

# 策略·专题策略

证券研究报告

2022年12月25日

## 景气投资的困局和极致的风格摇摆

今年以来，在部分行业和部分时间里，景气投资似乎陷入了困局。

年初至今股价涨幅排在前10的行业中，预期困境反转（实际利润增速很差）的行业相对比较多，而涨幅排在靠后的行业中，电新、军工、有色、医药属于利润增速相对比较快的板块。

这些相对高增速的板块，除去5-8月有一波较为持续的超额收益以外，其他时间都比较痛苦。（后文中我们会再重点讨论一下为什么是5-8月）

同时，四季度以来的几个月，市场风格出现了剧烈的轮动和转换。

先是10月计算机板块大涨17%，食品饮料大跌22%，相差接近40%。

再是11月房地产板块大涨26%，军工板块下跌6%，又相差超过30%。

那么，如何理解当前景气投资的困局和极致的风格摇摆？后续又需要怎样应对？

**风险提示：宏观经济风险，国内外不可预测事件风险，业绩不达预期风险等。**

### 作者

**刘晨明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090006  
liuchenming@tfzq.com

**李如娟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518030001  
lirujuan@tfzq.com

**许向真** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070006  
xuxiangzhen@tfzq.com

**赵阳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090002  
zyang@tfzq.com

**吴黎艳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520090003  
wuliyang@tfzq.com

**逸昕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080002  
yixin@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《投资策略：【天风策略 | 风格专题】 - 小市值的风格还能持续多久？》  
2022-07-31
- 2 《投资策略：策略·周报-开辟新战场：5问5答“专精特新”》 2021-08-08
- 3 《投资策略：策略·周报-重要信号：中证500股债收益差已接近极值》  
2021-08-01

## 内容目录

1. 景气投资的困局 .....	3
2. 极致的风格摇摆 .....	5

## 图表目录

图 1: 今年以来一级行业涨幅排名和利润增速排名 .....	3
图 2: 【加速增长】 $\approx$ 【持续高增长】 $\approx$ 【减速增长-低降幅】 $>$ 【困境反转】 $>$ 【减速增长-高降幅】 $>$ 【低速稳定】。 .....	4
图 3: 在经济深度衰退的阶段（右下角象限），景气度投资面临失效 .....	4
图 4: 一级行业单月涨跌幅裂口的历史序列 .....	5
图 5: 一级行业单月涨跌幅裂口的历史分布 .....	6
图 6: 风格长期趋势的形成和演绎背后还要依赖于基本面的驱动 .....	6
图 7: 今年以来每个阶段领涨的板块 .....	7
图 8: 中长期贷款 VS 券商（采用 hp 滤波剔除趋势项，保留周期项） .....	7
图 9: 中长期贷款 VS 白酒（采用 hp 滤波剔除趋势项，保留周期项） .....	8
图 10: 中长期贷款 VS 互联网（采用 hp 滤波剔除趋势项，保留周期项） .....	8
图 11: 风格趋势的形成，大多在 5-9 月，这个阶段市场回归当期基本面 .....	9
图 12: 国内库存周期位置 .....	9
图 13: 美国库存周期位置 .....	10
图 14: 汽车拥挤度 .....	10
图 15: 新能源车拥挤度 .....	11
图 16: 光伏拥挤度 .....	11
图 17: 储能拥挤度 .....	12
图 18: 风电拥挤度 .....	12
图 19: 军工拥挤度 .....	13
图 20: 半导体拥挤度 .....	13
图 21: 操作软件（信创）拥挤度 .....	14

## 1. 景气投资的困局

今年以来，在部分行业和部分时间里，景气投资似乎陷入了困局。

下图中，我们列出了年初至今一级行业的涨幅排名，以及前三季度的净利润增速排名。

图 1: 今年以来一级行业涨幅排名和利润增速排名

行业	涨幅排名	净利润增速排名	行业	涨幅排名	净利润增速排名
煤炭	1	4	家用电器	16	8
社会服务	2	30	轻工制造	17	25
交通运输	3	24	汽车	18	15
商贸零售	4	20	有色金属	19	2
房地产	5	29	医药生物	20	10
美容护理	6	17	机械设备	21	18
建筑装饰	7	13	非银金融	22	21
银行	8	9	钢铁	23	28
农林牧渔	9	1	环保	24	16
食品饮料	10	7	建筑材料	25	26
石油石化	11	5	计算机	26	27
纺织服饰	12	19	传媒	27	23
通信	13	6	电力设备	28	3
公用事业	14	14	国防军工	29	11
基础化工	15	12	电子	30	22

资料来源: wind, 天风证券研究所。

年初至今股价涨幅排在前 10 的行业中，预期困境反转（实际利润增速很差）的行业相对比较多，而涨幅排在靠后的行业中，电新、军工、有色、医药属于利润增速相对比较快的板块。

这些相对高增速的板块，除去 5-8 月有一波较为持续的超额收益以外，其他时间都比较痛苦。（后文中我们会再重点讨论一下为什么是 5-8 月）

景气投资之所以遇到麻烦，更多可能要归因于今年经济深度衰退的环境：

一方面，当总需求很差的情况下，高增长和高景气的板块本来就很少，今年前三季度有超过一半的行业净利润负增长，同时净利润增速超过 30% 的一级行业只有 5 个，如果考虑到 Q4 的情况可能会更加惨烈。

前期的报告《增长的选择——30%、-50%、70%三个经验值》中，我们也有讨论过，复盘历史上每一年的情况可以发现，市场偏好的公司类型排序有一定的规律：【加速增长】≈【持续高增长】≈【减速增长-低降幅】>【困境反转】>【减速增长-高降幅】>【低速稳定】。

因此，这也解释了今年在高增长比较稀缺的情况下，为何困境反转的板块整体表现更好。

图 2: 【加速增长】≈【持续高增长】≈【减速增长-低降幅】>【困境反转】>【减速增长-高降幅】>【低速稳定】。

增长类型	上一年增速(%)	本年增速(%)	增速变化	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	中值	均值	
第1类 加速增长	>100	>100	加速	6.4	91.3	235.9	-55.3	194.3	27.3	-19.3	4.0	44.6	50.4	101.1	-10.0	-5.7	-29.2	40.3	27.2	26.2	27.2	42.9	
	[50,100]	>50	加速	12.3	253.6	133.8	-54.0	156.2	6.8	-29.0	24.1	36.9	37.4	92.8	-12.6	-8.5	-31.6	44.1	43.6	42.1	36.9	44.0	
	[30,50]	>30	加速	51.9	187.9	174.6	-50.7	183.4	8.2	-20.3	14.6	54.1	37.9	69.6	-16.2	-16.9	-14.5	47.2	18.9	44.0	37.9	45.5	
第2类 持续增长	>100	>100	无要求	6.4	136.4	235.5	-55.3	164.2	20.5	-23.3	5.7	33.8	55.6	106.4	-10.4	-3.5	-29.2	33.9	26.2	35.3	26.2	43.4	
	[50,100]	[50,100]	无要求	13.6	188.1	158.0	-55.9	123.9	16.8	-28.7	24.1	31.6	39.9	92.8	-11.4	-9.0	-29.2	44.1	33.7	45.5	31.6	39.9	
	[30,50]	[30,50]	无要求	43.8	180.2	195.2	-55.4	119.4	16.8	-20.8	15.6	52.9	28.2	66.9	-13.3	-4.0	-15.6	48.4	19.6	29.2	28.2	41.6	
第3类 减速增长	降0~1/3	>60	>40	减速	-0.4	143.3	206.4	-57.3	133.9	21.5	-27.9	22.6	23.5	45.7	87.6	-10.7	-3.7	-27.8	37.9	28.5	24.6	23.5	38.1
	降1/3~1/2	>60	>30	减速	3.6	135.8	179.4	-59.0	126.4	32.2	-24.9	16.5	39.7	62.8	108.9	-19.9	-9.6	-28.2	43.5	29.9	42.4	32.2	40.0
	降1/2~2/3	>60	>20	减速	-2.7	89.2	163.0	-54.0	122.3	5.4	-24.8	6.7	33.5	56.5	74.9	-13.0	-5.4	-32.6	42.3	14.1	18.1	14.1	29.0
	降2/3~1	>60	>0	减速	-12.1	94.9	182.1	-60.3	126.5	9.4	-33.7	4.6	16.1	47.4	78.8	-14.9	-14.5	-32.3	27.8	14.2	17.7	14.2	26.6
第4类 低速稳定	[20,30]	[20,30]	无要求	8.6	110.6	103.6	-61.8	89.1	15.8	-30.9	1.6	64.6	27.6	75.0	-10.4	-8.7	-22.3	36.7	23.7	17.0	17.0	25.9	
	[10,20]	[10,20]	无要求	4.2	79.6	159.9	-63.4	85.1	15.0	-29.3	6.4	24.2	35.2	55.1	-12.3	-8.4	-28.5	27.4	10.9	5.1	10.9	21.5	
	[0,10]	[0,10]	无要求	-14.0	54.3	136.9	-54.5	123.4	-2.7	-35.5	1.1	31.0	35.3	34.0	-11.1	-17.6	-28.4	14.8	0.7	5.6	1.1	16.1	
第5类 困境反转	<-100	>200	加速	-3.4	85.3	230.8	-66.1	132.2	23.9	-26.1	0.3	15.2	46.9	70.7	-3.4	-13.7	-28.4	54.4	5.4	23.9	15.2	32.2	
	<-100	>100	加速	-13.0	71.9	209.9	-61.0	151.3	7.4	-30.2	0.0	15.9	37.3	70.8	-9.0	-21.1	-29.6	23.8	12.9	20.9	12.9	27.0	
	<-100	>50	加速	-17.1	63.4	188.9	-61.0	137.4	1.1	-30.5	0.0	12.0	40.9	70.7	-9.9	-23.4	-32.3	15.9	7.6	14.7	7.6	22.3	

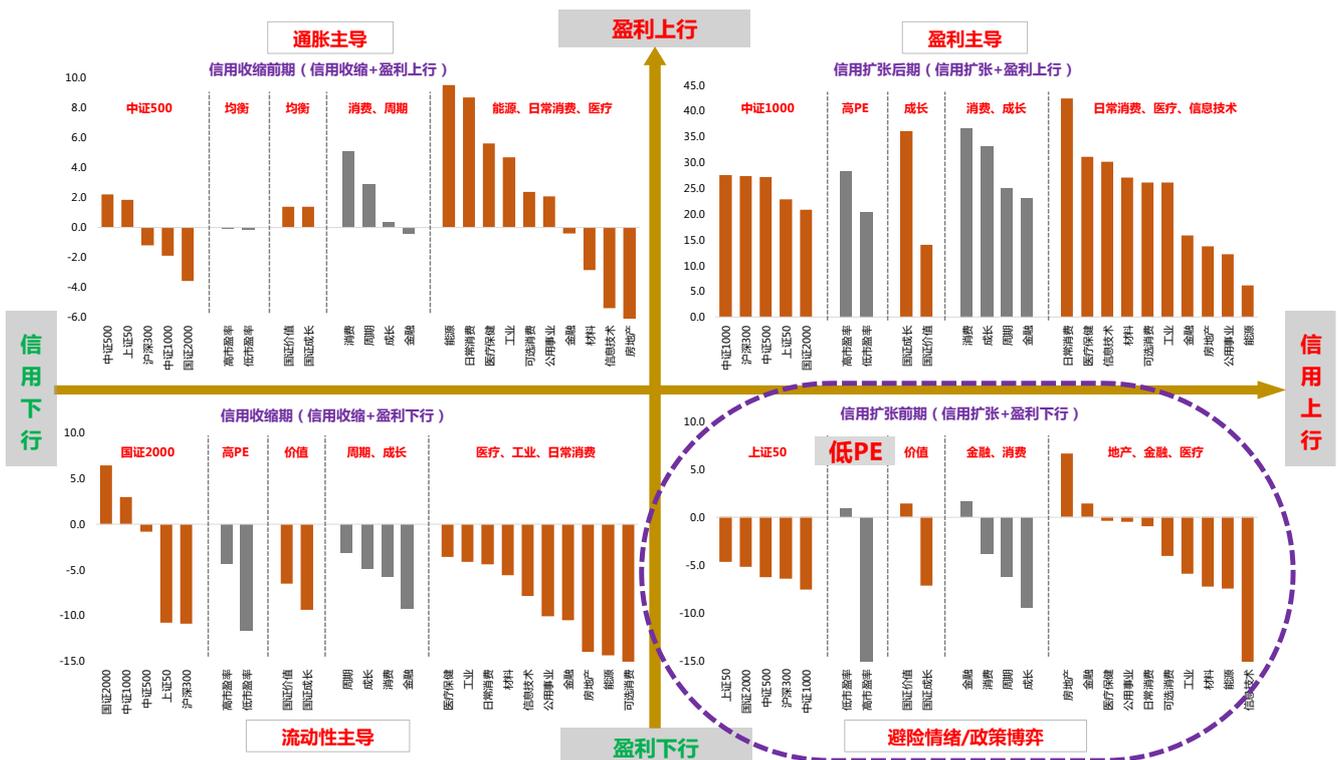
资料来源: wind, 天风证券研究所。

另一方面, 这种经济环境下, 即便有一些板块当期增速仍然很高, 但由于市场担心经济硬着陆的风险而导致后续所有行业的基本面泥沙俱下, 因此短期高增长的持续性并不值得信赖。

在下图中, 我们把经济运行的情况, 大致分为四个象限。分别代表经济的上行初期、上行后期、下行初期、下行后期。

前面我们提到的经济深度衰退的阶段, 也就是经济的下行后期, 主要是图中的第 4 象限( 右下)。从各类板块的表现中, 低估值显著跑赢高估值, 价值显著跑赢成长。

图 3: 在经济深度衰退的阶段( 右下角象限), 景气度投资面临失效



资料来源: wind, 天风证券研究所。注: 纵轴表示各类指数、行业涨跌幅, 单位为%。

但是，除了第 4 象限（经济最悲观的时候）以外，在 1-3 象限中，景气投资都会有不错的效果。

也就是说，在上图中，经济上行初期、上行后期、下行初期的时候，高估值、成长、中证 1000、国证 2000、中证 500 大多有不错的表现。

因此，展望而言，如果 23 年不再复制第 4 象限（经济极度悲观）的情况，（这可能是大概率），那么景气投资的有效性就可能显著提升。

## 2. 极致的风格摇摆

四季度以来的几个月，市场风格出现了剧烈的轮动和转换。

先是 10 月计算机板块大涨 17%，食品饮料大跌 22%，相差接近 40%。

再是 11 月房地产板块大涨 26%，军工板块下跌 6%，又相差超过 30%。

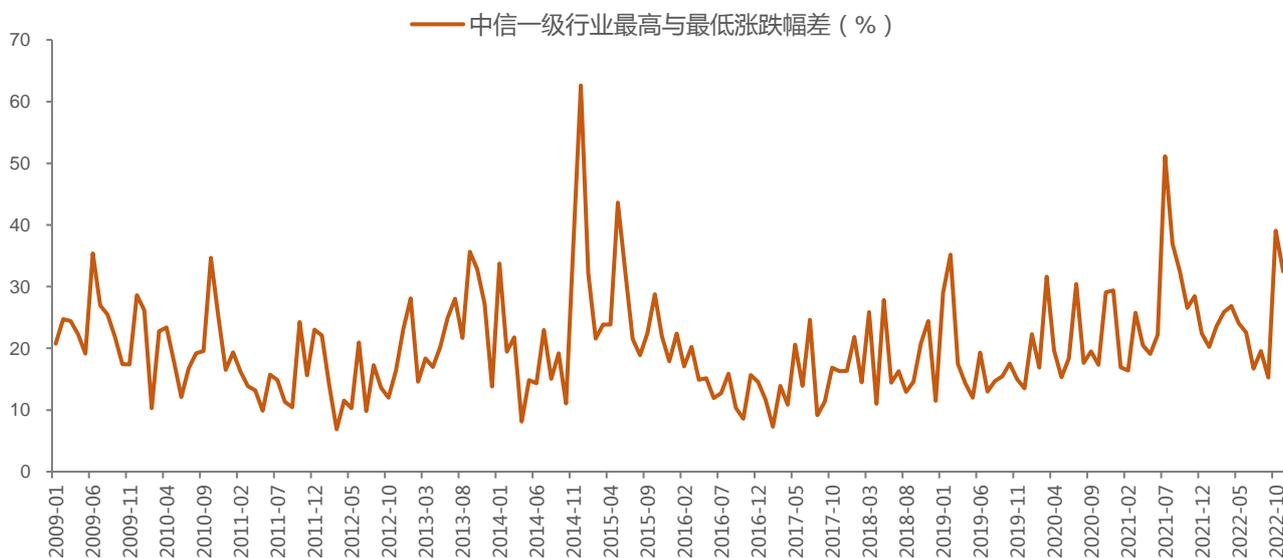
这是什么概念呢？

我们复盘了 2009 年以来的数据：

1、一级行业单月涨跌幅裂口（涨幅最大和跌幅最大行业的涨跌幅差）只有 3 次超过 40%，分别是 14 年 12 月、21 年 7 月和 15 年 5 月。

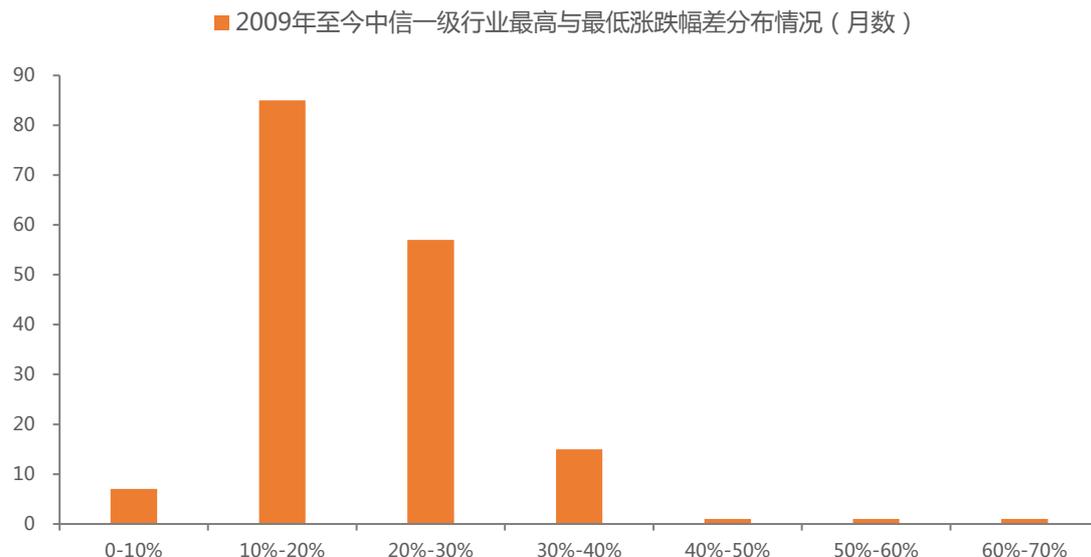
2、连续几个月出现单月涨跌幅裂口超过 30%的，也只有 4 次，分别是 13 年 9 月-10 月、14 年 11 月-15 年 1 月、15 年 5 月-6 月、21 年 7 月-9 月。并且，这 4 次都发生在板块大幅度上涨之后，同时伴随了风格的剧烈摇摆。

图 4：一级行业单月涨跌幅裂口的历史序列



资料来源：wind，天风证券研究所。

图 5：一级行业单月涨跌幅裂口的历史分布



资料来源：wind，天风证券研究所。

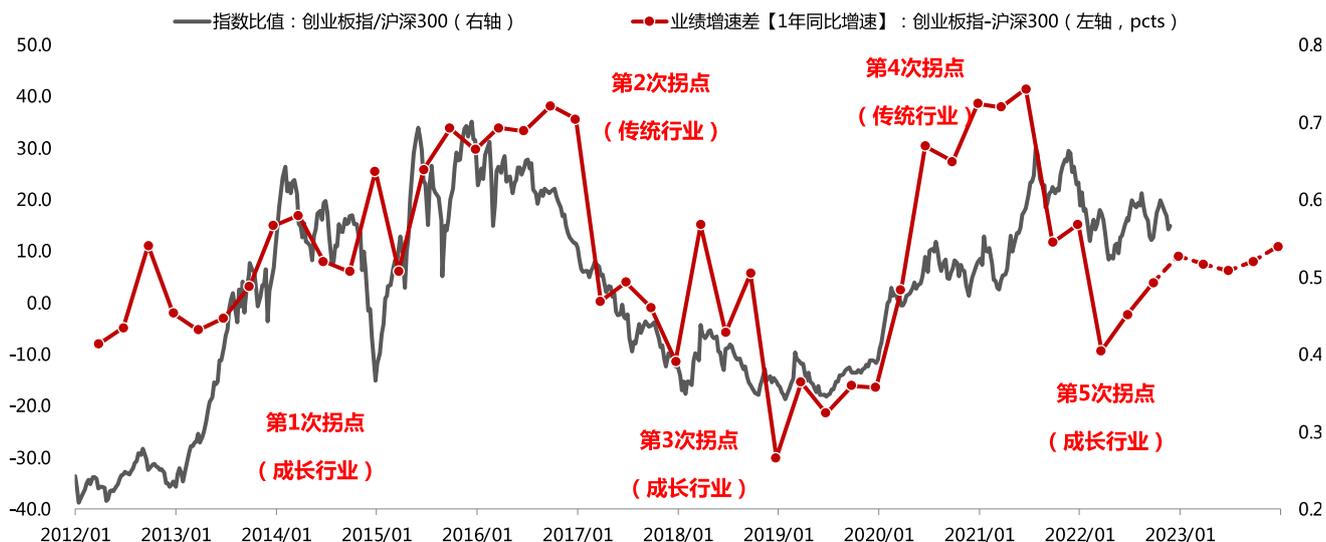
可见，目前在 Q4 发生的风格剧烈摇摆，在历史上来说，都是比较罕见的。并且与前几次不同的是，这一次是发生在市场大跌和相对底部的位置。

究其原因，可能在于以下几点：第一，大部分板块在未来一个季度左右可能都缺少基本面的支撑；第二，政策的变化牵动风格，但政策变化较大。第三，可能在于交易型资金主导的市场。

那么，在这种极致的摇摆之后，风格会如何演绎？何时能走出风格的趋势？

首先，历史上，任何风格趋势的形成，都有赖于持续的基本面推动。在没有基本面驱动的情况下，一类风格和板块很难持续依赖于政策和逻辑上涨。

图 6：风格长期趋势的形成和演绎背后还要依赖于基本面的驱动



资料来源：wind，天风证券研究所。

就像今年以来，当总需求和基本面非常羸弱的情况下，板块轮动速度极快，几乎每隔 20-30 个交易日，当一个板块取得 15-20% 的超额收益后，就会轮动到下一个板块。

图 7：今年以来每个阶段领涨的板块

领涨板块	银行	有色金属	煤炭	食品饮料	汽车、新能源	消费者服务
上涨时间	1/4-2/11	1/28-3/2	3/15-4/15	4/12-4/28	4/26-6/28	5/24-6/30
持续交易日	24	19	22	13	42	27
板块收益率	8.5%	17.4%	26.8%	6.3%	57.7%	31.8%
万得全A收益率	-8.2%	3.0%	2.0%	-8.6%	24.6%	14.2%
板块超额收益率	16.7%	14.4%	24.8%	14.8%	33.0%	17.7%

领涨板块	机械	煤炭	消费者服务	计算机	房地产	?
上涨时间	4/26-8/18	8/5-9/7	9/5-9/27	10/10-11/17	11/01-11/29	12月
持续交易日	79	24	16	29	21	?
板块收益率	52.6%	21.7%	8.4%	26.4%	28.2%	?
万得全A收益率	23.0%	-1.0%	-4.2%	7.2%	7.8%	?
板块超额收益率	29.6%	22.7%	12.6%	19.2%	20.4%	?

资料来源：wind，天风证券研究所。

再以 11 月开始反弹的金融、消费、互联网等总量板块为例。这三类板块主要是总量逻辑，大多时候跟着整体经济的情况走。

下图中，我们用中长期贷款的增速来刻画经济总需求的状态，于是，中长期贷款就指引了大金融、大消费和互联网的股价。

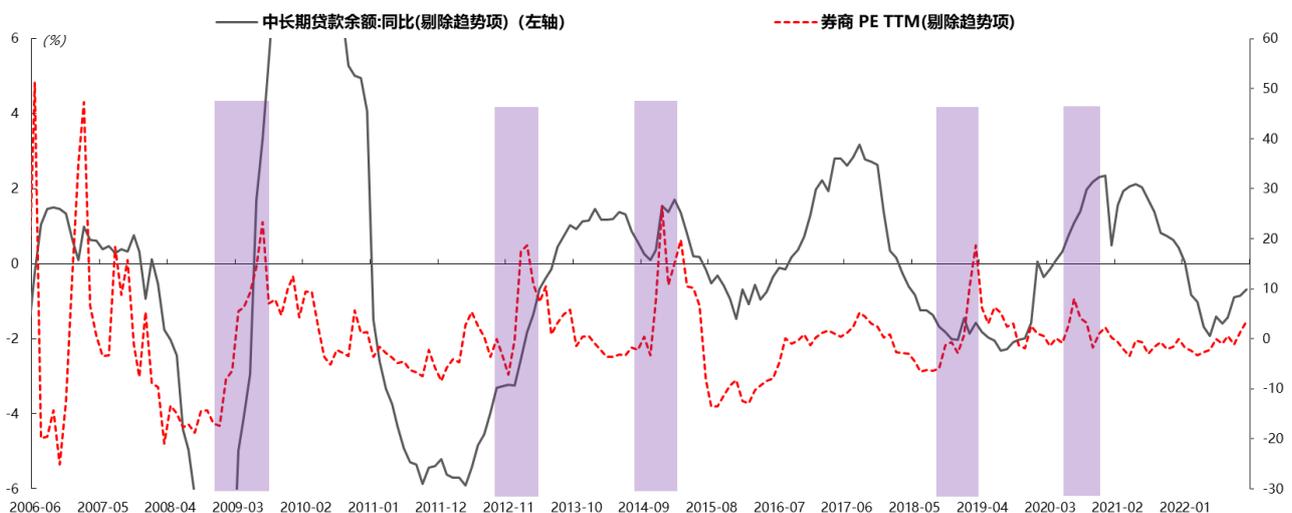
但是 9-10 月，这几个板块出现了与短期情况（下图黑色曲线）大幅背离的走势，即在中长期贷款没有进一步恶化的情况下，股价反而出现了暴跌。那么这其中更多反映了对经济（地产、疫情）和美国通胀的中长期担忧。

而巧合的是，到了 11 月，这些中长期担忧同时得到缓解和改善。于是这三类总量板块的股价很快反弹、修复了 9-10 月的连续调整。

这意味着股价修复了长期悲观因素，那么也同时意味着，这三类板块要回到短期基本面的考量上，也就是黑色曲线中长期贷款的走势上。

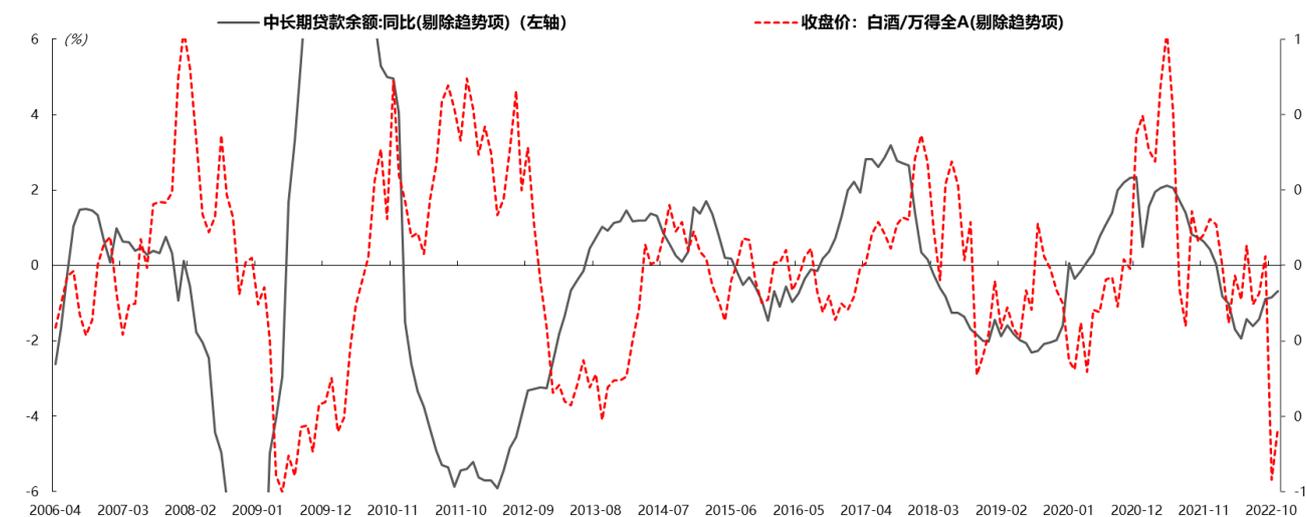
也就是说股价不太可能仅凭借预期持续大涨，还要回到业绩上面来，这也解释了为什么当金融、消费、互联网近期股价回到了 8 月底 9 月初的平台后，开始了震荡和反复。

图 8：中长期贷款 VS 券商（采用 hp 滤波剔除趋势项，保留周期项）



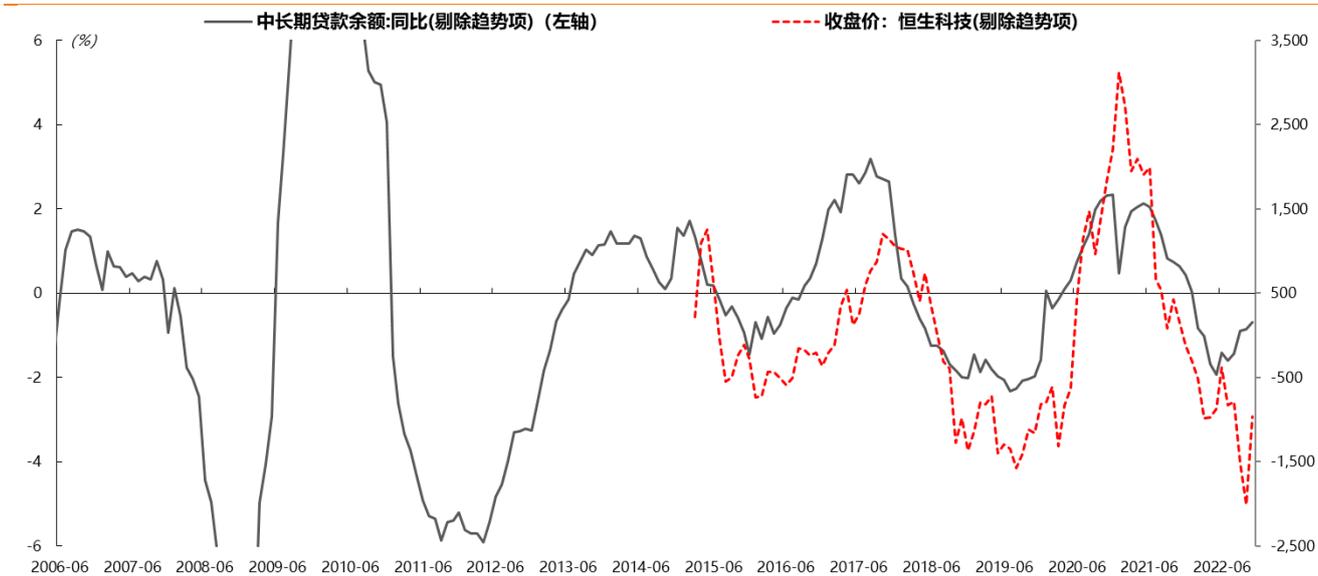
资料来源：wind，天风证券研究所。

图 9：中长期贷款 vs 白酒（采用 hp 滤波剔除趋势项，保留周期项）



资料来源：wind，天风证券研究所。

图 10：中长期贷款 vs 互联网（采用 hp 滤波剔除趋势项，保留周期项）

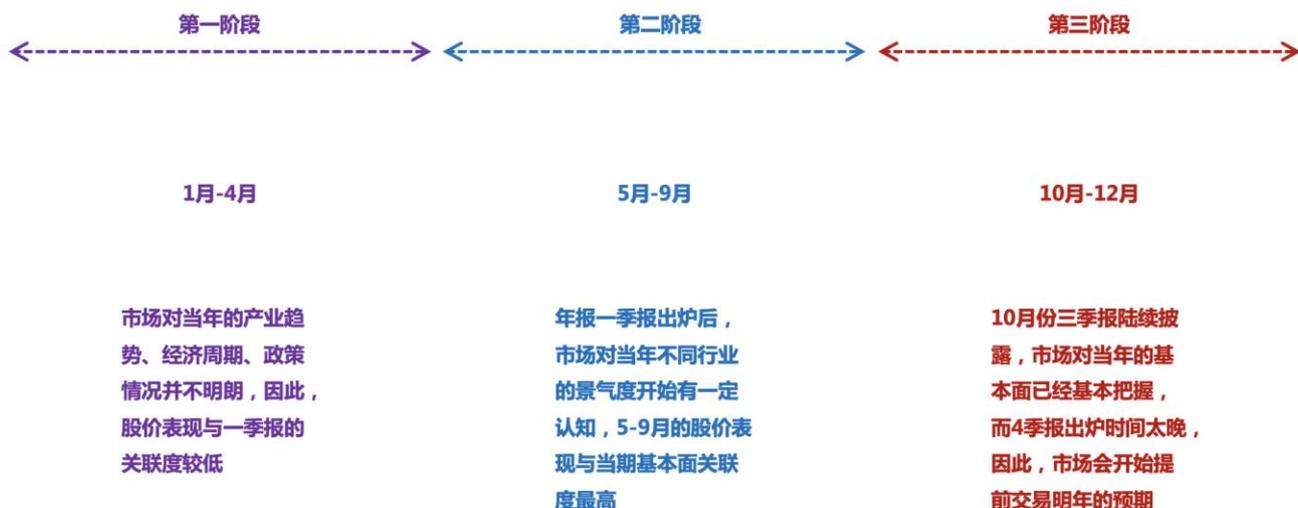


资料来源：wind，天风证券研究所。

其次，复盘历史上每年的情况，风格趋势和板块趋势的形成，大多要在 5 月左右开始。

如下图，按照市场演绎的逻辑，我们可以把每年 12 个月分为 3 个阶段：

图 11：风格趋势的形成，大多在 5-9 月，这个阶段市场回归当期基本面



资料来源：wind，天风证券研究所。

大多时候，随着 4 月底，一季报全面出炉，在结合 5 月开始大家逐步通过调研了解 Q2 的经营情况，当年各个板块的基本面也就大致清晰了，于是市场开始按照当期业绩演绎出一个主线或者一类风格趋势。我们把这一过程称为【4 月决断】或者是【一季报分水岭效应】。

而到了 10 月附近，随着三季报出炉，当年高景气的板块也基本交易完毕。于是大家开始展望下一年，哪些板块可能迎来产业爆发、哪些板块可能出现困境反转，市场会开始提前交易。

但是，到了转年的 Q1，还是业绩和基本面的空窗期，上一年 Q4 所交易的大部分预期仍然不能证真或者证伪，于是市场继续演绎其他的政策预期或者是春季躁动的主题投资。

总结来说，5-9 月市场贯彻当期基本面主线，1-4 月和 10-12 月以轮动交易为主。

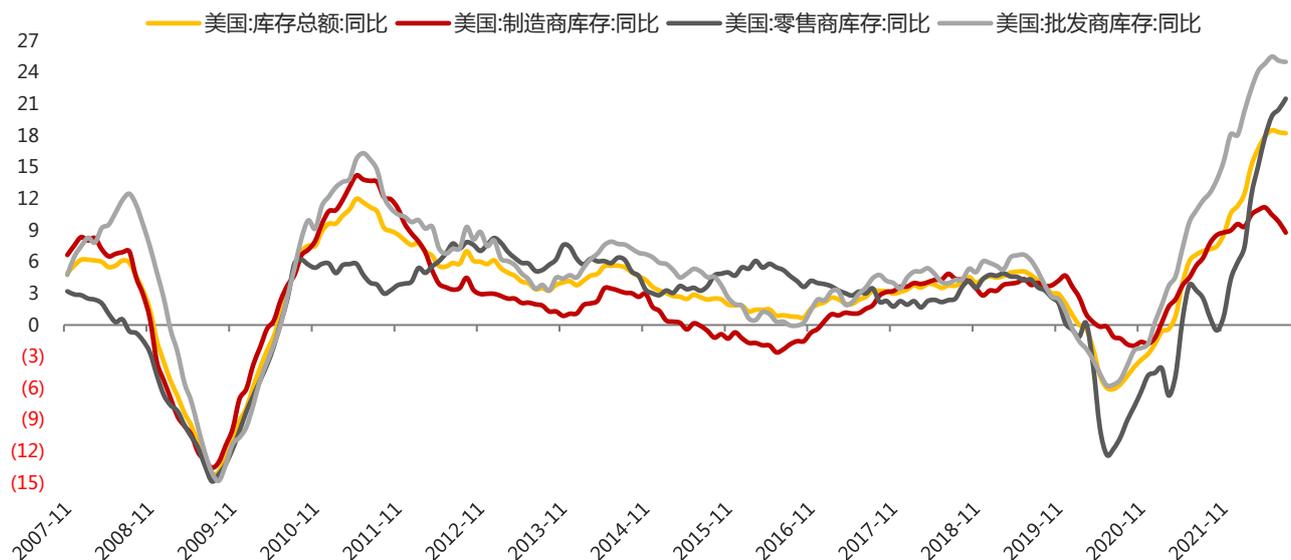
展望 23 年 Q1，可能依旧是如此，尤其是在基本面层面缺乏有力支撑的情况下（一方面中美库存周期的位置依然较高，内生动能和外部需求都相对一般，另一方面，全国疫情达峰可能对需求和生产端还有暂时的影响），市场风格仍然很难形成趋势，还是会以政策指引的轮动为主。

图 12：国内库存周期位置



资料来源：wind，天风证券研究所。

图 13：美国库存周期位置



资料来源：wind，天风证券研究所。

既然是轮动，同时也要考虑股价对于预期反映的程度（交易拥挤度尽量要低），在人声鼎沸的时候小心风险，在无人问津的时候关注机会。

图 14：汽车拥挤度



资料来源：wind，天风证券研究所。

图 15：新能源车拥挤度



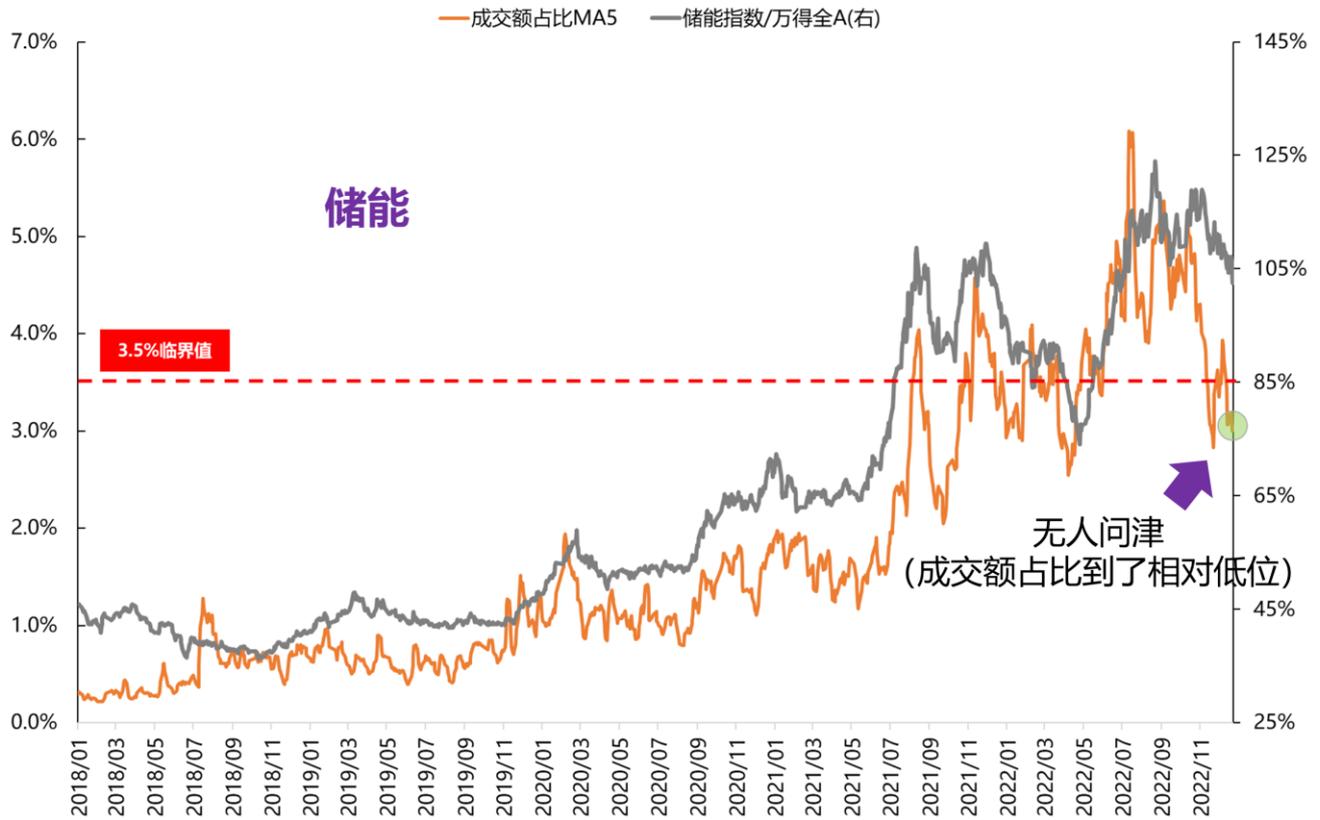
资料来源：wind，天风证券研究所。

图 16：光伏拥挤度



资料来源：wind，天风证券研究所。

图 17：储能拥挤度



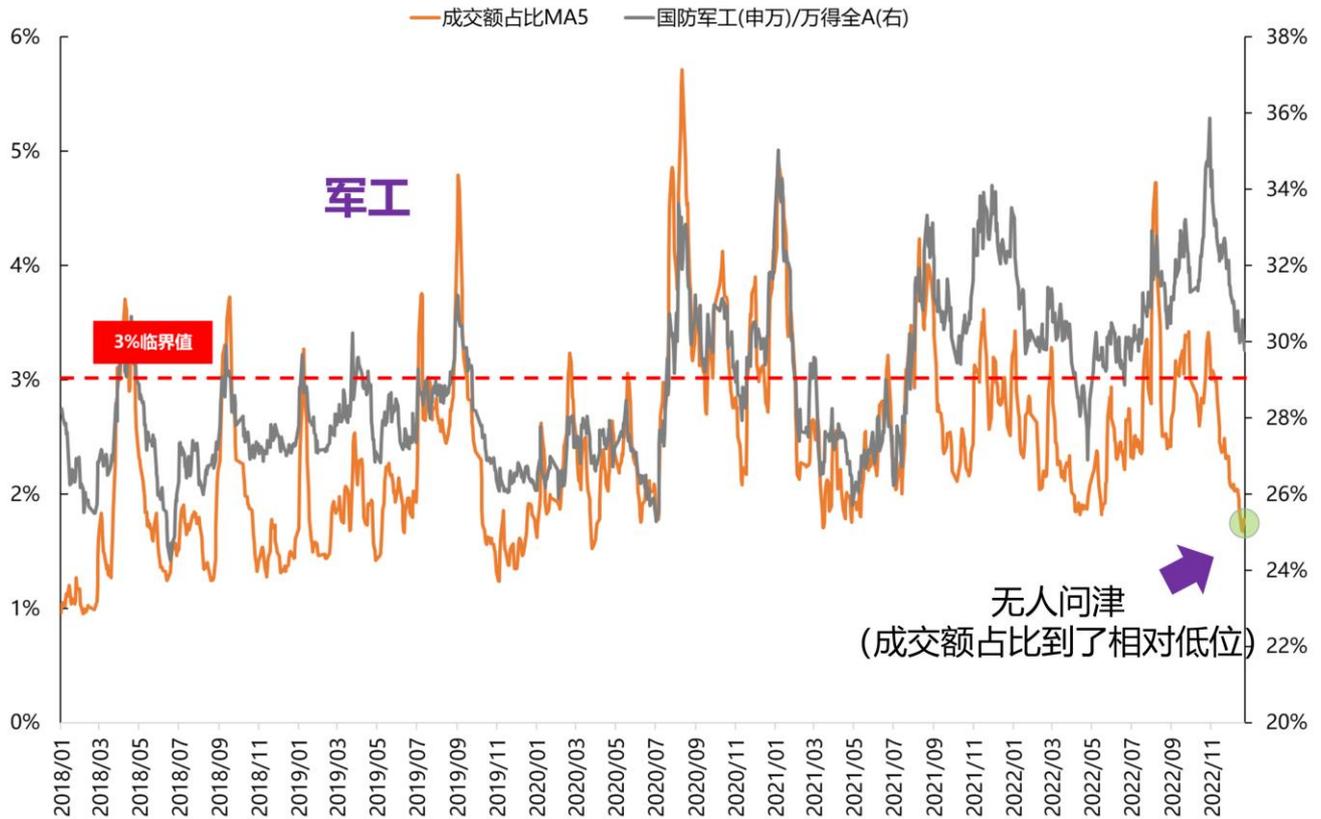
资料来源：wind，天风证券研究所。

图 18：风电拥挤度



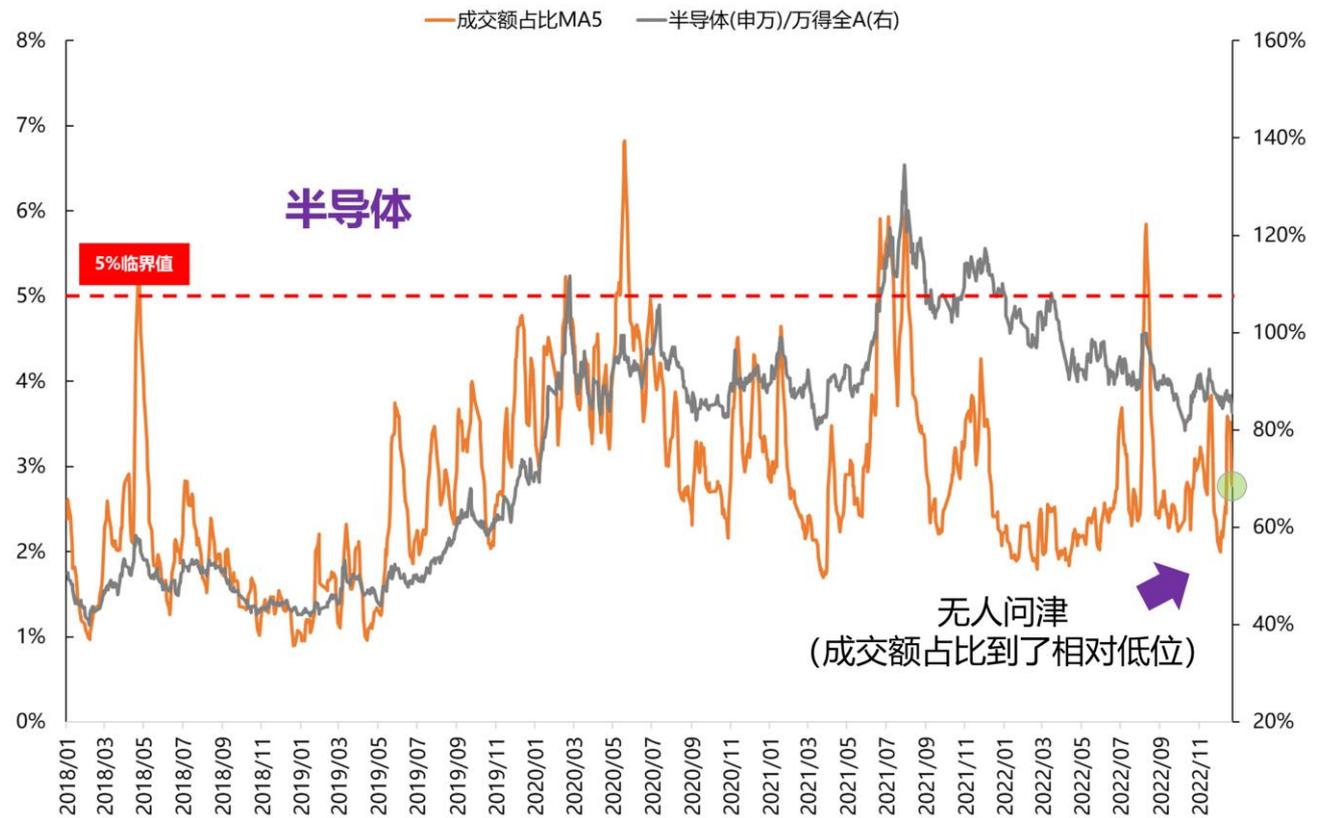
资料来源：wind，天风证券研究所。

图 19: 军工拥挤度



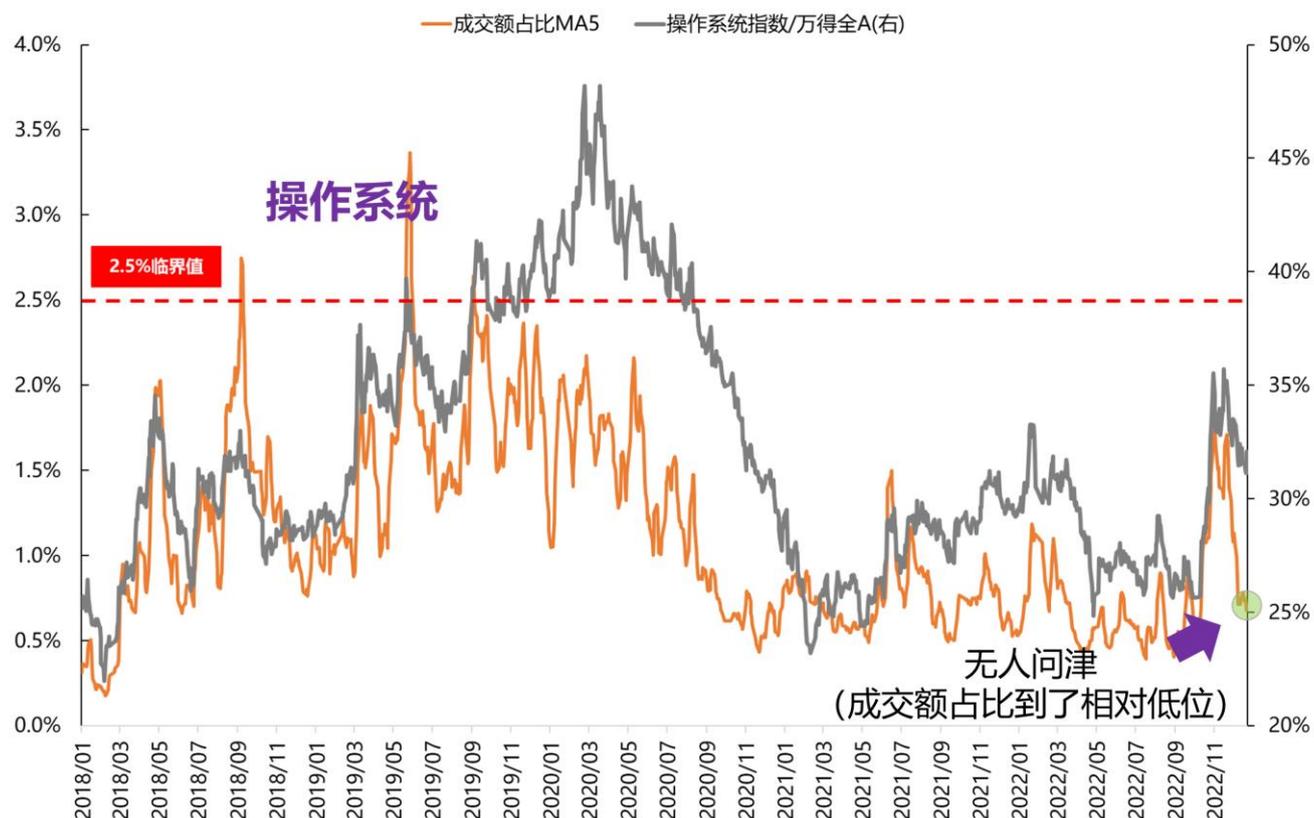
资料来源: wind, 天风证券研究所。

图 20: 半导体拥挤度



资料来源: wind, 天风证券研究所。

图 21：操作系统（信创）拥挤度



资料来源：wind，天风证券研究所。

综合来看，我们仍然维持近期的观点，从风格和板块轮动的角度，下一阶段成长的性价比正在大幅提升。而中期风格趋势的形成，可能还要等待【4月决断】或者是【一季报分水岭效应】。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com