

策略 · 专题

证券研究报告

2021 年 07 月 18 日

7 大成长赛道复盘：调整的因素、空间、时间——节奏篇

核心结论：

1. 在 2010 年以来，国内经历了几轮比较显著科技产业周期：第一条是围绕智能手机主线的 2G-3G-4G-5G 产业周期，代表性的板块就是 09-10 年的消费电子，12-15 年的消费电子、基础软件，19 年以来的半导体、PCB；第二条是围绕能源结构转换的新能源产业周期，代表性板块是 2019 年以来的光伏和新能源汽车；第三条是“十四五”订单驱动、有自主可控逻辑支撑的军工电子强周期。在上述科技产业周期的支撑下，上述成长板块均在区间内获得显著的绝对收益和超额收益。

2. 对于处在产业周期景气向上的行业，对其股价的干扰主要来自于三个方面：业绩端——景气度向上过程中的波动、估值端——流动性收紧与事件冲击带来的风险偏好承压。

(1) **基本面扰动**：疫情冲击下 20Q1 新能源车、军工电子、光伏景气度阶段性支撑走弱；21Q1 上游原材料硅料价格上涨引发光伏中下需求走弱担忧

(2) **国内流动性环境变化**：2014 年年底利率上行引发的基础软件跑输市场；20Q3-Q4 市场利率上行半导体承压；2021Q1 银行间利率上行引发光伏、新能源车、军工电子、半导体调整

(3) **事件冲击风险偏好**：2014Q1 人民币汇率大幅贬值下成长板块风险偏好受到压制；20Q1 美国流动性危机对军工电子、新能源汽车、光伏和半导体的情绪冲击；21 年 2 月底-4 月初美债收益率快速上行使得成长板块调整时间拉长

3. 归纳来看，在短期扰动因素中，基本面扰动最终会被证伪，这也是支撑景气成长在后续可以继续获得超额收益的重要原因。阶段性景气度情况、扰动因素多少是影响调整幅度和时间的重要因素。而从调整时间和幅度来看，往往调整时间在 2-3 个月左右，区间跌幅往往在 15%-20% 左右，区间超额收益往往在 -10%--20% 之间。相比之下，景气度有改善的成长板块在出现短期调整的时候，平均调整幅度及跑输程度要小于阶段性景气度弱化的板块。而随着影响因素的增多，可能会延长调整的时间。

4. 短期内来看，换手率这个数据可以在一定程度上辅助我们衡量板块及热门赛道的交易情绪。以创业板综指为例，2018 年以来，创业板综指换手率共有 3 次超过 5%，而每当创业板综指换手率突破 5% 后，往往创业板综指阶段性见顶回落。

而对于主流赛道而言，景气成长中的新能源车与半导体、国防军工及医药相对换手率阈值指引意义更大，在短期突破阈值后都会阶段性见顶。其中，当前新能源汽车换手率为 3.13%，连续 5 个交易日在 3% 之上，半导体、国防军工及医药生物均在阈值之下。

5. 总结来说，在产业趋势良好、基本面没有扰动、流动性环境相对稳定的背景下，当前景气成长板块的压力来自于潜在的外部冲击以及交易层面。但考虑到高景气板块并没有出现景气度的波动，虽然存在短期冲击，但不影响中期趋势，在有科技周期支撑的方向，未来仍将获得显著的超额收益。

中期维度，继续把握“硬科技的盛宴”。核心配置：新能源、半导体、军工电子和军工材料（目前基本面预期差仍然较大，建议下半年重点关注）。建议继续挖掘 AR/VR、智能汽车、物联网投资机会。

风险提示：宏观经济风险，政策风险，公司业绩不及预期风险。

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

李如娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518030001
lirujuan@tfzq.com

许向真 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070006
xuxiangzhen@tfzq.com

赵阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519090002
zyang@tfzq.com

吴黎艳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520090003
wuliyang@tfzq.com

余可骋 联系人
yukecheng@tfzq.com

相关报告

- 1 《投资策略：策略-一周资金面及市场情绪监控（20210222-20210228）-节后市场大幅调整下，北上、南下资金转为流出，但基金发行仍然密集》2021-03-02
- 2 《投资策略：策略-一周资金面及市场情绪监控（20210201-20210219）-公募基金发行延续 1 月热度，北上南下资金持续活跃》2021-02-23
- 3 《投资策略：策略-专题-当我们讨论中美摩擦和美股暴跌的时候实质上在讨论什么？》2020-09-06

内容目录

1. 2009 年以来的主要科技产业周期	4
2. 引起景气成长阶段性扰动的因素有哪些?	5
2.1. 产业周期方向确定中的景气度波动	5
2.2. 流动性环境收紧引发的扰动	7
2.3. 事件冲击引发的风险偏好下行	11
2.4. 总结	13
3. 交易维度，交易情绪过热后板块也同样存在一定的压力	15
4. 当前成长板块阶段性调整风险来自于潜在外部冲击和交易过热，Q3 冲击之后仍是买入机会	19
5. 核心结论	21

图表目录

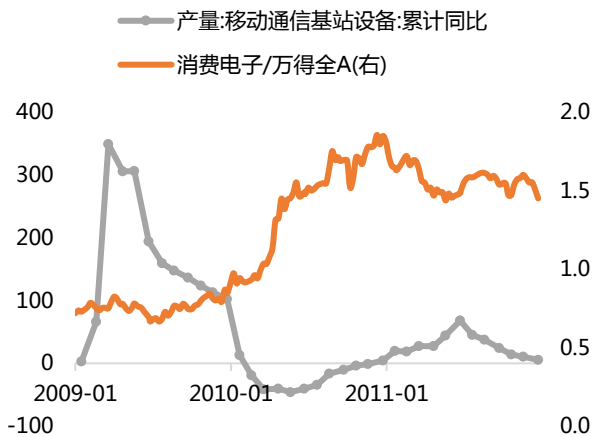
图 1：2G-3G 产业周期切换期间消费电子超额收益显著	4
图 2：3G-4G 产业周期切换期间消费电子超额收益显著	4
图 3：3G-4G 产业周期切换期间基础软件超额收益显著	4
图 4：4G-5G 产业周期切换期间半导体超额收益显著	4
图 5：新能源产业周期下光伏超额收益显著	4
图 6：新能源产业周期下新能源车超额收益显著	4
图 7：4G-5G 产业周期切换期间 PCB 超额收益显著	5
图 8：“十四五”订单驱动、自主可控逻辑下军工电子超额收益显著（业绩增速在左轴）	5
图 9：智能手机出货量在 2013Q2-Q3 有所回落	6
图 10：新能源车 20Q1 业绩增速出现波动	6
图 11：军工电子 20Q1 业绩增速出现波动	6
图 12：光伏 20Q1 业绩增速出现波动	6
图 13：新能源汽车的供需两端在 20Q1 均走弱	6
图 14：光伏超额收益与光伏业绩增速(%)	7
图 15：光伏多晶硅与组件价格	7
图 16：新能源车、军工电子超额收益与流动性变化	7
图 17：2012-2014 消费电子超额收益与 shibor3 个月利率走势	8
图 18：消费电子、基础软件超额收益与 shibor 三个月利率走势	8
图 19：2019Q2、Q4 流动性环境从紧引发 PCB 跑输市场	9
图 20：20Q3-Q4 半导体超额收益与 shibor3 个月利率走势	9
图 21：1-2 月市场利率上行是诱发景气成长调整的重要原因	10
图 22：人民币汇率与基础软件、消费电子超额收益走势	11
图 23：2020Q1 光伏、半导体、军工电子和新能源汽车超额收益与 shibor 三个月利率走势	12
图 24：美股 VIX 走势与标普 500 走势	12
图 25：21Q1 尽管市场利率在 3 月回落，但美债收益率快速冲高冲击了景气成长的情绪	12

.....	13
图 26: 主要景气成长板块在产业周期中的调整表现回溯	13
图 27: 创业板综指/万得全 A 与创业板综换手率	15
图 28: 申万半导体板块超额收益走势与半导体板块换手率	16
图 29: 新能源车指数 (930997.CSI) 超额收益走势与新能源车板块换手率	17
图 30: 申万国防军工超额收益走势与军工板块换手率	17
图 31: 申万医药生物超额收益走势与申万医药指数换手率	19
图 32: 预计 8 月之后将见到 TGA 释放流动性的拐点	19
图 33: 三季度中后期可能进入 Taper 预期发酵的窗口期	20

1. 2009 年以来的主要科技产业周期

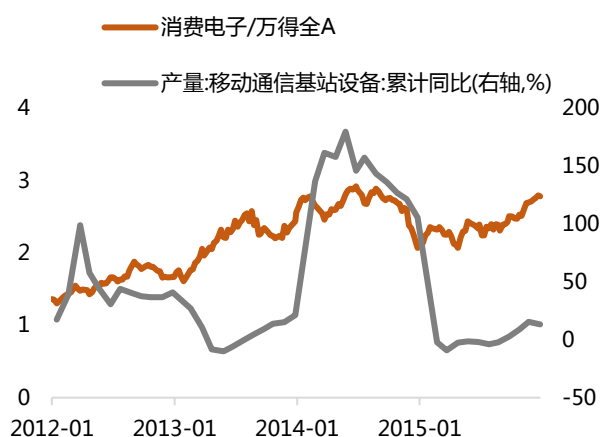
在 2009 年以来，国内经历了几轮比较显著科技产业周期：第一条是围绕智能手机主线的 2G-3G-4G-5G 产业周期，代表性的板块就是 09-10 年的消费电子，12-15 年的消费电子、基础软件，19 年以来的半导体、PCB；第二条是围绕能源结构转换的新能源产业周期，代表性板块是 2019 年以来的光伏和新能源汽车；第三条是“十四五”订单驱动、有自主可控逻辑支撑的军工电子强周期。在上述科技产业周期的支撑下，上述成长板块均在区间内获得显著的绝对收益和超额收益。

图 1：2G-3G 产业周期切换期间消费电子超额收益显著



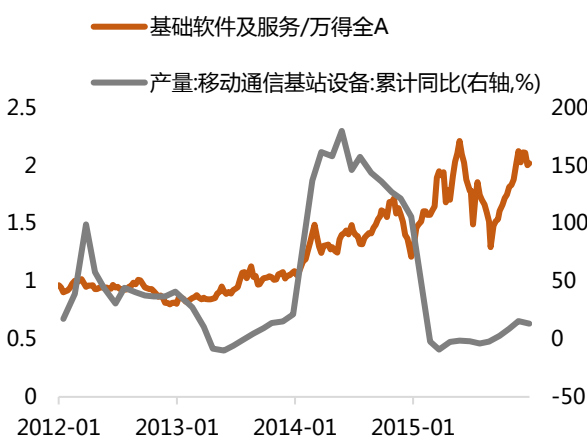
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：3G-4G 产业周期切换期间消费电子超额收益显著



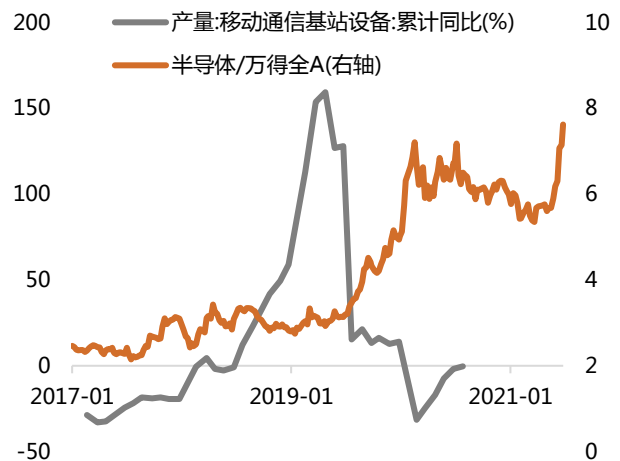
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：3G-4G 产业周期切换期间基础软件超额收益显著



资料来源：Wind，天风证券研究所

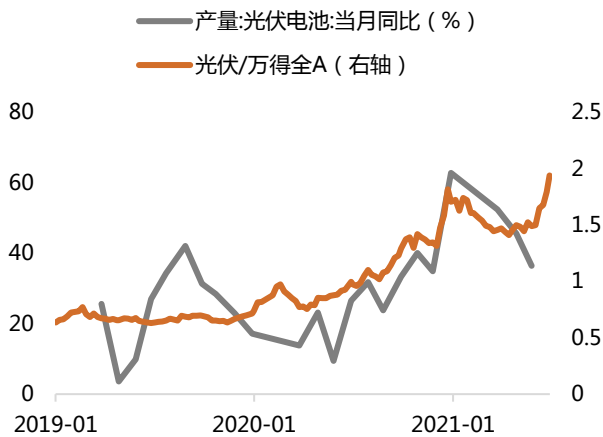
图 4：4G-5G 产业周期切换期间半导体超额收益显著



资料来源：Wind，天风证券研究所

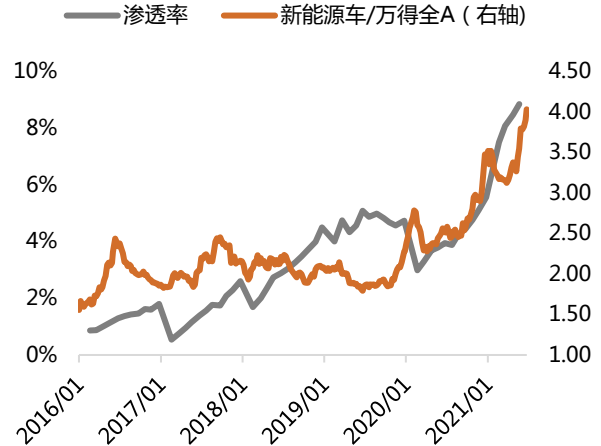
图 5：新能源产业周期下光伏超额收益显著

图 6：新能源产业周期下新能源车超额收益显著



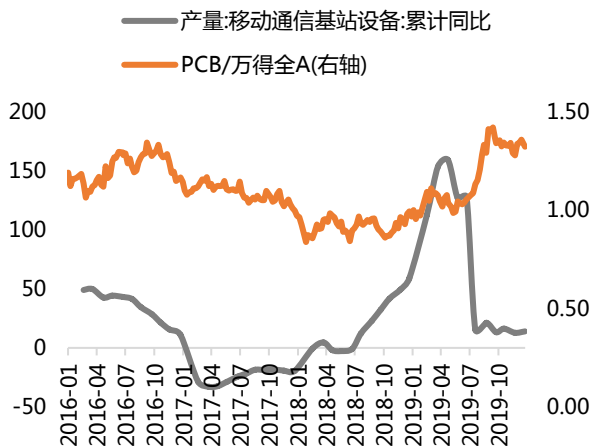
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：4G-5G 产业周期切换期间 PCB 超额收益显著

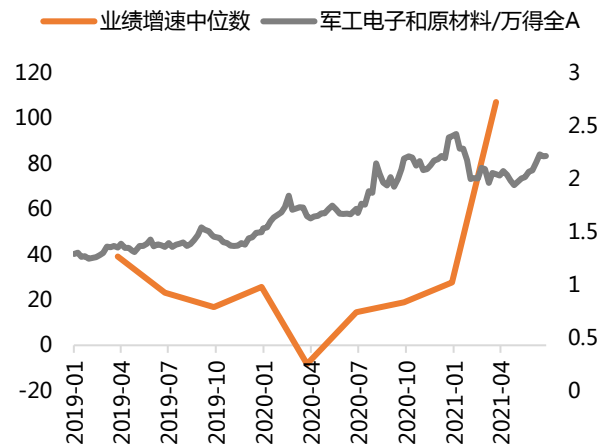


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：“十四五” 订单驱动、自主可控逻辑下军工电子超额收益显著（业绩增速在左轴）



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 引起景气成长阶段性扰动的因素有哪些？

对于处在产业周期景气向上的行业，对其股价的干扰主要来自于三个方面：业绩端——景气度向上过程中的波动、估值端——流动性收紧与事件冲击带来的风险偏好承压。我们选取了半导体、军工电子、基础软件、消费电子、PCB、光伏、新能源车等 7 个典型的有产业周期支撑的景气成长行业进行观察。

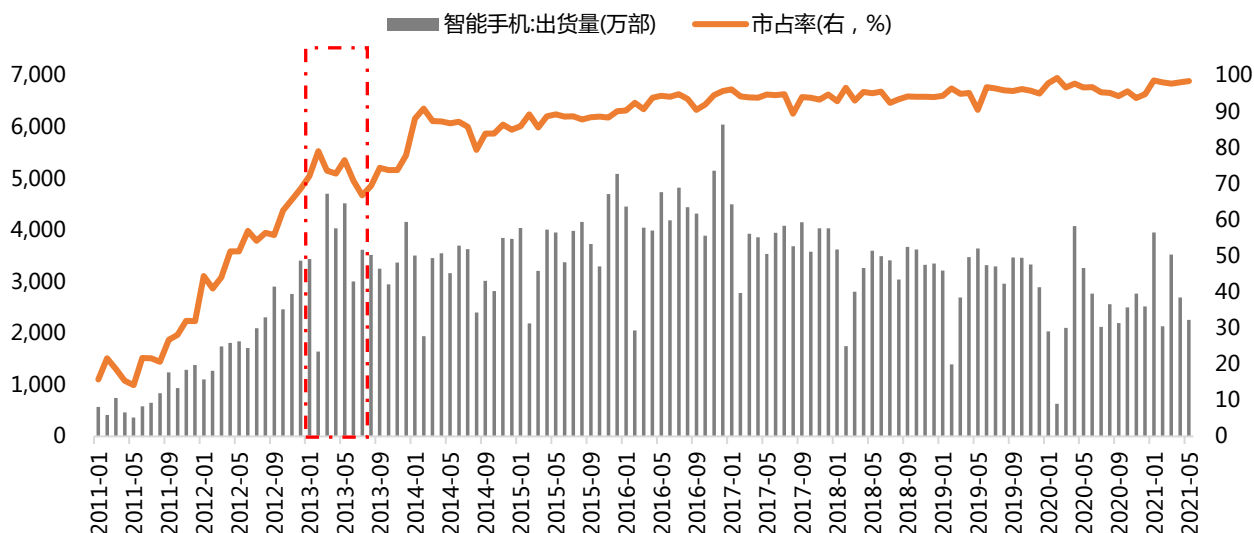
2.1. 产业周期方向确定中的景气度波动

尽管产业周期趋势明确下成长板块的景气度持续性较强，但在其中可能会出现阶段性的波动使得市场对行业的基本面存在一定的担忧，但在产业周期的支撑下，这种波动引发的担忧很快会被证伪。

（1）智能手机出货量波动下消费电子基本面支撑走弱

2013 年 Q2-Q3 智能手机出货量有所回落，智能手机市占率也下滑至 66%附近，对应消费电子业绩增速从 Q1 的 22%下滑至 Q3 的 3%附近。但随着智能手机出货量与市占率在 Q3 重新反弹，消费电子的业绩增速在 2013Q4 重新回归 18%附近，消费电子景气度的扰动被最终证伪。

图 9：智能手机出货量在 2013Q2-Q3 有所回落

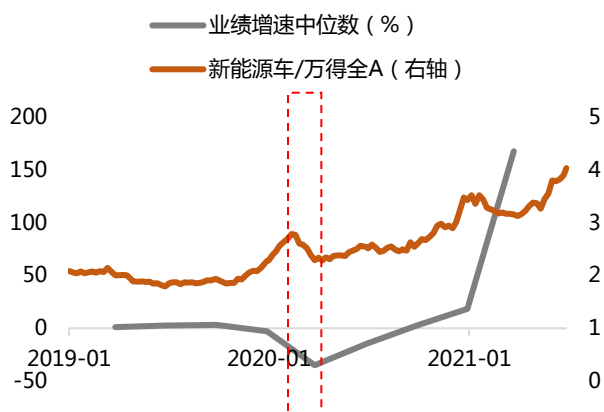


资料来源：Wind，天风证券研究所

(1) 疫情冲击下 20Q1 新能源车、军工电子、光伏景气度阶段性支撑走弱

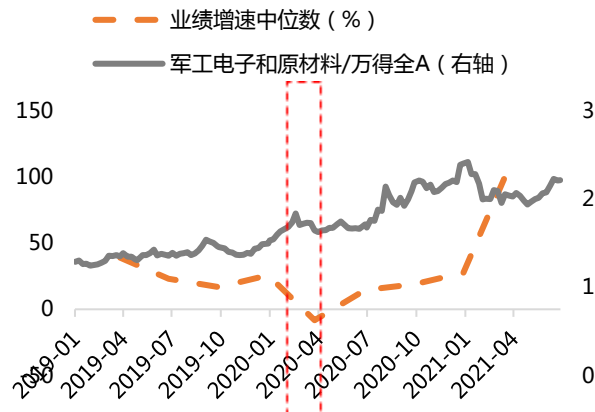
在疫情冲击下，军工电子、新能源车等景气板块业绩增速显著回落，这也成为了诱发成长板块调整的重要原因之一。以新能源车为例，在疫情冲击下 Q1 供需双降，对应业绩增速也大幅回落，基本面的波动成为股价波动的因素之一，但随着疫情消退生产恢复，供需两端重新走强，新能源车业绩增速也在 Q2 重新回归上升通道，这也验证了产业方向并未因为短期波动而改变。

图 10：新能源车 20Q1 业绩增速出现波动



资料来源：Wind，天风证券研究所

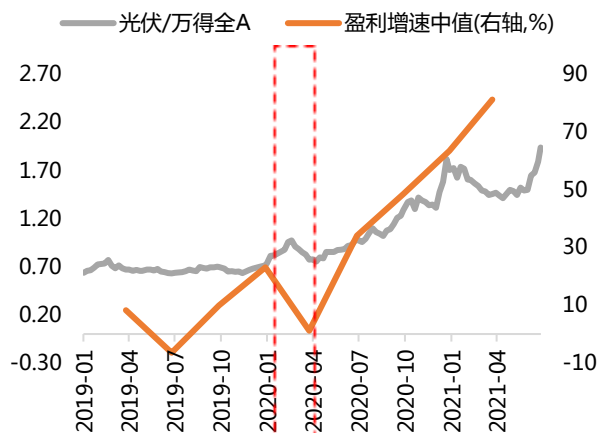
图 11：军工电子 20Q1 业绩增速出现波动



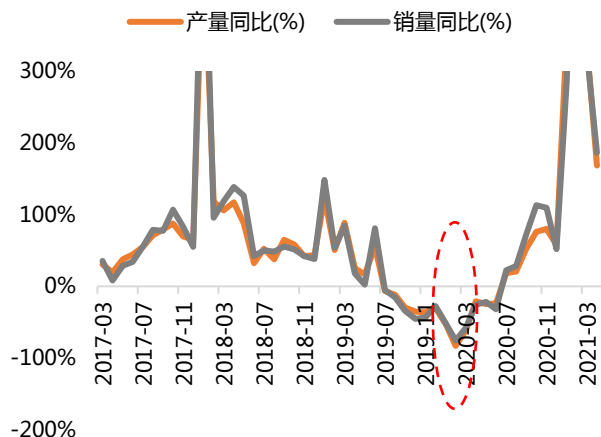
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：光伏 20Q1 业绩增速出现波动

图 13：新能源汽车的供需两端在 20Q1 均走弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

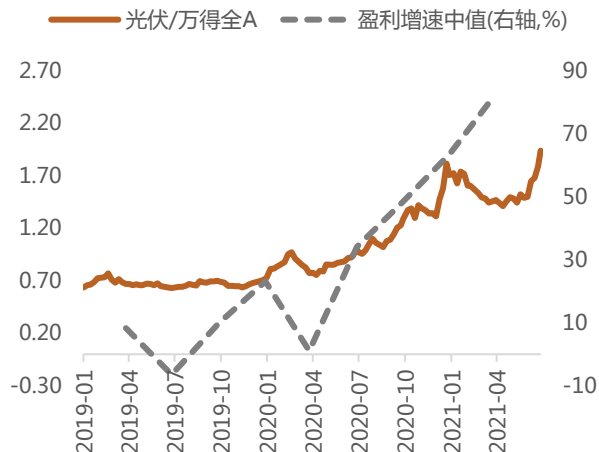


资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 21Q1 上游原材料硅料价格上涨引发光伏中下游需求走弱担忧

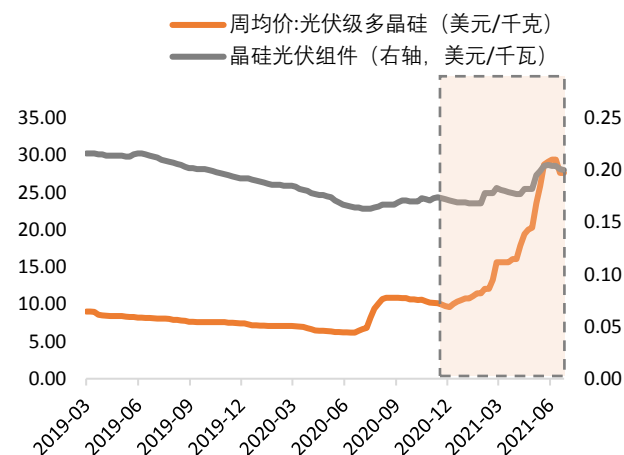
随着光伏上游原材料硅料价格的快速上涨，对下游需求反噬的担忧使得光伏企业在主要景气成长板块中率先跑输市场。自2020年12月以来，上游硅料价格进入加速上涨期，多晶硅现货价格由12月初的10元以下，一路飙升至25元以上，提升至原来的3倍，而同期晶硅光伏组件价格仅上涨17.64%，因此，市场担忧上游价格的快速上涨最终会导致下游需求被侵蚀。最终，一季报延续的高增速验证了下游需求仍然较为旺盛，光伏上游原材料价格的上涨并未改变新能源产业周期的景气方向，最终光伏板块的超额收益也重新在4月触底回升。

图 14：光伏超额收益与光伏业绩增速(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：光伏多晶硅与组件价格

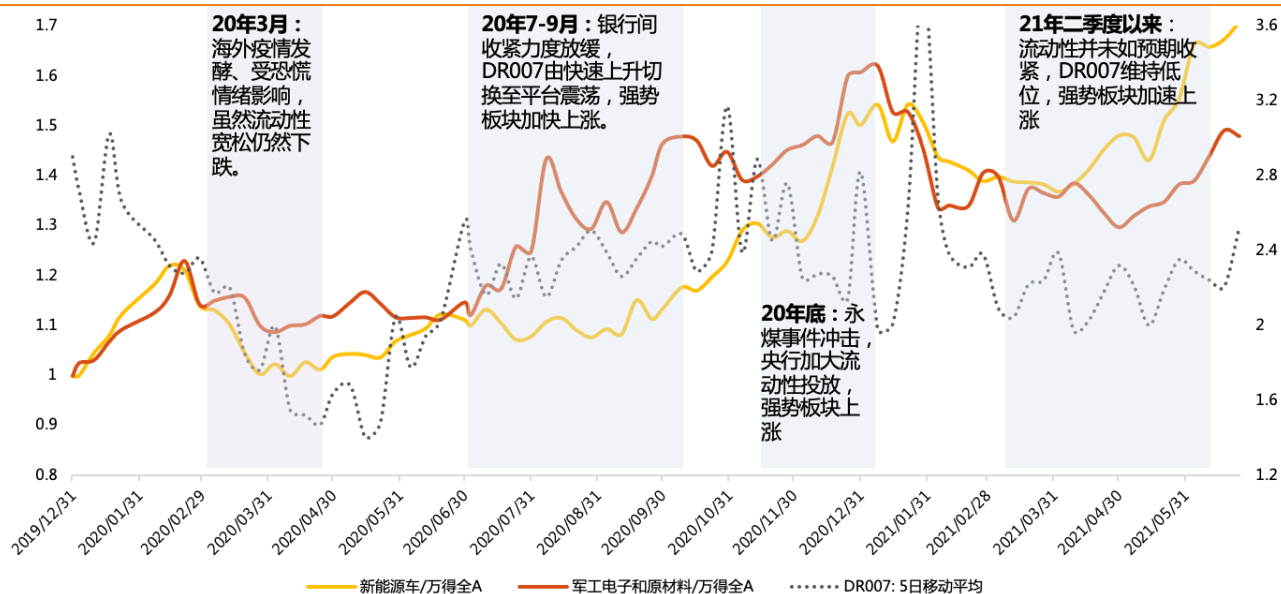


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 流动性环境收紧引发的扰动

尽管从年度为单位来看，成长风格板块基本上跟随着产业周期的情况而变化，但在短期内，流动性环境的变化确实会引发成长板块的波动，流动性的收紧往往会对前期涨幅较大的景气成长板块形成压制。

图 16：新能源车、军工电子超额收益与流动性变化

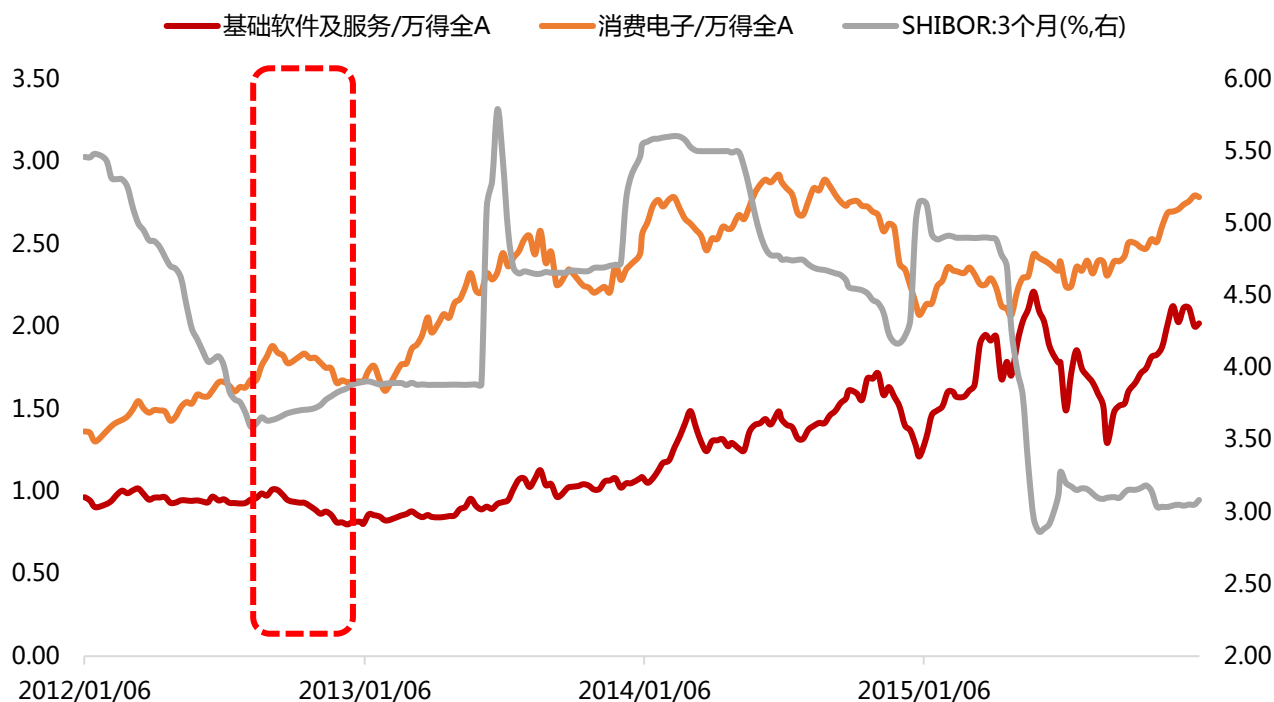


资料来源: Wind, 天风证券研究所

(1) 2012 年底市场利率上行引发消费电子跑输市场

在 2012 年前三个季度连续的降准降息后, 市场利率在 8 月开始触底回升, shibor 三个月利率从 2012 年 8 月的 3.6% 以下上升至 2013 年年初的 3.9% 附近, 导致前期表现较好的消费电子阶段性跑输市场。

图 17: 2012-2014 消费电子超额收益与 shibor3 个月利率走势

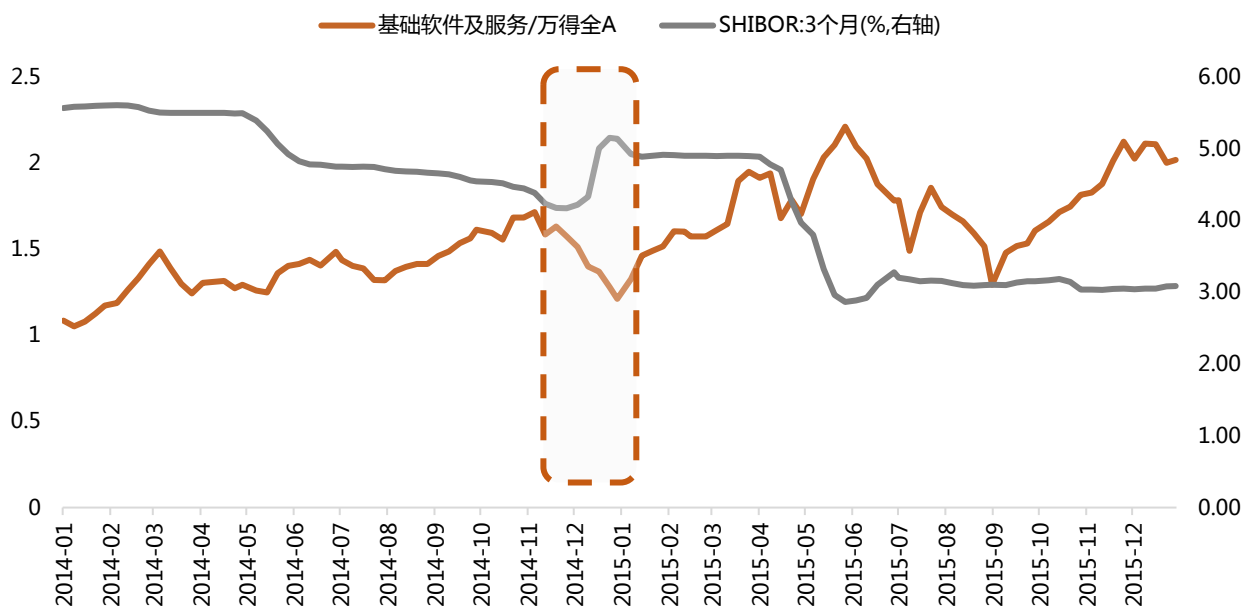


资料来源: Wind, 天风证券研究所

(2) 2014 年年底利率上行引发的基础软件跑输市场

在全年走低后, 市场利率水平在 2014 年年底快速上行并持续到 2015Q1, 对应基础软件涨跌幅为负, 并大幅跑输市场。以 shibor 三个月利率衡量宏观流动性, 可以看到市场利率从 2014 年 11 月的 4.18% 上升至年底的 5.14%, 并且在 2015Q1 稳定在 4.9% 附近, 整体流动性环境显著从紧。而随着 2015Q2 流动性环境再度改善, 基础软件的超额收益重新上行。

图 18: 消费电子、基础软件超额收益与 shibor 三个月利率走势

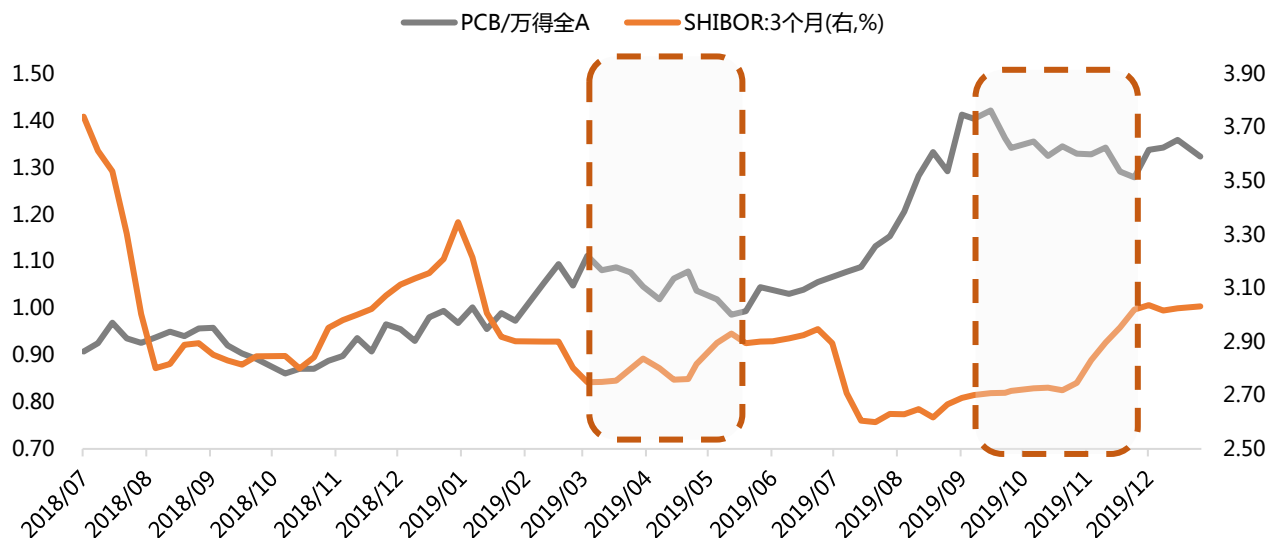


资料来源: Wind, 天风证券研究所

(3) 2019Q2 和 2019Q4 利率上行引发 PCB 跑输市场

随着 2019Q1 经济数据好转, 2019Q2 货币政策转紧; 而在 Q3 流动性环境宽松后, Q4 再度从紧。而在对应的流动性收紧区间, PCB 都阶段性跑输市场。

图 19: 2019Q2、Q4 流动性环境从紧引发 PCB 跑输市场

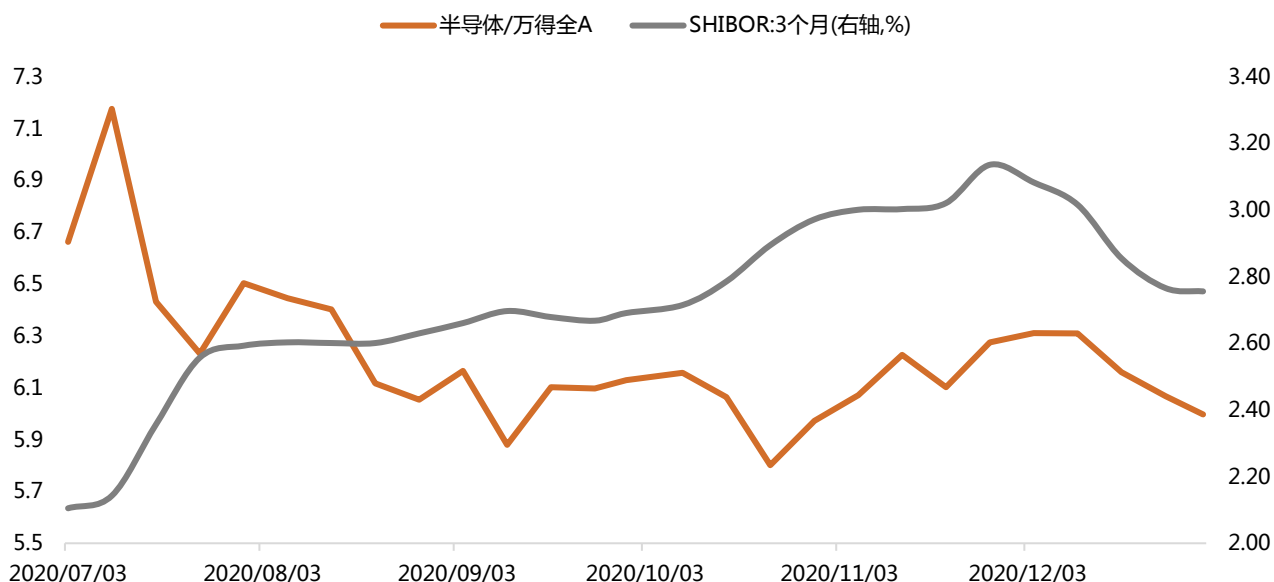


资料来源: Wind, 天风证券研究所

(4) 2020Q3 流动性环境转紧下前期强势的半导体跑输市场

20Q3 伴随着经济复苏以及货币政策边际上的收紧, 流动性环境相较于 Q2 有所收紧, 对前期强势的半导体板块形成压制。自七月中旬开始, 市场利率进入到快速上行期, 尽管 8 月以后市场利率上行斜率放缓, 但整体的流动性环境较 Q2 体现为明显的边际收紧, 这也使得在 6 月表现较好的半导体, 在景气度继续改善的情况下 (20Q2、Q3 业绩增速中位数都在 30% 以上), 进入到 3 个月左右的调整期, 区间下跌 21%, 超额收益为 -19%, 直到年底永煤事件引发央行大量投放流动性, 流动性环境重新改善, 半导体的阶段性跑输才结束。

图 20: 2020Q3-Q4 半导体超额收益与 shibor3 个月利率走势

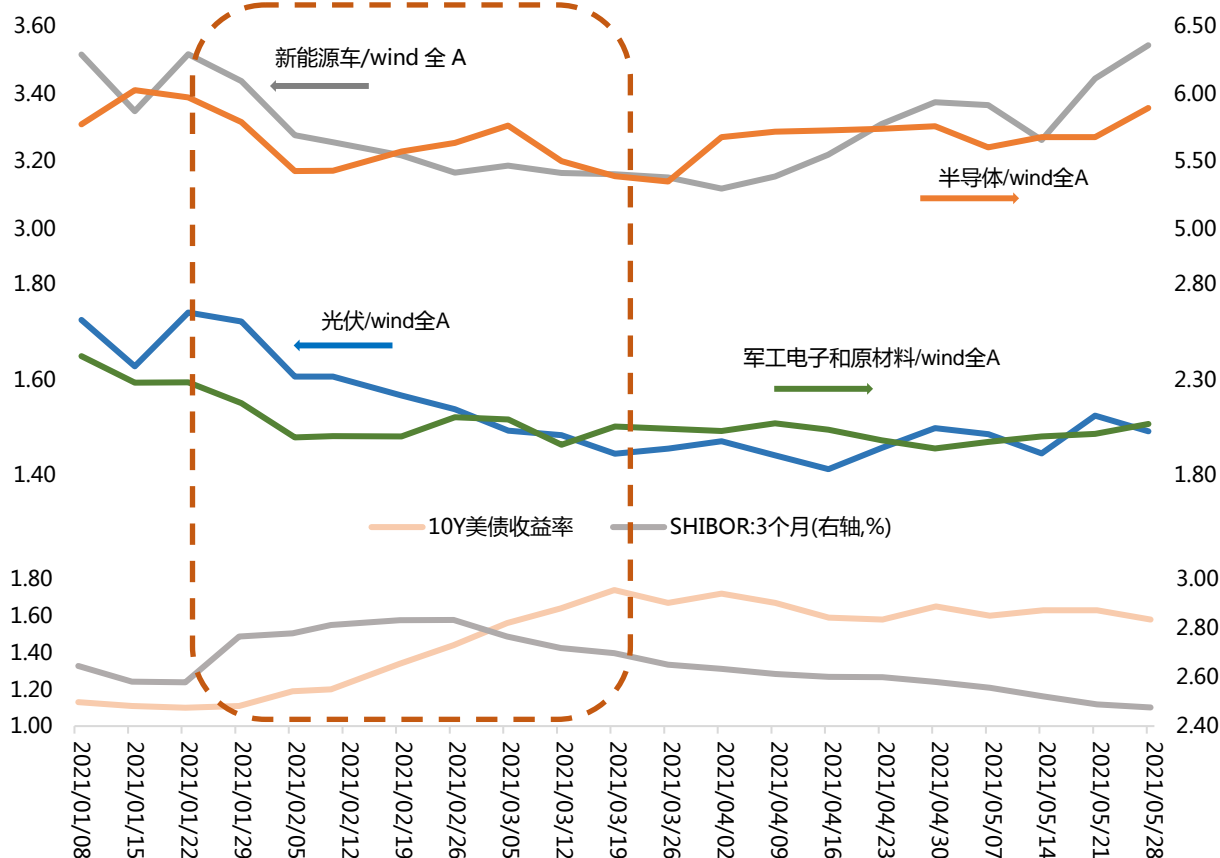


资料来源: Wind, 天风证券研究所

(5) 2021Q1 银行间利率上行引发光伏、新能源车、军工电子、半导体调整

2021 年 1-2 月, 随着央行持续净回笼资金, 市场利率快速上行, 光伏、新能源车、军工电子、半导体等景气成长板块出现回调, 大幅跑输市场。一方面, 从景气度来看, 21Q1 光伏、新能源车、军工、半导体景气度均延续了景气度改善的趋势, 业绩增速都不低 (除了光伏因为 20 年年底上游原材料的上涨引发了对景气度不能持续的担忧); 另一方面, 在永煤事件后, 央行大量投放的流动性造成了银行间流动性的泛滥, 因此, 在 1-2 月央行开始通过缩减公开市场投放来回收流动性, 这也使得 shibor3 个月利率从 1 月中旬的 2.6% 以下上至 2 月的 2.8% 以上, 光伏、新能源、军工电子、半导体也进入到调整区间。

图 21: 1-2 月市场利率上行是诱发景气成长调整的重要原因



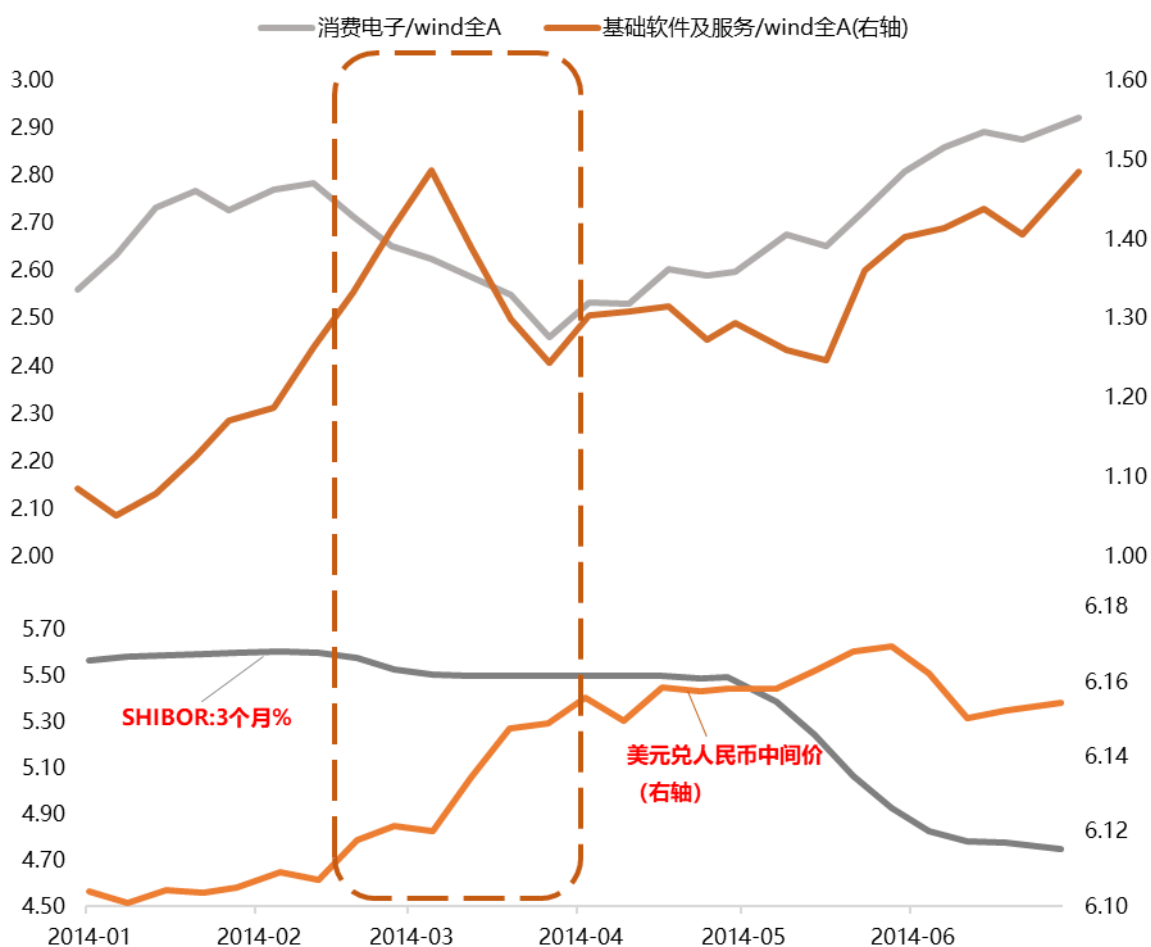
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 事件冲击引发的风险偏好下行

(1) 2014Q1 人民币汇率大幅贬值下成长板块风险偏好受到压制

2014 年一季度人民币汇率出现了大幅贬值，改变了近九年以来单边升值的情况，这也对市场情绪造成一定的冲击。自 2014 年 1 月初以来，美元兑人民币汇率从 6.09 附近上升至 6.18 附近中枢。尽管流动性环境仍然较为宽松，但随着人民币汇率的突然贬值，此前涨幅较大的基础软件和消费电子板块在风险偏好下降的情况下分别自高点跌了 20%和 17%。

图 22：人民币汇率与基础软件、消费电子超额收益走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 20Q1 美国流动性危机对军工电子、新能源汽车、光伏和半导体的情绪冲击

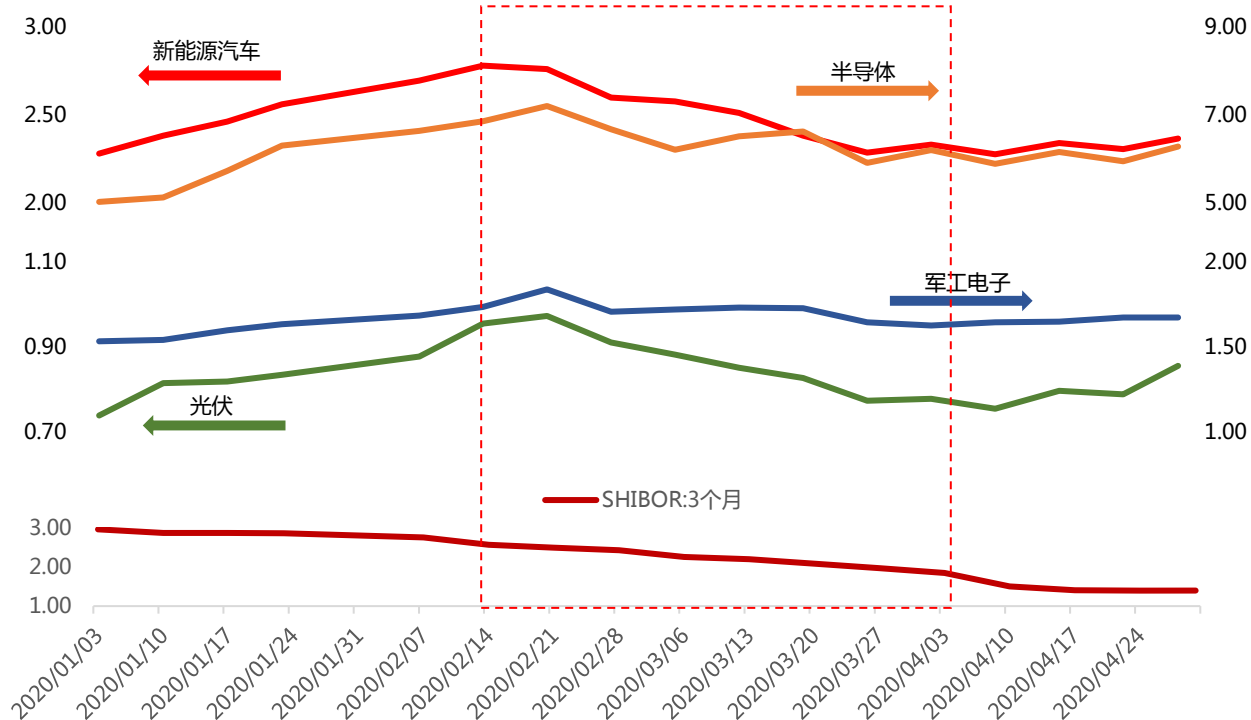
在 20 年 2 月下旬，随着美国疫情的爆发，美国资本市场在重挫中出现流动性危机，引发全球风险偏好的快速下行，进而对军工电子、新能源汽车、光伏和半导体形成较大冲击。随着去年 2 月下旬美国新增确诊人数快速上行，在流动性危机的冲击下，美股恐慌指数大幅攀升，带动全球风险偏好下行，半导体、光伏、军工电子和新能源汽车分别自高点下跌 17.57%、21.4%、21.1%和 25.8%，均跑输市场 10 个百分点以上。

从行业基本面来看，在疫情冲击下，军工电子、光伏与新能源汽车均出现业绩增速的回落，但是疫情并未阻断产业周期的推进，而在随后的 Q2，军工电子和新能源汽车板块业绩增速中位数均再度进入回升通道；而半导体业绩增速并未受到疫情影响，较 19Q4 进一步改善。因此，景气度的波动并不是板块波动的主因。

从流动性环境来看，为了对冲疫情的不利冲击，货币政策趋于宽松，市场利率持续走低，整体流动性环境相比比较有利。

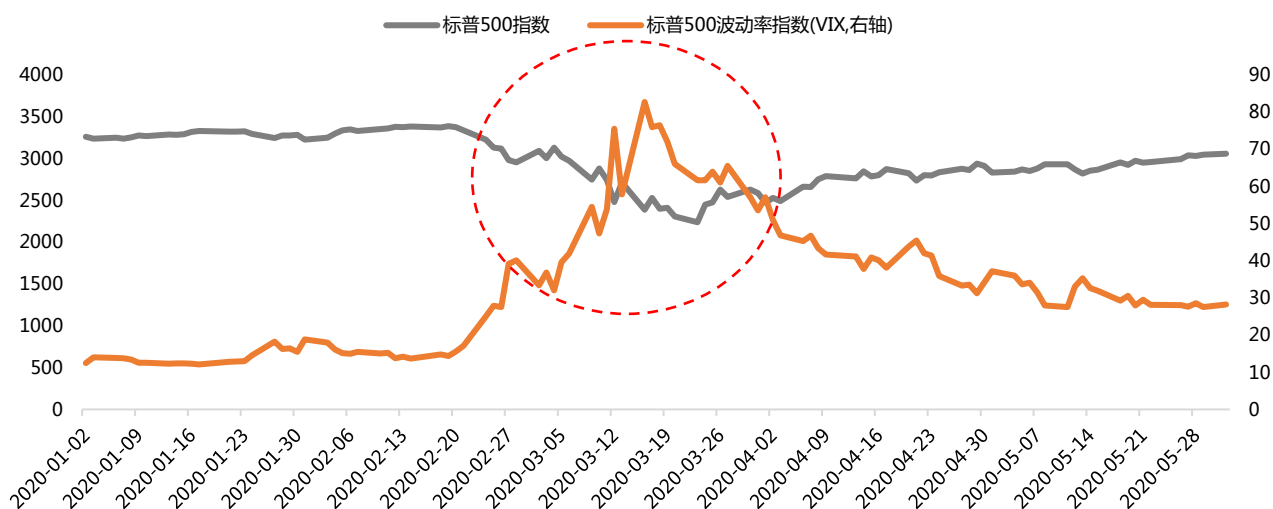
总结来看，疫情冲击导致国际资本市场大幅波动，引发市场风险偏好降低，叠加疫情引起的景气度层面波动，造成在流动性环境良好的情况下，军工电子、新能源汽车和半导体大幅跑输市场。一个比较好的证明是，随着美股在3月末四月初企稳，军工电子、新能源汽车和半导体也在同一时间点企稳。

图 23：2020Q1 光伏、半导体、军工电子和新能源汽车超额收益与 shibor 三个月利率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：美股 VIX 走势与标普 500 走势



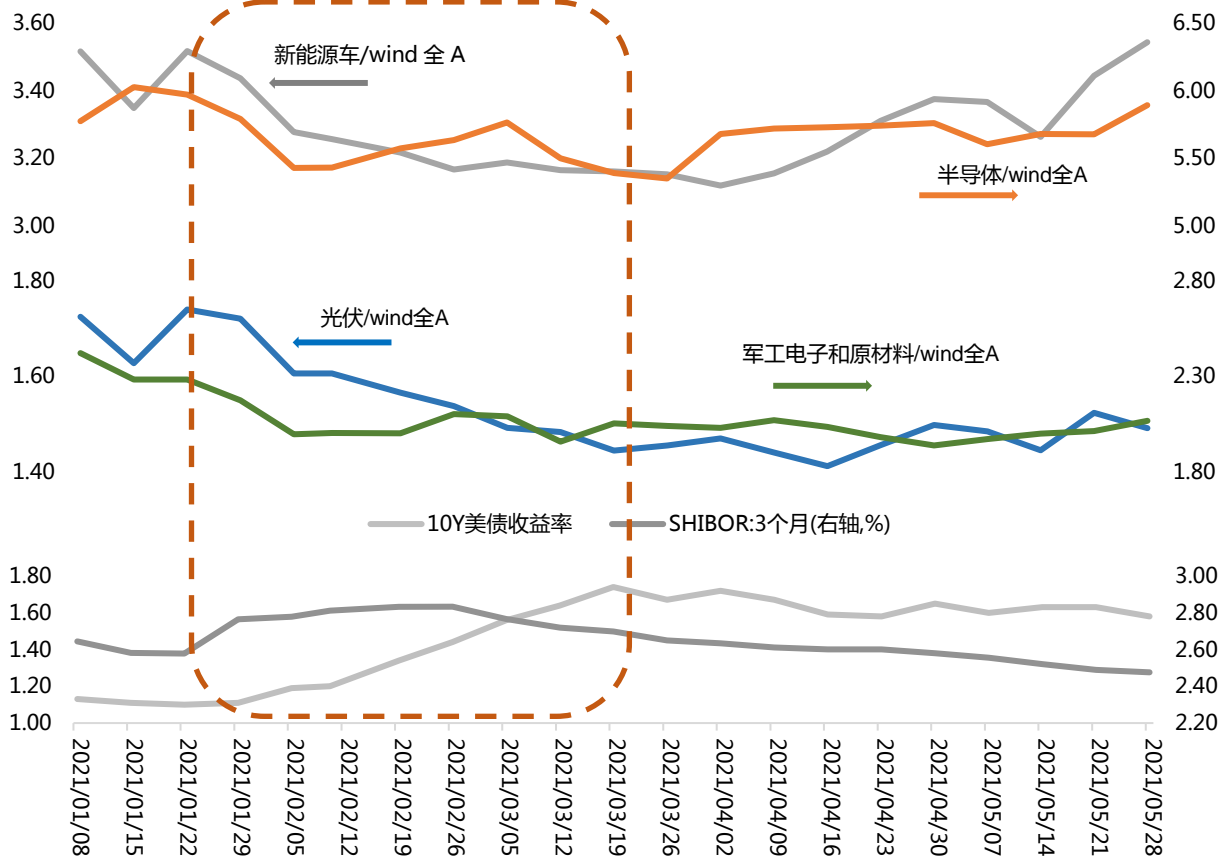
资料来源：Wind，天风证券研究所

（3）21 年 2 月底-4 月初美债收益率快速上行使得成长板块调整时间拉长

尽管在 21 年 3 月份开始国内市场利率重新下行，但在 10 年期美债收益率快速上行的背景下，国内核心资产估值端面临巨大的压力，这也使得整个市场风险偏好继续维持在低位，

也延续了上述景气成长板块的调整时间和幅度。21 年 1-2 月随着央行回收流动性，国内流动性环境的收紧造成景气成长板块出现波动，尽管 3 月银行间流动性重新下行，但美债 10 年期收益率的快速上行，从 2 月中旬的 1.2% 以下一路上升至 4 月初的 1.7% 以上，对国内核心资产估值端形成较大的压力，而在市场风险偏好的共振下，景气成长板块的调整幅度和调整时间被进一步拉长。

图 25：21Q1 尽管市场利率在 3 月回落，但美债收益率快速冲高冲击了景气成长的情绪



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 总结

1. 在扰动因素中，基本面扰动最终会被证伪，这也是支撑景气成长在后续可以继续获得超额收益的重要原因。对具有产业周期支撑、在 1-2 年区间内获得显著超额收益的景气成长板块而言，短期内可能会因为基本面扰动、流动性变化、事件风险偏好冲击等三个方面因素影响而出现调整，但基本面扰动最终会被证伪，主要来源于较强的产业周期支撑，这也是景气成长后续可以继续获得超额收益的来源。

2. 阶段性景气度情况、扰动因素多少是影响调整幅度和时间的重要因素。从调整时间和幅度来看，往往调整时间在 2-3 个月左右，区间跌幅往往在 15%-20% 左右，区间超额收益往往在 -10%--20% 之间。相比之下，景气度有改善的成长板块在出现短期调整的时候，平均调整幅度及跑输程度要小于阶段性景气度弱化的板块。

而随着影响因素的增多，可能会延长调整的时间，比如 2021Q1 的光伏，在上游大幅涨价、国内流动性环境较紧、美债收益率上行冲击的三重影响下，调整的时间远远长于新能源车和军工电子。

图 26：主要景气成长板块在产业周期中的调整表现回溯

	调整起 点	调整终 点	区间绝对收益 (%)	区间超额 收益 (%)	基本面扰动	流动性环境变化	事件风险偏好冲击
光伏	2020/ 2/21	2020/ 4/10	-29.61	-20.41	受疫情影响, 业绩 20Q1 业绩增速出现大幅回调	流动性环境较为宽松, 利率持续走低	美国疫情引发流动性危机, 美股暴跌冲击
	2020/ 12/26	2021/ 4/16	-23.09	-22.1	硅料价格上涨, 引发市场对下游需求担忧, 但随后被一季报证伪	1-2 月市场利率上行, 随后在 3 月开始回落。	2 月下旬至 4 月初 10 年期美债收益率上行, 引发情绪共振
半导体	2020/ 2/14	2020/ 4/10	-17.57	-13.57	景气度改善	流动性环境较为宽松, 利率持续走低	美国疫情引发流动性危机, 美股暴跌冲击
	2020/ 7/10	2020/ 10/23	-21.49	-18.61	景气度改善	流动性环境转紧, 市场利率上行	7 月中旬严查信贷资金违规入市, 冲击风险偏好
	2020/ 12/11	2021/ 3/26	-14.43	-15.34	景气度改善	1-2 月市场利率上行, 随后在 3 月开始回落。	2 月下旬至 4 月初 10 年期美债收益率上行, 引发情绪共振
基础软件	2014/ 3/7	2014/ 5/16	-20.06	-15.29	景气度走平	市场利率震荡下行, 流动性偏宽松	人民币汇率贬值引发风险偏好下挫
	2014/ 11/7	2014/ 12/31	-14.43	-35.54	景气度走平	市场利率快速上行, 流动性环境转紧	——
消费电子	2012/ 9/7	2013/ 2/1	-4.40	-16.14	景气度改善	市场利率上行, 流动性转紧	——
	2013/ 8/23	2013/ 11/1	-11.56	-15.05	景气度先降后升	市场利率小幅上升	——
	2014/ 2/14	2014/ 3/28	-17.24	-10.81	景气度走平	市场利率震荡下行, 流动性偏宽松	人民币汇率贬值引发风险偏好下挫
军工电子	2020/ 2/21	2020/ 4/3	-21.07	-10.37	疫情冲击业绩增速下滑	流动性环境较为宽松, 利率持续走低	美国疫情引发流动性危机, 美股暴跌冲击
	2021/ 1/8	2021/ 4/30	-23.18	-19.12	景气度改善	1-2 月市场利率上行, 随后在 3 月开始回落。	2 月下旬至 4 月初 10 年期美债收益率上行, 引发情绪共振
新能源汽车	2020/ 2/21	2020/ 3/27	-25.81	-15.42	全球疫情扩散造成供需双降	流动性环境较为宽松, 利率持续走低	美国疫情引发流动性危机, 美股暴跌冲击
	2021/ 1/22	2021/ 3/5	-13.58	-8.92	景气度改善	1-2 月市场利率上行, 随后在 3 月开始回落。	2 月下旬至 4 月初 10 年期美债收益率上行, 引发情绪共振
PCB	2019/ 3/8	2019/ 5/17	-13.71	-10.96	景气度改善	市场利率上行	——
	2019/ 9/20	2019/ 11/29	-14.36	-9.54	景气度改善	市场利率上行	——
历次调整中,景气度仍然还在改善的板块调整幅度的平均值			-15.34	-14.02			
历次调整中,景气度走弱或者走平的板块调整幅度平均值			-20.36	-18.12			

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 交易维度，交易情绪过热后板块也同样存在一定的压力

短期内来看，换手率这个数据可以在一定程度上衡量板块及热门赛道的交易情绪。以创业板综指为例，每当创业板综指换手率突破 5% 后，往往创业板综指阶段性见顶回落。

2018 年以来，创业板综指换手率共有 3 次超过 5%，当前创业板综指换手率为 3.5%：

- 1) 2019/2/25-2019/3/13，区间含 13 个交易日，换手率维持在 5% 左右，创业板综指最大涨幅 15.4%，随后创业板指进入顶部区域；
- 2) 2020/2/18-2020/3/5，区间含 13 个交易日，换手率维持在 5% 左右，创业板综指最大涨幅 6.9%，随后创业板指进入顶部区域；
- 3) 2020/7/7-2020/7/15，区间含 7 个交易日，换手率维持在 5% 左右，创业板综指最大涨幅 10.5%，随后创业板指进入顶部区域；

图 27：创业板综指/万得全 A 与创业板综换手率



资料来源：Wind，天风证券研究所

对于主流赛道而言，景气成长中的新能源车、半导体、国防军工、医药生物相对换手率阈值指引意义较为显著。由于行业换手率波动较大，因此我们采用 5 日移动平均值进行观察。

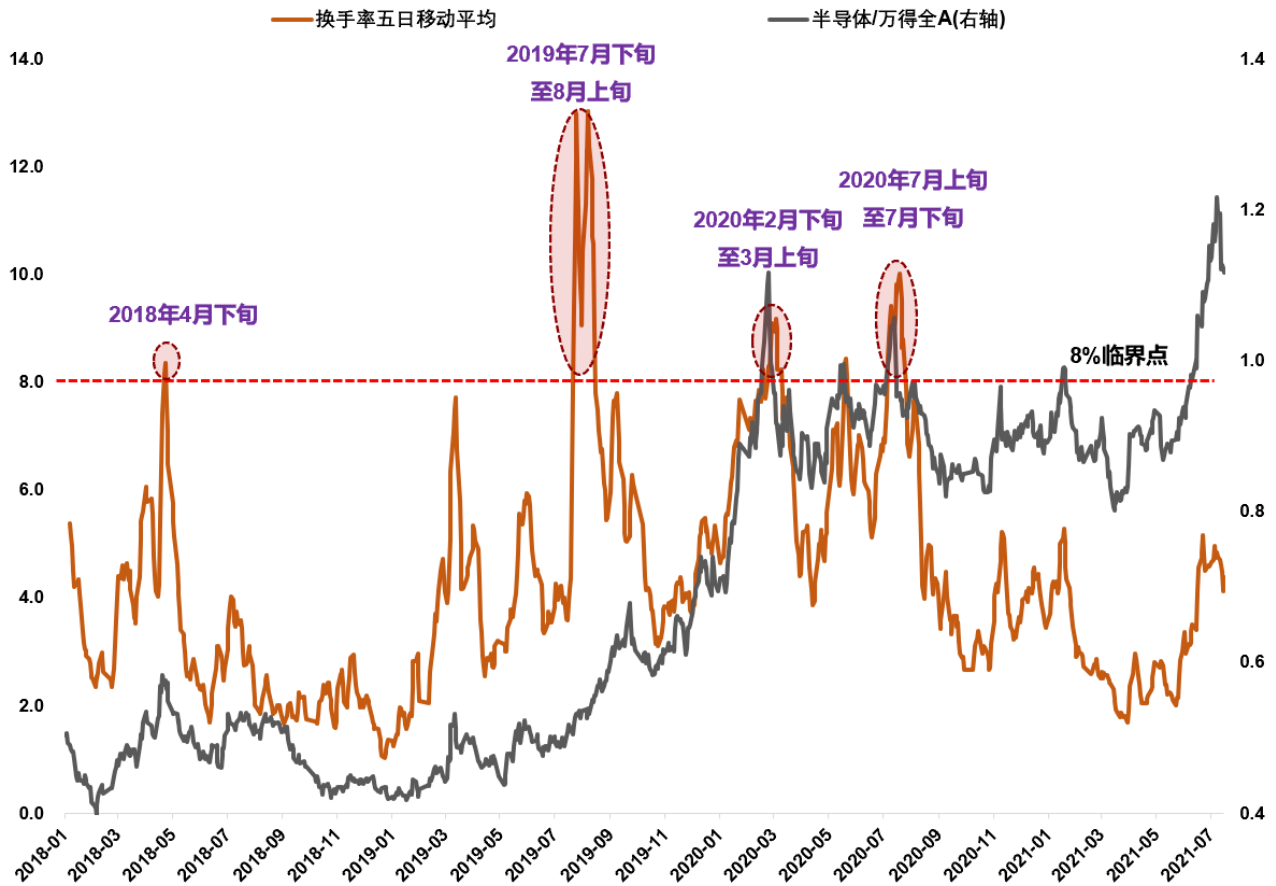
(1) 2018 年以来，半导体板块换手率共有 4 次超过 8%，当前换手率为 4.02%：

- 1) 2018/4/23-2018/4/24，区间含 2 个交易日，换手率维持在 8% 左右，半导体指数最大涨幅 3.3%，随后半导体板块进入顶部区域；
- 2) 2019/7/23-2019/8/15，区间含 18 个交易日，换手率维持在 8% 左右，创业板指最大涨幅 7.7%，随后半导体板块进一步上行见顶；
- 3) 2020/2/19-2020/3/10，区间含 15 个交易日，换手率维持在 8% 左右，半导体板块最大

涨幅 14.3%，随后半导体板块见顶回落；

4) 2020/7/7-2020/7/24，区间含 14 个交易日，换手率维持在 8% 左右，半导体板块最大涨幅 11.4%，随后半导体板块见顶回落。

图 28：申万半导体板块超额收益走势与半导体板块换手率



资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 2018 年以来，新能源车换手率共有 3 次超过 3%，当前为 3.13%，连续 5 个交易日在 3% 之上：

1) 2020/2/5-2020/3/2，区间含 19 个交易日，换手率维持在 3% 左右，新能源车板块最大涨幅 14.2%，随后新能源车板块见顶回落；

2) 2020/7/8-2020/7/17，区间含 8 个交易日，换手率维持在 3% 左右，新能源车板块最大涨幅 7.9%，随后新能源车板块进入顶部区域；

3) 2021/1/8-2021/1/15，区间含 6 个交易日，换手率维持在 3% 左右，新能源车板块最大涨幅 2.6%，随后新能源车板块进入顶部区域；

图 29：新能源车指数（930997.CSI）超额收益走势与新能源车板块换手率

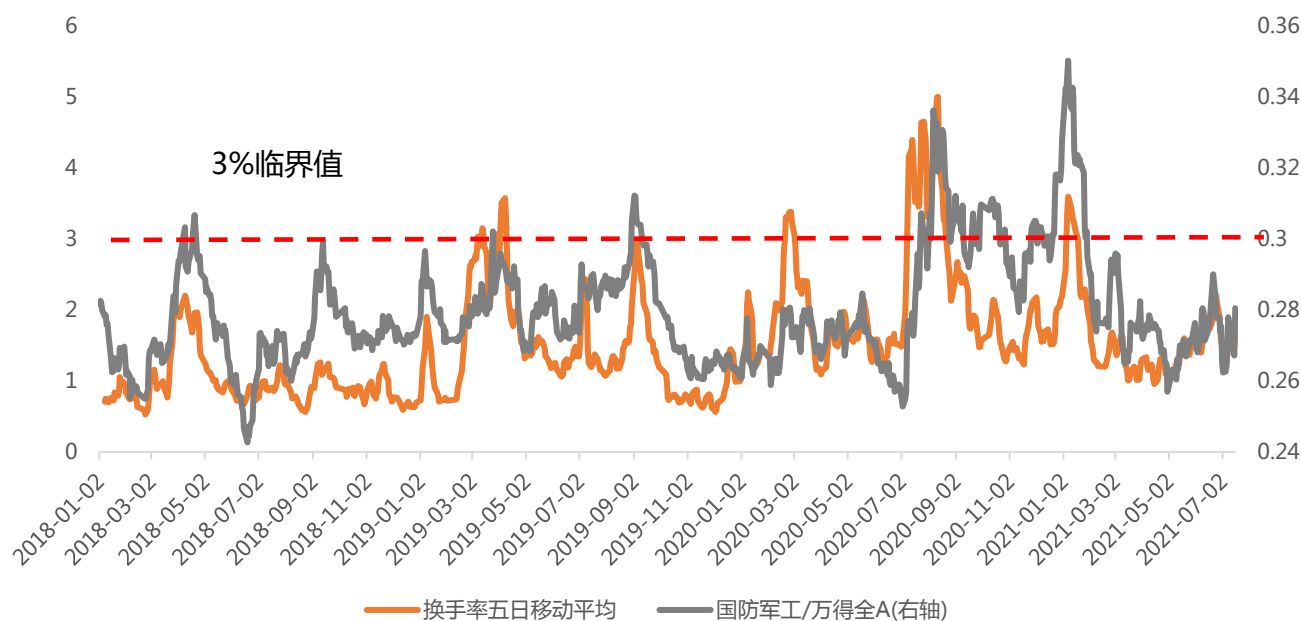


资料来源：Wind，天风证券研究所

2018年以来,申万国防军工指数换手率共有5次超过3%,当前申万国防军工换手率为1.7%:

- 1) 2019/3/8-2019/3/14, 区间含5个交易日, 换手率维持在3%左右, 申万国防军工指数最大涨幅7.5%, 随后申万国防军工指数进入顶部区域;
- 2) 2019/3/29-2019/4/9, 区间含7个交易日, 换手率维持在3%左右, 申万国防军工指数最大涨幅7.5%, 随后申万国防军工指数见顶回落;
- 3) 2020/2/21-2020/3/2, 区间含7个交易日, 换手率维持在4%左右, 申万国防军工指数最大涨幅3.6%, 随后申万国防军工指数见顶回落;
- 4) 2020/7/8-2020/8/21, 区间含33个交易日, 换手率维持在3%左右, 申万国防军工指数最大涨幅28.8%, 随后申万国防军工指数见顶回落;
- 5) 2021/1/6-2021/1/18, 区间含9个交易日, 换手率维持在3%左右, 申万国防军工指数最大涨幅4.0%, 随后申万国防军工指数见顶回落;

图 30：申万国防军工超额收益走势与军工板块换手率

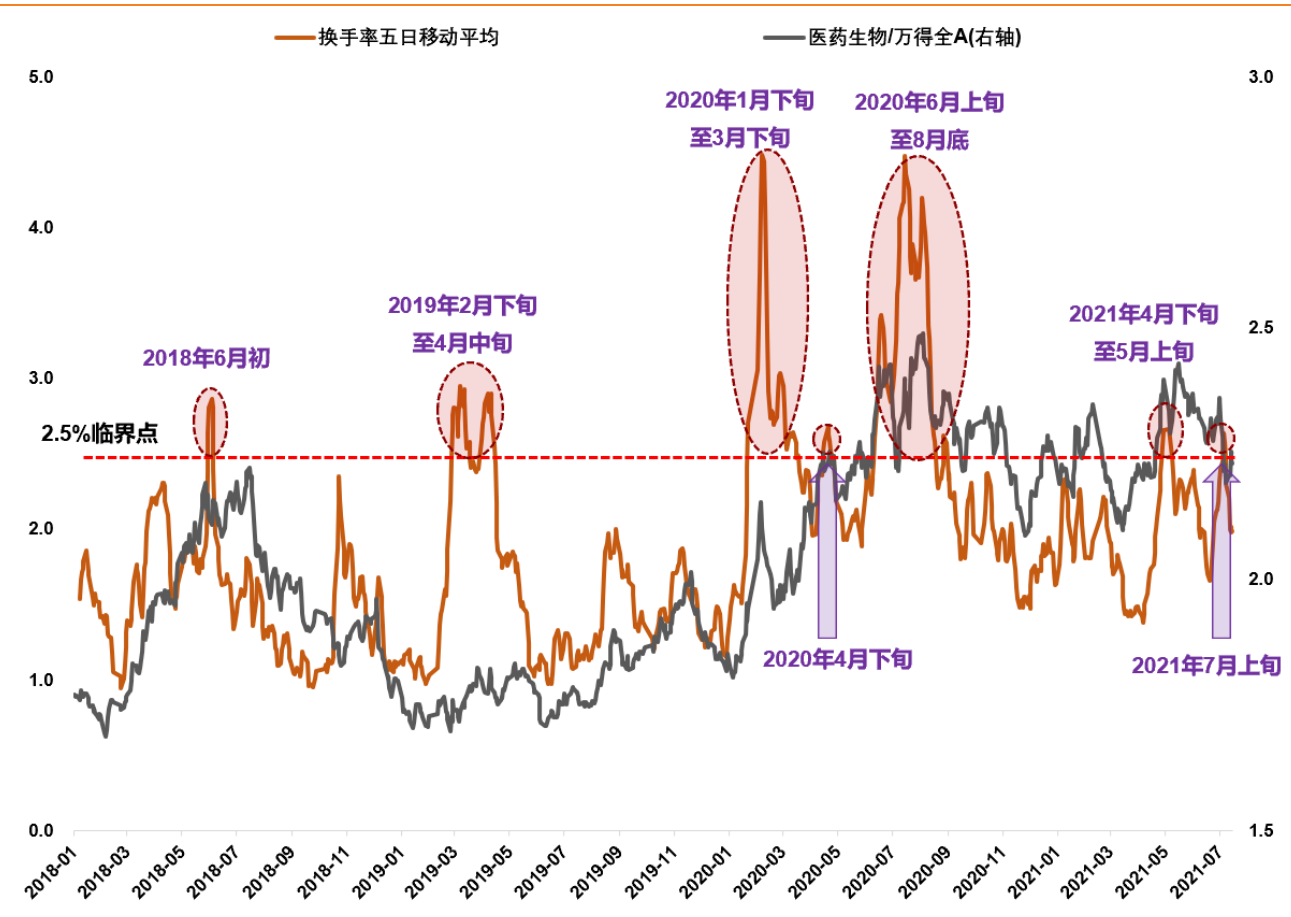


资料来源：Wind，天风证券研究所

(4) 2018 年以来，医药板块换手率共有 7 次超过 2.5%，当前为 1.99%：

- 1) 2018/5/31-2018/6/5，区间含 4 个交易日，换手率维持在 2.5%左右，医药生物指数最大涨幅 2.9%，随后医药生物指数进入顶部区域；
- 2) 2019/2/27-2019/4/15，区间含 33 个交易日，换手率维持在 2.5%左右，医药生物指数最大涨幅 20.9%，随后医药生物指数进入顶部区域；
- 3) 2020/1/23-2020/3/18，区间含 34 个交易日，换手率维持在 2.5%左右，医药生物指数最大涨幅 13.9%，随后医药生物指数进入顶部区域；
- 4) 2020/4/16-2020/4/24，区间含 7 个交易日，换手率维持在 2.5%左右，医药生物指数最大涨幅 2.2%，随后医药生物指数进入顶部区域；
- 5) 2020/6/12-2020/8/31，区间含 55 个交易日，换手率维持在 2.5%左右，医药生物指数最大涨幅 30.0%，随后医药生物指数进入顶部区域；
- 6) 2021/4/29-2021/5/7，区间含 4 个交易日，换手率维持在 2.5%左右，医药生物指数最大涨幅 1.6%，随后医药生物指数进入顶部区域；
- 7) 2021/7/6-2021/7/7，区间含 2 个交易日，换手率维持在 2.5%左右，医药生物指数最大涨幅 2.0%，随后医药生物指数进入顶部区域。

图 31：申万医药生物超额收益走势与申万医药指数换手率



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 当前成长板块阶段性调整风险来自于潜在外部冲击和交易过热，Q3 冲击之后仍是买入机会

对于当前的成长板块而言，调整需求主要来潜在外部冲击和交易过热。一方面，美元流动性方面，预计于 Q3 开始减弱，8 月是观察窗口期，包括 TGA 释放流动性的拐点（银行间流动性减弱）、全球央行年会鲍威尔表态（Taper 预期发酵），这可能会对风险偏好形成潜在的外部冲击。第一，对于 TGA，美国财政部 5 月初估计：7 月底债务上限豁免到期时，TGA 将降至 4500 亿美元；之后，随着债务发行，9 月升到 7500 亿美元（假定债务限额暂停或增加），将带来 3000 亿美元的流动性紧缩。因此，预计 8 月之后将见到 TGA 释放流动性的拐点。

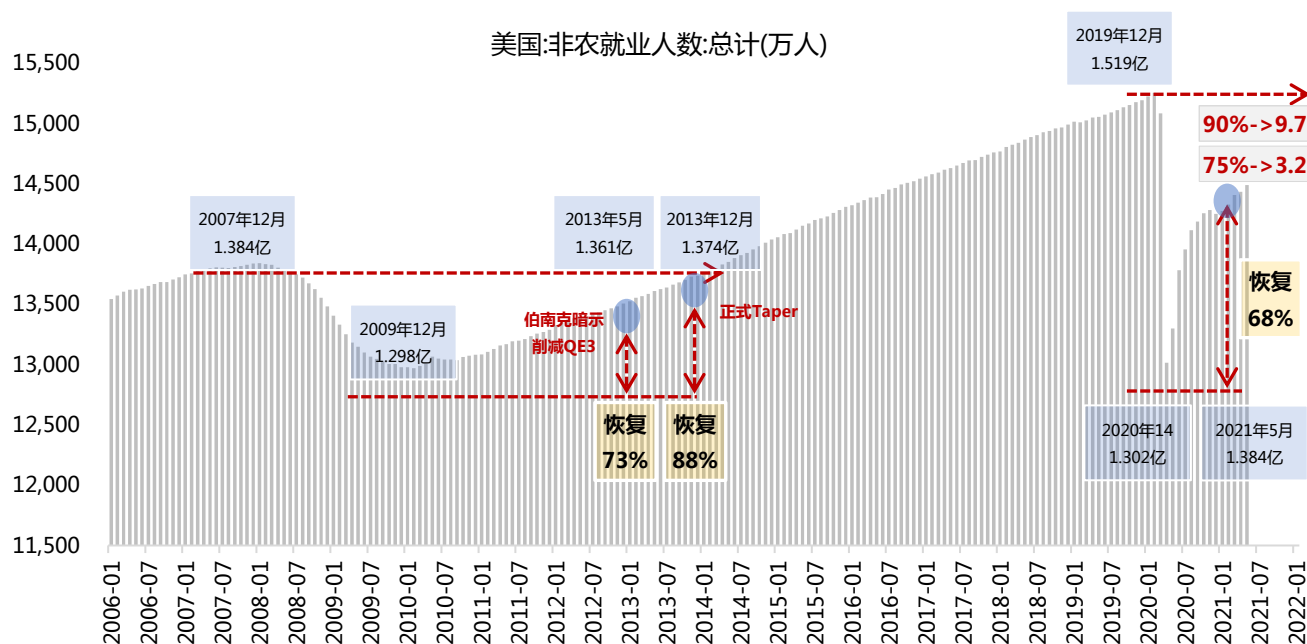
第二，以上一轮（2013 年）缩量 QE 与就业恢复的节奏来看：2013 年 5 月 22 日伯南克首次暗示削减 QE3（对应非农就业约恢复了 73%）、2013 年 12 月 18 日正式 Taper（对应非农就业约恢复了 88%）。截至 5 月，本轮疫情冲击后非农就业约恢复了 68%，若以今年月均 50 万的新增非农推算，则：3.2 个月可恢复 75%（2021 年 8-9 月，释放缩量信号）、9.7 个月可恢复 90%（2022 年 2-3 月，可能正式缩量）。三季度中后期可能进入 Taper 预期发酵的窗口期（关注 8 月全球央行年会鲍威尔表态），市场对非农数据的变化也会更敏感。

图 32：预计 8 月之后将见到 TGA 释放流动性的拐点



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 33: 三季度中后期可能进入 Taper 预期发酵的窗口期



资料来源: Wind, 天风证券研究所

另一方面，从交易的角度，以换手率进行衡量，部分景气成长板块存在交易过热的情况，这在一定程度上也构成调整压力。

因此，总结来说，在产业趋势良好、基本面没有扰动、流动性环境相对稳定的背景下，当前景气成长板块的压力来自于潜在的外部冲击以及交易层面。但考虑到高景气板块并没有出现景气度的波动，虽然存在短期冲击，但不影响中期趋势，在有科技周期支撑的方向，未来仍将获得显著的超额收益。

中期维度，继续把握“硬科技的盛宴”。核心配置：新能源、半导体、军工电子和军工材

料（目前基本面预期差仍然较大，建议下半年重点关注）。建议继续关注 AR/VR、智能汽车、物联网。

5. 核心结论

1. 在 2009 年以来，国内经历了几轮比较显著科技产业周期：第一条是围绕智能手机主线的 2G-3G-4G-5G 产业周期，代表性的板块就是 09-10 年的消费电子，12-15 年的消费电子、基础软件，19 年以来的半导体、PCB；第二条是围绕能源结构转换的新能源产业周期，代表性板块是 2019 年以来的光伏和新能源汽车；第三条是“十四五”订单驱动、有自主可控逻辑支撑的军工电子强周期。在上述科技产业周期的支撑下，上述成长板块均在区间内获得显著的绝对收益和超额收益。

2. 对于处在产业周期景气向上的行业，对其股价的干扰主要来自于三个方面：业绩端——景气度向上过程中的波动、估值端——流动性收紧与事件冲击带来的风险偏好承压。

（1）基本面扰动：2013Q2-Q3 智能手机市占率阶段性下滑导致消费电子业绩增速回落；疫情冲击下 20Q1 新能源车、军工电子、光伏景气度阶段性支撑走弱；21Q1 上游原材料硅料价格上涨引发光伏中下需求走弱担忧

（2）国内流动性环境变化：2012 年年底利率上行导致消费电子跑输市场；2014 年年底利率上行引发的基础软件跑输市场；20Q3-Q4 市场利率上行半导体承压；2019Q2 和 Q4 市场利率上行导致 PCB 调整；2021Q1 银行间利率上行引发光伏、新能源车、军工电子、半导体调整

（3）事件冲击风险偏好：2014Q1 人民币汇率大幅贬值下成长板块风险偏好受到压制；20Q1 美国流动性危机对军工电子、新能源汽车、光伏和半导体的情绪冲击；21 年 2 月底-4 月初美债收益率快速上行使得成长板块调整时间拉长

3. 归纳来看，在短期扰动因素中，基本面扰动最终会被证伪，这也是支撑景气成长在后续可以继续获得超额收益的重要原因。阶段性景气度情况、扰动因素多少是影响调整幅度和时间的重要因素。而从调整时间和幅度来看，往往调整时间在 2-3 个月左右，区间跌幅往往在 15%-20% 左右，区间超额收益往往在 -10%--20% 之间；相比之下，景气度有改善的成长板块在出现短期调整的时候，平均调整幅度及跑输程度要小于阶段性景气度弱化的板块。而随着影响因素的增多，可能会延长调整的时间。

4. 短期来看，换手率这个数据可以在一定程度上帮助我们衡量板块及热门赛道的交易情绪。以创业板综指为例，2018 年以来，创业板综指换手率共有 3 次超过 5%，而每当创业板综指换手率突破 5% 后，往往创业板综指阶段性见顶回落。而对于主流赛道而言，景气成长中的新能源车与半导体、国防军工及医药相对换手率阈值指引意义更大，在短期突破阈值后都会阶段性见顶。其中，当前新能源汽车换手率为 3.13%，连续 5 个交易日在 3% 之上，半导体、国防军工及医药生物均在阈值之下。

5. 总结来说，在产业趋势良好、基本面没有扰动、流动性环境相对稳定的背景下，当前景气成长板块的压力来自于潜在的外部冲击以及交易层面。但考虑到高景气板块并没有出现景气度的波动，虽然存在短期冲击，但不影响中期趋势，在有科技周期支撑的方向，未来仍将获得显著的超额收益。

中期维度，继续把握“硬科技的盛宴”。核心配置：新能源、半导体、军工电子和军工材料（目前基本面预期差仍然较大，建议下半年重点关注）。建议继续挖掘 AR/VR、智能汽车、物联网投资机会。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com