投资策略系列：低估值策略（上）

策略专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 价值和成长风格的影响因素

价值回归：低估值策略什么时候更有效

基本结论

- **从本质上来讲，低估值策略的核心是均值回归。**价值投资大体概括为两大类，一类是聚焦于公司质地的成长型价值投资：买入优质公司，伴随企业增长而获取收益。成长型价值投资的代表人物是巴菲特，用合理的价格买入具有护城河较深的优质标的并长期持有。另一类则是聚焦估值的低估值价值投资：采取低估值策略，买入被低估的公司，达到目标价后卖出。低估值价值投资的代表任务是格雷厄姆，注重投资标的的性价比。

- **价值已死？美股市场价值股已经持续 10 多年跑输成长股，2019 年以来 A 股市场成长风格也持续占优。**从全球市场来看，历史上成长风格占优主要有以下四个阶段：1）1980 年代初期里根新政之下，在持续数年的牛市当中成长股脱颖而出；2）1990 年代初，在基因技术快速发展的驱动下，全球股票市场迎来生物科技繁荣，驱动成长股上行；3）1990 年代中后期，随着信息技术的大规模普及，科网泡沫不断膨胀，成长股大幅跑赢价值股；4）2008 年金融危机以来，以 FAANG 为代表的成长股持续上涨，成长风格持续占优，特别是在新冠疫情的驱动下，当前 MSCI 全球价值相对成长指数的溢价（滚动一年）已处在历史最低位，甚至远低于科网泡沫阶段。

- **价值股为何跑输？低估值策略在什么情况下更为有效？**

  1）当业绩高增长变得不稀缺的时候，价值股相对占优。在经济回升或高增长阶段，价值股往往能跑赢成长股。低估值的价值股业绩普遍和经济周期关联度较高，在经济回升或者高增长阶段，各行业业绩增速均相对较高，在这个背景下，增长或变得不那么稀缺，价值股往往相对占优以高增长为主要特征的成长股。

  2）流动性收缩和利率上行周期，价值溢价更为显著。从资产久期的角度来考虑，成长股的业绩主要在远期，也就是说资产久期相对较长。如果流动性收缩，利率上行，那么资产久期相对较短的价值股则可能跑赢成长股。

  3）通胀预期的变化同样与价值溢价同向变动。通胀预期的变化一方面反映了市场对经济基本面的预期，另一方面也表现为利率曲线的形态。通胀预期的上行阶段，价值股受益于经济增长和利率回升的预期，同时银行保险等传统价值股基本面也受益于全曲线陡峭化。

  4）资金流动强化风格趋势。微观资金层面对价值和成长风格也有一定的影响，特别是不同类型基金规模的变化会与市场风格形成一定的正反馈作用。以中国为例，2019 年以来科技类偏成长风格的基金规模占比持续提升，新发行基金也集中在这些领域，这也是 2019 年以来 A 股市场成长风格持续走强的微观原因。

- **价值回归：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，通胀预期升温同样对价值风格相对更为有利。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。

- **风险提示：**复苏不及预期、海外黑天鹅事件（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、低估值策略的核心在于均值回归 4
二、价值已死？近年来为何价值股相对成长股持续跑输 5
三、低估值策略在什么情况下更为有效 6
3.1 当业绩高增长变得不稀缺的时候，价值股相对占优 6
3.2 流动性收缩和利率上行周期，价值溢价更为显著 8
3.3 通胀预期的变化同样与价值溢价同向变动 9
3.4 资金流动强化风格趋势 10
四、价值回归：宏观和微观因素逐步偏向价值风格 11
4.1 经济企稳回升，流动性由松趋紧的背景下，价值股相对受益 11
4.2 基金发行规模大概率回落，新发行偏成长基金增量资金有限 12

图表目录

图表 1：价值投资：成长型价值投资与低估值价值投资 4
图表 2：股票投资收益率来源拆分 4
图表 3：价值与成长风格相对表现 5
图表 4：2008 年以来美股各因子累计收益率 6
图表 5：2008 年以来新兴市场各因子累计收益率 6
图表 6：经济增长与价值相对成长溢价：美国 7
图表 7：经济增长与价值相对成长溢价：中国 7
图表 8：利率水平与价值和成长相对表现：美国 8
图表 9：利率水平与价值和成长相对表现：中国 8
图表 10：通胀预期与价值和成长相对表现：美国 9
图表 11：PPI 与价值和成长相对表现：中国 9
图表 12：美国不同类型共同基金净值规模占比 10
图表 13：A 股市场各类主题基金净值规模占比 10
图表 14：IMF 对全球经济增长预测 11
图表 15：M2 与工业增加值和 PPI 差值与国债收益率走势负相关 12
图表 16：商品期货指数明显上行 12
图表 17：成长类主题基金新发行规模 13

一、低估值策略的核心在于均值回归

- 价值投资大体概括为两大类，**一类是聚焦于公司质地的成长型价值投资**：买入优质公司，伴随企业增长而获取收益。成长型价值投资的代表人物是巴菲特，用合理的价格买入具有护城河较深的优质标的并长期持有。**另一类则是聚焦估值的低估值价值投资**：采取低估值策略，买入被低估的公司，达到目标价后卖出。低估值价值投资的代表任务是格雷厄姆，注重投资标的的性价比。

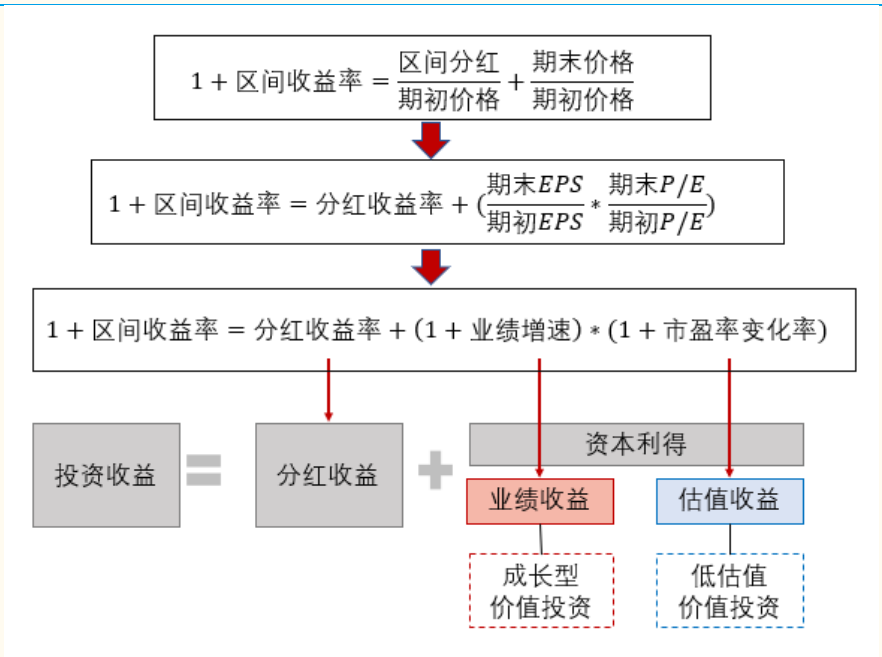
图表 1：价值投资：成长型价值投资与低估值价值投资



来源：国金证券研究所

- 总体来说，股票投资收益基本能分解成三部分，一是分红收益率，二是业绩增长率，三是估值变化率。**成长型价值投资核心策略是买入持有，赚企业业绩增长的钱。低估值策略目的是投资被市场低估的股票，赚估值修复的钱。**从本质上来讲，低估值策略的核心是均值回归。低估值策略是选择那些估值较低（如 PE、PB 较低）的股票进行投资，当价格提升到目标价位时卖出。低估值策略注重投资标的的性价比和安全边际，低估值往往意味着较高的隐含回报。

图表 2：股票投资收益率来源拆分

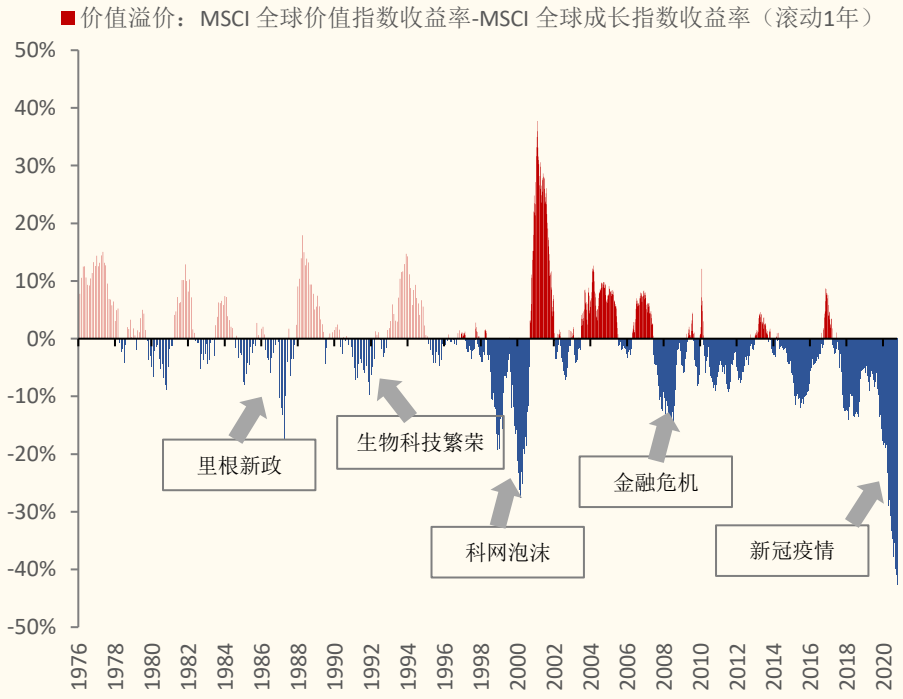


来源：国金证券研究所

二、价值已死？近年来为何价值股相对成长股持续跑输

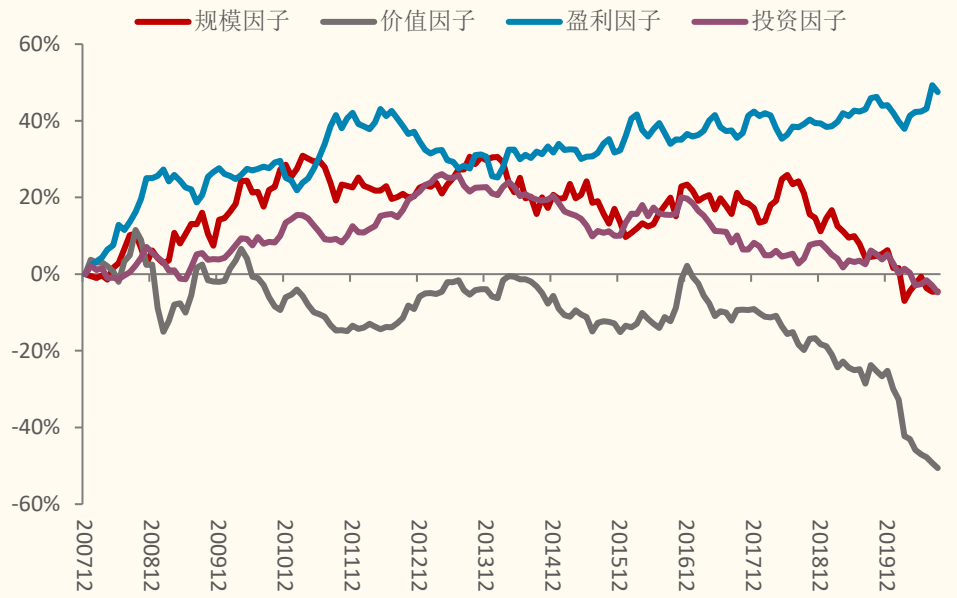
- **自 2008 年全球金融危机以来，全球市场价值股（表现为低估值）持续跑输成长股（表现为高估值）。**在美股市场，价值股已经持续 10 多年跑输成长股。在 A 股市场，2019 年以来成长风格也持续占优。从 MSCI 全球价值指数和成长指数的相对表现历史来看，自 1975 年以来，价值股持续长时间（甚至长达 10 多年时间）跑输价值股的情况并不常见。
- **历史上成长风格占优主要有以下四个阶段：**1）1980 年代初期里根新政之下，在持续数年的牛市当中成长股脱颖而出；2）1990 年代初，在基因技术快速发展的驱动下，全球股票市场迎来生物科技繁荣，驱动成长股上行；3）1990 年代中后期，随着信息技术的大规模普及，科网泡沫不断膨胀，成长股大幅跑赢价值股；4）2008 年金融危机以来，以 FAANG 为代表的成长股持续上涨，成长风格持续占优，特别是在新冠疫情的驱动下，当前 MSCI 全球价值相对成长指数的溢价（滚动一年）已处在历史最低位，甚至远低于科网泡沫阶段。
- 具体来说，在规模因子、价值因子、盈利因子、投资因子中，2008 年以来价值因子在美股市场收益率持续走低。而对新兴市场来说，2019 年以来价值因子收益率同样持续下行。
- 近年来为何价值股相对成长股持续跑输？在价值股相对成长股长时间保持弱势的背景下，市场充斥着“价值已死”的论断。为了回答这个问题，我们接下来将重点分析什么情况下低估值策略更为有效，近年来的经济增长、利率水平、通胀预期和资金流动是否对低估值策略更为不利，从而导致低估值策略的失效（即价值股跑输成长股）。

图表 3：价值与成长风格相对表现



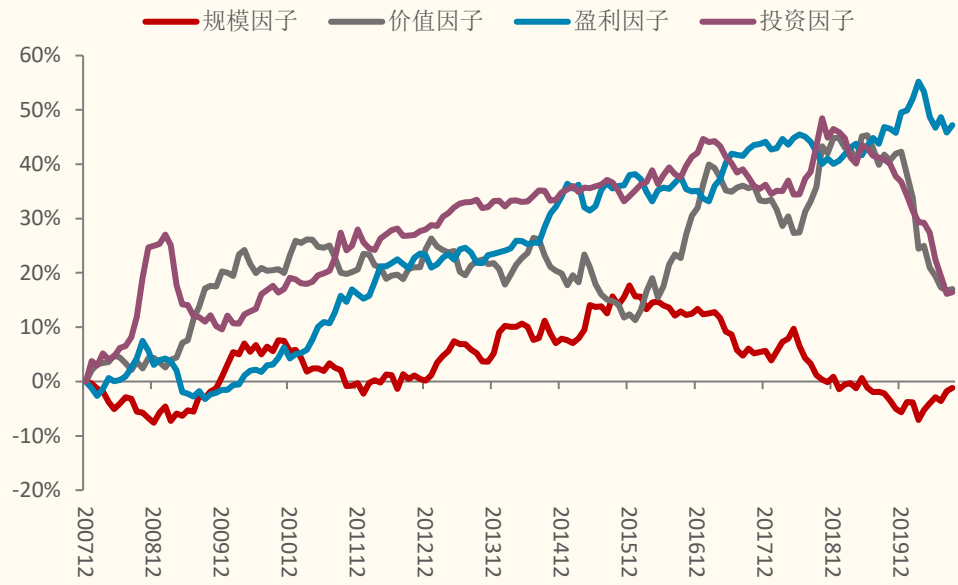
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 4：2008 年以来美股各因子累计收益率



来源：Kenneth R. French、国金证券研究所

图表 5：2008 年以来新兴市场各因子累计收益率



来源：Kenneth R. French、国金证券研究所

三、低估值策略在什么情况下更为有效

3.1 当业绩高增长变得不稀缺的时候，价值股相对占优

- **在经济回升或高增长阶段，价值股往往能跑赢成长股。在经济低增长或经济下行阶段，成长股往往相对占有。**其中的逻辑是：成长股的主要特征是业绩高增长，在经济低增长或经济下行阶段，业绩高增长相对稀缺，所以市场对业绩高增长股票会有所溢价，这就表现为成长风格占优于价值风格。从另一个角度来说，低估值的价值股业绩普遍和经济周期关联度较高，在

经济回升或者高增长阶段，各行业业绩增速均相对较高，在这个背景下，增长或变得不那么稀缺，价值股往往相对占优。

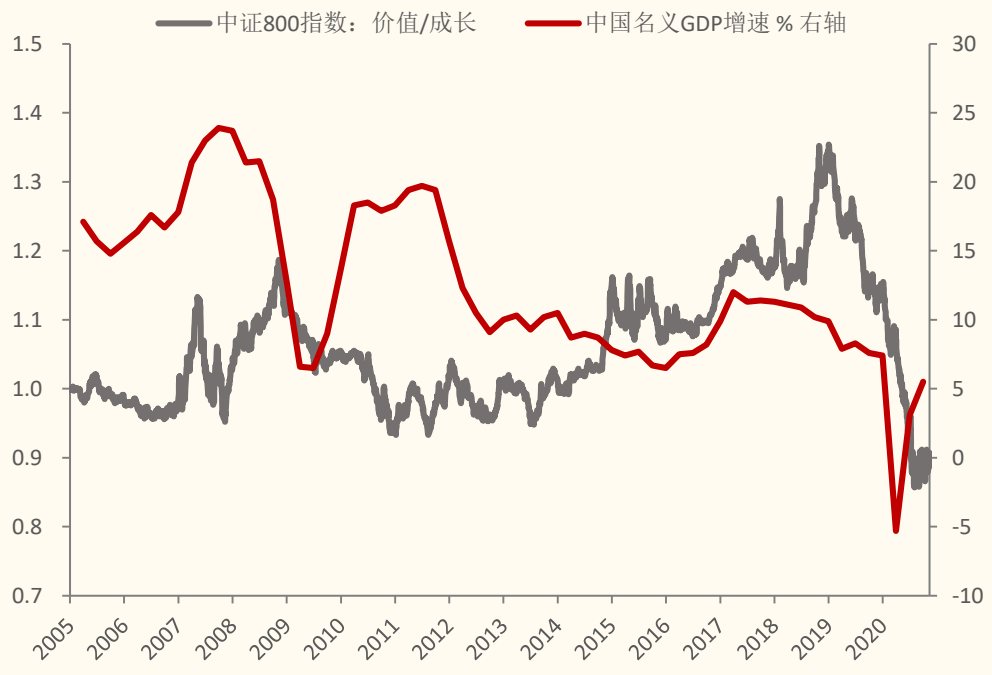
- 从数据来看，在美股市场，名义 GDP 增速和价值相对成长表现存在明显的正相关。2008 年金融危机以来，美国经济的持续低增长是价值股长期跑输成长股的宏观基础。对于中国市场来说，2019 年以来价值股开始持续跑输成长股的额宏观大环境同样是经济处在下行阶段。

图表 6：经济增长与价值相对成长溢价：美国



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 7：经济增长与价值相对成长溢价：中国

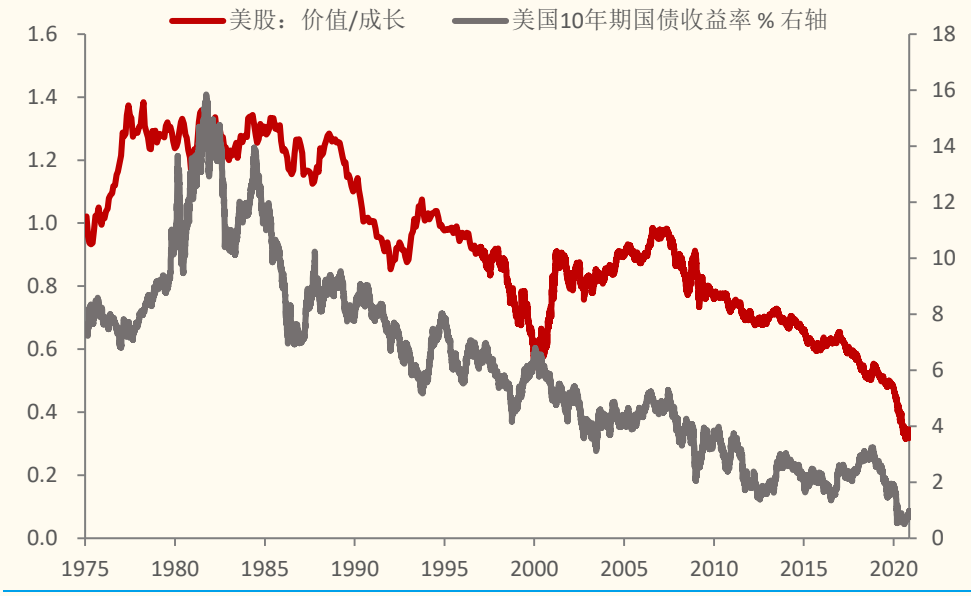


来源：Wind、国金证券研究所

3.2 流动性收缩和利率上行周期，价值溢价更为显著

- 从资产久期的角度来考虑，成长股的业绩主要在远期，也就是说资产久期相对较长。**成长股作为长久期资产，利率敏感性更高，所以在流动性宽松和低利率环境下，往往能获得明显的超额收益。**但如果流动性收缩，利率上行，那么资产久期相对较短的价值股则可能跑赢成长股。
- 纵观 1975 年以来美股价值和成长风格的相对表现和利率的关系，除了 2000 年科网泡沫阶段有明显背离之外，其他时间均呈现一定的正相关性。前文提到的 2008 年以来美股价值风格持续跑输成长风格的另外一个原因就是金融危机后美国利率水平长期处在下行趋势。同样，对中国而言，2019 年以来价值股持续跑输成长股也与利率下行周期息息相关。

图表 8：利率水平与价值和成长相对表现：美国



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 9：利率水平与价值和成长相对表现：中国

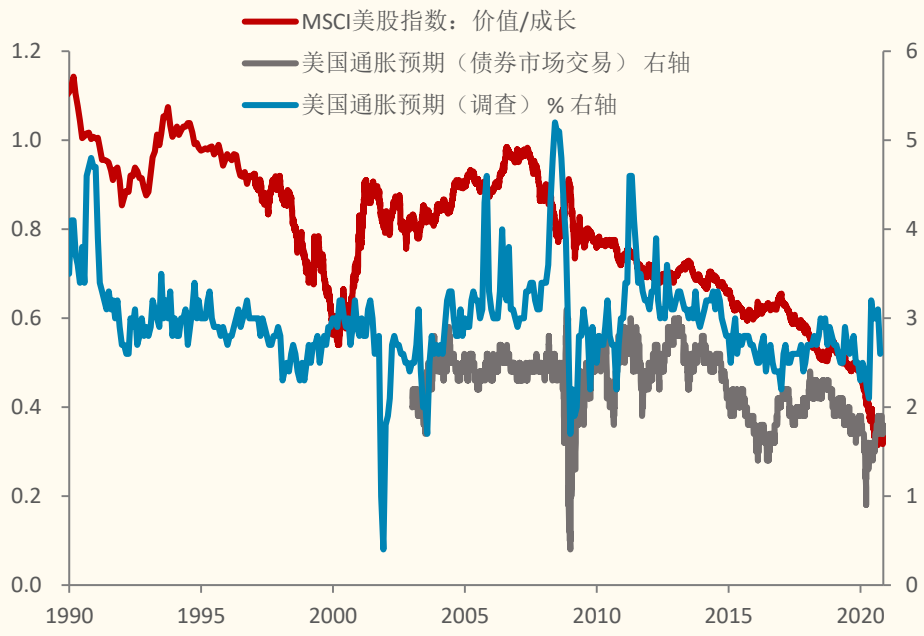


来源：Wind、国金证券研究所

3.3 通胀预期的变化同样与价值溢价同向变动

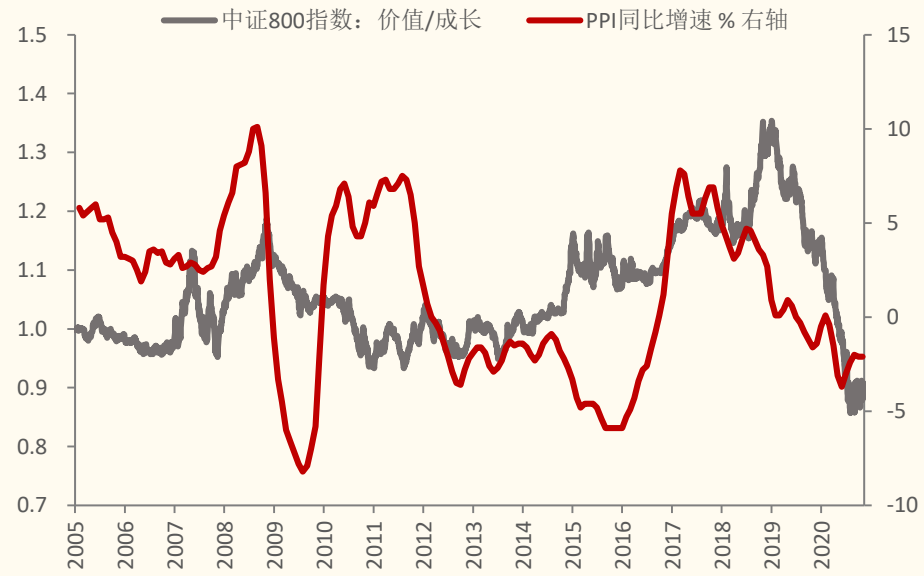
- **通胀预期的变化一方面反映了市场对经济基本面的预期，另一方面也表现为利率曲线的形态。**从这两个方面来看，通胀预期的上行阶段，价值股往往更为受益，一方面受益于经济增长回升的预期，另一方面受益于利率和基本面上行趋势，与此同时通胀预期上行导致利率曲线陡峭化，银行保险等传统价值股基本面也更为受益。

图表 10：通胀预期与价值和成长相对表现：美国



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 11：PPI 与价值和成长相对表现：中国

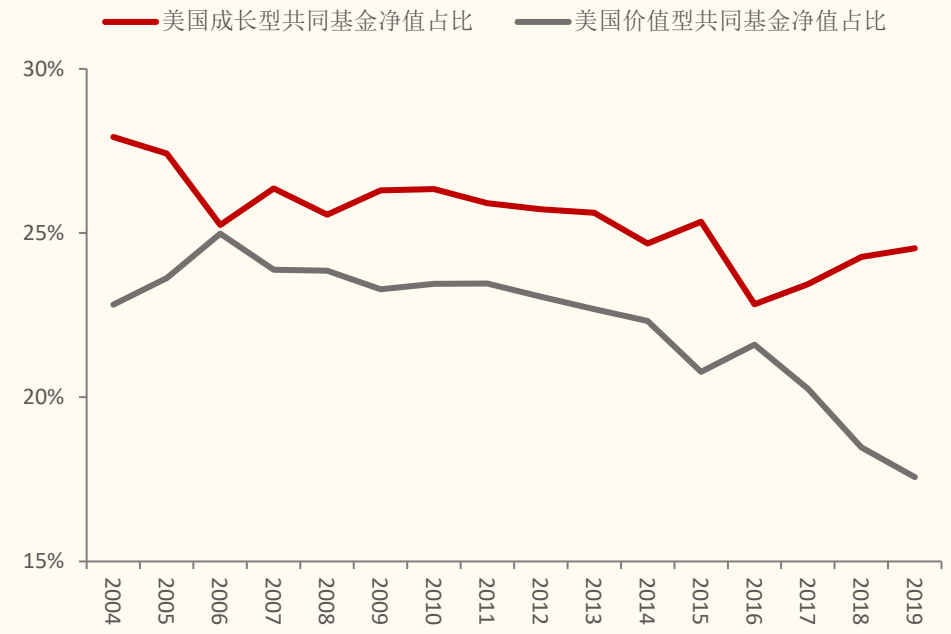


来源：Wind、国金证券研究所

3.4 资金流动强化风格趋势

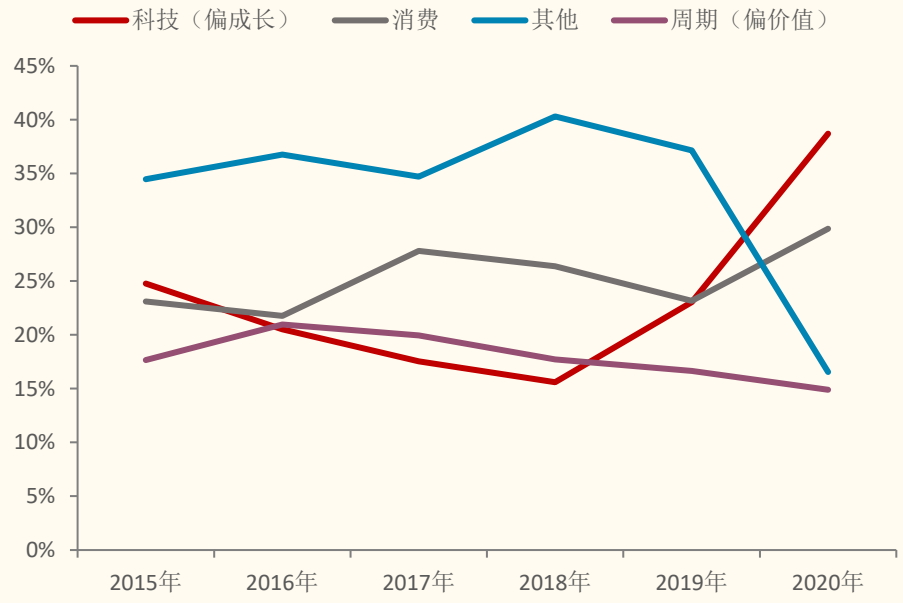
■ 除了前面提到的宏观因素之外，微观资金层面对价值和成长风格也有一定的影响，特别是不同类型基金规模的变化会与市场风格形成一定的正反馈作用。以美国为例，金融危机以来，价值型基金的规模占比持续下行，特别是 2017 年以来，下行趋势尤为显著。中国也是同样，2019 年以来科技类偏成长风格的基金规模占比持续提升，新发行基金也集中在这些领域，这也是 2019 年以来 A 股市场成长风格持续走强的微观原因。

图表 12：美国不同类型共同基金净值规模占比



来源：ICI、国金证券研究所

图表 13：A 股市场各类主题基金净值规模占比



说明：口径仅统计主题类基金，包括被动基金和行业偏向的主动管理基金。

来源：Wind、国金证券研究所

四、价值回归：宏观和微观因素逐步偏向价值风格

4.1 经济企稳回升，流动性由松趋紧的背景下，价值股相对受益

- **从前面提到的经济基本面、利率和通胀预期三个方面来看，当前宏观环境对价值股相对更为有利。**
- 1）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，全球经济共振复苏确定性较高，IMF 对 2021 年全球各大经济体的 GDP 增速预测均有明显提升，其中中国经济增长大概率超 8%。**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。**

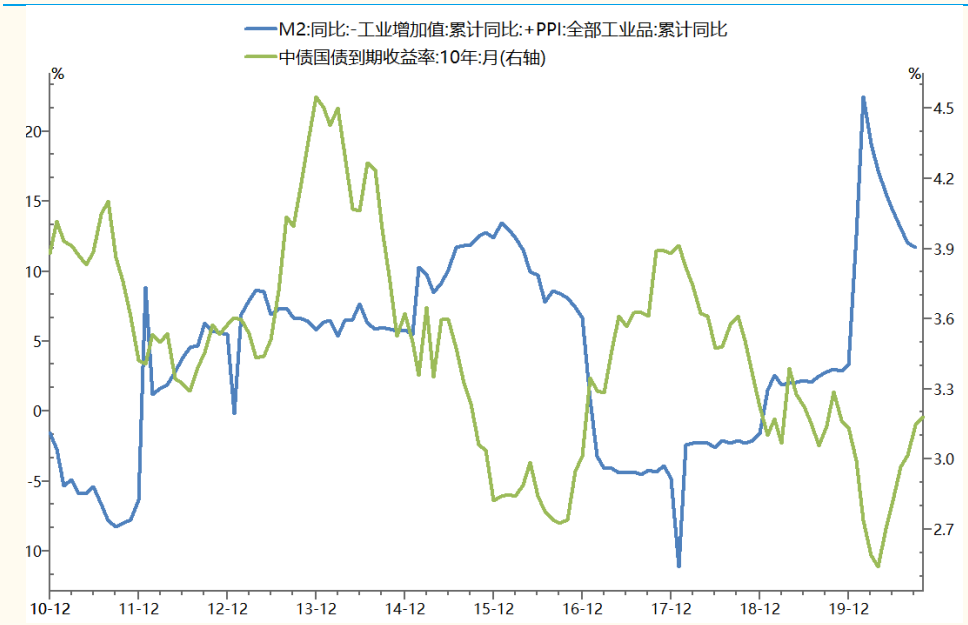
图表 14：IMF 对全球经济增长预测

GDP增速	2019年	2020年(E)	2021年(E)
发达经济体	**1.7**	**-8.0**	**4.8**
美国	2.3	-8.0	4.5
欧元区	1.3	-10.2	6.0
日本	0.7	-5.8	2.4
新兴市场	**3.7**	**-3.0**	**5.9**
中国	6.1	1.0	8.2
印度	4.2	-4.5	6.0
东盟五国	4.9	-2.0	6.2

来源：IMF、国金证券研究所

- 2）利率水平仍存一定的上行压力，一方面经济企稳回升有助于利率抬升，另一方面为应对疫情的宽松货币政策和信用政策均面临收缩的拐点。数据上来看，M2 与工业增加值和 PPI 的差值高位回落的趋势将延续至明年。近期债券违约事件和监管层的表态也进一步强化了市场对后续流动性“由松趋紧”的预期。**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。**

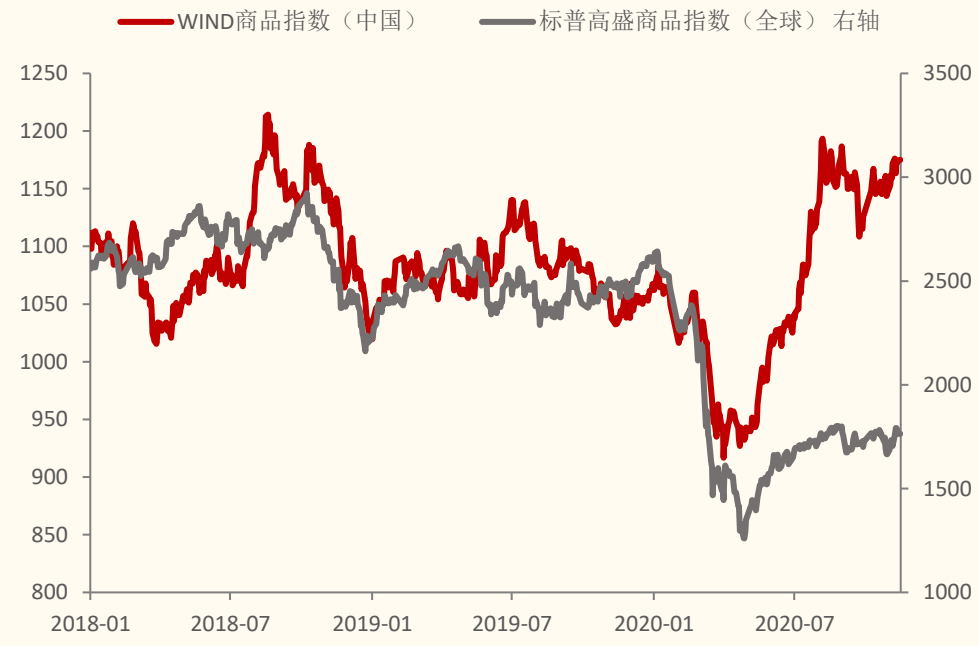
图表 15：M2 与工业增加值和 PPI 差值与国债收益率走势负相关



来源：Wind、国金证券研究所

■ 3）当前市场通胀预期有所升温，一方面从国内和全球商品期货价格来看，自今年 5 月以来商品期货价格均有明显上行，反映出通胀预期有所升温。另一方面，在疫情期间流动性极度宽松后，市场对后续通胀的担忧导致长端利率快速上行。**通胀预期升温同样对价值风格相对更为有利。**

图表 16：商品期货指数明显上行



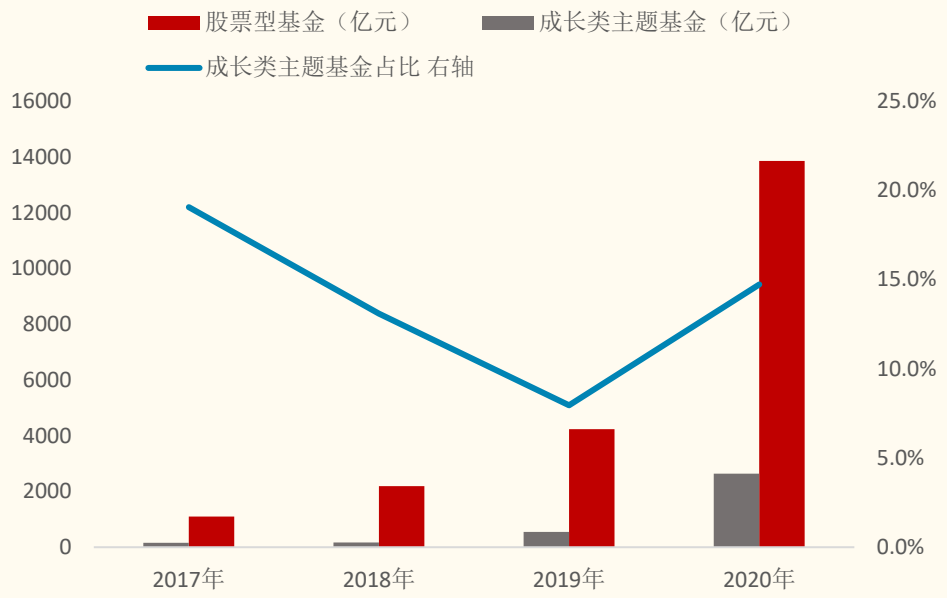
来源：Wind、国金证券研究所

4.2 基金发行规模大概率回落，新发行偏成长基金增量资金有限

■ 今年公募基金新发行规模迎来历史高峰，截止 11 月初新发行股票基金规模高达 1.39 万亿，创历史新高，其中成长类主题基金发行规模也高达 2642

亿，占比达 14.7%。不可否认的是大量新发行的成长基金是近年来成长风格跑赢价值风格的重要因素之一。但前瞻来看，明年公募基金发行规模大概率是高位回落，新发行成长类基金的增量资金规模同样相对有限。**因此从资金层面来看，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 17：成长类主题基金新发行规模



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**经济复苏不及预期、海外黑天鹅事件（政治风险、主权评级下调等）

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