

A 股结构研究系列（一）——如何选择大小盘风格

■ **A 股结构分析框架：**从“股价=EPS*P/E”的定价公式出发，股票收益主要受到盈利增速和估值变化的影响。本文进行的结构分析是一种相对比较，判断的是不同结构间的相对收益，而相对收益则主要受到不同结构间的相对盈利增速差和相对估值变化的影响。

■ **影响市值风格的关键因子：**影响相对盈利增速差的因子主要包括：宏观经济、产业、并购重组等。宏观经济方面，主要关注经济增速增长、通货膨胀；产业方面，主要关注产业政策和行业景气差异；外延扩张方面，主要关注定增、并购和重组对盈利的影响。影响相对估值变化的因子主要包括：发行和退市政策、相对景气变化、宏观流动性等。

■ **影响市值风格的研判框架：**先分别判断相对企业盈利增速差和相对价值的变化。如果相对企业盈利增速差明显，则需要结合相对企业盈利增速差和相对价值变化。如果相对企业盈利增速差不明显，则只需要关注相对价值变化。

■ **市值风格展望：**展望 2023 年，相对企业盈利增速差不明显，而相对价值变化将有利于中小市值，综合两个方面，2023 年中小市值将占优。首先，展望相对企业盈利增速差。从宏观经济来看，名义经济增速较低，不利于小市值的盈利。从产业来看，政策对新兴行业支持力度提高，但是对地产政策也有大幅放松，行业景气上，新兴行业仍占优势。并购重组比较平稳。整体上看，相对企业盈利增速差不明显。其次，展望相对价值变化。从相对景气变化看，小市值相对景气向上，有利于小市值相对价值提升。从流动性看，明年仍将维持偏宽松的格局，也有利于小市值相对价值提升。整体来看，中小市值相对价值将上行。

■ **配置建议：**在股票资产配置方面，我们建议适当增配中证 500 和中证 1000 指数增强基金，以及风格偏向中小市值的主动管理型股票基金。

赵宇

资本市场研究员

☎：0755-83195811

✉：@cmbchina.com

刘东亮

招商银行研究院

资本市场研究所所长

☎：0755-82956697

✉：liudongliang@cmbchina.com

感谢实习生吴晓青对本文的贡献



目录

一、 什么是股市的结构，研究结构有什么意义	2
二、 结构研究框架	2
三、 A 股市值风格的历史	3
四、 市值风格分析框架和关键因子	4
(一) 名义经济增长	4
(二) 产业	6
(三) 并购重组	6
(四) 宏观流动性	7
(五) 新股发行和退市	8
(六) 相对景气变化	8
(七) 相对估值水平	9
(八) 市值风格分析框架总结	9
五、 对 2023 年市值风格研判及配置建议	11
六、 市值风格实证	11

图目录

图 1: A 股结构分析的基本框架	3
图 2: 市值风格历史相对走势	4
图 3: 相对企业盈利增速差与名义 GDP 增速	5
图 4: 相对企业盈利增速差与工业增加值+ppi	5
图 5: 行业权重差异	6
图 6: 2015 年并购高峰推升相对盈利增速差	7
图 7: 相对估值与 m1 同比	8
图 8: 相对收益 (中证 1000-沪深 300) 分解	9
图 9: 市值风格分析框架	10
图 10: 2022 年市值风格实证	12
图 11: 2021 年市值风格实证	12
图 12: 2020 年市值风格实证	13
图 13: 2019 年市值风格实证	13
图 14: 2018 年市值风格实证	14
图 15: 2017 年市值风格实证	14

本文是 A 股结构研究专题报告的第一篇，意在构建 A 股结构分析框架体系，并研究影响 A 股市值风格的关键因子。全文分为两大部分，第一部分构建分析框架、阐述影响市值风格的关键因子，第二部分对市值风格框架方法进行了应用和实证分析。未来，还将陆续推出研究成长/价值风格、以及行业板块风格的报告。

一、什么是股市的结构，研究结构有什么意义

对于 A 股投资来说，需要解决 3 个层次的问题：1、判断股票整体方向，市场是处于牛市还是熊市，未来会上涨还是下跌；2、判断股票结构机会，即常说的“结构性机会”，判断哪类股票表现会更好，例如前几年的“核心资产”“新能源赛道”等，当时的表现远远好于大盘，如果能够充分抓住结构性机会，收益将远超市场；3、选股，指的是如何选择优于大盘的个股，选股问题比较微观，主要在基金层面解决，优秀的选股能力是基金经理的核心竞争力。第 1 个问题是为了解决股票资产整体配置比例的问题，第 2 和第 3 个问题解决的是超额收益（阿尔法）的问题，即如何跑赢大盘，获取超越大盘的收益。

对于资产配置来说，主要关注第 1 和第 2 个问题，即 A 股整体和结构。除 A 股整体涨跌以外，结构分化也是 A 股市场永远绕不开的话题。近些年，A 股结构分化愈发明显。对于 A 股投资来说，在市场大涨大跌时，A 股整体持仓比例更为重要，而在市场震荡时，结构选择更为重要。

具体就 A 股结构来说，主要包括 2 个方面：

一是风格结构，风格背后代表的是一类股票之间具有某种共同的属性，该类股票与其他股票有明显的区别，且同一风格股票的收益表现具有较强的相关性。最常见的是选取市值、成长性、估值等重要指标，对股票进行划分，划分成大盘/小盘、成长/价值等风格。大盘/小盘即市值风格，是用上市公司的市值大小进行区分，衡量的是上市公司的规模；成长、价值是用上市公司的成长性和估值水平进行区分，成长性高的公司是成长股，估值低的公司是价值股。一般来说，市场会给予成长股相对较高的估值，给予成长性较低的公司相对较低的估值，因此，成长、价值就成为一组相互对立的风格。

二是行业结构，即各个行业板块等。同一行业板块的股票，公司主营业务类似，基本面天然具有相似性，其股价表现也有较强的共性。因此，行业板块也是一种主要的市场结构。

二、结构研究框架

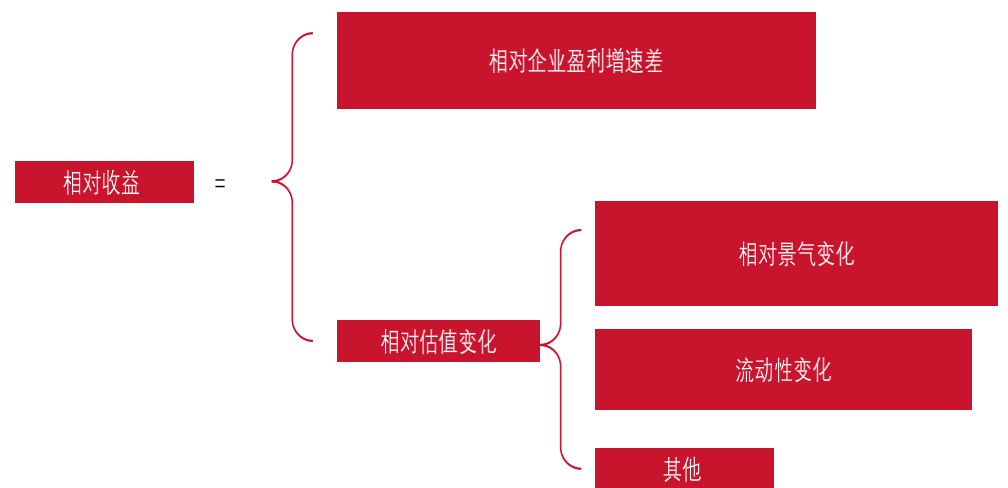
首先，从“股价 = EPS * PE”出发，可以得出“ Δ 股价 = Δ EPS + Δ PE”。 Δ 股价就是股票收益率。在股本没有变化的情况下，每股收益变化 Δ EPS 就是企业盈利增速。 Δ PE 就是估值变化。事实上，A 股每年的股本变化并不大，要远小于盈利增速和估值变化。因此，股票收益率可以近似分解，**股票收益率 = 企业盈利增速 + 估值变化**。

其次，与 A 股整体分析不同，结构分析是相对比较，比较的是不同结构的相对收益，是大市值和小市值哪个收益高，成长和价值哪个收益高。类似股票收益分解，相对收益率也可分解， $\text{相对收益率} = \text{相对企业盈利增速差} + \text{相对估值变化}$ 。例如， $\text{相对盈利增速差} = \text{盈利增速（结构 A）} - \text{盈利增速（结构 B）}$ 。因此，下文中所有的股价、企业盈利和估值变化都是相对的概念。

此外，为方便起见，本文以下对市值风格的分析中，所有的相对概念都使用中小市值风格-大市值风格，并以中证 1000 代表中小市值，沪深 300 代表大市值。

最后，相对估值变化影响因子更加复杂，主要受三个因子影响：相对景气变化，流动性变化，以及其他因子（不同风格特有的因子）。具体因子的分析，将在本文第四部分展开。

图 1：A 股结构分析的基本框架



资料来源：招商银行研究院

三、A 股市值风格的历史

为了探究 A 股市值风格背后的驱动因子，有必要回顾市值风格轮动的历史。从 2005 年以来，大小市值轮动共经历了 6 轮。

第 1 轮，2009 年之前，大小市值分化不明显，风格切换的节奏较快，没有形成一轮持续且幅度较大的风格趋势。

第 2 轮，2009-2010 年，表现为小市值风格强势，背后的原因主要是金融危机之后，国家进行了“四万亿”投资，流动性大幅宽松，且经济增长和企业盈利大幅回升，流动性和基本面共同推动小市值走强。

第 3 轮，2011-2012 年，在经济过热、通胀高企的背景下，流动性收紧，经济增速开始下台阶，市场表现为大市值跑赢。

第 4 轮，2013-2015 年，以互联网+为代表的新兴产业趋势爆发，2014 年开始降准降息，流动性再度宽松，同时资本市场政策放松，并购重组浪潮兴起，新兴产业、流动性宽松、并购重组三者共同催生了 A 股历史上最大的小市值泡沫。

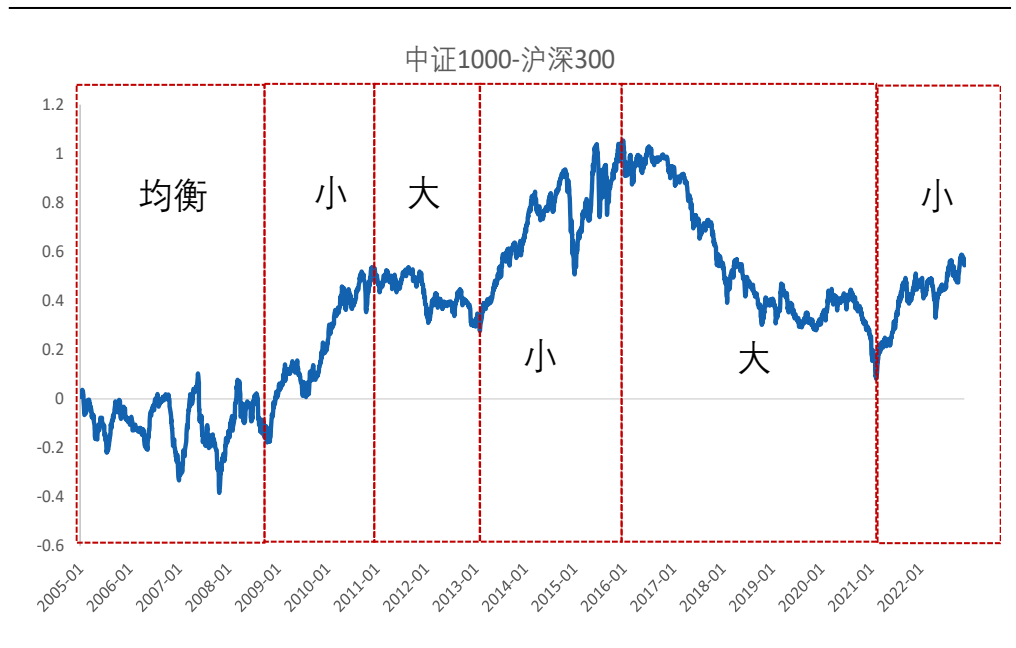


第 5 轮，2016-2021 年初，去杠杆叠加经济再度下台阶，并购重组后遗症显现，大市值再次跑赢。

第 6 轮，2021 年初至今，疫情后经济恢复，以新能源为代表的新兴产业崛起，基本面推动小市值走强。

总结历史经验，在盈利增速和估值变化的背后，决定大小市值走势的更深层的因子，是经济增长、产业结构、并购重组，以及宏观流动性。

图 2：市值风格历史相对走势



资料来源：招商银行研究院

四、市值风格分析框架和关键因子

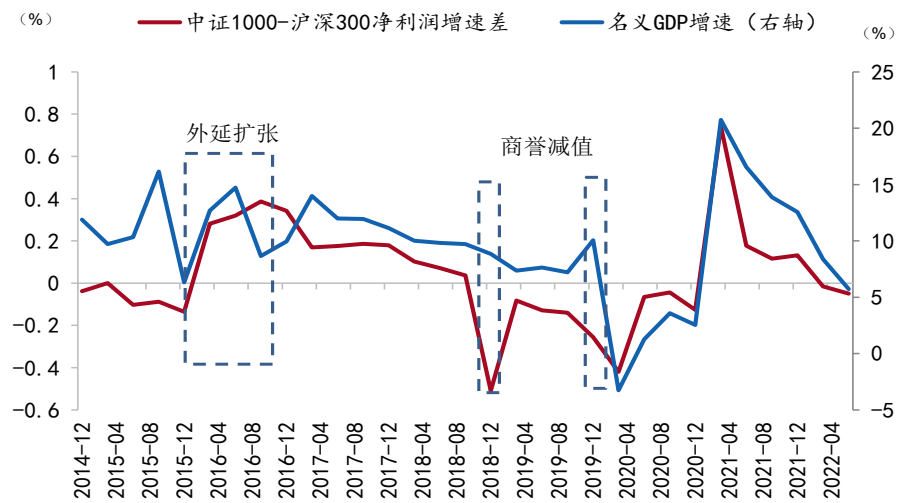
（一）名义经济增长

1、经济增速+通货膨胀：大小公司对经济增长的弹性不同，小公司的弹性更大。主要原因是大公司通常是经营进入成熟稳定期的公司，属于细分行业龙头，经营较为稳定，抗经济下行风险强，但在经济上行时，盈利增长空间也有限；而小公司更偏边缘公司，经营不稳定，在经济下行时更加脆弱，但发展潜力大，在经济上行时，盈利增长的空间更大。因此，在经济向好时小公司盈利增速相对更高，而在经济不好时大公司盈利增速相对更高。

以中证 1000-沪深 300 为例：相对企业盈利增速差与名义 GDP 增速高度相关，大部分时间二者变化方向一致（除两个阶段存在明显差异，即 15/16 年并购高峰导致小市值盈利高增长及三年后 18/19 年底商誉减值，差异的出现均与外延扩张有关，在后文部分说明）。



图 3：相对企业盈利增速差与名义 GDP 增速

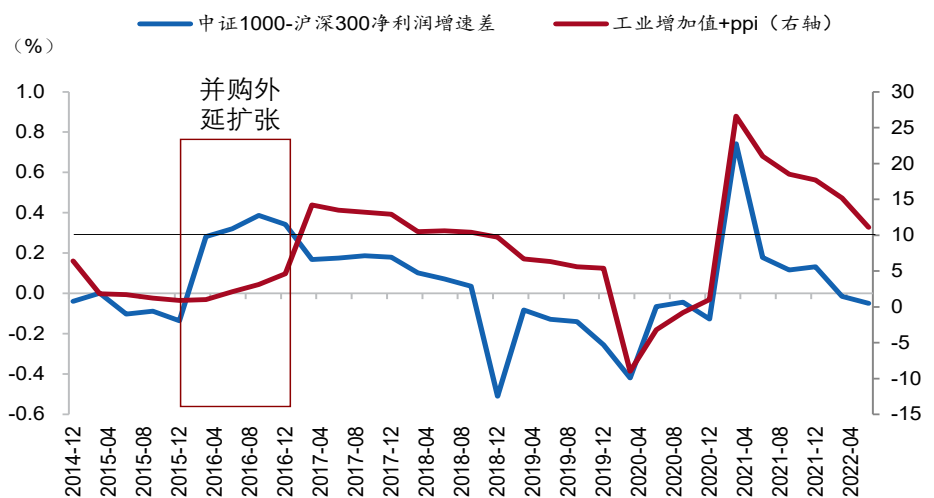


资料来源：招商银行研究院

2、工业增加值+PPI：由于名义 GDP 没有预测数据，且是季度频率，因此可以使用工业增加值+PPI 替代名义经济增长，趋势基本一致，好处是工业增加值和 PPI 数据的频率为月频且均有预测数据。

从历史数据看，除上述受并购影响的时间段外，其余时间相对企业盈利增速差与工业增加值+PPI 的变化趋势基本一致。并且我们发现，剔除并购周期影响，当工业增加值+PPI>10%时，中证 1000 业绩增速>沪深 300 业绩增速。对于如何判断是大市值的企业盈利增速更高，还是小市值的企业盈利增速更高，这个指标可以作为一个判断标准。

