



Research and
Development Center

稳定类板块超额收益全复盘

2023年7月20日

证券研究报告

策略研究

策略深度报告

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
联系电话: +86 18817552575
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

稳定类板块超额收益全复盘

2023年7月20日

- **核心结论:**整体来看,稳定类板块 2005 年以来产生整体性超额收益比较少,参与难度相对较大。从细分板块来看,建筑板块更容易产生超额收益,我们认为主要原因在于建筑板块在稳定类板块中 ROE 中枢水平相对较高,且稳定性更好。
- 投资节奏方面,从概率的角度来看,稳定类板块的超额收益多出现在经济下降后期(政策底到信用底)和熊市中后期,而最难产生超额收益的时间通常是经济回升的前中期(信用底-经济底,经济实质回升期)。
- 稳定类板块的投资中,超额收益受风格的影响通常比受盈利的影响更大。稳定类板块在 2007 年之前出现过 ROE 回升驱动的行市,2007 年之后几乎所有的整体性行情都不是在 ROE 回升期,如果市场风格偏向价值占优,稳定风格表现一般不会弱。2016-2017 年是价值股牛市,2021 年 2 月消费板块开始估值调整,市场风格从长期成长占优变的比较均衡,到 2022 年之后整体转向价值占优。在价值风格占优的阶段,估值是形成风格比较重要的驱动因素,建筑、公用事业等稳定类板块通常都有不错的表现。
- 2014-2015 年的行情比较特殊,是风格、政策、增量资金和估值修复的共振。(1) 2014-2015 年市场风格波动比较剧烈,2014 年 Q4 出现过较明显的价值占优,有利于稳定类板块表现。(2) 2014-2015 年“一带一路”产业政策从顶层设计、局部试点,再到全面落实,政策主题催化建筑、交运等板块超额收益持续上行。(3) 股市微观流动性较为充裕,居民资金快速流入,使稳定风格在 ROE 没有系统性抬升的背景下,仍然在牛市背景下走出了超额收益行情。(4) 这一次稳定类板块整体上涨行情中来看是政策主题,但我们认为本质上或是过去 5 年估值长期下行后的一次整体性估值修复。公用事业估值修复空间有限,超额收益不高。
- 参与稳定类板块,我们建议要自上而下,建议先确定市场的风格,然后再考虑有没有较大的估值修复空间。2022 年 10 月以来稳定风格的上涨原因与 2014-2015 年比较类似。相同之处在于,从风格来看,价值成长风格在牛熊转折点更容易出现较大级别的切换,价值股不存在明显的产能问题,基本面逻辑可能驱动价值风格成为年度的主线风格。从政策来看,2022 年 11 月提出的“中特估”政策支持,可类比 2014-2015 年的“一带一路”政策主题,有望催化稳定类板块的估值修复。从估值方面来看,虽然 2021-2022 年已经出现了一波估值修复,但风格偏离度并未有明显提升,可以认为从板块回报率向 ROE 回归的角度看仍有一定估值修复空间。
- **风险因素:**宏观经济下行超预期,稳增长政策不及预期,报告基于历史经验总结,历史经验可能失效。

目录

一、稳定类板块的特征：低估值、股息率和自由现金流稳定.....	5
二、稳定类板块在不同经济周期阶段的行业回报	10
2.1 稳定类板块：历史上产生超额收益较少，多出现在经济增速放缓后期	10
2.2 公用事业超额收益通常在政策底部信用底偏强.....	13
2.3 建筑装饰板块超额收益通常在经济下行前期即走强，通常在经济下行后期最强 ..	15
2.3 交通运输板块超额收益在经济全周期通常偏弱.....	17
三、流动性对稳定类板块超额收益的影响	19
3.1 利率：历史上利率上行期稳定风格表现偏弱，利率下行期稳定风格表现偏强 ...	19
3.2 信贷：稳定风格超额收益上行期，通常发生在信用见底前	21
3.3 资金：稳定风格 14-15 年超额收益行情有增量资金的共振	23
四、市场变量对稳定类板块超额收益的影响	25
4.1 牛熊市对稳定类板块超额收益的影响.....	25
4.2 估值环境对稳定类板块超额收益的影响.....	28
五、总结：稳定类板块投资中风格通常比盈利更重要	30
风险因素	32

图目录

图 1：2023 年 3 月以来稳定风格表现偏强（单位：%）	5
图 2：公用事业板块一级行业分布（单位：%）	5
图 3：建筑装饰板块一级行业分布（单位：%）	5
图 4：交通运输板块一级行业分布（单位：%）	5
图 5：稳定类板块 ROE 走势（单位：%）	6
图 6：稳定类板块 PB 走势（单位：倍）	7
图 7：稳定类板块股息率整体处于稳定提升的趋势中（单位：%）	7
图 8：稳定类板块股息率横向对比处于中等水平（单位：%、倍）.....	8
图 9：稳定类板块分红率横向对比处于中等水平（单位：%、倍数）	8
图 10：稳定类板块自由现金流情况变化（单位：倍）	9
图 11：稳定类板块的自由现金流在申万一级行业中相对充裕（单位：倍数）	9
图 12：稳定风格及细分行业 2005 年以来的超额收益走势（单位：倍）	10
图 13：稳定风格超额收益明显上行大部分发生在 GDP 增速放缓期（单位：倍）	10
图 14：2016-2017 年公用事业 ROE 下降，建筑 ROE 走平（单位：%）	11
图 15：2016-2017 年风格是较明显的价值占优（单位：倍）	11
图 16：2014.8-2015.9 成长价值风格波动比较剧烈（单位：倍数）	11
图 17：14-15 年除了交运行业 ROE 有提升，公用事业和建筑 ROE 都没有提升（单位：%） ..	12
图 18：2014-2015 年稳定风格超额收益或主要来自于估值修复（单位：倍、%）	12
图 19：2021 年 2 月以来市场风格波动也比较剧烈（单位：倍数）	12
图 20：2021 年至今稳定类板块 ROE 分化较大（单位：%）	13
图 21：2021 年 2 月至今稳定风格超额收益大部分来自于低估值防御（单位：倍、%） ...	13
图 22：公用事业超额收益上行大多发生在 GDP 增速放缓时期（单位：倍、%）	14
图 23：2006-2007Q2 公用事业 ROE 持续提升且高于全 A 的 ROE 水平（单位：%）	14
图 24：2016 年下半年市场风格转向大盘价值（单位：倍数）	14
图 25：稳定类板块在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率（单位：%）	15
图 26：公用事业在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率（单位：%）	15
图 27：建筑超额收益上行大多发生在 GDP 增速放缓时期（单位：倍、%）	15
图 28：2010 年 5 月新开工增速达到顶点，竣工面积增速 2011 年开始回升（单位：%） ...	16
图 29：2010 年水利投资总额达到 2320 亿元（单位：%）	16
图 30：稳定类板块在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率（单位：%）	17
图 31：建筑装饰在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率（单位：%）	17
图 32：交通运输超额收益上行主要出现在 GDP 增速放缓阶段（单位：倍、%）	17
图 33：交通运输固定资产投资 2012-2015 年持续上行（单位：%）	18
图 34：2014-2015 年交通运输 ROE 回升（单位：%）	18
图 35：稳定类板块在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率（单位：%）	18
图 36：交通运输在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率（单位：%）	18
图 37：稳定风格超额收益上行主要出现在利率下降时期（单位：倍、%）	19

图 38: 稳定风格超额收益上行主要出现在信用底之前 (单位: 倍, %)	21
图 39: 稳定风格 14-15 年的行情有增量资金的共振 (单位: 倍数, %)	23
图 40: 2014 年下半年-2015 年上半年居民新增开户数快速增长 (单位: 万户)	23
图 41: 2014 年 8 月起融资余额占流通市值的比例开始快速提升 (单位: %)	23
图 42: 机构持仓占比 2021 年走平, 2022 年开始下降 (单位: %)	24
图 43: 2021 年 2 月以来股市中没有太多增量资金 (单位: 亿份, 点数)	24
图 44: 稳定风格在不同市场阶段下的超额收益走势 (单位: 点, 倍数)	25
图 45: 公用事业板块在不同市场阶段下的超额收益走势 (单位: 点, 倍数)	26
图 46: 建筑装饰在不同市场阶段下的超额收益走势 (单位: 点, 倍数)	27
图 47: 交通运输在不同市场阶段下的超额收益走势 (单位: 点, 倍数)	27
图 48: 稳定风格偏离度 (单位: %)	28
图 49: 稳定风格偏离度分位值变化 (单位: %)	28
图 50: 2008 年之后相对估值下降 5 年以上可能出现估值修复 (单位: 倍数)	29
图 51: 2014 年-2015 年公用事业估值修复空间不大 (单位: 倍数)	29
图 52: 2012-2013 年公用事业 ROE 持续提升, 与全部 A 股 ROE 走势背离 (单位: %)	29

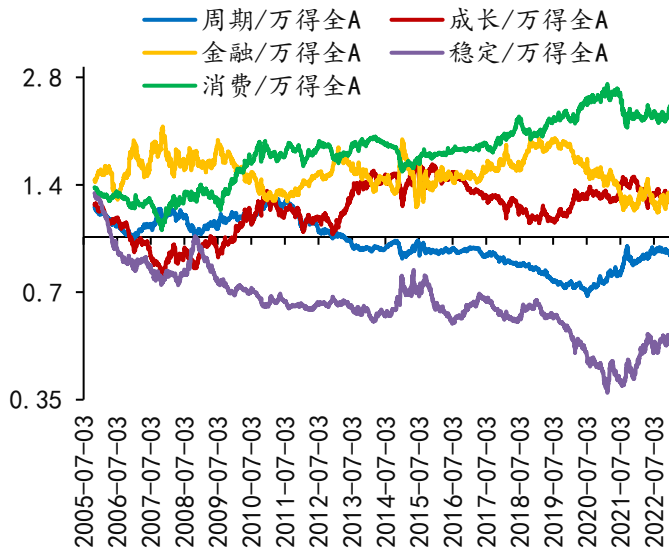
表 目 录

表 1: 10 年国债收益率下行期风格和稳定类板块相对收益 (单位: %)	20
表 2: 10 年国债收益率上行期风格和稳定类板块相对收益 (单位: %)	20
表 3: 社融 12 个月移动平均同比增速下行期风格和稳定类板块相对收益 (单位: %)	22
表 4: 社融 12 个月移动平均同比增速上行期风格和稳定类板块相对收益 (单位: %)	22
表 5: 稳定类板块超额收益上行期宏观变量、市场变量及 ROE 趋势总结	31

一、稳定类板块的特征：低估值、股息率和自由现金流稳定

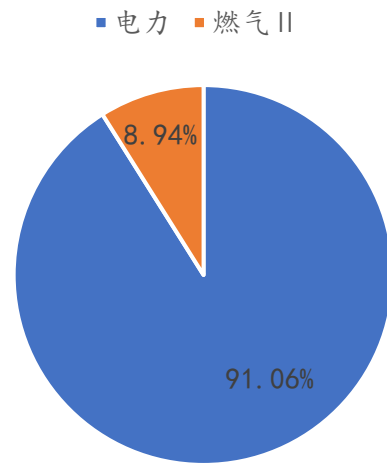
2023年3月至今，指数进入震荡阶段，板块之间分化逐渐加大。周期、消费、成长依次下跌，仅稳定风格表现始终偏强。稳定类板块主要包括公用事业、建筑装饰、交通运输行业。从细分行业分布来看，稳定风格主要分布在基建相关板块（电热供应、水利设施、交运仓储等），公用事业板块以电力为主，市值占比超过90%。建筑装饰板块市值占比靠前的行业有：基建市政工程、房屋建设、专业工程，合计市值占比达到86%。交通运输板块市值占比靠前的行业有：航运、快递、航空、铁路、港口，合计市值占比达到68%。

图 1：2023 年 3 月以来稳定风格表现偏强 (单位：%)



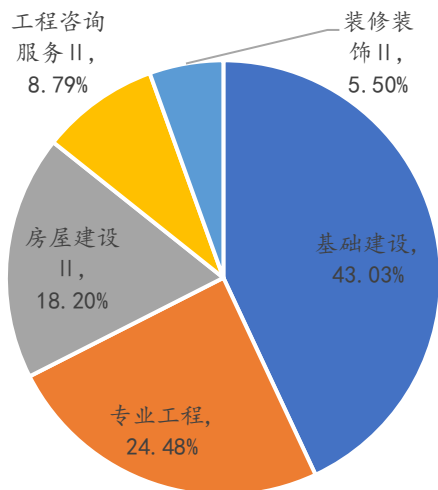
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：公用事业板块一级行业分布 (单位：%)



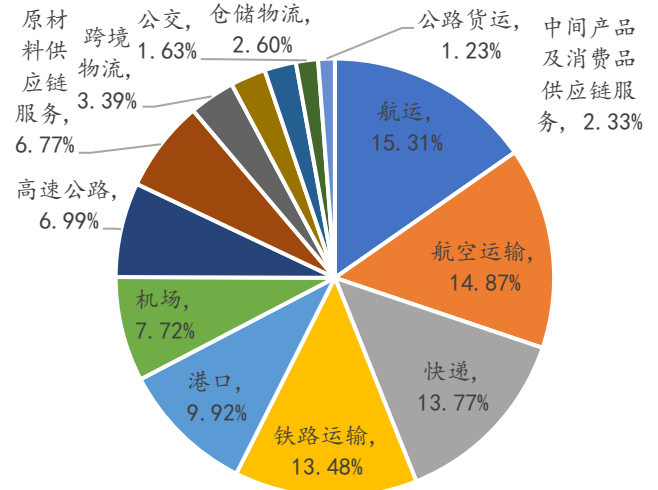
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：建筑装饰板块一级行业分布 (单位：%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：交通运输板块一级行业分布 (单位：%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

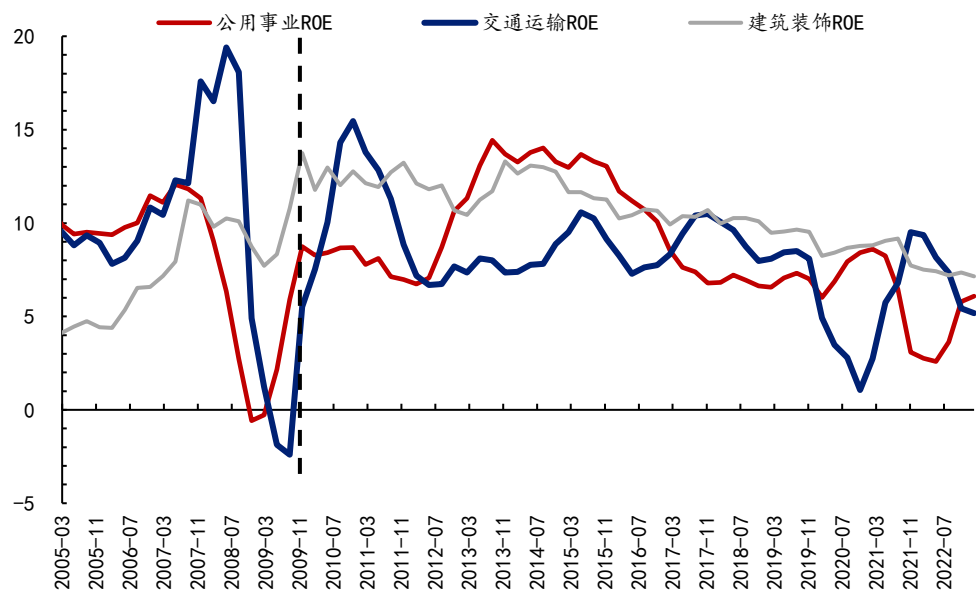
从行业特征来看，稳定类板块（电力、基建、物流、航空航运、铁路公路等行业，六成以上均为央国企，收入端较为稳定。整体来看，2010年之前，由于宏观经济总量高速增长、高波动，稳定类板块 ROE 波动也相对较大。2010年之后，随着宏观经济增速放缓加上经济结构转型升级，稳定类板块 ROE 弹性也逐渐减弱。2005年至今，建筑装饰板块的 ROE 中枢为 10%，高于全部 A 股（非金融两油）ROE 中枢 9%。公用事业和交通运输板块的 ROE 中枢为 8%-8.5%。

(1) 公用事业板块的 ROE 在 2006-2007 年 Q2 受益于宏观经济高速增长、地产基建投资增速较高，ROE 从 9% 上升 12%，2007 年 Q2-2008 年经济增速放缓，ROE 下滑到 -0.6% 的低点。2009 年之后，公用事业板块 ROE 主要在 5%-14% 的区间波动。

(2) 交通运输板块的 ROE 波动规律与公用事业类似，但 ROE 整体水平相对偏低。2006-2008 年 Q2，交通运输板块 ROE 从 8% 提升到 19% 的高点。2008 年 Q3-2009 年 Q3，经济增速放缓的背景下，交通运输板块 ROE 大幅下滑到 -2% 的低点。2009 年 Q4-2010 年，随着宏观经济 V 型反转，交通运输板块 ROE 再次大幅回升到 15% 的高点。2010 年之后，交通运输板块 ROE 主要在 5%-10% 的区间波动。

(3) 建筑装饰板块的 ROE 整体水平偏高，相对更稳定。建筑装饰板块在 2006 年 Q2-2007 年 Q2 ROE 从 4% 上升到 11%。在 2008 年“四万亿”投资计划之后，在 2009 年又从 6.5% 大幅上升到 14%。2010 年之后，建筑装饰 ROE 并没有跟随宏观经济周期出现明显波动。ROE 水平稳定保持在 10%-15% 之间。

图 5：稳定类板块 ROE 走势（单位：%）

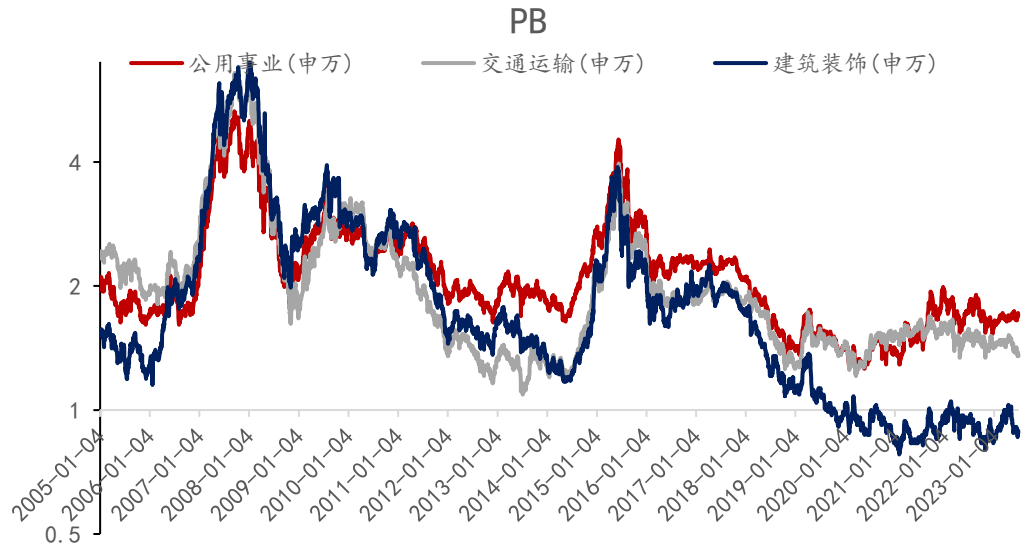


资料来源：万得，信达证券研发中心

从 PB 估值来看，稳定类板块从 2008 年以后 PB 整体是长期下行的，当前整体处于历史偏低水平。截至 2023 年 7 月 3 日，公用事业、交通运输、建筑装饰 PB 估值分别为 1.71 倍、1.39 倍、0.9 倍，处于 2005 年以来 24.8%、15.9%、7.2% 的分位水平，整体处于历史偏低水平。稳定类板块 2005 年以来有过三次较为明显的估值抬升。第一次是 2006 年-2007 年，主要受益于宏观经济高速增长、地产基建投资高速增长带来的盈利改善。第二次是 2008 年 11 月-2009 年 7 月，主要受益于“四万亿”催化下的地产基建投资快速反弹。第

三次是 2014 年 5 月-2015 年 6 月，主要受益于“一带一路”政策催化以及居民增量资金快速流入带来的估值修复。

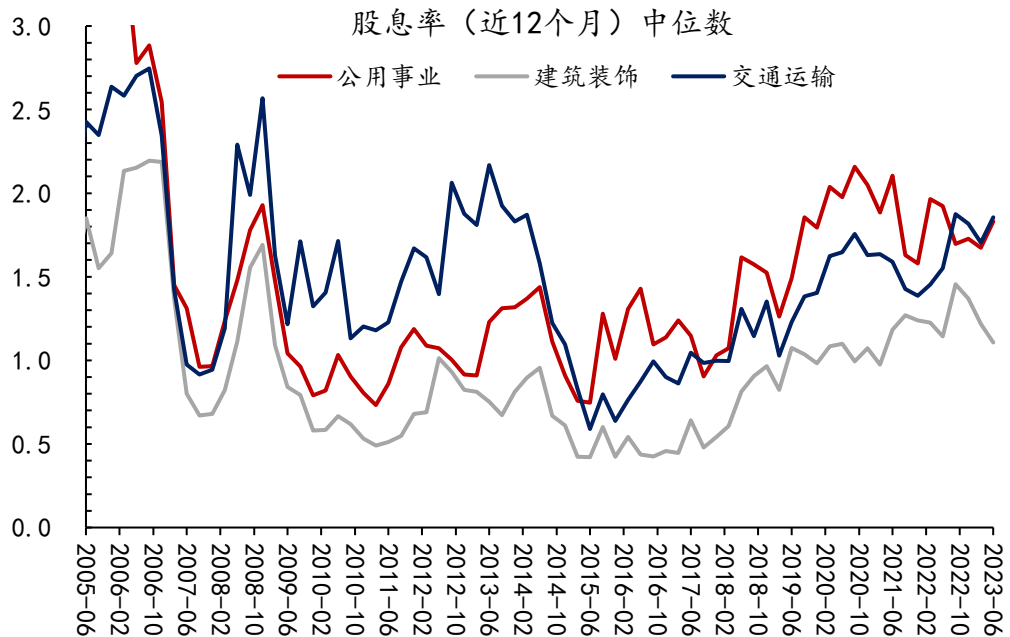
图 6：稳定类板块 PB 走势（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

稳定类板块包含的上市公司中有较多央国企，主营业务经营模式稳健，公司分红政策稳定，股息率虽然略低于金融地产、周期等传统高股息板块，但整体处于中等水平。2010 年之后稳定类板块的股息率整体处于稳定提升的趋势中（交通运输板块股息率波动性更大一些，表现为 2013 年 6 月-2015 年 6 月有较明显下降）。截至 2023 年 6 月 30 日，公用事业、交通运输、建筑装饰股息率分别为 1.9%、1.8%和 1.1%。

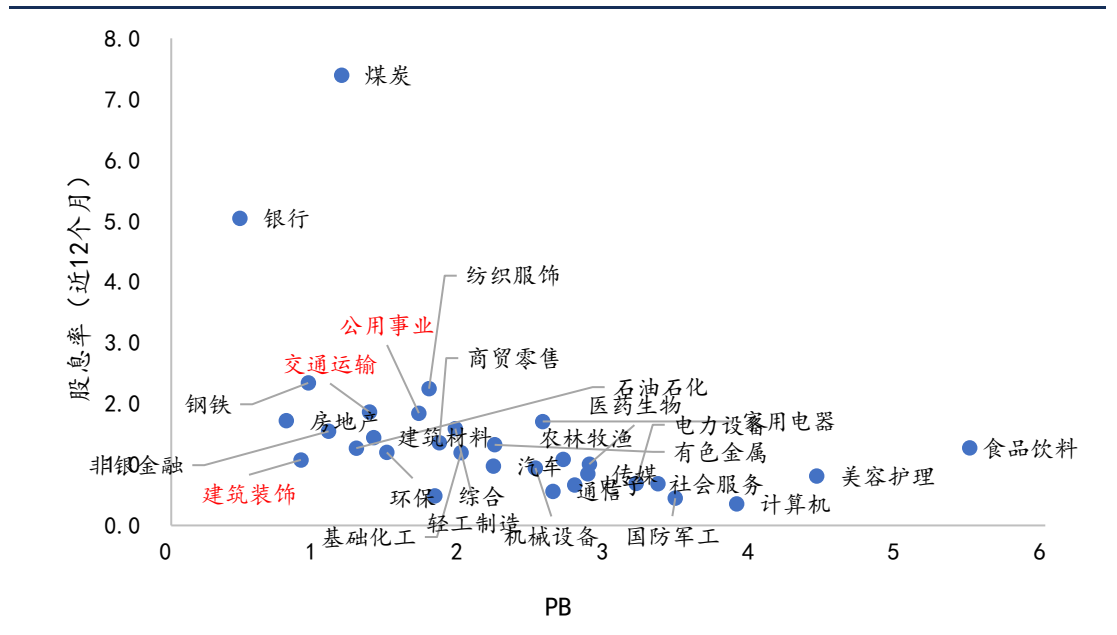
图 7：稳定类板块股息率整体处于稳定提升的趋势中（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

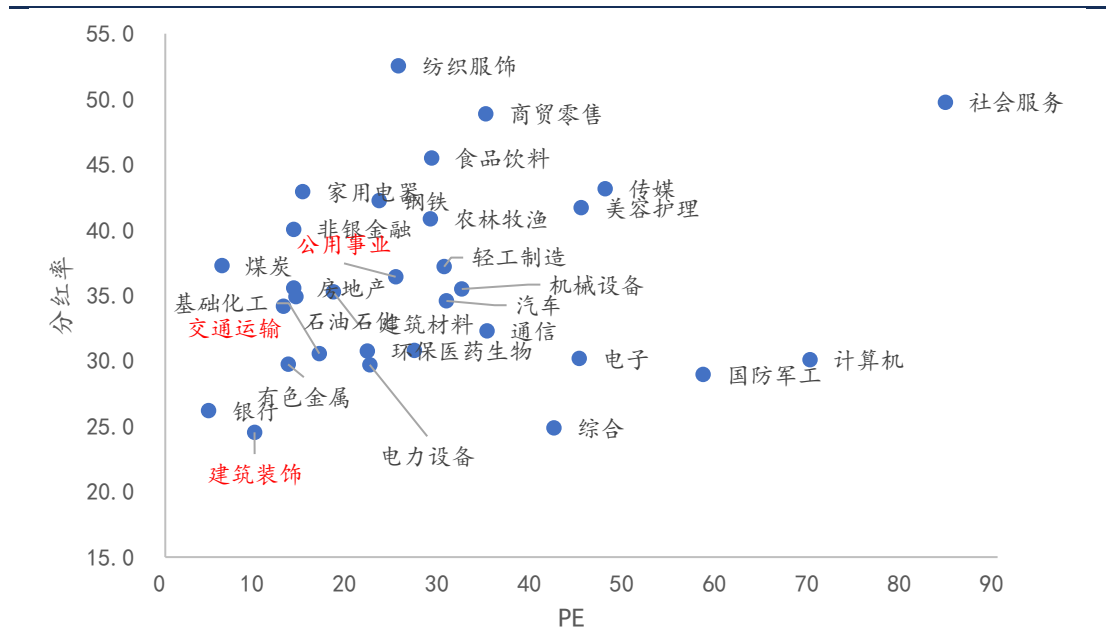
横向对比来看，稳定风格股息率在申万一级行业中处于中等水平，从反映盈利能力的分红率（股息率*PE）来看，除了建筑装饰板块分红率偏低外，公用事业、交通运输分红率也处于中等水平。考虑到稳定类板块相对偏低的估值水平，性价比相对较高。

图 8：稳定类板块股息率横向对比处于中等水平 (单位：%，倍)



资料来源：万得，信达证券研发中心

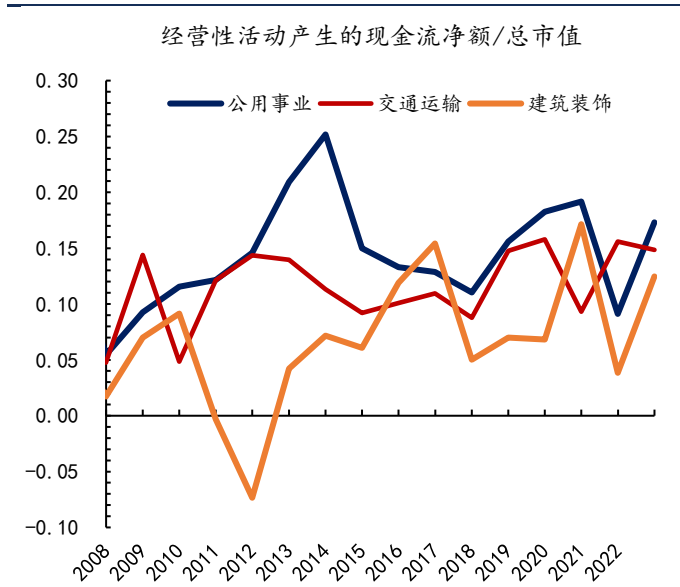
图 9：稳定类板块分红率横向对比处于中等水平 (单位：%，倍数)



资料来源：万得，信达证券研发中心

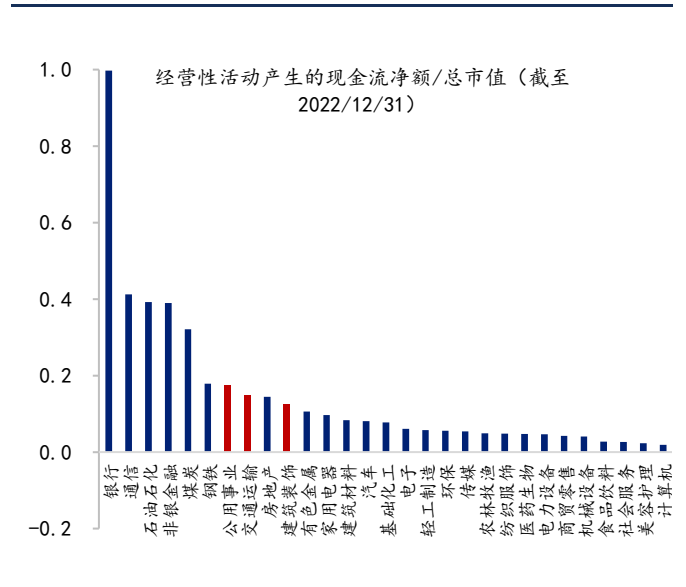
由于稳定类板块主要分布在电力、水利、基建等与民生息息相关的行业，资金资源相对有保障，需求端比较稳定，自由现金流相对较为充裕。纵向来看，交通运输板块经营现金流（经营性活动产生的现金流净额/总市值）较为稳定。公用事业板块经营现金流最好，在2013年之前持续提升，2013年之后在高位波动。建筑板块经营现金流在2016年提升到高位后震荡。横向来看，稳定类板块在申万一级行业中属于自由现金流相对充裕的板块。

图 10：稳定类板块自由现金流情况变化(单位：倍)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：稳定类板块的自由现金流在申万一级行业中相对充裕(单位:倍数)



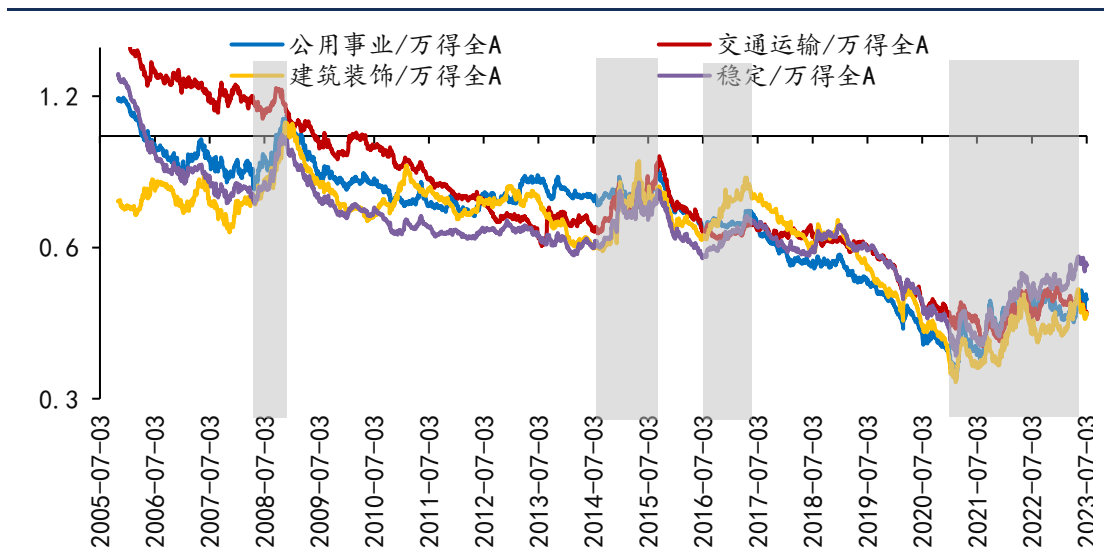
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、稳定类板块在不同经济周期阶段的行业回报

2.1 稳定类板块：历史上产生超额收益较少，多出现在经济增速放缓后期

2005 年以来，稳定类板块历史上产生大级别超额收益行情比较少，参与难度相对较大。稳定风格大部分板块均产生明显超额收益的时间有四段：第一段是 2008 年 4 月-2008 年 10 月，稳定风格超额收益为 17%。第二段是 2014 年 8 月-2015 年 9 月，稳定风格超额收益达到 39%。第三段是 2016 年 6 月-2017 年 4 月，稳定风格超额收益为 23%。第四段是 2021 年 2 月-2023 年 6 月，稳定风格超额收益达到 48%。

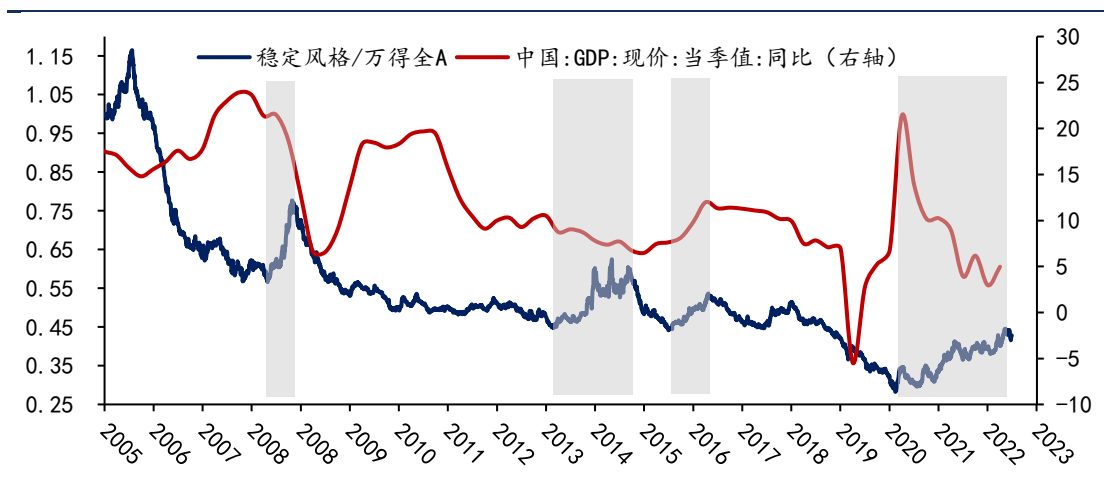
图 12：稳定风格及细分行业 2005 年以来的超额收益走势（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

稳定风格超额收益明显上行大部分发生在 GDP 增速放缓期。2008 年的宏观经济背景是金融危机导致 GDP 增速大幅放缓，市场整体走弱，稳定类板块没有绝对收益，但由于低估值表现得相对抗跌，有一定超额收益。2014-2015 年宏观经济面临“三期叠加”，名义 GDP 增速从 2013 年的 10.5% 下降到 6.5%。2021-2023 年宏观经济面临疫情扰动影响减弱+经济增长面临“三重压力”的考验，名义 GDP 增速在 2021 年 Q1 见顶后开始放缓。

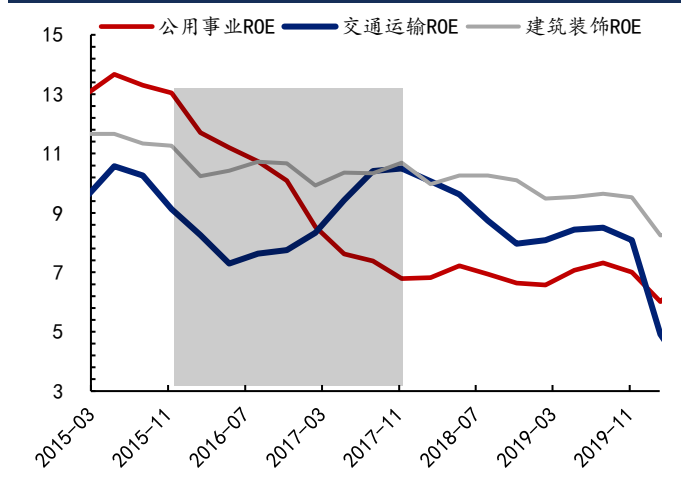
图 13：稳定风格超额收益明显上行大部分发生在 GDP 增速放缓期（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2016年6月-2017年5月是稳定风格2007年之后唯一一次在经济短周期复苏阶段产生超额收益。我们认为原因可能在于，2016-2017年是价值股牛市，核心驱动力是“估值+经济回升+龙头进阶”。低估值是形成风格的一个比较重要的驱动因素。虽然本轮价值股牛市最强的是白酒、家电等消费股，除了交通运输之外，建筑、公用事业等稳定类板块没有明显的业绩改善验证，但受益于市场整体风格偏向低估价值，稳定风格也有不错的表现。

图 14: 2016-2017 年公用事业 ROE 下降, 建筑 ROE 走平(单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

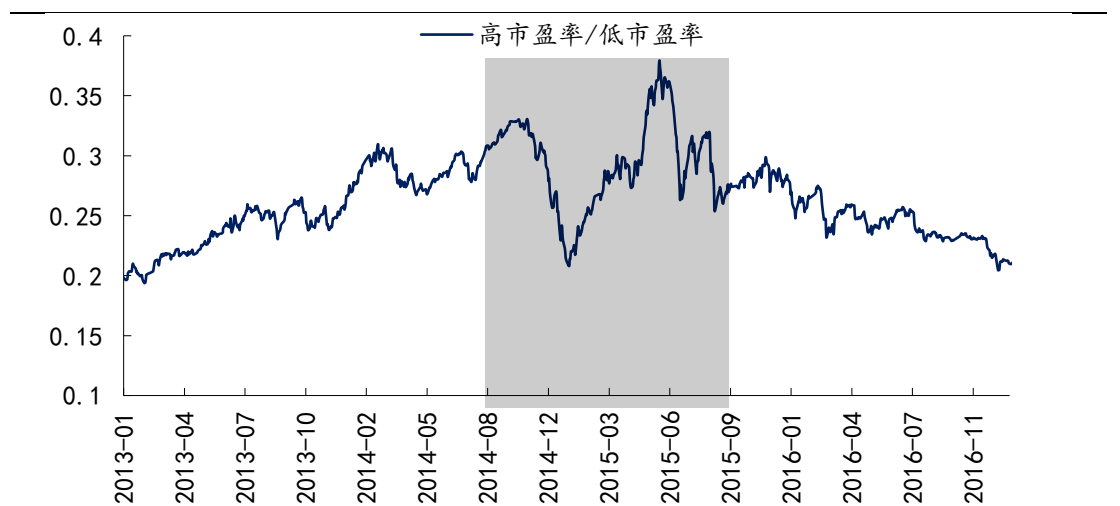
图 15: 2016-2017 年风格是较明显的价值占优 (单位: 倍)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2014年8月-2015年9月是一次比较特殊的行情，是风格、政策、增量资金和估值修复的共振。2014-2015年，2014年4-6月出现两轮定向降准，稳增长政策底出现。伴随着宏观流动性宽松，股市增量资金流入量较大，推动市场走牛。但市场风格波动较为剧烈，2014年8-9月成长占优，2014年Q4价值明显占优，2015年上半年成长明显占优。2015年Q3再次价值占优。

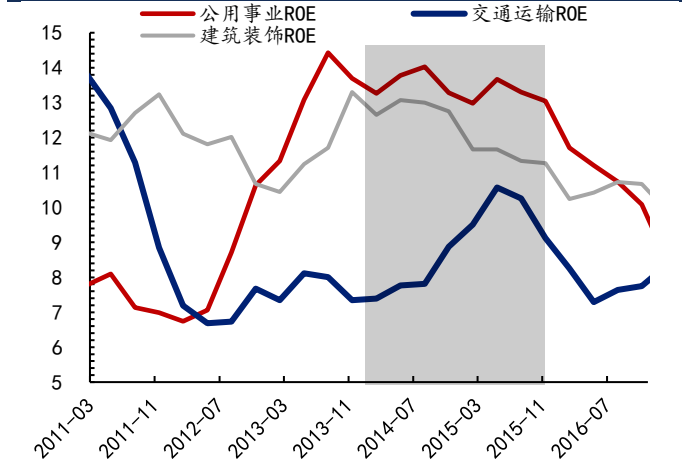
图 16: 2014.8-2015.9 成长价值风格波动比较剧烈 (单位: 倍数)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

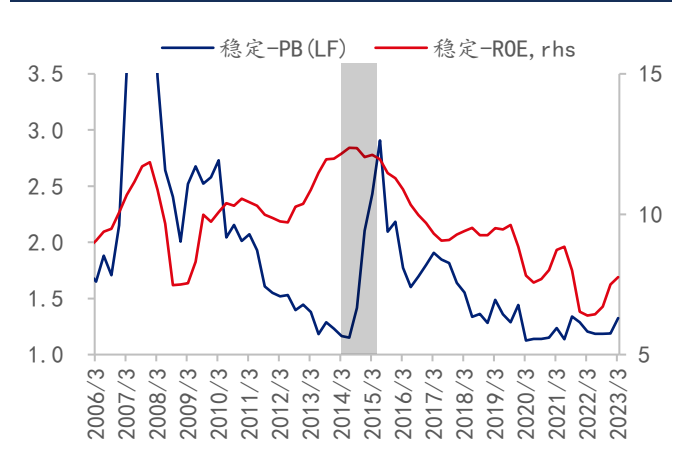
对于稳定类板块来说，2014-2015年“一带一路”产业政策从顶层设计、局部试点，再到全面落实，政策主题催化建筑、交运等板块超额收益持续上行。但我们认为，这一次稳定类板块整体上涨行情本质上或是过去5年估值长期下行后的一次整体性估值修复。除了交通运输行业存在业绩提升之外，公用事业、建筑装饰行业在本轮行情中并没有明显的业绩改善。

图 17: 14-15 年除了交运行业 ROE 有提升, 公用事业和建筑 ROE 都没有提升 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

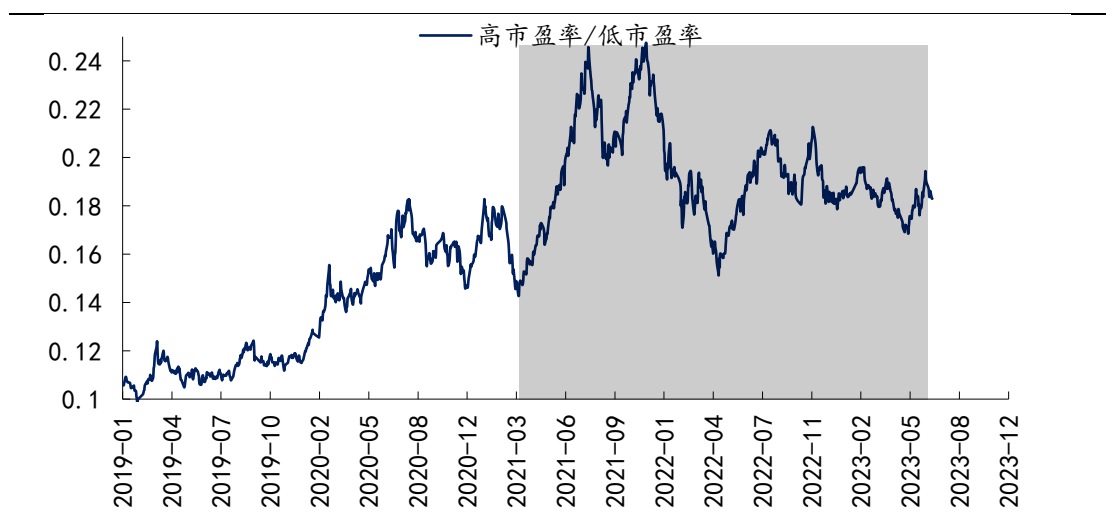
图 18: 2014-2015 年稳定风格超额收益或主要来自于估值修复 (单位: 倍, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2021 年 2 月-2023 年 6 月的超额收益上行, 可以分成两个阶段。第一个阶段是 2021 年 2 月-2022 年 10 月, 市场先由持续上涨转为高位震荡, 之后出现波折。市场风格也有比较剧烈的变化。2021 年整体偏成长, 2022 年 1-4 月偏价值, 2022 年 4 月之后成长价值风格比较模糊。稳定类板块超额收益上行主要原因是在市场波折期, 低估值防御属性凸显。第二个阶段是 2022 年 10 月至今, 受疫情影响减弱, 稳增长政策发力等因素影响, 市场整体企稳。

图 19: 2021 年 2 月以来市场风格波动也比较剧烈 (单位: 倍数)

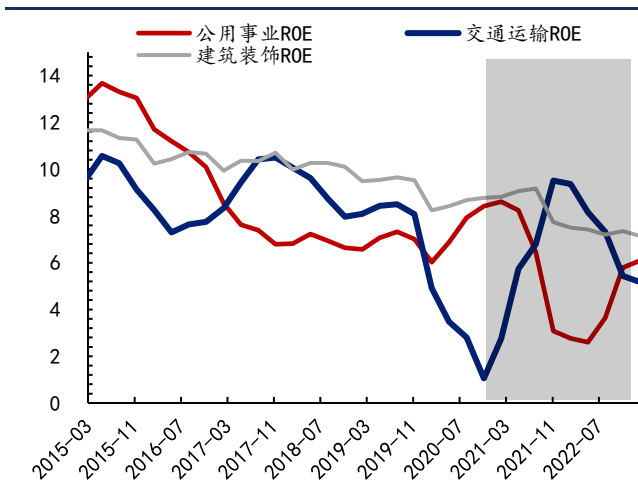


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

在第二个阶段, 稳定类板块超额收益上行的主要原因可类比 2014-2015 年, 均发生于股市企稳后, 盈利改善前。产业层面受 2022 年 11 月提出的国企估值体系重塑 (中特估) 政策利好支持。本轮稳定类板块 ROE2022Q3 起有小幅回升, 且行业间分化较大。公用事业 (电力) 受上游煤价下跌的影响, ROE 从 2022 年 Q3 开始回升。交通运输板块 ROE 在 2021-2022Q1 受疫情对经济增长基数扰动影响有明显反弹, 但 2022Q2 之后又开始回落。建筑板块 ROE 比较稳定。短期看, 稳定类板块超额收益上行是政策催化的主题行情。但我们认为, 考虑到稳定类板块估值从 2015 年 6 月之后持续下行, 本轮稳定类板块超额收益上行本质

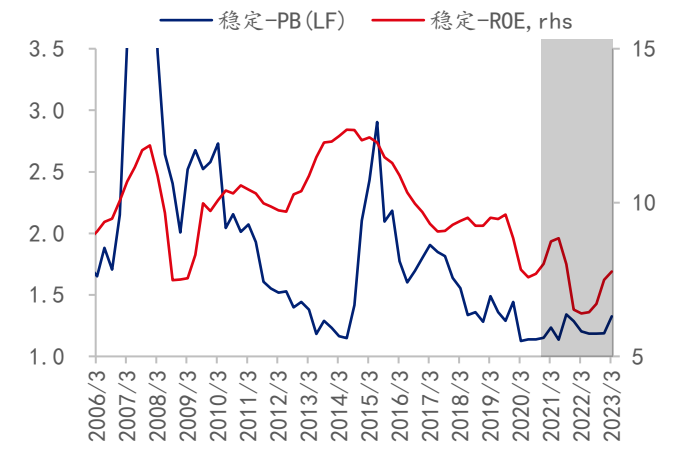
上或可以认为是一次整体性的估值修复。

图 20：2021 年至今稳定类板块 ROE 分化较大 (单位：%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：2021 年 2 月至今稳定风格超额收益大部分来自于低估
值防御 (单位：倍，%)



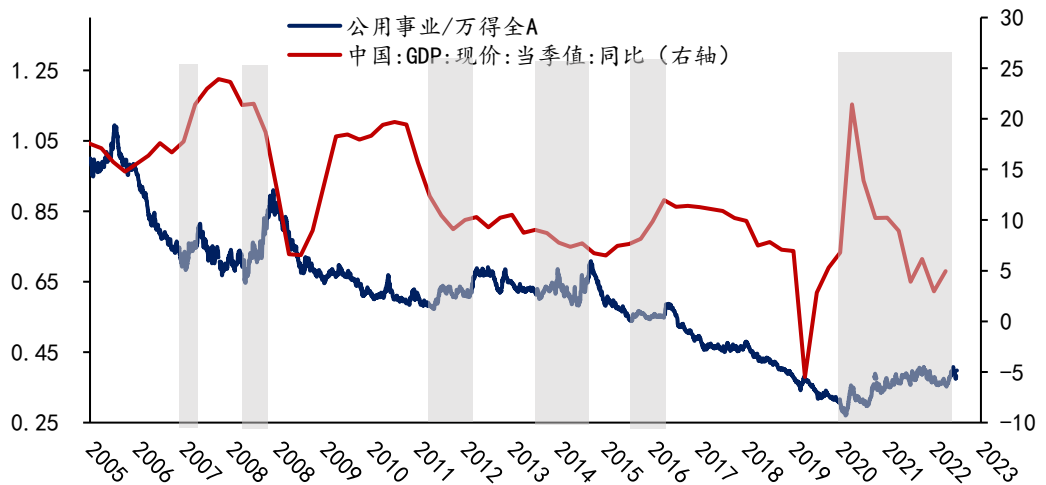
资料来源：万得，信达证券研发中心

总结来看，2014-2015 年和 2022 年 10 月至今的两段行情相似之处在于：(1) 均发生在 GDP 增速放缓期，稳增长政策底出现后；(2) 市场风格波动较为剧烈或者风格模糊；(3) 有产业政策支撑（2014-2015 年的一带一路，2023 年的“中特估”）；(4) 行情启动前，稳定类板块估值已经经过 5 年以上的长期下行，存在整体估值修复的空间。

两段行情的不同之处在于：2014-2015 年由于宏观流动性比较宽松，增量资金较多，市场整体走牛。2022 年 10 月以来，虽然市场底部反弹，但熊转牛初期增量资金仍然偏少。

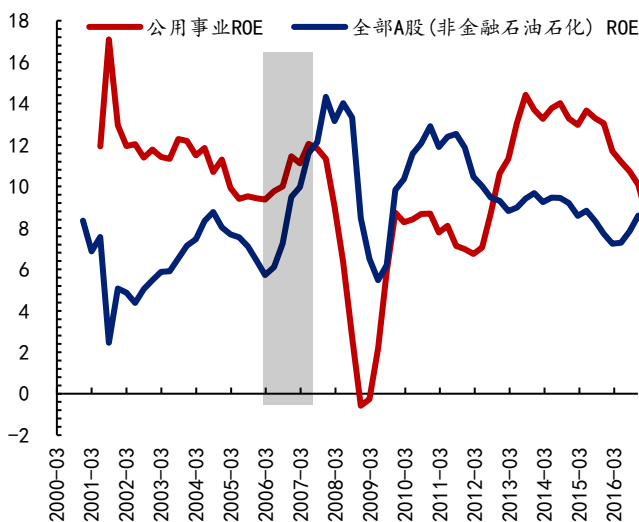
2.2 公用事业超额收益通常在政策底到信用底偏强

2005 年以来，公用事业板块有 6 段季度级别以上的超额收益上行阶段，其中大部分发生在 GDP 增速放缓时期。从供需格局来看，公用事业的供给通常与基础设施投资密切相关。在经济增长较快的时期，政府通常会增加对基础设施的投资，包括电力、燃气和水务等领域。公用事业需求可能会跟随经济周期有小幅波动，但整体看需求通常是相对稳定的。公用事业板块 4 段超额收益上行期（2008 年 4 月-2008 年 11 月、2012 年 5 月-2013 年 4 月、2014 年 8 月-2015 年 9 月、2021 年 2 月-2023 年 5 月），均为 GDP 增速放缓期，主要与板块的防御属性有关。

图 22：公用事业超额收益上行大多发生在 GDP 增速放缓时期（单位：倍，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

公用事业板块有 2 段超额收益上行期发生在 GDP 增速上行期。第一段是 2007 年 1 月-2007 年 5 月，这一时期宏观经济增长速度较快，基建投资在 2007 年初小幅回升到 25%。公用事业板块 ROE 从 2006-2007 年 Q2 持续提升，且 ROE 水平高于全 A 的 ROE 水平，业绩增长和估值修复共同驱动板块超额收益上行。第二段是 2016 年 7 月-2017 年 5 月，这一时期宏观经济出现了新一轮复苏，2016 年下半年开始，由于经济改善和业绩验证，市场风格从小盘成长转向大盘价值。公用事业板块虽然没有盈利的回升，但受益于市场较明显的价值风格占优，也有一定的超额收益。

图 23：2006-2007Q2 公用事业 ROE 持续提升且高于全 A 的 ROE 水平（单位：%）


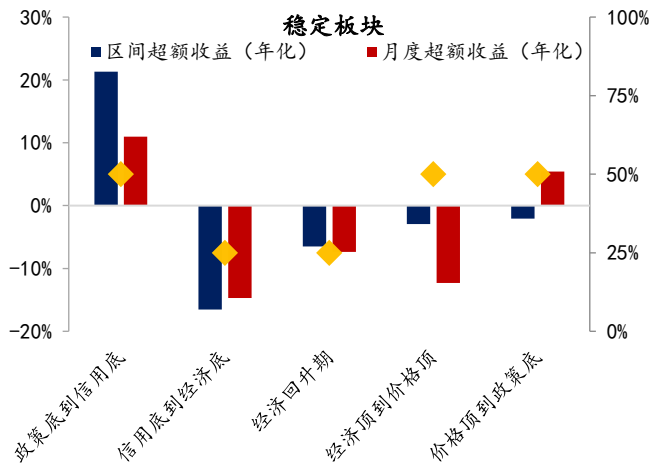
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24：2016 年下半年市场风格转向大盘价值（单位：倍数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

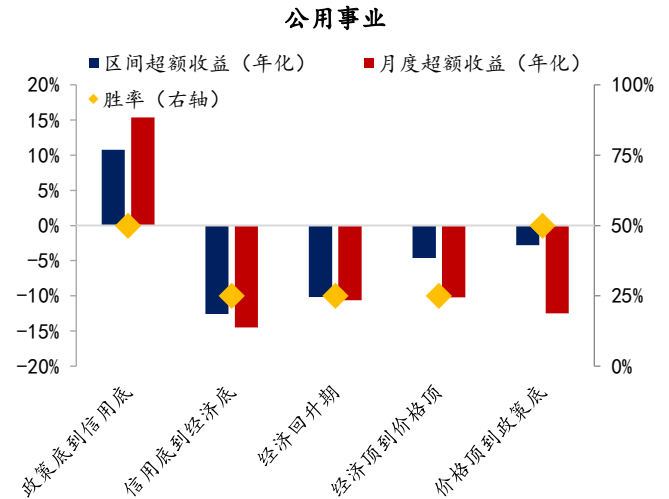
从经济周期视角来看，公用事业板块在经济下行中后期（政策底到信用底阶段）超额收益一般偏强。历史上，公用事业板块在经济上行前期和完整的经济回升期的胜率普遍较低（25%）。从统计规律上看，公用事业的超额收益主要产生在经济下行中后期，即政策底到信用底阶段。我们认为，公用事业产生超额收益更多的来源于经济下行后期的防御属性和市场风格的影响，而较少来源于经济上行对业绩弹性的贡献。

图 25：稳定类板块在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：公用事业在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 建筑装饰板块超额收益通常在经济下行前期即走强，通常在经济下行后期最强

2005 年以来，建筑装饰板块有 8 段季度级别以上的超额收益上行阶段，在稳定类板块中相对更容易产生超额收益。我们认为主要原因可能在于在稳定类板块中，建筑行业 ROE 中枢更高，且 ROE 水平相对稳定。

建筑装饰超额收益上行大部分发生在 GDP 增速放缓时期。从供需格局来看，建筑板块的需求与基建投资相关性较强。基建投资在大多数情况下表现出逆周期的特征。在经济增速放缓时，基建投资作为稳增长的重要手段，通常在稳增长政策底之后增速开始从底部回升，带动建筑装饰板块需求的回升。房地产投资的回升，也可能对建筑板块需求产生一定积极影响。建筑装饰板块 6 段超额收益上行期（2007 年 11 月-2009 年 1 月，2012 年 1 月-2013 年 1 月，2014 年 9 月-2015 年 5 月，2018 年 7 月-2018 年 12 月，2021 年 2 月-2023 年 5 月），均为 GDP 增速放缓期，主要与板块的防御属性有关。

图 27：建筑超额收益上行大多发生在 GDP 增速放缓时期（单位：倍，%）

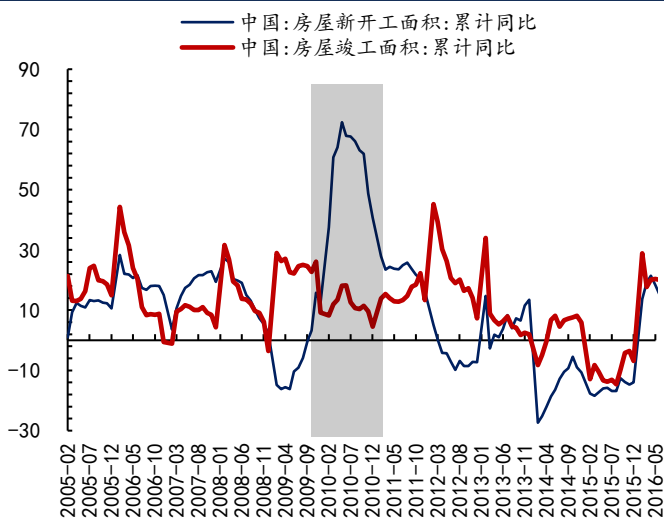


资料来源：万得，信达证券研发中心

建筑装饰板块有3段超额收益上行期发生在GDP增速上行期。其中2006年3月-2007年5月、2016年6月-2017年4月稳定类板块整体超额收益比较强，我们认为主要原因在于：2006-2007年受益于GDP增速较高，地产基建投资增速较高带来业绩增长，2016-2017年主要受益于价值占优的市场风格。

相对特殊的是2010年5月-2011年2月，这一时期GDP增速上行到高位后震荡，市场风格整体偏成长。稳定风格整体表现一般，只有建筑板块超额收益走强。我们认为主要原因可能在于：（1）在相对宽松的政策环境下房地产投资增速仍然保持在30%以上，2009-2010年上半年房屋新开工面积持续上行，市场预期竣工面积将回升，对建筑装饰装修的需求增加。（2）旱涝灾害推动水利施工投资加速。2010年1-11月份完成南水北调投资348.8亿元，这一投资规模相当于前7年的总和。2010年全国完成水利投资2320亿元，同比增长22%。市场对“十二五”期间发展水利基建存在较乐观的预期。（3）2010年建筑装饰板块ROE虽然没有继续上行，但整体保持较高水平。

图 28：2010 年 5 月新开工增速达到顶点，竣工面积增速 2011 年开始回升 (单位：%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

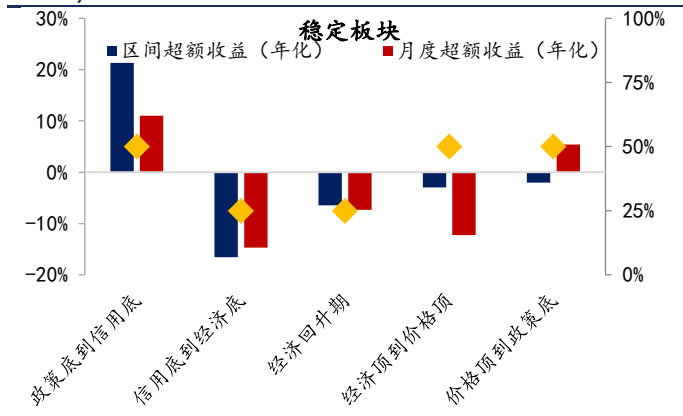
图 29：2010 年水利投资总额达到 2320 亿元 (单位：%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

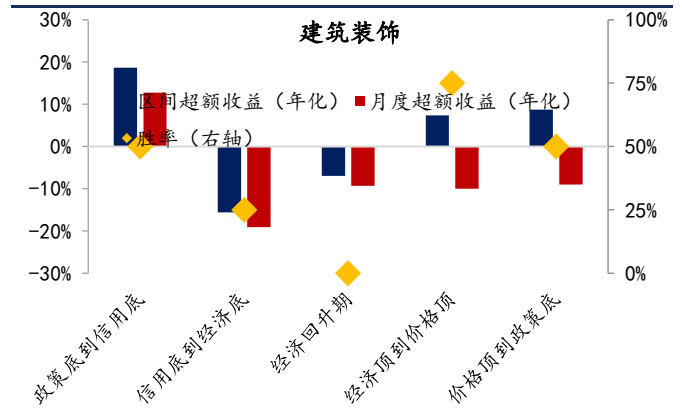
从经济周期视角来看，建筑板块通常在经济下行前期（经济见顶后）即走强，在经济下行中后期（政策底到信用底阶段）通常表现最强。从历史经验来看，在稳定类板块中，建筑板块可能产生超额收益的阶段相对更多。建筑板块超额收益在经济顶到价格顶胜率最高（75%），这一阶段稳定风格整体还没有产生超额收益。价格见顶之后，建筑板块胜率逐渐下降（50%）。在经济下行前期（经济顶到价格顶，以及价格顶到政策底），建筑板块可能产生区间超额收益，但波动会比较大。在经济下行中后期，建筑板块的区间超额收益和月度超额收益均较强。但在经济回升前期（信用底到经济底）以及经济实质回升期，建筑板块很难产生超额收益。

图 30: 稳定类板块在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 31: 建筑装饰在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率 (单位: %)

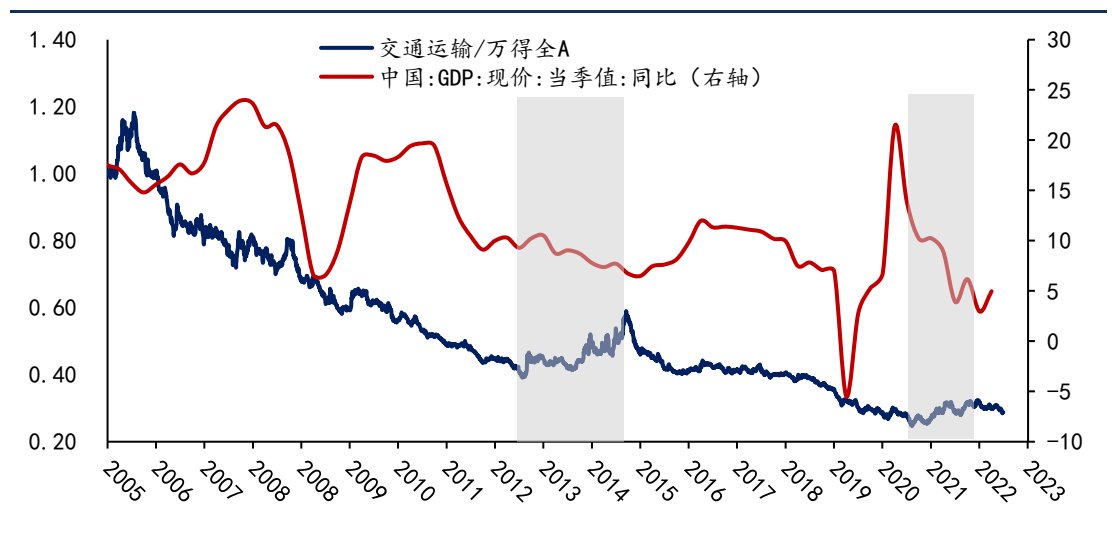


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.3 交通运输板块超额收益在经济全周期通常偏弱

2005 年以来, 交通运输板块只有 2 段季度级别以上的超额收益上行阶段, 整体看超额收益较弱。我们认为, 主要原因可能在于在稳定类板块中交通运输 ROE 中枢最低。

图 32: 交通运输超额收益上行主要出现在 GDP 增速放缓阶段 (单位: 倍, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

交通运输板块第一段超额收益上行为 2013 年 7 月-2015 年 9 月。本轮交通运输板块超额收益上行的宏观背景是宏观经济从 2013 年的弱复苏, 到 2014 年再次进入 GDP 增速放缓的通道。交通运输板块启动时间早于稳定风格整体, 主要原因在于在“一带一路”主题提出之前, 国家就已经加大对交通运输行业的投资。且交通运输板块是本轮行情中稳定风格中唯一有业绩改善支撑的行业。

交通运输的固定资产投资增速在 2012-2015 年持续处于上行阶段。2013 年 7 月召开的国务院常务会议将“十二五”期间铁路投资从原计划的 2.8 万亿元增加到 3.3 万亿元, 全国铁路营业里程由原定规划目标 12 万公里增加到 12.3 万公里。政策催化下交通运输从 2013 年 7 月-9 月提前开始出现一波估值修复。2014 年 Q4 南北车合并推动交通运

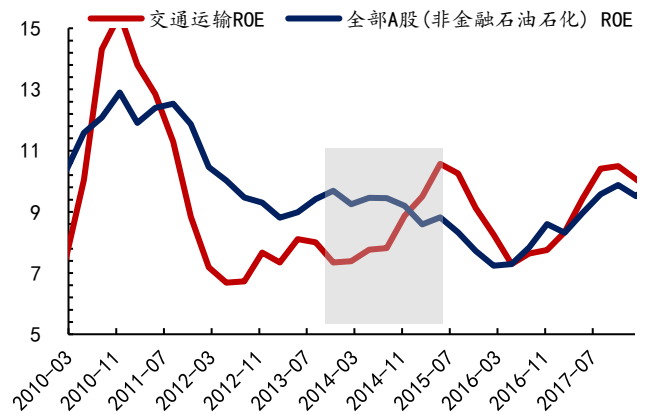
输行业再次抬估值。2015年6月-9月，A股整体牛市结束后交通运输行业绝对收益随之下行，但有超额收益，交通运输行业凭借业绩支撑，在市场波折期有较好的防御属性。

图 33: 交通运输固定资产投资 2012-2015 年持续上行(单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 34: 2014-2015 年交通运输 ROE 回升 (单位: %)

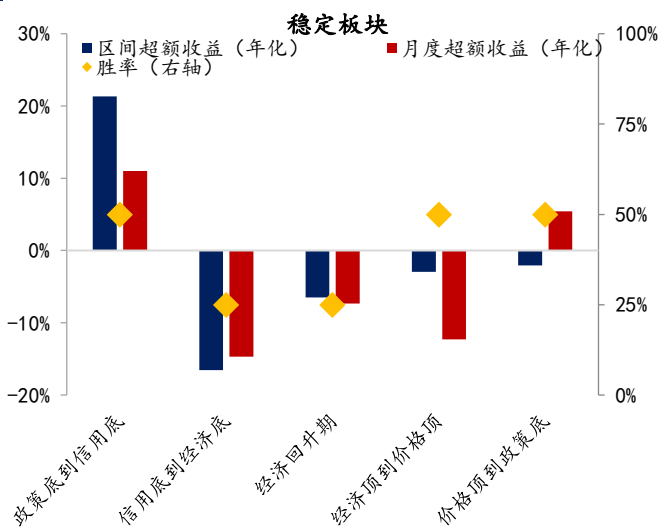


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

交通运输板块第二段超额收益上行 2021 年 8 月-2022 年 12 月。本轮交通运输板块超额收益上行的宏观背景是在疫情对经济增长基数扰动影响减弱后 GDP 增速开始放缓。交通运输板块 ROE 整体下行。这一阶段交通运输板块绝对收益不高，有超额收益的原因可能在于估值已经下滑到历史较低位置，在市场波折期体现防御属性。

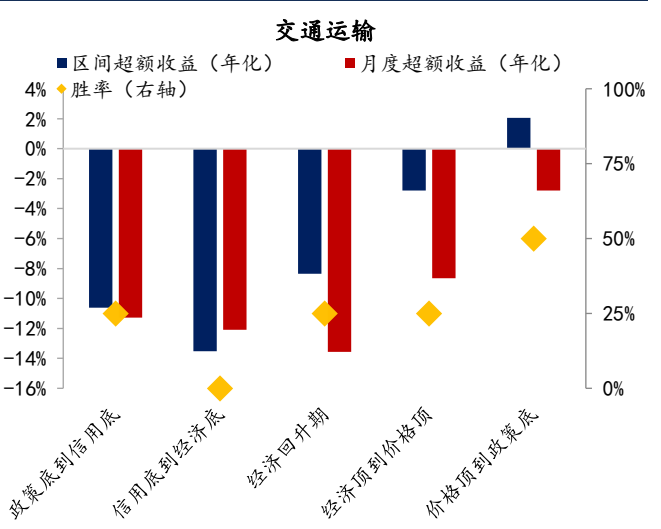
从经济周期视角来看，交通运输板块超额收益在经济全周期均偏弱，仅在价格顶到政策底可能有小幅超额收益。从统计上来看，交通运输板块在经济全周期超额收益均偏弱。即使是稳定风格整体超额收益最强的政策底-信用底也基本上没有超额收益。在信用底后超额收益均偏弱。只有经济下行前半段（价格顶-政策底）胜率相对较高（50%），可能产生小幅的区间超额收益。

图 35: 稳定类板块在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 36: 交通运输在经济周期各阶段中的年化收益率、胜率 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、流动性对稳定类板块超额收益的影响

3.1 利率：历史上利率上行期稳定风格表现偏弱，利率下行期稳定风格表现偏强

2005 年以来稳定风格超额收益上行期，大多对应着货币政策较为友好的时期，10 年期国债利率下行。只有 2016-2017 年比较特殊，经济短周期复苏阶段，货币政策相对偏紧。

(1) 2008 年 4 月-10 月，货币政策年内转向，2008 年 6 月年内第五次加准后，由于全球金融环境进一步恶化，9 月开始降息。10 年期国债收益率在 8 月上行到 4.5% 的高点之后快速下降，到 2008 年 10 月末下降到 3.1% 的水平。

(2) 2014 年 8 月-2015 年 9 月：宏观经济处于三期叠加的转折点，经济增速进一步下滑。2014 年 4 月、6 月两次定向降准，2014 年 11 月降息，2015 年 2 月-9 月 3 次降准 4 次降息。10 年期国债利率从 4.3% 下降到 3.3% 左右。

(3) 2016 年 6 月-2017 年 5 月：宏观经济短周期复苏，货币政策偏紧，10 年期国债利率从底部上行。

(4) 2021 年 2 月-2023 年 6 月：疫情对经济增长基数扰动影响逐渐减弱，经济增速开始放缓。货币政策前期定力较强，2021 年 12 月中央经济工作会议指出经济面临“三重压力”，同月开始重启降息，至今共降息 4 次降准 4 次。10 年期国债利率从 3.2% 下降到 2.7% 左右。

图 37：稳定风格超额收益上行主要出现在利率下降时期（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们进一步统计 2005 年以来 7 段宏观流动性宽松期，即 10 年期国债收益率下行阶段。在利率下行期，成长风格表现最强，其次是消费风格和稳定风格。主要原因可能在于，宏观流动性宽松期大多对应着宏观经济增速下行期到经济复苏的前期，市场风格更关注估值，稳定类板块具备防御属性。从细分板块来看，公用事业相对收益中位数最高，其次是建筑装饰行业，交通运输行业相对收益中位数为负，在稳定类板块中最难产生超额收益。

表 1：10 年国债收益率下行期风格和稳定类板块相对收益（单位：%）

10 年国债收益率下行期								
开始时间	2005-01	2008-08	2009-11	2011-08	2013-11	2018-01	2021-03	中位数
结束时间	2006-02	2009-01	2010-07	2012-07	2016-10	2020-04	2023-06	
风格相对收益（相对于万得全 A）								
金融风格	15.15%	-5.55%	-9.22%	12.53%	-6.00%	-4.44%	-14.30%	-5.55%
周期风格	-9.49%	-3.04%	-2.18%	-13.79%	-1.86%	-11.61%	8.48%	-3.04%
消费风格	1.49%	3.39%	16.05%	1.16%	-6.25%	15.52%	-10.19%	1.49%
成长风格	-8.82%	5.63%	10.31%	-6.24%	5.68%	7.67%	3.92%	5.63%
稳定风格	-9.01%	9.60%	0.10%	1.69%	-1.91%	-14.11%	25.65%	0.10%
稳定风格细分行业相对收益（相对于万得全 A）								
公用事业	-8.03%	15.46%	-1.66%	5.10%	-28.29%	-19.45%	17.00%	-1.66%
建筑装饰	2.37%	19.66%	-3.98%	-2.61%	12.85%	-24.01%	14.62%	2.37%
交通运输	-4.62%	-5.09%	1.95%	-7.20%	-15.20%	-18.70%	-2.78%	-5.09%

资料来源：万得，信达证券研发中心

2005 年以来 6 段宏观流动性紧缩期，即 10 年国债收益率上行阶段。历史上，在利率上行期，金融和消费风格表现最强，稳定风格表现最弱。主要原因可能在于，宏观流动性紧缩期大多对应着宏观经济复苏中后期，稳定类板块业绩弹性有限，景气度比较优势不足。从细分板块来看，建筑装饰板块相对容易产生超额收益，公用事业和交通运输通常相对收益中位数均较低。

表 2：10 年国债收益率上行期风格和稳定类板块相对收益（单位：%）

10 年国债收益率上行期								
开始时间	2006-02	2009-01	2010-07	2012-07	2016-10	2020-04	中位数	
结束时间	2008-08	2009-11	2011-08	2013-11	2018-01	2021-03		
风格相对收益（相对于万得全 A）								
金融风格	32.15%	15.75%	-14.86%	0.52%	17.91%	-6.35%	8.14%	
周期风格	-20.02%	17.23%	13.59%	-11.83%	-7.83%	11.51%	1.84%	
消费风格	0.78%	-1.80%	13.51%	-1.80%	10.07%	8.83%	4.81%	
成长风格	-62.64%	6.87%	11.74%	27.35%	-18.90%	-3.84%	1.52%	
稳定风格	-74.73%	-42.38%	-11.03%	-4.53%	-3.12%	-15.20%	-13.12%	
稳定风格细分行业相对收益（相对于万得全 A）								
公用事业	-51.20%	-39.71%	-11.31%	4.48%	-16.32%	-11.72%	-14.02%	
建筑装饰	38.22%	-54.10%	10.66%	-10.83%	-6.46%	-25.23%	-8.65%	
交通运输	-57.63%	-22.77%	-17.30%	-6.31%	-0.97%	-7.89%	-12.60%	

资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 信贷：稳定风格超额收益上行期，通常发生在信用见底前

2005年以来稳定风格超额收益上行，均出现在信用见底之前。2008年11月、2015年9月社融（12MA）同比增速回升趋势开始确立，稳定类板块超额收益即开始下行。2016-2017年比较特殊的是，虽然社融（12MA）同比增速在回升趋势中，但2016年Q2-2017年Q1由于宏观经济恢复存在波折，信用扩张的过程也并非一帆风顺，社融（12MA）震荡了4个季度后，到2017年Q2才重新快速上行。2022年由于稳增长政策发力，社融增速有阶段性的回升，但由于经济恢复速度比较慢，实体融资需求恢复不太顺畅，因此2022年Q4开始社融增速又开始回落。截至2023年6月，社融（12MA）同比增速尚未出现趋势性回升的迹象，市场对信用触底回升的路径仍然存在分歧，在信用回升趋势确认之前，稳定类板块超额收益上行可能还未结束。

图 38：稳定风格超额收益上行主要出现在信用见底之前（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们进一步统计 2005 年以来 5 段社融（12MA）同比增速下行阶段。在社融增速下行期，稳定风格在所有风格中表现偏强。主要原因可能在于，社融增速下行大多对应着宏观经济增速下行，同时稳增长政策尚未传导到社会需求的回升，由于经济预期偏弱，利好低估值防御性较强的稳定风格。从细分板块来看，交通运输板块超额收益中位数较高，主要原因是 2013 年 5 月-2015 年 6 月（有业绩验证）超额收益较强。公用事业、建筑装饰板块除了 2008 年 3-10 月（弱市场中防御属性）之外较难有超额收益。但公用事业板块在 2020 年 10 月至今的社融增速下行期表现最好，原因可能在于受益于上游煤价下跌、电价改革等因素，板块 ROE 有所提升。

表 3：社融 12 个月移动平均同比增速下行期风格和稳定类板块相对收益（单位：%）

社融 12 个月移动平均同比增速下行期						
开始时间	2008-03	2009-11	2013-05	2017-10	2020-10	中位数
结束时间	2008-10	2012-01	2015-06	2018-12	2023-05	
风格相对收益（相对于万得全 A）						
金融风格	1.61%	-10.03%	-37.82%	10.52%	-12.02%	-10.03%
周期风格	-4.49%	-3.79%	-5.17%	-4.74%	15.55%	-4.49%
消费风格	1.75%	10.56%	-7.27%	3.03%	-11.39%	1.75%
成长风格	-3.70%	5.24%	37.04%	-8.48%	-0.33%	-0.33%
稳定风格	11.51%	-7.66%	30.44%	4.12%	30.03%	11.51%
稳定风格细分行业相对收益（相对于万得全 A）						
公用事业	10.13%	-10.27%	-6.18%	-3.08%	25.25%	-3.08%
建筑装饰	14.57%	-4.13%	-16.15%	-4.98%	12.82%	-4.13%
交通运输	0.18%	-14.61%	58.00%	-1.55%	3.10%	0.18%

资料来源：万得，信达证券研发中心

2005 年以来 5 段社融（12MA）同比增速上行阶段。在社融增速上行期，成长和金融风格表现更强，稳定风格表现最弱。主要原因可能在于，信用触底后，虽然可能不能马上传导到 GDP 增速的回升，但代表实体经济需求开始好转，经济预期开始走强。市场风格会更关注经济相关板块和高景气板块。从细分板块来看，交通运输和公用事业基本上都不会有超额收益，建筑板块由于 ROE 水平较高，在稳定风格整体走弱时期表现相对更好一些。

表 4：社融 12 个月移动平均同比增速上行期风格和稳定类板块相对收益（单位：%）

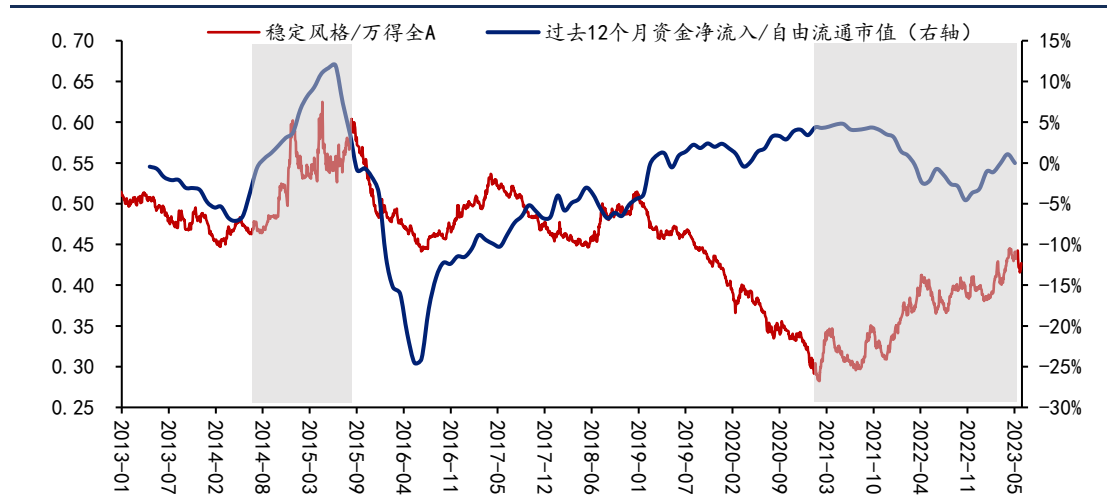
社融 12 个月移动平均同比增速上行期						
开始时间	2005-05	2008-10	2012-01	2015-06	2018-12	中位数
结束时间	2008-03	2009-11	2013-05	2017-10	2020-10	
风格相对收益（相对于万得全 A）						
金融风格	79.06%	-9.33%	13.15%	13.98%	-25.78%	13.15%
周期风格	-49.11%	28.25%	-11.25%	-8.01%	-15.92%	-11.25%
消费风格	-38.74%	23.64%	7.76%	10.72%	42.79%	10.72%
成长风格	-119.64%	44.92%	22.87%	-10.76%	26.95%	22.87%
稳定风格	-195.93%	-65.56%	-0.07%	-11.49%	-53.82%	-53.82%
稳定风格细分行业相对收益（相对于万得全 A）						
公用事业	-133.15%	-49.28%	16.69%	-22.05%	-52.23%	-49.28%
建筑装饰	-2.37%	-55.20%	11.47%	-0.96%	-60.41%	-2.37%
交通运输	-138.68%	-51.06%	-14.84%	-19.54%	-44.98%	-44.98%

资料来源：万得，信达证券研发中心

3.3 资金：稳定风格 14-15 年超额收益行情有增量资金的共振

稳定风格在 2014-2015 年的超额收益上行期，股市微观流动性较为充裕。由于有增量资金的共振，使稳定风格在 ROE 没有系统性抬升的背景下，仍然在牛市背景下走出了超额收益行情。2014-2015 年宏观货币政策比较友好，股市中增量资金充裕。(1) 从总量上来看，据不完全统计，2014 年 4 月-2015 年 5 月过去 12 个月资金净流入占流通市值的比例从负值上升到 12%。(2) 分项上来看，居民新增开户数快速增长，从 2014 年 5 月单月 15 万户的低点，到 2015 年 6 月快速上升到单月 712 万户的高点。同时，由于金融监管放松，两融业务快速发展，2014 年 8 月起融资余额占流通市值的比例开始快速提升。

图 39：稳定风格 14-15 年的行情有增量资金的共振（单位：倍数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 40：2014 年下半年-2015 年上半年居民新增开户数快速增长（单位：万户）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 41：2014 年 8 月起融资余额占流通市值的比例开始快速提升（单位：%）



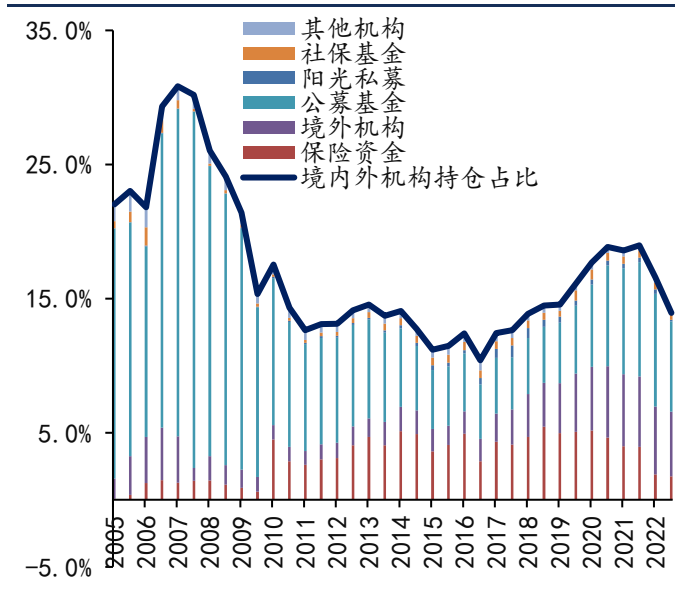
资料来源：万得，信达证券研发中心

稳定风格 2021 年 2 月以来的超额收益上行，与 2014-2015 年的区别在于，股市微观流动性一般，直到 2023 年牛市初期还没有看到趋势性的增量资金流入。(1) 从总量上来看，据不完全统计，2021 年 5 月-2022 年 10 月过去 12 个月资金净流入占流通市值的比例从 4.8% 下滑到 -4.6% 的低点，2022 年 10 月后资金净流入水平有所回升，但截至 2023 年 5 月资金净流入水平仍较弱 (-0.45%)；(2) 分项上来看，2019-2021 年居民资金主要通过公

募基金入市，新成立基金份额从2021年2月见顶回落，虽然2022年10月以来市场从底部回升，新增资金较少，股市依然处在存量博弈的过程中。

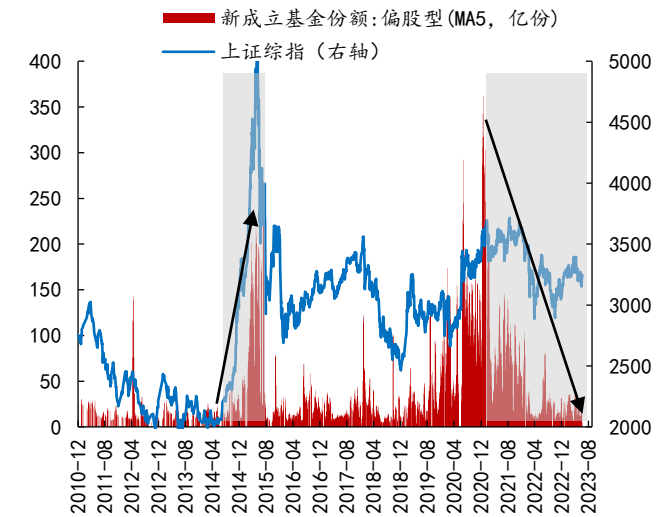
熊市到牛初这一阶段，增量资金往往较少，主要原因在于在市场熊转牛的初期，很少有投资者能够快速收复熊市中的净值回撤。所以我们认为2021年2月以来稳定风格超额收益的上行，前期更多的是在市场波折期的防御类配置。可能需要等到牛市中期才可能观察到增量资金的共振。

图 42：机构持仓占比 2021 年走平，2022 年开始下降 (单位：%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 43：2021 年 2 月以来股市中没有太多增量资金 (单位：亿份，点数)



资料来源：万得，信达证券研发中心

四、市场变量对稳定类板块超额收益的影响

4.1 牛熊市对稳定类板块超额收益的影响

从稳定类板块整体来看，四段超额收益上行期，有两段发生在熊市或者熊转牛的初期（2008年4月-10月，2021年2月-2023年6月），两段发生在牛市（2016年6月-2017年4月，2014年8月-2015年9月）。

稳定风格在熊市期间超额收益走强主要是防御性逻辑。稳定风格在牛市期间超额收益走强，受风格的影响更大。比如2016-2017年和2022年10月至今稳定类板块走强的主要原因之一是受价值风格占优的影响；2014-2015年的行情比较特殊，是风格、政策、增量资金和估值修复的共振，因此稳定风格在牛市全程超额收益都较强。

图 44：稳定风格在不同市场阶段下的超额收益走势（单位：点，倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

公用事业 2005 年以来超额收益上行的市场背景有三种情况：

(1) 牛市初期（2013 年 1 月-4 月初、2022 年 10 月-2023 年 5 月）：风格和盈利共振。煤炭价格从 2012 年开始见顶回落，火电盈利受益，公用事业板块 ROE 在 2013 年持续提升；2022 年 10 月以来，一方面，市场风格偏向低估价值，有利于公用事业板块表现。另一方面由于煤价较 2021 年的高点有所回落，火电盈利改善，板块 ROE 从 2022 年 Q3 开始回升。

(2) 牛市中后期（2007 年 1 月-2007 年 5 月、2014 年 8 月-2015 年 9 月、2016 年 7 月-2017 年 5 月）：2007 年之前受盈利上行影响更大，2007 年之后受风格影响更大。2007 年宏观经济增速较快，政府引导公共品市场化加速，价格上行和业务量扩张推动板块 ROE 上行，板块出现有业绩验证的超额收益上行。2014-2015 年的上涨主要受政策（资源品体制改革、国企改革等改革红利释放）、风格（2014 年 Q4 价值风格整体占优）和增量资金的影响，共同抬估值；2016-2017 年主要受价值风格占优的影响。

(3) 熊市中后期（2008 年 4 月-11 月、2012 年 5 月-2012 年 8 月、2021 年 2 月-2022 年 10 月）：市场杀盈利时期具备防御属性，相对更抗跌。

图 45：公用事业板块在不同市场阶段下的超额收益走势（单位：点，倍数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

建筑板块 2005 年以来超额收益上行的市场背景有三种情况：

(1) 牛市初期（2006 年 3 月-6 月、2022 年 10 月-2023 年 5 月）：2006 年 3 月-6 月驱动力主要是业绩验证+估值修复。2004 年之后宏观调控发力，基建投资增速持续下降，建筑板块长时间跟随大盘波动，估值水平相对较低。2006 年上半年基建投资增速小幅反弹，建筑板块 ROE 仍然保持稳健增长，估值修复和业绩共同驱动建筑板块走强；**2022 年 10 月-2023 年 5 月驱动力主要是风格+估值修复。**2022 年 10 月以来，市场风格偏向低估价值，“中特估”政策催化建筑央企估值修复。

(2) 牛市中后期（2007 年 1 月-2007 年 5 月、2010 年 5 月-2011 年 2 月、2014 年 9 月-2015 年 5 月、2016 年 6 月-2017 年 4 月）：2007 年之前受盈利上行影响更大，2007 年之后受风格影响更大。2007 年上半年建筑板块 ROE 继续上行到历史较高水平，支撑板块出现第二波上涨；2010 年 5 月-2011 年 2 月主要受益于水利工程投资的上升；2014-2015 年“一带一路”行情，我们认为本质上是估值修复；2016-2017 年主要受低估价值风格占优的影响。

(3) 熊市中后期（2007 年 11 月-2009 年 1 月、2012 年 1 月-2013 年 1 月、2018 年 7 月-2018 年 12 月、2021 年 2 月-2022 年 5 月）：市场杀盈利时期具备防御属性，相对更抗跌。

图 46：建筑装饰在不同市场阶段下的超额收益走势（单位：点，倍数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

交通运输板块 2005 年以来超额收益上行的市场背景只有两种情况：(1) **牛市中后期（2013 年 7 月-2015 年 9 月）**：2014-2015 年“一带一路”行情，我们认为本质上是估值修复，交通运输板块是稳定风格中唯一有业绩支撑的行业，超额收益从 2013 年下半年即开始提前启动。(2) **熊市中后期（2021 年 2 月-2022 年 12 月）**：市场杀盈利时期具备防御属性，相对更抗跌。

图 47：交通运输在不同市场阶段下的超额收益走势（单位：点，倍数）

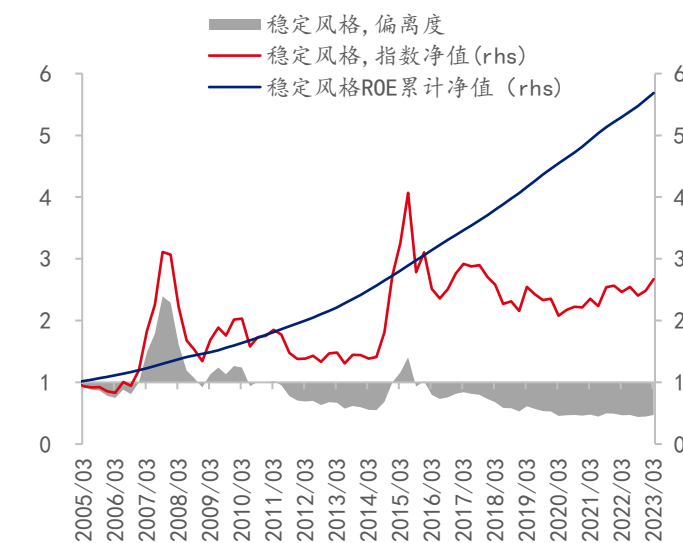

资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2 估值环境对稳定类板块超额收益的影响

稳定类板块估值底出现后（2008年之后相对估值下降5年以上，风格偏离度连续3-5年低于1倍）大概率会出现年度级别的估值修复行情。稳定类板块长期超额收益下行，主要原因可能在于ROE累计净值抬升速度比较缓慢，导致长期估值持续下行。但是当稳定类板块估值下降到阶段性底部（2008年之后相对估值下降5年以上，风格偏离度连续3-5年低于1倍）。此时即使盈利还在下降，但不是加速下降，且出现超预期的利空，那么大概率会出现年度级别的估值修复行情。这个时候如果有新的逻辑，可能形成新的估值和投资主线。

我们认为，出现这种现象的本质原因当板块偏离度连续3-5年长期偏低，意味着股价或已反映了对未来盈利较悲观的预期，这个阶段可能会出现较明显的估值回归行情。驱动预期修正的原因，可能是类似2006-2007年ROE的持续改善，也可能是新的逻辑，比如2014-2015年的一带一路和国企改革，2023年以来的中特估。

图 48：稳定风格偏离度 (单位：%)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 49：稳定风格偏离度分位值变化 (单位：%)

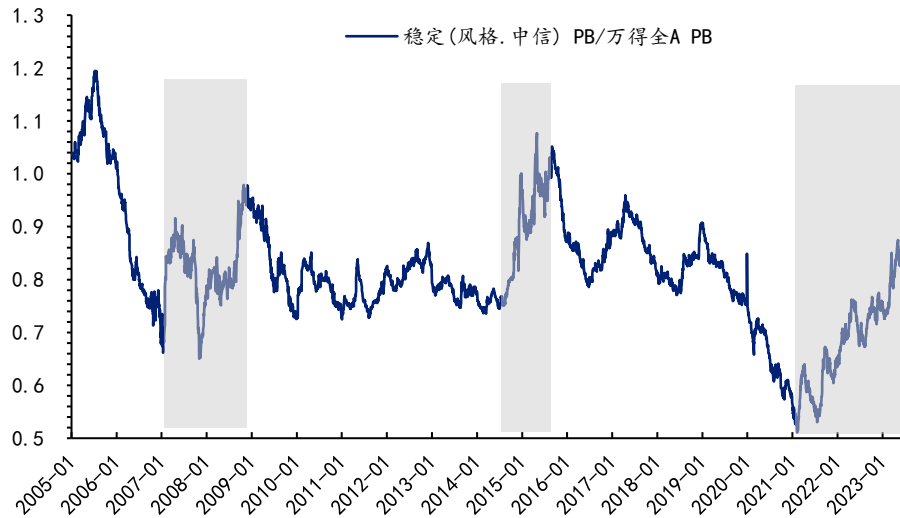


资料来源：万得，信达证券研发中心

2006-2007年行情的估值环境：稳定风格相对于万得全A的估值水平从2005年7月开始持续下行，到2007年下行时间1年半，相对估值下降到2005年以来的0.2%的低位水平，风格偏离度下降到1倍以下。

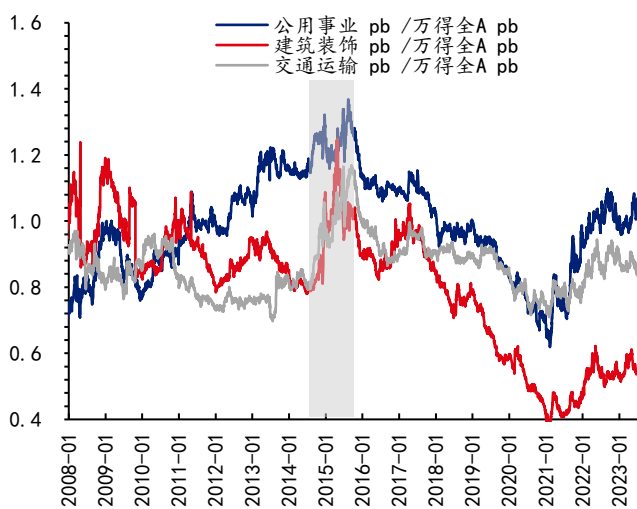
2014-2015年行情的估值环境：稳定风格相对于万得全A的估值水平从2008年底开始持续下行，到2014年6月下行时间超过5年半，相对估值下降到2005年以来的8%分位水平，风格偏离度从2011年开始持续3年半低于1倍。

2021年2月以来行情的估值环境：稳定风格相对于万得全A的估值水平从2015年9月开始持续下行，到2021年2月下行时间超过5年，相对估值下降到2005年以来最低水平，风格偏离度从2016年开始持续5年低于1倍。

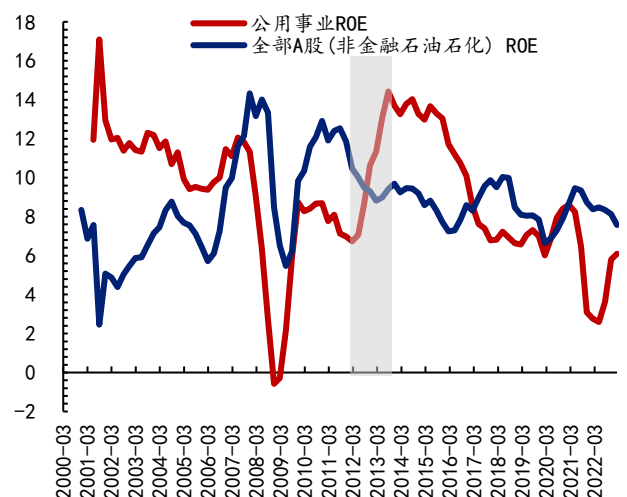
图 50：2008 年之后相对估值下降 5 年以上可能出现估值修复（单位：倍数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

需要注意的是，公用事业板块虽然也在政策、风格和增量资金的共同影响下在 2014-2015 年出现超额收益上行。但从估值环境来看，公用事业板块相对于全 A 的估值在本轮行情开始之前不仅没有长期下降，反而在持续提升。我们认为主要原因或在于，由于煤炭价格从 2011 年底见顶后持续下滑，导致公用事业板块的 ROE 在 2012-2013 年持续上行，与全部 A 股（非金融石油石化）的 ROE 趋势背离。因此，在 2014 年下半年稳定类板块整体行情开始前，公用事业板块的估值修复空间并不是很大，这可能也是导致公用事业板块在 2014-2015 年行情中超额收益幅度偏小的一个原因。而公用事业板块在 2021 年 2 月以来的整体行情中超额收益表现偏强，原因可能在于在本轮稳定类板块整体行情开始之前，公用事业的相对估值已经下降了 5 年多，已经下行到历史低位，估值修复空间较大。

图 51：2014 年-2015 年公用事业估值修复空间不大(单位：倍数)


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 52：2012-2013 年公用事业 ROE 持续提升，与全部 A 股 ROE 走势背离（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

五、总结：稳定类板块投资中风格通常比盈利更重要

第一，整体来看，稳定类板块 2005 年以来产生整体性超额收益比较少，参与难度相对较大。从细分板块来看，建筑板块更容易产生超额收益，我们认为主要原因在于建筑板块在稳定类板块中 ROE 中枢水平相对较高，且稳定性更好。交通运输板块 ROE 中枢水平相对较低，长期看较难产生超额收益。

第二，投资节奏方面，从概率的角度来看，稳定类板块的超额收益多出现在经济下降后期（政策底到信用底）和熊市中后期，而最难产生超额收益的时间通常是经济回升的前中期（信用底-经济底，经济实质回升期）。我们认为主要原因在于稳定类板块的估值比较低，在经济下行期和市场走弱的阶段，具备较强的防御属性，相对更抗跌。在经济回升前中期，市场沿着景气度逻辑选股的阶段，稳定类板块由于盈利弹性不大，一般较难产生超额收益。

第三，稳定类板块的投资中，超额收益受风格的影响通常比受盈利的影响更大。稳定类板块在 2007 年之前出现过 ROE 回升驱动的行市，2007 年之后几乎所有的整体性行情都不是在 ROE 回升期，如果市场风格偏向价值占优，稳定风格表现一般不会弱。2006-2007 年公用事业、建筑板块出现过阶段性的超额收益行情，主要原因是这一时期宏观经济增长速度较快，基建地产投资维持高增，板块 ROE 持续提升。

2007 年之后的超额收益行情，都没有整体性的盈利改善，主要受市场风格的影响。比如 2016-2017 年是价值股牛市，2021 年 2 月消费板块开始估值调整后，市场风格从长期成长占优变的比较均衡，到 2022 年之后整体转向价值占优。在价值风格占优的阶段，低估值是形成风格的一个比较重要的驱动因素。虽然 2016-2017 年表现最强的是白酒、家电等消费股，2021 年 2 月以来表现较强的还有周期和 TMT，但建筑、公用事业等稳定类板块受益于市场整体风格偏向低估价值，通常都有不错的表现。

第四，2014-2015 年的行情比较特殊，是风格、政策、增量资金和估值修复的共振。风格方面，2014-2015 年整体市场风格波动比较剧烈，2014 年 Q4 出现过较为明显的价值占优，有利于稳定类板块表现。政策方面，2014-2015 年“一带一路”产业政策从顶层设计、局部试点，再到全面落实，政策主题催化建筑、交运等板块超额收益持续上行。增量资金方面，股市微观流动性较为充裕，居民资金快速流入，使稳定风格在 ROE 没有系统性抬升的背景下，仍然在牛市背景下走出了超额收益行情。这一次稳定类板块整体上涨行情事来看是政策主题，但我们认为本质上或是过去 5 年估值长期下行后的一次整体性估值修复。比较特殊的是，公用事业虽然同样也受益于政策、风格和增量资金，但由于估值修复空间有限，超额收益幅度较小。

第四，参与稳定类板块，我们建议要自上而下，建议先确定市场的风格，然后再考虑有没有较大的估值修复空间。我们认为，2022 年 10 月以来稳定风格的上涨，发生在股市企稳后，盈利改善前，原因与 2014-2015 年比较类似。相同之处在于，从风格来看，价值成长风格在牛熊转折点更容易出现较大级别的切换，对于价值股来说，2022 年主要是抗跌的逻辑，2023 年至今虽然经济是弱复苏，但价值股仍然比较强。我们认为主要原因是价值股不存在明显的产能问题，基本面较好，可能驱动价值风格成为年度的主线风格。全 A 整体盈利下行期，年度风格通常也会偏向低估价值的修复。从政策来看，2022 年 11 月提出的“中特估”政策支持，可类比 2014-2015 年的“一带一路”政策主题，有望催化稳定类板块的估值修复。从估值方面来看，稳定风格 PB 估值从 2015 年 9 月到 2021 年 2 月下行时间超过 5 年，风格偏离度从 2016 年开始持续 5 年低于 1 倍。虽然 2021-2022 年已经出现了一波估值修复，但风格偏离度并未有明显提升，或可以认为从板块回报率向 ROE 回

归的角度看仍有一定估值修复空间。不同之处在于，2022年10月以来稳定类板块的超额收益上行，市场中没有太多增量资金，还处于存量博弈的阶段，可能会对这一次稳定类板块超额收益的幅度产生一定影响。

表5：稳定类板块超额收益上行期宏观变量、市场变量及ROE趋势总结

行业	显著超额收益时间段		板块相对于万得全A相对收益	宏观变量			市场变量		ROE趋势	总结
	开始时间	结束时间		名义GDP增速	利率(10期年国债)	社融12MA同比	牛熊市	行情启动时相对估值水平(2005年以来)		
公用事业	2007-01	2007-05	29.4%	上升	上升	下降	牛市中后期	0.2%	上升	产生超额收益的情况： (1) 经济下行+熊市中防御。 (2) 风格和盈利共振：2007年和2013年Q1 (3) 价值风格占优影响：2016-2017 (4) 政策(资源品体制改革、国企改革)、风格(2014Q4价值占优)、增量资金，但估值修复空间不大：2014-2015
	2008-04	2008-11	20.2%	下降	下降	下降	熊市中后期	11.2%	下降	
	2012-05	2013-04	17.9%	下降	上升	上升	熊市中后期-牛市初期	78.9%	上升	
	2014-08	2015-09	23.7%	下降	下降	下降	牛市中后期	92.2%	下降	
	2016-07	2017-05	8.5%	上升	上升	震荡	牛市中后期	64.4%	下降	
	2021-02	2023-05	43.0%	下降	下降	先降后升	熊市中后期-牛市初期	0.3%	先降后升	
建筑装饰	2006-02	2007-05	81.3%	上升	上升	下降	牛市初期-牛市中后期	1.0%	上升	建筑装饰板块相对比较容易产生超额收益(ROE中枢高) 产生超额收益的情况： (1) 经济下行+熊市中防御。 (2) 风格和盈利共振：2006-2007年 (3) 政策主题(水利基建)：2010.5-2011.2 (4) 价值风格占优影响：2016-2017 (5) 政策(一带一路)、风格(波动较剧烈)、增量资金、估值修复：2014-2015
	2007-11	2009-01	26.3%	下降	下降	下降	熊市	34.3%	下降	
	2010-05	2011-02	30.7%	高位震荡	上升	下降	牛市中后期	32.4%	震荡	
	2012-01	2013-01	15.7%	下降	震荡	上升	熊市中后期	14.9%	下降	
	2014-09	2015-05	103.0%	下降	下降	震荡	牛市中后期	12.8%	下降	
	2016-06	2017-04	35.0%	上升	上升	震荡	牛市中后期	34.4%	下降	
	2018-07	2018-12	13.9%	下降	下降	下降	熊市中后期	0.6%	下降	
2021-02	2023-05	45.3%	下降	下降	上升	熊市中后期-牛市初期	0.0%	下降		
交通运输	2013-07	2015-09	80.7%	小幅回升→下降	先升后降	下降	牛市中后期	0.0%	上升	交通运输板块相对较难产生超额收益(ROE中枢低)，整体看经济全周期均偏弱。 产生超额收益的情况： (1) 政策(一带一路)、风格(波动较剧烈)、增量资金、估值修复、盈利改善：2014-2015 (2) 经济下行+熊市中防御：2021.8-2022.12
	2021-08	2022-12	24.7%	下降	下降	上升	熊市中后期	2.3%	先升后降	

资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

宏观经济下行超预期，稳增长政策不及预期，报告基于历史经验总结，历史经验可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8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。代表观点：2021年11月《V型大震荡》，2022年5月《静待V型反转》，2022年12月《先Beta，再Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。