

## A股15年，风格轮动回顾

宏观专题报告

2020年11月17日

## 报告摘要：

## ● 周期股走势主要取决于经济好坏

当经济走强时，周期股通常上涨，当经济走弱时，周期股通常下跌。在2008年之前，由于我国处于工业化时代，周期股表现较为亮眼。但随着我国从工业化转向信息化、从投资驱动型转向消费驱动型、从第二产业主导转向第三产业主导，周期股表现逊色于其他板块，更多存在结构性机会。

## ● 消费股，投资价值高，趋势长牛

消费股具有较高投资价值。无论经济好坏，其表现都较为亮眼。行情好的时候消费股涨势不输给成长股，行情不好的时候消费股也因为避险属性最为抗跌。长期来看消费股收益远高于其他板块，且具有波动小的特性，长期投资价值较高。总体来看，消费股的相对收益率与周期股成反比，这是因为我国经济发展模式逐渐从投资驱动转向消费驱动，近几年来看，代表传统行业的周期股呈现出业绩熊的特征，代表消费行业的消费股则呈现业绩牛的特征。当风险偏好大幅回落或流动性收紧的时候可能会对消费股有一定冲击，使其走势较为疲软。

## ● 金融股走势取决于货币政策

由于中国银行业兼具商业属性和政治属性，因此以银行为代表的金融股走势不仅取决于经济形势，也取决于政策方向。当经济处于过热阶段时，央行往往会上调银根以收缩需求，银行可以享受较高的净息差，且信贷增速较高，金融股表现往往较好，典型的比如2006年-2007年和2016年-2017年。当经济处于萧条阶段和复苏阶段时，由于此阶段货币政策通常较为宽松，金融企业往往要承担一定让利属性，金融股走势往往较差，典型的比如2009年-2010年，以及2020年。当经济处于衰退阶段时，此阶段虽然经济低迷，但由于货币政策不搞强刺激，银行不用承担让利任务，此阶段金融股走势较好。

## ● 成长股走势取决于估值

成长股往往短期盈利较弱，但由于前景较好所以未来可能会有较高的盈利能力，由于远期收益要考虑折现，因此对成长股来说估值非常重要。估值通常取决于无风险收益率和风险偏好，比如2014年-2015年的大牛市是因为无风险收益率大幅下行叠加风险偏好抬升带来的。近几年来看，中美关系和疫情对风险偏好有较大影响，中美关系缓和的时候，由于风险偏好修复成长股表现通常较好；中美关系恶化的时候成长股通常表现较差。总体来看，成长股相对收益率和金融股呈反比，一部分原因是金融股大多数具有估值低、盈利稳等价值股具有的特征，而价值股和成长股具有替代效应。当风险偏好抬升的时候，资金会从价值股流向成长股；风险偏好恶化的时候则从成长股流向价值股。另外，通胀上行或流动性收紧的时候成长股表现往往较差，主要是因为二者都会对估值造成较大冲击。

## ● 风险提示：

疫苗普及超预期、欧美经济封锁超预期、中美关系走势等。

## 民生证券研究院

## 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

## 研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

## 相关研究

## 目录

<b>一、2005-2007，工业化加速，金融、周期领涨</b>	<b>4</b>
(一) 宏观环境：经济好、流动性宽松、估值抬升	4
(二) 板块表现：金融表现最好，成长表现最差	4
(三) 行业表现：地产、金融、中上游周期、消费表现较好	5
<b>二、2008年，全球金融危机，金融和周期领跌</b>	<b>6</b>
(一) 宏观环境：经济差、流动性宽松、风险偏好回落	6
(二) 板块表现：金融和周期板块跌幅最多	6
(三) 行业表现：中上游周期、金融跌幅靠前，医药坚挺	7
<b>三、2009，四万亿，周期领涨</b>	<b>8</b>
(一) 宏观环境：经济走强，流动性宽松，风险偏好稳定	8
(二) 板块表现：周期板块涨势最好，金融上涨最少	8
(三) 行业表现：周期行业和科技行业领涨	9
<b>四、2010，政策收紧，消费和成长开始发力</b>	<b>10</b>
(一) 宏观环境：经济和流动性迎来下行拐点，风险偏好稳定	10
(二) 板块表现：消费和成长表现较好	10
(三) 行业表现：消费和科技表现较好	11
<b>五、2011，经济收缩，股市遇冷</b>	<b>12</b>
(一) 宏观环境：经济走弱，流动性收紧，风险偏好回落	12
(二) 板块表现：周期和成长板块跌幅最多	12
(三) 行业表现：周期行业和科技行业领涨	13
<b>六、2012—2014.6，结构性牛市</b>	<b>14</b>
(一) 宏观环境：经济走弱，流动性稳健，无风险收益率上升	14
(二) 板块表现：成长领涨，周期领跌	14
(三) 行业表现：科技和消费表现强劲	15
<b>七、2014.6-2015.6，利率下行，股市改革牛</b>	<b>16</b>
(一) 宏观环境：经济走弱，流动性宽松，无风险利率下行	16
(二) 板块表现：金融、周期、成长轮番领涨	16
(三) 行业表现：周期、科技、金融均有较好表现	17
<b>八、2015.6-2016.6，风险偏好回落，股市走熊</b>	<b>18</b>
(一) 宏观环境：经济弱复苏，流动性宽松，风险偏好回落	18
(二) 板块表现：金融领涨、周期领跌	18
(三) 行业表现：中上游周期跌幅较大	19
<b>九、2016.6-2017，周期向上，结构性牛市</b>	<b>20</b>
(一) 宏观环境：经济复苏，流动性收紧，无风险利率上升	20
(二) 板块表现：金融、消费领涨、成长领跌	20
(三) 行业表现：周期、消费、金融表现较好	21
<b>十、2018，去杠杆+贸易冲突，全面性熊市</b>	<b>22</b>
(一) 宏观环境：经济下行，流动性收紧，风险偏好回落	22
(二) 板块表现：成长和周期领跌，金融抗跌	22

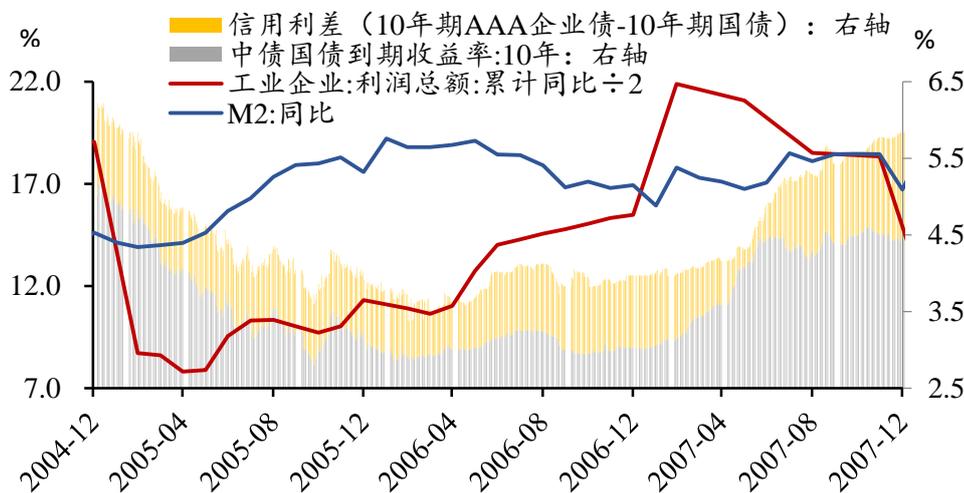
(三) 行业表现: 消费和金融抗跌, 科技和中下游周期领跌 .....	23
<b>十一、2019, 估值修复, 结构性行情.....</b>	<b>24</b>
(一) 宏观环境: 经济下行, 流动性偏松, 风险偏好回升 .....	24
(二) 板块表现: 消费领涨, 成长 N 型走势 .....	24
(三) 行业表现: 餐饮和电子表现最好, 钢铁、建筑表现最差 .....	25
<b>十二、2020 年 1-5 月, 大封锁, 结构性行情 .....</b>	<b>26</b>
(一) 宏观环境: 经济下行, 流动性宽松, 无风险利率下降 .....	26
(二) 板块表现: 消费和成长领涨, 金融领跌 .....	26
(三) 行业表现: 医药和餐饮表现最好, 能源、金融表现最差 .....	27
<b>十三、2020 年 6-10 月, 经济复苏, 股市走牛 .....</b>	<b>28</b>
(一) 宏观环境: 经济修复, 流动性稳健, 风险偏好抬升 .....	28
(二) 板块表现: 消费成长周期均有较大涨幅, 金融表现一般 .....	28
(三) 行业表现: 新能源类、消费、军工表现最好 .....	29
<b>十四、A 股风格轮动的规律.....</b>	<b>30</b>
(一) 周期股走势主要取决于经济好坏 .....	30
(二) 消费股, 投资价值高, 趋势长牛 .....	30
(三) 金融股走势取决于货币政策 .....	31
(四) 成长股走势取决于估值 .....	31
<b>十五、不同宏观场景下该配置什么资产 .....</b>	<b>33</b>
(一) 近 15 年来我国宏观场景可划分为 5 类 .....	33
(二) 复苏场景下, 成长股表现最好、金融股表现最差 .....	33
(三) 过热场景下, 金融股表现最好、成长股表现最不好 .....	34
(四) 紧缩场景下, 金融股最抗跌、周期股和成长股表现最差 .....	34
(五) 低迷场景下, 消费股和成长股表现最好、周期股表现最差 .....	34
(六) 萧条场景下, 消费 > 成长 > 金融 > 周期 .....	34
<b>十六、未来展望: 大类资产配置怎么看? .....</b>	<b>35</b>
(一) 2020 年底—2021 年初, 经济预计仍处于复苏阶段 .....	35
(二) 复苏阶段看好成长、消费和周期 .....	35
(三) 2021 年二季度—2021 年底, 经济或进入过热阶段 .....	36
(四) 过热阶段看好金融、消费、周期 .....	36
<b>风险提示 .....</b>	<b>36</b>

## 一、2005-2007，工业化加速，金融、周期领涨

### （一）宏观环境：经济好、流动性宽松、估值抬升

2005年-2007年期间，我国工业化和城镇化加速，GDP增速处于历史较高水平，工业利润持续走高。另一方面，受益于净出口高增长，外汇占款明显增加，被动投放货币，M2增速保持较高水平，流动性宽松。另一方面，当时的货币政策一度较为宽松，特别是2006年期间，十年期国债处于较低水平，市场风险偏好抬升，对股市估值形成支撑。在经济向好、流动性宽松、估值利好的三重背景下，从2006年下半年开始股市走出一波超级长牛，上证从1000点左右上冲至2007年的6000点上方。这轮牛市结束的原因在于央行多次加息，无风险利率上行，对估值造成很大杀伤。且过度上涨带来一定泡沫，去泡沫化进程产生恐慌情绪。

图1：05-07年经济、流动性双双向好，带动股市走牛



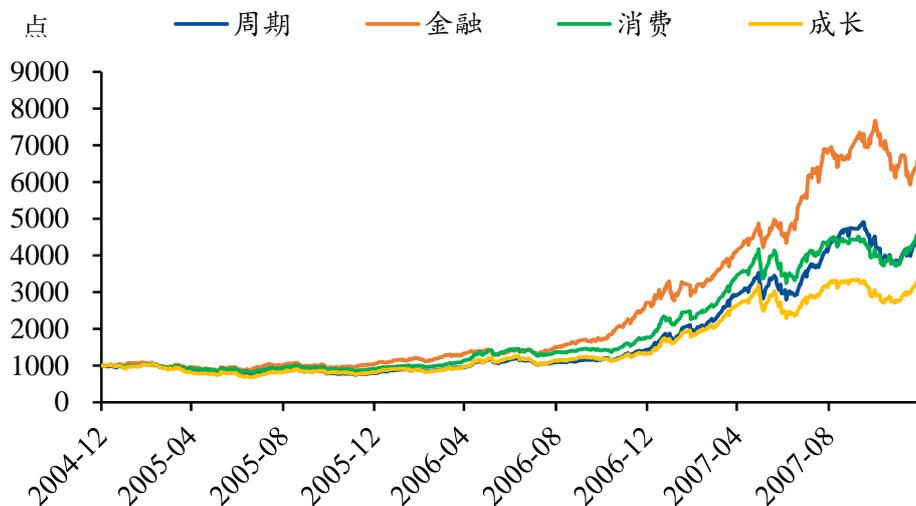
资料来源：wind，民生证券研究院

### （二）板块表现：金融表现最好，成长表现最差

从各板块来看，金融板块表现最好，主要有几方面原因，首先，当时GDP和固定资产投资持续维持高增长，无论房地产还是制造业均有较强的融资需求，这带来了信用周期的扩张，这是量的保证。另一方面，那个时期存贷利差较高，银行可以享受丰厚的净息差，这是价的促进。再次，那一时期我国金融改革提速，无论是银行还是非银金融迎来兼并重组潮，也充分享受到改革的红利。

那一时期成长板块表现一般，原因是多方面的。首先，那一时期我国处于工业化阶段，相比现在的信息化阶段，那一时期更加依赖投资和传统工业。新兴经济还处于萌芽阶段，无论盈利能力还是估值都较低。另一方面，那一时期我国上市科技企业存在一定程度的造假现象，这拖累了整个板块的走势。

图 2：05-07 年经济、流动性双向好，周期和金融股表现最好

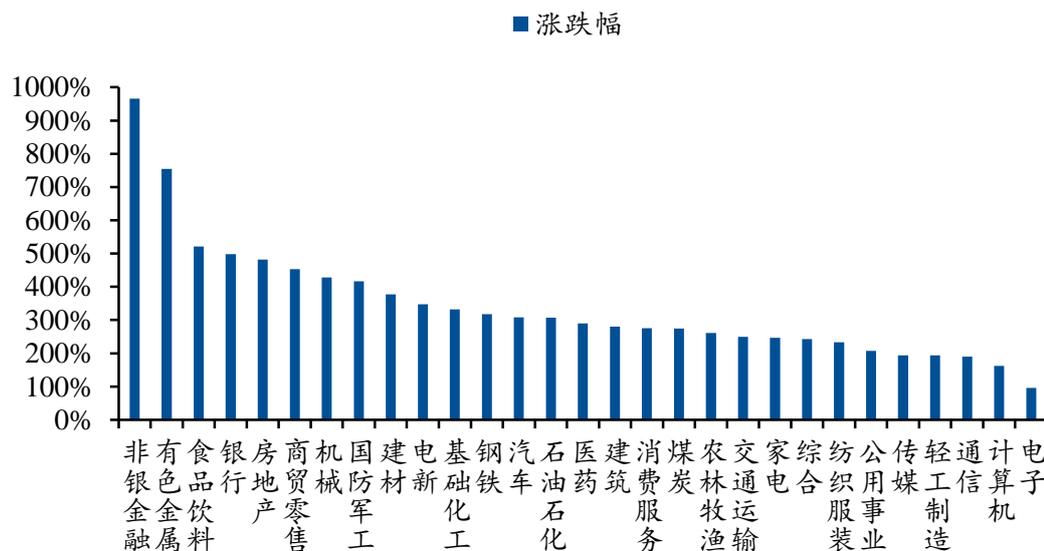


资料来源：wind，民生证券研究院

### (三) 行业表现：地产、金融、中上游周期、消费表现较好

从行业来看，金融、地产、中上游周期行业 and 消费表现较好。由于那一时期地产周期、信贷周期双双发力，叠加以煤炭、钢铁、有色、化工等为代表的中上游周期行业大力扩张产能，金融和周期行业均有较好表现。消费方面，作为趋势性行业，在经济强劲、流动性宽松的背景下消费也有较大涨幅。

图 3：05-07 年期间，金融、周期、消费行业均有较大涨幅



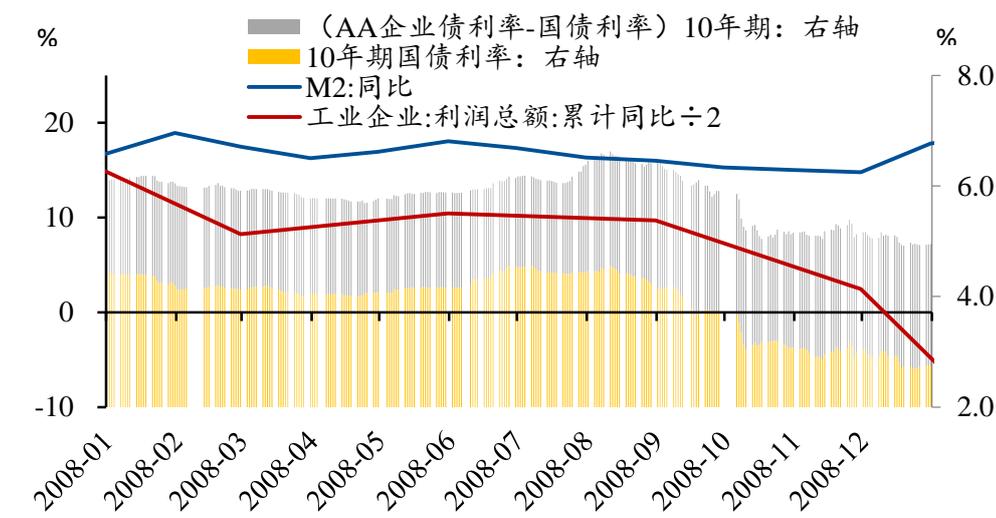
资料来源：wind，民生证券研究院

## 二、2008年，全球金融危机，金融和周期领跌

### （一）宏观环境：经济差、流动性宽松、风险偏好回落

2008年年中，全球金融危机爆发，经济结束扩张期，进入收缩阶段，工业利润由正转负。为了保证经济增速维持在潜在产出之上，货币政策和财政政策均较为宽松，M2保持高速增长，流动性较为宽裕。估值方面，由于全球爆发金融危机，风险偏好回落，尽管央行多次降息，但企业信用利差上升。在此背景下，股市走熊，上证从5000多点跌破2000点。

图4：08年期间经济快速下滑

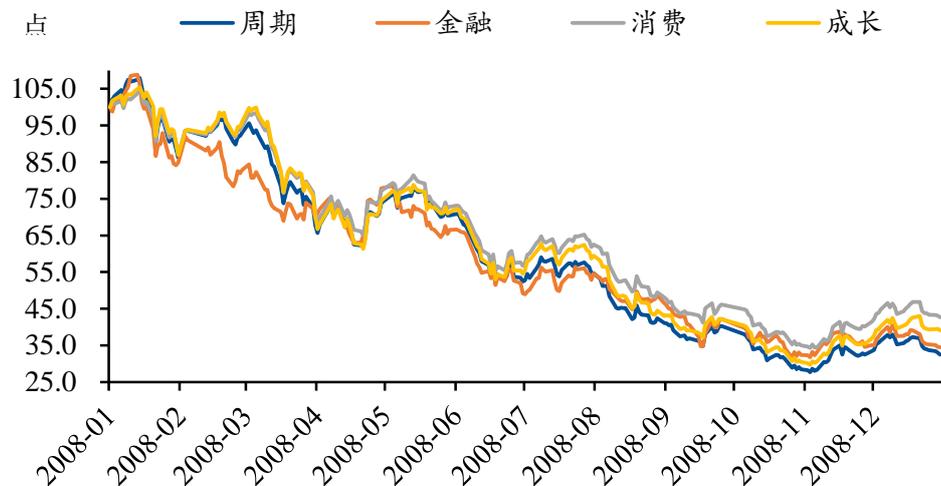


资料来源：wind，民生证券研究院

### （二）板块表现：金融和周期板块跌幅最多

经济基本面恶化和风险偏好回落对股市造成明显杀伤，各类板块均明显下跌，其中金融和周期板块跌幅最多，这一方面是因为这两个板块在之前的牛市中积累的泡沫最多，另一方面也是因为经济基本面恶化导致其盈利收缩，对其股价影响最大。

图 5：周期和金融板块跌最多(初始值为 100)

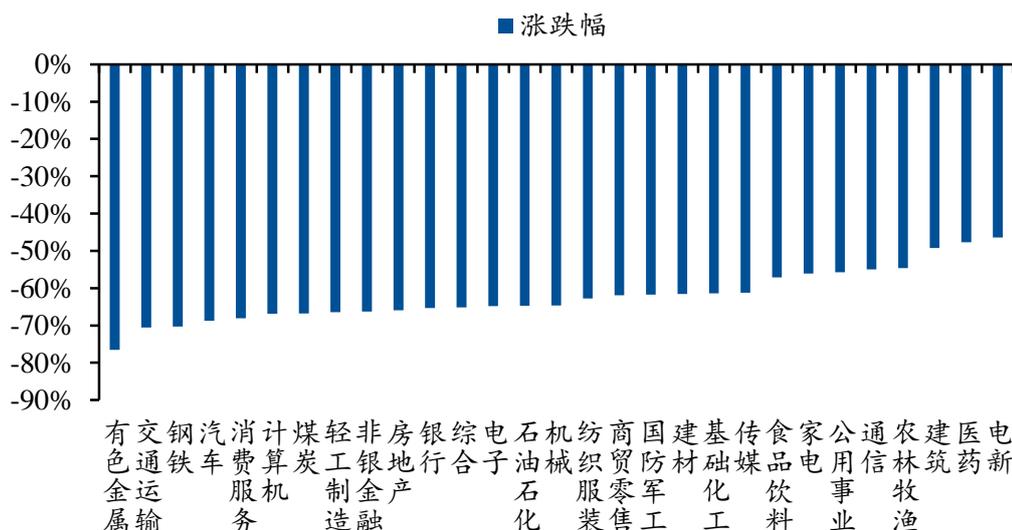


资料来源：wind，民生证券研究院

### (三) 行业表现：中上游周期、金融跌幅靠前，医药坚挺

08 年期间，以有色、钢铁、煤炭为代表的中上游周期性和金融、地产等行业跌幅靠前。原因在于其盈利快速收缩，EPS 大幅减少所致。电子和计算机等科技类行业跌幅也不小，原因在于科技类行业受估值面影响较大，风险偏好快速回落导致科技类板块走弱。另一方面以医药、公共事业为代表的防御性板块跌幅较小，凸显其避险价值。

图 6：08 年股市整体走熊



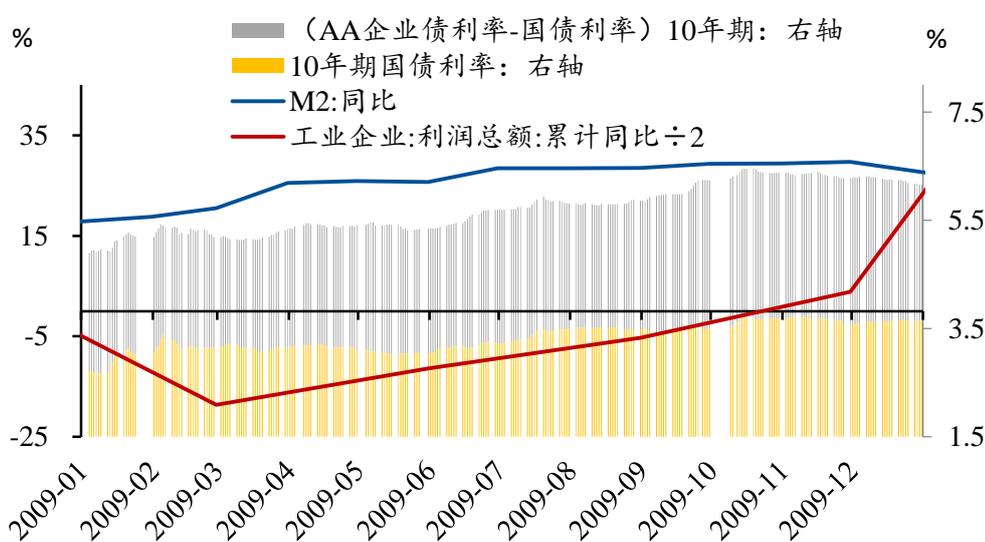
资料来源：wind，民生证券研究院

### 三、2009，四万亿，周期领涨

#### (一) 宏观环境：经济走强，流动性宽松，风险偏好稳定

2009年，我国出台“四万亿”经济政策，财政政策和货币政策双双发力，投资和基建取代出口成为经济拉动力，使经济快速反弹，工业利润增速由负转正。另一方面，由于货币和信用发力，流动性较为宽松。风险偏好方面，由于“四万亿”政策为经济复苏打下强心剂，但国际金融危机仍在发酵，风险偏好变动不大。在此背景下，股市走强，出现全面性牛市。

图7：四万亿使经济快速反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

#### (二) 板块表现：周期板块涨势最好，金融上涨最少

由于“四万亿”政策直接利好基建，叠加多次下调房贷利率有助于商品房销售。在房地产和基建双双发力的情况下，实体经济快速反弹，带动周期股走强。相比之下，由于多次下调利率，银行净息差被压缩，金融为实体让渡利润，金融板块涨幅最少。

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\\_1362](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1362)