图 4：相对企业盈利增速差与工业增加值+ppi



资料来源：招商银行研究院

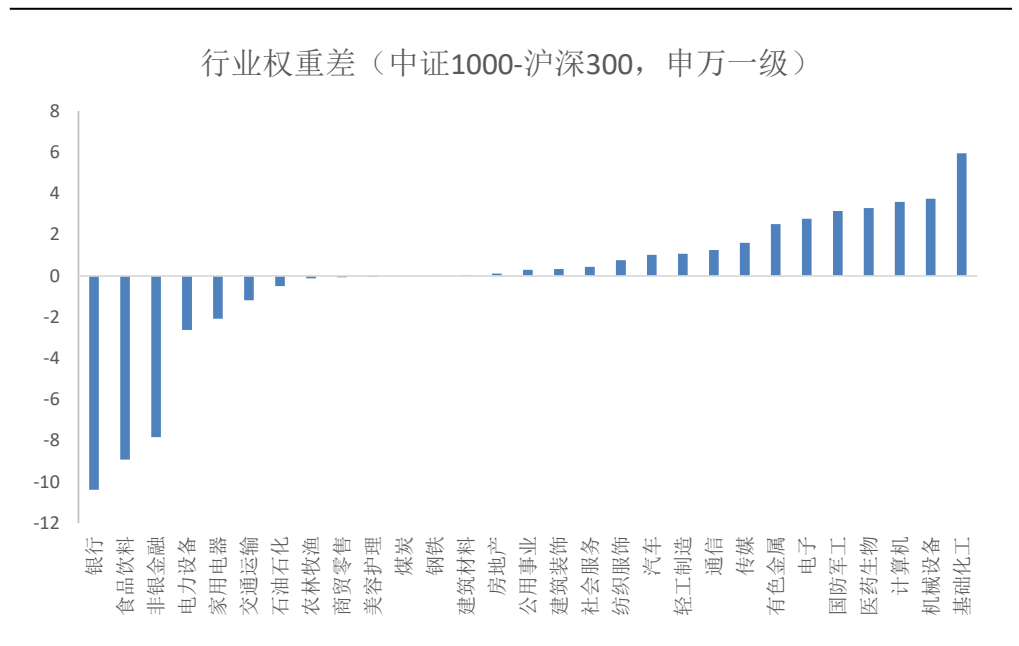


(二) 产业

产业影响包含政策和行业两部分。政策方面，无论是对于经济还是资本市场，政策都是极为关键的，政策是鼓励还是限制对公司发展前景有很大影响。对市值风格来说，产业政策可分为2类，首先，是**针对大小公司的政策**，这类政策反映了国家对待不同规模公司的态度，并不局限于某个行业。例如：反垄断不利于大公司，而扶持小微企业、“专精特新”等有利于小公司。其次，是**产业发展政策**，例如“碳中和”政策加速了新能源产业的发展；“自主可控”导致科技创新的重要性大为提高，这些政策有利于新兴行业的发展，对小公司比较有利。

行业方面，大小市值公司的行业分布不同，有些行业在大市值公司中占比更高，有些行业在小市值公司中占比更高。如果在大市值公司中占比高的行业盈利更好的话，对大市值公司的盈利相对有利。如果在小市值公司中占比高的行业盈利更好的话，对小市值公司的盈利相对有利。以中证1000-沪深300为例，大市值公司分布更高的行业集中在银行、食品饮料、非银金融，行业以传统的金融消费为主。小市值公司分布更高的行业集中在基础化工、机械设备、计算机、生物医药、国防军工、电子、有色金属等。其中，计算机、生物医药、国防军工、电子属于新兴行业，而基础化工、机械设备、有色金属也是新能源等高端制造产业链的中上游，部分具备新兴行业的特征。**因此，当新兴行业出现一轮爆发式增长时，将有利于小市值公司的盈利增长。**对于行业盈利的分析，我们后续将出专题报告进行详细探讨，在此不做展开。

图5：行业权重差异



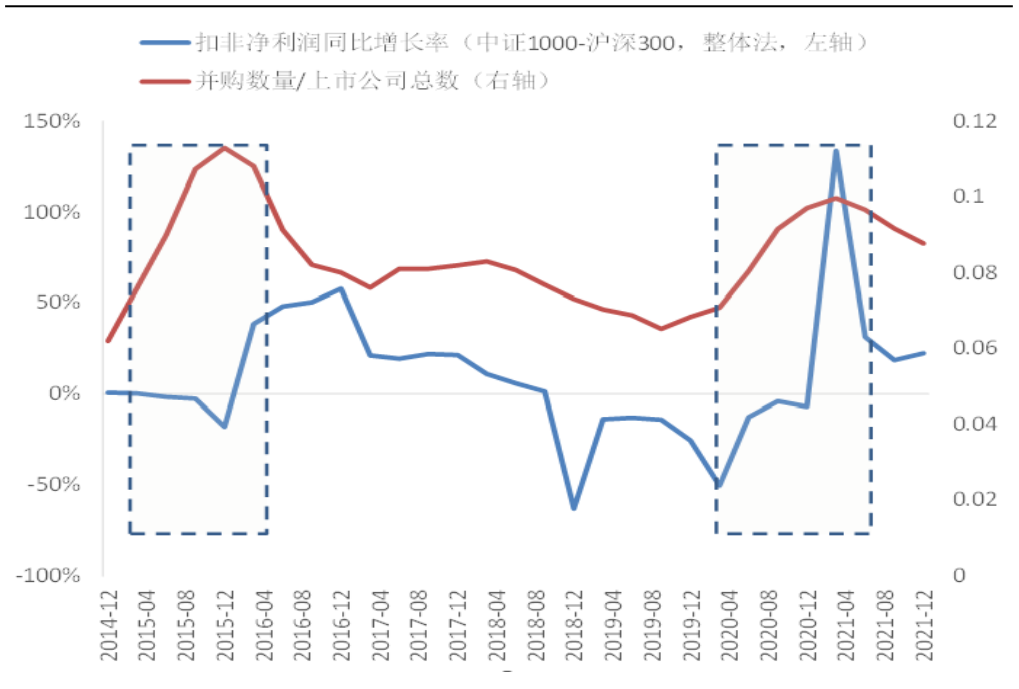
资料来源：招商银行研究院

(三) 并购重组

宏观经济和产业发展主要影响内生增长，除了内生增长，上市公司还可以外生增长，依靠外延扩张实现增长。外延扩张主要通过并购重组的方式实现。由于A股市场多数时候存在一二级市场价差（非上市公司的估值低于上市公司），上市公司通过并购重组非上市公司，短期能够增厚EPS。在外延增长方面，小公司更占优势，因为小公司体量小，当其他条件相同时，小公司EPS增厚更多。并购重组受资本市场政策的影响比较大，因此主要关注资本市场政策变化。

历史上看，可以发现并购周期会明显影响到相对企业盈利增速差。并购重组活跃后，短期将带动小市值公司相对盈利增速上升。2015-2016年初的并购高峰，导致2016-2017年初小市值公司的相对盈利增速大幅上行。但是，3年后（与业绩承诺期有关），并购重组的后遗症显现，因为多数并购资产并不优质，且部分资产在资本运作时进行了粉饰，几年后业绩下降，不能达到预期。因此，不少上市公司在2018年底和2019年底大额计提商誉减值，小市值公司的相对盈利增速大幅下行。

图6：2015年并购高峰推升相对盈利增速差



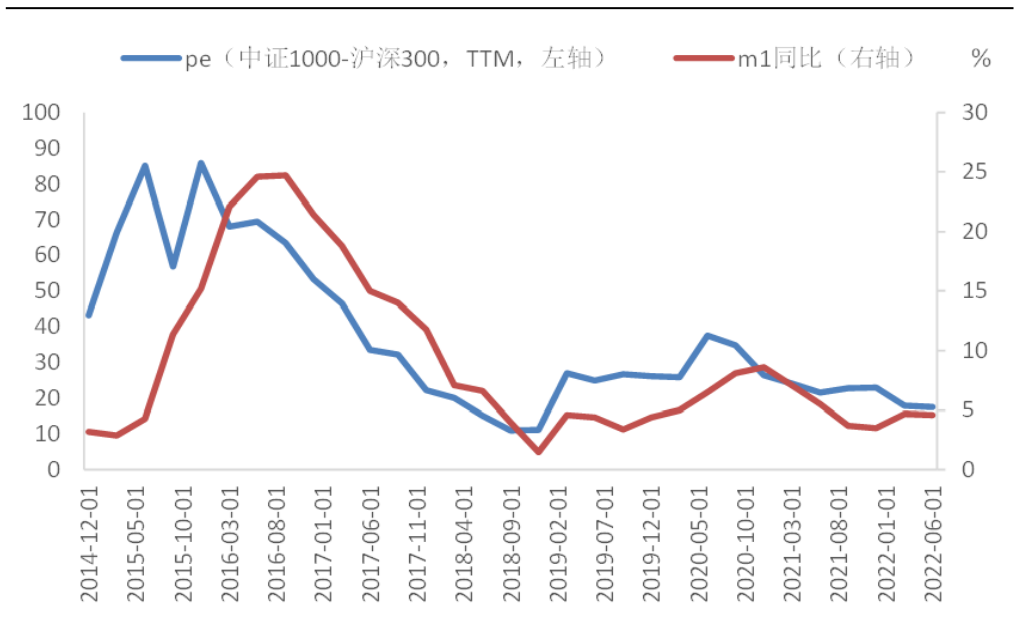
资料来源：招商银行研究院

（四）宏观流动性

宏观流动性宽松对股票估值有正面影响，但是对于不同风格，其影响程度不同。宏观流动性宽松，对小市值股票估值的正面影响更大；反之，宏观流动性紧缩，对小市值股票估值的负面影响更大。背后的原因，可以归结为小公司融资难度大、成本高，经营风险高，股票投资者要求的风险溢价水平高。当流动性宽松时，小公司更容易融资，融资成本和经营风险下降更多，风险溢价水平下降更多，因此估值提升更多，反之亦然。

以 m1 指标作为宏观流动性的代表，可以发现宏观流动性的变化与相对估值的变化方向高度一致。

图 7：相对估值与 m1 同比



资料来源：招商银行研究院

（五）新股发行和退市

新股发行数量影响股票供给，且新股大部分是中小公司，当新股发行数量增加时，小市值股票供给增加，对小市值公司的估值有负面影响。

退市主要集中在小公司，当退市政策从严时，小市值公司的退市风险上升，对小市值公司的估值有负面影响。

新股发行和退市均受资本市场政策的影响，如注册制改革，科创板推出等。除了并购重组外，资本市场政策还影响新股发行和退市，因此，对于市值风格来说，资本市场政策是极为重要的。

（六）相对景气变化

相对景气变化，是不同结构之间，相对景气的变化方向。相对景气变化，这个概念涉及 2 次对比。首先，什么是景气变化，就是未来相比现在，景气是上升还是下降，未来盈利增速比现在高，就说景气是上升的。其次，什么是相对，就是不同结构之间的对比，例如小市值相对大市值。因此，相对景气变化不是指谁的盈利增速高，而是指谁将变得相对更好或者相对更差。

例如：2017 年供给侧改革推进，传统行业大公司盈利前景好转。代表中小市值的中证 1000 指数 2016 年盈利增速 30%，2017 年为 26%，盈利增速的绝对水平仍在高位，但是景气是向下回落的；而代表大市值的沪深 300 指数

2016 年盈利增速-1%，2017 年为 14%，虽然盈利增速的绝对水平不高，但是景气是上升的。小市值景气回落，大市值景气上升，结果是大市值相对小市值景气大幅上升。尽管 2017 年小市值公司的盈利增速水平仍然高于大市值公司，但是在相对景气变化的推动下，大市值的相对估值大幅提升，最终 2017 年市场表现为沪深 300 指数上涨 22%，中证 1000 指数下跌 17%，大市值公司大幅跑赢。

图 8：相对收益（中证 1000-沪深 300）分解



资料来源：招商银行研究院

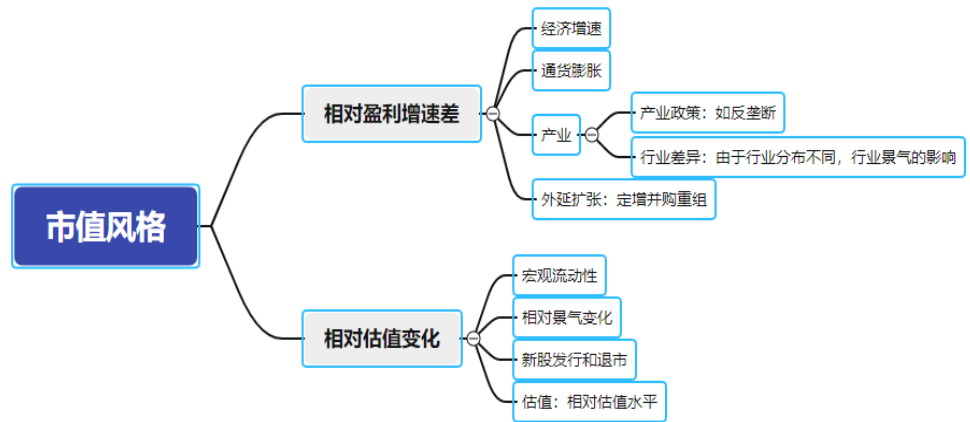
（七）相对估值水平

对于结构研究来说，估值的参考意义有限。一方面是因为代表不同结构的股票在历史上不断发生变化，不能简单对比历史；另一方面，结构分化的背后可能是结构性变化，而非周期性变化，例如经济结构变化、产业变迁、制度变化，这些变化不会像钟摆一样重新回到原来的状态。因此相对估值水平只有在处于极低/极高时值得关注。

（八）市值风格分析框架总结

影响相对盈利增速差的因子主要包括：宏观经济、产业、并购重组等。宏观经济方面，主要关注经济增速增长、通货膨胀；产业方面，主要关注产业政策和行业景气差异；外延扩张方面，主要关注定增、并购和重组对盈利的影响。影响相对估值变化的因子主要包括：发行和退市政策、相对景气变化、宏观流动性等。

图 9：市值风格分析框架



资料来源：招商银行研究院

市值风格分析框架：

一、判断相对企业盈利增速差。1、宏观经济：在经济好时小公司盈利增速相对更高，而在经济不好时大公司盈利增速相对更高；2、产业：当新兴行业爆发式增长时，小市值公司的盈利增速更高；3、并购重组：并购重组活跃时，短期小市值公司盈利增速更高。综合以上 3 个因子判断相对企业盈利增速差。

二、判断相对估值变化。1、相对景气变化：当小市值公司的相对景气向上时，小市值公司的相对估值上升，反之，当小市值公司的相对景气向下时，小市值公司的相对估值下降。2、新股发行和退市：当新股发行数量增加时，小市值公司的相对估值降低。当退市政策从严时，小市值公司的相对估值降低。3、宏观流动性因子：宏观流动性宽松时，小市值公司的相对估值上升，宏观流动性紧缩时，小市值公司的相对估值下降。综合以上 3 个因子判断相对估值变化。

三、综合判断相对收益。如果相对企业盈利增速差明显，需要采用相对企业盈利增速差和相对估值变化的二维框架：二者为正中小市值占优；均为负大市值占优；一正一负则需要看二者幅度。如果相对企业盈利增速差不明显，则只需要关注相对估值变化。



五、对 2023 年市值风格研判及配置建议

我们可以运用上述框架，对 2023 年的市值风格进行展望，小市值公司与大市值公司的盈利增速差距不明显，而小市值的相对估值将上行，综合两个方面，2023 年中小市值将占优。

首先，展望相对企业盈利增速差。从宏观经济来看，不利于小市值的盈利，由于价格因素回落，2023 年底一致预期工业增加值+PPI 为 5.7%，属于较低水平。从产业来看，政策对新兴行业支持力度提高，但是对地产政策也有大幅放松，行业景气上，新兴行业仍占优势，对小市值公司略有利。并购重组比较平稳。整体上看，小市值公司与大市值公司的盈利增速差距不明显。

其次，展望相对估值变化。从宏观经济来看，当前工业增加值+PPI 在 4% 左右，处于很低的水平，明年的经济将好于今年，名义经济增速是向上提升的。产业上，新兴行业占优的局面难以改变。总体上小市值相对景气向上，有利于小市值相对估值提升。从流动性看，明年仍将维持偏宽松的格局，并且 2023 年美联储货币政策可能转向，海外紧缩将不再对中国货币政策构成掣肘。流动性宽松也有利于小市值相对估值提升。整体来看，小市值的相对估值将上行。

根据以上判断，2023 年，在股票资产配置方面，我们建议适当增配中证 500 和中证 1000 指数增强基金，以及风格偏向中小市值的主动管理型股票基金。

六、市值风格实证

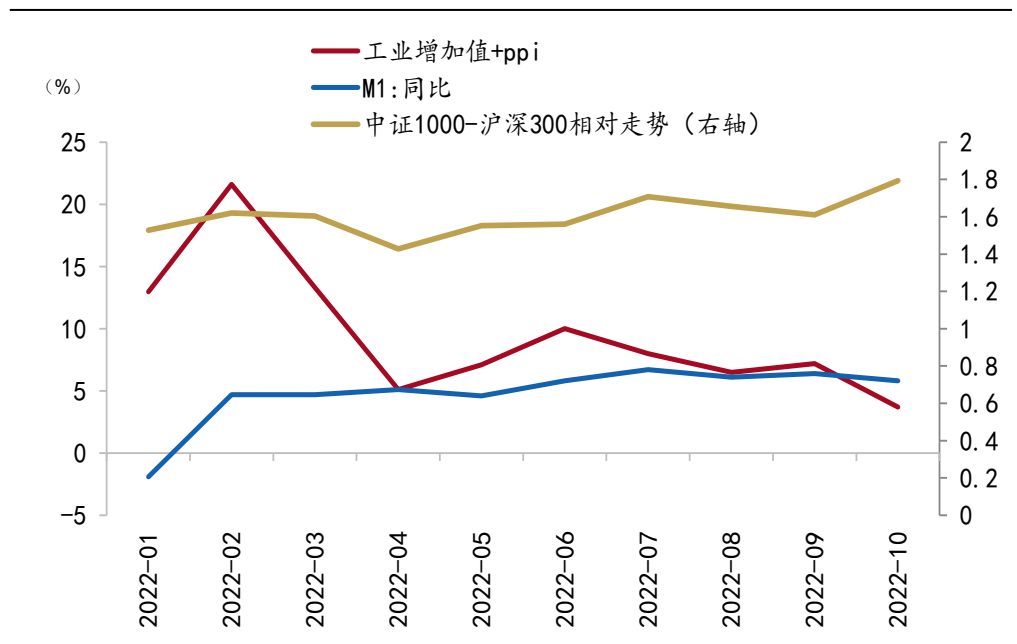
建立了市值风格比较的研究框架和方法后，需要拿到历史中进行检验，验证其有效性，也帮助读者从具体的场景中更好的理解方法框架。方便起见，以下所有的相对概念都使用中证 1000-沪深 300。

由于影响因子较多，我们选取最有代表性的指标，在产业趋势和并购重组等变化不大的情况下，用工业增加值+ppi 的绝对水平代表相对企业盈利增速差，用工业增加值+ppi 上升还是下降代表相对景气变化，M1 代表流动性。有些时候，其他因子起了决定性的影响作用，我们会特别指出。

2022 年以来，实际指数收益率差距较小，均在 5% 左右。由于经济较差，相对企业盈利增速差为负，但差距不大，估值变化占据主导。其中，1-2 月相对景气变化和流动性变化为正，小市值跑赢；3-4 月受疫情冲击，相对景气变化为负，流动性持平，小市值跑输；5-7 月经济修复，相对景气变化为正，流动性变化为正，小市值跑赢；8-9 月二者均为负，小市值跑输。10 月，20 大将科技创新提到新的高度，有利于新兴产业，小市值跑赢。11 月后，房地产政策放松，带动金融地产行业上涨，且疫情冲击下经济走弱，小市值跑输。



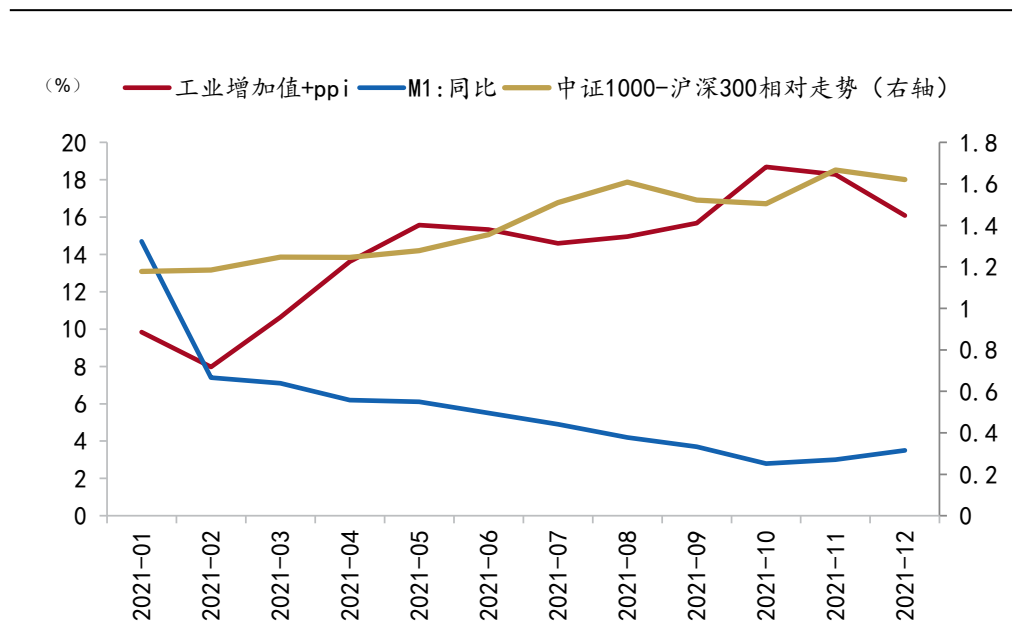
图 10: 2022 年市值风格实证



资料来源: 招商银行研究院

2021 年, 全年相对走势基本单边上行, 相对企业盈利增速差占主导, 估值变化不大。其中, 中证 1000 盈利增速 38%, 沪深 300 仅 13%, 相对企业盈利增速差高达 25%。全年中证 1000 跑赢沪深 300 为 27%。

图 11: 2021 年市值风格实证



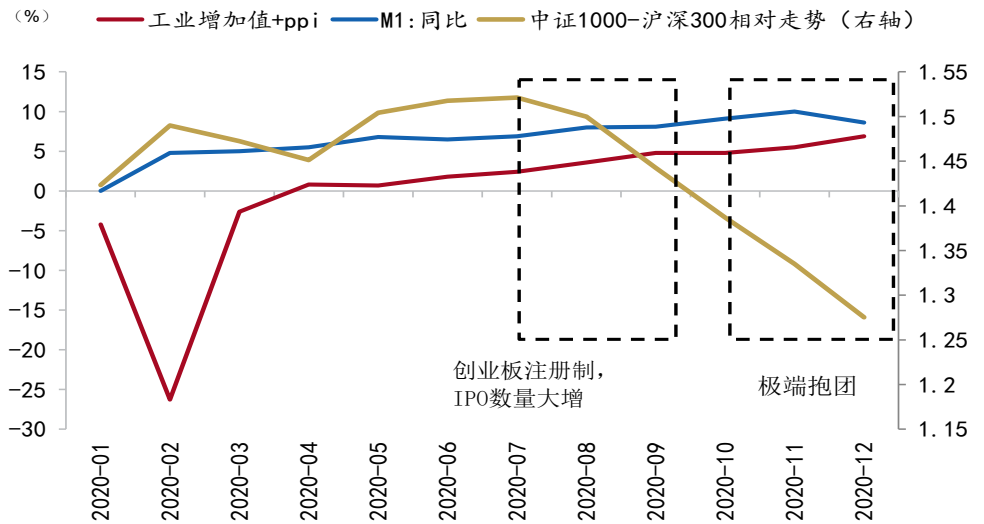
资料来源: 招商银行研究院, 其中工业增加值为 2 年同比数据

2020 年的全年相对走势先上后下, 拐点在 2020 年 7 月创业板注册制实施。三季度月均 60 多家 IPO, 而 20 年上半年月均 20 家, 股票供给大幅增加, 股票发行因子压低了小市值的估值。四季度以茅指数为代表的抱团走向极端, 大



小市值行业差异主要集中在金融和食品饮料行业，因此极端抱团行情下，风格分化走势超出了基本面框架。

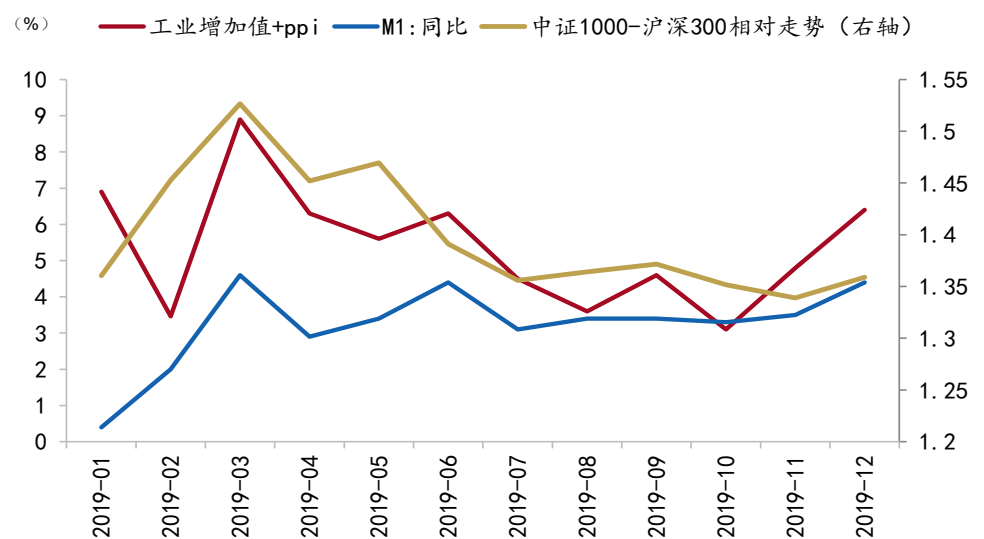
图 12：2020 年市值风格实证



资料来源：招商银行研究院

2019 年全年相对走势冲高回落，短期估值变化占主导，与相对景气变化和流动性变化的趋势基本一致。年底尽管经济好转，但受商誉减值影响，相对景气未上行。

图 13：2019 年市值风格实证

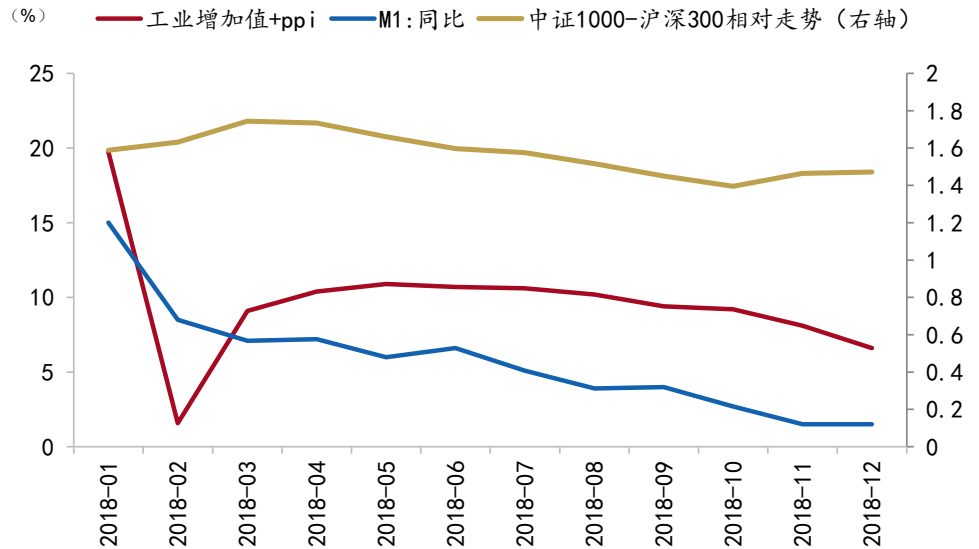


资料来源：招商银行研究院



2018 年全年相对走势基本单边下行，全年相对景气和流动性下行。其中 1-2 月份工业增加值和 m1 受春节因素扰动，参考意义不强。

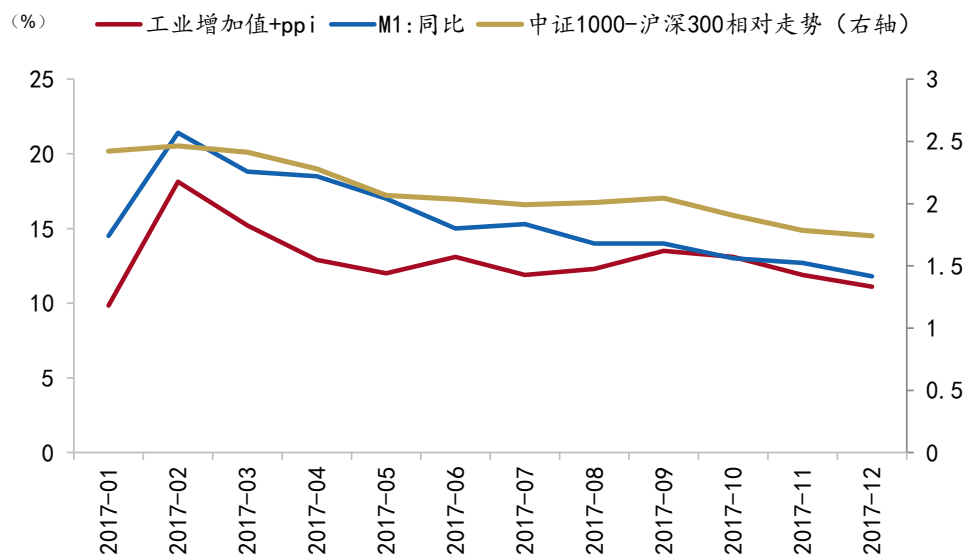
图 14: 2018 年市值风格实证



资料来源: 招商银行研究院

2017 年全年相对走势基本单边下行，全年相对景气和流动性下行。其中 1-2 月份工业增加值和 m1 受春节因素扰动，参考意义不强。

图 15: 2017 年市值风格实证



资料来源: 招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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保持在最新状态。同时，本公司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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