2020 年 07 月 04 日

风格切换的第一枪

——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

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

● **7 月 1 日以来：市场风格切换，顺周期领涨**

自 5 月 31 日，我们发布报告《脱虚入实，风格切换》以来，我们已对风格切换做了全方位研究并坚定建议投资者左侧布局。**7 月 1 日以来，“顺周期”板块上涨成为驱动市场上涨的主要动力，当下市场风格切换正在进行。我们将通过数据分析，7 月 1 日以来，风格切换的第一枪由谁打响。**

● **资金的方向：合力打出切换的第一枪**

从交易结构方面，考虑到数据的可得性：对于外资，我们考察北上配置型/交易型资金的持仓风格变化；对于内资，基于二次规划法，我们考察普通偏股型和偏股混合型基金的风格变化。

北上资金全面切换向低估值+顺周期。对于外资，我们发现，自 7 月 1 日以来，北上配置/交易型资金的成长系数逐渐下降，北上配置型资金的价值系数先下降后上升，北上交易性资金的价值系数震荡上行。更进一步，我们从北上配置/交易型资金的资金流向来看，7 月 1 日以来，北上配置/交易性资金主要在买入金融、机械设备、建材以及化工等顺周期板块，这意味着北上配置/交易型资金的持仓风格逐步从成长型向价值型切换，在经济复苏的当下，北上资金正在全面买入中国的价值型权益资产，我们需要提醒投资者的是：**从 QFII 持仓+北上来看，外资曾经系统性偏好价值股，但是 2017 年后才开始走向了成长（消费+科技），在全球价值股被低估的当下，外资可能会进入新一轮成长/价值的切换周期。**

对于内资，通过测算普通股票型和偏股混合型基金的仓位来计算风格系数，我们发现：7 月 1 日以来，普通股票型和偏股混合型基金的风格系数开始下行，即自 0630 结束业绩考核期以来，**基金的整体持仓风格正在从成长型向价值型“漂移”。**

从资金的方向来看，7 月 1 日以来，北上资金和普通股票/偏股混合型基金或正在积极布局价值风格。其背后的逻辑是：市场正在认知价值的低估，经济复苏陆续验证而价值板块尚未为之定价下，**资金的风格切换正在发生**。

● **解禁的压力：成长/价值天平的最后稻草**

在当前成长/价值风格演绎到了极致之时，以 TMT 和医药生物为代表的成长板块将 7 月迎来年内解禁高峰，且 7 月-9 月的解禁水平均显著高于上半年任何一个月，从**流动性维度看，成长板块在未来 3 个月将迎来一定的解禁冲击**。

● **风险提示：**测算误差；疫情出现反复；中美贸易摩擦加剧

目 录

1、 7 月 1 日以来：市场风格切换，顺周期领涨 3
2、 资金的方向：布局价值正当时 3
2.1、 北上资金：成长切价值，布局顺周期 4
2.2、 普通股票型+偏股混合型基金：切向价值 5
2.3、 成长风格的压力：成长 7 月将迎年内解禁高峰 5
3、 风险提示 6

图表目录

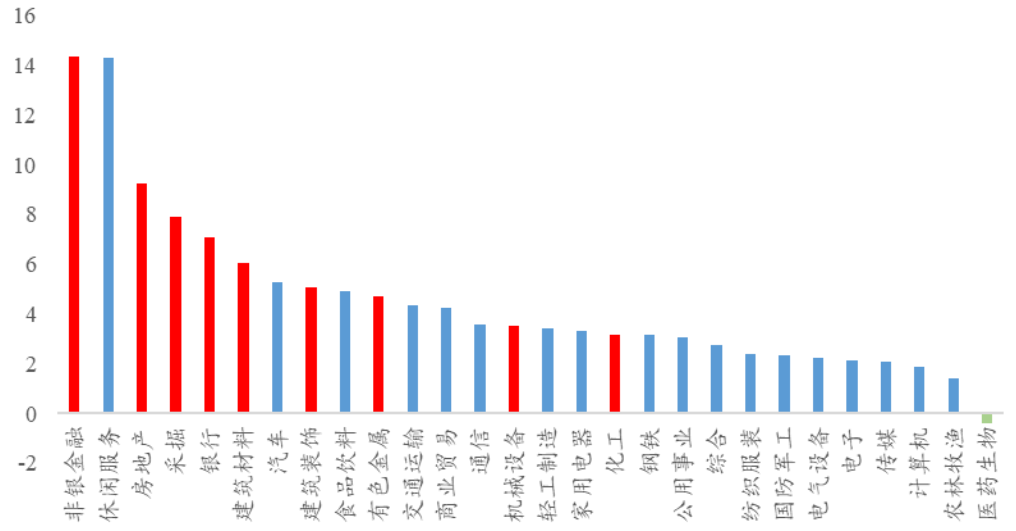
图 1： 2020 年 7 月 1 以来，“顺周期”板块上涨是驱动 A 股上涨的主要动力 3
图 2： 7 月 1 日以来，北上配置盘持仓的成长系数下降，价值系数先下降后上升 4
图 3： 7 月 1 日以来，北上交易盘持仓成长系数逐渐下降，价值系数震荡上升 4
图 4： 7 月 1 日以来，北上配置盘主要买入金融、公用事业、建材、化工以及机械设备等顺周期板块 4
图 5： 7 月 1 日以来，北上交易盘主要买入金融地产、机械设备、建材、建筑、化工以及采掘等顺周期板块 4
图 6： 7 月 1 日以来，普通股票型和偏股混合型基金的风格系数下降 5
图 7： 7 月将迎来以 TMT 与医药生物等为代表的成长板块的年内“解禁”高峰 6

1、 7 月 1 日以来：市场风格切换，顺周期领涨

自 5 月 31 日，我们发布报告《脱虚入实，风格切换》以来，我们通过多篇报告论证：过去一年多的时间里，成长/价值风格已经达到极致，而疫情爆发以来，市场充沛的流动性和经济复苏趋势中断，使得不依赖于经济周期的成长性资产变得越发昂贵。站在当下时点，随着信用周期无声开启，M1-M2 同比增速差的反弹指示“脱虚入实”的趋势已经出现，这意味着 2019Q4 的经济复苏有望重启。在流动性进入实体的过程：一方面，以国债收益率中枢上移将从贴现的视角让投资者更关注近期；另一方面，周期性板块或将迎来景气度的回升。未来半年，投资者需要在继续保持此前极致的风格和承认疫情后的经济复苏之中做出选择，我们更倾向于后者。

7 月 1 日以来，“顺周期”板块上涨成为驱动市场上涨的主要动力，**当下市场风格切换正在进行时**。本文将主要讨论 7 月 1 日以来资金风格的切换。

图1：2020 年 7 月 1 以来，“顺周期”板块上涨是驱动 A 股上涨的主要动力



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：涨跌幅区间为 20200701-20200703

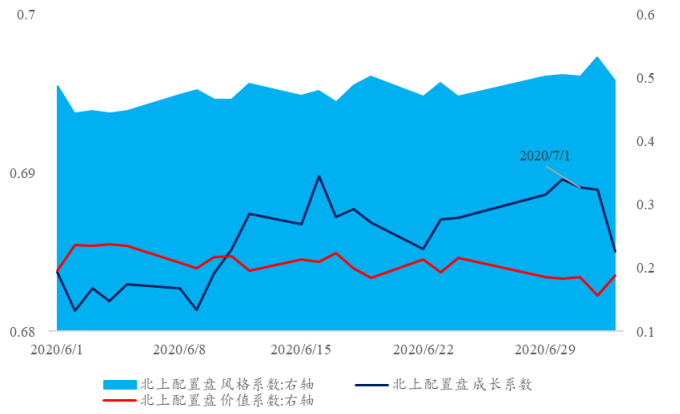
2、 资金动向：合力打出第一枪

交易结构方面，考虑到数据的可得性：对于外资，我们计算考察北上配置型/交易型资金的持仓风格变化；对于内资，基于二次规划法，我们考察普通偏股型和偏股混合型基金的风格变化。

2.1、 北上资金：成长切价值，布局顺周期

从北上资金持仓的成长系数来看，7 月 1 日以来，北上配置/交易型资金的成长系数逐渐下降，北上配置型资金的价值系数先下降后上升，北上交易性资金的价值系数震荡上行。更进一步，我们从北上配置/交易型资金的资金流向来看，7 月 1 日以来，北上配置/交易性资金主要在买入金融、机械设备、建材以及化工等顺周期板块，**这意味着北上配置/交易型资金的持仓风格逐步从成长型向价值型切换，即北上配置/交易型资金或进行正在风格切换。**

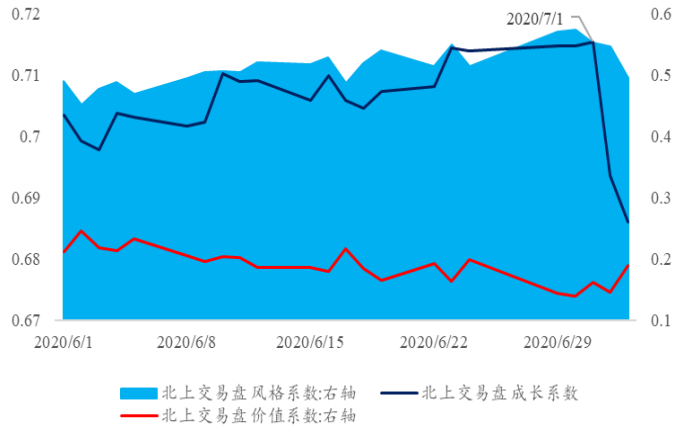
图2：7 月 1 日以来，北上配置盘持仓的成长系数下降，价值系数先下降后上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

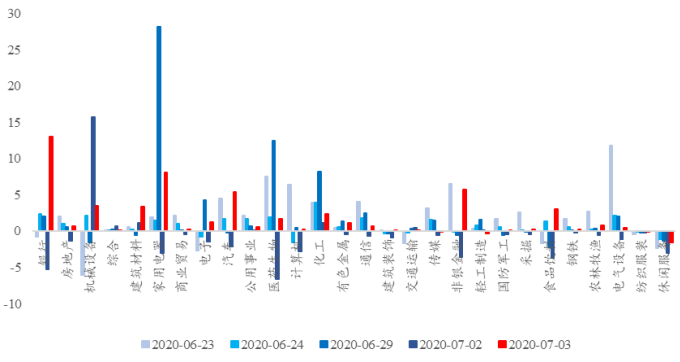
注：风格系数=成长系数-价值系数，具体计算方法见 0628 报告《重视切换，“无需”怜悯》

图3：7 月 1 日以来，北上交易盘持仓成长系数逐渐下降，价值系数震荡上升



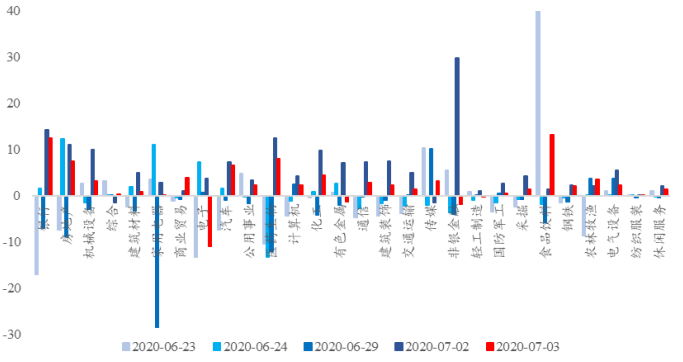
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：7 月 1 日以来，北上配置盘主要买入金融、公用事业、建材、化工以及机械设备等顺周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：7 月 1 日以来，北上交易盘主要买入金融地产、机械设备、建材、建筑、化工以及采掘等顺周期板块

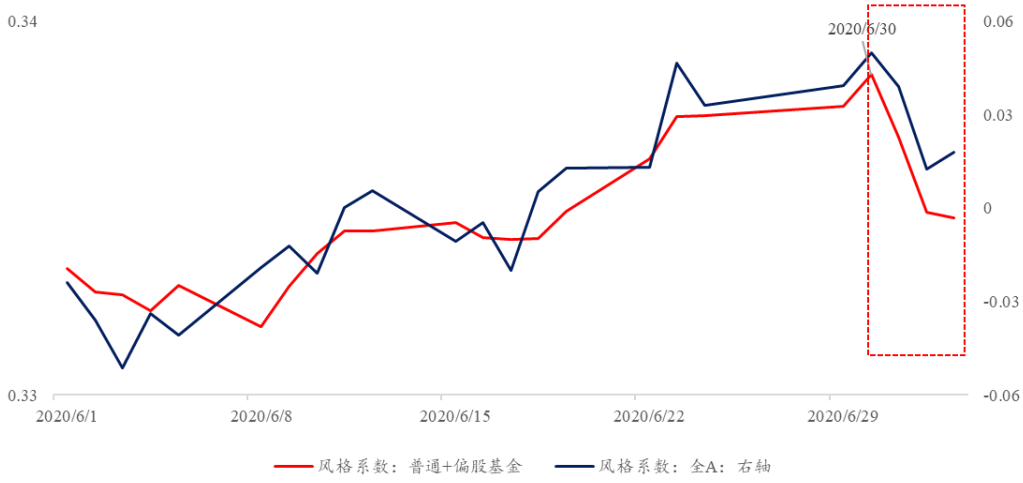


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 普通股票型+偏股混合型基金：切向价值

基于二次规划法，我们通过测算普通股票型和偏股混合型基金的仓位来计算风格系数。我们发现：7 月 1 日以来，普通股票型和偏股混合型基金的风格系数开始下行，即自 0630 结束业绩考核期以来，**基金的整体持仓风格正在从成长型向价值型“漂移”。**

图6：7 月 1 日以来，普通股票型和偏股混合型基金的风格系数下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

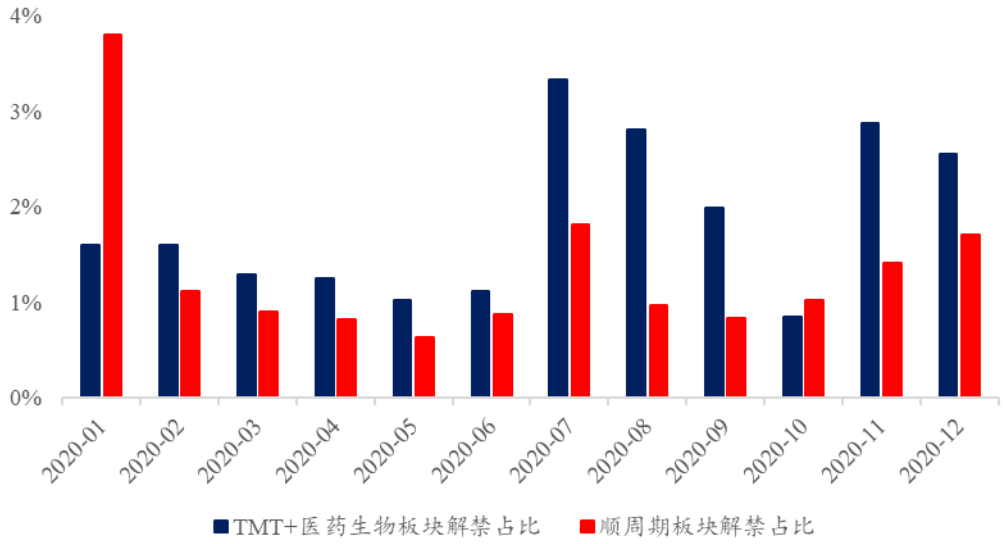
注：风格系数=成长系数-价值系数，具体计算方法见 0628 报告《重视切换，“无需”怜悯》

从资金的方向来看，7 月 1 日以来，北上资金和普通股票/偏股混合型基金或正在积极布局价值风格。其背后的逻辑是：市场正在认知价值的低估，而信用驱动下潜在的盈利信号又大概率会到来，**以“赔率”思维布局顺周期价值板块的时机已经来临，资金的风格切换正在发生。**另外，对于两融以及 ETF 等资金的行为，暂时我们并未看到明显的切换信号，这意味着，目前仅有部分资金开始抢跑。

2.3、 成长风格的压力：成长 7 月将迎年内解禁高峰

当前成长/价值风格演绎到了极致，同时值得一提的，以 TMT 和医药生物为代表的成长板块将 7 月迎来年内解禁高峰，且 7 月-9 月的解禁水平均显著高于上半年任何一个月，这或将会对成长板块形成一定冲击。如果是存量市场假设下，产业资本的离场叠加前期乐观的投资者已经拿走了所有的筹码，即**从流动性维度看，成长板块在未来 3 个月将迎来一定的解禁冲击**。如果市场进入增量资金入市市场，这种冲击可能会被消化，但增量资金的偏好有可能是价值板块，北上资金已经给出了答案。

图7：7月将迎来以TMT与医药生物等为代表的成长板块的年内“解禁”高峰



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1.解禁占比=解禁市值/相应板块的A股流通市值，对于7月及之后的市值，采用0703收盘价计算所得；

2.这里的顺周期板块包括：金融地产、建筑建材、钢铁、有色金属、采掘、化工、交通运输、公用事业和机械设备

无论是基本面驱动，资金行为，还是成长板块潜在的流动冲击，都指示着一个结论：**最优布局窗口期就是当下，勿再犹豫**。

3、 风险提示

测算误差；疫情出现反复；中美贸易摩擦加剧

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