2020 年 06 月 30 日

“熊平”的倒影

——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

● **历次债市“熊平”，股市大多下跌，价值风格多次占优**

历次债市出现“熊平”大多因为货币政策边际变化，其背后反映的其实是经济过热下的通胀问题或经济复苏下的通胀预期。5 月下旬，债市逐步形成“熊平”的特征十分明显，我们认为这是资金脱虚入实的核心逻辑下，经济复苏预期下利率向常态的回归。历次债市处于“熊平”时，股市表现大多不佳，背后的逻辑是流动性收紧比经济复苏预期“跑得快”，对于 A 股市场而言估值压力要大于盈利复苏预期。从风格上看，历史上“熊平”时发生风格切换的情形占绝大多数，同时我们可以明显地看到同时期的 PPI 均处于触底回升或者历史相对高位，说明价值在大多数“熊平”时的盈利相对优势明显。

● **A 股遇“熊平”不跌只在 2014 年出现，但基本面今非昔比**

就目前来看这一次“熊平”A 股市场并未出现明显下挫，似乎与 2014 年相似，这正是由于以 M2-名义 GDP 为代表的大量剩余流动性所致。但我们认为这一次与 2014 年最大的不同在于：从利率、信贷扩张的角度上看，资金已经开始明显地脱虚入实，而 2014 年则完全相反；从经济的内生动能上看，2019 年下半年其实经济已经有了复苏的迹象，只是由于疫情中断了这种修复，经济复苏的动能其实在经历了一轮供给侧改革和去杠杆之后比起 2014 年而言更强。同时，由于 2015 年的教训过于深入人心，特别是监管很难放松，复刻类似行情的概率在降低。

● **“熊平”后的情景：价值大概率占优**

后续经济复苏的节奏，以及利率曲线将以什么样的组合走出“熊平”，这不仅关乎到后续市场的走势，而且可能决定了风格切换的节奏。根据历史规律，我们假设了三种演绎：**情景一，**经济下行与就业压力下，货币+财政出现双宽，**“牛陡”出现**，价值、成长起飞，但价值因为前期极低的估值具有更强修复动能；**情景二，**经济继续延续 2019Q4 的弱复苏，PPI 反弹，债市出现**“熊陡”**，价值股将复刻 2016-2017 年行情；**情景三**，衰退式宽松再来，价值股短暂修复，回归成长主导行情，但二者的弹性由于监管与市场的学习效应，都很难复刻 2015。

● **“熊平”的倒影：顺周期价值板块即将占优**

无论如何，对比历史上走出“熊平”之后经济增长和利率的组合，价值风格占优的概率在提升，唯一不确定的是：是一次波澜壮阔的反弹还是一次短暂而微弱的估值修复。从看债做股的意义上讲，布局顺周期价值股的成功率并不低，因此我们建议左侧提前布局：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、金融**；第四，顺周期消费，**家电，白酒，汽车**。

● **风险提示：**国内经济超预期下行；海外疫情超预期恶化；中美或欧美摩擦加剧

相关研究报告

《投资策略周报-重视切换，无需“怜悯”》-2020.6.28

《投资策略专题-被逃开的周期》-2020.6.27

《投资策略周报-切换开启，抢滩布局》-2020.6.21

目　录

1、 债市“熊平”，股市大多下跌，价值风格占优 3
1.1、 历次债市“熊平”的驱动因素：通胀预期下货币政策的收紧 3
1.2、 历次债市“熊平”，市场大多表现不佳 5
1.3、 “熊平”更有利于价值风格：盈利的相对优势是关键 6
2、 “熊平”之后，股市多数上涨，价值大概率占优 8
3、 当下的思考：“熊平”之后 A 股可能的三条路 11
4、 “熊平”的倒影：顺周期价值板块即将占优 13
5、 风险提示 13

图表目录

图 1: 债市出现“熊平”大多因为经济过热下的通胀问题或者经济复苏后货币政策的常态化 4
图 2: 2016 年之后 PPI 开始主导平减指数的变化 4
图 3: 2016 年之后货币政策更多地锚定 PPI 而非 CPI 4
图 4: 历次债市“熊平”，股市大多见顶回落或处于下行区间（2014 年除外） 5
图 5: 2014 年 Q2 的 M2-名义 GDP 增速达到高点 6
图 6: 2014 年 Q3 实体经济持续不景气，资金脱实入虚 6
图 7: “熊平”往往更有利于价值风格（2009 年 7 月、2013 年年中除外） 7
图 8: 2009 年 Q2 时成长性较高的行业也包括银行、采掘、建筑建材等顺周期性行业 8
图 9: 从历史上看，债市熊平之后股市大多上涨，价值大多占优 9
图 10: 2012 年 Q4-2013 年经济回暖但通胀抬头 10
图 11: 2018 年成长与价值之间的估值水平大幅收敛 10
图 12: 5 月下旬以来债市整体呈现“熊平”的特征，但 6 月下旬有走出“熊平”迹象 11
图 13: 社融存量与 M2 的增速差上行，资金脱虚入实加快 12
图 14: 疫情前，我国工业产能利用率和全 A 上市公司净利润均处于回升阶段 12

我们在此前风格切换的系列报告中多次强调利率上行与期限利差变化对于风格切换的重要指示意义，详见我们发布的报告《利率上行，加速风格切换》、《走向价值：势能与切换》。

5 月下旬，长端国债到期收益率上行同时长短端国债期限利差收窄的特征其实已经十分明显，这背后反映了债市此前已经处于“熊平”阶段，而我们发现历次债市处于“熊平”时，股市表现大多不佳，**但就目前来看这一次“熊平”A 股市场并未出现明显下挫。**

“看债做股”这一策略的有效性在市场有很多争论，我们倾向于认为，基本面的预期将是影响各类资产价格的长期稳态因素，在一类资产中反映出来的逻辑，必然会在另一类资产中得到验证。由于债券市场更纯粹的受到流动性、经济预期和通胀预期的影响，无疑能够帮助 A 股投资者更好理解当下市场面临的基本面状态。**我们用一个比喻来说明这个问题：楼下的街道有人打伞不是我们出门要打伞的原因——天上下雨才是，但是不妨碍我们用于判断出门是否应该打伞。**

因此理解当前[1]的“熊平”对于 A 股市场的意义显得更为重要，我们试图从熊平的驱动因素的视角去看历史上通胀、增长与货币政策之间的关系，以及映射到股市上的影响：

（1）历史上债市出现“熊平”时股市的走势以及风格特征。

（2）经济增长和利率将以什么样的组合走出债市“熊平”，以及对于股市走势和风格的影响。

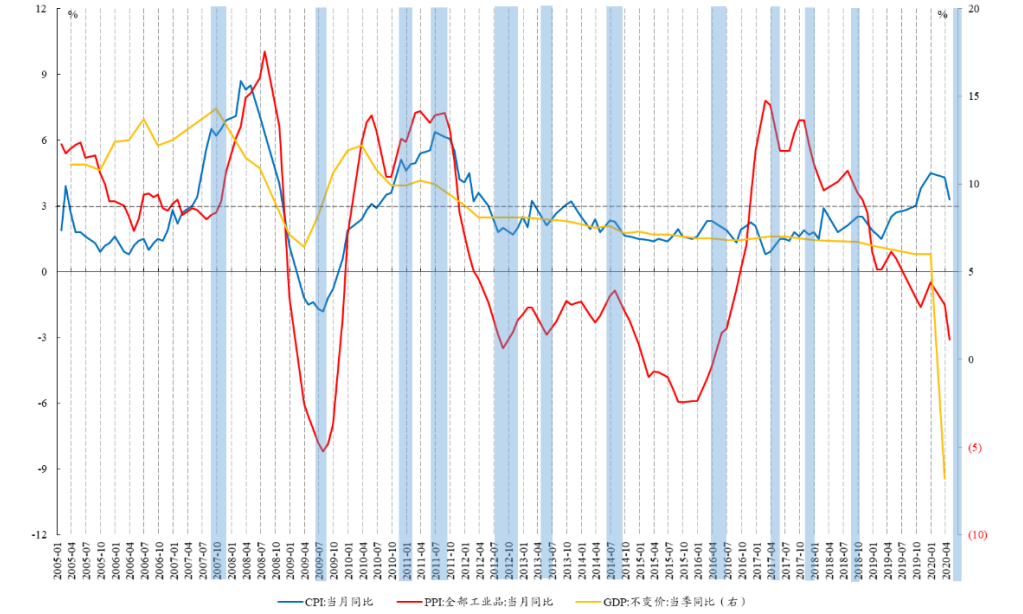
1、 债市“熊平”，股市大多下跌，价值风格占优

1.1、 历次[2]债市“熊平”的驱动因素：通胀预期下货币政策的收紧

历次债市出现“熊平”大多因为货币政策收紧，而收紧背后其实反映的是经济过热下的通胀问题或者经济开始复苏后货币政策的正常化。长端国债到期收益率更多地反映长期经济增长预期，而短端收益率更能反映流动性，在“熊平”阶段，短端利率比长端上行得更快，说明流动性收紧比长期经济增长预期“跑得快”。我们认为出现这种短端利率“跑得更快”的原因主要在于经济过热下的通胀问题或者经济复苏下的通胀预期导致货币政策收紧。

[1] 如无特殊说明，当前均指 2020 年 6 月 30 日。
[2] 指 2005 年以来出现过的熊平，本文“熊平”阶段的判断标准是从持续时间上看足够长或者长短端国债期限利差下降的幅度足够大。

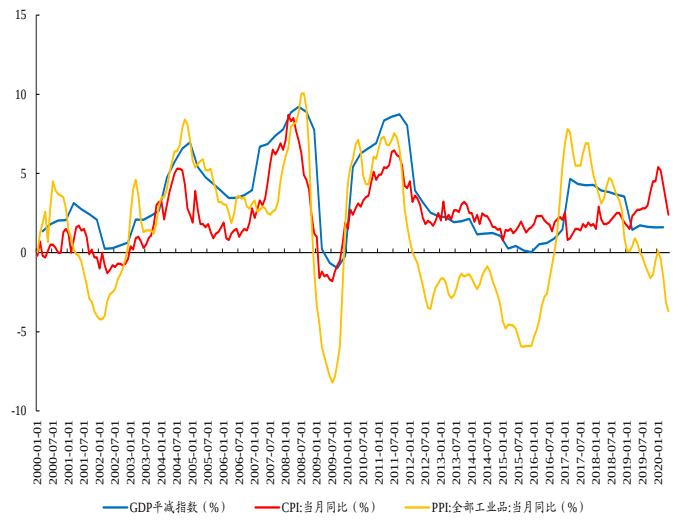
图1：债市出现“熊平”大多因为经济过热下的通胀问题或者经济复苏后货币政策的常态化



数据来源：Wind、开源证券研究所

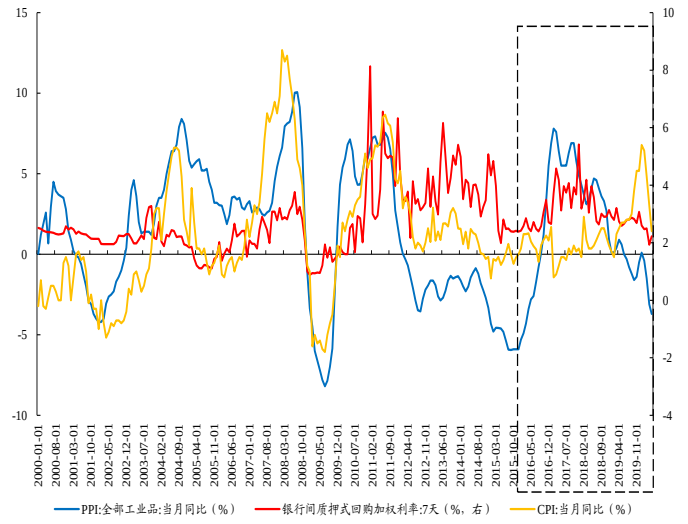
同时值得注意的是，通货膨胀既可能来自 CPI，也可能来自 PPI。能够整体反映经济体通胀的指标其实是 GDP 平减指数，而我们可以粗略地将其拆分为 CPI 与 PPI，因此如果 CPI 和 PPI 走势一致其实并不会出现分歧，但如果二者走势不一致则会对货币政策产生一定的干扰。正如我们在 6 月 21 日发布的《切换开启，抢滩布局》报告中曾提到 2016 年之后 CPI 与 PPI 的走势出现了分离：2016 年之前 CPI 和 PPI 的相关系数为 0.6493，而 2016 年以来变为-0.4307，这背后的逻辑可能是：供给因素在 2016 年开始造成了这种分化，2016-2017 的 PPI 很大程度受到了供给侧改革的影响，而 2019 年以后的 CPI 则很大程度收到了猪肉价格的影响。有趣的是，我们会发现 2016 年之后货币政策不再以 CPI 为锚，而是以 PPI 为主要跟踪目标：以 DR007 为代表的短端利率与 PPI 之间存在较高的相关性（相关系数为 0.6902），而与 CPI 之间呈现明显的负相关（相关系数为-0.4257）。

图2：2016 年之后 PPI 开始主导平减指数的变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2016 年之后货币政策更多地锚定 PPI 而非 CPI



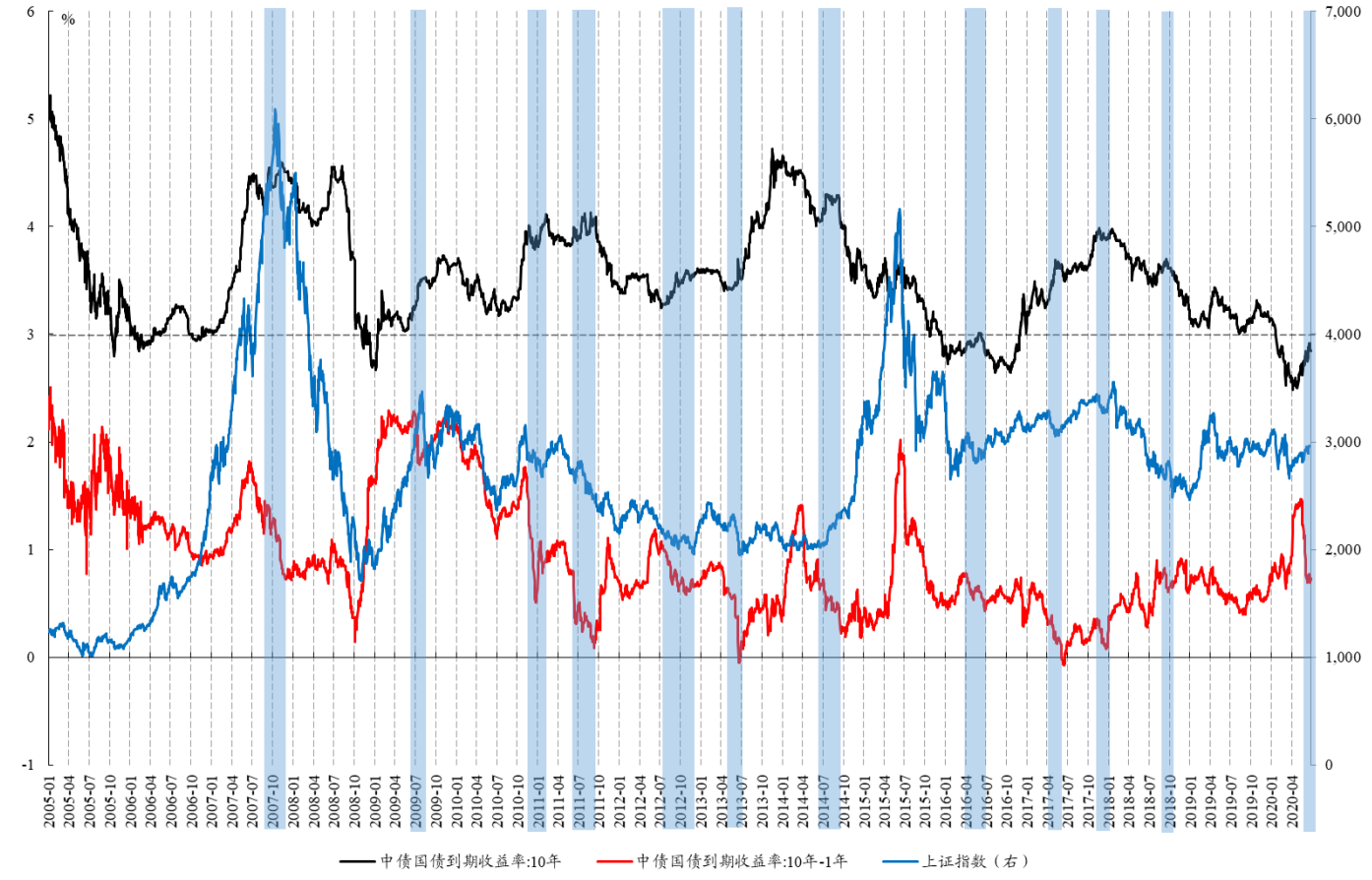
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 历次债市“熊平”，市场大多表现不佳

在上述“熊平”的驱动力特征下，历次债市“熊平”时股市大多表现不佳，背后反映的是：无风险利率上行的速度快于了经济与盈利预期修复的速度，极端情形甚至有时候导致了长端利率的下行（市场认为货币政策收紧制约了经济反弹动能），此时股市估值压力大于盈利改善预期。

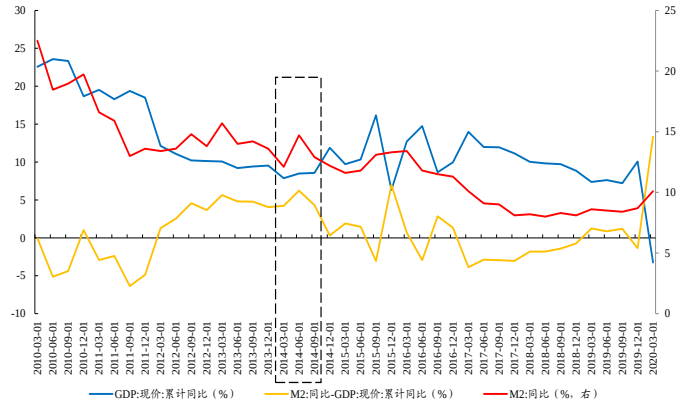
这里值得一提的是，2014 年 A 股在遇到债市“熊平”之后没有下跌，反而成为了牛市的起点，原因是在此次“熊平”之前央行已经释放了大量流动性，2014 年 Q2 的 M2-名义 GDP 增速的缺口已经达到当时的历史高点，此后 2014 年 Q3 实际 GDP 增速的再次下滑使得不依赖房地产刺激的政策定力受到挑战，房地产作为货币蓄水池的功能受到限制，因此在实体经济不景气但流动性又过于宽松的组合下，股市成为大量资金的去处。另一个可以相互印证的指标是，此前我们提到 M1-M2 增速差可以衡量企业进行经营生产活动的活跃度，**而在 2014 年 6 月至 10 月，M1-M2 增速差迅速走阔，说明实体经营生产活动的活跃度确实在下降，资金在脱实入虚**。2020 年 5 月下旬以来债市进入“熊平”，股市也没有下跌，但我们认为这一次存在很大的不同，原因在于当前资金的“脱虚入实”和 2014 年的“脱实向虚”完全相反，关于当下的情况我们在此前系列报告中已有分析，这一部分的讨论我们也将在后文进行。

图4：历次债市“熊平”，股市大多见顶回落或处于下行区间（2014 年除外）



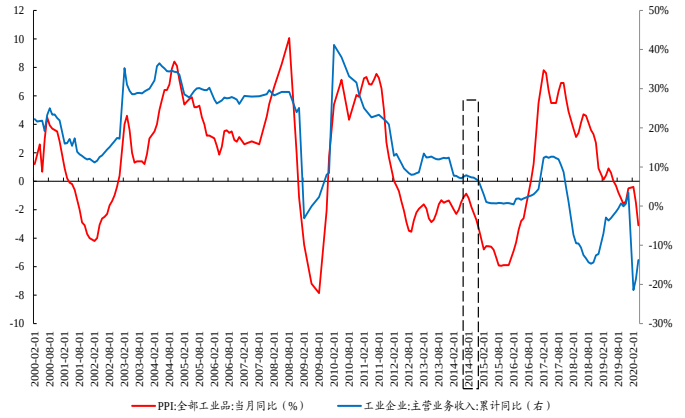
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：蓝色阴影代表债市“熊平”。

图5：2014 年 Q2 的 M2-名义 GDP 增速达到高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2014 年 Q3 实体经济持续不景气，资金脱实入虚



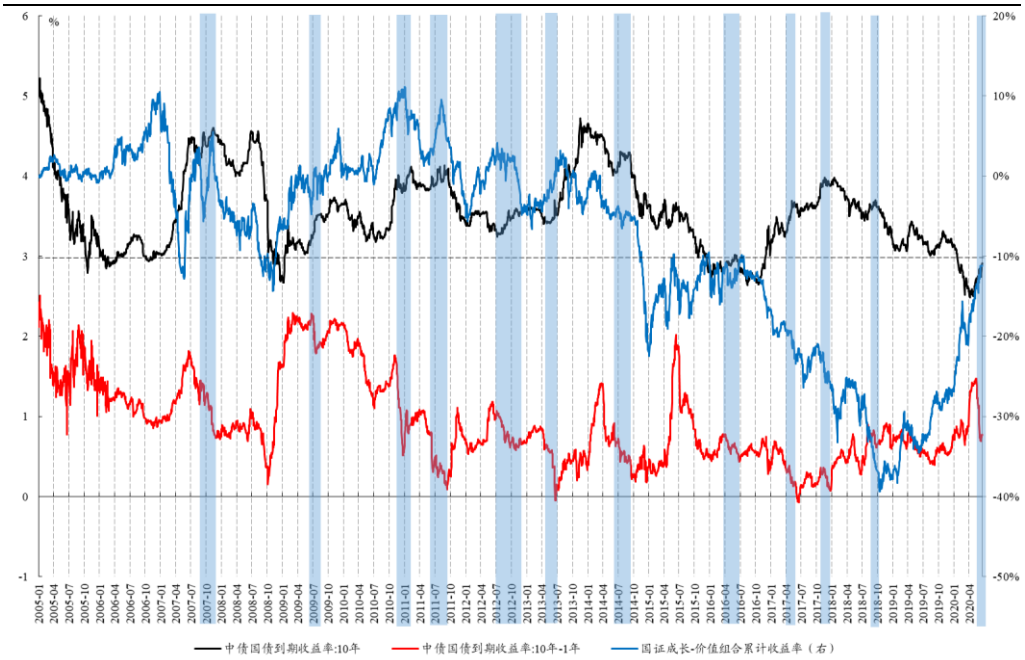
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、“熊平”更有利于价值风格：盈利的相对优势是关键

理论上讲，在债市“熊平”时，成长板块相对价值股“久期”更长，利率上行会让成长股受到较大冲击，而经济预期上行也会更有利于顺周期价值股，此时价值更具有性价比。值得一提的是，“牛平”时期，也出现过风格切换，尽管名义利率下行+经济预期下行的组合更有利于成长股，但是如果市场处于下跌阶段，价值股因为有更好的防御属性而相对占优。

从实际上看，统计意义上的相关性证实了上述理论的正确性：历史上“熊平”时发生风格切换的情形占绝大多数，在三次大的风格切换时（2007 年、2014 年、2016 年）出现过，在其他几次小的风格切换时（2011 年、2012 年、2013 年 8 月）也出现过。2017-2018 年三次短暂的“熊平”未发生风格切换，因为此时已经处于价值风格占优时期。**同时我们可以明显地看到上述几个时期 PPI 均处于触底回升或者历史相对高位，**由于 PPI 是顺周期板块价格的一个重要综合指标，说明价值在大多数“熊平”时的盈利相对优势明显。

图7：“熊平”往往更有利于价值风格（2009 年 7 月、2013 年年中除外）



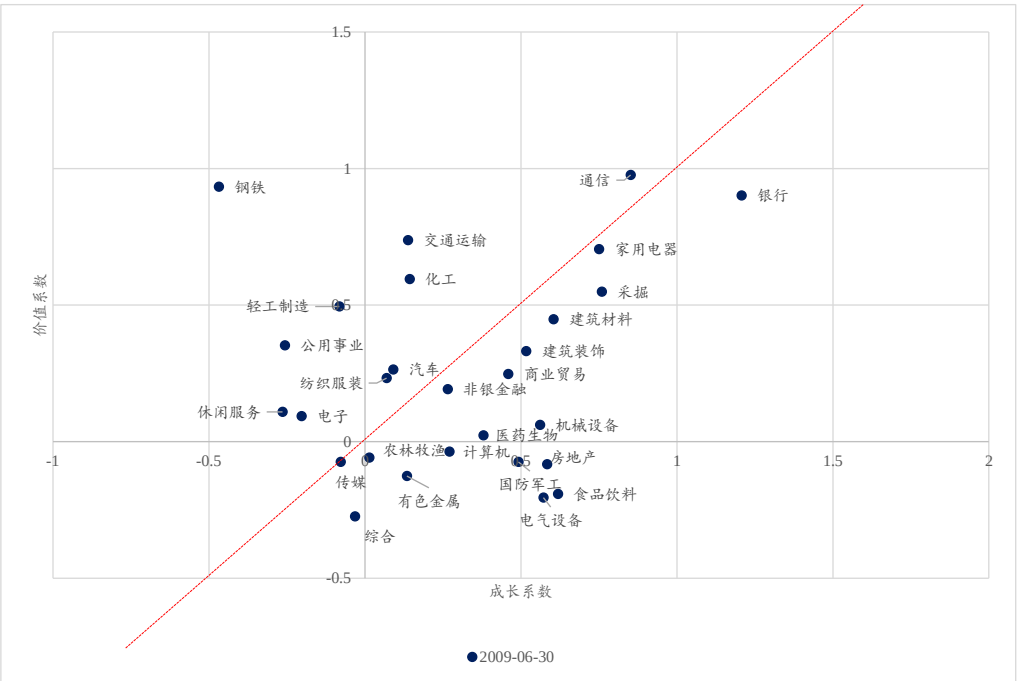
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：在这里我们采用了国证成长-价值组合累计收益率来表征风格切换的时点，与此前《走向价值：势能与切换》中的 180 日△（国证成长-价值）移动平均值相比更为细致，原因在于由于有的“熊平”持续时间较短，甚至不足一个月，因此为了更准确地衡量风格切换的拐点，与收益率曲线相匹配，故采用这种刻画方法。

但我们更关注出现的“意外”情况，即 2009 年 7 月和 2013 年年中（4-6 月）时即使是熊平，但还是成长风格占优或没有发生风格切换，我们认为主要的原因在于**在这两个时期成长股的盈利预期相对优势较为明显，具体来看：**

（1）关于 2009 年 7 月的例外是由于成长股同样具备极强的顺周期属性：由于国证成长和价值指数的成分股并未公布，因此我们参考其成分股纳入标准，通过计算 2009 年全 A 个股的价值因子和成长因子[3]，分别将价值因子和成长因子排名前 20%的个股作为价值指数、成长指数的成分，对比这两组的盈利增速，**我们发现 2009 年 Q2 成长股相对于价值股的归母净利润增速（TTM）具有明显的相对优势：其中成长股为 4.8%，而价值股为-5.66%**。其次，我们其实在此前《走向价值：势能与切换》报告中曾提到：**国证成长的行业变迁其实也体现了我国经济结构的变迁，即从传统周期行业的成长向科技消费成长的转变**。我们通过计算 2009 年 6 月 30 日对应的全 A 个股的风格系数（价值系数和成长系数，计算方法详见我们 6 月 28 日发布的《重视切换，无需“怜悯”》报告），发现其实当时成长性较高的行业集中于银行、采掘、建筑建材、机械设备、房地产等周期性行业，说明在经济高速增长直至过热的时期，成长指数其实也具有较强的顺周期特征，而随着经济开始逐步下台阶趋稳，这些周期性行业的成长性明显发生了弱化，**2013 年至今来看，成长股主要由科技和消费构成，顺周期属性比 2009 年大幅下降。**

[3] 具体的计算方法详见我们 6 月 28 日发布的《重视切换，无需“怜悯”》报告。

图8：2009 年 Q2 时成长性较高的行业也包括银行、采掘、建筑建材等顺周期性行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）2013 年年中出现的“钱荒”是债市出现“熊平”的主要原因，当时股市由于短端利率上行过快、流动性收紧而迅速下跌，长端利率几乎是被短端推动小幅上行（因为钱荒已经影响到了实体融资，造成了市场对于经济增长的悲观预期），此时，**成长开始进入内生+外延双驱动的盈利上行周期**；同时 2013 年的“大众创业、万众创新”和当时兴起的互联网经济都指向经济转型。因此，本轮熊平下，反而成长在估值和盈利方面都占尽优势。

2、 “熊平”之后，股市多数上涨，价值大概率占优

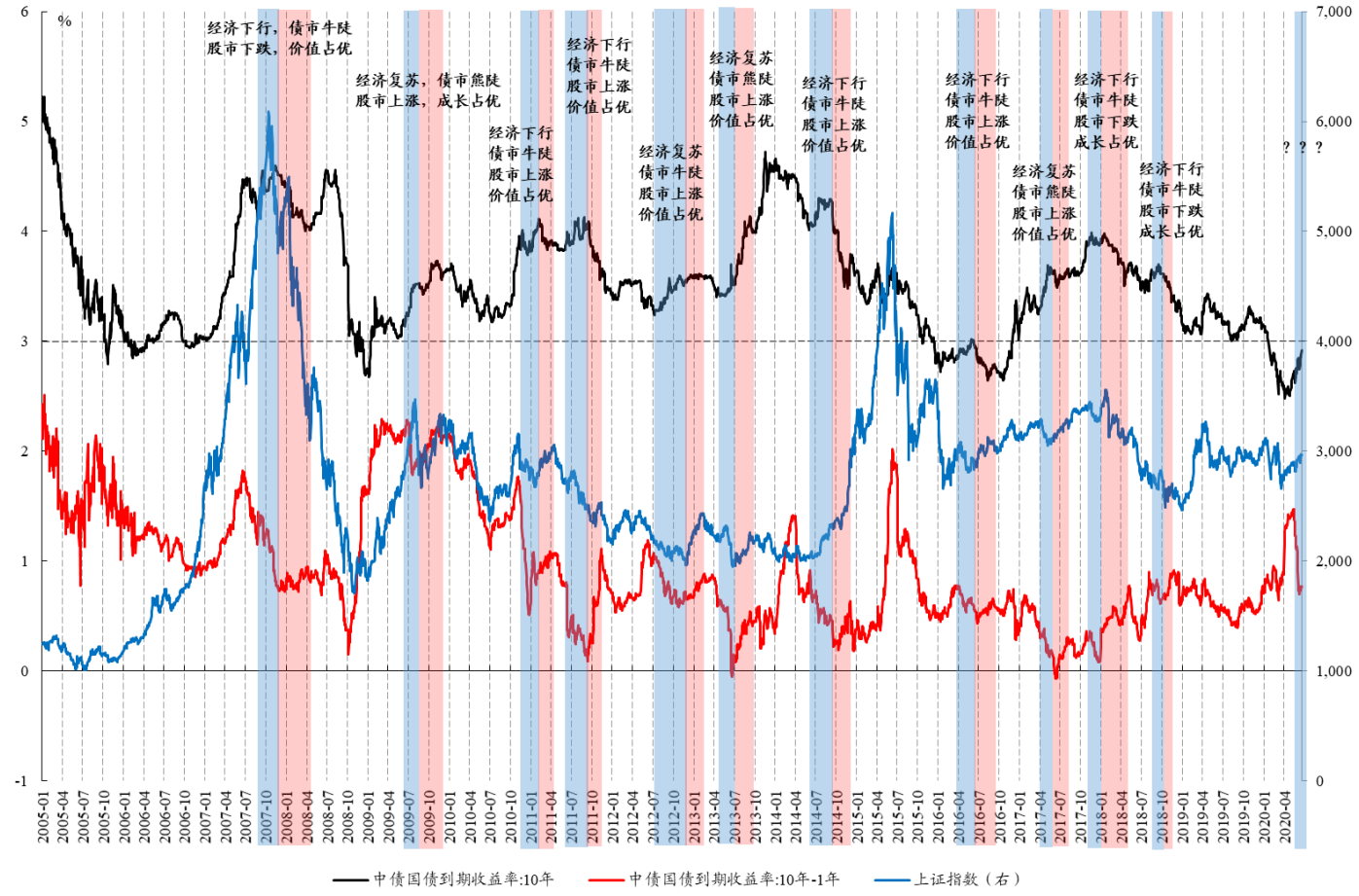
“熊平”意味着对于利率更为敏感的债市开始预期经济复苏/过热，而此时流动性也在边际收紧，但“熊平”只是一个过渡阶段，往往较为短暂，**更为重要的是后续经济复苏/过热的预期是否可持续被验证以及流动性的松紧是否也会发生变化，这才是决定市场后续走势和风格的核心**，即经济和利率将以何种方式走出债市“熊平”时期，我们认为这将是 2020 年下半年 A 股投资所要面临的最重要的问题之一。

