



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

关于风格转变的路演反馈

——策略周观点

2022 年 9 月 4 日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjituo@cindasc.com

李畅 联系人
邮箱: lichang@cindasc.com

张颖锐 联系人
邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

关于风格转变的路演反馈

2022年9月4日

核心结论: 我们近期不断提示“提前开始风格转换”，也和大量的投资者进行了深入的交流。投资者对新能源的业绩信心还在，但比去年 Q4 弱很多。投资者对风格转变的最大质疑是，如果经济持续有下台阶的压力，价值股的吸引力并不高，转变风格也应该在成长内部转，而不应该转向金融地产消费类的价值。我们的观点是：既然投资者对新能源业绩持续性的信心比去年 Q4 弱了很多，那么可能风格转变的条件也会宽松很多，如果成长性行业存在新的景气度机会，肯定是最好的选择，但目前来看，新的成长赛道成熟度和资金容量依然有限，所以风格转变只局限在成长细分行业间概率不高。而且，历史上经济下台阶的阶段，价值股也是可以超额收益的，比如 2011 年 Q4-2013 年 Q1、2014 年 Q3-Q4。当下的风格转变至少是季度的，甚至不排除年度的可能。

➤ **(1) 对比去年 Q4 风格转变时投资者的心态。** 近期新能源相关行业出现了明显的调整，这一调整的原因目前还存在很大的分歧。没有分歧的是，这一次调整的起点始于前期新能源的交易拥挤，始于投资者发现“新能源+”的个股变得越来越边缘，这一情况和去年 Q4 是类似的。同时，与去年 Q4 相比有很多不同的地方：(1) 去年风格切换出现在 Q4，而每年年底是估值切换的时间，风格往往会变得均衡，最近 2 周的风格变化比去年更早。(2) 去年 Q4，价值股有稳增长政策这一利多，但最近国内经济预期比去年更弱，价值股的逻辑比去年 Q4 更弱。(3) 去年风格切换后，之所以风格变化幅度较大，很重要的原因是 1-4 月指数调整幅度较大，当下来看，即使指数有下行压力，下跌的幅度可能会比 1-4 月更小。(4) 投资者对新能源未来 1 年的业绩信心比去年 Q4 弱很多，一方面是因为半导体景气度下行，已经证明了即使长期成长性好，景气度也会有周期性波动，另一方面，新能源内部的业绩增速也出现了分化，很多细分行业面临的供需短缺比去年小很多，也让部分投资者切实开始担心产能的影响，这个担心比去年底更为右侧。

➤ **(2) “经济有下台阶的压力”正在成为部分投资者坚守成长股的主要原因。** 投资者对新能源的业绩信心还在，但比去年 Q4 弱很多。投资者对风格转变的最大质疑是，如果经济持续有下台阶的压力，价值股的吸引力并不高，转变风格也应该在成长内部转，而不应该转向金融地产消费类的价值。我们认为，如果成长性行业存在新的景气度机会，肯定是最好的选择(比如传媒互联网)，但目前来看，其产业爆发性和资金容量依然有限，所以风格转变只局限在成长细分行业间概率不高。并且，历史上经济下台阶的阶段，价值股也是可以超额收益的。比如 2011 年 Q4-2013 年 Q1、2014 年 Q3-Q4。

➤ **风险因素:** 房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。



目录

一、策略观点：关于风格转变的路演反馈	4
二、本周市场变化	9
风险因素	12

表目录

表 1：近期利多利空梳理	7
表 2：大类风格配置建议	8

图目录

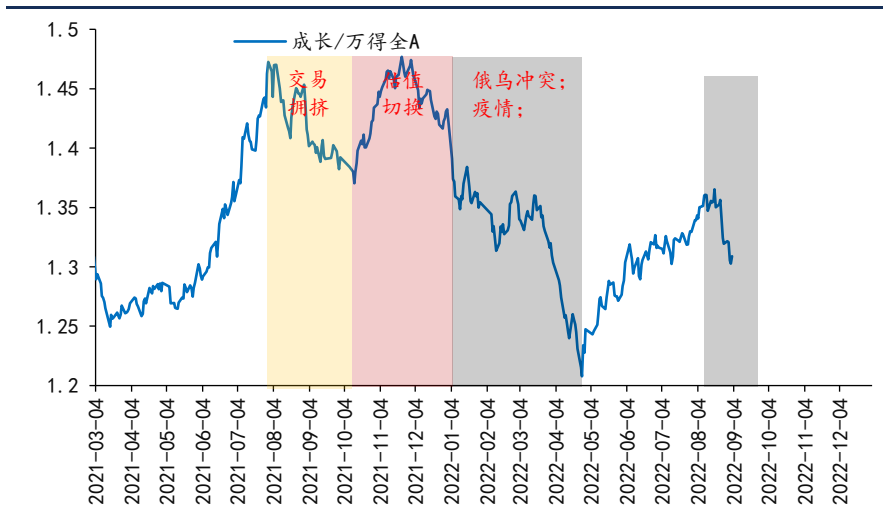
图 1：2021 年 Q4 的风格转变更慢（单位：倍数）	4
图 2：半导体没能抵抗住周期波动（单位：倍数，%）	5
图 3：电气设备各二级行业 ROE（单位：%）	5
图 4：经济下台阶的阶段，价值股也可以有超额收益（单位：倍，%）	5
图 5：成长业绩占优时的风格变化（单位：倍数，%）	6
图 6：2018 年和今年 1-4 月，地产销售下行，价值风格（单位：倍数，%）	6
图 7：2022 年的市场节奏（单位：点数）	7
图 8：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 9：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	9
图 10：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	9
图 11：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 13：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 14：2022 年全球大类资产收益率（单位：%）	10
图 15：沪股通累计净买入（单位：亿元）	10
图 16：融资余额（单位：亿元）	10
图 17：新发行基金份额（单位：亿份）	11
图 18：基金仓位估算（单位：%）	11
图 19：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	11
图 20：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	11
图 21：长期国债利率走势（单位：%）	11
图 22：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	11

一、策略观点：关于风格转变的路演反馈

我们近期不断提示“提前开始风格转换”，也和大量的投资者进行了深入的交流。投资者对新能源的业绩信心还在，但比去年Q4弱很多。投资者对风格转变的最大质疑是，如果经济持续有下台阶的压力，价值股的吸引力并不高，转变风格也应该在成长内部转，而不应该转向金融地产消费类的价值。我们的观点是：既然投资者对新能源业绩持续性的信心比去年Q4弱了很多，那么可能风格转变的条件也会宽松很多，如果成长性行业存在新的景气度机会，肯定是最好的选择，但目前来看，新的成长赛道成熟度和资金容量依然有限，所以风格转变只局限在成长细分行业间概率不高。而且，历史上经济下台阶的阶段，价值股也是可以有超额收益的，比如2011年Q4-2013年Q1、2014年Q3-Q4。当下的风格转变至少是季度的，甚至不排除年度的可能。

(1) 对比去年Q4风格转变时投资者的心态。近期新能源相关行业出现了明显的调整，这一调整的原因目前还存在很大的分歧。没有分歧的是，这一次调整的起点始于前期新能源的交易拥挤，始于投资者发现“新能源+”的个股变得越来越边缘，这一情况和去年Q4是类似的。

图 1：2021 年 Q4 的风格转变更慢（单位：倍数）

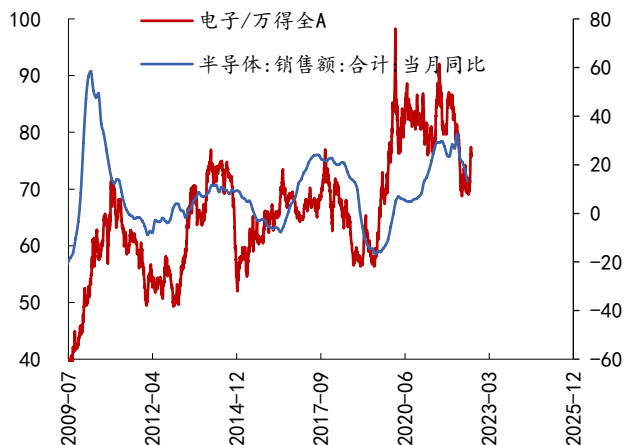


资料来源：万得，信达证券研发中心

同时，与去年Q4相比有很多不同的地方：(1) 去年风格切换出现在Q4，而每年年底是估值切换的时间，风格往往会变得均衡，最近2周的风格变化比去年更早。(2) 去年Q4，价值股有稳增长政策这一利多，但最近国内经济预期比去年更弱，价值股的逻辑比去年Q4更弱。(3) 去年风格切换后，之所以风格变化幅度较大，很重要的原因是1-4月指数调整幅度较大，当下来看，即使指数有下行压力，下跌的幅度可能会比1-4月更小。

