

宏观视角下：A股因何抱团？风格何时切换？

宏观驱动型大类资产配置研究系列一

证券研究报告

2021年08月24日

● 核心结论

宏观驱动力切换将过去20年A股走势分为三个阶段：金融危机前申万各行业估值标准差与上证综指市盈率高度正相关，金融危机后至2019年前二者相关性减弱但仍存在正向联动，2019年以来行业估值标准差已经对市场整体估值脱敏。前两个阶段行业弹性取决于指数弹性；2019年以来行业弹性似乎正在摆脱指数弹性。三个阶段切换的时点对应的宏观线索分别是：第一阶段中国高速增长，第一阶段向第二阶段切换与中国抚养比拐点一致；第二阶段为中国经济转型的探索期，第三阶段则为中国人口质量红利释放、确定转型方向的阶段。

A股三阶段可被分别定义为：搭电梯阶段、议转型阶段与马拉松阶段。

1) 搭电梯阶段：在2001年加入WTO与城镇化率加速的双重驱动下，中国经济迎来黄金10年，经济增长成为各行业的 β 因素。

2) 议转型阶段：2012-2015年全球深陷总需求不足与经济通缩困局。同期，中国人口数量型红利进入尾声，急需经济结构转型。适逢对冲经济下行压力的宽货币政策，此间A股行业表现与经济背离、但与流动性共振。

3) 马拉松阶段：“十三五”以来在产业政策与转型驱动下，部分产业摆脱了经济增长约束。疫后主要经济体开始新产业竞赛，加剧了行业景气分化。产业政策重于宏观政策，经济增速仅是平均数，权益市场像是马拉松赛场，投资者更关注领跑者。

进入马拉松阶段或表明A股已经开始美股化，抱团成为显著特征。美股走势具有三点特征：慢牛、多数时间低波动、风格仍受全球影响。美股不同行业之间年度振幅差异极大，说明美股抱团现象更为突出。在马拉松阶段，投资者对于赛场中位数及随后的行业关注度会明显降低，视线主要集中于领跑行业甚至个股上。但是，一旦市场风格变化，抱团标的亦会改变。

今年关注度较高的三类资产茅指数、宁指数与上游原材料行业指数走势的锚分别为经济增长、无风险利率与PPI。今年初“茅指数”向“宁组合”切换恰恰就是经济基本面短期见顶、随后无风险利率中枢持续下移的结果。往后看，我们认为：1) 若Q4经济增速和PPI同比共振放缓的同时无风险利率回升的“两下一上”局面出现，茅指数、宁指数与上游原材料行业指数或面临同步调整并引发A股出现指数层面的调整。2) 社融或于Q4初见底，22Q1末市场有望迎风格切换。此前地产调控政策出台对于地产销售和地产相关贷款的冲击7月已显现。往后看，在专项债落地与基数效应下，社融存量的同比增速有望在9-10月触底。由于社融增速领先经济大约两个季度，因此明年Q1末至Q2初国内经济增速有望触底企稳。届时市场有望再度迎来风格切换。

风险提示：新冠疫情变异风险；经济运行风险；政策风险。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、宏观驱动力切换将过去 20 年 A 股走势分为三个阶段.....	3
二、目前 A 股进入“马拉松阶段”，开始美股化.....	3
（一）A 股三阶段可被分别定义为：搭电梯阶段、议转型阶段与马拉松阶段.....	3
（二）进入马拉松阶段或表明 A 股已经开始美股化.....	4
（三）抱团或为“马拉松阶段”的特征.....	7
三、年初“茅指数”向“宁组合”切换仍由基本面驱动.....	7
四、A 股风格何时再切换？.....	10
（一）“两下一上”可能会引发指数下挫.....	10
（二）社融或于 Q4 初见底，22Q1 末市场有望迎风格切换.....	11

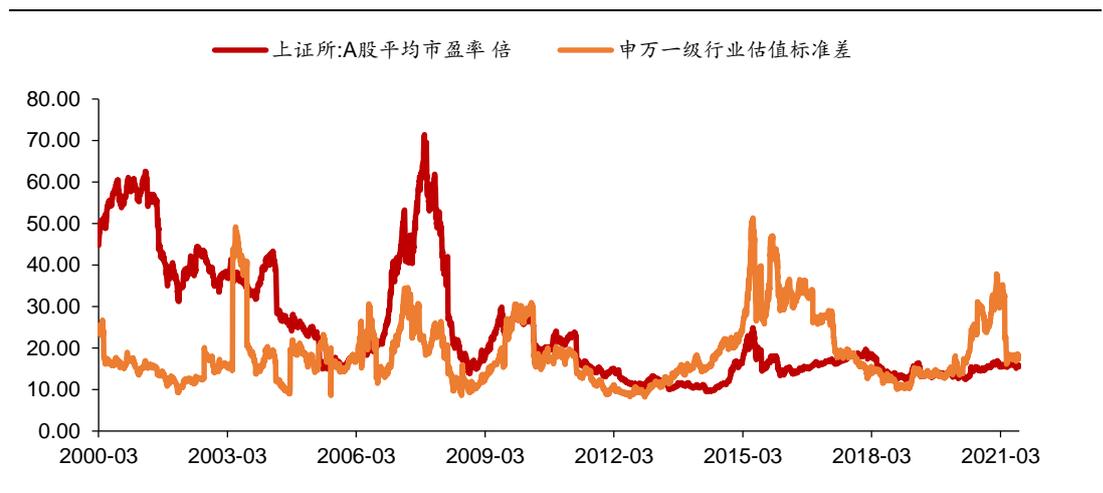
图表目录

图 1：A 股平均市盈率与行业估值标准差.....	3
图 2：三轮牛市期间申万 28 个行业同比涨幅与中国名义 GDP 同比增速的相关性.....	4
图 3：中国实际 GDP 增速与 M2/名义 GDP.....	4
图 4：SHIBOR 隔夜利率水平.....	4
图 5：中美股市二级行业指数年度振幅 MAX.....	5
图 6：中美股市二级行业指数年度振幅 MAX/振幅 MIN.....	5
图 7：中美股市波动率：上证 VS 标普.....	5
图 8：全球产业转移周期视角下的美股行业轮动.....	6
图 9：FAANG 占纳斯达克与全部美股总市值的比重变化.....	7
图 10：“茅指数”同比涨跌幅与中国制造业 PMI（剔除 2020 年 2 月数据）.....	8
图 11：国内部分经济指标 2-7 月同比（固定资产投资为累计同比）变化（%）.....	8
图 12：宁组合指数与 10 年期国债收益率（%）.....	9
图 13：申万采掘业指数与 PPI 同比（%）.....	9
图 14：申万化工行业指数与 PPI 同比（%）.....	9
图 15：申万钢铁行业指数与 PPI 同比（%）.....	10
图 16：申万有色金属行业指数与 PPI 同比（%）.....	10
图 17：南华工业品指数同比、CRB 工业品指数同比与中国 PPI 同比（%）.....	11
表 1：上世纪 50 年代以来标普 500 指数 18 次幅度超过 15% 的调整.....	5

一、宏观驱动力切换将过去20年A股走势分为三个阶段

图1中的红色线是上证所有A股的平均市盈率，橙色线是申万一级行业估值标准差。如图所示，过去20年分为三个阶段，金融危机前二者高度正相关、金融危机后至2019年前二者相关性减弱但仍存在正向联动、2019年以来行业估值标准差已经对市场整体估值脱敏。由此可见，前两个阶段行业弹性取决于指数弹性；2019年以来行业弹性似乎正在摆脱指数弹性。从三个阶段切换的时点，我们皆可以找到一些宏观线索：第一阶段中国高速增长，第一阶段向第二阶段切换与中国抚养比拐点一致；第二阶段为中国经济转型的探索期，第三阶段则为中国人口质量红利释放、确定转型方向的阶段。

图1：A股平均市盈率与行业估值标准差



资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、目前A股进入“马拉松阶段”，开始美股化

（一）A股三阶段可被分别定义为：搭电梯阶段、议转型阶段与马拉松阶段

搭电梯阶段：在2001年加入WTO与城镇化率加速的双重驱动下，中国经济迎来黄金10年。此间A股各行业EPS及其指数表现皆跟随宏观面波动，行业分化并不显著。如表1所示，2005-2007年A股牛市期间，申万一级行业指数表现与中国名义GDP增速均高度正相关。可见此间，各个行业皆有一个共同的 β 因素：高速增长中的中国经济。

议转型阶段：2012-2015年间美欧居民去杠杆叠加页岩油问世，全球深陷总需求不足与经济通缩困局。同期，中国人口数量型红利进入尾声，急需经济结构转型。转型的“无限可能”适逢对冲经济下行压力的宽货币政策，此间A股各行业指数表现与经济背离、但与流动性共振。如图2所示，2013年至2015年6月A股牛市期间，几乎所有行业指数与中国名义GDP增速皆负相关，但也表明该阶段各行业共有的 β 因素是流动性。

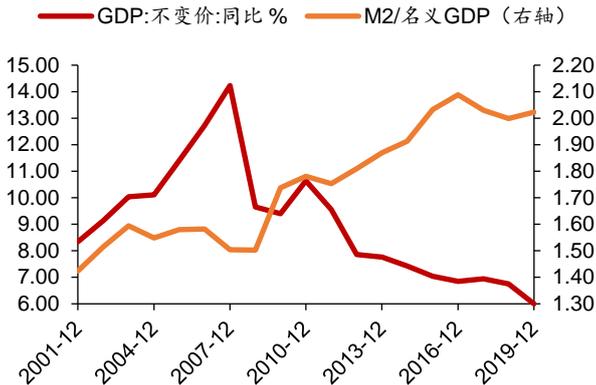
马拉松阶段：“十三五”以来经济增速中枢缓步下移、流动性波幅收敛。在产业政策与转型驱动下，部分产业摆脱了经济增长水位的约束。疫后主要经济体开始新产业竞赛，加剧了行业景气分化。产业政策重于宏观政策，经济增速仅是平均数，权益市场像是马拉松赛场，投资者更关注领跑者。进而，如图2所示，2019年以来各行业指数与中国名义GDP增速的相关性开始分化，相关性绝对值也已显著变小。

图 2：三轮牛市期间申万 28 个行业同比涨幅与中国名义 GDP 同比增速的相关性

	2005-2007	2013-2015.06	2018.10-2021.06		2005-2007	2013-2015.06	2018.10-2021.06
通信	96.31%	-54.83%	-53.52%	传媒	91.95%	10.06%	-20.23%
家电	96.12%	-42.12%	11.26%	电子	91.91%	-36.58%	-33.45%
公用事业	96.03%	-57.05%	30.60%	房地产	91.49%	-61.87%	-4.48%
交运	96.01%	-65.49%	35.99%	建筑装饰	91.31%	-62.73%	19.42%
医药	95.06%	-23.89%	-3.05%	农林	90.68%	-55.98%	-19.89%
纺织服装	94.86%	-65.45%	-3.65%	休闲服务	89.96%	-62.93%	61.79%
轻工	94.79%	-55.27%	21.15%	机械设备	89.51%	-63.13%	28.66%
建材	94.61%	-66.54%	-9.42%	电气设备	89.43%	-55.18%	43.21%
计算机	94.56%	-45.49%	-57.00%	银行	88.82%	-46.86%	49.55%
化工	94.45%	-57.83%	39.79%	有色	87.29%	-72.52%	40.09%
综合	94.22%	-62.74%	-9.69%	非银	87.16%	-69.24%	0.64%
钢铁	93.97%	-72.71%	61.90%	采掘	86.42%	-67.34%	50.75%
汽车	93.86%	-61.47%	34.47%	食品饮料	82.45%	-65.28%	35.44%
商贸	92.46%	-58.70%	-7.66%	军工	78.12%	-55.08%	21.60%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：中国实际 GDP 增速与 M2/名义 GDP



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：SHIBOR 隔夜利率水平



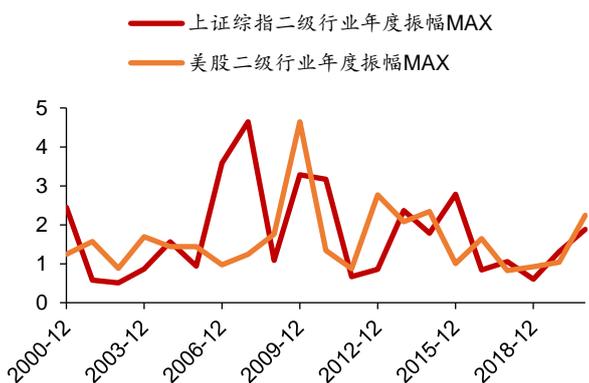
资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）进入马拉松阶段或表明A股已经开始美股化

美股走势具有三点特征：慢牛、多数时间低波动、风格仍受全球影响。

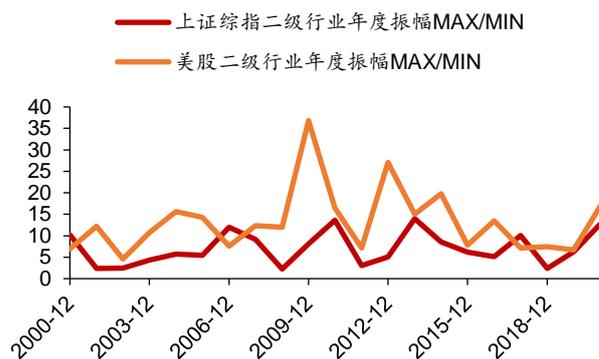
首先，美股各行业指数仍然高波动，但行业间弱相关。我们选取上证与标普二级行业指数作为研究对象。如图 5 所示，两个市场每年振幅最大的二级行业指数振幅不相上下；但如图 6 所示，多数年份中标普二级行业指数年度最大振幅与最小振幅之比显著高于上证最大最小行业振幅比。通过这组对照，我们不难发现过去 20 年美股行业间相关性显著低于 A 股。因此，投资者持有标普 ETF 就相当于做了均衡的行业配置，这就是美股慢牛的基础。而研究的价值在于进一步优化行业配置结果。

图 5：中美股市二级行业指数年度振幅 MAX



资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

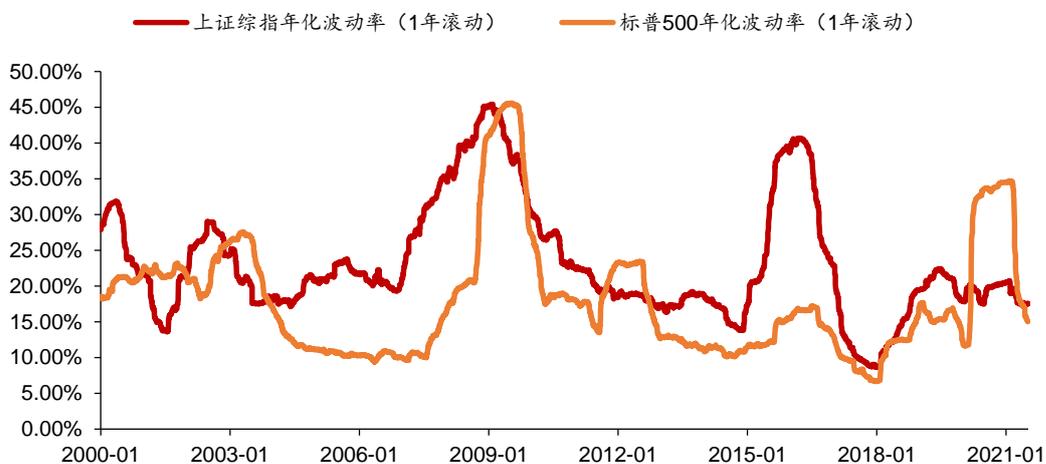
图 6：中美股市二级行业指数年度振幅 MAX/振幅 MIN



资料来源：Wind, Bloomberg, 西部证券研发中心

此外，慢牛意味着美股多数时间低波动，然而一旦经济衰退并诱发系统性风险，波动率会迅速放大，因此择时依旧重要。如图 7 所示，中美股市波动率特征差异较大。美股在多数时间呈现低波动，但会在某些时候瞬间波动加剧；A 股的波动率通常显著高于美股，但波动放大的节奏反而比美股略显温和。如表 1 示，50 年代至今美股重挫的时间多数为经济放缓、衰退、滞胀或者危机阶段，也就是说通过宏观基本面的变化预测 EPS 下行风险对美股择时仍然有效。

图 7：中美股市波动率：上证 VS 标普



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

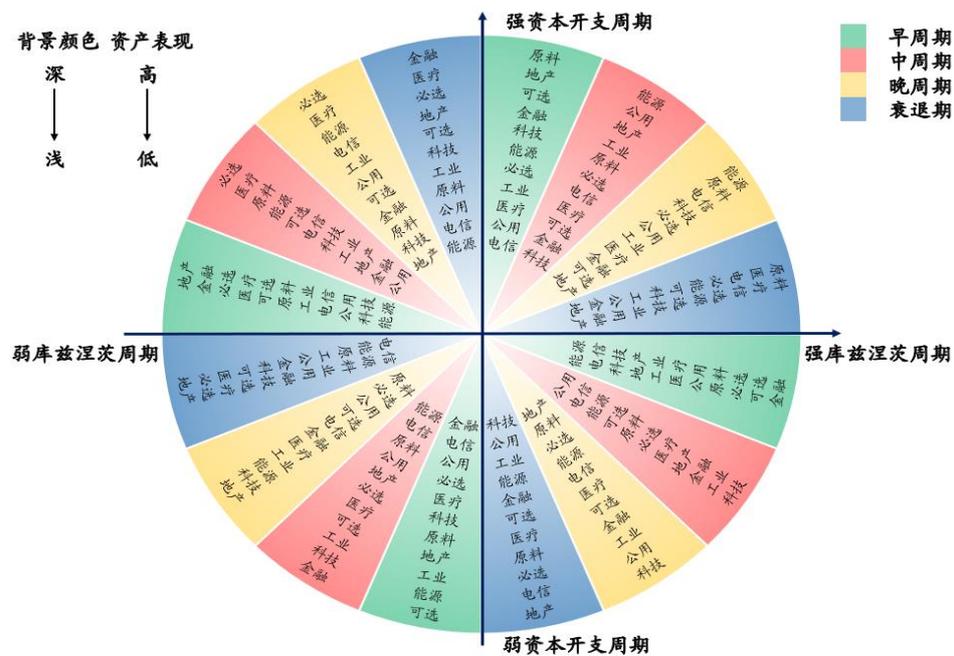
表 1：上世纪 50 年代以来标普 500 指数 18 次幅度超过 15% 的调整

调整初期	调整末期	调整幅度	美国经济状态
2020-02-19	2020-03-23	33.9%	衰退
2018-10-03	2018-12-24	19.6%	经济放缓
2011-07-22	2011-08-08	16.8%	滞胀
2010-04-23	2010-07-02	16.0%	复苏
2007-10-09	2009-03-09	56.8%	次贷危机
2002-03-19	2002-10-09	33.6%	复苏

2000-09-01	2001-09-21	36.5%	衰退
1998-07-17	1998-08-31	19.3%	经济放缓
1990-07-16	1990-10-11	19.9%	滞胀
1987-10-05	1987-10-19	31.5%	过热
1980-11-28	1982-08-12	27.1%	衰退
1980-02-13	1980-03-27	17.1%	滞胀
1976-12-31	1978-03-06	19.1%	滞胀
1973-01-11	1974-10-03	48.2%	滞胀
1968-11-29	1970-05-26	36.1%	滞胀
1966-02-09	1966-10-07	22.2%	放缓
1961-12-12	1962-06-26	28.0%	放缓
1957-07-15	1957-10-22	20.7%	滞胀

资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：全球产业转移周期视角下的美股行业轮动



资料来源：Wind，西部证券研发中心

最后，长期看美股风格亦受全球产业转移周期影响。我们在8月22日报告《疫情对美国长期影响：制造回升、服务“年轻化”、通胀上移》中指出，全球产业转移过程会引发通胀中枢波动，而美国属于通胀厌恶型经济体，因此美国资产，如美元、美债及美股皆会受到该因素影响。总体来看，全球产业转移是库兹涅茨周期与资本开支周期的催化剂。当产业承接国为大型经济体时，全球历经强库兹涅茨周期；承接国为小型经济体，则全球经历弱库兹涅茨周期，每一轮产业转移20年中的上半场（前10年）为弱资本开支周期、下半场（后10年）为强资本开支周期。因此，我们会得到“强库兹涅茨周期+弱资本开支周期”、“强库兹涅茨周期+强资本开支周期”、“弱库兹涅茨周期+弱资本开支周期”与“弱库兹涅茨周期+强资本开支周期”四种经济场景。这四种经济场景下，美国经济又皆会经历“早周期、中周期、晚周期与衰退期”四个小的阶段，进而我们可以得到16种经济小周期，

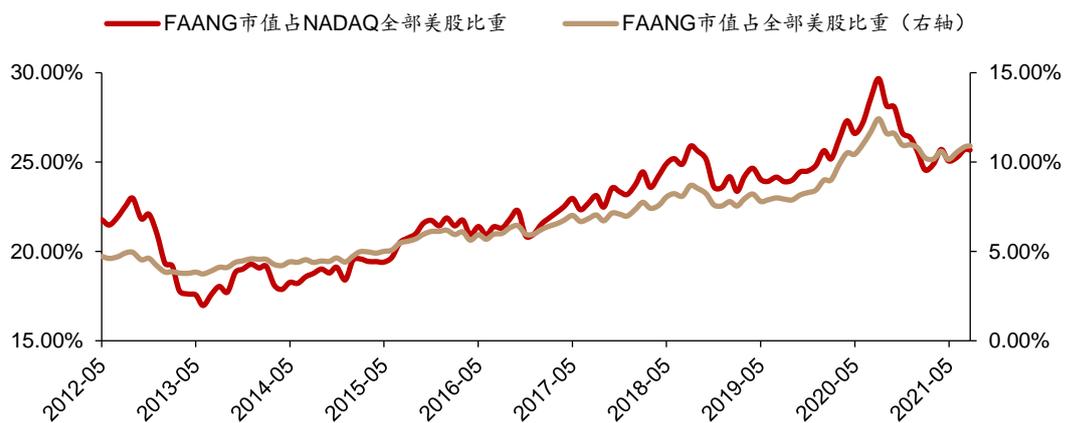
并观察到美股风格的轮动，如图8所示。

进入马拉松阶段或许说明A股开始美股化，慢牛可期，行业相关性保持弱化，这也意味着宏观研究之于A股的意义也已发生变化。当然，由于国内资本市场与海外的联系仍显著弱于美国资本市场与非美的联系，因此A股风格等变化仍主要以内部驱动逻辑为主。当然，外因偶尔可能会成为A股市场逻辑变化的催化剂。

（三）抱团或为“马拉松阶段”的特征

如前文图5所示，美股不同行业之间年度振幅差异极大，说明美股“抱团”现象更为突出。根据Wind数据，目前纳斯达克包括3812只个股。截至2021年8月20日，FAANG¹市值占纳斯达克总市值比重为25.7%、占全部美股总市值比重为10.9%。2020年8月，FAANG的市值占比达到历史峰值，占纳斯达克与全部美股总市值比重分别高达29.7%、12.4%。对此，我们认为在“马拉松阶段”，投资者对于赛场中位数及随后的行业关注度会明显降低，视线主要集中于领跑行业甚至个股上。但是，一旦市场风格变化，抱团标的亦会改变。

图9：FAANG占纳斯达克与全部美股总市值的比重变化



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

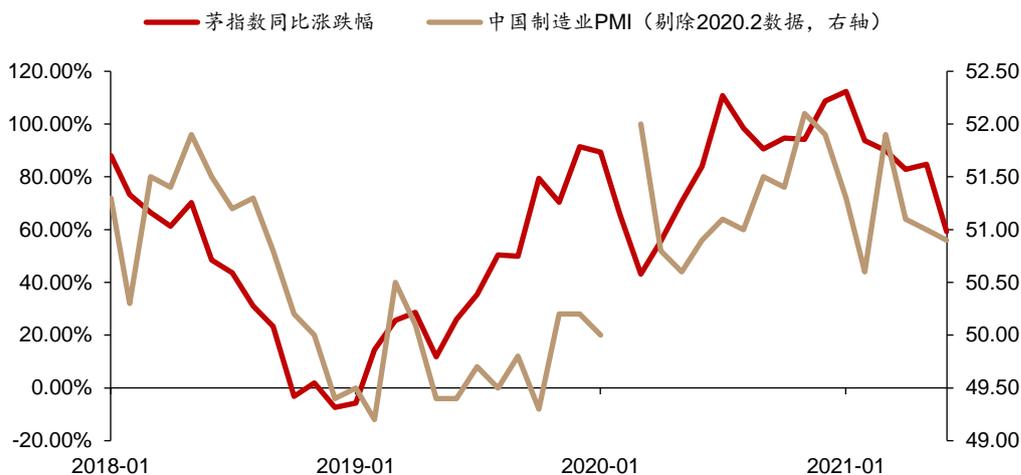
三、年初“茅指数”向“宁组合”切换仍由基本面驱动

今年2月以来国内基本面有四点特征：经济增长见顶逐月放缓、PPI同比持续上升、社融增速保持下滑以及3月以来无风险利率中枢下移。A股市场也有三个特点：“茅指数”于2月见顶回落、上游原材料行业指数波动走高、“宁组合指数”于3月再次企稳并于7月底前屡创新高。回头看，A股风格完全受国内基本面环境驱动。

¹ FAANG为Facebook、苹果、亚马逊、Netflix和谷歌5只股票的简称。

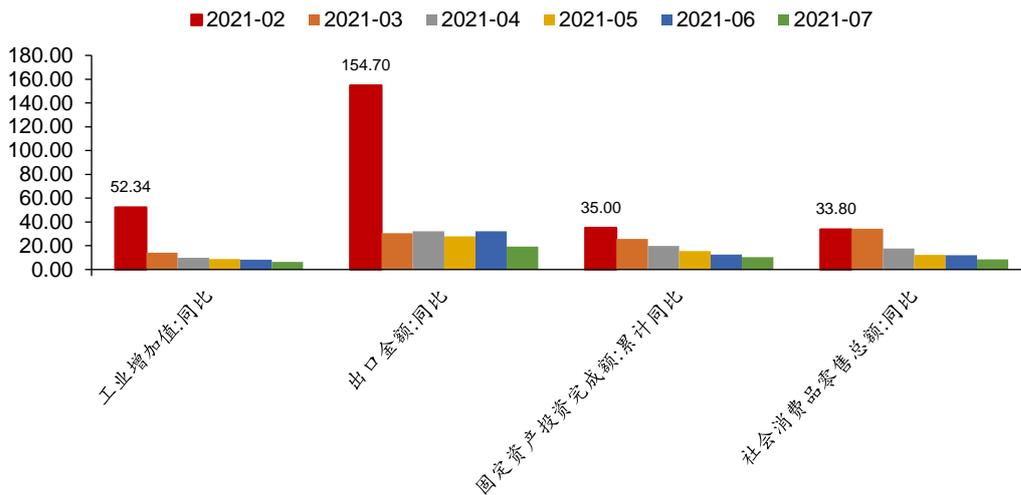
7 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

图 10：“茅指数”同比涨跌幅与中国制造业 PMI（剔除 2020 年 2 月数据）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 11：国内部分经济指标 2-7 月同比（固定资产投资为累计同比）变化 (%)



资料来源：Wind，西部证券研发中心

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25381



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn