

A 股市场博弈（二）：2023 年 A 股市场风格主线是什么？

核心观点：

- **回顾 2022 年 A 股市场风格：**A 股市场走势不确定性较强，遭重挫，到目前为止仍未完全恢复，全 A 指数下跌 18.66%，经历了先跌后涨、再跌再涨的“W”型行情。从风格主线来看，年初至 12 月末，主要指数仍未恢复，沪深 300(-21.63%)< 中证 1000(-21.58%)；从成长股与价值股分析，价值(-13.99%)> 成长(-27.47%)。
- **大盘 VS 小盘：**截至 2022 年 12 月末，与上年末收盘价相比较，大盘指数下跌幅度略大于小盘指数，基本持平，其中，沪深 300 下跌 21.63%，中证 1000 下跌 21.58%。从中证 1000/沪深 300 来看大小盘风格转换，2022 年 1-4 月，大盘指数占优；5-10 月，小盘总体占优；11 月以来，大盘占优。通过大小盘轮换的影响因素分析，**预判，“二十大”对产业革新提出了新的要求，国产替代科技创新将迎来长期发展趋势，小盘股或是 2023 年的主线，从市场情绪分析，小盘股灵活性强，在 A 股没有出现长期牛市的背景下，小盘股行情仍存更多期待。**
- **成长 VS 价值：**回顾 2000 以来的 A 股市场，在股市下行周期中，价值股具有较强的防御性，总体风格占优；在股市上行周期中，成长风格占优的可能性更大。业绩上行期，成长相对占优；业绩下行期，价值相对占优。从国证成长与国证价值收盘价的比值变化划分，在前五轮股指上行和震荡周期中，2 次成长占优，2 次价值占优，2 次无明显风格（价值略微占优）；从时间长度来看，其中，98 个月为成长占优，48 个月为价值占优。**根据成长与价值轮换的影响因素分析，预判 2023 年成长或是主线。**
- **政策性风格机会：**在当前不确定性较强的环境下，国有资产的相对确定性较高，央企、国企业绩表现出较强韧性，盈利能力优于市场平均水平；并且，央企、国企是国民经济中的重要支柱，是经济发展中的压舱石，国有控股企业不断提能增效，估值有望重塑，配置价值抬升。政策面，着力推进高质量发展，推动构建新发展格局，实施供给侧结构性改革，推动国有资本和国有企业做强做优做大。**因此，预判 2023 年，受中国特色估值体系重塑及对地产流动性支持等影响，大盘股、价值股亦会存在较好的交易性机会。**
- **风险提示：**全球经济加速衰退风险，大宗商品价格大幅波动风险，地缘政治因素风险，政策不及预期风险，市场情绪弱势风险。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

特别鸣谢实习生：周美丽、李超

相关研究

2022-12-18，中央经济工作会议布局 2023 年全国经济——A 股市场中哪些行业受益？

2022-12-17，2023 年 A 股市场投资策略展望：时蕴新生，布局之年

2022-11-14，多重政策催生房地产行业产业链行情发酵

2022-10-24，A 股市场的若干底部信号：结构性收益机会在何处？

2022-09-06，A 股市场博弈（一）：行业抉择策略仍占优

2022-07-31，A 股市场的“变”与“不变”——短期内结构性收益机会仍占优

2022-06-06，决定 A 股市场 6 月行情的关键因素有哪些？

2022-05-31，揭秘 5 月市场行情：哪些指数与行业受益？——6 月 A 股何去何从？

2022-05-09，政策接踵而至，持续稳预期——A 股市场相对机会在何处？

目 录

一、回顾 2022：A 股市场风格转换.....	3
（一）主要宽基指数表现.....	3
（二）市场风格：大盘 VS 小盘 & 成长 VS 价值.....	4
二、研判 2023 年 A 股市场大盘 VS 小盘.....	5
（一）大小盘历史回顾.....	5
（二）大小盘轮换的影响因素分析.....	7
三、研判 2023 年 A 股市场成长 VS 价值.....	11
（一）成长与价值股历史回顾.....	11
（二）成长与价值轮换的影响因素分析.....	13
四、政策性风格机会：重塑中国特色估值体系.....	17
（一）背景分析.....	17
（二）弱经济背景下确定性价值凸显.....	17
（三）经济发展中的压舱石.....	18
（四）政策驱动估值重塑.....	18
（五）迈向高质量发展主力军.....	19
五、风险提示	19

一、回顾 2022：A 股市场风格转换

（一）主要宽基指数表现

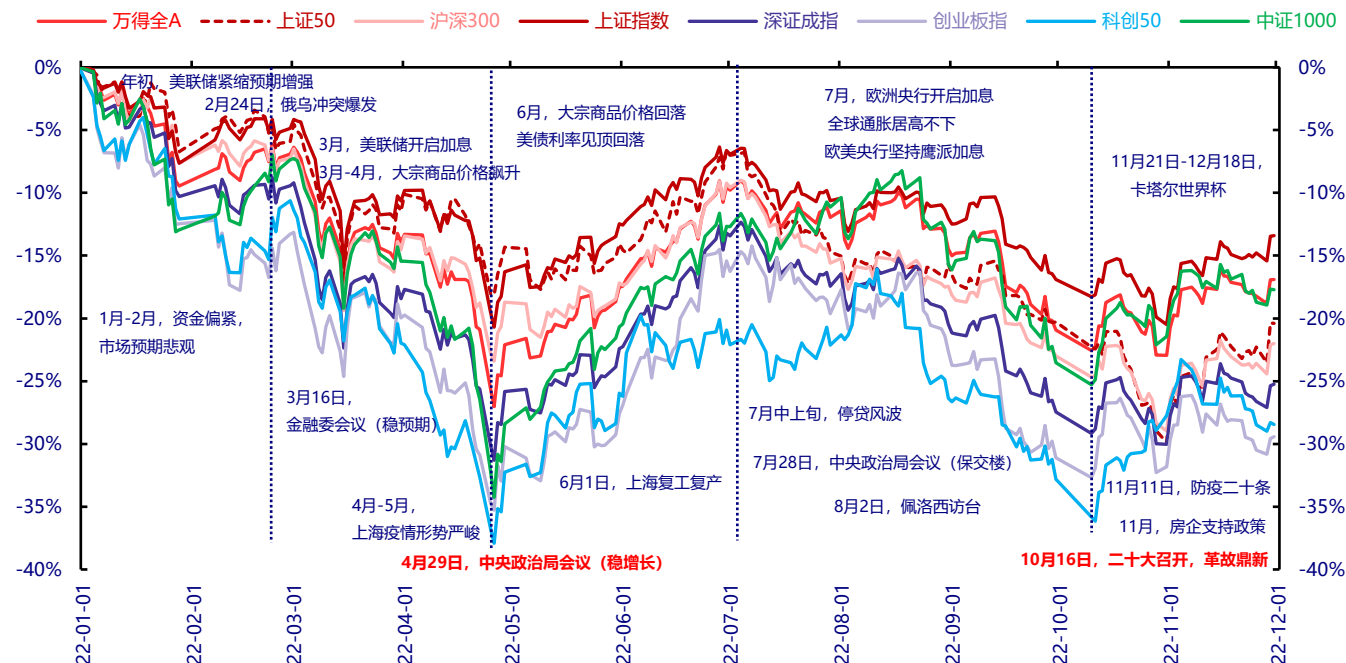
2022 年，在国内外众多因素的影响下，股市走势不确定性较强。A 股经历了先跌后涨、再跌再涨的“W”型行情，总体划分为五个阶段。如图 1 所示。

第一阶段：1 月至 2 月，A 股震荡下跌。美联储加息预期增强，市场风险偏好降低。国内政策偏紧，1 月和 2 月新成立基金份额分别为 1214.48 亿份、826.68 亿份，远低于 2021 年同期的 3117.91 亿份、5659.05 亿份的水平，市场情绪悲观。

第二阶段：2 月底至 4 月底，A 股大幅下跌。2 月 24 日，俄乌冲突正式爆发，全球供应链紧张加剧，国际大宗商品价格飙升，中上游行业生产成本提高。3 月美联储加息 50 个基点，开启本轮加息周期，科技股等估值大幅降低。3 月，国务院金融委会议释放政策底信号，短暂拉升股市。4 月，上海疫情爆发，封控措施升级，全国物流供应链受较大影响。

第三阶段：4 月底至 7 月初，股市反弹，A 股走出独立行情。4 月 29 日，中央政治局会议召开，发布一系列稳增长措施，稳定市场预期。6 月初，上海疫情好转，逐步解除封控、恢复正常生活生产秩序。同时，国际大宗商品价格自高位回落，美债到期收益率见顶回落，市场信心恢复。

图 1. 2022 年 A 股主要宽基指数涨跌情况



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

第四阶段：7 月初至 10 月初，股市二次探底。7 月，国内停贷风波爆发，房地产行业保交楼压力增大。欧洲央行 7 月开启 11 年来首次加息，美联储官员表态偏鹰派，海外衰退预期增强。8 月初，美国国会众议院议长佩洛西窜访中国台湾，台海局势紧张。A 股市场震荡下行。

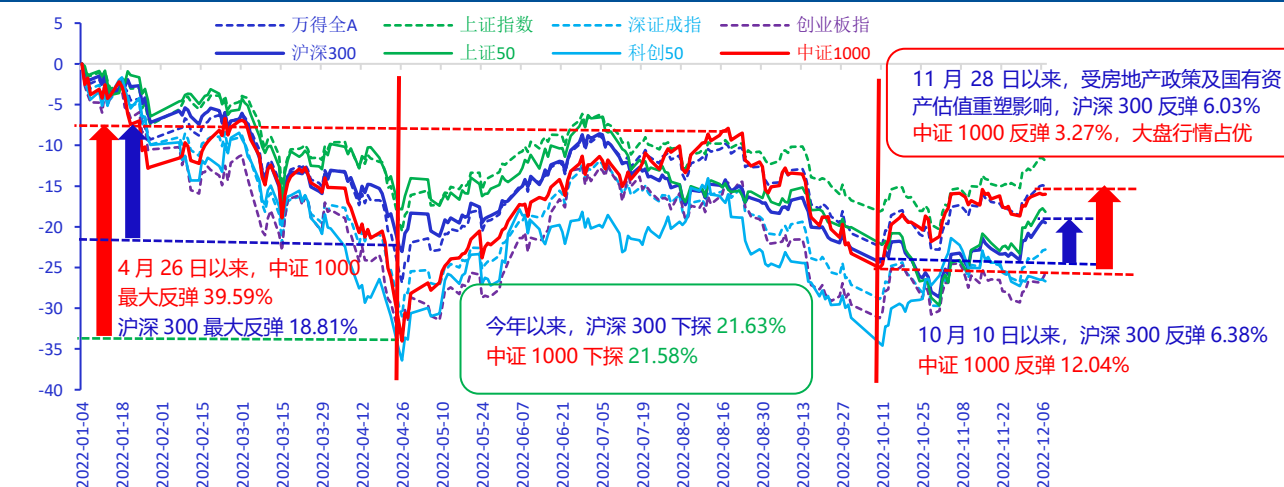
第五阶段：10月初至今，股市震荡上行。二十大胜利召开，上市公司三季报转稳，多项经济增长指标转好，市场情绪开始乐观。11月，房地产支持政策加码，利好地产产业链。但10月我国出口和消费月度同比增速均转负，11月疫情多地散发、确诊病例激增，叠加四季度和明年海外经济衰退可能性增大，我国经济增长面临较强不确定性，市场虽乐观但偏谨慎，股市短暂上行后窄幅整理。

(二) 市场风格：大盘 VS 小盘 & 成长 VS 价值

2022年以来，A股市场仍遭重挫，到目前为止仍未完全恢复。年初至今，主要指数仍未恢复，沪深300(-21.63%) < 中证1000(-21.58%)；从成长股与价值股分析，价值(-13.99%) > 成长(-27.47%)。详见图2、3所示，行情总体呈现“W”型走势：

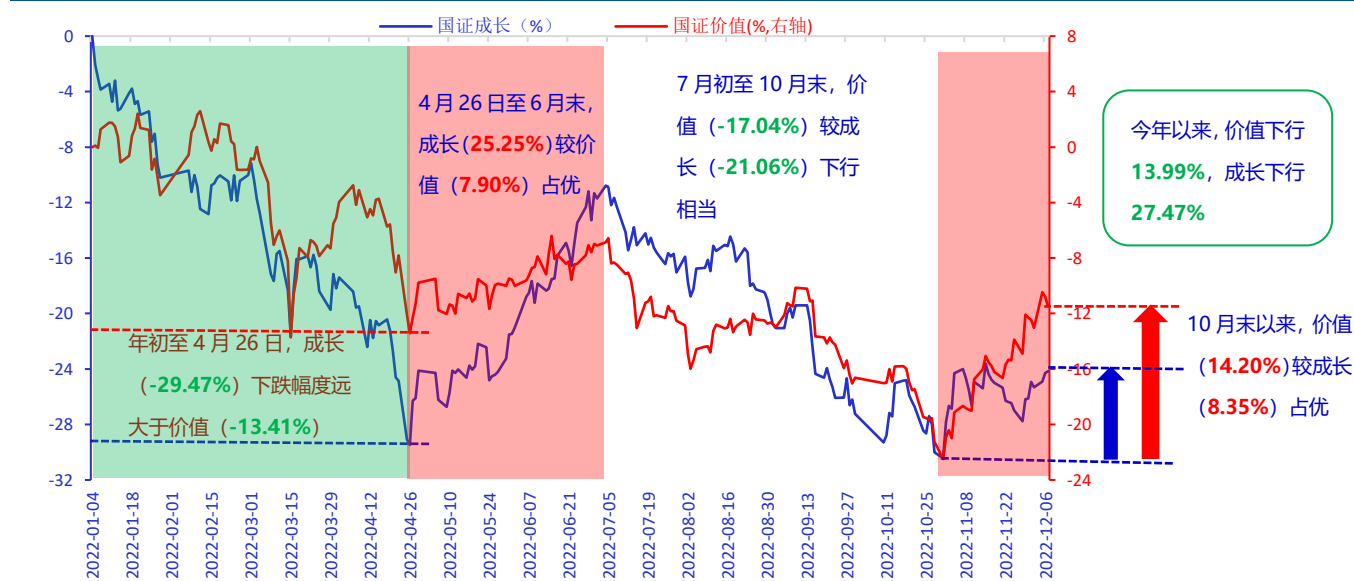
- 年初至4月26日，A股全盘严重下挫，各指数下行分化较大。从A股市场主要指数分析，上证50(下行17.86%，记为-17.86%，下同)、沪深300(-23.05%)、中证1000(-34.03%)等下跌分化严重，小盘指数收益率下行幅度大于大盘宽基指数；对比成长股与价值股，成长宽基指数(-29.47%) < 价值宽基指数(-13.41%)，分化甚大。
- 4月27日至6月末，A股开始反弹，但反弹行情分化。从A股市场主要指数分析，沪深300(18.81%) < 中证1000(39.59%)，小盘股率先快速反弹，大盘蓝筹反弹速度弱于中小盘股；从成长股与价值股分析，成长(25.25%) > 价值(7.90%)，成长股反弹速度快于价值股。上半年，下探幅度越大，反弹情绪越高涨。
- 7月初至10月上旬，随着大盘震荡走弱，沪深300(-17.24%)与中证1000(-15.43%)震荡下行；7月初至10月末，价值(-17.04%)与成长(-21.06%)均又大幅下行。
- 10月上旬以来，沪深300反弹6.38%，中证1000反弹12.04%；10月末以来，受房地产融资政策与国有资产重新估值的影响，价值(14.20%)较成长(8.35%)占优。

图2. A股主要指数盘面收益率(%)分化



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 3. 今年以来价值与成长涨跌情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、研判 2023 年 A 股市场大盘 VS 小盘

(一) 大小盘历史回顾

截至 2022 年 12 月初, 与上年末收盘价相比较, 大盘指数下跌幅度大于小盘指数, 其中, 沪深 300 下跌 22.01%, 大盘指数下跌 22.21%, 中证 1000 下跌 17.73%, 小盘指数下跌 16.02%。从中证 1000/沪深 300、小盘指数/大盘指数来看风格转换, 2022 年 1-4 月, 大盘指数占优; 5-10 月, 小盘总体占优; 11 月, 大盘占优。

2022 年, 沪深 300 和大盘指数下跌幅度差不多, 中证 1000 和小盘指数下跌幅度相差不多, 由于沪深 300 在 2002 年以后才有数据, 中证 1000 在 2005 年以后才有数据, 而大盘指数和小盘指数在 2000 已有数据, 因此, 我们选择大盘指数和小盘指数进行后续的风格分析。如图 4、5 所示。

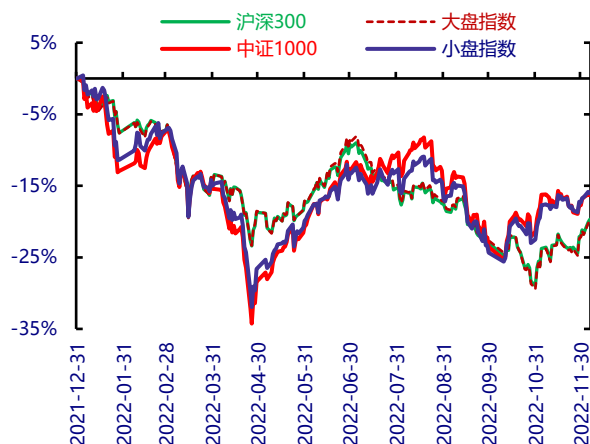
截至 2022 年 11 月 30 日, 小盘指数成分股的总市值低于 400 亿, 而自由流通市值主要集中在 20-120 亿区间; 大盘指数成分股的中市值高于 400 亿, 自由流通市值主要集中在 100-900 亿区间。如图 6、7 所示。

从成分股公司属性来看, 大小盘指数分化较为明显, 大盘指数和小盘指数的中中央国有企业占比分别为 29%、15%, 民营企业占比分别为 33.5%、50.5%, 其他类型的企业占比情况相差较小, 即大盘股国企比例更高, 小盘股民企比例更高, 如图所示。从成分股上市日期来看, 大盘指数、小盘指数 2000-2009 年期间上市的成分股占比分别为 35%、23.8%, 2010-2019 年期间上市的成分股占比分别为 38%、43.5%, 其他期间两者比例相当, 因此, 相较于小盘股, 大盘股总体上市日期更早。如图 8、9 所示。

大盘指数与小盘指数多数时候同涨同跌, 与大势行情一致, 但涨跌幅不同, 从而存在占优风格。从月度涨跌幅之差来看, 短期内, 大小盘风格轮动较快, 但长期看, 仍有明显的占优风

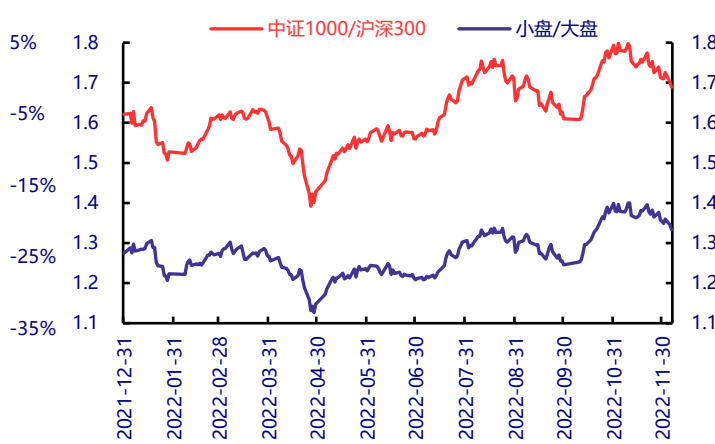
格。如图 8 所示。

图 4. 2022 年以来大小盘指数涨跌幅



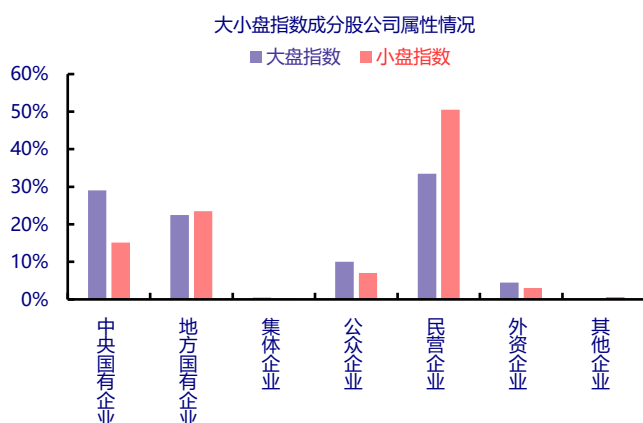
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5. 2022 年以来大小盘风格转换



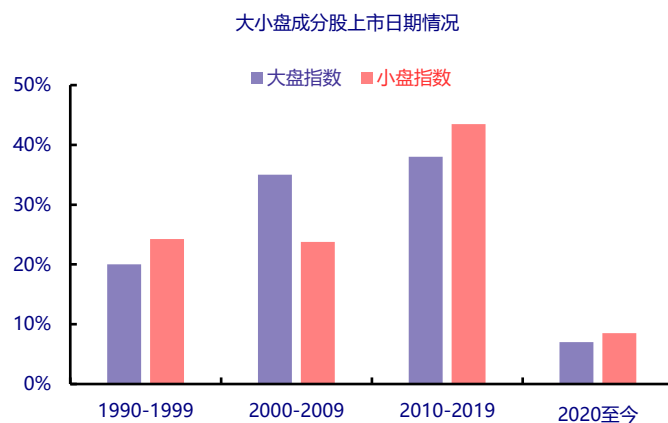
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6. 大小盘指数成分股公司属性情况



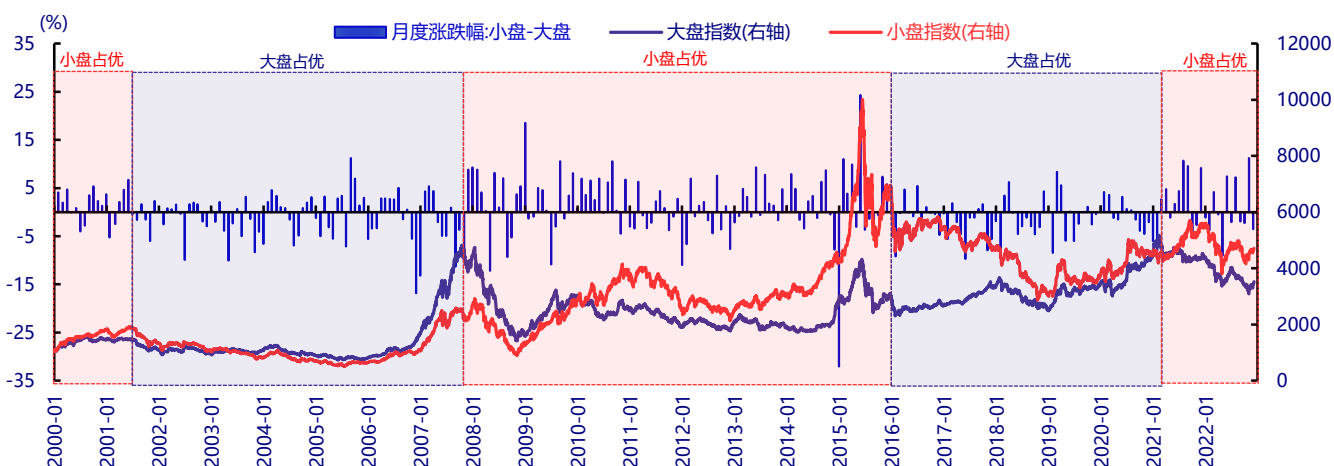
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 7. 大小盘指数成分股上市日期情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

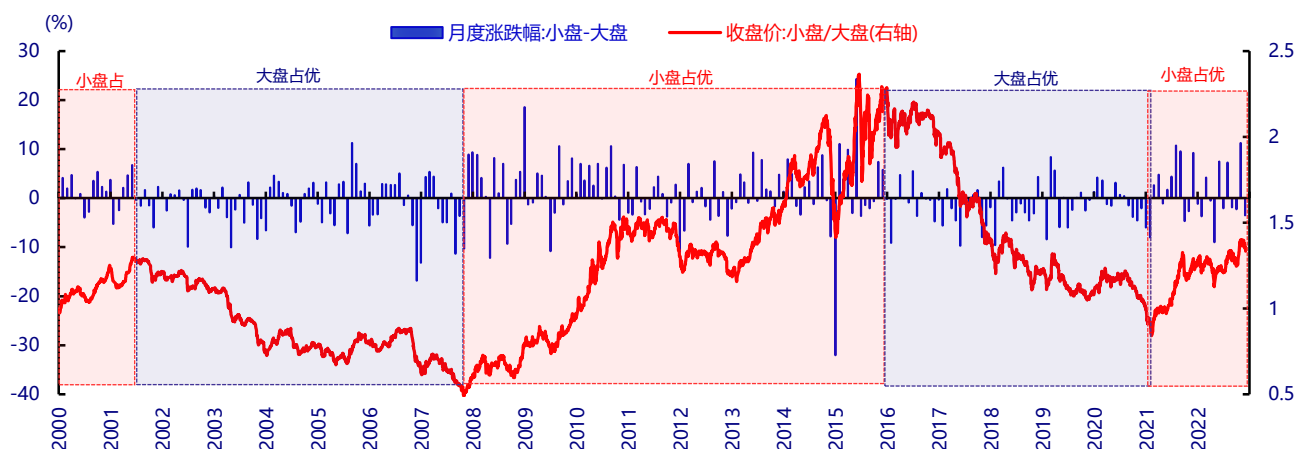
图 8. 2000-2022 年大小盘指数及其月度涨跌幅之差



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 9. 2000-2022 年大小盘风格转换



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

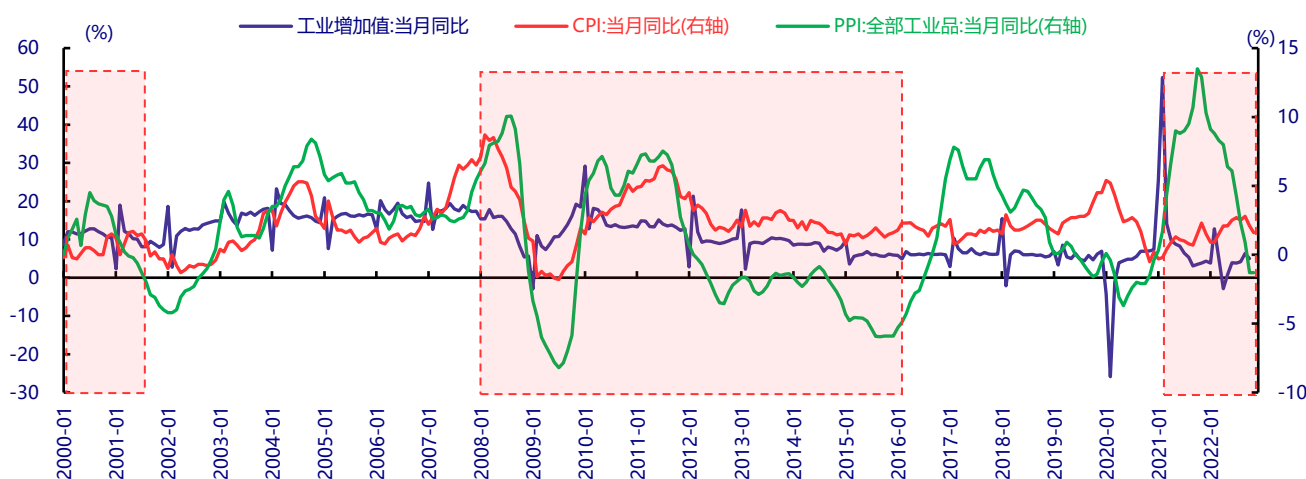
从两者收盘价比值来看, 风格转换更加明显。自 2000 年以来, 大小盘风格轮转大致情况如下: 第一阶段, 从 2000 年至 2001 年上半年, 小盘股占优; 第二阶段, 从 2001 年下半年至 2007 年, 大盘股占优; 第三阶段, 从 2008 年至 2015 年, 小盘股占优; 第四阶段, 从 2016 年至 2020 年, 大盘股占优; 第五阶段, 2021 年至今, 小盘股占优。如图 9 所示。

(二) 大小盘轮换的影响因素分析

1. 大小切换是否与经济周期有关?

从经济周期来看, 由于每个阶段大盘(小盘)风格占优时间跨度较大, 期间包括了完整的经济周期, 因此, 从经济增速和通货膨胀的表现难以判断大小盘的占优风格。例如, 小盘股占优期间, 2008-2015 年期间经济增速经历了高低切换, 通胀水平也存在较大跨度, 而大盘股占优期间, 2001-2008 年经济增速处于较高水平、通胀先升后降再升, 但 2016-2020 年经济增速不断下降、通胀先升后降。因此, 大小盘风格与经济周期并无很大的相关性, 如图 10 所示。

图 10. 经济周期与大小盘风格转换



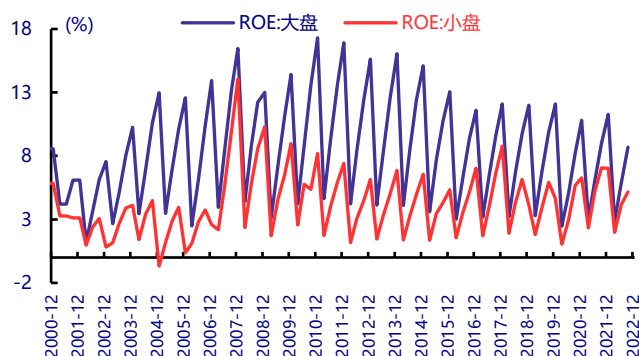
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

2. 大小切换是否可以从大小盘业绩识别？

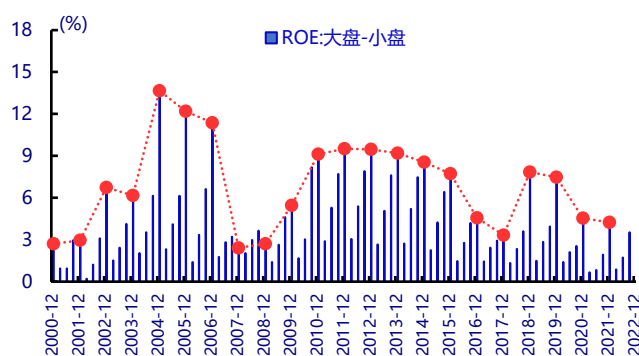
从业绩来看，大小盘净资产收益率走势总体一致，但大盘股高于小盘股，两者的净资产收益率之差大于 0。2008-2015 年，小盘股占优阶段，大小盘股指净资产收益率均快速上升并保持较高水平，同时，两者净资产收益率之差快速上升并保持较高水平；但 2000-2001 年和 2021 年至今的小盘股占优阶段，大小盘股指净资产收益率均处于较低水平，且两者之差也处于历史较低水平。如图 11、12 所示。可见，大小盘风格占优与净资产收益率之间无直接相关关系。

图 11. 大小盘指数净资产收益率 (ROE)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 12. 大小盘指数净资产收益率 (ROE) 之差



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从营收同比增速和归属母公司净利润同比增速来看，同样，小盘（大盘）风格占优时间跨度大，期间包括完整的业绩增速周期，如图 13、14 所示。因此，难以从业绩增速预判大小盘占优风格。

图 13. 大小盘指数营收同比增速比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 14. 大小盘指数归属母公司净利润同比增速比较



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 大小盘切换是否由流动性决定？

用 10 年期中国国债到期收益率度量货币流动性，作为工具变量分析流动性对大小盘风格转换的影响。其中，2002-2007 年，大盘风格总体占优，期间 10 年期国债收益率经历了两次时间较长、空间较大的先升后降周期，表明期间货币流动性与风格转换无直接关系。2009-2014 年、2018-2019 年，10 年期国债收益率与小盘/大盘收盘价比值同升同降、走势高度一致；2015-2016 年、2020-2022 年，10 年期国债收益率与小盘/大盘收盘价走势高度负相关。如图 15 所示。可见，货币流动性与大小盘风格转换之间没有直接的相关关系。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

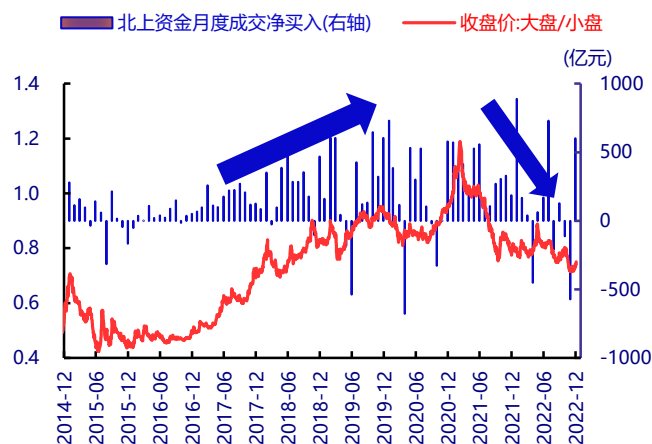
图 15. 10 年期中国国债到期收益率与大小盘风格转换



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

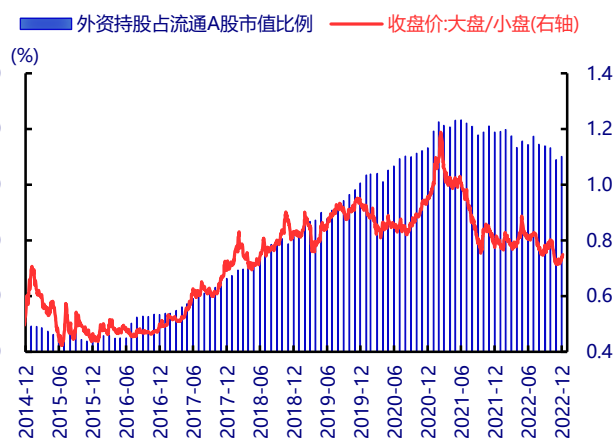
2014 年 11 月 17 日,“陆股通”通道正式开通,北向资金(外资)开始流入 A 股,提升了 A 股市场的活力。2014 年至今,北上资金月度净买入额与大盘/小盘收盘价比值之间总体上呈现正相关关系。同时,外资持股流通市值占 A 股比例与大盘/小盘收盘价比值之间也呈现总体正相关。主要因为北向资金青睐 A 股中的权重股、行业龙头股,而这些股票通常都是大盘股。可见,北向资金一致稳健偏爱大盘股,因此北向资金并非完全的大小切换的信号,属于必要非充分条件,但结论反过来成立,即大盘股弱于小盘股行情时,外资持股占流通股市值比例下降;大盘股强于小盘股行情时,外资持股占流通股市值比例抬升。如图 16、17 所示。

图 16. 北向资金净买入与大小盘风格转换



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 17. 外资持股占流通 A 股市值与大小盘风格转换



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4. 相对估值是否可预判大小盘风格轮转?

从估值来看,大小盘股指估值走势总体一致,小盘和大盘的收盘价比值与小盘和大盘市盈率比值、市净率比值走势高度正相关。如图 18、19 所示。

截至 2022 年 12 月 6 日,大盘指数 PE 估值为 13.78 倍,低于 2000 年以来的历史均值(20.87 倍),但高于均值-1x 标准差(10.08 倍);小盘指数 PE 估值为 24.17 倍,低于 2000 年以来的历史均值(47.61 倍),也低于均值-1x 标准差(24.23 倍)。因此,比较之下,小盘指数

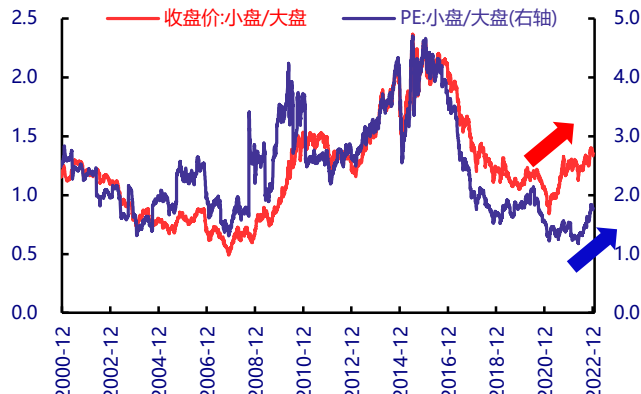
市盈率相对估值水平更低，上涨空间更大。

图 18. 2000-2022 年大小盘指数市盈率估值 PE(TTM)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

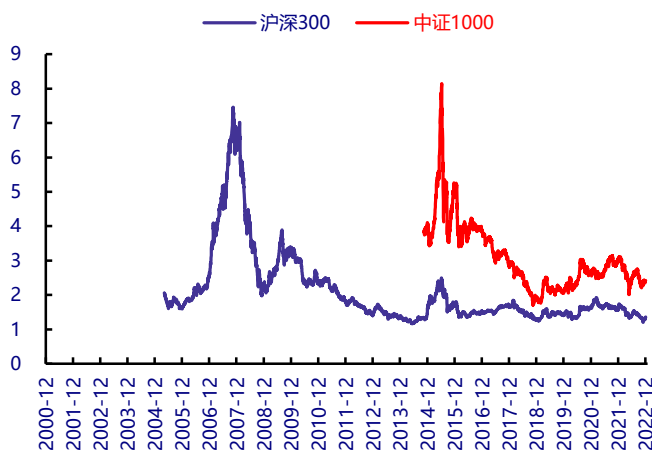
图 19. 大小盘指数市盈率比值与风格转换



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

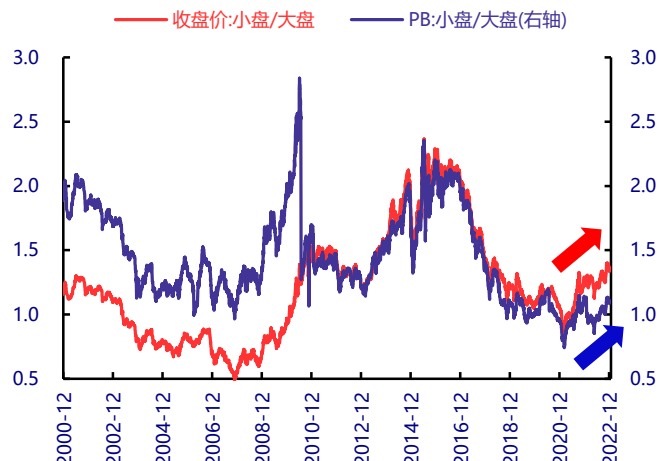
截至 2022 年 12 月 7 日，大盘指数 PB 估值为 1.67 倍，低于 2000 年以来的历史均值（2.45 倍），但高于均值-1x 标准差（1.45 倍）；小盘指数 PB 估值为 1.8100 倍，低于 2000 年以来的历史均值（3.6202 倍），也低于均值-1x 标准差（1.8113 倍）。同样，比较之下，小盘指数 PB 相对估值水平更低，上涨空间更大。如图 20、21 所示。

图 20. 2000-2022 年大小盘指数市净率估值 PB



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 21. 大小盘指数市净率比值与风格转换



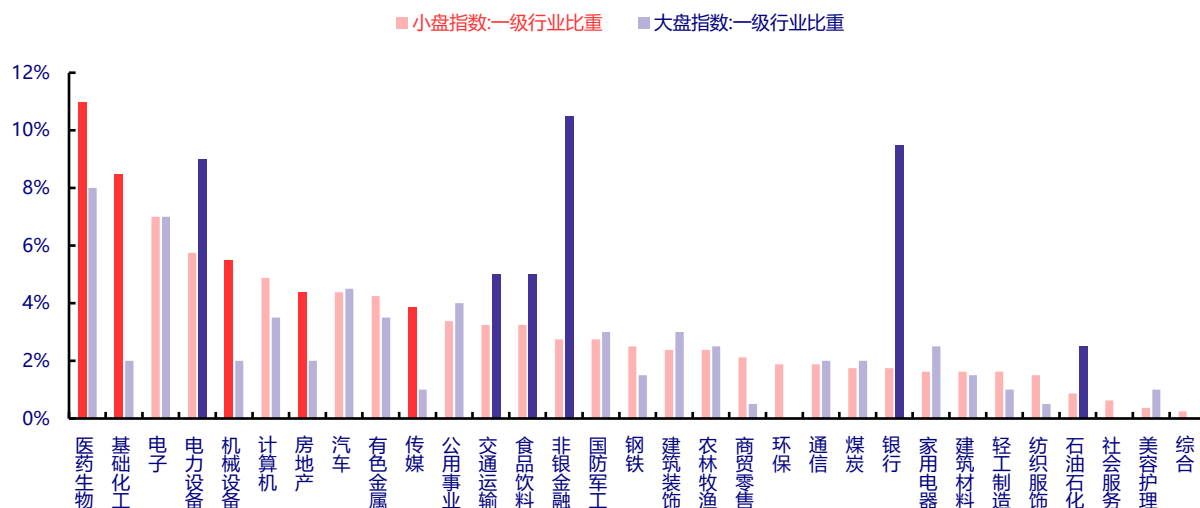
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

5. 行业属性是否可作为大小盘切换依据？

从行业来看，截至 2022 年 11 月底，大小盘指数成分股所属一级行业比重存在明显分化。其中，小盘指数中医药生物、基础化工、计算机、房地产、传媒等一级行业占比明显高于大盘指数，可知这些行业小盘股占比较大；大盘指数中非银金融、银行、电力设备、石油石化、交通运输、食品饮料等一级行业占比明显高于小盘指数，可知这些行业中大盘股占比相对较大。因此，上述行业对大小盘风格转换影响重大。而电子、通信、汽车、农林牧渔、建筑材料等行业在大小盘指数中占比相差不大，如图 22 所示。从行业的生命周期中，一般情况下，萌芽期、成长期内小盘股占比相对较高；随着并购投资进行，且行业步入成熟稳定期，大盘股占比越来

越高。从产业链上下游来看，中上游行业大盘股占比相对较高，中下游行业则小盘股占比较高。因此，若小盘股集中的行业上涨较快，则小盘股相对占优；反之，则大盘股占优。

图 22. 大小盘指数成分股所属一级行业比重



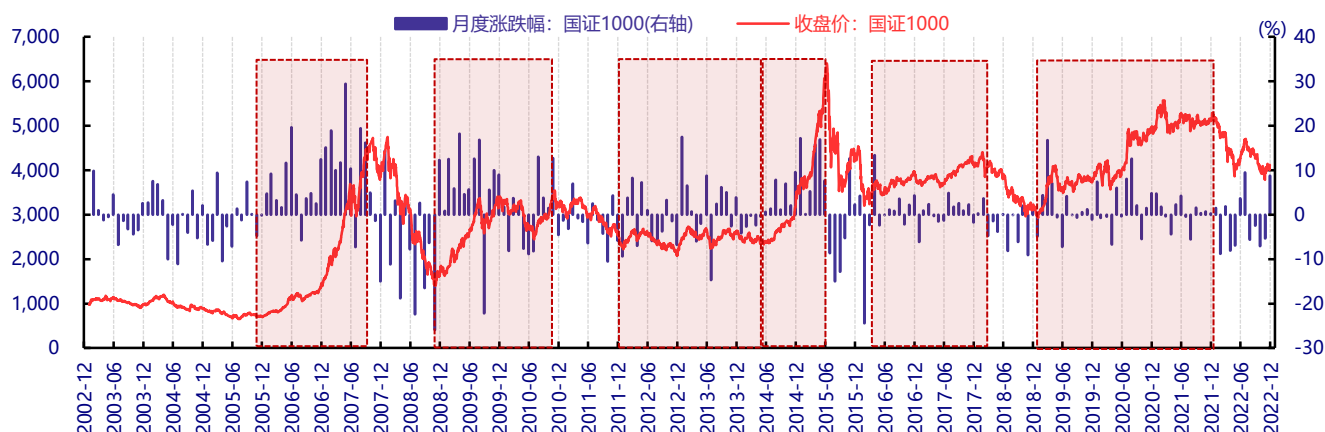
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

三、研判 2023 年 A 股市场成长 VS 价值

（一）成长与价值股历史回顾

国证 1000 指数反映了 A 股市场大中盘股票价格走势，与全 A 走势高度一致。同时，其成分股交易活跃，能够较准确地反映市场情绪变化。其中，国证成长由国证 1000 指数样本股中成长风格较突出的 332 只股票编制而成，国证价值则是选取价值风格较为突出的 332 只股票编制而成，覆盖股票数量相对于其他风格指数占优。因此，选择国证成长与国证价值指数来分析股市风格转换。选取 2003-2022 年的数据，按照月度涨跌幅变化，将国证 1000 按照表现周期划分为股市震荡期、上行期和下行期。如图 23 所示。

图 23. 2003-2022 年国证 1000 月度涨跌幅



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

根据股指期间涨跌幅来看，2003-2021 年，国证 1000 指数经历了五个较长的下行上行周期，2022 年进入第六个周期的下行阶段。在前五个周期的下行阶段中，股指下跌幅度较大的是 2007 年 10 月至 2008 年 10 月，国证 1000 下跌 68.80%，下跌幅度最小的是 2003 年 1 月至 2005 年 11 月，国证 1000 下跌 28.71%。本轮下跌周期中，2022 年 1 月至 11 月，国证 1000 指数下跌 20.52%。但由于 11 月股指整体上涨，因此，如果以 10 月末为本轮周期的底部，则 2022 年 1 月至 10 月，国证 1000 指数已下跌 26.92%，下跌时长为 10 个月，下跌幅度和下跌时长均相对好于历次下跌周期。如表 1 所示。

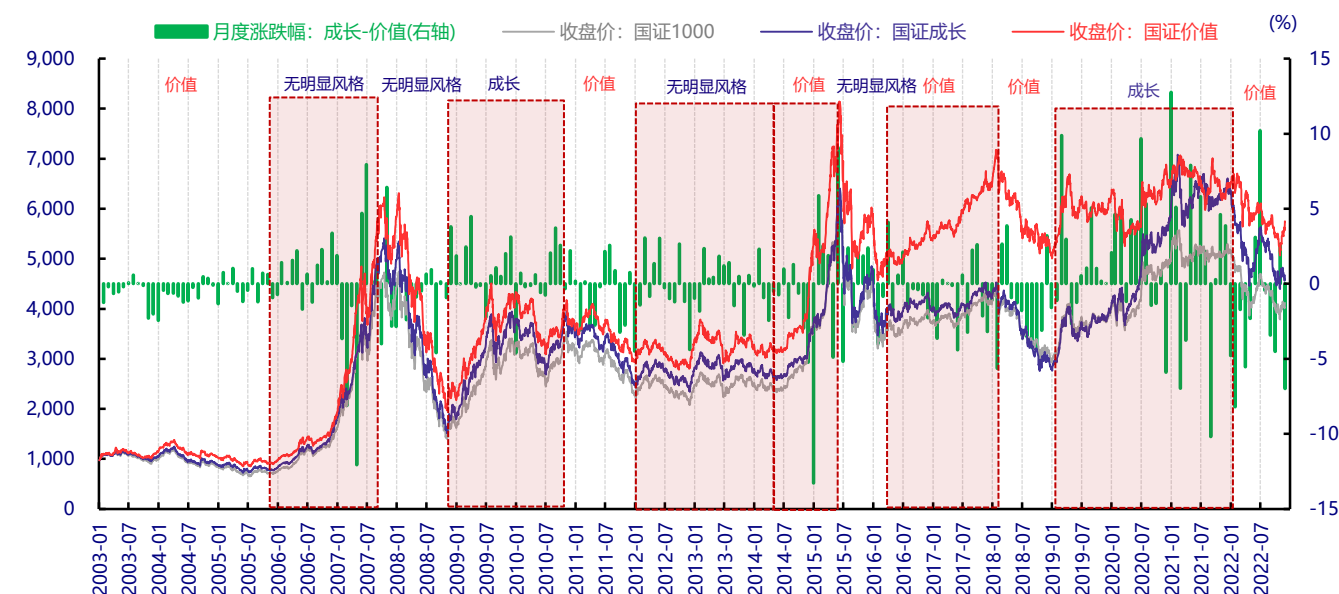
同时，较长的股市周期中通常包含多个较短的周期。例如，2012 年 1 月至 2014 年 4 月，股指整体窄幅震荡，但期间经历了多轮较短的上行下行周期。

表 1. 2003-2022 年国证 1000 指数表现与风格转换

股市周期划分	时间跨度(月)	股市表现	国证1000	国证成长	国证价值	风格转换	局部细分	时间跨度(月)	股市表现	国证1000	国证成长	国证价值	风格转换
2003年1月-2005年11月	35	下行	-28.71%	-22.13%	-8.86%	价值占优							
2005年12月-2007年9月	22	上行	542.71%	560.70%	564.80%	无明显风格	2005年12月-2006年12月	13	上行	127.77%	132.31%	109.62%	成长占优
							2007年1-4月	4	上行	89.26%	69.87%	109.65%	价值占优
							2007年5-9月	5	上行	49.10%	67.43%	51.27%	成长占优
2007年10月-2008年10月	13	下行	-68.80%	-69.38%	-66.74%	无明显风格							
2008年11月-2010年10月	24	上行	134.57%	137.80%	96.62%	成长占优							
2010年11月-2011年12月	14	下行	-31.10%	-32.56%	-24.85%	价值占优							
2012年1月-2014年4月	28	震荡	2.83%	4.99%	6.29%	无明显风格	2012年1-9月	9	震荡	-0.47%	2.40%	-2.44%	成长占优
							2012年10月-2013年1月	4	上行	14.95%	15.94%	26.01%	价值占优
							2013年2-7月	6	下行	-11.88%	-11.94%	-18.47%	成长占优
							2013年8月-2014年4月	9	震荡	1.99%	0.42%	6.04%	价值占优
							2014年5-12月	8	上行	55.96%	39.91%	70.51%	价值占优
2014年5月-2015年5月	13	上行	139.78%	115.69%	127.21%	价值占优	2015年1-5月	5	上行	53.74%	54.17%	33.26%	成长占优
2015年6月-2016年2月	9	下行	-43.14%	-38.59%	-35.53%	无明显风格							
2016年3月-2018年1月	23	上行	32.15%	24.27%	51.83%	价值占优							
2018年2-12月	11	下行	-30.52%	-35.82%	-27.82%	价值占优							
2019年1月-2021年12月	36	上行	74.23%	127.67%	27.91%	成长占优							
2022年1月-至今	12	下行	-20.52%	-26.87%	-11.77%	价值占优	2022年1-4月	4	下行	-20.47%	-24.88%	-9.24%	价值占优
							2022年5-6月	2	上行	13.49%	16.85%	3.10%	成长占优
							2022年7-10月	4	下行	-19.03%	-21.54%	-16.68%	价值占优
							2022年11-12月	1	上行	8.77%	6.19%	13.17%	价值占优

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 24. 2003-2022 年成长与价值风格转换



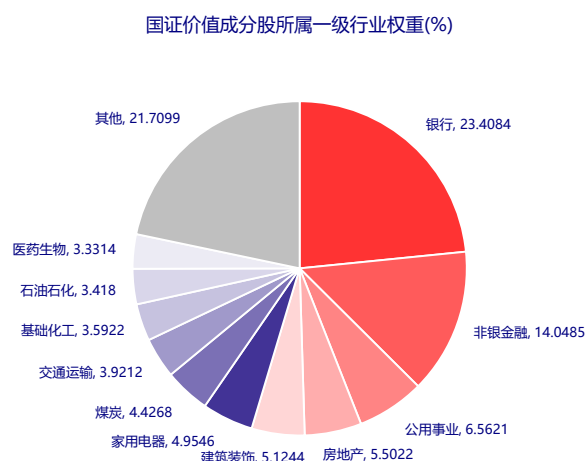
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从风格转换来看，前五轮股指下行周期中，3次价值占优，2次无明显风格（价值略微占优）。2022年以来的本轮下行周期中，总体上价值占优。因此，在股市下行周期中，总体上价值风格占优。在前五轮股指上行和震荡周期中，2次成长占优，2次价值占优，2次无明显风格，从时间长度来看，其中，98个月为成长占优，48个月为价值占优。因此，在股市上行周期中，成长风格占优的可能性更大。如图24所示。

同时，从国证成长与国证价值收盘价的比值变化来看，风格切换也基本符合上述划分。

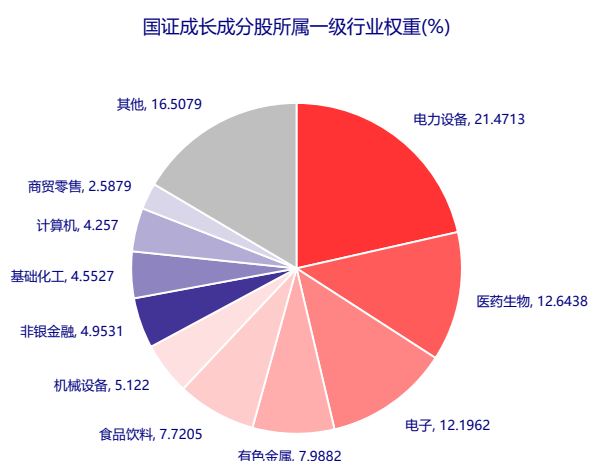
从一级行业来看，截至2022年11月30日，国证价值的成分股中，权重较大的行业依次是银行（23.4084%）、非银金融（14.0485%）、公用事业（6.5621%）、房地产（5.5022%）、建筑装饰（5.1244%）、家用电器（4.9546%），这六类行业合计占比约60%。国证成长的成分股中，权重较大的行业依次是电力设备（21.4713%）、医药生物（12.6438%）、电子（7.9882%）、食品饮料（7.7205%），这五类行业合计占比约62%。但成长与价值风格是个股之间的比较，与行业并无直接关系。行业不是划分成长和value风格的绝对标准，因为行业生命周期决定其不同阶段增长速度不同，从而价值属性和成长属性不同，且同一行业内个股之间表现差异也较大。如图25、26所示。

图 25. 国证价值成分股所属一级行业权重



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 26. 国证成长成分股所属一级行业权重



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

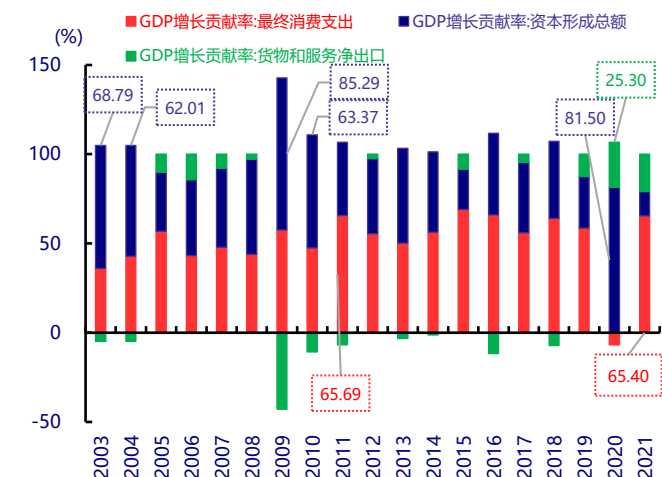
（二）成长与价值轮换的影响因素分析

1. 经济周期是否决定成长价值切换？

回顾我国经济增长历程，总体上，投资对 GDP 增长贡献率长期居于高位，2012 年以后才逐渐下降，但危机时刻，例如 2020 年，投资仍然发挥着稳增长的重要作用。2003 年以来，而消费支出占比总体呈上升趋势，净出口贸易则不太稳定，受国际因素影响较大。其中，2003-2004 年、2009-2010 年、2020 年，资本形成总额对 GDP 增长的贡献率均高于 60%。2011 年、2015-2016 年、2018 年、2021 年，最终消费支出对 GDP 增长贡献率均高于 60%。2020-2021 年，贸易对 GDP 增长贡献率均高于 20%。从对 GDP 增长的拉动来看，2003-2004 年，2008-2010 年，2013 年，2020 年，资本形成总额拉动作用最大；其余年份，消费的拉动作用最大。

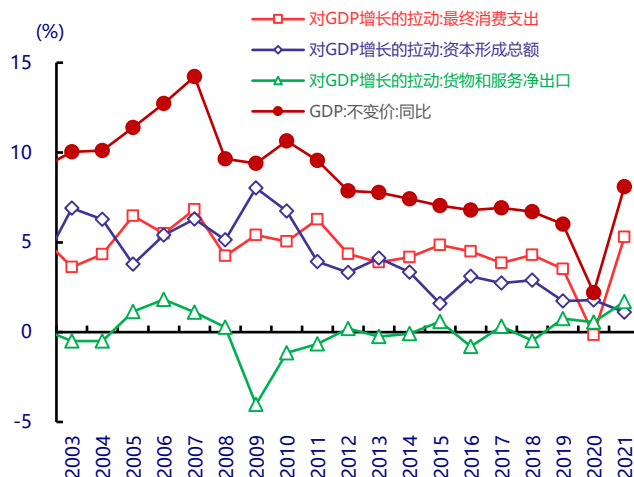
如图 27、28 所示。

图 27. 三驾马车对 GDP 增长的贡献率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 28. 三驾马车对 GDP 增长的拉动



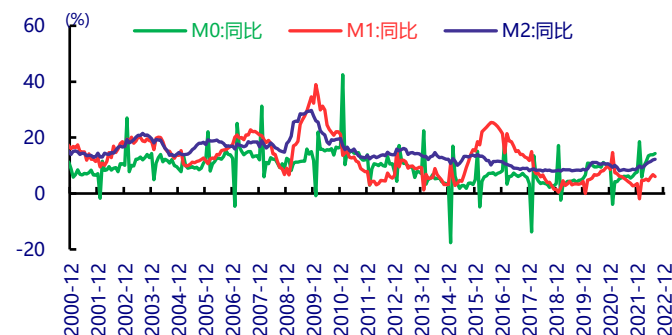
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从经济周期来看，GDP 季度同比增速呈上升趋势时，成长风格占优，例如，2005 年至 2007 年第二季度，季度 GDP 同比增速保持在 10% 以上的较高水平，且呈上升趋势；2009 年至 2010 年一季度，经济刺激计划下，以及基数效应影响下，GDP 增速快速提高；2020 年二季度至 2021 年，疫情影响降低之后，经济快速增长。以上经济增速较高或加快的时期均对应成长风格占优。2010 年以来，我国经济增长持续放缓，GDP 同比增速 2010 年为 10.64%，2019 年至 6.01%。但经济增速放缓期间，价值风格占优与成长风格占优交叉出现，并无明显风格特征。

2. 市场流动性更加偏爱成长还是价值？

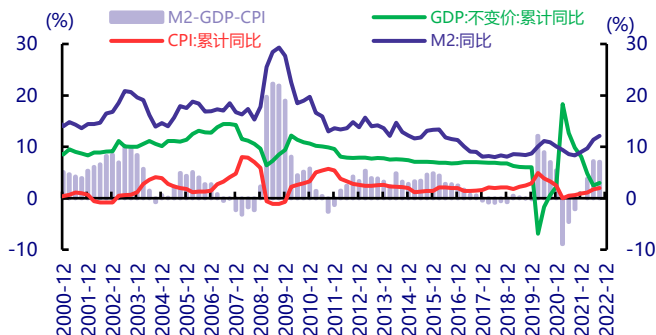
从宏观流动性来看，我国货币流动性总体充裕。2003 年至今，M2 同比增速大多数时期高于 GDP 和 CPI 同比增速之和。由于 GDP 和 CPI 同比增速之和反映的是实体经济增长对于流动性的需求，因此，M2 同比增速超过两者之和的部分反映的是流向金融体系的流动性，对股市影响较大。2022 年前三季度，相对流动性均为正值，表明当前市场流动性充裕。若但从流动性考察，从历史行情分析，流动性具有中性特征(货币中性)，因此，市场流动性并非决定成长与价值风格切换。如图 29、30 所示。

图 29. 2000-2022 年 M0、M1、M2 同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 30. 2000-2022 年相对流动性 (M2-GDP-CPI)

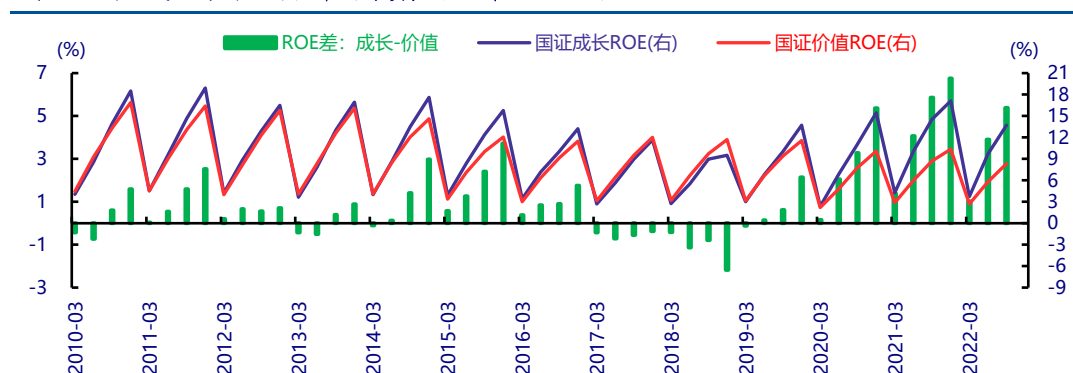


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 业绩是否为成长价值的催化因素？

从业绩表现来看，国证成长和国证价值周期总体同步。从平均资产收益来看，在上涨阶段，成长风格业绩增幅高于价值风格业绩；在业绩下滑阶段，成长风格业绩下滑幅度大于价值风格业绩，如图所示。所以，业绩上行期，成长相对占优；业绩下行期，价值相对占优。2022 年前三季度，国证成长和国证价值的净资产收益率（ROE）均低于去年同期水平，即业绩处于下行期，因此今年总体上价值占优。但下行幅度相对较小，且前三季度国证成长的 ROE 均高于国证价值，因此，结合我们对 2023 年宏观经济的预判，当前仍然处于成长风格占优可能性更大的阶段，不过，还需要经济增速上升以催化风格转换。如图 31 所示。

图 31. 国证成长与国证价值平均净资产收益率 ROE 差值



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

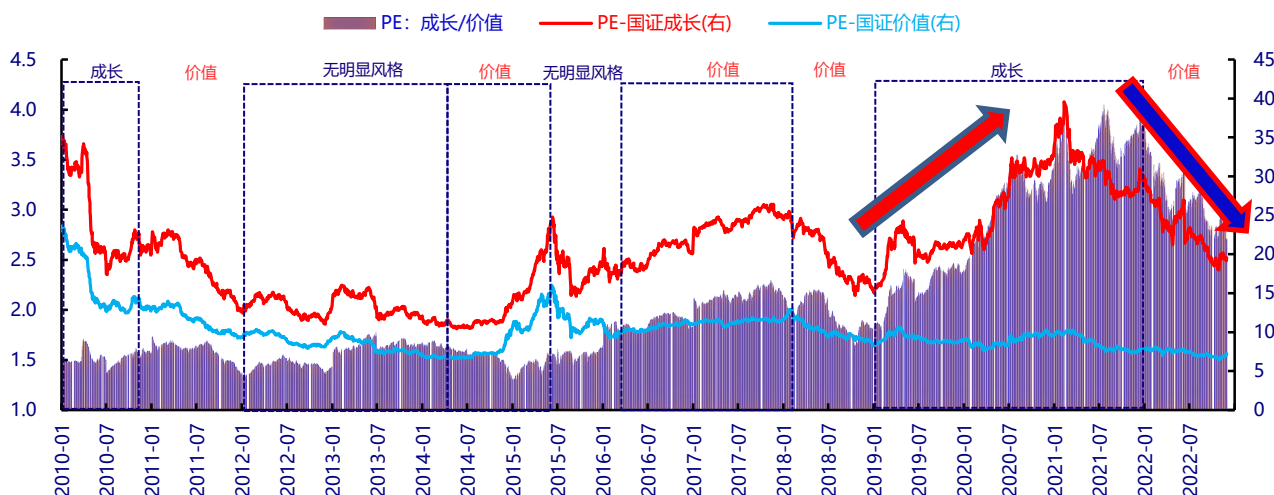
4. 估值水平是否是成长价值切换的关键因素？

从估值水平来看，成长风格股票和价值风格股票的估值变化趋势总体上一致，但由于成长风格股票估值波动更大、影响因素更多，成长风格类股票估值波动幅度更大，而价值风格股票估值波动区间相对较窄，从而两者估值的比值会有明显变化。成长风格占优阶段，成长股和价值股的相对估值水平总体呈上升趋势；价值风格占优阶段，成长股与价值股的相对估值水平也可能呈上升趋势，但上升幅度相对较小。从市盈率（PE）来看，成长风格占优阶段，2010 年 1 月至 10 月，2019 年 1 月至 2021 年 12 月，国证成长 PE/国证价值 PE 总体呈上升趋势；而价值占优阶段，2010 年 11 月至 2011 年 12 月，2018 年 2 月至 12 月，2022 年 1 月至 11 月，国证成长 PE/国证价值 PE 总体呈下降趋势，但 2016 年 3 月至 2018 年 1 月，两者的比值呈上升趋势。从市净率（PB）也能得到类似的结论。如图 32 所示。

总体上，价值类股票估值波动区间较窄，变化幅度较小，而成长类股票本身受增速影响较大，估值水平变化较剧烈，从而，国证成长估值/国证价值估值的走势与国证成长估值的走势较为一致。所以，估值水平相对更适用于判断成长类股票是否有上涨机会。

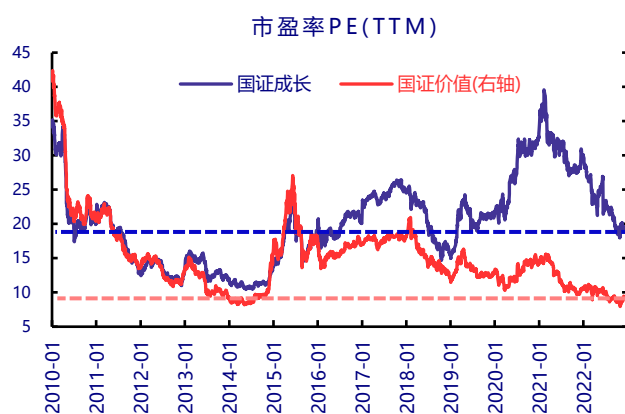
截至 2022 年 11 月 30 日，国证成长市盈率 PE 均值为 19.57 倍（2010 年至今均值为 20.38 倍），低于历史均值，但高于均值-1x 标准差水平；国证价值市盈率 PE 均值为 7.20 倍（2010 年至今均值为 10.02 倍），低于均值-1x 标准差水平；国证成长市净率 PB 均值为 3.31 倍（2010 年至今均值为 3.07 倍），高于历史均值，但低于于均值+1x 标准差水平；国证价值市净率 PB 均值为 0.81 倍（2010 年至今均值为 1.32 倍），低于均值-1x 标准差水平。可见，当前国证价值的估值水平相对更低。如图 33、34 所示。

图 32. 2010-2022 年国证成长与国证价值动态市盈率 PE (TTM) 估值及其比值



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 33. 2010-2022 年国证成长与国证价值动态市盈率估值



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 34. 2010-2022 年国证成长与国证价值市净率估值



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

5. 行业属性是否为成长价值转换的因素？

2022 年 1-11 月，领涨行业分别是银行、有色金属、煤炭、食品饮料、汽车、电力设备、环保、煤炭、煤炭、计算机、房地产。而 11 月以来的这波上涨中，盘面轮动特征明显，主要是预期和政策推动下的交易性机会，从周度来看，汽车、房地产、医药生物、房地产分别领涨。

从行业或主题来看，各类行业增长的驱动力不同，主要有以下三类：（1）当前处于高速增长的行业。在绿色低碳要求下，新能源行业成长性较高，具体可细分为光伏产业、储能产业等。但新旧能源交替之际，煤炭、石油石化等传统能源在供给短缺、需求增长时仍将发挥重大的能源保供作用，从而存在一定上涨机会。数字经济发展背景下，国家安全、信创产业、平台经济等领域将持续推进，存在长期性的机会。（2）政策驱动类行业。“稳增长”背景下，基建发挥压舱石作用，2022 年 11 月，建筑业商务活动指数为 55.4%，连续 6 个月位于较高景气区间，预计 2023 年建筑业总体仍将保持较快增长。维护金融系统稳定性和“保交楼”政策下，房地产产业链（房地产、银行、建材、家用电器等）存在交易性机会。（3）受疫情扰动较大的行业。若疫情防控形势好转，生活生产场景恢复正常，则大消费产业链有较大上涨机会，例如，道路请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

运输、航空运输、住宿餐饮、旅游等行业。由此，**预判 2023 年，综合分析，明年成长风格确定性相对较高，但价值风格也有较多上涨机会。**

三、政策性风格机会：重塑中国特色估值体系

（一）背景分析

A 股市场估值存在结构性国有企业估值相对偏低问题，不同类型的 A 股企业估值分布并不均衡。据 wind 数据统计显示，截至 2022 年 11 月 22 日，上市国企和非国企的市盈率（PE）TTM 估值分别为 11.0 倍和 34.3 倍；其中金融板块的估值更低，当前的市盈率和市净率分别为 5.9 倍和 0.58 倍，市净率估值已处于历史最低状态；上市银行的市盈率和市净率为 4.3 倍和 0.51 倍，股息率高至 6.1%。11 月 21 日，证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上对如何建设“中国特色现代资本市场”进行了详细阐述。其中他提出，“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。政策层面，国有企业投资价值凸显，央企具有较强的防御属性，高股息优势突出。2022 年 11 月下旬开始，成长与价值风格转换的机会明显提升，布局国有企业适应风格切换。

具体地，在当前不确定性较强的环境下，国有资产的相对确定性较高，配置价值抬升。首先，在今年多重事件冲击下，央企、国企展现出较强韧性，营收增长和利润增速均高于市场平均水平；其次，国有企业在我国经济发展中具有举足轻重的地位，是经济发展中的压舱石，在防范化解重大风险过程中，维护社会稳定中起着重要作用；第三，国有企业是我国迈向高质量发展的主力军，是国家安全保障的重要执行者。第四，今年是国企三年改革收官之年，在政策催化下板块估值有望持续抬升。

（二）弱经济背景下确定性价值凸显

国有企业在经济下行压力较大的环境中，往往表现出较强韧性。国内受疫情影响，失业率上升，经济基础较弱，今年前三季度 GDP 增速仅为 3%，11 月份 PMI 持续回落至 48%，位于收缩区间，恢复到疫情之初仍存在较大困难。在当前弱经济现实下，国有企业的稳定性凸显，尤其龙头央企、地方国企配置价值抬升。

市场表现看，今年以来中证央企指数超额收益明显，截至 12 月 09 日，中证央企指数涨跌幅-10.61%，跑赢沪深 300（-18.76%）和万得全 A 指数（-14.45%）。中证央企指数今年最大回撤（-21.28%）小于沪深 300（-29.54%）和万得全 A（-28.21%）。

从绝对估值看，中证央企 PE 估值当前为 8.35 倍，低于万得全 A（13.82 倍），从相对估值来看，虽然近期中证央企指数有所抬升，但仍处在低估区间，位于近三年 16.34% 的估值分位。

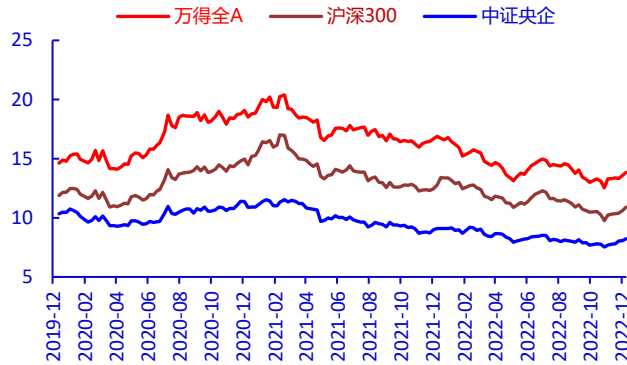
央企、国企盈利能力优于市场平均水平。国资委数据显示，前三季度，中央企业累计实现营业收入 29.0 万亿元，同比增长 10.9%；累计实现利润总额 2.1 万亿元，同比增长 5.7%。远高于工业企业的营收增长和利润增速，表现出较强韧性。如图 35-38 所示。

图 35. 中证央企收益走势



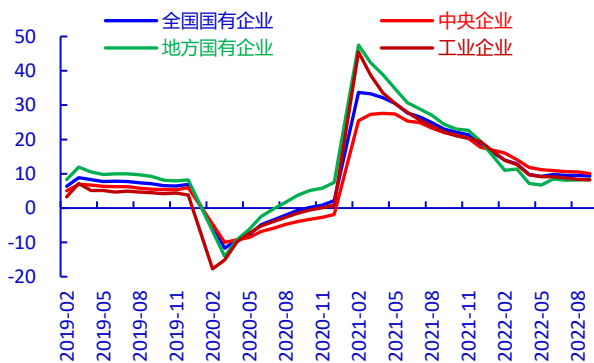
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 36. 中证央企市盈率 TTM



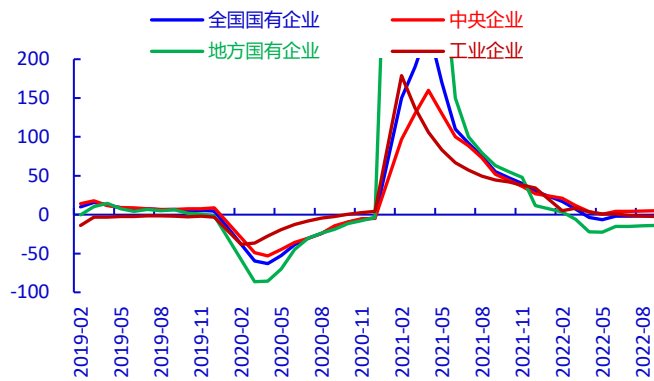
资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 37. 营收累计同比增速(%)



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 38. 净利润增速 (%)



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

（三）经济发展中的压舱石

央企、国企是国民经济中的重要支柱，是经济发展中的压舱石。在今年国内经济面临“三重压力”测试下，央国企顺应政策指引，总体运行稳定，在能源保供、防范重大风险、维护国家安全等领域发挥重要作用。

国有企业在涉及民生领域，如能源保供方面，扮演重要角色。尤其在电力、铁路、公路等行业，央国企需要承担维护社会安全责任、维护经济平稳发展。近两年全球通胀高企，异常天气频发，国际能源危机令人担忧。国内也曾一度出现拉闸限电的情况。在能源供应紧张期间，煤炭和电力等央国企多次发挥自己压舱石的作用，带头稳价降价不拉闸，引导煤炭价格理性回归，保障能源供应。

国有企业在防范重大风险中起着重要作用。今年以来房地产行业整体交易疲软、停工停贷风波发酵，房企债务风险暴露。但从资本结构看，龙头央企、地方国企地产企业债务水平较低，具备较强抗风险能力，在“保交楼、保民生、保稳定”行动过程中更积极主动承担责任。11月以来，房地产纾困政策频出，三箭齐发，国有房地产企业更容易拿到银行授信额度，流动性风险改善。

（四）政策驱动估值重塑

2023 年是国企改革三年行动收官之年，国有控股企业不断提能增效，估值有望重塑。

2020 年 6 月《国有企业改革三年行动》审核通过，国企改革进入全面落实阶段。国务院国资委统计数据显示，目前各中央企业和各地改革工作台账完成率均超过 98%。今年 5 月，国资委推出《提高央企控股上市公司质量工作方案》以实际行动推动央企控股上市公司高质量发展走深走实，方案强调央企科技投入强度原则上不低于市场同行业可比上市公司水平；7 月政治局会议上提出“要继续实施国企改革三年行动方案”并印发《关于抓好国企改革三年行动高质量收官有关事项的通知》。**国有企业过往存在的创新发展能力、产能低效、市场配置资源功能发挥不充分等问题得到大幅度改善。**11 月，易会满主席明确提出探索建立具有中国特色的估值体系，一方面要“练好内功”加强专业化战略性整合，提升核心竞争力，另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，**国企估值修复或提速。**

（五）迈向高质量发展主力军

重要会议提出，我们要着力推进高质量发展，推动构建新发展格局，实施供给侧结构性改革，**推动国有资本和国有企业做强做优做大。**当前我们面临诸多卡点瓶颈，科技创新能力还不强等问题，粮食、能源、产业链供应链、防范金融风险等方面仍有许多问题需要解决。国有企业可以凭借自身的强大融资能力、政策执行力，在我国迈向科技创新、自主可控的道路上发挥改革主力军作用。近期相关支持政策逐步落地，上交所制定完成新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》，其中涉及央企上市公司的举措主要有三条：一是服务推动央企估值回归合理水平。二是服务助推央企进行专业化整合。三是服务完善中国特色现代企业制度。

关注三条投资主线：

主线一：承担国家经济命脉的领域，如能源、军工，关注国企改革政策推动下，盈利结构改善、估值有望抬升的央企龙头。

主线二：关注政策边际改善，融资渠道拓宽，估值有望修复的房地产及相关产业链：如钢铁、水泥、建筑等上市公司投资机会。

主线三：关注科技创新、自主可控的国有控股企业。如关键材料、核心元器件、基础软件、基础零部件等领域。

以上三条主线的投资方向多是大盘蓝筹及价值股，因此，政策驱动风格转换是存在可能性的。

四、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

插图目录

图 1. 2022 年 A 股主要宽基指数涨跌情况.....	3
图 2. A 股主要指数盘面收益率 (%) 分化.....	4
图 3. 今年以来价值与成长涨跌情况.....	5
图 4. 2022 年以来大小盘指数涨跌幅.....	6
图 5. 2022 年以来大小盘风格转换.....	6
图 6. 大小盘指数成分股公司属性情况.....	6
图 7. 大小盘指数成分股上市日期情况.....	6
图 8. 2000-2022 年大小盘指数及其月度涨跌幅之差.....	6
图 9. 2000-2022 年大小盘风格转换.....	7
图 10. 经济周期与大小盘风格转换.....	7
图 11. 大小盘指数净资产收益率 (ROE)	7
图 12. 大小盘指数净资产收益率 (ROE) 之差.....	8
图 13. 大小盘指数营收同比增速比较.....	8
图 14. 大小盘指数归属母公司净利润同比增速比较.....	8
图 15. 10 年期中国国债到期收益率与大小盘风格转换.....	9
图 16. 北向资金净买入与大小盘风格转换.....	9
图 17. 外资持股占流通 A 股市值与大小盘风格转换.....	9
图 18. 2000-2022 年大小盘指数市盈率估值 PE(TTM)	9
图 19. 大小盘指数市盈率比值与风格转换.....	10
图 20. 2000-2022 年大小盘指数市净率估值 PB.....	10
图 21. 大小盘指数市净率比值与风格转换.....	10
图 22. 大小盘指数成分股所属一级行业比重.....	11
图 23. 2003-2022 年国证 1000 月度涨跌幅.....	11
图 24. 2003-2022 年成长与价值风格转换.....	12
图 25. 国证价值成分股所属一级行业权重.....	12
图 26. 国证成长成分股所属一级行业权重.....	13
图 27. 三驾马车对 GDP 增长的贡献率.....	13
图 28. 三驾马车对 GDP 增长的拉动.....	14
图 29. 2000-2022 年 M0、M1、M2 同比增速.....	14
图 30. 2000-2022 年相对流动性 (M2-GDP-CPI)	14
图 31. 国证成长与国证价值平均净资产收益率 ROE 差值.....	15
图 32. 2010-2022 年国证成长与国证价值动态市盈率 PE (TTM) 估值及其比值.....	16
图 33. 2010-2022 年国证成长与国证价值动态市盈率估值.....	16
图 34. 2010-2022 年国证成长与国证价值市净率估值.....	16
图 35. 中证央企收益走势.....	16
图 36. 中证央企市盈率 TTM.....	18
图 37. 营收累计同比增速 (%).....	18
图 38. 净利润增速 (%)	18

表格目录

表 1. 2003-2022 年国证 1000 指数表现与风格转换.....	12
--	----

分析师简介及承诺

杨超，策略分析师，清华大学经济管理学院经济学博士，7年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研逻辑理念，注重前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suivyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn