以史为鉴：历史上价值回归如何演绎

基本结论

- **2005 年以来 A 股市场有四次典型的成长风格切换至价值风格的阶段，分别发生在 2007 年、2011 年、2014 年底和 2016 年，每一次价值回归的驱动因素各有不同。**具体来说，2007 年经济过热背景下，在牛市中周期股超额收益明显。2011 年价值股相对成长股表现由上一年的持续跑输进入震荡上行，主要原因是 2010 年首次地产调控压制相关产业链行业表现，2011 年市场下行阶段价值板块估值安全边际凸显。2014 年底在降息和地产调控放松驱动下，金融地产大幅上行。2016 年供给侧改革催化下，PPI 上行阶段周期板块景气上行，驱动市场风格由成长切换至价值。

- **此次价值回归主要驱动因素来自相对基本面拐点和货币/信用环境的拐点，价值板块中银行和保险性价比较高，当前低估值并没有充分对基本面边际改善进行定价。**从宏观环境来看，这次更像 2010 年和 2017 年，均表现为“经济上行，政策收缩”的特征。但 2010 年主导市场的核心因素是首次国家层面的地产调控，参考意义有限。尽管宏观环境和 2017 年很相似，但从 2017 年以来部分行业估值发生了较大的变化。对比 2017 年初和当前行业 PB-ROE 的情况，食品饮料 ROE 和 PB 均有所上升，而电子、医药、家电等行业 ROE 基本没有上升（甚至略有下降），但估值有明显的提升。金融地产行业估值仍处在相对低位。总体来说，当前银行和保险性价比较高，未来基本面将充分受益于经济回升，此外在通胀预期之下，银行和保险基本面将受益于利率曲线陡峭化。

- **A 股市场核心矛盾仍是经济增长和货币政策的拉锯，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。此外，从股票风险溢价来看，当前市场风险偏好仍处在高位，风险溢价在过去三年均值的负一倍标准差的位置均在一定的均值回归压力。

- **在基本面和货币/信用拐点逐步显现的背景下，今年以来极致的估值分化趋势或迎来逆转，价值股或重新占优。**整体来说，明年疫情缓和之下全球经济大概率共振恢复，在经济企稳回升阶段，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业开始加速恢复，那么今年以来行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。此外，在流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。无论是基本面还是流动性的角度，价值股或重新占优。

- **行业配置建议聚焦四大方面：1）消费和科技长期优质赛道：**自下而上精选个股，特别是那些估值有业绩支撑的个股。**2）低估值的银行、保险等。**一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面受益于经济回升和利率曲线陡峭化。**3）成长初期的行业：5G、AI 等。**在十四五规划的窗口期，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会，比如 5G 基础设施建设和应用端。**4）困境反转的行业：航空、机场、酒店等。**疫情对行冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、海外黑天鹅事件*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、这次价值回归会重演过去的哪次？.....3
二、价值板块中金融（银行、保险）性价比较高.....3
三、指数区间波动，价值风格占优.....4
四、行业配置四大思路.....5
重要事件前瞻.....5

图表目录

图表 1：历次 A 股价值/成长风格切换典型阶段.....3
图表 2：行业 PB-ROE 分布（蓝色为当前 11/27 数据，红色为 2017 年初数据）.....4
图表 3：A 股股票风险溢价.....5
图表 4：重要事件前瞻.....6

一、这次价值回归会重演过去的哪次？

- **2005 年以来 A 股市场有四次典型的成长风格切换至价值风格的阶段，分别发生在 2007 年、2011 年、2014 年底和 2016 年，每一次价值回归的驱动因素各有不同。**具体来说，2007 年经济过热背景下，在牛市中周期股超额收益明显。2011 年价值股相对成长股表现由上一年的持续跑输进入震荡上行，主要原因是 2010 年首次地产调控压制相关产业链行业表现，2011 年市场下行阶段价值板块估值安全边际凸显。2014 年底在降息和地产调控放松驱动下，金融地产大幅上行。2016 年供给侧改革催化下，PPI 上行阶段周期板块景气上行，驱动市场风格由成长切换至价值。
- **我们认为此次价值回归主要驱动因素来自相对基本面拐点和货币/信用环境的拐点，和前文提及的过去四次典型阶段都有所区别。**从宏观环境来看，这次更像 2010 年和 2017 年，均表现为“经济上行，政策收缩”的特征。但 2010 年主导市场的核心因素是首次国家层面的地产调控，所以参考意义有限。回顾 2017 年市场特征，2017 延续了 2016 年供给侧改革的趋势，PPI 增速维持高位，在行业集中度提升的预期下，龙头公司市场表现超额收益明显。

图表 1：历次 A 股价值/成长风格切换典型阶段

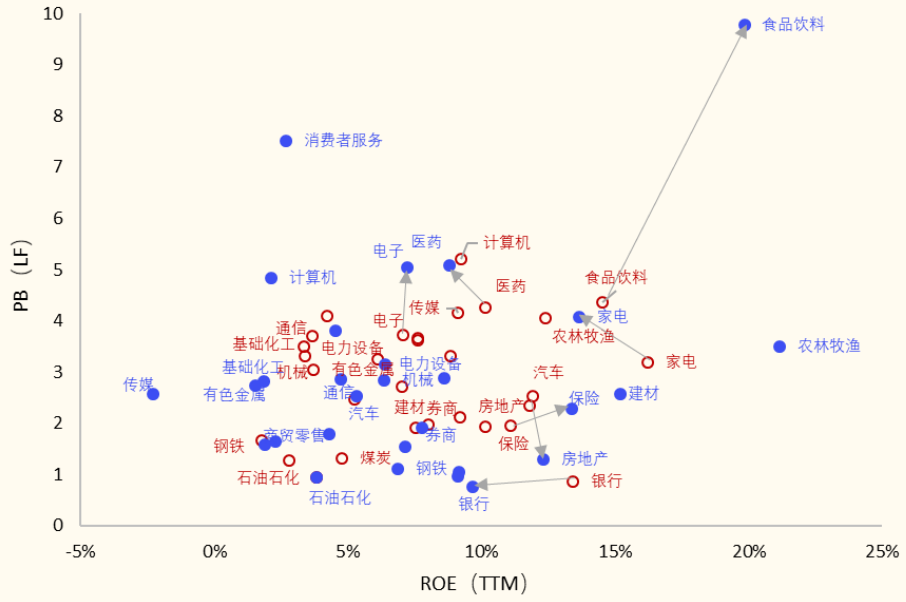


来源：Wind、国金证券研究所

二、价值板块中金融（银行、保险）性价比较高

- 正如前文所述，尽管后续国内宏观环境和 2017 年很相似，但从 2017 年以来部分行业估值发生了较大的变化。对比 2017 年初和当前行业 PB-ROE 的情况，食品饮料 ROE 和 PB 均有所上升，而电子、医药、家电等行业 ROE 基本没有上升（甚至略有下降），但估值有明显的提升。金融地产行业估值仍处在相对低位（除了保险行业估值略有提升之外）。
- **价值板块中银行和保险性价比较高，当前低估值并没有充分对基本面边际改善进行定价。**首先，估值均处在低位，安全边际较高。其次，未来基本面将充分受益于经济回升，特别是银行资产质量将边际改善。最后，通胀预期之下，银行和保险基本面将受益于利率曲线陡峭化。

图表 2：行业 PB-ROE 分布（蓝色为当前 11/27 数据，红色为 2017 年初数据）

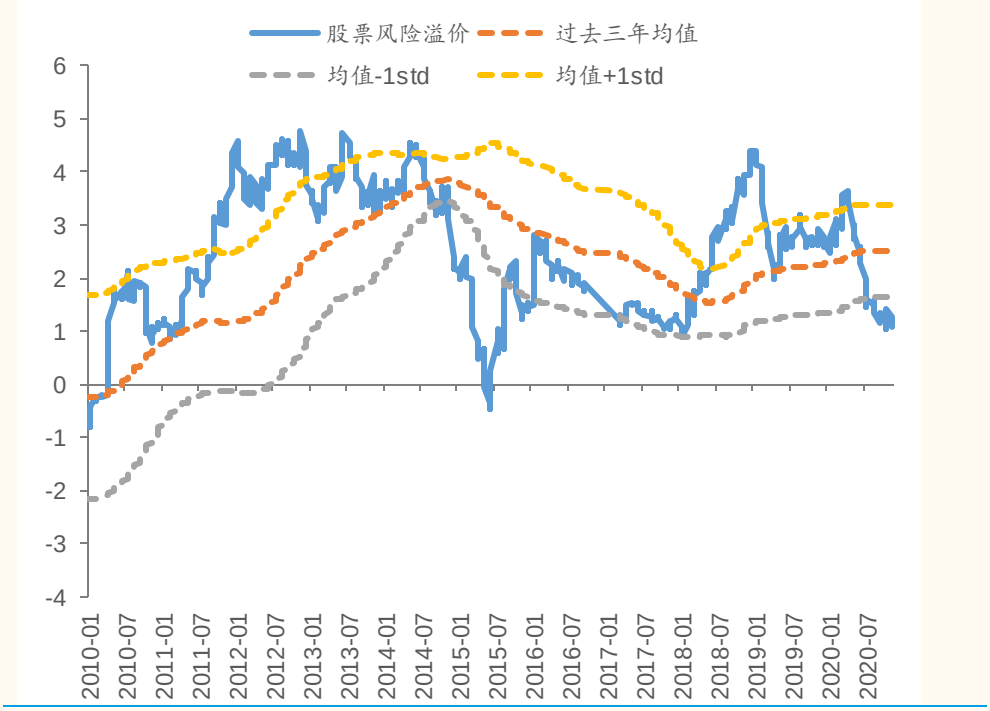


来源：Wind、国金证券研究所

三、指数区间波动，价值风格占优

- A 股市场核心矛盾仍是经济增长和货币政策的拉锯。“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。此外，从股票风险溢价来看，当前市场风险偏好仍处在高位，风险溢价在过去三年均值的负一倍标准差的位置均在一定的均值回归压力。**总体而言市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**
- **在基本面和货币/信用拐点逐步显现的背景下，今年以来极致的估值分化趋势或迎来逆转。**整体来说，明年疫情缓和之下全球经济大概率共振恢复，在经济企稳回升阶段，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业开始加速恢复，那么今年以来行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。此外，在流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。无论是基本面还是流动性的角度，价值股或重新占优。

图表 3：A 股股票风险溢价



来源：Wind、国金证券研究所

四、行业配置四大思路

- 从“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合预期的角度来看，我们认为部分高估值板块或面临估值调整压力，特别是那些估值没有业绩支撑的板块和个股，而低估值板块安全边际的优势将逐步显现。中期行业配置建议聚焦四大方面：
- **思路一：消费和科技长期优质赛道**

  自下而上精选个股，特别是那些估值有业绩支撑的个股。
- **思路二：低估值的银行、保险等**

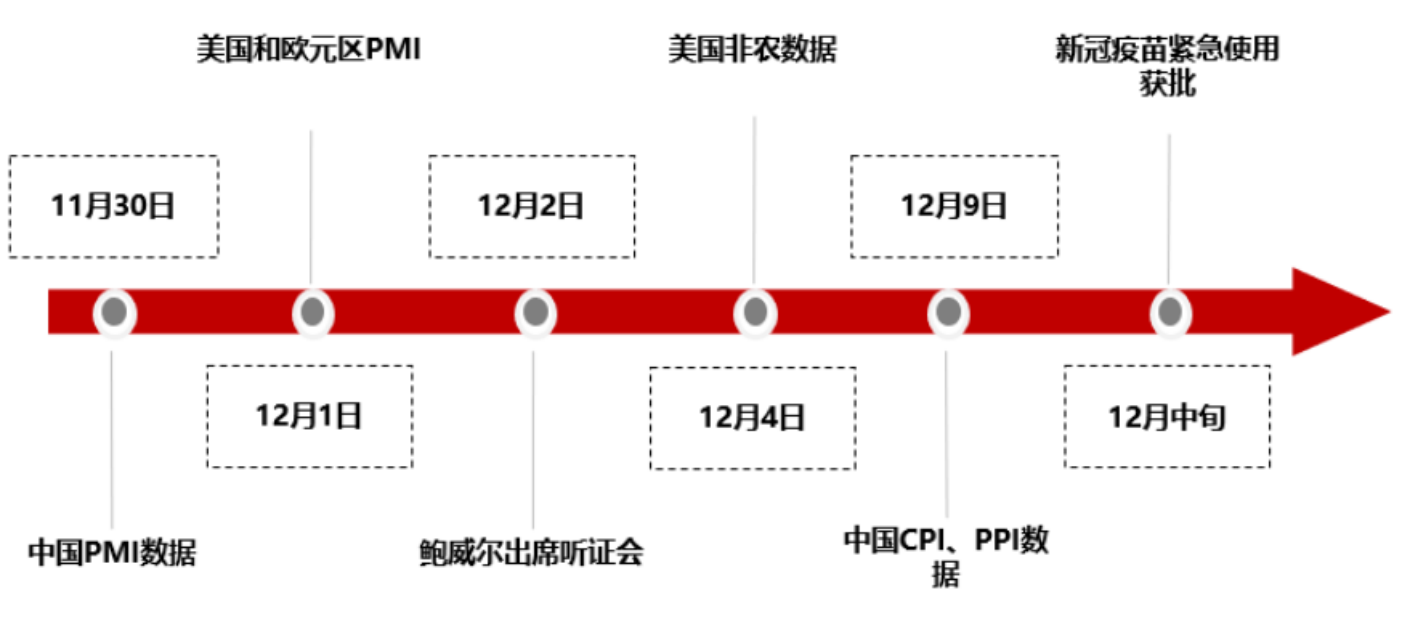
  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。
- **思路三：成长初期的行业：5G、AI 等**

  在十四五规划的窗口期，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会，比如 5G 基础设施建设和应用端。
- **思路四：困境反转的行业：航空、机场、酒店等**

  疫情对行业冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

重要事件前瞻

图表 4：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH