

金融工程 2023 年度策略

估值低位，向上空间可期

基础数据

2022 年策略回顾：策略较为有效

- 2022 年估值分位数较好提示了 A 股和港股的底部。2022 年 4 年滚动估值分位数较好地提示了上证指数的主要底部，提示了恒生指数 2022 年的底部区间。
- 2022 年情绪指标较好地提示了宽基指数的底部，PCR 指标较好地提示了年中的顶部。2022 年 3 个情绪指标均提示恐慌的时间段仅 4 月 25-26 日，2 个情绪指标提示恐慌的时间段还包括 3 月中旬、十一前后和十月底；50ETF 和沪深 300 PCR 精准提示 6 月底的顶部，中证 1000 PCR 提示了 8 月底的顶部。

2023 年展望：估值低位，向上空间可期

- 从估值角度看，A 股和港股目前处于估值低位，向上空间可期。A 股从估值分位数和估值倍数角度均已具备市场大底的条件，2023 年市场往上空间可期。港股因美元走弱后国际资金重新涌入而有所修复，但估值仍较低。
- 轮动是金融市场中期的特征，估值分位数偏高是轮动的重要原因。低估值分位数策略表现良好且回撤较小。A 股行业轮动明显，历年行业相对排名不断转换，鲜有行业连续四年排名均在前三分之一或后三分之一，估值分位数偏高是轮动的重要原因。回溯结果表明，低分位数策略表现良好且回撤较小。关注估值相对较低（20%分位数以内）且过去两年均在后三分之一的行业，包括：综合金融、家电和食品饮料；及估值较低（10%分位数以内）的行业，包括：银行、建材、电新和农林牧渔。
- 风险提示
历史规律失效的风险；4 年滚动估值分位数失效的风险；低估值行业轮动模型失效的风险。

团队成员

分析师 杨升松
执业证书编号：S0210520030001
电话：021-20655201
邮箱：yss1578@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《主要宽基指数和部分行业指数出现中期多头信号，全面看多：估值、情绪与市场观察（第 18 期）》
— 2022.11.06
- 2、《估值低位，等待情绪指标提示入场做多：估值、情绪与市场观察（第 17 期）》— 2022.10.30

正文目录

一.	2022 年策略表现回顾：策略较为有效.....	4
1.1	2022 年估值分位数较好提示了宽基指数的底部.....	4
1.1.1	2022 年 4 年滚动估值分位数较好地提示了上证指数的底部.....	4
1.1.2	2022 年估值分位数提示了恒生指数的底部区间.....	4
1.2	2022 年情绪指标择时效果显著.....	5
1.2.1	底部准确率和覆盖率均较好.....	5
1.2.2	顶部精准提示.....	6
二.	2023 年市场展望：估值低位，向上空间可期.....	9
2.1	权益市场：估值低位，向上空间可期.....	9
2.1.1	A 股：估值低位，至暗时刻可能已过.....	9
2.1.2	港股：美元走弱后国际资金重新涌入，估值虽有修复但估值仍较低.....	11
2.1.3	情绪择时指标提示底部将仍有效.....	12
2.2	从估值角度看行业轮动.....	13
2.2.1	行业轮动：2005 年以来鲜有行业连续四年排前三分之一或后三分之一.....	13
2.2.2	估值是行业轮动的主要原因.....	14
2.2.3	行业低估值的轮动策略表现良好.....	15
2.2.1	从估值和轮动角度看行业.....	15
三.	风险提示.....	17

图表目录

图表 1: PE 4 年滚动估值分位数提示了 2022 年上证指数的主要底部	4
图表 2: PB 4 年滚动估值分位数提示了 2022 年恒生指数的主要底部	4
图表 3: 2022 年有两个情绪指标提示悲观/恐慌的个时间段	5
图表 4: 2022 年万得全 A 走势与两个情绪指标提示悲观/恐惧的时间段	6
图表 5: 恐慌指标对 2022 年万得全 A 底部覆盖率较好	6
图表 6: 上证 50ETF PCR 指标 2020 年以来对上证 50 指数主要市场顶部的提示	7
图表 7: 沪深 300 PCR 指标 2020 年以来对沪深 300 指数主要市场顶部的提示	7
图表 8: 中证 1000 PCR 指标上市以来对中证 1000 指数市场顶部的提示	8
图表 9: 10 月 31 日主要宽基指数已处于相对估值低位	9
图表 10: 10 月 31 日主要宽基指数绝对估值已处于历史大底中间及偏下水平	9
图表 11: 万得全 A 指数与 PE 4 年滚动估值分位数	10
图表 12: 股票市场略领先于企业利润增速见底 (万得全 A)	10
图表 13: 美元走弱与港币脱离弱方保证	11
图表 14: 美元走弱与恒生指数反弹	11
图表 15: 恒生指数的估值仍处于较低位置	11
图表 16: 三个情绪指标均提示恐慌的 6 个时间段 (2015 年至今)	12
图表 17: 2005 年以来 A 股市场的轮动 (中信一级行业相对表现)	13
图表 18: 食品饮料 PE 4 年滚动估值分位数与指数走势	14
图表 19: 行业低估值的轮动策略表现	15
图表 20: 11 月 25 日中信一级行业指数估值分位数	16
图表 21: 从估值和轮动角度看行业	16

一、2022 年策略表现回顾：策略较为有效

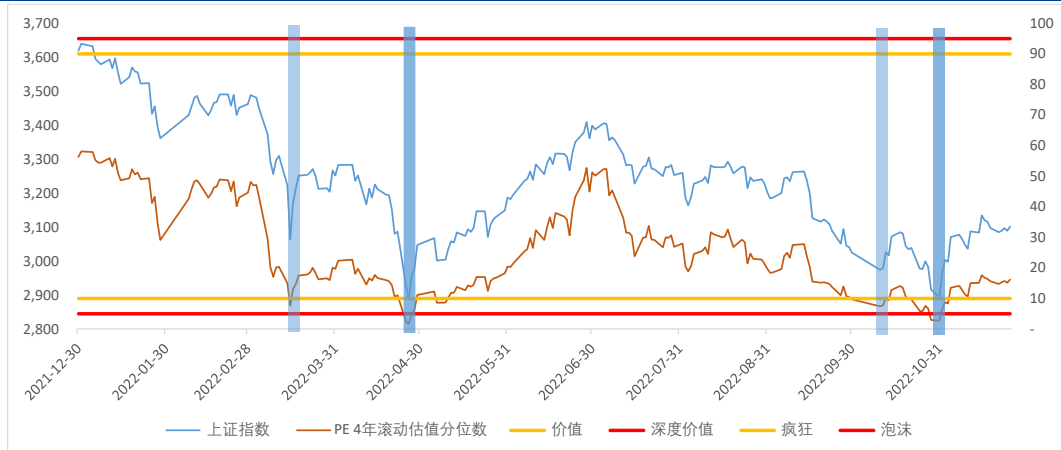
1.1 2022 年估值分位数较好提示了宽基指数的底部

1.1.1 2022 年 4 年滚动估值分位数较好地提示了上证指数的底部

我们在《估值系列专题》中详细阐述了我们推荐使用 4 年估值滚动分位数的三个理由：国内权益市场存在典型的 38-44 月周期；宽基指数的估值分布存在典型的右偏态特征，使得传统的“中位数-方差”不能有效提示底部和顶部；随着期货、期权等衍生品的推出，投资者越来越理性，泡沫时期的估值也会越来越低，历史分位数和 10 年分位数参考意义越来越弱，而 4 年滚动估值分位数更具参考意义。

2022 年 PE 4 年滚动估值分位数精准地提示了上证指数的四个主要底部。

图表 1：PE 4 年滚动估值分位数提示了 2022 年上证指数的主要底部

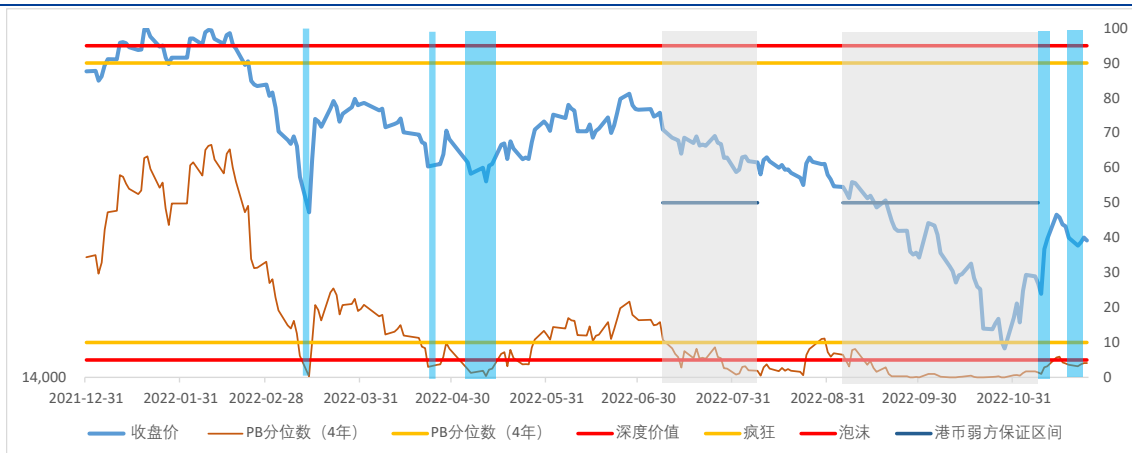


来源：wind，华福证券研究所

1.1.2 2022 年估值分位数提示了恒生指数的底部区间

PB 4 年滚动估值分位数 2022 年提示了恒生指数的底部区间。

图表 2：PB 4 年滚动估值分位数提示了 2022 年恒生指数的主要底部



来源：wind，华福证券研究所

1.2 2022 年情绪指标择时效果显著

1.2.1 底部准确率和覆盖率均较好

我们采用新高新低指标（NHNL）、期权看跌看涨比（PCR）、净融入交易额占比（NMTAP）作为衡量市场恐慌的指标组。正如我们在《市场情绪指标专题》系列报告（共 4 篇）中所述，回溯检验表明，历史上 3 个情绪指标均提示恐慌的时间段，均为每次恐慌性下跌的末端。

2022 年初至今，三个情绪指标均提示悲观/恐慌的时间段仅 4 月 25-26 日两天，为今年唯一的中期底部和市场大底。有两个以上情绪指标提示悲观/恐慌的时间共 5 个时间段：

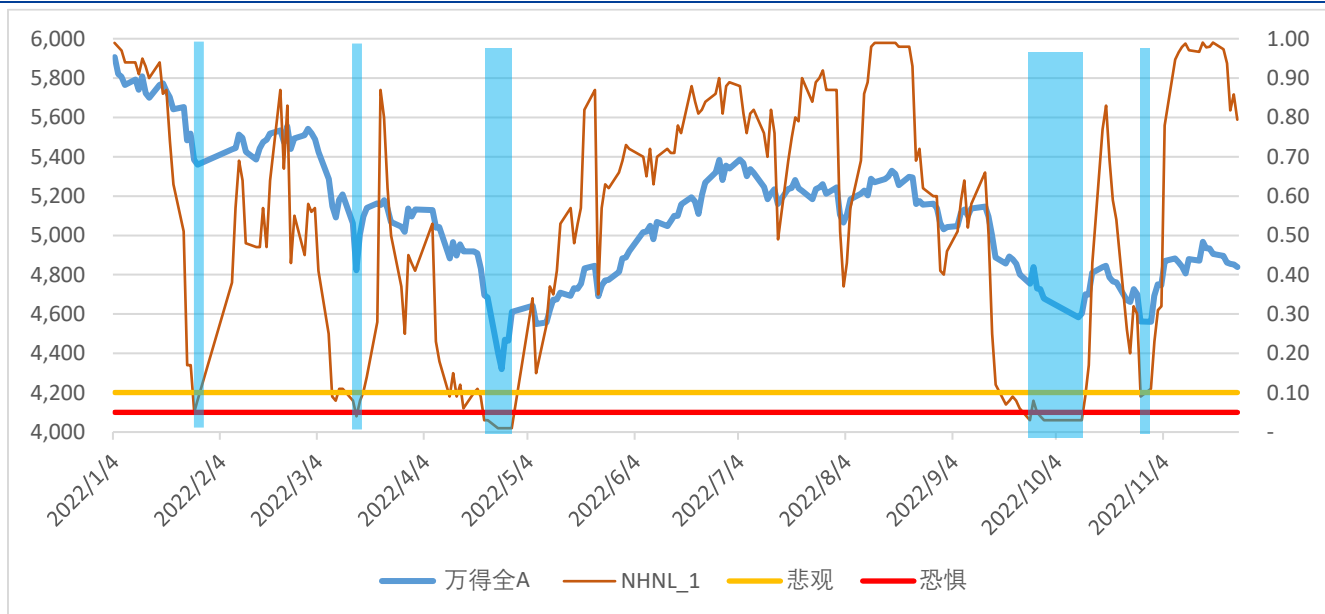
图表 3：2022 年有两个情绪指标提示悲观/恐慌的个时间段

日期	NHNL (<0.05)	PCR_300 (<0.6)	PCR_50 (<0.6)	PCR_1000 (<0.6)	NMTAP (<-1.5%)	说明
2022/1/28	0.08	0.69	0.72		-3.23%	春节前
2022/3/8	0.09	0.55	0.56		-0.23%	3 月中旬
2022/3/9	0.08	0.51	0.52		-0.75%	
2022/3/14	0.08	0.51	0.56		0.16%	
2022/3/15	0.04	0.43	0.49		-1.21%	
2022/3/16	0.08	0.48	0.54		-0.28%	
2022/3/17	0.10	0.57	0.64		-0.40%	
2022/4/21	0.03	0.60	0.70		-1.25%	4 月大底
2022/4/22	0.03	0.65	0.71		-1.67%	
2022/4/25	0.01	0.53	0.64		-2.58%	
2022/4/26	0.01	0.53	0.60		-3.37%	
2022/9/21	0.09	0.60	0.79	0.76	0.13%	十一前后
2022/9/22	0.08	0.58	0.75	0.77	-0.28%	
2022/9/23	0.06	0.59	0.74	0.70	-1.08%	
2022/9/26	0.03	0.55	0.72	0.71	-0.48%	
2022/9/27	0.08	0.56	0.72	0.75	-0.16%	
2022/9/30	0.03	0.68	0.65	0.61	-2.64%	
2022/10/10	0.03	0.59	0.57	0.57	0.10%	
2022/10/11	0.03	0.58	0.56	0.59	-0.28%	
2022/10/12	0.09	0.57	0.58	0.62	-0.01%	10 月底
2022/10/28	0.09	0.55	0.59	0.80	-1.34%	