从历史上看，“熊平”之后经济增长和债市的牛熊主要以“经济下行+债市牛陡”和“经济复苏+债市熊陡”的组合为主，而且股市大多上涨，价值大多占优。我们通过统计发现：

（1）过去 15 年中，一共 11 次主要的债市“熊平”中，有 7 次是以“经济下行+债市牛陡”的方式走出，有 3 次是以“经济复苏+债市熊陡”的方式走出，仅有 1 次是以“经济复苏+债市牛陡”的方式走出（2012 年下半年至 2013 年年初）。

（2）在这 11 次走出“熊平”之后，股市有 8 次上涨，3 次下跌（2008 年 Q1、2018 年 2-4 月、2018 年 11 月）；价值风格 8 次占优，成长风格 3 次占优（2009 年 9-11 月、2018 年 2-4 月、2018 年 11 月）。

图9：从历史上看，债市熊平之后股市大多上涨，价值大多占优



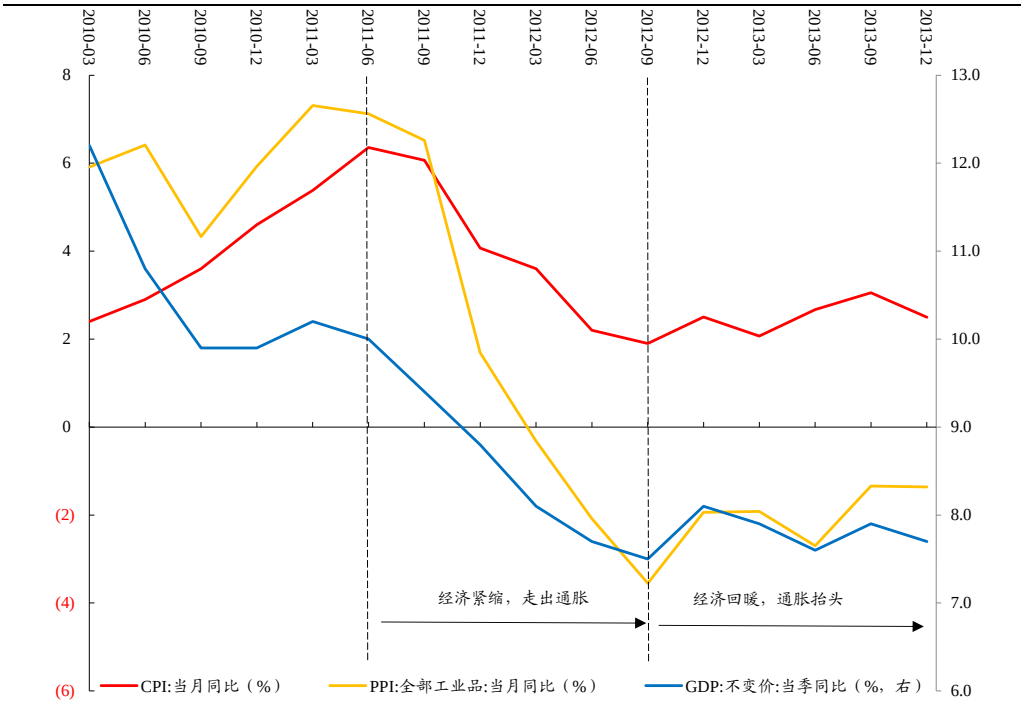
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：蓝色代表债市“熊平”，红色代表走出“熊平”，文字描述均为走出“熊平”之后的经济和市场特征。

将经济增长和利率的组合与股市的走势和风格结合起来看，我们可以得出以下两点核心结论：

（1）历史上，只要走出“熊平”之后经济复苏，则不论债市是熊陡还是牛陡，股市均上涨，价值大多占优，这时期的核心驱动力为盈利预期改善。这种组合出现在 2009 年 9-11 月、2012 年年底至 2013 年年初、2013 年下半年、2017 年，在这个时期股市（以上证指数为代表）均表现为上涨，主要原因在于在这种组合下经济增长复苏带来的盈利改善预期可以继续维持，而利率继续上行更多是因为随着经济的复苏通胀预期开始显现，在这种组合下盈利改善是主要核心驱动力，而利率上行使得市场更加关注短期盈利，**此时更多的是价值风格占优，唯一的例外是 2009 年 9-11 月是成长风格占优**，原因其实与前文提到的在 2009 年成长相对于价值的盈利更具优势有关。

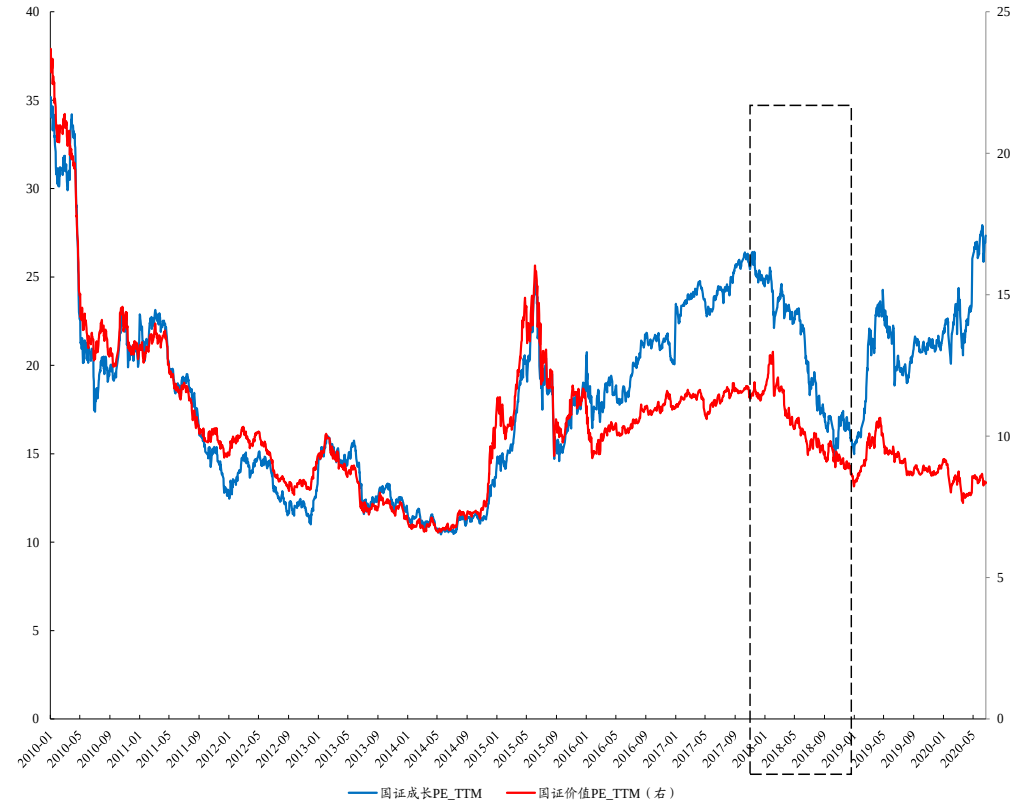
（2）历史上，只要“熊平”之后经济继续下探，则债市一定先进入“牛陡”，即短端利率大幅下行，流动性宽松；对于股市而言，只要这种经济下行不以外部冲击（如 2008 年金融危机、2018 年的中美贸易摩擦叠加金融去杠杆）为核心矛盾，则均表现为上涨，这个时期的核心驱动力为估值；关于市场风格特征，在估值驱动下我们会发现成长和价值谁具有估值优势，则谁更具有弹性。典型的例证便是 2018 年两次“熊平”之后成长占优，背后的原因我们认为是由于此前极致的价值风格，成长的估值相对于价值而言隐含的增长率已经达到历史低位，成长的估值优势更为明显。

图10：2012 年 Q4-2013 年经济回暖但通胀抬头



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2018 年成长与价值之间的估值水平大幅收敛

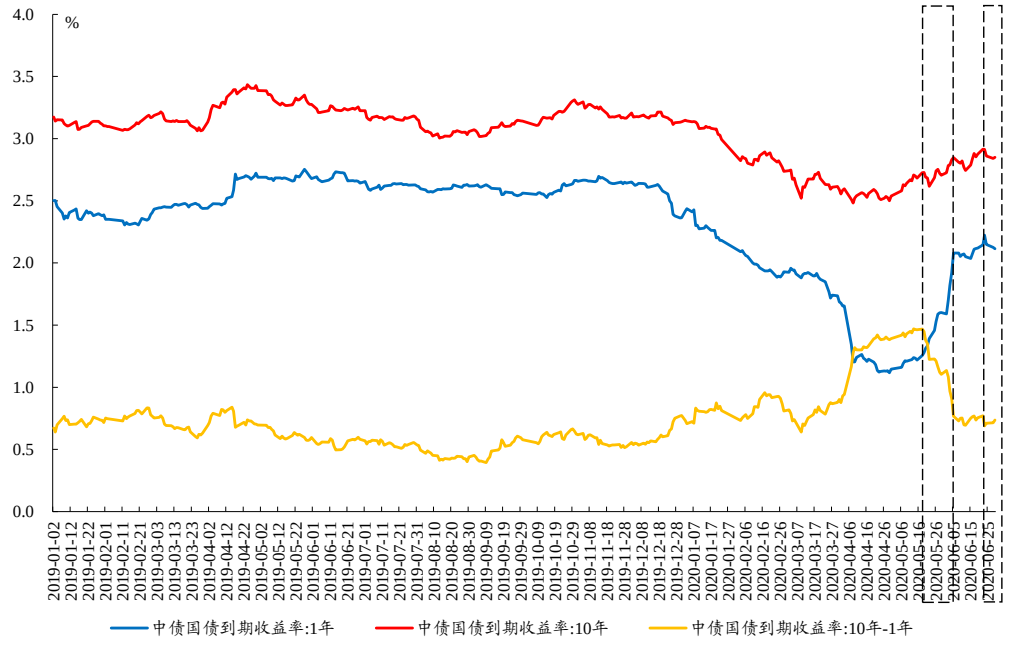


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 当下的思考：“熊平”之后 A 股可能的三条路

2020 年 5 月下旬以来债市整体呈现“熊平”的特征，即长短端国债收益率都开始上行，但短端明显比长端上行得快，体现为长短端期限利差大幅收窄。近期，国内经济持续恢复，关于货币政策表态未显现边际放松迹象；另一方面，海外疫情再次出现反复、欧美出现贸易摩擦。**6 月下旬债市有走出“熊平”的迹象**，而市场的争议是将以何种形式走出。复盘来看：自 2019 年年底一直到 2020 年 4 月中下旬，1 年期和 10 年期的中债国债到期收益率都开始下行，并且短端由于流动性的宽松下行地更快，债市形成“牛陡”；而到了 2020 年 4 月下旬以后，海外疫情进入平台期，国内经济的复工复产使得经济增长预期开始企稳回升，体现为长端利率上行地比短端更快，此时债市“熊陡”；进入 5 月下旬，短端利率在资金脱虚入实的背景下迅速攀升，债市“熊平”。但随着 6 月下旬海外疫情再次出现反复、欧美出现贸易摩擦，债市有走出“熊平”的迹象。

图12：5 月下旬以来债市整体呈现“熊平”的特征，但 6 月下旬有走出“熊平”迹象



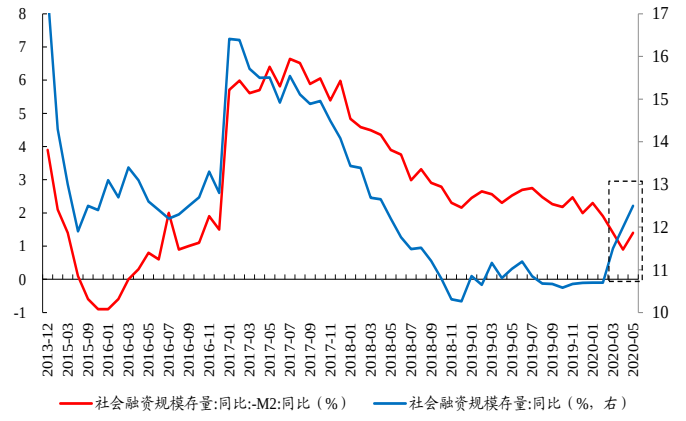
数据来源：Wind、开源证券研究所

首先，这一次债市“熊平”A 股市场并未下跌，我们认为本质还是因为流动性的宽松，而从市场风格来看，由于疫情的不确定性，A 股出现了明显的抱团确定性成长的特征，这使得 2018 年年底以来开启的成长风格已经演绎到极致。正如前文提到的，这一次债市熊平并未使得 A 股出现明显下跌，似乎看起来与 2014 年有些相像：在 2-4 月国内外疫情相继爆发之后我国流动性明显处于过于宽松的状态，而且 M2 与名义 GDP 增速的缺口由于疫情的影响到达历史最高位，因此从本质上看其实这次熊平市场不跌仍是因为前期过于宽松的流动性。但与 2014 年最大的不同在于：

（1）从利率、信贷扩张的角度上看，资金已经开始明显地脱虚入实，只是于这个过程存在一定的时滞，因此整体上看流动性边际收紧带来的估值压力仍未显现；其实如果从 A 股整体估值上看并不算贵，但由于强势板块的“牛市”，所以我们认为估值压力可能更多是结构性的，而这种结构性的估值压力我们此前报告中也提到，从 5 月以来，强势板块的估值驱动减弱，而且其内部个股的表现也出现了明显分化。

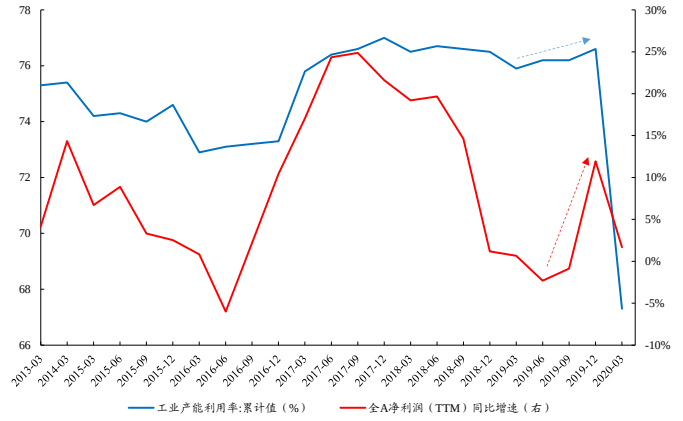
（2）其次，从经济的内生动能上看，2019 年下半年其实经济已经有了复苏的迹象，2020 年只是因为疫情中断了这种修复，但这种影响我们认为更多地是外生，经济复苏的动能其实比起 2014 年而言更好了。正如我们在年中策略《新复苏之路》中谈到的，在经历了供给侧改革和去杠杆之后，企业（尤其是国有企业）的资产负债表有所修复，这也是当前政策定力仍十分充足的原因，这里不再赘述。

图13：社融存量与 M2 的增速差上行，资金脱虚入实加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：疫情前，我国工业产能利用率和全 A 上市公司净利润均处于回升阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

因此，在理解当前“熊平”与 2014 的不同之下，随着海外疫情再次出现反复、欧美出现贸易摩擦，6 月下旬债市有走出“熊平”的迹象，我们认为接下来走出“熊平”的经济增长和利率的组合以及对应的 A 股市场走势和风格特征，可能会有如下三种演绎路径：

（1）牛陡的结局：经济复苏趋势仍不明朗（但不会比一季度更差），PPI 环比改善程度变小，同比继续探底，**主要风险点在于欧美、中美摩擦可能由于特朗普的大选形势而有所反复，同时欧美疫情由于复工复产二次爆发，全球需求继续疲软。**但此时国内货币政策或进一步放松，财政政策进一步发力刺激内需（主要是投资先发力），因此信贷扩张趋势继续，体现为社融存量与 M2 的增速差以及 M1-M2 的增速差继续上行，**此时债市牛陡，而股市或震荡上行，但风格由成长切换到价值，理由是：由于盈利预期改善，顺周期价值股开始出现反弹，成长股因为无风险利率下行仍会有表现，但是由于价值/成长前期分化集聚了大量势能，导致价值获得了更高的赔率。**这种情形更像 2012 年下半年到 2013 年年初。

（2）熊陡的结局：经济复苏趋势确立，主要可能体现在信贷扩张趋势继续，即社融存量与 M2 的增速差以及 M1-M2 的增速差继续上行；同时 PPI 环比持续改善，出现同比拐点的概率较高。**此时债市由熊平走向熊陡，股市上涨，但风格由成长切换为价值，理由是在这种组合下，盈利的相对优势是核心驱动力，价值在经济复苏+利率继续上行的组合下盈利更占优。**这种情形更像 2016-2017 年。

（3）衰退式宽松：经济复苏的希望“破灭”，即经济复苏大幅不及预期，PPI 环比恶化，同比大幅下挫，主要风险点除了第二点提及的海外需求疲软之外，内需投资和消费恢复速度也不及预期，因此同样在不放松地产的情形下，此时信贷扩张趋势大幅放缓，社融存量与 M2 的增速差以及 M1-M2 的增速差开始回落，在改革牛、政策牛的背景下，资金开始大量流入股市，此时市场的节奏可能在短暂下探之后继续上行，低估值的价值股大幅反弹，风格转向价值，但随后迅速地再转向成长。这种情

形与 2014-2015 年相似。

我们认为出现第三种衰退式宽松的概率较低，即使出现也很难出现 2015 的市场行情。原因如前文分析，这一次经济复苏的动能要比 2014 年更强，同时由于 2014-2015 的资产泡沫太近而太深入人心——无论是市场还是监管层，都很难在短周期就能做到复刻。因此在资金脱虚入实叠加经济复苏的组合下，流动性环境和经济形势与 2014 年已经有较大的差异，即使经济面对压力，股债都已经不大可能复刻 2015 年的牛市，最多是一个迷你版本的演绎。

4、 “熊平”的倒影：顺周期价值板块即将占优

无论如何，从上述三种情形来看，对比历史上走出“熊平”之后经济增长和利率的组合，价值风格的相对优势正在显现。唯一不确定的是：是一次波澜壮阔的修复还是一次短暂而微弱的估值修复。

从这个意义上讲，其实布局顺周期价值股的成功率并不低，左侧布局顺周期价值板块的时机将全面来临，因此我们建议提前布局：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、金融**；第四，顺周期消费，**家电，白酒，汽车**。

5、 风险提示

国内经济超预期下行；海外疫情超预期恶化；中美或欧美摩擦加剧

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