2020 年 07 月 05 日

风格切换，牛市逼人

——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

● **势来不可止：风格切换的趋势确立**

本周（2020 年 6 月 29 日当周）市场风格发生明显切换，我们自 5 月 31 日开始讨论“风格切换”这一命题，其后共发出 14 篇文章阐述这一问题（系列第一篇：《脱虚入实，风格切换》）。**7 月 1 日前后市场风格已经发生显著改变：前期强势的医药生物、TMT 板块转为弱势，以大金融和煤炭、建材为代表的顺周期板块领涨全市场。**从资金方向上看，内外资合力打出风格切换的第一枪，北上资金全面切换向低估值+顺周期，普通股票/偏股混合型基金正在积极布局价值风格。

● **金融领衔对顺周期上涨发出指示信号**

市场对金融板块上涨的指示意义分歧较大，有投资者认为：**金融板块作为权重较大的“价值股”，上涨意味着主要指数即将见顶，同时是对前期低估值的一种修复，风格切换不具有持续性。**上述观点，我们其实很容易地能够从历史上找出反例。我们复盘了 2010 年以来金融出现大幅上涨的 5 个时期，这五次时期的表现中，有两次金融板块回落之后其余板块接力，指数继续攀升的情形（2012 年末及 2014 年末），证明以上观点描述的情形并不是始终成立的；**同时，在每一轮金融上涨行情中，周期也同时具有可观涨幅，一定程度上可以说，金融是“周期之眼”。**

● **金融上涨的三种情形：此次是周期之眼**

金融板块取得超额收益其实有三种情形：**（1）流动性切换导致“高估值”向低估值切换，其后又紧接着出现经济复苏的信号，此时金融与周期再次同步上涨，成为表现最好的两种风格，**例如 2012 年末和 2017 年 5-11 月份；（2）**利率位于阶段性的高位，使风格短暂漂移至金融等价值板块，但后续大量流动性释放的同时经济复苏信号缺失，价值板块变成牛市中的“陪跑”，**例如 2014 年 11 月至 2015 年 4 月，并缺席 2015 年 4 月至 6 月的最后上涨；（3）**流动性切换的同时，经济复苏进入平台期，表现为 PPI 出现向下拐点，金融板块是对经济复苏的滞后定价，**上涨意味着指数见顶、周期超额收益末尾，如 2018、2019 年初。**当前更加类似 2012 年和 2017 年两次上涨的结合，但本次的流动性绝对水平相对宽松。**

● **周期之眼，勿再迟疑**

疫情度过最严峻的时刻之后，货币政策转为“信用扩张”，无风险利率中枢确定上行，**价值/成长的天平正重新平衡。**走出疫情后的环比改善+2019Q4 开始的周期性复苏与宽信用、宽财政将形成合力，共同推动经济复苏，而这种复苏已逐步被债券与商品市场认知，但价值股对其的定价才刚刚开始。风格切换初期，机会将存在于广泛的价值股中，属于早进入者的“掘金时刻”已经开始。顺周期价值板块已经释放出充分的胜率信号。大金融启动只是开始，投资者请勿再有任何迟疑：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、建筑、工程机械**；第二，处于周期底部，环比改善刚被定价的：**化工、煤炭**；第三，低估值且存在巨大修复空间的：**房地产、非银**；第四，顺周期消费：**家电，白酒，汽车。**

● **风险提示：**经济复苏不及预期，货币政策超预期宽松。

相关研究报告

《投资策略点评-不要犹豫，赶快切换》-2020.7.1

《投资策略专题-“熊平”的倒影》-2020.6.30

《投资策略专题-开源金股，7 月推荐》-2020.6.30

目 录

1、 势来不可止：风格切换的趋势确立 3
2、 金融领衔，周期同涨 5
2.1、 金融上涨并不意味着指数即将见顶 5
2.2、 金融上涨的三种情形：此次是周期之眼 5
2.3、 此次金融上涨，是周期之眼 7
3、 当下更重要的问题是——如何切换 9
4、 风险提示 9

图表目录

图 1： 本周风格切换，大金融、煤炭、建材等顺周期板块领涨全市场 3
图 2： 6.29-6.30：可选消费分化较大，“免税店”+医药生物领涨 4
图 3： 7.01-7.03：大金融板块整体涨幅抬升，可选消费有所回落 4
图 4： 金融与科技相对万得全 A 的超额收益始终呈现稳定反向关系 6
图 5： 社融与 M2 裂口扩大，代表资金脱虚入实，此时估值承压 7
图 6： 利率走势，决定了是漂移还是切换 7
图 7： 2012 年末、2017 年下半年 PPI 出现向上拐点，而其余三个时期，PPI 都持续下行 7
图 8： 随着产出缺口弥补，PPI 将触底回升 8
图 9： 利率短端下，长端上 8
图 10： 螺纹钢基差体现经济复苏预期 8
图 11： 本周（6 月 29 日当周），极致的成长风格已经出现向下拐点 9

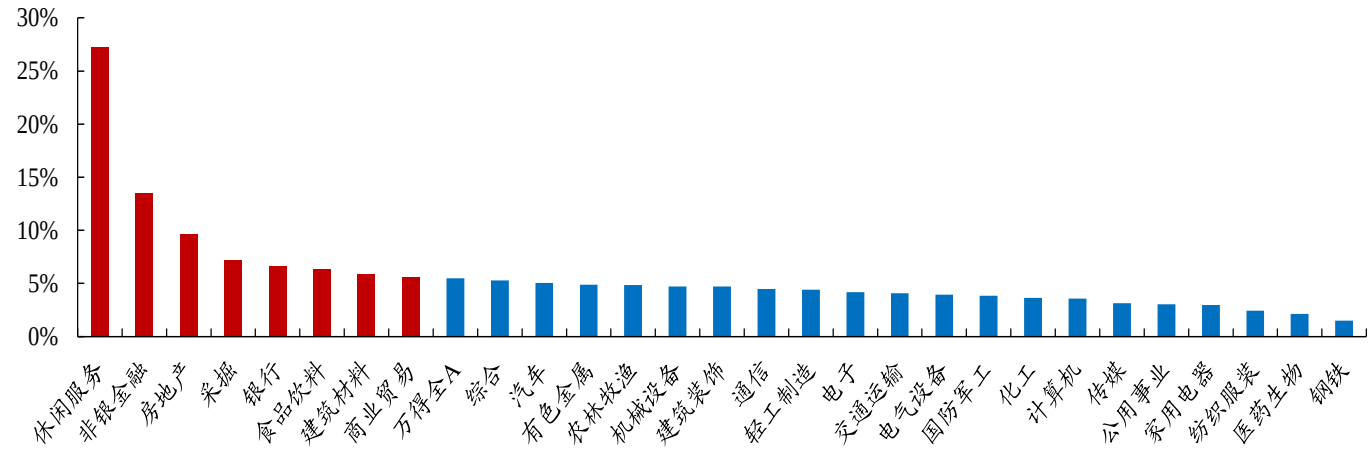
表 1： 金融板块大幅上涨的 5 个时期 5

1、 势来不可止：风格切换的趋势确立

本周（2020 年 6 月 29 日至 2020 年 7 月 3 日）是切换上下半年的一周，巧合的是周内市场风格也发生明显切换，从 7 月 1 日开始连续三个交易日，价值风格跑赢之前已经达到极致的成长风格。我们自 5 月 31 日开始讨论“风格切换”这一命题，其后共发出 14 篇文章阐述这一问题（系列第一篇为：《脱虚入实，风格切换》）。风格切换并非一蹴而就，在 6 月中发生了数次反复，但最终市场开始为早已在债券和商品市场中得到反映的经济复苏预期定价，**7 月 1 日前后市场风格已经发生显著改变：前期强势的医药生物、TMT 板块转为弱势，以大金融和煤炭、建材为代表的顺周期板块领涨全市场。**从资金方向上看，内外资合力打出风格切换的第一枪，北上资金全面切换向低估值+顺周期，普通股票/偏股混合型基金正在积极布局价值风格[1]。

风格切换伊始，一定是果决者赚取丰厚收益的阶段，请投资者勿再迟疑，任何在前期强势板块和价值之间的纠结都可以暂时搁置：出现的任何价值股的回调抑或是前期强势板块的反弹，都是比较好的从操作层面的切换时机。

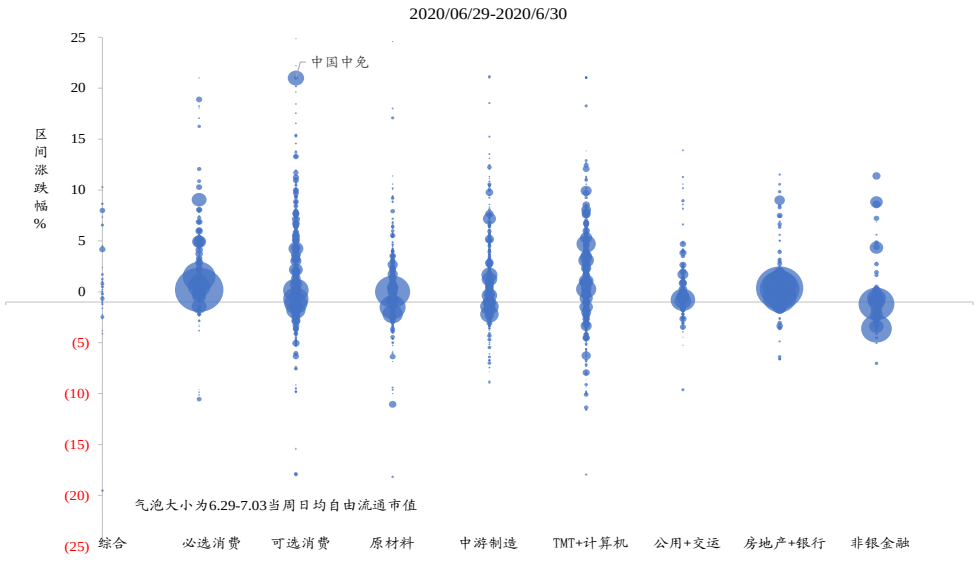
图1：本周风格切换，大金融、煤炭、建材等顺周期板块领涨全市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

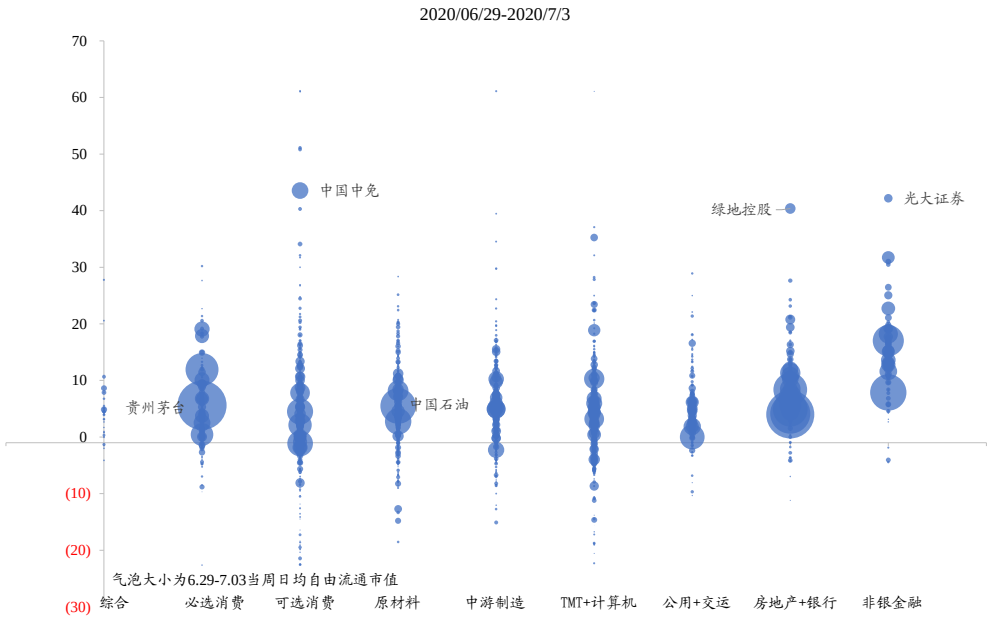
[1] 请参考 7 月 4 日发布的报告《风格切换的第一枪》

图2：6.29-6.30：可选消费分化较大，“免税店”+医药生物领涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7.01-7.03：大金融板块整体涨幅抬升，可选消费有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以上 2 幅图中，必选消费包含：农林牧渔、食品饮料；可选消费包含：家用电器、纺织服装、轻工制造、医药生物、商业贸易、休闲服务、汽车；原材料包含：采掘、化工、钢铁、有色金属；中游制造包含：建筑装饰、建筑建材、电气设备、国防军工、机械设备；TMT+计算机包含：电子、传媒、通信、计算机。以上分类因作图需要尽管稍显粗糙，但能够帮助我们看到大致的趋势。

2、 金融领衔，周期同涨

2.1、 金融上涨并不意味着指数即将见顶

非银、房地产、银行，在 6 月 29 日当周分别以 13.5%\9.7%\6.7%的涨幅位列 28 个行业中的第 2、3、5 位，大金融板块崛起，成为本周风格切换的急先锋。目前，**市场对金融板块上涨的指示意义分歧较大，有投资者认为：金融板块作为权重较大的“价值股”，上涨意味着主要指数即将见顶，同时是对前期低估值的一种修复，风格切换不具有持续性。**

上述观点，更多的是一种对历史现象的不完全描述，其实很容易地能够从历史上找出反例。我们复盘了 2010 年以来，金融出现大幅上涨的 5 个时期，分别是 2012 年 11 月至 2013 年 2 月、2014 年 11 月至 2015 年 4 月、2017 年 5 月至 2017 年 11 月、2018 年 1 月单月、2019 年 1 月至 2019 年 4 月。**这五次时期的表现中，有两次金融板块回落之后，其余板块接力，主要指数继续攀升的情形（2012 年及 2014 年），说明上述观点描述的情形并不是始终成立的，同时，在每一轮金融上涨行情中，周期都具有同步的可观涨幅。**

表1：金融板块大幅上涨的 5 个时期

时期划分	金融上涨时，五种风格的表现	该时间段之后
2012 年 11 月-2013 年 2 月	金融>稳定≈周期≈成长>消费	成长风格上涨、创业板指上涨
2014 年 11 月-2015 年 4 月	金融≈稳定>周期>成长>消费	稳定、周期、成长接棒，上证综指及创业板继续上涨
2017 年 5 月-2017 年 11 月	金融>消费>周期≈成长>稳定	消费风格上涨，其余各指数回落，2 个月后再度上涨
2018 年 1 月	金融>消费≈稳定>周期>成长	受贸易战影响，各风格均回落，上证综指、创业板指数回落
2019 年 1 月-2019 年 4 月	成长>消费>金融≈周期>稳定	各风格均回落，上证综指、创业板指数回落

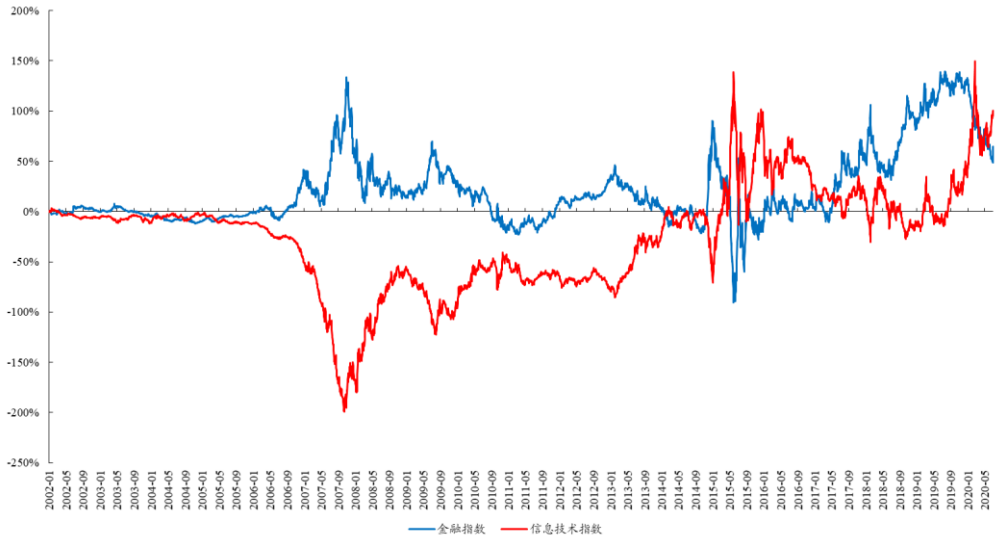
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：此处风格为了便于归纳，采用了中信风格指数，其中稳定风格的行业包括：火电,水电,其他发电,电网,建筑施工,公路,铁路,公交,港口,机场,电信运营等行业。

2.2、 金融上涨的三种情形：此次是周期之眼

观察金融上涨与其它板块之间的关系，**更显著的特征是金融板块与科技板块相对万得全 A 的超额收益在历史上大多数时间呈现稳定的反向关系，**这种稳定的关系可能更能引导我们找到金融板块上涨以及回落背后的机制，从而能够回答“金融板块上涨究竟代表什么”这一问题。

图4：金融与科技相对万得全 A 的超额收益始终呈现稳定反向关系



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：图中为 WIND 行业指数的金融、信息技术指数，对应 GICS 行业分类

对于这种稳定的反向关系，我们可以有两种猜测：第一，由于金融板块大部分为“价值板块”，即估值较低，而信息技术指数往往估值较高，所以两者的反向关系其实是意味着风格在“高估值”和“低估值”之间切换，**一个重要的影响因子即是投资者面临的无风险利率，即使流动性整体并未收紧，但资金开始“脱虚入实”，那么投资者也会预期利率上行，从而进行高低估值之间的切换。**第二种猜想是，**成长板块往往是经济复苏动能不明朗时候被偏好的板块，而金融及其它顺周期行业，则会在经济复苏明朗的时候获得超额收益。**

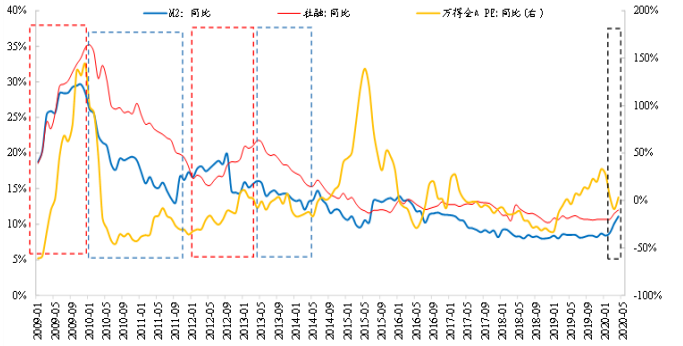
因此，通过复盘历史上的五次金融板块取得超额收益的情形，其实可以分为 3 种背景，当前更加类似 2012 年和 2017 年两次上涨的结合，区别只是在于本次为应对疫情，释放的流动性较多，从而使得在本周切换之前，成长风格达到了极致：

（1）流动性切换导致“高估值”向低估值切换，其后又紧接着出现经济复苏的信号，此时金融与周期再次同步上涨，成为表现最好的两种风格，例如 2012 年末和 2017 年 5-11 月份；观察经济复苏和周期上行的重要方法是跟踪各个顺周期行业的景气度，而供给与需求最后会呈现为价格，因此宏观层面的一个重要指标是 PPI，我们能够发现 2012 年末 PPI 出现拐点上行；2017 年 5 月份时时 PPI 出现向上拐点，上涨至 10 月份，催化顺周期行业与金融同涨；

（2）利率位于阶段性的高位，使风格短暂漂移至金融定等价值板块，但后续大量流动性释放的同时经济复苏信号缺失，价值板块变成牛市中的“陪跑”，例如 2014 年 11 月至 2015 年 4 月，从 2014 年末开始，PPI 持续下行，但由于此时无风险利率持续下行，催化了其余的风格在金融板块回落后持续上涨至 2015 年 6 月，此时价值板块上涨没有持续性缺席了 2015 年 4 月至 6 月的最后上涨；

（3）流动性切换的同时，经济复苏进入平台期，表现为 PPI 出现向下拐点，金融板块是对经济复苏的滞后定价，上涨意味着指数见顶、周期的超额收益到了尾部，如 2018、2019 年初。

图5：社融与 M2 裂口扩大，代表资金脱虚入实，此时估值承压



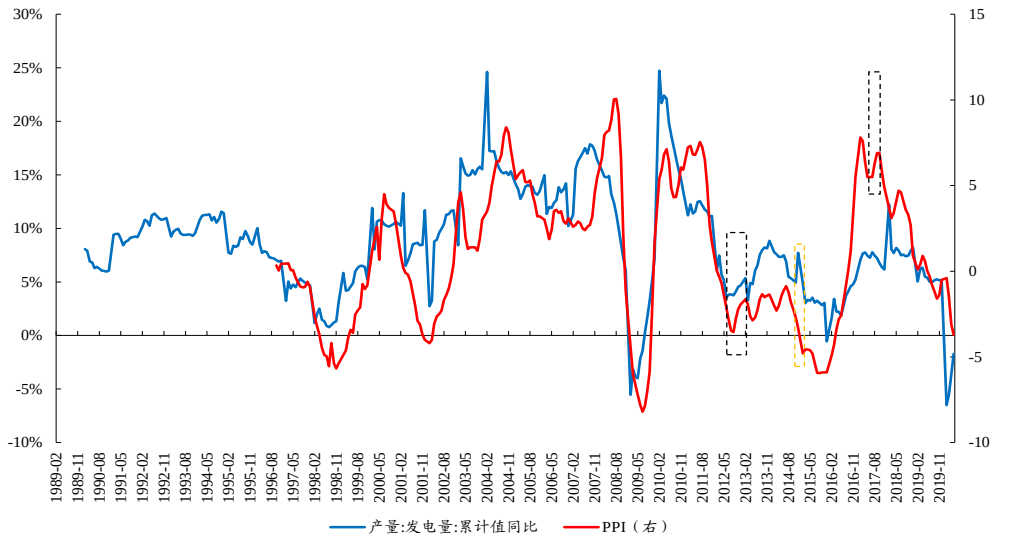
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：利率走势，决定了是漂移还是切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2012 年末、2017 年下半年 PPI 出现向上拐点，而其余三个时期，PPI 都持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 此次金融上涨，是周期之眼

从两个关键因子——流动性及经济复苏来寻找历史上的相似时点，当前所处的位置是：**经济上比 2014 年末时更健康，而流动性上比 2012 年末、2017 年 5-11 月时更宽松，这才延续了 2018 年 9 月的成长风格至今，并演化到了极致。但这三个时期中相同的是周期与金融同步上涨，且涨幅仅次于金融。**

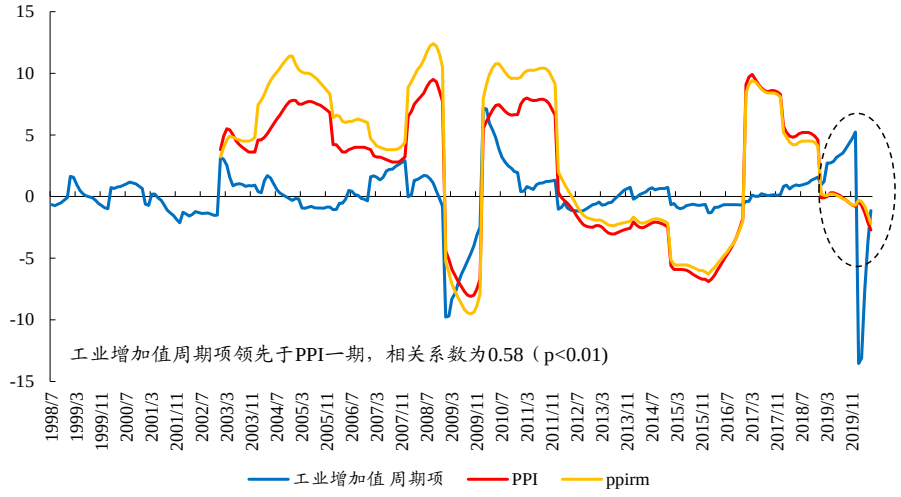
我们认为此次金融上涨，对周期股上行有较强的指示意义。我们在多篇报告中论述过，疫情度过最严峻的时刻之后，货币政策转向为“信用扩张”，货币总量上不会进行“大水漫灌”，而是疏导货币至信用的传导机制，包括出台直达实体的创新货币政策，以及监督清理“资金空转”的行为，“脱虚入实”不是将要发生，而是正在发生，我们观察到无风险利率的上行[2]，**这时意味着以金融为代表的顺周期行业，估**

[2] 请参考报告《利率上行，加速风格切换》

值存在显著的性价比优势。

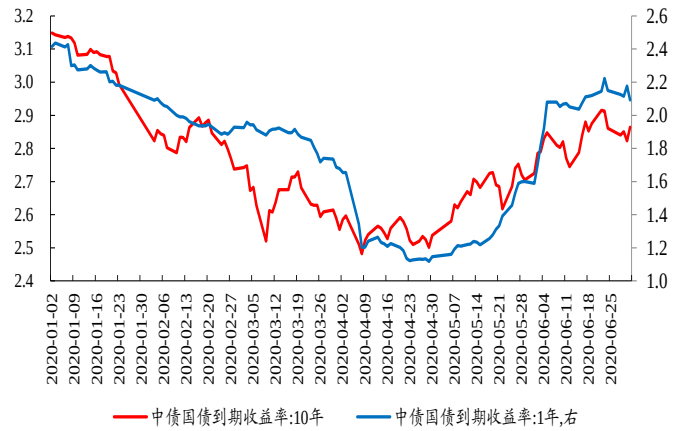
从经济复苏的视角来看，2019 年三季度以来，我们就处于一个底部向上的周期之中，疫情之后，多个信号体现经济稳步复苏。由于成长板块在 2018-2019 年相对于价值板块的盈利明显，而代表价值板块景气度的 PPI 由于供给侧改革后的高基数而始终回落，我们才观察到 2018 年 9 月至本周切换前，不断累积的极致的成长风格。以 PPI 作为一个重要的衡量经济复苏的观测指标，能够发现 2019 年 5 月份至 2019 年末，PPI 都在稳步提升，但步入 2020 年后被疫情打断，我们以工业增加值所衡量的产出缺口与 PPI之间的关系判断，在产出缺口逐渐弥补的过程中，PPI将触底回升；同时，我们发现发电量与 PPI 之间存在稳定的同向和领先关系，发电量同比已经于 2 月出现拐点向上，指示 PPI 的拐点即将到来。从利率层面讲，短端及长端利率在疫情稳定后（4 月以来）均开始回升，但近一周，短端快速下行而长端维持，短端体现了货币政策从紧缩回到中性所带来的利率边际变化，而长端维持则表明经济复苏的预期坚挺，与之相佐证的是螺纹钢基差逐渐缩小，体现了较强的经济复苏预期。

图8：随着产出缺口弥补，PPI 将触底回升



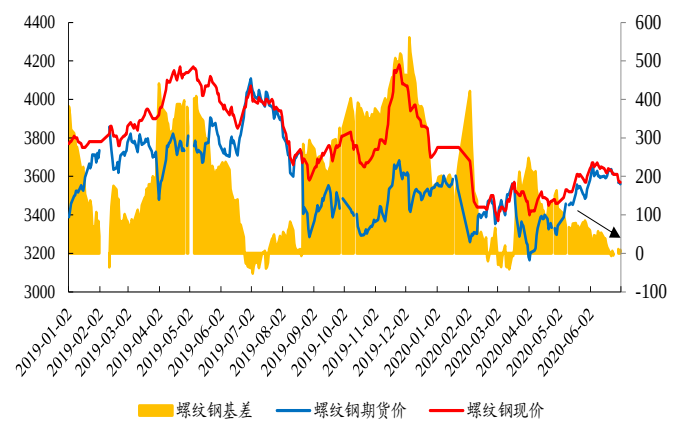
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：利率短端下，长端上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：螺纹钢基差体现经济复苏预期



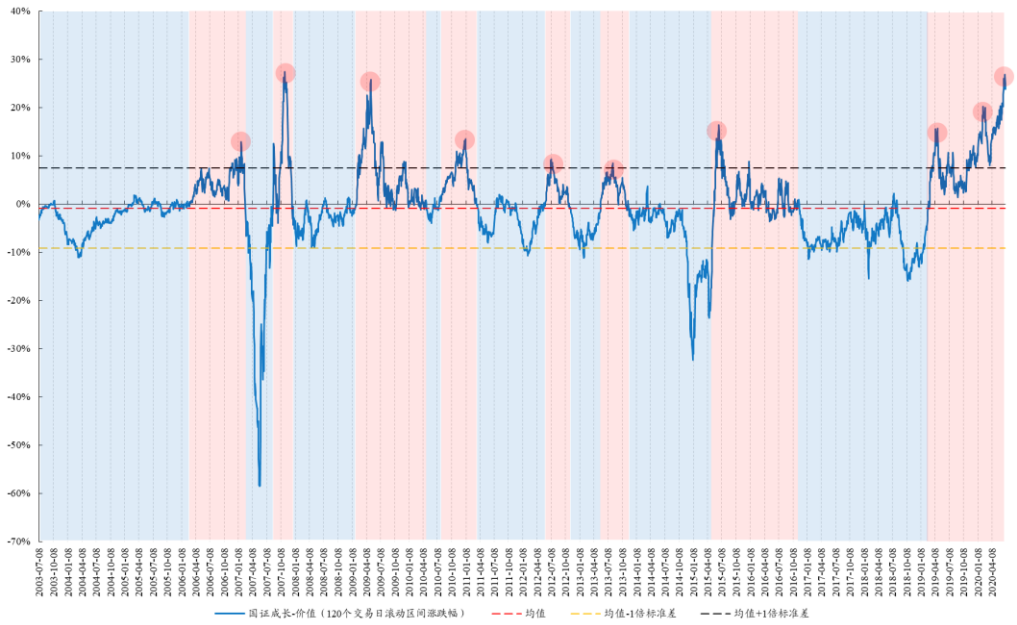
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 当下更重要的问题是——如何切换

“风格切换”从来不是一蹴而就的，6 月以来就已经有多次的反复，但在本周（6 月 29 日当周），风格切换已经确立了趋势，我们观察到自 2018 年 9 月份以来愈发极致的成长风格已经出现了向下的拐点，而根据历史复盘，风格切换后，价值占优最短将持续 187 天，而期间出现价值/成长风格任何的反复，都是进行风格转换的最好时机。

价值股中大量优质公司被“系统性”低估，估值修复+盈利再认知将驱动顺周期价值股的回归。我们承认，后续复苏持续性的验证会相当重要，但按照目前经济数据的总量和结构看，周期稳步上行的可能性却是在逐步提升的，后续我们将不断跟踪景气的信号，验证经济复苏的走向。我们需要提醒投资者的是：共识的确定性并不是真正意义上的“确定性”，这会以预期收益率快速下降为代价。风格切换的实质，就是去发现被“系统性”低估的优质资产，长期看选股和行业景气仍然重要，但是我们相信目前投资者视野转换后，会进入一个遍地黄金的“新大陆”。

图11：本周（6 月 29 日当周），极致的成长风格已经出现向下拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

顺周期价值股已经释放了明确的右侧“市场信号”，基本面的右侧信号也愈发明显（PMI+地产销售数据），投资者一定不要再迟疑，风格切换初期任何先进入者都将获得可观收益，。势来不可止，我们建议积极布局：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、建筑、工程机械**；第二，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：**化工、煤炭**；第三，低估值且存在修复空间的：**房地产、非银**；第四，顺周期消费：**家电，白酒，汽车**。

4、 风险提示

经济复苏不及预期，货币政策超预期宽松。

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