证券研究报告 策略研究

市场点评

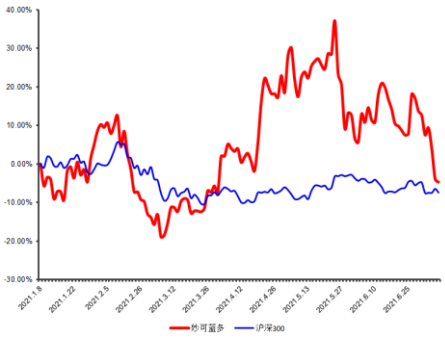
上海证券 SHANGHAI SECURITIES

“风格转换”的策略框架

日期： 2021 年 08 月 17 日

分析师： 屠骏
Tel： 021-53686136
E-mail： tujun@shzq.com
SAC 证书 S0870511070001
分析师： 陈健宓
Tel： 021-53686133
E-mail： chenjianmi@shzq.co
SAC 编号： S0870514080001
研究助理： 倪格悦
Tel： 021-53686132
E-mail： nigeyue@shzq.com
SAC 编号： S0870121040009

最近 6 个月沪深 300 表现



相关报告：

策略视角看地产：行业政策调控趋严，优质企业价值被低估（2021-08-12）

■ 主要观点

在今年剩下的 4 个多月时间里，市场所关注的风格转换能否实现，无疑是最重要的看点之一。

风格转换能否实现，需要满足两个条件：

一、成长/价值的时空结构

在股市表面无规则的随机波动背后，隐藏着更高层次的规律性次序（这是埃德加•E•彼得斯分形市场假说的内核）。若引申到对目前成长/价值的时空结构观察，新能源、芯片、生物医药/金融、地产、机械、建材等主流品种几近强弱切换的临界点。市场关切者近期应能感受到这种微妙变化。目前消费风格、成长风格、周期风格、金融风格风别处于自身 10 年 PE(TTM)的 75%、70%、55%、20%分位。因此，从成长/价值的时空结构看，风格转换条件已经具备，且已现端倪。但还缺一个“东风”。

二、宏观场景中的“利率”信号

从历史上看，宏观场景中“利率”这一核心变量，与中小市值成长风格呈现明显的反向关系（参见中债国债到期收益率：10 年与大盘价值指数/小盘成长指数的趋势对比）。

很显然，“经济平稳、流动性充裕（利率低位）”，是前期中小市值成长风格持续呈现超额收益必要的宏观场景。目前“利率上行”这一核心变量出现变化了吗？

二季度央行货币政策会议纪要中的核心表述是：货币仍“稳”字当头，但要搞好跨周期调节政策设计；对通胀关注度加强（PPI 高位维持时间、PPI 向 CPI 传导的可能性）。这里虽然没有“利率”变化的有效信号，但可以推导，市场风格转换的加分项（利率向上）是：PPI 高位维持时间超预期、经济复苏超预期、taper 节奏提前；减分项（利率向下）是：经济复苏放缓、疫情扩散、PPI 见顶快速回落。

如果上述风格转换的两个条件中，“利率”信号的“东风”始终未出现，那又会怎样呢？

届时风格转换就会转化为风格均衡，这将是四季度相对无趣的情景假设。但我们的观点是风格转换能够实现，因为在目前这种成长/价值相对极致的时空结构下，市场很可能会把“流动性不会更充裕”的共识视为“东风”。

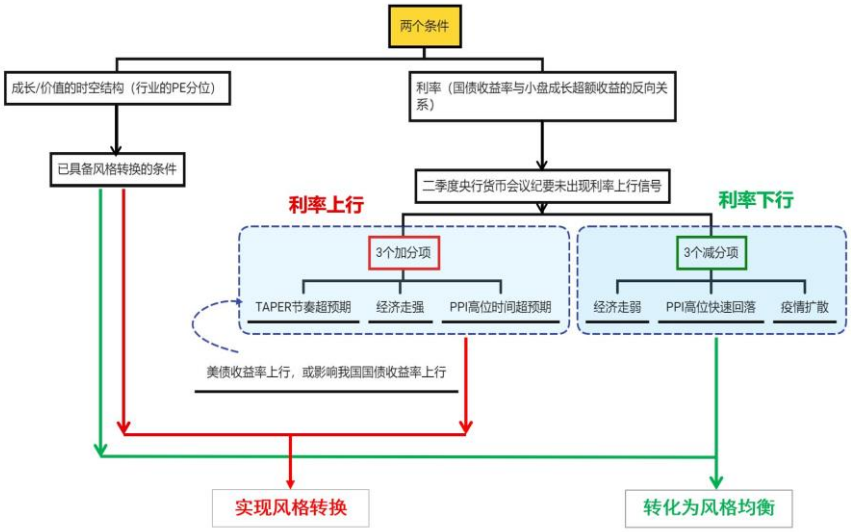
综上，策略应对上，在做好风格配置趋向均衡的同时，需关注市场风格转换的加分项、减分项的变化，尤其要关切 PPI 高位维持时间，为

风格转换做好准备。

■ 风险提示

外部冲击超预期、宏观经济超预期下滑

图 1“风格转换”的策略框架



资料来源：上海证券研究所

分析师声明

屠骏 陈健宓 倪格悦

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。