

# 2021 年中期量化策略

## ——信用与通胀下行，避险优先

### 报告摘要:

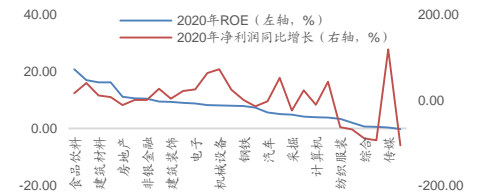
- **择时展望:** 从 M1、利率、社融同比角度看，A 股流动性存在非常明显的 40 个月周期现象，宽松与紧缩时间在 20 个月左右，始于 2019 年初的宽松周期或已经终结在 2020 年 11 月，随之而来的是持续 20 个月左右的信用下行周期，预计持续到 2022 年中期，在此之前，权益市场难以出现趋势性机会，以震荡修复高估值与超买为主。绝对静态估值 (PE) 看，创业板指最高，其次是大盘成长、深成指等，相对自身历史估值分位数看，创业板指、大盘成长最高，小盘价值、小盘成长、中盘价值、大盘价值等相对较低。整体看，下半年市场没有大的机会，信用下行周期，修养为主。
- **风格展望:** 下半年风格轮动主旋律依然是强者恒强的趋势特征，建议继续把握上半年表现较强的股价反转及低估值风格，可继续跟随北上资金配置偏好，在创业板中挖掘估值修复机会；从日历效应看，反转风格的较佳把握时机在 3 季度，4 季度风格有回归价值盈利的可能。
- **行业展望:** 综合日历效应、资金情绪、景气度及估值水平等角度分析，下半年主要机会在顺周期行业的局部重估及部分仍有估值扩展空间的高景气行业。建议继续超配上中游传统周期和金融行业，包括钢铁、化工、建材、采掘及银行等以及景气度与估值匹配较佳的农林牧渔；标配高估值但景气度较佳食品饮料及家电；低配盈利不确定增加，估值偏高的 TMT 科技板块。
- **核心假设风险:** 统计口径不同数据或有差异，极端情况下模型或失效，需控制风险。

图：A 股长期趋势



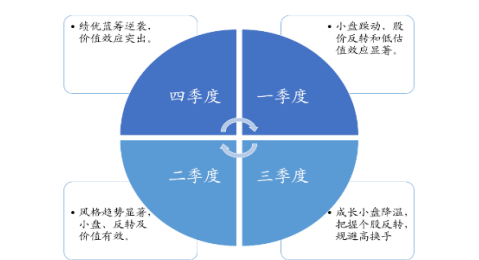
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 截至 2021.06.04

图：行业景气度一览



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 截至 2021.06.04

图：风格日历效应



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分析师: 安宁宁



SAC 执证号: S0260512020003

SFC CE No. BNW179



0755-23948352



anningning@gf.com.cn

分析师: 史庆盛



SAC 执证号: S0260513070004

020-66335133



shiqingsheng@gf.com.cn

分析师: 罗军



SAC 执证号: S0260511010004

020-66335128



luojun@gf.com.cn

请注意，罗军、史庆盛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

2021 量化年度策略：蛰伏等待， 2020-12-14

静候良机

## 目录索引

一、2021 上半年市场回顾 .....	4
(一) A 股市场表现回顾: 结构分化严重, 个股涨少跌多 .....	4
(二) 风格回顾: 基本面失效小盘占优、反转价值回归, 风格趋势明显 .....	5
(三) 行业回顾: 顺周期迎反弹, 1 季度钢铁领涨, 2 季度有色反弹 .....	6
二、2021 下半年择时展望 .....	6
(一) 货币通胀周期下的权益市场 .....	6
(二) 多维度视角下的市场 .....	8
(三) 择时观点总结 .....	12
三、2021 下半年风格展望 .....	13
(一) 日历效应看风格: 3 季度继续关注反转, 4 季度盈利风格有望修复 .....	13
(二) 分化度看风格: 个股弱分化风格延续惯性, 继续关注估值及反转 .....	14
(三) 资金流看风格: 北上资金为风向标, 聚焦创业板机会 .....	15
(四) 宏观事件下的风格规律: 关注盈利、成长风格短期机会 .....	16
(五) 风格观点总结: 3 季度继续关注价值及反转, 4 季度布局盈利成长 .....	18
四、2021 下半年行业展望 .....	18
(一) 日历效应看行业: 三季度把握中游制造, 四季度守候金融地产 .....	18
(二) 资金流看行业: 主动资金整体流出, 北上资金继续流入顺周期 .....	19
(三) 景气度看行业: 大消费看食品农业家电, 周期关注金融地产 .....	20
(四) 挖掘相对估值修复: 建装地产农业相对低估 .....	21
(五) 行业观点总结: 超配钢铁, 布局金融地产建材 .....	22
五、结论 .....	23
(一) 择时观点 .....	23
(二) 风格观点 .....	23
(三) 行业观点 .....	23
六、风险提示 .....	24

## 图表索引

图 1: 2021 上半年指数涨幅 .....	5
图 2: 2021 上半年个股涨幅分布 (横坐标为个股涨跌幅区间) .....	5
图 3: 2020 年上半年全市场风格表现回顾 (风格因子 IC) .....	6
图 4: 2020 上半年行业表现回顾 .....	6
图 5: M1 视角下的流动性周期 .....	7
图 6: 利率视角下的流动性周期 .....	7
图 7: 社融视角下的流动性周期 .....	8
图 8: 货币相对通胀具有领先性 .....	8
图 9: 风险偏好权益资产优于债券资产 .....	10
图 10: 交易活跃度处于底部 (左轴: 换手率, 单位%) .....	10
图 11: A 股三十年长期趋势 .....	11
图 12: 广谱利率继续下行可能性不大 (%) .....	11
图 13: 社融与权益表现 (左轴: 社会融资规模当月同比增加, 单位: 亿元) ...	12
图 14: 风格日历效应结论一览 .....	13
图 15: 不同季度风格因子 IC 统计 .....	14
图 16: 中证 800 指数及分化度变化 .....	14
图 17: 分化度策略最新推荐对比 .....	15
图 18: 2021 年主动资金在宽基指数市值占比变化 .....	15
图 19: 2021 年北上资金在宽基指数市值占比变化 .....	16
图 20: 总资产 (小) 因子: 中债 5Y 收益率突破 6 个月布林带下界 .....	17
图 21: 速动比率因子: 金融机构各项贷款余额同比最近 9 个月新低 .....	18
图 22: 北上资金流入比率比较 .....	20
图 23: 主动资金流入比率比较 .....	20
图 24: 行业景气度一览 .....	21
图 25: 申万一级行业指数市盈率及相对估值水平 (右轴: 百分位) .....	21
表 1: 2021 上半年全球大类资产表现 .....	4
表 2: A 股板块 PE 及历史纵向对比 .....	9
表 3: 部分最新触发宏观事件及对应风格规律 .....	17
表 4: 申万一级行业指数下半年日历效应统计 .....	19

## 一、2021 上半年市场回顾

### （一）A 股市场表现回顾：结构分化严重，个股涨少跌多

2021年上半年市场整体宽幅震荡，1月份及2月上旬，市场延续2019年以来的牛市格局，并且在基金持续赚钱效应下，大量资金通过公募基金涌入市场，新发基金达到空前热度，在快速建仓的整体背景下，此时段市场核心资产加速上行，直到春节之前。节后随着十年期美债收益率的大幅上行，市场开始担心局部估值过高，同时信用进入下行周期，以宏观杠杆率、M2、社融存量同比等一系列流动性指标为代表的指标开始进入下行周期，抱团核心资产出现巨大波动，整体回撤在20%多。4月份开始，一季报逐步披露，经济一季度超高增速，企业盈利大幅回升，叠加市场的调整，使得市场整体估值回归到相对中位偏上水平，脱离绝对高估状态，同时信用下行并未持续超预期，市场得到喘气机会，但整体背景仍然是工业通胀赶顶，信用下行，估值不便宜，在此背景下，低估值、周期股、高ROE的核心资产、医药消费、新能源与半导体等板块出现反复轮动，此消彼长。

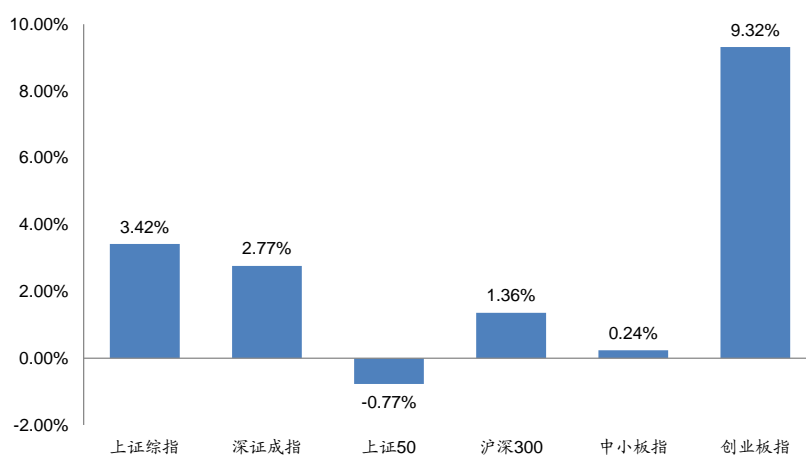
个股层面看上半年A股涨跌分布，截至6月4日，有54.6%的股票下跌，涨幅在10%以内的17%，两者相加占到全部A股的71%，年初至今7成左右个股没有行情，震荡或下跌，仍然是28行情，随着新股发行的持续，这种28行情可能是未来持续的特征。

表 1：2021 上半年全球大类资产表现

大类资产	标的简称	202101	202102	202103	202104	202105	202106
美洲市场	道琼斯工业指数	-2.0%	3.2%	6.6%	2.7%	1.9%	0.7%
美洲市场	纳斯达克指数	1.4%	0.9%	0.4%	5.4%	-1.5%	0.5%
美洲市场	标普 500	-1.1%	2.6%	4.2%	5.2%	0.5%	0.6%
亚太市场	沪深 300	2.7%	-0.3%	-5.4%	1.5%	3.9%	-0.9%
亚太市场	中证 500	-0.3%	0.3%	-1.7%	3.7%	2.8%	-0.5%
亚太市场	中证 1000	-5.2%	0.3%	-0.5%	1.4%	4.9%	-0.4%
亚太市场	创业板指	5.5%	-6.9%	-5.3%	12.1%	4.6%	-2.0%
亚太市场	日经 225	0.8%	4.7%	0.7%	-1.3%	1.2%	0.3%
亚太市场	韩国综合指数	3.6%	1.2%	1.6%	2.8%	1.3%	1.1%
欧非市场	英国富时 100	-0.8%	1.2%	3.6%	3.8%	0.8%	0.7%
欧非市场	法国 CAC40	-2.7%	5.6%	6.4%	3.3%	3.4%	1.1%
欧非市场	德国 DAX	-2.1%	2.6%	8.9%	0.8%	2.5%	1.8%
欧非市场	意大利指数	-2.8%	5.6%	7.9%	-1.4%	4.3%	1.5%
基本金属	LmeS-铜 3	0.6%	14.6%	-2.9%	11.6%	4.6%	-2.9%
基本金属	LmeS-铝 3	-0.1%	9.1%	2.7%	9.4%	4.5%	-1.1%
基本金属	LmeS-锌 3	-6.5%	7.8%	0.6%	3.5%	5.0%	-1.8%
能源	NYMEX 原油	7.5%	18.1%	-3.4%	7.3%	4.8%	4.6%
能源	ICE 布油	6.4%	17.4%	-2.1%	5.9%	3.4%	4.5%
贵金属	伦敦金现	-2.7%	-6.1%	-1.6%	3.6%	7.6%	-0.7%
贵金属	伦敦银现	2.3%	-1.2%	-8.5%	6.2%	7.8%	-0.7%

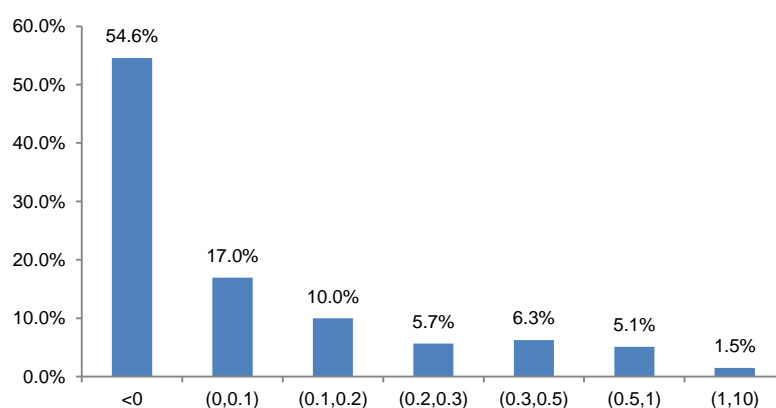
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（截至 2021 年 6 月 4 日）

图 1：2021上半年指数涨幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（截至 2021 年 6 月 4 日）

图 2：2021上半年个股涨幅分布（横坐标为个股涨跌幅区间）



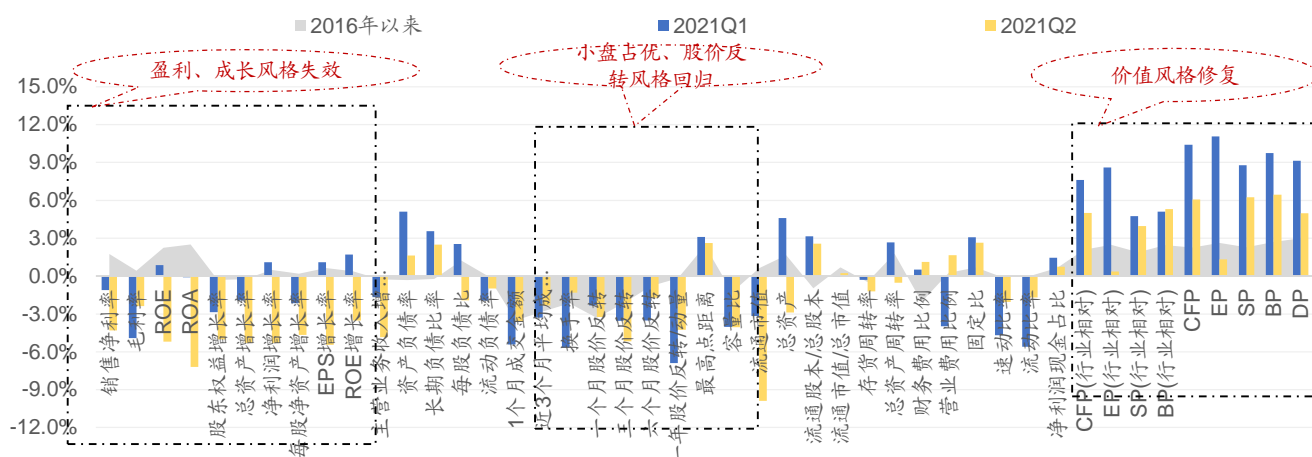
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（截至 2021 年 6 月 4 日）

## （二）风格回顾：基本面失效小盘占优、反转价值回归，风格趋势明显

2021年上半年，市场主流风格有明显切换，伴随核心资产回调，盈利成长等基本面风格失效，小盘相对占优；股价反转风格回归，价值风格全面修复。A股风格继续呈现显著的趋势特征。

备注：因子IC为指标与个股收益相关性，绝对值越高则因子越显著。

图 3：2021年上半年全市场风格表现回顾（风格因子IC）

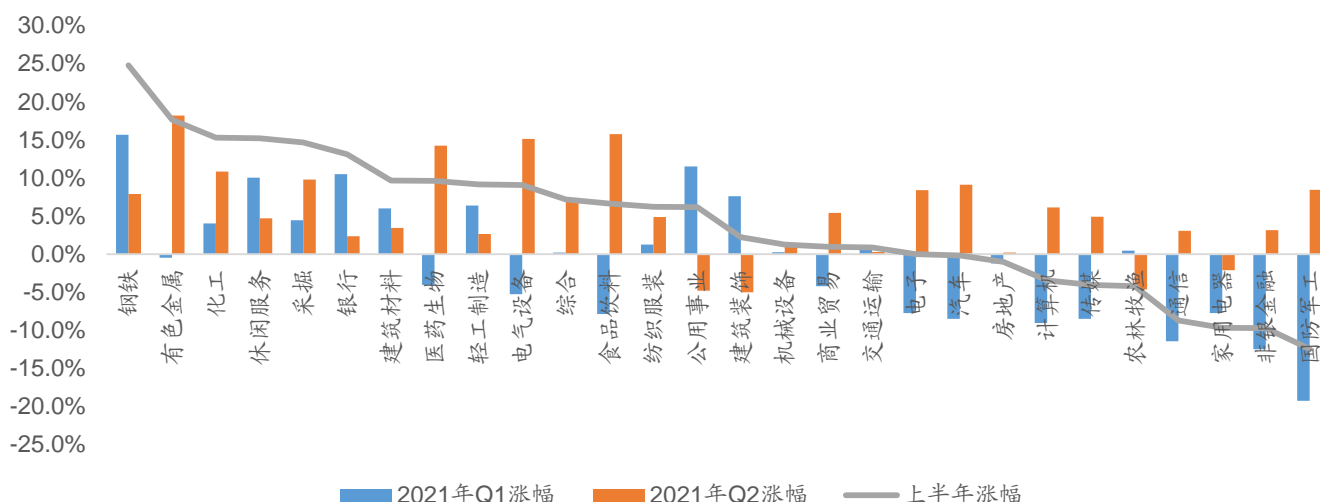


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（截至2021年6月4日）

### （三）行业回顾：顺周期迎反弹，1季度钢铁领涨，2季度有色反弹

回顾2021上半年，钢铁、有色、化工及采掘等顺周期板块表现突出，其中一季度钢铁、公用、银行及建筑等领涨，二季度有色、机械设备及食品医药均迎来反弹。

图 4：2021上半年行业表现回顾



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（截至2021年6月4日）

## 二、2021 下半年择时展望

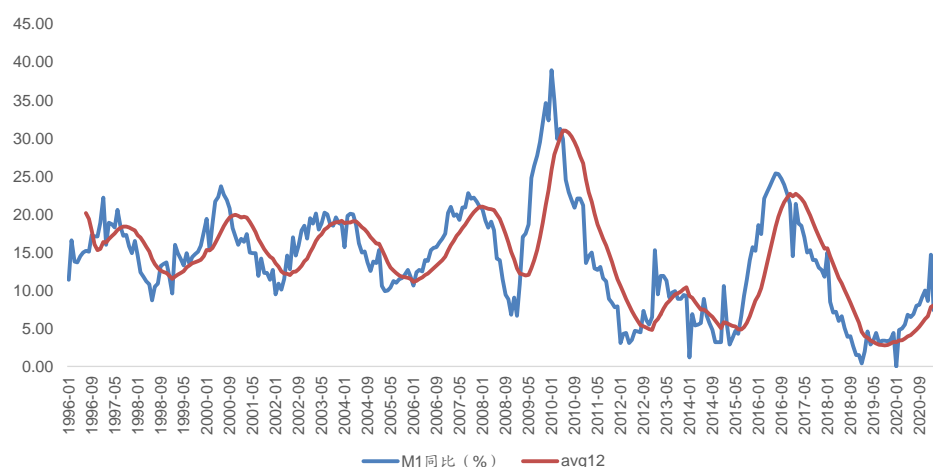
### （一）货币通胀周期下的权益市场

M1同比数据具有典型的周期性特征，2008年之前几乎为标准的正弦曲线，1998至2008，10年3轮周期，每轮40个月，上下行持续时间20个月，2015年至2019年周



期同样符合20个月单边周期特征，2018下行周期与2019年开始的本轮上行周期分别对应权益市场熊市与牛市。

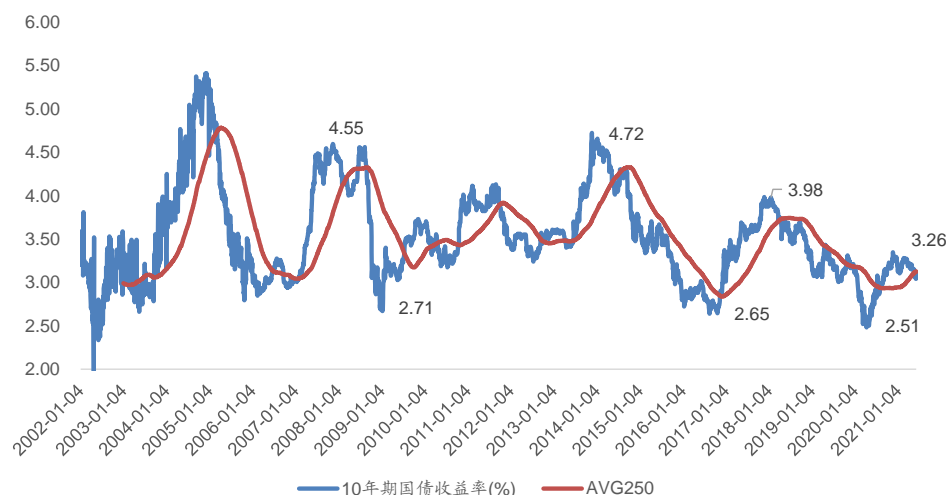
图 5: M1视角下的流动性周期



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

10年期国债收益率同样具备明显的周期性特征，2003至2020共192个月，经历完整5轮周期，平均每轮38个月，单边上行下行持续时间19个月，与M1同比数据结论基本一致，同时整体成中枢下移趋势，周期高点与低点不断下移。

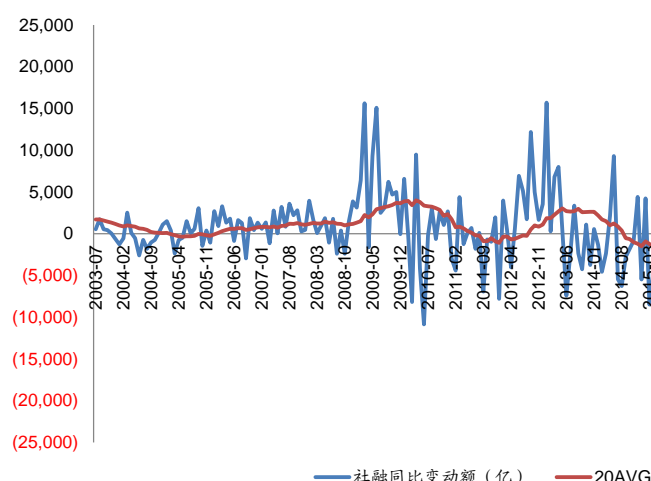
图 6: 利率视角下的流动性周期



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

社融当月同比增加额的20个月均值曲线，几乎为标准的正弦曲线，自2008年7月至2019年7月总共120个月，经历3轮周期，平均每轮40个月，单边上行或下行周期持续平均20个月，但上行时间略长于下行时间。

图 7：社融视角下的流动性周期



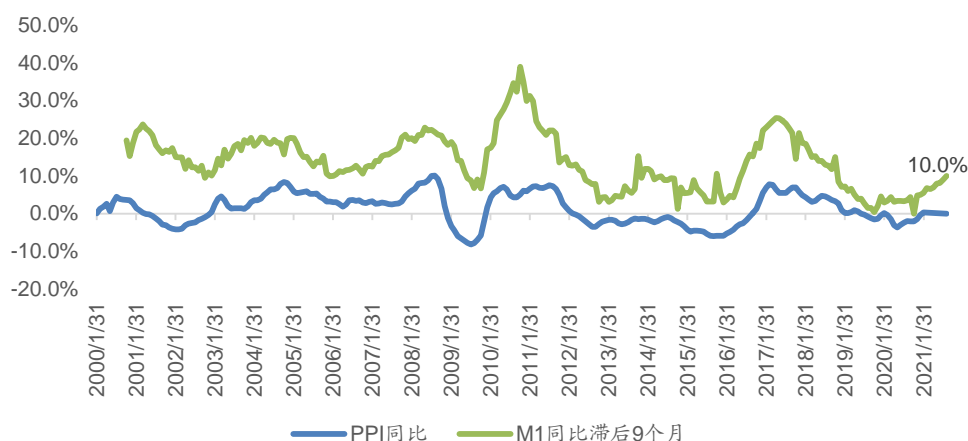
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

综上，流动性具有明显的周期性现象，平均在40个月，流动性宽松与紧缩周期平均在20个月，始于2019年一季度的宽松周期可能已经终结在2020年11月，至2022年中期可能整体处于相对紧缩周期，权益市场迎来长时间震荡阶段。

工业通胀周期与延迟9个月的货币周期高度吻合，也就是说流动性放松之后工业品价格回升，流动性转向紧缩9个月之后，工业品价格同比进入下行周期，因此在二季度末三季度初可能会见到PPI高点，届时工业通胀进入紧缩周期。

在信用下行周期叠加工业通胀下行周期的背景下，大类资产将轮动至债券，债市届时有望走出牛市，至下一轮信用周期右下往上的拐点之前，债券都将是表现最好的资产，之后才会迎来经济复苏期，开启新一轮估值迅速提升的权益牛市行情。

图 8：货币相对通胀具有领先性



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （二）多维度视角下的市场

先说估值定义算法，各板块按照交易市场划分与按照市值分层划分，剔除掉ST、上市时间小于180个交易日的，总市值除以板块TTM归母净利润总额，下表中MIN表示历史最低PE，10%代表历史10%分位数，



其他百分比意义类似，MAX表示历史最高估值，NEW表示最新估值，NEW%表示最新估值在历史纵向中的分位数位置。当前估值最高的创业板指为62倍PE，大盘成长、深成指、中证1000等板块估值在30~35倍PE之间，板块估值相对自己历史水平看，大盘成长处在历史97%位置，中盘成长79%，创业板指72%，深成指69%，相对历史较低的是中证1000、小盘价值、小盘成长、中盘价值、大盘价值等。

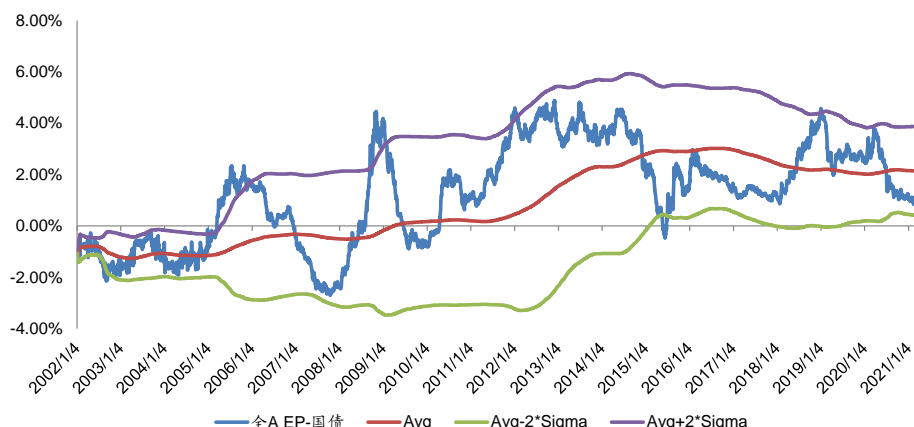
表 2：A 股板块 PE 及历史纵向对比

Code	Name	MIN	10%	25%	50%	75%	90%	MAX	NEW	NEW%
000001.SH	上证指数	8.75	10.59	12.39	15.42	18.59	28.58	52.50	14.41	41%
399001.SZ	深证成指	9.68	13.59	16.16	22.18	31.21	39.32	63.59	29.45	69%
399106.SZ	深证综指	13.32	22.67	26.83	33.07	42.76	53.44	78.24	34.42	55%
399005.SZ	中小板指	14.68	23.81	26.64	32.48	37.12	48.87	66.82	31.96	47%
399006.SZ	创业板指	26.03	36.07	41.22	52.62	63.21	72.87	137.93	62.00	72%
000016.SH	上证 50	6.94	8.67	9.61	11.42	14.54	23.61	47.89	12.35	58%
399903.SZ	中证 100	6.85	8.66	10.15	12.00	15.09	25.94	48.01	11.73	47%
399300.SZ	沪深 300	8.01	9.90	11.62	13.65	16.51	27.73	49.71	14.45	60%
399905.SZ	中证 500	16.53	24.46	28.78	34.50	46.78	72.55	97.68	30.95	38%
000906.SH	中证 800	9.17	10.77	12.59	15.13	17.83	30.77	51.81	15.71	56%
000852.SH	中证 1000	19.22	27.10	37.79	48.04	71.11	84.14	145.38	35.38	18%
399372.SZ	大盘成长	7.15	8.83	11.76	15.90	20.85	28.11	45.91	35.26	97%
399373.SZ	大盘价值	5.93	6.71	8.11	8.91	9.79	11.87	20.95	8.07	24%
399374.SZ	中盘成长	12.69	17.07	19.87	25.55	28.65	31.14	49.70	29.05	79%
399375.SZ	中盘价值	8.84	11.16	13.10	16.36	24.41	30.89	59.57	12.90	22%
399376.SZ	小盘成长	15.09	21.14	25.56	30.72	36.49	42.78	77.20	25.01	24%
399377.SZ	小盘价值	12.02	13.72	16.21	20.49	27.35	33.20	96.92	13.41	7%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 2021-06-04

风险溢价角度，全部A股PE倒数与10年期国债收益率的差值来反应股债直接内涵收益率的对比情况，历史上在熊市最底部比如2008/2014年，指标值在4%附近，处于均值两倍标准差之外，目前指标在1.7%，自春节前的下边界附近回升到中值偏下，权益市场脱离绝对高位，同时离底部位置相当远，中间水平指示作用大大减弱。

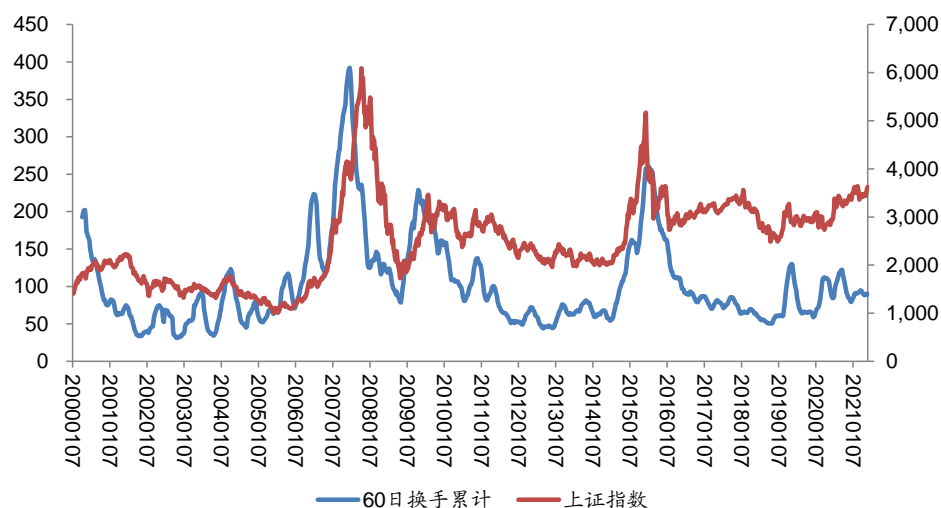
图 9：风险偏好权益资产优于债券资产



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

交易活跃度看，2005年及2013年熊市底部区域，交易换手指标在50%左右，极端情况跌到45%，2018年调整在上证单日成交破千亿时换手指标跌到50%，最近两次高点，一次在2019年4月份130%，第二次高点在2020年4月份，在120附近，截至6月4日，活跃度降低到89%。

图 10：交易活跃度处于底部（左轴：换手率，单位%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 2021-06-04

A股长期趋势向上，由于上证指数一定程度上的失真问题，我们用WIND全A作为观察全市场的标的，指数处在30年长期趋势的上边界附近，月线摆动指标KD处在80以上，无论从趋势看，还是从KD的均值回复看，市场处在高位，需要减慢步伐消化超买状态。

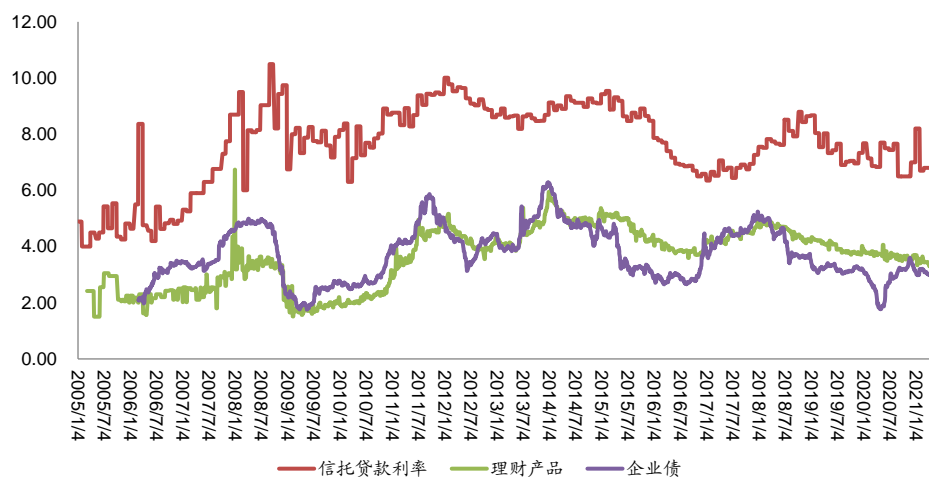
图 11: A股三十年长期趋势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

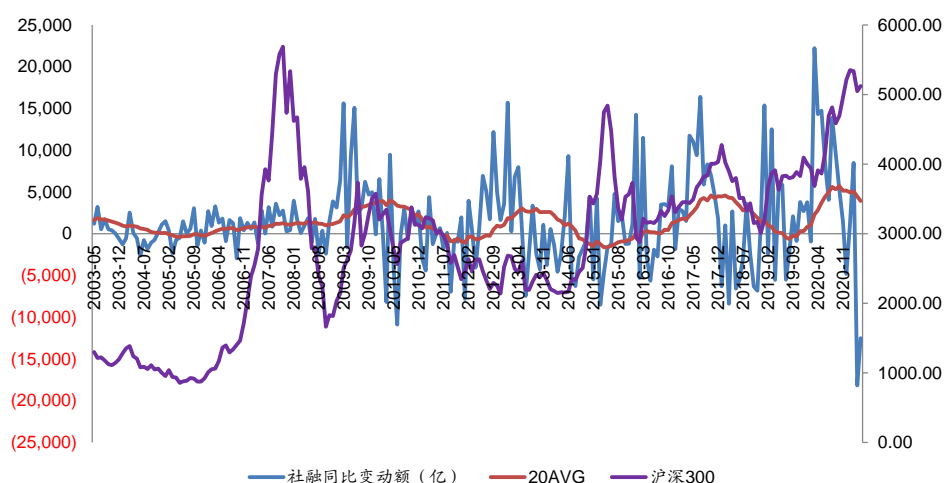
从广谱利率看, 广谱利率观察三个数据, 信托贷款、理财产品、企业债利率, 三者都在自身底部附近, 继续下行的可能性不大, 随着信用收缩, 资金价格也将均值回复。

图 12: 广谱利率继续下行可能性不大 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 社融与权益表现 (左轴: 社会融资规模当月同比增加, 单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 择时观点总结

1. 年初春节前, 基金持续赚钱效应带动大量资金通过购买基金的形式流入到A股核心资产上, 使得春节前核心资产出现加速上行, 春节后由于担心局部估值过高以及信用拐点来临, 核心资产出现一波剧烈的下行, 4月份开始由于一季报企业盈利大幅增加以及市场下跌使得估值回到中位数偏上的位置, 叠加信用下行未超预期, 市场迎来缓和窗口。
2. 从M1、利率、社融同比角度看, A股流动性存在非常明显的40个月周期现象, 宽松与紧缩时间在20个月左右, 始于2019年初的宽松周期或已经终结在2020年11月, 随之而来的是持续20个月左右的信用下行周期, 预计持续到2022年中期, 在此之前, 权益市场难以出现趋势性机会, 以震荡修复高估值与超买为主。
3. 绝对静态估值 (PE) 看, 创业板指最高, 其次是大盘成长、深成指等, 相对自身历史估值分位数看, 创业板指、大盘成长最高, 小盘价值、小盘成长、中盘价值、大盘价值等相对较低。
4. 市场没有大的机会, 信用下行周期, 修养为主。

### 三、2021 下半年风格展望

#### （一）日历效应看风格：3 季度继续关注反转，4 季度盈利风格有望修复

A股在岁末年初的风格切换总让人记忆犹新，下面我们对2001年以来A股的风格季节效应进行统计分析。

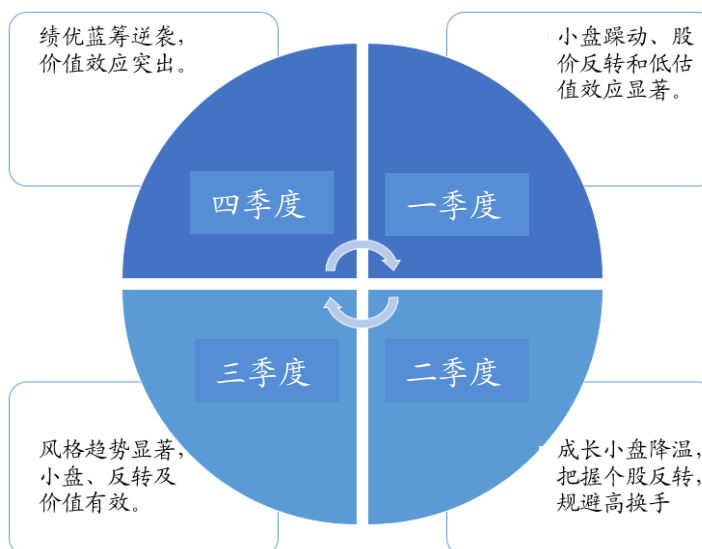
历年来一季度的“春季躁动”尤为显著，其中小盘及超跌反转风格常常有明显的超额表现，盈利风格失效。

随着春季躁动行情的结束，市场在二季度中往往趋于理性，小盘股结束躁动，市场风格回归盈利与价值驱动。

三季度风格趋势较强，注意规避高换手风格，短期把握个股反转机会。

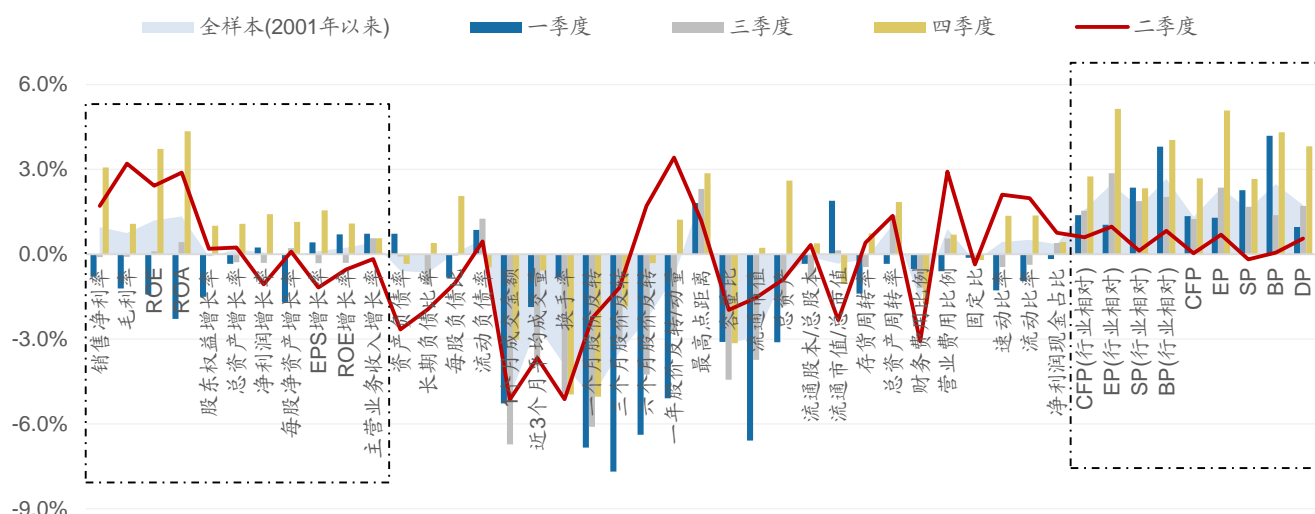
四季度蓝筹逆袭，盈利、成长风格成为该时期最佳选择。

图 14：风格日历效应结论一览



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 15: 不同季度风格因子IC统计

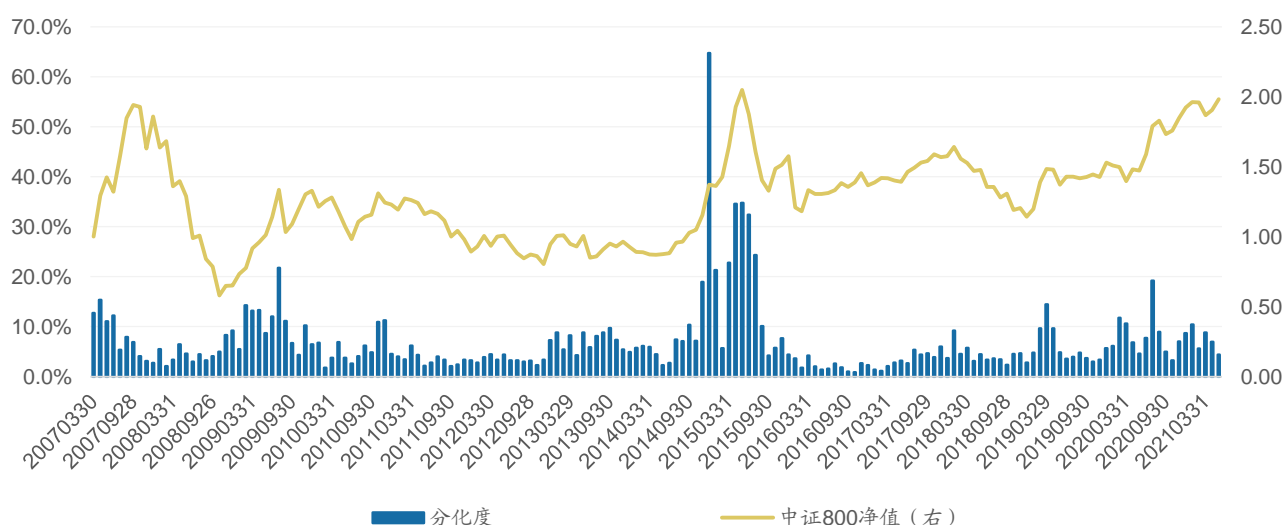


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## （二）分化度看风格：个股弱分化风格延续惯性，继续关注估值及反转

从个股分化度的视角，可窥见风格轮动的些许规律。2016年以来，随着机构投资者占比升高，分化度持续走弱。在外资持续流入、经济基本面下行压力较大的情况下，近年A股的分化度远低于历史水平。赚钱效应的稀缺导致A股出现抱团效应，剔除头部个股，其余标的分化度持续走弱，2020年以来，一季度受疫情影响，分化度短暂上行。随着复工加快，经济景气度回升，分化度持续下行。2021年上半年，风格分化度短期冲高后回落，我们认为2021年下半年仍将延续现有风格趋势，建议风格配置上仍重点关注股价反转及低估值风格。

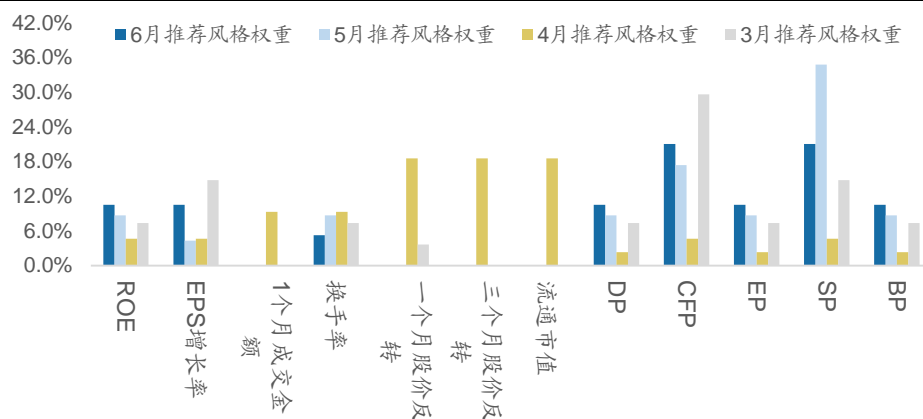
图 16: 中证800指数及分化度变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 以 2007-03-30 为净值起点



图 17: 分化度策略最新推荐对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(备注: 关于A股分化度及风格轮动策略原理, 详情见研报《从个股分化看风格轮动——多因子Alpha系列报告之(三十八)》)

### (三) 资金流看风格: 北上资金为风向标, 聚焦创业板机会

从资金流向看, 不同资金代表不同类别投资者的持股偏好以及大小盘风格判断。沪深港通(以下称北上资金)仍然是外资流入A股市场的主要途径, 代表了海外投资者(尤以机构投资者的投资偏好)的投资偏好, 自2017年以来北上资金成为了风格配置的主要风向标; A股净流入资金则代表投资者对市场的整体看法。

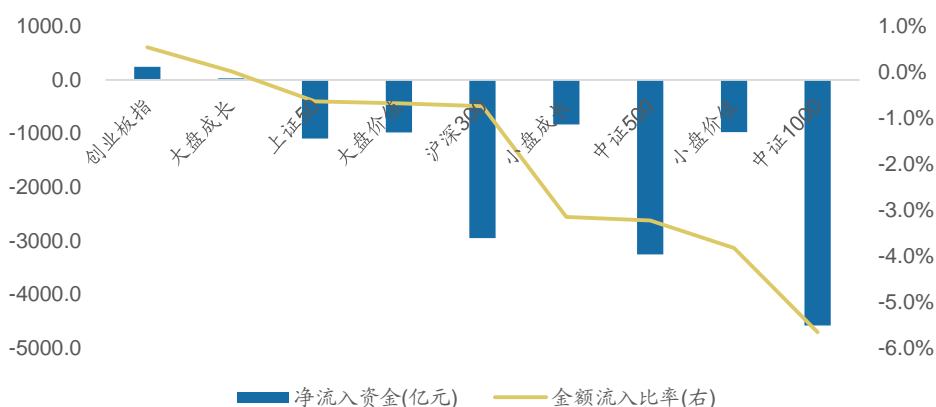
以下我们将分别介绍这2类资金在宽基指数及风格指数的资金流入差异。

#### 1. A股资金

在2021上半年宽基指数震荡上行, 从资金流向看, A股主动资金整体流出, 其中创业板指及成长风格指数相对受青睐, 其余宽基指数显著流出, 内地投资者情绪依然偏谨慎。

备注: 以上统计口径来自于Wind, 若数据为正, 表示主动下单意愿强, 若数据为负, 表示被动接受挂单意愿强。流入比率 = (主动下单成交额 - 被动接受挂单成交额) / 总成交额。

图 18: 2021年主动资金在宽基指数市值占比变化



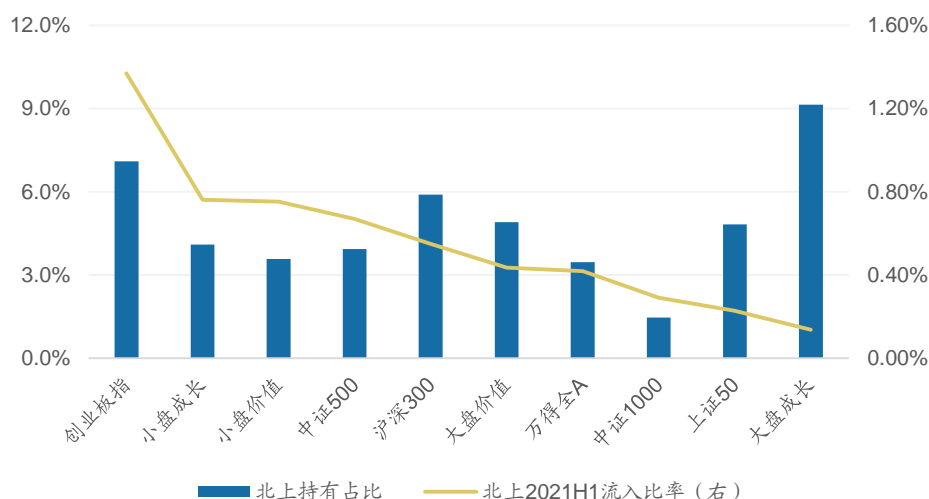
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 截至 2021-05-31

## 2. 北上资金

2017年以来，北上资金虽然占A股总资金比例有限，但其在行业、风格及宽基标的的配置偏好方面对A股市场情绪起到了重要的引导作用，已经成为风向标之一。从北上资金近年的流入情况看，随着创业板注册制及未来科创板等T0机制的推进，相关标的显著吸引了更多北上资金关注，北上资金在沪深300等蓝筹的配置规模不再大幅领先，截至2021上半年，北上资金持有占比最高的指数为大盘成长与创业板指，其中创业板指上半年净流入占比最高。

截至5月31日，北上资金在创业板指指数中的存量占比首度超过了在沪深300指数中的占比，下半年可继续关注创业板中的配置机会。通过对比创业板综与创业板指的北上资金占市值比例变化，不难发现北上资金在加大配置创业板时，更加偏好成长性较好标的。

图 19：2021年北上资金在宽基指数市值占比变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 2021-05-31

### （四）宏观事件下的风格规律：关注盈利、成长风格短期机会

为了有效地利用宏观数据中的信息，我们同样根据宏观因子以及A股市场整体表现相应的指标构建了宏观因子事件库，并每月定期更新数据，检测对各个风格因子具有显著预测能力的有效宏观事件是否触发，若事件触发，则相应配置该风格因子。

根据模型最新一期（2020年5月31日）的监测结果，有如下宏观事件触发：

表 3: 部分最新触发宏观事件及对应风格规律

宏观事件	历史触发次数	风格因子	因子全样本 月均 IC	全样本胜率	事件样本本月 均 IC	事件胜率
金融机构各项贷款余额同比最近 9 个月新低	44	毛利率	0.6%	50.8%	2.5%	61.4%
中债 5Y 收益率突破 6 个月布林 带下界	29	主营业务收入增长率	0.1%	48.2%	1.8%	69.0%
金融机构各项贷款余额同比最近 9 个月新低	44	速动比率	0.7%	50.8%	3.3%	61.4%
中债 5Y 收益率突破 6 个月布林 带下界	29	速动比率	0.7%	50.8%	4.9%	75.9%
中债 5Y 收益率突破 6 个月布林 带下界	29	总资产	-1.9%	55.8%	-4.7%	65.5%

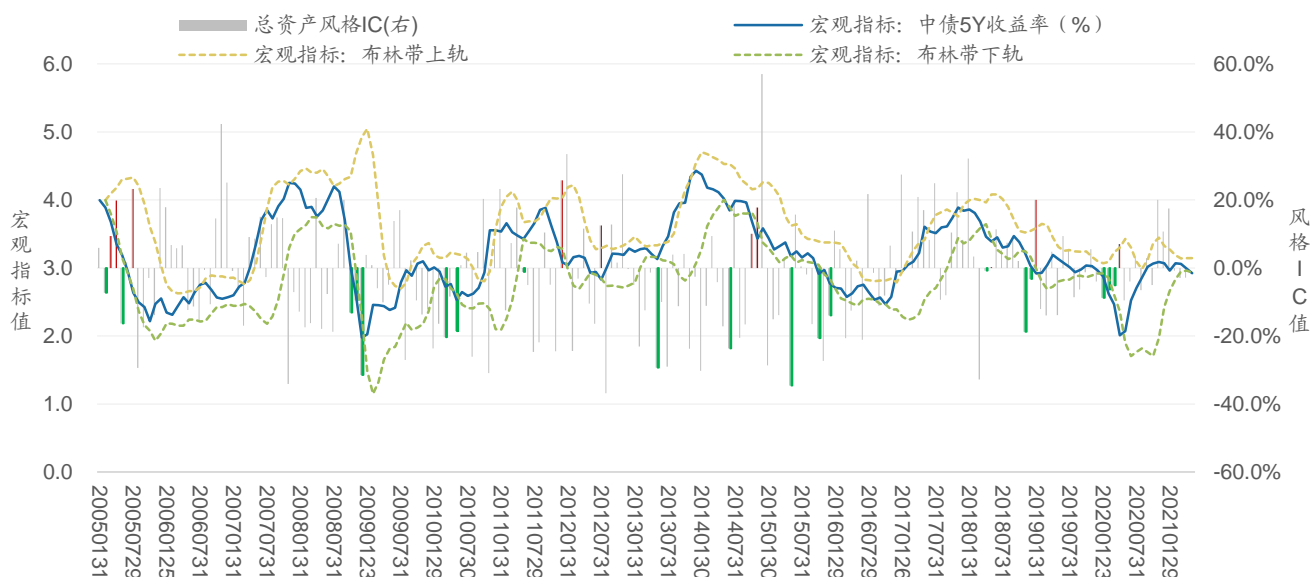
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

具体分析触发宏观事件后风格因子的表现,我们将展示ROE风格作为示例(在以下展示中,红色和绿色柱形图表示对应被触发的时间点风格因子的IC表现)。

其中,【PPI同比突破9个月布林带下界】,历史规律显示:该事件触发随后一个月,ROE风格有效的概率为68%,平均IC达2.6%。

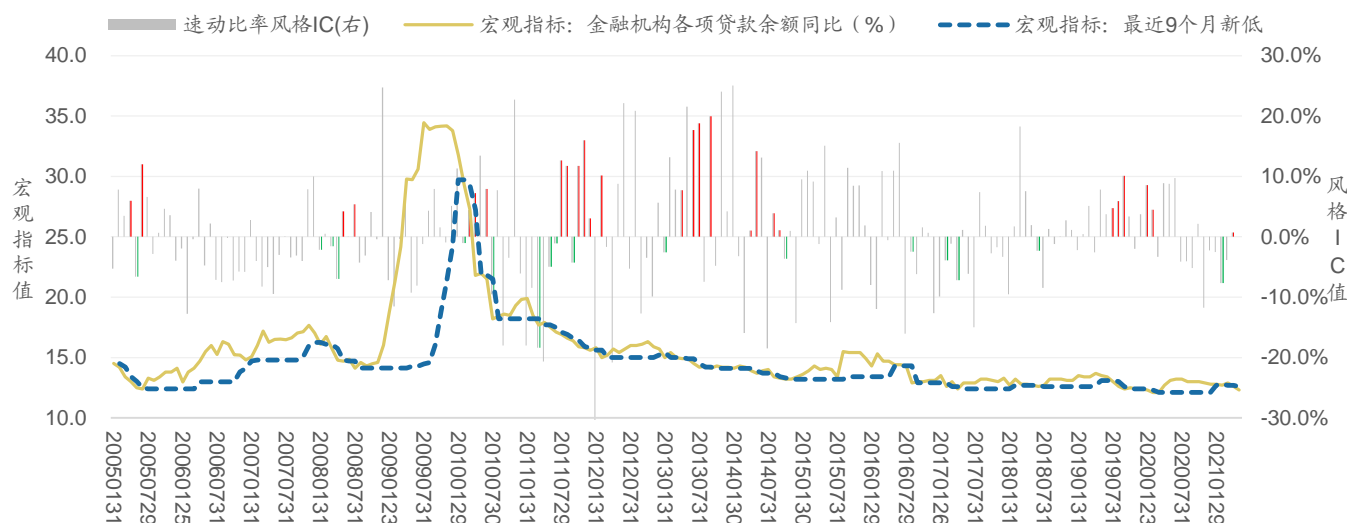
综合上述宏观事件结果,6月推荐关注盈利成长等绩优风格的短期表现。

图 20: 总资产(小)因子: 中债5Y收益率突破6个月布林带下界



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21：速动比率因子：金融机构各项贷款余额同比最近9个月新低



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （五）风格观点总结：3 季度继续关注价值及反转，4 季度布局盈利成长

1. 个股分化视角：2021 下半年个股或延续弱风分化特征，建议把握风格趋势，配置依然关注反转及低估值风格。

2. 资金流视角：外资持续流入趋势未改，北上资金将继续引导 A 股风格配置偏好，下半年继续创业板中低估值风格反转机会。

3. 日历效应：三季度风格趋势明显，继续把握反转及低估值机会；四季度关注盈利、成长风格。

4. 宏观事件：6 月份关注基本面风格短期机会。

综上，下半年风格轮动主旋律依然是强者恒强的趋势特征，建议继续把握上半年表现较强的股价反转及低估值风格，可继续跟随北上资金配置偏好，在创业板中挖掘估值修复机会，从日历效应看，反转风格的较佳把握时机在 3 季度，4 季度风格有回归价值盈利的可能。

## 四、2021 年下半年行业展望

### （一）日历效应看行业：三季度把握中游制造，四季度守候金融地产

A 股在岁末年初的风格切换总让人记忆犹新，行业上同样具备类似的日历效应。

分析历史的季度行业表现，整体上看，下半年重点关注金融地产等顺周期板块及中游制造机会。

三季度关注中游制造行业。三季度市场可关注受益于经济回暖的制造业及可选消费行业，其中国防军工、休闲服务、有色金属、采掘等行业表现突出，平均季度收益

率超过2.5%；家用电器、纺织服装等消费板块表现不佳。

**四季度关注金融及地产产业链行情。**四季度收官行情下，金融地产等估值水平较低的板块表现较佳。其中银行、非银金融行业平均季度收益率超过7%，家用电器、建筑材料及通信行业平均季度收益率超过5%。

表 4：申万一级行业指数下半年日历效应统计

	三季度平均涨跌幅	四季度平均涨跌幅	下半年平均涨跌幅
非银金融	0.1%	8.2%	8.32%
食品饮料	2.3%	4.5%	7.57%
银行	-1.0%	7.7%	7.37%
电气设备	2.3%	3.5%	6.15%
钢铁	0.3%	5.3%	5.98%
机械设备	1.3%	4.1%	5.92%
休闲服务	4.9%	0.6%	5.69%
建筑材料	0.3%	5.0%	5.68%
国防军工	4.9%	-0.6%	4.99%
通信	0.1%	4.4%	4.94%
有色金属	3.6%	1.7%	4.92%
汽车	1.4%	3.0%	4.56%
家用电器	-2.8%	6.3%	4.00%
房地产	-0.7%	4.4%	3.80%
建筑装饰	-1.1%	3.9%	3.76%
化工	1.0%	2.0%	3.28%
采掘	2.8%	1.1%	3.02%
农林牧渔	0.7%	1.8%	2.92%
医药生物	1.0%	1.5%	2.69%
交通运输	0.1%	1.9%	2.59%
电子	-0.4%	1.6%	1.38%
轻工制造	1.3%	0.0%	1.36%
商业贸易	1.4%	-0.7%	0.76%
公用事业	-2.2%	2.7%	0.61%
传媒	1.7%	-0.3%	0.55%
计算机	-0.2%	0.7%	0.43%
纺织服装	-1.3%	0.0%	-1.33%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，2000 年至 2021-05-31

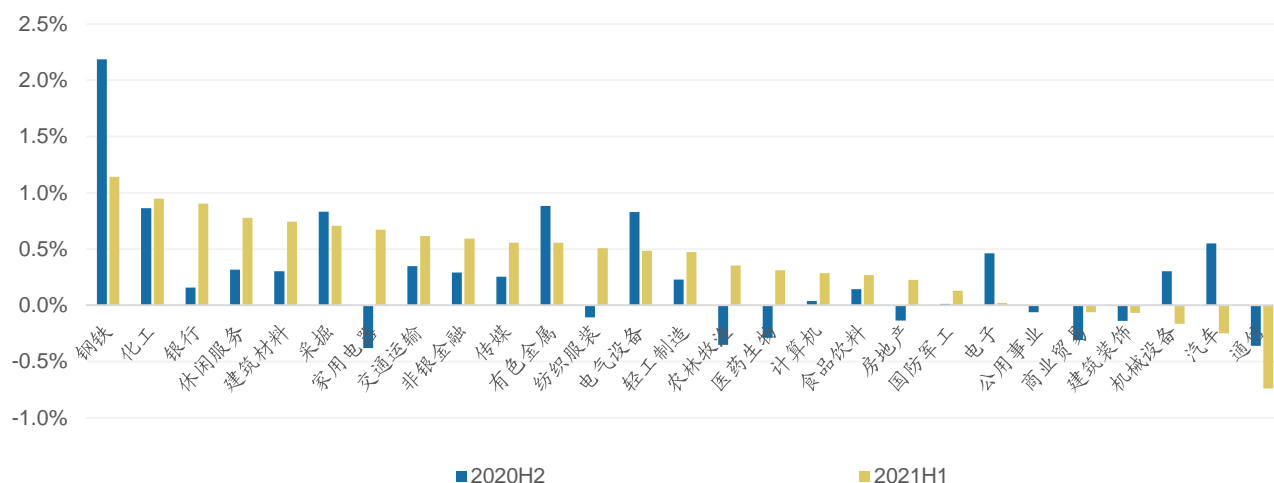
## （二）资金流看行业：主动资金整体流出，北上资金继续流入顺周期

从A股主动资金流看，内地投资者延续2020年以来的悲观情绪，主动资金流整体继续流出，其中TMT及大消费板块流入比率较高；北上资金则引导A股行业轮动方向，从流入占行业总市值比例看，**2021年上半年流入占比较高的为钢铁、化工、建材及**

## 采掘等顺周期板块。下半年可继续关注顺周期行业。

备注：持股市值存量占指数总市值比例 = 北上资金持有市值 / 该指数总市值；2021H1持股市值增量占比 = (2021年5月北上资金持有市值 - 2020年12月末北上资金持有市值) / 该指数2020年12月末、2021Q1、2021年5月三个时点的总市值均值。

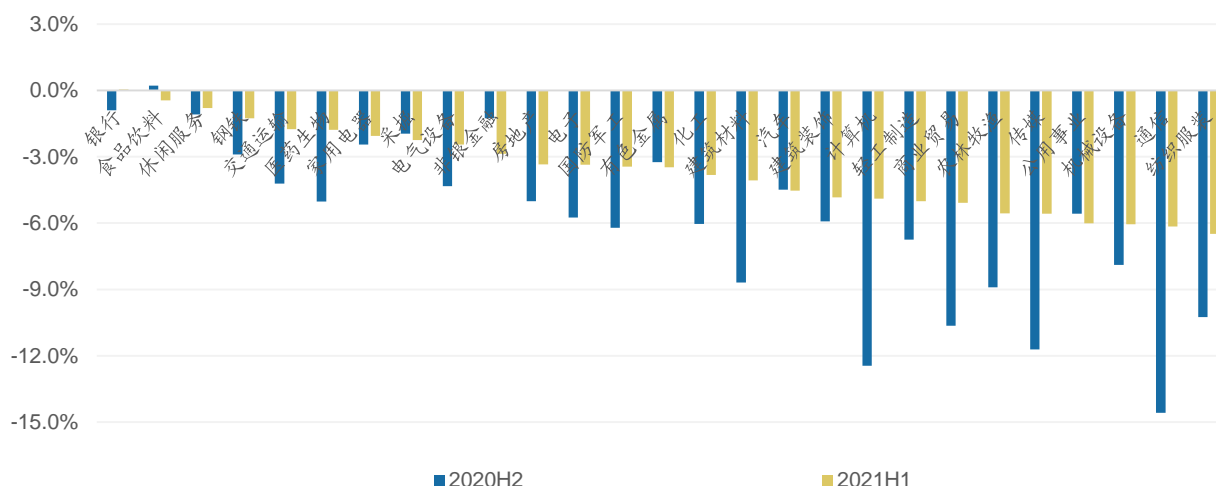
图 22：北上资金流入比率比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 2021-05-31

备注：下图中，流入速度 = 本半年末北上资金持有市值 / 本半年初北上资金持有市值 - 1。

图 23：主动资金流入比率比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 2021-05-31

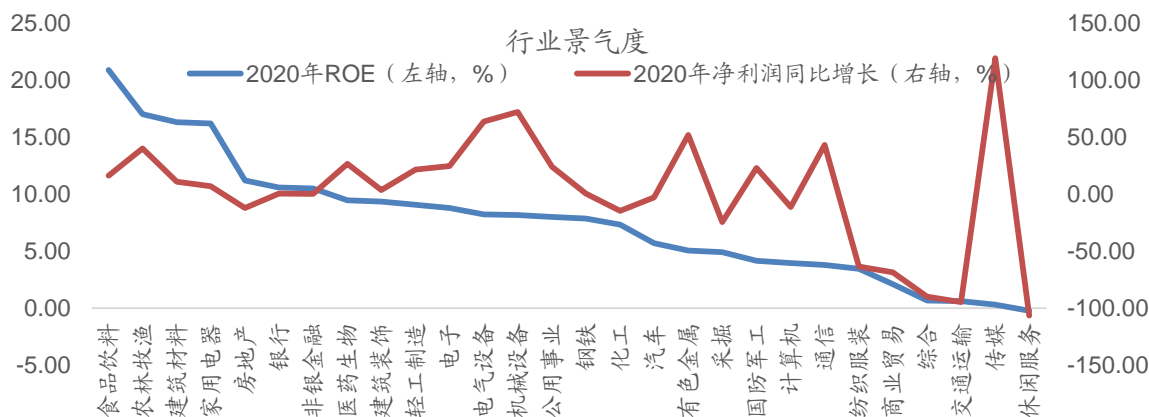
## （三）景气度看行业：大消费看食品农业家电，周期关注金融地产

作为行业轮动体系中承上启下的一环，行业基本面景气度是最核心且常见的研究视角之一。基于2020年年报各行业盈利景气度及成长性如下图所示。



其中，ROE最高的为食品饮料、农林牧渔、家电及医药为代表的大消费行业，以及以地产、银行非银及建筑为代表的周期行业。此外，机械与电气设备景气度靠前且成长性突出同样值得关注。

图 24：行业景气度一览



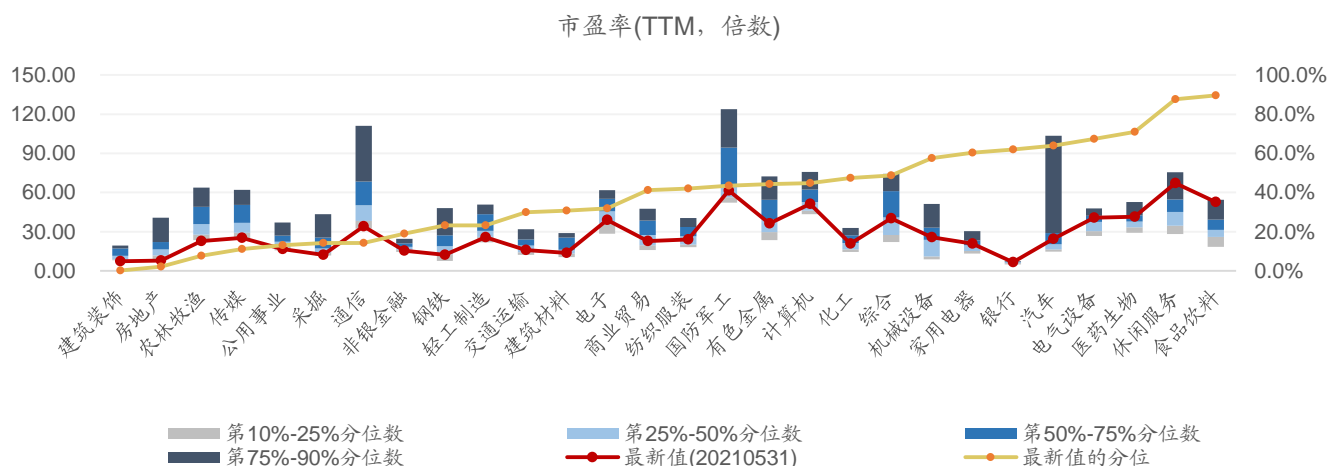
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 2020-05-31

#### （四）挖掘相对估值修复：建装地产农业相对低估

在报告《行业聚类与估值轮动策略》中，我们通过对行业进行重新聚类，并分析了大类行业中细分行业的相对估值修复机会。从趋势性上看，上半年估值修复程度较大的板块优势或延续；从估值修复角度看，板块内相对低估行业或大概率迎来修复机会。基于这一分析，我们对各行业指数自 2007 年以来的估值（PE\_ttm）进行回溯，寻找当前估值水平相对历史水平所处的位置。

截止 2021 年上半年（5 月 31 日），建筑装饰、地产及农林牧渔相对估值最低，均低于历史估值 10% 百分位；此外建筑装饰、地产、银行、钢铁、建材及采掘绝对最低，其中前三者 PE\_TMT 均低于 10，下半年可考虑在其中挖掘景气度较佳且尚未有大幅上涨的板块估值修复机会。

图 25：申万一级行业指数市盈率及相对估值水平（右轴：百分位）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### （五）行业观点总结：超配钢铁，布局金融地产建材

回顾2021年上半年，在流动性依然较好且叠加一季度业绩改善预期下，A股在震荡中有所上涨，但行业出现较大分化。其中随着核心资产回落大消费行业走弱，TMT行业由于估值偏高且业绩偏弱同样表现不佳，顺周期行业引领了反弹行情。下半年我们重点围绕日历效应、资金情绪、行业景气度及估值水平进行行业配置。

**1. 行业日历效应：**下半年周期板块及中游制造配置时机较佳，其中三季度把握中游制造，四季度守候金融地产。

**2. 北上资金偏好：**下半年继续跟随北上资金配置顺周期板块，重点关注钢铁、化工、建材及采掘等。

**3. 景气度预期改善行业：**景气度最佳的为食品饮料、农林牧渔、家电等大消费行业，以及以地产金融及建筑为代表的周期行业。

**4. 挖掘行业估值修复机会：**相对估值较低行业为建筑装饰、地产及农林牧渔；绝对估值最低为建筑装饰、地产、银行、钢铁、建材及采掘。

综上，下半年主要机会在顺周期行业的局部重估及部分仍有估值扩展空间的高景气行业。建议继续超配上中游传统周期和金融行业，包括钢铁、化工、建材、采掘及银行等以及景气度与估值匹配较佳的农林牧渔；标配高估值但景气度较佳食品饮料及家电；低配盈利不确定增加，估值偏高的TMT科技板块。

## 五、结论

### （一）择时观点

1.年初春节前，基金持续赚钱效应带动大量资金通过购买基金的形式流入到A股核心资产上，使得春节前核心资产出现加速上行，春节后由于担心局部估值过高以及信用拐点来临，核心资产出现一波剧烈的下行，4月份开始由于一季报企业盈利大幅增加以及市场下跌使得估值回到中位数偏上的位置，叠加信用下行未超预期，市场迎来缓和窗口。

2.从M1、利率、社融同比角度看，A股流动性存在非常明显的40个月周期现象，宽松与紧缩时间在20个月左右，始于2019年初的宽松周期或已经终结在2020年11月，随之而来的是持续20个月左右的信用下行周期，预计持续到2022年中期，在此之前，权益市场难以出现趋势性机会，以震荡修复高估值与超买为主。

3.绝对静态估值（PE）看，创业板指最高，其次是大盘成长、深成指等，相对自身历史估值分位数看，创业板指、大盘成长最高，小盘价值、小盘成长、中盘价值、大盘价值等相对较低。

4.市场没有大的机会，信用下行周期，修养为主。

### （二）风格观点

1.个股分化视角：2021下半年个股或延续弱风化解特征，建议把握风格趋势，配置依然关注反转及低估值风格。

2.资金流视角：外资持续流入趋势未改，北上资金将继续引导A股风格配置偏好，下半年继续创业板中低估值风格反转机会。

3.日历效应：三季度风格趋势明显，继续把握反转及低估值机会；四季度关注盈利、成长风格。

4.宏观事件：6月份关注基本面风格短期机会。

综上，下半年风格轮动主旋律依然是强者恒强的趋势特征，建议继续把握上半年表现较强的股价反转及低估值风格，可继续跟随北上资金配置偏好，在创业板中挖掘估值修复机会，从日历效应看，反转风格的较佳把握时机在3季度，4季度风格有回归价值盈利的可能。

### （三）行业观点

1.行业日历效应：下半年周期板块及中游制造配置时机较佳，其中三季度把握中游制造，四季度守候金融地产。

2.北上资金偏好：下半年继续跟随北上资金配置顺周期板块，重点关注钢铁、化工、建材及采掘等。

3.景气度看行业：景气度最佳的为食品饮料、农林牧渔、家电等大消费行业，以及以地产金融及建筑为代表的周期行业。

4.挖掘行业估值修复机会：相对估值较低行业为建筑装饰、地产及农林牧渔；绝对估值最低为建筑装饰、地产、银行、钢铁、建材及采掘。

综上，下半年主要机会在顺周期行业的局部重估及部分仍有估值扩展空间的高景气行业。建议继续超配上中游传统周期和金融行业，包括钢铁、化工、建材、采掘及银行等以及景气度与估值匹配较佳的农林牧渔；标配高估值但景气度较佳食品饮料及家电；低配盈利不确定增加，估值偏高的TMT科技板块。

## 六、风险提示

报告中的结论由历史数据回测得到，市场结构及交易行为的改变可能使得策略失效。因为量化模型的不同，本报告提出的观点可能与其他量化模型得出的结论存在差异。

## 广发金融工程研究小组

罗 军：首席分析师，华南理工大学硕士，从业 14 年，2010 年进入广发证券发展研究中心。

安 宁：联席首席分析师，暨南大学硕士，从业 12 年，2011 年进入广发证券发展研究中心。

史 庆 盛：资深分析师，华南理工大学硕士，从业 8 年，2011 年进入广发证券发展研究中心。

张 超：资深分析师，中山大学硕士，从业 7 年，2012 年进入广发证券发展研究中心。

文 巧 钧：资深分析师，浙江大学博士，从业 4 年，2015 年进入广发证券发展研究中心。

陈 原 文：资深分析师，中山大学硕士，从业 4 年，2015 年进入广发证券发展研究中心。

樊 瑞 铎：资深分析师，南开大学硕士，从业 4 年，2015 年进入广发证券发展研究中心。

李 豪：资深分析师，上海交通大学硕士，从业 3 年，2016 年进入广发证券发展研究中心。

郭 圳 滨：高级分析师，中山大学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

李 燕 妮：研究助理，厦门大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

张 钰 东：研究助理，中山大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

季 俊 男：南京大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明



广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。