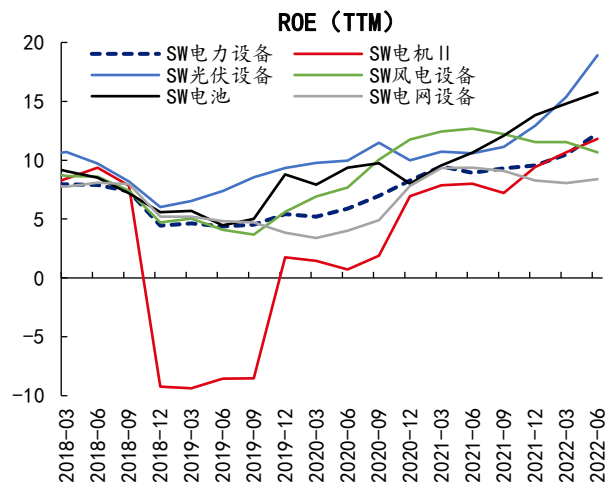
(4) 投资者对新能源未来1年的业绩信心比去年Q4弱很多，一方面是因为半导体景气度下行，已经证明了即使长期成长性好，景气度也会有周期性波动，另一方面，新能源内部的业绩增速也出现了分化，很多细分行业面临的供需短缺比去年小很多，也让部分投资者切实开始担心产能的影响，这个担心比去年底更为右侧。

图 2：半导体没能抵抗住周期波动（单位：倍数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

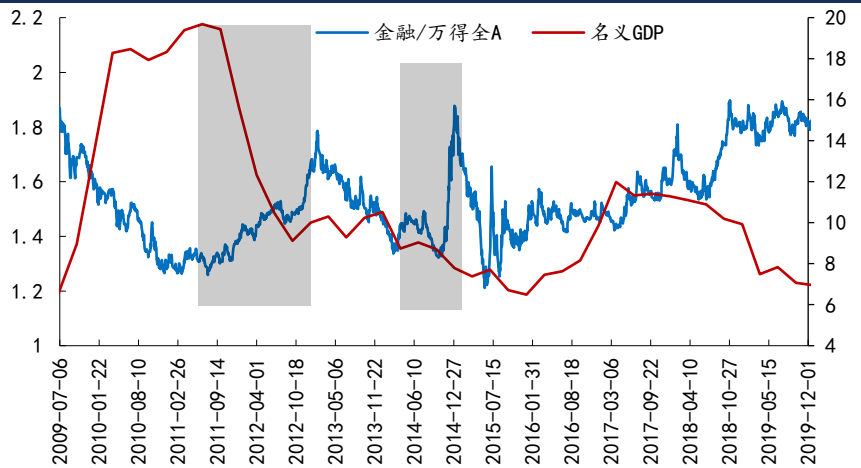
图 3：电气设备各二级行业 ROE（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) “经济有下台阶的压力”正在成为部分投资者坚守成长股的主要原因。投资者对新能源的业绩信心还在，但比去年 Q4 弱很多。投资者对风格转变的最大质疑是，如果经济持续有下台阶的压力，价值股的吸引力并不高，转变风格也应该在成长内部转，而不应该转向金融地产消费类的价值。我们认为，如果成长性行业存在新的景气度机会，肯定是最好的选择(比如传媒互联网)，但目前来看，其产业爆发性和资金容量依然有限，所以风格转变只局限在成长细分行业间概率不高。并且，历史上经济下台阶的阶段，价值股也是有超额收益的。比如 2011 年 Q4-2013 年 Q1、2014 年 Q3-Q4。

图 4：经济下台阶的阶段，价值股也可以有超额收益（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 我们的判断：风格转变至少是季度的，甚至不排除年度的可能。最近的风格变化，我们认为有两种情形。情形 1：业绩比较优势都不变（经济依然下行，新能源业绩依然偏强），则可能是季度性风格转变。这种情况下，最近的风格转变主要是由于交易拥挤、指数调整、估值差等原因导致的。一般来说，持续时间最长可达 1-2 个季度，比如 2014 年 Q4、2015 年 Q3、2016 年 Q1、2021 年 1-4 月。

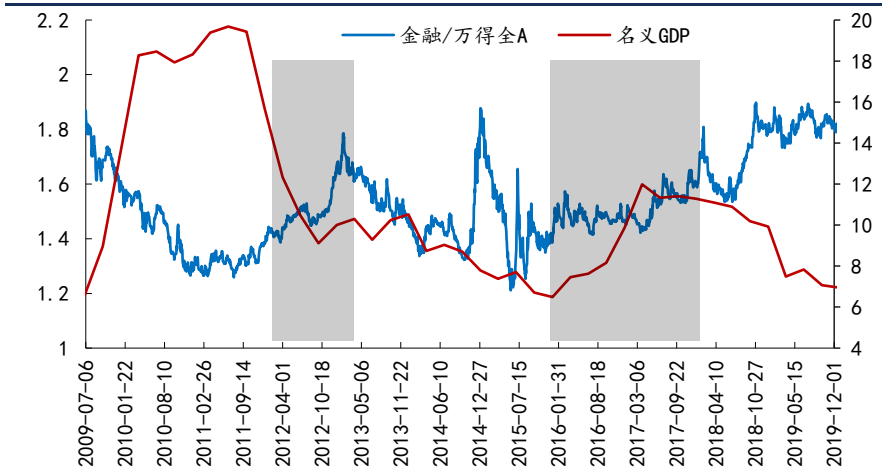
图 5：成长业绩占优时的风格变化（单位：倍数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

情形 2：经济半年内企稳走平，则可能会是年度转变。一旦出现这一变化，则价值股的业绩也能有一定的修复，风格转变的时间可能会更久，比如 2012-2013 年 Q1、2016 年 Q1-2018 年初。

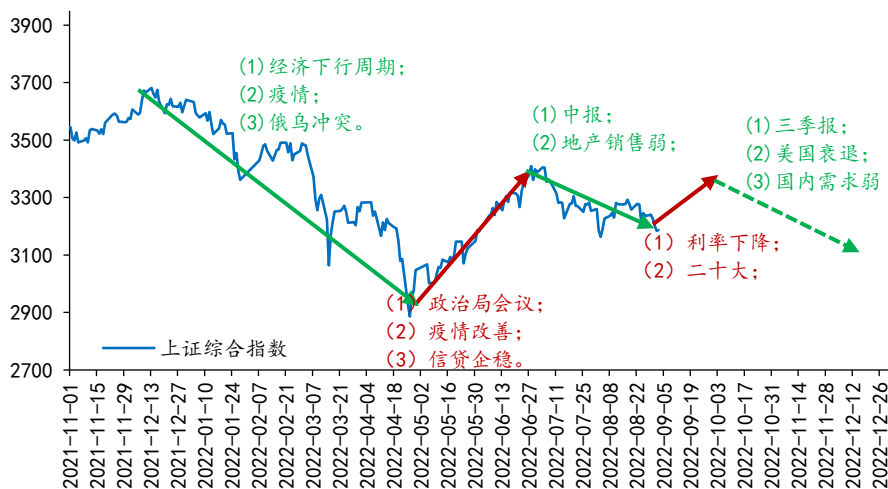
图 6：2018 年和今年 1-4 月，地产销售下行，价值风格占优（单位：倍数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）短期策略：提前风格转变，指数先进入区间震荡，Q4 会更弱。7 月以后，经济预期再次回落，导致上证 50 等指数最先开始走弱，8 月下旬开始，由于疫情、美股调整、风格转变等影响，指数再次走弱。我们认为指数层面大级别的风险现在依然看不到，结构性风格转变依然可能会是未来一段时间市场的主要矛盾。9 月在二十大、稳增长、利率下降等因素的驱动下，价值股大概率会更强，有望起到稳定指数的作用。目前最不可控的风险来自美股，美国经济依然有进入衰退的压力，其对全球资本市场的影响尚未结束，10 月后，这一影响可能会显现得更为明显。

图 7：2022 年的市场节奏（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：近期利多利空梳理

事件	
利多	(1) 9 月 2 日，进出口银行获银保监会批复同意设立进银基础设施基金公司。当日，首批基金投放完成；
	(2) 9 月 2 日周五，上海期货交易所、上海国际能源交易中心、郑州商品交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所同步发布公告，宣布 QFII、RQFII 的衍生品投资领域从即日起扩围，涉及股指期货和多个重要大宗商品期货与期权。
利空	(1) 美联储在 6 月正式启动缩表，6 至 8 月每月缩表上限为 475 亿美元，而这一速度将在 9 月开始翻倍，上限提高至 950 亿美元；
	(2) 国家卫健委：9 月 3 日 0—24 时，新增本土确诊病例 314 例，新增本土无症状感染者 1359 例；
未来重点事件	(1) OPEC+ 将于 9 月 5 日举行会议。；
	(2) 中国共产党第二十次全国代表大会。

资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：我们之前一直提示 Q3 均衡，Q4 价值，当下来看，这一观点可能需要修正，建议提前开始转向价值。(1) **成长股的季度性反弹大概率已经接近尾声，建议配置上转向价值股。**由于市场年度的风格是拉锯期，所以价值成长会伴随指数的涨跌出现快速的变化，当下的成长处在类似 2015 年 Q4 和 2019 年 Q1 的大反弹中，季度涨幅过后需要减少成长。(2) **金融类板块中，非银将会是进可攻退可守的方向。**后续如果价值占优，非银是价值股中估值筹码最有优势的，如果是成长股继续活跃，非银也会受益于市场风险偏好的回升。地产银行也可以作为超配的方向。(3) **消费的逻辑演绎还不充分。**疫情后投资者开始逐渐预期经济恢复，这一恢复的过程虽然受到房地产销售的波折，但大方向上还能持续。建议优先关注疫后产能格局优化的酒店、航空，后续等待稳增长效果，逐渐增配和经济相关度高的家电等。

表 2：大类风格配置建议

板块	配置建议
周期	2022 年的周期股分化很大，上游资源煤炭、石油石化涨幅较大，但和国内房地产链相关的周期跌幅较大。我们认为，经济的下滑还没有完全结束，海外的需求下滑大概率会成为成长和周期股后续主要的利空因素。但是鉴于较好的产能格局，大部分周期股已经消化了国内的需求下降，海外需求的下降影响大概率不会很致命。最近 1 个月，资源股的强势，主要是成长资金转配价值的影响，这个影响结束后，可能会在海外需求的影响下有调整，到年底或明年初，周期股可能会迎来全面性（不只是资源股）的买点。
消费	5-6 月，消费再次出现反弹，7 月由于受到地产销售下滑的影响调整较多。我们认为虽然波动性大，但未来 3-4 个季度，消费板块大概率会有超额收益，因为：（1）经过 1 年多的估值消化后，整体估值较为合理；（2）未来 3-4 个季度，大概率经济会触底回升，有利于消费 1 年内景气度的回升。建议关注和经济相关度高的家电，疫后产能格局优化的酒店、航空。
成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑较好，但由于供需错配相比 2021 年有所减少，所以 2022 年的波动明显加大。2022 年成长股可能会不断在领涨和领跌之间切换，成长当下处在季度大反弹的过程中，可以类比 2015 年 Q4 的创业板反弹、2019 年 Q1 的 TMT 反弹。当下处在反弹的后期，建议转配低估值的传媒互联网。
金融地产	稳增长板块 4 月之前有很强的超额收益，4 月之后偏弱，背后主要是市场牛熊转折的影响。从长期的角度，我们认为金融地产等低估值板块已经进入 2-3 年配置区间，节奏上，Q3-Q4 市场可能会开始新的风格转变，期间金融地产的超额收益可能会再次出现。

资料来源：信达证券研发中心

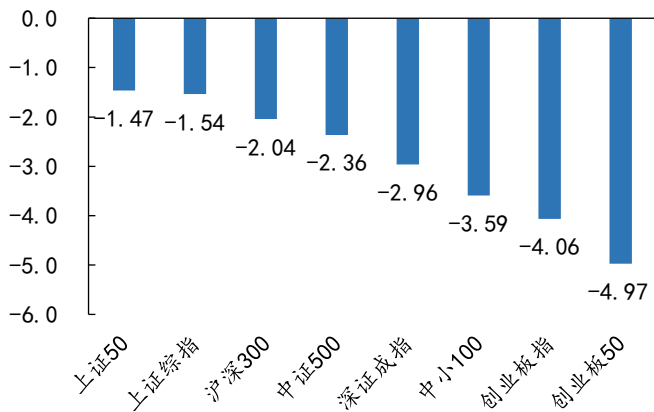
二、本周市场变化

本周 A 股主要指数出现回调，其中创业板 50 (-4.97%) 跌幅最大。申万一级行业本周涨跌不一，其中家用电器 (2.33%)、房地产 (1.92%)、轻工制造 (1.58%) 涨幅居前，汽车 (-5.22%)、有色金属 (-6.46%)、电气设备 (-7.03%) 表现偏弱。概念股中，移动转售指数 (6.35%)、南京市国资指数 (4.99%)、卫星导航指数 (4.16%) 领涨，能源互联网指数 (-9.03%) 和充电桩指数 (-8.92%) 领跌。

本周全球股市涨跌分化，俄罗斯 RTS (8.57%)，德国 DAX (0.61%)，印度 SENSEX30 (-0.05%) 排名领先。商品市场本周具有明显回调趋势，其中，LME 铝 (-12.02%)、螺纹钢 (-10.81%) 跌幅居前。另外在 2022 年全球大类资产年收益率指标中，美元指数 (14.21%)、南华工业品指数 (8.25%)、布伦特原油 (1.27%) 排名较高，而 MSCI China (-22.96%) 排名靠后。

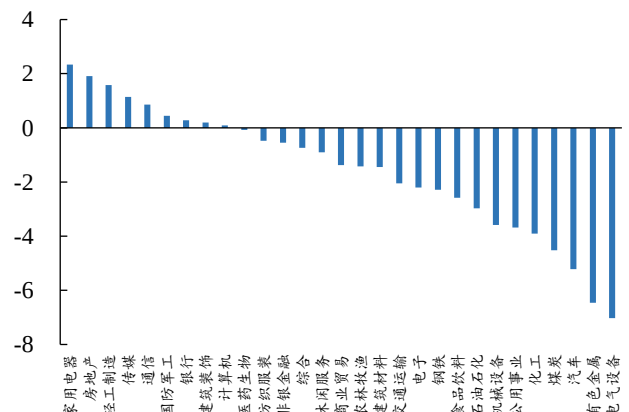
A 股市场资金方面，本周北上资金净流出 (陆股通) 共计 33.31 亿元 (前值净流出 34.91 亿元)。本周央行公开市场操作逆回购投放 100 亿元，累计净回笼资金 0 亿元。截至 2022 年 9 月 3 日，银行间拆借利率本周均值相比上周有所上升，十年期国债收益率本周均值相比上周有所上升。从公募机构股票持仓来看，普通股票型基金和偏股混合型基金本周仓位均值相比上周均略有上升。

图 8: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



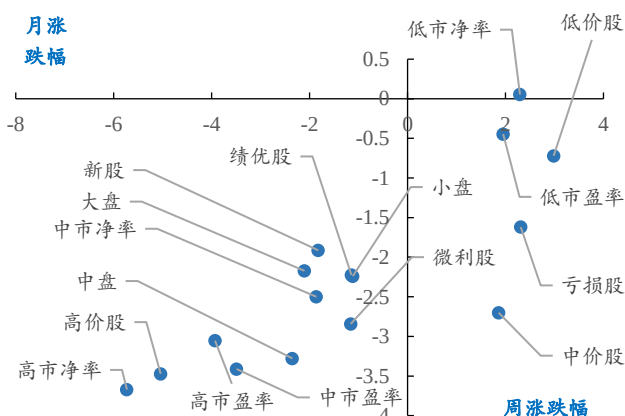
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



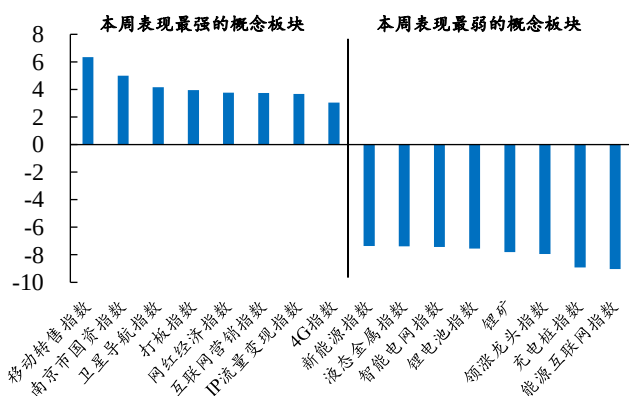
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 10: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

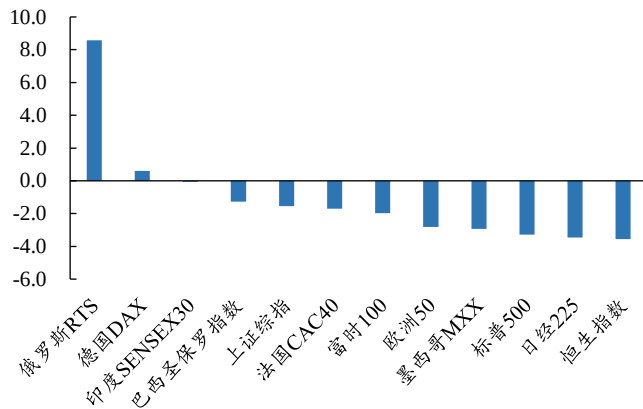
图 11: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

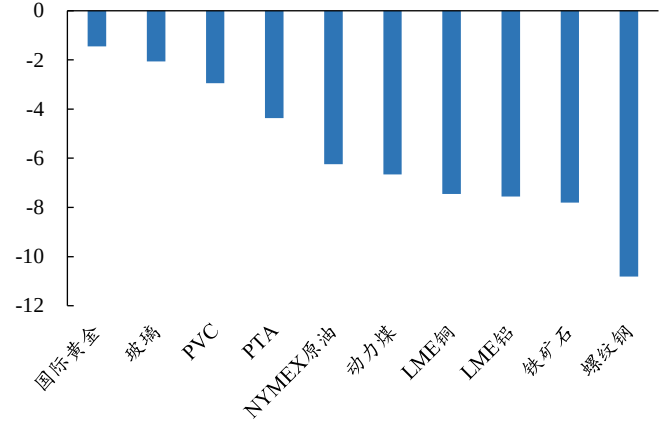


图 12: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)



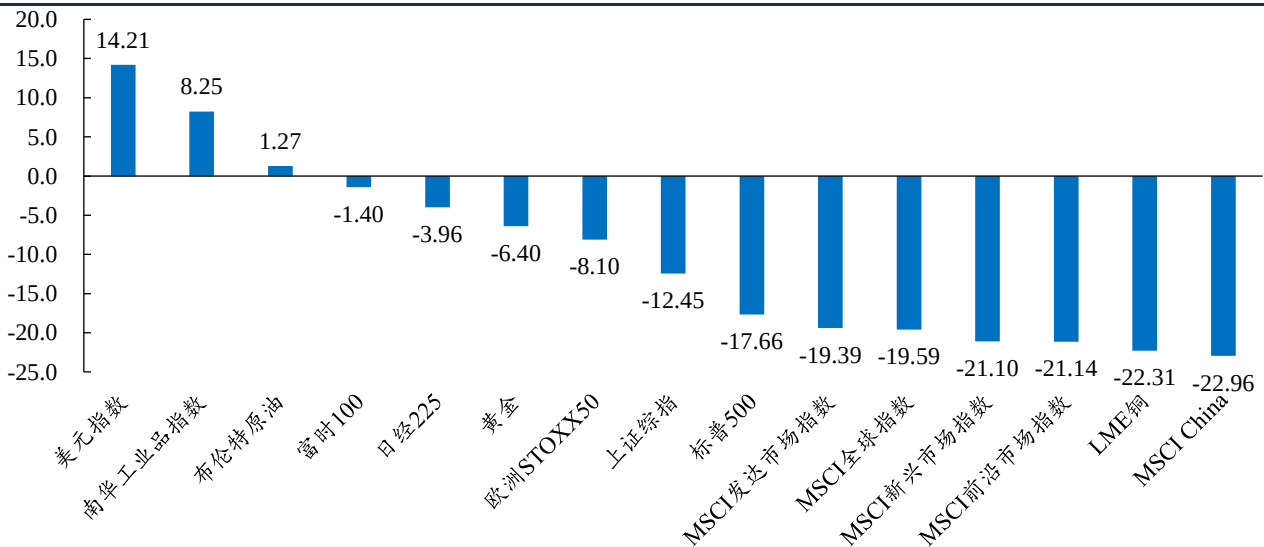
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 2022 年全球大类资产收益率 (单位: %)



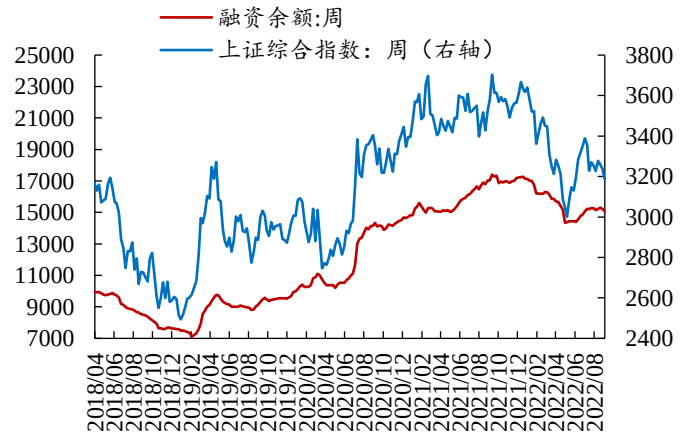
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)

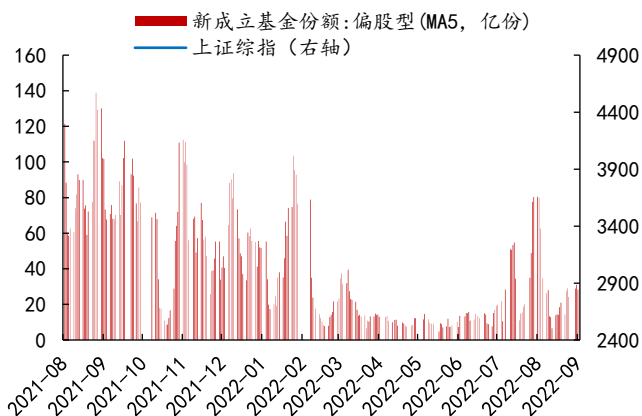


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

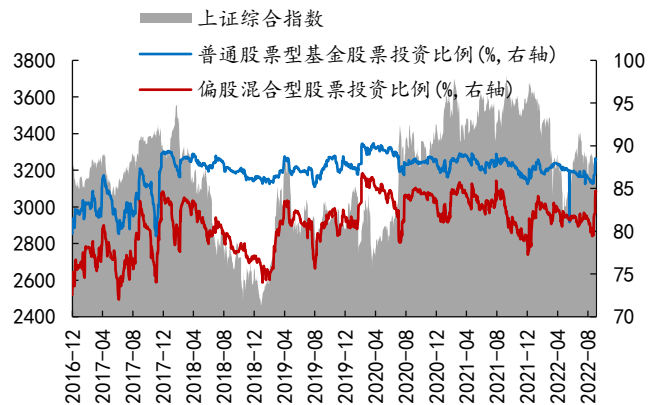
图 16: 融资余额 (单位: 亿元)



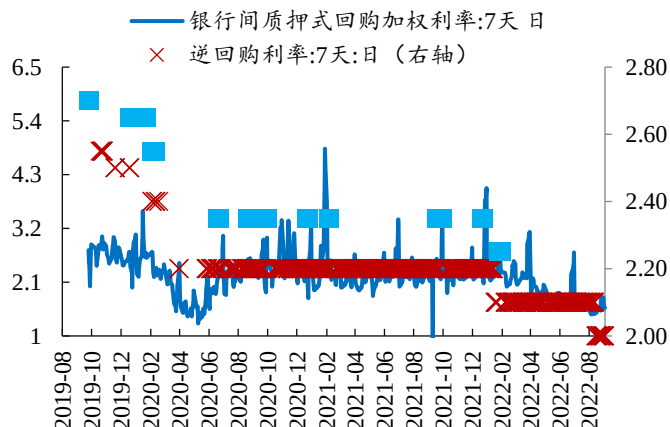
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17：新发行基金份额（单位：亿份）


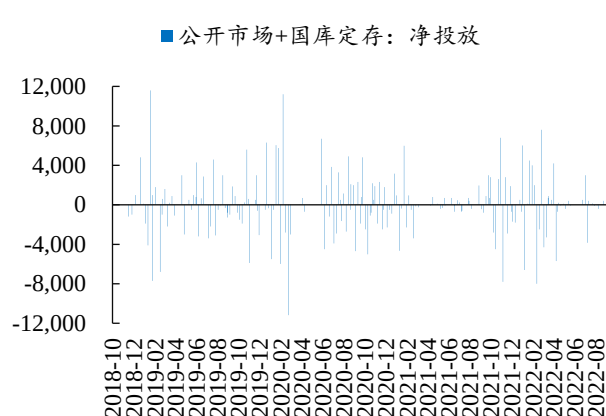
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：基金仓位估算（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）


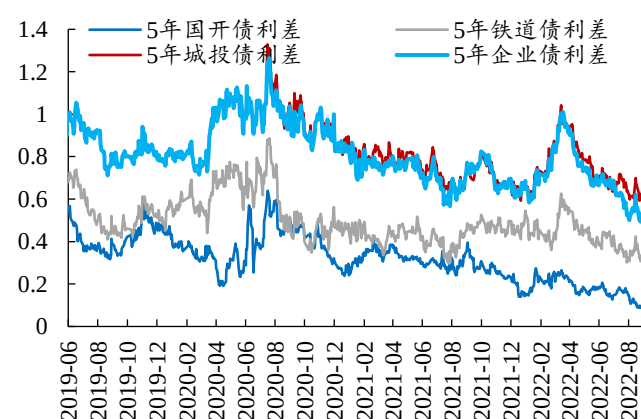
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：长期国债利率走势（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：各类债券与同期限债券利差（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》，2021年11月《V型大震荡》，2022年5月《静待V型反转》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，3年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，3年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。