开源证券

# 价值正在归来

## ——风格洞察与性价比追踪系列（一）

姓名 牟一凌（分析师）
证书编号：S0790520040001
邮箱：mouyiling@kysec.cn

姓名 方智勇（联系人）
证书编号：S0790120040049
邮箱：fangzhiyong@kysec.cn

2021年02月15日

# 核心观点

- **经济复苏下的通胀交易成为近期A股和美股的“共识”。**近5个交易日A股涨幅排名靠前的集中在大消费板块（休闲服务、食品饮料、医药生物、家用电器），概念指数中与大消费以及通胀交易相关的指数排名靠前。美股涨幅排名靠前的集中在与经济复苏更相关的板块（能源、金融和工业），而美国ETF中干散货运输、原油以及与拜登交易相关的工业大麻表现强势。由此可见近期A股与美股的交易共识是全球经济复苏下的通胀，此前我们提示的通胀交易从预期逐步走入现实正在发生。投资者需要认识到的是，既然市场开始进行通胀交易，在把握机会的同时也需要认识到通胀的另一面：通胀终将对宽松的货币环境形成制约，并对高估值资产带来压制。
- **各个市场的极致风格开始出现分化，价值正在回归。**2020年以来全球主要市场的风格指数指示成长风格明显占优，尤其是A股。但大小盘有所分化；近期以A股、美股和日股市场为代表的价值股开始崛起，这意味着前期极致的风格分化在不同市场出现了不同程度的收敛。
- **股债风险溢价以及格雷厄姆的股债比均不支持当前A股因为“更便宜”而成为买入理由。**无论是以10年期中债国债到期收益率还是7天余额宝年化收益率计算的万得全A风险溢价，均位于历史均值的下方；而且万得全A的格雷厄姆股债比也处于历史均值附近。上述指标触及均值或均值下方意味着当下A股其实相对于自身或者债券而言并不能算十分具备吸引力，未来市场继续上行的动力将十分依赖于盈利端的E，而非估值。以10年期美国国债到期收益率计算的风险溢价，恒生指数位于历史均值下方，而标普500仍在均值上方；同时标普500的格雷厄姆股债比位于历史+1.5倍标准差附近。
- **从估值与盈利的匹配度来看，目前大盘成长仍在继续透支未来的增长预期，但我们也发现近期大盘价值收益率与ROE之间的差距相比于之前有所改观。**我们通过计算2021年1月A股主要指数和风格的CAPE（周期调整市盈率）来看，万得全A的CAPE位于均值上方，但比2020年12月有所下降；如果分母换成过去5年经通胀调整的归母净利润最大值，则2021年1月万得全A的CAPE已经超过历史+1倍标准差。这意味着市场对于未来A股盈利的乐观程度已经远超过过去5年的最好时刻。从风格上看，相对于自身而言，以大盘成长、创业板指以及沪深300为代表的指数CAPE历史分位数远远高于大盘价值和小盘股。同时我们还计算了各个指数与行业的收益率与ROE之间的透支程度，我们发现截至2021-02-10，创业板指、大盘成长以及沪深300仍在继续透支未来的增长预期，但值得关注的是大盘价值有所反弹，从行业上看主要集中于银行、钢铁等行业。
- **从一些关键的市场特征指标上看，极致风格的分化才刚刚开始。**近期A股上涨个股数占比处于历史低位，标准差也在回落，但指数仍在创新高；茅指数内部也开始出现了明显的分化。同时，A股近期的波动率也明显抬升；自由流通市值/M2的比值仍处于上升趋势中。
- **风险提示：**流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期

# 目 录
CONTENTS


1 **近期市场表现：通胀交易成为共识，价值正在回归**

2 主要市场的股债风险溢价：当下A股“并不便宜”

3 估值-盈利匹配度：大盘成长继续透支；大盘价值有所改观

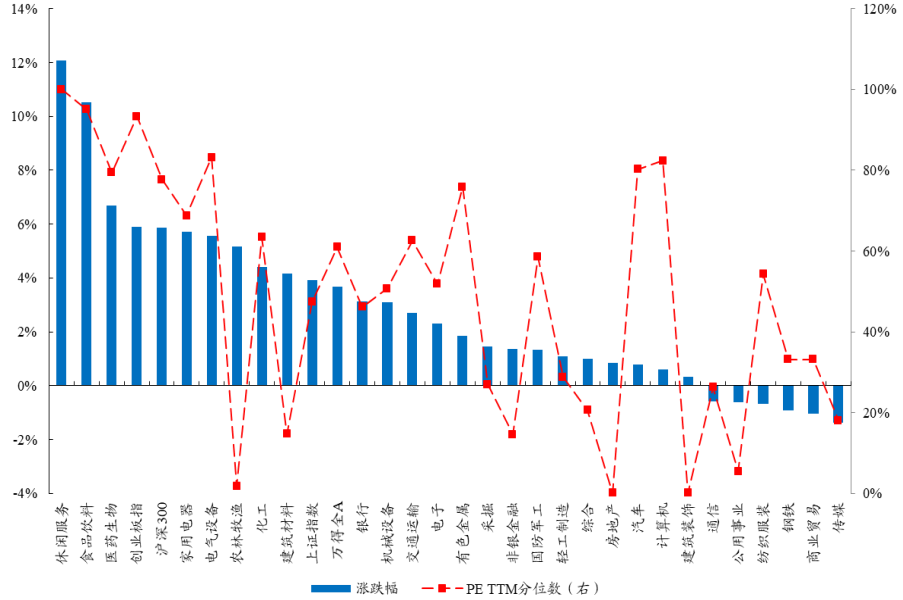
4 关键市场特征指标：A股极致风格的分化才刚刚开始

5 风险提示

# 1.1 近期A股表现：大消费板块+通胀交易

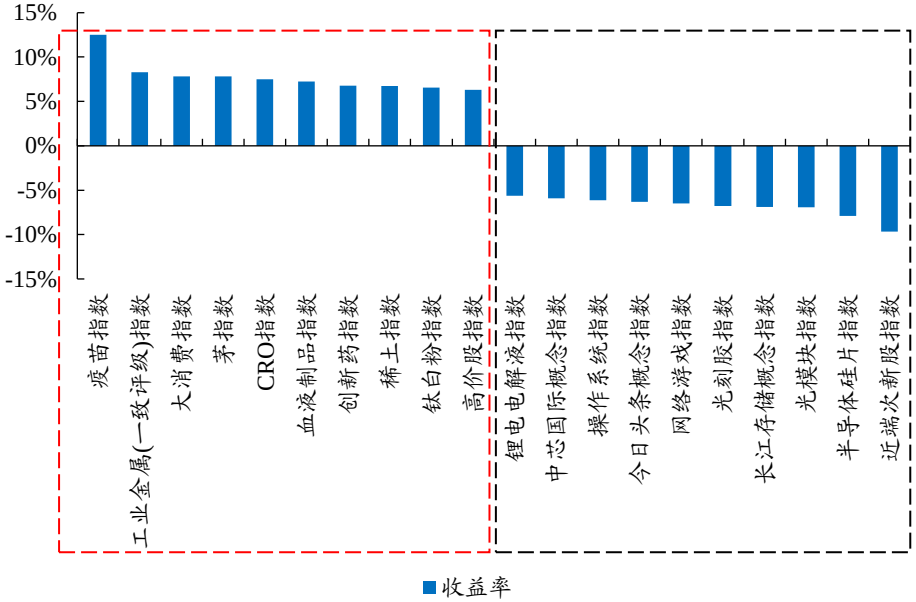
近期A股涨幅排名靠前的集中在大消费板块，概念指数中与大消费以及通胀交易相关的指数排名靠前。

**图1：近5个交易日A股涨跌幅排名靠前的行业为休闲服务、食品饮料、医药生物、家用电器**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：近5个交易日A股概念指数中，涨幅排名靠前的为疫苗指数、工业金属、大消费指数、茅指数以及CRO指数**

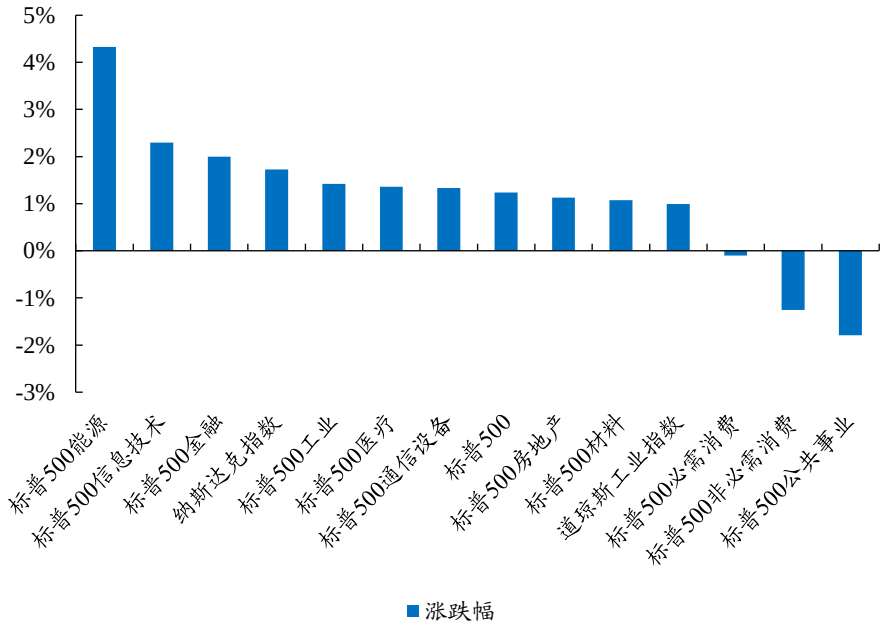



数据来源：Wind 、开源证券研究所

# 1.2 近期美股表现：交易经济复苏与再通胀

近期美股涨幅排名靠前的集中在与经济复苏更相关的板块，而美国ETF中干散货运输、原油以及与拜登交易相关的工业大麻表现强势。

**图3：近5个交易日美股涨跌幅排名靠前的行业为能源、信息技术、金融、工业以及医疗**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：近5个交易日美股ETF中，表现较好的集中在干散货运输、原油以及工业大麻**

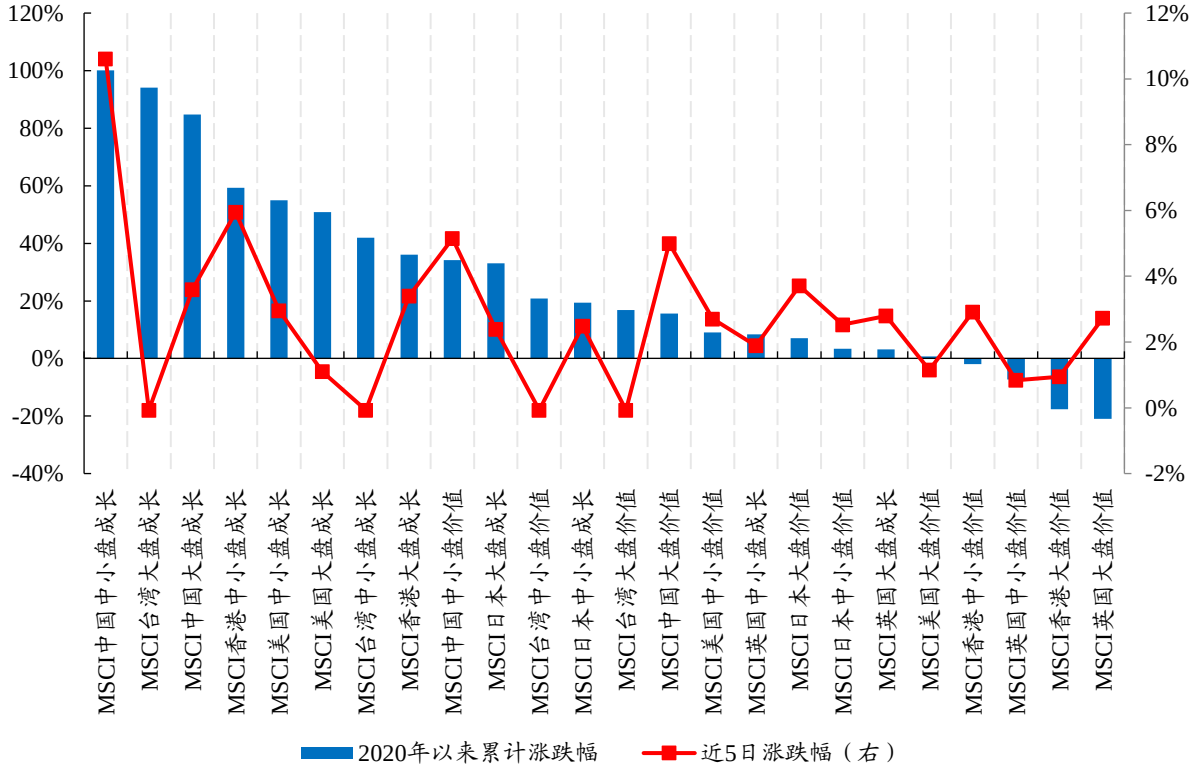
| ETF全称 | 近5日收益率 |
|---|---|
| Breakwave Dry Bulk Shipping ETF | 26.71% |
| Direxion Daily Semiconductor Bull 3X | 21.94% |
| Amplify Seymour Cannabis ETF | 19.75% |
| North Shore Global Uranium Mining ETF | 17.65% |
| Direxion Dly S&P Oil&Gs Ex&Prd Bl 3X ETF | 16.44% |
| Direxion Dly S&P Oil&Gs Ex&Prd Bl 3X ETF | 16.44% |
| Direxion 2X Daily CSI 300 China A ETF | 15.72% |
| Direxion Daily Hmbldrs&Supls Bull 3X ETF | 15.19% |
| Metaurus US Equity Cumulative Divs 2027 | 14.94% |
| ProShares Ultra Semiconductors | 13.79% |
| ProShares UltraShort SmallCap600 | -9.46% |
| Global X化肥/钾ETF | -10.74% |
| PROSHARES ULTRAPRO SHORT MIDCAP 400 | -10.91% |
| ProShares UltraShort Oil & Gas | -11.36% |
| Direxion Daily Energy Bear 3X Shares | -11.46% |
| Direxion Daily Small Cap Bear 3x | -11.48% |
| ProShares UltraPro Short Russell2000 | -11.66% |
| ProShares UltraShort Semiconductors | -12.59% |
| Direxion Dly S&P Oil&Gs Ex&Prd Br 3X ETF | -16.50% |
| Direxion Daily Semiconductor Bear 3X | -19.84% |

数据来源：Wind 、开源证券研究所

# 1.3 主要市场风格指数的表现：价值正在回归

2020年以来全球主要市场的风格指数累计收益率指示成长风格明显占优，尤其是A股。但大小盘有所分化；近期以**A股、美股和日股市场**为代表的价值股开始崛起，这意味着前期极致的风格分化在不同市场出现了不同程度的收敛。

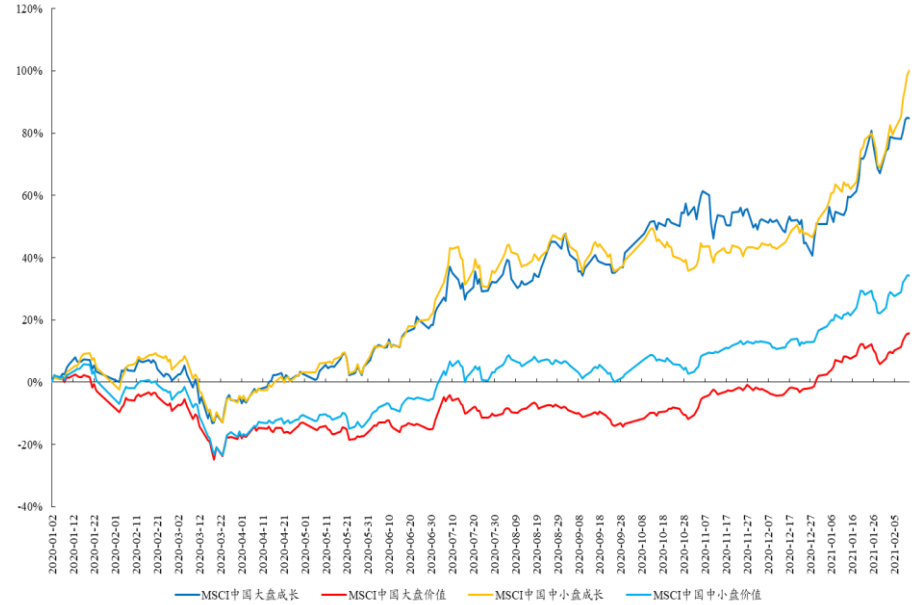
**图5：2020年以来所有市场成长风格占优，但大小盘有所分化；近期价值股开始崛起**




**数据来源：Wind、开源证券研究所**

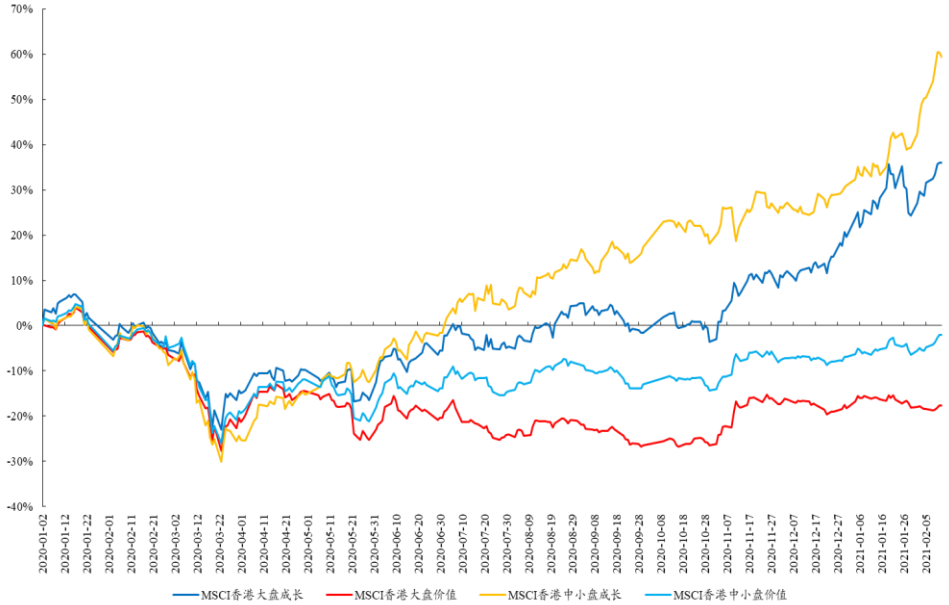
# 1.3 A股、港股风格：中小盘成长＞大盘成长＞中小盘价值＞大盘价值

图6：2020年以来A股市场风格累计收益率排名：中小盘成长＞大盘成长＞中小盘价值＞大盘价值




数据来源：Wind、开源证券研究所

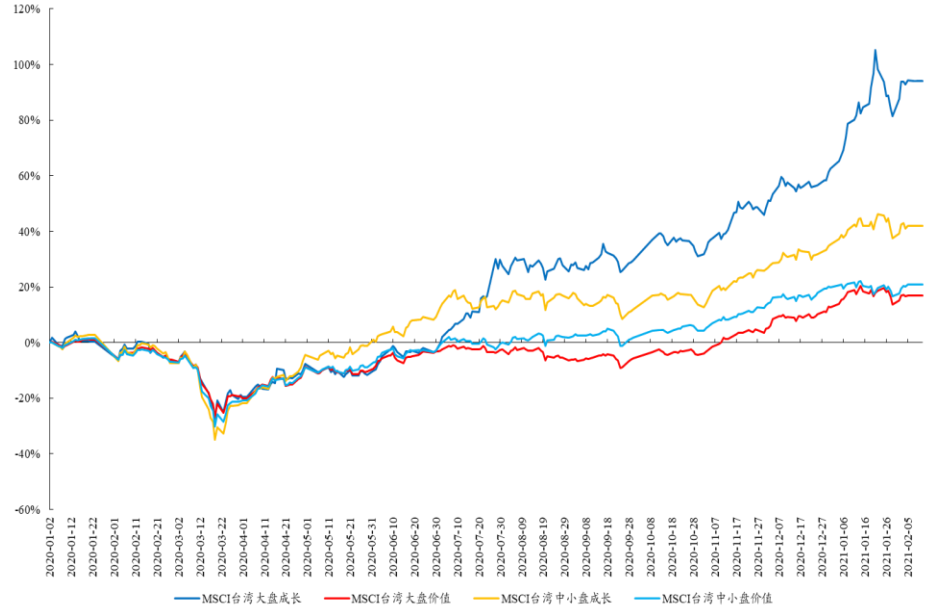
图7：2020年以来港股市场风格累计收益率排名：中小盘成长＞大盘成长＞中小盘价值＞大盘价值




数据来源：Wind 、开源证券研究所

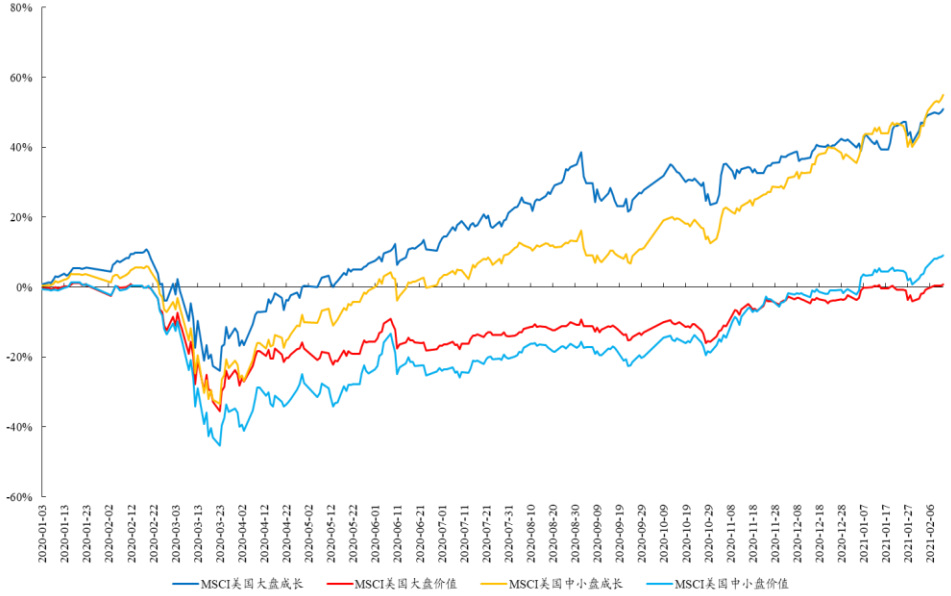
# 1.3 台股成长风格仍极致，而美股价值股开始崛起

图8：2020年以来中国台湾市场风格累计收益率排名：大盘成长＞中小盘成长＞中小盘价值＞大盘价值




数据来源：Wind、开源证券研究所

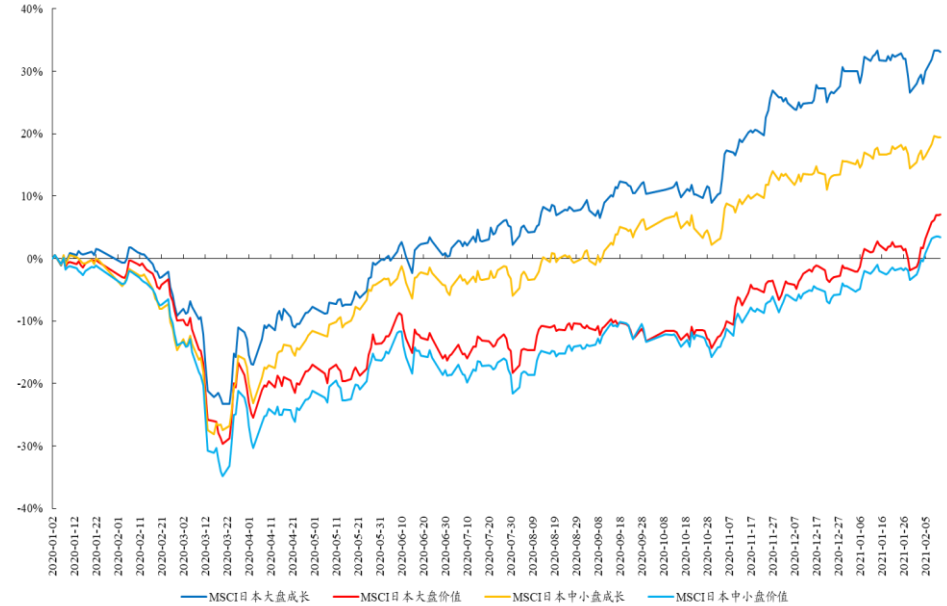
图9：2020年以来美股市场风格累计收益率排名：中小盘成长＞大盘成长＞中小盘价值＞大盘价值




数据来源：Wind 、开源证券研究所

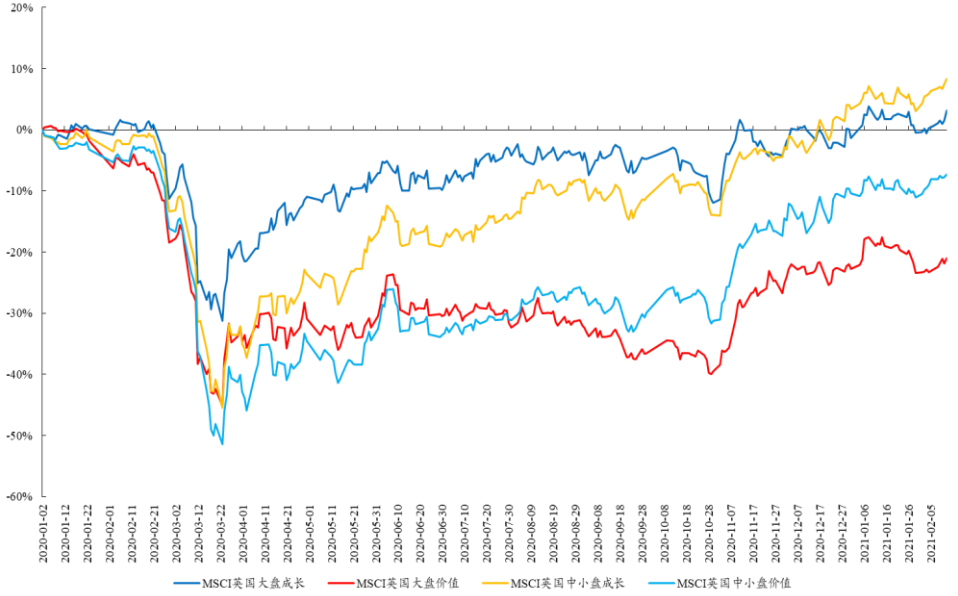
# 1.3 日本和英国的价值股也在回归

图10：2020年以来日本市场风格累计收益率排名：大盘成长＞中小盘成长＞大盘价值＞中小盘价值




数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020年以来英国市场风格累计收益率排名：中小盘成长＞大盘成长＞中小盘价值＞大盘价值




数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目 录

CONTENTS


1 近期市场表现：通胀交易成为共识，价值正在回归

2 **主要市场的股债风险溢价：当下A股“并不便宜”**

3 估值-盈利匹配度：大盘成长继续透支；大盘价值有所改观

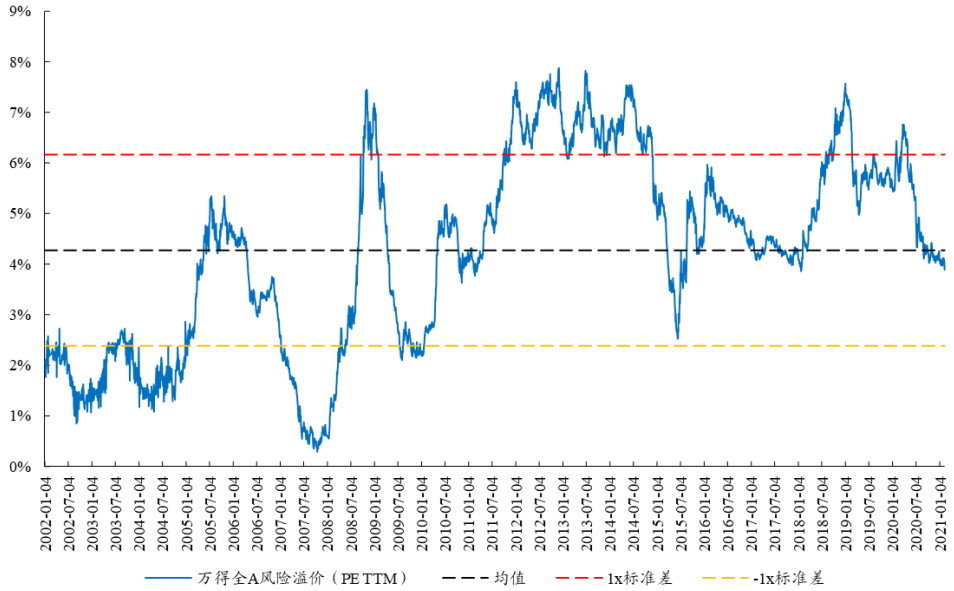
4 关键市场特征指标：A股极致风格的分化才刚刚开始

5 风险提示

# 2.1 万得全A的风险溢价：在历史均值下方

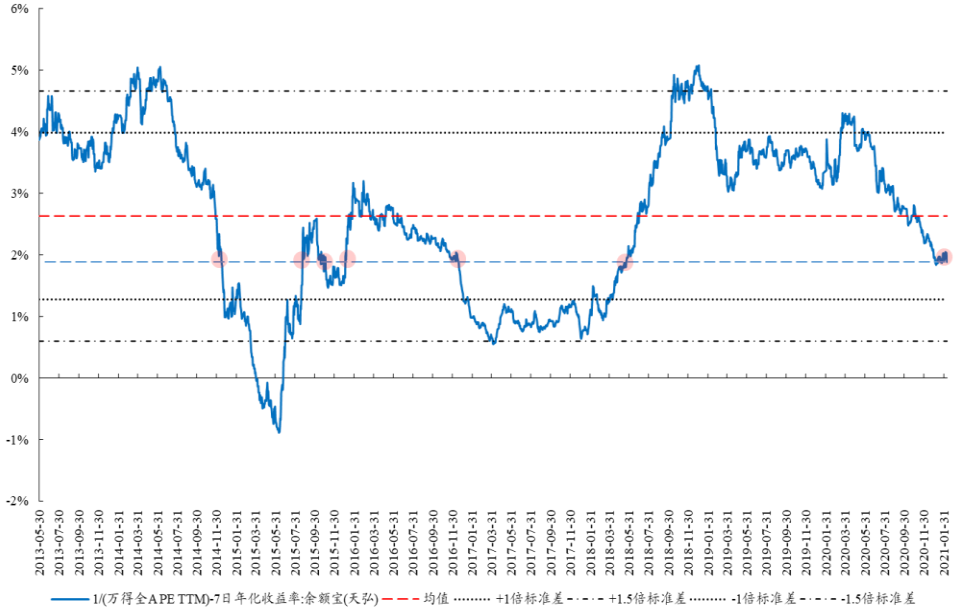
无论是以10年期中债国债到期收益率还是7天余额宝年化收益率计算的万得全A风险溢价，均位于历史均值的下方。

图12：当前万得全A以10年期国债到期收益率计算的风险溢价位于均值下方




数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：当前万得全A以余额宝收益率计算的风险溢价在均值下方

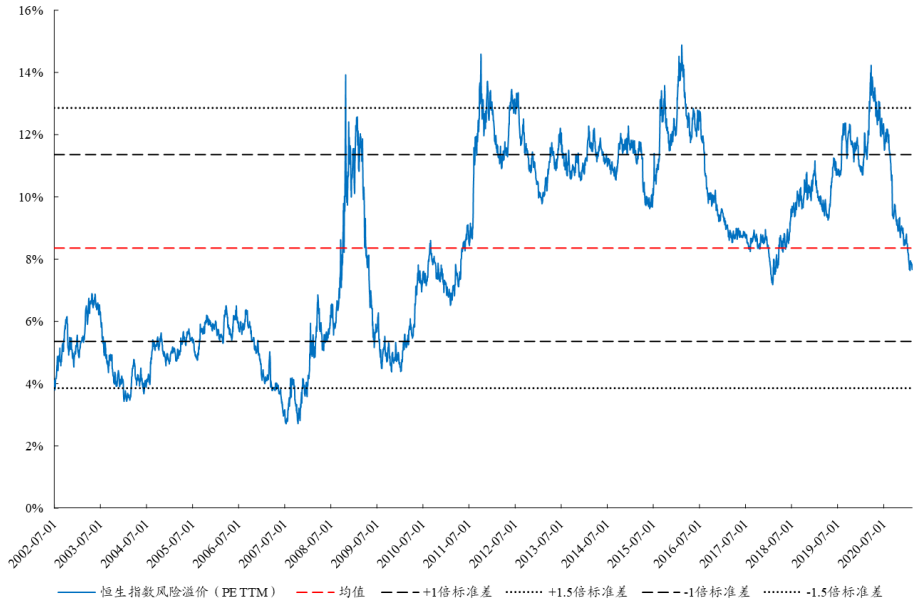



数据来源：Wind 、开源证券研究所

# 2.1 恒生指数的风险溢价在均值下方，标普500在均值上方

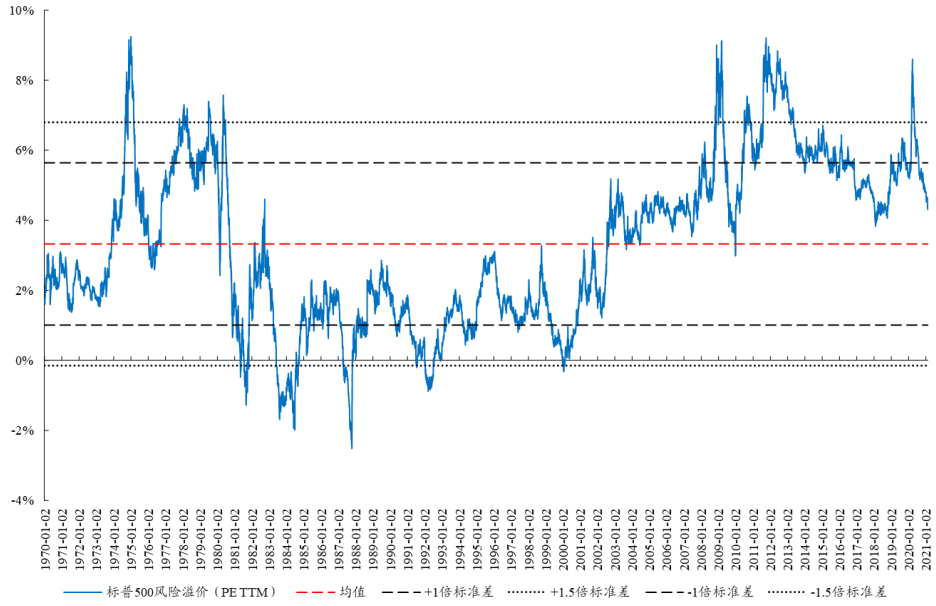
以10年期美国国债到期收益率计算的风险溢价，**恒生指数位于历史均值下方，而标普500仍在均值上方**。

**图14：当前恒生指数以10年期美国国债到期收益率计算的风险溢价位于均值下方**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：当前标普500以10年期美国国债到期收益率计算的风险溢价还在均值上方**

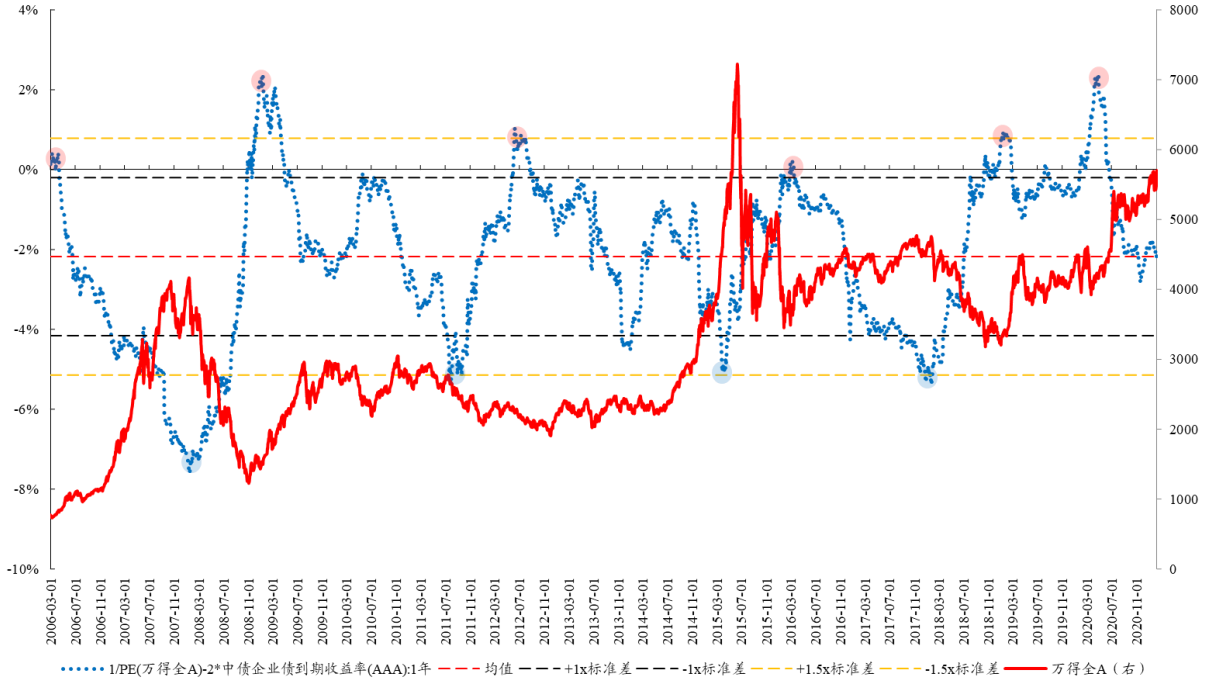



数据来源：Wind 、开源证券研究所

# 2.2 格雷厄姆股债比——A股位于历史均值附近

价值投资大师格雷厄姆有一条重要的投资法则：如果股票的收益率能够达到AAA级企业债到期收益率的2倍，则投资股票是一个比较好的机会。目前万得全A的格雷厄姆股债比处于历史均值附近。

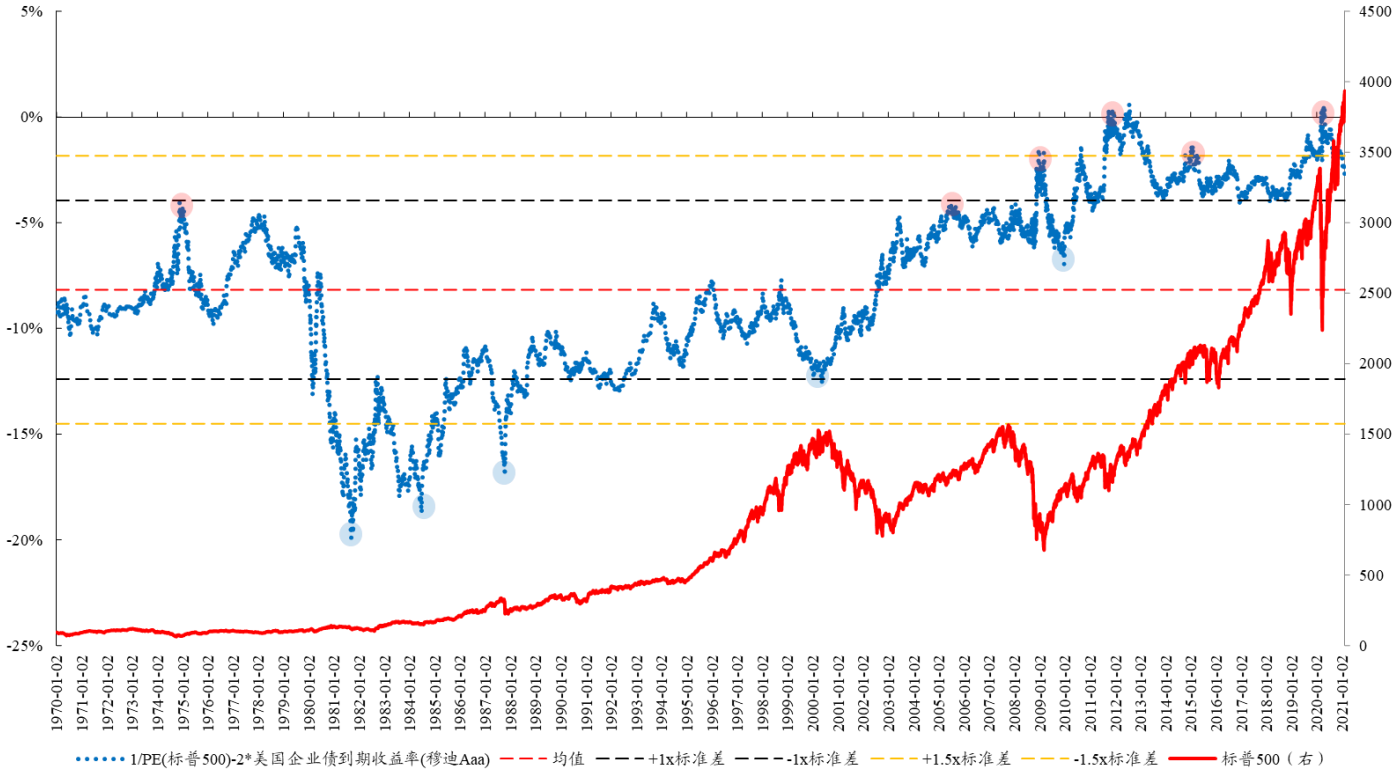
**图16：目前万得全A的格雷厄姆股债比处于历史均值附近**




**数据来源：Wind、开源证券研究所**

# 2.2 格雷厄姆股债比——标普500处于历史+1.5倍标准差附近

图17：目前标普500的格雷厄姆股债比处于历史+1.5倍标准差附近




数据来源：Wind、开源证券研究所

# 目 录
CONTENTS


1 近期市场表现：通胀交易成为共识，价值正在回归

2 主要市场的股债风险溢价：当下A股“并不便宜”

3 **估值-盈利匹配度：大盘成长继续透支；大盘价值有所改观**

4 关键市场特征指标：A股极致风格的分化才刚刚开始

5 风险提示

# 3.1 席勒指标：CAPE（周期调整市盈率）

CAPE即周期调整市盈率，是著名的经济学家席勒在投资大师格雷厄姆计算市盈率方法的基础上演化而来的指标，具体的计算方法是：**CAPE=经过通胀调整的股价P/过去10年经过通胀调整的EPS均值**。在提出该指标之后席勒出版了《非理性繁荣》一书，而没过多久美国的科网泡沫便崩盘了。由于A股有数据的时间较短，因此本文将过去5年的经过通胀调整的EPS替代原来的分母，将CPI当月环比作为每个月的通胀调整系数，指数CAPE=**经通胀调整的总市值/过去5年经通胀调整的归属母公司股东净利润的均值**。

**图18：2021年1月万得全A的CAPE位于均值上方，但比2020年12月有所下降**

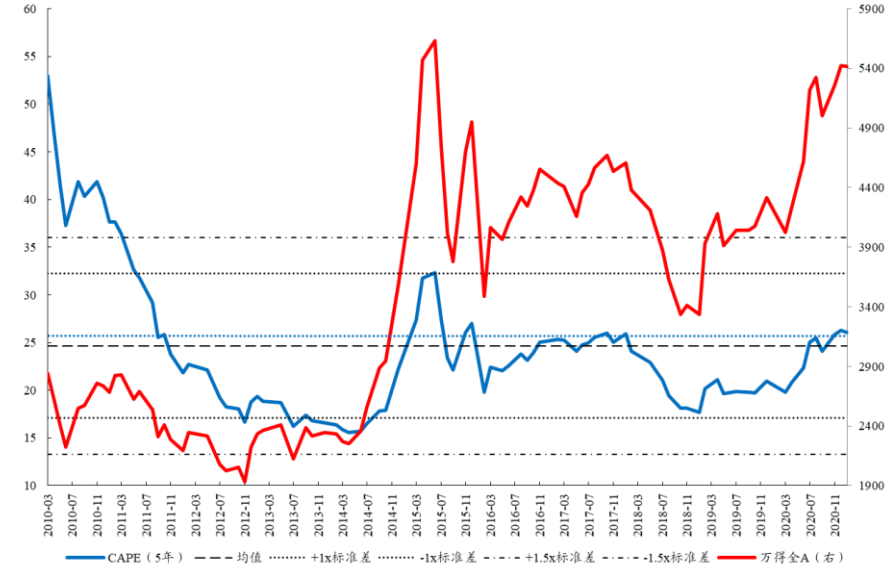
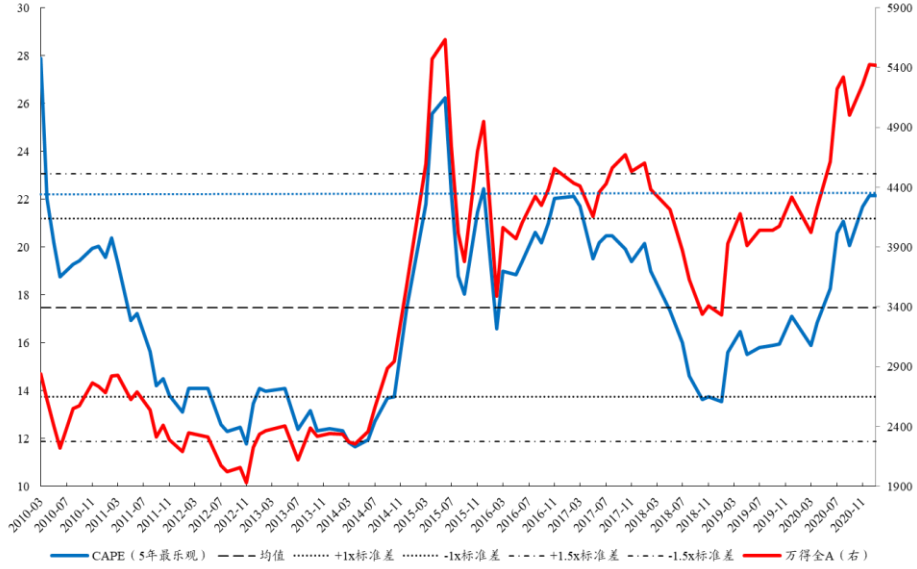


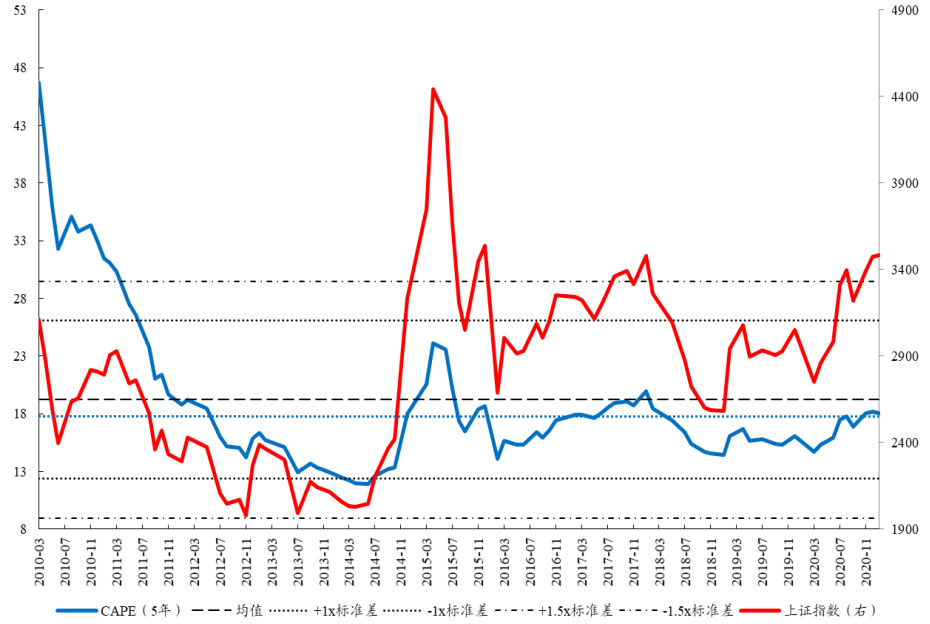

**图19：如果分母换成过去5年经通胀调整的归母净利润最大值，则2021年1月万得全A的CAPE已经超过历史+1倍标准差**




**数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2021年1月CPI用最近一期代替，下同。数据来源：Wind 、开源证券研究所**

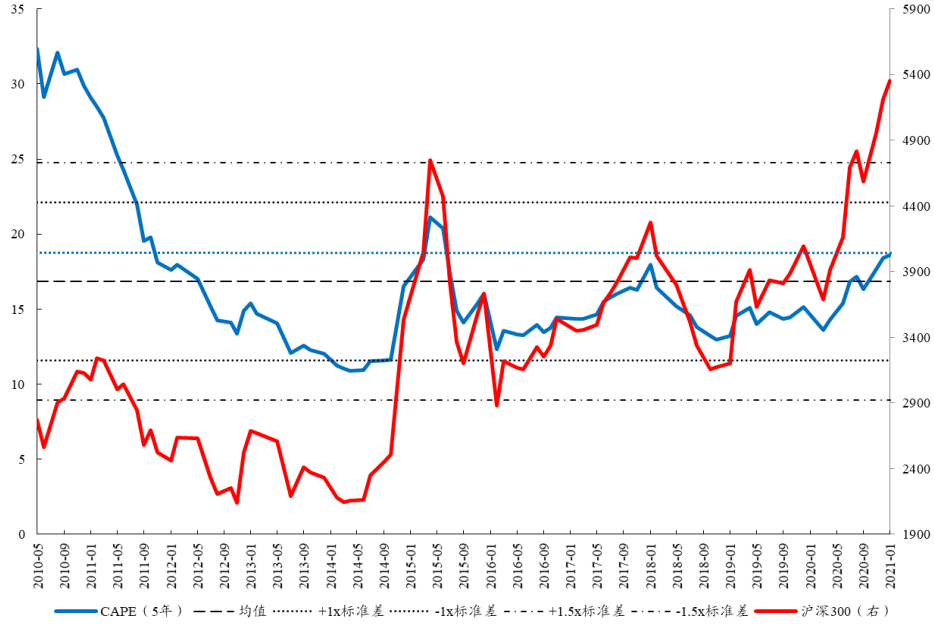
# 3.1 沪深300的CAPE仍在上升

图20：2021年1月上证指数的CAPE位于均值下方，比2020年12月有所下降




数据来源：Wind、开源证券研究所

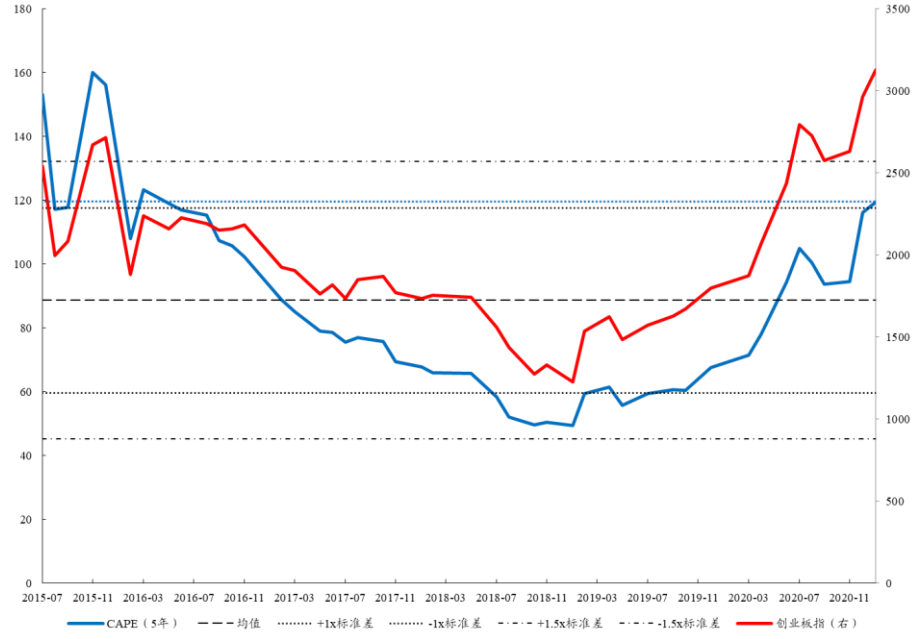
图21：2021年1月沪深300的CAPE位于均值上方，仍在上升




数据来源：Wind、开源证券研究所

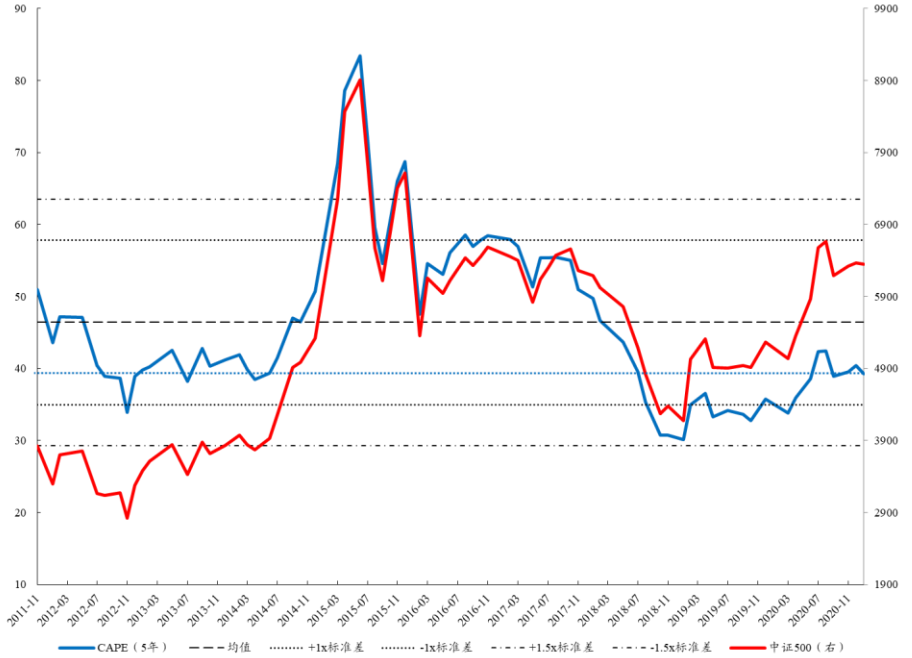
# 3.1 创业板指的CAPE已经突破+1倍标准差

图22：2021年1月创业板指的CAPE突破了+1倍标准差的水平




数据来源：Wind、开源证券研究所

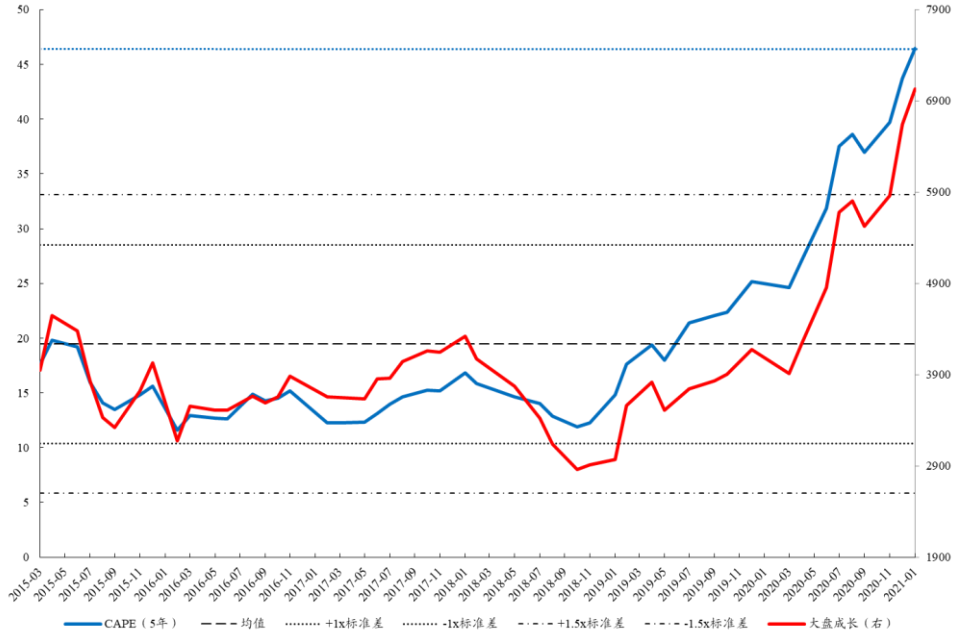
图23：2021年1月中证500的CAPE仍在下降，在均值下方




数据来源：Wind 、开源证券研究所

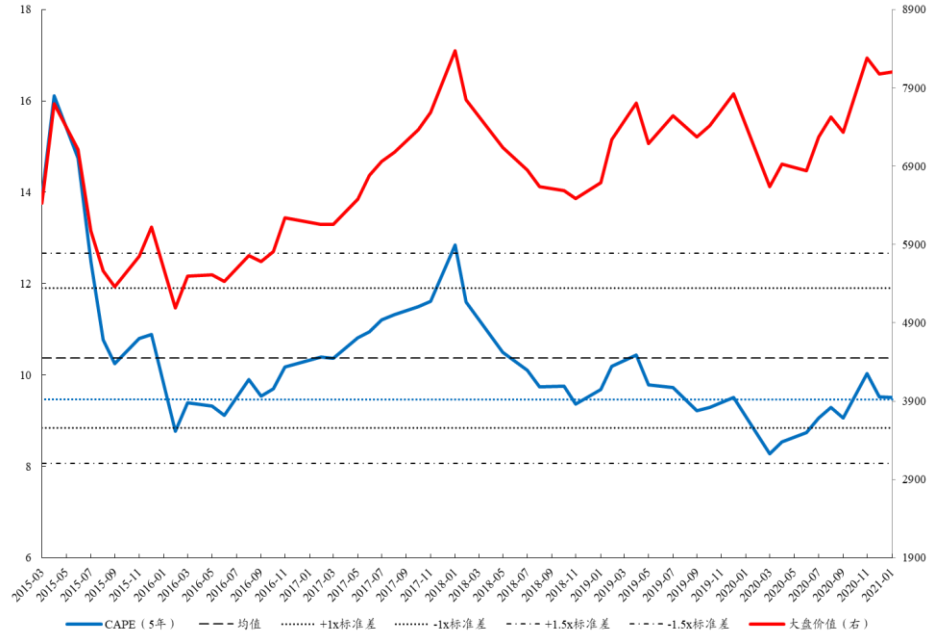
# 3.1 大盘成长的CAPE远超过+1.5倍标准差

图24：2021年1月大盘成长的CAPE远远突破了+1.5倍标准差的水平




数据来源：Wind、开源证券研究所

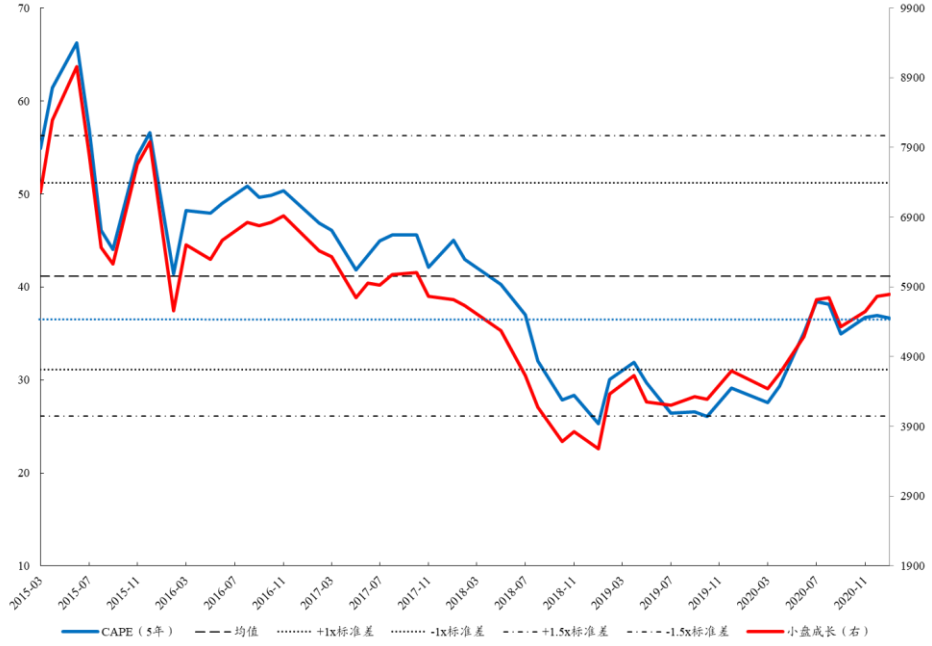
图25：2021年1月大盘价值的CAPE基本持平，在均值下方




数据来源：Wind 、开源证券研究所

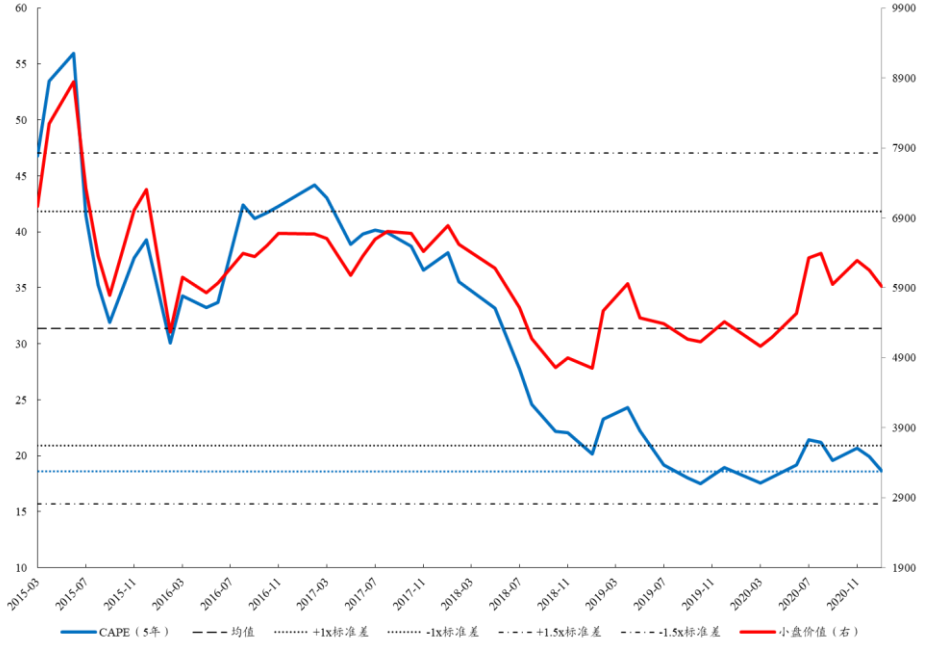
# 3.1 小盘价值的CAPE在-1倍标准差水平以下

图26：2021年1月小盘成长的CAPE仍在均值下方




数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2021年1月小盘价值的CAPE仍在下降，在-1倍标准差水平以下

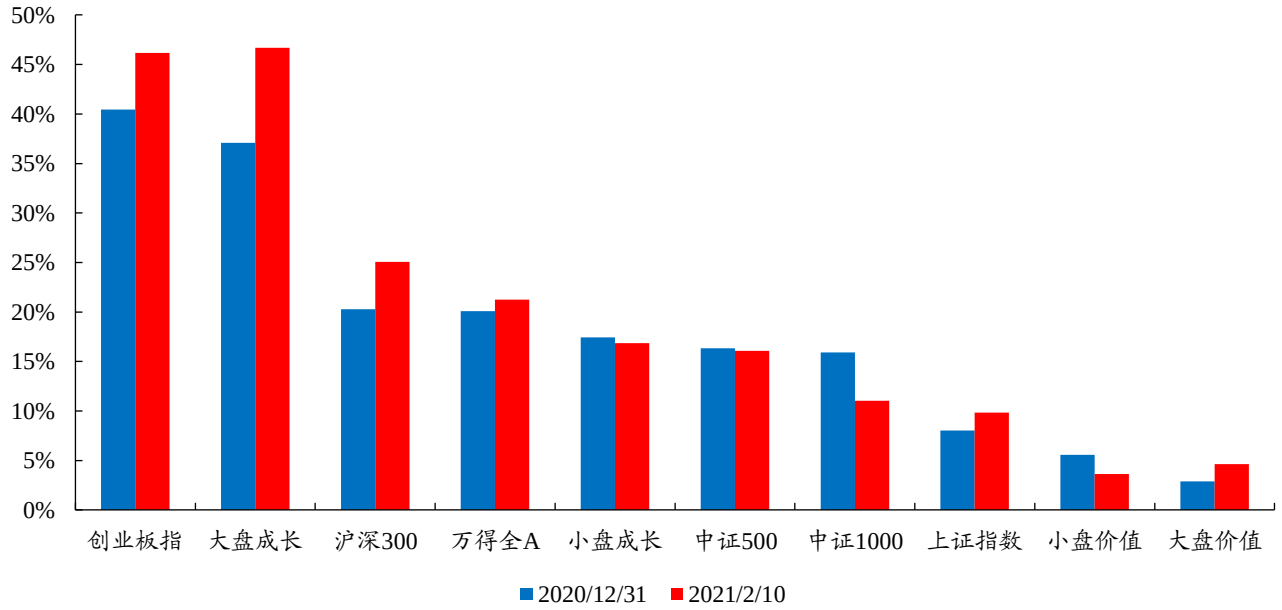



数据来源：Wind 、开源证券研究所

# 3.2 收益率-ROE的透支程度——大盘成长仍在透支，大盘价值有所改观

股票ROE与收益率之间的核心关系是：（1）从长期来看股票的年化收益率总是会向其年化ROE回归；（2）而且A股的主要指数不会出现连续两年收益率超跑ROE的情形。截至2021-02-10，**创业板指、大盘成长以及沪深300**仍在继续透支未来的增长预期，但值得关注的是**大盘价值**有所反弹。

**图28：截至2021-02-10，创业板指、大盘成长以及沪深300仍在继续透支未来的增长预期，但值得关注的是大盘价值有所反弹**

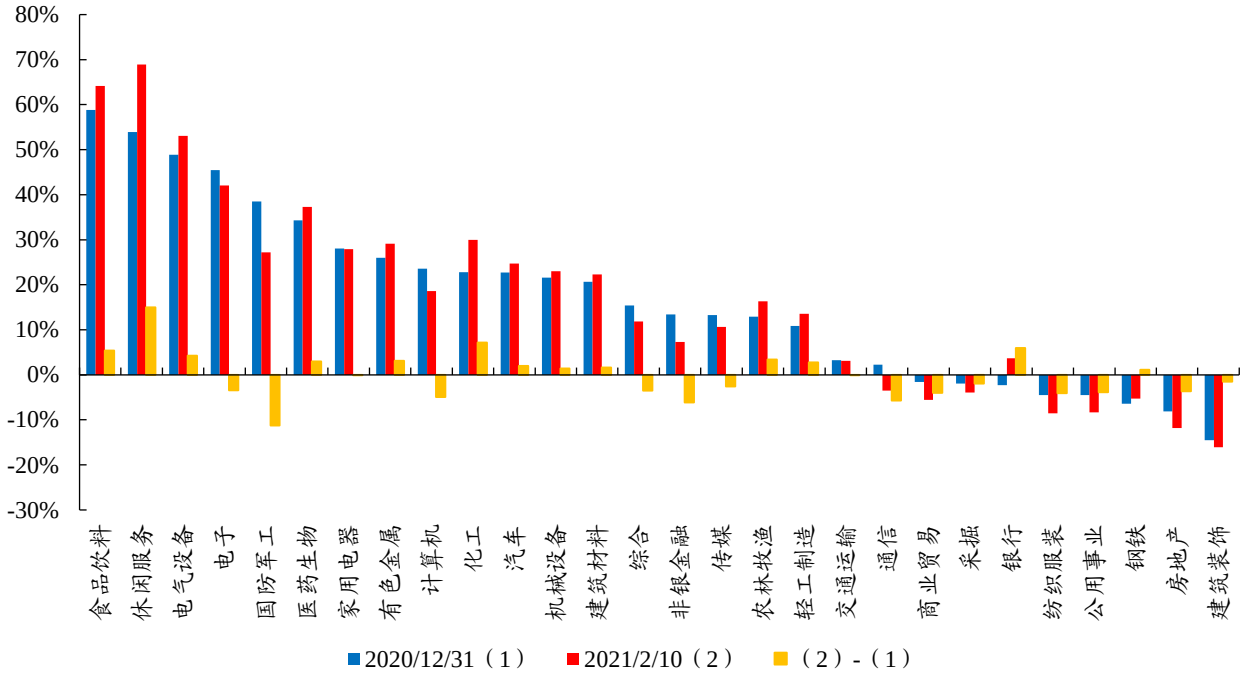



**数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为2019年截至至特定时间点的年化收益率-年化ROE（没有实际值的采用预测值）**

# 3.2 收益率-ROE的透支程度——银行与钢铁出现了收敛迹象

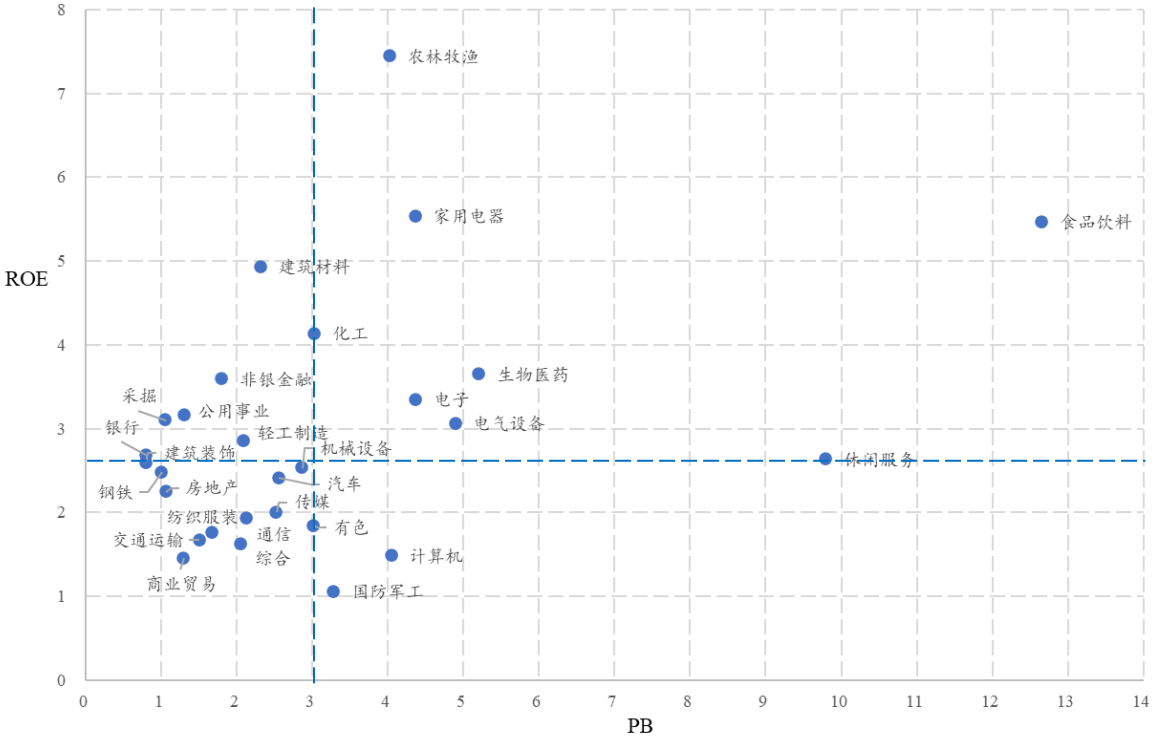
对于行业而言，两极分化依旧严重，前期透支较多的行业仍在继续透支未来的增长预期，而房地产、建筑装饰等行业收益率欠ROE的债却越来越大，不过银行和钢铁已经出现了收敛的迹象。

**图29：截止2021-02-10，前期透支较多的行业仍在继续透支未来的增长预期，但值得关注的是银行、钢铁有所反弹**




**数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为2019年截至至特定时间点的年化收益率-年化ROE（没有实际值的采用预测值）**

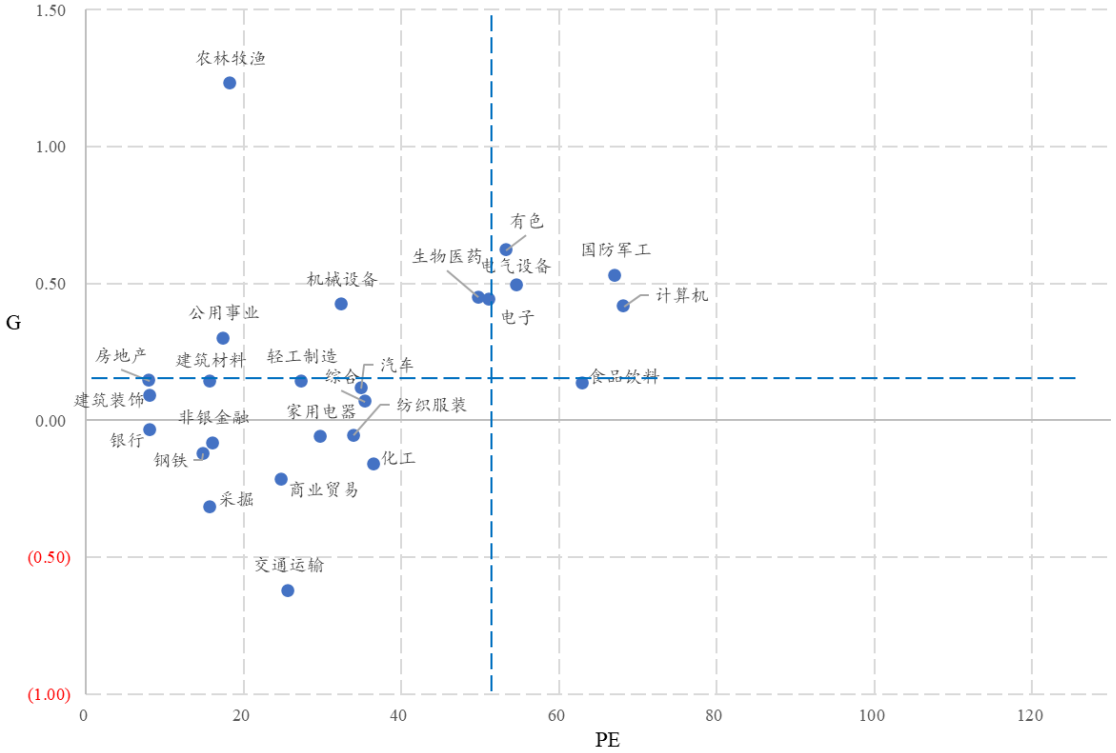
图30：从PB-ROE的角度来看，大部分顺周期行业仍处于被低估的状态，尤其是银行、建筑装饰与采掘




数据来源：Wind、开源证券研究所。注：财务数据截至2020年Q3

# 3.4 PE-G：房地产、建筑材料以及机械设备等行业明显被低估

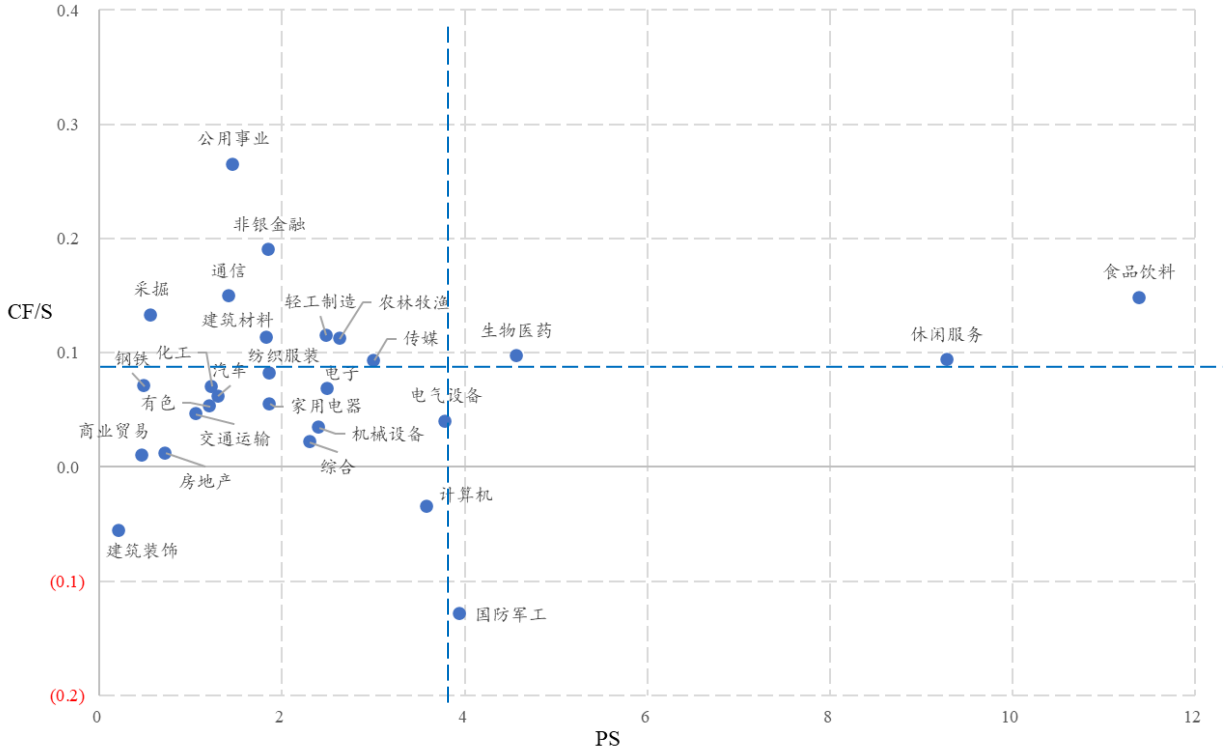
**图31：从PE-G的角度来看，房地产、建筑材料、机械设备等行业明显被低估**




**数据来源：Wind、开源证券研究所。注：财务数据截至2020年Q3**

# 3.5 PS-CFS：公用事业、采掘、建筑材料等行业明显被低估

**图32：从PS-CFS的角度来看，公用事业、采掘、建筑材料等行业明显被低估**




**数据来源：Wind、开源证券研究所。注：财务数据截至2020年Q3**

# 目 录
CONTENTS


1 近期市场表现：通胀交易成为共识，价值正在回归

2 主要市场的股债风险溢价：当下A股“并不便宜”

3 估值-盈利匹配度：大盘成长继续透支；大盘价值有所改观

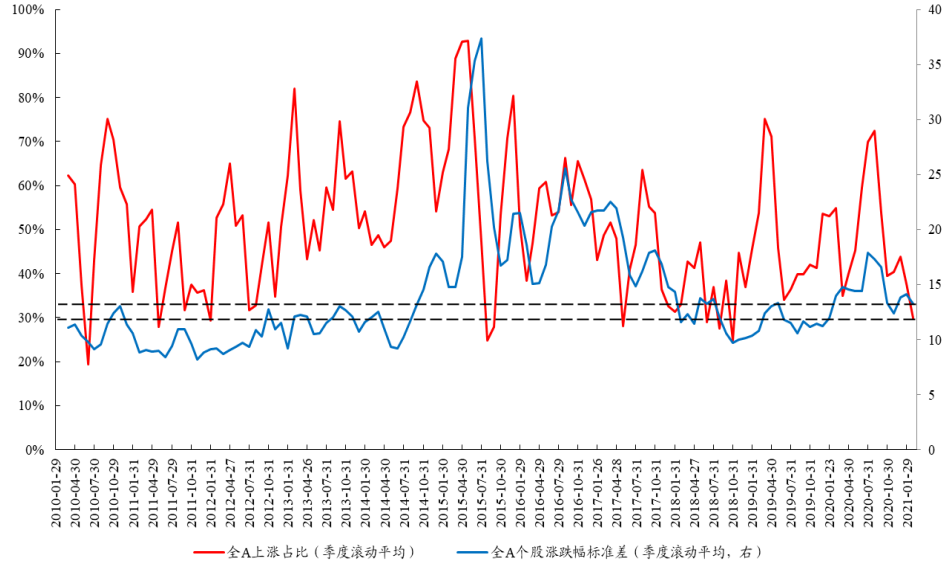
4 **关键市场特征指标：A股极致风格的分化才刚刚开始**

5 风险提示

# 4.1 市场特征指标一：扩散指数，A股与茅指数内部均出现了明显分化

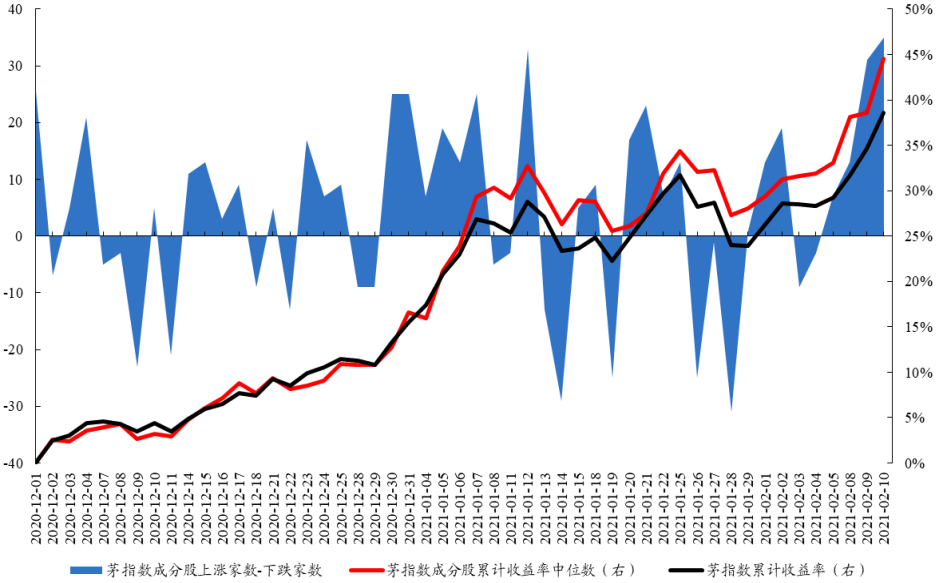
近期A股上涨个股数占比处于历史低位，标准差也在回落，但指数仍在创新高。茅指数内部也出现了明显的分化：1月初以来茅指数的成分股累计收益率中位数与茅指数累计收益率开始出现明显的偏离。

**图33：A股过去三个月的上涨个股数占比处于历史低位，标准差也在回落，但指数仍在创新高**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图34：茅指数内部也出现了明显的分化**

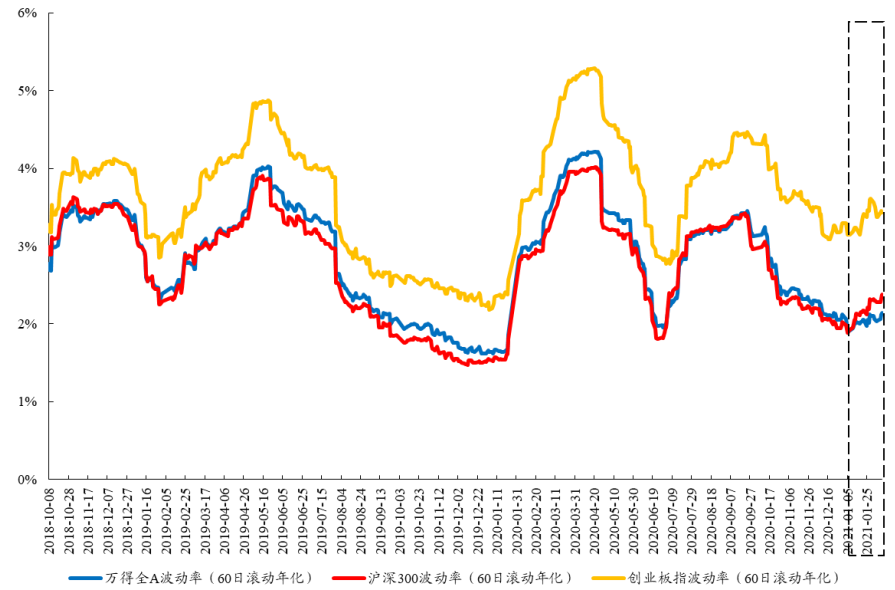



数据来源：Wind 、开源证券研究所

# 4.2 市场特征指标二：波动率，A股上升，美股下降

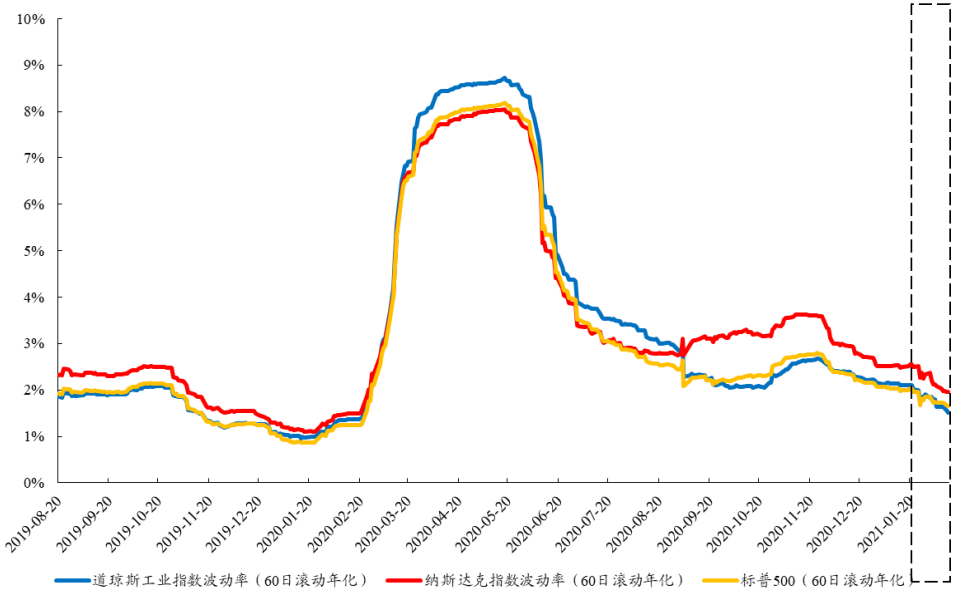
从波动率来看，近期A股的波动率明显抬升，而美股的波动率明显下降。

**图35：近期A股的波动率明显抬升**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图36：近期美股的波动率明显下降**

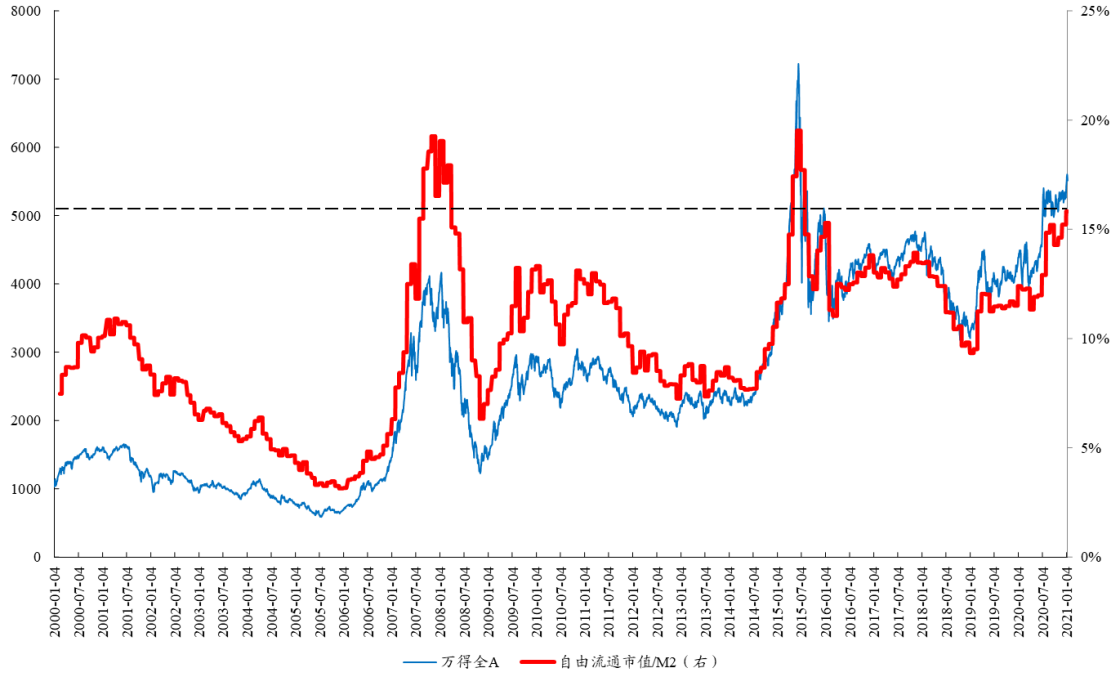



数据来源：Wind 、开源证券研究所

# 4.3 市场特征指标三：自由流通市值/M2，仍在继续上行

2015年A股牛市时有一个比较流行的用于判断配置价值的指标，即全A的自由流通市值/M2的比值，有人认为该指标超过15%即可以判断A股大概率已经处于相对没那么有吸引力的位置。自2020年11月该指标便已经突破了15%，目前仍处于上升的趋势。

**图37：目前自由流通市值/M2仍处于上升趋势**




**数据来源：Wind、开源证券研究所**

# 目 录
CONTENTS


1 近期市场表现：通胀交易成为共识，价值正在回归

2 主要市场的股债风险溢价：当下A股“并不便宜”

3 估值-盈利匹配度：大盘成长继续透支；大盘价值有所改观

4 关键市场特征指标：A股极致风格的分化才刚刚开始

5 **风险提示**

# 5 风险提示

流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期

**分析师声明**

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**股票投资评级说明**

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（buy） | 预计相对强于市场表现20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

**备注：**评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**分析、估值方法的局限性说明**

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

**北京**：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

**西安**：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

# THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券