2020 年 05 月 10 日

再论“不确定性”的重估

——投资策略周报

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

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● 市场复盘：“不确定性”继续重估

本周（2020 年 5 月 6 日至 5 月 8 日）A 股市场延续 4 月的反弹趋势，市场开始进一步重估“不确定性”。海外来看，纳斯达克指数本轮恢复到疫情前水平，部分投资者认为这是全球小盘股反弹信号。但我们认为由于其贡献率 66%来源于 FAAMG，这并不能代表大小盘风格的变化，同时从行业上与创业板基本面上的直接关联较弱。但我们也发现 2018 年以来， FAAMG 与中国科技板块收益率的差值可以用于度量两个市场的相对风险偏好，同时存在一定的“均值回归”效应。

● 市场再思考：外需还是内需，估值还是业绩

对于内外需分歧的认知开始体现于境内外投资者的组合中。我们看到国内投资者对于内需恢复更为乐观，北上资金却正好相反。我们认为这可能是各自信息优势者都在交易复苏。我们对本周市场相对收益明显的板块进行拆分发现，汽车、家电中，内需型板块市场表现更为良好；TMT 板块却恰恰相反。我们认为解释这种背离的一个可能是：家电、汽车更依赖于盈利驱动，而内需板块盈利复苏的确定性相对较高；TMT 板块更多是风险偏好驱动，而近期出现的风险缓释，明显更有利于外需主导的并参与全球产业分工的板块。

● 成长股思考：理解趋势，重视波动

在投资风格向“不确定性”扩散过程中，我们必然会面对的问题是，是否会演绎为全面的成长股行情。我们发现无论是从相对沪深 300 的盈利增速差还是资本开支与盈利增速之间的关系来看，目前创业板指都处于一个向上的周期中，而往往这种向上的周期会带来创业板指相对于沪深 300 的超额收益。当前创业板指的盈利增速正好处于 2019 年 Q1 以来的上行周期中，这也是我们对于创业板、科技股或者说 TMT 的中长期保持乐观的重要因素。但同样值得关注的是，由于过于依赖于风险偏好驱动的原因，我们会发现即使在 2017 年 Q3 到 2018 年 Q3 创业板指的盈利增速相比于沪深 300 已经有所好转，但相对收益率却仍在下行。与 2018 和 2019 年相比，对于成长板块一个有利的因素是，由于盈利已经从仅仅边际改善的区间步入具有相对优势的区间，其对估值驱动的依赖度会逐步减弱，但潜在风险冲击仍然十分重要。

● 配置建议：线下可选消费+建筑建材石化+内需科技

内外需恢复都具备确定性，但是由于斜率未知，同时，海外疫情次生的风险因素的可能性并未降低，宽基指数上很难具备系统性机会，甚至正在接近我们认为的震荡区间的上沿。我们建议投资者把握三条“不确定性重估”主线：首先，线下消费复苏持续、经济活动恢复以及消费政策结构刺激带来的内需驱动下，**白酒、家电、汽车**将演绎定价分子端的修复逻辑。其次，低估值中隐含的长期低增长预期与短期确定性增长错配的**建筑、建材**；基本面明显见底，后续逐级改善的**石化**。最后，成长板块可以逐步布局以内需为主导的板块（**半导体，云计算**）。

● 风险提示： 海外疫情出现反复；中美贸易摩擦升级

策略研究团队

相关研究报告

《投资策略专题-逆生的力量：一季报精析》-2020.5.7

《投资策略月报-五月不易，重估“不确定”》-2020.5.5

《投资策略专题-揭秘“五穷六绝”》-2020.5.4

目 录

1、 市场复盘：市场进一步偏向不确定性 4
1.1、 纳斯达克指数反弹的意义 4
1.2、 行业轮动背后的预期分歧 6
2、 市场思考：外需与内需的定价分化 9
2.1、 消费：资产价格指示内强与外 9
2.2、 TMT：资产价格指示外需更胜一筹 12
2.3、 分歧的来源：驱动因素的不同 13
3、 “成长”的思考：理解趋势，重视波动 13
3.1、 创业板：盈利上行的大周期 13
3.2、 重视波动：短期风险偏好的扰动 15
4、 配置建议：线下可选+建筑建材石化+内需科技 17
5、 风险提示 17

图表目录

图 1： 本周全球市场出现反弹，重估“不确定性” 4
图 2： 近一年创业板指的 TMT（除传媒）走势略滞后于 FAAMG 指数 4
图 3： 创业板指行业分布中医疗保健占比最高 5
图 4： 纳斯达克指数行业分布中信息技术占比最高 5
图 5： 当前 Wind 信息技术指数相较于 FAAMG 指数的累计收益率差接近历史低点 5
图 6： 本周消费+TMT（除传媒）涨幅排名靠前，“贵”的反而占优 6
图 7： 外资配置盘近一周净买入 TMT、医药生物、食品饮料以及汽车等 7
图 8： 从外资交易盘来看，近一周净买入 TMT、金融以及家电汽车等，与近一个月行为具有一定相似性，与近一个季度行为有较大反转 7
图 9： 4 月上旬以来股票 ETF 持续净赎回 8
图 10： 截至 2020 年 5 月 8 日，科技 ETF 相比于 3 月末净赎回月 172 亿，其中 4 月下旬以来共净赎回 73 亿 8
图 11： 2020 年 4 月 24 日以来，内资交易盘活跃度提升 8
图 12： 从融资买入的结构来看，对医药生物、计算机、非银以及传媒等行业的买入比例连续提升，对电子等行业买入占比下降 8
图 13： 北上资金：投资组合中海外收入占比 4 月下旬开始出现提升 9
图 14： 两融余额：投资组合中海外收入占比近半月来不断下降 9
图 15： 2020 年 3 月家电销量同比增速出现大幅反弹 10
图 16： 2020 年 4 月份乘用车销量明显改善 10
图 17： 2020 年 4 月份重卡销量明显改善 10
图 18： 2020 年以来家电板块中海外收入占比低的部分表现较好 11
图 19： 汽车整车板块周度涨跌幅连续两周超过汽车零部件 II 12
图 20： TMT（除传媒）正处于资本开支扩张、盈利触底回升的周期中 12
图 21： 2020 年 4 月以来以来，内需型 TMT（除传媒）与外需型表现相当，近几个交易日外需板块表现略好于内需 13
图 22： 当前创业板指的盈利增速相较于沪深 300 处于向上周期 14
图 23： 创业板指的资本开支同比增速领先于盈利 14
图 24： 中美贸易摩擦给 TMT（除传媒）带来的扰动 15
图 25： 海内外疫情爆发给 TMT（除传媒）带来的扰动 16

图 26: 从超额收益率视角看，内需占主导的科技股在“贸易摩擦”期间有时会获得超额收益 16

表 1: 目前欧美各国正逐步出台相应复工复产时间计划，多集中在 5 月中下旬 10

1、 市场复盘：市场进一步偏向不确定性

本周（2020 年 5 月 6 日至 5 月 8 日）A 股市场延续 4 月的反弹趋势，万得全 A 年初至今涨跌幅已为正值，创业板指数恢复年初以来的“强势”。不过考虑到其波动较大，且沪深 300 本周的表现其实也优于 Wind 全 A，“大小之争”下结论为时过早。我们在此前《5 月不易，重估“不确定性”》中认为，下一阶段，由于基本面出现更多好转信号，此前对于不确定性板块的折价将会进一步重估。而“修复”的方向，我们将在本周的复盘与思考中，进行重点讨论。

图1：本周全球市场出现反弹，重估“不确定性”

