

成长可能开启趋势反转，价值或维持反弹震荡

证券研究报告

2022 年 06 月 04 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：情绪的回摆：成长股有更大反弹空间》2022-06-02
- 2 《宏观报告：风险定价-美股只是熊市反弹-6 月第 1 周资产配置报告》2022-06-01
- 3 《宏观报告：加息预期确认放缓，7 月之后实际加息将放缓-加息预期确认放缓，7 月之后实际加息将放缓》2022-05-28

对于成长股，最重要的压制因素（国内经济企稳、情绪修复，海外流动性紧缩放缓）开始改善，胜率确定性提升，一旦情绪好转，反弹可能是趋势反转的开始。成长股的风险溢价更高，短期拥挤度更低，无论中期还是短期的赔率都高于价值股。

对于价值股，影响因素还有疫后经济恢复的斜率、出口回落的负面影响、高油价对制造业利润挤出、稳经济政策力度只兜底不刺激、人民币汇率贬值不充分等尚未明确改善，胜率提升还存在不确定性，中短期内或将延续二季度以来“政策利多反弹、基本面利空回调”的震荡格局，基本面见底的空间已经充分，但趋势反转的时间尚不充分。

风险提示：疫情再次出现反弹；经济增速回落超预期；海外货币政策超预期加码

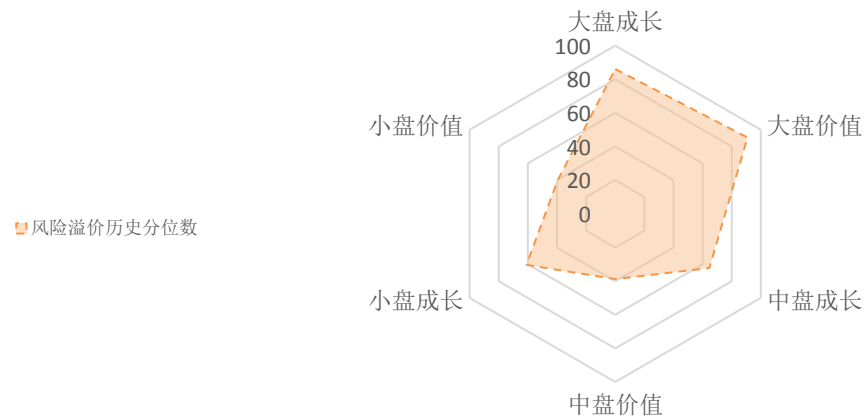
市场在意的不是好与坏，而是更好与更坏，重要的是确定性和性价比

经济的现状已经被较高的市场赔率定价，边际变化会反映在胜率上。当前胜率的一大问题是模糊，关于疫情、稳经济政策、海外流动性的不确定性较多。疫情的不确定性在于后续是否仍会再次反弹和政策的经济成本，政策的不确定性在于大规模刺激计划的可能性和既有政策的落地执行效果。确定性和性价比仍是市场定价的核心。

为什么成长股的性价比更高？

从风险溢价和拥挤度来看，成长高于价值。风险溢价是评判权益资产中期性价比的重要指标。经过前期的大幅调整之后，成长股的风险溢价整体高于价值股，大/中/小盘成长的风险溢价分别处在 86%、64%和 61%分位；而大/中/小盘价值的风险溢价处在 91%、39%和 40%分位。

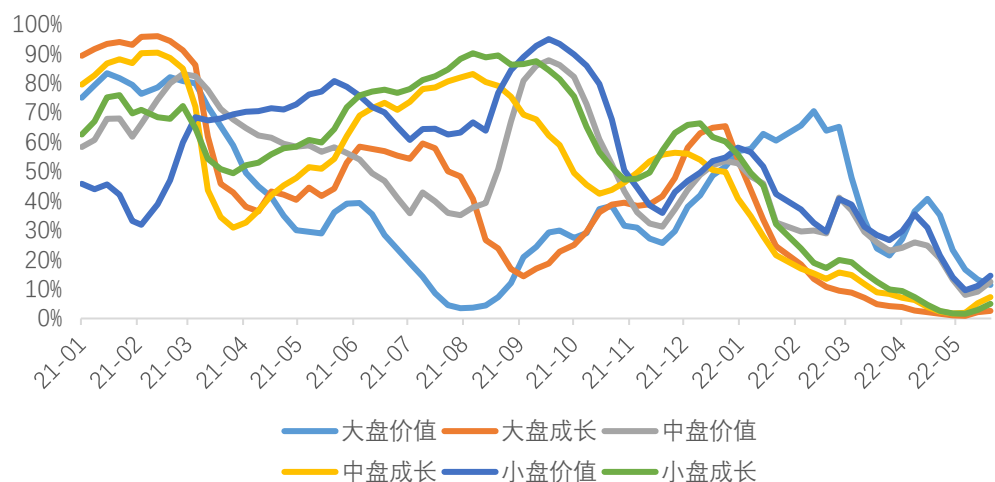
图 1：从风险溢价和拥挤度来看，成长高于价值



资料来源：Wind，天风证券研究所

同时，我们把交易拥挤度作为判断指数短期盈亏比的参考，目前风格指数的交易拥挤度都处在较低位置，其中成长的超卖幅度比价值要更深一些。（大盘/中盘/小盘价值的拥挤度分别处在 11%、13%、15%分位；大盘/中盘/小盘成长的拥挤度分别处在 3%、7%和 5%分位），上一次成长风格处在这个位置还是 2018 年 11 月。

图 2：成长的超卖幅度比价值要更深一些



资料来源：Wind，天风证券研究所

为什么成长股胜率提升的确定性更高？

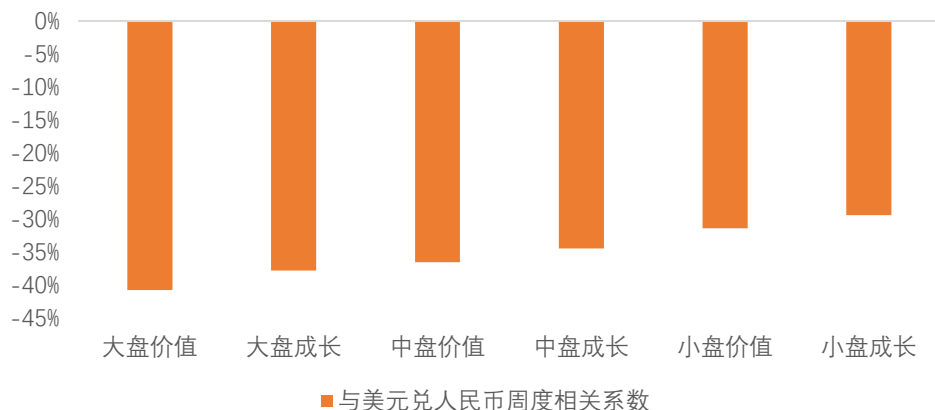
第一，从基本面的角度，与价值股相比，成长股与短期基本面的相关性较弱。

成长股更在意长期基本面，比如产业趋势、行业成长性、企业竞争格局等。成长风格与增长因子的平均相关性为 5.4%，而价值风格与增长因子的相关性为 16.3%。

上海疫情之后，经济复苏斜率是市场关注的核心问题。成长股对复苏斜率的要求较低，只要疫情和地产能稳住，带动情绪修复，成长股胜率提升的确定性更高。然而经济复苏的斜率、政策发力的方式和效果等都会直接影响价值股的反弹结构和空间。

另外，高油价和人民币汇率贬值也是影响价值股反弹持续性的不确定因素。一方面，价值股与人民币汇率的相关性更高。大盘价值风格既是外资持仓集中度较高的领域，也和经济预期走向更相关。（详见《汇率和股市是什么关系？》）

图 3：风格指数与美元兑人民币的相关关系



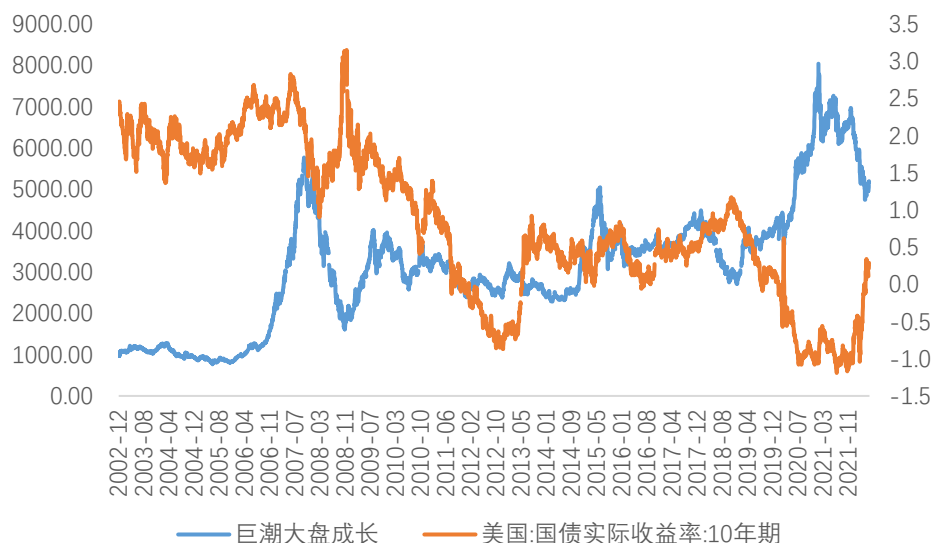
资料来源：Wind，天风证券研究所

同时，油价高企的影响也主要集中在价值风格的行业上。我们在《高油价对中国经济和各行业的影响有多大？》中，结合原油消耗强度和价格传导能力两个方面，发现受油价影响较大的行业主要是化学原料、建材、电力设备、消费。

第二，从流动性的角度，成长股的久期更长，对内外流动性环境更加敏感，大盘成长指数和美国十年期实际利率的负相关性高达 66%。

海外流动性的不确定性正在消除。5 月以来 FFR 期货隐含年内加息预期次数出现回落，美债利率从 3.2% 的高点回落。我们认为联储可能在 Q3 放缓加息的步伐，在 Q4 停止加息，如果看半年维度，加息预期和美债利率的方向均为回落。（详见《加息预期或已过了最鹰的时候》、《加息预期确认放缓，7 月之后实际加息将放缓》）

图 4：大盘成长指数和美国 10Y TIPS 的负相关系数高达 66%



资料来源：Wind，天风证券研究所

因此，基本面和流动性这两个维度的边际改善，均对成长股更有利，成长股胜率提

升的确定性也更高，一旦情绪发生好转，成长股的反弹可能是趋势反转的开始。我们 5 月资产配置报告显示 5-7 月大盘成长的胜率已经上升到了 66% 的较高位置，建议提升配置权重至【高配】（详见《看多大盘成长和金融——5 月资产配置报告》）。

同时，技术面看，成长股当前的交易拥挤度水平，2010 年以来可参照的时间点只有 2010 年 7 月、2012 年 1 月、2015 年 10 月、2018 年 11 月，这四个时间点之后都开启了超跌反弹。参照历史规律，当前成长股至少在中期维度上仍有较大的反弹空间。（详见《情绪的回摆：成长股有更大反弹空间》）

对于价值股，当前约束胜率提升的影响因素较多，比如疫后经济恢复的斜率、出口回落的负面影响、高油价对制造业利润挤出、稳经济政策力度只兜底不刺激、人民币汇率贬值不充分等。在以上因素尚未明确且改善之前，价值股的胜率提升依然存在不确定性，因此中短期内或将延续二季度以来“政策利多反弹、基本面利空回调”的震荡格局，基本面见底的空间聊已基本充分，但趋势反转的时间可能仍需等待。

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_42615

