



Research and
Development Center

风格变化拉长了底部时间

——策略周观点

2023年8月27日

证券研究报告

策略研究

策略周报

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

张颖锐 联系人
邮箱: zhangyingrui@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

风格变化拉长了底部时间

2023年8月27日

核心结论: 历史上每一轮牛熊周期都会有投资风格的变化。从2005年以来的历次牛熊周期能够看到,几乎每一轮牛熊周期,公募基金持续增配的方向都会有很大的不同。2005-2008年,金融是持续增配的方向,2009-2012年消费持仓比例大幅上升,2013-2015年成长股成为配置比例最高的风格,2016-2021年消费再次超配,2019-2021年以来则是成长。从2022年以来,股市投资风格正在发生变化,之前较强的消费、新能源、半导体等既有业绩又有长期成长逻辑的板块越来越少,表现较强的变成了TMT、中特估、红利指数等。这种风格的变化,可能会导致有利于顺周期的政策变化对市场影响的时间被拉长,因为之前赛道类板块面临很多自下而上的问题没法通过自上而下的政策变化改变。所以能够看到历史上大级别的风格变化往往会拉长底部的时间,甚至让股市底同步或滞后于经济底,比如2003年、2012年和2016年股市底都没有领先经济底。不过我们认为,2021年以来的风格变化并不是超大级别的风格变化,因为TMT和2019-2021年的半导体新能源有一定的逻辑相似性,都是0-1快速成长的产业赛道。高分红指数中的上游周期,也是2020-2021年有过表现的方向,所以这一次风格变化大概率会有,但可能不会像2001-2005、2011-2014和2016年那么大,所以熊市的时间不会因此拉长太久。9月开始,随着中报落地、房地产政策明朗、库存周期接近底部,我们认为股市大概率会开始上涨。

- (1) 历史上每一轮牛熊周期都会有投资风格的变化。从2005年以来的历次牛熊周期能够看到,几乎每一轮牛熊周期,公募基金持续增配的方向都会有很大的不同。2005-2008年,金融是持续增配的方向,2009-2012年消费持仓比例大幅上升,2013-2015年成长股成为配置比例最高的风格,2016-2021年消费再次超配,2019-2021年以来则是成长。首先从时间上来看,上一轮牛熊周期已经告一段落,新一轮牛熊周期逐渐临近(甚至不排除已经缓慢开始了),所以从风格配置的角度,或需要做一定调整。
- (2) 同时,我们还发现风格变化,会对熊市时间长度产生影响,大级别的风格变化通常会拉长底部的时间。我们可以以GDP和上证综指的关系来看风格的变化力度。当出现明显的相关性变化的时候,能够推断投资方法和市场风格大概率也会同步出现较大的变化,我们可以界定为大的投资风格变化,此时往往能够看到2001-2005年、2011-2014年熊市的时间会被拉长,股市底部相比经济底领先性变弱,有时候甚至会同步或滞后经济底部。比如2002-2004年,股市每一次大级别反弹都滞后于经济底,2012年底股市底也滞后于经济底,2016年初,股市底同步经济底。
- 风险因素: 房地产市场超预期下行,美股剧烈波动。

目录

一、策略观点：风格变化拉长了底部时间	4
二、上周市场变化	8
风险因素	11

表目录

表 1：配置建议表	7
-----------------	---

图目录

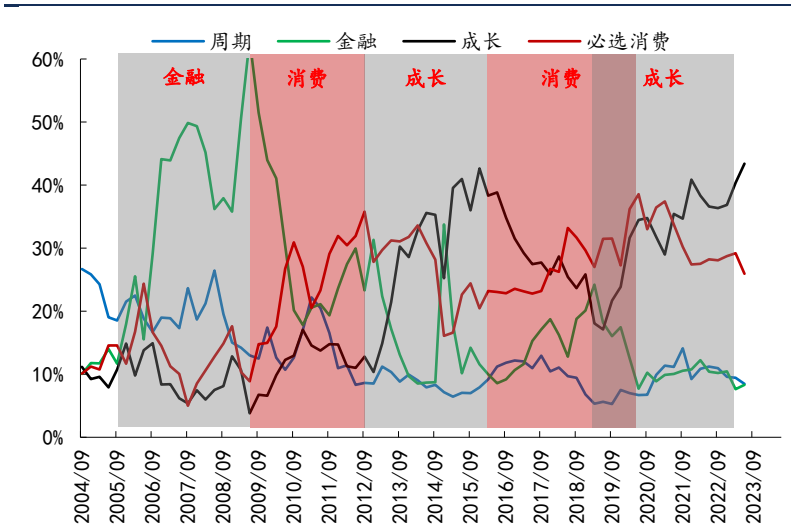
图 1：每一次牛市公募基金增配的方向都不一样（单位：%）	4
图 2：风格转变的另一个视角是股市和经济的相关性（单位：点数，%）	5
图 3：2001-05 年风格变化，熊市时间拉长（单位：点数，%）	5
图 4：2011-14 年风格变化，熊市时间拉长（单位：点数，%）	5
图 5：大势研判（单位：点数）	6
图 6：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	8
图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	8
图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	8
图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：2023 年至今全球大类资产收益率（单位：%）	9
图 13：沪股通累计净买入（单位：亿元）	9
图 14：融资余额（单位：亿元）	9
图 15：新发行基金份额（单位：亿份）	10
图 16：基金仓位估算（单位：%）	10
图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	10
图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	10
图 19：长期国债利率走势（单位：%）	10
图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	10

一、策略观点：风格变化拉长了底部时间

历史上每一轮牛熊周期都会有投资风格的变化。从 2005 年以来的历次牛熊周期能够看到，几乎每一轮牛熊周期，公募基金持续增配的方向都会有很大的不同。2005-2008 年，金融是持续增配的方向，2009-2012 年消费持仓比例大幅上升，2013-2015 年成长股成为配置比例最高的风格，2016-2021 年消费再次超配，2019-2021 年以来则是成长。从 2022 年以来，股市投资风格正在发生变化，之前较强的消费、新能源、半导体等既有业绩又有长期成长逻辑的板块越来越少，表现较强的变成了 TMT、中特估、红利指数等。这种风格的变化，可能会导致有利于顺周期的政策变化对市场影响的时间被拉长，因为之前赛道类板块面临很多自下而上的问题没法通过自上而下的政策变化改变。所以能够看到历史上大级别的风格变化往往会拉长底部的时间，甚至让股市底同步或滞后于经济底，比如 2003 年、2012 年和 2016 年股市底都没有领先经济底。不过我们认为，2021 年以来的风格变化并不是超大级别的风格变化，因为 TMT 和 2019-2021 年的半导体新能源有一定的逻辑相似性，都是 0-1 快速成长的产业赛道。高分红指数中的上游周期，也是 2020-2021 年有过表现的方向，所以这一次风格变化大概率会有，但可能不会像 2001-2005、2011-2014 和 2016 年那么大，所以熊市的时间不会因此拉长太久。9 月开始，随着中报落地、房地产政策明朗、库存周期接近底部，我们认为股市大概率会开始上涨。

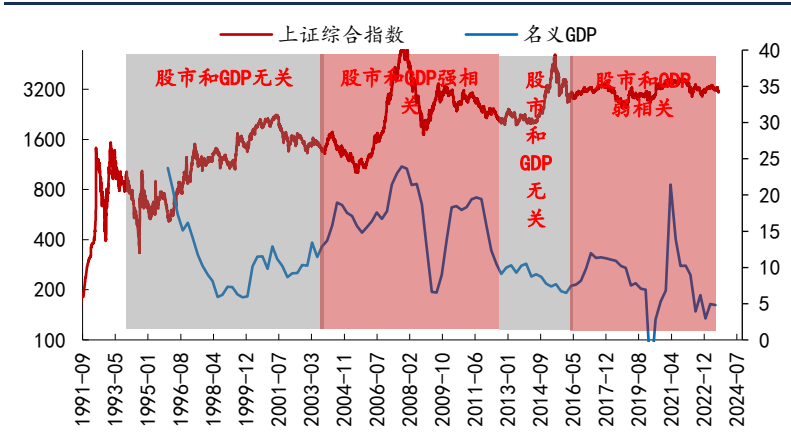
(1) 历史上每一轮牛熊周期都会有投资风格的变化。从 2005 年以来的历次牛熊周期能够看到，几乎每一轮牛熊周期，公募基金持续增配的方向都会有很大的不同。2005-2008 年，金融是持续增配的方向，2009-2012 年消费持仓比例大幅上升，2013-2015 年成长股成为配置比例最高的风格，2016-2021 年消费再次超配，2019-2021 年以来则是成长。首先从时间上来看，上一轮牛熊周期已经告一段落，新一轮牛熊周期逐渐临近（甚至不排除已经缓慢开始了），所以从风格配置的角度，或需要做一定调整。

图 1：每一次牛市公募基金增配的方向都不一样（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 同时，我们还发现风格变化，会对熊市时间长度产生影响，大级别的风格变化通常会拉长底部的时间。我们可以以 GDP 和上证综指的关系来看风格的变化力度，1990-2003 年，股市波动和 GDP 没有正相关性，2004-2011 年，股市和 GDP 正强相关，股市波动和产业机会均和经济密切相关，2012-2015 年股市和 GDP 又变成了无相关性，2016-2022 年股市和 GDP 弱相关，指数波动和 GDP 相关，但产业机会和经济相关性弱。

图 2：风格转变的另一个视角是股市和经济的相关性（单位：点数，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

当出现明显的相关性变化的时候，能够推断投资方法和市场风格大概率也会同步出现较大的变化，我们可以界定为大的投资风格变化，此时往往能够看到 2001-2005 年、2011-2014 年熊市的时间会被拉长，股市底部相比经济底领先性变弱，有时候甚至会同步或滞后经济底部。比如 2002-2004 年，股市每一次大级别反弹都滞后于经济底，2012 年底股市底也滞后于经济底，2016 年初，股市底同步经济底。

图 3：2001-05 年风格变化，熊市时间拉长（单位：点数，%）

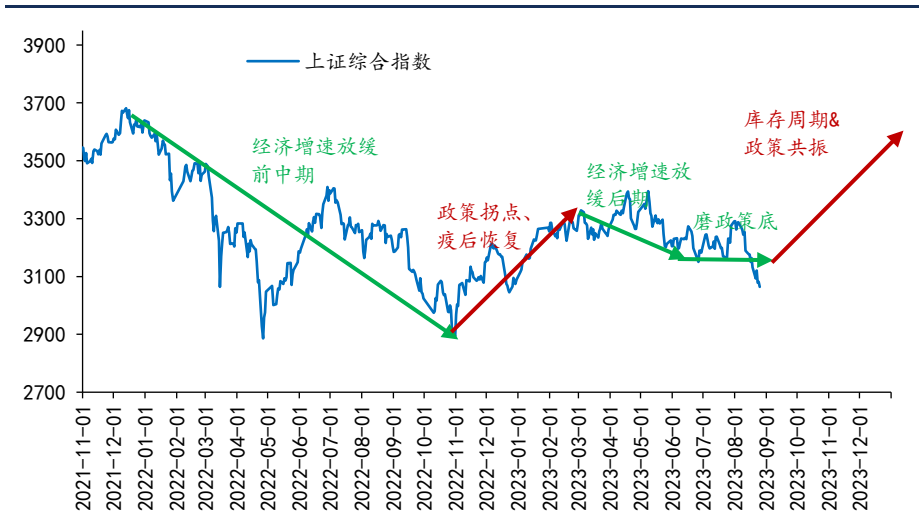

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：2011-14 年风格变化，熊市时间拉长（单位：点数，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 这一次大概率不是风格大变化，而是小变化。我们认为，从 2022 年以来，股市投资风格正在发生变化，之前较强的消费、新能源、半导体等既有业绩又有长期成长逻辑的板块越来越少，表现较强的变成了 TMT、中特估、红利指数等，这些方向或者有业绩，或者有成长性，但大多很难两者兼顾。这些特征都表征投资风格的变化已经开启，不过我们认为，这一次可能不是最大级别的风格变化，一方面 TMT 的风格和 2019-2021 年的半导体新能源有一定的逻辑相似性，都是 0-1 快速成长的产业赛道。高分红指数中的上游周期，也是 2020-2021 年有过表现的方向，所以这一次风格变化大概率会有，但可能不会像 2001-2005、2011-2014 和 2016 年那么大，所以熊市的时间不会因此拉长太久。

(4) 策略观点：调整略超预期，大概率是战略性底部。5 月以来，市场不断预期政策，7 月底政治局会议后股市有两周乐观的表现，之后因为对政策进度的分歧、汇率贬值、中报等因素，股市开启了调整。我们认为，这一调整虽然略超预期，但并没有改变当下是战略性底部的判断。经济虽然一直偏弱，但已经是一轮经济下行的末期了，后续大概率会出现一次库存周期，即使是最弱的库存周期，也可能对未来 1 年内的经济数据有托底的影响，政策层面，7 月的政策基调意味着半年内政策大概率会不断超预期，短期政策力度大小不是重点，政策力度或仍存在加强的可能性。

图 5：大势研判（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：配置风格偏向顺周期，中特估主题内部下半年超配金融类（证券银行），Q3 后期可能会进一步提高上游周期的配置重要性。（1）消费链、地产链：虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续可能会出现政策微调，大概率存在超跌后预期修复的上涨。（2）中特估&TMT：这些板块前期的调整主要是交易拥挤后的调整，从战略上，由于经济尚未恢复，大部分板块盈利验证一般，所以有长期逻辑的中特估和 TMT 依然会有机会，中报过后可能会有分化，相对低位的中特估可以持续关注。如果经济持续弱，中特估中建筑公用事业会偏强，而如果经济预期逐渐企稳，中特估中金融和周期会更强。（3）Q3 建议关注周期：周期股当下受到全球库存周期下行的影响，整体偏弱，但随着库存周期下降进入尾声，2023 年 Q4-2024 年，宏观需求存在回升的可能。我们认为，考虑到长期产能建设不足，需求、供给和估值可能会共振。

表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	绝对收益	高仓位
	相对收益	证券、房地产、钢铁、有色金属
行业配置观点	周期	2022 年的周期股分化很大，上游资源煤炭、石油石化涨幅较大，但和国内房地产链相关的周期跌幅较大。从当下展望 2023 年全年，国内经济的逻辑正在变得比海外经济的逻辑更强，受全球经济影响的大宗商品价格半年内可能还会下降。Q1 周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题的机会。这一过程或将会在 Q2 告一段落，Q3 后期，随着库存周期下降进入尾声，周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。
	消费	消费板块大概率会有超额收益，因为：（1）经过 1 年半的估值消化后，整体估值较为合理；（2）疫情和稳增长政策大概率继续往好的方向发展，有利于年度盈利预期的修复。虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续可能会出现政策微调，大概率存在超跌后预期修复的上涨。
	成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑较好，但由于供需错配相比 2021 年有所减少，所以 2022 年以来的波动明显加大。2023 年或将是牛市的第一年，大概率会有新的产业方向逐渐成长为新赛道，建议重点挖掘新赛道，关注计算机、传媒互联网、机械设备等。中报过后成长大概率会开始有分化。下一次机会估计要等三季报。
	金融地产	银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益。近期由于政策调整速度较快，金融地产超额收益再次走强，证券可能有季度级别较大的超额收益上行机会，建议重点关注。

资料来源：信达证券研发中心

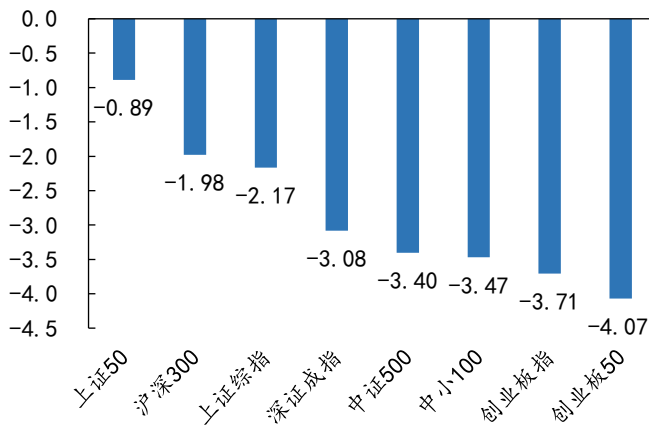
二、上周市场变化

上周A股主要指数均下跌，创业板50指数（-4.07%）跌幅最大，上证50（-0.89%）跌幅最小，申万一级行业上周均下跌，其中农林牧渔（-0.03%）、食品饮料（-0.31%）、传媒（-0.38%）跌幅较小，建筑装饰（-5.55%）、电气设备（-5.4%）、机械设备（-4.99%）领跌。概念股中，网络安全（5.39%）、远程办公（4.03%）、SaaS（3.53%）领涨，WSB概念（-15.76%）领跌。

上周全球股市重要指数多上涨，其富时100（1.05%）、法国CAC40指数（0.91%）涨幅较大，上证指数（-2.17%）跌幅较大。上周商品市场涨跌不一，其中，铁矿石（6.2%）、PTA（4.00%）领涨，NYMEX原油（-1.48%）领跌。另外在2023年全球大类资产年收益率指标中，日经225（21.19%）、标普500（11.96%）、富时发达市场指数（11.69%）排名较高，而富时100（-1.52%）、布伦特原油（1.23%）、上证综指（-0.82%）排名靠后。

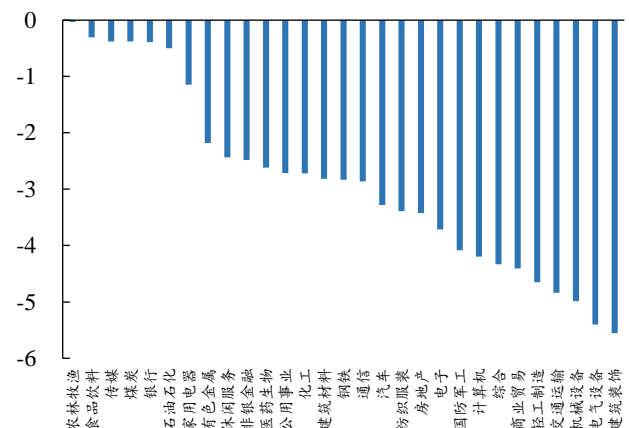
A股市场资金方面，上周北上资金净流出（陆股通）共计224.19亿元（前值净流出291.16亿元）。上周央行公开市场操作逆回购投放7280亿元，累计净回笼470亿元。截至2023年8月25日，银行间拆借利率上周均值相比前期有所上升，十年期国债收益率上周均值相比前期有所下降。普通股票型基金上周仓位均值相比前期有所上升，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期有所下降。

图6：A股主要指数周涨跌幅（单位：%）



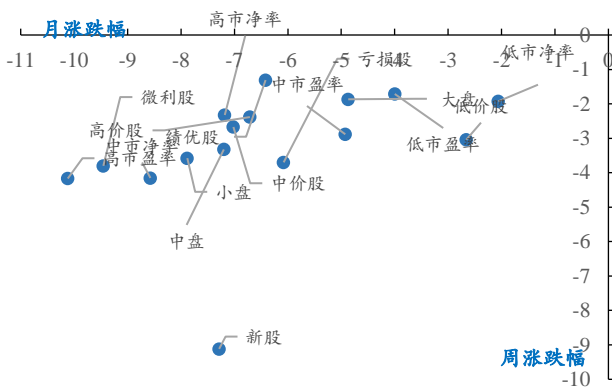
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



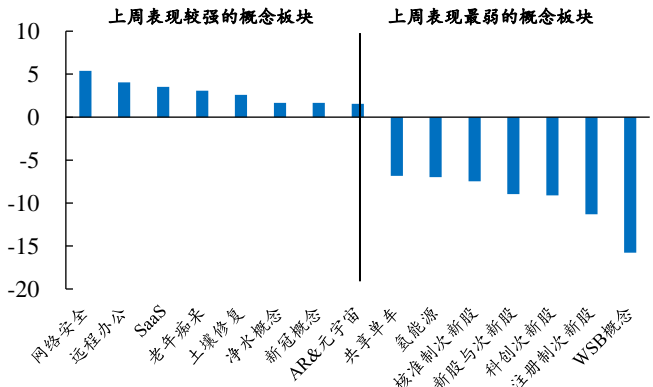
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）

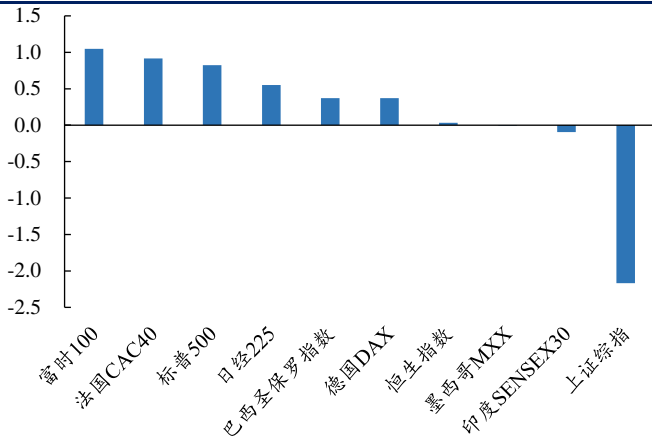


资料来源：iFind，信达证券研发中心

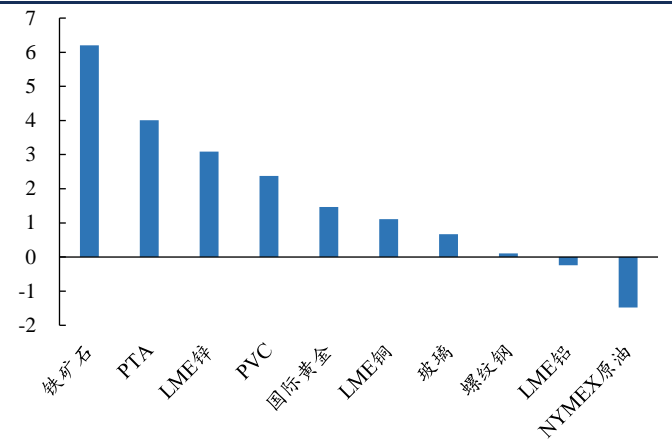
图9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 10: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

图 11: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

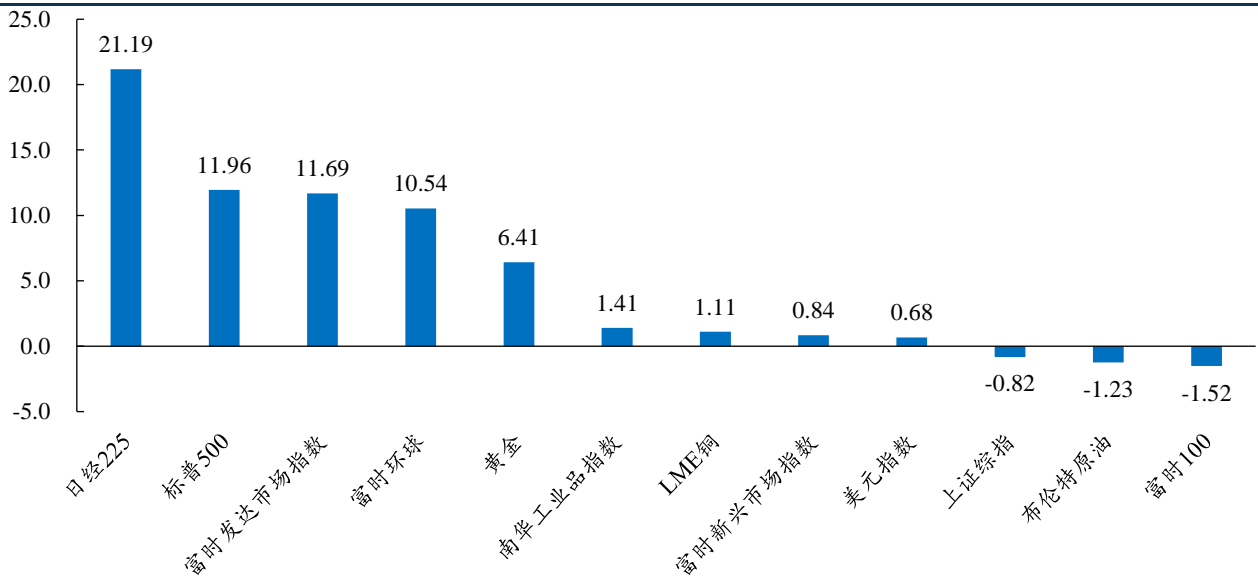
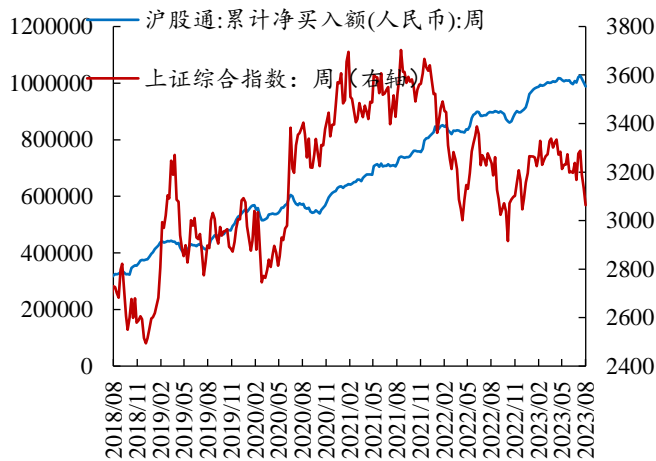
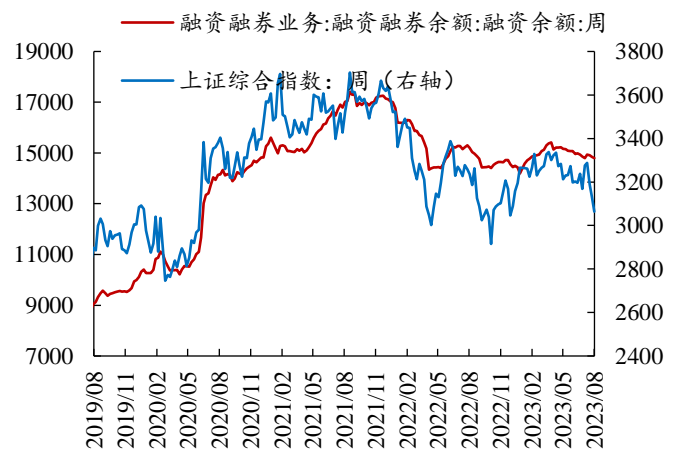
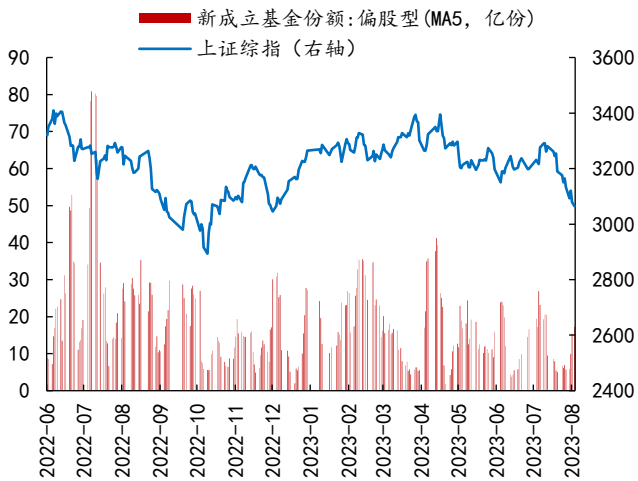
图 12: 2023 年至今全球大类资产收益率 (单位: %)

 资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心
 注: 统计日期截至 2023 年 8 月 27 日

图 13: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)


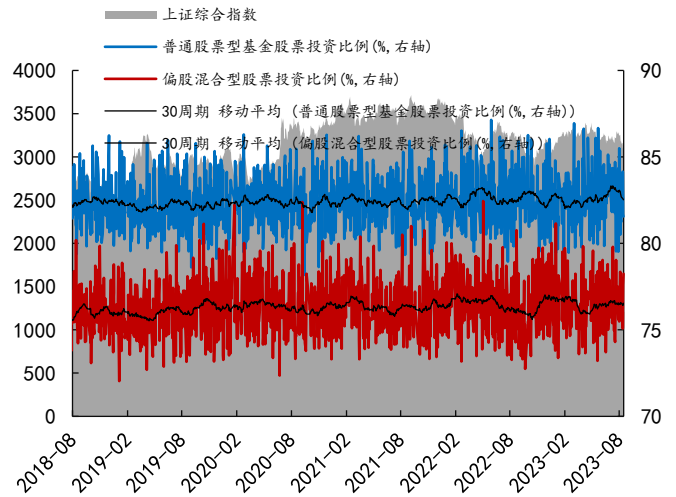
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 14: 融资余额 (单位: 亿元)


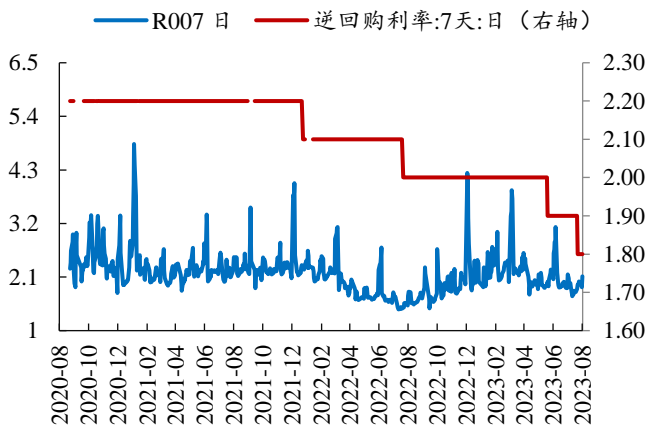
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


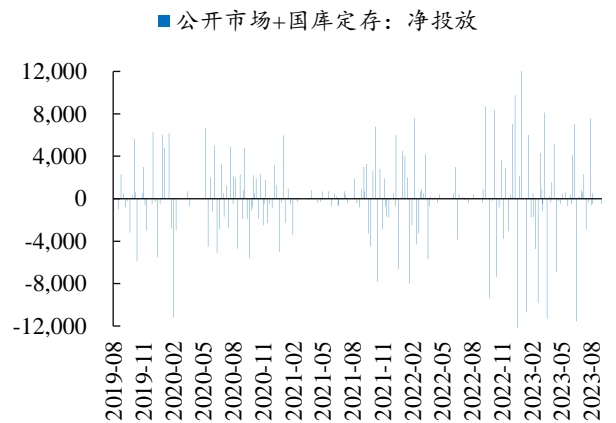
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 基金仓位估算 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


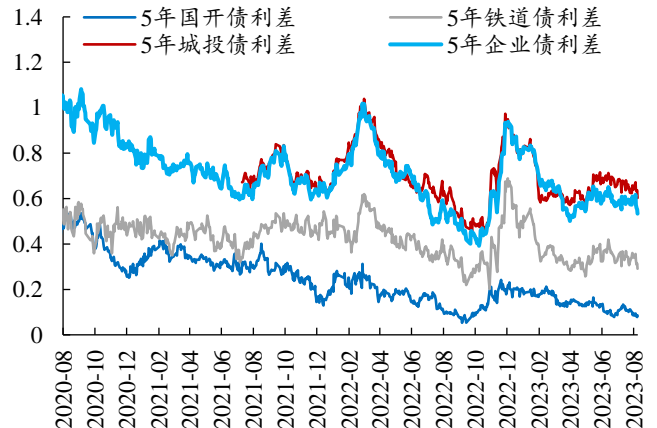
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10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。

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。

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。