



Research and  
Development Center

# 大小盘风格轮动的核心决定因素

2022 年 8 月 19 日



## 证券研究报告

## 策略研究

## 策略深度报告

樊继拓 策略首席分析师  
执业编号: S1500521060001  
联系电话: +86 13585643916  
邮箱: fanjituo@cindasc.com

李畅 联系人  
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 大小盘风格轮动的核心决定因素

2022年8月19日

- **核心结论:** 大小盘风格大级别的切换时间在 5-8 年不等。某种风格长期占优的过程中, 也会出现阶段性的风格转向, 持续时间一般在 1 年到 1 年半左右。大小盘风格大级别行情风格演绎比较极端, 小级别的风格切换择时比较困难。某种长期风格演绎的过程中, 成长价值风格切换会影响大小盘风格是极端演绎还是偏向均衡。
- **熊市:** 历史上大级别的大小盘风格转换全部出现在牛熊转折点附近。2007 年 10 月大小盘切换的背景是政策收紧, 次贷危机开始酝酿, 市场见顶回落。2015 年 6 月切换的背景是证监会严查场外配资, 致使“杠杆牛”泡沫破灭, 发生“股灾”。2021 年 2 月中旬的风格切换, 虽然市场并未从牛市直接切换到熊市, 但本质上市场方向已经发生了转变, 只是牛熊波动的模式与从前不同 (杀估值阶段是震荡市), 大小盘风格可能出现长期的变化。
- **资金:** 增量资金流入放缓时会发生大级别风格切换。(1) 大级别风格切换往往发生在居民资金流入大幅转弱的拐点。2007 年 10 月、2005 年 6 月、2021 年 3 月大小盘风格切换时, 新成立基金份额均见顶大幅回落。(2) 机构增量资金流入提速时期大盘风格占优, 机构增量资金流入放缓时期小盘风格占优。2006-2007 年, 公募基金大幅扩容, 大盘风格占优。2008 年-2015 年, 机构资金持仓市值占比整体从高位开始下降, 小盘风格占优。2016-2020 年, 外资成为机构资金的主要增量, 大盘风格占优。2021 年以来, 机构资金流入有所放缓, 市场风格再次切换到小盘占优。(3) 存量资金补仓期往往会出现前期风格的反转。
- **估值:** 大盘股估值泡沫破裂, 小盘风格可能长期占优。大小盘风格大级别切换一般发生在大小盘估值极端分化的时期。美股中 1970 年代“漂亮 50”核心资产行情泡沫破裂以及 2000 年互联网泡沫破裂后, 高估值的大盘股持续杀估值, 市场风格切换到长期的小盘风格占优。
- **宏观变量:** 经济基本面对大小盘风格影响不显著。(1) A 股和美股中 GDP 增速高低和大小盘风格没有明显的关系。(2) A 股中利率上行期风格比较极端, 利率下行期市值风格偏均衡。(3) A 股中通胀上行期大盘占优居多, 通胀下行期无风格或小盘占优。(4) 即使后续稳增长政策效果显现, 经济增长短期企稳, 也无法改变小盘风格占优的趋势, 只是可能阶段性偏向均衡。
- **盈利:** 5 年以上的 ROE 上行利好大盘, 下行利好小盘。2000 年-2007 年, 产能快速扩张, 大盘占优。2008-2015 年, 经济增长减速, 新的产业趋势发展壮大, 小盘占优。2016 年之后, 龙头扩张、强者恒强的特征比较突出, 大盘股重新开始占优。2021 年以来的风格切换, 背后可能有大盘股龙头进阶的逻辑弱化的一部分原因。A 股和美股均表明大小盘风格变化和盈利相对优势关系不大。
- **风险因素:** 历史经验可能失效, 经济下行超预期。



## 目录

一、风格择时：大小盘风格大级别切换时间在 5-8 年 .....	5
1.1 大小盘风格大级别切换时间在 5-8 年不等 .....	5
1.2 成长价值风格切换会影响大小盘风格是极端演绎还是偏向均衡 .....	7
二、市场：大级别风格切换往往出现在牛熊转折 .....	8
2.1 牛熊市：大级别风格切换往往出现在牛熊转折 .....	8
2.2 资金：增量资金流入放缓时会发生大级别风格切换 .....	9
2.3 估值：大小盘风格大级别切换一般发生在估值极端分化时期 .....	12
2.4 美股经验：大盘股估值泡沫破裂，小盘风格可能长期占优 .....	13
三、宏观变量：经济基本面对大小盘风格影响不显著 .....	15
3.1 宏观经济：GDP 增速和大小盘风格没有明显的关系 .....	15
3.2 利率：利率上行期风格比较极端，利率下行期市值风格偏均衡 .....	16
3.3 通胀：通胀上行期大盘占优居多，通胀下行期无风格或小盘占优 .....	18
四、盈利：5 年以上的 ROE 上行利好大盘，下行利好小盘 .....	21
4.1 A 股中 5 年以上的 ROE 上行利好大盘，下行利好小盘 .....	21
4.2 大小盘风格变化和基本面优势关系不大 .....	23
五、总结：大小盘风格更多的是一种资金行为 .....	24
风险因素 .....	26

## 表目录

表 1：A 股不同市值风格占优时期的超额收益（单位：%） .....	7
表 2：影响大小盘风格的因素及对当前情况的判断 .....	24

## 图目录

图 1：2000 以来大小盘风格的三次大级别切换（单位：倍） .....	6
图 2：成长价值风格切换会影响大小盘风格是极端演绎还是偏向均衡（单位：倍） .....	7
图 3：2000 以来大小盘风格的三次大级别切换均发生在牛熊转折点（单位：倍，点） .....	8
图 4：美股中大级别熊市中一般是小盘风格占优（单位：点，倍） .....	9
图 5：大级别风格切换发生在新成立基金份额转弱时（单位：倍数，亿份） .....	9
图 6：大级别风格切换发生在新增开户数转弱时（单位：倍数，万户） .....	9
图 7：2005 年以来境内外机构持仓变化情况（单位：%） .....	10
图 8：大小盘风格和机构资金持仓的关系（单位：倍，%） .....	11
图 9：2022 年 1-7 月新发基金份额偏少（单位：%） .....	11
图 10：2022 年北向资金净流入幅度小于历史上多数年份（单位：%） .....	11
图 11：私募基金仓位在 5-6 月连续回升（单位：%） .....	12
图 12：存量资金补仓期通常会出现前期风格的反转（单位：%） .....	12
图 13：大小盘风格和风险溢价的关系（单位：%、倍数） .....	12
图 14：大级别的大小盘风格切换一般发生在估值极度分化的时期（单位：倍） .....	13
图 15：漂亮 50 泡沫破裂后美股出现了历史上最长的小盘风格占优阶段（单位：%） .....	13
图 16：高通胀+高利率环境导致大盘风格杀估值（单位：%） .....	14
图 17：1973 年-1983 年漂亮 50 持续的杀估值（单位：倍，%） .....	14
图 18：1980 年代后美股的大小盘风格切换（单位：点，倍数） .....	14
图 19：A 股中大小盘风格和 GDP 增速并无明显的关系（单位：倍，%） .....	15
图 20：美股中大小盘风格和 GDP 增速并无明显的关系（单位：%、倍） .....	16
图 21：利率下行期风格均衡，上行期容易出现比较极端的风格（单位：倍，%） .....	17
图 22：美股中利率变化与大小盘风格没有明显的关系（单位：倍，%） .....	17
图 23：通胀下行时大部分时间无风格或者小盘风格占优（单位：%、倍） .....	18
图 24：美股中通胀与大小盘关系也不显著（单位：%、倍） .....	19
图 25：5-6 月工业增加值当月同比回升（单位：%） .....	20
图 26：5-6 月信贷数据改善明显（单位：%） .....	20
图 27：DR007 已经下行至政策利率以下（单位：%） .....	20
图 28：十年国债收益率小幅下行，十年美债收益率开始下跌（单位：%） .....	20
图 29：5 年以上的 ROE 上行利好大盘，下行利好小盘（单位：%、倍） .....	21
图 30：2008 年前周期板块固定资产投资高增（单位：%） .....	21
图 31：2007 年前周期和金融 ROE 提升最明显（单位：%） .....	21
图 32：2010-2015 年科技产业固定资产投资增速较快（单位：%） .....	22

图 33: 2010-2015 年成长板块 ROE 保持稳定 (单位: %)	22
图 34: 近 10 年大部分制造业 CR4 集中度均有提高 (单位: %)	22
图 35: A 股中大小盘风格变化并不取决于盈利相对趋势 (单位: %, 倍数)	23
图 36: 美股中大小盘风格变化并不取决于盈利相对趋势 (单位: %)	23



## 一、风格择时：大小盘风格大级别切换时间在 5-8 年

2021 年 2 月中旬至今，市场市值风格发生明显切换，2016 年开始便持续占优的大盘蓝筹风格弱化，以中证 1000<sup>1</sup>为代表的中小盘风格超额收益走高。从节奏上看，2021 年 2 月中旬-2021 年 9 月中旬，小盘风格相对大盘明显走强。2021 年 10 月-2022 年 4 月，金融地产超额收益开始走强，但市值风格并未完全切换回大盘占优，而是趋向均衡。2022 年 4 月底-7 月，伴随着指数反弹，小盘风格的演绎进一步强化。沪深 300 指数涨幅仅 7%，中证 1000 指数涨幅达到 28.4%。

2021 年 3 月以来市场风格切换到小盘风格占优，至今已经持续了 1 年半左右的时间。大小盘风格切换与哪些核心影响因素相关？小盘风格占优的行情还能持续多久？这是本篇报告研究的主要内容。

首先需要对大小盘风格进行一个可比的定义。主要指数编制公司对于市值风格指数编制的方法主要有三种：一是按市值排名划分，如申万大盘指数（市值排名 1-200）、中盘指数（市值排名 201-600）、小盘指数（市值排名 601-1400）；美股的罗素 1000（市值排名 1-1000）、罗素 2000（市值排名 1001-3000）。二是按市值分位数划分，如恒生和 SXXE 等指数，按整体市值占比进行划分，前 70% 的公司为大盘、70-90% 为中盘，后 10% 为小盘。三是指数编制公司自行划定大、中、小盘的市值范围，不同市值风格之间可能有交叉，如 MSCI 大盘指数和 MSCI 小盘指数、标普 500 和标普小盘 600 指数等。

鉴于按市值排名划分的方法 A 股和美股均有对应的指数，A 股中我们用申万大盘/申万小盘来定义市值风格，美股中我们用罗素 1000/罗素 2000 来定义市值风格。需要说明的是，考虑到数据可追溯的时间长度，在美股 1970 年代的分析中我们也会用到标普 500 和纳斯达克指数分别近似代表大盘风格和小盘风格。标普 500 指数被广泛认为是衡量美国大盘股市场的较好指标，该指数成份股包括了美国 500 家顶尖上市公司，占美国股市总市值约 80%，市值中位数近 300 亿美元。纳斯达克证券交易所成立的初衷是为小企业提供融资平台。纳斯达克综合指数通常被认为是美国科技成长股的代表，虽然目前前十大成分股市值占比已经接近 50%，但市值中位数仅在 3 亿美元左右，在 1970 年代可以作为小盘风格的代表。

### 1.1 大小盘风格大级别切换时间在 5-8 年不等

**2000 年以来，大小盘风格经历过 3 次大级别的切换，每轮切换时间在 5-8 年不等：**

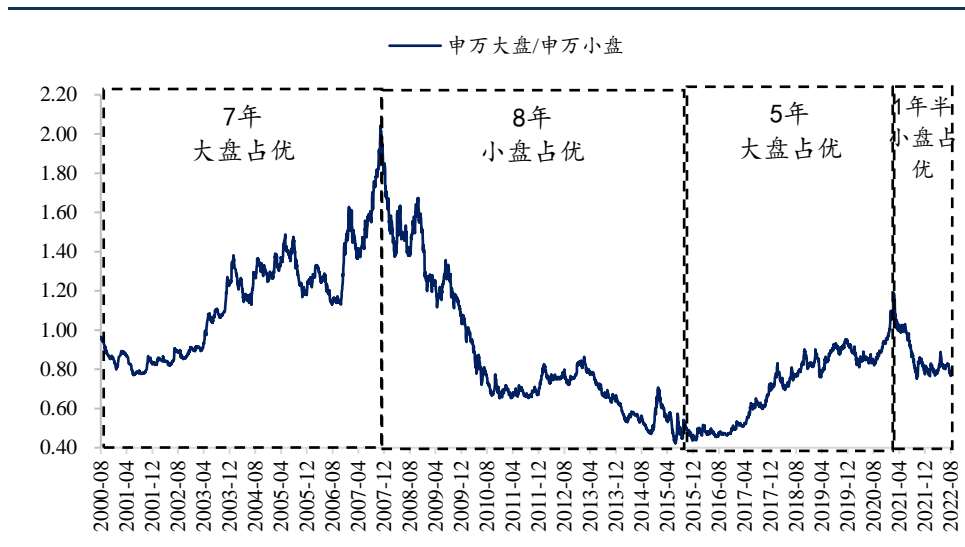
2001-2007 年，经济增速上行势头强劲，机构投资者规模不断扩大，传统周期和价值板块 ROE 大幅上行，大盘风格占优，持续时间 7 年。

2008-2015 年，经济增速整体开始放缓，经济增长动能新旧切换，智能手机、移动互联网等新兴产业趋势不断产生并壮大，小盘风格占优，持续时间 8 年。

2016-2020 年，经济增速继续放缓，但传统产业在供给侧改革后竞争格局优化，出现了“龙头集中”的现象，龙头公司业绩优势扩张，大盘风格重新占优，持续时间 5 年。

<sup>1</sup> 中证 1000 指数由全部 A 股中剔除中证 800 指数成份股后，规模偏小且流动性好的 1000 只股票组成，市值中位数仅为 103 亿，综合反映中国 A 股市场中一批小市值公司的股票价格表现。

图 1：2000 年以来大小盘风格的三次大级别切换（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

在历史上在某种风格长期占优的过程中，也会出现阶段性的风格转向，持续时间一般在 1 年到 1 年半左右。长期大盘风格中的小盘阶段性占优，通常出现在金融市场流动性极度宽松时期，随着货币政策边际收紧结束。长期小盘风格中的大盘阶段性占优，出现在经济长期下行过程中阶段性企稳的初期，随着稳增长政策退出而结束。

(1) 2005 年 8 月-2006 年 7 月，经济复苏前期，股市处于牛市前期，由于利率较低，金融市场流动性宽松，证监会推出一系列股市利好政策提振风险偏好，在长周期大盘风格占优的过程中出现阶段性的的小盘占优行情，持续时间 1 年左右。2006 年 6 月货币政策转向收紧，此后市场风格重新回到大盘占优。

(2) 2011 年-2013 年 2 月初，宏观经济下行压力较大，2012 年 Q4 短周期企稳，2013 年进入弱复苏，股市处于熊市。金融地产板块受益于抗跌的属性以及稳增长政策落地初期表现较强，在长周期小盘风格占优的过程中出现阶段性的均衡→大盘占优行情，持续时间近 2 年。到 2013 年 2 月“国五条”出台房地产政策收紧，3 月银监会下发“8 号文”限制非标，市场风格重新回到小盘占优。

(3) 2020 年 1 月-2020 年 8 月，在疫情冲击下经济经历了快速的衰退和复苏，全球货币大放水刺激经济，流动性极度宽松，2020 年前 8 个月小盘风格阶段性占优。到 2020 年 9 月宽松政策开始缓慢退出，经济确认复苏的背景下，市场回归到长期大盘占优的风格。

**A 股大小盘风格大级别行情风格演绎比较极端。**2001 年 7 月-2007 年 10 月大盘风格占优期间，相对于上证指数的超额收益为 48.2%，而小盘风格跑输上证指数 145.2%。2007 年 11 月-2015 年 6 月小盘风格占优期间，相对于上证指数超额收益为 354.9%，而大盘指数的超额收益仅为 3.4%。2015 年 7 月-2021 年 2 月中旬大盘风格占优期间，相对于上证指数超额收益为 50.98%，而小盘风格再次跑输上证指数 27.2%。2021 年 2 月 10 日至今，小盘风格相对于上证指数的超额收益已经达到 20.8%，而大盘风格相对于上证指数的超额收益为-16.1%。

**小级别的风格切换择时困难，超额收益可能较小。**在某种市值风格大级别行情中间，也会出现短暂的风格偏移，但小级别的风格切换择时比较困难，超额收益可能会比较小。2005 年 8 月-2006 年 7 月，小盘风格相对于上证指数的超额收益为 27.8%。2011 年 9 月-



2013年2月，大盘风格相对上证指数的超额收益只有7.5%。2019年11月-2020年8月，小盘风格相对于上证指数的超额收益为22.6%。

表 1：A 股不同市值风格占优时期的超额收益（单位：%）

风格切换级别	市值风格	开始时间	结束时间	持续时间	大盘风格相对上证指数超额收益 (%)	小盘风格相对上证指数超额收益 (%)
大级别 (5-8 年)	大盘占优	2001-07-13	2007-10-29	6 年 3 个月	48.20	-145.22
	小盘占优	2007-10-29	2015-06-15	7 年 7 个月	3.36	354.93
	大盘占优	2015-06-15	2021-02-10	5 年 7 个月	50.98	-27.19
	小盘占优	2021-02-10	2022-08-18 (截至当前)	1 年 6 个月	-17.22	23.79
小级别 (1 年半以内)	小盘占优	2005-07-25	2006-07-27	12 个月	-14.30	27.84
	大盘占优	2011-09-26	2013-02-04	1 年 4 个月	7.48	-17.42
	小盘占优	2019-11-26	2020-08-25	9 个月	8.04	22.58

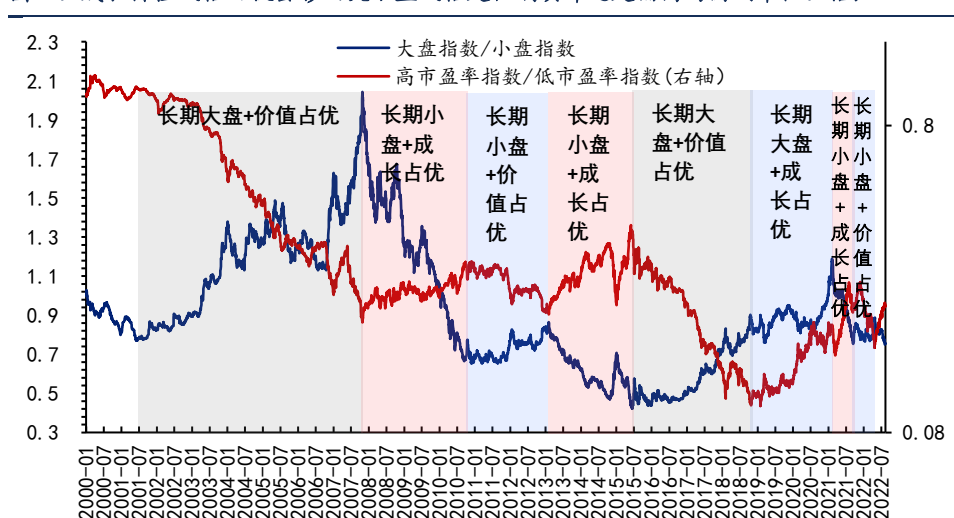
资料来源：万得，信达证券研发中心

## 1.2 成长价值风格切换会影响大小盘风格是极端演绎还是偏向均衡

大小盘指数以市值排名作为编制方法，难以完全排除行业特性带来的影响。大盘指数中占比最多的行业是非银金融和银行等价值板块，小盘指数中占比最多的行业是医药生物、化工、电子和电力设备等成长性行业。因此大小盘风格会受到成长价值风格切换的影响。

由于成长价值风格 2-3 年切换一次，比大小盘风格 5-8 年的切换频率更高。成长价值风格切换虽然不会改变长期的大小盘风格，但可能会对大小盘风格的演绎节奏产生影响。在长期的大盘风格中，如果叠加价值风格占优，比如 2002-2007 年、2015 年下半年-2018 年，大盘风格会演绎的非常极端。在长期的小盘风格中，如果叠加成长风格占优，比如 2008-2010 年、2013-2015 年上半年、2021 年 2 月中旬-11 月，2022 年 4 月至今，小盘风格会演绎的非常极端。但在长期的大盘风格中，如果叠加成长风格占优，比如 2019-2020 年，那么大盘风格的演绎会放缓，大小盘风格偏向均衡。在长期的小盘风格中，如果叠加价值风格占优，比如 2011 年-2013 年 2 月，那么小盘风格的演绎会放缓，甚至出现短时间的大盘风格占优。但由于大级别的小盘风格没有改变，整体的风格还是比较均衡。

图 2：成长价值风格切换会影响大小盘风格是极端演绎还是偏向均衡（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心



注：灰色框代表极端大盘风格，红色框代表极端小盘风格，蓝色框代表风格偏均衡

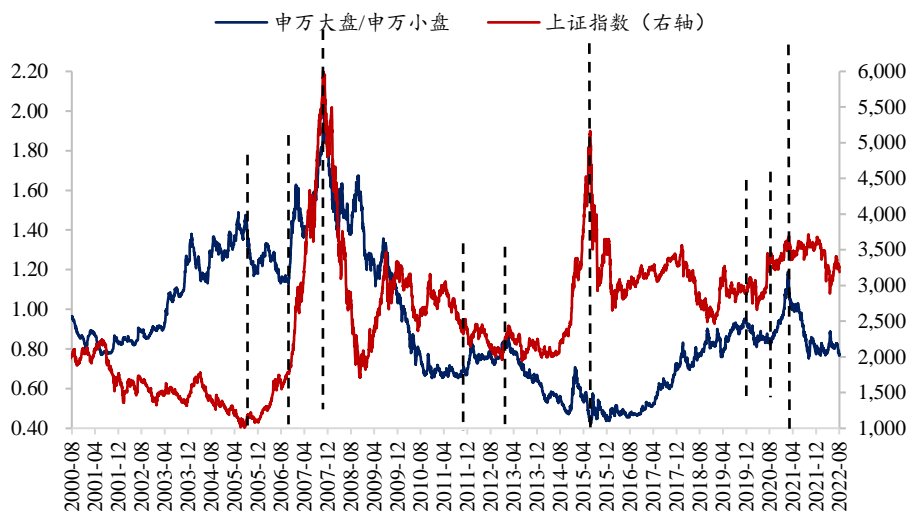
## 二、市场：大级别风格切换往往出现在牛熊转折

### 2.1 牛熊市：大级别风格切换往往出现在牛熊转折

A股历史上大级别的大小盘风格转换全部出现在牛熊转折点附近。A股自2000年后的大小盘风格两次大级别切换的时间点。第一次切换发生在2007年10月，第二次发生在2015年6月。大级别的大小盘行情风格切换均伴随着牛熊转折。2007年10月切换的背景是经济数据开始回落，信贷持续加码收紧，次贷危机开始酝酿，市场见顶回落。2015年6月切换的背景是证监会严查场外配资，致使“杠杆牛”泡沫破灭，发生“股灾”。

2021年2月中旬的风格切换，虽然市场并未从牛市直接切换到熊市，但本质上市场方向已经发生了转变，只是牛熊波动的模式与从前不同，大小盘风格可能出现长期的变化。在2021年2月-2021年6月杀估值阶段，板块分化比较大，指数只是从快速上涨转为震荡市。在2021年6月-2021年12月杀业绩初期，由于新能源和周期资源品的利润还很强，指数继续维持高位半年左右的时间，到2022年才转为熊市。由于盈利波动在变小，熊市的模式也与从前不同，熊市前期杀估值阶段可能表现为震荡市。因此本轮市场风格转向小盘可以看作是市场转折时发生的风格切换。从历史上来看，市场转折点大小盘风格可能出现长期的变化。

图 3：2000 以来大小盘风格的三次大级别切换均发生在牛熊转折点（单位：倍，点）

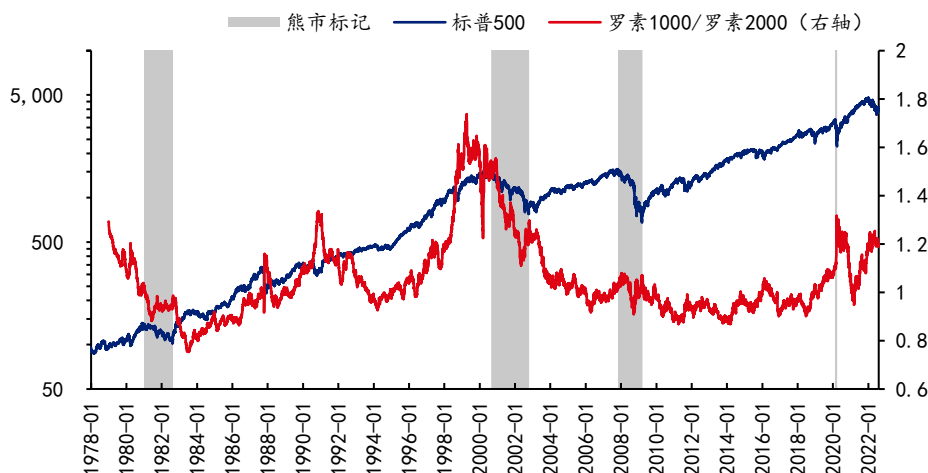


资料来源：万得，信达证券研发中心

美股中，牛市风格不确定，大级别熊市基本上是小盘占优。1978年至今，美股牛市中可能是大盘占优（如1983年7月-1990年11月），也可能是小盘占优（比如2002年11月-2003年11月），风格不确定。但在大级别熊市（持续时间是年度级别或者调整幅度在30%以上）中，比如1973年-1974年10月，1981年-1982年8月、2000年9月-2002年10月、2007年11月-2009年3月、2020年2月中旬-3月，市场中基本上是小盘占优。



图 4：美股中大级别熊市中一般是小盘风格占优（单位：点，倍）

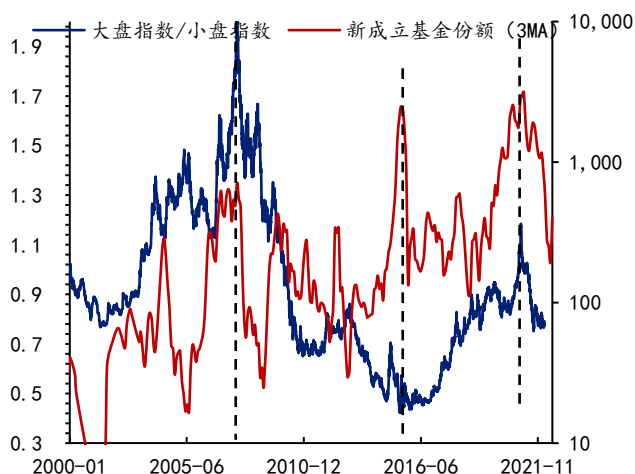


资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

## 2.2 资金：增量资金流入放缓时会发生大级别风格切换

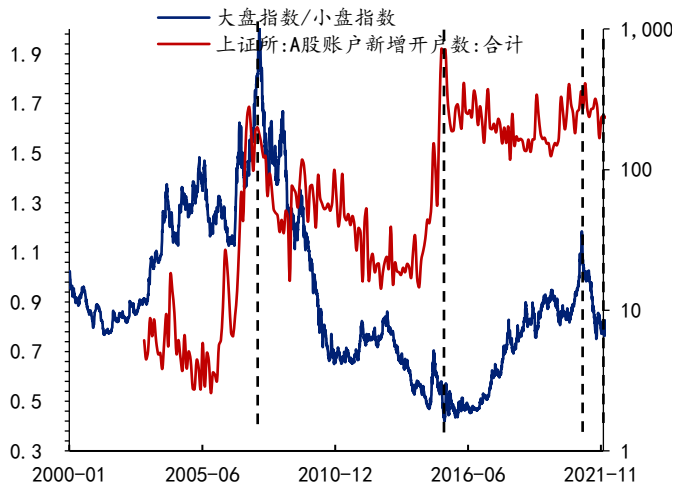
大级别风格切换往往发生在居民资金流入大幅转弱的拐点。居民资金流入的形式主要有两种，一种是通过公募基金，表现为新成立基金份额的快速提高。另外一种是通过主动开户，表现为上证所开户数的快速增加。2006-2007 年牛市中，居民资金迅速流入，上证所开户数和新成立基金份额均快速上行。2007 年 5 月上证所股票开户数提前见顶回落，2007 年 10 月新成立基金份额见顶，居民资金流入转弱，市场风格从大盘切换到小盘。2014-2015 年 6 月牛市中，也出现了居民资金的快速流入。2005 年 6 月随着市场见顶，上证所开户数和新成立基金份额均大幅回落，市场风格从小盘切换到大盘。2019 年-2021 年 2 月，市场投资者结构发生变化，居民资金更多通过公募基金流入市场，虽然上证所开户数并未像此前两轮牛市一样出现大幅增加，但新成立基金份额增长迅速。2021 年 3 月，新成立基金份额见顶，随后大幅下行，市场风格从大盘切换到小盘。

图 5：大级别风格切换发生在新成立基金份额转弱时（单位：倍数，亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：大级别风格切换发生在新增开户数转弱时（单位：倍数，万户）



资料来源：万得，信达证券研发中心

**机构增量资金流入提速时期大盘风格占优，机构增量资金流入放缓时期小盘风格占优。**

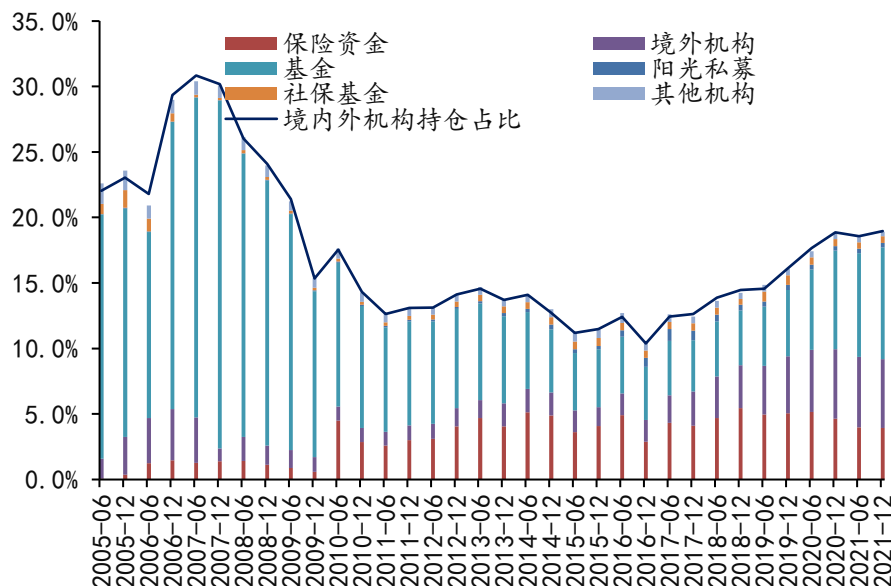
(1) 2006-2007 年，机构资金持仓市值占流通市值的比例快速提升，主要以公募基金大幅扩容为主。这一时期宏观经济还在快速上行，公募基金的持仓偏好还集中在金融地产、传统周期等行业，这一阶段大盘风格占优。

(2) 2008 年-2015 年，股权分置改革带来的限售股逐步解禁使得一般法人代表的产业资本持股占比走高，机构资金持仓市值占比整体从高位开始下降，市场风格从大盘切换到小盘。需要注意的是，2010 年 7 月《保险资金运用管理暂行办法》出台后，保险资金的配置比例在 2010 年上半年从 0.59% 大幅提升至 4.49%，并在 2011H2-2013H1 成为机构资金的主要增量。由于保险资金的风险偏好较低，配置上以金融为主，特征是大市值、盈利稳健、高股息、低波动，市场风格在 2011 年下半年-2013 年 Q1 出现了阶段性的大盘占优。

(3) 2016-2020 年，机构资金持仓市值占比开始回升。随着沪深股通的相继开通，外资持仓占比快速提升，成为机构资金的主要增量。外资持仓占比从 2015 年底的 1.44% 快速提升到 2020 年底的 5.3%。外资更倾向于配置消费和金融板块中高 ROE、盈利确定性强的白马龙头股，市场表现为持续的大盘风格。同时，2019 年-2020 年居民资金更多的通过公募基金流入市场，公募基金持仓占比迅速扩张，内外资形成抱团，进一步强化了大盘风格走强。

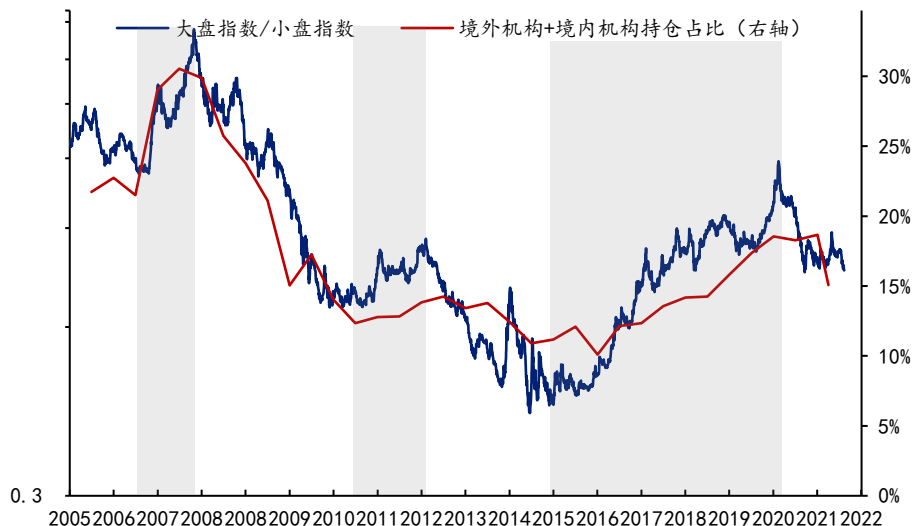
(4) 2021 年以来，机构资金流入有所放缓，机构资金持仓市值占比从快速上升转为趋于稳定。从结构上看除公募基金持仓占比略有小幅提升外，外资和险资持仓占比都有下降。机构增量资金增长趋缓，市场风格再次切换到小盘占优。

**图 7：2005 年以来境内外机构持仓变化情况（单位：%）**



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：大小盘风格和机构资金持仓的关系（单位：倍，%）

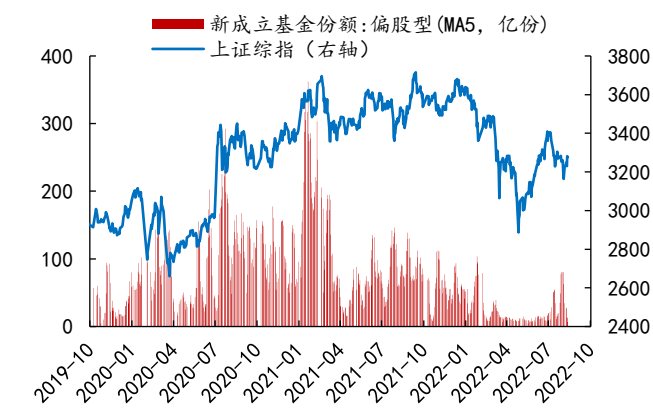


资料来源：万得，信达证券研发中心

存量资金补仓期通常会出现前期风格的反转。2022 年以来，机构增量资金流入进一步放缓。2022 年 1-7 月新发基金月均份额仅为 439 亿份，明显低于 2020-2021 年的 1671、1808 亿份。北上资金年初以来的净流入 533.18 亿元，净流入幅度小于历史上多数年份，仅好于 2015-2016 年。保险机构有小幅增仓，但总体规模较小，持有股票市值保持平稳。市场中的买入力量主要是存量资金在熊市恐慌过后仓位的快速回补。

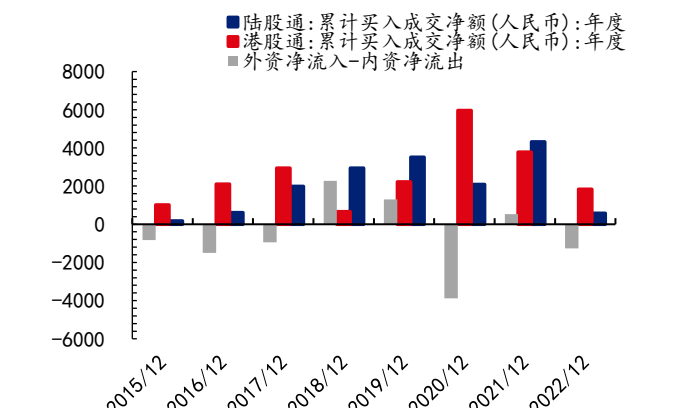
2012 年底、2015 年 9 月底、2018 年底，由于之前熊市时间过久或速度过快，部分资金出现恐慌性卖出，股市跌幅超过盈利变差速度。恐慌一旦结束，投资者的理性一旦逐渐恢复，仓位回补速度会非常快。在存量资金补仓时期，并不需要基本面大幅改善，就能出现快速的估值修复，通常会表现为过去 1 年熊市中风格的反转。2012 年整体的风格比较均衡，小盘风格略占优，在 2012 年底的反弹中大盘再次占优。2015 年下半年的熊市中，大盘风格较为抗跌，在 2015 年 Q4 的反弹中小盘风格出现补涨。2018 年的熊市中，大盘风格同样较抗跌，在 2019 年 Q1 的反弹中小盘风格表现相对更好。2021 年 9 月-2022 年 4 月金融地产表现更好，在 2022 年 Q2 的反弹中小盘风格再次强化。

图 9：2022 年 1-7 月新发基金份额偏少（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：2022 年北向资金净流入幅度小于历史上多数年份（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 11：私募基金仓位在 5-6 月连续回升（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

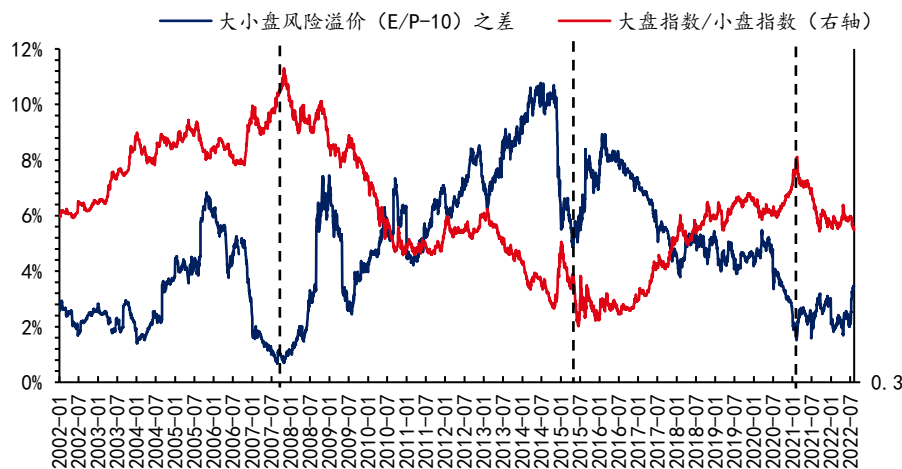
**图 12：存量资金补仓期通常会出现前期风格的反转（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 2.3 估值：大小盘风格大级别切换一般发生在估值极端分化时期

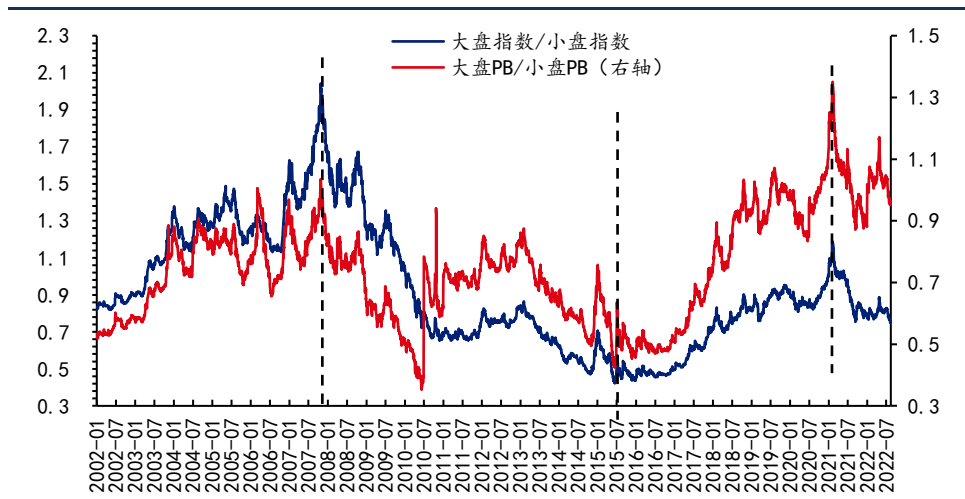
历史上大小盘风格大级别切换一般发生在大小盘估值极端分化的时期。从大小盘风格风险溢价来看，2007 年 10 月、2021 年 2 月中旬大小盘风格切换时，大小盘风险溢价之差达到过去五年最低，意味着大盘配置性价比下降到历史绝对低位，市场切换到长期的小盘风格占优。不过风险溢价受当期盈利波动影响较大（2009 年、2015 年一季报披露前后风险溢价出现极端波动），而对盈利的定价可能在财报数据验证之前就已经逐步完成，导致对风格切换判断失效。

从 PB 估值的角度看，在 2007 年 10 月和 2021 年 2 月中旬大小盘风格切换的时间点，大盘和小盘估值差均达到过去五年最高的水平，说明大盘估值相对于小盘在历史极高位位置，市场风格切换到长期小盘占优。在 2015 年 6 月大小盘风格切换的时间点，大盘和小盘估值差达到过去五年最低的水平，说明大盘估值相对于小盘在历史极低位置，市场风格切换到长期大盘占优。从这个角度看，这一次小盘风格占优也可能是大级别行情。

**图 13：大小盘风格和风险溢价的关系（单位：%、倍数）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：大级别的大小盘风格切换一般发生在估值极度分化的时期（单位：倍）



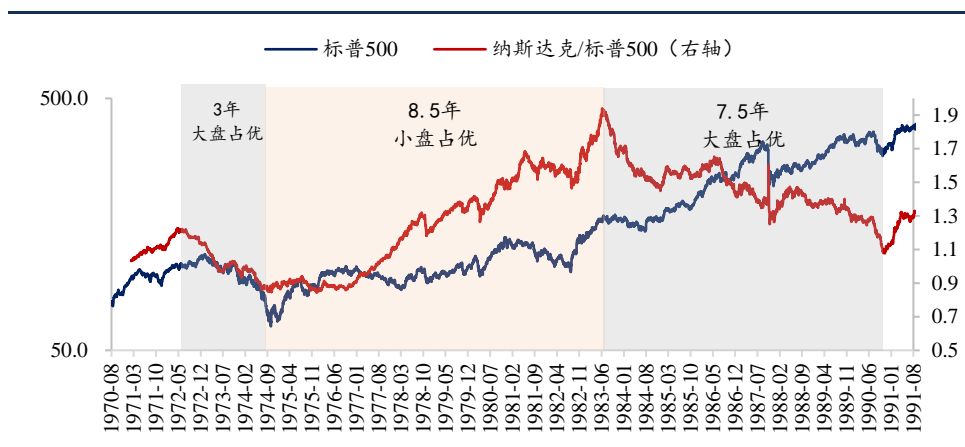
资料来源：万得，信达证券研发中心

## 2.4 美股经验：大盘股估值泡沫破裂，小盘风格可能长期占优

从美股的经验来看，1970 年代“漂亮 50”核心资产行情泡沫破裂以及 2000 年互联网泡沫破裂之前，都是长期的大盘风格占优。由于政策收紧导致大盘股估值泡沫破裂后，市场风格切换到长期的小盘风格占优。

(1) 1974 年 10 月-1983 年 6 月：“漂亮 50”泡沫破裂后，小盘风格占优持续 8 年半。1970 年代初，在美国经济复苏、通胀可控、居民收入增加、消费升级的宏观背景下，美股走出了一波以“漂亮 50”为代表的核心资产行情。“漂亮 50”是在纽交所上市交易的 50 只业绩表现优秀的优质大盘股，市值风格上也表现出持续的大盘占优。但随着通胀的不断走高，货币政策不得不持续收紧，从 1973 年 9 月开始“漂亮 50”泡沫开始退潮，高估值的大盘股开始持续的杀估值。在此后 8 年多的时间里，在低增长+高通胀+高利率的宏观背景下，大盘股的估值持续受到压制。而小盘股则受益于半导体和计算机产业的蓬勃发展，产业层面景气度很高，带动小盘风格持续走强。

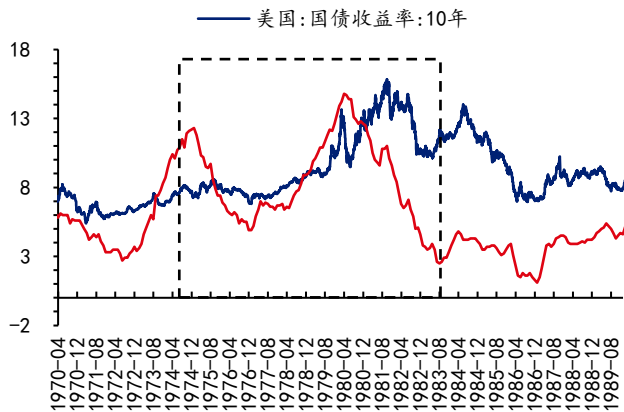
图 15：漂亮 50 泡沫破裂后美股出现了历史上最长的小盘风格占优阶段（单位：%）



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

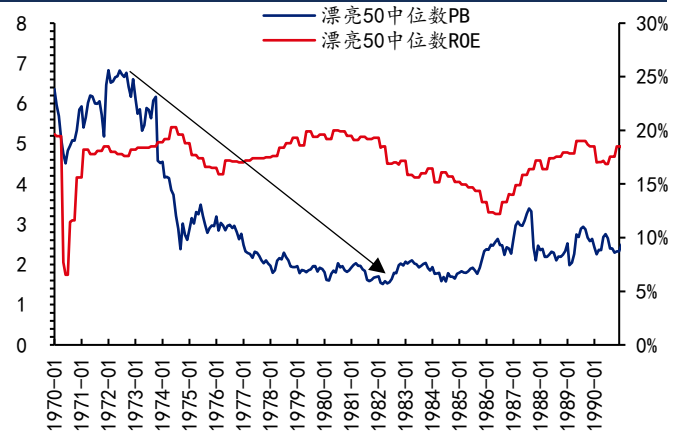


图 16：高通胀+高利率环境导致大盘风格杀估值（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：1973 年-1983 年漂亮 50 持续的杀估值（单位：倍，%）

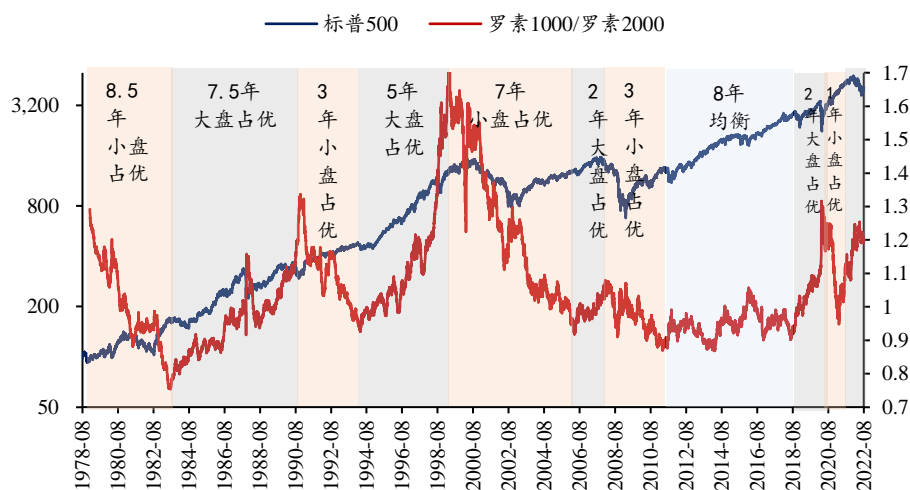


资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

**(2) 1999 年 Q2-2006 年 Q1：大盘科技股泡沫破裂后，小盘风格占优持续 7 年。** 90 年代后半段美国经济表现较为稳健，1995-1999 年 GDP 增速持续上行，年均复合增长率达到 4%。通胀保持在低位，失业率也持续走低。90 年代初，互联网浪潮开始兴起，并在 90 年代中后段进入快速发展期。从 1990 年-2000 年，美国互联网普及率从 0.78% 快速上升到 43.08%，以互联网和科技股为主要驱动的新经济走向繁荣。1994-1998 年，市场连续 5 年大盘风格占优，信息技术板块中也以微软、英特尔、思科等大盘股领涨。

1999 年-2000 年 3 月，纳斯达克指数开始加速泡沫化，市场风格从 1999 年 4 月切换到小盘风格占优。伴随着货币政策的收紧和市场对经济增长前景担忧的加剧，2000 年 3 月纳斯达克指数见顶回落，2000 年 4 月微软公司被指控严重违反反垄断法案的黑天鹅事件冲击科技板块。互联网泡沫破裂后，高估值的大盘股持续杀估值，小盘风格不断强化。

图 18：1980 年代后美股的大小盘风格切换（单位：点，倍数）



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

### 三、宏观变量：经济基本面对大小盘风格影响不显著

#### 3.1 宏观经济：GDP 增速和大小盘风格没有明显的关系

从历史经验来看，大小盘风格切换往往发生在经济增速拐点，经济增速拐点却不一定带来风格切换。历史上大小盘风格切换的时间点，均为经济增速的拐点。2007 年 Q4GDP 见顶，2008 年开始回落，市场风格从大盘转向小盘。2015 年 Q4GDP 见底，2016 年经济复苏，市场风格从小盘转向大盘。2021 年 Q1GDP 见顶，2021 年 Q2 开始回落，市场风格从大盘转向小盘。在长期的风格过程中短期的风格转向，往往也出现在经济增速波动拐点附近，比如 2005 年 Q4GDP 企稳，2012 年 GDP 下行，2020 年 Q1GDP 快速下行。但经济增速拐点并不意味着大小盘风格一定出现切换，比如 2009 年经济 V 型复苏，2018 年经济下行，都没有改变长期大小盘风格。

**经济增速高低和大小盘风格并没有直接的关系。**有一种普遍的直观感觉是经济衰退期小盘风格会表现较好，经济企稳复苏期大盘风格表现较好。但是无论是 A 股还是美股的经验来看，都无法证明经济增速会影响市场大小盘风格变化。A 股中，2009-2010 年经济在金融危机后 V 型复苏，名义 GDP 增速快速上行并维持高位，但并没有改变市场风格是小盘占优。2018-2019 年经济增速下行压力较大，也没有改变市场风格是大盘占优。

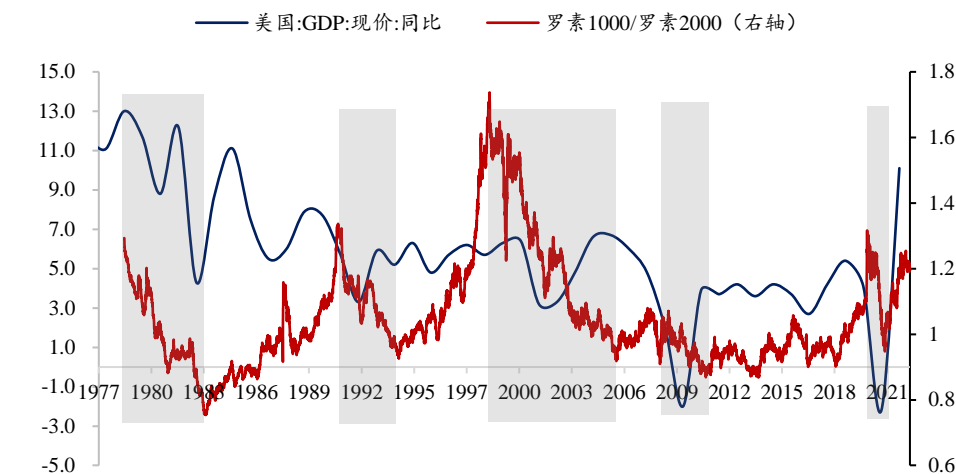
图 19：A 股中大小盘风格和 GDP 增速并无明显的关系（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

美股来看，1983 年-1990 年美国经济走出“滞胀”阴影之后，实际上处于温和扩张的过程，经济增速整体是下降的，工业生产指数也出现了下滑，但这一时期美股中是大盘风格占优。1992-1993 年、2002-2005 年、2010 年几个阶段，美国经济均出现了明显的复苏，但也并未改变小盘风格占优的行情。

图 20：美股中大小盘风格和 GDP 增速并无明显的关系（单位：%、倍）



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

### 3.2 利率：利率上行期风格比较极端，利率下行期市值风格偏均衡

A 股中，利率下行期大小盘风格比较均衡。在 2008 年的利率下行期，市场风格以小盘为主。在 2018-2020 年 4 月的利率下行期，市场风格以大盘为主。在 2005-2006 年初和 2014-2016Q3，市场没有明显的风格。利率下行期通常对应着经济环境较差，此时市场对企业盈利存在分歧。一种观点认为大企业受到经济周期的影响盈利不佳，中小企业则可能存在新兴产业趋势的催化。而另一种观点认为大企业在危机时抗风险能力更强，业绩相对更稳定，而中小企业业绩可能恶化的更快。持有这两种观点力量的强弱决定了博弈的结果。同时，如果利率下行期市场中流动性极度宽松，可能带来板块轮涨。比如 2014-2016Q3 期间，金融股率先从 2014Q4 启动，接着 2015 年成长和消费接力上涨，周期股于 2016 年开始表现。整体市值风格没有出现明显的向大盘或小盘偏移。

利率上行期容易出现极端的大盘或小盘风格。在 2003-2004 年、2007 年、2016Q4-2017 年、2020 年 4 月-2021 年 3 月大盘风格明显占优。利率上行期通常对应着经济复苏乃至走向繁荣。2010 年前经济增速强劲，2020 年 4 月-2021 年 3 月是疫情后经济复苏最快的时期，如果经济复苏力度很强，大盘蓝筹股拥有较强的定价权，业绩增长稳定向好，预期净利润增速较高，通常会有比较极致的占优行情。

在 2009-2010 年、2013 年利率上行期，小盘风格明显占优。经济增速已经开始下台阶，且信贷紧缩会压制大盘蓝筹的估值，同时处于初创阶段的小盘股出现了明确的新兴产业趋势，以至于小盘股的产业相对景气度要比受益于经济复苏的大盘股还要更高，那么即使在利率上行期，小盘股估值也可能继续抬升。比如 2010 年爆发的智能手机周期，以及 2013 年爆发的移动互联网周期，支撑了两次成长股的结构性牛市，同时也带来利率上行期小盘股占优的行情。

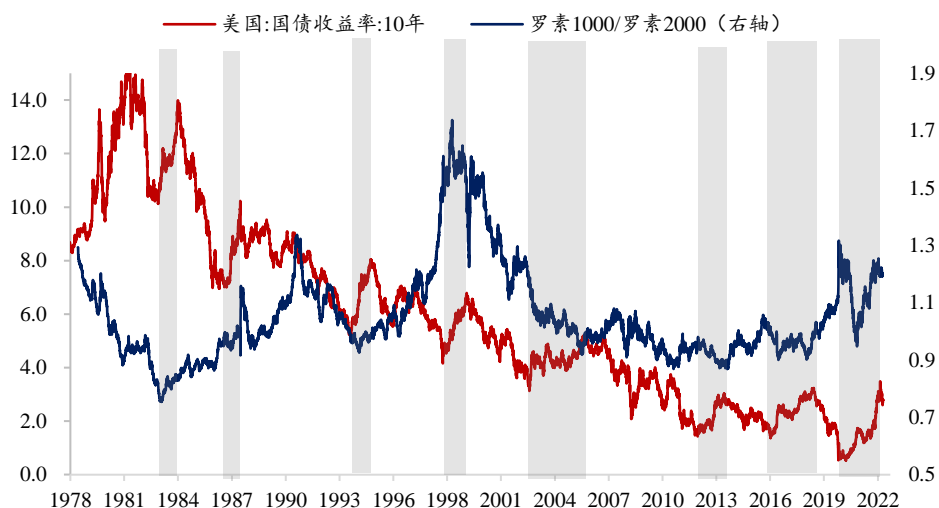
图 21：利率下行期风格均衡，上行期容易出现比较极端的风格（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

美股中，利率变化不会改变大级别的大小盘风格。美股中利率的变化很难改变大小盘风格的长期趋势。美国国债收益率在 1983 年见顶后，在之后的 20 年中长期趋势是持续回落，即使在经济短周期复苏过程中利率有短暂上行，也不会改变大级别的大小盘风格。比如 1983 年-1990 年美股中是长期的大盘风格占优，在 1983-1984 年、1987 年利率短暂的上行期，大盘风格占优的趋势没有改变。1999-2006 年美股中是长期的小盘占优，在 2003 年 6 月-2006 年 6 月美国经济复苏势头良好的背景下，利率出现了短期的上行，同样没有改变小盘风格不断强化的趋势。2006 年-2018 年，美股中市值风格比较均衡，在 2012-2014 年以及 2016 年下半年-2018 年利率小幅上行期，市场风格也是比较均衡的。2020 年 8 月-2022 年 6 月，在美国经济复苏、通胀走高、货币政策边际收紧的背景下，美债利率持续上行，但市场走出了小盘先涨、大盘后涨的行情。

图 22：美股中利率变化与大小盘风格没有明显的关系（单位：倍，%）



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

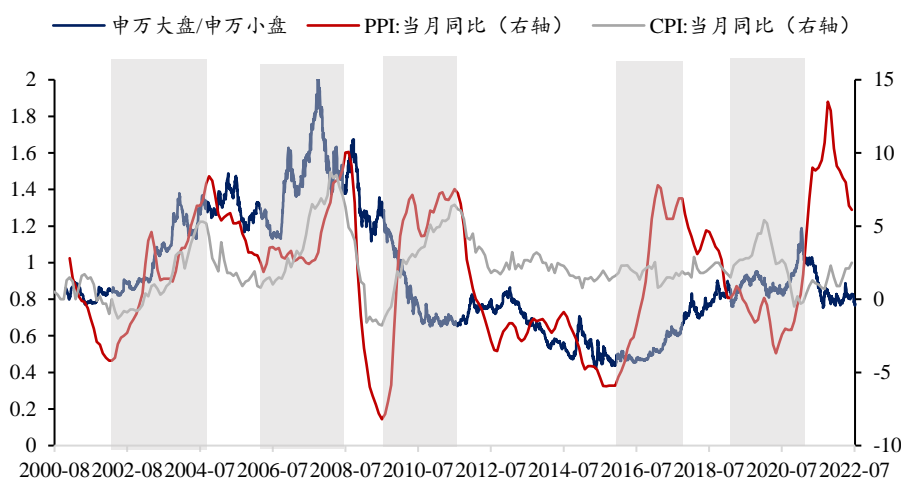
### 3.3 通胀：通胀上行期大盘占优居多，通胀下行期无风格或小盘占优

在通胀上行期，大部分情况下大盘风格占优。在围绕通胀展开的“涨价行情”中，大企业由于市场地位较强，往往被认为能获得更高的利润。2002-2004年，2006-2008年，2016年-2017年通胀上行期市场风格均以大盘占优为主，仅2009年7月-2011年7月在流动性偏紧大盘股消化估值+新兴产业趋势爆发的背景下小盘占优。

通胀下行时大部分时间无风格或小盘占优。通胀下行时，2004年9月-2006年3月，大小盘风格相对均衡。2008年3月-2009年7月通胀下行期，小盘股占优。2011年7月-2015年CPI一直在低位震荡，PPI持续通缩，大小盘风格也比较平衡。仅2018年PPI下行期大盘风格小幅占优。

2019年之后，CPI和PPI出现背离，通胀与大小盘风格的关系变的复杂。2019年CPI在猪周期的影响下上升，PPI仍在持续回落，市值风格总体也比较均衡，大盘风格略占优。2020年CPI回落，但PPI伴随着疫后经济复苏开始底部回升，大盘风格明显占优。2021年CPI从负值开始回升，但回升幅度较小。PPI在疫情冲击、能耗双控等因素的影响下出现了快速冲高，从2021年11月开始见顶回落。2021年虽然是通胀上行期，但整体来看是明显的小盘风格。原因可能在于，一方面上游原材料价格上涨向下游传导不畅，传统企业成本端面临较大压力。另一方面PPI的上涨更多的是供给紧张推动，需求恢复动力不足。大盘风格基于“复苏交易”的基础并不牢靠。

图 23：通胀下行时大部分时间无风格或者小盘风格占优（单位：%、倍）

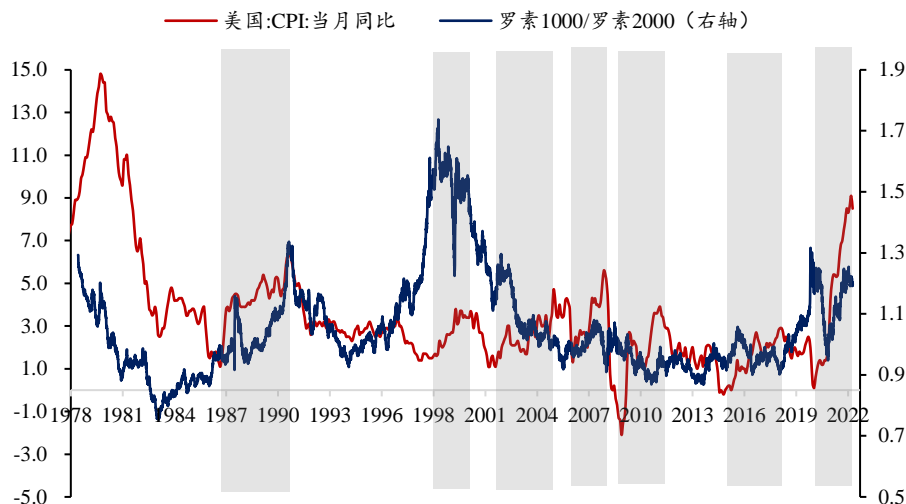


资料来源：万得，信达证券研发中心

美股中通胀对大小盘风格的影响也并不十分显著。1987年-1991年初通胀上行期，市场风格偏向大盘股。1999-2000年通胀上行期，市场风格偏向小盘股。2000年-2020年，美国长期处于温和通胀的环境，通胀对大小盘风格的影响不显著。除了2002年6月-2005年9月通胀上行期市场风格偏向小盘股外，2006年6月-2008年8月、2009年7月-2011年9月、2015年9月-2018年7月几轮通胀短暂上行期，大小盘风格都偏均衡。2020年疫情冲击后，在财政+货币政策刺激需求高涨和供给侧供应链紧张的双重作用下，美国通胀快速攀升，市场风格是先小盘，后大盘。



图 24：美股中通胀与大小盘关系也不显著（单位：%、倍）



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

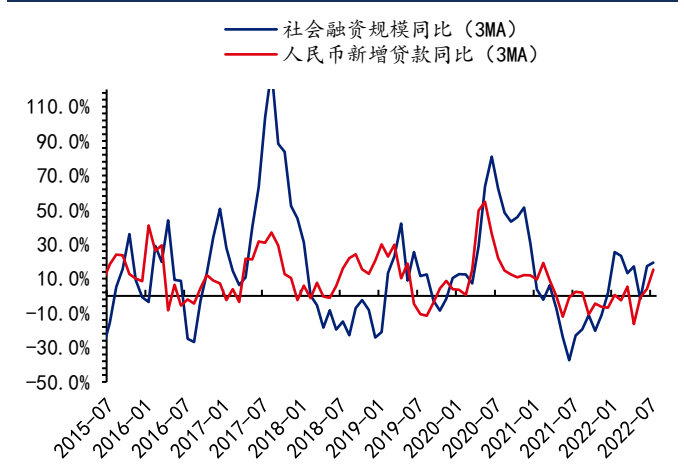
总体来看，宏观经济基本面的变化难以对长期的大小盘风格产生显著影响。如果这一次风格切换是大级别的小盘风格占优行情，那么即使后续稳增长政策效果显现，经济增长短期企稳，也无法改变小盘风格占优的趋势，只是可能阶段性偏向均衡。2022年Q2伴随着疫情阶段性拐点出现，复工复产推进，部分经济数据较4月底出现了改善：（1）5-6月PMI、工业增加值、基建、制造业投资等经济数据均有所回升。（2）5-6月信贷数据改善明显。（3）社零受益于疫情消退带来的积压需求释放有明显修复，汽车销量增速转正。

二季度经济基本面有所改善的背景下，市场风格并没有转向大盘，而是小盘风格进一步被强化。原因可能在于，一方面，市场风险偏好回归对小盘风格占优有利，但市场仍然对经济下行存在担忧。7月PMI、工业增加值、社融、社零等经济数据普遍不及预期，经济复苏仍存在波折。下半年经济增长仍有不确定性+增量政策偏谨慎的组合，对大盘风格表现也会有负面影响。另一方面，从历史经验看，我们认为如果2021年2月中旬开始的风格切换是一次大级别的小盘风格占优行情，那么即使宏观经济阶段性企稳甚至复苏，也不会改变小盘占优的趋势，市场风格只是可能阶段性偏向均衡。

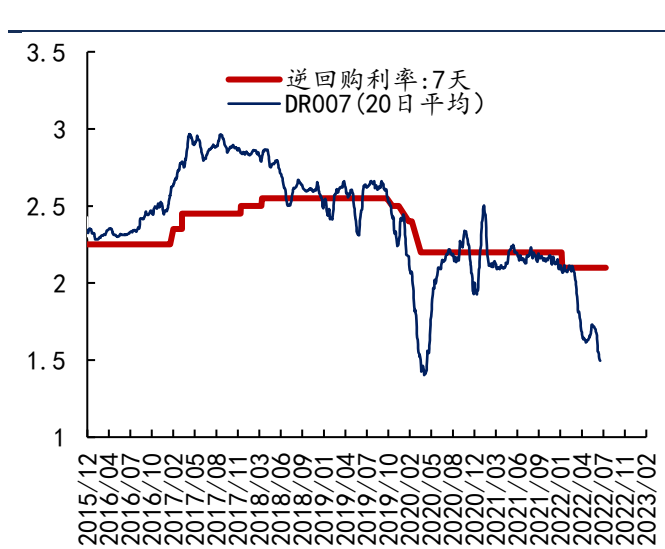
从通胀和利率的角度看，2022年以来，PPI持续回落，CPI有所回升但仍处于温和扩张区间。货币政策虽然总量上进一步宽松的可能性有限，但大概率维持当前的基调，预计不会马上转向收紧，宏观资金环境较好。加上海外经济衰退压力不断加大，美债收益率已经有回落的迹象，国内利率有望进一步小幅下行。在利率下行+通胀下行的背景下，市场风格仍可能延续均衡或小盘风格略占优。

**图 25：5-6 月工业增加值当月同比回升（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 26：5-6 月信贷数据改善明显（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 27：DR007 已经下行至政策利率以下（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 28：十年国债收益率小幅下行，十年美债收益率开始下跌（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

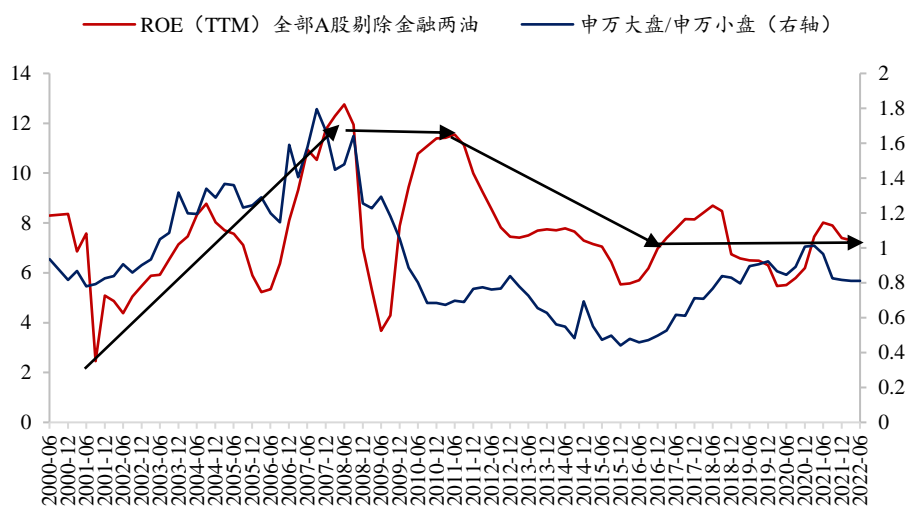
## 四、盈利：5 年以上的 ROE 上行利好大盘，下行利好小盘

### 4.1 A 股中 5 年以上的 ROE 上行利好大盘，下行利好小盘

大小盘风格的变化与长期的产业景气周期关系更密切。短期的 ROE 景气不影响大小盘风格，5 年以上的 ROE 上行利好大盘，下行利好小盘。从 2000 年至今，A 股 ROE 变化与大小盘风格的关系可分为三个阶段。

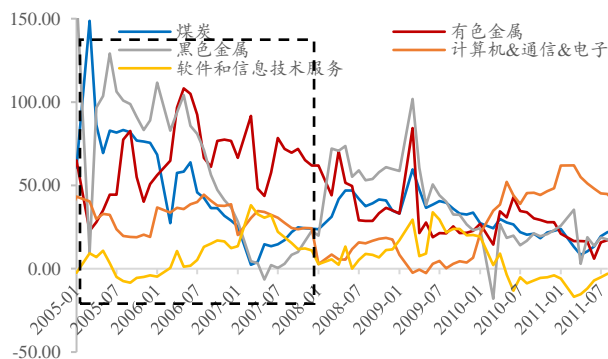
**第一阶段：产能扩张，ROE 快速提升，大盘占优。**2000 年-2007 年，中国经济增长中枢不断上台阶，全市场处于产能快速扩张的阶段，尤其是传统周期性板块固定资产投资快速增长，A 股整体 ROE 不断抬升。以金融、周期为代表的大盘股 ROE 提升最为明显，科技板块 ROE 提升则比较有限，因此在这一阶段表现为大盘占优。

图 29：5 年以上的 ROE 上行利好大盘，下行利好小盘（单位：%、倍）



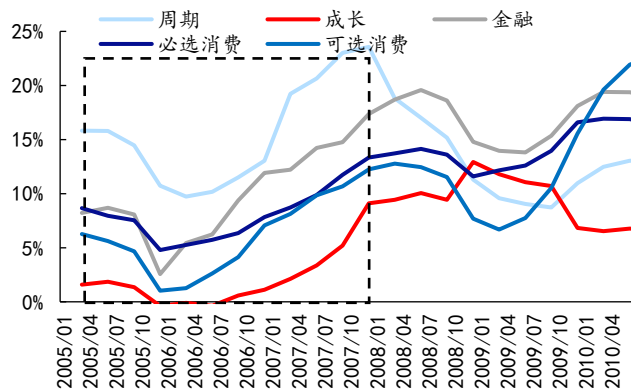
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：2008 年前周期板块固定资产投资高增（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：2007 年前周期和金融 ROE 提升最明显（单位：%）



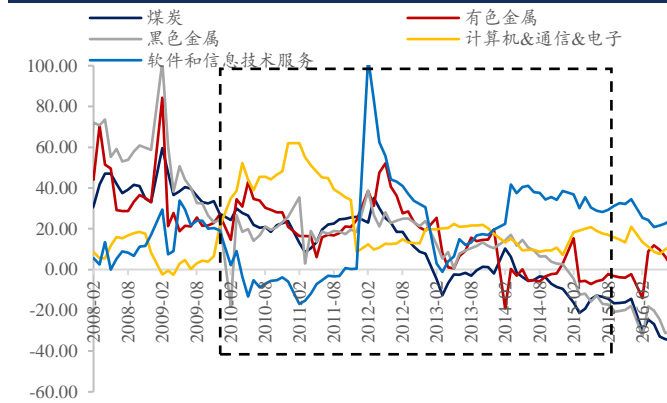
资料来源：万得，信达证券研发中心

**第二阶段：经济换挡，ROE 下降，小盘占优。**2008 年金融危机之后，中国经济增长开始长期减速的过程，宏观经济周期波动减小，A 股 ROE 从 2010 年开始经历了持续 6 年的下行。期间经济增长动力从传统的投资、出口转为新兴产业。尤其是 TMT 领域，从智能手机到移动互联网，从产品端的苹果产业链到应用端的手游影视崛起，新的产业趋势不



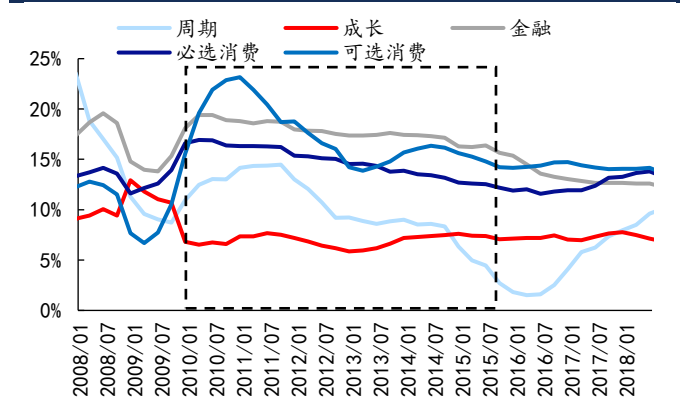
断产生并发展壮大。虽然 2009 年年中-2010 年经济出现 V 型复苏，但短期的高速增长只是发生在危机后爬坑的特殊阶段，经济减速导致周期、金融、消费等板块 ROE 均出现下行，而小盘股由于长期产业景气向上，盈利能力仍能保持稳定。因此，2008 年开始市值风格就开始向小盘切换，并持续了近 8 年的时间。

图 32：2010-2015 年科技产业固定资产投资增速较快（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

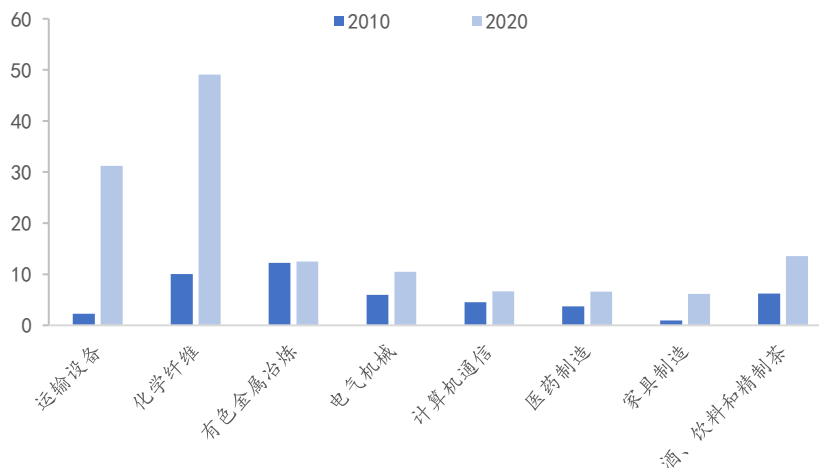
图 33：2010-2015 年成长板块 ROE 保持稳定（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

**第三阶段：ROE 震荡，龙头扩张，大盘占优。**2016 年之后，经济增长中枢仍在下移，市场进入存量经济竞争加剧的阶段。经过 2015 年以来的去杠杆和产能出清，一大批中小企业退出市场，龙头公司优势不断强化，护城河不断加宽，各行业集中度不断提高。龙头扩张、强者恒强的特征在这一阶段比较突出，龙头公司享有更加持续稳健的盈利能力。A 股整体 ROE 处于震荡状态，部分产能出清较为彻底的周期板块重新开始表现，消费白马在这一时期表现也比较突出，大盘股重新开始占优。

图 34：近 10 年大部分制造业 CR4 集中度均有提高（单位：%）



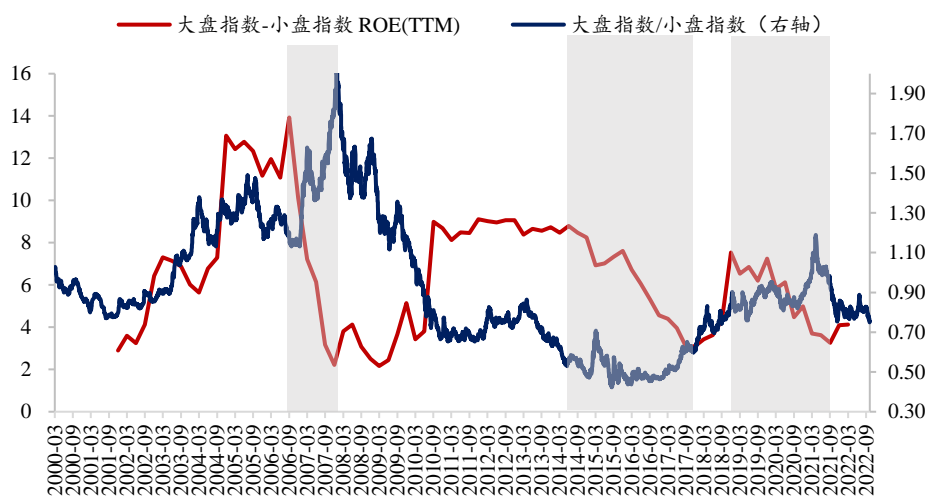
资料来源：万得，信达证券研发中心

**2021 年以来的风格切换，背后可能有大盘股龙头进阶的逻辑弱化的一部分原因。**供给侧改革后龙头进阶的过程已经持续了 5 年多，白马龙头股估值持续提升，连续的高估值带来竞争加剧，加上房地产周期下行和疫情的影响，尚未有进一步的证据表明大盘股龙头集中度不断提升的逻辑还在强化，市场风格切换到可能会有更多增量的小盘风格。

## 4.2 大小盘风格变化和基本面优势关系不大

历史经验看，大小盘风格变化并不取决于盈利相对优势。另外一种直观感觉是，大盘股基本面相对改善时，市场会是大盘风格占优。小盘股基本面相对改善时，市场会是小盘风格占优。但无论是A股还是美股中，大小盘风格变化与盈利相对趋势的关系并不明显。从A股的经验来看，2006年9月-2007年、2014年6月-2017年、2019年-2021年，小盘指数的盈利相对于大盘指数显著上行，但是这几个阶段并不是绝对的小盘风格占优，反而是大盘风格占优的情况更明显。而在2008年-2014年6月期间，A股整体ROE中枢从高点波动下行，大盘股的ROE相对更坚挺，但这个阶段市场反而是小盘风格占优。

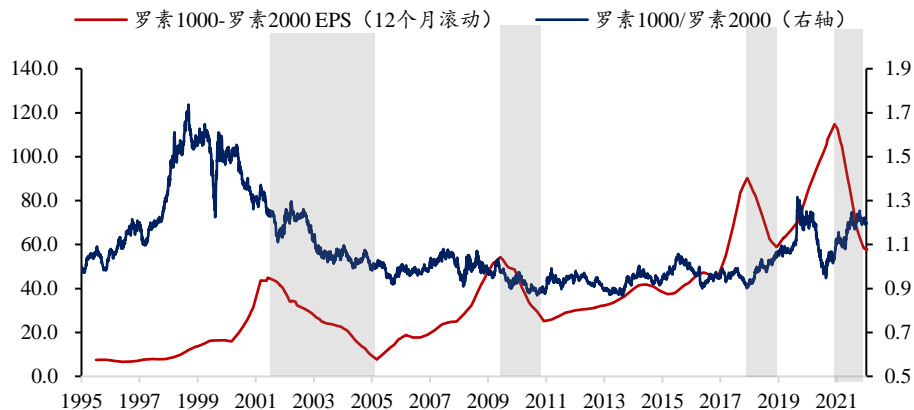
图 35：A 股中大小盘风格变化并不取决于盈利相对优势（单位：%、倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

美股的历史经验也表明，大小盘风格变化与盈利相对优势并没有直接的关系。2002-2005年、2010-2011年小盘风格盈利水平相对于大盘有所改善，市场中表现为持续的小盘占优。2018年6月-2019年6月、2021年6月至今小盘风格盈利相对改善时期，市场风格则是大盘占优。而在1995-2001、2006-2009、2012-2018年6月、2019年6月-2021年6月大盘风格盈利相对改善时期，市场风格不确定，可能出现大小盘风格的切换，也可能比较均衡。

图 36：美股中大小盘风格变化并不取决于盈利相对优势（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心





## 五、总结：大小盘风格更多的是一种资金行为

表 2：影响大小盘风格的因素及对当前情况的判断

影响大小盘风格的因素		市场		当前的判断
		A 股	美股	
牛熊市		大级别风格切换往往出现在牛熊转折	牛市风格不确定，大级别熊市基本上是小盘占优	2021 年 2 月中旬的风格切换，虽然市场并未从牛市直接切换到熊市，但本质上市场方向已经发生了转变，只是牛熊波动的模式与从前不同（杀估值阶段是震荡市），大小盘风格可能出现长期的变化。
资金		1) 大级别风格切换往往发生在居民资金流入大幅转弱的拐点。 2) 机构增量资金流入提速时期大盘风格占优，机构增量资金流入放缓时期小盘风格占优。 3) 存量资金补仓期通常会出现在前期风格的反转。		2021 年 3 月开始，居民资金转弱，机构资金流入有所放缓，市场风格再次切换到小盘占优。2021 年 9 月-2022 年 4 月随着稳增长政策的推进，金融地产板块开始表现，市场风格趋于均衡，在 2022 年 Q2 的反弹中小盘风格再次强化。
估值		历史上大小盘风格大级别切换一般发生在大小盘估值极端分化的时期	1970 年代“漂亮 50”核心资产行情泡沫破裂以及 2000 年互联网泡沫破裂之前，都是长期的大盘风格占优。由于政策收紧导致大盘股估值泡沫破裂后，市场风格切换到长期的小盘风格占优	2021 年 2 月中旬开始，市场风格切换到小盘的一个重要背景是白马股估值见顶陷入阶段性调整，大盘配置性价比再次下降到历史绝对低位。从这个角度看，这一次小盘风格占优也可能是大级别行情。
宏观变量	宏观经济	大小盘风格切换往往出现在经济拐点，但经济拐点并不一定带来大小盘风格切换；GDP 增速高低和大小盘风格没有明显的关系		宏观经济基本面的变化难以对长期的大小盘风格产生显著影响。如果这一次风格切换是大级别的小盘风格占优行情，那么即使后续稳增长政策效果显现，经济增长短期企稳，也无法改变小盘风格占优的趋势，只是可能阶段性偏向均衡。
	利率	利率上行期风格比较极端，利率下行期市值风格偏均衡	利率变化不会改变大级别的大小盘风格	
	通胀	通胀上行期大盘占优居多，通胀下行期无风格或小盘占优	通胀对大小盘风格的影响并不十分显著	
盈利		5 年以上的 ROE 上行利好大盘，下行利好小盘；大小盘风格变化并不取决于盈利相对优势	大小盘风格变化并不取决于盈利相对优势	2021 年以来的风格切换，背后可能有大盘股龙头进阶的逻辑弱化的一部分原因。

资料来源：信达证券研发中心

从影响大小盘风格的因素来看，大小盘风格更多的是一种资金行为，与基本面的关系并不十分显著。无论是 A 股还是美股中，宏观变量（GDP、利率、通胀）的变化很难改变长期的大小盘风格。大小盘风格变化也不取决于盈利相对趋势的变动。大级别的大小盘风格变化与牛熊市、资金偏好、估值相对水平等市场因素关系更密切。

我们认为这一次市场风格向小盘切换可能是一次长期的变化，当前市场因素均有利于长期风格向小盘占优切换。（1）从市场走势来看，2021 年 2 月中旬的风格切换，本质上与市场方向发生转变有关。由于牛熊波动模式与从前不同，市场在 2021 年整体表现是震荡市，2022 年才进入熊市，但实质上牛市的方向已经发生了改变。（2）从资金来看，2021 年 3 月开始，居民资金大幅转弱，机构资金在 2017-2020 持续快速流入的情况也有所改变，从 2021 年开始放缓。历史上无论是居民还是机构增量资金流入放缓时期，市场风格容易出现小盘占优的大级别行情。2022 年 Q2 存量资金的回补也进一步强化了小盘风格占优的局面。（3）从估值来看，2021 年 2 月中旬开始，市场风格切换到小盘的一个重

要背景是白马股估值见顶陷入阶段性调整，大盘与小盘估值差已经达到过去五年最高，大盘配置性价比再次下降到历史绝对低位，类似 2007 年底的情况，之后小盘风格占优持续了 8 年的时间。美股中，1970 年代“漂亮 50”核心资产行情泡沫破裂以及 2000 年互联网泡沫破裂之后，高估值的大盘股持续杀估值，市场风格切换到长期的小盘风格占优。从这个角度看，这一次小盘风格占优也可能是大级别行情。

如果这一次风格切换是大级别的小盘风格占优行情，考虑到宏观经济基本面的变化难以对长期的大小盘风格产生显著影响，那么即使后续稳增长政策效果显现，经济增长短期企稳，也无法改变小盘风格占优的趋势，只是可能阶段性偏向均衡。一个例子是，在 2021 年 3 月风格切换后，随着稳增长政策的推进，金融地产板块在 2021 年 9 月-2022 年 4 月开始表现，但市场风格并没有回归到大盘占优，而是趋于均衡。我们认为从年度来看，大小盘风格偏均衡的可能性比较大，但不会改变长期风格已经切换到小盘。

## 风险因素

历史经验可能失效，经济下行超预期。

## 研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，3年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，3年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%～20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。