

## 市场点评报告

### 再平衡：顺周期的“反转契机”！

### ——“大安全当立”系列报告（五）

方正证券研究所

#### 分析师

曹柳龙 登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

#### 相关研究

《信心比黄金重要——7月中央政治局会议快评》2023.07.25

《如何看待当前市场的“分裂”？——策略周末谈（7月第3期）》2023.07.23

《日本通缩30年！中国可以摸着日本过河吗？——“新扩表黎明”系列报告（一）》2023.07.20

《多少钱才能实现“算力自由”？——“大安全当立”系列报告（四）》2023.07.19

《降维进攻——策略周末谈（7月第2期）》2023.7.16

- **A股投资和策略研究需要把握大的“变化”**。2016年以来A股投资基本延续几条“变化”的主线：（1）2016-17年“供给侧改革”引领周期股投资主线；（2）2018年“紧信用/贸易摩擦”引领消费核心资产的投资主线；（3）2019年“金融供给侧改革”千方百计降低实体融资成本，引领科技股投资主线；（4）2020年疫后大宽松引领A股“底部反转”投资主线；（5）21年新能源车链渗透率提升资本开支扩张引领科技制造投资主线；（6）22年美联储加息周期是导致全年A股调整的主要“变化”。

- **23年最大的变化是“安全和发展”的平衡：大安全当立！**我们在6.17以来的多篇《大安全当立》系列报告中持续强调：“安全和发展”的均衡&兼顾是23年的投资主线，政策上主要体现为平衡“稳增长”和“调结构”。背后的原因在于：

（1）在过去20多年全球化加速的背景下，经济“发展”能够掩盖很多“安全”方面的矛盾；

（2）但是随着18年中美“贸易摩擦”和22年“俄乌冲突”加速“逆全球化”进程，很多在过去可以通过“发展”来掩盖的矛盾都会逐步显现出来，所以23年政策开始转向“大安全主线”。

我们判断：去年“二十大”关于安全的表述明显增加，今年初国务院机构改革，以及监管层“不要大干快上”、“5%的GDP增速”等表述，都是对23年开始的“大安全主线”的一再确立！

- **7.24政治局会议是阶段性对“稳增长”和“调结构”政策的再平衡。**7.24政治局会议有两点“超预期”，分别是：“要活跃资本市场”以及不提“房住不炒”。我们判断——

（1）今年上半年经济“量升价跌”弱修复，政策以“调结构-大安全”为主线：4月末政治局会议和5月初的中央财经委会议均传递出了两点信息：“调结构”和“高质量发展”是第一顺位的，经济“稳增长”也需要兼顾。

（2）5月份以来经济“量价齐跌”显示出衰退早周期特征，7.24政治局会议再平衡“稳增长”和“调结构”政策，预计下半年“稳增长”的权重将得到强化。

我们在7.23《如何看待当前市场的“分裂”》中提示：近期市场无利空下跌的主要原因是流动性压力和对中长期经济前景的悲观预期。我们判断：“要活跃资本市场”的表述有助于缓和投资者对短期流动性压力（注册制IPO）的担忧；而房地产政策表述的“变化”则有助于缓和投资者对中长期经济悲观预期的担忧。

（余下内容请看下文）

- **风险提示：**宏观经济加速下行；产业格局恶化；政策出现重大变化等

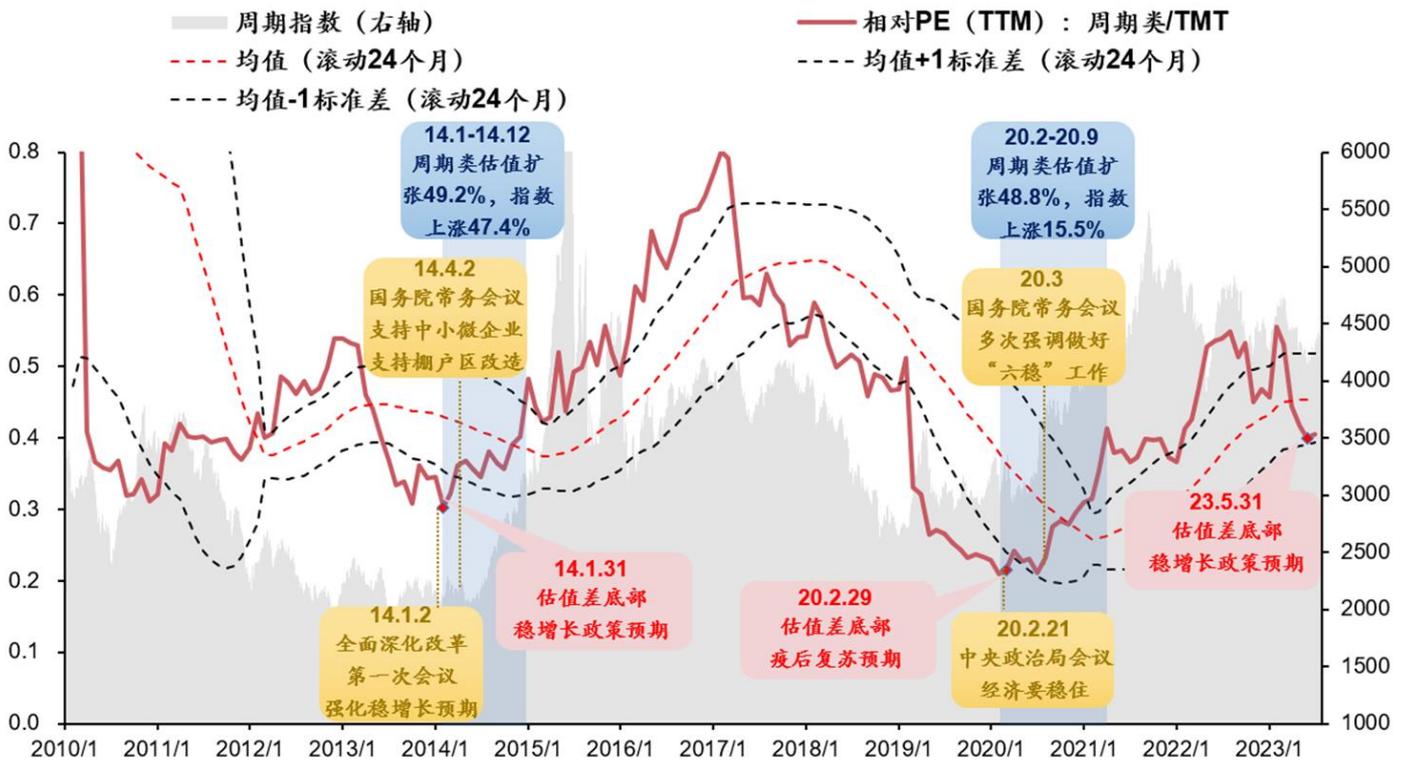
再平衡，如何布局顺周期？当前周期相对估值已经处于动态均值减一倍标准差附近。我们以 24 个月为区间，制作周期/TMT 相对估值的动态均值和动态标准差。相对于静态均值和标准差数据，动态均值和动态标准差，更能反映周期/TMT 相对估值的边际变化，能够更敏感捕捉政策“变化”对风格的影响。可以看到：历史上在 14 年初，18 年初和 20 年初，周期/TMT 的相对估值均触及动态均值-1 倍标准差位置，其中——

(1) 14 年初和 20 年初，“稳增长”政策加码，周期/TMT 的相对估值从动态均值-1 倍标准差的位置“底部反转”！

(2) 18 年初政策“紧信用”，周期/TMT 的相对估值持续处于动态均值-1 倍标准差的底部区域。

当前周期/TMT 的相对估值再次触及动态均值-1 倍标准差，7.24 政治局会议再平衡“稳增长”和“调结构”政策，我们判断下半年“稳增长”政策权重将加大，周期/TMT 的相对估值也将开启新一轮“底部反转”！

图表1:周期相对 TMT 的相对 PE (TTM)



资料来源：Wind，中国政府网等，方正证券研究所

顺周期哪些细分行业，相对估值“再平衡”的空间较大？我们比较顺周期行业/TMT 的相对估值所处的位置，当前接近动态均值-1 倍标准差的行业具有较大的“再平衡空间”——

- (1) 资源材料类：煤炭/石油石化/有色金属/基础化工
- (2) 制造类：电力设备/建筑装饰
- (3) 消费类：汽车/家用电器/食品饮料/医药生物
- (4) 金融综合：银行/非银金融。

图表2:各板块一级行业估值水平与相对估值位置

板块	一级行业	相对PE(TTM): 行业/TMT (23年7月)	均值-1倍标准 差(滚动 24个月)	当前值相对均 值-1倍标准 差位置	板块	一级行业	相对PE(TTM): 行业/TMT (23年7月)	均值-1倍标准 差(滚动24个 月)	当前值相对 均值-1倍标 准差位置
上游资源	煤炭	0.12	0.14	-0.016	消费	农林牧渔	1.08	-60.79	61.872
	石油石化	0.22	0.20	0.021		社会服务	-1.71	-1.93	0.217
	有色金属	0.31	0.34	-0.029		汽车	0.86	0.76	0.093
中游材料	基础化工	0.41	0.38	0.033		家用电器	0.34	0.33	0.009
	钢铁	0.96	0.13	0.830		轻工制造	0.83	0.51	0.326
	建筑材料	0.42	0.25	0.172		纺织服饰	0.81	0.52	0.295
中游制造	电力设备	0.48	0.67	-0.195		商贸零售	-11.02	-5.86	-5.157
	建筑装饰	0.22	0.18	0.038		食品饮料	0.63	0.69	-0.060
	机械设备	0.74	0.60	0.139		医药生物	0.71	0.70	0.009
	国防军工	1.52	1.37	0.145		银行	0.10	0.09	0.001
	公用事业	0.58	0.46	0.118	非银金融	0.32	0.27	0.041	
下游周期	交通运输	0.61	0.45	0.160	金融综合	综合	-2.40	-4.40	2.001
	房地产	-0.35	-1.65	1.301					
	环保	0.59	0.45	0.138					

资料来源: Wind, 方正证券研究所注: 红框标注的行业相对 TMT 的相对 PE (TTM) 接近历史均值-1 标准差

**A 股继续“降维进攻”!** 我们在 7.16 《降维进攻》以来明确提示: 当前投资者对于 DDM 三因素中的基本面和流动性的关注度, 都远不及国际地缘环境和国内政策预期。我们也在 7.23 《如何看待当前市场的“分裂”》中再次提示: 主板注册制落地, 即便“倒果为因”演绎, 也需要市场情绪得到某种形式的提振。我们判断, 7 月政治局会议将强化 A 股“降维进攻”的动能!

**布局顺周期的“反转契机”!** 本次政治局会议再平衡“稳增长”和“调结构”, 预计下半年“稳增长”政策权重将逐步增大。投资方向建议实现“稳增长”和“调结构”的再平衡——(1)“活跃资本市场”的券商/地产链;(2)数字经济 AI 的“算力基建”(通信基建/算力半导体);(3)中美关系“缓和小周期”的出口链(新能源车链/家电);(4)“中特估-央国企重估”的泛公用事业(电力/通信/交运/建筑等)。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		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指数为基准。

## 方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层  
 上海：静安区延平路71号延平大厦2楼  
 深圳：福田区竹子林紫竹七道光太银行大厦31层  
 广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券  
 长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层  
 网址：<https://www.foundersc.com>  
 E-mail：[yjzx@foundersc.com](mailto:yjzx@foundersc.com)