策略周报 股票投资策略简报

均衡配置，不要为了切换而切换

基本结论

- **估值分化的局面仍将持续一段时间，市场风格切换概率较低。**上周 A 股市场显著上行，其中金融地产（特别是券商板块）领涨，这是否意味着市场将迎来风格切换和估值分化的快速收敛？我们认为当前断定风格切换为时尚早，A 股市场估值分化的局面仍将持续。核心的逻辑是估值分化的根本原因在于行业基本面的分化，当前并没有看到基本面上的边际变化以促使估值分化快速收敛，后续仍需通过业绩消化估值的方式来逐步实现估值收敛。

- **对于金融地产板块行情的持续性，我们更看好地产，而金融板块的行情或持续性并不强。**1）金融板块上涨仍是短期的补涨反弹，后续持续性或不强。以券商为例，此次券商反弹的逻辑仍是偏短期的事件驱动，主要是因为市场交易活跃度提升和龙头券商合并的预期。2）临近中央政治局会议（预计在 7 月中下旬召开），关注地产政策边际变化。7 月中下旬召开的中央政治局会议对于房地产政策的表述是影响下半年房地产市场的重要因素之一。当前来看，房地产销量、投资和价格在疫情缓和后均实现了较快的恢复，只要地产调控政策上有一定的边际改善，政策对地产估值持续形成压制的局面将得到极大的缓解。

- **市场风格的切换核心驱动力来自于基本面层面的相对边际变化，在没有基本面层面拐点的背景下，这次不会重演 2014 年底风格切换。**2014 年底到 2015 年初 A 股市场风格进行过一次明显的切换，市场主线由由创业板为代表的成长板块切换至金融地产板块，风格切换时间持续了 1 个月左右。当时风格切换的背后是基本面层面出现了拐点，核心驱动力来自央行宽松的货币政策和地产调控的放松。尽管此次行情的走势与 2014 年年底很相似，但背后的逻辑截然不同，这次基本面层面没有边际变化：1）政策方面，国内货币政策进一步加大力度宽松的概率较低。2）行业景气度方面，经济全面复苏仍有待确认，传统周期行业业绩恢复仍相对较弱。

- **A 股上行的逻辑未发生变化：流动性宽松是最大的基本面。**当前我们对 A 股市场维持相对乐观的观点，其中核心逻辑有三个方面：首先，下半年各类扩大内需政策加速落地，这对于市场风险偏好和企业盈利都有所提振；其次，宽货币和宽信用的流动性环境将逐步得到确认，有利于 A 股市场估值抬升；最后，以 A 股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境，外资将持续流入中国资本市场。当前市场对货币政策预期相对混乱，我们认为对央行“收水”的担忧为时过早，此外全球资本大幅流入是接下来 A 股市场面临的重要边际变化，估值中枢抬升是推动市场上行的核心逻辑之一。

- **行业配置保持均衡：1）消费和基建等内需板块：**聚焦消费和基建中供需两端受益的行业，比如消费中的商贸零售、休闲服务、家电、食品饮料等，基建中的建材、建筑、机械等；**2）消费电子产业链：**近期苹果向相关产业链公司追加订单，叠加今年苹果将发布新机，消费电子行业景气度持续上行；**3）房地产产业链：**房地产销量、投资和价格在疫情缓和后均实现了较快的恢复，只要地产调控政策上有一定的边际改善，政策对地产估值持续形成压制的局面将得到极大的缓解。

- **风险提示：***海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、不要为了切换而切换.....3
二、风格切换背后驱动的因素是什么?.....3
三、A股上行的逻辑未发生变化：流动性宽松是最大的基本面.....4
四、行业配置： 保持均衡.....5
重要事件前瞻.....5

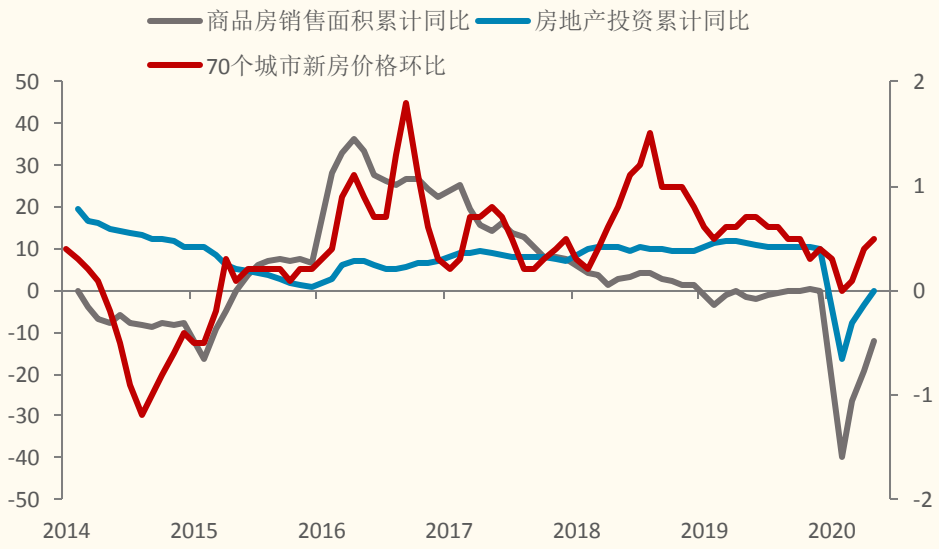
图表目录

图表 1：房地产销量、投资和价格均明显回升.....3
图表 2：复盘 2014 年底到 2015 年初 A 股风格切换.....4
图表 3： 2008 年金融危机期间全球资本流入新兴市场.....5
图表 4：重要事件前瞻.....6

一、不要为了切换而切换

- **估值分化的局面仍将持续一段时间，市场风格切换概率较低。**上周 A 股市场显著上行，其中金融地产（特别是券商板块）领涨，这是否意味着市场将迎来风格切换和估值分化的快速收敛？我们认为当前断定风格切换为时尚早，A 股市场估值分化的局面仍将持续。核心的逻辑是估值分化的根本原因在于行业基本面的分化，当前并没有看到基本面上的边际变化以促使估值分化快速收敛，后续仍需通过业绩消化估值的方式来逐步实现估值收敛。
- **对于金融地产板块行情的持续性，我们更看好地产，而金融板块的行情或持续性并不强。**1）金融板块上涨仍是短期的补涨反弹，后续持续性或不强。以券商为例，此次券商反弹的逻辑仍是偏短期的事件驱动，主要是因为市场交易活跃度提升和龙头券商合并的预期。2）临近中央政治局会议（预计在 7 月中下旬召开），关注地产政策边际变化。7 月中下旬召开的中央政治局会议的主题是分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，届时中央层面对于房地产政策的表述是影响下半年房地产市场的重要因素之一。当前来看，房地产销量、投资和价格在疫情缓和后均实现了较快的恢复，只要地产调控政策上有一定的边际改善，政策对地产估值持续形成压制的局面将得到极大的缓解。

图表 1：房地产销量、投资和价格均明显回升



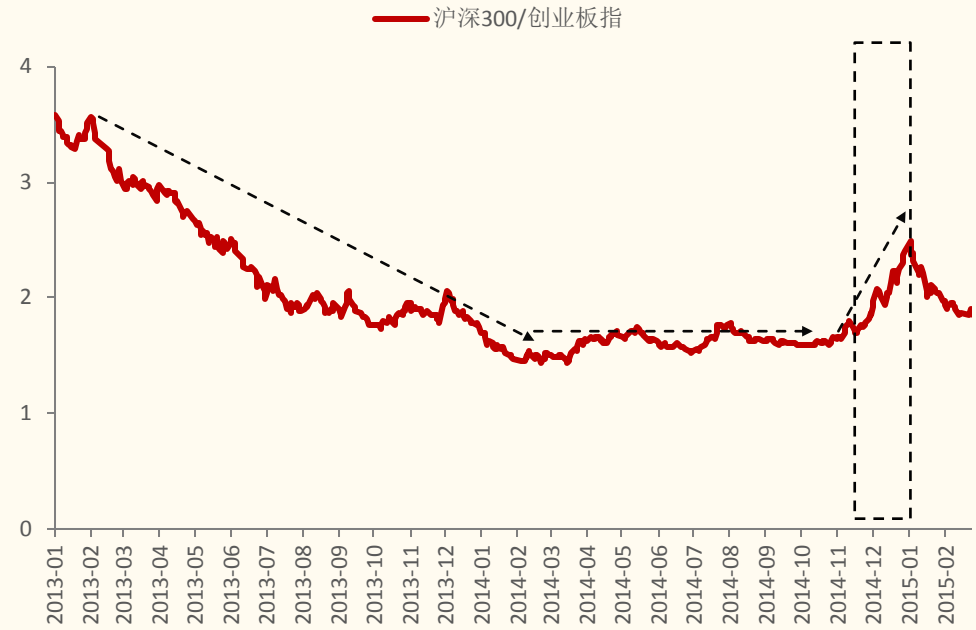
来源：Wind、国金证券研究所

二、风格切换背后驱动的因素是什么？

- **市场风格的切换核心驱动力来自于基本面层面（行业景气和政策等因素）的相对边际变化。**2014 年底到 2015 年初 A 股市场风格进行过一次明显的切换，市场主线由由创业板为代表的成长板块切换至金融地产板块，风格切换时间持续了 1 个月左右。当时风格切换的背后是基本面层面出现了拐点，核心驱动力来自央行宽松的货币政策和地产调控的放松。2012 年以来国内经济面临持续下行压力，2014 年 11 月 21 日央行开始首次降息，开启了新一轮的降息周期，叠加地产调控的放松，这直接推动了金融地产板块的显著上涨。
- **在没有基本面层面拐点的背景下，这次不会重演 2014 年底风格切换。**尽管此次行情的走势与 2014 年年底很相似，但背后的逻辑截然不同，这次基本面层面（特别是货币政策方面）没有边际变化：1）政策方面，国内货币政策进一步加大力度宽松的概率较低。2）行业景气度方面，经济全面复

苏仍有待确认，传统周期行业（特别是钢铁、煤炭等上游行业）业绩恢复仍相对较弱。

图表 2：复盘 2014 年底到 2015 年初 A 股风格切换

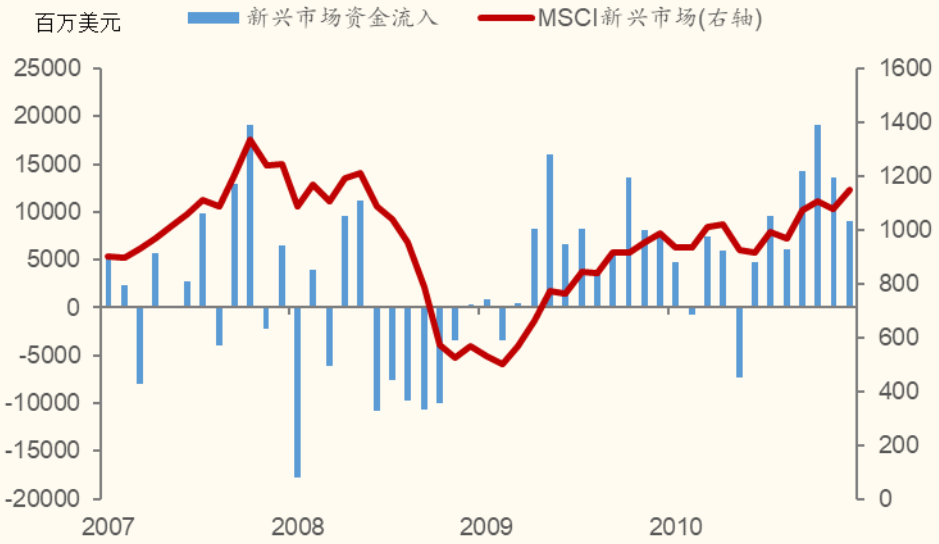


来源：Wind、国金证券研究所

三、A 股上行的逻辑未发生变化：流动性宽松是最大的基本面

- **当前我们对 A 股市场维持相对乐观的观点，其中核心逻辑有三个方面：**首先，下半年各类扩大内需政策加速落地，这对于市场风险偏好和企业盈利都有所提振；其次，宽货币和宽信用的流动性环境将逐步得到确认，有利于 A 股市场估值抬升；最后，以 A 股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境，外资将持续流入中国资本市场。
- **当前市场对货币政策预期相对混乱，我们认为对央行“收水”的担忧为时过早。**一方面，在经济全面复苏的拐点确认前，各国央行的宽松政策短期内不会逆转，美联储预计将维持利率在当前水平直至 2022 年年底。尽管国内经济恢复先于其他国家，但短期内货币政策收紧概率较低。另一方面，在需求疲软的情况下，流动宽松是维持企业现金流的必要条件，而流动性宽松下企业进行资金套利的行为较为普遍，一旦流动性收紧，可能会引发又一次的流动性危机。
- **我们认为全球资本大幅流入是接下来 A 股市场面临的重要边际变化，估值中枢抬升是推动市场上行的核心逻辑之一。**全球流动性宽松将持续一段时期，美元或金融新一轮的贬值周期，全球资本将逐步回流新兴市场，A 股作为最大的新兴市场或持续受益。这次全球流动性环境和 2008 金融危机期间美联储第一次量化宽松后的情形最为相似，2008 年 11 月 QE1 之后，美元开启了贬值周期，全球资本风险偏好提升，此前流入美元资产的避险情绪得到扭转，开始持续流入新兴市场，推升新兴市场估值。重视外资主要配置的两大方面：1）基本面和流动性都比较好的大盘价值股；2）中国 A 股市场特有的稀缺标的。

图表 3：2008 年金融危机期间全球资本流入新兴市场



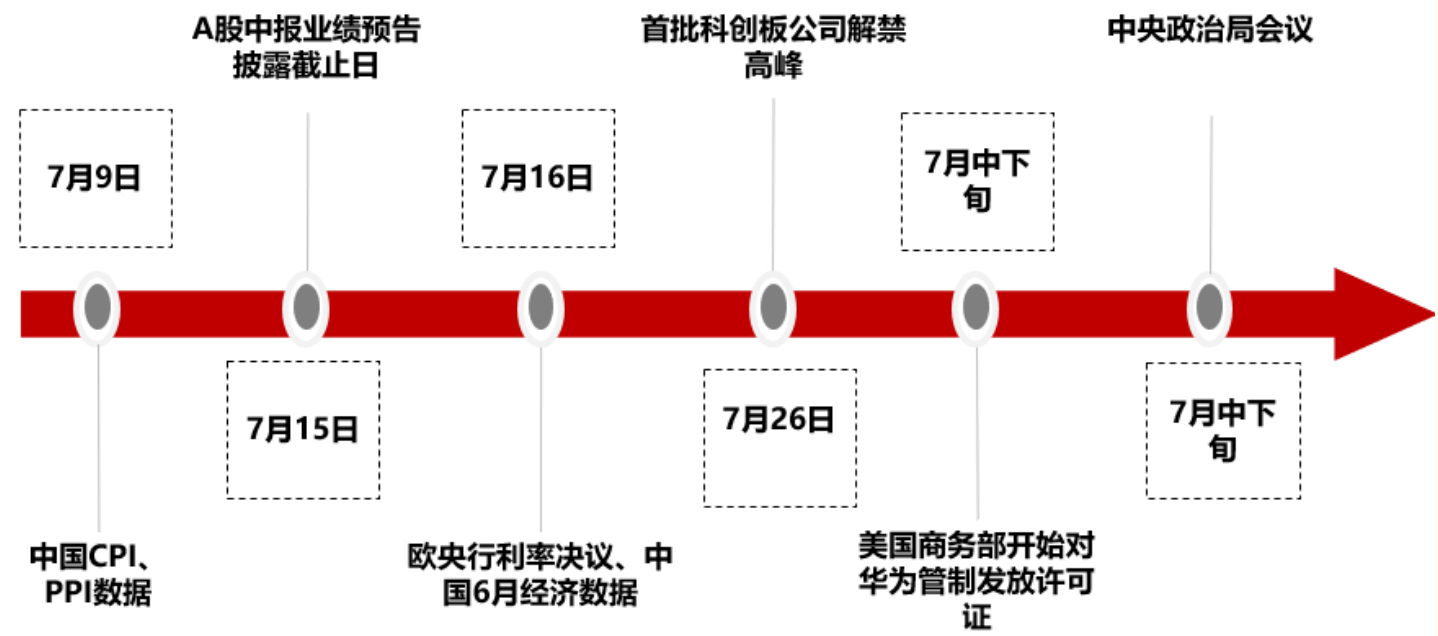
来源：EPFR、Wind、国金证券研究所

四、行业配置：保持均衡

- 行业配置保持均衡，不要为了切换而切换，建议关注“消费和基建等内需板块、消费电子产业链、房地产产业链”。
- **消费和基建等内需板块：**1）消费：商贸零售、休闲服务、家电、食品饮料等。随着疫情的缓和，以及在提振消费的政策之下，服务性消费增长和消费市场下沉是消费行业的重要边际变化。商贸零售、休闲服务、家电、食品饮料等行业一方面需求端受益于需求回暖，另一方面供给端也充分充分受益于行业集中度的提升；2）基建：建材、建筑、机械等。随着扩大内需政策的加速落实，下半年各类投资项目将加速上马，基建投资或将明显提速，预计全年基建投资在 10%以上，建材、建筑和机械等基建产业链行业将受益于基建投资扩张。此外，随着梅雨季节逐渐过去，基建等相关行业将迎来需求旺季。
- **消费电子产业链：**苹果手机 618 降价促销带动销量大增，近期苹果向相关产业链公司追加订单，叠加今年苹果将发布新机，消费电子行业景气度持续上行。从中报业绩来看，消费电子产业链相关企业盈利大概率超市场预期。
- **房地产产业链：**房地产销量、投资和价格在疫情缓和后均实现了较快的恢复，只要地产调控政策上有一定的边际改善，政策对地产估值持续形成压制的局面将得到极大的缓解。持续关注 7 月中下旬召开的中央政治局会议对于房地产政策的表述。

重要事件前瞻

图表 4：重要事件前瞻



来源：国金证券研究所

- **风险提示：**政策刺激力度不及市场预期、市场流动性风险、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH