日期：2021 年 02 月 23 日

风格争夺正酣　序曲还是插曲？

分析师：　蔡钧毅
Tel：　021-53686158
E-mail：　caijunyi@shzq.com
SAC 证书编号：　S0870514070001

报告编号：

相关报告：

首次报告日期：2015 年 10 月 16 日

牛年伊始，风格争夺再起硝烟

牛年伊始的三个交易日，A 股市场出现高低切换的趋势，小盘股行情显着跑赢大盘股，被市场誉为的抱团股一再崩塌，节前一直暴涨的白酒、光伏、食品、家电等高位板块继续深度回调。统计显示，2 月 18 日-22 日，两市市值超过 1000 亿元的公司，平均下跌 2.99%；市值在 500 亿元到 1000 亿元之间的公司平均跌幅为 0.65%；市值在 300 亿元到 500 亿元之间的公司平均涨幅为 1.90%；市值 100 亿元到 300 亿元之间的公司平均涨幅为 4.83%；市值小于 100 亿元的公司平均涨幅为 7.87%。但个股涨跌比显示，涨多跌少。指数方面看，创业板指数的大跌的另一面，是国证 2000 和中证 1000 指数遥遥领先市场，周二，A 股市场低开震荡，多只龙头股止跌回升，核心品种收住溃退步伐，抱团的各类“茅”低开后迅速反攻，个股却跌多涨少，熟悉的风格再度显现——龙头股上涨，多数个股下跌。

经过节后数日表现，年前极致分化的风格得到了明显收敛，当然市场必然对此又是一番争论，市场风格转换？目前转了三天，而行业方面，坐久了冷板凳的顺周期板块今年打了个漂亮翻身仗。今年以来，包括石油化工、化纤、贵金属、工程机械、化工原料等多个顺周期指数的涨幅均超过了 20%。

风格争夺是插曲还是序曲呢？

其实，我们在本次数年以来的大周期中，抱团现象的内涵是在市场环境发生深刻变化之下的价值投资理念的崛起，机构投资者比重逐步抬升下，市场表现状态的量变到质变，其本质上将市场转变成有别于前 20 多年的股市表现形式。

从价值投资逐步展开的近 3-4 年中，在价值挖掘进程之中，在阶段性极致状态下，总是有某个阶段形成风格的收敛，而此时总是讨论市场是否能回到过去的表现形式，相信这样的讨论会在以后阶段中，间歇性地出现。而我们也发现，风格收敛在价值挖掘阶段的细微变化，间隔时间拉长，表现周期和强度减弱，如最猛烈的一次是距离目前 2 年之前的低价垃圾股暴动，时间在 2019 年的 2-3 之间。

我们重申，价值挖掘进程长期来看是动态变化，分阶段展开的，其表现形式会有 1.0 版、2.0 版、3.0 版……而一线市值品种的表现只是其中一个阶段，其后将深化延展，一线半市值和二线、二线半市值、三线市值等将依次展开挖掘，当然前提必然是和行业、公司基本面结合，所以对于抱团的定义其实是不准确的，其不过是市场内涵的表现形式，

当理解市场变迁的内涵之后，跨过市值大小的约束，困惑迎刃而解，只要价值研究做透做细，并前瞻性布局，即便市场暂时热点未照到，无论大小市值品种，其后续表现也仅是时间问题而已。

所以对于风格收敛的表象需要在内涵层面去理解，这样才能不会为市场而盲动，更不会有市场回到过去的妄念。部分投资者目前即便由于过往思维惯性偏爱小市值品种，那么，配置小市值品种也必需从价值角度去挖掘，那么走偏概率也会降低，等到整体市场进入挖掘小盘价值品种的阶段时，也会得到相应的回报，当然前提是需要时间，让价值挖掘推进到这个市值范围，小盘优质股的表现概率也会脱颖而出。当然在 IPO 大扩容、中小市值公司数量众多的背景下，中小市值公司机会仍将以结构性价值挖掘机会为主，而非全盘。

流动性紧平衡显示货币政策正常化，宽货币基本结束

从宏观基本面看，全球市场利率缓步抬升，截至上周五，基准的十年期美国国库券的收益率为 1.344%，高于五个交易日前的 1.157%，年初则约为 0.9%。预测，到年底，美国 10 年期国债收益率将达到 1.45%。国内看，央行节后连续回笼货币近 4000 亿，尽管央行通常会在春节假期后、跨季后等时点回笼资金，且对于货币政策不急转弯市场有较大消化预期，但节后如此大规模的净回笼资金，为近年少有的操作。这对于农历开门红之后的冲高强度有较大的抑制作用，也对市场向上推动的节奏有所制约。

2020 年 11 月以来，社融增速开始回落。12 月存量社融增速 13.3%，环比超预期下降 0.3 个百分点，12 月 M2 同比增速 10.1%，环比大幅回落 0.6 个百分点。信用扩张进一步放缓，广义流动性的拐点进一步确认，货币政策开始回归正常化，宽货币基本结束。

价值挖掘延伸版透析

近期，部分机构主力资金基于市场有较大可能进一步向相对低估值、偏周期的方向转移，近期调整了组合仓位，部分基金经理表示近期已调仓，主要是从前期基金抱团股转向顺周期、低估值板块，以及港股。一方面从核心龙头转向了同行业的“龙二”、“龙三”股票；另一方面将仓位向估值比较低的顺周期板块进行了小幅倾斜，买入了顺周期行业的优质好公司。机械行业和基础化工、汽车产业链为主要方向，航天军工、大金融当中银行、保险股也有资金加配迹象。

当然经过大跌洗礼的前期抱团股应该在一个高位或者一个区间里震荡，也不用担心会直接跌下来，机构的核心资产短期的波动很难判断是否本质松动，历史上在上涨过程中类似的调整也出现过多次。当然

我们并不奢望其继续大幅跑赢市场，但其作为第一批价值挖掘的典范绝不会似“仁东”之类出现庄股式崩盘。因为其榜样作用将激励市场继续传扬价值理念，在其他市值区间中挖掘新价值品种。

震荡缓行，平抑风格，深化价值挖掘

总体看，节后总体重心上行趋势维持，但多空博弈也不可避免，会导致指数攻击强度减缓，且春季行情进入下半程，市场各方力量在风格层面交锋正酣，未来风格层面经过博弈之后，将由先前的极致进入相对均衡格局，其内涵是在价值挖掘方面，寻找共识差异和兼顾性价比将取代单一有共识核心品种的挖掘，因为，一线核心品种在长期上行中，性价比下降，再想获得较高超额收益较为困难，但这也不意味这一线品种的大幅后撤。我们预计市场表现形式为一线市值品种总体高位震荡，部分核心品种后撤一个台阶，二线市值品种将进一步进入机构挖掘视野，100-500 亿市值的公司可能是开辟超额收益的新战场。另有部分场外加盟资金对于部分中小市值题材也会加以开垦。

分析师声明

蔡钧毅

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沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

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沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

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。