中航证券研究所
所长 董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师 方堃
证券执业证书号：S0640520080001
电话：010-59219561
邮箱：chengg@avicsec.com

量化验证科技和医药的长线配置价值

策略深度报告　　2020 年 12 月 7 日

摘要

- 盈利增长是A股投资收益的主要来源，2010-2019年末A股市值与净利润的年化增速分别为9.7%和9.0%，净利润的上升趋势较为稳健，而市盈率则围绕在20倍中枢上下运行，估值变化贡献了指数大部分的波动。
- 行业估值的高低本身就隐含了对于未来盈利增速的预期。一定程度上盈利决定了估值。
- 行业指数的涨跌幅与净利增速呈正相关性。在以盈利作为判别收益率的逻辑下，想要获取超额收益，则需要选择高于其它行业整体盈利增速的行业。
- A股某一行业要实现超越名义GDP增速有两个方式：这一行业集中度的提升或者市场总规模的提升。而行业集中度在一定程度上能够解释市场总规模，一般情况下集中度越低的行业总规模的天花板越高。
- 通过PCA（主成分分析）降维的方式，我们计算出行业的增长率与HHI呈现一定的负相关关系：行业集中度越低的行业，其广义盈利增速（净利增速、营收增速和息前税后经营利润增速）越高。
- 我们以等权重持有HHI排名最低的五个行业作为调仓策略，每个月进行一次调仓。回测结果显示：2008年1月至2020年11月，这一策略年化收益大幅跑赢市场基准（HHI策略年化收益8.03%，沪深300为-0.63%）。
- 从长期来看，我们的模型显示科技和医药这两个代表未来经济驱动力的行业将维持较高业绩增速，长时间配置这两个行业将带来超额收益。
- 人口老龄化是生物医药的长期确定性增长逻辑，5G发展是技术硬件与设备行业确定性增长逻辑，人工智能发展是软件与服务行业长期确定性增长逻辑。
- 从中短期来看，目前医药（制药、生物科技与生命科学）和计算机（软件与服务）的估值在历史极值附近。未来一到两个季度无风险利率（PPI上升+紧信用）大概率继续上升，这对于估值处于相对高位或者绝对高位的行业将构成持续、明显的负面压力。从短期配置来看，受益于经济修复的广义顺周期行业（上游原材料低估值+银行保险+可选消费）风险收益比更好。
- 对于国家主权基金、社保养老基金等长久期、大规模投资机构而言，较长的考核机制和更高的调仓成本下基金管理人可以考虑将配置重点放在科技和医药两大新兴产业上。

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

目 录

一、盈利是长期获取超额收益的主要因素 5
二、以行业集中度为基础来判断未来盈利增速 7
三、未来哪些行业有望实现高盈利增速从而获取较高的回报率 12
四、短期投资与长期投资之间的矛盾和取舍 15

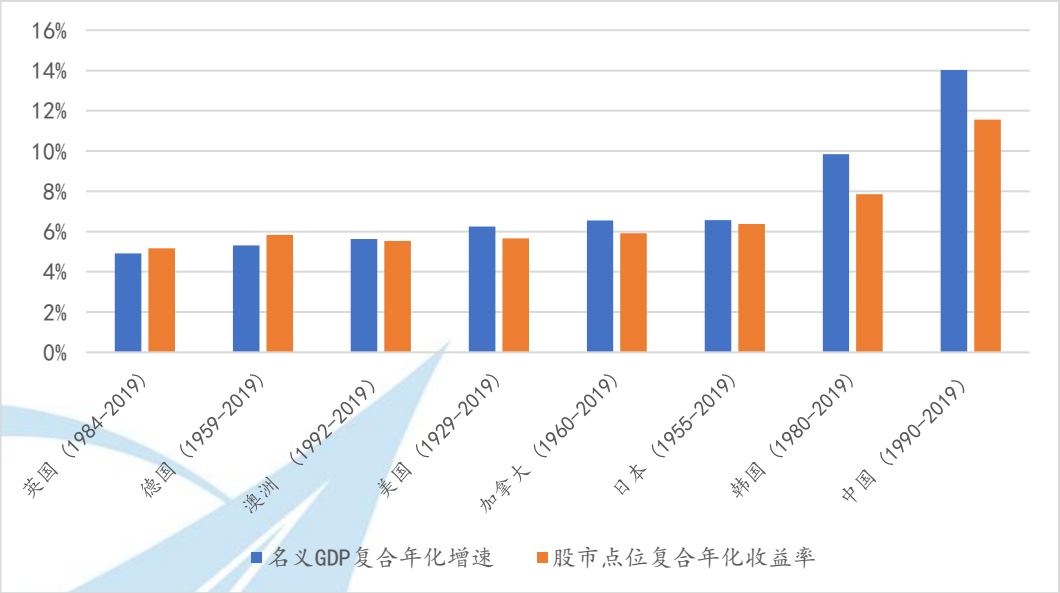
图表目录

图 1：各国股市复合年化收益率与名义 GDP 复合年化增速对应（Wind 有统计以来）.. 4
图 2：美国标普各行业指数 10 年、15 年和 20 年间年化收益率..... 5
图 3：Wind 全 A 指数市盈率与净利润走势对比..... 6
图 4：Wind 全 A 指数 PE 与净利润同比增速高度相关..... 6
图 5：近十年行业盈利增速与行业涨跌幅正相关 7
图 6：各行业十年复合盈利增速（PCA）与十年平均 HHI 的关系 9
图 7：选取 HHI 最低的五个行业进行投资的策略产生的收益始终跑赢大盘 11
图 8：HHI 最高五个行业配置的收益与沪深 300 对比..... 12
图 9：中国老年人口数量变化以及趋势 13
图 10：中国慢性病患病率随着年龄区间增长而上升（单位：‰） 13
图 11：5G 对于经济的直接和间接贡献（亿元） 14
图 12：2019 年中国人工智能创业窗口期已近尾部，但专利数量仍在持续上升..... 15
图 13：技术硬件与设备、软件与服务、制药、生物科技与生命科学三个行业的 PE 分位（2020-12-4） 16

表 1：持有 HHI 排名最低行业数量与回测结果 10
表 2：配置发生变化的日期 10
表 3：2017 年国务院《新一代人工智能发展规发》“三步走” 15

我们在《如何预期未来十年 A 股复合年化收益》中以劳动力投入为核心，推算出 2021 年-2030 年中国名义 GDP 复合增长率约为 8.5%。我们认为在被动、不择时、且分散投资的情况下未来十年 A 股的年化收益将接近名义复合 GDP 增速。本篇报告我们尝试构建一个基于行业集中度的行业配置方法，提供长周期下综合收益超越基准的可能性。

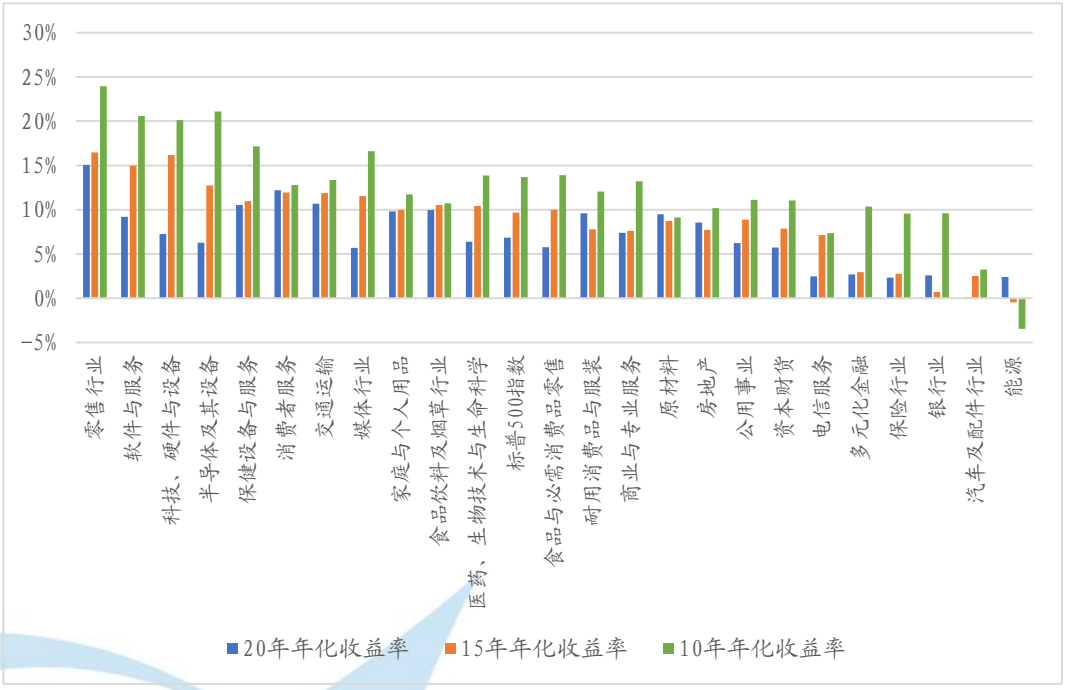
图 1：各国股市复合年化收益率与名义 GDP 复合年化增速对应（Wind 有统计以来）



数据来源：Wind，中航证券研究所

对行业的动态判断是主动投资策略的重要一环，在板块周期轮动的影响下，中短期内各板块的涨跌幅会波动，呈现出不同的走势。但站在长期的基础上来看，只有优质赛道一直可为投资者带来超额收益，击败市场基准收益率。以美国标普各行业指数为例，虽然在近 10 年、15 年和 20 年间我们能看到标普 500 指数下 24 个行业指数年化收益率的排名在不断发生变动，但只有零售行业指数，软件与服务指数，科技、硬件与设备指数，以及保健设备与服务指数这四个在美股市场上优质的行业才能在 10 年、15 年以及 20 年间的收益率都超过标普 500 指数。

图 2：美国标普各行业指数 10 年、15 年和 20 年间年化收益率



数据来源：Bloomberg，中航证券研究所

若想在未来 10 年间或者长期中在 A 股市场上获取超额收益，站在现今的角度来判断未来行业的发展趋势尤为重要。**我们认为对行业选择的判断需要从盈利角度切入，行业未来的盈利增速则是长期获取超额收益的关键。**

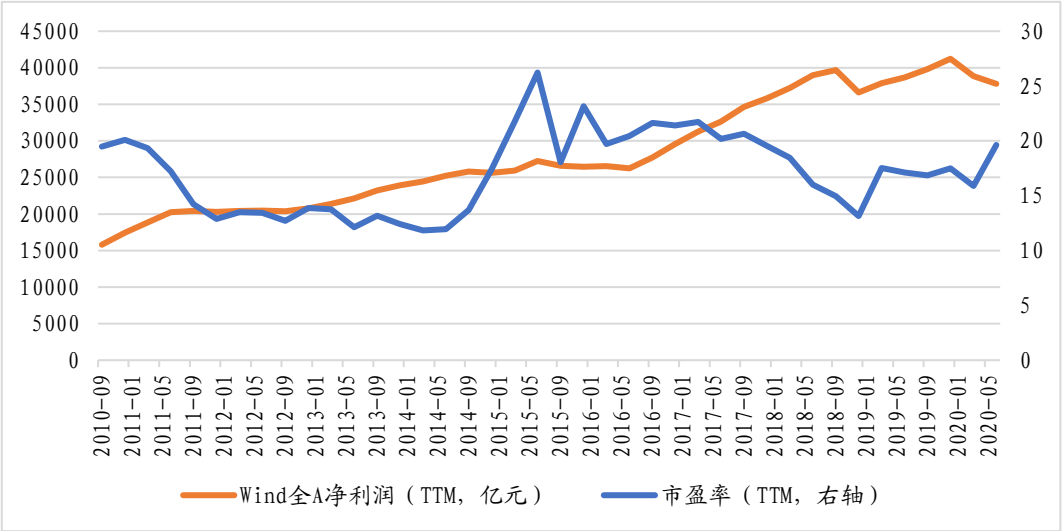
一、盈利是长期获取超额收益的主要因素

股票价格由 PE（估值）和 EPS（盈利）两个因素共同决定，收益率自然也由估值和盈利的变化共同决定。同理可延伸到行业上，行业收益率的变化可以拆分为估值和盈利两个变量的变化。但我们认为两个因素中，**盈利才是行业长期获取超额收益的关键，而非估值**。

我们将从以下三个角度进行分析，来说明为何长期层面上不在行业收益率中考虑估值成分，而认为盈利才是关键。

第一方面，站在长期视角，盈利增长是 A 股投资收益的主要来源，2010-2019 年末 A 股市值与净利润的年化增速分别为 9.7%和 9.0%，净利润的上升趋势较为稳健，而市盈率则围绕在 20 倍中枢上下运行，估值变化则贡献了指数大部分的波动。

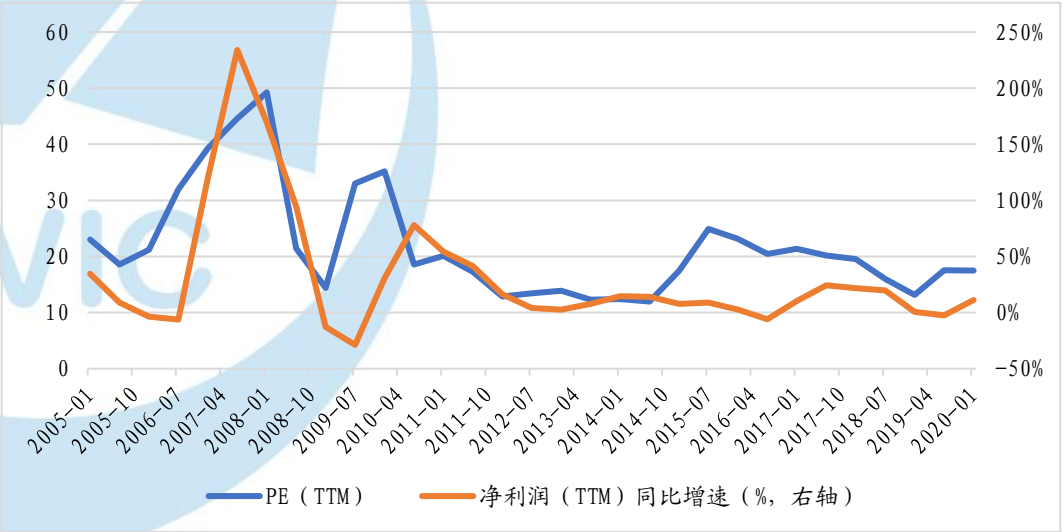
图 3：Wind 全 A 指数市盈率与净利润走势对比



数据来源：Wind，中航证券研究所

第二方面，股价＝PE×EPS当中的 PE 和 EPS 存在一定程度的多重共线性。行业估值的高低本身就隐含了对于未来盈利增速的预期。一定程度上盈利决定了估值。PE 中枢高的行业说明市场对其增长预期的强烈，认为该行业未来在盈利端能获取较高的增长。盈利是 PE 作为因变量函数中的一个关键自变量，所以股价＝PE×EPS的最终解释还是盈利，这点也在 Wind 全 A 指数的 PE 与净利润同比增速的高度相关性上得到印证。

图 4：Wind 全 A 指数 PE 与净利润同比增速高度相关



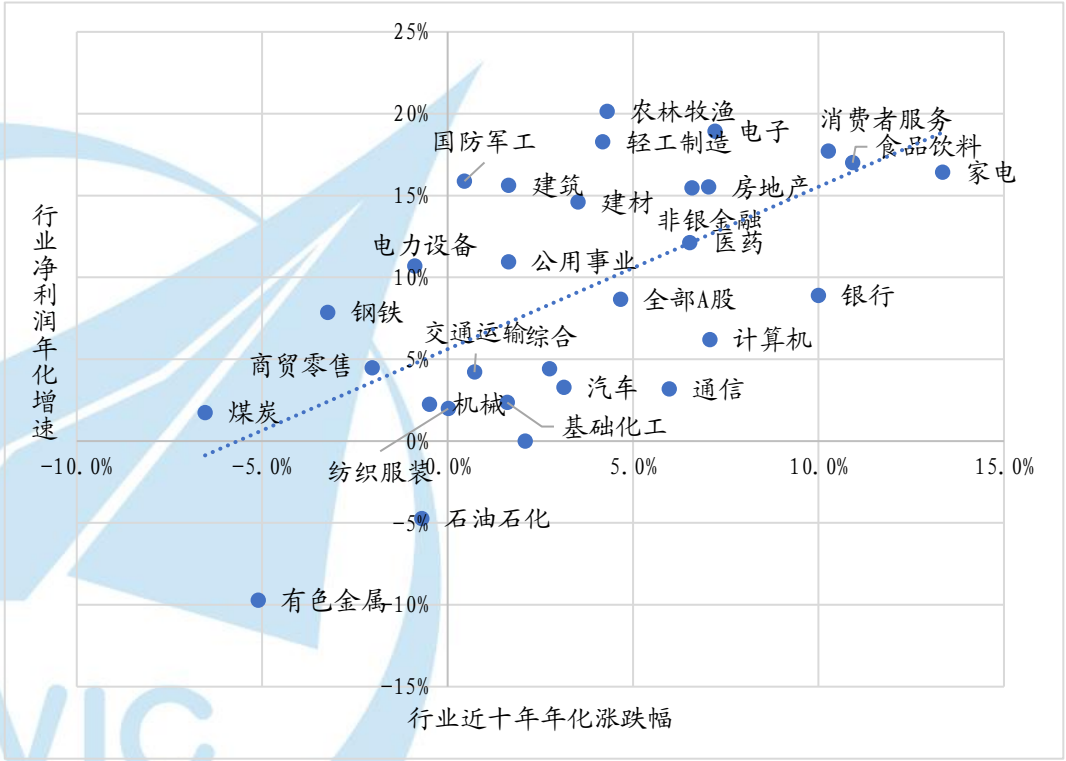
数据来源：Wind，中航证券研究所

第三方面，行业盈利与市场预期的一致性决定了收益率。若某一行业一直能按照或者超过市场预期的

盈利增速增长，那该行业就符合目前市场所给予的估值。虽然估值不会一直保持不变，但会在盈利增速对应的合理估值区间内波动，长期视角下，合理区间内的波动对收益率的影响有限。

在以盈利作为判别收益率的逻辑下，想要获取超额收益，则需要选择高于其它行业整体盈利增速的行业。回顾历史，我们通过统计中信行业分类中每个行业的净利润增速与行业的涨跌幅，可以发现，**整体来看行业指数的涨跌幅与净利增速呈正相关性。**具体行业来看，2010-2019 年末行业分化非常明显，全行业年化涨幅跑赢大盘的有 10 个行业，其中净利润增速同时高于大盘的有 8 个，按涨幅排序分别是：家电（13.3%）、食品饮料（10.9%）、消费者服务（10.3%）、银行（10.0%）、电子（7.2%）、房地产（7.0%）、非银金融（6.6%）、医药（6.5%）。而涨幅偏低且业绩弱于大盘的行业主要集中在煤炭、有色、石油石化等。尽管行业分化明显，业绩增速高于基准的行业更大概率获得超额收益。

图 5：近十年行业盈利增速与行业涨跌幅正相关



数据来源：Wind，中航证券研究所

二、以行业集中度为基础来判断未来盈利增速

某一行业获得相对于大盘的超额收益在于其广义盈利指标应该超越名义 GDP 增速，因为大盘的复合年化增速等于名义 GDP 年化增速。A 股某一行业要实现超越名义 GDP 增速有两个方式：这一行业集中度的提升或者市场总规模的提升。而行业集中度在一定程度上能够解释市场总规模，一般情况下集中度越低的行业总规模的天花板越高。通俗的理解，新兴产业相对于成熟行业，竞争格局更加复杂，缺少明显的寡头垄断。

Kewei Hou 和 David T. Robinson（2003）在《Industry Concentration and Average Stock Returns》一文中对行业集中度和行业平均的股票收益率进行了统计，结果显示行业集中度最低的一组行业比集中度最高的一组行业月平均收益率高 0.26%。结合第一部分解释的盈利是获得长期收益的主要因素，实验结果也证明了集中度低的行业会有相对更高的盈利增速，因此在特定的时间周期内，集中度越低的行业其总规模的天花板会更高。

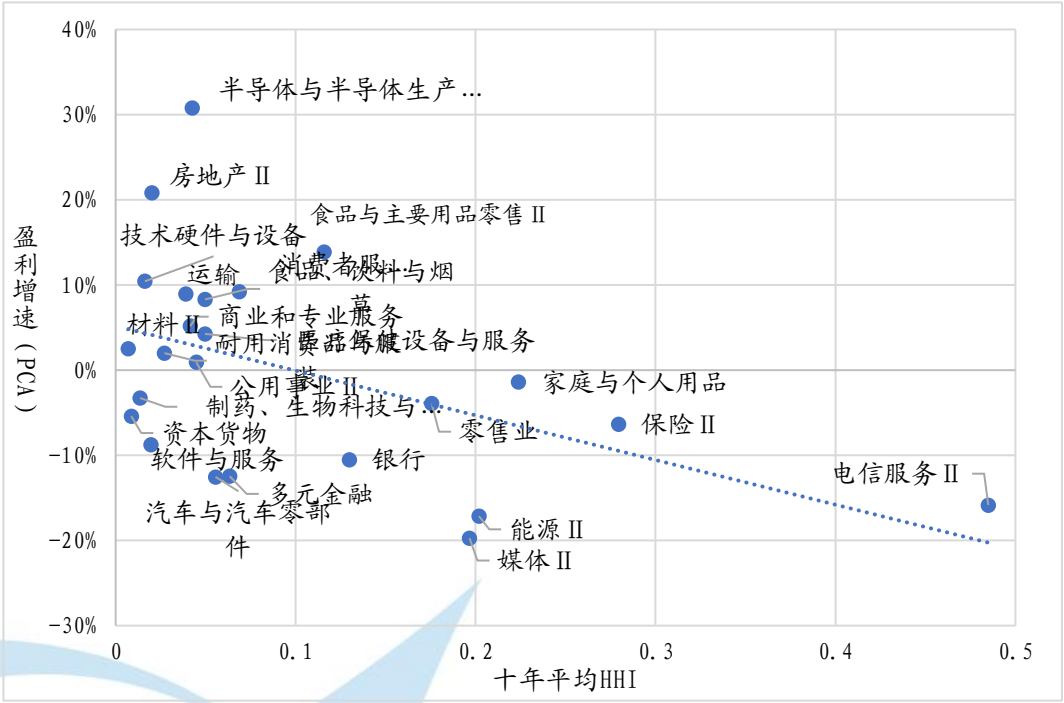
另一方面，我们以行业生命周期理论为切入点进行了分析。一般来说，行业生命周期可以大致分为幼稚期、成长期、成熟期和衰退期。由于幼稚期的行业更加靠近一级市场，所以对于二级市场来说，其行业基本分为成长期、成熟期和衰退期。相较成熟期和衰退期的行业，成长期行业的特征之一就是较高的盈利增速。所以为了判断哪些行业处于成长期并有望在未来继续获取较高的盈利增速，我们利用处于成长期行业的另一特征来进行判断，即较低的行业集中度。

因此综合以上两方面分析结果，作为现值的行业集中度是判断未来行业盈利增速的重要依据。

HHI 指数（Herfindahl-Hirschman Index）是一种测量行业集中度的综合指数，即计算每个行业中 50 家最大的企业市场占有份额的平方之和，HHI 越大，市场集中度越高，垄断程度也越高。与行业集中度指数 CRn 相比，HHI 不受企业数量和规模分布的影响，对大规模企业市场份额的反映更加敏感，因此我们选用 HHI 指数作为测量行业集中度的标准。

我们用定量的方式对行业集中度与盈利增速的定性分析进行了验证。为了使行业集中度的计算结果接近国内全市场的真实情况，我们统计了 A 股、美股和港股所有中国公司的数据。由于境内外上市公司的财报披露时间以及会计准则存在差异，因此我们用各企业市值所占份额代替市场份额来计算各行业的 HHI。我们以国际 GICS 行业分类为标准计算了 GICS 24 个行业组每个行业的 HHI，为了探究行业集中度与盈利增速的关系，我们选取了三个可以代表盈利增速的指标，即净利增速，营收增速以及 NOPLAT（息前税后经营利润）增速，这三个因素在不同程度上都可以体现企业的盈利能力，并且具有一定的相关性。为了克服单个指标在数据上的局限性，例如 NOPLAT 不适用于金融行业，我们通过主成分分析（PCA）对三个指标从 2009 至 2019 年的十年复合增速进行降维合成了一个盈利因素，然后将去掉最大值和最小值后的十年平均 HHI 与该盈利因素进行了对比，我们发现**行业的增长率与 HHI 的确呈现一定的负相关关系，行业集中度越低的行业，其广义盈利增速越高。**

图 6：各行业十年复合盈利增速（PCA）与十年平均 HHI 的关系



数据来源：Wind，中航证券研究所

基于行业增速与 HHI 的负相关关系，我们从 HHI 入手制定了量化投资策略，并使用矢量化方法搭建了量化回测框架，以验证是否可以基于行业集中度获取超额收益。我们提取了 GICS24 个二级行业从 2007 年年底到 2020 年 10 月每个月月底所有上市公司的市值（包含所有 A 股、港股和美股的中国公司），用每个公司的市值除以该行业上市公司的总市值计算出所有上市公司的市值所占份额，然后将每个行业市值最高的前 50 家上市公司市值份额的平方求和计算出所有行业历史每个月的 HHI。由于万得行业分类全面借鉴了 GICS 行业分类标准，其二级行业分类存在一一对应的关系，因此我们选取每个月 HHI 最低的几个 GICS 行业，将对应的万得二级行业指数作为我们虚拟的投资标的。由于我们把各行业市值的提取日期设定为每月的最后一天，如果当天不是 A、港和美股共同的交易日就顺延最近一个交易日作为调仓日期。在每个调仓日期根据收盘价计算的 HHI 排序调整行业配置，每次等权重持有 HHI 最低的几个行业标的。在回测周期内我们每日对每个标的分别计算损益，然后对其净值求和。

我们设置投资组合持有 HHI 排名最低的“N”个行业，对不同的“N”进行回测。结果显示当我们持有 HHI 最低的前五个行业时年化回报最高。

表 1：持有 HHI 排名最低行业数量与回测结果

HHI最小n个行业（n=）	年化收益率	波动率	最大回撤	夏普比率
1	3.42%	31.84%	72.26%	0.85%
2	4.18%	30.80%	69.00%	3.34%
3	3.83%	30.78%	70.04%	2.22%
4	6.41%	30.99%	70.50%	10.50%
5	8.03%	31.18%	70.44%	15.65%
6	7.24%	30.91%	70.51%	13.22%
7	7.53%	30.57%	70.40%	14.33%
8	7.40%	30.36%	70.19%	13.98%
9	7.00%	30.28%	70.48%	12.70%
10	6.87%	30.22%	70.53%	12.30%

数据来源：Wind，中航证券研究所

我们以持有 HHI 排名最低的五个行业作为调仓策略，回测结果显示 2008 年到 2020 年 HHI 最低的五个行业始终包含材料，资本货物以及制药、生物科技与生命科学，其余两个行业由前期的房地产和耐用消费品与服装到后期变为技术硬件与设备和软件与服务。

表 2：配置发生变化的日期

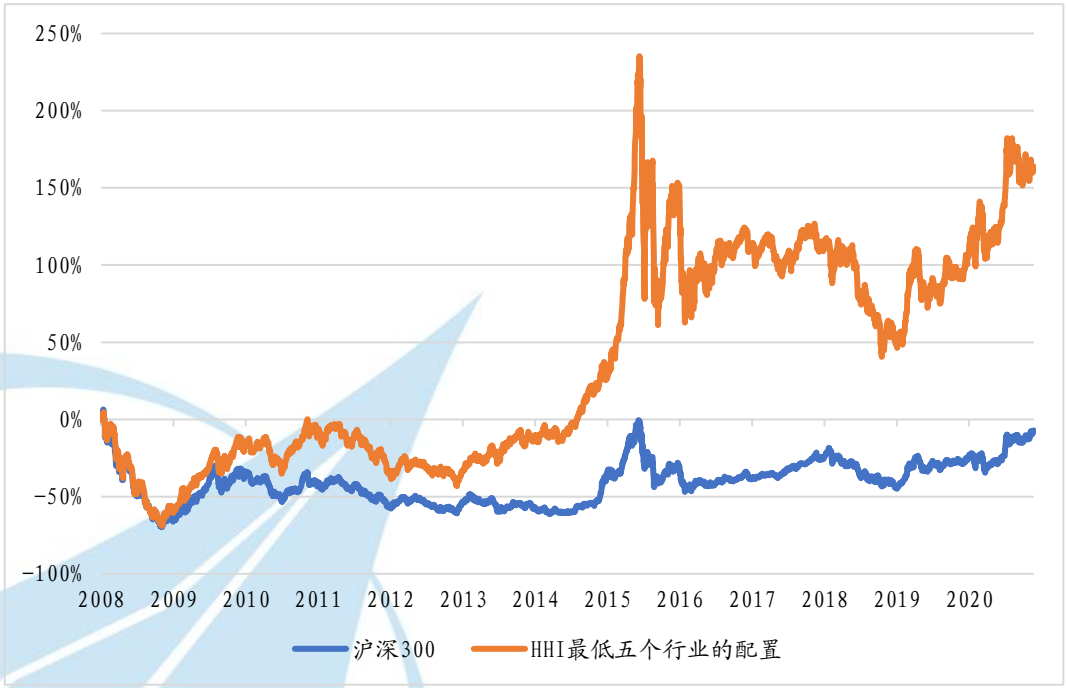
日期	行业配置				
2008-01-03	房地产Ⅱ	耐用消费品与服装	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2008-11-04	房地产Ⅱ	技术硬件与设备	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2009-09-02	房地产Ⅱ	耐用消费品与服装	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2010-05-05	房地产Ⅱ	技术硬件与设备	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2012-01-05	技术硬件与设备	耐用消费品与服装	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2012-03-02	技术硬件与设备	软件与服务	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2014-01-03	技术硬件与设备	房地产Ⅱ	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2014-04-02	技术硬件与设备	软件与服务	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2014-10-09	软件与服务	房地产Ⅱ	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2014-11-04	软件与服务	技术硬件与设备	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2015-06-02	技术硬件与设备	房地产Ⅱ	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2015-08-04	技术硬件与设备	软件与服务	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2018-03-02	技术硬件与设备	商业和专业服务	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2018-08-02	商业和专业服务	软件与服务	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2018-11-02	商业和专业服务	技术硬件与设备	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物
2019-05-07	技术硬件与设备	软件与服务	制药、生物科技与生命科学	材料Ⅱ	资本货物

数据来源：中航证券研究所

注：由于 A 股、美股、港股财报披露时间不一致，我们使用市值进行 HHI 计算而非财务指标（营收）

我们对回测的结果进行了分析，结果显示从 2008 年 1 月第一次调仓开始至 2020 年 11 月该策略的年化收益为 8.03%，同期沪深 300 的年化收益约为 -0.63% ，从收益率曲线可以看出该策略的收益始终跑赢大盘。从策略的风险指标来看，该策略收益的波动率为 31.2%，最大回撤为 70.4%，同期沪深 300 的波动率为 26.8%，最大回撤约为 71.6%。使用十年期国债到期收益率为无风险利率计算出该策略投资组合的夏普比率为 0.16（同期沪深 300 的夏普比率为-0.1），贝塔系数为 3.82，阿尔法系数为 19.33%。

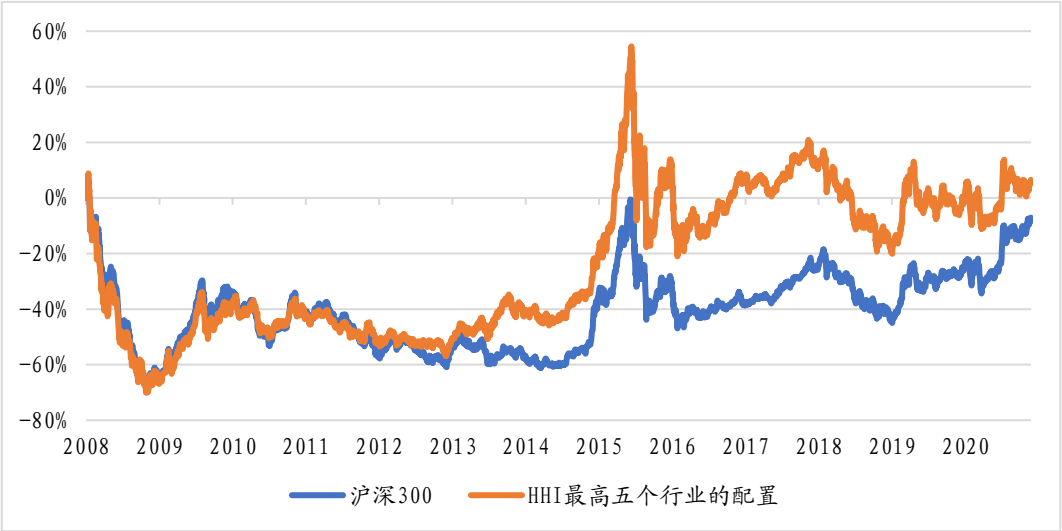
图 7：选取 HHI 最低的五个行业进行投资的策略产生的收益始终跑赢大盘



数据来源：Wind，中航证券研究所

为了更好地验证此策略，我们也选取了 HHI 最高的五个行业进行了对比（行业配置主要包含电信服务，保险，媒体，能源，零售业等），回测的结果显示该配置的年化仅为 0.46%，其收益率远不如 HHI 最低五个行业策略的收益率。

图 8：HHI 最高五个行业配置的收益与沪深 300 对比



数据来源：Wind，中航证券研究所

回测的结果显示，在行业生命周期理论的框架下，利用较低的行业集中度作为投资策略的确可以在长期获得超额回报，也说明了盈利增速的高低是长期获取超额收益的关键。

三、未来哪些行业有望实现高盈利增速从而获取较高的回报率

定量上，我们通过回测证明了较低的行业集中度可以提供较高的回报率，但定性上为何存在该逻辑？我们认为解释该逻辑的核心是创新。熊彼得（1934）在《经济发展理论》中提出了“创造性破坏理论”，阐明了企业需要通过创新而非价格竞争来实现对于经济结构的创造与破坏。企业为了生存下去并获取超额利润，唯有不断地创新。相较于集中度较高的行业来说，集中度较低的行业更需要创新，来帮助企业在高竞争的环境中占据优势。企业创新是有成本的，其成本就是在研发过程中伴随产生的风险。CAPM 则说明了收益与风险的正比关系。所以行业集中度到回报率的传导路径就可以归纳为**较低的行业集中度→较高的竞争程度→较强的创新能力→较高的风险→较高的回报率。**然而较低的行业集中度和较强的创新能力并非是绝对的单项传导，创新的投入和行业所处的周期阶段更倾向于相辅相成的关系，在未来长期增长率较高的行业，才有良好的创新投入，企业才会愿意去承担研发所伴随的高风险。

所以如何获取未来高盈利增速这个问题的核心则从行业集中度再一次过渡到了哪些行业拥有较强的创新能力。研发或者说创新是一个由量变到质变的过程，无法一蹴而就，其长期性的特点就需要某一行业拥有**长期且确定性较强**的核心增长逻辑作匹配。

反向的来看，实际上也可以理解为新兴产业的天花板更高，而新兴产业的集中度更低。

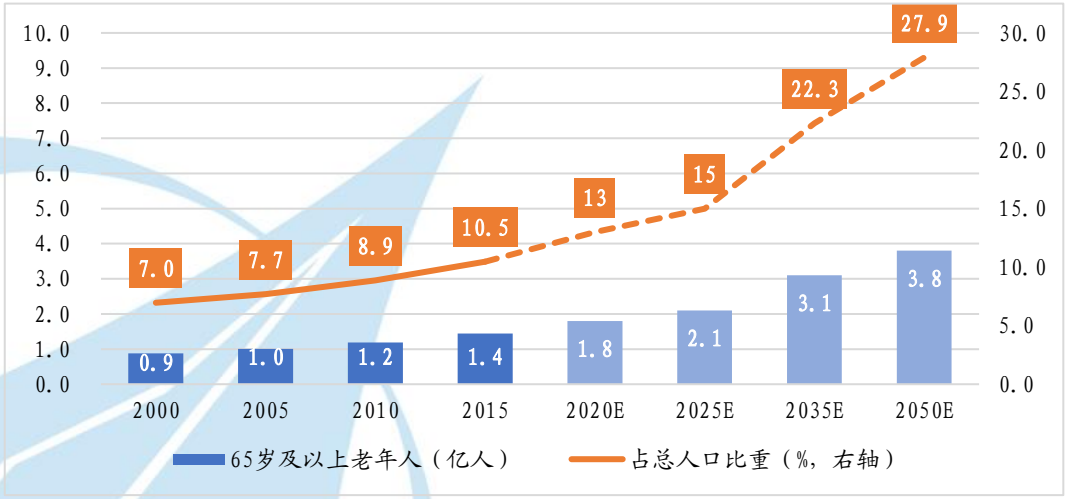
结合之前量化结果所得出的目前 HHI 最低的五个行业，脚踏现今，展望未来，我们认为其中**制药、生物科技与生命科学、技术硬件与设备以及软件与服务**三个万得二级行业存在长期增长的逻辑，有望在未来

继续获取超额收益。也就是说，科技和医药这两个代表未来经济驱动力的行业将维持较高业绩增速，从而带来超额收益。

人口老龄化是生物医药的长期确定性增长逻辑

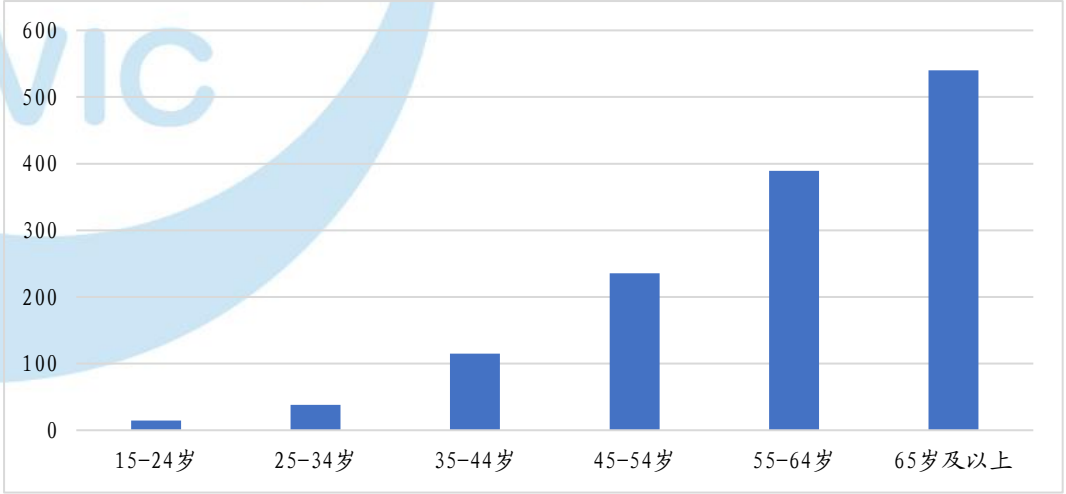
中国人口老龄化问题将会从需求端支持生物医药的长期增长。中国发展基金研究会预计我国 2022 年 65 岁及以上老人将占总人口的 14%，正式迈入深度老龄化社会。65 岁及以上老年人人口将在 2025 年到达 2.1 亿人，并将在 2035 年到达 3.1 亿人，期间年化复合增速分别为 3.13%和 3.97%。“老”与“病”的关系非常紧密，庞大且不断扩大的老年人口将会加剧催生医疗需求，增长率较高、总量较大且具有较强确定性的未来需求将反哺企业创新研发投入，为长期生物医药行业的超额收益做出铺垫。

图 9：中国老年人口数量变化以及趋势



资料来源：中国发展研究基金会，Wind，中航证券研究所

图 10：中国慢性病患病率随着年龄区间增长而上升（单位：‰）



数据来源：国家卫健委，中航证券研究所

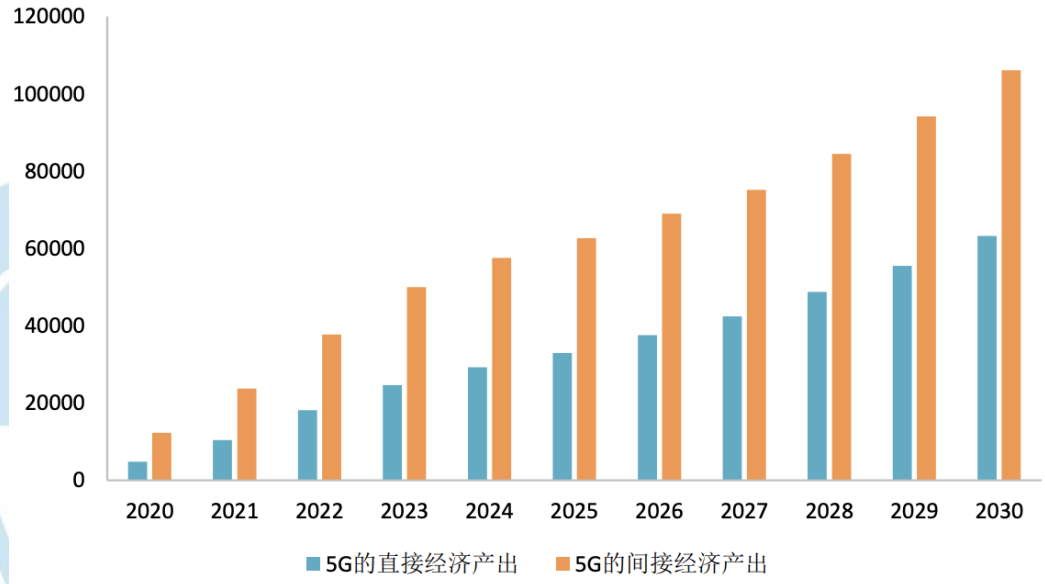
5G 发展是技术硬件与设备行业确定性增长逻辑

5G 网络作为全球信息技术发展的新格局，其高速率，大容量，低耗时的特点将在横向上作为承载人工智能、物联网、AR/VR、自动驾驶等新兴产业的重要载体，在纵向上，通信网络的换代产生也将带动技术硬件与设备上下游产业链的共同发展。

在国家战略定位和新基建双重背景下，5G 有较强的发展确定性，且具有较高的增长速率。中国信息通讯研究院在《5G 经济社会影响白皮书》（2017）中预测了 5G 对经济的带动作用，结果显示，到 2030 年，5G 将带动 6.3 万亿的直接经济产出和 10.6 万亿的间接经济产出，2020 年到 2030 年 5G 带动经济产出的年化复合增长率将分别达 24%和 29%。而作为 5G 布局第一步的基站建设也揭示了未来 10 年 5G 的高速发展的情况。截至今年 9 月底，全国已开通 69 万个 5G 基站，赛迪研究院预计，到 2030 年我国 5G 基站数量将会达 1500 万个，据此推算，建站数量的年化复合增长率预计将达 36%。

赛道的优质将会促进 5G 及周边技术硬件与设备行业加大创新和研发投入，以较强的创新能力匹配 5G 高速的发展趋势，在回报率传导路径的框架下为投资者获取长期的超额收益。

图 11：5G 对于经济的直接和间接贡献（亿元）



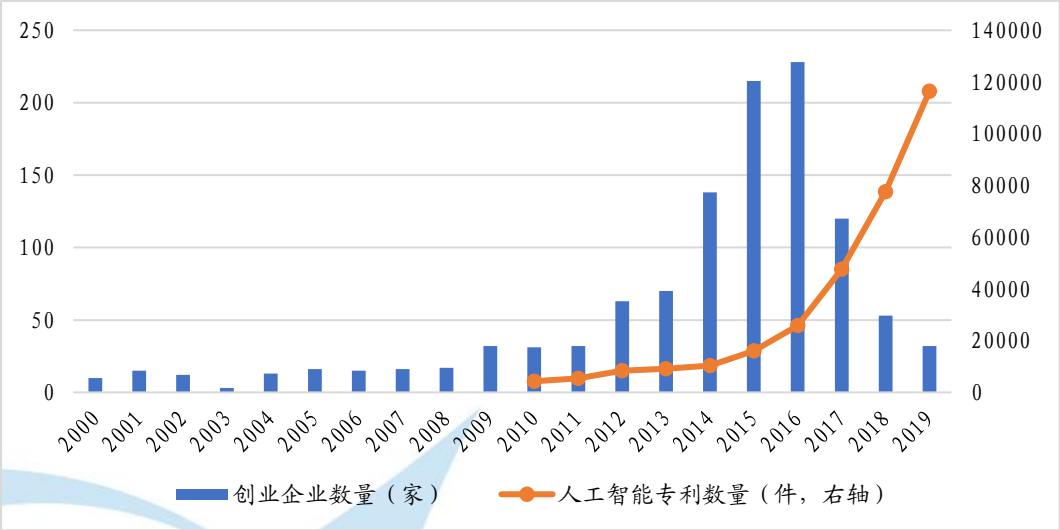
资料来源：中国信息通讯研究院，中航证券研究所整理

人工智能发展是软件与服务行业长期确定性增长逻辑

人工智能可以应用在多种场景，将社会带入万物智能的新时代，并有望带动作为其载体的软件行业的未来发展。人工智能目前已过初创奇点，开始迈入确定性较强的商业化阶段。从人工智能领域的创业企业数量来看，创业热度已从 2016 年的顶峰开始回落，并逐年降低。而一级市场投资方面，种子轮和天使轮的投资频次占比也从 2013 年的高峰开始下架，随之上升的是 A 轮与 B 轮的投资占比。创业数量和投资频次层面均表明该行业创业最佳的窗口期已过，目前更多的是现存企业从萌芽期向成长期的过渡发展。

虽然步入商业化阶段，但行业创新研发动能未减。2017 年至 2019 年间，人工智能领域的专利数量年化复合增速高达 35%，在创业热度峰值后仍呈现爆发式增长趋势。虽然未来增速可能会继续出现边际递减现象，但我们认为创新活力仍会持续。

图 12：2019 年中国人工智能创业窗口期已近尾部，但专利数量仍在持续上升



数据来源：亿欧数据，智慧芽，中航证券研究所

市场一致性的发展预期和较高的增长速率预期将继续支撑未来人工智能行业创新研发活力。德勤 2020 年 10 月份发布的调研报告显示，被调查的 300 位中国 IT 或者商业高管中有 75%的受访者认为三年内人工智能将改变他们的组织构架，并且有 63%的受访者认为人工智能将在三年内改变他们所在的行业。2017 年国务院印发的《新一代人工智能发展规划》中的“三步走”则指明了行业增长方向和规模，2020 年到 2030 年行业年化复合增长率有望达 21%。

确定性强、预期一致、增速较高三个方面将共同在未来长期内为人工智能和其载体——软件行业的创新研发投入提供强有力的保障，并在回报率传导路径的框架下获取超额收益。

表 3：2017 年国务院《新一代人工智能发展规发》“三步走”

年份	“三步走”	核心产业规模	相关产业规模	核心产业年化复合增速
2020	国际第一方阵	1500 亿元	1 万亿元	
2025	全球价值链高端	4000 亿元	5 万亿元	22%
2030	国际领先水平	1 万亿元	10 万亿元	21%

资料来源：国务院，中航证券研究所整理

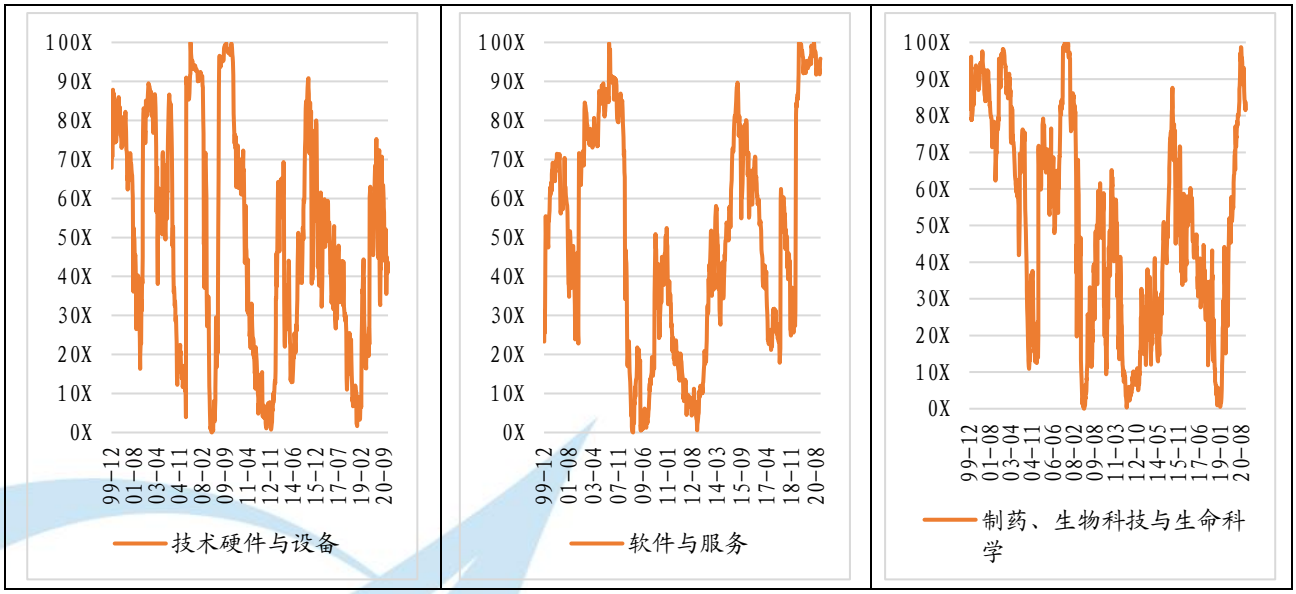
四、短期投资与长期投资之间的矛盾和取舍

从长期投资来看估值的波动对最终收益的影响是次要的。我们通过量化的方式证明了只要一个行业能够长时间持续维持较高的盈利增速，那么即使在估值高点买入，持有的时间维度拉长，这样的组合最终也

能够大幅跑赢市场基准。

但是从中短期来看，绝大多数的投资机构都面临时间周期更短的业绩考核压力。目前医药（制药、生物科技与生命科学）和计算机（软件与服务）的估值在历史极值附近。

图 13：技术硬件与设备、软件与服务、制药、生物科技与生命科学三个行业的 PE 分位（2020-12-4）



数据来源：Wind，中航证券研究所

我们认为未来一到两个季度无风险利率（PPI 上升+紧信用）大概率继续上升，这对于估值处于相对高位或者绝对高位的行业将构成持续、明显的负面压力。从短期配置来看，受益于经济修复的广义顺周期行业（上游原材料低估值+银行保险+可选消费）风险收益比更好。

但是对于国家主权基金、社保养老基金等长久期、大规模投资机构而言，较长的考核机制和更高的调仓成本下基金管理人应该继续将配置重点放在科技和医药两大新兴产业上。

风险提示：行业长期增长逻辑发生变化、行业集中度出现变化。

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，中航证券研究所宏观策略分析师。

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。