2020 年 12 月 06 日

红旗半卷：走向“新共识”——2021 年年度策略

——投资策略专题

牟一凌（分析师） 方智勇（联系人） 王况炜（联系人） 梅锴（联系人）
mouyiling@kysec.cn fangzhiyong@kysec.cn wangkuangwei@kysec.cn meikai@kysec.cn
证书编号：S0790520040001 证书编号：S0790120040049 证书编号：S0790120040033 证书编号：S0790120070044

● **2021 的命题：市场回报向 ROE 回归，寻找新核心资产**

无论是高增长企业还是低增长企业，净资产回报率应该成为股东长期回报来源。历史上 A 股长期年化收益率与年化 ROE 呈现匹配关系。**以年为刻度，Wind 全 A 收益率跑赢 ROE 超过 2 年后都会面临“还账时刻”：即未来 1 年以上收益率将跑输 ROE。**2019-2020 年万得全 A 股票回报将大幅跑赢 ROE，如果投资者无法对 2021 年流动性和政策环境给出强于当下的假设，那需要承认估值将是负贡献。过去 2 年市场对于成长性给出了充足的溢价，这也透支了短期收益的空间。展望 2021，以 ROE 衡量的当期业绩弹性将重回市场定价核心。预计未来一年机构投资者倾向于维持整体组合 ROE 不变同时降低组合估值水平，宏观环境变化为机构投资者进行更广维度的价值发现提供了基础，**“新核心资产”将浮出水面。**

● **“信用收缩”前期：延续顺周期思维，积极做多**

当前市场对于信用收缩的担忧更多地集中于基数效应和政策退出，但复盘历次信用收缩的特征：在政策退出导致信用数据回落属于**信用收缩前期**，经济往往出现过热，此时股票的回报大概率为正且弹性较大，与经济周期相关板块表现优异。真正的“信用收缩”导致市场下跌往往出现在经济出现过热或通胀后的**信用收缩后期**。历史上看，信用数据回落到真正信用紧缩导致市场下跌之前，市场通常上行且最长持续三个季度以上。当下通胀尚处在“预期”阶段，我们建议投资者以考虑了政策退出与基数效应后的社融与信贷增速为指标判定真正信用收缩。当下与经济周期相关资产风险补偿充足，投资者不应过早顾虑而错失丰厚回报。

● **全球疫情后时代开启：复苏中的产业格局重塑**

全球经济恢复中的供需错配将贯穿 2021 年，中国制造业经历了 10 年的供给调整和产业升级后，将迎来历史性机遇。从供给格局改善的视角来看，有两类行业正在走出：**行业在长期需求下行中实现了自发出清**：纺织制造、皮革制造、运输设备、仪器仪表；**行业有政策壁垒，稳固了格局，龙头通过资本开支构建壁垒优势并实现对内替代和对外突围**：民营大炼化、有色金属。需求端看，海外生产补库存与美国地产后周期共同构成了确定性的需求来源，未来机遇将广泛出现于工业机械、电子产品、建筑材料、卫浴电工、照明、家电以及家具等行业中，而其对应的原材料和中间品：铝、铜、硅、化纤、涂料、氟制冷剂值得重点把握。

● **“新共识”开启，沪深 300 领衔市场**

预测上证综指/沪深 300/创业板指在 2021 年的收益率区间为**[4.27%, 5.52%]，[8.21%，10.00%]，[-1.39%， 9.67%]**。市场将走向**“新共识”**，投资者可布局三条主线：第一，价值重估组合（**银行、保险、房地产**）；第二，出口制造业供需突围：**工业机械，电子（覆铜板、照明、功率半导体、面板），电气设备（仪器仪表），化工（大炼化、钛白粉），集运，家电，家居**；第三，通胀交易把握原材料和中间品：**铝、铜、硅、大宗类化工品以及油服。**

● **风险提示：**国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

策略研究团队

相关研究报告

《投资策略专题-机构配置的变局时刻——2021 年度“新共识”系列（二）》-2020.12.5

《投资策略专题-开源金股，12 月推荐》-2020.11.30

《投资策略周报-汇聚“新共识”，重归 ROE》-2020.11.29

目 录

1、 2021 年：股票回报向 ROE 回归 6
1.1、 股票的长期回报向 ROE 回归 6
1.2、 2021 年：A 股的“还债”时刻 9
1.3、 风险溢价的角度：赚盈利的钱 11
2、 机构配置的变局时刻 12
2.1、 主动偏股基金的决策：追寻高 ROE，但是降低估值风险 12
2.1.1、 偏股基金持仓：没有永远的抱团，积极求变 12
2.1.2、 又回到“通胀”的起点，抱团或瓦解 13
2.1.3、 展望主动偏股基金：维持高 ROE 的同时降低估值风险 14
2.2、 陆股通的抉择：审视核心资产 15
2.2.1、 “还旧账”期的陆股通：寻找高 ROE or 维持 ROE 同时降低 PB 15
2.2.2、 核心资产的思考：买入 or 卖出 16
2.2.3、 PB/ROE 视角看陆股通抉择：维持高 ROE 的同时降低 PB 17
2.3、 其他各类机构：高 ROE/低 PB 资产亦是最优方向 17
2.3.1、 保险资金：寻找高景气，提升 ROE 17
2.3.2、 社保基金：提升 ROE，同时降低估值风险 19
2.3.3、 QFII：提升 ROE，同时降低估值风险 19
2.4、 序幕已开：机构投资者将积极求变 20
3、 “信用收缩”：并不影响做多市场 20
3.1、 真实的“信用收缩”尚未开始 20
3.2、 信用收缩与市场下跌的真实规律 22
3.3、 通胀尚未来临，当下的通胀交易是在“预期层面” 24
3.4、 风险的考量：沪深 300“误判”风险不高 26
4、 供需之变局，价值再发现 27
4.1、 供给之变 27
4.2、 布局确定性的需求复苏 30
4.2.1、 全球经济复苏下的出口与再通胀 30
4.2.2、 美国房地产后周期的需求拉动 34
4.3、 长期修复的拐点：银行 40
5、 “不重要的结果”：指数最终的涨跌 41
6、 风险提示 43

图表目录

图 1： 标普 500/纳斯达克指数年化收益率与 ROE 更匹配 6
图 2： A 股三大主要指数的年化收益率也与 ROE 更匹配 6
图 3： 动态来看，标普 500 累计年化收益率逐步逼近于累计 ROE，但是短期二者可能出现背离 7
图 4： 动态来看，纳斯达克指数累计年化收益率逐步逼近于累计 ROE，但是短期二者可能出现背离 7
图 5： A 股的回报也逐步逼近 ROE，但短期来看从未有连续超过两年出现过当年收益率领跑 ROE 的情况 7
图 6： A 股的回报在大幅偏离 ROE 之后总会通过 ROE 与收益率的变化进行消化修正 7
图 7： 各个行业均存在不同程度的 ROE 回归情况，但动态回归过程存在明显的分化 8
图 8： 各行业板块每年的当年收益率与 ROE 偏离值 9
图 9： 各个行业 2019-2020 年的年化收益率与年化 ROE 的差距（未来 ROE 透支程度） 10

图 10： 各个行业不同偏离度下的预期收益率 10
图 11： 化工和有色的细分行业中，塑料、工业金属、金属非金属新材料、化学原料等行业的预期收益率排名靠前 11
图 12： 历史上风险溢价的可比时期均处于经济复苏期 11
图 13： Wind 全 A 与主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势大致相同，且当两者相差过大时往往有收敛的可能，这一时期大概率为“还旧账”时期 12
图 14： 通过对比主动偏股基金前 50、前 100 以及全部重仓股的 ROE 来看，前 50 重仓股的加权 ROE 最高 12
图 15： 2008 年以来，主动偏股基金前 50 重仓股共经历 4 次较大幅度的估值下行，此时持仓 ROE 往往会提升或维持高位，由此带来 ROE 与 PB 之比提升 12
图 16： 从 4 次“还旧账期”来看，当主动偏股基金选择主动降低 PB 提升 ROE 时，主动偏股基金收益率与 ROE 之差将提升 13
图 17： 截至 2020Q3，主动偏股公募在金融和周期板块的超低配情况与 2010Q3 和 2016Q3 相似。2010Q3 之后三个季度，主动偏股基金的金融板块的超配比例持续提升；2016Q3 之后三个季度，主动偏股公募在金融板块的超配比例持续提升，周期板块的超配比例先升后略有下降，成长板块的超配比例持续下降 14
图 18： 历史上看，2010Q3 和 2016Q3 往后，主动偏股基金的行业配置集中度均下降 14
图 19： 截至 2020Q3，主动偏股前 50 重仓股的 PB 水平为 2016 年以来的高点，ROE 水平仍维持高位 15
图 20： 在 2016Q2-2016Q4 和 2017Q2-2018Q3 两次“还旧账”期，陆股通前 50 重仓股 ROE 往往维持稳定或提升，2016Q2-2016Q4 估值下行，2017Q2-2018Q3 估值上行但幅度低于 ROE 的上升 15
图 21： 自 2020 年 7 月 2 日以来，截至 12 月 3 日，北上主要净买入周期、成长以及金融板块，主要净卖出消费板块 16
图 22： 从年度视角看，2018 年为北上净买入白酒的高点，2019-2020 年开始逐年净卖出白酒，但持有市值不断增长 17
图 23： 在 A 股 4 次“还旧账”期，除了 2010Q3-2012Q3（PB 和 ROE 同时下行）外，社保资金由于前 50 重仓的 PB 较低，因此 PB 往往波动较小，ROE 往往高位震荡或提升 18
图 24： 4 次 A 股的“还旧账”期，保险均倾向于增配金融，微增或减配成长 18
图 25： 在 A 股 4 次“还旧账”期，社保基金前 50 重仓股的 PB 和 ROE 的变化趋势往往较为一致：同时降低 PB/ROE 或者同时提升 PB/ROE，且 PB 下降（上升）速度往往会快于（慢于）ROE 19
图 26： 在 A 股 4 次“还旧账”期，QFII 的前 50 重仓股的 ROE 往往趋于提升，PB 的变化在不同时期有所不同 20
图 27： 不调整基数下，在 0%、10%、20%的每月新增增速下，全部贷款余额也会有明显增速下滑 21
图 28： 调整基数下，增速下滑的幅度稍好，但政策退出仍然会给贷款余额增速带来压力 21
图 29： 不调整基数下，在 0%、10%、20%的每月新增增速下，社融存量同比增速也会有明显增速下滑 21
图 30： 调整基数下，增速下滑的幅度稍好，但政策退出仍然会给社融增速带来压力 21
图 31： 2020 年 6 月出现向下拐点，但 7 月以来，全部贷款余额维持在较高的位置 22
图 32： 2011 年末至 2016 年中，信用收缩时制造业固定资产投资反而上行；2016 年经济复苏中，制造业投资经历了先升后降再上升 22
图 33： 过热及滞胀时期往往伴信用收缩 23
图 34： 从风格的表现来看，在信用收缩前期往往金融/消费/周期表现更好，而在信用收缩后期，金融/消费表现更好 24
图 35： 疫情下，全球流动性泛滥：美国、欧元区、日本 M2 增速创历史新高（或接近历史最高） 25
图 36： 疫情下，全球流动性泛滥：美国 10Y 国债收益率在 1%徘徊，欧元区、日本在负利率区间徘徊。 25
图 37： 疫情下，全球流动性泛滥：中国、韩国 M2 增速在 2020 年初以来也经历了明显提升 25
图 38： 疫情下，全球流动性泛滥：美国 10Y 国债收益率在 1%徘徊，欧元区、日本在负利率区间徘徊。 25
图 39： 历史上，货币供应量增加与 CPI 上升之间的时滞效应，受到资金“脱虚入实”程度的影响 25
图 40： 社融与 M2 的差值逐渐缩小，当前正处于“脱虚入实”的过程之中 25
图 41： 美国制造业订单与库存之间的缺口达到了历史新高 26
图 42： 当前，我国的生产资料价格指数同比仍为负值，未来在原油等原材料价格带动下有上涨空间 26

图 43：疫情不同步，欧美出现多次高峰，复工复产多次停滞 26
图 44：2020 年疫情以来，美国商业企业破产申请超过历年同期，产能出现“永久性退出” 26
图 45：信用收缩初期市场波动率并未放大 27
图 46：但是创业板的波动率整体上行，沪深 300 波动率整体下行 27
图 47：从营收占制造业份额下滑的角度，共 11 个行业自 1999 年以来下滑明显 28
图 48：纺织服装、运输业亏损企业占比每年平均提升 1 个百分点 28
图 49：皮革制造业、造纸业、仪器仪表亏损企业占比每年平均提升 1 个百分点 28
图 50：纺织服装、皮革制造业、仪器仪表业毛利率上升 28
图 51：纺织业、铁路运输业毛利率上升，造纸业毛利率提升速度更快 28
图 52：纺织资本开支低位，ROE 震荡上行 29
图 53：运输设备资本开支低位，ROE 已经上行 29
图 54：电气设备资本开支底部反弹，ROE 随之反弹 29
图 55：仪器仪表资本开支位于底部，ROE 及 ROIC 回升并稳定 29
图 56：大炼化产业链重要环节 PTA 生产成本随产能提升下降，明显呈现规模效应 30
图 57：2015 年民营大炼化大型资本开支，稳固行业地位，ROE 顺势提升 30
图 58：美国净产出的恢复速度取决于产能利用率的恢复斜率 30
图 59：我国出口美国的替代效应（蓝色底色区间）与溢出效应（红色底色区间） 30
图 60：2001 年危机之后我国出口到美国产品的份额占比变化与对应的美国行业产能利用率提升空间存在明显相关性 31
图 61：2008 年危机之后我国出口到美国产品的份额占比变化与对应的美国行业产能利用率提升空间存在明显相关性 31
图 62：2020 年的产能利用率恢复空间最大的行业集中于服装和皮革制品、印刷、家具以及其他制品等 32
图 63：对比中美同期行业产能利用率恢复程度，我国除了计算机、通信及其他电子设备制造业以外，其他行业均具优势 32
图 64：从存货出货比来看，机械设备、电气设备、食品饮料以及纺织品等已经达到历史分位数 90%以上 32
图 65：从补库的速度来讲，工业机械和计算机/电子等产品的补库速度已经达到历史分位数 50%以上，而排名靠后的产品集中于照明、家电以及家具等 32
图 66：铝合金和钢材价格均大幅回升 33
图 67：我国出口覆铜板和单晶硅棒数量同比大幅提升 33
图 68：单晶硅片的价格以及 LED 的蓝宝石衬底营收同比触底反弹 33
图 69：空调的氟制冷剂价格仍处于底部，刚刚开始反弹 33
图 70：红木价格指数明显比总体木材价格指数回升地更快 34
图 71：当前美国房地产市场处于景气周期中 34
图 72：美国房屋空置率达到历史新低 34
图 73：新屋/成屋可供销售月数处于历史低位 35
图 74：房屋净值与房屋贷款的比值较高 35
图 75：银行对房贷资质审核较严格 35
图 76：美国房地产抵押贷款利率达到 20 年新低 36
图 77：营建许可与新屋开工数 V 型反弹 37
图 78：贸易摩擦前，美国自中国进口木材及木制品超过 4 成 38
图 79：对美出口的木制品随地产开工波动，且弹性更大 38
图 80：Solar Roof 单个瓦片正面为特制钢化玻璃，玻璃下有一层是特制的彩色百叶窗薄膜，中间为光伏电池，最底层推测为背板材料 38
图 81：保温材料及其上游化工品 MDI、TDI、HDI 38
图 82：美国自中国进口的卫浴电工类产品占其总进口的一半左右 39

图 83: 对美出口的陶瓷制品随地产开工波动，且波动幅度高于地产开工 39
图 84: 对美出口的灯具、家具等与地产开工同步 39
图 85: 疫情后，美国自中国进口纺织原料、皮革、家具及零件占比激增 39
图 86: 美国家具销售商处于补库存中，销售量已反弹 39
图 87: 对美出口皮革及纺织制品的增长与批发商补库行为同步 39
图 88: 逾期/不良比例下滑 40
图 89: 不良生成率与不良率接近 40
图 90: 当年核销占新增不良的比例逐渐上升 40
图 91: 对银行估值与其净利润增速呈正相关 41
图 92: 对银行估值与其不良贷款率成反比 41
图 93: 过往分析师覆盖股票样本净利润占全部 A 股比重 42
图 94: 2020 年与 2021 年各行业盈利预测 42
图 95: 2020 年与 2021 年重要指数净利润增速与 ROE 预测 43
图 96: 除 2015 年外，三大指数均未有连续三年收益率跑赢 ROE 的情况 43
图 97: ROE 构成了指数收益率的“地心引力” 43

表 1: 信用收缩前期 A 股主要指数的表现均要比收缩后期要好 24
表 2: 典型美国房地产开发商精装交付清单 37

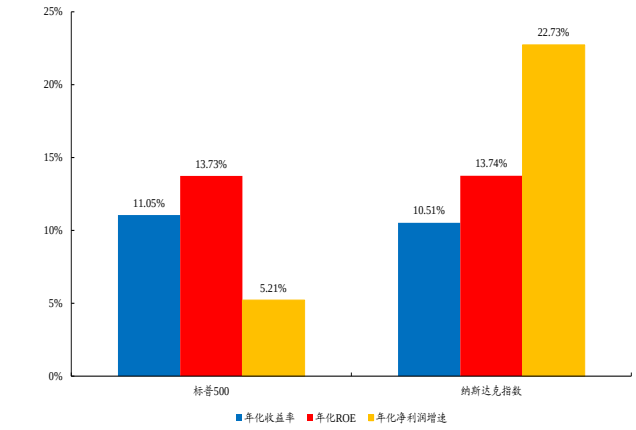
1、 2021 年：股票回报向 ROE 回归

1.1、 股票的长期回报向 ROE 回归

长期来看一只股票的回报大致等于其 ROE，背后其实反映的是无论是高增长的企业还是低增长的企业，收益来源都是资产为股东赢得回报的能力：二级市场持有人的回报长期看应该等于股东回报。

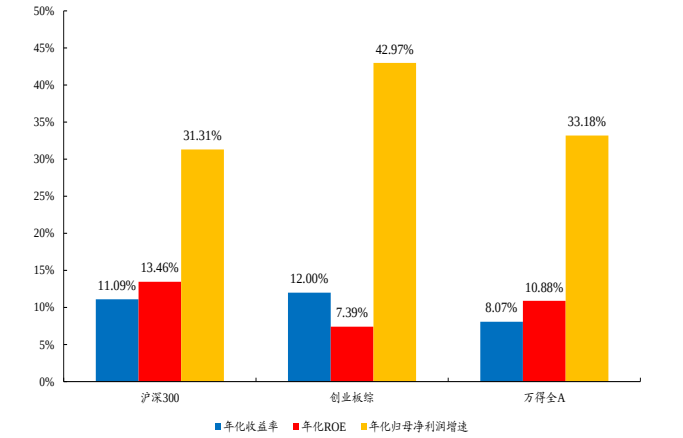
历史上可测区间内美股、A 股的长期年化收益率与长期年化 ROE 呈现匹配关系。我们选取美股中的标普 500 与纳斯达克指数、A 股中的沪深 300、创业板指以及万得全 A 指数进行回测，我们发现这些股指的年化收益率与年化 ROE 相比于年化净利润增速而言更为匹配。值得注意的是，即便纳斯达克指数以及创业板指是由更具成长性的个股构成，显著的特征便是它们的年化净利润增速还远远高于年化 ROE，然而最终它们的回报还是更接近于 ROE 并非净利润增速。**ROE 形成了所谓价值与成长之间的连接，即股票本身的收益来源仍是公司持有人的股东回报。**

图1：标普 500/纳斯达克指数年化收益率与 ROE 更匹配



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：标普 500 的测算区间为 2011-2019 年，纳斯达克指数的测算区间为 2004-2019 年。

图2：A 股三大主要指数的年化收益率也与 ROE 更匹配

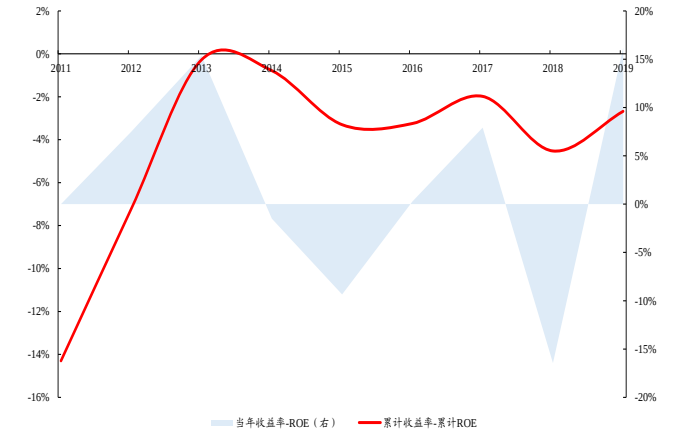


数据来源：Wind、开源证券研究所。注：沪深 300 和创业板指的测算区间均为指数上市以来至 2020 年 Q3，万得全 A 的测算区间为 2002Q1-2020 年 Q3。采用历史成分的报告期 TTM 数据测算。

站在动态的视角来看，ROE 构成了股票收益率的 “地心引力”。我们通过计算从基期截止至每一年的累计年化收益率与累计年化 ROE[1]，发现标普 500、纳斯达克指数以及万得全 A 的累计年化收益率均会逐步逼近累计 ROE，二者之间的差值不断向 0 收敛。然而从短期来看当期收益率与 ROE 之间却可能出现背离，这是由于短期内影响股票回报的因素不仅仅只有 ROE，还有大部分来自估值增长的贡献。以 A 股为例，2014-2015 年的年度收益率明显偏离了当年的 ROE 水平，因此到了 2016-2017 年，尽管这两年的 ROE 水平企稳回升，然而当年的年度收益率却不如 ROE 水平，**我们认为可以将一现象理解为“还旧账”：即由于估值贡献带来的收益率远大于 ROE，那么这部分“透支”可能会在接下来的一段时间内由 ROE 的提升与收益率的降低进行同时消化。**值得注意的是，A 股自 2002 年以来从未有连续三年以上出现过当年收益率领跑 ROE 的情况，这意味着一味地靠估值增长使得收益率偏离 ROE 是不可能长时间持续的，A 股的回报在大幅偏离 ROE 之后总会通过 ROE 与收益率的变化进行消化修正。

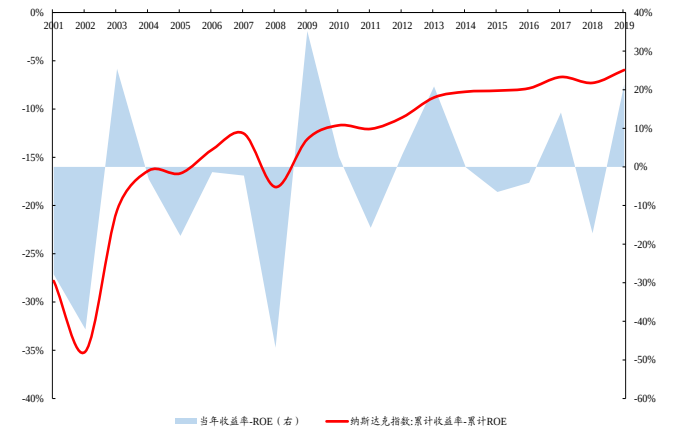
[1] 累计年化收益率与累计年化 ROE 为起始日至截止日当期每年度数据的几何平均数。

图3：动态来看，标普 500 累计年化收益率逐步逼近于累计 ROE，但是短期二者可能出现背离



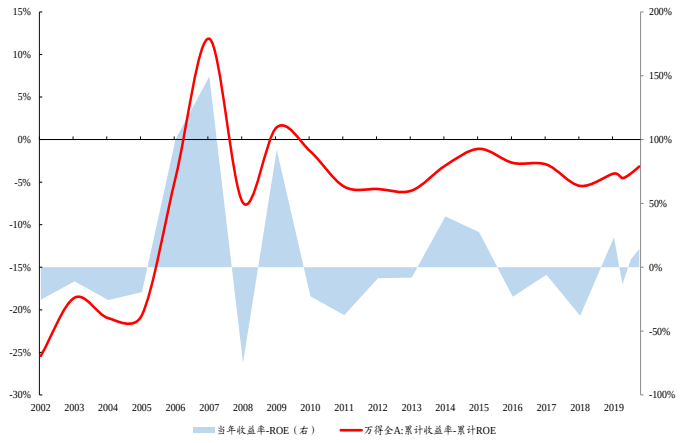
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：动态来看，纳斯达克指数累计年化收益率逐步逼近于累计 ROE，但是短期二者可能出现背离



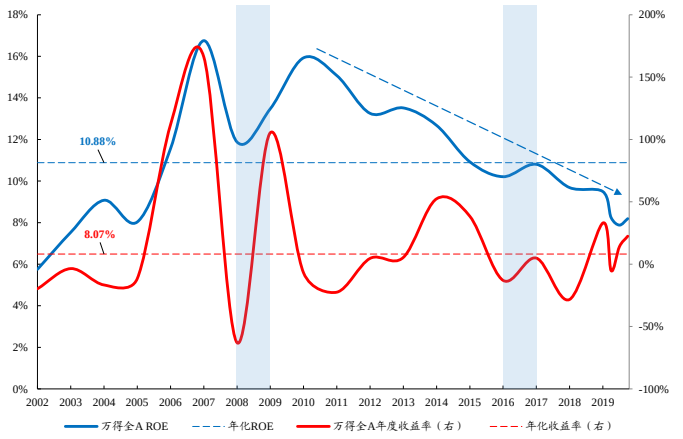
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：A 股的回报也逐步逼近 ROE，但短期来看从未有连续超过两年出现过当年收益率领跑 ROE 的情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：A 股的回报在大幅偏离 ROE 之后总会通过 ROE 与收益率的变化进行消化修正



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2020 年的指标测算是基于 TTM 的数据。

如果站在行业的角度来看，我们也会发现类似的长期回报向 ROE 回归的特征。值得关注的是不同行业之间匹配程度差异较大。我们以当年的**（累计年化收益率-累计年化 ROE）作为衡量历史偏离度的指标**，发现在行业内部有以下几点特征：

（1）在 2005-2019 年，喜欢“抢跑”的（即历史偏离度为正且排名靠前的）行业集中于**消费与科技**，喜欢“滞后定价”的（即历史偏离度为负的）行业集中于**周期**。

（2）**从最终的结果来看每个行业的区间偏离度都在向 0 附近靠拢，但动态来看各个行业每年的累计年化收益率与累计年化 ROE 逼近的过程出现了明显的分化**，通过观察 2010 年以来各个行业每年的历史偏离度走势，我们发现：从回归的速度来看，有些行业的回归十分迅速，典型的如**有色金属、银行、钢铁、商业贸易、机械设备**等，这主要是因为这些行业在 2010-2014 年的偏离度过大（均在 20%以上）；从近 5 年（2015-2019）年的偏离度均值绝对值的角度来看，**化工、银行、房地产、建筑装饰、有色金属**的偏离度仍在 10%以上，这意味着从理论上讲这些行业的累计年化收益率修复空间还很大。

图7：各个行业均存在不同程度的 ROE 回归情况，但动态回归过程存在明显的分化

所属行业	年化收益率（2005-2019）	年化ROE（2005-2019）	历史偏离度（2005-2019	2010-2014年每年历史偏离度均值	2015-2019年每年历史偏离度均值	差值	是否回归	趋势迷你图
家用电器	20.52%	12.98%	7.54%	-9.93%	-6.69%	3.24%	是	
电子	10.94%	3.87%	7.07%	-10.36%	-9.47%	0.89%	是	
农林牧渔	13.56%	6.82%	6.74%	-7.14%	-6.90%	0.23%	是	
休闲服务	14.89%	8.85%	6.05%	-17.10%	-9.00%	8.10%	是	
医药生物	16.83%	10.98%	5.86%	-19.57%	-6.99%	12.58%	是	
计算机	14.98%	9.55%	5.43%	-9.13%	-5.38%	3.75%	是	
国防军工	13.58%	8.93%	4.65%	-13.14%	-2.10%	11.04%	是	
汽车	11.42%	6.88%	4.54%	-19.06%	-5.90%	13.16%	是	
食品饮料	21.39%	17.41%	3.97%	-23.29%	-8.20%	15.09%	是	
综合	9.31%	6.38%	2.93%	-10.43%	2.43%	12.85%	是	
电气设备	12.65%	10.29%	2.36%	-14.67%	-3.11%	11.55%	是	
通信	7.82%	5.47%	2.35%	-5.35%	3.28%	8.62%	是	
建筑材料	13.43%	11.28%	2.15%	-13.26%	-4.55%	8.71%	是	
机械设备	11.70%	9.86%	1.84%	-25.22%	-6.58%	18.64%	是	
非银金融	14.26%	12.53%	1.73%	-21.12%	-8.94%	12.18%	是	
有色金属	9.14%	7.52%	1.62%	-30.06%	-10.20%	19.86%	是	
轻工制造	8.23%	7.04%	1.19%	-10.32%	-2.90%	7.42%	是	
传媒	7.01%	6.20%	0.81%	-5.72%	3.04%	8.75%	是	
商业贸易	10.10%	9.43%	0.66%	-24.62%	-5.58%	19.04%	是	
房地产	12.66%	12.14%	0.52%	-26.45%	-12.69%	13.76%	是	
纺织服装	6.64%	8.02%	-1.39%	-4.33%	-0.51%	3.82%	是	
化工	7.81%	10.17%	-2.36%	-26.15%	-18.80%	7.36%	是	
钢铁	2.84%	6.13%	-3.29%	-21.40%	-2.43%	18.97%	是	
公用事业	5.13%	9.06%	-3.93%	-1.21%	-0.36%	0.85%	是	
交通运输	4.72%	9.25%	-4.53%	-19.88%	-7.60%	12.28%	是	
建筑装饰	9.37%	13.98%	-4.61%	-18.14%	-10.42%	7.72%	是	
银行	13.45%	18.28%	-4.83%	-33.23%	-15.17%	18.06%	是	
采掘	3.60%	11.61%	-8.02%	-14.22%	-3.86%	10.35%	是	

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：“差值”是指 2015-2019 年区间偏离度均值与 2010-2014 年区间偏离度均值之差，而“是否回归”比较的是上述差值是否大于 0，如果大于 0 则说明存在回归的趋势。“趋势迷你图”指 2010 年以来各个行业每年历史偏离度走势。

（3）**从历史偏离度的变化幅度来看，我们会发现在 2014 年之后所有行业的历史偏离度变化幅度都在下降，但有些行业的变化幅度还是很大，有些行业的历史偏离度已经基本稳定在一个水准**。这意味着市场对于这些变化幅度较大的行业，**比如 TMT（除电子）、医药生物、家用电器**等，仍存在较大的增长预期反复；而历史偏离度已经基本稳定的行业，比如**建筑装饰、有色金属、化工、非银金融**等，这意味着它们的年化收益率与 ROE 之间存在稳定的偏差，这种偏差我们认为可能是由于市场对于这些行业未来的增长预期悲观导致的长期回报向 ROE 回归的“屏障”，这种“屏障”我们认为会被这些行业的 ROE 明显改善而打破。

因此，综合上述特征我们会发现，有些行业由于其“好赛道”的标签天生地年化回报就要高于 ROE，而有些行业则由于长期不被看好，其年化回报与 ROE 之间存在“屏障”。但我们认为只要股票的长期回报最终都会向 ROE 回归，即终点是一样的，则回归的过程其实背后反映的就是市场认知的变化过程。**有的行业会从过度透支未来的增长预期中被修正，让收益率“等一等”ROE；而有的行业则会从过去过度悲观的增长预期中被修正，让收益率“追一追”ROE**。

如果我们以当年的年度收益率与当年 ROE 之差来衡量这种“追赶”的过程，则我们会发现几乎所有的行业都符合上述规律，而且如果剔除 2015 年流动性牛市的影响，除了家用电器、休闲服务、国防军工以及汽车以外，**其余行业从未有过连续三年出现过当年的收益率领跑 ROE 的情况发生**，这与前文我们计算的万得全 A 的情形基本保持一致的。如果站在这个视角来看，则我们就不难理解 2013 年创业板的结构

性行情其实更多地是由于其高景气度（ROE 自 2012 年逐年回升至 2014 年）带来的补偿 2011-2012 年收益率大幅落后于 ROE 的偏离，而 2017 年消费与周期的行情则是由于它们相比于成长而言 ROE 仍在改善，同时前期 2015 年所“欠下的账”并没有成长那么多。

图8：各行业板块每年的当年收益率与 ROE 偏离值

行业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
农林牧渔	-13.0%	81.7%	154.5%	-51.0%	82.1%	12.6%	-40.9%	-11.3%	11.9%	11.1%	59.2%	-21.9%	-20.8%	-26.8%	30.2%	-10.8%
采掘	-27.5%	43.1%	241.6%	-85.9%	154.5%	-22.9%	-43.5%	-17.4%	-42.4%	15.9%	-2.5%	-7.5%	-5.8%	-40.5%	1.6%	-4.3%
化工	-22.6%	74.9%	169.0%	-69.8%	98.0%	-37.6%	-44.7%	-8.9%	-2.5%	21.2%	48.7%	-14.5%	-13.0%	-41.9%	18.0%	25.3%
钢铁	-32.8%	96.2%	159.0%	-76.6%	93.6%	-35.0%	-32.0%	-3.3%	-18.6%	76.8%	13.6%	-11.1%	5.6%	-45.7%	-10.4%	0.9%
有色金属	-19.2%	120.1%	241.5%	-82.8%	175.8%	11.7%	-54.7%	9.0%	-34.9%	38.4%	15.3%	-9.8%	8.1%	-45.0%	22.1%	18.8%
电子	-19.6%	44.6%	125.1%	-62.0%	147.3%	32.9%	-49.2%	-5.6%	35.1%	11.5%	66.1%	-20.0%	5.0%	-49.2%	66.7%	21.2%
家用电器	-7.4%	69.4%	194.0%	-64.6%	138.1%	-16.9%	-41.0%	1.0%	21.3%	2.6%	27.7%	-18.2%	24.6%	-46.0%	40.0%	11.1%
食品饮料	-0.1%	159.7%	110.5%	-70.2%	89.6%	0.1%	-34.4%	-27.4%	-28.1%	-0.7%	11.0%	-8.0%	35.8%	-42.5%	52.3%	37.7%
纺织服装	-26.4%	58.4%	174.9%	-68.7%	109.2%	-3.6%	-36.6%	-18.2%	-0.1%	22.5%	79.3%	-23.2%	-32.1%	-40.0%	2.7%	-10.0%
轻工制造	-22.7%	67.6%	159.3%	-71.7%	111.6%	-5.5%	-37.1%	-8.5%	16.4%	23.2%	81.8%	-23.6%	-23.9%	-42.1%	13.2%	7.0%
医药生物	-16.6%	62.2%	176.4%	-54.2%	86.3%	14.7%	-44.2%	-3.8%	24.4%	3.8%	44.6%	-25.2%	-8.6%	-37.4%	28.4%	21.6%
公用事业	-24.8%	44.8%	163.8%	-54.9%	43.4%	-20.8%	-29.7%	-4.9%	-2.9%	42.4%	9.9%	-27.8%	-13.8%	-36.4%	-1.7%	-8.4%
交通运输	-20.5%	58.7%	150.8%	-73.5%	73.1%	-27.2%	-41.7%	-12.0%	-1.3%	55.4%	23.4%	-30.4%	-3.9%	-38.1%	9.2%	-2.6%
房地产	-9.9%	144.1%	152.2%	-75.4%	103.7%	-38.1%	-35.6%	17.9%	-25.6%	53.2%	33.7%	-30.1%	-12.5%	-42.3%	10.3%	-21.0%
商业贸易	-7.5%	120.9%	178.6%	-70.5%	98.2%	-8.7%	-47.1%	-21.3%	2.6%	25.1%	40.9%	-20.1%	-21.0%	-41.3%	1.8%	1.4%
休闲服务	2.3%	100.8%	109.8%	-75.4%	124.4%	-1.3%	-34.1%	-5.5%	11.4%	31.2%	69.6%	-30.2%	-14.2%	-20.2%	18.6%	51.1%
建筑材料	-23.6%	103.0%	178.5%	-72.7%	116.9%	-1.5%	-50.3%	-4.1%	-19.1%	34.0%	22.7%	-7.4%	-6.6%	-47.9%	34.9%	10.3%
建筑装饰	-14.5%	90.8%	143.6%	-61.3%	22.1%	-9.5%	-48.6%	2.1%	-29.8%	70.6%	2.8%	-11.1%	-17.0%	-39.4%	-11.3%	-10.5%
电气设备	-10.9%	72.8%	191.5%	-58.1%	56.1%	0.3%	-52.0%	-20.4%	35.3%	22.8%	52.8%	-24.4%	-16.2%	-38.6%	19.0%	53.3%
国防军工	2.6%	116.2%	204.5%	-97.5%	116.9%	7.8%	-44.1%	-10.3%	30.1%	51.3%	30.6%	-20.2%	-19.2%	-31.9%	24.5%	28.9%
计算机	-23.6%	56.7%	129.9%	-65.4%	91.7%	15.0%	-43.9%	-14.1%	56.8%	28.5%	88.2%	-40.8%	-18.8%	-28.3%	44.4%	1.7%
传媒	-8.1%	72.2%	101.9%	-60.1%	67.1%	-14.9%	-33.9%	-16.6%	95.4%	6.0%	65.3%	-43.4%	-29.4%	-35.2%	22.5%	1.3%
通信	-14.0%	68.4%	112.5%	-73.7%	71.9%	-14.6%	-32.6%	-27.8%	29.1%	34.2%	66.1%	-18.7%	-6.0%	-33.2%	20.4%	-7.3%
银行	-2.9%	159.2%	71.7%	-87.8%	84.5%	-43.1%	-26.1%	-6.4%	-29.4%	44.6%	-17.3%	-19.2%	0.0%	-27.3%	11.0%	-13.5%
非银金融	-23.7%	282.3%	152.8%	-75.7%	86.1%	-40.0%	-42.8%	20.5%	-15.2%	108.2%	-34.2%	-24.5%	6.7%	-33.6%	33.7%	-7.4%
汽车	-21.8%	99.0%	202.9%	-90.4%	229.3%	-26.7%	-27.3%	12.1%	10.6%	23.0%	32.3%	-23.7%	-13.7%	-43.6%	7.9%	41.2%
机械设备	-23.4%	139.0%	150.8%	-75.4%	106.2%	11.5%	-51.2%	-14.4%	2.7%	36.4%	42.0%	-21.8%	-17.8%	-39.6%	18.9%	14.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：红色代表偏离度大于 0，绿色代表偏离度小于 0，大于 0 意味着收益率跑赢 ROE，小于 0 意味着 ROE 跑赢收益率。除标红的行业外，剔除 2015 年流动性牛市影响，其余行业未有连续超过两年出现过当年收益率领跑 ROE 的情况发生。2020 年的偏离度采用截止至 2020 年 11 月 25 日的年度收益率减去 2020 年预测 ROE。

1.2、 2021 年：A 股的“还债”时刻

A 股的“还债”时刻。就当下来看，万得全 A 的 ROE 水平已经于 2020 年 Q3（TTM，8.19%）出现了向上的拐点，而 2019 年 Q3-2020 年 Q3 的区间收益率（22.48%），二者之间的差值为 14.29%，说明在这段时间内股票回报仍以估值增长为主。**如果从 2019 年算起，当下已经经历了两年的抢跑，如果投资者无法对 2021 年的流动性和政策环境给出强于当下的假设，那需要承认估值将呈现负贡献，2021 年将进入“还债时刻”。但这并不意味着市场没有机会，只要 ROE 体现出弹性。**

2019-2020 年大部分行业其实都在“透支”未来的增长。如果计算 2019-2020 年的区间年化收益率[2]以及对应的年化 ROE[3]，以前者减去后者的差值作为衡量这两年各个行业“透支程度”，则我们会发现大部分行业的透支程度均大于 0，尤其是**食品饮料、电子、电气设备、休闲服务**等行业，即便这几个行业的年化 ROE 很高，确实有成长性，然而年化回报却抢跑了太多，未来的预期收益率并不会很高；还有 7 个

[2] 2020 年的区间年化收益率计算区间截止至 2020 年 11 月 25 日。
[3] 2020 年的采用预测 ROE。

行业透支程度为负值，意味着它们的年化回报即便是在市场大部分行业表现较好的时候也没能“追上”ROE 水平。

图9：各个行业 2019-2020 年的年化收益率与年化 ROE 的差距（未来 ROE 透支程度）

所属行业	2020年预测ROE	2019-2020年化收益率	2019-2020年化ROE	2019-2020年偏离度（收益率透支程度）	所属行业	2020年预测ROE	2019-2020年化收益率	2019-2020年化ROE	2019-2020年偏离度（收益率透支程度）
食品饮料	21.46%	65.87%	21.00%	44.87%	传媒	10.68%	16.52%	4.52%	12.00%
电子	12.63%	52.49%	9.81%	42.68%	非银金融	11.95%	23.35%	11.89%	11.46%
电气设备	11.61%	43.21%	8.44%	34.77%	轻工制造	13.52%	19.88%	9.73%	10.15%
休闲服务	6.34%	41.91%	7.83%	34.08%	农林牧渔	24.12%	28.39%	19.58%	8.81%
国防军工	7.81%	31.87%	5.22%	26.65%	通信	7.28%	9.50%	3.36%	6.14%
医药生物	15.97%	37.22%	12.16%	25.06%	交通运输	4.06%	9.06%	6.05%	3.01%
家用电器	17.15%	41.91%	17.08%	24.83%	商业贸易	6.36%	8.28%	6.66%	1.62%
汽车	8.99%	31.20%	7.85%	23.35%	采掘	5.28%	4.94%	6.35%	-1.41%
建筑材料	17.50%	38.95%	16.83%	22.12%	银行	10.56%	9.22%	11.23%	-2.01%
计算机	10.04%	28.62%	6.81%	21.81%	纺织服装	8.75%	2.85%	6.53%	-3.68%
化工	9.00%	29.15%	7.58%	21.57%	钢铁	7.91%	3.24%	8.13%	-4.89%
有色金属	6.99%	25.05%	4.58%	20.48%	公用事业	10.22%	3.45%	8.50%	-5.05%
机械设备	12.19%	25.30%	8.56%	16.74%	房地产	16.40%	8.21%	14.43%	-6.21%
综合	7.94%	19.78%	5.42%	14.35%	建筑装饰	9.95%	-1.34%	9.58%	-10.92%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：所有有预测数据的上市公司 2020 年 Q3 营业收入占全部上市公司的 85.09%。

在上述分析的基础上，在行业长期回报向 ROE 回归、短期“追赶”的过程中不会有连续三年收益率领跑 ROE 的历史规律下，我们对各个行业 2021 年的预期收益率进行了初步测算。测算结果显示，如果行业 2021 年的累计收益率继续向累计 ROE 回归，则无论基于何种偏离度的假设，预期收益率排名靠前的行业始终是**房地产、建筑装饰、纺织服装、公用事业、钢铁**；而排名靠后的行业始终是**食品饮料、电子、电气设备、化工、休闲服务、国防军工以及有色金属**。化工和有色金属由于细分行业较多，我们进行了进一步拆分，我们发现：其中**黄金、化学制品、稀有金属**构成了主要拖累，相反，**塑料、工业金属、石油化工、化学纤维**可能是存在机遇的。

图10：各个行业不同偏离度下的预期收益率

所属行业	近五年累计偏离度均值	2020年累计偏离度（2005-2020）	2021年预期ROE	三年年化ROE（2019-2021）	基于累计偏离度中枢的年化收益率	基于2020年累计偏离度的年化收益率	2019年收益率	2020年年初至今收益率	2021年预期收益率（基于累计偏离度均值）	2021年预期收益率（基于2020年累计偏离度）	2021年预期收益率（近三年年化ROE等于近三年年化收益率）
房地产	1.78%	-0.90%	16.80%	15.21%	16.99%	14.31%	22.75%	-4.60%	36.74%	27.55%	30.60%
农林牧渔	7.48%	5.72%	22.75%	20.63%	28.11%	26.35%	45.45%	13.34%	27.53%	22.35%	6.48%
建筑装饰	-2.64%	-5.00%	10.25%	9.81%	7.16%	4.81%	-2.12%	-0.56%	26.43%	18.27%	36.02%
纺织服装	0.58%	-1.94%	10.97%	7.99%	8.57%	6.05%	7.09%	-1.22%	20.98%	12.74%	19.04%
钢铁	-1.44%	-3.03%	8.41%	8.22%	6.78%	5.19%	-2.09%	8.86%	14.23%	9.20%	18.92%
商业贸易	2.82%	0.71%	8.29%	7.20%	10.03%	7.91%	8.80%	7.77%	13.60%	7.18%	5.08%
公用事业	-2.60%	-4.22%	10.81%	9.26%	6.67%	5.05%	5.12%	1.81%	13.41%	8.31%	21.89%
通信	3.02%	1.72%	8.94%	5.19%	8.21%	6.91%	19.96%	-0.05%	5.67%	1.93%	-2.93%
轻工制造	3.07%	1.53%	14.97%	11.45%	14.52%	12.98%	19.27%	20.50%	4.51%	0.34%	-3.67%
银行	-4.89%	-5.44%	10.54%	11.00%	6.11%	5.56%	22.93%	-2.96%	0.16%	-1.39%	14.64%
家用电器	8.33%	7.75%	18.07%	17.41%	25.74%	25.16%	56.99%	28.29%	-1.29%	-2.64%	-19.64%
非银金融	1.66%	1.13%	13.29%	12.36%	14.01%	13.49%	45.51%	4.56%	-2.59%	-3.92%	-6.78%
传媒	2.11%	0.84%	13.04%	7.29%	9.40%	8.12%	21.20%	12.02%	-3.56%	-6.90%	-9.05%
综合	4.72%	3.10%	9.17%	6.66%	11.38%	9.76%	26.13%	13.74%	-3.70%	-7.83%	-15.43%
机械设备	3.43%	2.58%	13.59%	10.22%	13.64%	12.80%	23.92%	26.71%	-6.52%	-8.60%	-14.73%
医药生物	7.14%	6.75%	16.33%	13.53%	20.67%	20.28%	36.85%	37.60%	-6.68%	-7.58%	-22.28%
交通运输	-3.77%	-4.41%	8.51%	6.86%	3.09%	2.46%	17.28%	1.42%	-7.89%	-9.58%	2.60%
汽车	7.12%	6.51%	10.75%	8.81%	15.93%	15.32%	14.60%	50.21%	-9.50%	-10.92%	-25.16%
计算机	5.63%	5.20%	12.07%	8.53%	14.16%	13.73%	48.04%	11.74%	-10.06%	-11.07%	-22.72%
建筑材料	3.14%	2.62%	17.27%	16.98%	20.11%	19.60%	51.03%	27.84%	-10.24%	-11.40%	-17.10%
采掘	-7.12%	-7.78%	6.82%	6.51%	-0.61%	-1.27%	9.07%	0.97%	-10.86%	-12.61%	9.71%
有色金属	2.90%	2.63%	9.49%	6.19%	9.09%	8.82%	24.27%	25.83%	-16.98%	-17.60%	-23.43%
国防军工	6.13%	6.04%	9.11%	6.50%	12.63%	12.54%	27.19%	36.73%	-17.83%	-18.03%	-30.54%
休闲服务	7.30%	8.49%	16.02%	10.49%	17.80%	18.98%	27.92%	57.42%	-18.83%	-16.36%	-33.01%
化工	-1.12%	-0.79%	11.46%	8.86%	7.74%	8.06%	24.22%	34.27%	-25.03%	-24.34%	-22.66%
电气设备	4.31%	5.00%	13.48%	10.10%	14.41%	15.09%	24.37%	64.91%	-26.98%	-25.67%	-34.93%
电子	7.54%	7.85%	14.74%	11.43%	18.97%	19.27%	73.77%	33.81%	-27.59%	-27.02%	-40.50%
食品饮料	3.91%	5.80%	22.43%	21.48%	25.38%	27.27%	72.87%	59.16%	-28.36%	-25.07%	-34.85%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：累计偏离度意为 2005 年至 2020 年的年化收益率减 2019 年年化 ROE；近五年累计偏离度中枢意为近五年的累计偏离度均值；2020 年与 2021 年 ROE 采用分析师一致预期数据进行测算，所有有预测数据的上市公司 2020 年 Q3 营业收入占全部上市公司 85.09%。

图11：化工和有色的细分行业中，塑料、工业金属、金属非金属新材料、化学原料等行业的预期收益率排名靠前

所属行业	近五年累计偏离度均值	2020年累计偏离度（2005-2020）	2021年预期ROE	三年年化ROE（2019-2021）	基于累计偏离度中枢的年化收益率	基于2020年累计偏离度的年化收益率	2019年收益率	2020年年初至今收益率	2021年预期收益率（基于累计偏离度均值）	2021年预期收益率（基于2020年累计偏离度）	2021年预期收益率（近三年年化ROE等于近三年年化收益率）
塑料	9.64%	7.22%	15.03%	9.76%	19.41%	16.99%	3.10%	39.95%	18.00%	10.96%	-8.35%
工业金属	9.08%	7.41%	8.07%	5.38%	14.45%	12.78%	16.17%	19.78%	7.74%	3.10%	-15.91%
金属非金属新材料	8.09%	6.20%	11.13%	9.15%	17.24%	15.36%	29.36%	16.05%	7.35%	2.26%	-13.37%
化学原料	6.37%	4.64%	11.79%	8.69%	15.07%	13.33%	19.18%	20.28%	6.28%	1.53%	-10.42%
化学纤维	9.39%	8.75%	20.13%	17.56%	26.95%	26.31%	33.31%	45.02%	5.83%	4.24%	-15.96%
石油化工	-7.83%	-8.89%	7.07%	6.74%	-1.09%	-2.15%	-1.43%	-4.60%	2.89%	-0.39%	29.31%
橡胶	6.53%	4.93%	15.34%	12.68%	19.22%	17.61%	31.84%	26.48%	1.62%	-2.44%	-14.19%
稀有金属	11.06%	10.03%	7.59%	3.23%	14.29%	13.26%	29.12%	25.09%	-7.57%	-10.04%	-31.89%
化学制品	3.40%	3.64%	13.37%	8.55%	11.95%	12.19%	30.85%	37.47%	-22.00%	-21.51%	-28.90%
黄金	-26.21%	-21.22%	13.44%	9.49%	-16.72%	-11.73%	27.21%	45.75%	-68.85%	-62.90%	-29.20%

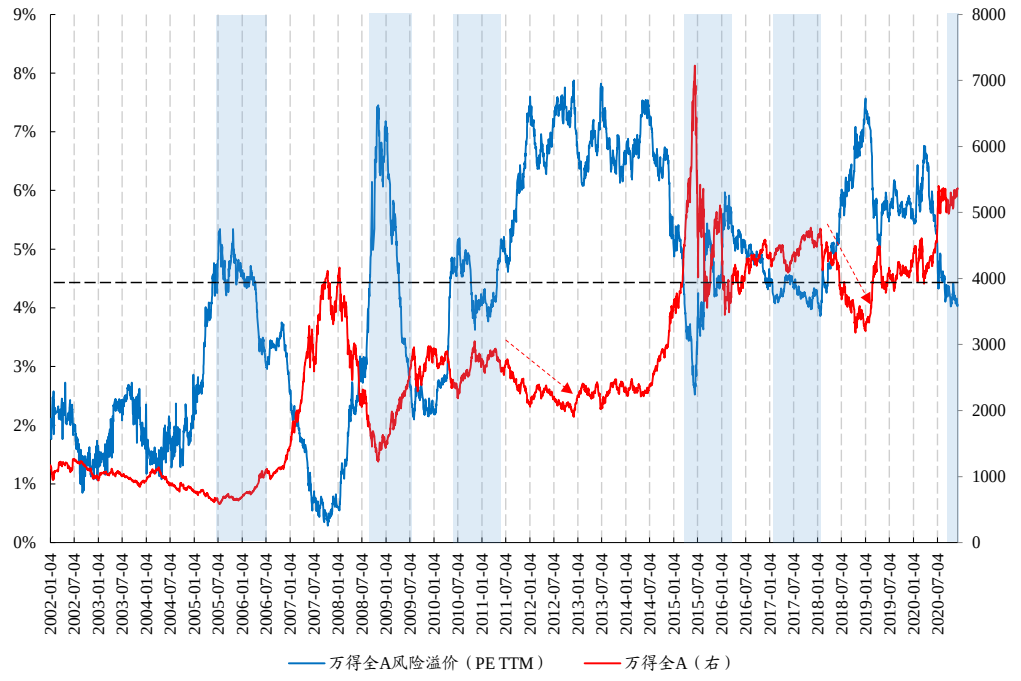
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 风险溢价的角度：赚盈利的钱

站在风险溢价（股债比的视角）的角度来看当前 A 股给予投资者的风险补偿水平，已经处于历史的均值水平下方，如果考虑到债券收益率可能的潜在上行，未来风险溢价下行的概率在降低。我们参考历史上风险溢价回落到相近水平的时刻，我们会发现以下几点特征：

第一，历史上风险溢价与当前水平的可比时期均处于经济复苏期，而不同之处在于经济复苏的节奏与弹性。历史上的风险溢价水平到了当前位置之后，如果没有流动性的进一步宽松则很难使得风险溢价持续大幅下行，但由于这些时期往往处于经济复苏期，因此市场在此期间上涨的概率较大。

图12：历史上风险溢价的可比时期均处于经济复苏期



数据来源：Wind、开源证券研究所

第二，在上述时刻之后的未来一年中市场收益率来源主要是盈利贡献。基于上述宏观经济特征，从收益率的贡献来看，未来一年仍是主要赚盈利的钱。典型的例证便是我国经济在 2017 年进入复苏深水区之后，**指数收益率中盈利贡献占据主导，而估值贡献反而为负。**

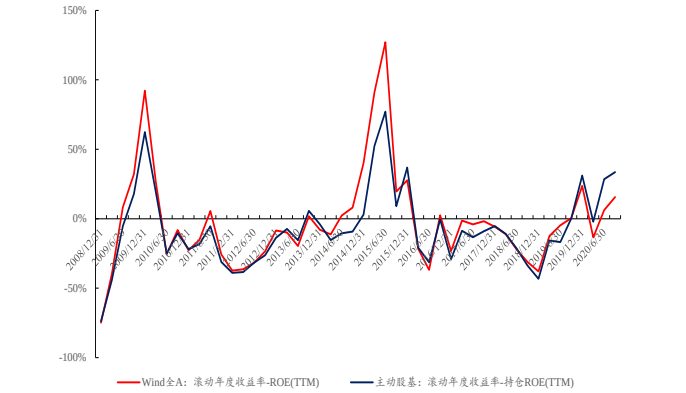
2、 机构配置的变局时刻

2.1、 主动偏股基金的决策：追寻高 ROE，但是降低估值风险

2.1.1、 偏股基金持仓：没有永远的抱团，积极求变

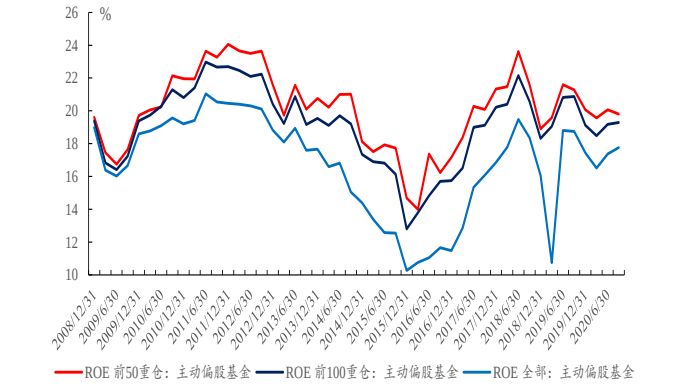
如果公募基金的组合资产的估值扩张水平超过了全市场平均水平，在后期往往面临着更大幅度的估值压力。同时，我们通过拆分主动偏股基金前 50、前 100 以及全部重仓股的 ROE 发现：前 50 重仓股的加权 ROE 最高。**这意味着：大部分时刻，机构投资者真正锚定的其实是高 ROE 水平资产，即当期景气度在机构决策权重中十分重要。**

图13：Wind 全 A 与主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势大致相同，且当两者相差过大时往往有收敛的可能，这一时期大概率为“还旧账”时期



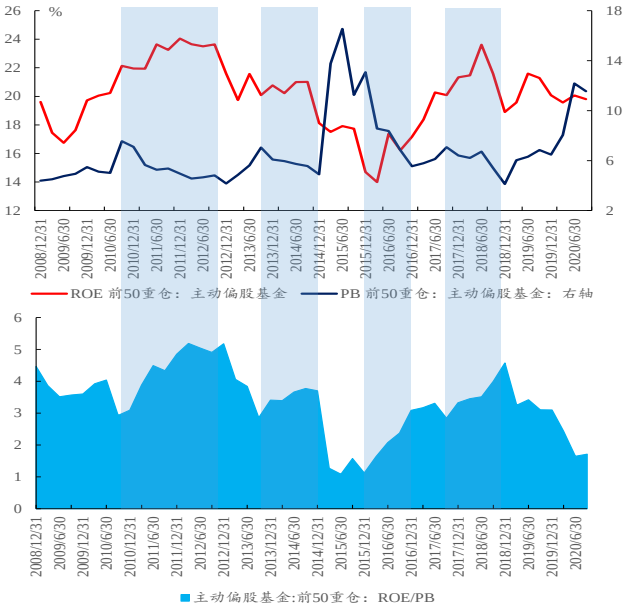
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：主动偏股公募包括：普通股票型、偏股混合型、灵活配置型以及平衡混合型基金。

图14：通过对比主动偏股基金前 50、前 100 以及全部重仓股的 ROE 来看，前 50 重仓股的加权 ROE 最高



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：加权 ROE 的权重为主动偏股基金持有市值。

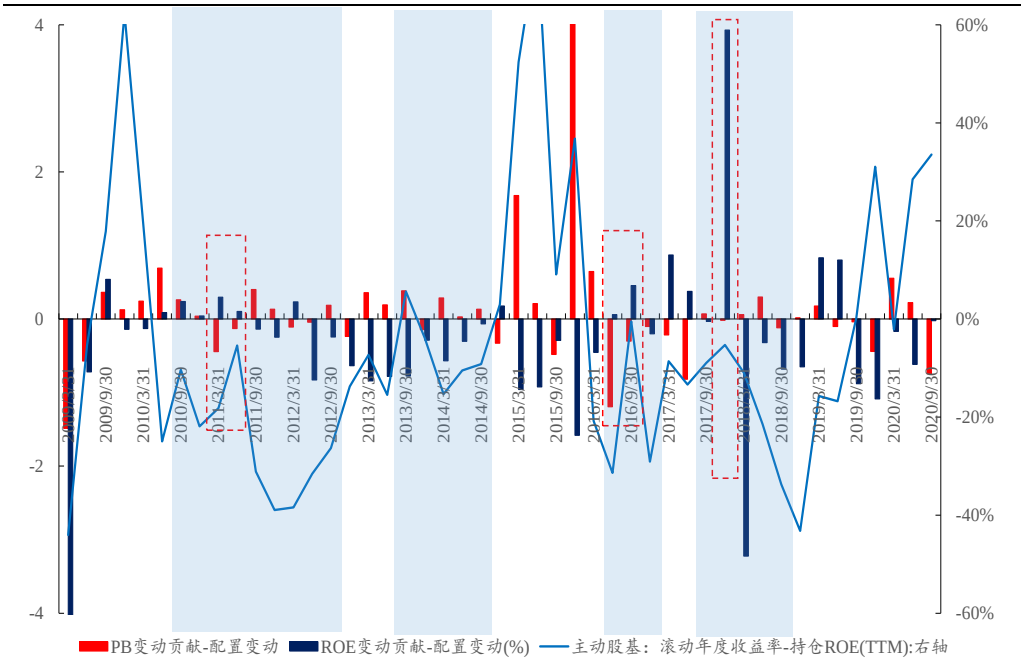
图15：2008 年以来，主动偏股基金前 50 重仓股共经历 4 次较大幅度的估值下行，此时持仓 ROE 往往会提升或维持高位，由此带来 ROE 与 PB 之比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

分析其背后的原因：在“还旧账”期整体收益率开始跑输 ROE 时，主动降低自身组合的 PB 并提高 ROE 水平的基金可以面对较小的估值压力；反之，如果基金选择“硬抗”估值压缩，其结果将可能是手中资产出现景气上升股价不上涨甚至是估值业绩出现“双杀”。**历史经验显示，主动调降 PB、提高 ROE 的主动求变，能够较好的应对“还旧账”期下资产配置的困局。**

图16：从 4 次“还旧账期”来看，当主动偏股基金选择主动降低 PB 提升 ROE 时，主动偏股基金收益率与 ROE 之差将提升



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：我们使用各个行业超低配的变动与期初期末 PB 或者 ROE 的均值之积加总来度量由于配置变动带来的 PB 或者 ROE 变动

2.1.2、 又回到“通胀”的起点，抱团或瓦解

站在当下看，截至 2020Q3，主动偏股公募在金融和周期板块的超低配情况与 2010Q3 和 2016Q3 相似，**对应的是历史上滞胀与过热的起点，这与当下市场两种经济的主流预期恰好一致**。而该两个时点公募基金持仓后续的演绎为：**无论是滞胀还是总需求复苏带来的通胀，金融板块都成为了增配的方向，成长板块会面临减配调仓的压力**，这也将成为了行业配置集中度继续下行背后的驱动，而随着金融和周期的不断增配，后期也将带来行业配置集中度的回升。**前期抱团已经松动，新的抱团方向正在形成**。

图17：截至 2020Q3，主动偏股公募在金融和周期板块的超低配情况与 2010Q3 和 2016Q3 相似。2010Q3 之后三个季度，主动偏股基金的金融板块的超配比例持续提升；2016Q3 之后三个季度，主动偏股公募在金融板块的超配比例持续提升，周期板块的超配比例先升后略有下降，成长板块的超配比例持续下降

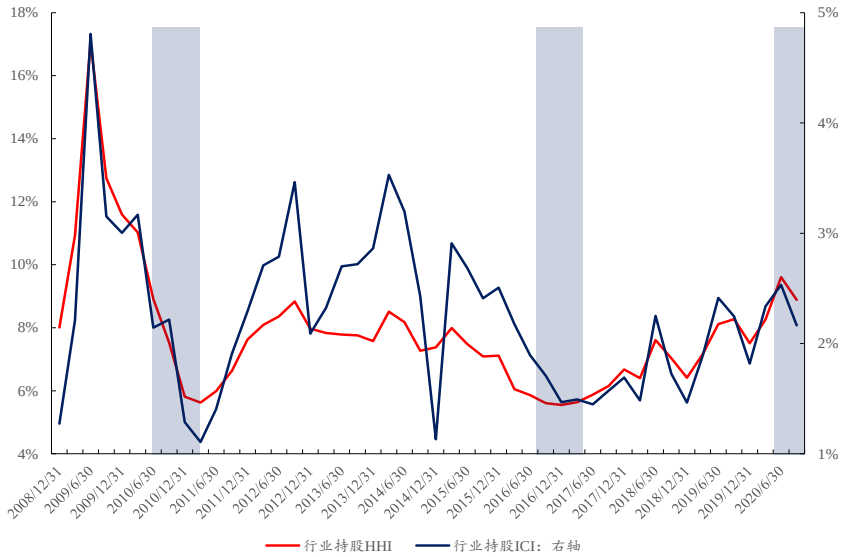
风格	2010Q3			2016Q3			2020Q3		
	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配
金融	20.59%	30.78%	**-10.19%**	15.78%	26.12%	**-10.34%**	12.28%	22.42%	**-10.14%**
周期	22.47%	30.96%	**-8.49%**	19.37%	28.05%	**-8.68%**	13.27%	21.98%	**-8.70%**
成长	25.87%	17.12%	**8.75%**	41.74%	25.00%	**16.74%**	46.62%	30.65%	**15.97%**
消费	28.23%	15.79%	**12.43%**	18.96%	15.40%	**3.56%**	27.09%	21.21%	**5.88%**
其他	2.84%	5.34%	**-2.51%**	4.15%	5.43%	**-1.28%**	0.74%	3.73%	**-3.00%**

风格	2010Q3			2010Q4			2011Q1			2011Q2		
	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配
金融	20.59%	30.78%	-10.19%	18.16%	26.39%	-8.23%	20.87%	26.06%	-5.19%	21.29%	25.72%	-4.44%
周期	22.47%	30.96%	-8.49%	28.70%	40.50%	-11.80%	30.24%	42.03%	-11.79%	30.93%	41.91%	-10.98%
成长	25.87%	17.12%	8.75%	26.34%	15.46%	10.88%	22.60%	14.57%	8.03%	20.58%	14.49%	6.09%
消费	28.23%	15.79%	12.43%	24.00%	13.25%	10.75%	23.23%	12.85%	10.38%	24.05%	13.28%	10.77%
其他	2.84%	5.34%	-2.51%	2.80%	4.40%	-1.60%	3.06%	4.49%	-1.43%	3.17%	4.60%	-1.43%

风格	2016Q3			2016Q4			2017Q1			2017Q2		
	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配
金融	15.78%	26.12%	-10.34%	15.67%	25.34%	-9.67%	16.71%	25.02%	-8.31%	18.40%	26.15%	-7.75%
周期	19.37%	28.05%	-8.68%	22.47%	29.14%	-6.68%	21.22%	29.50%	-8.27%	19.84%	28.58%	-8.75%
成长	41.74%	25.00%	16.74%	38.64%	24.18%	14.46%	37.00%	23.79%	13.21%	35.79%	23.32%	12.46%
消费	18.96%	15.40%	3.56%	19.14%	15.83%	3.30%	21.06%	16.28%	4.78%	21.99%	16.57%	5.42%
其他	4.15%	5.43%	-1.28%	4.09%	5.50%	-1.42%	4.00%	5.40%	-1.41%	3.98%	5.37%	-1.39%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：1、金融包括：银行、非银、地产；2、周期包括：机械、建筑、建材、石油石化、有色、交运、化工、钢铁、煤炭；3、成长包括：TMT、医药、电新、军工；4、消费包括：家电、农业、商贸零售、消费者服务、轻工制造、食品饮料、纺织服装、汽车；5、其他包括：综合、综合金融、电力及公用事业

图18：历史上看，2010Q3 和 2016Q3 往后，主动偏股基金的行业配置集中度均下降



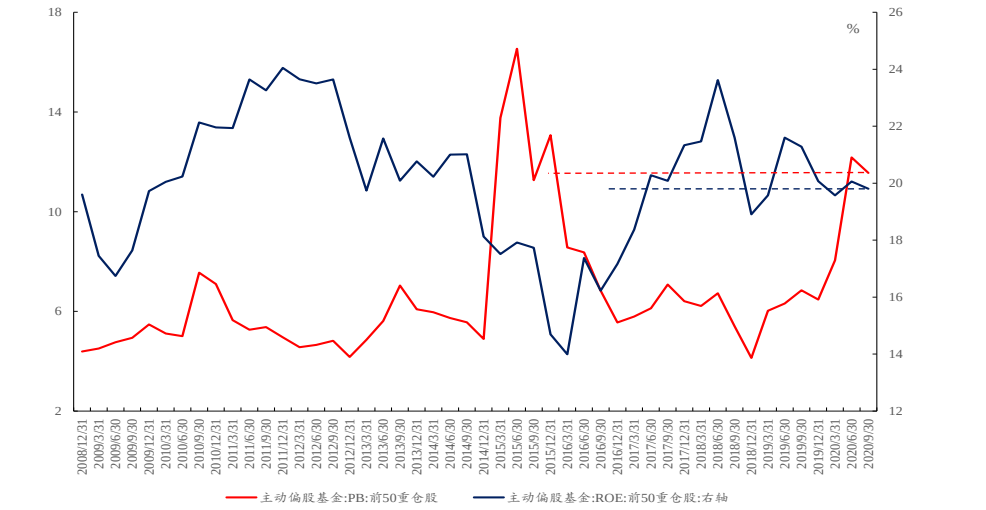
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：本文使用 HHI 和 ICI 两种指标度量公募基金持仓的集中度，其中：HHI 为各个行业持有市值占整体市值比值的平方和，ICI 为各个行业超配比例的平方和。

2.1.3、展望主动偏股基金：维持高 ROE 的同时降低估值风险

考虑到：1）2019-2020 年主动偏股基金大幅跑赢持仓组合 ROE；2）2021 年流

动性收紧，估值承压。对于当下而言，主动偏股基金持仓的 ROE 维持相对中高水平，但估值水平为 2016 年以来的高点，**这意味着，在维持高 ROE 的同时降低估值风险可能是主动偏股基金的首要选择。而结合历史经验和当下配置板块的 PB/ROE 情况来看，这些板块更有可能是金融和周期。**

图19：截至 2020Q3，主动偏股前 50 重仓股的 PB 水平为 2016 年以来的高点，ROE 水平仍维持高位



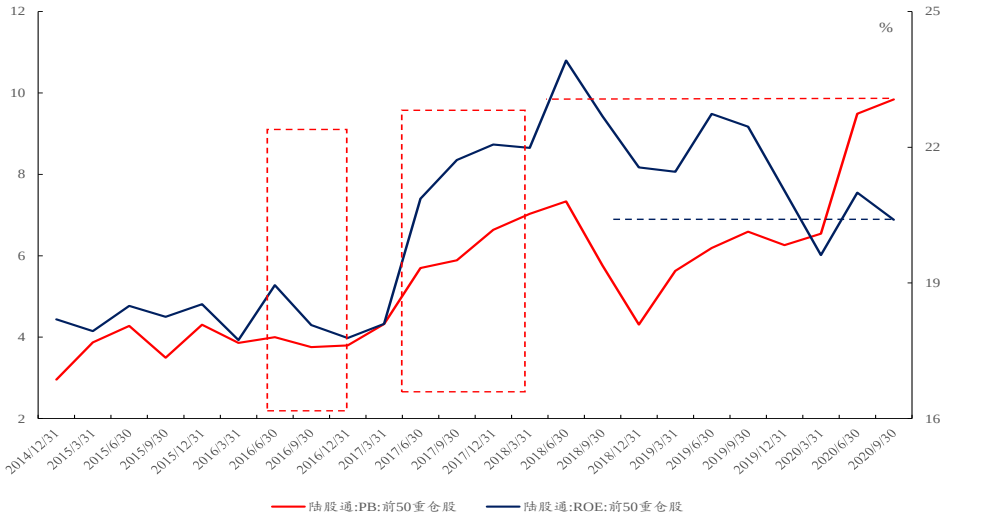
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 陆股通的抉择：审视核心资产

2.2.1、 “还旧账”期的陆股通：寻找高 ROE or 维持 ROE 同时降低 PB

在“还旧账”期，陆股通往往会选择配置更高 ROE 的标的，即使 PB 有所提升，或者在维持 ROE 的同时，降低 PB。当下 PB 为 2014Q4 以来的高点，ROE 维持高位且处于自身历史上的中枢位置。

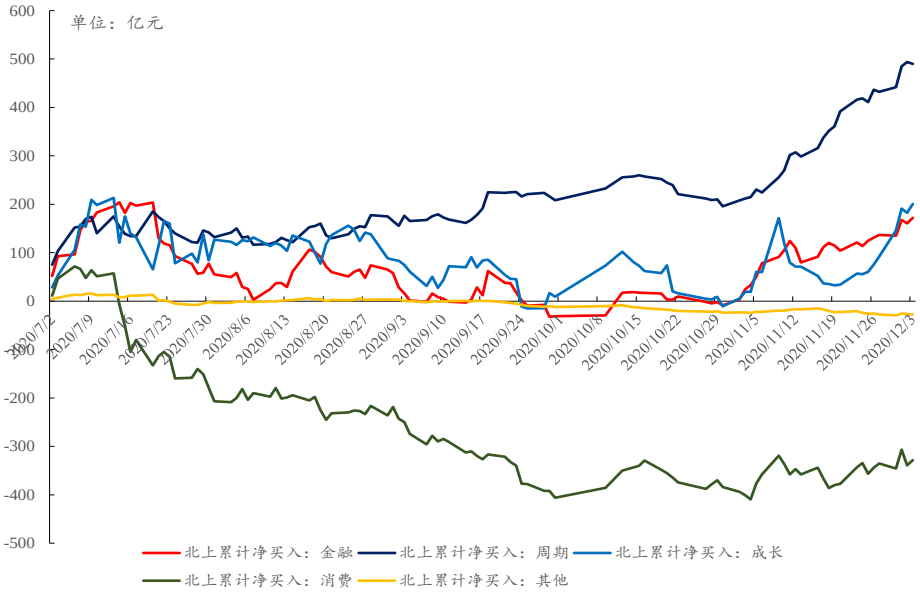
图20：在 2016Q2-2016Q4 和 2017Q2-2018Q3 两次“还旧账”期，陆股通前 50 重仓股 ROE 往往维持稳定或提升，2016Q2-2016Q4 估值下行，2017Q2-2018Q3 估值上行但幅度低于 ROE 的上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

自 2020 年 7 月 2 日以来，截至 12 月 3 日，北上主要净买入周期、成长以及金融板块，主要净卖出消费板块，特别是 10 月下旬以来，加速净买入周期、金融以及成长，值得一提的是，对于北上成长板块的净买入行为波动较大。这意味着，**北上资金正在积极定价中国复苏，而未来随着全球经济复苏共振，北上资金可能将进一步配置金融和周期板块。**

图21：自 2020 年 7 月 2 日以来，截至 12 月 3 日，北上主要净买入周期、成长以及金融板块，主要净卖出消费板块

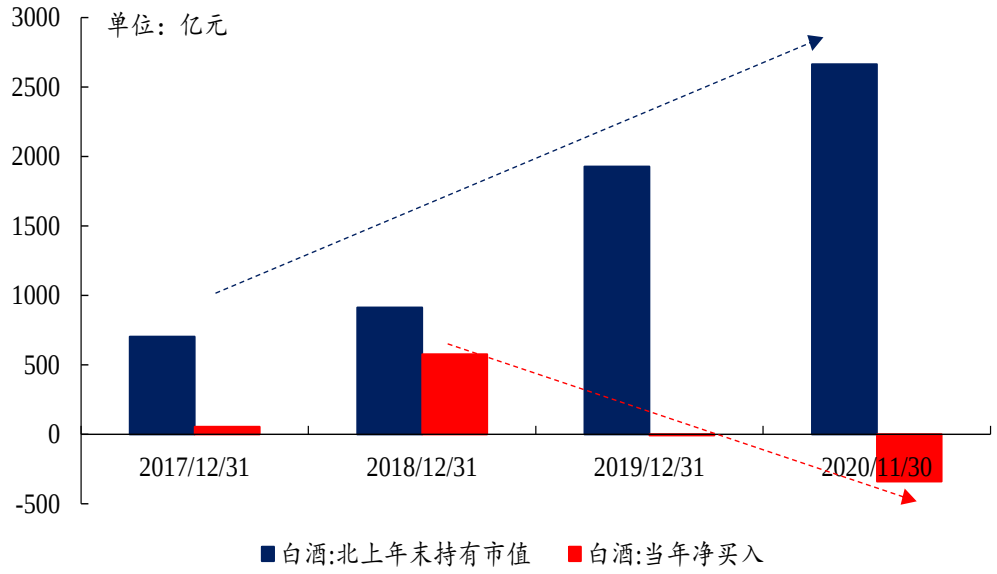


数据来源：Wind、开源证券研究所。注：累计净买入的计算起点为 2020 年 7 月 2 日，截至 2020 年 12 月 3 日。

2.2.2、 核心资产的思考：买入 or 卖出

我们以最有代表性的白酒作为例子。**2018 年北上净买入白酒后实际上忍受了一定的浮亏**。之后 2019-2020 年北上持有白酒市值不断增长，但北上开始逐年净卖出白酒。2020 年以来，截至 2020 年 11 月 30 日，北上净卖出白酒板块约 340 亿，而持有市值从 2019 年末的 1928 亿增长至 2020 年 11 月 30 日的 2664 亿元。而这背后实际上是：在大家传统认知中偏好白酒等“核心资产”的外资在逐步净卖出白酒板块，而这可能正是北上 2018 年逆势加仓白酒板块带来丰厚收益后开始逐步兑现利润的行为。从这个维度看，**传统认知中的核心资产似乎并不是在一直为外资所买入，核心资产也有性价比的考量**。投资者曾对 2018 年下半年以来外资对于白酒类资产的增持熟视无睹，事后懊悔不已；而面对 2020 年以来的累计净卖出，投资者应该思考背后的逻辑。**我们当然不建议投资者应跟随北上进行卖出，但我们同样不建议投资者还停留在过去两年“核心资产永远涨”的传统思维中，而应该重视行为背后的逻辑。基于我们此前推断，同样背后逻辑应该是出于北上参与者历史上一直遵循的估值与盈利的匹配原则。**

图22：从年度视角看，2018 年为北上净买入白酒的高点，2019-2020 年开始逐年净卖出白酒，但持有市值不断增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.3、 PB/ROE 视角看陆股通抉择：维持高 ROE 的同时降低 PB

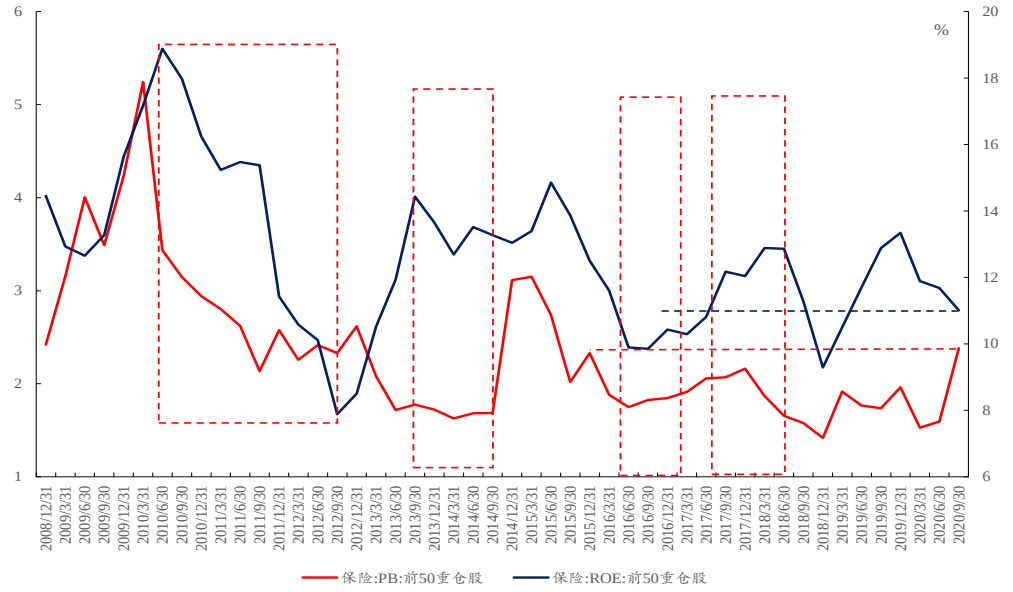
以季度视角看，当下 PB 已经达到 2014Q4 以来的高点，ROE 维持高位且处于自身历史上的中枢位置。这意味着：以 PB/ROE 视角来看，**陆股通在已经到来的“还旧账”期会大概率会选择维持自身高 ROE 的同时，降低组合 PB。**而当下这一情况正在发生：积极买入金融地产，同时净卖出消费等估值较贵的板块。另外，对于成长板块，在经历 2020Q3 净卖出近期迎来了一定的回升，但波动较大且净买入规模不及金融周期。**金融周期与成长可能是未来北上投资者选股的重要阵地。**

2.3、 其他各类机构：高 ROE/低 PB 资产亦是最优方向

2.3.1、 保险资金：寻找高景气，提升 ROE

在 A 股 4 次“还旧账”期，除了 2010Q3-2012Q3（PB 和 ROE 同时下行）外，**保险资金由于前 50 重仓的 PB 较低，因此 PB 往往波动较小，其应对方法更多的来自于寻找高景气，提高组合的 ROE。**截至 2020Q3，保险资金前 50 重仓股的 PB 相比于 2020Q2 有所提升但仍较低，而 ROE 自 2019Q4 以来持续下行，当前位于历史中枢以下位置。

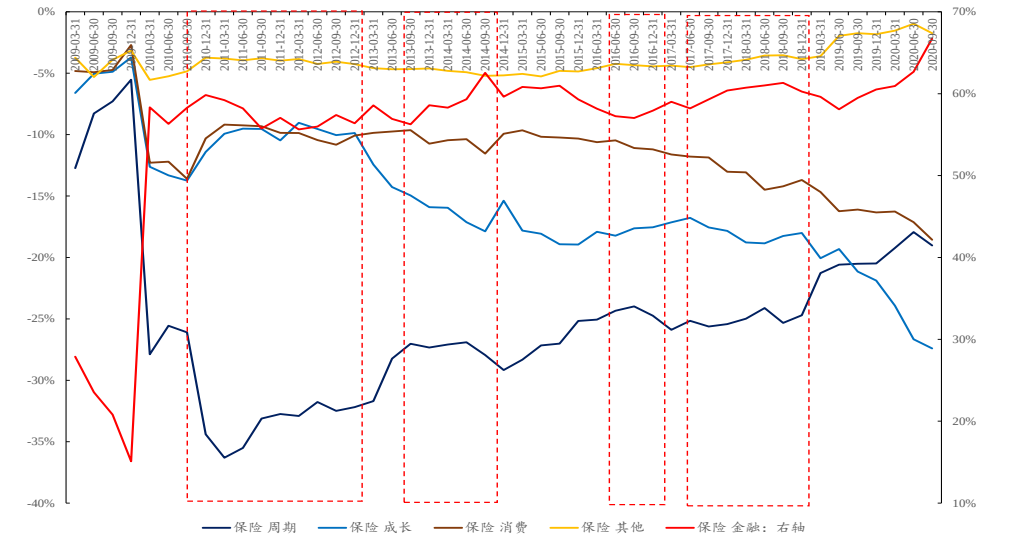
图23：在 A 股 4 次“还旧账”期，除了 2010Q3-2012Q3（PB 和 ROE 同时下行）外，社保资金由于前 50 重仓的 PB 较低，因此 PB 往往波动较小，ROE 往往高位震荡或提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

考虑到当下正进入“还旧账”期，而保险资金自身持仓组合的 PB 较低，ROE 自 2019Q4 以来持续下行，当前位于历史中枢以下位置。**这意味着估值对其收益的贡献可能相对较小，寻找高景气，提升 ROE 资产可能是当下保险资金的配置选择。**考虑到：**保险资金在 A 股 4 次“还旧账”期，保险均倾向于增配金融，经济复苏时期更偏好增配周期。**而当下金融和周期板块中高 ROE 或预期 ROE 边际提升资产较多，同时估值水平相对较低，与险资对低估值资产的偏好相一致，我们此前在 10 月 25 日报告《金融成为当下市场的最优解》提到：金融板块实际上早已被保险资金所偏好，**而金融周期板块未来将获得更进一步增配。**

图24：4 次 A 股的“还旧账”期，保险均倾向于增配金融，微增或减配成长

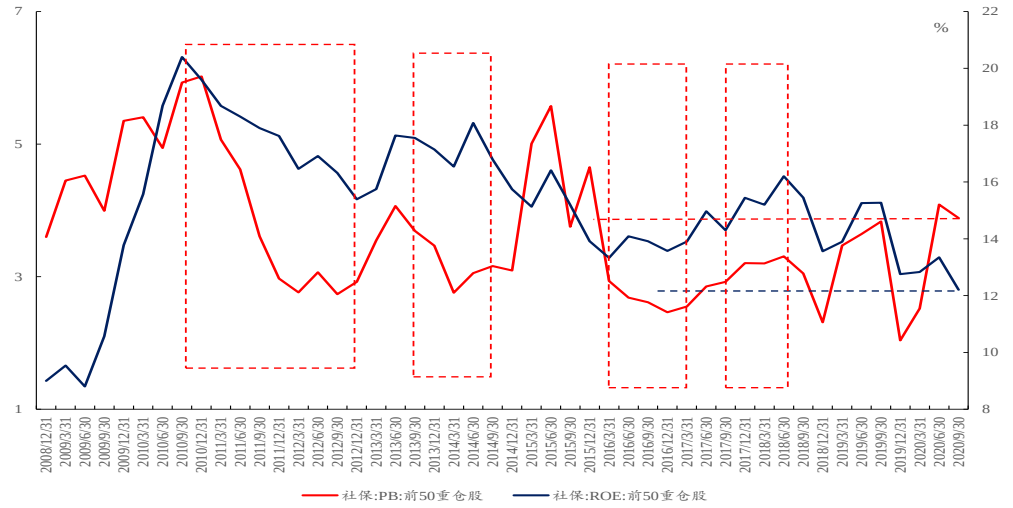


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2、 社保基金：提升 ROE，同时降低估值风险

在 A 股 4 次“还旧账”期，**社保基金前 50 重仓股的 PB 和 ROE 的变化趋势往往较为一致：同时降低 PB/ROE 或者同时提升 PB/ROE，且 PB 下降（上升）速度往往会快于（慢于）ROE**。但 2016Q2-2016Q4 例外，在此期间 PB 水平下降但 ROE 基本维持震荡。截至 2020Q3，社保前 50 重仓股 ROE 水平处于 2010 年以来的低位，PB 绝对数较低但处于自身中枢以上的位置。这意味着：以 PB/ROE 视角来看，**提高组合 ROE 并同时降低资产 PB 可能是主要资产配置方向**，而当下金融和周期板块中高 ROE 或预期 ROE 边际提升资产较多且估值水平相对较低，**这意味着，在 PB/ROE 视角下，对于社保而言，金融周期可能是未来的配置方向**。

图25：在 A 股 4 次“还旧账”期，社保基金前 50 重仓股的 PB 和 ROE 的变化趋势往往较为一致：同时降低 PB/ROE 或者同时提升 PB/ROE，且 PB 下降（上升）速度往往会快于（慢于）ROE

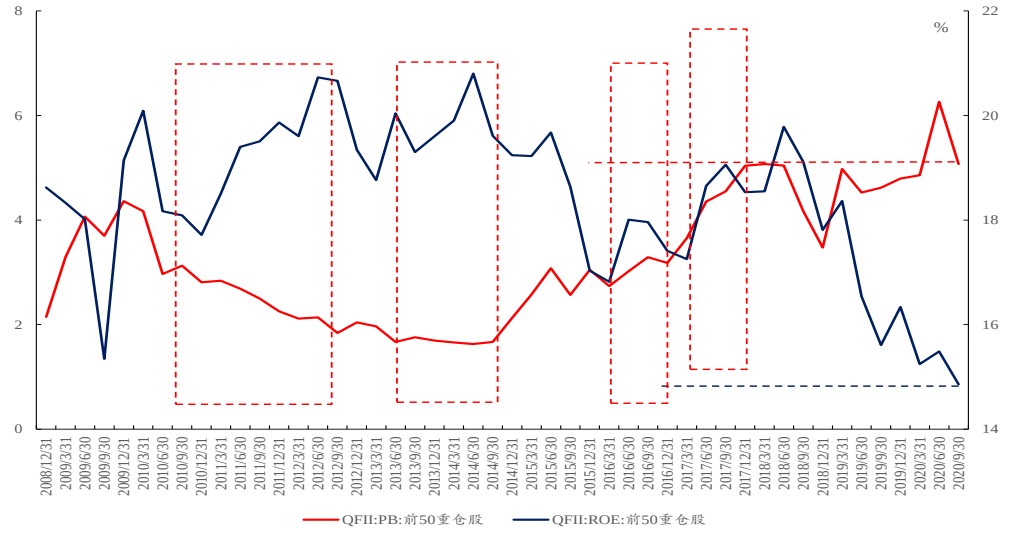


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.3、 QFII：提升 ROE，同时降低估值风险

在 A 股 4 次“还旧账”期，QFII 的前 50 重仓股的 ROE 往往趋于提升，PB 的变化在不同时期有所不同：2010Q3-2012Q4 持仓 PB 下降，2013Q3-2014Q3 持仓 PB 持平，2016Q1-2016Q4 以及 2017Q2-2018Q3 持仓 PB 上升。**截至 2020Q3，QFII 前 50 重仓股 ROE 处于历史低位，PB 处于高位，提升 ROE 并降低 PB 将是 QFII 投资者的最优选择**。我们在报告《机构配置的变局时刻——2021 年度“新共识”系列(二)》中提到：QFII 投资者可能更偏向于从 ROE 和 PB 视角寻找资产，而并非直接依据宏观背景，那么考虑到当下金融周期板块中目前仍广泛存在高 ROE 低 PB 或者低 PB 但预期 ROE 提升的资产，而该类资产将改善组合的性价比。

图26：在 A 股 4 次“还旧账”期，QFII 的前 50 重仓股的 ROE 往往趋于提升，PB 的变化在不同时期有所不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、 序幕已开：机构投资者将积极求变

当下“还旧账”时刻已经来临，未来大概率进入“还账期”。我们看到，历史上成长与价值并非有无法跨越的鸿沟，机构投资者总是最终实现了组合的调整并较好适应了市场。因此对于 2021 年来说，乐观者应该看到机遇而不是遵循守旧，陷于过去 2 年“好赛道”的惯性认知中。当下投资者因以寻求改变的态度，重新衡量全市场的风险与收益比。历史经验启示我们，未来专业机构投资者将逐步从传统的配置习惯中走出，积极求变，而勇于改变者，往往取得可观收益。

实际上，对于当下而言，具有估值优势且具备高 ROE 或预期 ROE 提升的资产已经广泛存在于顺周期板块中，其中的**金融周期将成当下配置的最优解，未来值得投资者进行更多的价值发现。**但更丰富的内涵是：在科技、消费这样好赛道云集的板块中，同样存在着被“遗忘”的板块，过去偏见带来的估值压制将成为未来的馈赠，景气回升下的盈利同样值得期待。

3、 “信用收缩”：并不影响做多市场

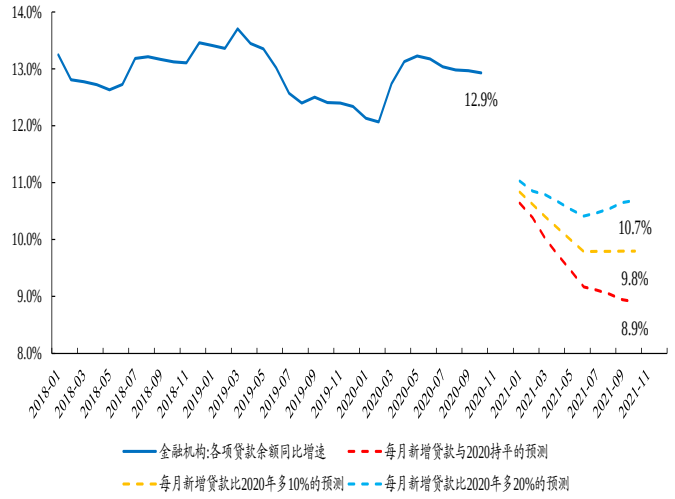
3.1、 真实的“信用收缩”尚未开始

当前市场上讨论的 2021 年“信用收缩”是基数效应和对政策担忧的结合。2021 年信贷和社融增速存在一定数据的特殊性，前期非常规货币政策退出（1.8 万亿融资直达实体）和政府债的发行减少，将带来贷款余额和社融增速分子端的自然回落，同时又由于基数效应增大分母端，从而 2021 年将会看到数据上这两个指标的持续下降。我们可以大致模拟一下基数效应和政策退出下 2021 年的信贷和社融增速：第一步：将信贷中直达实体的 1.8 万亿[4]从 2020 年上半年每月增量中减去 3000 亿，并将社融中贷款的增量相应减去，同时减去 2020 年的政府债券增量；第二步，剩余的部分分别增长 0%、10%、15%、20%下计算 2021 年的信贷和社融增速，计算时基数取 2020

[4] 人民银行推出了 3000 亿元抗疫专项再贷款和 1.5 万亿元普惠性再贷款再贴现，这些工具都是直达实体企业的货币政策工具。

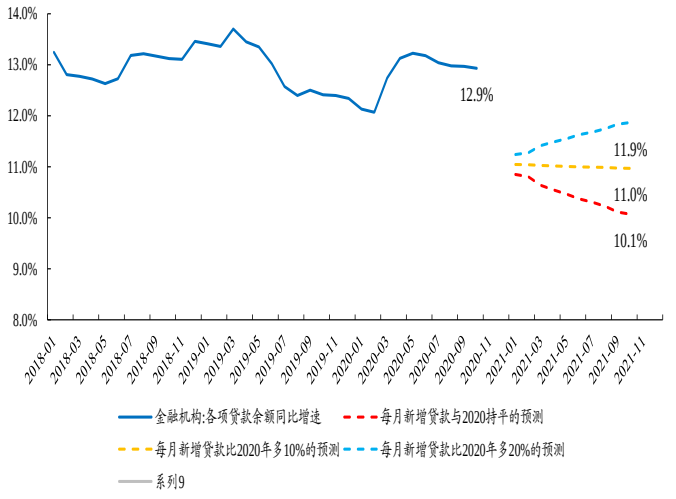
年实际值和 2020 年去除以上部分后的值。如果从这个意义上讲，**当下季度以内的数据正在经历的是政策退出下的信用扩张放缓，真正意义上的信用收缩尚未来临。**

图27：不调整基数下，在 0%、10%、20%的每月新增增速下，全部贷款余额也会有明显增速下滑



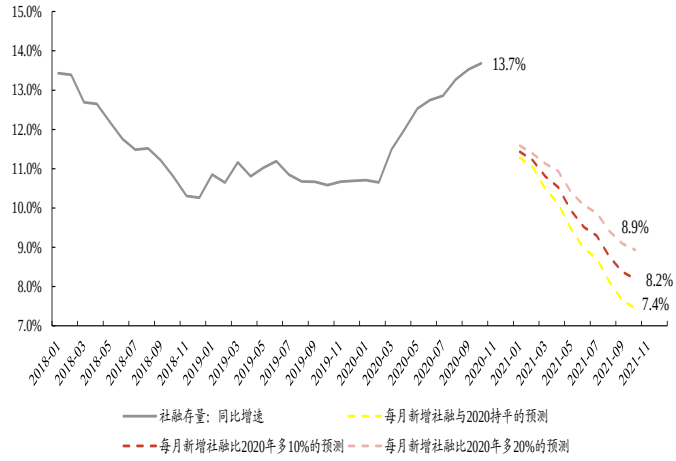
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：调整基数下，增速下滑的幅度稍好，但政策退出仍然会给贷款余额增速带来压力



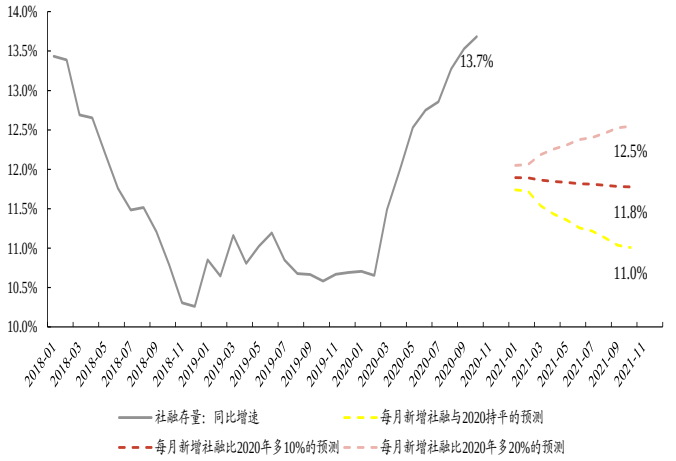
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：不调整基数下，在 0%、10%、20%的每月新增增速下，社融存量同比增速也会有明显增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

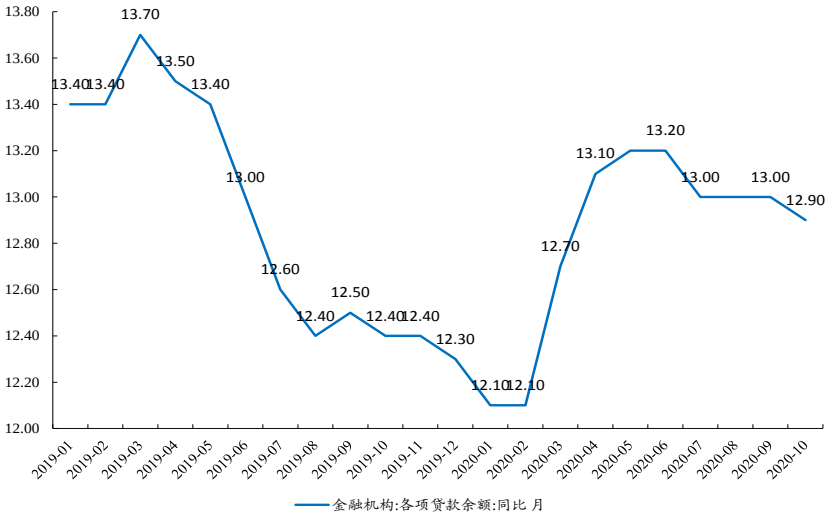
图30：调整基数下，增速下滑的幅度稍好，但政策退出仍然会给社融增速带来压力



数据来源：Wind、开源证券研究所

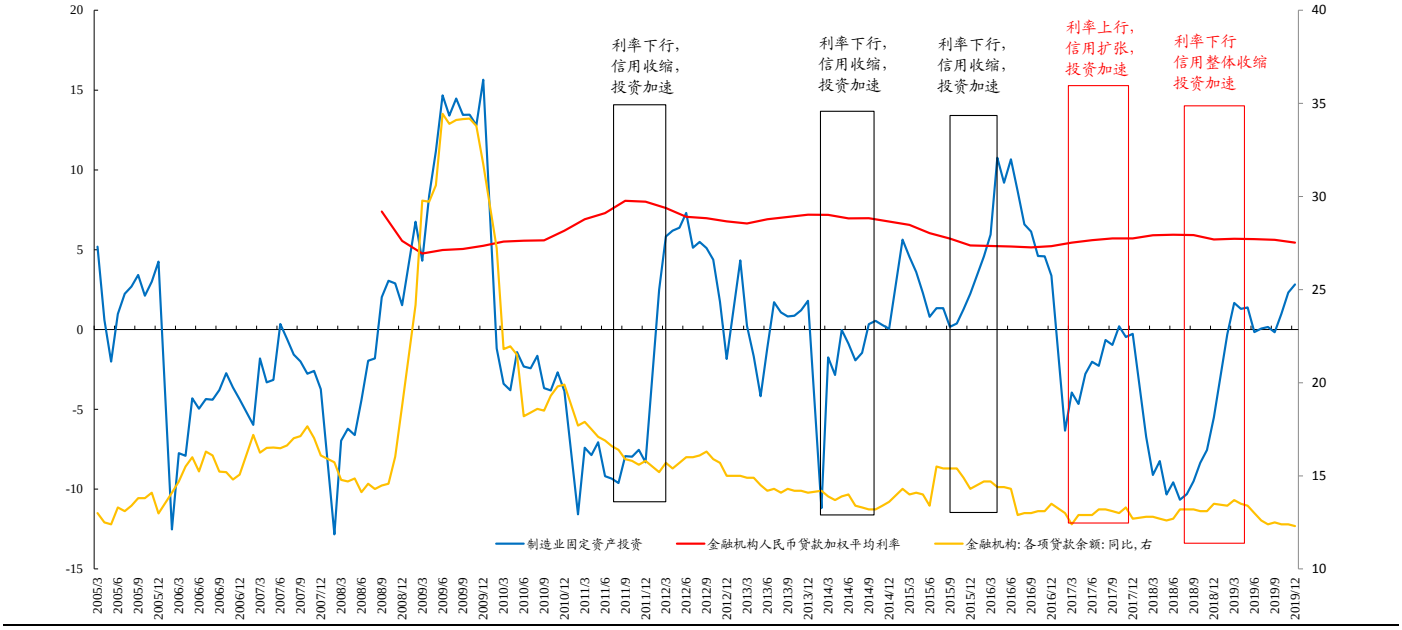
信贷的上行风险不可忽视，9 月以来信贷增速企稳，体现出实体经济信贷需求的韧性。和传统认知的“地产为信用扩张之母”的观念不同，我们认为 2021 年信贷扩张不一定依赖房地产，关键在于制造业投资是否能够超预期，而制造业投资来源于出口景气度和制造业的景气程度。我们在报告《结构之光：制造业的十年之变》中分析：由于产能过剩、被房地产在信贷资源上的挤出，制造业投资目前处于十年来资本开支的底部，盈利水平稳定、杠杆率历史分位数不高，**在房地产逐步让出信贷资源之后，有可能开启新一轮的投资周期**。出口超预期存在两个来源：一是美国、欧洲财政刺激政策的外溢效果，以及低利率下房地产市场的高景气，将带来出口总盘子的扩大；二是疫情以来我国对海外的替代效应较为明显，其中有一定的原因来自于海外出现了疫情所带来的供给出清，因此这一部分替代将保持韧性。

图31：2020 年 6 月出现向下拐点，但 7 月以来，全部贷款余额维持在较高的位置



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2011 年末至 2016 年中，信用收缩时制造业固定资产投资反而上行；2016 年经济复苏中，制造业投资经历了先升后降再上升



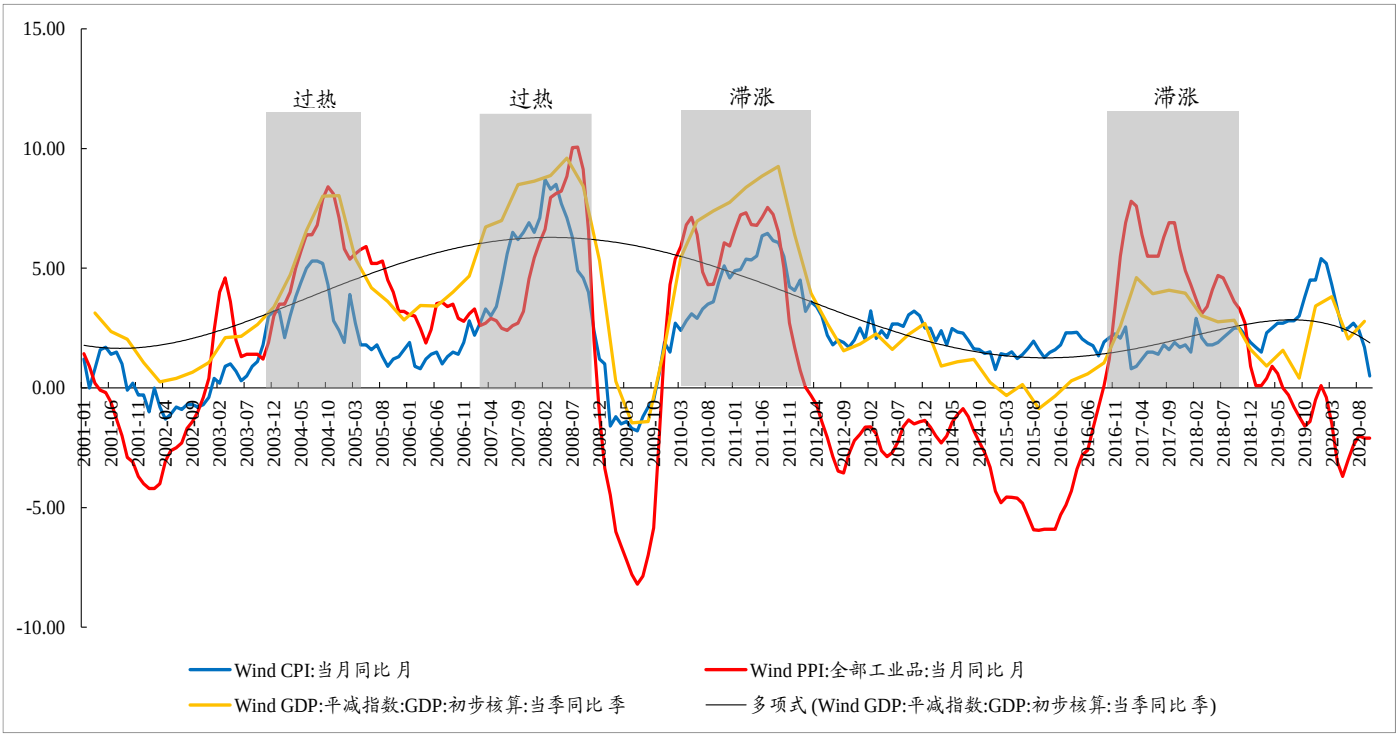
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2016 年被认为是资本开支的底部，叠加全球经济复苏，制造业投资向上，在 2017 年尽管制造业 ROE 提升且整体信贷在扩张，制造业投资周期项却在快速下滑（对应的是同比增速反弹相对疲软），这种违反直觉的现象在 2018 年又逆转到了另外一种“反直觉”：2018 年整体信贷先收缩，伴随利率下行，尽管制造业 ROE 仍然下滑，固定资产投资出现了大幅回暖（周期项和同比增速均较为明显）。

3.2、 信用收缩与市场下跌的真实规律

历史上信用收缩导致市场下跌，往往原因在于发生在通胀后期，历史上有 4 次再通胀后信用收缩的时间：**过热：**（1）2003-2005 年，货币政策上加准、加息，同时对过热行业（以房地产为主）进行调控，2003 年 9 月出现信贷增速的向下拐点，信贷收缩持续至 2005 年 5 月；（2）2007-2008 年，货币政策上有加准加息，2007 年 10 月出现信贷增速向下拐点，下行持续至 2008 年 7 月；**滞胀：**（1）2010-2012 年，由于“四万亿”下经济 V 形复苏，货币政策陷入“稳增长”和“防通胀”的难题中；

（2）2016-2018 年，政策着力在“去杠杆”和“调结构”，而经济本身韧性不足，这期间社融和贷款余额均有多次反复，但进入 2018 年后社融由于资管新规打击非标而快速下滑，持续到 2019 年初。

图33：过热及滞胀时期往往伴信用收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：过热：1）2003.11~2005.04，CPI 同比突破 3%，最高达 5.3%，PPI 最高达到 8.7%；2）2007.08~2008.11，CPI 同比突破 6.5%，最高达 8.7%，PPI 最高达到 10%；滞涨：3）2010.05~2012.04，CPI 同比突破 4.9%，最高达 6.45%，PPI 最高达到 7.5%；4）2016.11-2018.06，CPI 受食品项拖累，PPI 由于供给侧改革最高达到 7.6%。

真正的“信用收缩”大概率在通胀之后，政策层面收紧信用以通胀高点和调控政策为信号，实体信贷需求层面以制造业景气度为信号。我们认为真正的“信用收缩”将发生在明年通胀之后：第一，我们复盘历史上的信用收缩，往往是发生在通胀水平引起决策层关注之后，经济表现出过热或者滞胀的特征，决策层开始进行调控而造成信用进一步回落；第二，当前国内既无滞胀也无过热，政策上没有必要立刻进行调控，后续待国内外复苏形成共振，全球定价的资源品、工业品形成通胀之后才迎来真正的“信用收缩”时刻；第三，如何去判断真正的“信用收缩”时刻，一种情况是政策层面收紧：一方面以通胀为信号，可参考 2009 年底工业品的快速通胀（半年内 PPI 同比从-8.2%转正，又在 2010 上半年达到 6.97%的高点），如果 2021 年出现斜率如此大的通胀，将引致政策调控；另一方面以调控政策的实际出台判断，例如在之前的信用收缩中出现过加准、加息，或者结构性调整：房地产调控的再加码（“三道红线”从 2023 年提前至 2022 年或 2021 年完成）、对过剩行业的信贷监管趋严等等；另一种情况是实体经济信贷需求较弱，可参考 2010-2012 年、2016-2018 年的类滞胀阶段，观察信贷的结果可以发现中间出现多次反复，政策也会在“稳增长”和“防通胀”之间纠结。

而从投资意义上讲，信用终将收缩，市场或许终将下跌，**但是如果当下就因为悲观而撤退，最大的问题就是会错过最短 1 个季度、长达到 3 季度以上的机会。由于该时段内往往伴随经济过热，市场上涨概率高、弹性较大，甚至可以说是盈亏比极度不均等**，此时与经济相关的金融、周期、可选消费会相继表现，成为投资者重要的

收益来源。

表1：大多数阶段，信用收缩前期 A 股主要指数的表现要比收缩后期要好

	起始区间	终点区间	万得全 A	沪深 300	创业板指
信贷收缩前期					
阶段 1	2003-08-01	2003-12-01	-7.24%	-4.44%	
阶段 2	2007-10-01	2008-01-01	-3.25%	-4.35%	
阶段 3	2009-09-01	2010-01-01	28.35%	26.34%	
阶段 4	2012-09-01	2013-03-01	17.34%	21.04%	25.23%
阶段 5	2016-12-01	2017-10-01	1.48%	8.44%	-14.48%
阶段 6	2019-03-01	2019-06-01	-0.37%	-1.08%	-3.39%
信贷收缩后期					
阶段 1	2003-12-01	2005-05-01	-24.39%	-18.42%	
阶段 2	2008-01-01	2008-10-01	-56.30%	-57.97%	
阶段 3	2010-01-01	2011-12-01	-20.33%	-27.74%	-14.71%
阶段 4	2013-03-01	2014-10-01	22.01%	-8.32%	78.94%
阶段 5	2016-01-01	2016-07-01	-17.10%	-15.46%	-18.53%
阶段 6	2017-10-01	2018-05-01	-8.84%	-2.08%	-3.29%

数据来源：Wind、开源证券研究所。

图34：从风格的表现来看，在信用收缩前期往往金融/消费/周期表现更好，而在信用收缩后期，金融/消费表现更好

阶段	起始区间	终点区间	金融	周期	消费	成长	稳定
信贷收缩前期							
阶段1	2003-08-01	2003-12-01					
阶段2	2007-10-01	2008-01-01	-4.45%	-6.61%	2.65%	-1.22%	-1.33%
阶段3	2009-09-01	2010-01-01	27.99%	30.97%	37.34%	30.60%	15.77%
阶段4	2012-09-01	2013-03-01	33.59%	15.36%	9.67%	19.01%	16.04%
阶段5	2016-12-01	2017-10-01	5.45%	0.05%	2.74%	-5.23%	-0.62%
阶段6	2019-03-01	2019-06-01	-1.33%	-3.35%	8.21%	-3.20%	-2.41%
信贷收缩后期							
阶段1	2003-12-01	2005-05-01	-3.85%	-12.16%	-7.55%	-19.11%	-5.40%
阶段2	2008-01-01	2008-10-01	-57.65%	-59.14%	-52.57%	-56.63%	-50.17%
阶段3	2010-01-01	2011-12-01	-34.16%	-19.19%	-0.31%	-4.02%	-25.29%
阶段4	2013-03-01	2014-10-01	-4.34%	17.40%	30.37%	62.96%	18.20%
阶段5	2016-01-01	2016-07-01	-13.55%	-16.34%	-15.96%	-19.55%	-24.11%
阶段6	2017-10-01	2018-05-01	-6.37%	-14.38%	0.47%	-11.42%	-14.09%

数据来源：Wind、开源证券研究所。

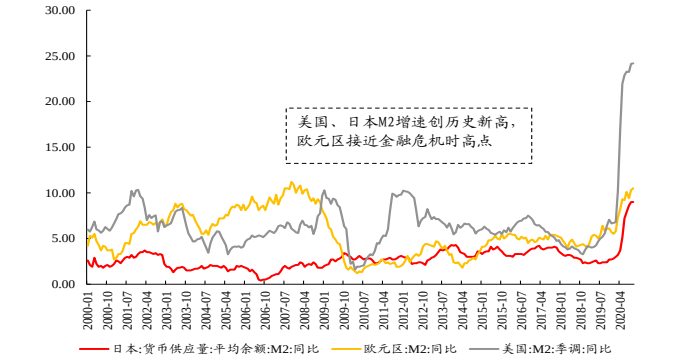
3.3、 通胀尚未来临，当下的通胀交易是在“预期层面”

尽管对“信用收缩”的程度有不同的假设，市场对“通胀”形成了一定共识，原因是：（1）**疫情下，全球流动性泛滥；**（2）**资金脱虚入实，使货币增幅向价格传导，**中国的货币政策相对稳健，但 M2 增速及利率仍然在疫情中创金融危机后高位和低位，当前面临非常规货币政策的逐步正常化，资金开始“脱虚入实”，从而加速通胀的传导，在历史上也出现过这一规律的佐证；（3）**全球供需错配下的输入型通胀，**海外疫情的反复使供给缩减，库存处于低水平，在 2021 年疫苗接种后，复苏途中可能出现供需的错配，使得原材料、中间品短暂“供不应求”，成为通胀的一条主线，其中对我国而言，原油价格导致的输入性通胀将是主要的因素。美国能源署（EIA）预计 2020 年 WTI 原油期货平均价格为 38.99 美元/桶，2021 年为 45.07 美元/桶，涨幅

为 15.6%，预计 2020 年布伦特原油均价为 41.90 美元/桶，2021 年为 49.07 美元/桶，涨幅为 17.1%。

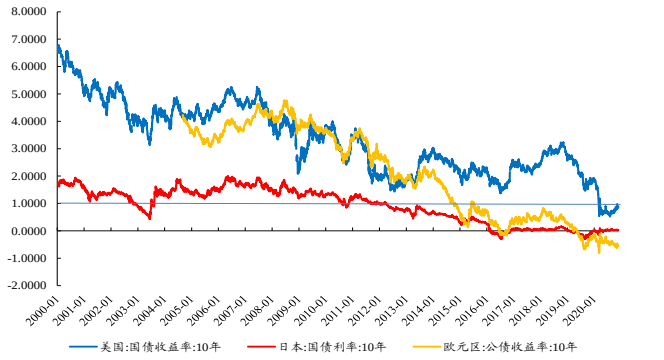
由于全球尚未走出疫情，通胀交易的来源其实是上述“确定性”的预期。我们认为投资者要准备好承受因为抢跑而带来的波动。同时由于通胀尚未真实发生，通胀交易具备持续性基础，弹性最大的空间尚未来临。

图35：疫情下，全球流动性泛滥：美国、欧元区、日本 M2 增速创历史新高（或接近历史最高）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：疫情下，全球流动性泛滥：美国 10Y 国债收益率在 1%徘徊，欧元区、日本在负利率区间徘徊。



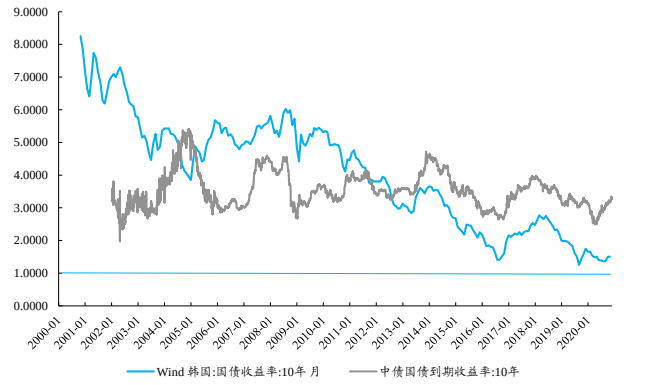
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：疫情下，全球流动性泛滥：中国、韩国 M2 增速在 2020 年初以来也经历了明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：疫情下，全球流动性泛滥：美国 10Y 国债收益率在 1%徘徊，欧元区、日本在负利率区间徘徊。



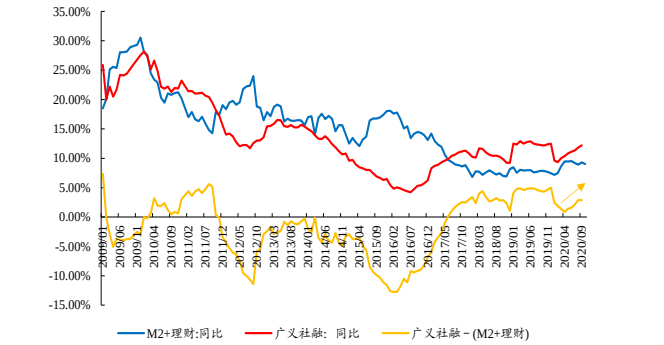
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：历史上，货币供应量增加与 CPI 上升之间的时滞效应，受到资金“脱虚入实”程度的影响



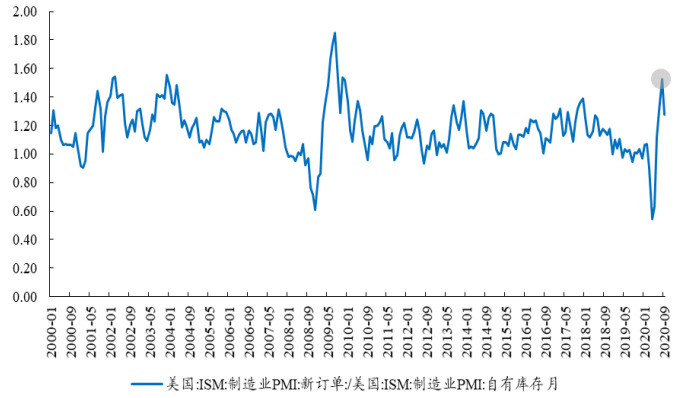
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：社融与 M2 的差值逐渐缩小，当前正处于“脱虚入实”的过程之中



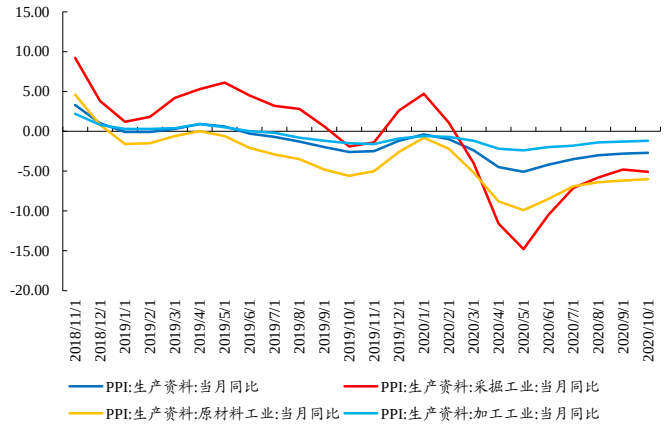
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：美国制造业订单与库存之间的缺口达到了历史新高



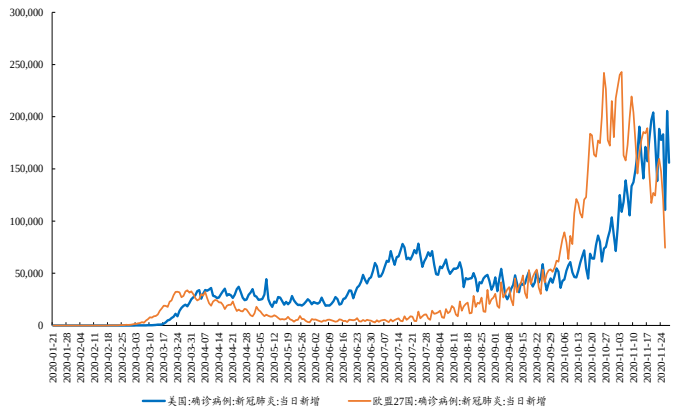
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：当前，我国的生产资料价格指数同比仍为负值，未来在原油等原材料价格带动下有上涨空间



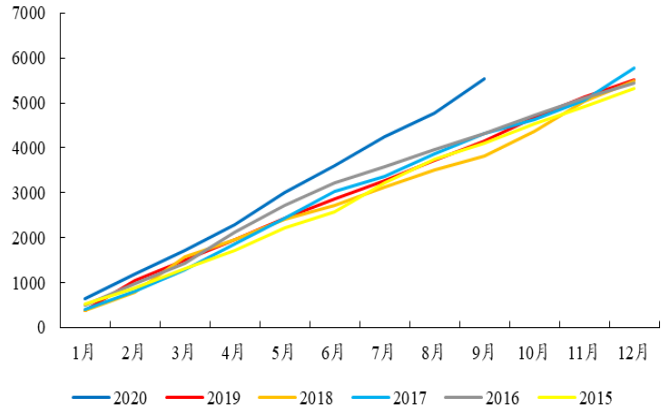
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：疫情不同步，欧美出现多次高峰，复工复产多次停滞



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2020 年疫情以来，美国商业企业破产申请超过历年同期，产能出现“永久性退出”

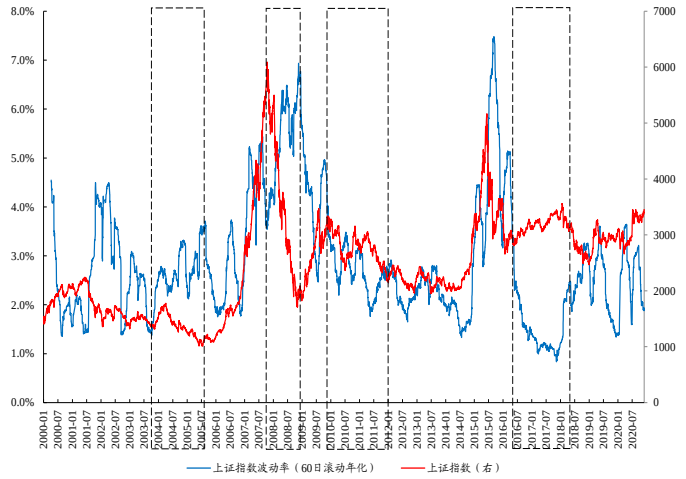


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、 风险的考量：沪深 300“误判”风险不高

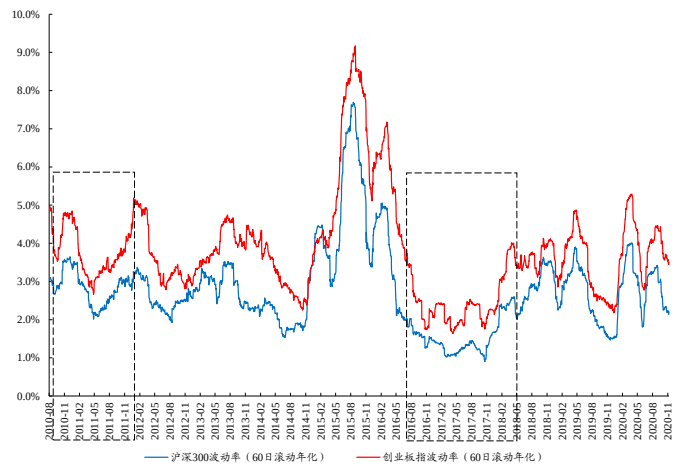
投资者如果仍然担心误判了“信用收缩”对市场的影响。基于波动率比收益率更容易预测的原理，我们认为即使市场出现回调，风险仍然可控。如果考虑到前文所述的历次信用收缩初期的盈亏比情况，我们得出的结论是：投资以沪深 300 为代表的盈利处于改善期的板块，未来一段时间波动性是收敛的，风险是可控的；但创业板的波动性是放大的，背后逻辑可能是其更依赖于估值驱动本身。从这个意义上来看，沪深 300 的风险调整后收益更为可观。

图45：信用收缩初期市场波动率并未放大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：但是创业板的波动率整体上行，沪深 300 波动率整体下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 供需之变局，价值再发现

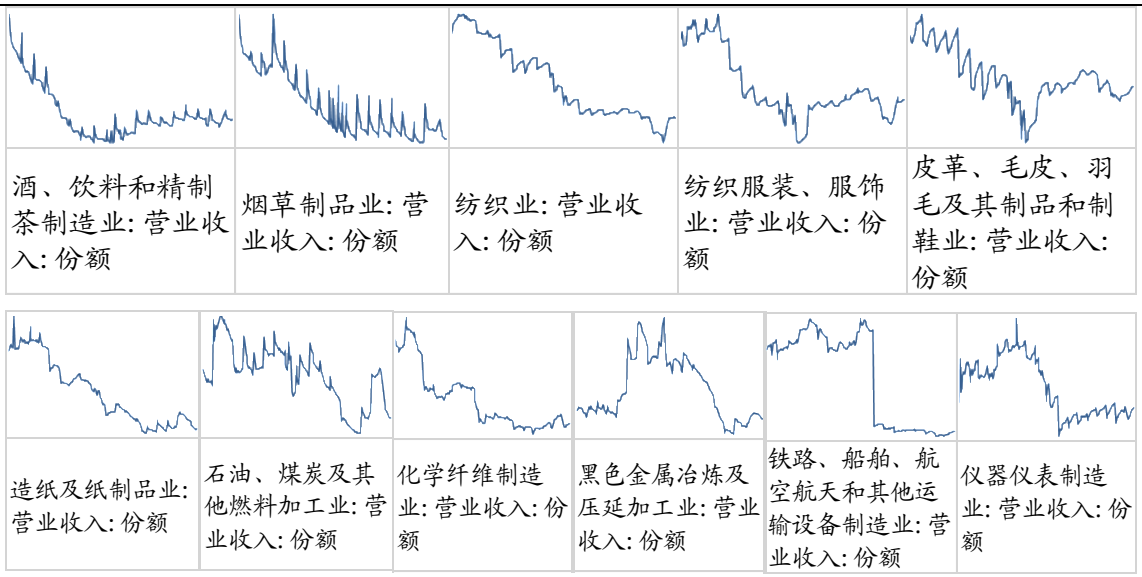
在全市场投资者开始回归“股东回报率”这一长期主线后，景气回升与中期盈利景气度成为市场至关重要的变量。在当下我们已经排除了“信用收缩”的疑虑后，应该从产业角度，一方面考虑过去 10 年供给格局的变化，理解疫情的“加速器”效用；另一方面，我们继续探寻明年全球经济恢复的确定性需求来源。跳出总量思维的束缚，我们将在明年全球经济恢复与产业链动荡中探寻更多机遇。

4.1、 供给之变

我们在报告《结构之光：制造业的十年之变》中提到，制造业中的细分领域中，许多行业处于资本开支周期的底部，背后反映的是 2010 年以来经济增速的下台阶和房地产对信贷资源的挤占，迎来 2021 年新的开端，这两点因素都将发生有利变化：一方面，房地产成为决策层严控的“灰犀牛”，对信用资源占用的时代结束，制造业将享受更加友好的融资环境；另一方面，全球疫情控制的不同步带来了全球产业链重塑的机会，供需不匹配在短期给中国的制造企业带来订单和利润，但是长远来看，成为了一个展示中国制造业能力的绝佳窗口期。在 2021 年“双循环”的基调下，我们希望从供给格局改善的视角去寻找在此轮复苏中，由于行业出清而获得更大业绩弹性的行业。

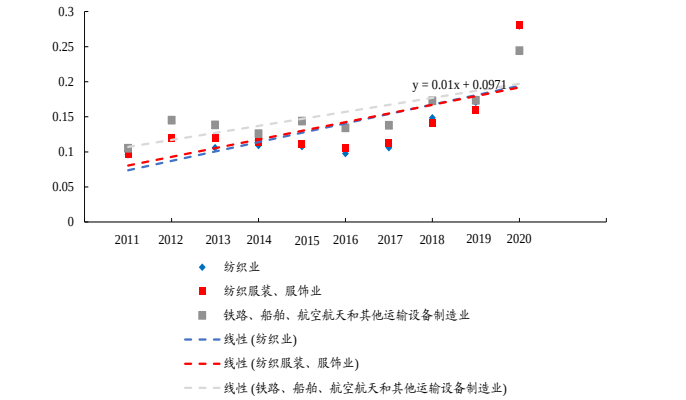
第一类：行业需求差，行业整体都在进行自发地出清：纺织制造、皮革制造、运输设备、仪器仪表。我们从营收占制造业份额下滑的角度，共 11 个行业自 1999 年以来下滑明显，持续下滑份额说明这些行业下游需求的增长至少是小于对制造业整体需求增长的，进一步的，我们从自 2010 年以来的行业内亏损企业数占比的提升速度来看，纺织业、纺织服装、皮革制造业、造纸业、铁路、船舶等运输设备制造业提升较快，这些行业内的企业在过去 10 年内普遍经历了较差的经营环境，但在这个过程中，以 A 股相应上市公司的财务数据计算，毛利率却得到了明显提升，这背后可能体现了尾部企业在逐渐退出行业，使得头部的企业能够占领更多的市场份额，同时，行业内每个企业的平均资产扩展速度在下降，整体行业都在进行自发出清。出清的结果就是从上市公司的结果来看，目前 ROE 已经重新进入回升通道。

图47：从营收占制造业份额下滑的角度，共 11 个行业自 1999 年以来下滑明显



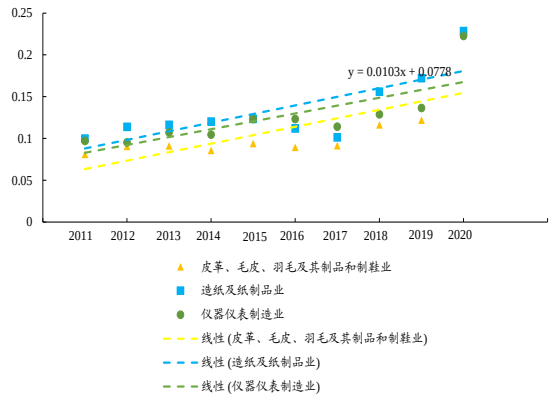
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：图中为该工业企业营业收入占制造业整体的份额 ，若份额下降，则说明需求增长小于制造业整体的需求增长。

图48：纺织服装、运输业亏损企业占比每年平均提升 1 个百分点



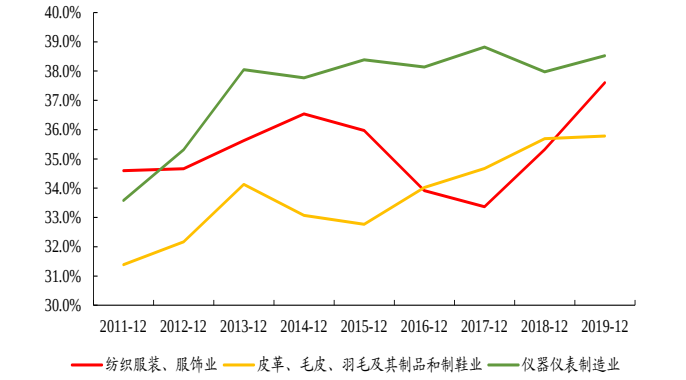
数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：皮革制造业、造纸业、仪器仪表亏损企业占比每年平均提升 1 个百分点



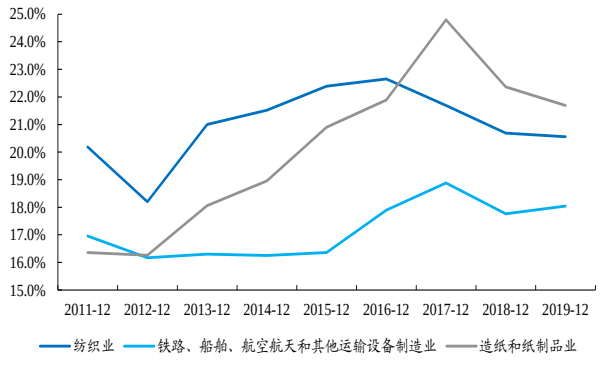
数据来源：Wind、开源证券研究所

图50：纺织服装、皮革制造业、仪器仪表业毛利率上升



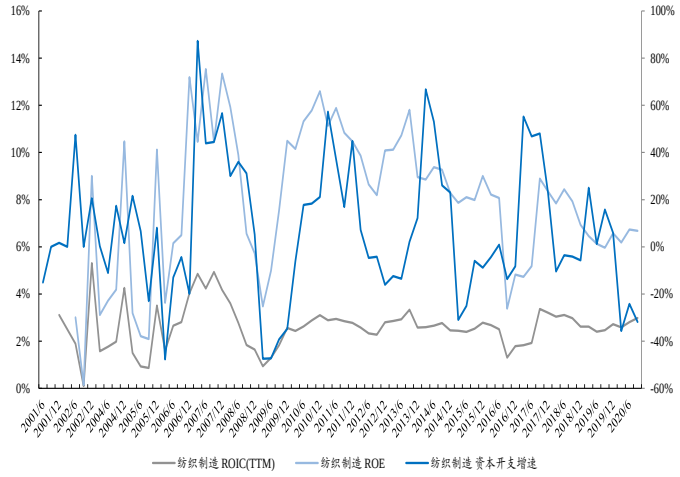
数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：纺织业、铁路运输业毛利率上上升，造纸业毛利率提升速度更快



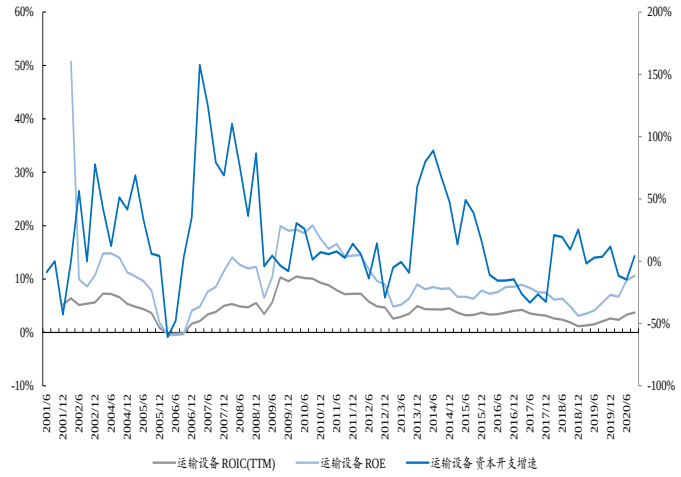
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：纺织资本开支低位，ROE 震荡上行



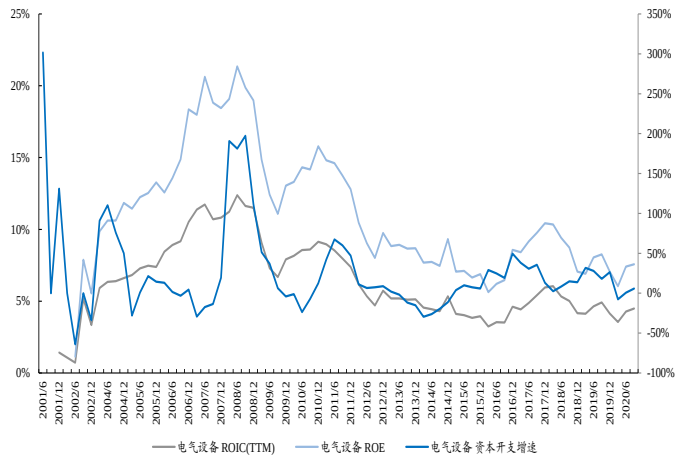
数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：运输设备资本开支低位，ROE 已经上行



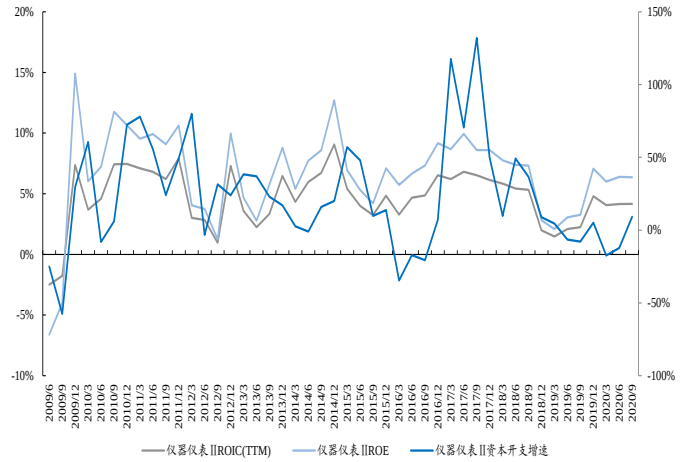
数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：电气设备资本开支底部反弹，ROE 随之反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

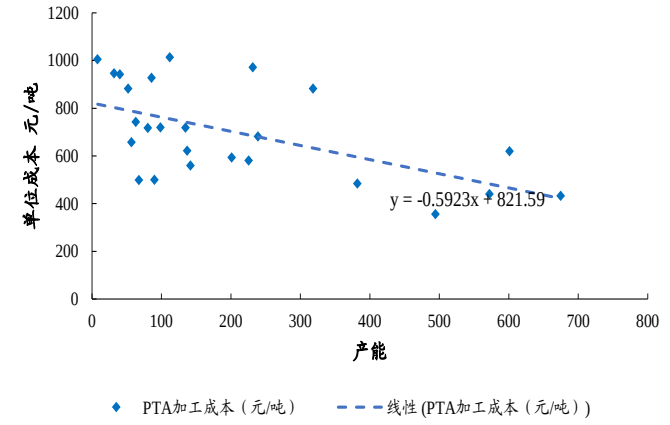
图55：仪器仪表资本开支位于底部，ROE 及 ROIC 回升并稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

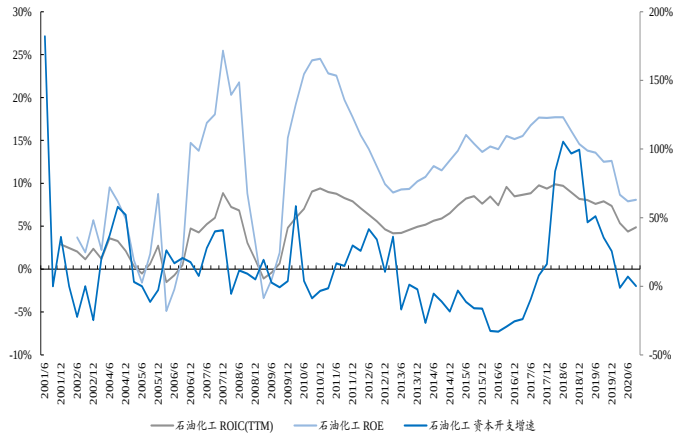
第二类：行业有政策壁垒，稳固了格局，龙头通过资本开支构建壁垒优势：化纤（民营大炼化）、有色金属。化工及有色金属虽然未经历过如同煤炭和钢铁一样的“供给侧改革”，但在环保要求日渐提高的背景下，所带来的生产成本提高、政策壁垒等因素使行业内部已经出现了明显分化。国内的 PTA 产能占全球总产能的 60%以上，这都是得益于 2015 年以来民营企业进入炼化产业链，产业链上下一体化所带来的生产成本不断降低，使我国化纤行业在全球的竞争力提升。民营大炼化存在产能审批的天然政策性壁垒、重资产投入的进入壁垒以及在大型资本开支后构建的成本壁垒，行业竞争格局良好。**有色金属冶炼属于高污染的行业，环保政策一定程度上限制了产能的释放，但有色金属行业格局改善最主要的因素是龙头通过收购海外矿资源形成了资源性壁垒，**我国有色金属矿资源的匮乏导致需要从国外大量进口，而行业龙头由于充裕的现金流能够在海外收购优质矿山，进行了后向一体化，例如紫金矿业 2015 年以 25.5 亿元的价格收购目前全球未被开发最大规模的卡莫阿铜矿；中国五矿旗下的五矿资源 2014 年牵头组成财团以 70.05 亿美元收购秘鲁全球排名前十的 LasBamba 铜矿；山东黄金 2017 年以 9.6 亿美元收购阿根廷贝拉德罗金矿项目 50%股权；洛阳钼业 2016 年以 26.5 亿元收购刚果金 TFM 铜钴矿。

图56：大炼化产业链重要环节 PTA 生产成本随产能提升下降，明显呈现规模效应



数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：2015 年民营大炼化大型资本开支，稳固行业地位，ROE 顺势提升



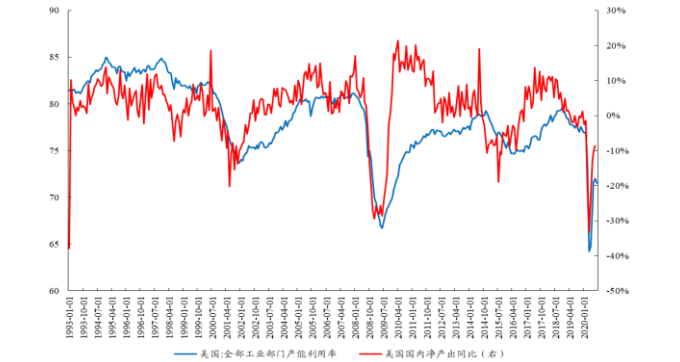
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 布局确定性的需求复苏

4.2.1、 全球经济复苏下的出口与再通胀

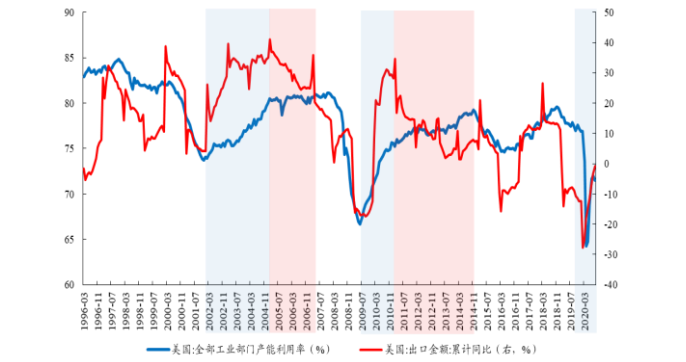
外需的持续性无论在海外经济何种演绎路径下，均至少在未来存在季度级别以上的强势期。外需的持续强劲目前主要依赖于疫情国的供需缺口，而参考 2001/2008 年美国经济从危机后复苏的情形（正好对应了不同力度的财政刺激），即便疫情被完全控制住，**这种替代效应[5]也至少要持续 1 年左右，更不用说即便替代效应开始回落，海外需求复苏所带来的外溢效应[6]也将持续一段时间**，我们至少对于出口可以保持季度级别以上的乐观。我们可以清楚地看到蓝色底色区间所代表的替代效应在美国经济复苏的初期其实是十分明显的，这是由于美国的产能利用率并未达到一个饱和的状态，而当产能利用率基本稳定在特定水平之后（红色底色区间）这种替代效应便逐步减弱，此时出口的拉动主要依靠美国经济复苏的外溢效应。而从最新公布的 10 月出口数据来看，由于欧美疫情再次复发，这种替代效应对我国出口的拉动作用还是十分明显。

图58：美国净产出的恢复速度取决于产能利用率的恢复斜率



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：美国国内净产出指的是剔除库存与净出口变化之后的制造业订单数量。

图59：我国出口美国的替代效应（蓝色底色区间）与溢出效应（红色底色区间）



数据来源：Wind、开源证券研究所

[5] 替代效应在这里主要指的是由于进口国的产能跟不上需求扩张的速度而需要从海外进口带来的外需改善部分。
[6] 外溢效应指的是当进口国的产能利用率达到较高水平之后，此时由于进口国的经济复苏十分强劲，因此供需仍存在缺口。

2001 年危机之后我国出口到美国的计算机和电子产品、汽车零部件的占比提升明显，而 2008 年危机之后汽车及零部件、家具、化工等产品份额提升明显。2001 年危机之后，我国出口到美国产品的份额占比变化与对应的美国行业产能利用率提升空间存在明显相关性。典型的如计算机和电子产品在 2002 年的产能利用率提升空间为 0.3987，而我国出口到美国的机电等产品占比一直处于提升趋势。2008 年危机之后，我国出口到美国产品的份额占比变化与对应的美国行业产能利用率提升空间存在明显相关性。典型的如汽车及零部件在 2009 年的产能利用率提升空间为 0.3067，而我国出口到美国的车辆等运输设备产品占比一直处于提升趋势。

图60：2001 年危机之后我国出口到美国产品的份额占比变化与对应的美国行业产能利用率提升空间存在明显相关性

产能利用率提升空间		出口占额提升	占比中位数	出口占比趋势图
相关行业	2002年提升空间	对应出口行业		
计算机和电子产品	0.3987	第16类 机电、音像设备及其零件、附件	38.79%	
机械	0.1683			
电气设备、用品和部件	0.0176			
汽车及零部件	0.1567	第17类 车辆、航空器、船舶及运输设备	3.58%	
航空航天及其他运输设备	0.0102			
杂项	0.1264	第20类 杂项制品	14.07%	
家具和相关产品	0.1218	第13类 矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及制品	1.57%	
初级金属制品	0.1127	第15类 贱金属及其制品	6.36%	
加工金属制品	0.0472			
化工产品	0.1101	第6类 化学工业及其相关工业的产品	3.15%	
非金属矿物制品	0.1037	第5类 矿产品	0.87%	
木制品	0.1026	第9类 木及制品;木炭;软木;编结品	1.26%	
塑料和橡胶制品	0.0591	第7类 塑料及其制品;橡胶及其制品	4.49%	
食品、饮料及烟草制品	0.0425	第4类 食品;饮料、酒及醋;烟草及制品	0.97%	
纺织品及其产品	0.0397	第11类 纺织原料及纺织制品	7.77%	
纸制品	0.0346	第10类 木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	0.70%	
服装和皮革制品	-0.2602	第8类 革、毛皮及制品;箱包;肠线制品	3.27%	

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：出口占比趋势图的考察区间为 2002 年 1 月至 2005 年 2 月。产能利用率提升空间是指相比于危机之后能够达到的最高点而言。

图61：2008 年危机之后我国出口到美国产品的份额占比变化与对应的美国行业产能利用率提升空间存在明显相关性

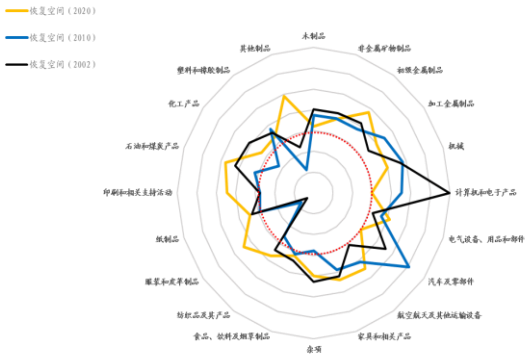
产能利用率提升空间		出口占额提升	占比中位数	出口占比趋势图
相关行业	2009年提升空间	对应出口行业		
计算机和电子产品	0.1528	第16类 机电、音像设备及其零件、附件	47.82%	
机械	0.1800			
电气设备、用品和部件	0.0652			
汽车及零部件	0.3067	第17类 车辆、航空器、船舶及运输设备	3.17%	
航空航天及其他运输设备	0.1098			
杂项	-0.0222	第20类 杂项制品	10.44%	
家具和相关产品	0.0873	第13类 矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及制品	1.23%	
初级金属制品	0.0787	第15类 贱金属及其制品	5.28%	
加工金属制品	0.1498			
化工产品	-0.0793	第6类 化学工业及其相关工业的产品	3.15%	
非金属矿物制品	0.0765	第5类 矿产品	0.36%	
木制品	0.0741	第9类 木及制品;木炭;软木;编结品	0.95%	
塑料和橡胶制品	0.0795	第7类 塑料及其制品;橡胶及其制品	3.62%	
食品、饮料及烟草制品	0.0094	第4类 食品;饮料、酒及醋;烟草及制品	0.94%	
纺织品及其产品	-0.0435	第11类 纺织原料及纺织制品	11.03%	
纸制品	-0.0114	第10类 木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	0.87%	
服装和皮革制品	-0.2227	第8类 革、毛皮及制品;箱包;肠线制品	1.80%	

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：出口占比趋势图的考察区间为 2009 年 9 月至 2011 年 2 月。产能利用率提升空间是指相比于危机之后能够达到的最高点而言。

从产出缺口的角度来看，服装、家具以及电气设备和器材的提升空间大。对比美国 2020 年各个行业的产能利用率提升空间以及中美行业之间同期恢复程度的差异，我们发现 2020 年美国的产能利用率恢复空间最大的行业集中于服装和皮革制品、印刷、家具以及其他制品等，而对比中美同期行业产能利用率恢复程度，我国除了计

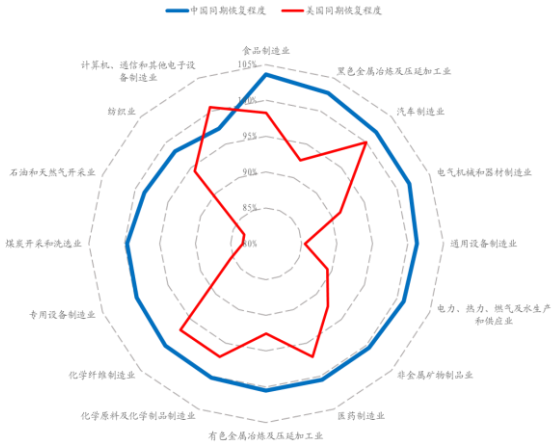
算机、通信及其他电子设备制造业以外，其他行业均具优势，最大的为煤炭开采、通用设备制造业。这也就意味着**服装和皮革制品、家具和相关产品、电气设备和器材制造等行业**的产能利用率恢复空间以及我国的产能优势均明显。

图62：2020 年的产能利用率恢复空间最大的行业集中于服装和皮革制品、印刷、家具以及其他制品等



数据来源：Wind、开源证券研究所。产能利用率恢复空间是指相比于危机之后能够达到的最高点而言，2020 年参考 2019 年。

图63：对比中美同期行业产能利用率恢复程度，我国除了计算机、通信及其他电子设备制造业以外，其他行业均具优势



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：同期恢复程度=2020 年/2019 年同期产能利用率。

从库存的绝对量以及补库速度来看，机械设备、计算机/电子产品补库速度较快，且部分细分产品的存货出货比已经达到历史分位数 90%以上，而照明、家电以及家具等产品仍处于库存较低、补库速度较慢的状态。从中国出口到美国和美国进口中国的角度看，疫情期间，美国进口中国的主要产品占比提升较为明显的主要为受益于疫情的口罩以及自动化办公设备等，而家具、电子产品以及纺织服装等下滑较为明显，因此综合来看，未来**家具、纺织服装以及声像设备**出口到美国的份额占比仍有较大提升空间。

图64：从存货出货比来看，机械设备、电气设备、食品饮料以及纺织品等已经达到历史分位数 90%以上

存货出货比	2020-09	与2019年同期之差	历史分位数
美国:制造业:存货出货比:全部行业:季调	1.42	0.02	78.60%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:季调	1.72	0.01	86.10%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:木制品:季调	1.18	-0.14	3.10%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:非金属矿物制品:季调	1.19	-0.13	23.60%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:初级金属:季调	1.83	0.11	90.40%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:加工金属:季调	1.70	0.09	83.80%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:机械设备:季调	2.24	0.03	92.10%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:计算机及电子产品:季调	1.44	-0.13	24.80%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:电气设备、电器和组件:季调	1.87	0.14	96.80%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:运输设备:季调	1.80	0.07	92.10%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:家具及相关产品:季调	1.10	-0.08	2.80%
美国:制造业:存货出货比:耐用品:杂项产品:季调	1.61	-0.16	6.30%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:季调	1.11	0.03	58.90%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:食品:季调	0.81	0.01	38.40%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:饮料和烟草:季调	1.84	-0.09	81.70%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:纺织产品:季调	1.96	0.41	97.60%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:服装:季调	2.03	0.01	82.60%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:皮革及相关产品:季调	1.85	-0.05	27.70%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:纸制品:季调	0.92	-0.09	0.00%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:印刷品:季调	0.82	0.02	57.20%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:石油和煤炭产品:季调	0.78	0.03	48.50%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:化工产品:季调	1.43	0.08	99.10%
美国:制造业:存货出货比:非耐用品:橡胶及塑料制品:季调	1.33	-0.03	88.70%

数据来源：Wind、开源证券研究所

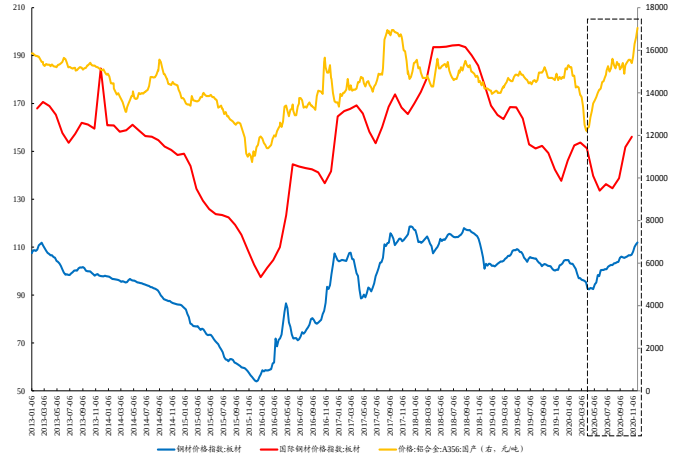
图65：从补库的速度来讲，工业机械和计算机/电子等产品的补库速度已经达到历史分位数 50%以上，而排名靠后的产品集中于照明、家电以及家具等

产品存货同比增速前十名与后十名	2020-09-30	与2019年同期之差	历史分位数
美国:耐用品:存货量:运输设备:船舶:季调	30.92%	18.27%	99.60%
美国:耐用品:存货量:机械制品:工业机械:季调	15.31%	18.71%	91.80%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:国防搜索和导航设备:季调	6.19%	9.43%	85.80%
美国:耐用品:存货量:电气设备、电器和组件:电气设备:季调	10.13%	2.52%	85.80%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:计算机:季调	11.43%	3.71%	83.40%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:非国防搜索和导航设备:季调	6.80%	0.13%	81.00%
美国:耐用品:存货量:运输设备:汽车:季调	7.49%	-17.65%	66.20%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:电子元件:季调	2.25%	4.25%	57.20%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:季调	-0.06%	-0.18%	48.10%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:其他外围设备:季调	-3.90%	6.65%	45.40%
美国:耐用品:存货量:加工金属:季调	-6.04%	-6.33%	7.50%
美国:耐用品:存货量:家具及相关产品:季调	-10.84%	-11.76%	7.50%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:声像设备:季调	-24.92%	-40.79%	7.20%
美国:耐用品:存货量:机械制品:矿山、石油及天然气机械:季调	-13.82%	-14.10%	6.30%
美国:耐用品:存货量:机械制品:照相设备:季调	-19.75%	-24.37%	6.30%
美国:耐用品:存货量:非金属矿物制品:季调	-7.03%	-9.57%	4.50%
美国:耐用品:存货量:电气设备、电器和组件:家用电器:季调	-15.36%	-19.15%	4.50%
美国:耐用品:存货量:电气设备、电器和组件:电子照明设备:季调	-11.95%	-13.79%	3.60%
美国:耐用品:存货量:机械制品:农业机械:季调	-15.52%	-27.17%	3.00%
美国:耐用品:存货量:机械制品:装卸转运设备:季调	-19.36%	-20.76%	2.70%

数据来源：Wind、开源证券研究所

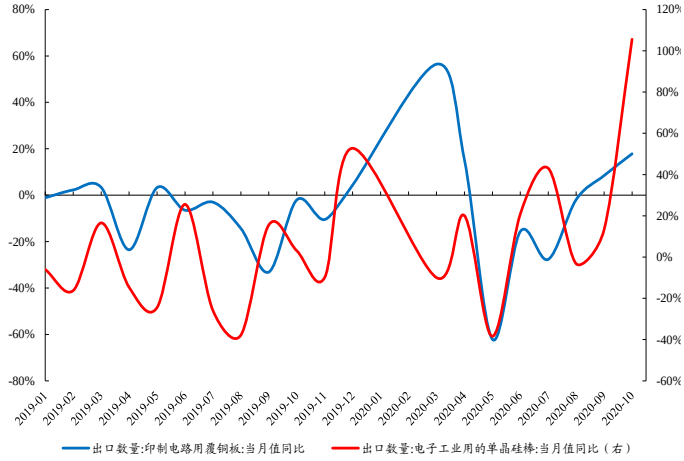
目前补库较为迅速的产品对应的原材料和中间品价格恢复地较快，而补库较为缓慢的产品对应的原材料和中间品价格恢复空间很大，且大多数已经开始触底反弹。从目前补库速度较快的工业机械、计算机/电子产品的原材料以及对应的中间品出口数量以及价格来看：国内的铝合金和钢材价格均已经超过疫情前，而且铝合金已经接近2017年的高点，而国际钢材价格才刚刚接近疫情前水平，但是恢复的斜率很快；我国出口的覆铜板以及单晶硅棒的数量同比增速大幅提升，尤其是单晶硅棒的同比增速已经远远超过疫情前水平。而从目前补库速度较慢的照明、家电以及家具的原材料以及对应的中间品价格来看，LED 的蓝宝石衬底营收同比已经触底反弹，空调的氟制冷剂价格仍处于底部，而木材中与家具更为相关的红木价格指数回升的斜率和幅度明显都要比总体木材指数要更大。

图66：铝合金和钢材价格均大幅回升



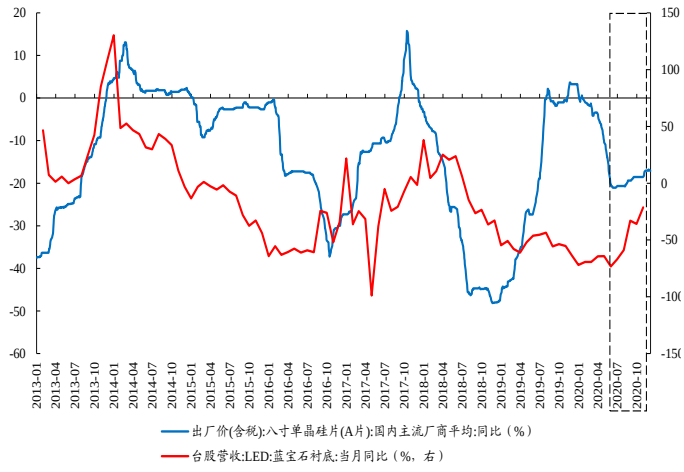
数据来源：Wind、开源证券研究所

图67：我国出口覆铜板和单晶硅棒数量同比大幅提升



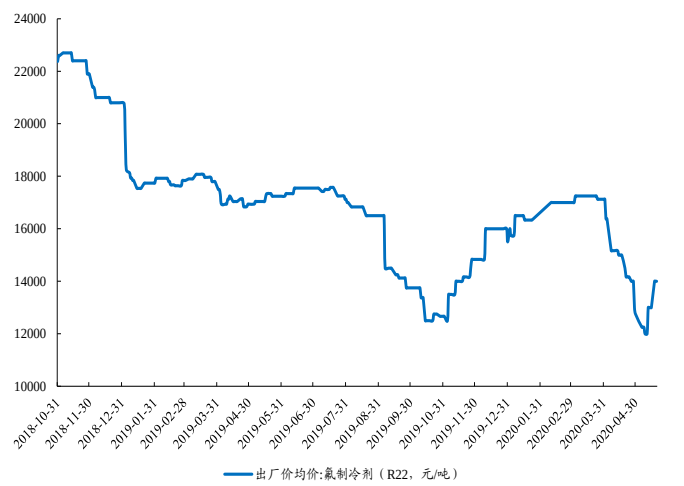
数据来源：Wind、开源证券研究所

图68：单晶硅片的价格以及 LED 的蓝宝石衬底营收同比触底反弹



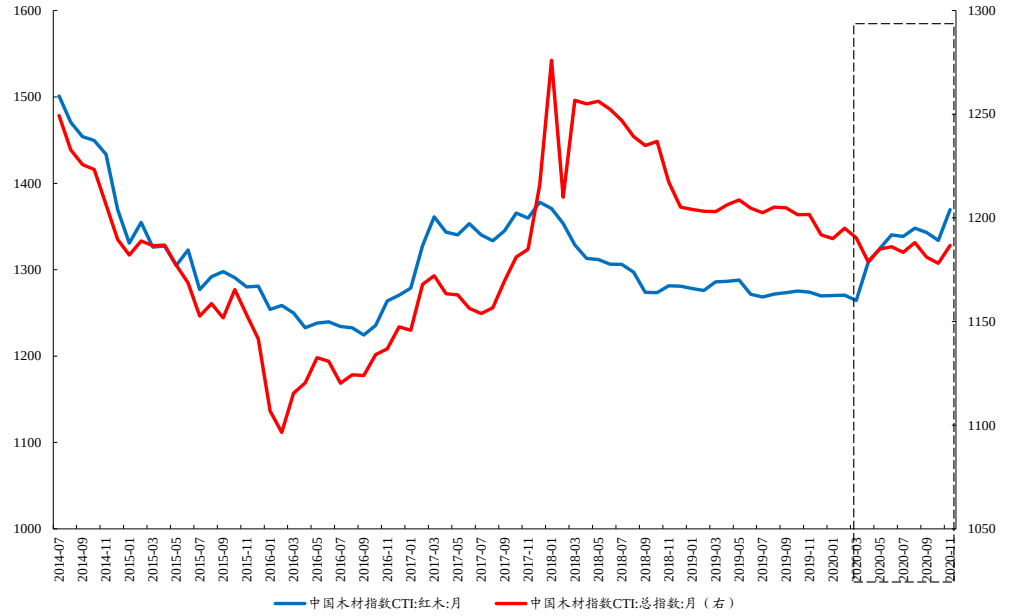
数据来源：Wind、开源证券研究所

图69：空调的氟制冷剂价格仍处于底部，刚刚开始反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图70：红木价格指数明显比总体木材价格指数回升地更快

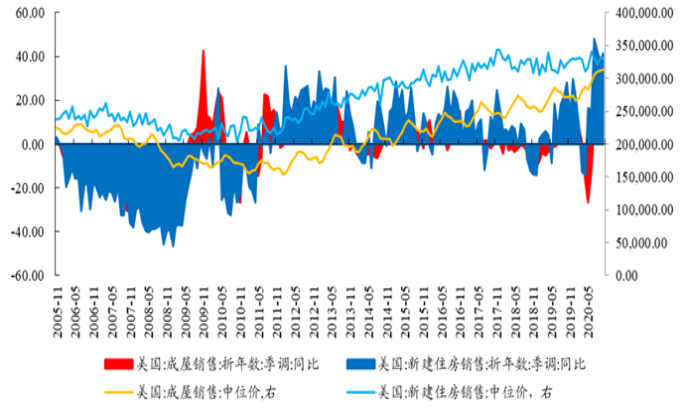


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.2、 美国房地产后周期的需求拉动

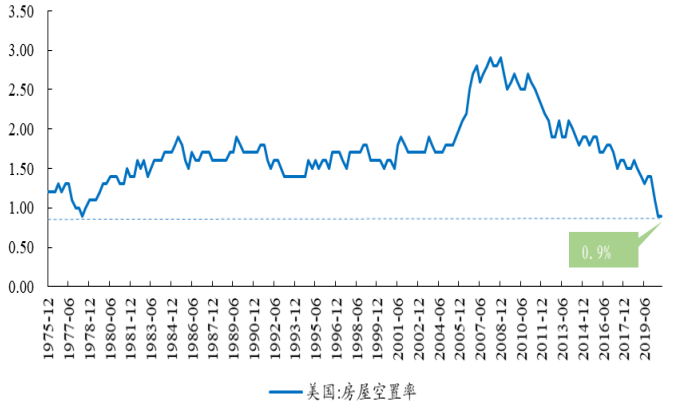
美国房地产市场在疫情后表现出高景气，当前位于新一轮房地产周期的中段。实际上自 2012 年之后，美国房地产就开启了一轮新周期，疫情加速了这种景气度的扩散。疫情之后，美国房地产业由于居家隔离的需求，房屋空置率降至 1975 年以来最低的水平，同时在低利率环境的刺激下，许多家庭也产生了改善需求，但供给方面，新屋和成屋的可供销售月数在逐月降低，背后的原因是多样的：一方面是疫情期间新屋开工受限，而成屋销售中房主出于对疫情的担心不接待看房。

图71：当前美国房地产市场处于景气周期中



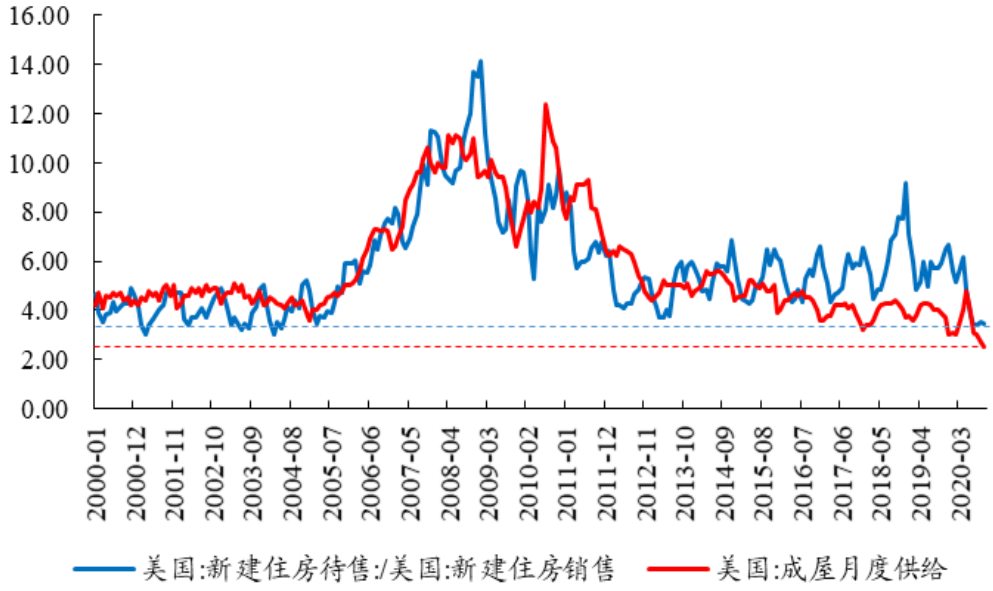
数据来源：Wind、开源证券研究所

图72：美国房屋空置率达到历史新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

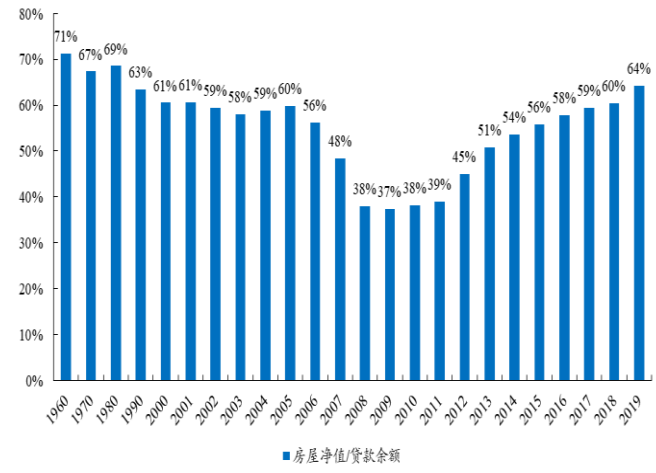
图73：新屋/成屋可供销售月数处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

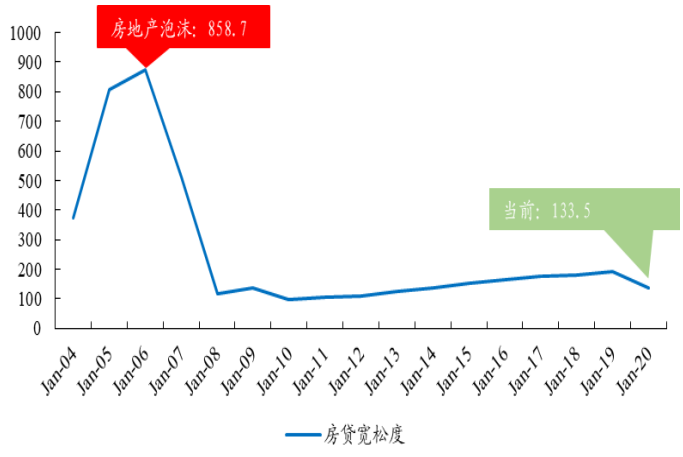
美国房地产当前处于健康状况，景气周期可持续。尽管从 2012 年以来，美国房地产市场就从 2008 年的次贷危机中基本修复，走进新周期，距今已经有 8 年时间里，但目前来看，这种景气仍然可以持续，依赖于几点核心因素：（1）低利率环境，美联储保证维持低利率至少到 2023 年，且客户可选择锁定利率；（2）信用环境比上个周期好：此次房地产市场未出现泡沫化，房屋净值达到历史最高、银行对房贷客户的资质审核也较为严格；（3）对于业主而言，房产是具有性价比的资产，根据美国房地产经纪人协会的一项测算显示，扣除房产税、物业费、保险费等各种之后保守估计年化大概有 4-5%的租金收益率；（4）美国的人口结构较好：1990 年是人口激增的节点，到当前正好 30 岁进入购房年龄段，在人口结构上移民也在为美国贡献适龄购房人群，预计在拜登上台之后，对移民问题上温和的态度有利于人口结构的持续改善。

图74：房屋净值与房屋贷款的比值较高



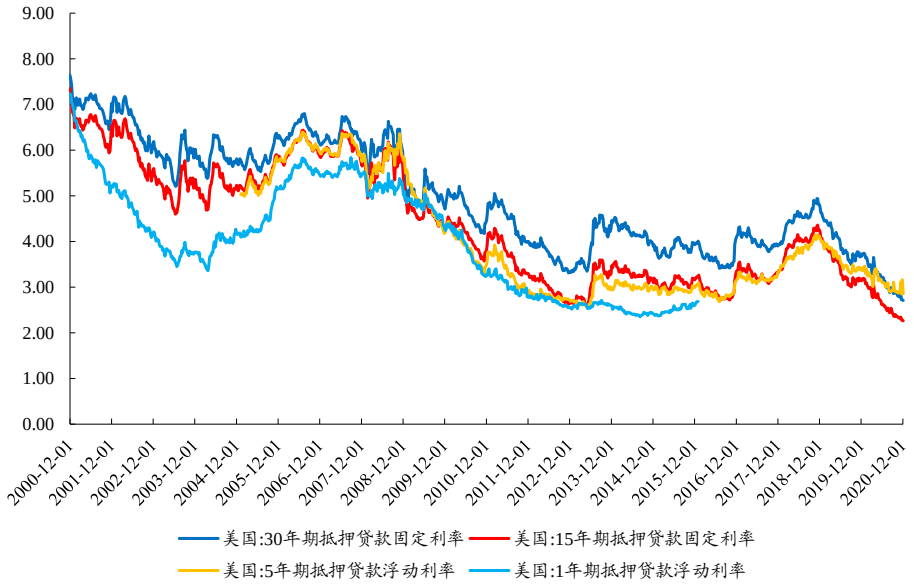
数据来源：Wind、开源证券研究所

图75：银行对房贷资质审核较严格



数据来源：美国反诬抵押贷款银行协会、开源证券研究所。注：这一指标表示银行发放按揭贷款的宽松度，数字越高越宽松，数字越小越严格。

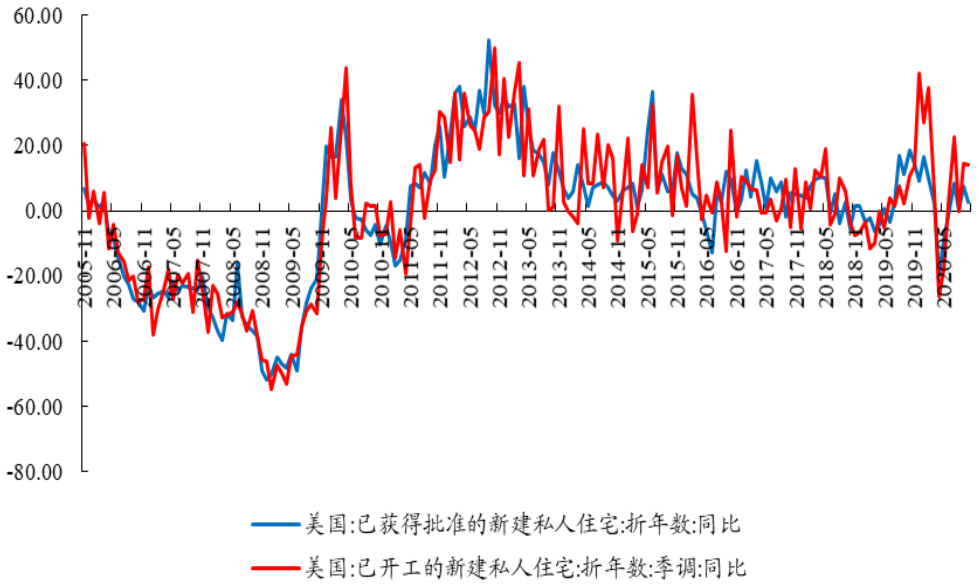
图76：美国房地产抵押贷款利率达到 20 年新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

美国地产新屋开工 V 型反弹，成屋及新屋快速去化，带动开工链和后周期链机会。(1)建筑材料：第一细分项是木材及木制品，美国自中国进口木材曾经超过 4 成，但在 2018 年贸易摩擦之后快速下滑。2021 年美国总统换届，中美之间贸易关系有望修复，木制品对美出口有望与美国地产周期共振，快速修复。**第二细分项新能源&节能材料，**拜登拟确保美国在 2035 年前实现无碳发电，在 2050 年前达到碳净零排放，建筑节能成为一项重要的减少“碳足迹”的内容，相关产业链：一方面是建筑节能的保温材料以及上游的化工品 MDI、、TDI、HDI；另一方面是新能源的利用：家庭选择屋顶光伏可以节约用能，降低生活成本，以特斯拉 solar roof 为代表的屋顶光伏产业链（基础材料钢化玻璃、百叶窗薄膜）。**(2)精装交付下的卫浴电工类，**美国目前的精装交付基本上实现了嵌入式 LED 照明，我国是全球最大的 LED 照明制造中心，占全球产值的比例高达 70%，北美、欧洲等发达国家的 LED 照明行业企业属于 OBM，侧重于渠道建设、品牌运营和部分基础研究，仅保留部分高端或差异化产品的生产制造，即使后续随着疫苗普及复工复产，也会为国内 LED 照明的 ODM 和 OEM 厂商带来机会。**(3)地产后周期的家具、纺织制造：**中国对美出口的家具占总出口额的 30-40%，纺织品及原料占 20%左右，皮革制品占 20-25%，美国自中国进口纺织原料、皮革制品、家具及零件占其总进口金额的比例在中美贸易摩擦前稳步增长，接近 50%；2020 年疫情发生后，自中国进口份额大增，5 月份达到 66%。

图77：营建许可与新屋开工数 V 型反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

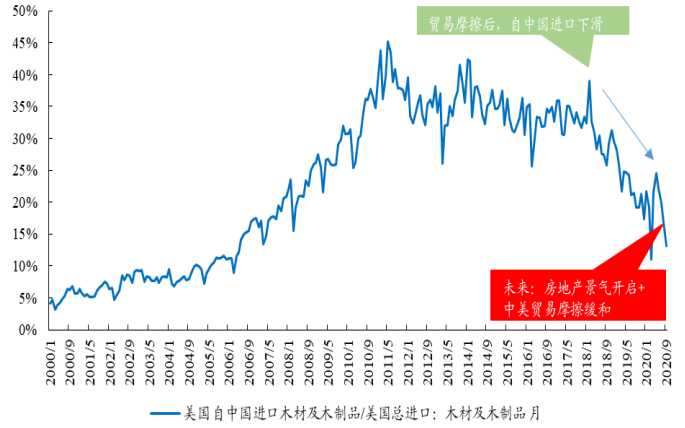
表2：典型美国房地产开发商精装交付清单

能源	外观	内部:	厨房:	浴室:
能源之星 3.0 Builder	防潮纤维水泥外墙	门厅、家庭室、厨房、浴室、杂物室和餐厅的弹性刚性核心地板，根据平面图和楼层区域	尖端不锈钢电器组件：内置洗碗机、30 英寸独立式自洁煤气灶、带软触摸面板的微波炉和带制冰机的并排冰箱	主浴室特征：豪华花园浴缸，带瓷砖环绕的独立淋浴间，半无框玻璃淋浴外壳，浴缸的不透明玻璃雨窗按平面图，以及主衣柜温控设备。
外部空气过滤挡板	前后院均配有草皮的美化套件	镍门五金	36 英寸带皇冠灶性的设计师橱柜	辅助浴室功能：瓷砖淋浴环绕
16-SEER 空调系统	时尚的隔热玻璃门	带不锈钢的防脱落连续长丝地毯	带直尺的花岗岩台面	与厨房相配的名牌梳妆柜
辐射屏障屋面板	设计带有开门器和 2 个遥控器的增强型顶置车库门	1/2 英寸，6 磅标称地毯垫	在对角线上铺设后挡板	时尚典雅的大理石梳妆台台面
屋顶通风和通风口 *按平面图	成品车库涂有油漆	根据平面图，在主卧室、家庭室、活动室配备带照明套件的 5 叶片吊扇	双盆不锈钢水槽	全幅化妆镜
（1）50 加仑或（2）40 加仑高效燃气热水器，按计划	房屋前后的防风雨外部插座	所有二次卧室的吊扇用封闭式和预接线	镍铬成品水龙头，带拉出式喷嘴	镀铬无垫圈水龙头和管道配件
R-38 平顶绝缘	部分社区进行全面灌溉	分体式玻璃窗，以补充正面立面	嵌入式 LED 照明	高性能节水型加长马桶，带缓闭座
倾斜天花板和阁楼墙上的 R-22 隔热层	独立工程师认证的 3000PSI 后张力基础	所有可操作窗户上的 2 英寸人造木百叶窗	绝缘垃圾处理	粉末浴特点：底座水槽、装饰性椭圆形镜子
R-13 外墙保温	前高架排水沟	圆形干墙角		

能源	外观	内部:	厨房:	浴室:
聚乙烯密封绝缘	1/2lite 后露台门	提升面板内门		
高性能、多层 low-e 隔热窗	设计师教练灯	指定区域使用荧光灯进行 LED 照明		
乙烯基窗框	房屋前后的软管围兜			
	砖砌外部，3 面			
	有盖混凝土露台			

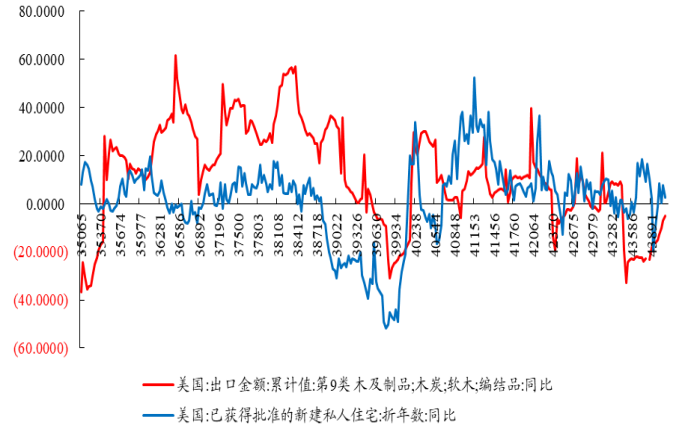
资料来源：LENNAR，开源证券研究所

图78：贸易摩擦前，美国自中国进口木材及木制品超过 4 成



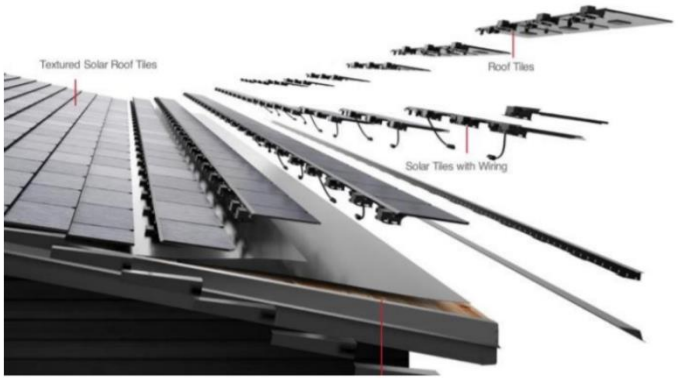
数据来源：Wind、开源证券研究所

图79：对美出口的木制品随地产开工波动，且弹性更大



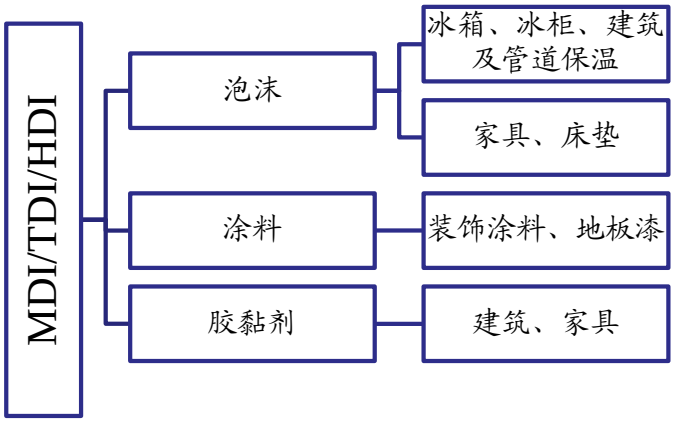
数据来源：Wind、开源证券研究所

图80：Solar Roof 单个瓦片正面为特制钢化玻璃，玻璃下有一层是特制的彩色百叶窗薄膜，中间为光伏电池，最底层推测为背板材料



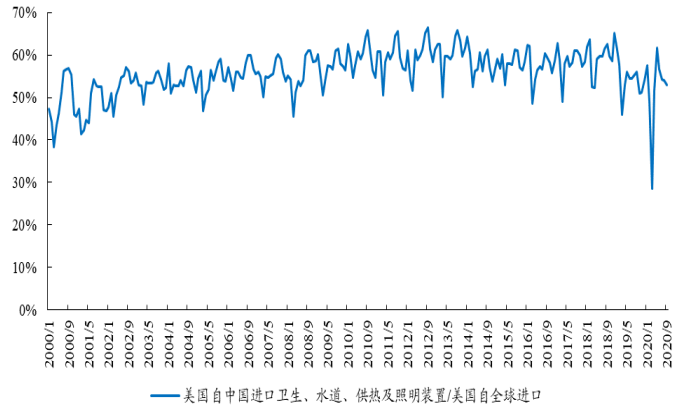
资料来源：特斯拉官网、开源证券研究所

图81：保温材料及其上游化工品 MDI、TDI、HDI



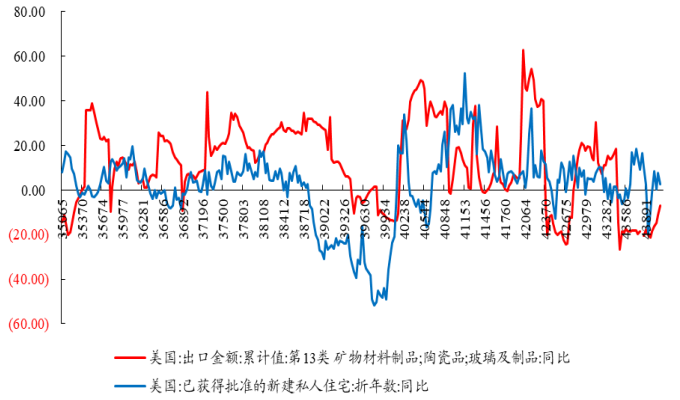
数据来源：Wind、开源证券研究所

图82：美国自中国进口的卫浴电工类产品占其总进口的一半左右



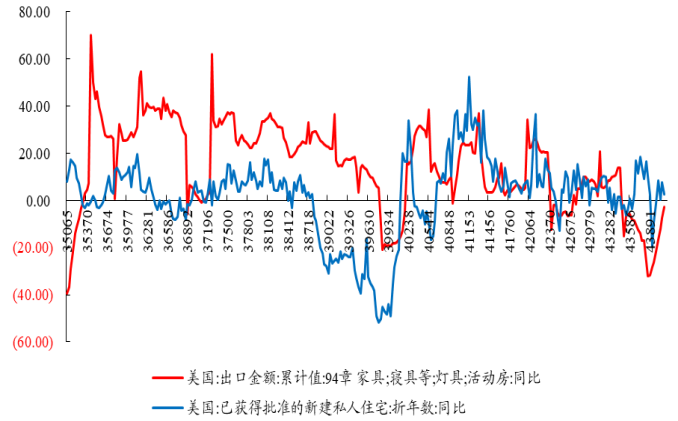
数据来源：Wind、开源证券研究所

图83：对美出口的陶瓷制品随地产开工波动，且波动幅度高于地产开工



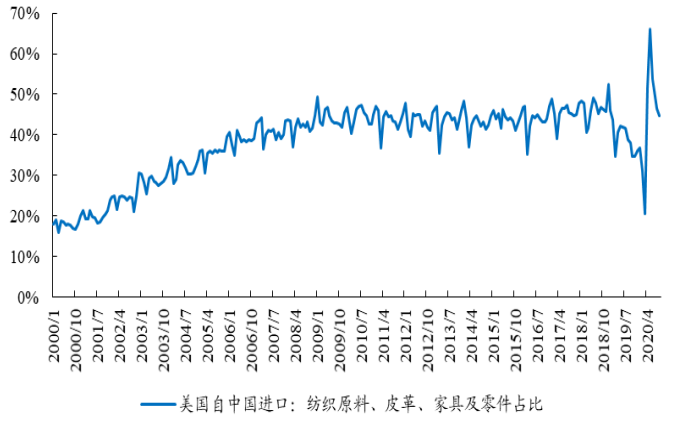
数据来源：Wind、开源证券研究所

图84：对美出口的灯具、家具等与地产开工同步



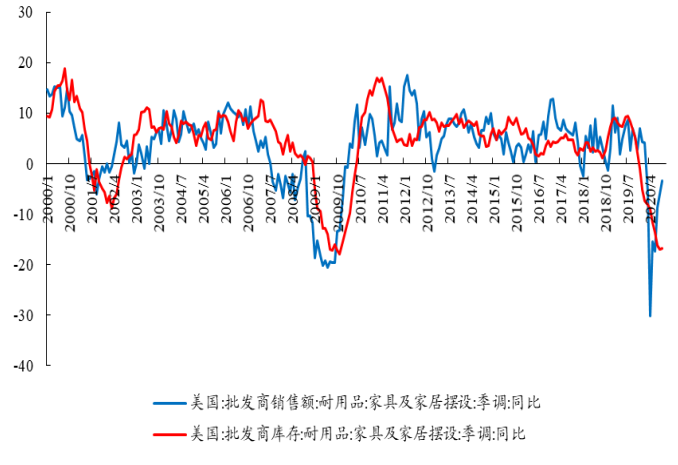
数据来源：Wind、开源证券研究所

图85：疫情后，美国自中国进口纺织原料、皮革、家具及零件占比激增



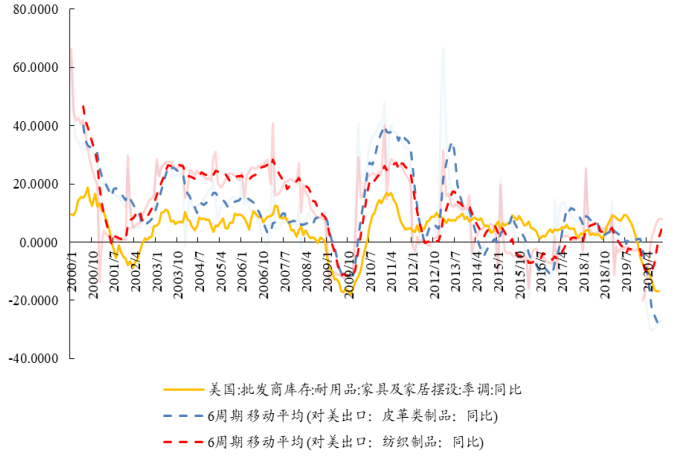
数据来源：Wind、开源证券研究所

图86：美国家具销售商处于补库存中，销售量已反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图87：对美出口皮革及纺织制品的增长与批发商补库行为同步

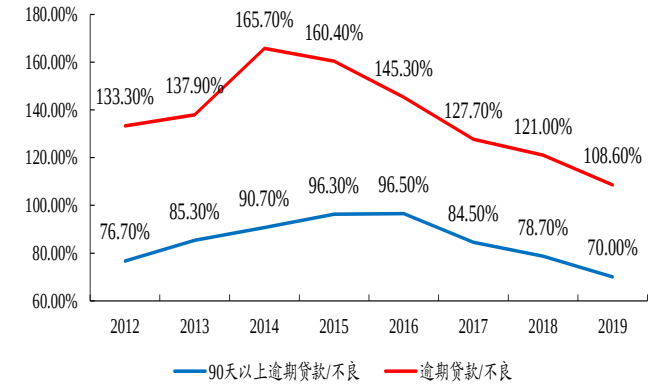


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、 长期修复的拐点：银行

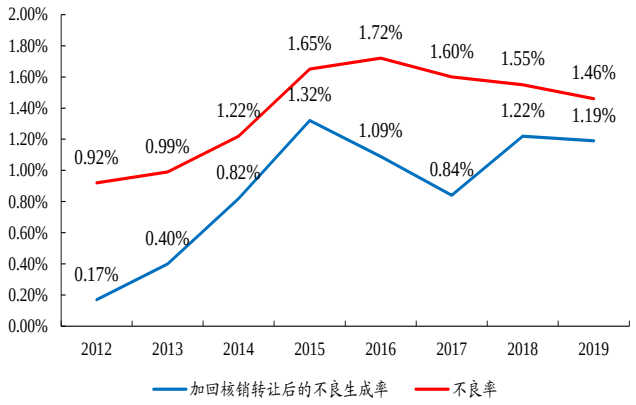
经历过漫长的 8 年不良资产处置周期，银行资产质量有望底部回升，在“四万亿”之后，从 2013 年至今银行业已经经历了 8 年严格且漫长的不良资产处置周期。严格一方面体现在：（1）对不良贷款的认定更加严格，一旦逾期则确认为不良，但逾期/不良和 90 天以上逾期/不良，这一指标已经较 2013 年大幅下滑；（2）不良生成率接近不良率，如果以 2013 年后不良率快速提升的两年作为不良资产暴露最多的年份，那么后续年份中生成率与其接近则体现了银行更加稳健的不良资产认定态度。同时，银行对不良资产处置的力度较大，当年转让占当年新增不良比重较高，核销比例已经超过 90%。

图88：逾期/不良比例下滑



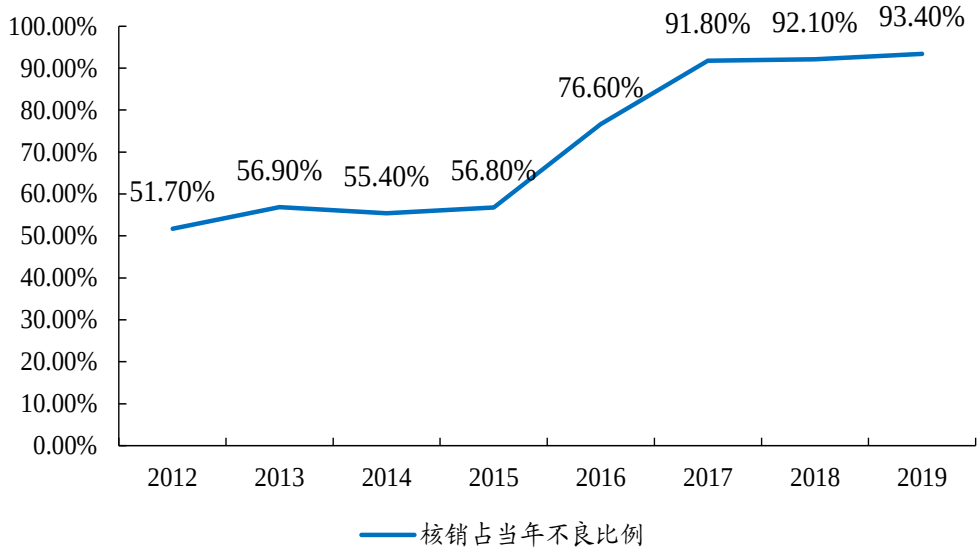
数据来源：Wind、开源证券研究所

图89：不良生成率与不良率接近



数据来源：Wind、开源证券研究所

图90：当年核销占新增不良的比例逐渐上升

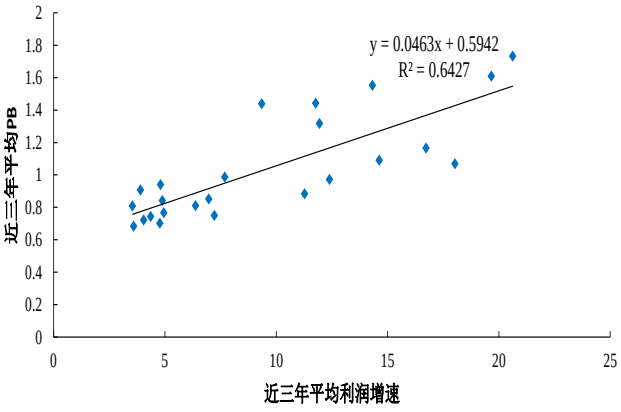


数据来源：Wind、开源证券研究所

随着经济好转，银行资产质量提升时，其年化收益率有理由向 ROE 回归。目前银行整体的估值水平处于历史低位，我们通过计算年化收益率与 ROE 的偏离度也发现，银行业的年化收益率跑不过 ROE，这背后隐含的是市场对银行资产质量的担忧，

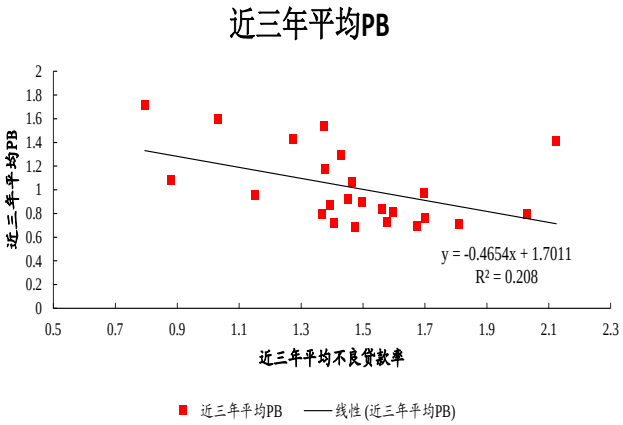
进而也会造成对银行利润增长的担忧。以近三年上市银行平均 PB 与不良贷款率来看，两者之间存在明显的负相关性，即不良贷款率降低，银行的估值提升；同理，以近三年上市银行平均 PB 与利润增速来看，两者之间存在明显的正相关性，即利润增速提升，银行的估值提升，在 2020 年中银行对不良贷款做到早暴露、早解决的前提下，已经形成了拨备计提的高峰和利润增速的底部，2021 年存在两个提升：一是资产质量的提升带来的估值提升；二是净利润增速提升所带来的估值提升。如果我们相信 2021 年的经济不会比 2020 年更差，那么在 2021 年银行的年化收益率应当向其 ROE 回归。

图91：对银行估值与其净利润增速呈正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图92：对银行估值与其不良贷款率成反比



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 “不重要的结果”：指数最终的涨跌

与以往不同，我们在基于了市场环境、信用环境和最终的行业景气后，给出了我们的市场预测：沪深 300，创业板指在 2021 年的收益率区间落在**[4.27%, 5.52%]，[8.21%，10.00%]，[-1.39%， 9.67%]。**创业板指 2021 年波动会很大，有一定概率出现负收益，而沪深 300 将成为最出色的主要市场指数。

我们基于 2010 年与 2017 年两个经济复苏、信用收缩期的各行业 ROE 以及市场表现的情况，结合当下对供需格局以及行业景气的判断，对各个行业分别给予乐观，中性与悲观三种观点。乐观，中性，悲观三种观点的行业个股盈利预测分别采用分析师一致预期中的最大值，平均值与最小值，利用整体法汇总得到各个行业与指数的盈利预期。

由于分析师覆盖股票样本并非为全部 A 股，因此还需对以上得到的盈利预测基于历史盈利占比予以修正，分别选取 2010 年与 2017 年的占比数据与剔除该两年的占比数据均值数据的平均值作为修正系数，考虑到 2020 年疫情带来的扰动，因此在计算 2020 年修正系数时，结合 2020 年前三季度的分析师覆盖股票样本净利润占全部 A 股比重，以得到 2020 年与 2021 年的修正系数。

图93：过往分析师覆盖股票样本净利润占全部A股比重

所属行业	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3
交通运输	0.902	0.787	0.830	0.775	0.961	0.764	0.836	0.792	0.823	0.932	0.967	0.396	3.950	1.136
休闲服务	0.714	0.754	0.742	0.802	0.912	1.080	0.823	0.983	0.870	0.975	1.154	0.718	0.331	1.685
传媒	0.636	0.458	0.550	0.532	0.529	0.571	0.607	0.578	0.652	-0.731	-4.751	0.954	1.023	0.950
公用事业	0.788	0.800	0.787	0.825	0.800	0.811	0.802	0.816	0.883	0.923	0.959	0.878	0.853	0.869
农林牧渔	0.708	0.772	0.926	0.859	0.857	1.051	1.045	0.983	0.973	1.084	1.007	1.000	0.998	0.990
化工	0.935	0.894	0.881	0.841	0.910	0.837	0.804	0.814	0.856	0.854	1.293	1.394	0.758	0.897
医药生物	0.608	0.605	0.592	0.645	0.657	0.650	0.654	0.665	0.693	0.840	0.960	0.837	0.847	0.864
商业贸易	0.732	0.697	0.704	0.749	0.686	0.763	0.931	0.644	0.718	0.868	0.949	1.209	0.832	0.806
国防军工	0.319	0.313	0.251	0.473	0.567	0.622	1.156	1.041	0.886	1.159	1.121	0.408	0.641	0.732
家用电器	0.835	0.890	0.848	0.862	0.898	0.948	1.003	0.928	0.894	1.107	1.037	1.065	0.989	0.973
建筑材料	0.946	0.911	0.906	0.909	0.923	0.940	1.014	0.922	0.936	0.954	0.951	1.004	0.959	0.952
建筑装饰	0.958	0.934	0.925	0.905	0.896	0.918	0.919	0.915	0.918	0.910	0.948	0.990	0.943	0.938
房地产	0.620	0.682	0.700	0.760	0.750	0.804	0.858	0.814	0.805	0.854	0.928	0.902	0.910	0.903
有色金属	0.904	0.926	0.886	0.808	0.935	-0.079	1.124	0.772	0.787	1.363	1.959	1.358	1.118	1.050
机械设备	0.559	0.666	0.685	0.800	0.769	0.830	0.861	1.118	0.726	0.982	1.245	1.000	0.882	0.879
汽车	0.862	0.851	0.862	0.883	0.873	0.909	0.879	0.882	0.899	1.057	1.206	1.304	1.047	1.005
电子	0.814	0.654	0.764	0.871	0.842	0.871	0.891	0.859	0.918	1.157	1.118	1.070	0.976	0.951
电气设备	0.650	0.653	0.681	0.888	1.088	0.657	0.682	0.702	0.808	1.229	1.161	0.973	0.854	0.847
纺织服装	0.684	0.657	0.631	0.676	0.666	0.739	0.843	0.791	0.727	1.100	1.381	1.697	1.037	1.047
综合	-0.041	0.189	0.238	0.603	0.488	0.277	0.448	0.424	0.708	0.411	0.760	0.554	0.673	0.704
计算机	0.673	0.647	0.589	0.626	0.677	0.681	0.673	0.627	0.744	1.293	1.953	-0.058	0.938	0.930
轻工制造	0.549	0.650	0.641	0.632	0.730	0.719	0.713	0.721	0.736	1.196	1.179	0.979	0.979	1.015
通信	0.876	0.779	0.795	0.517	0.806	0.712	0.727	0.615	0.979	2.049	-1.259	1.436	1.230	1.112
采掘	0.976	0.968	0.958	0.962	0.972	1.002	1.268	1.196	0.944	0.958	0.973	0.862	0.969	0.991
钢铁	1.280	0.907	0.786	0.597	1.282	1.127	0.680	0.970	0.919	0.945	0.944	1.065	0.935	0.965
银行	1.000	0.999	0.999	0.999	0.998	0.998	0.998	0.997	0.997	0.998	0.998	0.998	0.997	0.997
非银金融	0.888	0.891	0.893	0.890	0.875	0.883	0.854	0.823	0.851	0.900	0.919	0.870	1.028	0.926
食品饮料	0.917	0.906	0.949	0.980	0.950	0.961	0.969	0.978	0.989	0.987	1.012	0.996	0.961	0.968

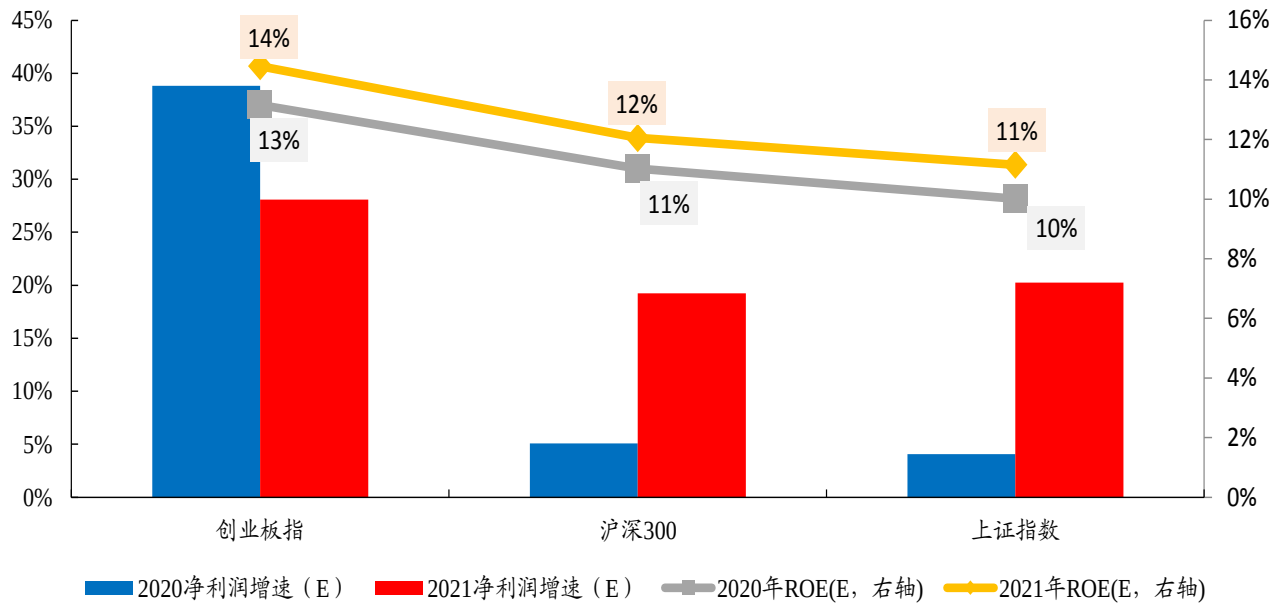
数据来源：Wind、开源证券研究所

图94：2020年与2021年各行业盈利预测

观点	所属行业	2020修正系数	2021修正系数	净利润增速		ROE	
				2020(E)	2021(E)	2020(E)	2021(E)
乐观估计	交通运输	1.34	0.82	-56.84%	165.23%	3.11%	10.18%
	休闲服务	1.68	0.84	-49.25%	173.15%	5.25%	20.80%
	化工	0.95	0.89	11.26%	64.11%	8.08%	11.79%
	商业贸易	1.21	0.73	-29.04%	80.72%	4.17%	8.79%
	家用电器	0.96	0.91	9.63%	28.69%	16.76%	18.47%
	建筑材料	0.95	0.93	25.68%	27.16%	16.83%	17.90%
	建筑装饰	0.99	0.92	15.58%	24.30%	9.53%	10.78%
	有色金属	1.36	0.94	10.58%	66.63%	4.72%	9.90%
	机械设备	1.00	0.75	33.51%	71.44%	8.25%	13.08%
	电子	1.07	0.83	43.23%	72.48%	10.24%	16.81%
	轻工制造	1.02	0.72	25.71%	77.24%	9.72%	15.94%
	采掘	1.00	0.98	-14.73%	51.42%	5.34%	7.73%
	钢铁	1.02	0.93	1.91%	29.27%	7.12%	8.93%
	银行	1.00	1.00	-3.78%	10.45%	10.81%	10.99%
	食品饮料	1.00	0.95	20.16%	29.20%	20.75%	23.40%
中性估计	传媒	1.02	0.78	178.58%	79.22%	6.18%	10.54%
	医药生物	0.86	0.66	81.00%	85.16%	12.03%	17.02%
	国防军工	0.64	0.65	109.12%	96.14%	5.91%	7.24%
	房地产	0.91	0.76	25.73%	55.77%	13.95%	17.71%
	汽车	1.01	0.90	14.76%	46.58%	7.31%	10.01%
	电气设备	0.82	0.77	74.13%	69.17%	10.20%	12.87%
	纺织服装	1.05	0.74	-3.92%	72.44%	5.59%	9.87%
	综合	0.70	0.45	51.87%	179.00%	5.14%	9.71%
	通信	1.03	0.88	135.47%	52.19%	5.89%	8.61%
	非银金融	0.90	0.87	15.13%	36.85%	10.72%	12.43%
悲观估计	公用事业	0.88	0.84	41.84%	35.90%	8.39%	9.46%
	农林牧渔	1.00	0.90	57.71%	4.44%	18.22%	15.99%
	计算机	0.94	0.75	12.81%	81.41%	6.78%	10.65%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图95：2020 年与 2021 年重要指数净利润增速与 ROE 预测



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们分别基于三年内指数的 ROE 与收益率之间的偏离会被修正（除 2015 年因流动性带来的“水牛”扰动外，三大指数均未有连续三年收益率跑赢 ROE 的情况），或者未来一年两者之间的偏离等于过去 5 年和 10 年年化收益率与年化 ROE 之差的均值三种假设下，计算出上证指数/沪深 300/创业板指在 2021 年的收益率区间大概率会落在 **[4.27%, 5.52%]**，**[8.21%，10.00%]**，**[-1.39%，9.67%]**。

图96：除 2015 年外，三大指数均未有连续三年收益率跑赢 ROE 的情况

年份	当年收益率（%）-当年ROE（%）		
	上证指数	沪深300	创业板指
2005	-23.833	-19.872	
2006	117.832	107.228	
2007	79.636	143.749	
2008	-78.084	-79.028	
2009	65.066	80.678	
2010	-30.281	-28.935	3.527
2011	-36.139	-40.160	-43.694
2012	-10.968	-7.443	-10.378
2013	-19.570	-21.568	73.845
2014	40.890	39.172	0.805
2015	0.372	-4.839	72.051
2016	-23.618	-23.614	-43.071
2017	-4.510	9.953	-16.677
2018	-35.186	-36.997	-35.623
2019	11.808	24.410	32.409
2020	3.297	13.094	39.382

数据来源：Wind、开源证券研究所

图97：ROE 构成了指数收益率的 “地心引力”

年份	年化收益率（%）-年化ROE（%）		
	上证指数	沪深300	创业板指
2005	-23.833	-19.872	
2006	31.143	29.763	
2007	45.596	60.084	
2008	-4.967	1.889	
2009	6.451	14.543	
2010	-0.509	6.177	3.527
2011	-6.382	-1.738	-23.424
2012	-6.969	-2.467	-19.237
2013	-8.452	-4.757	-1.893
2014	-4.284	-0.985	-1.368
2015	-3.858	-1.347	8.172
2016	-5.722	-3.455	-0.767
2017	-5.627	-2.457	-2.990
2018	-8.144	-5.446	-7.375
2019	-6.889	-3.640	-3.992
2020	-6.262	-2.639	-0.707

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 风险提示

国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期。

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R3（中风险），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。

分析师承诺

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。

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	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	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，已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
地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn