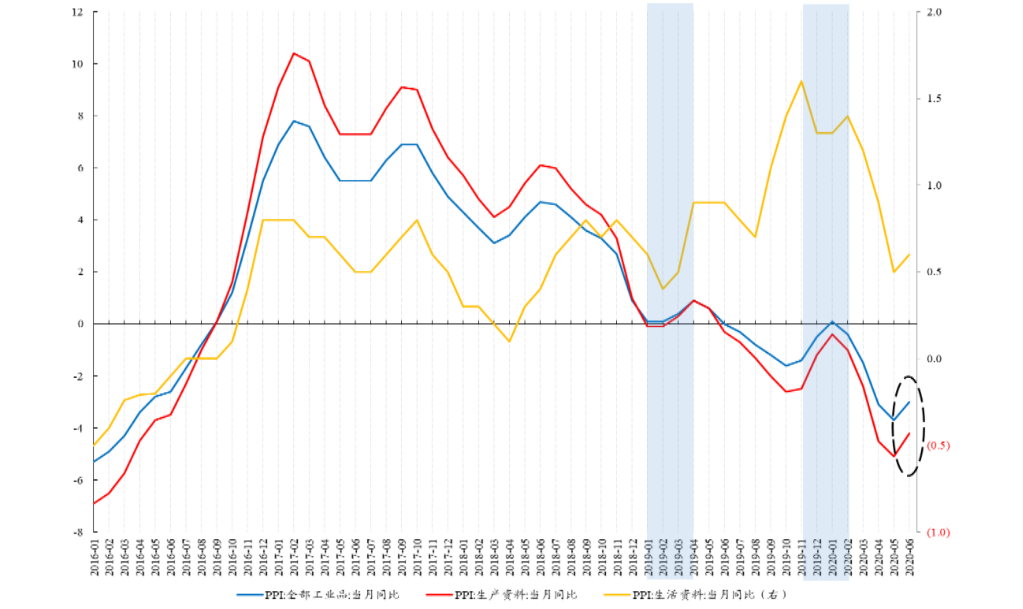
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：螺纹钢、铜的期货价已经高于疫情前水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

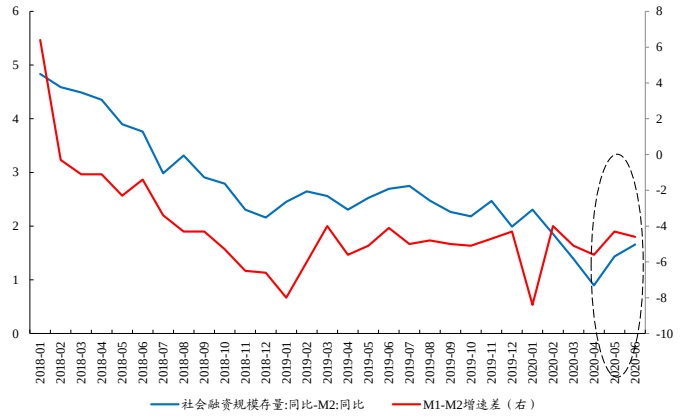
图10：6 月 PPI 如期确立向上拐点，触底反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

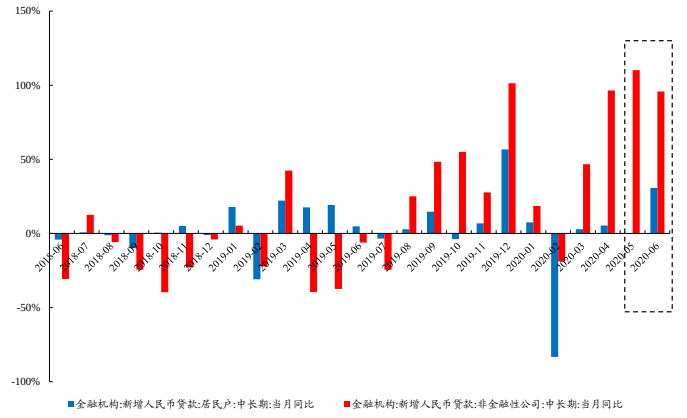
从 6 月份的信贷数据上看，资金脱虚入实仍在继续，信贷支持实体的力度不减：（a）当月新增社融同比增速仍超市场预期，存量社融与 M2 的增速差仍在扩大，预示着资金仍在脱虚入实；M1-M2 增速差“意外”地略有回落，或因为基数效应，但仍比 4 月好；（b）居民和企业的中长期贷款均大幅增长，信贷结构良好。**我们有理由相信在信贷持续扩张的趋势下，实体经济的复苏会有“经典的时滞”但不会缺席。**

图11：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12：居民和企业中长期贷款均大幅增长

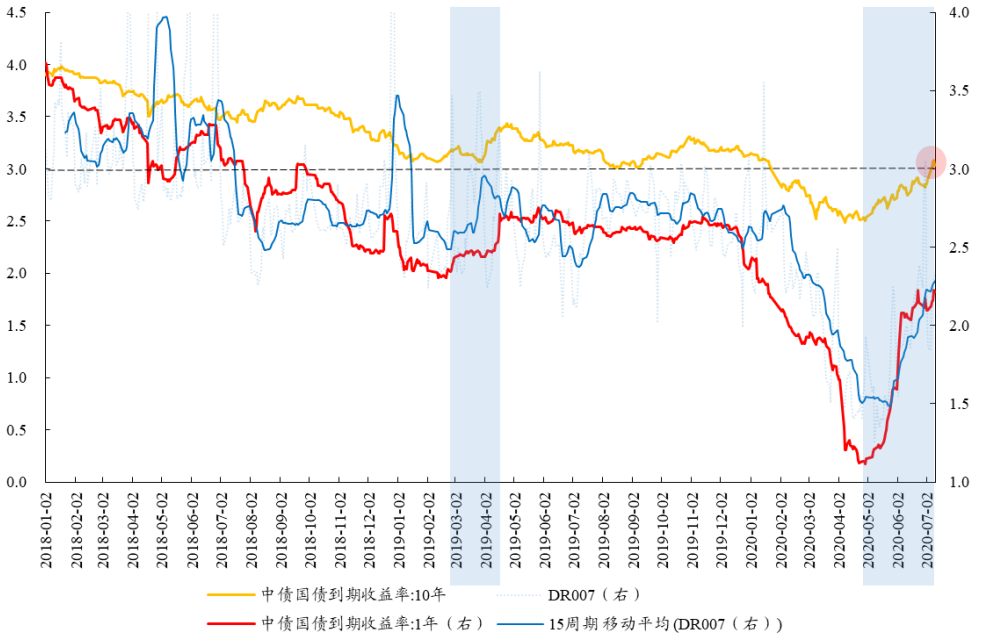


数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）**另一个重要的区别在于，当前利率大幅上行更多地体现的是在资金脱虚入实的背景下经济复苏预期，而非货币政策收紧。**

2019 年 3、4 月的利率中枢上移，主要是由于货币政策边际收紧，结果便是经济下行压力加大，2019 年 4 月之后 PPI 见顶下行；而当前正处于走出疫情后的经济复苏阶段，前期释放的大量流动性正经历脱虚入实的过程，因此此时利率中枢上移更多地体现经济复苏预期。

图13：2019 年 3、4 月的利率中枢上移，主要由于货币政策边际收紧，而当前更多地体现经济复苏预期与脱虚入实



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 市场降温，优势不改，抓紧布局顺周期板块

我们对于市场降温的看法是：“水涨船高”的估值驱动行情并不会出现，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**。

价值板块是监管对市场降温的工具而不是目标，估值泡沫才是。因此上述调控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：**白酒，汽车，家电**。

5、 风险提示

国内经济超预期下行；海外疫情、洪涝灾害超预期恶化

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