

【策略周报】

策略周报：淡化宏观逻辑，重视微观博弈（10月第1周）

投资要点：

从宏观逻辑层面来看，经济连续回落以及流动性约束重启使得三季度末的资本市场运行重回类滞胀逻辑，但 PMI 以及海外经济数据均验证了我们关于短期内需求结构并无加速恶化基础的判断，而流动性预期在定向降准和党代会的催化下也将大概率维持平稳，总量政策亦缺乏释放的空间和必要性，因此宏观基本面和流动性都不会构成驱动 A 股估值系统以及风格转换的核心变量。随着类滞胀预期的修正市场在 10 月将有望迎来阶段性风险偏好提升的时段，但自上而下视角挖掘主线难度也相应增大。

相对于宏观层面的分析，当前时点更应该关注市场的中微观特征：（一）主线的不明晰叠加重要会议事件的影响使得 A 股市场的博弈性质显著提升，处于高位区间的两融余额和基金仓位以及机构与个人的背离均指向博弈行为加剧态势仍将延续；（二）自二季度末开始机构配置风格趋于均衡，而抱团行为逐渐弱化；（三）2009 年以来 A 股呈现明显的“国庆”日历效应。配置上一条主线是布局估值合理的低位滞涨板块，包括建筑工程、农林牧渔、商贸和医药生物等，另一条主线则是围绕业绩增长和动能转换，其中成本传导顺畅的高端装备制造，以及受益于通胀剪刀差收敛的中端消费将具有更高性价比。此外，在定向降准和港股市场刺激下建议稳守马太效应凸显的金融龙头。

行业配置方面，短期稳守消费、金融，长期瞩目优质成长。短期内我们看好中端白酒、零售等消费方向，银行业、保险业龙头；中长期来看，我们继续看好新能源汽车、OLED 产业链等代表国家未来新经济增长点的产业方向，以及高铁、核电等高端制造。主题投资方面，继续强调供给侧改革向着更加注重“结构性”的“动能转换”方向迈进，三大合力战略新兴产业龙头公司或在四季度“攻守兼备”：新能源汽车—汽车电子细分、人工智能—人脸识别细分以及 5G 产业链；长期看好军民融合代表的大国重器，重点关注通航、芯片等产业链；同时，农业供给侧改革是历年四季度表现良好板块，关注种植链龙头。

华创证券研究所



证券分析师：王君

执业编号：S1440515090001

电话：010-63214678

邮箱：wangjun@hcyjs.com

相关研究报告

《策略周报：你比想象中坚强——并购重组预期差带来的成长弹性（8月第3周）》

2017-08-21

《策略周报：新高的逻辑与后市的演绎（8月第4周）》

2017-08-28

《9月月度观点：坚守周期主线，珍惜做多窗口》

2017-09-04

《策略周报：从经济数据三重背离看后续市场风格演绎（9月第3周）》

2017-09-18

《策略周报：需求对于价格的反制开启了吗？（9月第4周）》

2017-09-24

图表目录

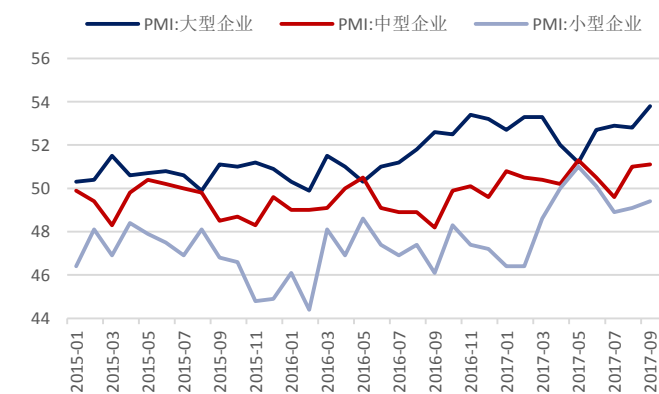
图表 1 大、中、小型企业 PMI 走势	3
图表 2 10 年期和 1 年期国债到期收益率走势	3
图表 3 偏股类基金仓位与两融余额走势	4
图表 4 杠杆资金情绪指数与万德全 A 指数	4
图表 5 机构投资者主板持仓变化情况	4
图表 6 机构投资者创业板持仓变化情况	4

A 股在节前最后一个交易周依然维持低量能下的平稳运行态势，周初地产板块受二线城市楼市调控影响显著回调，并拖累指数围绕前期缺口附近弱势盘整，随后新兴成长、周期以及消费股轮番发力支撑下两市逐渐摆脱风险偏好的扰动。回顾 9 月市场的整体走势，可以看到沪指新高后各板块轮换频次明显加速，虽然总体风格上向深成指和中小创靠拢，但板块的持续性问题和市场情绪的波动都体现了动能切换状态下主线尚不明晰的事实。叠加 8 月经济数据回落以及美联储缩表进程，造成市场持续的高位震荡和赚钱效应的反复。

从宏观逻辑层面来看，始于 9 月中旬的调整本质上归因于宏观经济连续回落以及流动性约束重启的影响，这种内外部环境的逆转使得短期内的资本市场运行重回类滞胀逻辑，但我们认为由内外部环境引发的风险偏好回落并不会持续。关于经济走势我们在前期明确提到，全球经济在四季度到明年初将进一步构筑短周期的顶部，然而不论从需求结构还是成本传导的角度，基本面在短期内并没有加速恶化的基础。楼市调控虽然明确了需求端放松预期落空，但限购已达 60 城背景下二三线城市的新政对于整体需求的边际影响有限。事实上 9 月官方 PMI 数据的超预期回升也印证了我们的判断，即使考虑到环保高压和高利润环境易引发软硬数据背离，大中小型企业景气度的全面回升也反映了当前宏观基本面压力不大。

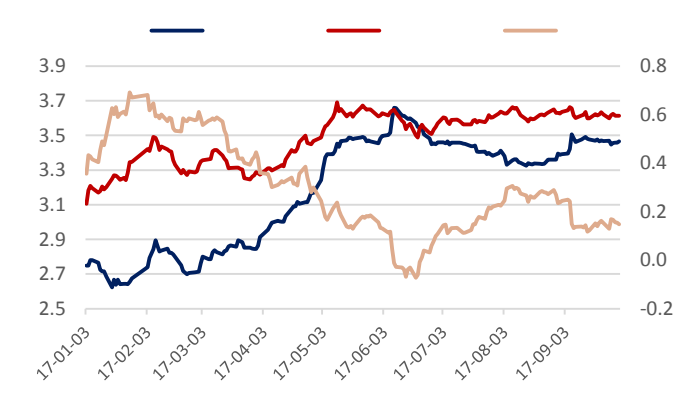
流动性方面，内部 MPA 考核压力叠加低超储率、货币新规等因素是造成季末资金面再度紧张的主要原因，跨季末时点后货币市场利率通常有明显回落，而定向降准无疑将进一步助力市场预期的改善。从外部约束来看，联储议息会议和税改进展只是让美元获得暂时的支撑，缩表进程的开启为流动性供给和融资成本的双重收紧导致中期美元资产波动率尤其是美股波动率持续的上升埋下了伏笔。朗普税改本质上仍然是里根式税改的旧有思路，考虑到其面临的诸多现实困境（详情参见华创策略《美国税改与联储政策互动的历史经验》）弱势美元仍是中期必然的政策选择。此外，通过回溯历年利率中枢的波动情况，我们发现党代会前后利率水平波动率显著下降，流动性在未来 2 个月维持稳定的概率较大。

图表 1 大、中、小型企业 PMI 走势



资料：Wind, 华创证券研究所

图表 2 10 年期和 1 年期国债到期收益率走势

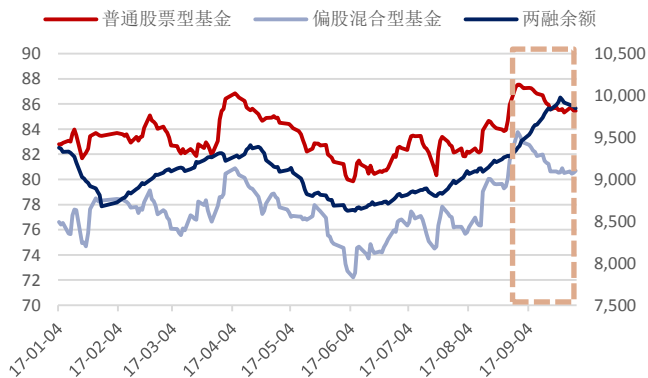


资料来源：Wind, 华创证券研究所

结合以上分析，我们认为短周期筑顶下行以及价格博弈机制开启依然是中期的主要方向，但短期内由内外部环境转向引发的类滞胀的风险较低，并且需求有序回落背景下总量政策在当前释放的空间和必要性也较小。因此对于当前而言，无论是宏观基本面还是流动性因素，都不会构成驱动 A 股估值系统以及风格转换的核心变量，自上而下视角挖掘主线难度也相应增大。相对于宏观逻辑层面的分析，当前时点更应该关注市场的博弈行为和中微观特征。

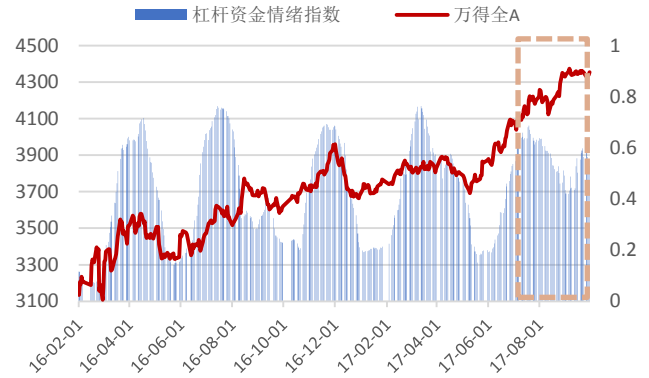
（一）市场参与者博弈态势加剧。自三季度后期开始，A 股市场的博弈性质迅速提升，一者源于内外部环境阶段性逆转造成的主线缺失，二者则是对于 10 月重要会议事件的提前反应。观察公募基金仓位与两融余额走势可以看到，自从年中开始二者在周期金融主线引领下同步走高，但在进入 9 月后却发生了显著背离，体现了机构与个人投资者的存量博弈特征的回归。另一方面，16 年以来的市场运行一直都处于万亿融资余额上限和 4-5 个月的融资交易周期的压制状态，事实上无论是两市融资余额还是基金仓位，目前都已经处于高位区间，未来流动性趋稳的背景下市场博弈行为加剧态势仍将延续。

图表 3 偏股类基金仓位与两融余额走势



资料: Wind, 华创证券研究所

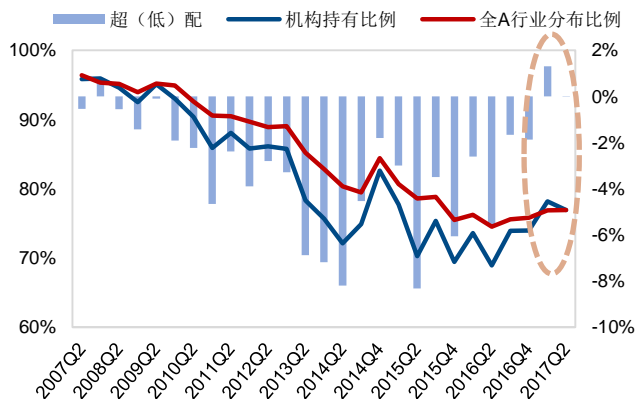
图表 4 杠杆资金情绪指数与万得全 A 指数



资料来源: Wind, 华创证券研究所

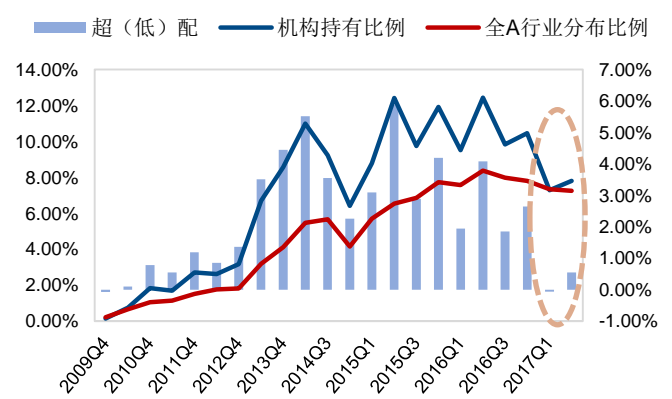
(二) 机构抱团松动, 风格趋向均衡。通过对机构投资者 (不包含产业资本) 整体持仓行为的测算, 我们看到自二季度开始机构对于主板和创业板的配置趋势就已发生变化, 始于 15 年二季度的持续加仓主板、减仓中小创行为在到达极致状态后出现收敛迹象。而通过跟踪统计年中以来国家队、社保基金和陆股通的重仓股 (活跃股) 变动, 我们发现: (1) 国家队和社保基金在三季度均出现大幅增持 (分别约 16% 和 9%); (2) 虽然国家队、社保和北上资金偏好各不相同, 但年中以来三者都加大了高弹性行业 (有色金属、非银) 的持有比例; (3) 相对于 5 月底, 国家队对于创业板重仓股的增持比例高达 37%。伴随风格趋向均衡的是机构抱团行为的松动, 9 月证监会发布的基金流动性管理新规中, 进一步明确了关于持股集中度 (流通股份 15%) 限制, 新规自 10 月 1 日起施行后机构的抱团行为将进一步弱化。

图表 5 机构投资者主板持仓变化情况



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 6 机构投资者创业板持仓变化情况



资料来源: Wind, 华创证券研究所

(三) 2009 年以来 A 股呈现明显的“国庆”日历效应。过去 15 年中上证在国庆后一周内收涨概率达到三分之二, 除去 08 金融危机的周度平均涨幅为 2.2%; 2009 年以来国庆节的日历效应更为突出, 8 年间周度平均涨幅更是达到 3.9%; 行业方面, 周期板块、农林牧渔以及机械设备行业平均涨幅居前。国庆后市场趋于收涨的原因一方面来自于传统旺季的推动, 另一方面则是受益于跨季后流动性预期的边际改善, 从利率走势来看 10 年期国债收益在节后一周大概率趋向回落。但如果放眼于整个 10 月的市场表现, 可以看到 A 股在 10 月的整体日历效应显著下降, 8 年来平均涨幅降至 0.9%。

综上, 9 月 PMI 以及海外经济数据均验证了我们关于短期内需求结构并无加速恶化基础的判断, 当前内外环境转向引发类滞胀风险的可能性较低, 总量政策亦缺乏释放的空间和必要性, 因此宏观基本面和流动性都不会构成驱

动 A 股估值系统以及风格转换的核心变量，随着类滞胀预期的修正市场在 10 月将有望迎来阶段性风险偏好提升的时段。通过剖析市场的参与者行为和中微观特征，我们看到市场博弈性质逐渐提升，并且机构风格趋向均衡，抱团行为弱化。一条主线是布局估值合理的低位滞涨板块，包括建筑工程、农林牧渔、商贸和医药生物等，另一条主线则是围绕业绩增长和动能转换，其中成本传导顺畅的通信电子、通用/专用设备、轨交等高端装备制造，以及受益于 PPI-CPI 剪刀差收敛的中端消费将具有更高的性价比。此外，在定向降准和港股市场刺激下建议稳守马太效应凸显的金融龙头。

行业配置方面，短期稳守消费、金融，长期瞩目优质成长。具有较好成本转嫁能力的下游消费子行业有望提价保持盈利，我们看好中端白酒、零售等消费方向；受益于周期行业盈利情况大幅改善，以及定向降准和港股市场刺激，建议稳守马太效应凸显的银行业龙头，而龙头保险公司则因保险需求爆发、公司产品结构改善获得长足发展。中长期来看，我们继续看好新能源汽车、OLED 产业链等代表国家未来新经济增长点的产业方向，以及高铁、核电等高端制造。

主题投资方面，继续强调供给侧改革向着更加注重“结构性”的“动能转换”方向迈进，三大合力战略新兴产业龙头公司或在四季度“攻守兼备”：新能源汽车—汽车电子细分、人工智能—人脸识别细分以及 5G 产业链；9 月底中央军民融合委员会第二次会议通过《“十三五”国防科技工业发展规划》并部署下一阶段工作，长期看好军民融合代表的大国重器，重点关注通航、芯片等产业链、前向与后向关联效应显著的战略性产业；同时，农业供给侧改革是历年四季度表现良好板块，关注种植链龙头。

团队介绍

组长、首席分析师：王君

南开大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2017 年加入华创证券研究所。2014 年水晶球（策略）第六名、2016 年新财富（策略）第五名。

分析师：范子铭

中国人民大学经济学硕士。曾任职于东兴证券、华夏基金。2017 年加入华创证券研究所，于策略组负责行业比较研究。

分析师：徐驰

上海对外经贸大学经济学硕士。曾任职于中泰证券。2017 年加入华创证券研究所，于策略组负责主题策略研究。

研究员：张峻晓

中央财经大学金融学硕士。曾任职于中信建投证券。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王梅娜

北京大学经济学硕士。曾任职于嘉实基金。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：赵鹏宇

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	刘蕾	销售经理	010-63214683	liulei@hcyjs.com
	申涛	销售经理	010-63214683	shentao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	朱妍	销售助理	0755-82027731	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券 邮编：200120 传真：021-50581170 会议室：021-20572500