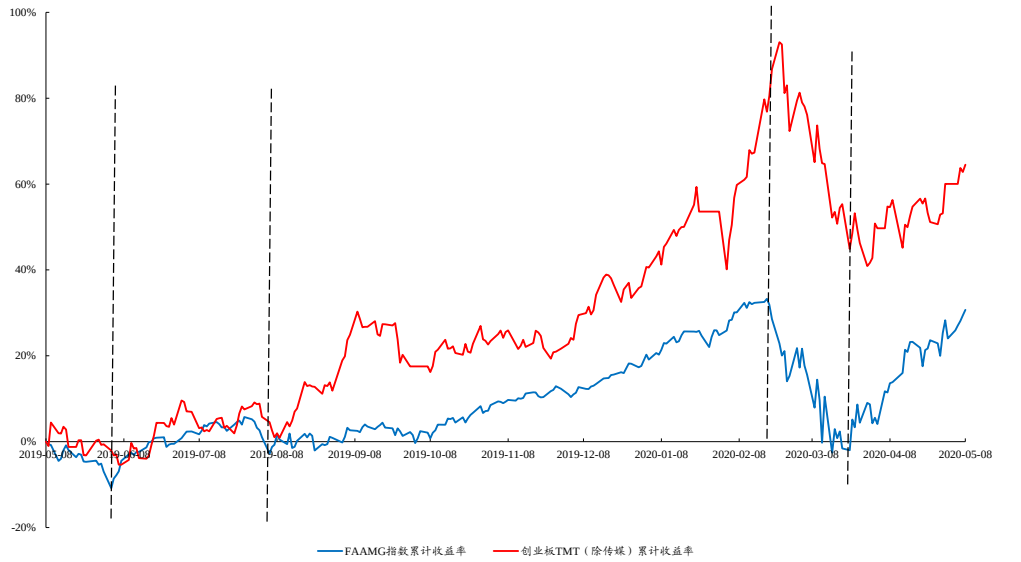
分类	本周涨跌幅	近一个月涨跌幅	年初至今涨跌幅	近一年涨跌幅	PE分位数
A股市场指数表现					
万得全A	2.11%	3.56%	0.16%	10.51%	33.80%
上证指数	1.23%	2.64%	-5.07%	0.05%	23.80%
创业板指	2.70%	7.89%	18.19%	43.42%	76.90%
沪深300	1.30%	4.36%	-3.25%	8.08%	35.40%
美股市场指数表现					
标普500	0.60%	10.17%	-9.32%	1.59%	91.20%
纳斯达克指数	2.61%	15.65%	1.66%	14.54%	56.20%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、 纳斯达克指数反弹的意义

不少国内投资者开始注意到，大洋彼岸的美股出现明显反弹，且纳斯达克指数表现更佳，几乎已达到疫情爆发前点位。这成为国内不少投资者全面看多创业板指数的理由。我们确实可以发现近一年来 FAAMG[1]指数[2]的走势领先于创业板指的 TMT（除传媒）约 5-7 个交易日（相关系数达到 0.85 以上），体现出了一定的联动性。

图2：近一年创业板指的 TMT（除传媒）走势略滞后于 FAAMG 指数



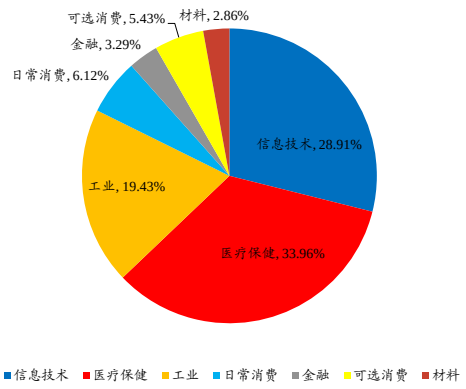
数据来源：Wind、开源证券研究所

但这种关联性只在近期出现，更长历史维度的相关性就较弱。同时，这种相关

[1] FAAMG 指的是纳斯达克指数中权重最高的前五家公司：脸书、苹果、亚马逊、微软和谷歌。
[2] 根据总市值加权编制，基期为 2019 年 5 月 8 日。

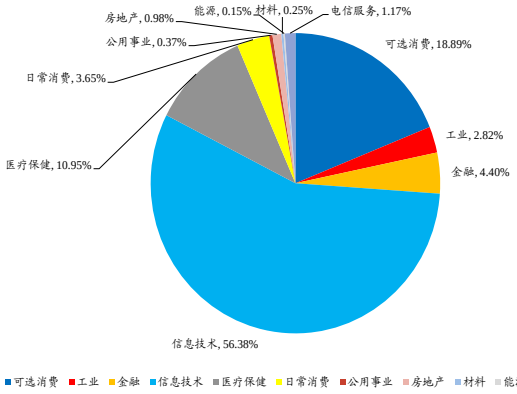
性我们也较难从基本面角度很好理解。纳斯达克指数近一年的涨幅接近 66%由 FAAMG 贡献，这 5 家大型公司可以被理解为美国的核心资产，这很难从投资者传统认知上与中国创业板相关联，也不能解释大小盘风格；而从行业上看，创业板指的 TMT（除传媒）贡献率仅为 32.35%，创业板指的上市资产更多地集中在医药生物。

图3：创业板指行业分布中医疗保健占比最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

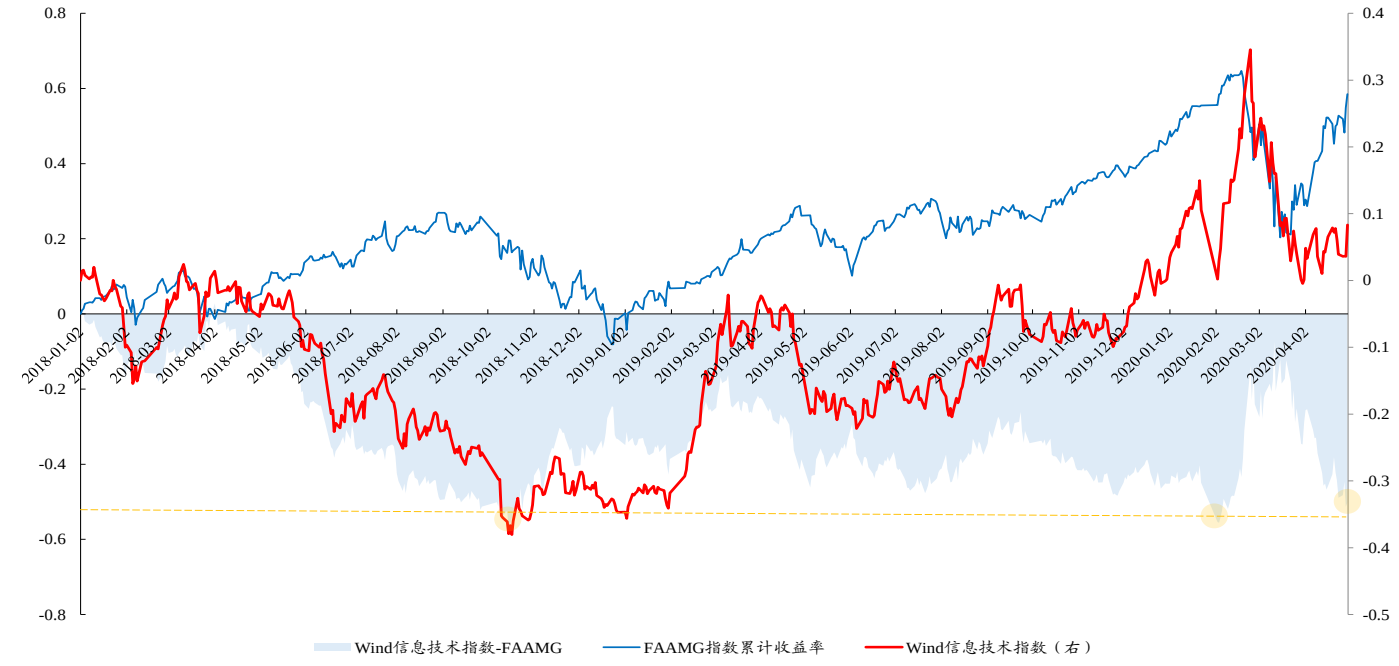
图4：纳斯达克指数行业分布中信息技术占比最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

不过值得一提的是，我们发现 FAAMG 确实与国内对应的行业有某种程度的关联。信息技术指数（主要构成是软件与服务、技术硬件与设备和半导体）我们发现近 2 年来与 FAAMG 的收益率差在最近 2 年有一定的联动。即总在相对极端情形下（例如 2018 年 11 月和 2020 年 2 月附近）存在一个相对均值反转的动能。我们不认为这是一个具备很好择时价值的指标，但是它的某种关联，可以为衡量两个市场的投资者现阶段风险偏好的水平，提出重要参考。其指示着国内对于整个科技板块的相对风险偏好处于低位有修复的可能，但是由于又不够极端，在面对极端风险时可能又会显得稍微乐观。

图5：当前 Wind 信息技术指数相较于 FAAMG 指数的累计收益率差接近历史低点



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 行业轮动背后的预期分歧

行业轮动体现出偏向不确定性的从 A 股本周的板块表现来看，排名靠前的板块集中在消费食品饮料（其中白酒对指数贡献度最大）、家电、汽车和 TMT（通信、计算机、电子），排名靠后的板块主要是金融地产、休闲服务和交运。**我们发现，市场开始由前期追逐确定性逐步转向关注不确定性的边际改善。市场似乎重新回到了 2019 年以来的正轨：贵的越来越贵，便宜的更加便宜。**

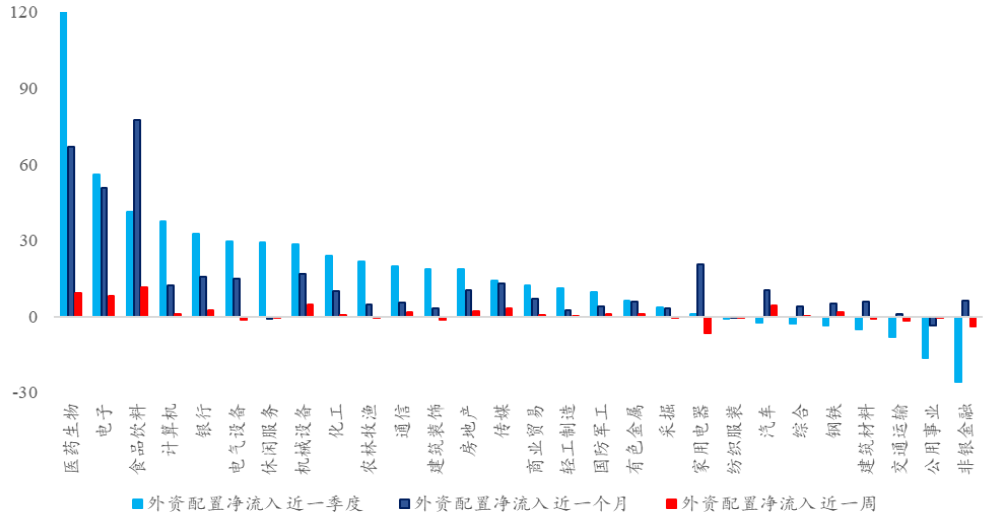
图6：本周消费+TMT（除传媒）涨幅排名靠前，“贵”的反而占优

分类	本周涨跌幅	近一个月涨跌幅	年初至今涨跌幅	近一年涨跌幅	PE分位数
A股板块指数表现					
食品饮料	3.98%	8.93%	8.22%	29.29%	56.20%
通信	3.83%	1.74%	9.73%	11.50%	68.00%
计算机	3.82%	4.65%	16.03%	36.09%	90.70%
家用电器	3.67%	9.16%	-6.18%	9.67%	39.50%
电子	3.60%	5.71%	9.92%	55.07%	44.20%
汽车	3.45%	2.59%	-2.39%	-1.49%	61.80%
有色金属	3.40%	0.31%	-8.77%	3.99%	34.40%
综合	3.32%	1.09%	3.35%	7.95%	33.10%
国防军工	3.13%	5.02%	5.50%	11.15%	35.30%
机械设备	3.07%	3.20%	0.80%	6.49%	38.20%
医药生物	2.97%	4.77%	17.68%	31.14%	68.70%
传媒	2.77%	4.48%	1.00%	10.87%	30.20%
化工	2.71%	2.88%	-1.84%	2.43%	30.70%
建筑材料	2.13%	5.89%	12.55%	38.02%	11.10%
轻工制造	2.08%	-0.28%	-5.10%	-3.06%	16.00%
商业贸易	1.86%	1.67%	0.59%	-8.69%	22.50%
农林牧渔	1.62%	-2.29%	17.16%	19.67%	0.00%
电气设备	1.59%	7.04%	10.07%	18.19%	23.90%
纺织服装	1.12%	-7.65%	-7.64%	-12.27%	43.30%
钢铁	1.11%	1.09%	-8.56%	-15.95%	25.00%
建筑装饰	1.02%	-0.54%	-2.35%	-8.72%	6.70%
采掘	0.93%	-2.69%	-17.16%	-22.59%	10.40%
公用事业	0.54%	0.68%	-5.46%	-7.96%	20.90%
非银金融	0.04%	2.34%	-12.26%	-2.38%	11.00%
休闲服务	-0.09%	13.39%	-2.82%	9.14%	69.70%
房地产	-0.20%	0.98%	-10.65%	-8.28%	1.20%
银行	-0.59%	2.44%	-11.76%	-6.29%	11.50%
交通运输	-1.01%	1.10%	-12.48%	-12.94%	36.60%

数据来源：Wind、开源证券研究所

北上资金流入动能边际减弱，结构出现调整：北上资金流入动能在上周并未随着外围反弹而明显增强，更多是调整配置：外资配置盘主要净买入 TMT、食品饮料以及医药生物等，外资交易盘近一周主要净买入 TMT，其次为金融以及家电汽车等。1 季度业绩全面出炉后，海外资金配置思路的调整明显大于了总量的变动。

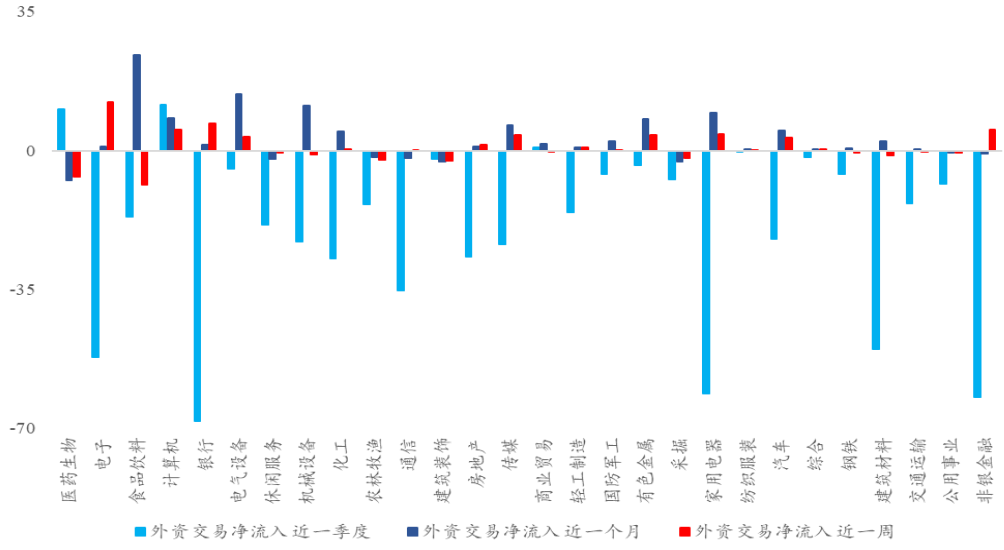
图7：外资配置盘近一周净买入 TMT、医药生物、食品饮料以及汽车等



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：近一周区间为 2020/04/27-2020/05/08，近一月区间为 2020/04/07-2020/05/08，近一季度区间为 2020/02/03-202005/08

图8：从外资交易盘来看，近一周净买入 TMT、金融以及家电汽车等，与近一个月行为具有一定相似性，与近一个季度行为有较大反转

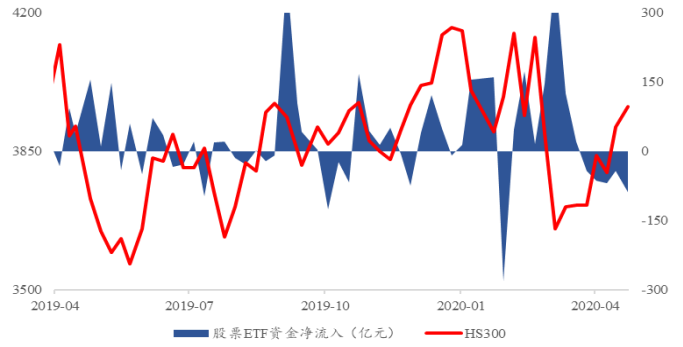


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：近一周区间为 2020/04/27-2020/05/08，近一月区间为 2020/04/07-2020/05/08，近一季度区间为 2020/02/03-202005/08

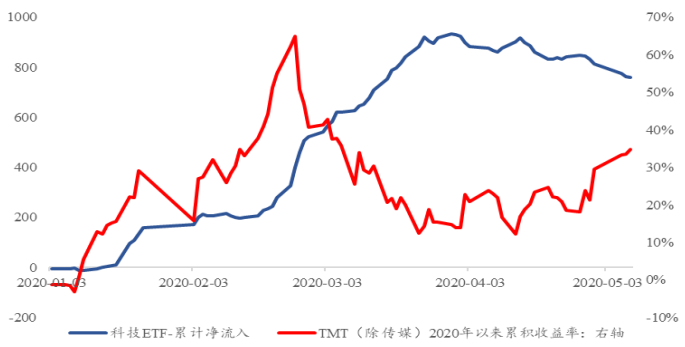
从内资行为来看，内资交易/配置盘行为存在一定分化：股票 ETF 则自 2020 年 4 月上旬以来，持续净赎回且对科技 ETF 的净赎回规模较大。值得一提的是，我们根据 2019 年持有人结构计算发现，近期 ETF 净赎回压力主要来源为个人投资者，且多集中于 2 月疫情后第一轮反弹中流入较多的 TMT 板块。内资交易盘自 2020 年 4 月 24 日以来，活跃度有所提升，细分来看，可以看到对医药生物、计算机、非银以及传媒等行业的买入比例连续提升，对电子等行业买入占比有所下降。

图9：4月上旬以来股票ETF持续净赎回



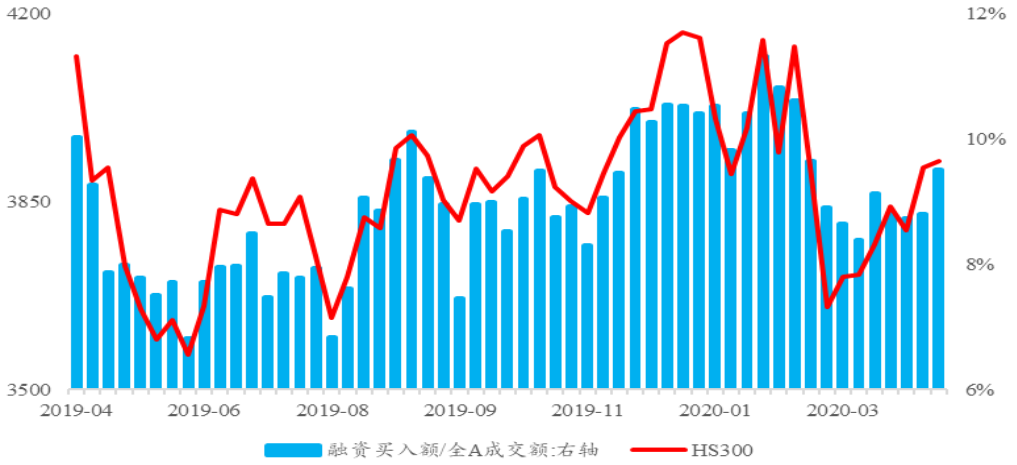
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：截至2020年5月8日，科技ETF相比于3月末净赎回月172亿，其中4月下旬以来共净赎回73亿



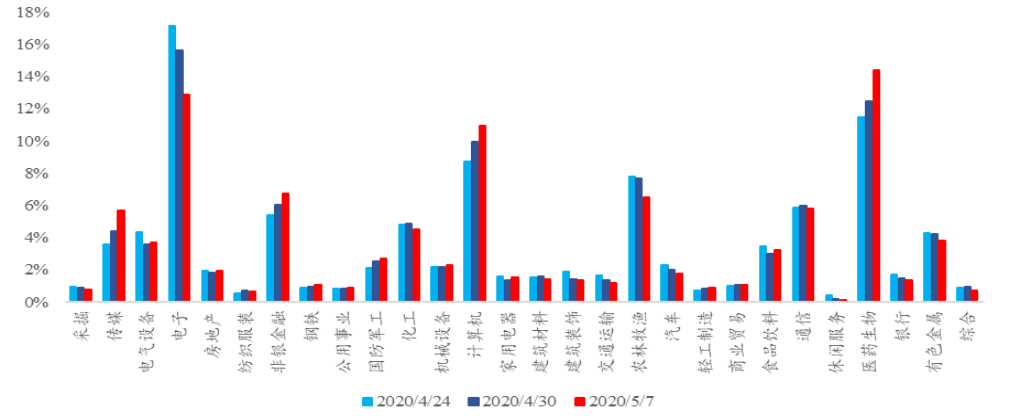
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020年4月24日以来，内资交易盘活跃度提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：从融资买入的结构来看，对医药生物、计算机、非银以及传媒等行业的买入比例连续提升，对电子等行业买入占比下降



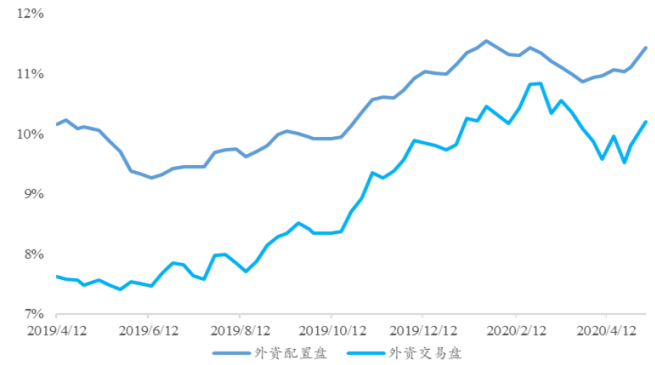
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 市场思考：外需与内需的定价分化

部分投资者交流时认为当下主要逻辑是，在一季报的业绩落地之后，部分行业随着国内疫情防控级别逐步下调、政府出台相应刺激政策内需会逐级恢复，同时海外疫情逐步控制之后欧美各国也开始陆续出台复工复产计划，以内需复苏为主叠加外需出现改善迹象的信号已经较为明显。后续内外需逐级改善的可能性均较大。

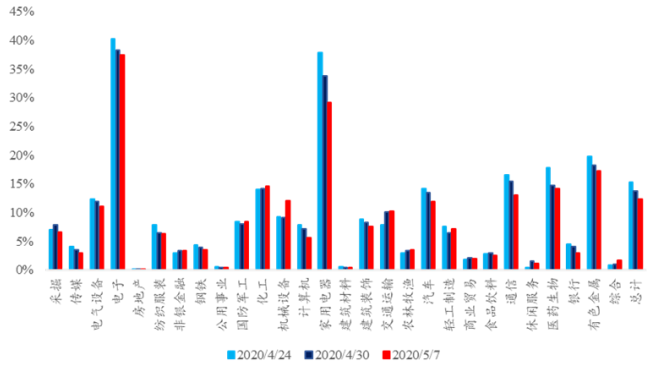
这两种观点在不同市场的投资者身上体现的更为明显。从购买的组合标的的海外收入占比看，境内外投资者出现了明显的分化。**我们看到，北上资金无论交易还是配置型资金，近期组合标的中海外收入占比不断提升；而对于国内相对敏感的融资交易资金来看，买入标的海外收入占比又呈现不断下降的趋势。这似乎在指示，各自相对更有信息优势的投资者，都在相信各自所在地的需求复苏。**

图13：北上资金：投资组合中海外收入占比 4 月下旬开始出现提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：两融余额：投资组合中海外收入占比近半月来不断下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：纵轴表示两融买入的投资标的海外收入占比（行业加总计算）

2.1、 消费：资产价格指示内强与外

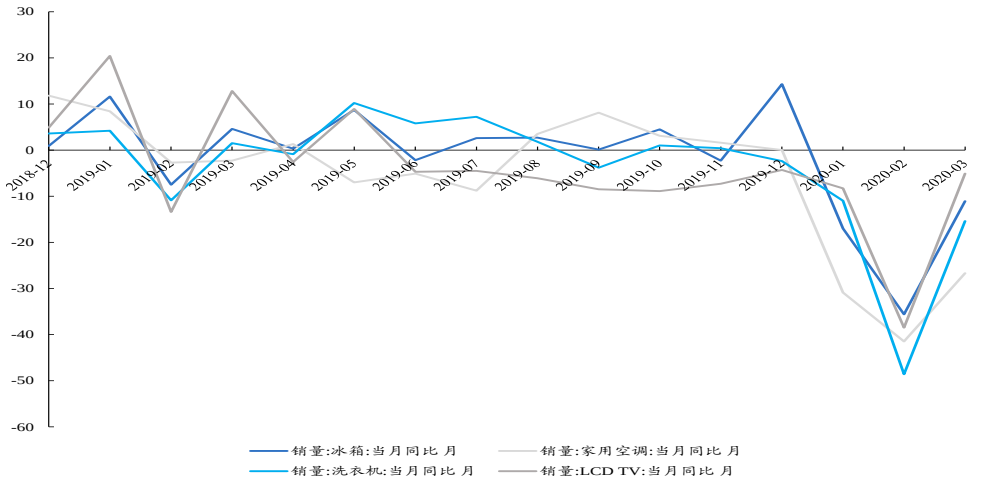
家电、汽车板块主要受益于内需和外需边际改善信号的出现，市场开始定价分子端的弹性。如果对 2019 年各行业的海外营收占比进行排序，家电（30.32%）/汽车（11.41%）的排名分别为 2/6，而这两个板块 2020 年 Q1 归母净利润同比增速分别为-52.2%/-82.1%，业绩出现了大幅下滑。**这两个板块同时兼具内外需共同影响的特点，在本周都拥有较高的涨幅，基本面逻辑来看，近期都出现了明显改善：**

a）家用电器在疫情期间销量受损严重，二月份同比下滑 40%-50%不等，但三月份和近期高频数据显示，复苏动力较强。三月份以来，随着安装、调试活动可以重新正常进行，国内冰箱、洗衣机、电视销量恢复弹性较好。从出口来看，空调出口累计同比由负转正，洗衣机、冰箱、电视出口累计出口同比三月相对改善。“五一”期间作为疫情后的第一个长假，成为检验消费复苏的重要时点：从电商数据来看，家电消费复苏强劲，京东家电五一狂欢节全天销售额高达 2019 年同日的两倍。

b）根据乘联会数据，乘用车销量稳步提升，4 月份销量改善明显。其中，4.19-4.25 单周零售/批发日均销量均达到 4.9 万辆，同比增长 12.3%和 12.5%，较 3 月倒数第二周同比增速提升 52.3pct./65.5pct。重卡销量改善明显，以华菱星马和江淮汽车为例，4 月份同比增速为 27.8%和 31.98%，超过 2019 年同比增速，显示超季节性反弹。

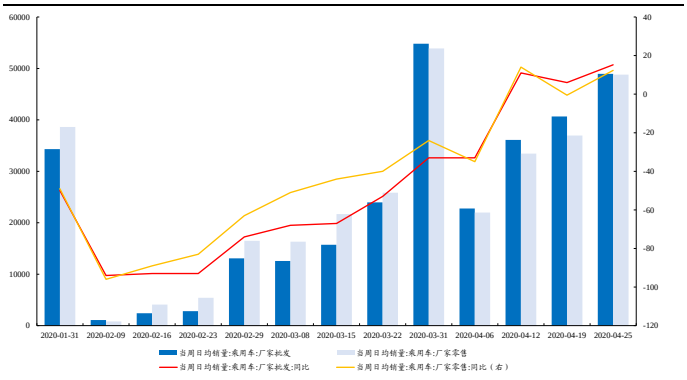
从出口数据来看，虽然数量仍不及 2019 年，但降幅在 4 月开始有改善迹象。

图15：2020 年 3 月家电销量同比增速出现大幅反弹



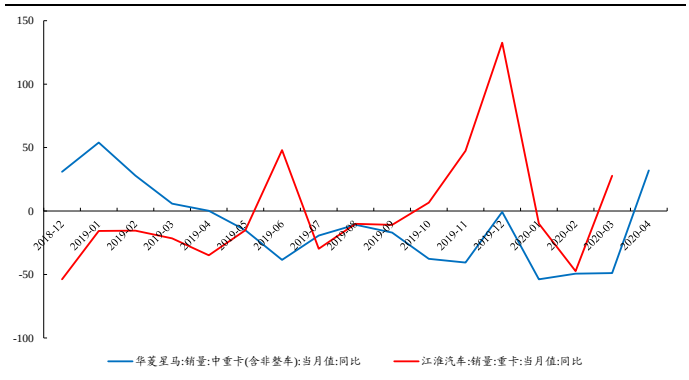
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2020 年 4 月份乘用车销量明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2020 年 4 月份重卡销量明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：目前欧美各国正逐步出台相应复工复产时间计划，多集中在 5 月中下旬

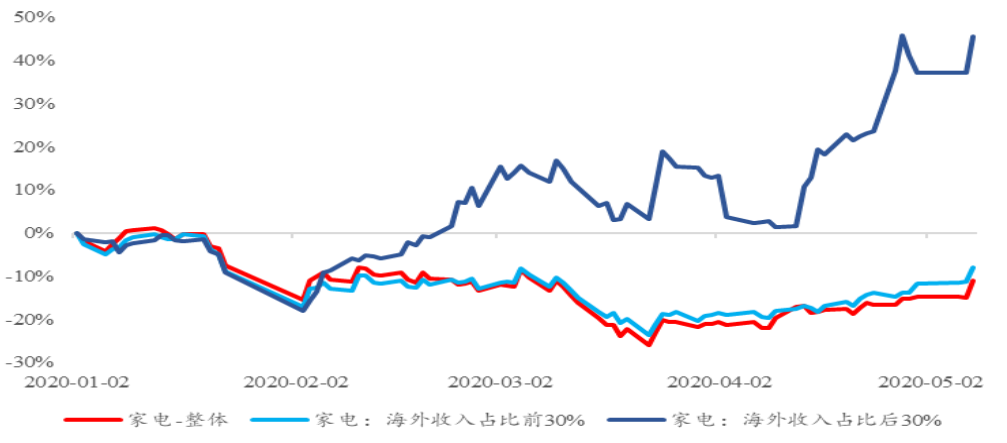
国家	解除封锁措施	信息来源
美国	超半数州已经开始或即将恢复商店营业以及工厂生产，但大部分州的餐厅、理发店、娱乐场所仍不允许开放，顾客、工人被要求戴上口罩且保持社交距离。	《纽约时报》
德国	4 月 20 日，允许一些小型商店营业。 5 月 4 日，一些学校复课。 5 月 11 日，餐厅、健身房、旅游景点恢复营业。 大型集会一直禁止到 8 月 31 日。 在 5 月 6 日德国政府宣布进一步解封后，多地暴发规模超百人的集体感染。其中北莱茵-威斯特法伦州（德国人口最多的州）已经宣布恢复封锁措施。	《每日邮报》
西班牙	四个阶段的计划来解除封锁，预计在六月底逐渐恢复正常。西班牙政府并没有设置具体的解封日期，各区域可根据自己的疫情放松限制。 目前餐厅外卖服务、美发店和一些其他的店铺已经恢复营业。 5 月 4 日，西班牙的四个岛首先放松限制措施，其余地区将在一周后放松。 5 月 11 日，部分酒吧、酒店、旅游住宿恢复营业；除了公用区域，允许小团体社交；宗教场所恢复部分开放。 5 月下旬，部分学校恢复上课，但大部分仍要到九月才恢复；剧院、电影院恢复营业。	BBC 新闻

国家	解除封锁措施	信息来源
	政府希望远程工作能持续到六月。 预计到六月底，半数商店将恢复营业。	
法国	如果每日新增病例保持在 3000 以下，法国将在 5 月 11 日开始逐步解除封锁。 5 月 11 日开始，非必要的商店和市场恢复营业，酒吧、餐厅仍不能恢复；人们可以无需《目的证明》就出门，公共集会最多 10 人；托儿所最多一次最多照顾 10 名儿童。	BBC 新闻
意大利	4 月 27 日，一些建筑工人和机器、汽车、奢侈品工厂的工人返工；公园开放；允许人们探望亲戚但人数有限制；餐厅恢复外卖服务。 5 月 18 日，所有商店、博物馆和图书馆将会开放。 6 月 1 日，餐厅、美容美发店恢复营业。 学校一直关闭直到九月。	《每日邮报》
英国	目前暂未公布，据英国《镜报》报导，首相的初步计划分为五个阶段： 从 5 月 11 日开始，鼓励员工返工并开放花园中心，同时会有一些户外场所的指导； 五月底六月初开始，小学逐渐恢复，人们可以适当社交； 六月底开始，初中学生返校上课，允许 30 人以下的室外集会，一些户外运动恢复； 八月底九月初开始，酒吧、餐厅逐渐恢复营业； 10 月之后，允许球迷去现场观看球赛，大型体育场馆也将开放。	《镜报》
欧洲其他国家	奥地利：商店、美发店已经恢复营业，餐厅将在 5 月 11 日视情况决定恢复。 比利时：一些纺织品商店已经恢复营业，其他商店将在 5 月 11 日恢复。 捷克：小型商店已经恢复营业，购物商场、餐厅、美发店、博物馆、100 人以内的文体活动将在 5 月 11 日恢复。 希腊：小型店铺已经恢复营业，5 月 11 日后，所有的零售商店将恢复营业，高中恢复上课。 荷兰：托儿所、小学、美发店、电影院、餐厅、咖啡厅将在 5 月 11 日有条件开放。 葡萄牙：小型商店、美发店、汽车经销商已经恢复营业，5 月 18 日将公布进一步的措施。	《卫报》

资料来源：《纽约时报》、《每日邮报》、BBC 新闻、《镜报》、《卫报》、开源证券研究所

对于内外需的认知，消费板块的资产价格给出的答案是内需强于外需。我们看到，按照海外收入占比进行划分，内需型家电明显优于外需，在近 3 个交易日这种关系也并未改变。同时，更依赖于国内需求的整车厂的市场表现也明显相对依赖于全球需求的汽车零部件生产商占优。

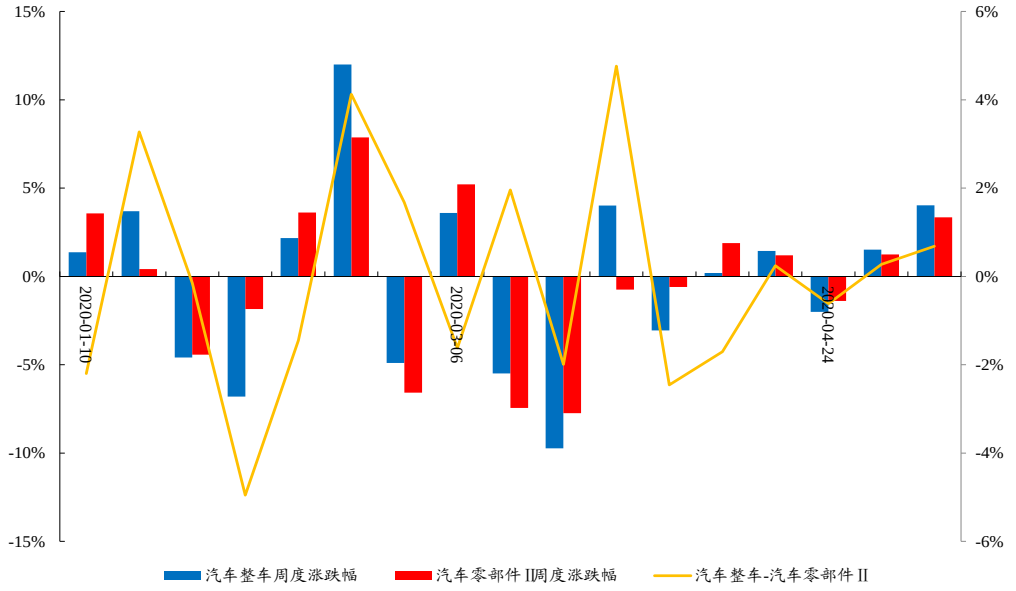
图 18：2020 年以来家电板块中海外收入占比低的部分表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积收益率的计算起点为 2020 年 1 月 2 日

图19：汽车整车板块周度涨跌幅连续两周超过汽车零部件Ⅱ

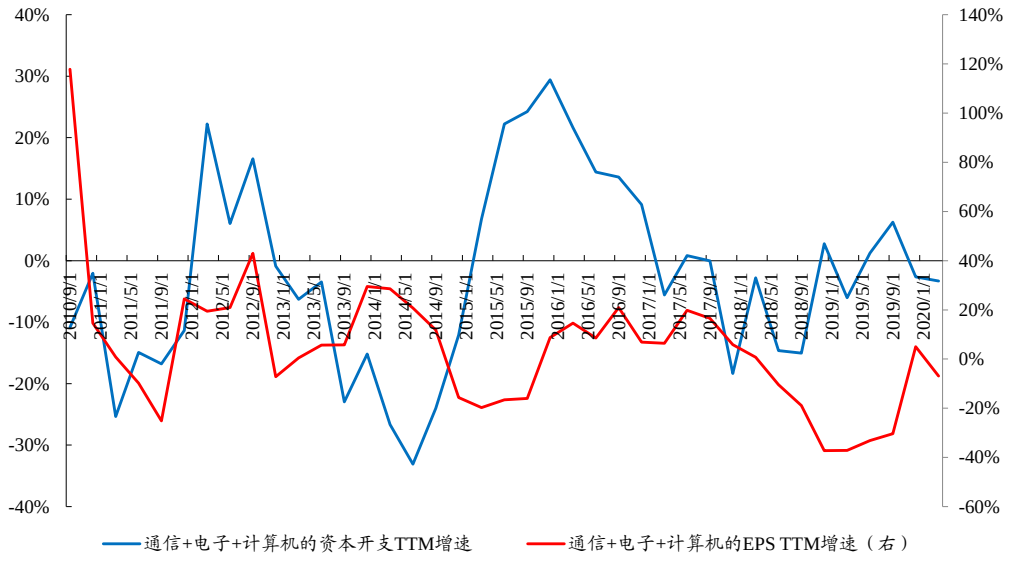


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 TMT：资产价格指示外需更胜一筹

TMT（除传媒）主要受益于行业仍处于 2018 年 Q3 以来的资本开支扩张和盈利修复上行的周期。我们与大多数投资者一样长周期上对于 TMT 保持乐观：我们发现 TMT（除传媒）的资本开支增速明显领先于盈利增速，而当前 TMT（除传媒）正处于 2018 年 Q3 以来的上升周期中，尽管疫情让盈利复苏有所中断，但是资本开支的领先意义指示后续盈利恢复动能仍然较大。

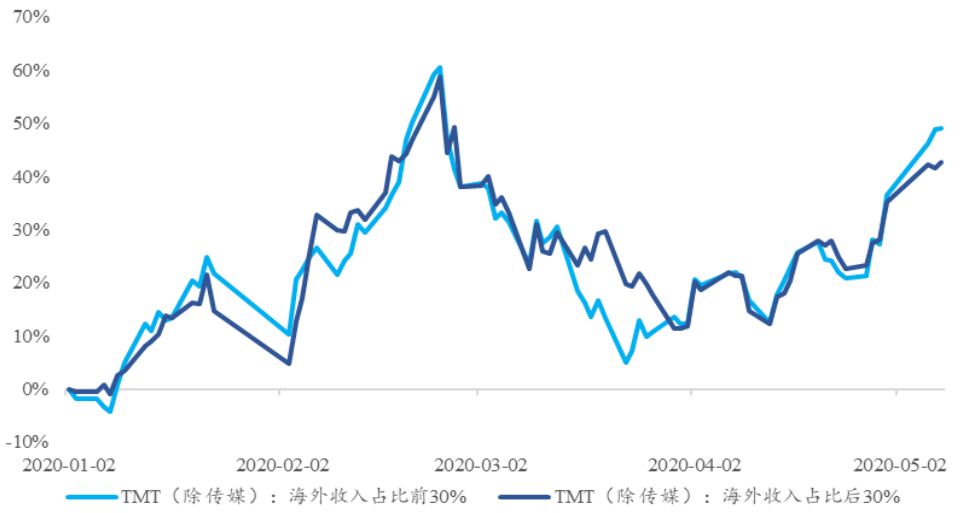
图20：TMT（除传媒）正处于资本开支扩张、盈利触底回升的周期中



数据来源：Wind、开源证券研究所

短期来看，随着近期风险事件出现缓和疫情的修复，TMT 板块风险偏好有所修复。我们看到 4 月前半段更多是无差异的修复，但是近几个交易日，反而体现出海外收入占比更高的 TMT 板块的特征。

图21：2020 年 4 月以来以来，内需型 TMT（除传媒）与外需型表现相当，近几个交易日外需板块表现略好于内需



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 分歧的来源：驱动因素的不同

汽车、家电中，内需型板块市场表现更为良好；TMT 板块却恰恰相反，从市场表现看，反而是外需型标的占优。我们认为解释这种背离的一个可能是：家电、汽车更依赖于盈利驱动，而内需板块盈利复苏的近期确定性相对较高，外需还需要依赖于海外复工和疫情控制的程度。TMT 板块中，以消费电子为例，其实受到的冲击有两层，第一是和消费面临同样的海外需求恢复的问题，但另一方面，更多是风险偏好驱动。一个例子是我们之前报告中讨论过的，在中美经贸冲突期间，外需主导的板块即使实际业绩波动不大，但是由于风险偏好影响，仍然跑输了内需主导型板块。因此，近期出现的风险缓释，让市场表现更有利于外需主导的并参与全球产业分工的板块。

值得一提的是，我们对于这种风险偏好修复的持续性持有保留意见，我们将在后面进一步讨论。

3、 “成长”的思考：理解趋势，重视波动

从目前市场走势来看，虽然我们一直推荐的线下消费复苏主线依然明确，但是也需要回答部分投资者关心的问题，成长板块的机遇是否已经全面来临？

3.1、 创业板：盈利上行的大周期

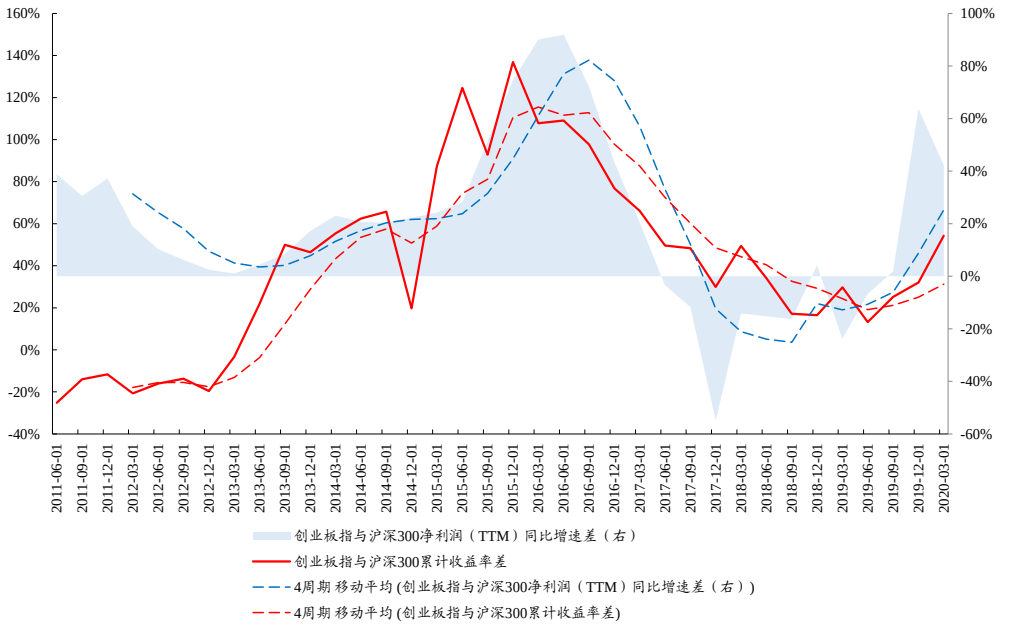
我们发现无论是从相对沪深 300 的盈利增速差还是资本开支与盈利增速之间的关系来看，目前创业板指都处于一个向上的周期中，而往往这种向上的周期会带来创业板指相对于沪深 300 的超额收益。这也是我们对于创业板、科技或者说 TMT 的中长期保持乐观的重要因素。

我们可以看到创业板指和沪深 300 之间的净利润（TTM）同比增速差大约 6 年经历一个周期：2013 年 Q1 至 2016 年 Q1 是创业板指相对于沪深 300 盈利增速差不断扩大的周期，此时创业板指相对于沪深 300 的累计收益率差也处于上升周期，且领先于盈利增速差 1 个季度左右；2016 年 Q2 到 2018 年 Q4 是创业板指相对于沪深

300 的盈利优势逐步下滑直至负值的周期，相对收益也大幅下滑。**盈利增速无疑能够很好的解释长期趋势，但是对于短期的波动我们还需要进一步探究。**

当前创业板指的盈利增速正好处于 2019 年 Q1 以来的上行周期中，而创业板指相对于沪深 300 的累计收益率差也从 2019 年 Q2 开始逐步向上转正，即使是有疫情冲击，创业板指的盈利同比增速依然要好于沪深 300。

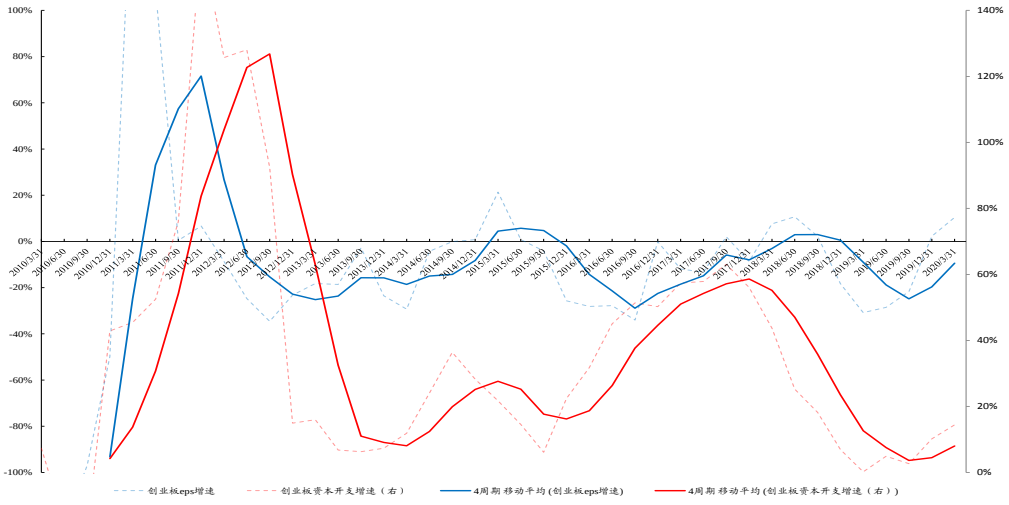
图22：当前创业板指的盈利增速相较于沪深 300 处于向上周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利周期的背后其实是资本开支的驱动。我们发现创业板指的资本开支同比增速一般领先于盈利 2 个季度左右，而当前正处于资本开支和盈利同时触底反弹， 可以预见的是在疫情的冲击逐步减弱的情况下，资本开支扩张带来的盈利增速改善可能在 2020 年 Q3 显现；TMT（除传媒）行业的资本开支和盈利增速之间也存在类似的关系，而且当前 TMT（除传媒）也正处于资本开支扩张周期中。

图23：创业板指的资本开支同比增速领先于盈利

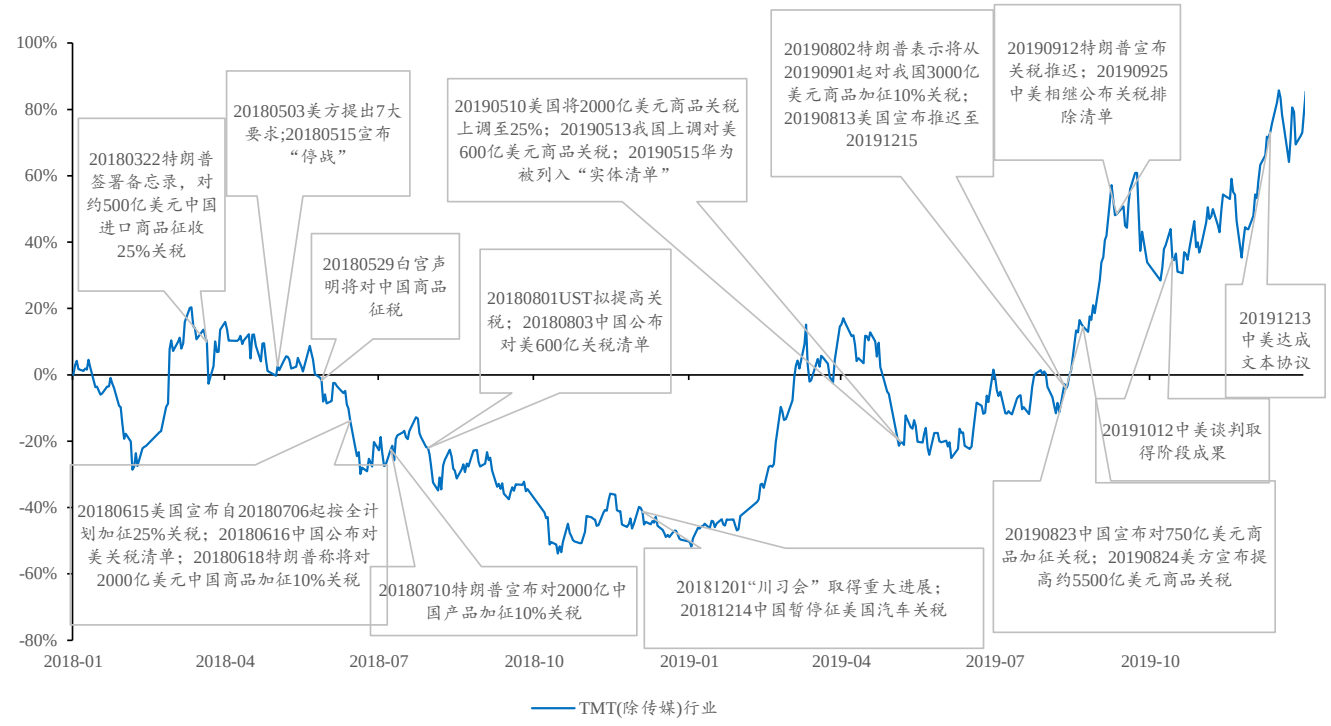


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 重视波动：短期风险偏好的扰动

成长板块或者说 TMT 板块，由于其特征是方向确定性+估值驱动，导致风险偏好的扰动使得成长股的表现有时候背离其景气周期。我们会发现即使在 2017 年 Q3 到 2018 年 Q3 创业板指的盈利增速相比于沪深 300 已经有所好转，但相对收益率却仍在下行，一直到 2019 年 Q2 之后才开始出现拐点，我们认为这是由于当时中美贸易摩擦带来的风险偏好恶化使得以估值驱动的成长股大幅回调。而当 2019 年 8 月中美贸易摩擦出现缓和之后，2019 年 Q3 创业板指相对于沪深 300 的累计收益率开启了“迟来”的向上周期。

图24：中美贸易摩擦给 TMT（除传媒）带来的扰动

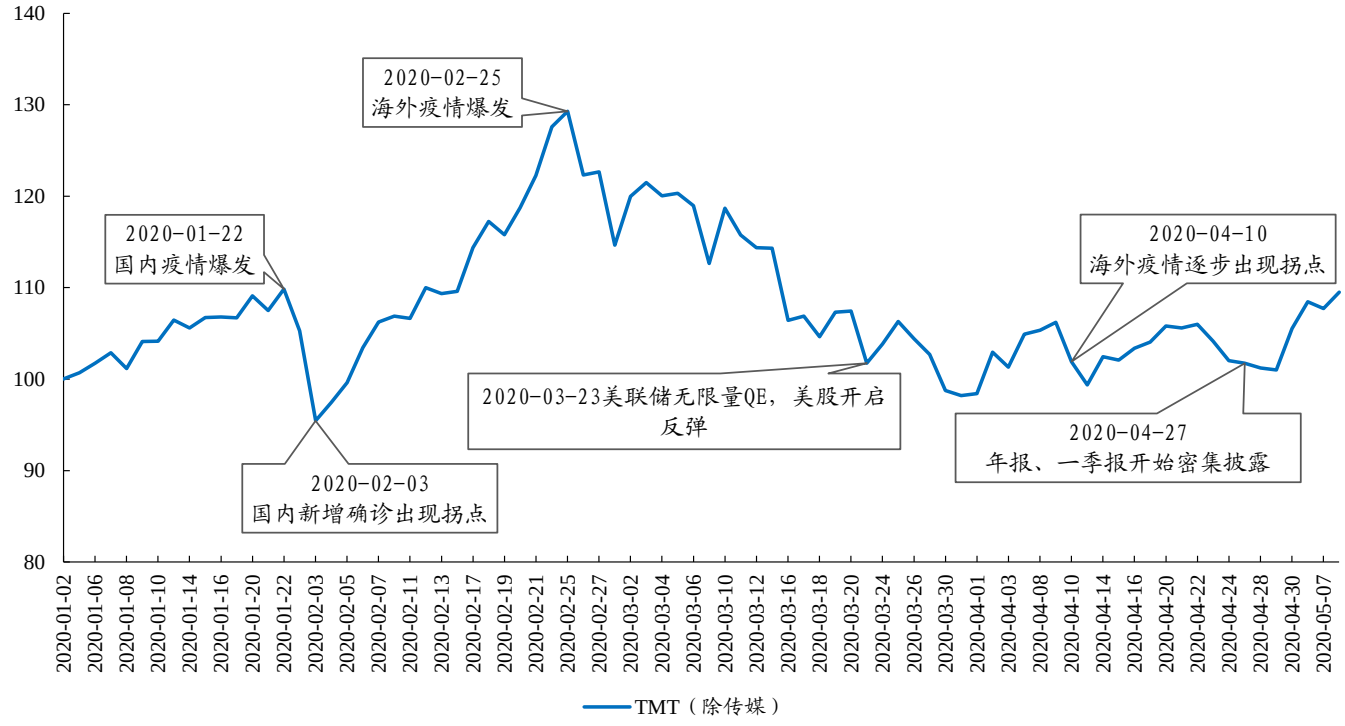


数据来源：Wind、开源证券研究所

同样地，2020 年年初以来 A 股的板块迅速经历了由 TMT→TMT+必需消费+医药→必需消费+医药+基建的快速轮动，尤其是在海外疫情爆发之后（2 月 21 日）开始，TMT 创下较大跌幅，市场全面转向“确定性”强的行业，如农林牧渔、医药生物、食品饮料、建筑材料等。而随着一季报落地，海外疫情逐步得到控制之后，近期中美贸易摩擦的担忧又随着美国对华为态度的“和缓”、国务院副总理刘鹤与美国的积极沟通而有所缓解，风险偏好有所修复，因此 TMT（除传媒）板块在本周表现较好。

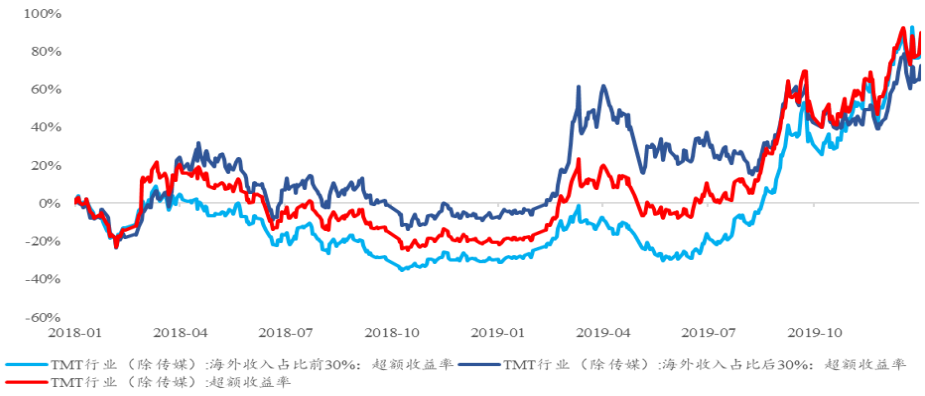
我们此前的报告中，已经提到了，在历次贸易摩擦或者极端情形下，这种风险偏好的冲击可能又会存在分化。内需为主的行业，又会更具面对风险的韧性。“去全球化”可能在较长时间都是一个资本市场的重要关注。如果现阶段，我们就认为前期以美国为首的一些国家，关于疫情后“去中国化”的表述不再有任何后续风波，这可能是偏乐观的。我们需要提醒投资者的是，中美贸易摩擦经历最开始也是由一些“耸人听闻”但很快被忽视的言论开始，此后对资本市场造成了长时间的影响，我们需要关注这种反复，或者等待这种反复被市场“充分认知”。**因此以战略性看好成长板块的机遇去解释当下一个月的收益问题，可能会存在很多不匹配。**

图25：海内外疫情爆发给 TMT（除传媒）带来的扰动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：从超额收益率视角看，内需占主导的科技股在“贸易摩擦”期间有时会获得超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：超额收益率为对 Wind 全 A 指数的超额收益率

与 2018 和 2019 年相比，对于成长板块一个比较有利的因素是，由于盈利已经从边际改善的区间步入改善且具有相对优势的区间，其对估值驱动的依赖度会逐步减弱。这也是为何我们近期看到越来越多“业绩超预期”的个股，同时这些个股都取得了可观的超额收益。这意味着，创业板对于估值驱动的依赖程度虽然依然存在，但是已经边际减弱。

4、 配置建议：线下可选+建筑建材石化+内需科技

在基于我们月报基础上，通过上述边际变化的思考，我们认为一个较为合理的结论是：内外需恢复都具备确定性，但是由于斜率未知，同时，风险因素的扰动的可能性仍然存在，宽基指数上很难具备系统性机会，甚至正在接近我们认为的震荡区间的上沿。

在板块配置上，我们认为，随着内外需的逐步修复，市场继续转向前期“不确定性”板块，整体看有三条主线：

首先，线下消费复苏持续。我们认为随着二季度随着国内疫情防控级别逐步下调、经济活动恢复以及消费政策结构刺激下内需驱动下，**白酒、家电、汽车**将演绎定价分子端的修复逻辑。同时海外疫情逐步控制之后欧美各国也开始陆续出台复工复产计划，以内需复苏为主叠加外需出现改善迹象的信号已经较为明显，这对家电、汽车板块也是重要的边际改善。

其次，我们前期多次提到的，低估值中隐含的长期低增长预期与短期确定性增长错配的建筑、建材。后续一个进一步的推动是，市场可能忽略了即使没有一揽子的新增项目，存量项目未来也将受益于“行政效率”出于稳增长的需要而提高所带来的无形的“加速器”作用。**还有前期基本面明显见底，后续有望逐级向上的石化行业。**由于交通运输和基建行业的回暖正在刺激成品油逐步复苏，未来下游**石化**产品需求随疫情缓和也有望企稳回升，同时考虑到炼化企业消耗完毕高油价库存之后，将进入低成本原油的红利期。

最后，成长板块可以逐步布局以内需为主导的板块。尽管从资本开支和盈利周期的角度上看，目前成长股处于上行周期当中，但从中期估值和风险偏好的角度上看，尽管本周因华为事件和中美通话而使得风险偏好有所缓和，但参考 2018 年 3 月和 2019 年 5 月中美贸易摩擦给 TMT（除传媒）板块带来的反复，现阶段市场认知疫情后“潜在风险”的时间和深度都尚显不足，这可能对依赖于风险偏好驱动的成长板块仍是一个潜在压制。综合上述核心因素的考量，我们认为全面成长行情仍需等待，但内需成长可能更具性价比，可以逐步布局：**半导体、云计算等**。

5、 风险提示

海外疫情出现反复；中美贸易摩擦升级

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R3（中风险），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