策略周报 股票投资策略简报

宏观和微观因素逐步偏向价值风格

基本结论

- **2019 年以来 A 股市场成长股持续占优，我们认为增长和利率的趋势是核心驱动因素。具体来说，当经济回升或高增长阶段，价值股相对占优，此外，流动性收缩和利率上行周期，价值股溢价更为显著。**过去几年，A 股呈现几轮价值和成长风格的切换，2015 年成长占优，2016-2018 年价值占优，2019 年以来成长占优。从内在逻辑来看，2015 年驱动成长大行情的核心推动因素是利率下行，2016-2017 年经济回升是价值股占优的重要原因，2018 年信用收缩则是价值股在市场下行阶段跑赢成长股的重要驱动力，2019 年以来整体经济下行以及利率下行是成长股占优的核心原因。

- **基本面和政策拐点正逐渐显现，宏观和微观因素逐步偏向价值风格。**首先，当前宏观经济正处在企稳回升的通道，如果明年疫情极大缓和，经济复苏强度持续加强，各行业上市公司业绩有望同步高增长，在高增长不稀缺的背景下，价值股或更为受益。其次，经济复苏和政策收缩预期下，利率易上难下，高估值的成长股或存在估值调整压力，低估值价值股安全边际凸显。此外，当前市场通胀预期有所升温，通胀预期升温大概率表现为利率曲线陡峭化，这对银行保险等价值股相对更为有利。最后，明年公募基金发行规模大概率是高位回落，此前大量偏被动资金持续流入成长板块的趋势或得到缓和。

- **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。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。

- **结构性行情之下，价值风格或重新占优。**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）低估值金融：保险、银行等。**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。**3）成长初期的行业：**5G 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（主权评级下调、地缘政治风险等）*

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

内容目录

一、价值回归需要什么条件 3
二、宏观和微观因素逐步偏向价值风格 3
三、结构性行情之下，价值或重新占优 4
四、行业配置四大思路 5
重要事件前瞻 5

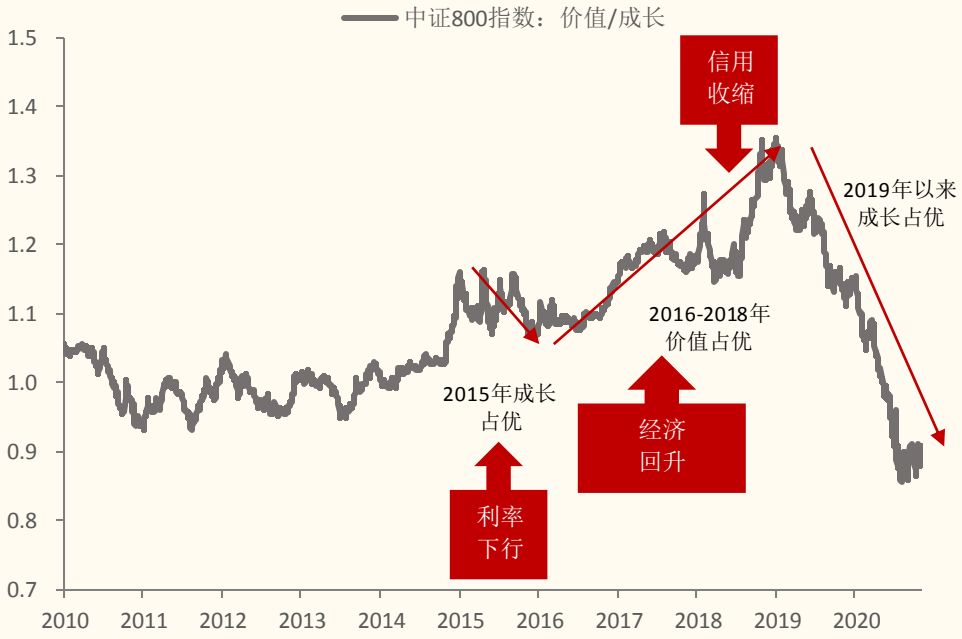
图表目录

图表 1：A 股价值成长风格相对表现 3
图表 2：M2 与增加值和 PPI 增速差和国债收益率 4
图表 3：不同利率水平下非金融 A 股估值分布 5
图表 4：重要事件前瞻 6

一、价值回归需要什么条件

- 2008 年以来美股市场价值股持续跑输成长股，2019 年以来 A 股市场成长股同样是持续占优。市场充斥着“价值已死”的论断，但我们认为价值因子的失效是有宏观和微观原因的，其中增长和利率的趋势是核心因素。**从增长和利率这两个因素来看，价值回归需要什么条件？理论上来说，增长回升叠加利率上行是价值股最受益的宏观组合。**
- **具体来说，当经济回升或高增长阶段，价值股相对占优，此外，流动性收缩和利率上行周期，价值股溢价更为显著。**过去几年，A 股呈现几轮价值和成长风格的切换，2015 年成长占优，2016-2018 年价值占优，2019 年以来成长占优。从内在逻辑来看，2015 年驱动成长大行情的核心推动因素是利率下行，2016-2017 年经济回升是价值股占优的重要原因，2018 年信用收缩则是价值股在市场下行阶段跑赢成长股的重要驱动力，2019 年以来整体经济下行以及利率下行是成长股占优的核心原因。

图表 1：A 股价值成长风格相对表现



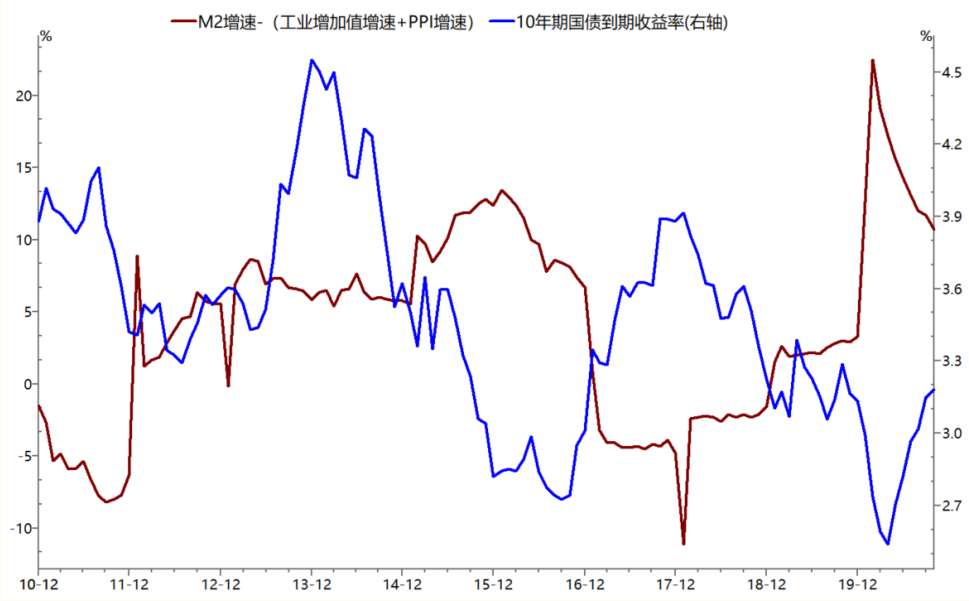
来源：Wind、国金证券研究所

二、宏观和微观因素逐步偏向价值风格

- 疫情影响之下，今年以来 A 股市场估值分化演绎到极致，我们此前的研报多次提出“估值分化的背后是业绩分化，在基本面和政策拐点到来之前，估值分化或将延续一段时间”，**当前我们认为基本面和政策拐点正逐步显现，这意味着估值分化将逐步收敛，市场风格或再次逐步偏向价值。**
- 首先，当前宏观经济正处在企稳回升的通道，如果明年疫情极大缓和，经济复苏强度持续加强，各行业上市公司业绩有望同步高增长，在高增长不稀缺的背景下，价值股或更为受益。
- 其次，经济复苏和政策收缩预期下，利率易上难下，高估值的成长股或存在估值调整压力，低估值价值股安全边际凸显。
- 此外，当前市场通胀预期有所升温，通胀预期升温大概率表现为利率曲线陡峭化，这对银行保险等价值股相对更为有利。

- 最后，明年公募基金发行规模大概率是高位回落，此前大量偏被动资金持续流入成长板块的趋势或得到缓和。

图表 2：M2 与增加值和 PPI 增速差和国债收益率

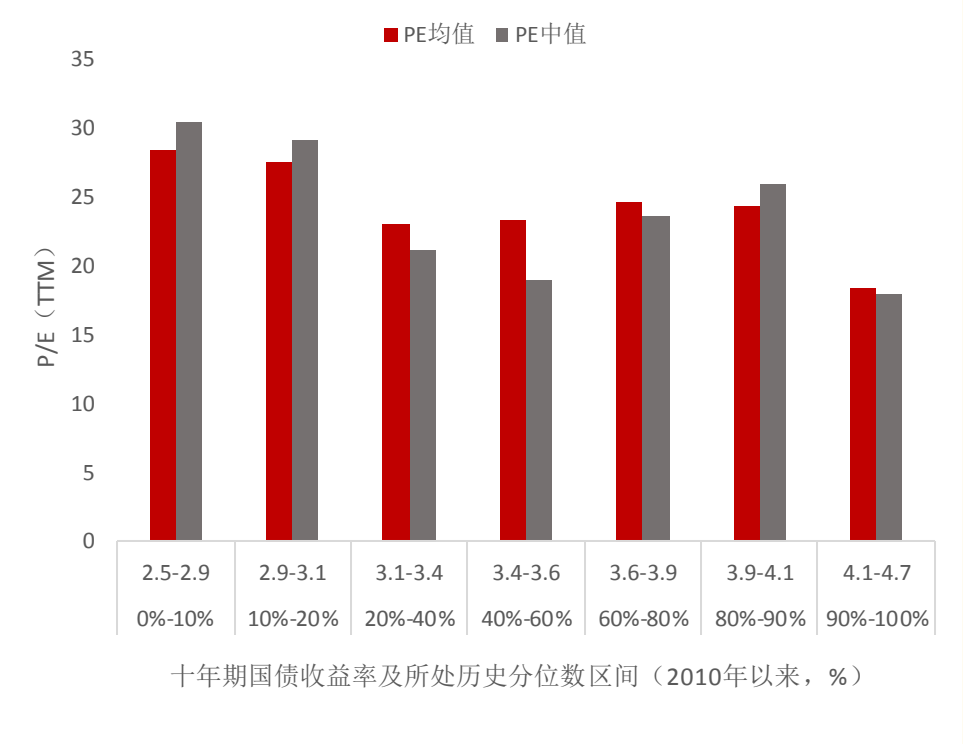


来源：Wind、国金证券研究所

三、结构性行情之下，价值或重新占优

- **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。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。
- 估值分化能否走向收敛取决于行业间相对业绩的拐点和后续宏观流动性政策的拐点。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：不同利率水平下非金融 A 股估值分布



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：低估值金融：保险、银行等**

  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 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