来源：wind，华福证券研究所

因此，恐慌性指标 2022 年准确率（指标提示悲观/恐慌时对应阶段性底部）仍较高。

图表 4：2022 年万得全 A 走势与两个情绪指标提示悲观/恐惧的时间段



来源：wind，华福证券研究所

另一方面，恐慌性指标 2022 年覆盖率（阶段性底部时是否对应指标提示恐慌或悲观）仍较好：

图表 5：恐慌指标对 2022 年万得全 A 底部覆盖率较好

日期	阶段性底部	中期底部	市场大底	NHNL (<0.05)	PCR_300 (<0.6)	PCR_50 (<0.6)	PCR_1000 (<0.6)	NMTAP (<-1.5%)	备注
2022/1/28	1			0.08	0.69	0.72		-3.23%	春节前一天
2022/3/15	1			0.04	0.43	0.49		-1.21%	
2022/4/26	1	1	1	0.01	0.53	0.60		-3.37%	
2022/10/31	1			0.11	0.52	0.57	0.76	0.25%	

来源：wind，华福证券研究所

1.2.2 顶部精准提示

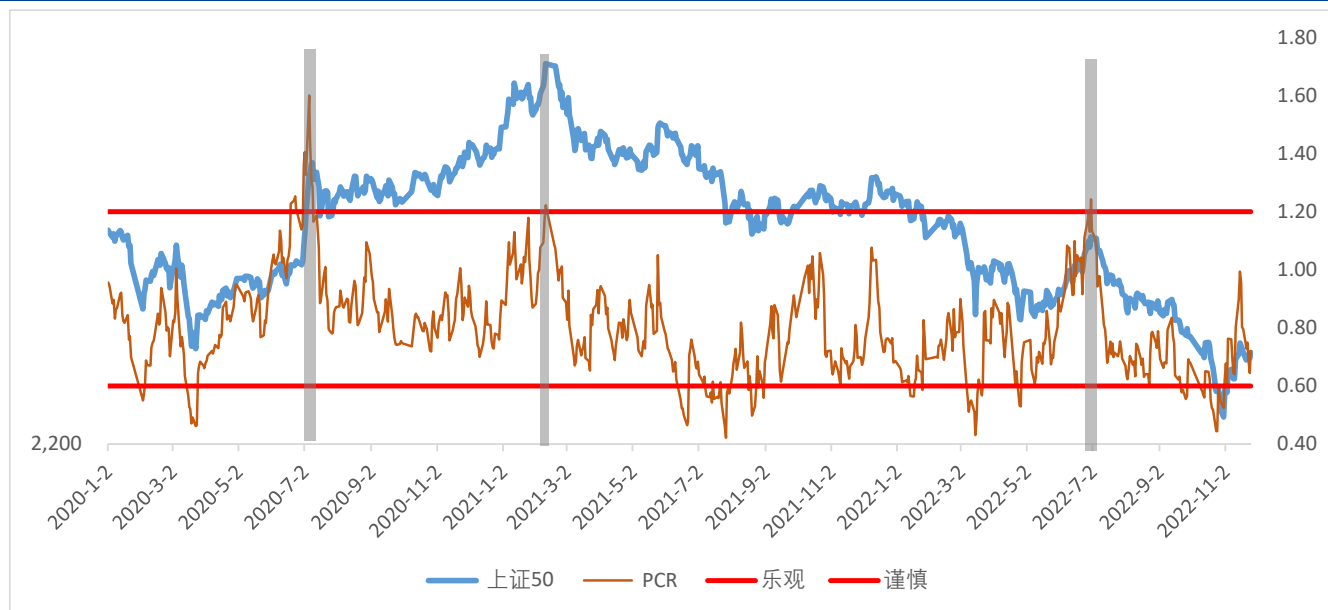
三个情绪指标中，期权看跌看涨比（PCR）不仅提示市场底部有效，而且对提示顶部也较有效。2022 年三个宽基指数的期权 PCR 指标均较好提示了中期顶部。

➤ 上证 50ETF PCR 精准提示了 2022 年 6 月底的顶部

上证 50ETF PCR 指标精准提示了 2022 年 6 月底的顶部，而且，这是上证 50

在 2022 年唯一的一个顶部，既是阶段性顶部，也是中期顶部。

图表 6：上证 50ETF PCR 指标 2020 年以来对上证 50 指数主要市场顶部的提示



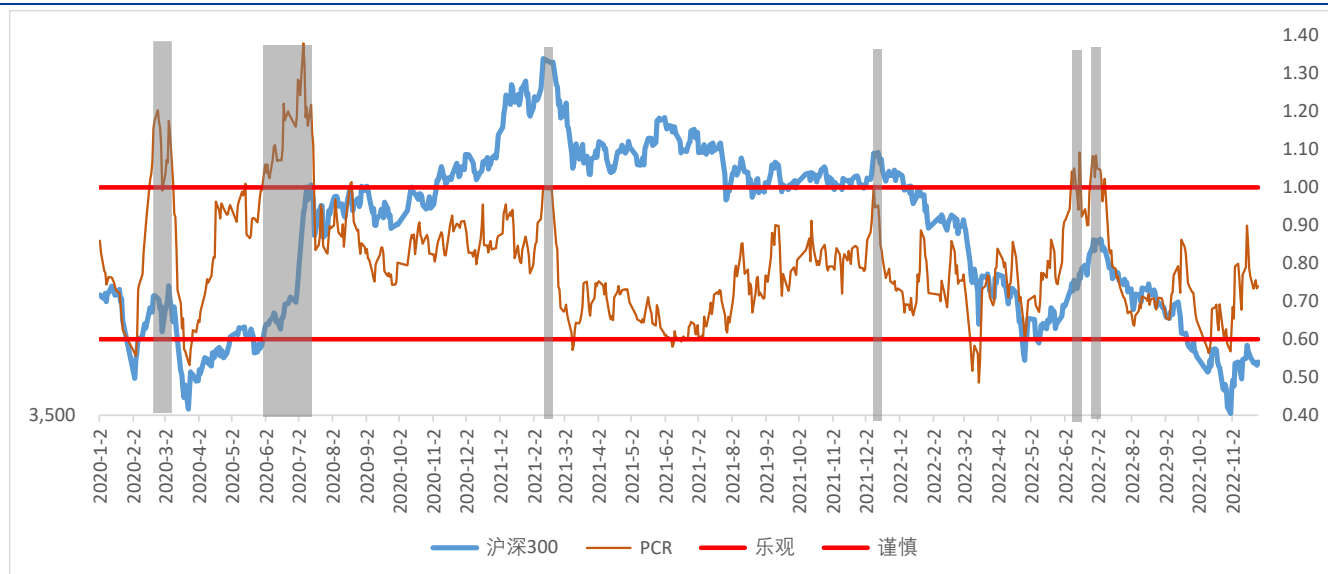
来源：wind，华福证券研究所

➤ 沪深 300 股指期货 PCR 指标提示了 6 月底的顶部

沪深 300 PCR 指标提示了 2022 年 6 月底的顶部，而且，这是沪深 300 在 2022 年唯一的一个顶部，既是阶段性顶部，也是中期顶部。

今年沪深 300 PCR 仅在 6 月份和 7 月初处于谨慎区域（提示顶部）。

图表 7：沪深 300 PCR 指标 2020 年以来对沪深 300 指数主要市场顶部的提示

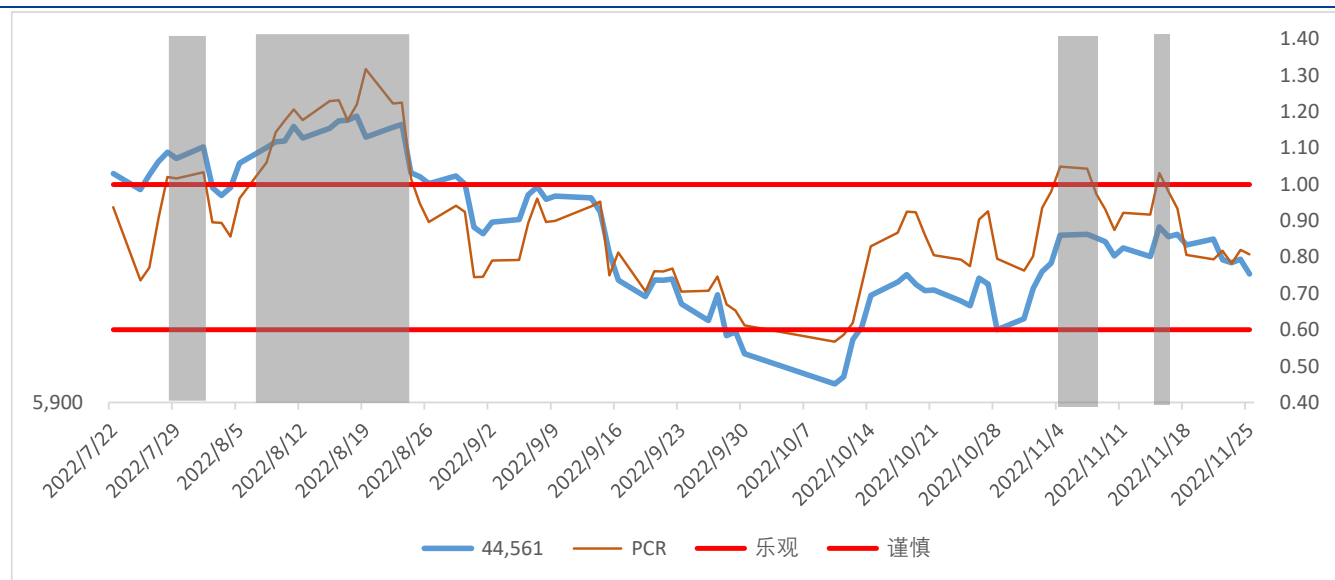


来源：wind，华福证券研究所

➤ 中证 1000 PCR 指标提示了 8 月中旬的阶段性顶部

虽然中证 1000 股指期货 7 月 22 日才上市交易,但仍提示了 8 月中旬中证 1000 的中期顶部。

图表 8: 中证 1000 PCR 指标上市以来对中证 1000 指数市场顶部的提示



来源: wind, 华福证券研究所

二、2023 年市场展望：估值低位，向上空间可期

2.1 权益市场：估值低位，向上空间可期

当前 A 股从估值分位数和估值倍数角度均已具备市场大底的条件，2023 年市场往上空间可期。虽然上市公司业绩何时见底回升尚待确认，但市场上涨往往领先于业绩回升。港股虽然经历了较大反弹，但估值分位数仍较低。

2.1.1 A 股：估值低位，至暗时刻可能已过

从估值分位数角度看，2022 年 10 月 31 日（三个情绪指标中两个提示恐慌），主要宽基指数的估值已经处于估值低位：13 个宽基指数中 10 个处于 4 年滚动估值 20%分位数以内，7 个处于 10%分位数以内；相对价值分位数基本全在 20%分位数以内；PB 4 年滚动估值分位数和 PE 估值分位数一致。因此至暗时刻可能已过。

图表 9：10 月 31 日主要宽基指数已处于相对估值低位

主要宽基指数估值分位数与相对价值分位数												
2022/10/31	PE 类							PB 类				
	PE	PE分位数 (滚动4年)	PE分位数 (滚动10年)	PE分位数 (历史)	相对价值分位数 (滚动4年)	相对价值分位数 (滚动10年)	相对价值分位数 (历史)	PB	PB分位数 (滚动4年)	PB分位数 (滚动10年)	PB分位数 (历史)	
万得全A	15.75	8.45	27.09	19.00	8.10	13.60	11.70	1.50	5.77	4.03	1.85	
万得全A (除金融、石油石化)	25.69	15.36	29.02	27.37	12.20	5.80	9.10	2.18	17.32	23.26	20.76	
中证全指	14.90	8.45	26.55	22.45	6.50	9.30	8.9	1.44	2.89	1.56	0.88	
上证指数	11.36	2.68	19.18	10.83	-	6.40	3.60	1.18	0.00	0.00	-	
深圳成指	24.01	26.70	39.65	49.58	11.70	29.40	39.50	2.35	9.02	24.68	24.34	
中小100	24.46	13.92	9.88	11.28	6.20	2.60	3.70	3.10	11.13	6.75	5.46	
创业板指	37.41	8.25	8.28	12.64	5.50	2.30	1.80	4.76	23.92	31.76	41.11	
上证50	8.31	0.00	14.41	7.66	-	6.40	3.40	1.06	2.78	1.11	0.59	
沪深300	10.29	0.62	16.80	10.94	-	8.70	5.00	1.20	0.00	1.28	0.73	
中证500	22.08	40.00	18.81	13.47	31.90	13.00	9.00	1.57	2.47	1.26	1.05	
中证1000	28.62	11.65	10.43	10.43	11.20	-	5.70	2.27	30.93	-	18.46	
国证2000	40.08	57.53	37.73	37.73	24.20	-	12.00	2.13	36.96	-	19.58	
科创50	39.99	6.87	-	6.87	4.80	-	4.80	4.35	3.36	-	3.36	

来源：wind，华福证券研究所

从估值倍数角度看，10 月 30 日主要宽基指数的估值相较于历史主要底部的绝对值，已处于历史底部估值的中间及偏下水平。

图表 10：10 月 31 日主要宽基指数绝对估值已处于历史大底中间及偏下水平

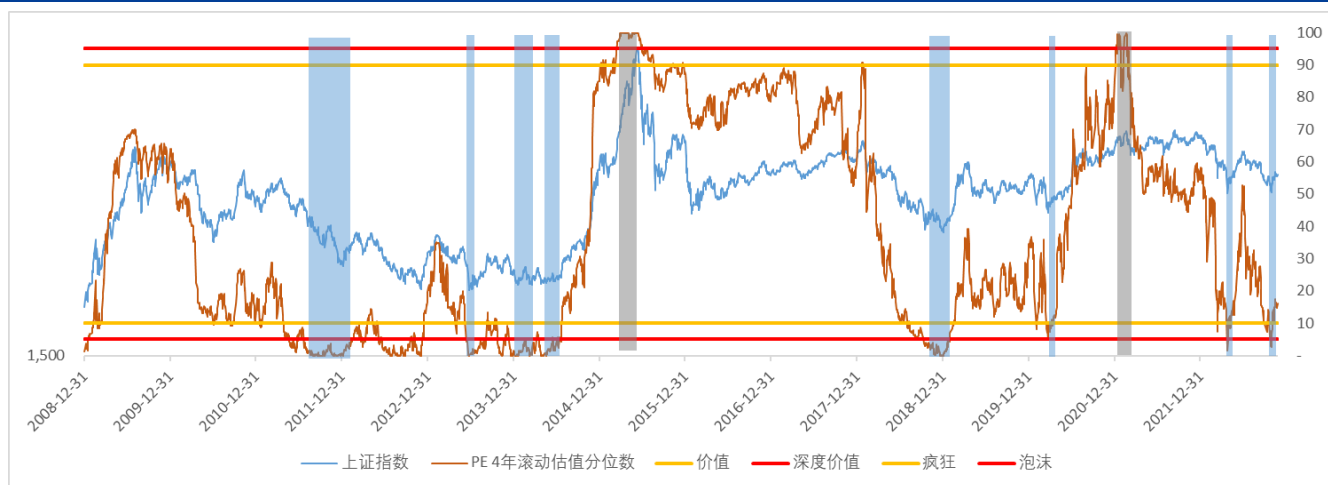
	2012/12/3	2016/1/28	2017/5/23	2018/10/18	2020/3/23	过去10年底部估值区间	2022/10/31	说明
万得全A	11.88	17.08	19.21	13.10	15.64	11.88 - 19.21	15.75	已进入底部估值区间，估值居中
万得全A (除金融、石油石化)	19.74	34.36	31.73	17.79	25.58	17.79 - 34.36	25.69	已进入底部估值区间，估值居中
中证全指	11.60	16.82	18.71	12.67	14.85	11.60 - 18.71	14.90	已进入底部估值区间，估值居中
上证指数	10.16	12.51	15.01	11.13	11.48	10.16 - 15.01	11.36	已进入底部估值区间，估值偏低
深圳成指	14.02	27.41	26.89	16.16	23.18	14.02 - 27.41	24.01	已进入底部估值区间，估值居中
中小100	20.47	29.65	30.81	19.55	26.67	19.55 - 30.81	24.46	已进入底部估值区间，估值居中
创业板指	28.81	52.54	37.74	27.04	50.01	27.04 - 52.54	37.41	已进入底部估值区间，估值居中
上证50	8.72	8.40	10.66	9.33	8.38	8.38 - 10.66	8.31	已进入底部估值区间，估值偏低
沪深300	9.54	10.68	12.97	10.47	10.71	9.54 - 12.97	10.29	已进入底部估值区间，估值偏低
中证500	26.09	37.72	32.76	16.65	24.15	16.65 - 37.72	22.08	已进入底部估值区间，估值居中
中证1000	-	66.57	48.30	18.94	37.09	18.94 - 66.57	28.62	已进入底部估值区间，估值偏低
国证2000	-	75.62	45.97	24.12	34.67	24.12 - 75.62	40.08	已进入底部估值区间，估值偏低
科创50	-	-	-	-	59.33	-	39.99	-

来源：wind，华福证券研究所

历史上，PE 4 年滚动分位数较好地提示了顶部和底部区间。PE4 年滚动分位数较好提示了 2015 年的顶部和 2021 年 2 月的顶部区间，以及 2018 年底、2020 年 3 月、2022 年 4 月及 10 月底的底部区间。

截至 11 月 25 日，上证指数估值仍处于 PE 4 年滚动估值 20% 分位数以内。

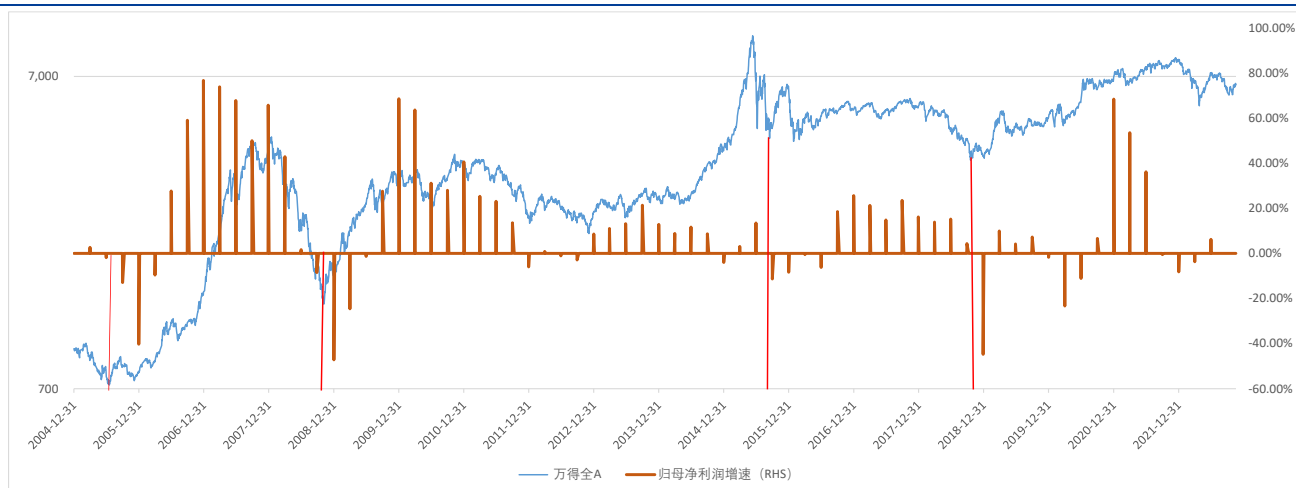
图表 11：万得全 A 指数与 PE 4 年滚动估值分位数



来源：wind，华福证券研究所

股票市场略领先于企业利润增速见底。金融市场的长期特征告诉我们，A 股周期底部和货币/信贷周期底部高度同步。在经济下行的末端，企业利润同比为负，此时的货币宽松、财政政策扩张、产业政策放松及刺激，都将引发企业利润的上行，从而引发下一季度利润同比增速的转正。股市则因为预期而稍有提前。而伴随近期疫情和房地产政策的调整，2023 年经济增速和企业利润见底回升是大概率事件。

图表 12：股票市场略领先于企业利润增速见底（万得全 A）

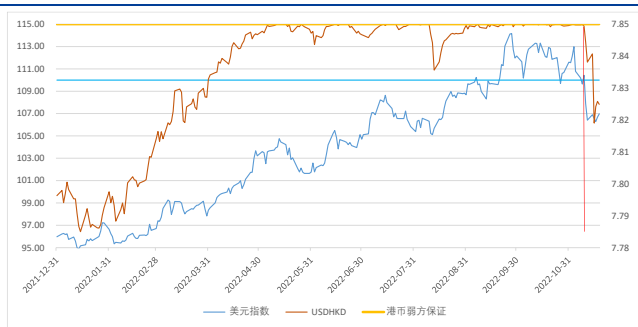


来源：wind，华福证券研究所

2.1.2 港股：美元走弱后国际资金重新涌入，估值虽有修复但估值仍较低

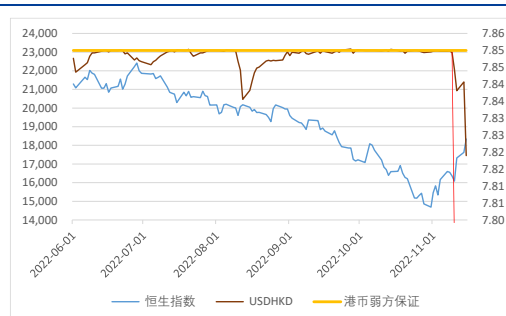
美元走弱后国际资金重新涌入港股。11月10日美元指数“三重顶”头部形成并破位下跌之后，港币兑美元脱离 7.85 弱方保证区间，国际资金重新涌入港股市场，港股估值从底部开始修复。

图表 13：美元走弱与港币脱离弱方保证



来源：wind，华福证券研究所

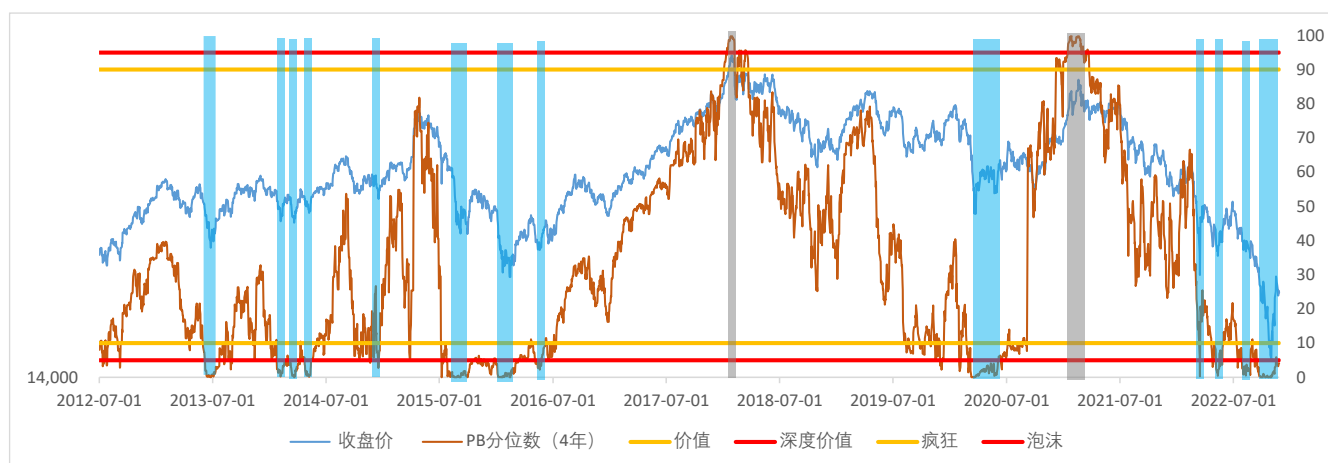
图表 14：美元走弱与恒生指数反弹



来源：wind，华福证券研究所

历史上，PB 4 年滚动估值分位数近年来较好地提示了恒生指数的顶部和底部区间。PB 4 年滚动估值分位数较好地提示了恒生指数 2018 年 2 月和 2021 年 2 月的顶部。

图表 15：恒生指数的估值仍处于较低位置



来源：wind，华福证券研究所

目前港股虽有修复但估值仍较低。虽然港股已经经历了快速的反弹，但是估值分位数仍然处于较低位置，恒生指数 PB 4 年滚动估值分位数 11 月 25 日仍在 5% 以内。

2.1.3 情绪择时指标提示底部将仍有效

回溯检验表明，历史上我们跟踪的三个情绪指标均提示恐慌的 6 个时间段，均为下跌的末端。

图表 16：三个情绪指标均提示恐慌的 6 个时间段（2015 年至今）

日期	万得全 A	NHNL (<0.05)	PCR_300 (<0.6)	PCR_50 (<0.6)	NMTAP ($<-1.5\%$)	说明
2015 年 8 月 25 日	3,767.89	0.01		0.34	-13.23%	第三波下跌的末端
2015 年 8 月 26 日	3,655.72	0.00		0.41	-5.88%	
2015 年 8 月 27 日	3,858.34	0.01		0.41	-4.36%	
2015 年 8 月 31 日	4,015.55	0.04		0.49	-2.06%	
2015 年 9 月 1 日	3,851.21	0.01		0.52	-6.03%	
2015 年 9 月 2 日	3,781.33	0.01		0.53	-7.09%	
2015 年 9 月 14 日	3,766.14	0.03		0.56	-4.19%	
2015 年 9 月 15 日	3,556.59	0.00		0.57	-4.33%	熔断末端
2016 年 1 月 12 日	3,991.95	0.03		0.54	-3.51%	
2016 年 1 月 13 日	3,861.03	0.02		0.53	-3.63%	
2016 年 1 月 14 日	3,986.16	0.01		0.49	-1.76%	
2016 年 1 月 15 日	3,836.08	0.02		0.48	-3.12%	
2016 年 1 月 21 日	3,829.41	0.02		0.47	-1.57%	
2016 年 1 月 26 日	3,631.78	0.00		0.38	-4.65%	
2016 年 1 月 27 日	3,597.68	0.00		0.51	-4.19%	
2016 年 1 月 28 日	3,450.68	0.00		0.48	-4.09%	
2016 年 2 月 1 日	3,530.40	0.01		0.47	-2.56%	
2016 年 2 月 29 日	3,489.03	0.02		0.56	-3.63%	恐慌末端
2018 年 2 月 9 日	4,124.09	0.00		0.54	-3.63%	
2018 年 2 月 12 日	4,198.54	0.00		0.53	-2.18%	
2018 年 2 月 13 日	4,230.02	0.01		0.55	-2.64%	
2018 年 2 月 14 日	4,253.15	0.02		0.57	-5.52%	贸易战，十一后，高潮
2018 年 10 月 18 日	3,179.54	0.00		0.55	-2.19%	
2018 年 10 月 19 日	3,263.78	0.00		0.60	-1.81%	新冠当天
2020 年 2 月 3 日	3,954.32	0.05	0.56	0.55	-2.05%	
2022 年 4 月 25 日	4,401.37	0.01	0.64	0.53	-2.58%	恐慌末端
2022 年 4 月 26 日	4,319.29	0.01	0.60	0.53	-3.37%	

来源：wind，华福证券研究所

展望 2023 年，我们认为情绪择时指标提示底部将仍有效，因此，我们将延续使用来自价格、期权衍生品和两融业务的三个情绪指标，作为我们对市场恐慌与否的判断标准。

2.2 从估值角度看行业轮动

2005 年以来 A 股市场的行业轮动明显，这体现在历年行业相对排名不断转换，鲜有行业连续四年排名均在前三分之一或后三分之一，2022 年行业轮动特征依旧明显；行业估值高低是轮动的重要原因，基于估值的行业轮动模型表现较好；因此，当下估值较低的行业值得我们关注。

2.2.1 行业轮动：2005 年以来鲜有行业连续四年排前三分之一或后三分之一

A 股行业轮动特征明显：2005 年以来中信一级行业相对排名结果表明，鲜有行业连续四年均在前三分之一或后三分之一。

图表 17：2005 年以来 A 股市场的轮动（中信一级行业相对表现）

板块	行业名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
周期	石油石化	6	8	25	18	26	23	7	14	18	25	26	5	12	3	26	20	11	5
	煤炭	29	25	1	24	3	22	8	21	29	21	28	4	3	14	24	17	4	1
	有色金属	7	4	2	29	2	7	28	7	28	13	23	8	9	28	16	10	3	9
	钢铁	25	9	11	28	21	28	12	19	27	6	27	7	7	13	29	16	5	16
	基础化工	9	20	5	10	20	18	18	15	16	20	8	11	20	25	17	7	2	20
基础	电力及公用	21	28	16	7	28	24	5	9	15	7	22	22	17	12	28	21	6	12
	建筑	23	18	6	3	29	20	15	3	23	2	24	6	18	11	30	27	7	7
	建材	16	11	7	11	7	10	19	13	23	18	18	9	8	16	4	12	15	26
	房地产	4	5	20	19	10	26	6	1	26	3	14	24	13	10	13	29	27	3
	交通运输	13	24	12	27	25	25	16	18	19	5	20	26	10	15	21	18	19	2
制造	机械	20	6	15	16	15	4	23	22	20	12	12	19	22	26	14	9	12	15
	电新	10	15	13	1	24	9	29	28	8	17	11	20	19	23	19	1	1	23
	国防军工	1	10	24	12	8	6	25	24	5	8	19	25	27	9	18	4	14	22
	汽车	22	13	14	26	1	17	20	11	14	15	15	10	15	19	20	6	8	14
	家电	15	26	10	6	5	15	9	6	6	23	16	2	2	17	3	11	28	24
大消费	轻工制造	28	22	19	21	11	21	11	17	10	22	4	14	24	22	10	13	13	25
	商贸零售	5	7	18	13	13	13	22	25	12	16	17	18	23	18	27	22	21	13
	消费者服务	8	16	22	23	9	11	4	12	11	11	2	27	16	1	11	3	30	4
	纺织服装	24	21	8	14	14	12	10	26	17	14	5	13	30	20	25	25	16	11
	食品饮料	3	3	23	8	16	5	2	16	24	26	21	1	1	4	1	2	25	27
医疗	农林牧渔	19	14	21	4	22	8	21	20	13	24	6	16	25	5	5	15	26	8
	医药	14	19	9	2	19	2	14	8	7	28	13	15	11	8	8	5	24	17
金融	银行	2	2	27	22	17	29	1	4	21	4	25	3	6	2	12	23	22	10
	非银行金融	18	1	17	25	18	27	17	2	22	1	29	12	4	6	6	19	29	18
	综合金融													26	24	23	30	23	28
科技	电子	11	27	29	15	4	1	27	10	4	29	7	17	5	29	2	8	10	30
	通信	17	17	26	5	23	19	13	29	3	19	3	23	14	21	9	28	20	19
	计算机	27	29	3	20	6	3	26	27	2	9	1	28	28	7	7	14	18	21
	传媒	12	12	28	9	27	14	3	23	1	27	10	29	29	27	15	24	17	29
	综合	26	23	4	17	12	16	24	5	9	10	9	21	21	30	22	26	9	6

来源：wind，华福证券研究所

- **鲜有行业连续四年排名在前三分之一或后三分之一。**从 2005 年至今，除食品饮料（2016-2020 年）和综合金融（2020 年才开始生效）外，30 个中信一级行业无连续四年相对排名在前三分之一或后三分之一。

2022 年行业轮动特征依旧明显：

- **2020 年和 2021 年连续相对排名前三分之一的今年相对表现较弱：**电力设备和新能源（连续两年均是第一，2021 年底 4 年滚动估值分位数 90%）今年相对排名（截至 11 月 25 日，下同）22，电子（过去三年分别为 2、8 和

10, 2021 年底 4 年滚动估值分位数 75%) 今年相对排名 30, 基础化工 (第 7 和 2, 2021 年底 4 年滚动估值分位数 93%) 今年相对排名第 20, 汽车 (第 6 和 8, 2021 年底 4 年滚动估值分位数 79%) 今年相对排名 16。

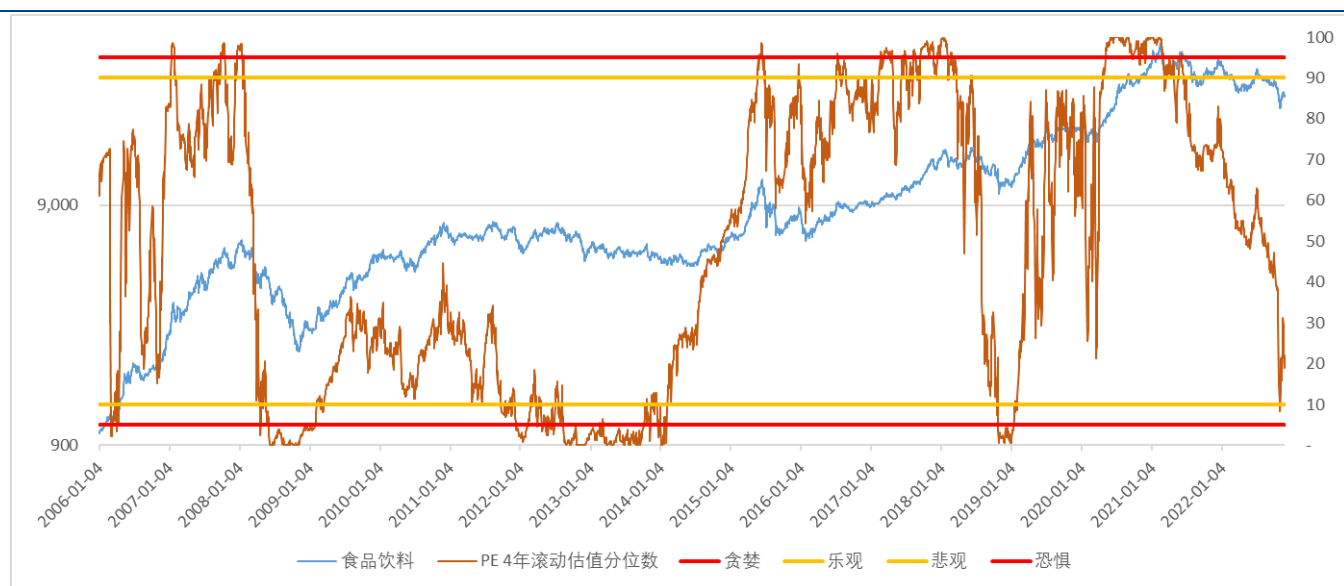
- **2020 年和 2021 年连续相对排在后三分之一的今年相对表现较好:** 房地产 (第 29 和 27, 2021 年底 4 年滚动估值分位数 11%) 今年相对排名在第 3, 商贸零售 (第 22 和 21, 2021 年底 4 年滚动估值分位数 52%) 今年相对排名在第 10, 银行 (第 23 和 22, 2021 年底 4 年滚动估值分位数 1%) 今年相对排名在第 9。

2.2.2 估值是行业轮动的主要原因

行业连续相对表现较好之后, 会吸引更多投资者关注, 从而从早期的低估到合理估值, 而连续三年相对均靠前之后, 估值则从合理范围到高估, 投资者转而追求其他更具性价比的资产, 从而引发行业轮动。

食品饮料在经过 2016-2020 连续相对强势之后, 年底 4 年滚动估值分位数为 100%; 电力设备和新能源经历 2020 年和 2021 年连续两年相对强势之后, 12 月中旬 4 年滚动估值分位数为 98%。

图表 18: 食品饮料 PE 4 年滚动估值分位数与指数走势



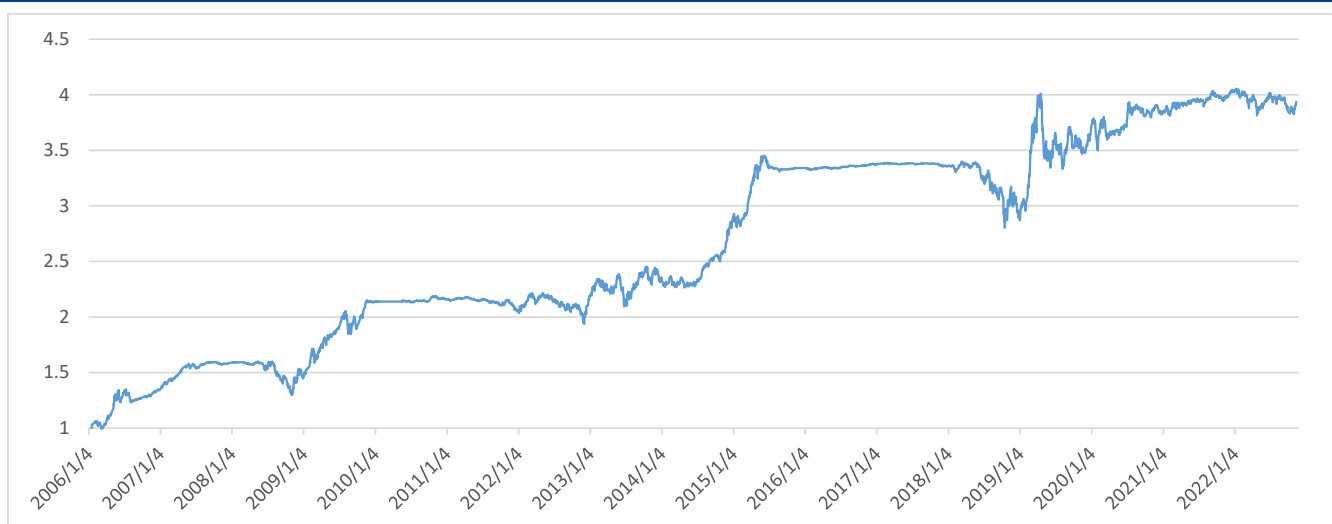
来源: wind, 华福证券研究所

2.2.3 行业低估值的轮动策略表现良好

我们构建了基于行业估值分位数的行业低估值轮动策略，回溯检验表明，策略历史表现良好。

- **不同行业采用不同估值方法。**周期板块（石油石化、煤炭、有色、钢铁、基础化工）、基础设施和房地产板块（电力及公用事业、建筑、建材、房地产、交运）、金融板块（银行、非银金融）、军工、商贸零售和农林牧渔，采用 PB 估值方法。制造板块（机械、电力设备和新能源、汽车、家电）、消费板块（轻工制造、消费者服务、纺织服装、食品饮料）和医药，采用 PE 估值方法。科技板块（电子、通信、计算机和传媒）采用 PS 估值。
- **估值口径采用 4 年滚动估值分位数。**正如本文前面所述，三大原因支持我们采用 4 年滚动估值分位数：国内权益市场存在典型的 38-44 月周期特征；指数估值分布存在典型的右偏态特征；随着期货、期权等衍生品的推出，投资者越来越理性，市场越来越有效，泡沫时期的估值也会越来越低。
- **买入 4 年滚动估值分位数在 5% 以内的行业指数并持有一年。**
- **策略表现良好。**行业低估值策略年化收益 9.10%，最大回撤仅 19%。

图表 19：行业低估值的轮动策略表现



来源：wind，华福证券研究所

2.2.1 从估值和轮动角度看行业

截至 11 月 25 日，部分行业指数估值处于低位：30 个中信一级行业中 12 个行业估值分位数处于 4 年滚动 20% 分位数以内，6 个行业估值分位数处于 10% 分位数

以内。

图表 20：11 月 25 日中信一级行业指数估值分位数

	2022/11/25		估值	估值分位数 (滚动4年)	估值分位数 (滚动10年)	估值分位数 (历史)	相对价值分位数 (滚动4年)	相对价值分位数 (滚动10年)	相对价值分位数 (历史)
周期	石油石化	PB	1.01	51.39	20.53	11.47			
	煤炭	PB	1.48	81.46	75.23	42.03			
	有色金属	PB	2.52	46.45	34.86	28.65			
	钢铁	PB	1.11	51.85	39.53	31.79			
	基础化工	PB	2.70	43.15	41.48	40.03			
基地	电力及公用事业	PB	1.82	80.33	47.98	34.19			
	建筑	PB	0.95	30.43	12.16	6.79			
	建材	PB	1.61	4.17	1.67	5.07			
	房地产	PB	1.00	17.56	7.02	3.92			
	交通运输	PB	1.49	21.22	26.83	19.13			
制造	机械	PE	39.67	43.67	38.02	56.96	45.20	24.70	40.70
	电力设备及新能源	PE	33.80	6.49	8.56	16.92	8.20	6.20	6.80
	国防军工	PB	3.57	49.02	52.35	45.32			
	汽车	PE	40.26	56.54	82.63	75.01	54.70	80.90	70.80
	家电	PE	14.63	8.03	15.80	12.58	8.90	4.70	4.30
消费	轻工制造	PE	31.88	79.30	40.33	29.82	75.60	34.60	23.20
	商贸零售	PB	1.39	15.86	6.95	3.89			
	消费者服务	PE	2,808.05	98.25	99.30	99.61	89.50	95.80	91.30
	纺织服装	PE	27.21	29.45	31.44	28.35	28.70	15.40	14.70
	食品饮料	PE	31.51	18.95	51.93	35.34	14.60	40.10	25.00
农林牧渔	农林牧渔	PB	3.06	8.65	27.28	31.20			
	医药	PE	33.48	19.46	12.18	16.16	17.60	7.60	6.60
金融	银行	PB	0.53	2.47	0.99	0.55			
	非银行金融	PB	1.23	14.06	5.62	3.14			
	综合金融	PB	1.37	4.56		4.56			
科技	电子元器件	PS	2.34	21.11	11.60	25.57			
	通信	PS	1.14	36.46	35.56	36.28			
	计算机	PS	2.72	23.17	20.49	41.63			
	传媒	PS	2.24	17.46	8.17	4.56			

来源：wind，华福证券研究所

我们关注估值相对较低（20%分位数以内）且过去两年均在后三分之一的行业，及估值较低（10%分位数以内）的行业。

具体而言，目前估值相对较低且过去两年均在后三分之一的行业包括：**综合金融、家电和食品饮料**；估值较低的行业包括：**银行、建材、电新和农林牧渔**。

图表 21：从估值和轮动角度看行业

行业名称	2022/11/25	2021 相对排名	2022 相对排名	说明
综合金融	4.56	23	28	连续两年后三分之一，估值 20%分位数以内
家电	8.03	28	24	连续两年后三分之一，估值 20%分位数以内
食品饮料	18.95	25	27	连续两年后三分之一，估值 20%分位数以内
银行	2.47	22	10	4 年滚动估值 10%以内
建材	4.17	15	26	4 年滚动估值 10%以内
电新	6.49	1	23	4 年滚动估值 10%以内
农林牧渔	8.65	26	8	4 年滚动估值 10%以内

来源：wind，华福证券研究所

三、 风险提示

历史规律失效的风险：量化指标和相关观点基于历史数据统计和回溯检验，存在历史规律和指标失效的风险。

4 年滚动估值分位数失效的风险：4 年滚动估值分位数基于 4 年左右的权益市场周期，若权益市场的周期发生变化，则 4 年滚动估值分位数的有效性将大打折扣。

低估值行业轮动模型失效的风险：低估值行业轮动模型基于估值修复的逻辑，若个别行业长期低迷，或者估值逻辑发生变化，此时历史估值参考意义将减少，从而可能引发模型失效。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn