



## 宏观专题

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

### 研究助理

### 相关研究

# 风格切换的完成度

## 投资要点:

- 长期以来,市场风格的切换都不是一蹴而就(除场内流动性泛滥的时期外),风格切换的本质是由自下而上的共识驱动个股导致的行业交易结果的汇总,并不一定依靠全面的自上而下的指标体系去指导风格择时。基于在不同时期对有超额收益的个股进行获利了结,转向对高性价比的个股进行选择,在小范围内形成一定的共识随后逐渐扩大成为全市场的共识,是风格形成完全切换的过程,但在此过程中,共识由小范围向全市场范围转换的趋势形成仍然会有波折,风险点可能是行业逻辑仍然存在瑕疵、市场流动性资金不足、投资逻辑的思维定势没有完全向新范式切换等。

## ● 目前风格切换的核心要素是赔率而非胜率

自 2016 年以来,A 股市场的风格逐渐赛道化,市场选择的逻辑框架的一致性较强,因此导致市场结构性的风格极化推升行业估值泡沫,在高点破灭后又重新寻找新的赛道进行抱团,从宏观角度上来讲,在全球范围内经济增长的内生动力不足,全球化和全要素生产率的下行导致出现结构性的资产荒,因此赛道内的共识不断创造极致的风格,在性价比达到极端不合理的水平之时,资金才考虑获利了结,转向寻找新的有性价比的资产或者是等待赛道调整后再次进入。在这种条件下,资金更关注的是在当前时点的性价比,即个股或者行业的赔率是多少,而非关注绝对估值水平和盈利高低,即胜率并不是风格切换的主要因素。

## ● 供给侧逻辑变化的共识在逐渐被接受

在中报落地后,新老能源的高景气均在股价中得到了印证。当前我们已经能够看到利润向上游分配的在多个季度内持续,并且在传统能源和新能源产业均出现了上游景气共振的现象(油、气、煤、有色、非金属材料等)。在全球经济高速发展的过程中,需求定价的模式导致了投资的逻辑范式大部分以需求角度出发,而在全球经济下行的过程中,需求端确定性的下降和供给端的长期资本开支不足带来的生产下行可能形成新的平衡,在上下游供需格局重塑的过程中,需求驱动框架与供给长期趋势的变化可能重塑传统投资逻辑,上游资源的价格中枢可能将长期上行。因此,在当前时间点,我们认为投资框架的共识变化可能导致市场的风格出现一段时间对抗,即部分资金仍然在赛道风格上继续推动估值和交易热度相对低位的细分方向继续往极致化的趋势发展,如二级行业的其他电源设备 II 近期的表现所印证,另一方面,供给侧逻辑的变化推动部分资金的共识转向供给交易,上游能源的方向可能仍然是下一阶段的共识聚集地。

- **风险提示:** 疫情扰动,极端天气持续,海外实质性衰退,地缘政治风险升温

## 内容目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1. 风格切换暂不稳固 .....                  | 4  |
| 1.1. 赛道行业的交易热度自 8 月底以来有所下降 .....   | 4  |
| 1.2. 行业间估值扩散不稳固，行业内扩散仍有可能极化 .....  | 6  |
| 1.3. 供给侧逻辑主导盈利向上游转移 .....          | 7  |
| 1.4. 行业风格轮动并未形成合力 .....            | 8  |
| 2. 后续市场风格的变化方向 .....               | 10 |
| 2.1. 风格切换的本质是交易结果而非根据前置指标的择时 ..... | 10 |
| 2.2. 目前风格切换的核心要素是赔率而非胜率 .....      | 10 |
| 2.3. 供给侧逻辑变化的共识在逐渐被接受 .....        | 10 |
| 3. 风险提示 .....                      | 11 |

## 图表目录

|                                                     |   |
|-----------------------------------------------------|---|
| 图 1：行业间估值分化程度严重（一级行业） .....                         | 6 |
| 图 2：行业间估值分化程度严重（二级行业） .....                         | 6 |
| 图 3：盈利向上游集中 .....                                   | 7 |
| 图 4：7 月至今（2022 年 9 月 8 日）行业轮动（一级行业涨跌幅） .....        | 8 |
| 图 5：7 月至今（2022 年 9 月 8 日）行业轮动（二级行业涨幅和跌幅排名前十五） ..... | 9 |
| 表 1：一级行业拥挤度现状及分位值变化 .....                           | 5 |
| 表 2：二级行业拥挤度现状及分位值变化（一年期分位数前五和后十五） .....             | 5 |

## 1. 风格切换暂不稳固

### 1.1. 赛道行业的交易热度自 8 月底以来有所下降

我们以周度的行业成交额占所有行业成交额比表示各行业的交易拥挤度。我们发现新能源、电子、机械、汽车、公用事业、石油石化等行业的交易拥挤度在各时间维度的分位值触及历史较高水平,但已从 8 月末的 100%下降至 98%左右(一年维度);从二级行业来看,一年和三年维度的厨卫电器和燃气 II 的交易拥挤度达到历史最高水平(100%),厨卫电器、燃气 II、休闲食品、文娱用品、航运港口、光伏设备、煤炭开采在各年限维度的拥挤度均达到 90%以上,家电、旧能源和贸易(油运、油服、炼化、港口等)、通信、电子、新能源、机械、化工、休闲娱乐的其他二级行业也在部分时间维度上处于交易拥挤度较高的位置。

赛道板块的交易热度自 8 月底以来有所下降,但交易拥挤度较 4 月的底部变动靠前的行业仍然集中在新能源、电子、电力与公用事业、机械、汽车中。建筑、地产、食品饮料、交运近三周的交易拥挤度出现了提升,说明交易热度出现了一定程度的扩散,但大消费和金融地产的交易热度分位数仍然较低,且相比 4 月的低点仍然继续下行。一级行业里医药、有色、计算机和二级行业中造纸、金属新材料、特钢的行业拥挤度的绝对数值与其他行业相比处于较高水平,但这些行业自身的拥挤度水平与各自在 4 月底的水平相比仍然出现了下滑,说明 4 月这一轮底部反弹的过程中这部分行业参与度较低。二级行业拥挤度末位的行业拥挤度在 4 月以来几乎都呈现拥挤度继续下降的趋势,而近几周交易热度较高的二级行业趋势仍然向上,说明二级行业间交易热度的分化依然较为明显。

从 4 月至今的各行业指数拥挤度走势来看,拥挤度较高的行业中新能源、电子、机械、汽车开始出现向下的拐点,公用事业、通信、石化拥挤度走高,拥挤度较低的行业中煤炭和交运的趋势也开始走高,说明行业轮动已经开始逐渐呈现行业间扩散迹象,拥挤度较高的板块已经出现波动。从拥挤度水平来看,本次轮动并非完全线性从高拥挤度向低拥挤度扩散,即便近几周高拥挤度行业走势有所波动,低拥挤度的医药、食品饮料、金融地产等行业的拥挤度仍然继续处于绝对低位,行业呈现主题性的交替(新能源向旧能源过渡)。

二级行业来看,赛道的细分方向在 8 月底开始出现明显的交易热度下降,电子、新能源、机械、汽车的热门细分行业如消费电子、光电子、电网设备、电池、风电、零部件等行业拥挤度已经由 8 月的 95%左右水平降至 85%左右或更低水平,但行业间仍然呈现向其他细分方向扩散的趋势,如半导体、元件、电子化学品、乘用车等二级行业交易热度开始上行。大部分二级行业在十年拥挤度新高的情况下都开始逐步向次新高的行业扩散,但拥挤度较低的行业则仍然维持低迷的拥挤度走势。

表 1：一级行业拥挤度现状及分位值变化

| 一级行业分类   | 行业拥挤度       |           | 行业拥挤度分位数 |        |        |           |           |           | 拥挤度走势<br>2022/4 至今 |
|----------|-------------|-----------|----------|--------|--------|-----------|-----------|-----------|--------------------|
|          | 截至 2022/9/8 | 较 4/29 变动 | 一年       | 三年     | 十年     | 较 8/26 变动 | 较 8/19 变动 | 较 8/12 变动 |                    |
| 电力设备及新能源 | 15.77%      | 3.79%     | 98.00%   | 99.30% | 99.80% | -1.09%    | -3.63%    | 1.90%     |                    |
| 机械       | 9.13%       | 3.48%     | 94.10%   | 98.00% | 98.60% | -0.18%    | -1.40%    | -1.85%    |                    |
| 电力及公用事业  | 4.35%       | 1.98%     | 90.10%   | 94.20% | 84.70% | 0.57%     | 0.32%     | 1.90%     |                    |
| 汽车       | 5.17%       | 1.75%     | 78.40%   | 87.80% | 92.50% | 0.19%     | -0.36%    | 0.10%     |                    |
| 电子       | 13.59%      | 1.55%     | 96.00%   | 73.00% | 90.80% | -1.04%    | -4.61%    | -6.17%    |                    |
| 通信       | 2.69%       | 1.20%     | 88.20%   | 59.60% | 28.00% | 0.80%     | 0.14%     | 0.12%     |                    |
| 基础化工     | 8.62%       | 1.13%     | 47.00%   | 79.40% | 91.60% | -0.31%    | -0.44%    | -1.25%    |                    |
| 国防军工     | 2.44%       | 1.11%     | 58.80%   | 47.40% | 62.30% | 0.84%     | 0.73%     | 0.05%     |                    |
| 有色金属     | 4.33%       | 0.47%     | 7.80%    | 40.30% | 50.80% | -0.42%    | 1.16%     | 0.47%     |                    |
| 交通运输     | 1.34%       | 0.41%     | 11.70%   | 7.00%  | 2.90%  | 0.10%     | 1.55%     | 1.36%     |                    |
| 综合       | 0.79%       | 0.25%     | 62.70%   | 75.00% | 32.90% | 0.16%     | 0.26%     | 0.00%     |                    |
| 轻工制造     | 1.03%       | 0.24%     | 13.70%   | 4.40%  | 3.30%  | 0.16%     | 0.28%     | 0.16%     |                    |
| 石油石化     | 1.69%       | 0.06%     | 79.60%   | 92.40% | 71.50% | -0.02%    | 0.57%     | 0.34%     |                    |
| 农林牧渔     | 1.92%       | 0.00%     | 47.00%   | 27.50% | 31.50% | -0.35%    | 0.30%     | 1.15%     |                    |
| 消费者服务    | 0.49%       | -0.02%    | 1.90%    | 10.80% | 23.50% | 0.08%     | 0.44%     | 0.35%     |                    |
| 钢铁       | 0.87%       | -0.06%    | 0.00%    | 35.80% | 13.60% | 0.40%     | 0.39%     | 0.39%     |                    |
| 家电       | 1.43%       | -0.08%    | 80.30%   | 35.20% | 16.90% | 0.18%     | -0.02%    | -0.25%    |                    |
| 建材       | 1.25%       | -0.13%    | 9.80%    | 8.30%  | 3.30%  | 0.25%     | 0.29%     | 0.06%     |                    |
| 煤炭       | 1.54%       | -0.20%    | 35.20%   | 75.00% | 70.50% | -0.81%    | 0.41%     | 0.53%     |                    |
| 纺织服装     | 0.50%       | -0.20%    | 23.50%   | 10.20% | 3.30%  | 0.29%     | 0.26%     | 0.30%     |                    |
| 传媒       | 2.37%       | -0.34%    | 45.00%   | 35.20% | 21.40% | 0.02%     | -0.16%    | 0.32%     |                    |
| 商贸零售     | 0.89%       | -0.65%    | 35.20%   | 16.60% | 5.00%  | 0.27%     | 0.22%     | 0.26%     |                    |
| 计算机      | 4.72%       | -1.00%    | 43.10%   | 18.50% | 27.60% | 0.08%     | -0.62%    | -1.95%    |                    |
| 非银行金融    | 1.63%       | -1.37%    | 7.80%    | 2.50%  | 0.70%  | -0.74%    | 0.19%     | -1.33%    |                    |
| 银行       | 1.06%       | -1.46%    | 9.80%    | 5.70%  | 5.80%  | 0.28%     | 0.34%     | 0.38%     |                    |
| 建筑       | 1.78%       | -1.68%    | 21.50%   | 60.80% | 20.80% | 0.83%     | 1.00%     | 0.93%     |                    |
| 房地产      | 1.86%       | -1.91%    | 52.90%   | 41.00% | 12.40% | 1.03%     | 0.73%     | 0.65%     |                    |
| 食品饮料     | 2.26%       | -2.17%    | 0.00%    | 1.20%  | 15.70% | -1.31%    | 1.10%     | 0.87%     |                    |
| 医药       | 5.00%       | -6.12%    | 3.90%    | 1.20%  | 11.30% | -0.26%    | 0.55%     | 0.26%     |                    |

资料来源：wind，德邦研究所，排名不包含综合金融

表 2：二级行业拥挤度现状及分位值变化（一年期分位数前五和后十五）

| 二级行业分类   | 行业拥挤度       |           | 行业拥挤度分位数 |         |        |           |           |           | 拥挤度走势<br>2022/4 至今 |
|----------|-------------|-----------|----------|---------|--------|-----------|-----------|-----------|--------------------|
|          | 截至 2022/9/8 | 较 4/29 变动 | 一年       | 三年      | 十年     | 较 8/26 变动 | 较 8/19 变动 | 较 8/12 变动 |                    |
| 厨卫电器     | 0.2%        | 0.15%     | 100.00%  | 100.00% | 99.60% | 0.08%     | 0.03%     | 0.06%     |                    |
| 燃气 II    | 1.1%        | 0.83%     | 100.00%  | 100.00% | 98.80% | 0.31%     | 0.75%     | 0.70%     |                    |
| 通信设备     | 2.0%        | 0.90%     | 98.00%   | 66.40%  | 39.90% | 0.71%     | 0.61%     | 0.30%     |                    |
| 休闲食品     | 0.4%        | 0.10%     | 98.00%   | 93.50%  | 95.70% | 0.22%     | 0.26%     | 0.28%     |                    |
| 文娱用品     | 0.3%        | 0.17%     | 98.00%   | 98.70%  | 93.50% | 0.06%     | 0.04%     | 0.07%     |                    |
| 航运港口     | 1.3%        | 0.50%     | 98.00%   | 99.30%  | 91.80% | 0.12%     | 0.67%     | 0.77%     |                    |
| 军工电子 II  | 1.3%        | 0.63%     | 96.10%   | 87.70%  | 92.70% | 0.29%     | 0.30%     | -0.32%    |                    |
| 动物保健 II  | 0.1%        | 0.02%     | 94.20%   | 53.50%  | 52.00% | 0.04%     | 0.06%     | 0.04%     |                    |
| 照明设备 II  | 0.1%        | 0.04%     | 94.20%   | 90.90%  | 45.80% | 0.01%     | -0.01%    | 0.00%     |                    |
| 光伏设备     | 4.6%        | 1.95%     | 94.20%   | 98.00%  | 99.40% | -0.35%    | -1.07%    | 0.20%     |                    |
| 煤炭开采     | 2.2%        | 0.28%     | 94.20%   | 98.00%  | 94.10% | -0.13%    | 0.81%     | 0.95%     |                    |
| 油服工程     | 0.5%        | 0.29%     | 94.20%   | 97.40%  | 86.70% | 0.15%     | 0.32%     | 0.33%     |                    |
| 橡胶       | 0.3%        | 0.16%     | 92.30%   | 85.80%  | 71.30% | 0.04%     | 0.00%     | -0.03%    |                    |
| 炼化及贸易    | 1.2%        | 0.45%     | 90.30%   | 94.80%  | 82.80% | 0.25%     | 0.38%     | 0.43%     |                    |
| 电子化学品 II | 0.5%        | 0.16%     | 88.40%   | 58.70%  | 84.40% | 0.02%     | -0.18%    | -0.37%    |                    |

|       |      |        |        |        |        |        |        |        |  |
|-------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 轨交设备Ⅱ | 0.1% | -0.04% | 19.20% | 36.10% | 12.60% | -0.02% | -0.03% | -0.06% |  |
| IT服务Ⅱ | 1.2% | -0.27% | 19.20% | 20.60% | 9.30%  | -0.16% | -0.16% | -0.58% |  |
| 地面兵装Ⅱ | 0.2% | 0.01%  | 17.30% | 7.00%  | 28.20% | -0.01% | -0.07% | -0.16% |  |
| 广告营销  | 0.5% | -0.10% | 17.30% | 19.30% | 29.40% | 0.02%  | 0.04%  | 0.03%  |  |
| 环境治理  | 0.7% | -0.06% | 17.30% | 50.90% | 16.30% | -0.13% | 0.02%  | 0.07%  |  |
| 小金属   | 1.1% | -0.20% | 13.40% | 19.30% | 24.70% | -0.08% | -0.05% | -0.07% |  |
| 证券Ⅱ   | 1.8% | -1.75% | 13.40% | 4.50%  | 6.40%  | -0.55% | -0.23% | -0.49% |  |
| 特钢Ⅱ   | 0.2% | -0.13% | 9.60%  | 32.90% | 47.10% | 0.05%  | 0.05%  | 0.01%  |  |
| 电机Ⅱ   | 0.3% | -0.04% | 9.60%  | 60.60% | 73.40% | -0.10% | -0.14% | -0.21% |  |
| 普钢    | 0.3% | -0.52% | 7.60%  | 30.90% | 16.90% | 0.01%  | 0.04%  | 0.04%  |  |
| 综合Ⅱ   | 0.2% | -0.21% | 7.60%  | 2.50%  | 0.70%  | 0.00%  | 0.00%  | -0.02% |  |
| 造纸    | 0.2% | -0.08% | 5.70%  | 1.90%  | 0.50%  | 0.01%  | 0.04%  | 0.03%  |  |
| 生物制品  | 0.7% | -0.54% | 3.80%  | 1.20%  | 7.60%  | -0.03% | 0.01%  | -0.03% |  |
| 教育    | 0.2% | -0.04% | 3.80%  | 3.20%  | 3.70%  | -0.01% | -0.03% | 0.03%  |  |
| 工程机械  | 0.2% | -0.26% | 0.00%  | 0.00%  | 1.10%  | -0.05% | -0.03% | -0.05% |  |

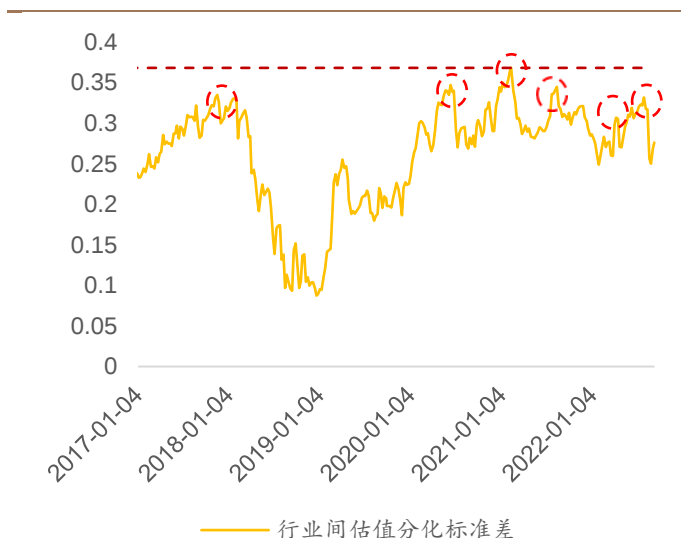
资料来源：wind，德邦研究所，排名不包含综合金融Ⅱ

## 1.2. 行业间估值扩散不稳固，行业内扩散仍有可能极化

行业估值上来看，当前行业间估值分位差距已经接近历史极值水平。我们以各行业近三年估值分位数的标准差衡量估值的差距程度，可以看出，2021年2月的高点是2013年以来的最高点，也是近几年来指数的高点，2021年2月“核心资产”估值极致化瓦解后，消费行业的风格逐渐向新能源转换，而2021年8月则开始出现了新能源向周期行业的逐步切换；2021年12月抱团行情瓦解后，市场经历了一次较大幅度的调整。目前来看，行业估值离散程度已从高点有所回落，本次低点与2022年1月持平，但近期又逐步开始有分化扩大的趋势，说明行业风格并未广泛扩散，仍然是在少部分行业中进行切换或者在原风格上继续耕耘。

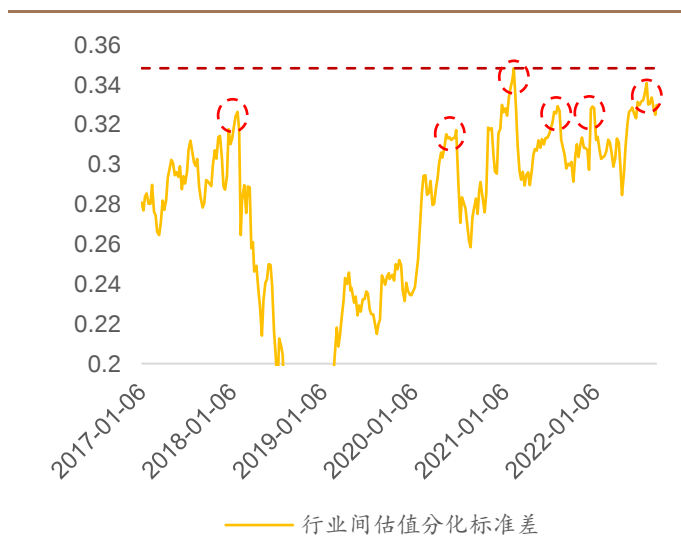
从一二级行业的扩散程度对比来看，二级行业的标准差下移幅度并不大，说明一级行业间的估值差距程度在逐渐减弱，但同一行业中的部分二级行业的估值扩散仍存在极化的可能性，即高估值的一级行业内部的二级行业间可能形成了扩散和分化，但一级行业间的估值扩散趋势并不稳固。

图 1：行业间估值分化程度较为严重（一级行业）



资料来源：wind，德邦研究所

图 2：行业间估值分化程度较为严重（二级行业）



资料来源：wind，德邦研究所

### 1.3. 供给侧逻辑主导盈利向上游转移

从中报反映的净利润累计增速和单季度增速看，上游行业整体优于中游制造和下游消费。煤炭、油气油服业绩高增，电力设备保持高增速。TMT 板块中，新基建发力带动了通信板块景气度的上行，业绩改善力度超出投资者预期。

新能源产业链分化较严重，光伏、锂电业绩表现显著强于风电，从利润分布占比上看，硅料硅片近一年内持续占优，硅料硅片与光伏电池组件单季度增速领先。锂电产业链在利润分配上同样较 Q1 有一定程度的偏移，上游锂和下游锂电制造单季增速超过 100%，中游电池化学品利润占比下降，增速趋势上被下游锂电池反超。向后看，锂电产业链内利润分配趋势大概率继续呈沙漏型分布，上游锂及下游锂电池相对增速居前。

上游资源行业如石油石化、煤炭、有色、发电等的盈利持续保持在高位，业绩稳定性超市场预期。尽管在部分领域国内存在价格管制，但从企业利润增长的角度来看，经历过供给侧改革的上游行业的盈利能力和行业格局都处于优势位置，不管在新能源产业还是传统资源产业，利润向上游转移的现象早已发生。

图 3：盈利向上游集中

| 板块          | 一级行业     | 累计同比(%) |        |         | 变化幅度(%)        |                |
|-------------|----------|---------|--------|---------|----------------|----------------|
|             |          | 2022中报  | 2022一季 | 2021年报  | 2022中报相对2022一季 | 2022一季相对2021年报 |
| 周期资源品       | 石油石化     | 41.77   | 23.05  | 146.35  | 18.73          | -123.30        |
|             | 煤炭       | 96.22   | 82.79  | 73.21   | 13.44          | 9.58           |
|             | 有色金属     | 91.74   | 123.78 | 149.47  | -32.04         | -25.69         |
|             | 电力及公用事业  | -18.38  | -29.60 | -58.44  | 11.22          | 28.84          |
|             | 钢铁       | -49.64  | -22.92 | 88.88   | -26.72         | -111.80        |
| 制造业及交运      | 基础化工     | 35.25   | 43.72  | 132.21  | -8.47          | -88.49         |
|             | 轻工制造     | -29.35  | -39.08 | -6.32   | 9.73           | -32.76         |
|             | 机械       | -20.62  | -22.21 | 8.29    | 1.59           | -30.50         |
|             | 电力设备及新能源 | 46.27   | 24.69  | 29.09   | 21.58          | -4.39          |
|             | 交通运输     | -23.67  | 43.90  | 1232.28 | -67.57         | -1188.38       |
| 大消费（含汽车、医药） | 汽车       | -21.50  | -14.36 | 20.47   | -7.13          | -34.83         |
|             | 商贸零售     | -15.03  | -14.11 | -224.76 | -0.92          | 210.65         |
|             | 消费者服务    | -70.72  | -51.08 | 20.19   | -19.64         | -71.27         |
|             | 家电       | 12.75   | 11.17  | 5.56    | 1.58           | 5.61           |
|             | 纺织服装     | -8.58   | 11.43  | 11.50   | -20.01         | -0.08          |
|             | 医药       | 7.56    | 24.05  | 57.62   | -16.48         | -33.57         |
|             | 食品饮料     | 12.11   | 15.81  | 9.80    | -3.71          | 6.02           |
|             | 建筑       | 5.08    | 10.70  | -4.46   | -5.63          | 15.17          |

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\\_45895](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45895)

