中航证券研究所
所长：董忠云（S0640515120001）
分析师：成果，CFA（S0640520070001）
分析师：方堃（S0640520080001）
电话：010-59219561
邮箱：chengg@avicsec.com

美股漂亮 50 高估值回撤之际，核心资产阶段性跑输中小盘

策略深度报告　　2021 年 03 月 28 日

摘　要

- 我们认为核心资产即使基本面与成长性不变，但经济金融周期、市场环境、科技变革等方面发生变化也可能会引发阶段性回撤。
- “漂亮 50”估值极端化导致后期大幅回撤的核心原因。尽管“漂亮 50”中大多数标的盈利稳定性较高，但当其估值溢价上升趋于极端化时，一些投资者会积极调仓转向相对低估值的小市值股票。
- 美股“漂亮 50”1973-74 年暴跌之后，投资者风格切换到小市值的股票，从 1975 年到 1983 年底，小盘股的平均复合年回报率为 31.8%，是大盘股年回报率 15.1%的两倍多。
- 当下 A 股震荡调整的原因可归纳为：核心资产估值过高，叠加经济复苏动能衰减下市场利率不断上升。
- 一、二季度中美市场利率大概率仍将处于向上的趋势当中，这一趋势或持续对权益资产形成压制。
- 在 A 股难有整体性机会的当下，我们需要着重关注结构性的因子反转的机会。从 2018 年以来连续跑赢的市值、动量和盈利因子已经出现了交易过度拥挤的状况，相反估值和股息两个因子的性价比处于历史高位。配合目前的宏观背景，中小盘低估值高股息风格将大概率跑赢。
- 借鉴美股“漂亮 50”后期经验，我们认为 A 股核心资产可能会阶段性跑输于中小盘风格。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

一、美股“漂亮 50”受到扰动大幅回撤，小市值风格阶段性跑赢

上世纪七十年代初，美股市场出现“漂亮 50”行情，这类股票普遍属于盈利增速高、业绩波动小的大市值成长股，投资者对其业绩确定性赋予了估值溢价。但随着经济金融周期、市场环境、科技变革等方面发生变化，引发这类市场核心资产出现回撤。

回顾七十年代的历史，美国经济金融周期方面扰动不断，导致股市波动加剧。经济方面，最大的变化就是出现了历史性大通胀，财政扩张和石油危机双重催化是大通胀的成因。由于前期持续采取财政扩张与货币宽松，美元的国际收支不平衡也日益严重。1971 年，尼克松总统宣布结束黄金可兑换试图稳定汇率，1973 年代表金本位的布雷顿森林体系彻底瓦解。这段时期金融市场波动加剧，美联储开始收紧货币政策，提升联邦基金利率以对抗通胀，美债收益率不断攀升。1973 年初，利率上行引发美股市场整体开始杀估值，直至 1974 年末，标普 500 指数从牛市高点累计下跌 43%，指数市盈率跌幅更大达 63%，而之前牛市估值极端化的“漂亮 50”估值下杀幅度更大。

表 1：标普 500 指数与部分“漂亮 50”股票股价及市盈率区间涨跌幅统计

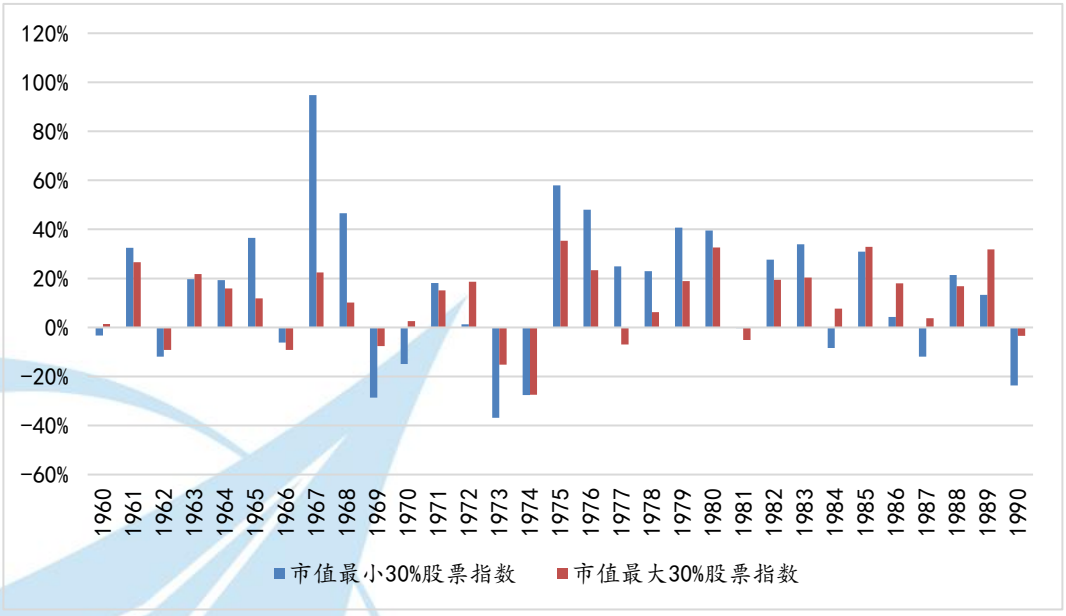
	股价累计涨幅 1970 年至 1972 年末	市盈率累计涨幅 1970 年至 1972 年末	股价累计跌幅 1973 年初至 1974 年末	市盈率累计跌幅 1973 年初至 1974 年末
Polaroid Corp	194%	360%	-91%	-86%
Mcdonald's Corp	749%	332%	-73%	-84%
Disney(Walt) Co	473%	242%	-86%	-88%
Xerox Corp	164%	100%	-72%	-78%
Kodak	164%	91%	-62%	-66%
Avon Products	137%	91%	-87%	-85%
标普 500 指数	57%	36%	-43%	-63%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

“漂亮 50”估值极端化是导致后期大幅回撤的核心原因。1972 年末-1973 年初牛市见顶阶段，“漂亮 50”估值已经远远高于标普 500 指数估值，“漂亮 50”的盈利吸引力大大降低。自 1970 年开始，很多“漂亮 50”股票的估值扩张幅度远远超过市场整体。1972 年 12 月，标准普尔 500 指数的平均市盈率为 19 倍，而“漂亮 50”的平均市盈率超过 37 倍。尽管“漂亮 50”中大多数标的的盈利稳定性较高，但当其估值溢价上升趋于极端化时，一些投资者会积极调仓转向相对低估值的小市值股票。

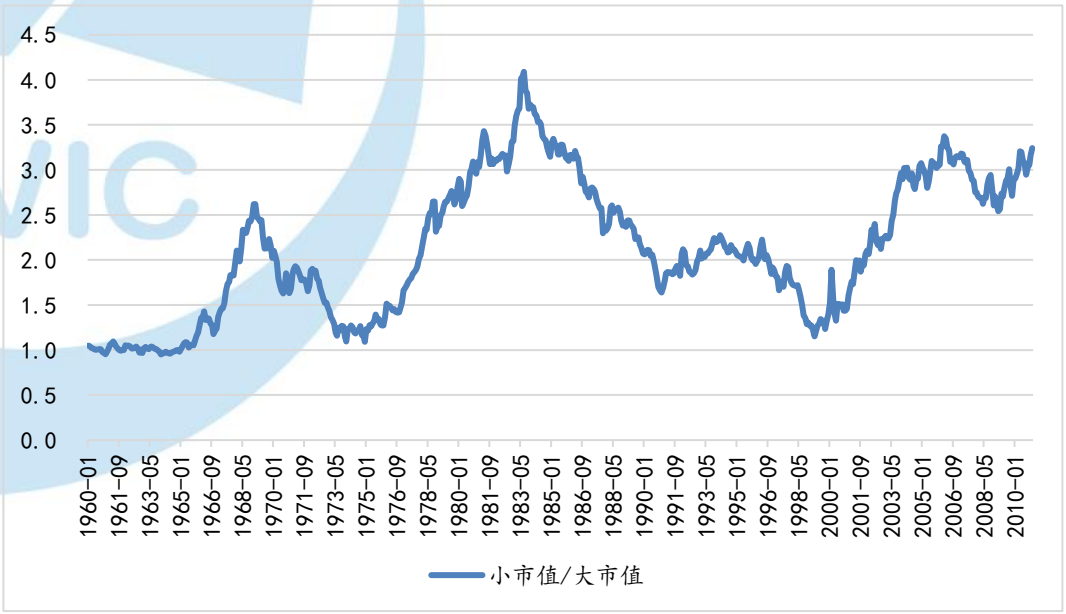
美股“漂亮 50”在 1973-74 年暴跌之后，投资者风格切换到小市值的股票，从 1975 年到 1983 年底，小盘股爆发式上涨。以美股市值最小的 30%代表衡量小盘股表现，以美股市值最大的 30%代表衡量大盘股表现。在这九年中，小型股的累计回报率超过了 1100%。小盘股的复合年回报率为 31.8%，是大盘股年回报率 15.1%的两倍多。选取 1959 年 12 月为基期，计算相对表现指数显示，小盘股的历史回报高于大盘股，但小盘股的表现起伏较大。

图 1：1975-1983 年美股小市值指数年度收益率连续跑赢大市值指数



数据来源：CRSP，中航证券研究所整理

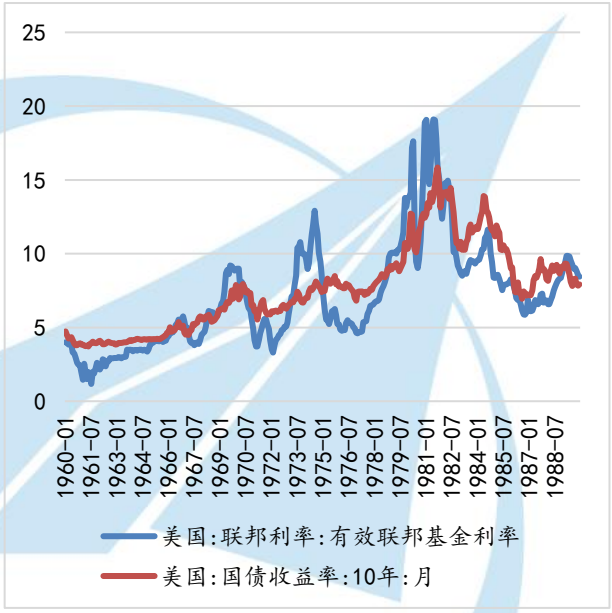
图 2：美股小市值指数相对于大市值指数的表现（1959 年 12 月为基期）



数据来源：CRSP，中航证券研究所整理

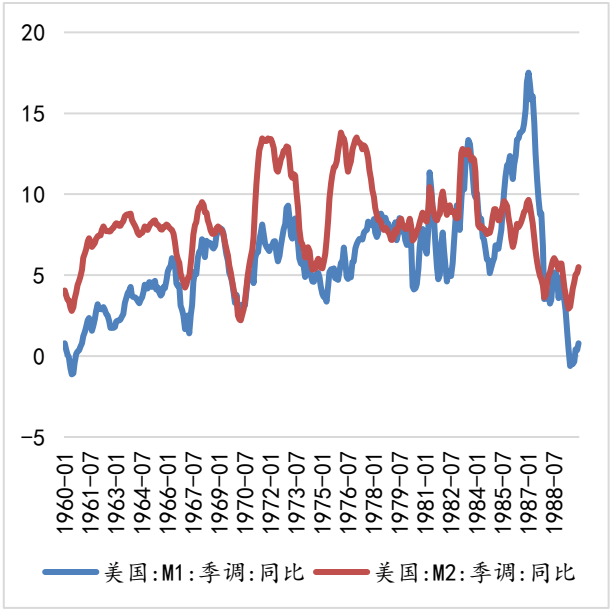
我们认为流动性改善促进了 1975 年至 1983 年间小市值股票大幅跑赢大盘。七十年代中后期美联储采取货币主义使得流动性实质性宽松，驱动股市出现反弹上行的趋势。1974-1975 年美国的实际经济增长率连续负增长，而通货膨胀率突破 10%，宏观经济滞胀愈发严重。1975 年国会通过决议，美联储要按照稳定物价的方针来调节货币供应量，标志着货币主义正式取代凯恩斯主义成为美国货币政策的主导思想。但美联储的货币政策仍处于由价格目标向数量目标过渡阶段。过渡阶段货币政策不稳定，加上高通货膨胀背景下，利率波动较大，货币供应量波动也大，并且货币政策抗击通胀效果不好，1970 年代中后期美国货币供应增速反而在提高。1976 年卡特上台后，实行了减税政策与刺激就业，短期促进了美国经济的增长。卡特政府在治理通货膨胀的立场弱化，美联储货币政策执行实行上转为宽松。由于金融创新，70 年代一段时期 M2 增速高于 M1 增速。直至 1979 年保罗·沃尔克被任命为美联储委员会主席，才真正开始实施紧缩的货币政策。

图 3：70 年代中后期利率持续上行



资料来源：wind，中航证券研究所整理

图 4：70 年代中后期货币供应量增速较高



资料来源：wind，中航证券研究所整理

此外，微电子技术革命也促进了市场青睐小市值科创公司。第四代大规模集成电路掀起了计算机大普及的浪潮。1967 年和 1977 年分别出现了大规模和超大规模集成电路，美国科技硬件企业开始推广微处理器和个人计算机。因特尔、摩托罗拉推动基于超大规模集成电路的微处理器，推动了装有 CPU 集成芯片的新一代计算机的发展。七十年代中后期，一大批计算机科创企业如微软、苹果公司、甲骨文相继创立。美国苹果（Apple）公司于 1977 年开始在市场上出售研制的 Apple Ⅱ型计算机，这是最早期的个人计算机之一。IBM 公司也于 1979 年组织研制个人计算机，迅速占领 PC 市场份额。科技创新时代的红利助推下，小市值的科创公司不断得到市场青睐。

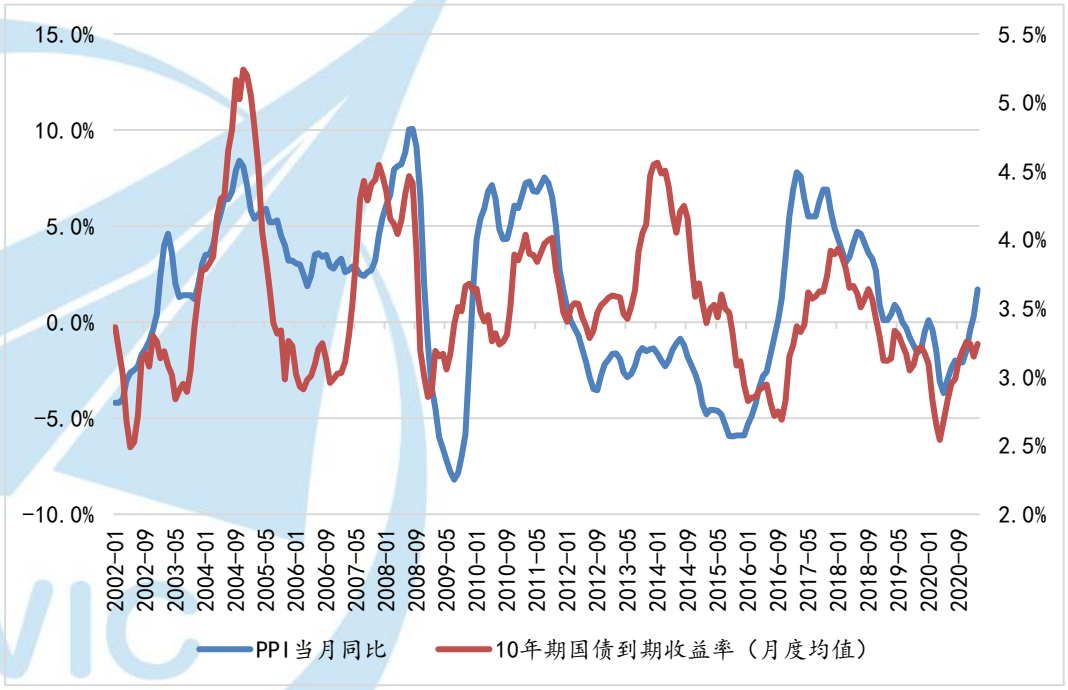
二、A 股难有整体性机会，关注 A 股中小盘因子反转

2.1 压制当前 A 股整体市场上涨的三因素

当下压制 A 股整体的因素有三个：中美市场利率上升、经济复苏动能衰减以及头部核心资产估值过高。

中美国债收益率上行是目前压制 A 股价格的核心因素。美债收益率上升对 A 股影响的主要纽带为外资，我们在 2020 年 10 月 26 日发布的研究报告《美国大选尾部风险对 A 股影响有限》中进行了统计，只要美股大幅下跌，北上资金累计流出 7.2%以上，A 股都经历了同步下跌。中国国债收益率的上升与美债一样，同样受到经济复苏与通胀预期的推动。伴随着国内经济从疫情中逐渐恢复，叠加石油价格反弹，PPI 持续向上。使得对货币政策收紧的担忧愈演愈烈。一、二季度中美市场利率大概率仍将处于向上的趋势当中，这一趋势或持续对权益资产形成压制。

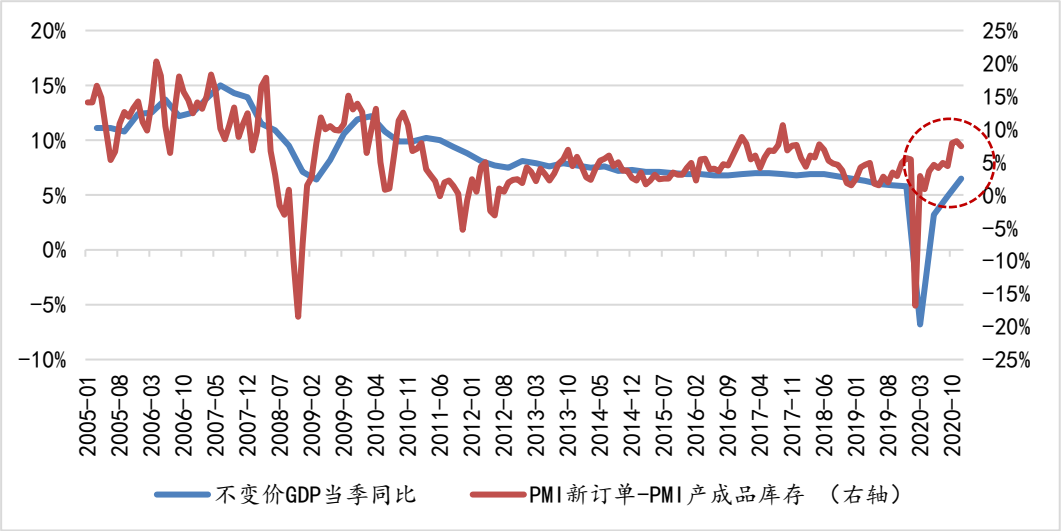
图 5：PPI 与市场利率



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

经济增长较去年四季度已开始走弱：经济动能指标、固定资产投资和居民消费都出现了放缓态势。我们利用 PMI 新订单与 PMI 产成品库存之差来表征经济动能。历史数据显示，经济动能指标的拐点往往领先于 GDP 拐点，新冠疫情得到控制后，我国经济复苏强劲，GDP 同比增速在 20 年一季度触底后反弹。但近期经济动能指标下行拐点已现，经济在保持恢复性增长的同时，增速已出现放缓迹象。

图 6：GDP 的领先指标经济动能开始放缓



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

我们认为另一个压制 A 股的因素是基金“抱团”股估值处于高位。我们用茅指数作为核心资产股的表征，对比近十年间茅指数与全部 A 股（以万得全 A 指数为表征）以及中小市值风格股票（以中证 500 指数为表征）的历史滚动市盈率。即便近期已经历大幅回调，但从分位水平和绝对估值来看，茅指数估值依旧处于高位。纵向历史分位上，截至 3 月 26 日，万得全 A 指数市盈率分位较高，达 85.0%，但茅指数市盈率分位水平更高，已达近十年 95.07%的高位，相比之下，中小盘风格的中证 500 仅为 25.32%。横向绝对水平上，茅指数目前的估值水平为 30.58 倍，高于万得全 A 的 22.02 倍和中证 500 指数的 26.77 倍。

图 7：茅指数、中证 500 和万得全 A PE-TTM（MA60）

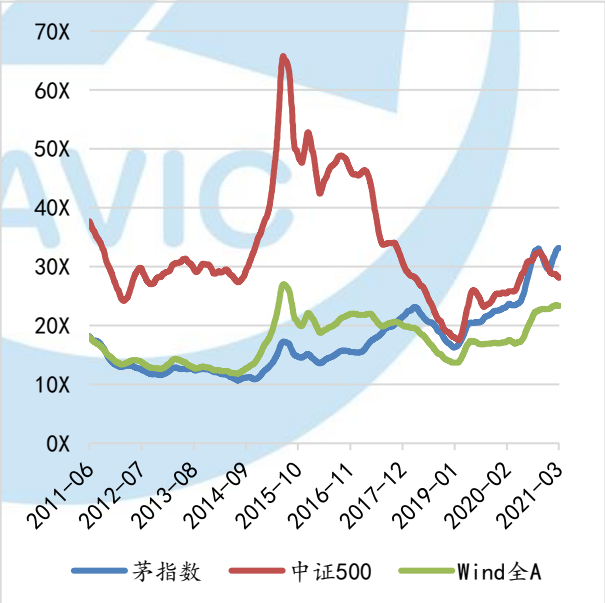
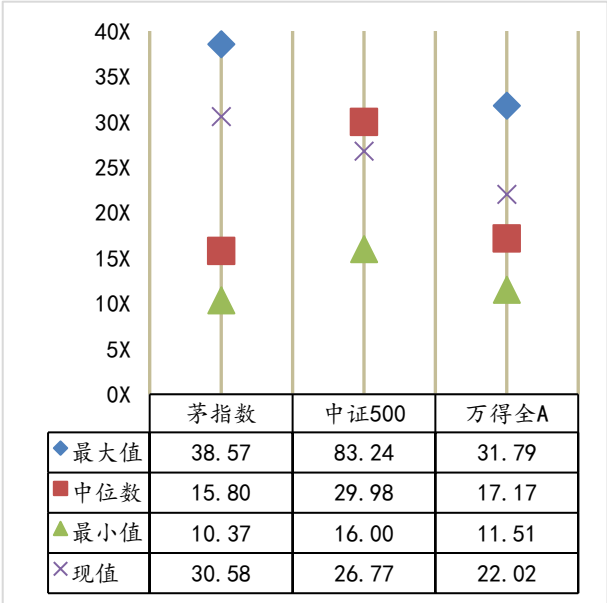


图 8：“抱团”股估值较高



	茅指数	中证500	万得全A
最大值	38.57	83.24	31.79
中位数	15.80	29.98	17.17
最小值	10.37	16.00	11.51
现值	30.58	26.77	22.02

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

2.2 关注 A 股因子反转：中小盘、低估值、高股息风格将大概率跑赢

在 A 股难有整体性机会的当下，我们需要着重关注结构性的因子反转的机会。从 2018 以来连续跑赢的市值、动量和盈利因子（图 9、图 10 和图 11）已经出现了交易过度拥挤的状况，相反估值和股息（图 12 和图 13）两个因子的风险溢价处于历史较高分位区间，表明低估值和高股息的股票性价比非常高。

图 9：对数流通市值风险溢价

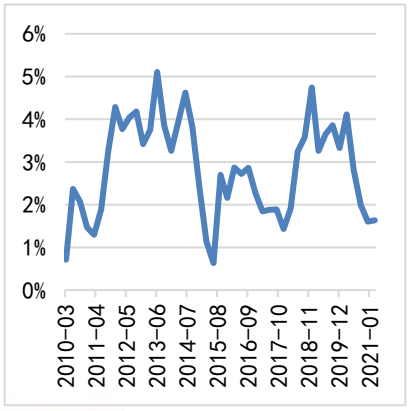


图 10：12 月累计收益风险溢价

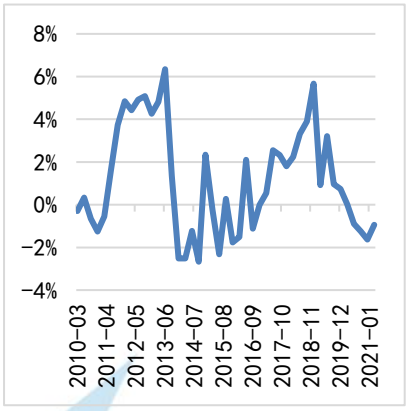
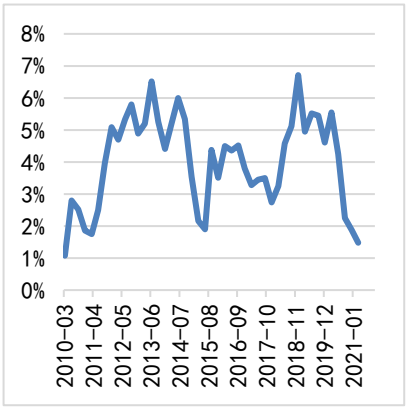


图 11：ROE 因子风险溢价



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图 12：市盈率因子风险溢价

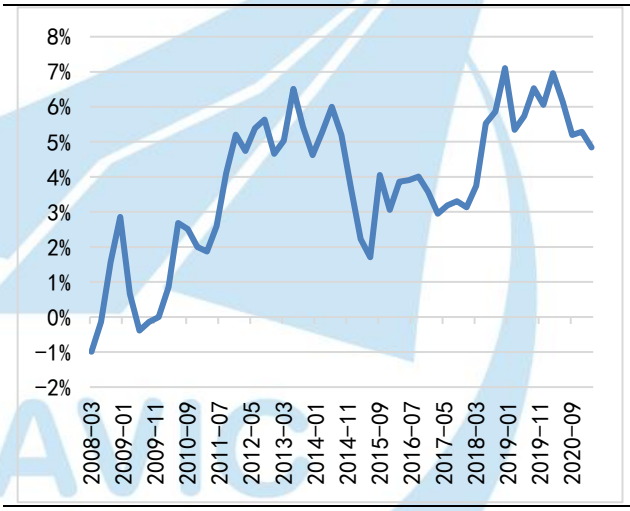
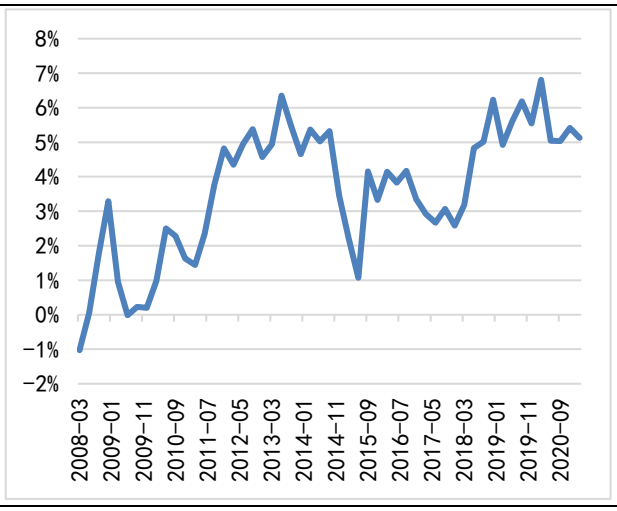


图 13：股息率因子风险溢价



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

借鉴美股“漂亮 50”经验，我们认为核心资产估值极端化之后，经济金融周期、市场环境变化容易引发阶段性回撤，核心资产一段时期的表现可能会跑输于中小盘风格。目前 A 股仍受制于市场利率的上升，我们建议应轻指数重结构。通过对量化因子库的持续监测，配合目前的宏观背景，中小盘、低估值、高股息风格将大概率跑赢。

风险提示：通胀超预期，中美货币政策持续收紧

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中国人民大学管理学学士，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。
方堃，SAC 执业证书号：S0640520080001，清华大学理学学士，香港大学金融硕士，宏观策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。