

坚守“蓝筹”主线，关注中盘“性价比”

——2018 年量化风格展望

报告摘要：

● “大小”分化或将减弱，关注中盘蓝筹“性价比”

随着 A 股盈利增长放缓及风险偏好的改善，大盘股上涨乏力，而小盘股受多因素制约，依然难有系统性机会，2018 年 A 股大小分化或将有所减弱，我们判断前期业绩增长较高以及估值杀跌较深的个股“性价比”较高，有望迎来修复机会，这类个股更多集中在中盘。

指数方面推荐业绩增长与估值水平匹配最佳的中证 500 指数；从市值划分看，200-700 亿的个股“增长溢价”凸显，性价比比较高；行业方面推荐反转效应最强的传媒、军工、机械设备、纺织服装和公用事业等。

● 主流风格趋势形成，坚守价值蓝筹主线

根据 A 股风格轮动复盘经验，目前宏观环境整体偏稳，不具备风格变盘的客观条件，从中长期来看，我们建议投资者紧跟各类主流风格趋势。

2017 年以来，规模、盈利及估值三类风格趋势形态最显著，价值蓝筹仍将是 18 年风格主旋律，建议关注中大市值，坚守价值蓝筹，顺势而为！

● 基于宏观及风格相似匹配，价值继续占优，中盘蓝筹有望崛起

根据宏观指标匹配，2018 最像 2005 及 2007 年；根据风格指标匹配，2018 最像 2007 及 2004 年，综合两类匹配结果，预测 2018 年 A 股风格特征为：盈利、价值风格表现稳定，中盘崛起。

● 日历效应看风格：警惕一季度小盘躁动

对 2001 年以来的 A 股风格按季节进行日历统计分析，1 季度的春季效应尤为显著，其中小盘风格是全年最突出的时期，反转风格也表现显著，建议关注一季度中小盘躁动机会。

● 震荡格局不改：关注短期放量超跌股

2018 年，经济将大概率延续“L”型尾部特征，货币政策偏紧，市场避险情绪依然在高位，预计市场将仍然保持震荡攀升的慢牛格局。

统计数据显示，A 股在震荡期间最佳风格为股价反转、小规模及低流动性，对应的最佳风格策略是挖掘近一个月放量超跌个股。

● 风险提示

风格演绎规律基于历史数据统计得到，未来随着各种因素变化，结论可能会有不同，请投资者结合实际情况及自身对市场的判断进行恰当使用。

图 1：2017 年指数表现及归因

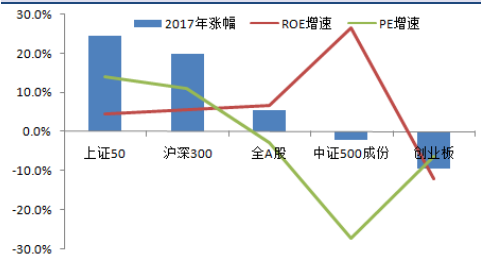


图 2：风格季节效应

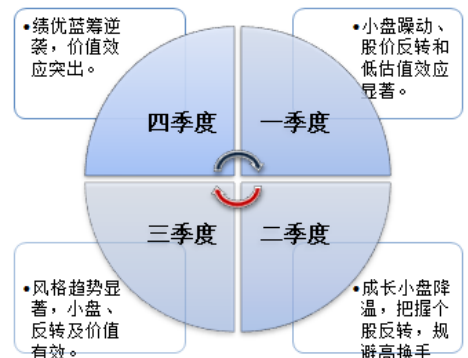
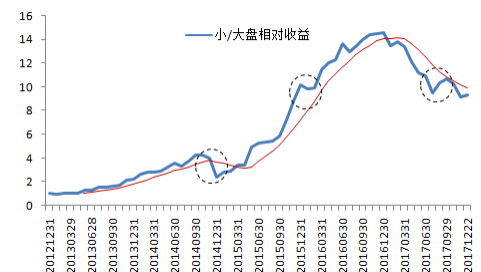


图 3：大/小盘风格强弱演变



分析师：史庆盛 S0260513070004



020-87577060



sqs@gf.com.cn

相关研究：

顺势而为，价值蓝筹仍有配置空间！	2017-10
短期小盘难有起色、三季继续超配价值	2017-07
成长小盘难持续、风格跌宕配价值	2017-04

目录索引

一、2017 年 A 股风格回顾	4
1.1 避险情绪提升，驱动市场“一九”分化	4
1.2 盈利估值双驱，促使主流风格“逆转”	4
二、A 股风格轮动复盘	7
2.1 A 股风格轮动复盘：关注大小轮动背后的驱动因素	7
2.2 18 年“大小”分化将减弱，关注中盘蓝筹“性价比”	11
三、量化多维度下的风格展望	17
3.1 趋势角度看风格：价值蓝筹趋势形成	17
3.2 基于宏观及风格相似匹配：价值继续占优，中盘蓝筹有望崛起	19
3.3 日历效应看风格：警惕一季度小盘躁动	23
3.4 震荡格局不改：关注短期放量超跌股	25
四、风格建议	26
4.1 宏观背景判断	26
4.2 风格建议	27
风险提示	30

图表目录

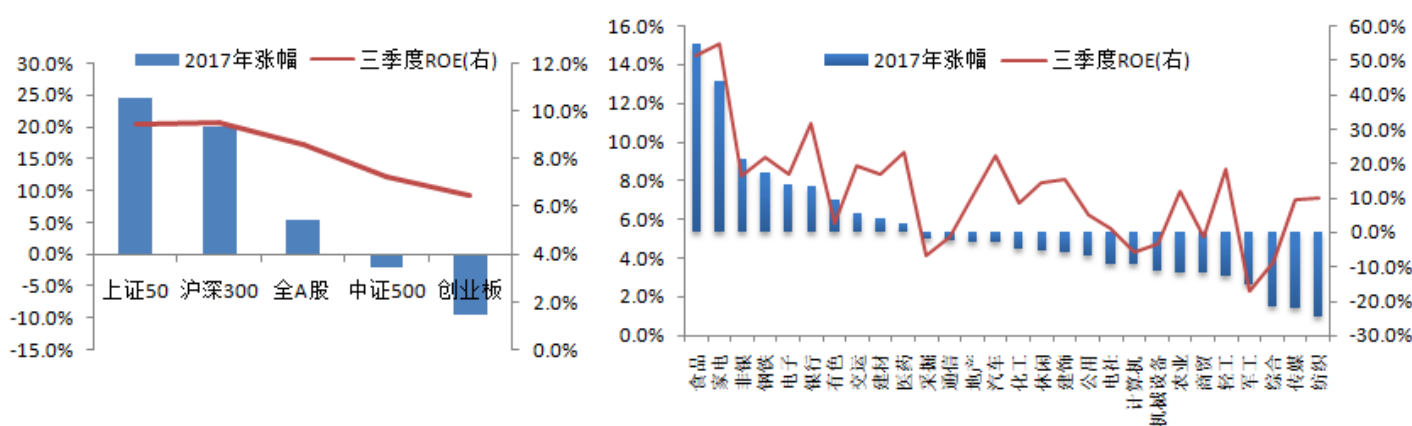
图 1: 2017 年指数表现及归因	1
图 2: 风格季节效应	1
图 3: 大/小盘风格强弱演变	1
图 4: 指数、行业涨跌幅与 ROE 走势相关性一览	4
图 5: A 股历年大类风格表现一览 (IC)	5
图 6: 2017 年指数表现及风格归因	6
图 7: A 股风格轮动规律及驱动因素复盘	8
图 8: 不同指数盈利增长与估值匹配对比	12
图 9: 不同市值区间个股盈利增长与估值匹配对比	12
图 10: 行业不同区间涨跌幅二维分布图	13
图 11: 2017 年各行业风格表现 (IC)	14
图 12: 纺织服装行业风格有效性	15
图 13: 农业行业风格有效性	15
图 14: 采掘行业风格有效性	16
图 15: 通信风格有效性	16
图 16: 大/小盘风格趋势特征	17
图 17: 盈利风格趋势特征	18
图 18: 估值风格趋势特征	19
图 19: 宏观综合指标历史相似匹配结果	21
图 20: 风格指标历史相似匹配结果	22
图 21: A 股历年风格及指数表现一览	23
图 22: 风格日历效应统计	24
图 23: 2017 年大类风格月度表现一览	24
图 24: 大盘振幅变化	25
图 25: 市场震荡期风格表现	26
图 26: 绩优蓝筹风格趋势策略回测结果 (基于沪深 300)	29
图 27: 中盘性价比策略回测结果 (基于中证 500)	30
表 1: 个股按涨跌幅分组统计中位数 (截至 12 月 7 日)	4
表 2: 主流风格指标构造	5
表 3: 2017 年 A 股上涨动力拆解	6
表 4: 主流指数盈利与估值数据一览	11
表 5: 2000 年以来行业前 N 年涨跌幅与次年涨跌幅关系	13
表 6: 宏观变量指标分类	20
表 7: 宏观综合指标历史相似匹配结果	20
表 8: 主流风格指标构造	22
表 9: 绩优蓝筹风格趋势策略回测结果 (基于沪深 300)	28
表 10: 中盘性价比策略回测结果 (基于中证 500)	29

一、2017 年 A 股风格回顾

2017年市场风格呈现极端的“二八”分化，市场的广度和深度均受到极度压缩，主流风格更是迎来近10年最大逆袭，从具体风格看，股价动量、盈利和估值风格的有效性都大幅提升，而最受市场瞩目的无疑是大/小盘风格，自2016年四季度以来，大/小盘上演了近十年来持续时间最长、幅度最大的风格逆袭。

截至12月20日，上证50与沪深300分别上涨25.9%和21.8%，中证500和创业板指则分别下跌1%和9.2%；大消费及周期板块在盈利回暖的驱动下走出了独立行情，涨幅靠前的行业有食品、家电、非银及钢铁等，涨幅分别为54.7%、44.1%、21.2%和17.5%。部分板块的估值中枢也有所回升。

图 4：指数、行业涨跌幅与 ROE 走势相关性一览



数据来源：广发证券发展研究中心

1.1 避险情绪提升，驱动市场“一九”分化

2017年A股延续2016年的“一九分化”格局且愈演愈烈，蓝筹绩优股集中抱团导致全市场仅有约20%个股实现上涨，其余大部分个股则遭遇下跌，个股涨幅与流通市值呈显著正相关。

表 1：个股按涨跌幅分组统计中位数（截至 12 月 7 日）

统计\分组	0-10%	10-20%	20-30%	30-40%	40-50%	50-60%	60-70%	70-80%	80-90%	90-100%
17 年涨跌幅	-49.0%	-39.8%	-33.5%	-28.2%	-22.9%	-17.6%	-10.9%	-3.0%	10.1%	44.0%
流通市值（亿元）	33.99	43.76	52.22	47.14	56.38	60.87	74.25	73.48	94.96	114.54

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

1.2 盈利估值双驱，促使主流风格“逆转”

为了更好观察分析风格的规律，我们将不同的风格指标进行加权处理，

构造了五个指标代表主流风格：

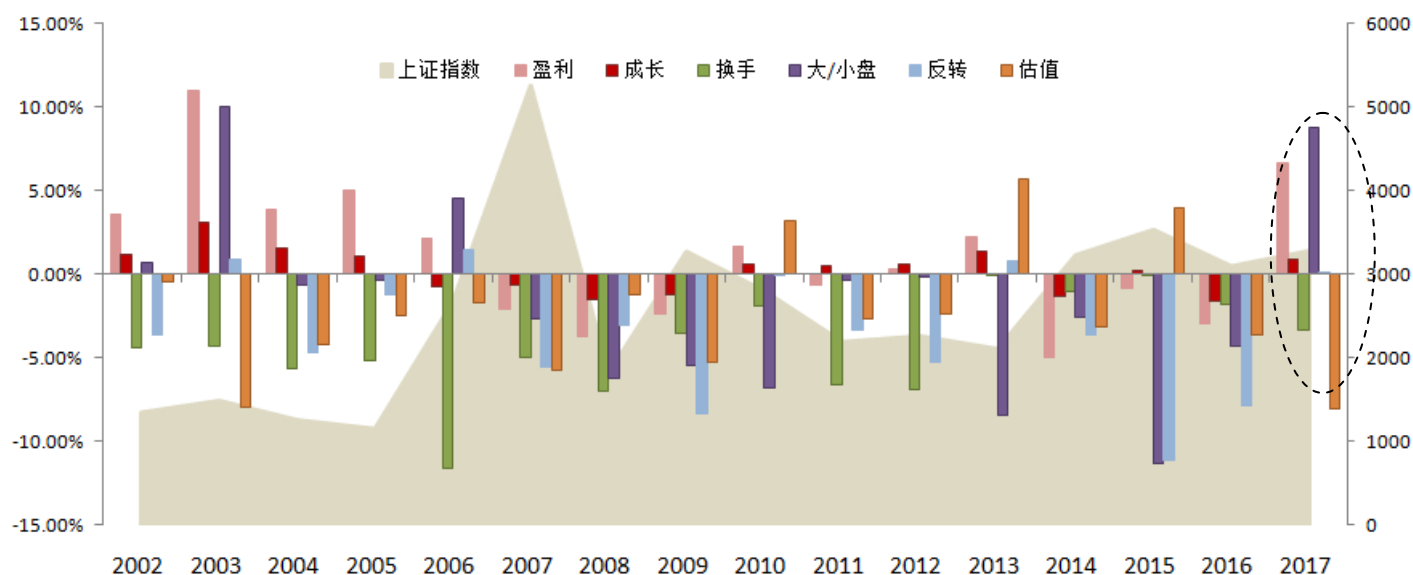
表 2： 主流风格指标构造

盈利	ROE, ROA
成长	EPS 增长率, ROE 增长率, 主营业务收入增长率
流动性	换手率、成交量
规模	流通市值、总市值
反转	股价一个月涨跌幅
估值	PE、PB、PS、PCF

数据来源:wind, 广发证券发展研究中心

以个股的风格指标与涨跌幅的相关系数 (IC) 作为风格强弱的衡量, 统计不同年度各类风格表现: $IC = \text{Corr}(F, R)$ 。

图 5: A 股历年大类风格表现一览 (IC)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

如上图所示, 2017年最大的逆袭风格是规模风格, 自07年以后规模风格的强度指标IC均为负, 意味着小盘表现优于大盘, 今年则显著为正, 大盘蓝筹继06年之后迎来最大一次逆袭; 同样出现逆转的还有盈利风格, 自07年以来基本处于失效状态, 今年一反常态成为大盘蓝筹股逆袭的核心驱动因素; 价值风格近年来表现突出, 今年更加显著; 反转效应今年基本消失, 其中大盘股呈现不同周期级别的动量效应。

总结今年的风格特征, 大盘股业绩的持续复苏和估值的修复是本轮市场蓝筹上涨及风格切换的核心动力。

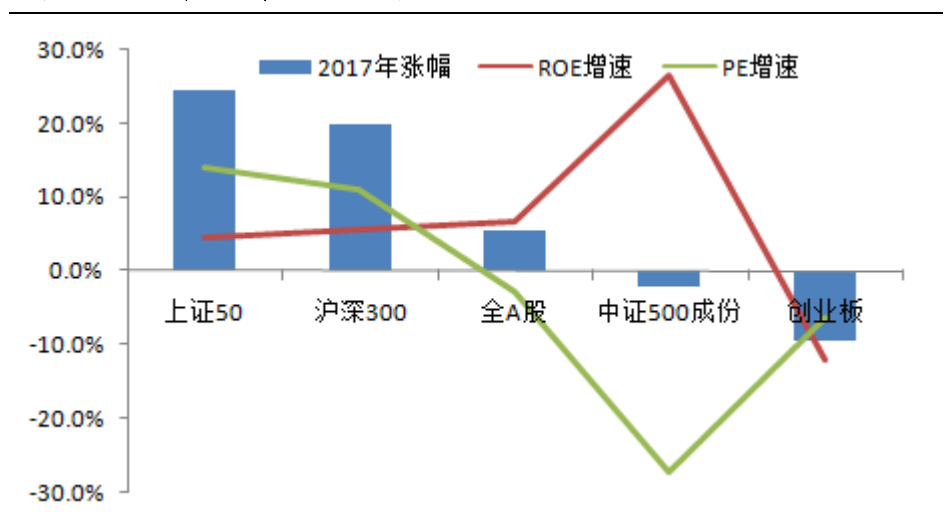
表 3: 2017 年 A 股上涨动力拆解

	2017 年涨幅	ROE 增速	PE 增速
上证 50	24.6%	4.5%	13.9%
沪深 300	20.0%	5.6%	11.0%
全 A 股	5.4%	6.5%	-3.0%
中证 500	-2.0%	26.4%	-27.2%
创业板	-9.4%	-12.2%	-6.4%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

如下图所示, 其中上证综指涨幅5%的背后是全A股ROE实现平均增速约6.5%, 而估值反而下降了3%, 显然盈利的提升是股价上涨的主要驱动因素; 而上证50和沪深300大幅上涨的背后, 估值的提升幅度占比同样显著, 呈现盈利与价值共同驱动蓝筹大幅上涨; 创业板的下跌则同时源自利润的同比下滑以及持续的杀估值; 值得注意的是以中证500为代表的中等市值个股则呈现盈利大幅上升, 但遭受估值大幅杀跌导致涨幅落后的结果, 2018年该类中盘蓝筹股呈现较高性价比, 值得重点关注。

图 6: 2017 年指数表现及风格归因



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、A 股风格轮动复盘

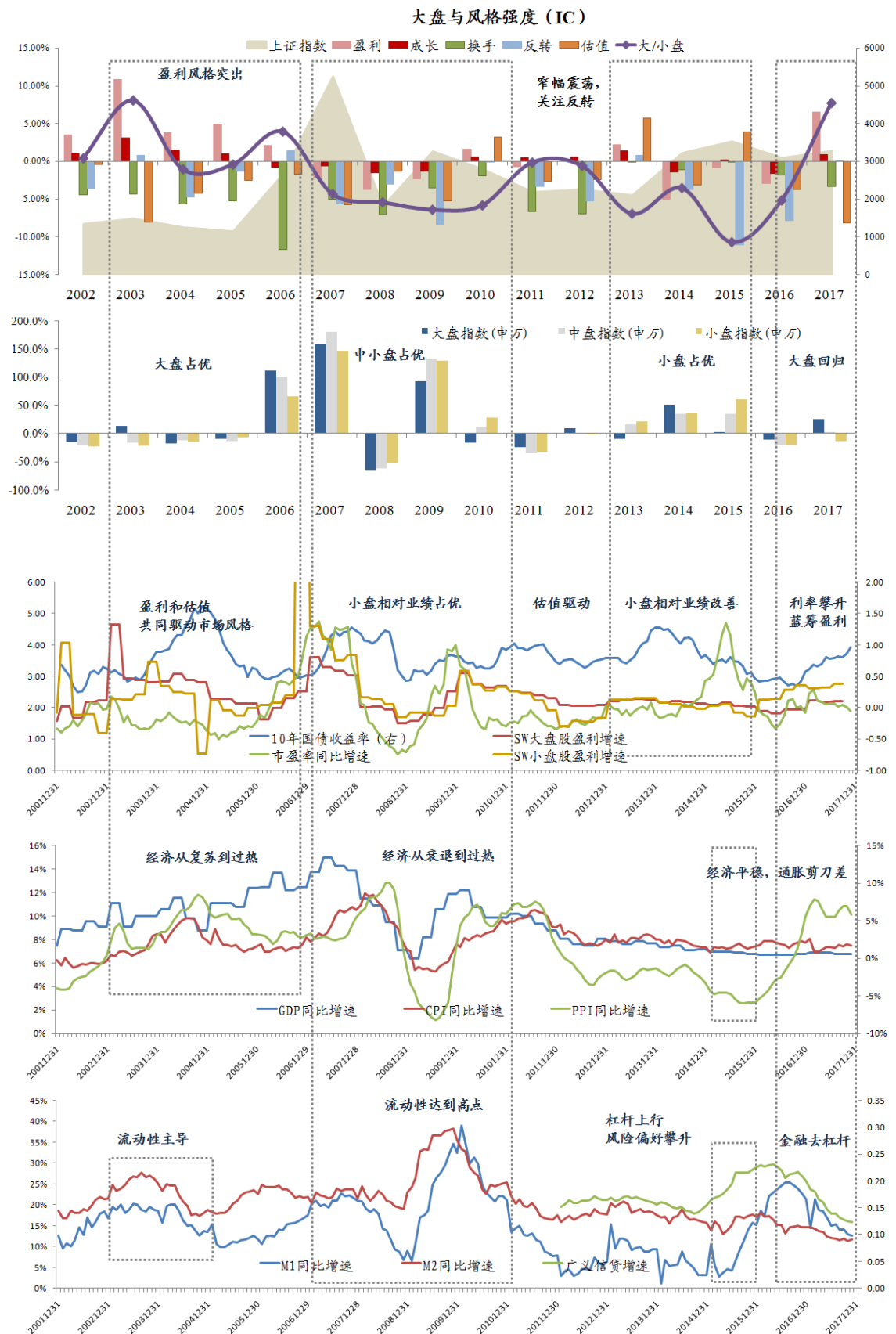
随着消费白马龙头的涨幅逐步兑现，相关板块的盈利高企且增速有所放缓，与此同时GDP企稳回落，监管也不断释放温和的信号，A股再次来到了风格选择的风口上。面对诸多不确定性因素，最受投资者关注的焦点问题依然是：压大还是压小？

2.1 A 股风格轮动复盘：关注大小轮动背后的驱动因素

关于市场风格的划分，较为常见的是按市值将股票分成大盘/小盘，或者按估值分成价值/成长，此外近年来随着资金推动下的股市大幅波动，高/低换手以及股价动量/反转等风格也渐成市场主流的投资风格，受到投资者越来越多的关注。市场的风格轮动收到多重内外因素的共同驱动，如经济景气度、市场结构特征、资金流动性、无风险收益率、企业盈利以及市场风险偏好等。

自2002年以来A股经历了数轮大小盘风格轮动，每一次轮动背后的驱动因素都不尽相同，下文分别对其进行复盘分析。

图 7: A 股风格轮动规律及驱动因素复盘



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

（1）2002—2006：蓝筹盈利驱动，大盘整体占优

2002年，中国经济刚刚走出低迷阶段，在产能出清及内外需逐步提振下GDP快速上升，2003年开始增速稳定在10%以上，出于对经济过热的担忧，宏观调控开始将货币政策逐渐趋稳，与此对应的是M2自03年开始回落，企业盈利利润增速稳步上升，在此期间股市的走势主要由宏观流动性主导，M2增速与大盘指数相关性较高。

市场风格主要特征为：低估值高盈利个股大幅领先，此外伴随着大盘的持续震荡，股价反转效应突出；从市值来看，大盘整体显著优于小盘。其中03年在盈利大幅提升下蓝筹大幅领先；而2006年随着部分优质蓝筹集中上市，大市值风格再次受到市场热捧。

（2）2007—2010：流动性宽松叠加中小盘业绩改善驱动小盘上涨

07年经济开始从高位回落，伴随着大蓝筹业绩迅速回调，中小盘股相对业绩增速优势明显，07年中盘股表现突出；随后08年政府为了应对次贷危机将此前从紧的货币政策迅速转向宽松，M2触底反弹。在相对盈利和市场流动性的驱动下，08至10年出现连续的显著小盘行情。

伴随4万亿刺激计划的实施，2010年底经济已然处于过热阶段，随后的2011至2012两年经济开始显著回落，中小创业绩迅速回落，市场进入窄幅震荡，从风格来看大/小盘分化并不显著，此期间低换手、超跌反转成为最显著有效的风格策略。

（3）2013—2015：风险偏好提升，小盘领先

宏观背景方面，经济从2010年繁荣定点走向阶段性萧条，GDP从10%跌至2012年的8%附近，PPI快速下跌至-6%附近，大幅落后CPI，与此同时国债利率则攀升至4.5%附近，周期蓝筹业绩大幅下滑，估值也随着走低；而与此同时，中小盘则迎来：IPO一度暂停、并购重组频现以及政府鼓励创业创新等多重利好，在多因素催化下市场风险偏好逐步提升，创业板指率先反弹，2013年小盘相对优势明显，直到2014年下半年才有所降温。

随后伴随着2015年初央行的连续降息，市场流动性进一步变得宽松起来，大量场外资金通过不同渠道进入股市，2015年底广义信贷同比增速达到高点，风险偏好的迅速提高再次推动了小盘风格的如火如荼，直到2015年牛市结束。

驱动本轮小盘行情的核心因素之一依然是中小创的相对业绩的持续改善以及后期市场风险偏好的快速攀升。

（4）2016—2017：蓝筹盈利占优，风险偏好下行驱动大盘回归

在经历了2015年的风险偏好上行驱动之后，2016年市场风格回归业绩驱动，不同的是本轮中小盘业绩处于快速回落阶段，而在供给侧改革推动下以

大消费和周期板块为代表的大蓝筹则相继迎来业绩复苏，市场出现久违的持续性大盘行情！

驱动本轮大盘回归的核心因素是市场风险偏好的迅速下降以及白马蓝筹的盈利复苏。

（5）风格轮动复盘规律总结

2002年以来的复盘经验显示，A股风格轮动通常受到流动性、业绩和风险偏好等多因素的综合驱动而发生，大/小盘轮动往往只是一种直观的结果，投资者在进行风格研判时更应该关注风格轮动背后的驱动逻辑，A股大小盘轮动的主要驱动因素总结如下：

1）大/小盘风格的轮动往往伴随着相对业绩的改善

如2008、2010、2014和2015年的中小盘业绩的相对占优，驱动了小盘股行情，而2016至2017年的大盘行情一方面来自风险偏好的下降，同时蓝筹业绩的复苏也起到了推动作用。

2）流动性宽松环境助推小盘行情

如2008、2009和2015年的流动性宽松都助推小盘复苏，2017年流动性收紧，伴随估值下行小盘股下跌，2018年流动性整体有望持平，大幅改善的可能性不大。

3）风险偏好的提升有效助推小盘股

历史的几轮小盘行情几乎都伴随着市场风险偏好的提升，而小盘赚钱效应反过来又推动了风险偏好的进一步抬升，该规律自2007年以来A股盛行讲故事炒题材的氛围下尤为突出，在2015年达到顶峰并中止于随后的股灾。2016以来随着监管趋严，伴随金融去杠杆周期市场风险偏好快速下降，小盘股纷纷下跌。

4）政策的影响爆发力强且不确定性最大

如2006年的IPO重启，2008年底的4万亿刺激计划、2015年的监管去杠杆以及2016年的供给侧改革，均对相应时期的风格轮动产生了巨大的影响。

3季度经济增速在继续保持稳定中略有下降，流动性继续偏紧，市场风险偏好依然偏弱但略有改善，市场仍然缺乏足够的上涨动能，大概率不会出现普涨；另一方面考虑到明年为深化改革年，市场总体估值也处于历史较低水平，机构投资者占比的提升以及海外资金的不断流入，都将驱动A股继续演绎结构性行情。风格研判依然是2018年A股投资的核心要素。

2.2 18 年“大小”分化将减弱，关注中盘蓝筹“性价比”

(1) “大小”分化或将减弱

对比当前大小风格的现状，大盘蓝筹方面，随着A股业绩增速放缓以及市场风险偏好改善，市场的“广度”显著提升，我们判断大盘蓝筹风格将有所扩散；中小创方面，面对“高解禁压力”、“高商誉”和“高估值”三座高山以及持续北上的海外资金偏好价值蓝筹的制约，小盘股依然难有系统性机会。因此，2018年A股大小分化或将有所减弱，中盘蓝筹将受到更多投资者关注。

(2) 挖掘高“性价比”标的

何为个股的性价比？主要是指个股具有较好的盈利前景，而同时处于超跌状态或估值水平较低。基于“性价比”的角度出发，我们尝试寻找盈利、估值水平以及股价涨幅之间匹配较好的标的。

2017年A股上涨的核心驱动因素是盈利复苏，但个股分化层面上却主要来自于风险偏好的下降导致投资者偏好估值较低且业绩复苏的大盘蓝筹，而业绩增速更高的中小盘被市场所抛弃。随着风险偏好的改善，2018 年 A 股大小分化或将有所减弱，我们判断前期业绩增长较高以及估值杀跌较深的个股“性价比”较高，有望迎来修复机会，这类个股更多集中在中盘蓝筹。

1) 指数维度的业绩成长与估值匹配：

首先从业绩成长与估值匹配的角度，分析对比主流指数的“性价比”。三季度利润同比增速最高的指数为中证500和中证1000，分别高达41%和31.6%，而最新PE_TTM(截止12月20日)最低的指数分别为上证50和沪深300，PE_TTM分别为11.6和14。

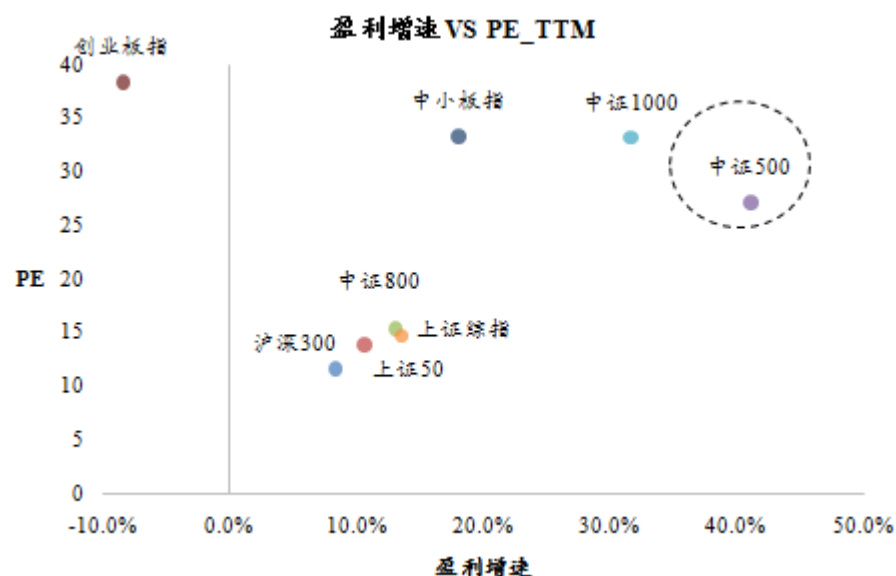
表 4：主流指数盈利与估值数据一览

	上证 50	沪深 300	中证 800	中证 500	中证 1000	上证综指	中小板指	创业板指
净利润增长	8.3%	10.6%	13.1%	41.1%	31.6%	13.5%	18.1%	-8.4%
PE_TTM	11.6	13.95	15.34	27.17	33.24	14.76	33.38	38.34

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

综合来看，业绩成长与估值匹配最佳的指数是中证500，“性价比”最高。

图 8：不同指数盈利增长与估值匹配对比

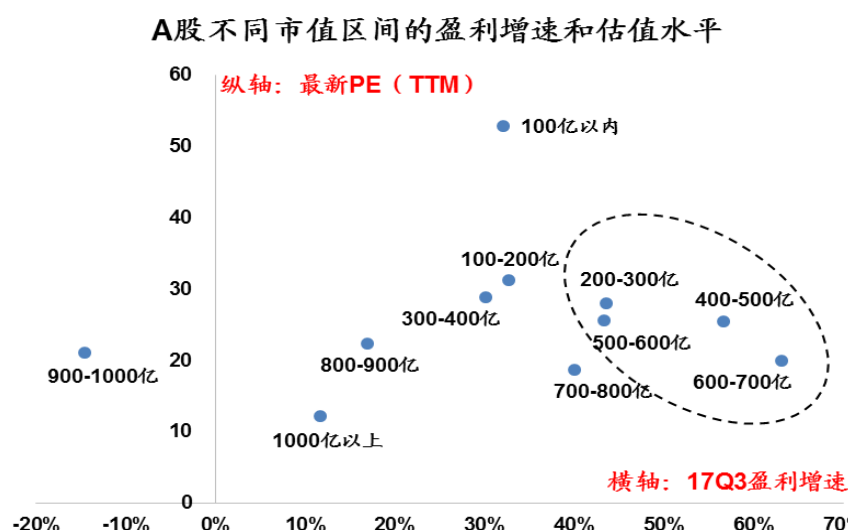


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2) 市值维度的盈利与估值匹配

参考广发策略团队的方法，从不同市值区间增长与估值的匹配度进行分析，将A股公司按市值规模划分不同区间，并测算各区间的估值（PE_TTM）和盈利增速（季度累计净利润增速），其中市值区间在200-700亿的中盘股凸显“增长溢价”，盈利和估值的匹配度最高。

图 9：不同市值区间个股盈利增长与估值匹配对比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

3) 行业维度分析投资“性价比”

由于行业之间的盈利与估值长期以来存在较大差异，采用反转策略对行

业进行分析。据测算统计，行业前N年涨跌幅与随后一年涨跌幅负相关，其中N=3时相关性较高，前3年涨幅前5的行业相对后5次的行业，次年平均超额6.3%，胜率高达67%。

表 5：2000 年以来行业前 N 年涨跌幅与次年涨跌幅关系

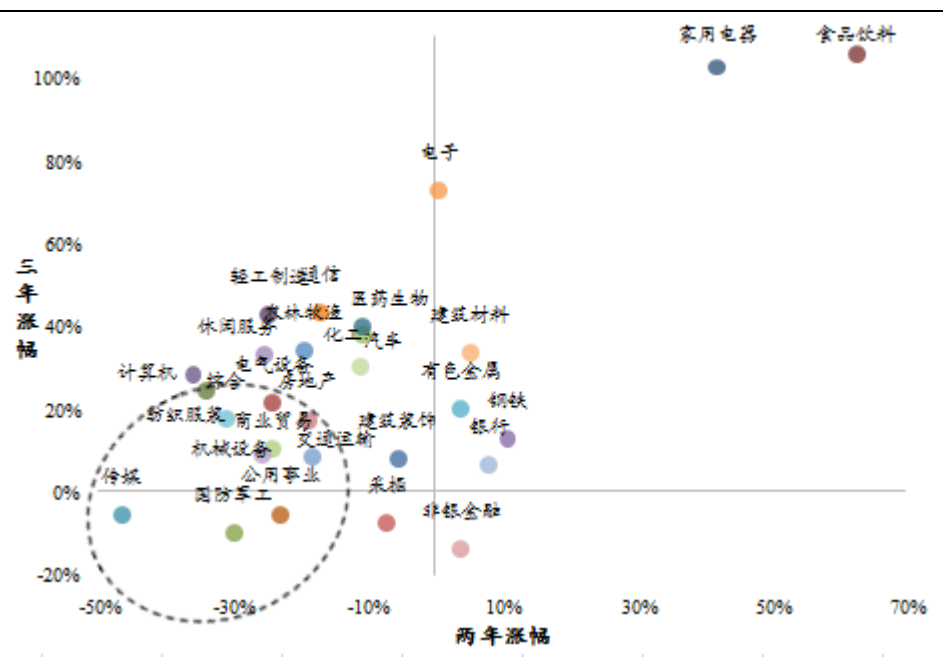
	前 N 年涨跌幅与 次年涨跌幅相关系数	前 N 年跌幅前 5 行业 -前 N 年涨幅前 5 行业	前 N 年涨幅前 5 行业 -行业等权	前 N 年跌幅后 5 行业 -行业等权	多空胜率
1 年	-6.6%	6.91%	-4.67%	2.24%	58.82%
2 年	-11.3%	7.24%	-4.38%	2.86%	62.50%
3 年	-15.3%	6.31%	-7.23%	-0.93%	66.67%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

过去2年涨跌幅后5的行业，次年相对行业平均超额涨幅为2.86%，**2018**年重点**推荐**关注的行业有：传媒、军工、机械设备、纺织服装和公用事业等。

过去3年涨跌幅前5的行业，次年相对行业平均超额涨幅为-7.23%，**2018**年重点**推荐规避**的行业有：食品、家电和电子等。

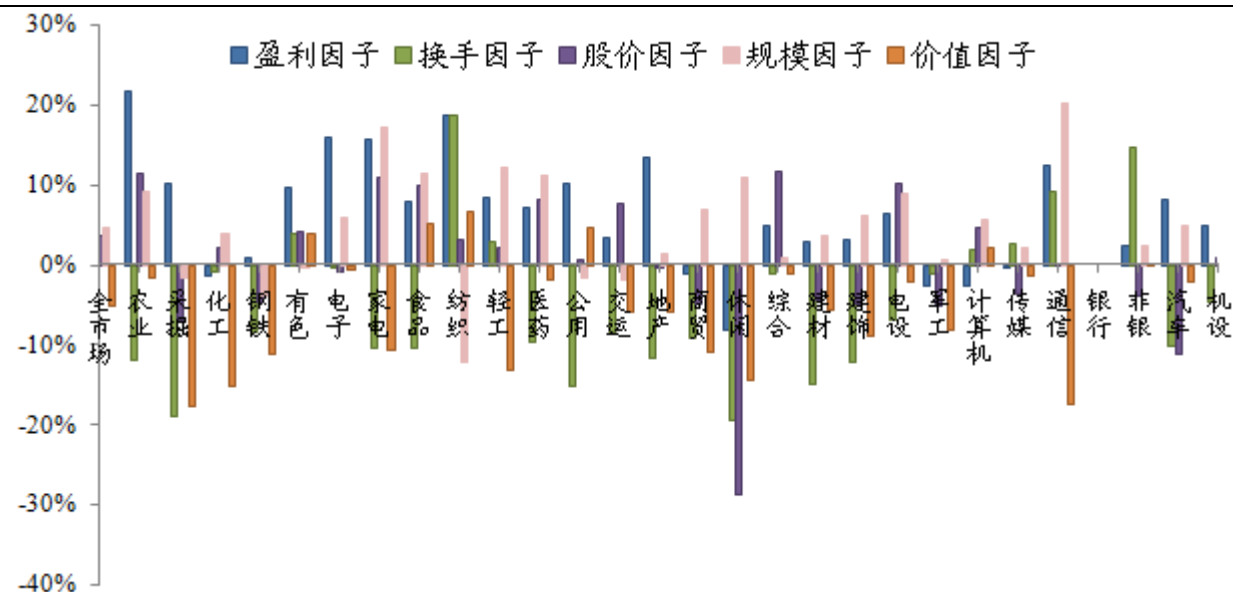
图 10：行业不同区间涨跌幅二维分布图



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2017年各行业风格表现一览如下：

图 11: 2017 年各行业风格表现 (IC)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

从行业角度看风格: 2017年最显著的驱动风格依然是盈利, 其中农业、电子、家电、纺织服装最为显著; 估值风格最显著的行业有采掘、化工、轻工、休闲和通信; 多数行业内大盘相对小盘占优, 其中家电和通信最显著; 从动量反转来看, 休闲与汽车行业个股反转效应最强, 其余行业个股多数呈现动量效应。建议对在如上行业中风格进行趋势交易。

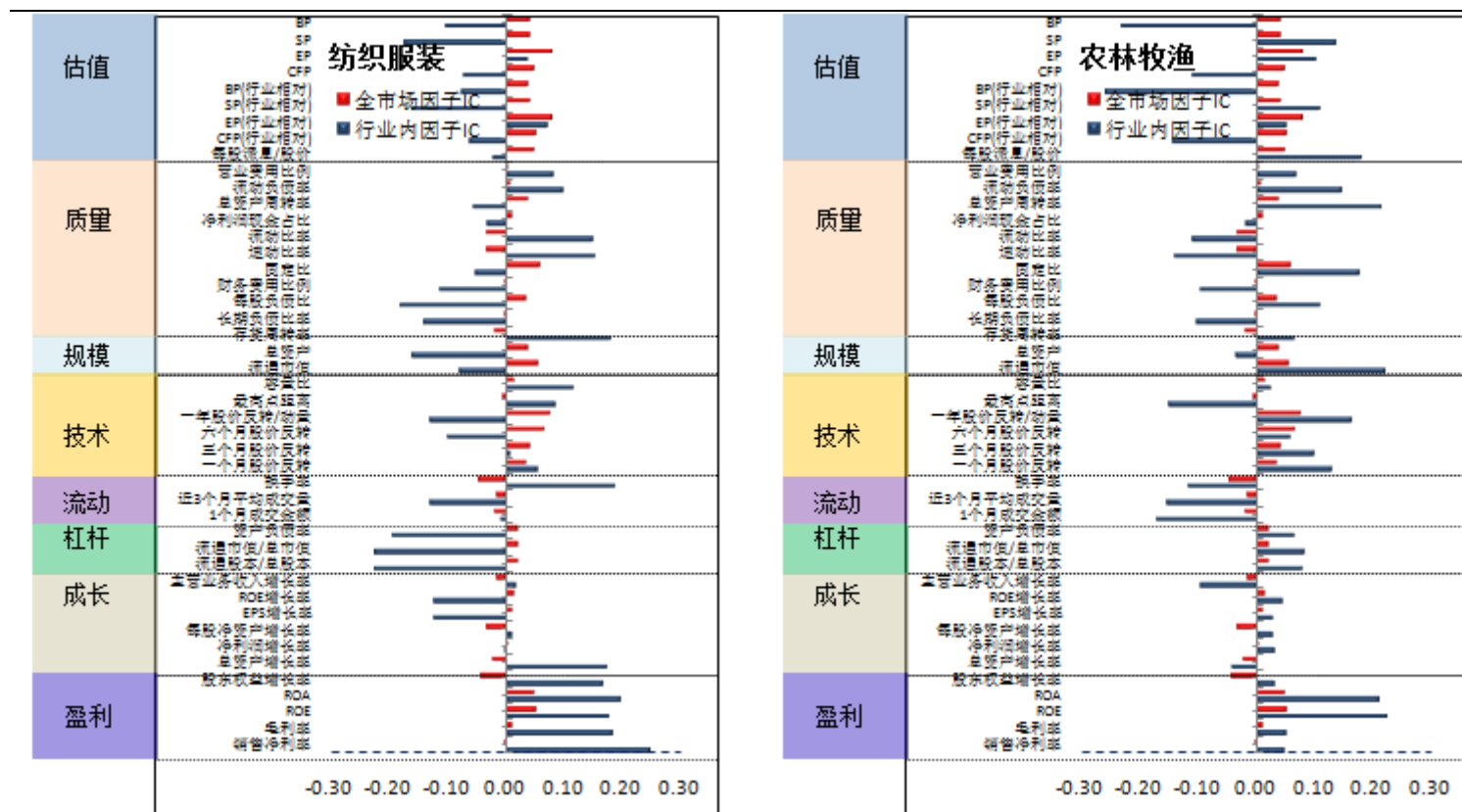
其中, 盈利及价值风格最佳适用行业如下所示:

盈利风格: 适用农业、纺织服装、军工等行业

盈利风格 2017 年在许多行业中都起到了重要的行情推动作用, 尤其在农业、纺织服装、军工等行业更加适用, 建议关注相关行业的盈利选股策略。

图 12: 纺织服装行业风格有效性

图 13: 农业行业风格有效性

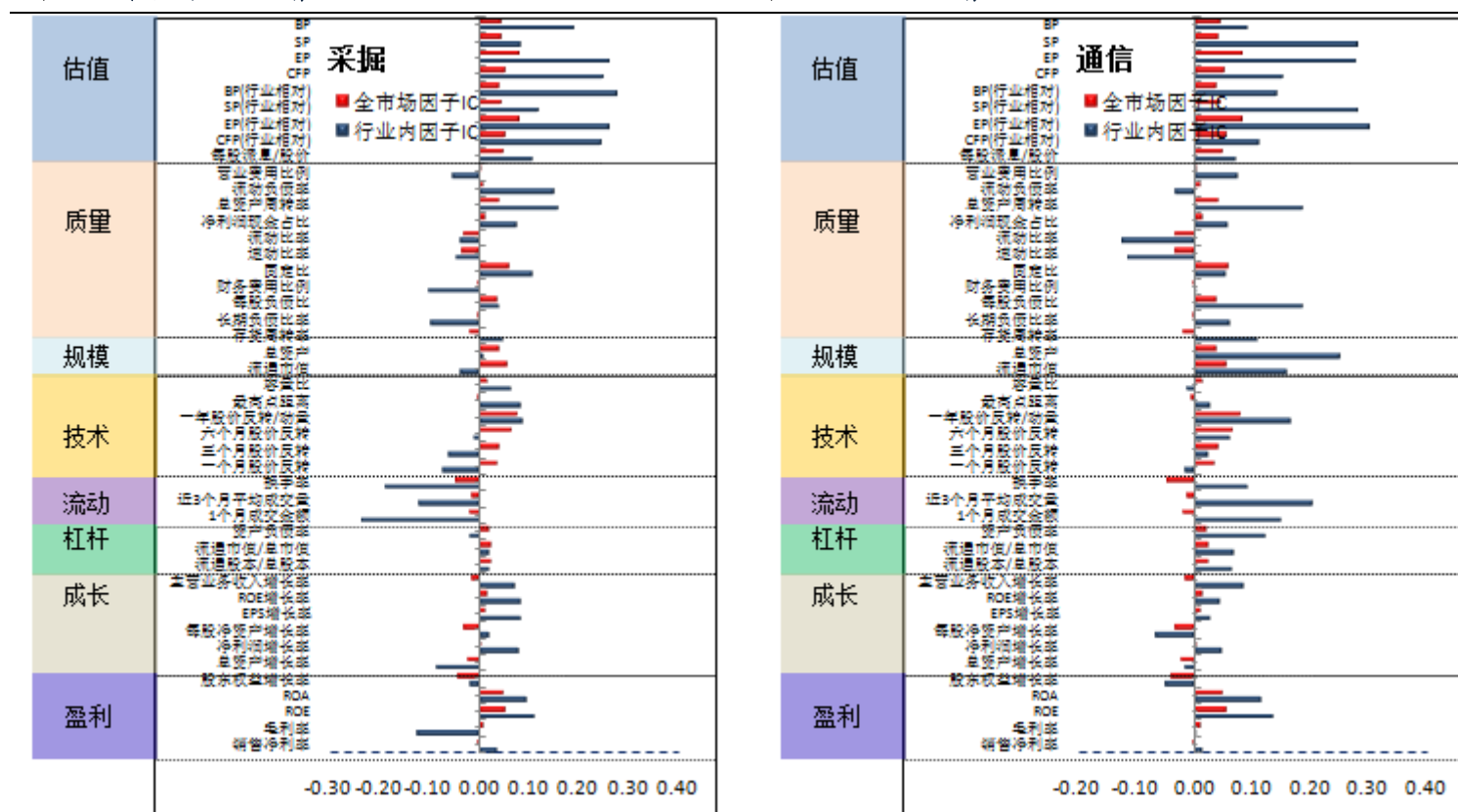


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

价值风格: 适用采掘、通信、化工、轻工及休闲服务等行情

价值风格今年在多数行业中应用效果均不错,最突出的便是采掘和通信等板块,建议关注相关行业的价值选股策略。

图 15: 通信风格有效性



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

三、量化多维度下的风格展望

经历了长达一年的盈利驱动行情之后，12月上旬风格再次迎来波动，部分白马蓝筹出现回调，市场又开始讨论“价值”行情的可持续性。下面我们分别从风格趋势特征、宏观变量匹配、季度效应以及市场波动特征四个不同维度对2018年市场风格走向进行综合分析和预判。

3.1 趋势角度看风格：价值蓝筹趋势形成

（1）宏观环境“稳定”，风格缺乏“变盘”条件

市场风格短期会受到各种不确定因素的扰动，但中长期来看风格的演变取决于当前的宏观大背景以及市场风险偏好情绪等，前文我们亦对02年以来A股的数次主流风格轮动进行了复盘，每次风格的逆转都伴随着诸多市场因素的变化。以2013开始的小盘行情为例，驱动该轮风格逆转的核心因素是中小创的相对业绩的持续改善以及后期流动性伴随风险偏好的快速攀升。

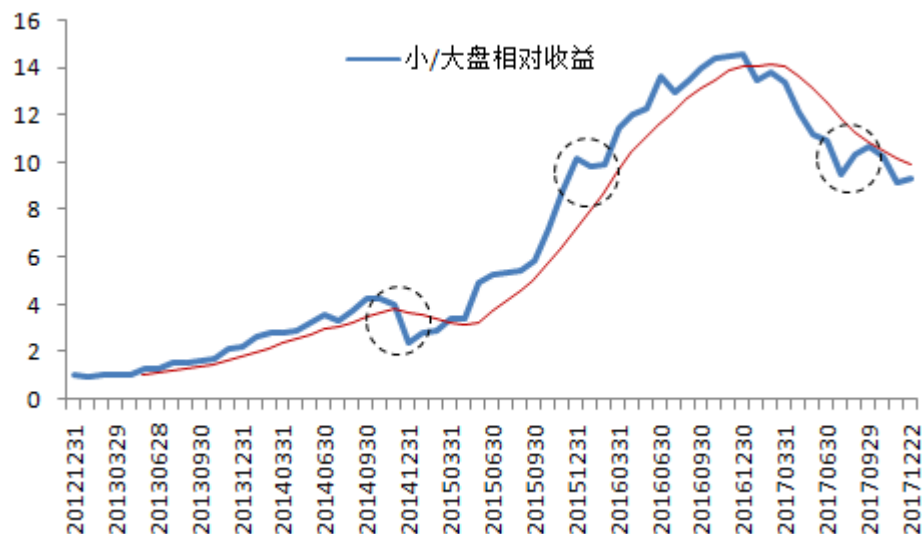
展望2018市场风格趋势，盈利驱动的边际效应随着业绩高位筑顶有所放缓，但深化改革年业绩主导的逻辑不改；市场风险偏好短期有所修复但依然处于高位，市场流动性依然稳定偏紧，小盘股不具备大幅反弹的机会；MSCI纳入A股、沪深港通资金的持续进入有望形成合力，引领国内资金逐步修复价值投资理念。综合而言，目前A股宏观环境整体偏稳，不具备风格变盘的客观条件，从中长期来看，我们建议投资者紧跟各类主流风格趋势。

（2）主流风格趋势形成，继续看好价值蓝筹

回顾最近一轮的小盘行情，启动于2013年，期间在2014年底和2015年底由于市场避险情绪的加深，都出现过短期大盘风格逆转，但持续的时间均比较短暂，次年开始均迎来了小盘春季躁动，小盘趋势未改。但2016三季度以来，以规模和盈利为首的主流风格，已经悄然形成新的趋势形态，下面我们列举了目前主流风格中趋势最强的三类风格：

首先是“大/小盘”风格，本轮“漂亮50”行情始于2016年三季度，在今年年中出现了短暂的蓝筹杀跌，随后创业板补跌，蓝筹风格继续占优。我们判断年底的蓝筹回调更多属于短期噪音，并未改变蓝筹占优的长期趋势形态，结合第二部分的“大小”分析，建议继续关注中等偏大市值标的。

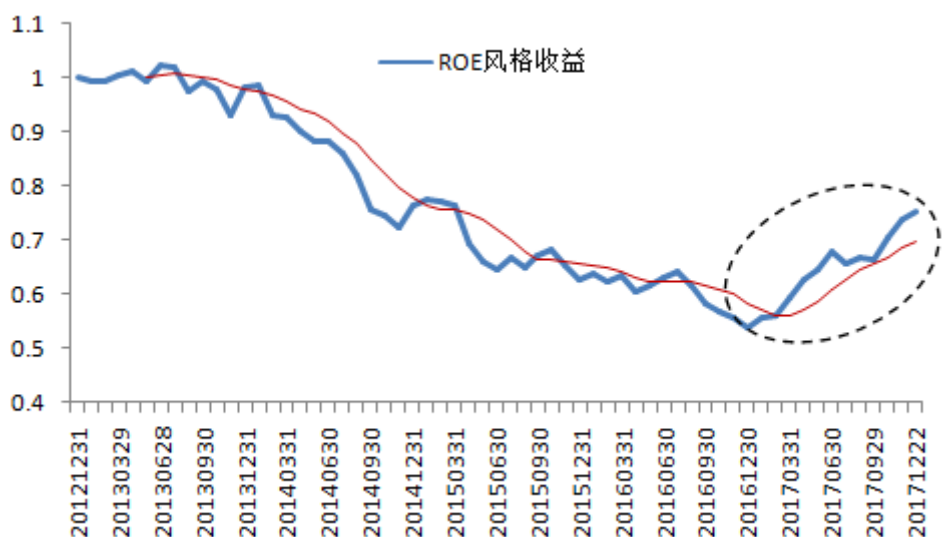
图 16：大/小盘风格趋势特征



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

类似的，当前趋势较强的主流风格还有高/低盈利风格和高/低PB风格等。其中盈利风格以ROE为代表，高ROE相对低ROE组合自2013年至2015年处于失效状态，但同样自2016年底开始出现大幅逆转，目前已经延续了一年的向上趋势。

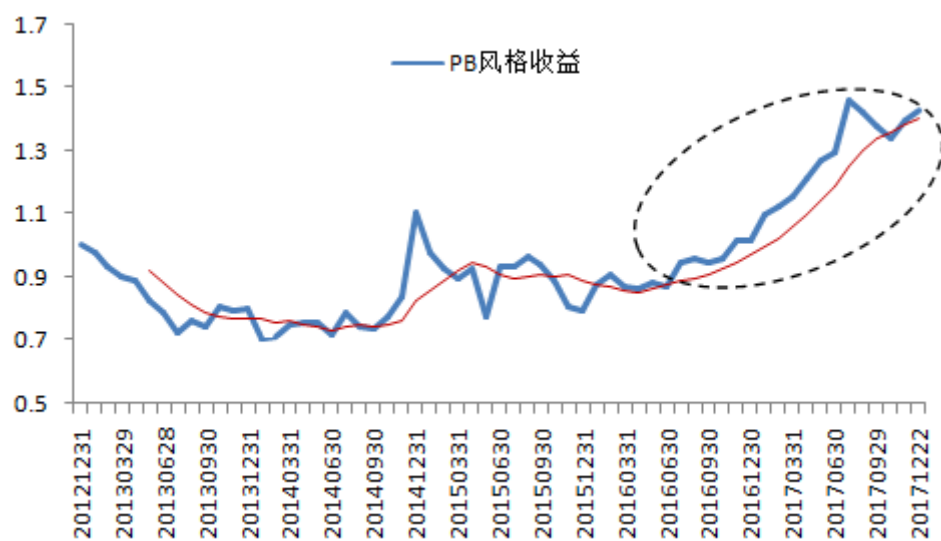
图 17：盈利风格趋势特征



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

价值风格历史上则相对稳健，自2016年以来价值理念盛行，以PB风格迎来趋势加速上扬！

图 18：估值风格趋势特征



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

综上所述，我们建议关注中等偏大市值，继续保持盈利及价值投资风格。

3.2 基于宏观及风格相似匹配：价值继续占优，中盘蓝筹有望崛起

（1）宏观变量综合匹配结果

中长期来看，风格的轮动主要取决于当前的市场环境中各种宏观变量的走势和相对特征。虽然历史每轮风格轮动背后的宏观环境都各具特色，历史也不会简单重演，但从历史的演绎经验中，通过对宏观变量进行相似性匹配，却能够找到一些值得参考的线索。

在前期研究报告《2018或是2005：风口向中盘漂移》中，对宏观变量进行历史相似性匹配，并分析匹配最接近时期的风格轮动规律，本节我们延续该报告的思路，加入更多当前市场普遍关注的宏观变量，试图给出更加完整的宏观变量相似性匹配结果，辅助投资者进行风格研判。

综合考虑了2017年以来对市场风格的影响力以及数据的完整性，本节主要围绕以下宏观变量进行历史相似性匹配：

表6: 宏观变量指标分类

经济与通胀	GDP、固定资产投资增速、工业增加值、CPI、PPI
流动性	M2同比、M2同比、金融机构贷款余额同比
利率、盈利与估值	10年期国债利率、A股ROE、大盘股盈利增速、小盘股盈利增速、A股PE增速

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

将上述变量过去一年(12个月)的综合走势,与2000年以来的走势(同为12个月)进行相似性匹配,寻找历史上单类以及所有指标综合走势最相近的时期,分析并参考该时期对应的风格轮动规律。

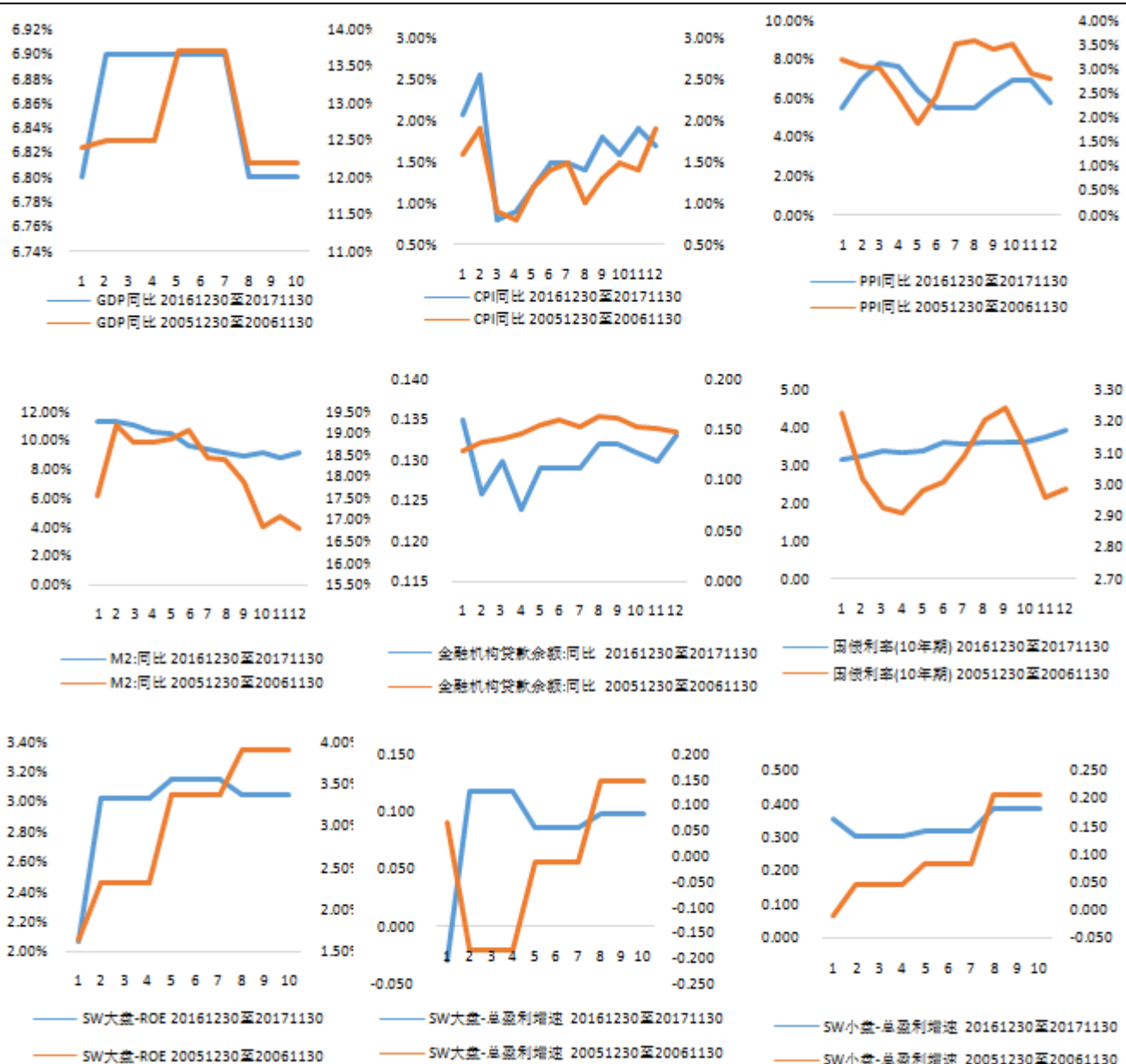
在上述三类宏观指标中选择了GDP、CPI、PPI、M2、金融机构贷款余额、10年期国债利率、大盘股ROE、大盘股盈利增速以及小盘股盈利增速共9个宏观指标进行历史相似匹配,根据匹配结果,9个宏观指标近一年综合走势与历史最相似的5个时期如下表所示,其中与“20031130至20041130”以及“20051130至20061130”最相似,主要特征体现为: GDP先上行后回落, CPI重心整体上升, M2一路下行以及大盘蓝筹盈利稳定复苏等。

表 7: 宏观综合指标历史相似匹配结果

匹配区间截止日期	相关系数均值	GDP 同比	CPI 同比	PPI 同比	M2 同比	利率	贷款余额同比	大盘 ROE	大盘股盈利增速	小盘股盈利增速
20041130	35.4%	0.84	0.17	-0.23	0.92	0.91	-0.36	0.92	0.15	-0.12
20061130	31.5%	0.66	0.83	-0.20	0.55	-0.04	-0.02	0.64	-0.37	0.79
20101130	25.8%	0.57	-0.10	0.03	0.93	0.00	0.01	0.93	0.67	-0.72
20131129	24.6%	-0.61	-0.16	0.53	0.44	0.72	-0.42	0.97	0.75	-0.01
20031128	22.2%	0.19	0.01	0.69	-0.90	0.21	0.06	0.69	0.98	0.06

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 19：宏观综合指标历史相似匹配结果



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

(2) 风格变量综合匹配结果

对主流风格的相对强弱进行相似度匹配，是我们寻找风格轮动的另一个角度。将以下6类风格2017年的IC与2001年以来每一年的风格IC进行相似度匹配，选择与17年最相似的年份作为参考，判断随后一年的风格规律。

表 8: 主流风格指标构造

盈利	ROE, ROA
成长	EPS 增长率, ROE 增长率, 主营业务收入增长率
换手	换手
规模	流通市值、总市值
反转	股价一个月涨跌幅
估值	PE、PB、PS、PCF

数据来源:wind, 广发证券发展研究中心

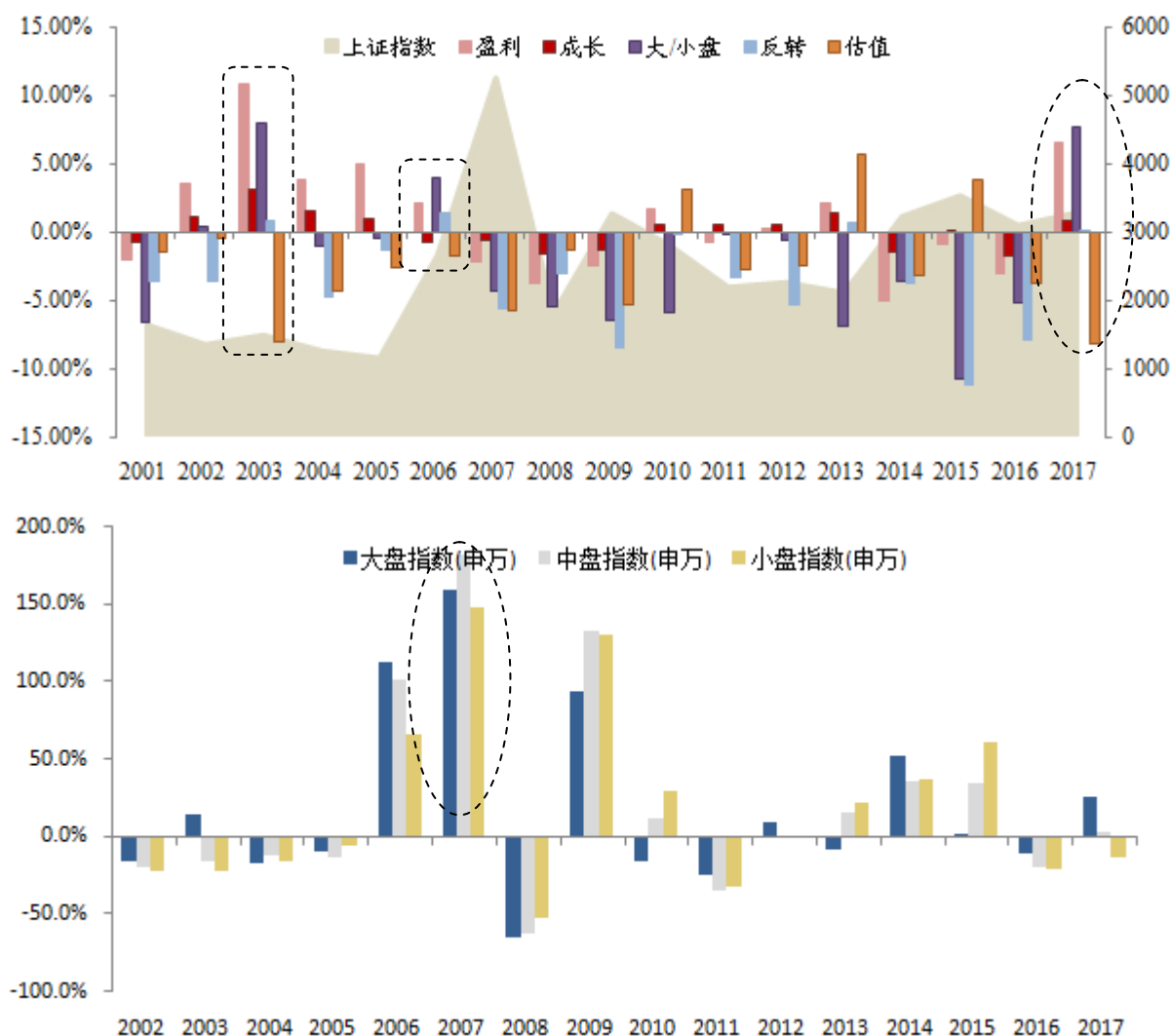
图 20: 风格指标历史相似匹配结果



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

匹配结果显示, 风格相对强弱与2017年风格相对表现最相似的年份为2003年和2006年, 风格均表现为: 盈利、大盘及价值风格IC显著, 成长风格正向, 股价呈现动量效应。参考随后一年风格规律, 04年盈利及价值风格表现突出, 此外值得关注的是04年与07年中盘股均表现突出, 优于大盘及小盘股。

图 21: A 股历年风格及指数表现一览



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

综合上述宏观及风格变量相似性匹配结果, 2018年建议关注中盘蓝筹、盈利及价值风格。

3.3 日历效应看风格: 警惕一季度小盘躁动

A股在岁末年初的风格切换总让人记忆犹新, 以近几年为例: 2014年12月沪港通热点推动下的金融股走俏令许多重仓小盘股的量化对冲基金纷纷折戟; 2015年底险资举牌带动下的大蓝筹行情; 2016年底以中字头概念股为代表的大蓝筹依然成为11月大盘上涨的主力军, 而12月创业板则创出半年新低。

对2001年以来的A股风格按季节进行日历统计分析, 得到如下规律:

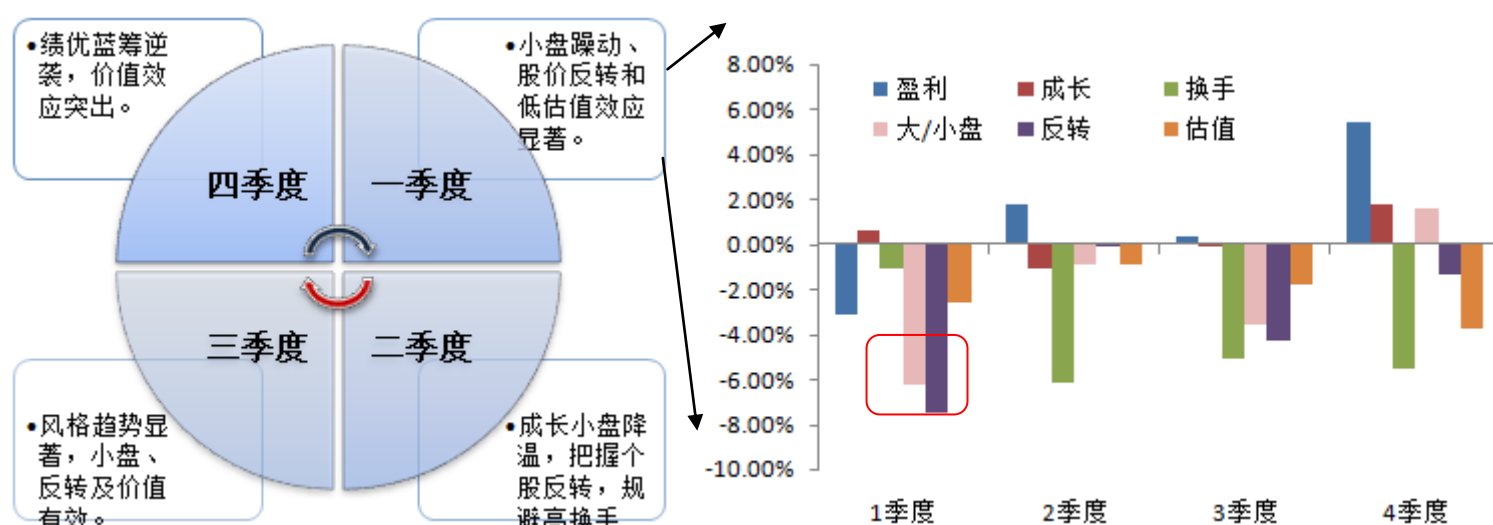
一季度的春季效应尤为显著，其中小盘风格是全年最突出的时期，反转风格也表现显著。

随着春季躁动行情的结束，市场在二季度中往往回归理性，小盘风格有效性减弱，该时期需警惕前期炒作过度的小盘股，低换手成为较佳选择。

三季度是全年风格表现最均衡的时期，各类主流风格均能延续不错的惯性，盈利及成长风格也逐渐得到重视。

四季度绩优蓝筹逆袭，尤其11月及12月份小盘多次走低，取而代之的是盈利及成长风格显著有效，价值风格也为全年最佳时期。

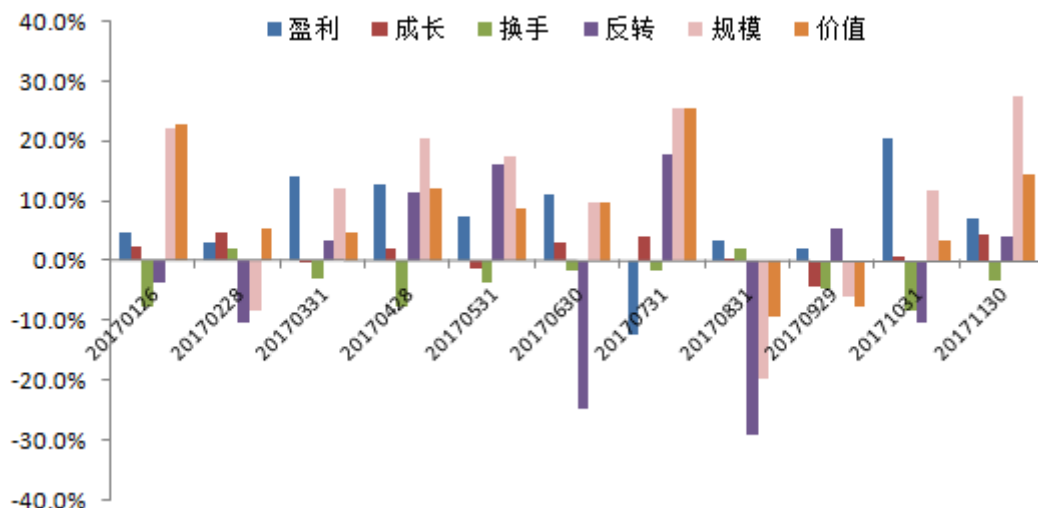
图 22：风格日历效应统计



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

今年以来A股结构分化严重，以大蓝筹风格持续抱团为主旋律，日历效应有所弱化，全年的风格基本延续了2016年四季度以来的特征。随着绩优蓝筹股的持续兑现涨幅，估值中枢也有所上升，反观中小盘股的估值水平则持续走低。伴随着躁动的春季来临，投资者避险情绪往往有所降温，市场投资风格短期有向中小盘扩散的需求。

图 23：2017 年大类风格月度表现一览

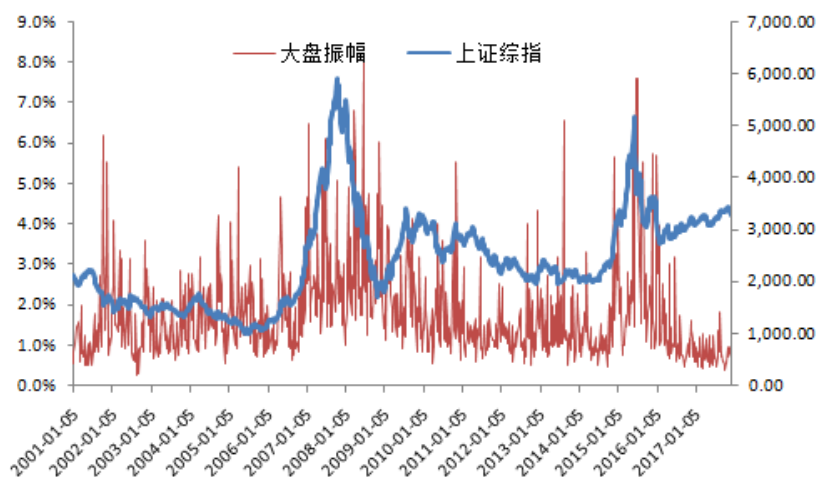


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3.4 震荡格局不改: 关注短期放量超跌股

风格的形成来自于市场分化, 而风格的强度则直接体现了市场分化的“广度”。A股自2016年一季度以来进入了“一九”分化的结构行情, 大部分个股的分化空间受到压缩, 指数也陷入了长时间的窄幅震荡, 上证综指振幅长期保持在10%以下, 处于历史低位。

图 24: 大盘振幅变化



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

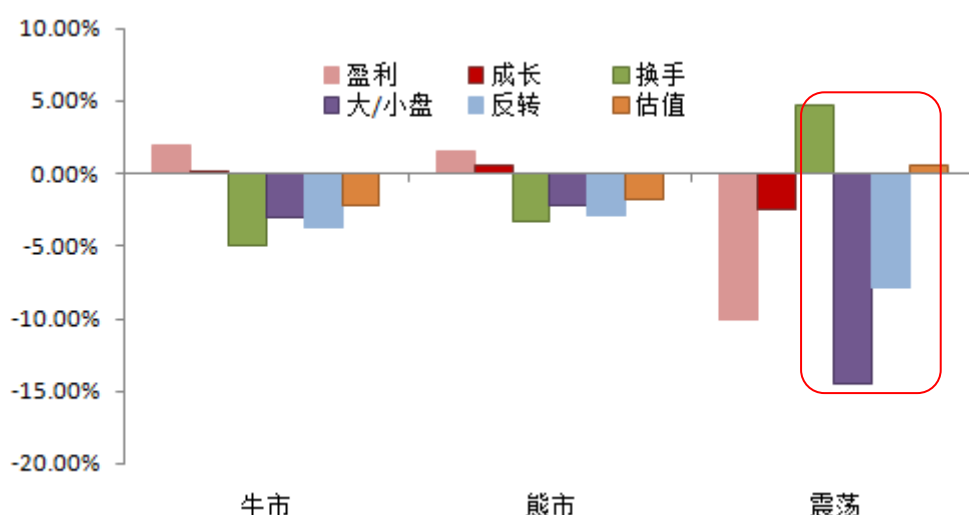
展望2018年, 经济增长或将继续处于“L”型尾部, 货币政策相对偏紧, 融资压力持续, 投资者避险情绪依然在高位, 使得市场依然缺乏持续上涨的动力; 同时考虑到明年将是深化改革年, 且市场总体估值也有较大提升空间, 判断市场将仍然保持震荡攀升的慢牛格局。

下面对比2001年来不同市场走势阶段中, 各类风格的表现。

统计数据显示，A股在震荡期最佳风格为一个月股价反转、小盘及高换手，对应的最佳风格策略是挖掘近一个月放量超跌个股。

随着部分绩优龙头股的上涨兑现，加之投资者避险情绪略有下降，市场短期有风格扩散的需求，建议关注挖掘前期基本面较佳的超跌标的。

图 25：市场震荡期风格表现



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、风格建议

4.1 宏观背景判断

首先看利率方面，2017年利率大幅上行，处于历史高位，预计利率将进入高位震荡，同时二季度有回落风险。

其次是A股业绩方面，虽然A股整体盈利增速已经有所放缓，但在朱格拉经济周期背景下2018年制造业投资增速有望回升，并对A股盈利继续形成有力支撑。

其次我们关注市场的风险偏好，2017年市场整体处于极端的风险厌恶状态，监管力度远超市场预期，投资者的操作风格以追逐盈利确定性以及低估值蓝筹为主要特点，中小盘股遭遇杀估值上涨乏力。然而随着再融资新规、减持新规、资管新规、流动性新规的相继出台，MPA考核、“三三四”检查的不断推进，金稳会、一行三会对强化金融监管的再三表态，监管不断释放温和信号，加上中小盘个股的估值中枢一直下移，预计2018年尤其是二季度，市场风险偏好将有小幅改善。

关于宏观预测部分的详细观点，可参考广发宏观及策略研究团队的2018年度研究报告。

4.2 风格建议

（1）“大小”分化将减弱，关注中盘蓝筹“性价比”

随着A股盈利增长放缓及风险偏好的改善，市场热度有望逐步扩散至中盘蓝筹，风格上，我们判断前期业绩增长较高以及估值杀跌较深的个股“性价比”较高，有望迎来修复机会。

指数方面推荐业绩增长与估值水平匹配最佳的中证500指数；

从市值划分看，200-700亿之间的个股“增长溢价”凸显，性价比较高。

行业方面推荐反转效应最强的传媒、军工、机械设备、纺织服装和公用事业等。

（2）主流风格趋势形成，继续看好价值蓝筹

目前A股宏观环境整体偏稳，不具备风格变盘的客观条件，从中长期来看，我们建议投资者紧跟各类主流风格趋势。

2017年以来，以规模、盈利及估值三类风格趋势形态最显著，建议关注中等偏大市值，继续保持盈利及价值投资风格。

（3）基于宏观及风格相似匹配，价值继续占优，中盘有望崛起

宏观指标近一年综合走势与“20031130至20041130”以及“20051130至20061130”最相似，主要特征体现为：GDP先上行后回落，CPI重心整体上升，M2一路下行以及大盘蓝筹盈利稳定复苏等。参考随后的05及07年风格规律为：大盘蓝筹整体突出，盈利、价值表现稳定，流动性风格稳定，低换手个股占优。

2017年主流风格相对表现与2003年和2006年最相似，风格均表现为：盈利、大盘及价值风格IC显著，成长风格正向，股价呈现动量效应。参考随后04和07年风格规律，中盘股均表现突出，优于大盘及小盘股；04年盈利及价值风格表现突出。

综合宏观及风格变量相似性匹配结果，2018年建议关注中盘、盈利及价值风格。

（4）日历效应叠加震荡周期，一季度警惕小盘反转

根据A股日历效应统计，一季度的春季效应尤为显著，其中小盘风格是全年最突出的时期，反转风格也表现显著；震荡期最佳风格为反转、小盘及

高换手。

综合风格季度效应和震荡周期风格规律，短期中小盘股有反转的风险，建议一季度在中小盘股中，挖掘基本面较好但前期放量超跌个股。

（5）策略推荐

建议关注如下两类风格选股策略：绩优蓝筹风格趋势策略和中盘高“性价比”策略。

1) 绩优蓝筹风格趋势策略

选股范围：沪深 300 指数成分股

策略构建：选用市值和盈利因子，以风格近期表现（ICIR）作为当期打分权重，在中万一级行业内，根据因子打分，选择高分个股构造行业中性组合。

策略风格：适用继续看好大盘蓝筹风格趋势投资者。

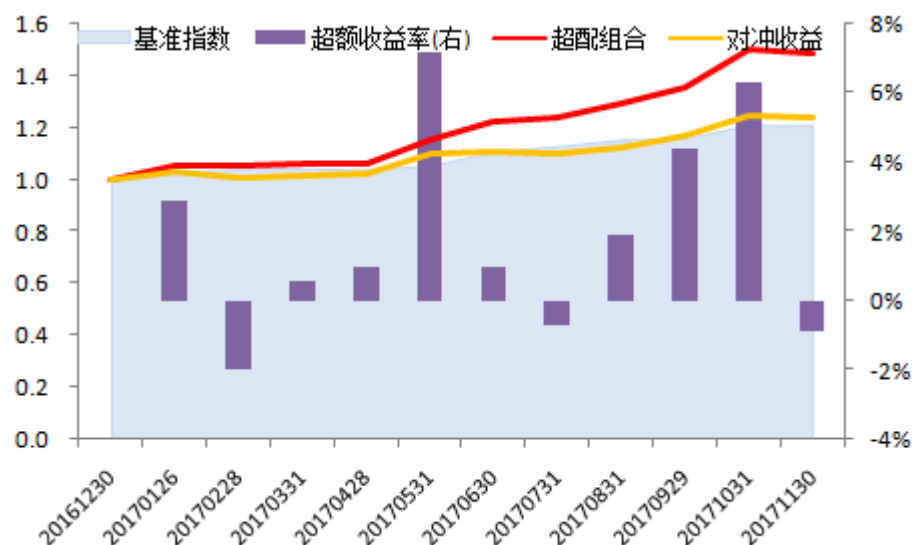
该策略 2017 年以来表现如下：

表 9：绩优蓝筹风格趋势策略回测结果（基于沪深 300）

因子加权	IC_IR 动量加权
组合类型	平均加权
日期区间	20161230 - 20171130
月度胜率	72.7%
年化超额	23.8%
年化波动	10.2%
信息比率	2.33
最大回撤	2.0%
月换手率	28.5%
个股数量	15

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 26: 绩优蓝筹风格趋势策略回测结果（基于沪深 300）



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2) 中盘性价比策略

选股范围: 中证 500 指数成分股

策略构建: 选用成长及价值因子进行等权打分, 在申万一级行业内, 根据因子打分, 选择高分个股构造行业中性组合。

策略风格: 适用看好盈利驱动扩散, 追求策略稳定性的稳健型投资者。

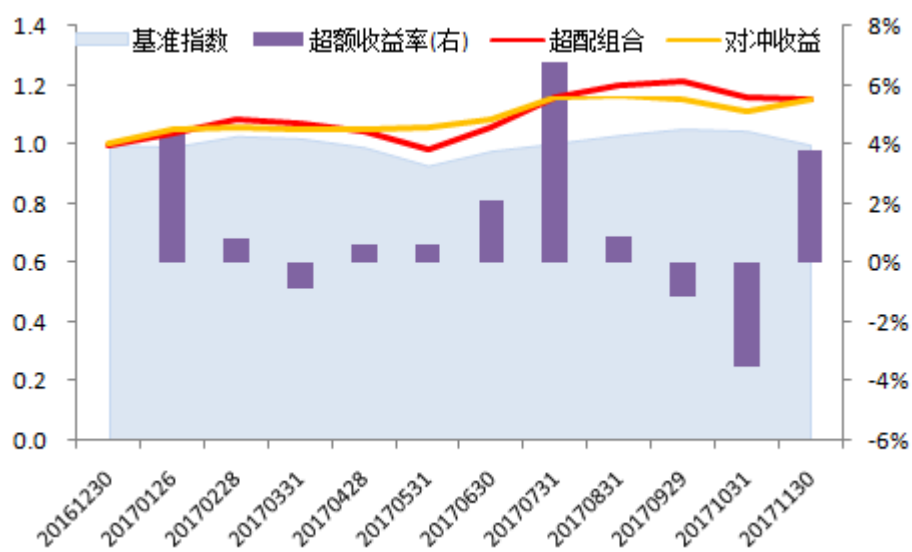
该策略 2017 年以来表现如下:

表 10: 中盘性价比策略回测结果（基于中证 500）

因子加权	平均加权
组合类型	平均加权
日期区间	20161230 - 20171130
月度胜率	72.7%
年化超额	16.0%
年化波动	9.9%
信息比率	1.61
最大回撤	4.6%
月换手率	16.2%
个股数量	50

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 27：中盘性价比策略回测结果（基于中证 500）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

风险提示

风格演绎规律基于历史数据统计得到，未来随着政策及市场环境等诸多因素变化时，结论可能会有不同，请投资者结合实际情况及自身对市场的判断进行恰当使用。

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。
- 谨慎增持： 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
地址	广州市天河区林和西 路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 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	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。