

2021年11月22日

专题研究

策略研究

研究所

证券分析师：胡国鹏 S0350521080003

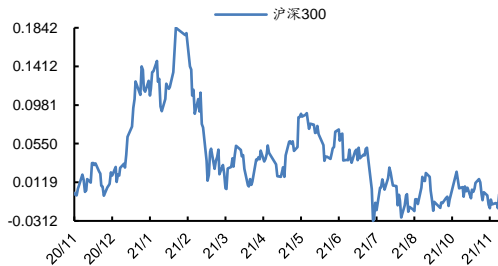
hugp@ghzq.com.cn

证券分析师：袁稻雨 S0350521080002

风格定输赢——风格研究系列 1

——策略专题研究报告

最近一年走势



相关报告

《——策略专题研究报告：当前地产下行周期处于什么阶段 *胡国鹏，袁稻雨》——2021-11-07

《——北向资金动向观察：北向资金信心不减，继续增配新能源 *胡国鹏，纪翔》——2021-10-31

《——策略专题研究报告：PPI-CPI 收敛的海外借鉴 *胡国鹏，袁稻雨》——2021-10-24

《——策略专题研究报告：新消费系列：哪些新赛道可以布局？ *胡国鹏，袁稻雨》——2021-10-23

《——策略专题研究报告：PPI-CPI 收敛之后的配置思路 *胡国鹏，袁稻雨》——2021-10-17

投资要点：

■ 核心要点：

- 1、回顾过往 20 年的股票市场，2010 年之前处于增量经济时代，市场表现为同涨同跌，风格分化不明显。2010 年之后随着经济增速下台阶，存量经济时代市场分化加大，风格定输赢。通常而言，风格的划分有两个维度，一是市值维度，主要是大盘股和小盘股；二是行业维度，主要集中在成长、消费、周期和金融。
- 2、从市值属性来看，大小盘风格轮动并不频繁，2000 年以来大小盘轮动共有四个阶段。2000-2007 年大盘风格占优，2008-2015 年小盘风格占优，2016-2020 年大盘风格占优，2021 年春节至今小盘风格重新开始跑赢，三次拐点对应沪深 300 指数三个阶段高点，经济运行的趋势和所处阶段，产业政策支持的方向，并购重组的周期以及股票市场运行的阶段性特征共同决定了大小盘风格的轮动。
- 3、从行业属性来看，2006 年以来四个行业风格的轮动相对较快，经历了 2006-2007 年金融、2009-2010 年成长和消费、2011-2012 年金融、2013-2015 年成长、2016-2018 年消费和金融、2019-2020 年成长和消费的轮动过程。从累计收益来看，消费一骑绝尘，成长和金融交替跑赢，周期仅在近年大放异彩，跑赢的时间相对较短，行业风格轮动的决定因素较为复杂，消费和周期，成长和金融的超额收益互为镜像，这意味着阶段性最多只能看好两个风格，经济趋势与利率的阶段性走势决定了成长与金融的相对表现，上中下游利润分配的格局与价格的波动决定了消费与周期的相对表现。
- 4、2005 至 2007 年、2009 至 2010 年，2014 至 2015 年、2019 年至今的四轮典型牛市中，普涨时间在缩短，分化时间在变长，轮动在加快，选错风格的代价在扩大。牛市的初期往往是普涨的格局，分化程度有限，但随着牛市的持续演绎，分化开始加大，特定事件的出现往往标志着主线风格的确立或加速。
- 5、公募基金的配置是顺风格的，体现为公募基金对于大小盘、

四个行业风格的配置取向基本同市场轮动同步，优秀的基金大概率出自占优的风格，2019 年以来跑赢的基金集中在成长和消费风格，如果选错了风格，则会付出较大的机会成本，而且并不能控制住下行的风险。

■ 摘要:

1、回顾过往 20 年的股票市场，2010 年之前处于增量经济时代，市场表现为同涨同跌，风格分化不明显。2010 年之后随着经济增速下台阶，存量经济时代市场分化加大，风格定输赢。通常而言，风格的划分有两个维度，一是市值维度，主要是大盘股和小盘股；二是行业维度，主要集中在成长、消费、周期和金融。风格是拥有一组相同属性的股票集合，当前关于风格的讨论主要集中在市值和行业属性两个维度。市值维度可以分为大盘风格和小盘风格，大盘风格主要由金融、消费构成，成分股通常是经营进入成熟稳定期的行业龙头，抵御风险能力强，相对小盘风格更抗跌。近十年来，大盘风格的行业变迁表现为周期淡出，金融和消费权重交替领先，新能源崛起。小盘风格的行业分布较为分散，业绩和股价弹性大，成长属性较强。近十年来，TMT 和周期股占据小盘主导地位。行业维度可以分为成长、消费、周期、金融四个风格。成长风格具有业绩高增长、高估值、高波动的特点，代表行业为电子、电气设备、计算机等；消费风格主要由食品饮料和医药生物构成，具有稳定的盈利增长和较高的 ROE 水平，是最具有长期配置价值的一类风格；周期风格主要由中游周期行业和强周期行业构成，在经济大幅波动的环境下，量价齐升是周期股投资最好的时机；金融风格主要由银行和非银构成，具有低估值、对流动性环境较为敏感的特点。

2、从市值属性来看，大小盘风格轮动并不频繁，2000 年以来大小盘轮动共有四个阶段。2000-2007 年大盘风格占优，2008-2015 年小盘风格占优，2016-2020 年大盘风格占优，2021 年春节至今小盘风格重新开始跑赢，三次拐点对应沪深 300 指数三个阶段高点，经济运行的趋势和所处阶段，产业政策支持的方向，并购重组的周期以及股票市场运行的阶段性特征共同决定了大小盘风格的轮动。大小盘风格的轮动稳定性较强，从长周期来看，“大盘→小盘→大盘”的风格阶段持续时间分别为 31 个季度、31 个季度、23 个季度。2000 年至 2007 年大盘风格占优，以 6124 点大牛市作为最后的疯狂，经济大繁荣背景下大盘股最为受益，核心是经济大繁荣，在重工业化的浪潮下，以钢铁、煤炭、汽车、银行等行业为代表的大盘股最为受益，是那个时期的核心资产。2008 年至 2015 年小盘风格占优，同样以 5178 点大牛市作为最后的疯狂，经济转型背景下小盘股最为受益，政策导向与产业周期共振，核心是经济转型，四万亿刺激之后，经济增速持续下行，政策基调一手稳增长，一手调结构，扶持战略新兴产业，并放松并购重组政策。产业周期上，移动互联网的全面普及带来了 TMT 大爆发。2016 年至今年春节前大盘风格占优，沪深 300 指数创出历史新高，供给侧改革背景下“以大为美”，大盘股重

新跑赢，核心是供给侧改革带来产业集中度提升，资源加速向龙头集中，各细分领域白马股越走越强，最终在新冠疫情带来的不确定性环境下，龙头溢价被市场推向峰值。

3、从行业属性来看，2006年以来四个行业风格的轮动相对较快，经历了2006-2007年金融、2009-2010年成长和消费、2011-2012年金融、2013-2015年成长、2016-2018年消费和金融、2019-2020年成长和消费的轮动过程。从累计收益来看，消费一骑绝尘，成长和金融交替跑赢，周期仅在近年大放异彩，跑赢的时间相对较短，行业风格轮动的决定因素较为复杂，消费和周期，成长和金融的超额收益互为镜像，这意味着阶段性最多只能看好两个风格，经济趋势与利率的阶段性走势决定了成长与金融的相对表现，上中下游利润分配的格局与价格的波动决定了消费与周期的相对表现。分阶段来看，2006年1月至2007年11月，经济过热，股改和汇改之后人民币资产重估，叠加银行股集中上市并大幅上涨，金融成为市场主线。2007年大牛市后市场先普跌后普涨，2009年8月至2010年11月市场重回分化行情，经济结构转型的背景下战略新兴产业成为政策抓手，苹果产业链开始崛起，消费也能进攻，成长和消费成为市场主线。2010年11月至2013年2月，我国经济迅速下台阶，与此同时科技产业周期陷入停滞，慢熊中金融相对抗跌，是唯一跑赢市场的行业风格。2013年2月至2015年5月，成长股一枝独秀，带领市场开启新一轮大牛市，移动互联网带来的产业周期实现应用端的爆发、政策鼓励科技创新、进一步放松并购重组为成长股上行提供全方位动力。三轮股灾之后，2016年1月至2018年10月，消费和金融脱颖而出，背景是供给侧改革持续推进，传统行业龙头公司显著受益，“以大为美”的行情初具雏形。2018年10月至2021年2月，结构性牛市之中消费和成长成为应对不确定性环境的最优解。

4、2005至2007年、2009至2010年，2014至2015年、2019年至今的四轮典型牛市中，普涨时间在缩短，分化时间在变长，轮动在加快，选错风格的代价在扩大。牛市的初期往往是普涨的格局，分化程度有限，但随着牛市的持续演绎，分化开始加大，特定事件的出现往往标志着主线风格的确立或加速。2005至2007年牛市中的风格演绎可以分为四个阶段，底部抬升和震荡蓄势阶段风格分化不明显，但在主升浪和最后的补涨之中风格明显分化。银行股的集中上市和“530”印花税冲击是主线风格确立的关键节点，由于牛市涨幅巨大，主线风格见顶之后滞涨风格最后补涨。2009至2010年牛市中的风格演绎可以分为两个阶段，2009年小牛市的普涨阶段风格分化不明显，2009年四季度开始风格显著分化持续到本轮牛市结束。战略新兴产业的酝酿、宏观流动性的逐渐收紧成为了风格分化的重要节点，主线风格结束的原因在于战略新兴产业的利好兑现和宏观环境彻底转差。2014至2015年的牛市中风格演绎可以分为三个阶段，底部抬升阶段风格小幅分化，2014年底风格出现短暂剧烈的逆转，2015年风格重回小盘成长直至牛市结束。降息使风格在2014年底出现剧烈且短暂的切换，“互联网+”概念的深化和再融资政策的进一

步宽松促进小盘成长风格加速赶顶。2019 年以来的牛市中的风格演绎可以分为三个阶段，2019 年一季度的底部抬升阶段风格分化不明显，2019 年 4 月至 2020 年 7 月市值风格弱分化，消费+成长主线确立，2020 年 7 月起市场呈现强分化格局。中美摩擦升级和反复成为消费分化走强的重要节点，国内外疫情的冲击强化了消费、成长轮动的格局，而今年春节后国内外不确定性逐渐消除是大盘和消费主线结束的根本原因。

5、公募基金的配置是顺风格的，体现为公募基金对于大小盘、四个行业风格的配置取向基本同市场轮动同步，优秀的基金大概率出自占优的风格，2019 年以来跑赢的基金集中在成长和消费风格，如果选错了风格，则会付出较大的机会成本，而且并不能控制住下行的风险。公募基金在大小盘的长周期轮动过程中是顺风格的投资思路，对于行业风格的持仓变化更为剧烈，但基本遵循行业风格的轮动，偏股型基金重仓行业逐步由金融转向成长，消费持仓占比保持高位，这也符合消费、成长长期近年来持续跑赢的行情特征。如果把所有的偏股型基金贴上风格的标签，不难发现 2019 年以来跑赢的基金集中在成长和消费风格，在这一时间段成长与消费风格基金往往表现出上限更高、下限也更高的特征，且上限差距较为明显，阶段性地选择周期作为增强的难度较大，而如果选错风格，则会付出较大的机会成本，而且并不能控制住下行的风险。

■ 风险提示：比较研究的局限性，市场面临超预期的外部冲击，市场运行环境出现剧烈的变化等。

内容目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1、 如何定义风格？ | 7 |
| 1.1、 风格如何分类 | 7 |
| 1.2、 不同类型的风格特征 | 8 |
| 1.2.1、 市值属性的风格特点与行业变迁 | 8 |
| 1.2.2、 行业属性的风格划分 | 10 |
| 2、 风格分化是主旋律 | 12 |
| 2.1、 大小盘风格的轮动 | 15 |
| 2.2、 行业风格的轮动 | 17 |
| 3、 四轮牛市中的主线风格如何演绎 | 21 |
| 3.1、 2005 至 2007 年牛市的风格演绎 | 23 |
| 3.2、 2009 至 2010 年牛市的风格演绎 | 25 |
| 3.3、 2014 至 2015 年牛市的风格演绎 | 27 |
| 3.4、 2019 年以来牛市的风格演绎 | 29 |
| 4、 从公募基金持仓看风格的选择 | 31 |
| 4.1、 公募基金持仓结构是顺风格的 | 31 |
| 4.2、 优秀的基金大概率出自占优的风格 | 33 |
| 5、 风险提示 | 35 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 风格的分类 | 7 |
| 图 2: 大盘风格行业权重分布 | 9 |
| 图 3: 小盘风格行业权重分布 | 9 |
| 图 4: 2010 年以来大盘风格以金融和消费为主, 近年来新能源产业崛起 | 9 |
| 图 5: 2010 年以来小盘风格行业变迁 | 9 |
| 图 6: 各风格近十年收益率和波动率 | 11 |
| 图 7: 成长风格行业权重分布 | 11 |
| 图 8: 消费风格行业权重分布 | 11 |
| 图 9: 周期风格行业权重分布 | 11 |
| 图 10: 金融风格行业权重分布 | 11 |
| 图 11: 2000 年以来市场经历“大盘→小盘→大盘”的三次阶段轮动 | 17 |
| 图 12: 消费具备长期配置价值, 周期整体表现不佳 | 20 |
| 图 13: 四种行业风格存在阶段性轮动分化 | 20 |
| 图 14: 四轮牛市期间市值风格分化节奏 | 22 |
| 图 15: 四轮牛市期间行业风格分化节奏 | 22 |
| 图 16: 2005-2007 年是宏观经济的黄金时代 | 24 |
| 图 17: 2005-2007 年牛市期间市值风格分化节奏 | 24 |
| 图 18: 2005-2007 年牛市期间行业风格分化节奏 | 24 |
| 图 19: 2009-2010 年牛市期间市值风格分化节奏 | 26 |
| 图 20: 2009-2010 年牛市期间行业风格分化节奏 | 27 |
| 图 21: 2014 年底货币政策明显宽松 | 28 |
| 图 22: 2014-2015 年融资融券余额快速上行 | 28 |
| 图 23: 2014-2015 年牛市期间市值风格分化节奏 | 29 |
| 图 24: 2014-2015 年牛市期间行业风格分化节奏 | 29 |
| 图 25: 经过 2018 年的急剧下跌, 市场估值具备较高安全边际 | 30 |
| 图 26: 2019 年以来牛市期间市值风格分化节奏 | 31 |
| 图 27: 2019 年以来牛市期间行业风格分化节奏 | 31 |
| 图 28: 基金持仓集中度持续提升, 更多的资金流向更少的资产 | 32 |
| 图 29: 从基金持仓来看, 消费风格更受市场青睐 | 32 |
| 图 30: 2019 年以来, 成长与消费风格的基金更易取得高收益 | 35 |
| 表 1: 2000 年以来大小盘风格轮动的背景 | 13 |
| 表 2: 2006 至 2012 年行业风格轮动的背景 | 14 |
| 表 3: 2013 至 2020 年行业风格轮动的背景 | 15 |
| 表 4: 大小盘轮动周期下的超额收益分布 | 17 |
| 表 5: 各行业风格超额收益频繁分化 | 21 |
| 表 6: 四轮牛市期间选错风格的代价在扩大 | 23 |
| 表 7: 2009-2010 年战略新兴产业相关政策是风格分化的助推剂 | 26 |
| 表 8: 偏股型基金重仓行业逐步由金融转向成长 | 33 |
| 表 9: 不同风格基金收益显著分化, 成长风格在 19 年以来占优, 消费也有不错表现 | 34 |
| 表 10: <u>不同风格基金收益显著分化</u> | 34 |

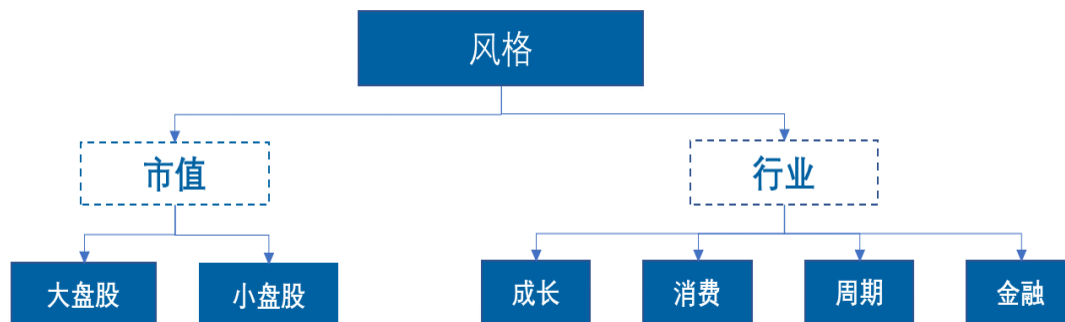
1、如何定义风格？

回顾过往 20 年的 A 股市场，随着经济增速中枢的下移，增量经济逐步过渡到存量经济时代，传统政策空间逐步收窄，结构性行情频频演绎，同涨同跌的时代逐步进化至风格分化的时代，大势研判和行业配置固然重要，但风格在其中起到的承上启下作用显著强化，从大势到风格，我们可以在震荡市中寻找最优配置的方向和主线；从风格到行业，我们可以准确定位兼顾弹性和性价比的细分领域。风格刻画了超越单一行业属性的、具有相同特点的某一类股票，是选取正确赛道的基石。我们将通过风格系列深度报告重点分析不同时期市场的风格表现及风格形成的内在逻辑，本篇报告为风格系列深度报告首篇，旨在从各个角度阐释风格研判的重要性。

1.1、风格如何分类

风格是拥有一组相同属性的股票集合，当前关于风格的讨论主要集中在**市值**和**行业属性**两个维度。风格是指拥有一组相同属性的股票的集合，这些属性可以是市值、可以是行业、也可以是某些特定的基本面或交易特征，如低价股/高价股、低市盈率/高市盈率、近期新高/近期新低等。通常而言关于风格的讨论，主要是指市值和行业属性。根据市值维度，风格可以分为大盘和小盘，大盘股的代表指数包括沪深 300、上证 50、申万大盘指数等，小盘股的代表指数包括国证 2000、申万小盘指数等。根据行业属性维度，风格可以分为成长、消费、周期、金融和稳定五类。其中，成长风格具备高成长、高风险、高波动的特点，具备广阔的利润空间，但同时抗风险能力相对较弱；消费风格具有相对较强的盈利稳定性，受经济周期影响较弱，长期配置价值高；周期风格与宏观经济周期密切相关，多为上游原材料相关行业；金融风格主要包括银行、非银以及地产，其对宏观流动性变动更为敏感，同时估值偏低；稳定风格具有类公用事业的属性，其受经济周期影响的程度最低。值得注意的是，稳定风格长期跑输万得全 A，波动率也较小，难以持续或较长阶段跑赢，因此一般不专门对其进行研究和讨论。

图 1：风格的分类



资料来源：wind、国海证券研究所

1.2、不同类型的风格特征

1.2.1、市值属性的风格特点与行业变迁

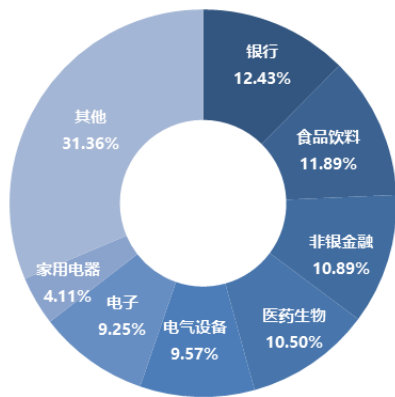
大盘风格主要由金融、消费构成，成分股通常是经营进入成熟稳定期的行业龙头，抵御风险能力强，相对小盘风格更抗跌。从申万大盘指数的构成来看，成分股是选自 A 股总市值排名前 200 的大盘股。从行业分布来看，银行、食品饮料、非银金融等行业权重较大，分别为 12.43%、11.89%、10.89%。前五大成分股分别为贵州茅台、宁德时代、中国平安、招商银行、五粮液，其中贵州茅台权重为 5.32% 位居首位，其余权重为 3% 左右。大盘风格的核心是金融与消费，两者权重占比接近一半，因此估值相对较低。从成分股呈现的特点来看，大盘股通常是经营进入成熟稳定期的公司，属于细分行业龙头，盈利能力较为稳定。在经济前景黯淡、市场盈利预期悲观的情形下，大盘风格的股票抵御经济下行风险的能力更强，相对小盘更加具备抗跌属性。

大盘风格近 10 年的行业变迁：周期淡出，金融和消费权重交替领先，新能源崛起。从 2010 年以来大盘风格的权重行业变迁来看，金融的地位举重若轻，2010-2019 年银行连续 10 年权重居首。除银行和非银外，房地产的权重在下降，2019 年跌出前五，在最新的权重排名中跌出前十，目前仅占 2.01%。消费同样占据较高权重，且近年来权重占比有逐渐上升的趋势，其中食品饮料自 2020 年开始超过银行成为第一权重行业。值得注意的是，受益于愈演愈烈的能源革命，新能源产业链高景气状态持续，相关赛道公司市值大幅上涨，截至目前已进入权重前五行业。与此相反的是，周期股在 2013 年之前风光无限，每年都占据权重前十中的五席以上，但 2013 年之后其权重快速下降，截至目前仅有化工和有色金属这两个兼顾部分成长属性的行业能位列权重前十，采掘、建材、机械均退出权重前十。总体而言，大盘风格的核心行业是金融与消费，周期逐步淡出，新能源相关的赛道在近三年崛起，主要是电气设备。

小盘风格的行业分布较为分散，业绩和股价弹性大，成长属性较强。从申万小盘指数的构成来看，成分股是选自 A 股总市值排名 601-1400 名的小盘股，市值分布在 30 亿-650 亿之间，200 亿市值以下的公司数占比为 77.13%。从行业分布来看，化工、电子、医药生物等行业权重较大，分别为 14.22%、8.48%、7.35%，行业集中度不高。小盘风格的成分公司通常成立时间较短、业绩弹性较大，在经济向好、流动性充裕、行业景气向上的时期往往涨幅更大，但在经济预期悲观、监管环境较严的时期跌幅也更大。此外，小盘风格的股票往往聚集于新兴行业，或者是细分行业的专精特新企业，成长属性往往更强。

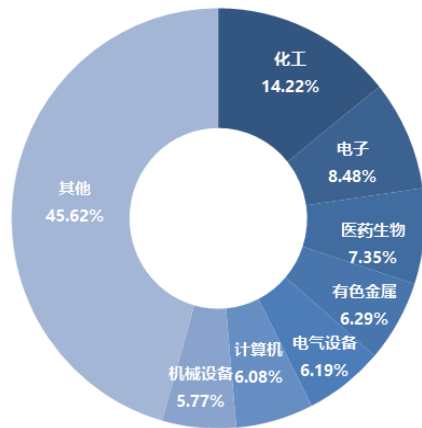
小盘风格近 10 年的行业变迁：TMT 和周期股占据主导地位。从 2010 年以来小盘风格的权重行业变迁来看，和大盘风格以金融和消费为主不同，以电子、计算机为代表的 TMT 和以机械设备、化工为代表的中游周期股占据了主导地位，上述行业常年位列权重前五名。此外，医药生物细分赛道众多，也是小盘风格的主要权重行业。整体而言，小盘风格在产业链结构上偏中游制造。

图 2：大盘风格行业权重分布



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：小盘风格行业权重分布



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：2010 年以来大盘风格以金融和消费为主，近年来新能源产业崛起

| 排名 | 2021年 | 2020年 | 2019年 | 2018年 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 | 2013年 | 2012年 | 2011年 | 2010年 |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1 | 食品饮料 | 食品饮料 | 银行 | 银行 | 银行 | 银行 | 银行 | 银行 | 金融服务 | 金融服务 | 金融服务 | 金融服务 |
| 2 | 银行 | 非银金融 | 非银金融 | 非银金融 | 非银金融 | 非银金融 | 非银金融 | 非银金融 | 交运设备 | 采掘 | 食品饮料 | 采掘 |
| 3 | 非银金融 | 银行 | 食品饮料 | 食品饮料 | 食品饮料 | 食品饮料 | 房地产 | 房地产 | 医药生物 | 有色金属 | 采掘 | 化工 |
| 4 | 电气设备 | 医药生物 | 医药生物 | 医药生物 | 家用电器 | 家用电器 | 建筑装饰 | 食品饮料 | 食品饮料 | 房地产 | 有色金属 | 有色金属 |
| 5 | 医药生物 | 电子 | 家用电器 | 家用电器 | 电子 | 建筑装饰 | 食品饮料 | 建筑装饰 | 房地产 | 食品饮料 | 机械设备 | 交通运输 |
| 6 | 电子 | 电气设备 | 电子 | 房地产 | 房地产 | 医药生物 | 传媒 | 医药生物 | 有色金属 | 建筑建材 | 房地产 | 建筑建材 |
| 7 | 家用电器 | 家用电器 | 房地产 | 电子 | 医药生物 | 公用事业 | 计算机 | 公用事业 | 建筑建材 | 交运设备 | 交运设备 | 机械设备 |
| 8 | 汽车 | 汽车 | 电气设备 | 汽车 | 建筑装饰 | 房地产 | 公用事业 | 家用电器 | 采掘 | 机械设备 | 建筑建材 | 食品饮料 |
| 9 | 化工 | 计算机 | 交通运输 | 交通运输 | 汽车 | 传媒 | 交通运输 | 汽车 | 公用事业 | 医药生物 | 医药生物 | 交运设备 |
| 10 | 有色金属 | 房地产 | 农林牧渔 | 公用事业 | 交通运输 | 交通运输 | 医药生物 | 交通运输 | 机械设备 | 家用电器 | 交通运输 | 公用事业 |

消费 成长 金融 周期

资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：2010 年以来小盘风格行业变迁

| 排名 | 2021年 | 2020年 | 2019年 | 2018年 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 | 2013年 | 2012年 | 2011年 | 2010年 |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1 | 化工 | 医药生物 | 医药生物 | 医药生物 | 医药生物 | 医药生物 | 医药生物 | 化工 | 机械设备 | 机械设备 | 化工 | 机械设备 |
| 2 | 电子 | 化工 | 电子 | 电子 | 电子 | 电子 | 机械设备 | 房地产 | 化工 | 化工 | 机械设备 | 化工 |
| 3 | 医药生物 | 电子 | 计算机 | 化工 | 化工 | 化工 | 电子 | 机械设备 | 房地产 | 房地产 | 医药生物 | 房地产 |
| 4 | 计算机 | 计算机 | 化工 | 计算机 | 计算机 | 计算机 | 化工 | 计算机 | 医药生物 | 医药生物 | 房地产 | 医药生物 |
| 5 | 有色金属 | 机械设备 | 传媒 | 机械设备 | 机械设备 | 机械设备 | 计算机 | 电子 | 电子 | 电子 | 商业贸易 | 建筑建材 |
| 6 | 电气设备 | 有色金属 | 机械设备 | 传媒 | 房地产 | 电气设备 | 电气设备 | 医药生物 | 信息服务 | 商业贸易 | 电子 | 交运设备 |
| 7 | 机械设备 | 电气设备 | 房地产 | 房地产 | 电气设备 | 有色金属 | 房地产 | 电气设备 | 商业贸易 | 建筑建材 | 建筑建材 | 电子 |
| 8 | 公用事业 | 食品饮料 | 电气设备 | 公用事业 | 有色金属 | 房地产 | 有色金属 | 有色金属 | 交运设备 | 交运设备 | 交运设备 | 商业贸易 |
| 9 | 国防军工 | 传媒 | 有色金属 | 电气设备 | 公用事业 | 公用事业 | 公用事业 | 公用事业 | 信息设备 | 轻工制造 | 公用事业 | 信息设备 |
| 10 | 汽车 | 国防军工 | 公用事业 | 有色金属 | 传媒 | 传媒 | 交通运输 | 商业贸易 | 建筑建材 | 信息服务 | 信息服务 | 信息服务 |

消费 成长 金融 周期

资料来源：Wind，国海证券研究所

1.2.2、行业属性的风格划分

成长风格具有业绩高增长、高估值、高波动的特点，代表行业为电子、电气设备、计算机等。从行业权重来看，当前成长风格主要由电子、电气设备、计算机等行业构成，权重占比分别为 23.75%、18.15%、11.01%，有色、化工、机械设备等行业也有部分公司具备高成长性。从权重股来看，前五大成分股分别是宁德时代、隆基股份、东方财富、中国中免、恩捷股份，其中宁德时代以 4.26% 权重位居首位。一方面，投资者对成长风格的高业绩预期抬高了其估值容忍度，因此成长风格市盈率普遍相对较高，近十年 PE 均值为 58.41 倍，远高于万得全 A 的平均估值水平。另一方面，具备高成长性的同时意味着波动较大，成长股收入和利润的增长大多不够稳定，虽具备广阔的利润空间，但抗风险能力也相对较弱，成长风格指数近十年年化波动率达到 31.25%，是所有风格中最高的。整体而言，成长风格的特点可以总结为高成长、高估值、高波动。

消费风格主要由食品饮料和医药生物构成，具有稳定的盈利增长和较高的 ROE 水平，是最具有长期配置价值的一类风格。从行业权重来看，当前消费风格主要由医药生物、食品饮料、汽车等行业构成，权重占比分别是 30.27%、30.25%、14.22%，食品饮料和医药生物合计占比超 60%，是消费风格的主导行业。从权重股来看，前五大成分股分别为贵州茅台、五粮液、药明康德、美的集团、伊利股份，其中贵州茅台权重占比 12.24% 一枝独秀，其余四个个股权重占比在 3%-4% 左右。整体来看，稳定的盈利增长和较高的 ROE 水平使得消费进可攻、退可守，因此消费是最具有长期超额收益的风格，中信消费风格指数自 04 年 12 月成立以来年化收益为 16.83%，是所有风格中最高的，在四类风格中消费具备较高的长期配置价值。

周期风格主要由中游周期行业和强周期行业构成，在经济大幅波动的环境下，量价齐升是周期股投资最好的时机。从行业权重来看，当前周期风格主要由化工、机械设备、有色金属等行业构成，占比分别是 31.9%、13.24% 和 12.07%，中游周期品权重高于强周期品。从权重股来看，前五大成分股分别是紫金矿业、万华化学、三一重工、中国石油和中远海控，第一大权重紫金矿业占比也仅为 2.37%，表明周期股并没有绝对意义上的核心标的。驱动周期股行情的核心逻辑是经济周期，当产品量价齐升时，是周期股投资最好的时机，但由于长期经济增速的下行，周期股最舒适的时期在缩短。中信周期风格指数成立以来年化收益为 10.39%，小幅高于同期的万得全 A，但显著低于消费和成长。

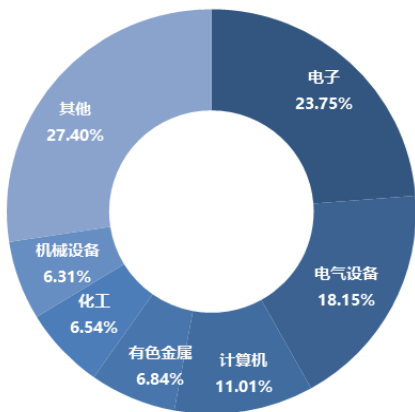
金融风格主要由银行和非银构成，具有低估值、对流动性环境较为敏感的特点。从行业权重来看，金融风格的行业构成比较简单，主要指银行、非银金融和地产，权重占比分别为 47.27%、39.35%、12.21%，银行和非银合计占比近 87%。从权重股来看，前五大成分股分别是招商银行、中国平安、兴业银行、工商银行、中信证券，招商银行和中国平安占比分别为 11.12% 和 8.23%，其余成分股占比均小于 5%。金融风格对于经济环境以及流动性变化较为敏感，其中银行以息差作为主要利润来源，非银与货币松紧以及市场利率水平息息相关。同时，以市净率衡量的金融板块估值普遍偏低。

图 6：各风格近十年收益率和波动率

| 风格 | 万得全 A | 周期风格 | 成长风格 | 消费风格 | 金融风格 | 稳定风格 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 近十年波动率 (年化) | 24.73% | 22.72% | 31.25% | 25.93% | 24.81% | 24.41% |
| 近十年收益率 (年化) | 9.23% | 5.72% | 11.59% | 11.64% | 8.36% | 4.71% |

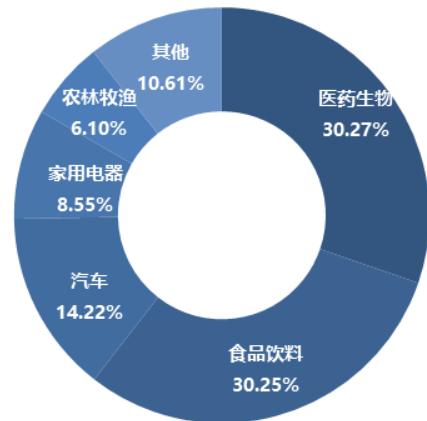
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 7：成长风格行业权重分布



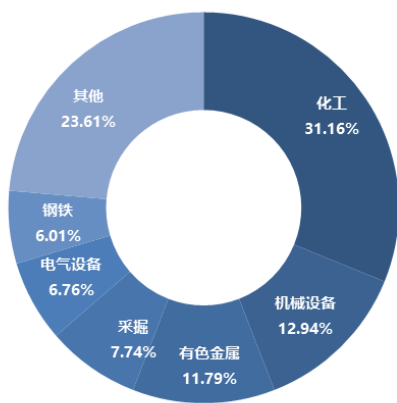
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：消费风格行业权重分布



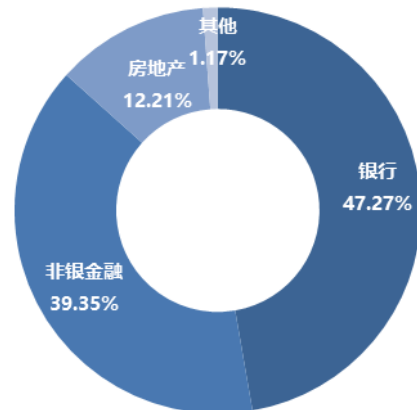
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：周期风格行业权重分布



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：金融风格行业权重分布



资料来源：Wind，国海证券研究所

2、风格分化是主旋律

从长期超额收益角度考虑，无论是从市值风格还是行业风格，普涨不常有，分化是市场主旋律。不同时间区间内，风格之间超额收益均存在显著分化，在每一个周期内押对风格至关重要。市值风格来看，2000 年至今市场共经历“大盘→小盘→大盘”的三次阶段性轮动；行业风格来看，整体而言消费超额收益一骑绝尘，成长也有不错的超额收益，金融和周期跑输万得全 A，但阶段性会出现风格的轮动，时间在 2 年左右。总体来看，与市值风格相比，行业风格间的轮动更为频繁，收益分化程度更高。

经济运行的趋势和所处阶段，产业政策支持的方向，并购重组的周期以及股票市场运行的阶段性特征共同决定了大小盘风格的轮动，宏观政策基调以及流动性环境对大小盘风格长周期的影响相对有限。通常而言，经济处于复苏或者过热阶段时，由于大盘股的主要构成行业同经济周期相关度更高，大盘股表现较好；对应地，当经济处于转型阶段，调结构是经济工作的重点方向时，小盘股表现较好。产业政策支持的方向也对大小盘轮动有指引的作用，当产业政策侧重于新兴产业以及中小企业时，例如四万亿刺激之后的战略新兴产业和今年的专精特新，小盘股是占优的格局；当产业政策侧重于传统产业时，例如供给侧改革加快了过剩产能的退出与行业的兼并重组，大盘股是占优的格局。并购重组政策的放松与收紧也能影响大盘股和小盘股的轮动，放松有利于小盘股行情，收紧则不利于小盘股。此外，股票市场运行的阶段性特征决定了增量资金的结构，也会一定程度上影响大盘股和小盘股的轮动，当外资边际流入或公募基金规模扩张速度加快时，对大盘股更有利。值得注意的是，宏观政策的松与紧以及流动性环境对大小盘风格长周期的影响相对有限，从流动性的量和价两方面来看，不管是社融还是 M2 增速均处于持续放缓的过程，但这并没有影响到大小盘风格的变化；另一方面，在大小盘风格轮动的周期中，利率波动区间在收窄，中枢变化不大，因此流动性并非判断大小盘风格长周期轮动的核心因素。

行业风格轮动的决定因素较为复杂，消费和周期，成长和金融的超额收益互为镜像，这意味着阶段性最多只能看好两个风格，经济趋势与利率的阶段性走势决定了成长与金融的相对表现，上中下游利润分配的格局与价格的波动决定了消费与周期的相对表现。从四个行业风格的累计收益来看，消费一骑绝尘，成长和金融交替跑赢，周期仅在近年有较好的表现，跑赢的时间相对较短。四个行业风格占优的时期经济、流动性与政策的组合各异，但金融和成长的超额收益互为镜像，即成长跑赢的时候金融往往跑输，成长跑输的时候金融往往跑赢。造成一现象的原因是经济趋势与利率的阶段性走势，经济增速缓慢下滑最利于成长风格的持续演绎，这一时期科技产业周期明确且突出，金融是相对受损的风格。一旦经济处于复苏或者过热的状态，利率将会抬升，金融就会崛起，同时由于市场交易紧缩预期，估值抬升受阻，成长是相对受损风格。消费和周期的超额收益互为镜像，这一现象在 2016 年之后尤其明显，即消费跑赢的时候周期往往跑输，消费跑输的时候周期往往跑赢。造成一现象的原因是利润分配的格局与价格的波动，长期经济增速缓慢下移的背景下，周期股的机会来源于 PPI 的快速抬升，进而会导致利润分配由中下游转移至上游，但这一状态不会持久，当 PPI-CPI 收敛时往往消费股表现更好。

表 1：2000 年以来大小盘风格轮动的背景

| 大小盘占优阶段 主要因素 | | 大盘占优 (2000-2007) | 小盘占优 (2008-2015) | 大盘占优 (2016-2020) | 小盘占优 (2021 至今) |
|-----------------|---------------|----------------------------|--------------------------------|------------------------------|-----------------------|
| 经济 | 趋势与阶段 | 繁荣期，到过热 | 增速持续下行 | 弱复苏，结束快速下行 | 有韧性的下行 |
| | 驱动力与结构特点 | 投资驱动 | 由投资到消费驱动 | 消费主导，投资触底 | 相对均衡，高端制造逐渐崛起 |
| 流动性 | 量（社融以及 M2 增速） | 中高速增长，M2 和社融增速在 18%左右 | 快速下行，M2 和社融下行至 12%-13%左右 | 缓慢下行，M2 和社融下行至 8%-10%左右 | M2 和社融继续维持在 8%-10%的区间 |
| | 价（十债利率） | 大幅波动，区间在 2.5%-5%，均值 3.5%左右 | 波动有所收窄，区间在 2.5%-4.5%，均值 3.6%左右 | 波动继续收窄，区间在 2.5%-4%，均值 3.2%左右 | 在 2.5%-3.5%区间内震荡 |
| 宏观政策总基调 | | 先松后紧 | 先紧后松 | 先紧后松 | 跨周期调节熨平波动 |
| 产业政策支持的方向 | | 重化工业 | 战略新兴产业、移动互联网、互联网+ | 供给侧改革、自主可控 | 双碳、硬科技、专精特新 |
| 股票市场政策 | | - | 并购重组持续放松 | 并购重组先紧后松 | 并购重组继续处于放松周期 |
| 市场特征 | | 股票市场相对不成熟 | 概念炒作为主 | 外资大幅流入 | 公募基金规模扩张 |

资料来源：Wind、国海证券研究所

表 2：2006 至 2012 年行业风格轮动的背景

| 行业风格占优阶段 主要因素 | | 金融占优 (2006-2007) | 成长和消费占优 (2009-2010) | 金融占优 (2011-2012) |
|------------------|---------------|-------------------------------|------------------------|-------------------------------------|
| 经济 | 趋势与阶段 | 繁荣期到过热 | 危机后的复苏 | 快速下行 |
| | 驱动力与结构特点 | 投资驱动 | 投资从顶部回落 | 内需不振，外需景气 |
| 流动性 | 量（社融以及 M2 增速） | 中高速增长 M2 和社融增速在 20%左右 | M2 和社融在大幅抬升之后快速回落 | M2 和社融在 2011 年大幅下行之后 2012 年修复 |
| | 价（十债利率） | 持续抬升，2007 年上半年快速抬升，由 3%到 4.5% | 逐步抬升，由 2.7%上行至 4% | 见顶回落，由 4%下行至 3.2%，2012 年下半年回升至 3.5% |
| 宏观政策总基调 | | 逐步收紧 | 逐步收紧 | 先紧后松 |
| 产业政策支持的方向 | | 重化工业 | 战略新兴产业、汽车 家电下乡 | 并无显著的方向 |
| 股票市场政策 | | 530 上调印花税、抑制 资产泡沫 | 创业板开市 | 金融改革 |
| 市场特征 | | 公募基金规模大幅抬升 | 题材炒作为主 | 风险偏好低迷，市场阴跌 |

资料来源：Wind、国海证券研究所

表 3：2013 至 2020 年行业风格轮动的背景

| 行业风格占优阶段 | | 成长占优 (2013-2015) | 消费和金融占优 (2016-2018) | 消费和成长占优 (2019-2020) |
|-----------|---------------|---------------------------------|---|-----------------------------------|
| 主要因素 | | | | |
| 经济 | 趋势与阶段 | 短暂企稳之后继续下台阶 | 弱复苏 | 继续下台阶，疫情冲击之后快速复苏 |
| | 驱动力与结构特点 | 投资进一步探底，消费和出口托底 | 投资阶段性上行 | 投资和外需驱动，消费大幅下行 |
| 流动性 | 量（社融以及 M2 增速） | M2 先下后上，社融持续下行 | M2 继续下行，社融先上后下 | M2 和社融均小幅上行 |
| | 价（十债利率） | 钱荒冲击利率先上行至 4.5%，随后大幅下行至 3% 以下 | 经济复苏叠加金融监管利率先上行至 4%，随后在经济下行和贸易战的影响下下行至 3% | 经济下行叠加疫情冲击，利率先下行至 2.5%，随后上行至 3.2% |
| 宏观政策总基调 | | 先紧后松 | 先紧后松 | 宽松持续加力 |
| 产业政策支持的方向 | | 科技创新、移动互联网、互联网+ | 供给侧改革背景下的传统产业 | 扩大内需、自主可控 |
| 股票市场政策 | | 并购重组大幅宽松、各项改革频出、2014 年底开启连续降准降息 | 金融监管、资管新规、并购重组政策收紧 | 并购重组政策重新放松、科创板设立 |
| 市场特征 | | 两融规模大幅扩张 | 外资大幅流入 | 公募基金规模大幅扩张 |

资料来源：Wind、国海证券研究所

2.1、大小盘风格的轮动

市值风格来看，2000 年至今小盘总体跑赢大盘，市值风格出现“大盘→小盘→大盘”的三次长周期轮动。2000 年至今小盘指数上涨 424%，小盘指数上涨 335%，如果按照年化来看，小盘风格小幅跑赢大盘风格。2000 年至今大小盘切换的节奏是 2000-2007 年大盘占优、2008-2015 年小盘占优，2016 年到今年春节前大盘占优，节后小盘风格有重新占优的态势。从长周期来看，“大盘→小盘→大盘”的风格阶段持续时间分别为 31 个季度、31 个季度、23 个季度，大小盘风格的轮动稳定性较强。

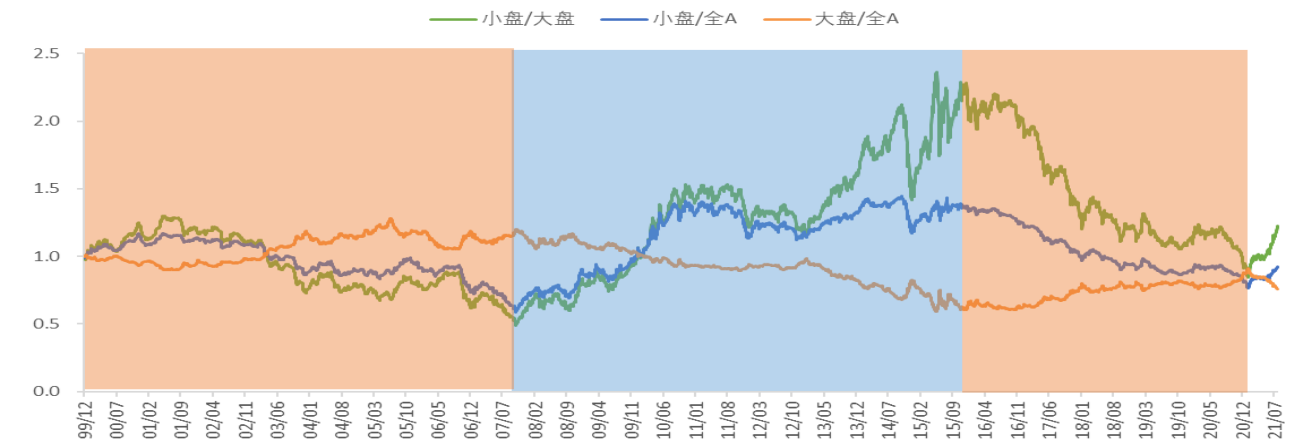
2000 年至 2007 年大盘风格占优，以 6124 点大牛市作为最后的疯狂，经济大繁

荣背景下大盘股最为受益。2000-2007 年大盘股风格占优，并且越走越强，直至 2007 年 10 月和上证指数同步见顶。大盘占优的核心是经济大繁荣，在重工业化的浪潮下，以钢铁、煤炭、汽车、银行等行业为代表的大盘股最为受益，是那个时期的核心资产。此外，公募基金规模在当时也大幅扩张，对大盘风格起到了加强的作用。这一阶段万得全 A 涨幅达 312%，大盘风格跑赢全 A 幅度达到 71%，大盘指数跑赢小盘指数的幅度达到 231%。

2008 年至 2015 年小盘风格占优，同样以 5178 点大牛市作为最后的疯狂，经济转型背景下小盘股最为受益，政策导向与产业周期共振。2008-2015 年总体是小盘股占优的格局，小盘股和大盘股在 2008 年熊市和 2009 年小牛市中基本上同涨同跌，但随后开始显著分化，直至 2015 年 6 月和上证指数同步见顶。小盘占优的核心是经济转型，四万亿刺激之后，经济增速持续下行，政策基调一手稳增长，一手调结构，扶持战略新兴产业，并放松并购重组政策。产业周期上，移动互联网的全面普及带来了 TMT 大爆发。与此同时，公募基金开始增加成长风格的持仓，挖掘小票的投资机会。这一阶段万得全 A 涨幅达 71%，但大小盘风格显著分化，大盘风格同期是负收益，大盘指数跑输万得全 A 的幅度达到 84%，小盘风格跑赢全 A 幅度达到 220%。

2016 年至今年春节前大盘风格占优，沪深 300 指数创出历史新高，供给侧改革背景下“以大为美”，大盘股重新跑赢。2016 年到今年春节前总体是大盘股占优的格局，小盘股在 2015 年泡沫破灭之后一蹶不振，但核心资产从 2016 年之后开始悄然崛起，直至今年春节前，沪深 300 指数创下 5930 点的历史新高。大盘占优的核心是供给侧改革，带来产业集中度提升，资源加速向龙头集中，各细分领域白马股越走越强，最终在新冠疫情带来的不确定性环境下，龙头溢价被市场推向峰值。在这一时期，外资成为了买入大盘股的最大边际力量，外资青睐流动性好、盈利能力强的龙头公司，和规模进一步扩张的公募基金一起成为了推升大盘风格的主要抓手。这一阶段万得全 A 下跌 18%，但大盘风格同期是正收益，大盘指数跑赢万得全 A 的幅度达到 44%，小盘风格跑输全 A 幅度达到 37%。

图 11: 2000 年以来市场经历“大盘→小盘→大盘”的三次阶段轮动



资料来源: Wind、国海证券研究所

表 4: 大小盘轮动周期下的超额收益分布

| 风格 | 2000. 01-2007. 10 | 2007. 10-2015. 06 | 2015. 06-2021. 02 |
|--------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 万得全 A (绝对收益) | 312% | 71% | -18% |
| 大盘风格 (相对收益) | 71% | -84% | 44% |
| 小盘风格 (相对收益) | -160% | 220% | -37% |
| 大小盘收益差额 | 231% | 304% | 81% |

资料来源: Wind、国海证券研究所

2.2、行业风格的轮动

从四个行业风格来看, 2006 年至今消费在超额收益上一骑绝尘, 成长也有不错的超额收益, 金融和周期跑输万得全 A, 但阶段性会出现风格的快速轮动。具体来看, 2006 年 1 月至 2007 年 11 月, 金融录得 164% 的高额相对收益; 2007 年 11 月至 2009 年 8 月, 市场先大熊后小牛, 先普跌后普涨, 风格分化并不明显; 2009 年 8 月至 2010 年 11 月, 在万得全 A 震荡走低的背景下消费和成长跑出较好的绝对收益, 相对收益分别达 52%、45%; 2010 年 11 月至 2013 年 2 月, 市场震荡下行, 防御为先的大背景下金融较为抗跌, 相对收益达到 33%; 2013 年 2 月至 2015 年 6 月, 移动互联网行情叠加 5178 点牛市, 全市场大幅上涨的背景下成长一枝独秀, 超额收益近 160%; 2015 年 6 月至 2016 年 3 月, 市场普调, 万得全 A 接近腰斩, 风格分化不明显; 2016 年 3 月至 2018 年 10 月, 市场先走慢牛, 随后在贸易战的影响下进入熊市, 但结构上显著分化, 消费和金融分别取得 18%、9% 的相对收益; 2018 年 10 月到今年春节前, 结构性牛市之中消费和成长风格超额收益分别达到 73.98%、31.78%。与市值风格相比, 行业风格间的轮动更为频繁, 各行业风格交替表现, 消费和成长总体跑赢。

2006年1月至2007年11月，经济过热，股改和汇改之后人民币资产重估，叠加银行股集中上市并大幅上涨，金融成为市场主线。2006年1月至2007年11月，万得全A指数大幅上涨442.38%，各类风格都获得了不同程度的绝对收益。其中金融表现尤为突出，成为唯一跑赢市场的风格，同万得全A相比取得了163.65%的超额收益，同期成长跑输市场近200%，消费跑输100%左右，周期风格与市场涨幅相近。金融跑赢的核心原因在于当时中国经济整体是过热的状态，高速增长背景下银行股具有较强的成长属性，股改和汇改带动人民币资产重估，系统性抬升银行的估值中枢。此外，银行股的集中上市是金融上涨的重要催化剂，2006年7月中国银行IPO、2006年10月工商银行在香港、上海两地同时IPO，2007年上市银行数量从2家提升至7家。此时银行业处于黄金发展时期，银行板块2005-2007年归母净利润增速逐年攀升，分别达到26%、43%和58%。这一时期正值公募基金规模大爆发，大市值、高盈利增长的银行股受到机构投资者青睐，进一步推动金融板块大幅上涨。

2007年大牛市后市场先普跌后普涨，2009年8月至2010年11月市场重回分化行情，经济结构转型的背景下战略新兴产业成为政策抓手，苹果产业链开始崛起，消费也能进攻，成长和消费成为市场主线。2007年11月至2008年9月，市场进入熊市，万得全A下跌61.42%，大幅下跌之下并无明显风格分化；2008年9月至2009年8月，市场触底反弹开启小牛市，万得全A涨幅达到100%，各风格均上涨80%以上，分化亦不明显。2009年8月至2010年11月，万得全A震荡走低，下跌3.43%，但震荡市的风格分化十分显著，消费和成长领涨，超额收益分别达52.07%、45.46%，周期和全A基本持平，金融大幅跑输。成长和消费跑赢的核心原因在于政策思路的变化和产业周期的演绎。一方面，四万亿刺激之后投资冲动明显减弱，转向刺激消费，2009年各项振兴计划贯穿全年，“汽车下乡”、“家电下乡”是财政刺激的主旋律，同期汽车、家电销量大幅增长，同时由于投资热潮的滞后与外溢影响，消费也能进攻；另一方面，战略新兴产业政策的渐次落地为成长股提供了源源不断的政策催化剂。产业维度，2009年6月3G版iPhone首次引入内地市场，标志着苹果产业链的崛起，苹果手机颠覆性的技术迭代及产品升级带动全球智能手机出货量大幅增长。

2010年11月至2013年2月，我国经济迅速下台阶，与此同时科技产业周期陷入停滞，慢熊中金融相对抗跌，是唯一跑赢市场的行业风格。2010年11月至2013年2月，市场震荡下行，万得全A下跌16.02%，仅有相对抗跌的金融风格跑赢市场，获得33.12%的相对收益，周期、消费、成长均跑输市场10个百分点以上。金融跑赢的核心原因在于这一阶段经济处于快速下台阶过程中，一方面金融经历了前期较长时间的调整，相对超跌，估值被压低，因此在这一阶段则明显抗跌，2012年下半年稳增长政策发力，金融尤其是银行率先启动；另一方面，其它风格均有瑕疵，消费遭遇白酒塑化剂事件以及八项规定、三公消费的管控，成长则受制于产业周期的停滞，移动互联网浪潮从硬件端到应用端的起点是2013年，周期则受制于经济加速下行，产能过剩、大宗商品价格大幅下跌。总体而言，这一阶段市场处于慢熊之中，成交量低迷，金融相对抗跌，但绝对收益也较为有限。

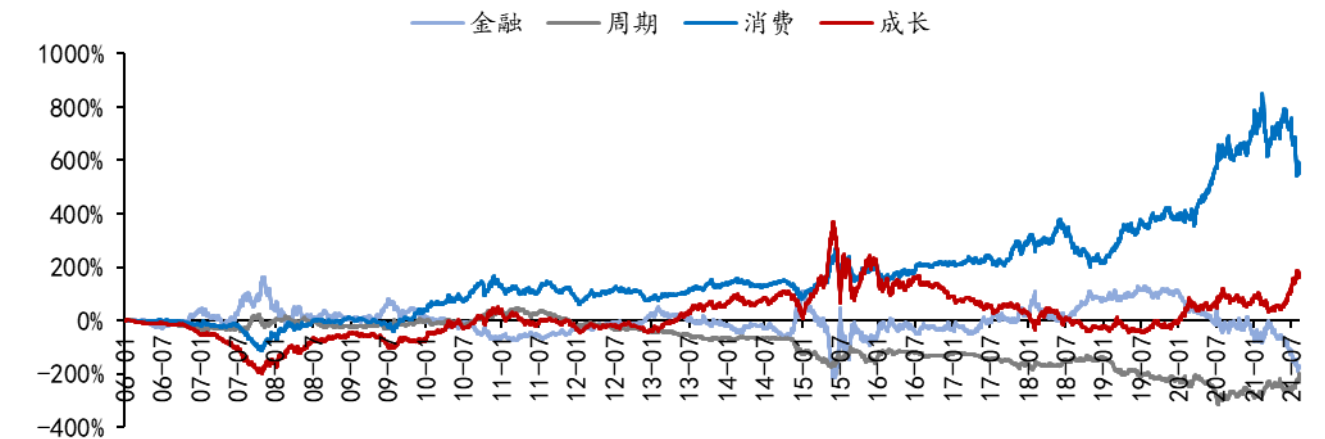
2013年2月至2015年5月，成长股一枝独秀，带领市场开启新一轮大牛市，移动互联网带来的产业周期实现应用端的爆发、政策鼓励科技创新、进一步放松并购重组为成长股上行提供全方位动力。2013年2月至2015年5月，市场先磨

底，随后走出盘局，开启新一轮大牛市，万得全 A 大幅上涨 191.05%，成长风格一枝独秀，在 2013 年走出独立行情，2015 年泡沫化，最终实现了 159.29% 的相对收益，消费和周期基本同市场持平，金融则跑输市场 93.45%。成长风格大幅跑赢的核心驱动在于移动互联网带来的产业周期持续演绎，此外，政策先后鼓励科技创新、双创，并购重组政策进一步放开。一方面，智能手机渗透率进一步提升，产业重心向下游内容领域不断延伸。伴随着《愤怒的小鸟》、《水果忍者》等游戏的爆火和春节档电影的爆发，2013 年起手游、国产电影、付费视频等领域开始崛起。另一方面，2013 年政府换届之后强调改革与创新，互联网带来的效率提升开始向各行业各领域渗透。同时，再融资并购重组政策的放松也提振了成长风格的表现。2014 年 10 月，证监会修订《上市公司重大资产重组管理办法》，提高了并购重组审批效率；2015 年 4 月，再融资政策再宽松，配套融资比例由 25% 提升至 100%。

三轮股灾之后，2016 年 1 月至 2018 年 10 月，消费和金融脱颖而出，背景是供给侧改革持续推进，传统行业龙头公司显著受益，“以大为美”的行情初具雏形。2015 年 6 月至 2016 年 2 月，泡沫牛以三轮股灾收场，期间市场普跌，万得全 A 跌 46.09%，几乎腰斩，各风格之间差异不大。2016 年 3 月至 2018 年 10 月，市场先走慢牛，随后在贸易战的影响下进入熊市，但结构上显著分化，万得全 A 震荡下跌 11.18%，消费、金融分别取得 18.32%、9.08% 的超额收益，成长、周期则分别跑输万得全 A 19.50%、8.44%。在这一阶段，供给侧改革成为经济工作的主线，传统产业中的龙头公司受益于产业集中度的提升，叠加外资偏好盈利能力稳定的金融和消费股，“以大为美”初具雏形。与此同时，金融领域的监管政策不断出台，加速了成长股挤泡沫的过程，成长股在这一阶段显著跑输。

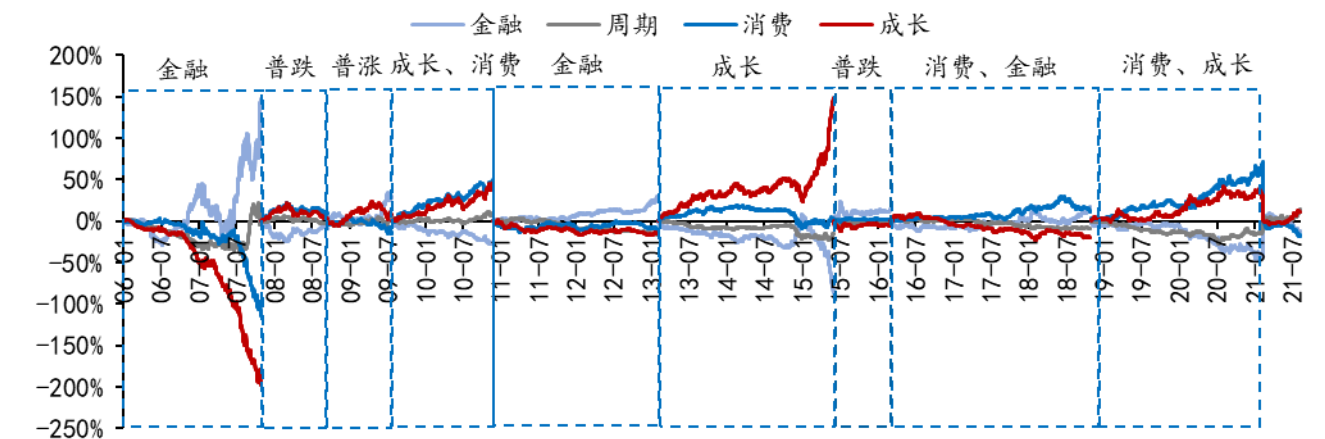
2018 年 10 月至 2021 年 2 月，结构性牛市之中消费和成长成为应对不确定性环境的最优解。2018 年 10 月至 2021 年 2 月，市场开启结构性牛市，万得全 A 大幅上行 73.26%，消费和成长风格超额收益分别达 73.98%、31.78%，而金融和周期明显跑输。在这一阶段，经济增速继续下行，市场面临中美关系的不确定性，2020 年新冠疫情在全球的蔓延进一步加剧了市场的波动。一方面，扩大内需的背景下，消费股盈利保持快速增长，且能规避外部环境的不确定性，与此同时 A 股纳入 MSCI、富时罗素，增量资金持续买入 A 股的核心资产；另一方面，中美贸易摩擦的反复使得自主可控的形势愈加紧迫，硬科技迎来历史性的发展机遇。自去年起，在“双碳目标”驱动下，能源革命方兴未艾，带动新能源产业链景气度大幅抬升。成长股在这一时期迎来了“硬科技+新能源”的双重驱动。

图 12：消费具备长期配置价值，周期整体表现不佳



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 13：四种行业风格存在阶段性轮动分化



资料来源：Wind、国海证券研究所

表 5：各行业风格超额收益频繁分化

| 时间 | 2006. 01 — 2007. 11 | 2007. 11 — 2008. 09 | 2008. 09 — 2009. 08 | 2009. 8 — 2010. 11 | 2010. 11 — 2013. 02 | 2013. 02 — 2015. 06 | 2015. 06 — 2016. 03 | 2016. 03 — 2018. 10 | 2018. 10 — 2021. 02 |
|-----------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 市场风格 | 金融 | 普跌 | 普涨 | 消费 成长 | 金融 | 成长 | 普跌 | 金融 消费 | 消费 成长 |
| 万得全 A (绝对收益) | 442% | -61% | 100% | -3% | -16% | 191% | -46% | -11% | 73% |
| 金融风格 (相对收益) | 164% | -8% | 29% | -28% | 33% | -93% | 16% | 18% | -46% |
| 周期风格 (相对收益) | -18% | -1% | 10% | 9% | -15% | -15% | -3% | -8% | -13% |
| 消费风格 (相对收益) | -109% | 10% | -18% | 52% | -11% | 6% | 2% | 9% | 75% |
| 成长风格 (相对收益) | -192% | 5% | 8% | 45% | -17% | 159% | -8% | -19% | 32% |

资料来源：Wind、国海证券研究所

3、四轮牛市中的主线风格如何演绎

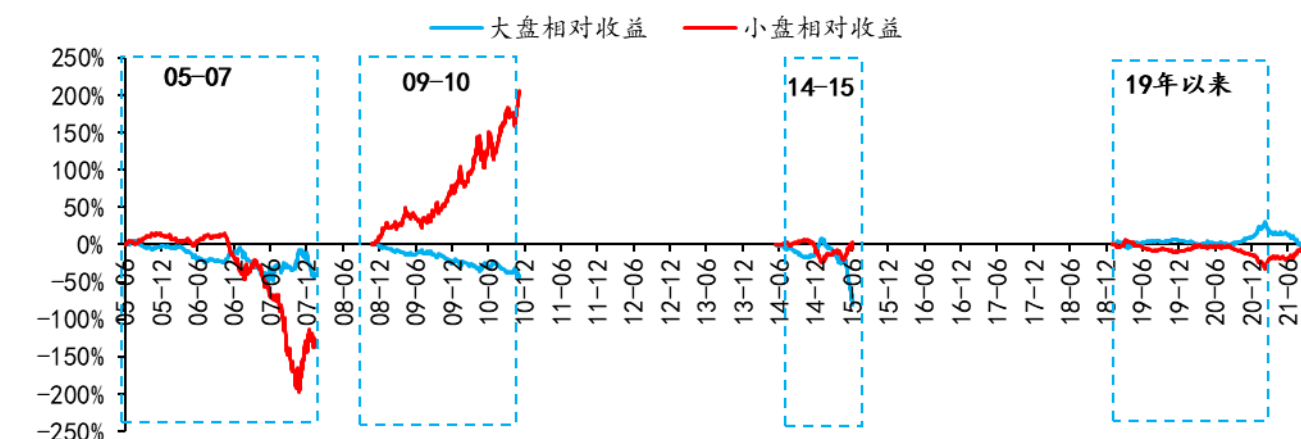
2005 至 2007 年、2009 至 2010 年、2014 至 2015 年、2019 年至今的四轮典型牛市中，牛市的初期均为普涨，随后风格分化开始加大，大牛市中领涨风格高举高打，滞胀风格也能有不错的绝对收益，但结构性牛市选错风格的代价会很大。2005-2007 年和 2014-2015 年的两轮牛市是典型的泡沫牛，在大牛市的初期市场风格分化并不明显，由于市场处于绝对的低位，各风格是普涨的格局，典型的时间段如 2005 年 6 月-2006 年 5 月、2014 年 7 月-11 月。但在牛市的主升浪过程中，领涨风格的相对收益开始扩大。整体而言，大牛市之中风格分化并不显著，普涨是主旋律，风格切换与分化的时间不长，且往往发生在大牛市的后半段，也即市场水涨船高之后。2009-2010 年和 2019 年至今的两轮牛市则是结构性牛市，结构性牛市的初期也是普涨的格局，伴随着底部的抬高，典型的时间段如 2008 年 11 月-2009 年 8 月、2019 年 1 月-4 月。但随着牛市的持续演绎，风格开始出现显著的分化，由于市场普涨的时间较为短暂，大部分时间领涨的风格在变化。整体而言，结构性牛市中风格分化十分显著，分化是主旋律，滞胀风格不仅有可能没有相对收益，甚至有可能失去绝对收益，因此选错风格的代价会十分巨大。

四轮牛市分化是主旋律，普涨行情逐渐缩短，分化时间在变长。2005 至 2007 年的牛市中，市场前 13 个月是普涨行情，随后市场进入整固期，迎来长达 6 个月的窄幅分化，2006 年 11 月起的牛市主升浪风格分化才开始加速，分化一直持续到 2017 年年底。2009 至 2010 年的牛市中，“四万亿”刺激下市场前 9 个月处于普涨行情，2009 年 8 月起市场开始持续分化，分化的时间长达 5 个季度。2014-2015 年的牛市中，牛市的前 7 个月是普涨行情，随后在 2014 年 11 月降息刺激下风格出现剧烈切换，大盘和金融短暂占优 2 个月，在 2015 年初市值风格

重回小盘，成长迎来 6 个月左右的主升浪。2019 年至今的牛市中，前期的普涨仅持续 3 个月，随后的震荡抬升之中风格的分化十分明显，仅有为数不多的时期市场是普涨或者普跌的。

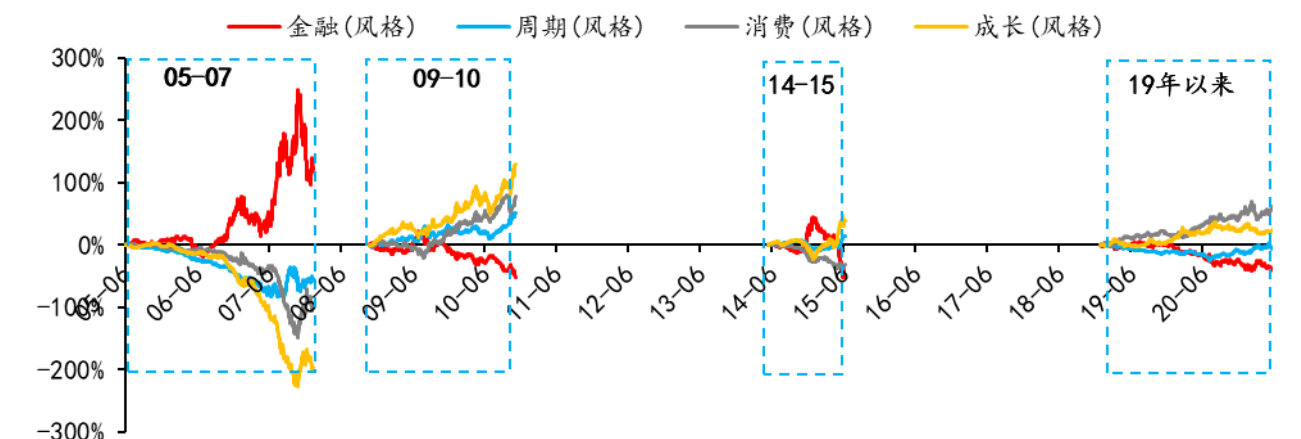
以最优风格和最差风格的差值来衡量，四轮牛市选错风格的代价在扩大。2005 至 2007 年的大牛市中，选错行业风格最多可能跑输 279%，选错市值风格跑输 54%，但考虑到牛市绝对的涨幅达到 535%，真实分化的程度较为有限。2009 至 2010 年的牛市中，选错行业风格跑输 178%，选错市值风格则跑输 242%，本轮牛市绝对涨幅为 136%，选错风格的代价较上一轮牛市在加大；2014 至 2015 年的牛市中，选错行业风格跑输 90%，选错市值风格则跑输 85%，考虑到牛市仅持续 1 年左右，选错风格的代价进一步加大。而 2019 年以来的牛市中，到今年春节前，选错行业风格跑输 110%，选错市值风格则跑输 63%，但考虑到本轮牛市万得全 A 上涨的幅度相对有限，尚未翻倍，仅为 80% 左右，如果选错风格，基本上同结构性牛市无缘。

图 14：四轮牛市期间市值风格分化节奏



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 15：四轮牛市期间行业风格分化节奏



资料来源：Wind、国海证券研究所

表 6：四轮牛市期间选错风格的代价在扩大

| 时间 | 2005. 6-2008. 1 | 2008. 10-2010. 11 | 2014. 5-2015. 6 | 2019. 1-2021. 2 |
|-------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|
| 万得全 A（绝对收益） | 535% | 136% | 222% | 74% |
| 大盘风格（相对收益） | -47% | -42% | -81% | 30% |
| 小盘风格（相对收益） | -102% | 200% | 3% | -32% |
| 金融风格（相对收益） | 103% | -52% | -52% | -41% |
| 周期风格（相对收益） | -55% | 49% | 15% | -10% |
| 消费风格（相对收益） | -82% | 73% | -33% | 69% |
| 成长风格（相对收益） | -175% | 125% | 39% | 27% |
| 大小盘-差额 | 54% | 242% | 85% | 63% |
| 行业-差额 | 279% | 178% | 90% | 110% |

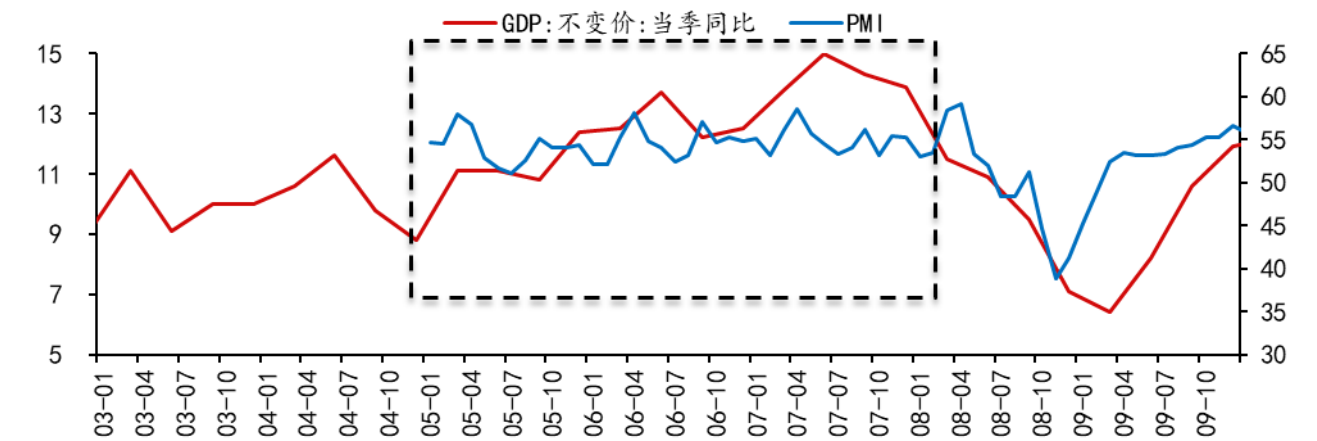
资料来源：Wind、国海证券研究所

3.1、2005 至 2007 年牛市的风格演绎

2005 至 2007 年牛市中的风格演绎可以分为四个阶段，底部抬升和震荡蓄势阶段风格分化不明显，但在主升浪和最后的补涨之中风格明显分化。从风格的演绎来看，2005 至 2007 年的大牛市可以大致分为四个阶段。第一个阶段是熊转牛的底部抬升期，2005 年 6 月至 2006 年 7 月，股权分置改革试点工作启动，制度的完善给资本市场注入了巨大的改革红利，上证指数从 998 点的绝对低位开始抬升，牛市启动后的 11 个月内市值和行业风格均未发生明显分化；第二个阶段是震荡蓄势期，2006 年 7 月至 2006 年 11 月，市场整体脱离低位后，各风格进入震荡蓄势阶段，分化程度并不高；第三个阶段是牛市主升浪，2006 年 11 月至 2007 年 10 月，各路资金踊跃入市，大量蓝筹股 IPO，各风格的涨幅开始拉开，虽然 2007 年 5 月 30 日财政部上调印花税使得股市受到短暂冲击，但大票和金融的主线风格越走越强；第四阶段是补涨行情，2007 年 10 月至 2008 年 1 月，在牛市的余温下前期受到压制的风格迎来了最后的一波补涨行情，风格有所切换，因此，全 A 指数滞后上证指数见顶。

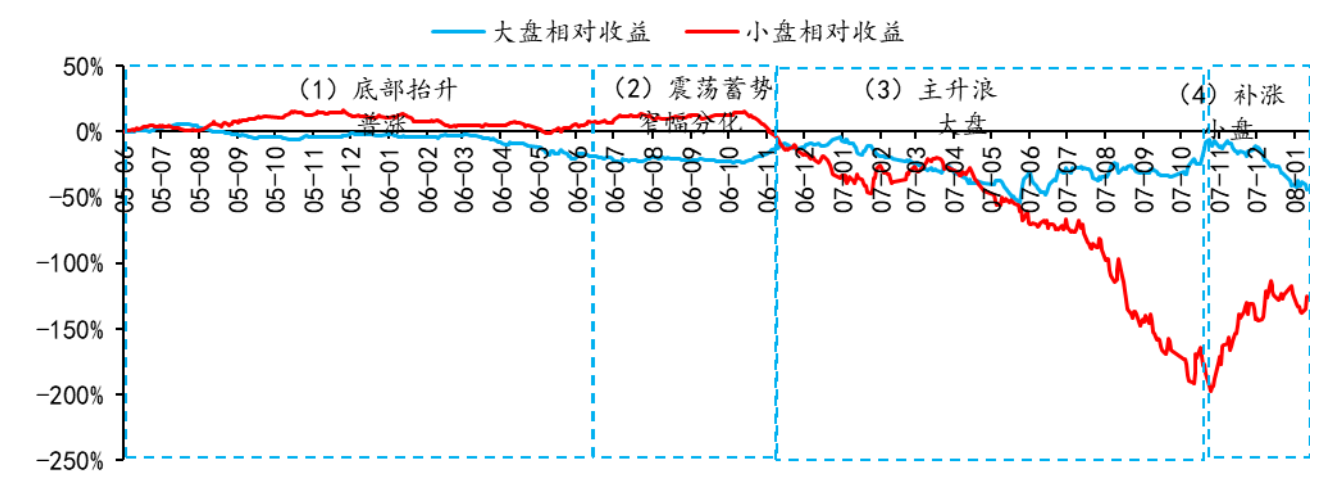
银行股的集中上市是确立主线风格的关键节点，“530”印花税冲击进一步加强了大盘股和金融占优的基调，由于牛市涨幅巨大，主线风格见顶之后滞涨风格最后补涨。在 2005-2007 年牛市的前两个阶段，市场主线风格并不显著，在经历了长时间熊市后的估值修复过程中，各风格是普涨的格局，小盘股略强。随着 2006 年下半年银行股相继上市，大盘股和金融风格开始脱颖而出，当时经济高增速的背景下银行股成长属性较强。2007 年 530 印花税事件之后，大盘股和金融的逻辑并未得到颠覆，反而得到加强，在逐步泡沫化的过程中增量资金抱团金融以及强周期板块，因此在 2007 年 7 月至 10 月是指数行情，赚钱效应其实不强。主线风格的见顶信号有两方面，一方面是中石油上市定价过高并造成明显的资金分流，另一方面是抑制经济过热和资产泡沫政策加码。但由于本轮牛市涨幅巨大，牛市的余温下 2007 年 12 月开启了风格切换，大盘股和金融日渐式微，小盘股以及消费、成长开始补涨，万得全 A 指数直到 2008 年 1 月才最终见顶。

图 16: 2005-2007 年是宏观经济的黄金时代



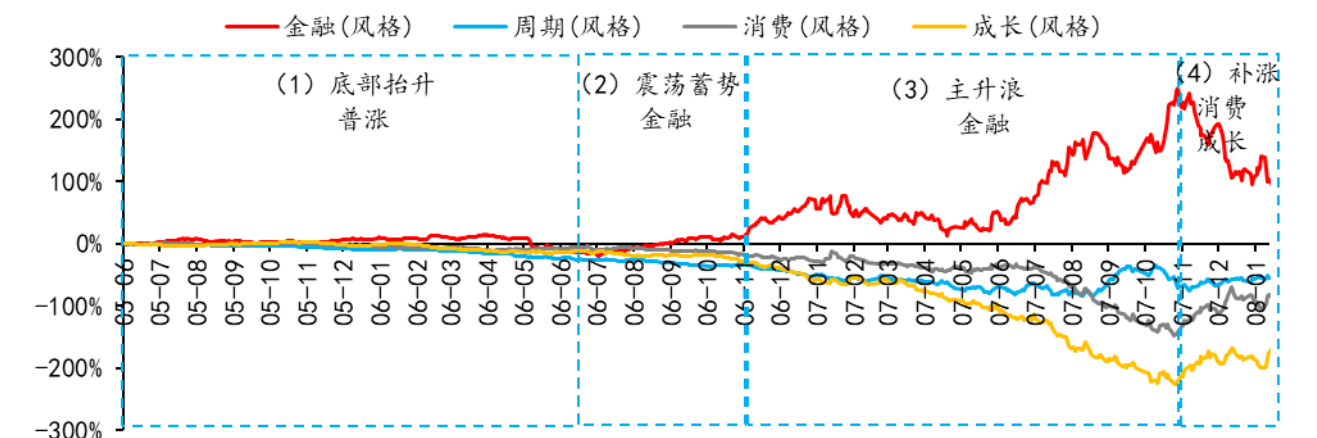
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 17: 2005-2007 年牛市期间市值风格分化节奏



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 18: 2005-2007 年牛市期间行业风格分化节奏



资料来源: Wind、国海证券研究所

3.2、2009 至 2010 年牛市的风格演绎

2009 至 2010 年牛市中的风格演绎可以分为两个阶段，2009 年小牛市的普涨阶段风格分化不明显，2009 年四季度开始风格显著分化，一直持续到本轮牛市结束。从风格的演绎来看，2009 至 2010 年的牛市可以大致分为两个阶段。第一个阶段是 3478 点小牛市背景下的普涨，在四万亿刺激政策的驱动下，A 股从 2008 年 10 月到 2009 年 8 月涨幅超 100%，小牛市中市值和行业风格均未发生明显分化。2009 年 8-9 月市场进入调整，随后进入风格分化的阶段，且分化程度越拉越大，一直到 2010 年 11 月，在“三率齐发”、政策大幅紧缩的背景下本轮牛市结束，在 1 年多的时间内小盘股持续跑赢大盘股，消费和成长持续领涨，仅在 2010 年 10 月周期股有一段短暂的行情。

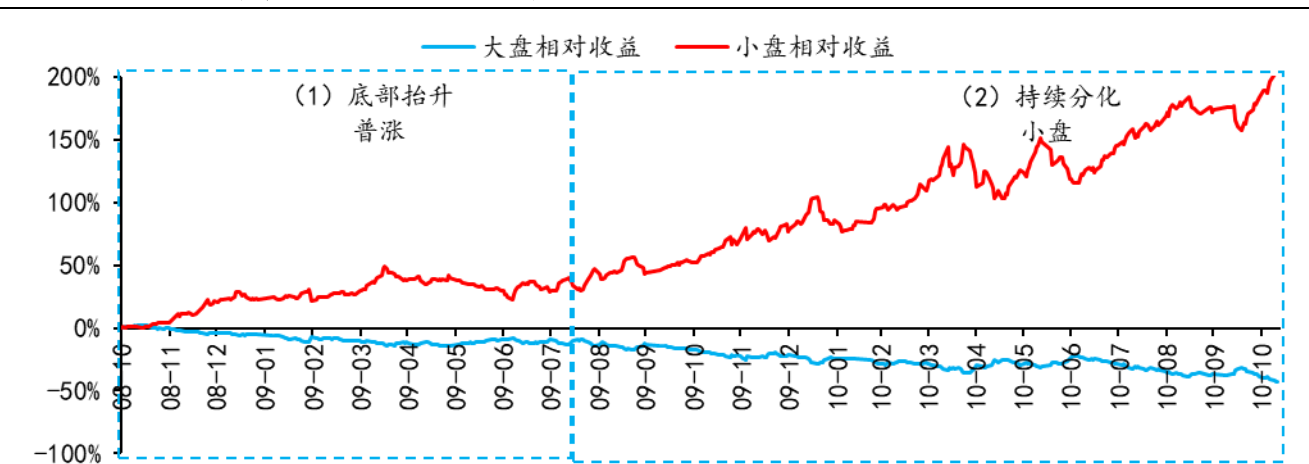
战略新兴产业的酝酿、宏观流动性的逐渐收紧成为了风格分化的重要节点，主线风格结束的原因一方面是战略新兴产业的利好兑现，一方面是宏观环境彻底转差。2009 年 3478 点小牛市，市场是普涨的格局，在绝对涨幅较大的基础上，主线风格并不清晰，小盘股在这一阶段略强。随着 2009 年 8 月流动性开始微调，政策部署抑制部分行业产能过剩和重复建设，同时开始发力产业结构转型，11 月温总理讲话首次提出七大战略性新兴产业，政策有保有压的格局逐步明晰，风格的分化也随之形成，体现为小盘股和成长、消费风格越走越强。从 2009 年 11 月至 2010 年 11 月，战略新兴产业催化不断，与此同时政策在逐步收紧，从 2010 年年初的降准到 2010 年 4 月的地产调控再到 2010 年 11 月通胀加速上行后的“三率齐发”，虽然 2010 年 7 月有阶段性的稳增长政策出台，2010 年 10 月在美国 QE2 预期下周期股和金融股昙花一现，但小盘股、成长和消费始终是当仁不让的主线风格，直到战略新兴产业正式写入“十二五”规划，利好兑现，叠加货币政策紧缩在 2010 年四季度陡然加码，主线风格结束。

表 7：2009-2010 年战略新兴产业相关政策是风格分化的助推剂

| 时间 | 政策主体 | 具体内容 |
|------------|-------------------------------|--|
| 2009/11/1 | 温家宝总理向首都科技界发表《让科技引领中国可持续发展》讲话 | 温家宝发表讲话时系统提出了七个以科技引领的新兴产业，包括新能源、新材料、信息网络、新医药、生物育种、节能环保和新能源汽车。 |
| 2009/12/27 | 温家宝总理接受新华社记者专访 | 提出着手研究培育新的经济增长带，特别是新兴的战略型产业。占领新兴产业的制高点决定着一个国家的未来。 |
| 2010/2/20 | 发改委 | 由发改委牵头组成的加快培育战略性新兴产业研究部际协调小组成立 |
| 2010/3/5 | 十一届全国人大三次会议 | 温家宝在政府工作报告中指出：大力培育战略新兴产业，抢占经济科技制高点，要大力发展新能源、新材料、节能环保、生物医药、信息网络、新能源汽车和高端制造产业。 |
| 2010/6/7 | 中国科学院、中国工程院院士大会 | 胡锦涛提出重点推动新兴产业方向的八项科技工作后，省政府开始调研和制定省级新兴产业规划。 |
| 2010/9/8 | 国常会 | 审议通过《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》 |
| 2010/10/18 | 中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议 | 通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》，战略新兴产业写入“十二五”规划 |
| 2010/12/3 | 中共中央政治局会议 | 提出扎实推动产业结构调整，制定出台战略型新兴产业发展规划。 |
| 2010/12/10 | 中央经济工作会议 | 加快经济结构战略性调整，优化投资结构，提高投资质量和效益，严控投资产能过剩行业，调整优化产业结构，改造提升传统制造业，扎实发展战略型新兴产业。 |

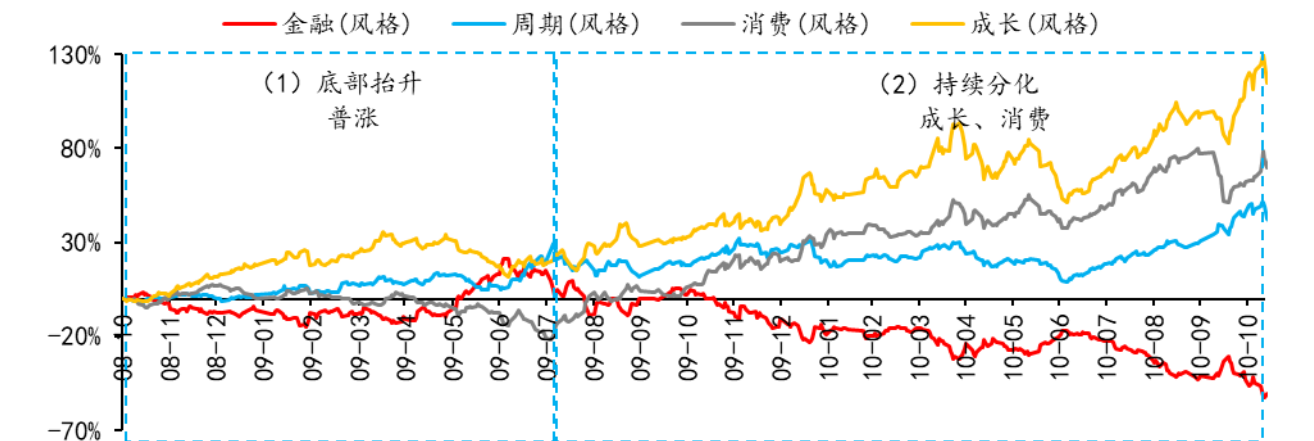
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 19：2009-2010 年牛市期间市值风格分化节奏



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 20：2009-2010 年牛市期间行业风格分化节奏



资料来源：Wind、国海证券研究所

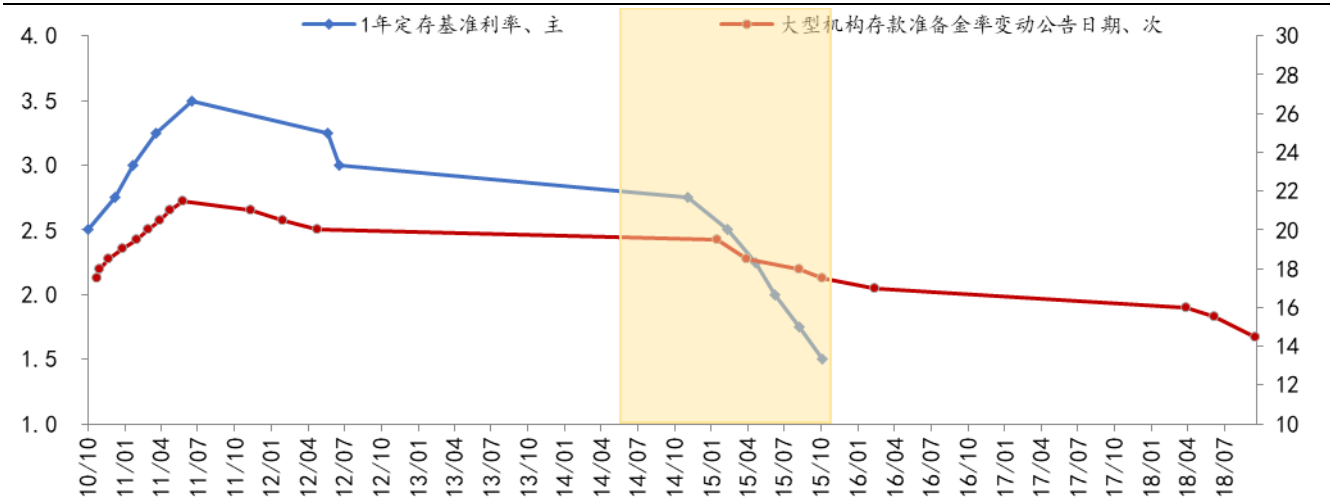
3.3、2014 至 2015 年牛市的风格演绎

2014 至 2015 年的牛市中风格演绎可以分为三个阶段，底部抬升阶段风格小幅分化，2014 年底大盘金融的暴动使得风格出现短暂剧烈的逆转，2015 年风格重回小盘成长直至牛市结束。从风格的演绎来看，2014 至 2015 年的大牛市大致可以分为三个阶段。第一个阶段是牛市初期的底部抬升期，2014 年 5 月至 2014 年 11 月底，政策逐渐加码宽松，改革举措频出，市场开始爬坑走出盘局，由于当时大盘处于绝对低位，但小盘已经经历了一年时间的上涨，因此虽然市场整体是普涨格局，但小盘股和成长股依然占优。第二个阶段是短暂且剧烈的风格逆转，2014 年 11 月底至 2015 年 1 月，在突然的降息刺激下，叠加当年监管层要求券商推动三年资本补充规划，券商带动大盘和金融股大幅上涨，市值和行业风格均发生逆转，但这一阶段并不长，仅持续了 1 个多月。第三个阶段是牛市的主升浪，2015 年 1 月至 2015 年 6 月，在货币持续宽松、“互联网+”深入推进的背景下，小盘股和成长股重回市场主线，各种题材轮番表现，主升浪阶段市场经历了普涨到分化的过程，自 2015 年 4 月起“互联网+”行情带动小盘成长风格的超额收益加速赶顶，同期其它风格已经显露出疲态，随着监管政策严查场外配资，小盘成长风格随本轮牛市一同落幕。

突如其来的降息、大盘金融超跌叠加公募基金年底大幅换仓共振形成了 2014 年底剧烈且短暂的风格切换，但很快市场在水涨船高的背景下重回主线，随着“互联网+”概念的深化和再融资政策的进一步宽松，小盘成长风格在 2015 年 4 月之后加速赶顶。2014-2015 年牛市两次经典的风格切换至今仍被市场津津乐道，先是 2014 年 11 月底的金融暴动，突如其来的降息是直接的催化剂，券商在短短 2 个月内翻倍，但背景也值得深究，首先市场经历了近两年的结构性行情，自 2013 年 2 月大盘股与金融股就持续阴跌，在大涨之前估值已经十分便宜，其中大盘指数 PE (TTM) 仅 10 倍，金融和成长的估值分位割裂达到极值。其次，在风格切换的初期恰逢年底，公募排名的压力加剧了风格切换的剧烈程度，导致在 2014Q4 的基金持仓中，金融持仓占比环比大幅提升了近 27 个百分点。随着市场水涨船

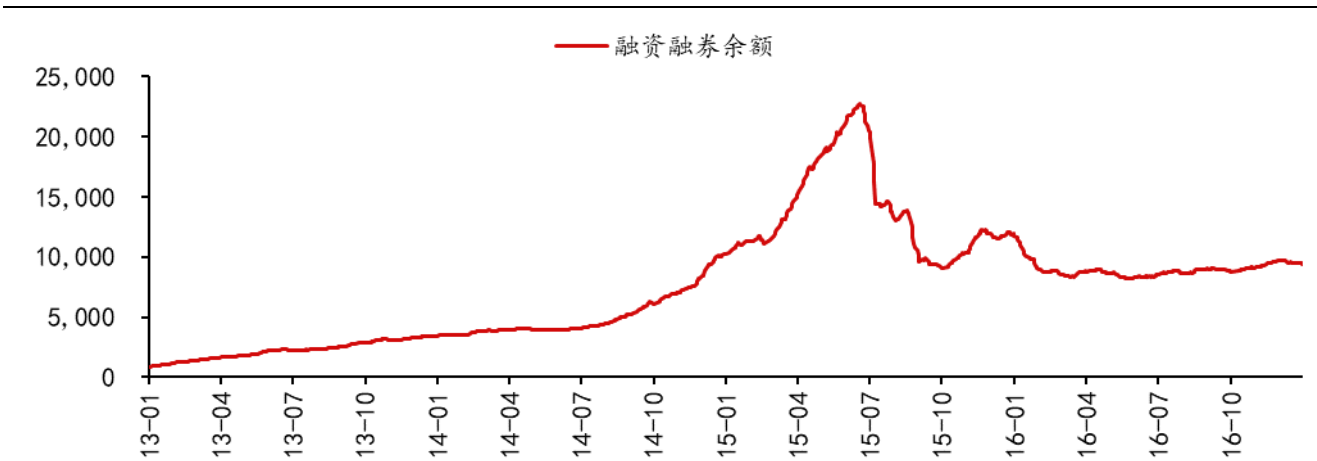
高，2015 年 1 月开始小盘成长股重新上涨，渐入佳境，与此同时大盘金融股先高位震荡，后跟随上涨，公募持仓重新切换至成长股，风格重新切换至小盘以及成长股的主线。2015 年 3 月，随着“互联网+”被首次写入政府工作报告，互联网产业链在 2009 年苹果产业链和 2013 年移动互联网的基础上进一步深化扩展，科技产业实现了硬件设备到内容应用再到场景应用的完整传导，叠加 4 月再融资政策再宽松，小盘和成长风格开始加速赶顶。

图 21：2014 年底货币政策明显宽松



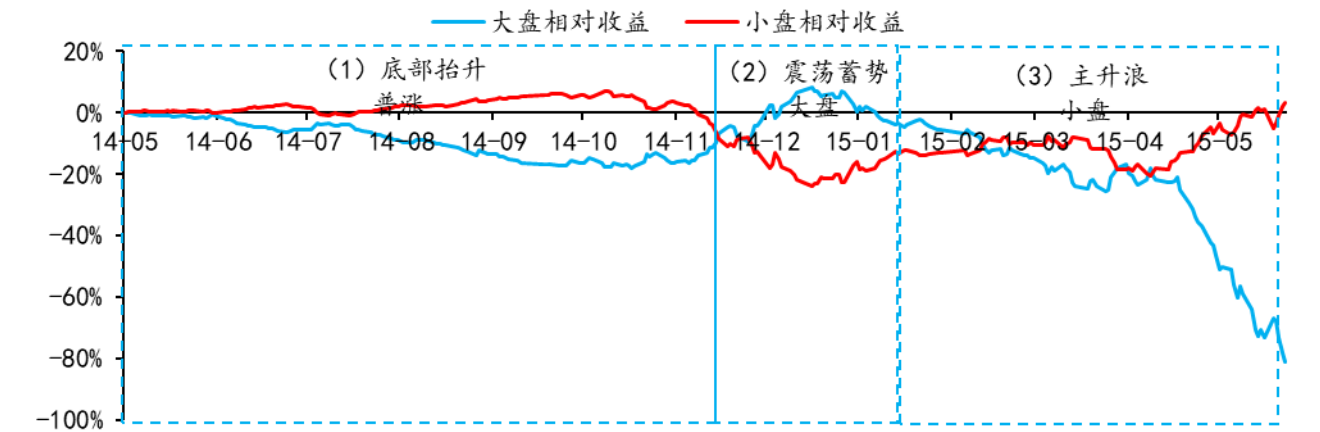
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 22：2014-2015 年融资融券余额快速上行



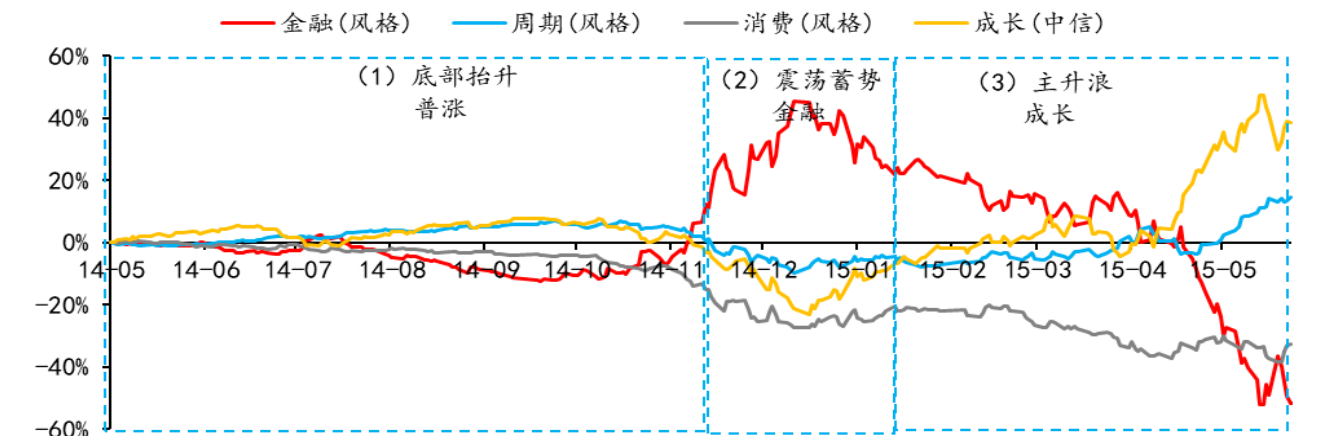
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 23：2014-2015 年牛市期间市值风格分化节奏



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 24：2014-2015 年牛市期间行业风格分化节奏



资料来源：Wind、国海证券研究所

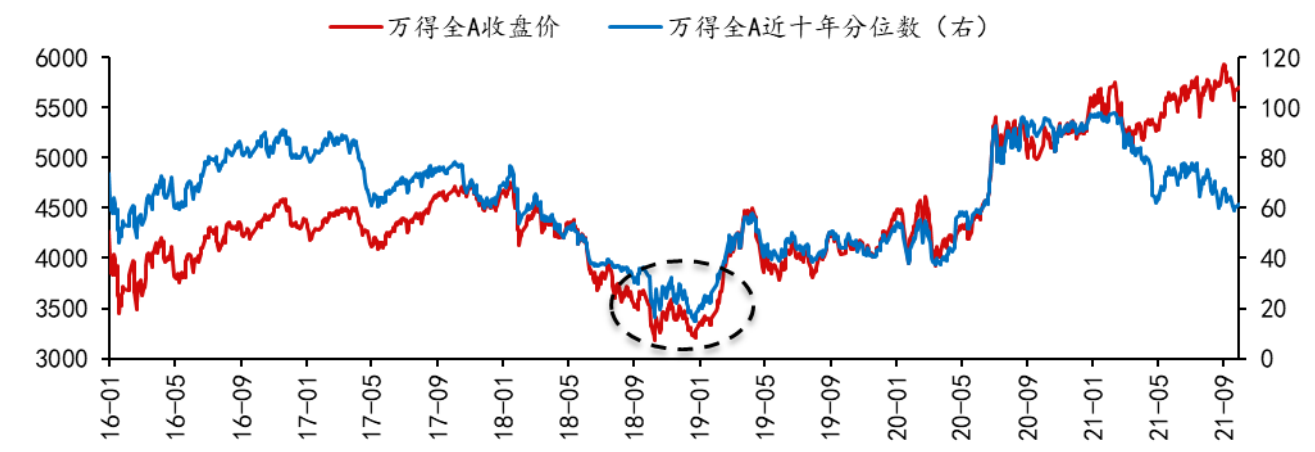
3.4、2019 年以来牛市中的风格演绎

2019 年以来的牛市中的风格演绎可以分为三个阶段，2019 年一季度的底部抬升阶段风格分化不明显，2019 年 4 月至 2020 年 7 月市值风格弱分化，消费+成长主线确立，2020 年 7 月起市场呈现强分化格局，市值风格加速分化，行业风格加速轮动。从风格的演绎来看，2019 年以来的结构性牛市大致可以分为三个阶段，第一个阶段是 2019 年一季度的普涨行情，央行降准叠加天量社融、贸易战谈判进展顺利，市场风险偏好开始回升，各风格分化程度不大，小盘股略强，万得全 A 上涨 35% 左右。第二个阶段是 2019 年 4 月至 2020 年 7 月，中美贸易摩擦反复和疫情冲击接踵而至，内外环境不确定下消费风格率先分化走强，2019 年底成长风格也开始抬升，成长消费轮动的主线正式确立，但同期大小盘分化依然

不明显，大盘表现略优于小盘。第三个阶段是市场强分化阶段，2020年7月至2021年春节前，大小盘走势泾渭分明，大盘持续上涨而小盘持续下跌，市值风格收益拉开差距。同期行业风格分化也延续了消费、成长占优的格局，交易复苏的逻辑下周期也有一定上涨。2021年春节后，市场风格急剧切换，大小盘风格逆转，成长、周期持续上涨，消费转为下行态势。

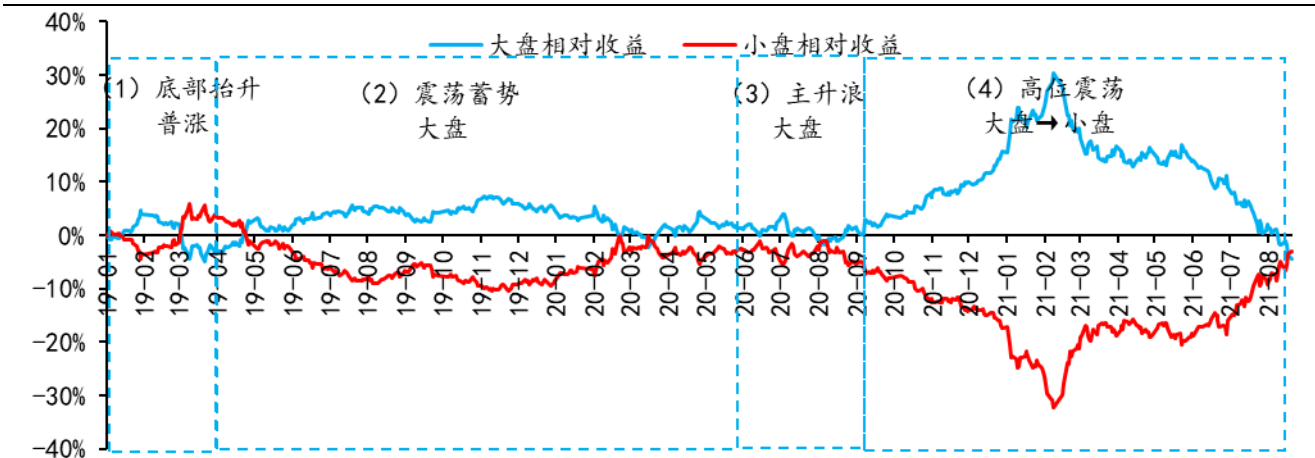
中美摩擦升级和反复成为2019年二季度消费分化走强的重要节点，国内外疫情的冲击强化了消费、成长轮动的格局，而今年春节后国内外不确定性逐渐消除，业绩估值匹配度不高的大盘股和消费股开始没落。牛市的初期市场由熊转牛，市场往往是普涨的格局，分化不明显，这一点在2019年一季度也不例外，估值修复完成之后市场开始分化。2019年5月初中美贸易摩擦出现反复成为了关键节点，外部环境的不确定性叠加国内经济的进一步下滑，由外转内+扩大内需使得盈利相对稳定的消费逐渐成为市场的最优解。与此同时，美国打压华为，强占科技制高点的行为倒逼国产替代和自主可控提速，加上新能源汽车方兴未艾，成长风格也逐步崭露头角，逐渐形成成长、消费轮动占优的格局，中间虽然出现了国内外新冠疫情的扰动，但反而是对不确定环境以及产业周期的加强，成长、消费越走越强。2020年三季度开始，国内经济复苏开始提速，逐步走向过热，基金发行加速，大盘股开始同小盘股背离，消费、成长延续强势，同时周期股开始走强。2021年2月，随着拜登就任后中美关系预期缓和，叠加全球范围内疫情出现好转，疫苗接种持续抬升，困扰市场的不确定性因素逐渐消除，国内经济见顶回落，业绩估值匹配度不高的大盘股和消费股上涨逻辑被颠覆，大小盘风格逆转，成长、周期成为领涨风格。

图 25：经过 2018 年的急剧下跌，市场估值具备较高安全边际



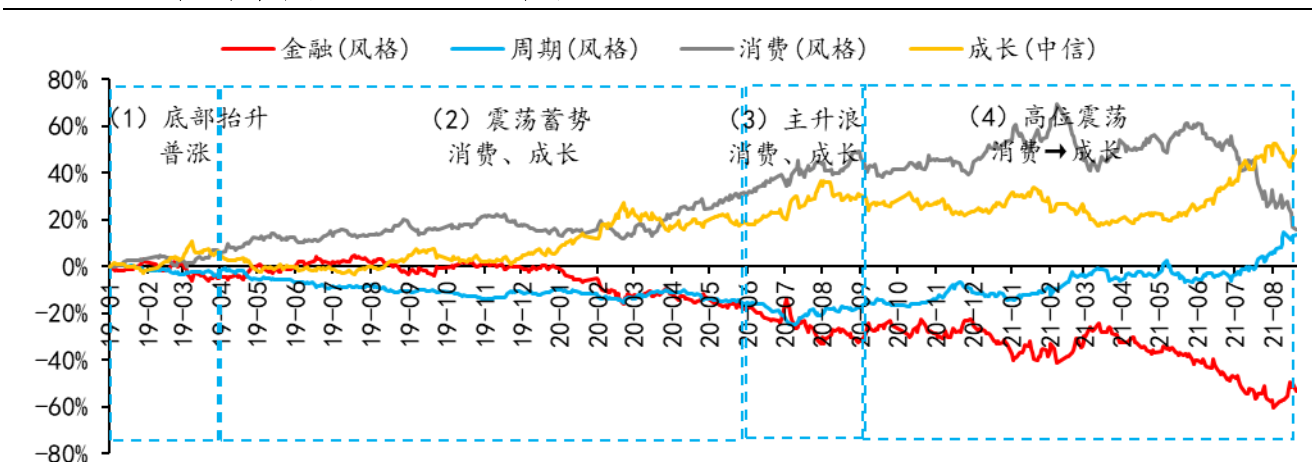
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 26：2019 年以来牛市期间市值风格分化节奏



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 27：2019 年以来牛市期间行业风格分化节奏



资料来源：Wind、国海证券研究所

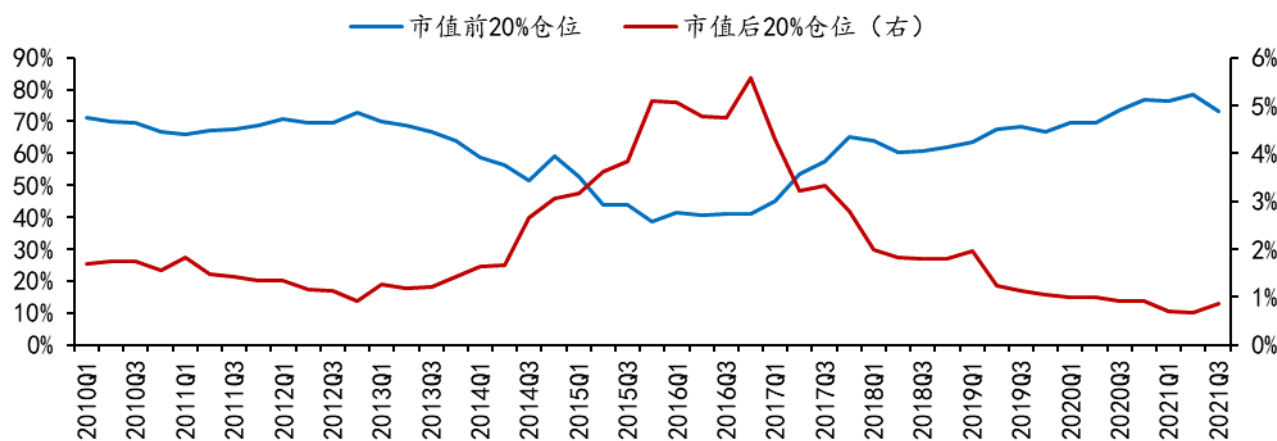
4、从公募基金持仓看风格的选择

4.1、公募基金持仓结构是顺风格的

公募基金对于大小盘的配置取向基本同大小盘的轮动同步。从公募基金的持仓情况来看，我们重点关注大盘股（市值前 20%）的持仓市值占比与小盘股（市值后 20%）的持仓市值占比，两者的变化可以体现出公募基金在大小盘风格上的配置取向。在 2010-2015 年小盘股周期中，大市值公司持仓占比显著降低，由 2010 年的 70% 下降到了 2015 年不到 40%，但在 2016 年-2020 年的大盘股周期之中，大市值公司持仓占比又回到了 70% 左右，但今年春节后大小盘风格切换，大市值公司持仓占比高位回落，小市值公司持仓占比从底部开始抬升。整体而言，公募基金在大小盘的长周期轮动过程中是顺风格的投资思路。

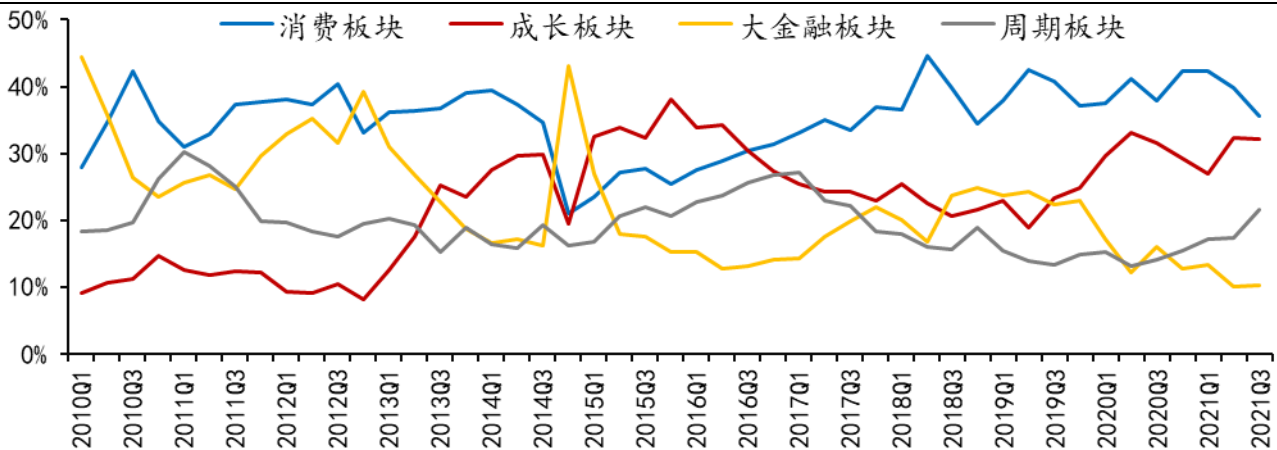
公募基金对于四个行业风格的配置取向也同行业风格轮动基本同步。公募基金对于行业风格的持仓变化更为剧烈，但基本遵循行业风格的轮动，2009-2010 年基金加仓成长和消费，减仓金融，同期成长消费大幅跑赢金融。2011-2012 年市场进入防御期，金融相对抗跌，同期公募对金融的配置明显提升。2013-2015 年成长股一枝独秀，公募对成长的配置比例从 2013 年初的不到 10%大幅提升至 35%左右，从四个风格中的最后一名跃升至第一名。2016-2018 年是消费和金融占优的环境，消费持仓占比取代成长成为基金持仓第一名，同期金融也从底部开始回升。2019-2020 年两年成长、消费结构性牛市中，消费持仓占比保持在高位，成长持仓占比大幅提升。从公募基金的前十大重仓行业来看，偏股型基金重仓行业逐步由金融转向成长，消费持仓占比保持高位，这也符合消费、成长长期跑赢的行情特征。

图 28：基金持仓集中度持续提升，更多的资金流向更少的资产



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 29：从基金持仓来看，消费风格更受市场青睐



资料来源：Wind、国海证券研究所

表 8：偏股型基金重仓行业逐步由金融转向成长

| 排名 | 2021年 | 2020年 | 2019年 | 2018年 | 2017年 | 2016年 | 2015年 | 2014年 | 2013年 | 2012年 | 2011年 | 2010年 |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1 | 医药生物 | 食品饮料 | 食品饮料 | 食品饮料 | 食品饮料 | 医药生物 | 计算机 | 非银金融 | 医药生物 | 银行 | 银行 | 银行 |
| 2 | 食品饮料 | 医药生物 | 电子 | 医药生物 | 电子 | 电子 | 医药生物 | 银行 | 食品饮料 | 房地产 | 食品饮料 | 医药生物 |
| 3 | 电子 | 电子 | 医药生物 | 非银金融 | 非银金融 | 银行 | 传媒 | 房地产 | 电子 | 食品饮料 | 医药生物 | 食品饮料 |
| 4 | 电气设备 | 电气设备 | 银行 | 银行 | 医药生物 | 化工 | 电子 | 医药生物 | 银行 | 非银金融 | 房地产 | 非银金融 |
| 5 | 化工 | 非银金融 | 非银金融 | 电子 | 银行 | 计算机 | 银行 | 计算机 | 家用电器 | 医药生物 | 非银金融 | 机械设备 |
| 6 | 有色金属 | 化工 | 家用电器 | 房地产 | 家用电器 | 食品饮料 | 非银金融 | 食品饮料 | 非银金融 | 汽车 | 采掘 | 商业贸易 |
| 7 | 机械设备 | 银行 | 房地产 | 计算机 | 电气设备 | 传媒 | 化工 | 汽车 | 化工 | 建筑装饰 | 化工 | 采掘 |
| 8 | 银行 | 家用电器 | 传媒 | 家用电器 | 房地产 | 机械设备 | 机械设备 | 家用电器 | 计算机 | 家用电器 | 汽车 | 化工 |
| 9 | 计算机 | 机械设备 | 计算机 | 电气设备 | 化工 | 非银金融 | 通信 | 机械设备 | 传媒 | 化工 | 商业贸易 | 汽车 |
| 10 | 汽车 | 计算机 | 电气设备 | 机械设备 | 传媒 | 汽车 | 公用事业 | 传媒 | 汽车 | 电子 | 机械设备 | 电气设备 |
| | | 消费 | | 成长 | | 金融 | | | | 周期 | | |

资料来源：Wind、国海证券研究所

4.2、优秀的基金大概率出自占优的风格

2019 年以来跑赢的基金集中在成长和消费风格，在这一时间段成长与消费风格基金往往表现出上限更高、下限也更高的特征，选错风格的代价较大。选取 2019 年以来的结构性牛市来看，成长风格表现最佳，消费也有不错收益。将所有偏股型基金根据中报、年报披露的第一重仓行业进行风格划分，选取 2019 年、2020 年、2021 年上半年基金收益 Top20/50/100，不难发现成长风格基金数量在高收益基金中占比最多。具体来看，在收益 Top20 基金中，2019 年成长风格基金有 15 支，占比高达 75%；2020 年有 9 支，相比其它风格也是最多的；2021 年上半年有 10 支，占比 50%。放大到 Top50 或者 Top100，成长风格基金数量占到 40%-50%，消费风格基金数量占到 30%-40%，两者合计占比 80%。另一方面，从不同风格基金的收益分布来看，2019 年以来成长与消费风格基金往往表现出上限更高、下限也更高的特征，且上限差距较为明显。总体来看，2019 年以来成长和消费风格的基金整体表现更佳，阶段性地选择周期作为增强的难度较大，而如果选错风格（假如选择了金融），则会付出较大的机会成本（收益更低），而且也并没有控制住下行的风险（回撤不低）。

表 9：不同风格基金收益显著分化，成长风格在 19 年以来占优，消费也有不错表现

| 报告期 | 消费风格 | | 成长风格 | | 周期风格 | | 金融风格 | |
|--------|------|-----|------|-----|------|-----|------|----|
| 前 20 | 基金数量 | 占比 | 基金数量 | 占比 | 基金数量 | 占比 | 基金数量 | 占比 |
| 2019 | 3 | 15% | 15 | 75% | 2 | 10% | 0 | 0% |
| 2020 | 3 | 15% | 9 | 45% | 8 | 40% | 0 | 0% |
| 2021H1 | 7 | 35% | 10 | 50% | 3 | 15% | 0 | 0% |
| 前 50 | 基金数量 | 占比 | 基金数量 | 占比 | 基金数量 | 占比 | 基金数量 | 占比 |
| 2019 | 17 | 34% | 28 | 56% | 4 | 8% | 1 | 2% |
| 2020 | 18 | 36% | 22 | 44% | 10 | 20% | 0 | 0% |
| 2021H1 | 16 | 32% | 22 | 44% | 12 | 24% | 0 | 0% |
| 前 100 | 基金数量 | 占比 | 基金数量 | 占比 | 基金数量 | 占比 | 基金数量 | 占比 |
| 2019 | 46 | 46% | 44 | 44% | 8 | 8% | 2 | 2% |
| 2020 | 44 | 44% | 36 | 36% | 19 | 19% | 1 | 1% |
| 2021H1 | 28 | 28% | 43 | 43% | 26 | 26% | 3 | 3% |

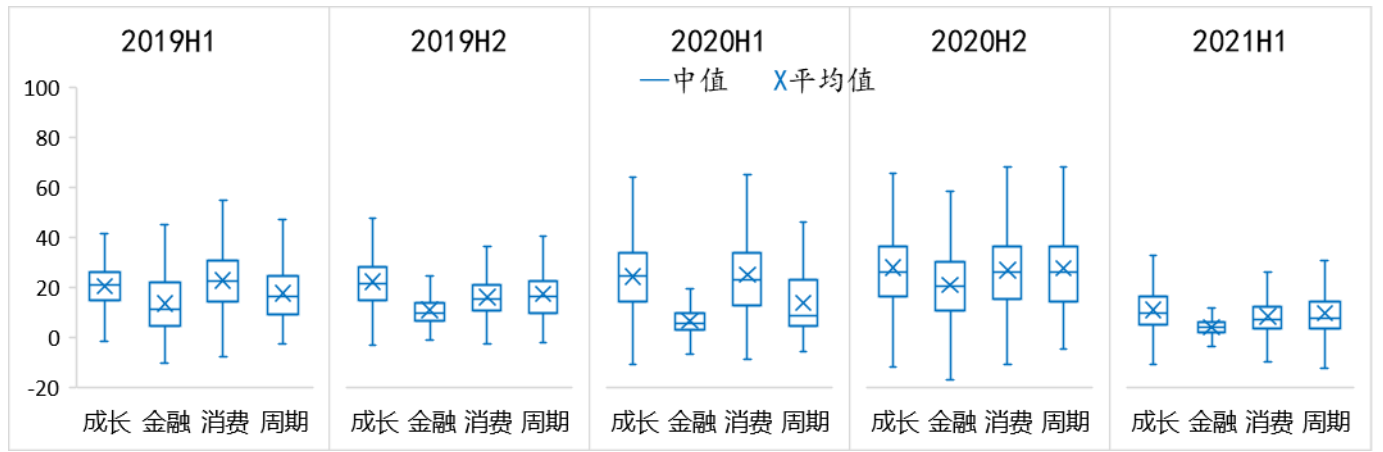
资料来源：Wind、国海证券研究所

表 10：不同风格基金收益显著分化

| 报告期 | | 成长基金收益 (%) | 金融基金收益 (%) | 消费基金收益 (%) | 周期基金收益 (%) | 风格最大差值 (%) |
|--------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|
| 2019H1 | 最大值 | 51 | 45 | 59 | 55 | 14 |
| | 最小值 | -2 | -10 | -16 | -2 | 14 |
| | 中值 | 19 | 11 | 22 | 16 | 11 |
| | 平均值 | 20 | 14 | 23 | 18 | 9 |
| 2019H2 | 最大值 | 61 | 32 | 43 | 60 | 29 |
| | 最小值 | -4 | -6 | -12 | -3 | 9 |
| | 中值 | 14 | 9 | 14 | 15 | 6 |
| | 平均值 | 21 | 10 | 15 | 16 | 11 |
| 2020H1 | 最大值 | 65 | 31 | 83 | 57 | 53 |
| | 最小值 | -11 | -13 | -9 | -6 | 6 |
| | 中值 | 18 | 5 | 21 | 8 | 17 |
| | 平均值 | 23 | 6 | 23 | 13 | 18 |
| 2020H2 | 最大值 | 92 | 65 | 71 | 87 | 27 |
| | 最小值 | -12 | -17 | -11 | -5 | 12 |
| | 中值 | 24 | 19 | 24 | 24 | 5 |
| | 平均值 | 26 | 19 | 25 | 26 | 7 |
| 2021H1 | 最大值 | 53 | 32 | 41 | 52 | 21 |
| | 最小值 | -14 | -17 | -15 | -18 | 4 |
| | 中值 | 6 | 3 | 6 | 0 | 6 |
| | 平均值 | 10 | 3 | 7 | 9 | 7 |

资料来源：Wind、国海证券研究所

图 30：2019 年以来，成长与消费风格的基金更易取得高收益



资料来源：Wind、国海证券研究所，注：未显示离群值点。

5、风险提示

比较研究的局限性，市场面临超预期的外部冲击，市场运行环境出现剧烈的变化等。

【策略研究小组介绍】

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11 年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续 5 年前五。2010-2014 年华创证券研究所策略高级分析师，2014-2021 年方正证券策略高级分析师、首席分析师，所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

袁稻雨，策略资深分析师，5 年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

【分析师承诺】

胡国鹏，袁稻雨，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。