新时代证券 New Times Securities

价值风格的全面扩散

——策略周报

投资周报

- **过去 1 周，涨幅最大的行业是家电、汽车、有色、钢铁，这些行业的共同点最近半年刚出现 ROE 拐点。我们认为，这可能意味着价值风格的全面扩散。价值风格相比成长，更依赖经济，所以在经济回升的时候价值风格更容易表现，2016-2017 年经济回升，价值风格全面表现，2018-2020 年初，经济下行，以半导体为代表的科技股最强，价值股虽然也有表现，但是相对来说更集中在消费。未来 1-2 个季度，经济依然有继续回升的动力，价值风格可能会继续扩散，这将推升指数进入新一轮中枢抬升。**

  （1）产能过剩之前，选龙头的风格依然不会变。龙头风格的结束需要伴随产能周期的扭转，按照历史规律，一般一轮产能周期是 10 年，上行和下行分别是 5 年左右，一轮产能周期一般经历两轮库存周期。从 2016 年开始算，我们只经历了一次库存上行周期，有利于龙头的产能周期至少还要持续一轮库存上行周期，时间至少会持续到 2021 年年中。

- **（2）经济上行将会带来价值风格的全面扩散。**2002-2007 年是周期股风格，共分三个阶段： 2002-2004 年初是周期风格的酝酿期（第一阶段），2004 年中-2005 年中是经济下行带来的熊市（第二阶段），2006-2007 年是周期风格的扩散和繁荣期（第三阶段）。2010-2015 年是成长股风格，也是三个阶段：2010 年是成长风格的酝酿期（第一阶段），2011 年-2012 年是经济下行期（第二阶段），2013-2015 年是成长风格的扩散和繁荣期（第三阶段）。

- 而在这三个阶段，由于经济短周期的波动，市场的领涨板块有很大的不同。2016 年以来，股市的选股思路主要是龙头，但是领涨板块也是在悄然变化的，2016-2017 年消费和周期领涨，2018-2019 年周期下跌，成长加入领涨行列，而过去半年，我们逐渐发现，和经济相关性更强的顺周期开始出现领涨板块。虽然大的风格依然是龙头风格，但是领涨的一级行业会受到经济短周期波动的影响。

- **（3）最近强势的板块大多是 2020 年刚出现 ROE 拐点的顺周期行业。**由于去杠杆、经济下行、中美冲突，2017-2018 年，大部分一级行业的 ROE 趋势都是逐步见顶下滑的。但从 2019 年开始，成长性行业 ROE 率先出现拐点，进入 2020 年更多的顺周期行业 ROE 出现拐点。最近两个季度越来越多的顺周期行业开始显现出机会，6-7 月大部分顺周期行业只是跟涨，最近部分顺周期行业甚至开始领涨。

- **（4）短期策略判断：**盈利回升是未来一个季度股市回升的主要动力。过去一个季度，利率上行、IPO 增加、美国大选等风险一直压制着市场，上周大部分利空已经逐步落地。未来 1-2 个季度，经济依然有继续回升的动力，价值风格可能会继续扩散，这将推升指数进入新一轮中枢抬升。

- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

推荐（维持评级）

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

相关报告

《再次上涨的信号是什么》2020-08-02
《调整的时间和空间》2020-07-26
《多头已战略性胜利》2020-07-12
《部分消费可能会突破估值天花板》2020-07-07
《资金将会继续推升股市》2020-06-28
《消费可能会适度泡沫化》2020-06-21
《增量基金稳定市场热度》2020-06-14
《6 月转乐观》2020-06-07
《外部冲击弱于 2019》2020-03-22
《应对尾部风险》2020-03-22
《市场当下的犹豫》2020-03-22

目 录

1、 策略观点：价值风格的全面扩散.....3
2、 上周市场变化.....7

图表目录

图 1: 产能周期才是龙头风格背后的核心.....3
图 2: 经济上行有利于价值风格的扩散.....4
图 3: 各行业 ROE（TTM）拐点出现时间.....5
图 4: A 股主要指数周涨跌幅.....7
图 5: 申万一级行业周涨跌幅.....7
图 6: 申万风格指数周/月涨跌幅.....7
图 7: 概念类指数周涨跌幅.....7
图 8: 全球市场重要指数周涨跌幅.....8
图 9: 重要商品指数周涨跌幅.....8
图 10: 2020 年全球大类资产收益率.....8
图 11: 沪股通累计净买入.....8
图 12: 融资余额.....8
图 13: 新发行基金份额.....9
图 14: 基金仓位估算.....9
图 15: 银行间拆借利率和公开市场操作.....9
图 16: 央行公开市场和国库定存净投放.....9
图 17: 长期国债利率.....9
图 18: 各类债券与同期限国债利差.....9

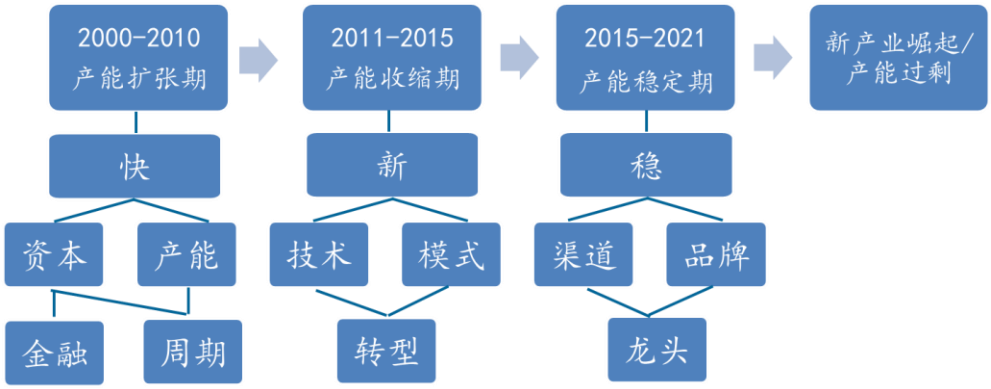
表 1: 近期利多利空全梳理.....5
表 2: 板块配置观点.....6

1、 策略观点：价值风格的全面扩散

过去 1 周，涨幅最大的行业是家电、汽车、有色、钢铁，这些行业的共同点最近半年刚出现 ROE 拐点。我们认为，这可能意味着价值风格的全面扩散。价值风格相比成长，更依赖经济，所以在经济回升的时候价值风格更容易表现，2016-2017 年经济回升，价值风格全面表现，2018-2020 年初，经济下行，以半导体为代表的科技股最强，价值股虽然也有表现，但是相对来说更集中在消费。未来 1-2 个季度，经济依然有继续回升的动力，价值风格可能会继续扩散，这将推升指数进入新一轮中枢抬升。

（1）产能过剩之前，选龙头的风格依然不会变。产业的兴衰很多时候是要服从经济的产能周期的，当各行业产能短缺，能够提供和创造新产能的行业大概率是最好的。2002-2007 年各行业短缺，周期股能够撬动更大资本杠杆，更快创造产能，所以是风格的主力。2010-2015 年，当大部分行业产能过剩的时候，非传统行业由于没有历史包袱，产能格局好，各行业剩余的流动性会涌入各类创新和转型的商业模式。2016 年至今，各行业产能进入稳定期，龙头开始收获寡头利润，进而带来龙头价值股的风格。

图1： 产能周期才是龙头风格背后的核心



资料来源：Wind，新时代证券研究所

龙头风格的结束需要伴随产能周期的扭转，按照历史规律，一般一轮产能周期是 10 年，上行和下行分别是 5 年左右，一轮产能周期一般经历两轮库存周期。从 2016 年开始算，我们只经历了一次库存上行周期，有利于龙头的产能周期至少还要持续一轮库存上行周期，时间至少会持续到 2021 年年中。

（2）经济上行将会带来价值风格的全面扩散。从中美股市的历史统计来看，大的投资风格从开始到结束持续的时间可能会长达 6-10 年。但领涨的一级行业一般 2-3 年就会换一批，背后可能是由于经济短周期的波动。回顾过去 A 股历史上的风格变化，我们认为，当下已经进入价值风格的扩散期，领涨板块将会有一次比较大的变化。

2002-2007 年是周期股风格，共分三个阶段： 2002-2004 年初是周期风格的酝酿期（第一阶段），2004 年中-2005 年中是经济下行带来的熊市（第二阶段），2006-2007 年是周期风格的扩散和繁荣期（第三阶段）。2010-2015 年是成长股风格，也是三个阶段：2010 年是成长风格的酝酿期（第一阶段），2011 年-2012 年是经济下行期（第二阶段），2013-2015 年是成长风格的扩散和繁荣期（第三阶段）。

图2： 经济上行有利于价值风格的扩散



资料来源：Wind，新时代证券研究所

而在这三个阶段，由于经济短周期的波动，市场的领涨板块有很大的不同。2016年以来，股市的选股思路主要是龙头，但是领涨板块也是在悄然变化的，2016-2017年消费和周期领涨，2018-2019年周期下跌，成长加入领涨行列，而过去半年，我们逐渐发现，和经济相关性更强的顺周期开始出现领涨板块。虽然大的风格依然是龙头风格，但是领涨的一级行业会受到经济短周期波动的影响。

（3）最近强势的板块大多是2020年刚出现ROE拐点的顺周期行业。由于去杠杆、经济下行、中美冲突，2017-2018年，大部分一级行业的ROE趋势都是逐步见顶下滑的。但从2019年开始，成长性行业ROE率先出现拐点，进入2020年更多的顺周期行业ROE出现拐点。最近两个季度越来越多的顺周期行业开始显现出机会，6-7月大部分顺周期行业只是跟涨，最近部分顺周期行业甚至开始领涨。

图3： 各行业 ROE（TTM）拐点出现时间

	往上拐点	往下拐点
2009	建材 Q1，汽车 Q1，房地产 Q1、银行 Q2、非银 Q1，钢铁 Q2，有色金属 Q3，采掘 Q4、化工 Q1、交运 Q3、农业 Q1、机械 Q2、电气 Q2、家电 Q1	休闲服务 Q3，非银 Q4，计算机 Q4
2010		汽车 Q4，银行 Q2，医药 Q2，钢铁 Q2，轻工 Q2，化工 Q4，交运 Q4、电气 Q4
2011		传媒 Q3，家电 Q1，纺服 Q1，采掘 Q1，有色金属 Q3，建材 Q3，机械 Q2，农业 Q3，商贸 Q3、农业 Q3、建筑 Q3
2012	汽车 Q2，家电 Q4，非银 Q4，通信 Q3，轻工 Q3，交运 Q3、钢铁 Q4、电子 Q4、建筑 Q4、医药 Q3	食品饮料 Q4
2013	建材 Q1，电气 Q4、有色 Q3、传媒 Q1、汽车 Q1	房地产 Q3、计算机 Q1
2014	农业 Q1	建材 Q2、钢铁 Q4、有色 Q3、电子 Q3、建筑 Q2、家电 Q2、汽车 Q3
2015	有色 Q3，化工 Q3，商贸 Q4、汽车 Q3	非银 Q3，通信 Q4，食品饮料 Q3，交运 Q2，电气设备 Q3
2016	房地产 Q2，钢铁 Q1，建材 Q2，交运 Q2，采掘 Q3，机械 Q4、电子 Q2、军工 Q1、家电 Q1	计算机 Q2、传媒 Q1、农业 Q4
2017		电子 Q3，交运 Q3、电气 Q1、汽车 Q1
2018		机械 Q3、轻工 Q1、商贸 Q2、有色 Q3、家电 Q2、医药 Q2、纺服 Q1、钢铁 Q4、化工 Q4
2019	农业 Q1、电气设备 Q4、电子 Q2、传媒 Q3、军工 Q2、非银 Q1	采掘 Q2
2020	轻工 Q2、机械 Q2、钢铁 Q3、化工 Q3、有色 Q3、采掘 Q3、通信 Q2、汽车 Q2、家电 Q3、医药 Q2	

资料来源：Wind，新时代证券研究所

（4）短期策略判断：盈利回升是未来一个季度股市回升的主要动力。过去一个季度，利率上行、IPO 增加、美国大选等风险一直压制着市场，上周大部分利空已经逐步落地。未来 1-2 个季度，经济依然有继续回升的动力，价值风格可能会继续扩散，这将推升指数进入新一轮中枢抬升。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 拜登大概率当选美国总统； (2) 近期 IPO 进度有所减缓； (3) 三季度 A 股 ROE 出现上行拐点。
利空	(1) 欧美疫情再次快速增加； (2) 阿斯利康、辉瑞和 Moderna Inc. 都希望在未来几周获得关键的新冠疫苗试验结果，并可能在年底前获得紧急的批准。
未来重点事件	(1) 11 月 21 日：G20 峰会； (2) 12 月：中央经济工作会议。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：近期消费科技中部分白马股出现较大调整，我们认为这已经预示着风格的转变了，时间上至少一个季度，甚至可能长达两个季度。背后的长期逻辑见本文第一第二部分，短期原因有三个：（1）6-7 月基金发行量井喷，导致部分资金被迫配置消费科技，由此提前透支了消费科技的基本面。（2）年底前后，投资者开始布局 2021 年，估值的重要性提升。（3）经济改善的趋势依然在继续，将会对金融周期的基本面有正面影响。建议增配金融周期。重点关注汽车、机械、有色、券商、银行、化工。

表2： 板块配置观点

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
周期	①货币宽松带来商品通胀； ②龙头集中度提升； ③库存周期；	房地产调控导致政策预期下降； 螺纹钢库存快速下降；	可以开始加大配置比例，Q4 可能会领涨市场。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE 稳定；	消费需求的复苏出现加速的迹象，9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%，大超市场预期。	近期的估值快速抬升后，估值存在阶段性的透支，可以适当减少消费的配置。
可选消费	①上一轮需求下行影响消除； ②品牌和渠道深化利好龙头； ③新能源车、小家电等新消费。	9 月汽车销售增速继续保持上涨，新能源汽车销量同比增长 67.7%，继续维持高景气。家电中，空调、洗衣机 9 月销量同比大幅增长，部分细分领域中美的、格力销售额大幅超越行业增长，显示出 CR2 行业集中度正在加强。	可以继续增加配置，之前可选消费是被必选消费带领着上涨，后续随着经济恢复预期加强，可选消费会更强，汽车家电已经显现出了强势。
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； ③半导体库存周期；	iPhone12 发布； PC 年初以来销售改善； 拜登当选，科技封锁预期稳定。	资金在 3 月份将科技估值急速拉升后，市场需要时间或基本面超预期方能继续创新高，科技纯提估值的行情已经告一段落，后续到了验证销量的时候了。
金融	①股市进入新的创新周期； ②高股息率；	9 月金融数据超预期，社融信贷增速均继续上涨，信用宽松仍在持续。	券商有趋势性的逻辑（金融创新政策持续推进），可以不考虑风格，持续配置。保险受益于利率上行，逻辑认可度最高。银行估值最便宜，Q4 将会有一次非常可观的估值修复。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

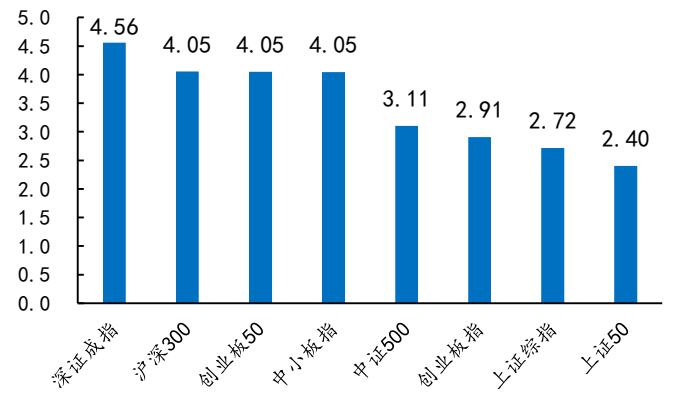
2、 上周市场变化

上周 A 股全线上涨，其中深证成指（4.56%）、沪深 300（4.05%）和创业板 50（4.05%）领涨。申万一级行业中，家用电器（12.86%）、汽车（10.17%）和有色金属（9.23%）领涨，医药生物（-1.36%）和休闲服务（-0.30%）领跌。概念股中，打板指数（13.81%）、锂矿（13.46%）和黄酒指数（10.86%）领涨，血液制品指数（-4.56%）、医疗器械（-4.30%）和体外诊断（-2.74%）领跌。

上周全球股市走势分化，俄罗斯 RTS（10.47%）、法国 CAC40（7.98%）和德国 DAX（7.95%）领涨。商品市场中，NYMEX 原油（4.75%）、LME 锌（4.52%）和 PVC（3.94%）领涨，PTA（-4.67%）领跌。另外在 2020 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（56.86%）、黄金（23.59%） 和 MSCI CHINA（27.86%）排名较高，而富时 100（-21.64%）、欧洲 STOXX50（-14.77%）和 MSCI 前沿市场指数（-10.07%）排名较低。

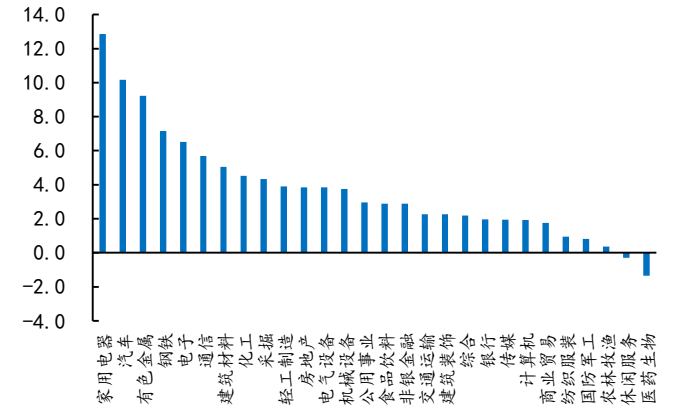
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 214.16 亿元（前值净流出 83.38 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 3200 亿元，到期量 5100 亿元。截止 2020 年 11 月 8 日，银行间拆借利率小幅下降，十年期国债收益率小幅上升。从公募机构股票持仓来看，股票型基金较上周小幅减仓，偏股混合型基金较上周小幅加仓。

图4： A 股主要指数周涨跌幅



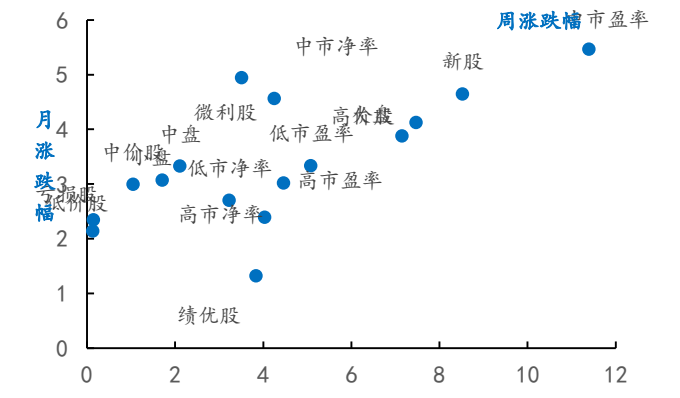
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 申万一级行业周涨跌幅



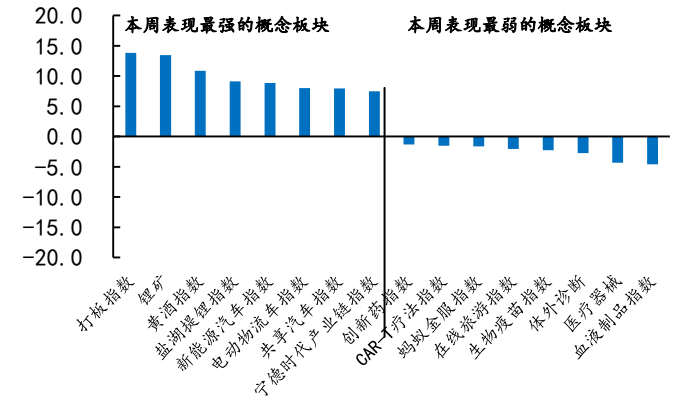
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 申万风格指数周/月涨跌幅



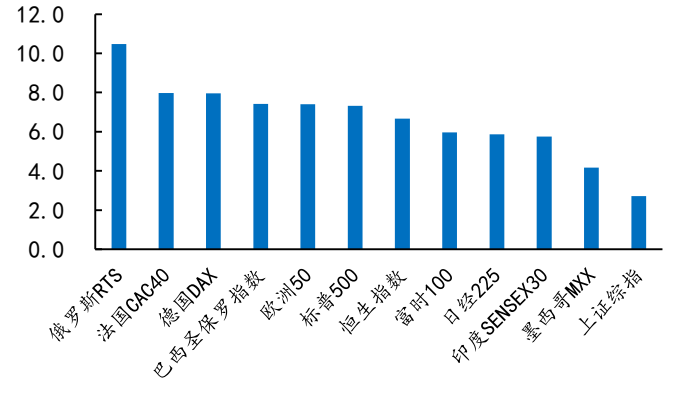
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 概念类指数周涨跌幅



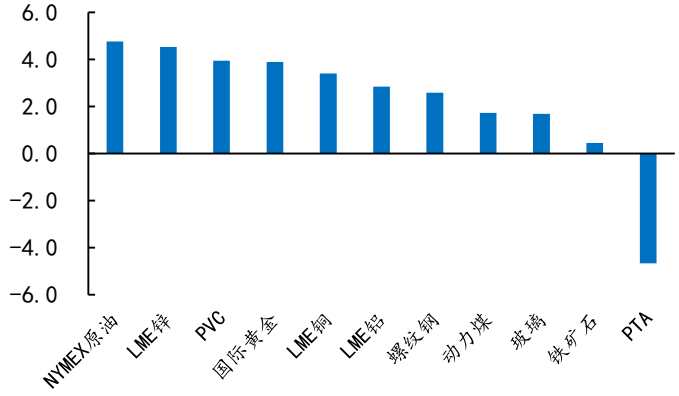
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 全球市场重要指数周涨跌幅



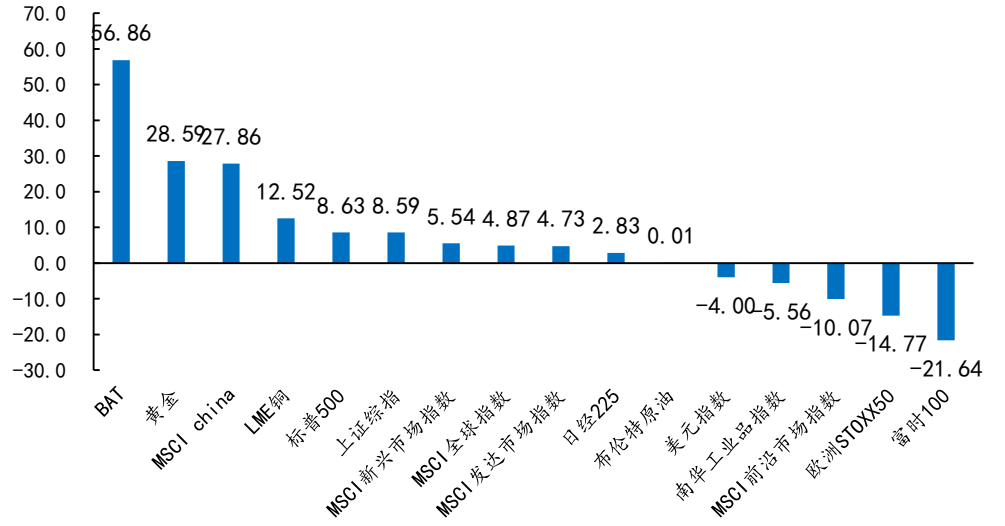
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 重要商品指数周涨跌幅



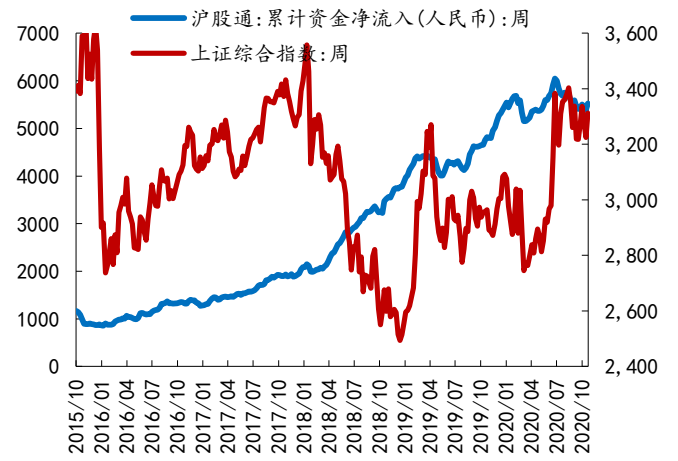
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 2020 年全球大类资产收益率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 沪股通累计净买入



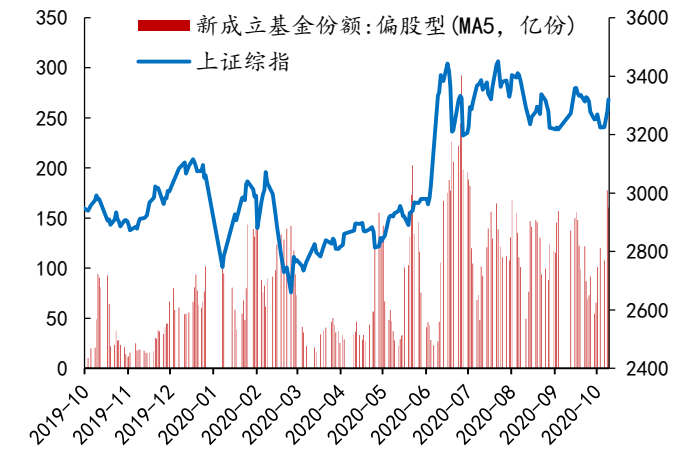
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 融资余额



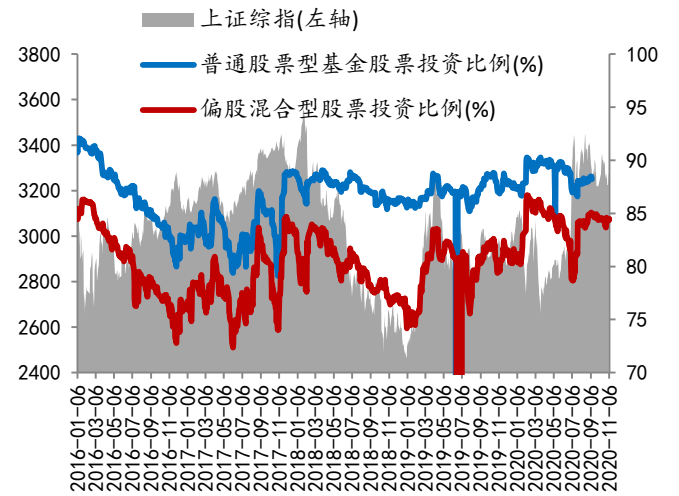
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 新发行基金份额



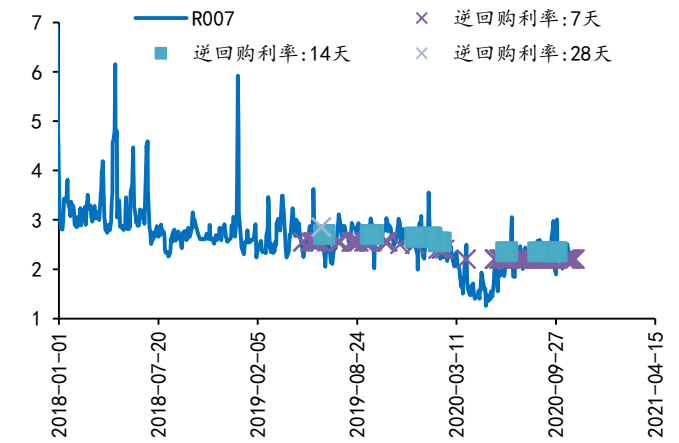
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 基金仓位估算



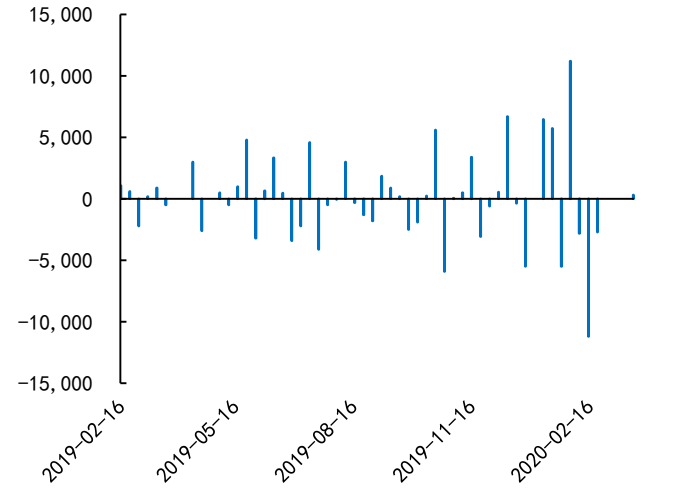
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 银行间拆借利率和公开市场操作



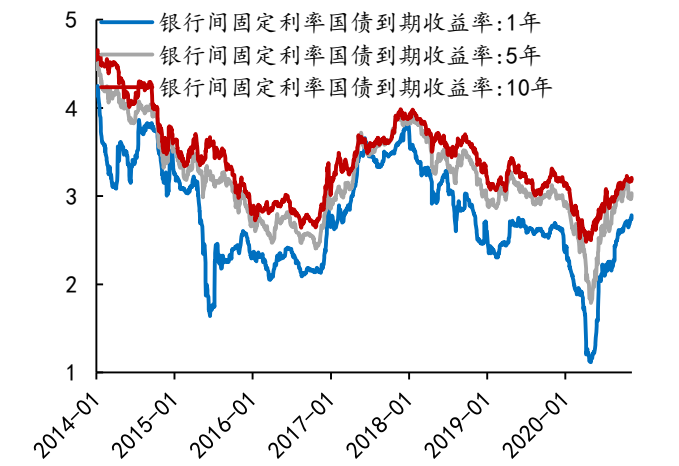
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 央行公开市场和国库定存净投放



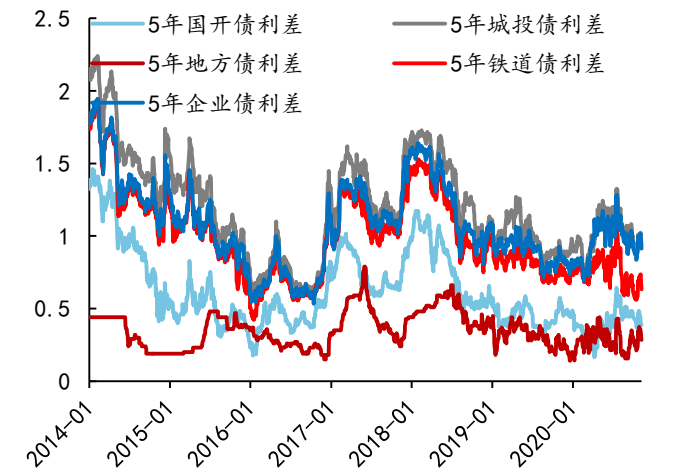
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 各类债券与同期限国债利差



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/