

流动性估值跟踪： 小盘股跑赢：暂时还是趋势？

浙商策略团队

王杨 S1230520080004

陈昊 CFA FRM S1230520030001

2022年8月9日

总体情况

- **宏观流动性：** 1.上周逆回购净回笼60亿元，MLF投放回笼相抵；2. 市场利率方面，DR007下降至1.30%，R007下降至1.44%；3. 十年期国债收益率小幅下降至2.74%；4. 美元兑人民币维持在6.74；5. 理财产品预期收益率（3个月）维持在1.75%。
- **A股市场资金面和情绪面：** 1.上周A股成交额和换手率均小幅上升；2. 两融余额维持在1.62万亿；3. 北上资金净流出12亿元；4. 上周A股小幅净增持、回购规模大幅上升，本周限售解禁规模上升；5. 风格来看，上周中盘股、高PE、高价股、绩优股表现最好。
- **A股和全球估值：** 从PB-ROE的角度来看，上周估值水平远低于盈利能力的行业分别为银行、煤炭、建筑装饰、钢铁、基础化工、非银金融、家用电器、纺织服饰、有色金属、交通运输。

一、宏观流动性

指标	流动性评级（共五星）	流动性变动
1.公开市场	★★	↗
2.外汇占款	★★★★★	↘
3.信用派生	★★★★★	↗
4.货币市场	★★★★★	↗
5.国债市场	★★★	↗
6.信用债	★★★★★	↗
7.理财市场	★★★★★	→
8.贷款市场	★★★	→
9.外汇市场	★★★★★	↘

二、A股市场资金面和情绪面

指标	流动性评级（共五星）	流动性变动
1.A股成交	★★★★★	↗
2.产业资本	★★★★★	↗
3.基金发行	★★	↘
4.杠杆资金	★★	↘
5.海外资金	★★	↘
6.大宗交易	★★★	↘
7.股票质押	★	↗
8.风险偏好	★★	↗
9.股票供给	★★★★	↗

三、A股和全球估值

指标	估值评级（共五星）	估值变动
1.上证指数	★★	↘
2.深圳成指	★★★	↘
3.创业板指	★★★	↘
4.标普500	★★★★★	↗
5.道琼斯工业指数	★★★★★	↗
6.纳斯达克指数	★★★	↗
7.恒生指数	★	↗
8.日经225	★★★	↗
9.英国富时100	★	↗

注：流动性星级评分是客观根据最近两年数据的分位数，如一星表示小于20%，五星表示大于80%
 估值星级评级客观根据最近十年数据的分位数（周度更新），如一星表示小于20%，五星表示大于80%

目录

■ 本期关注：小盘股跑赢：暂时还是趋势？

■ 宏观流动性

■ A股市场资金面和情绪面

■ A股市场估值

■ 全球市场估值

■ 风险提示

本期关注

1. 整体：大级别市值风格切换往往持续3年左右

近期随着小盘股指数走强，市场对中小市值风格的关注度升温，如何理解背后逻辑和持续时间？

回顾过去20年，大小盘风格经历了多轮切换，且大级别市值风格切换往往持续3年左右。

如果以申万大盘指数和申万小盘指数为基准去观察，可以明显看到大小盘轮动的时间区间，具体来看：

- 大盘跑赢小盘的主要时间区间分别是：2001.7-2007.10，2016.11-2021.1；
- 小盘跑赢大盘的主要时间区间分别是：2007.11-2010.9，2013.2-2015.6，2021.2至今。

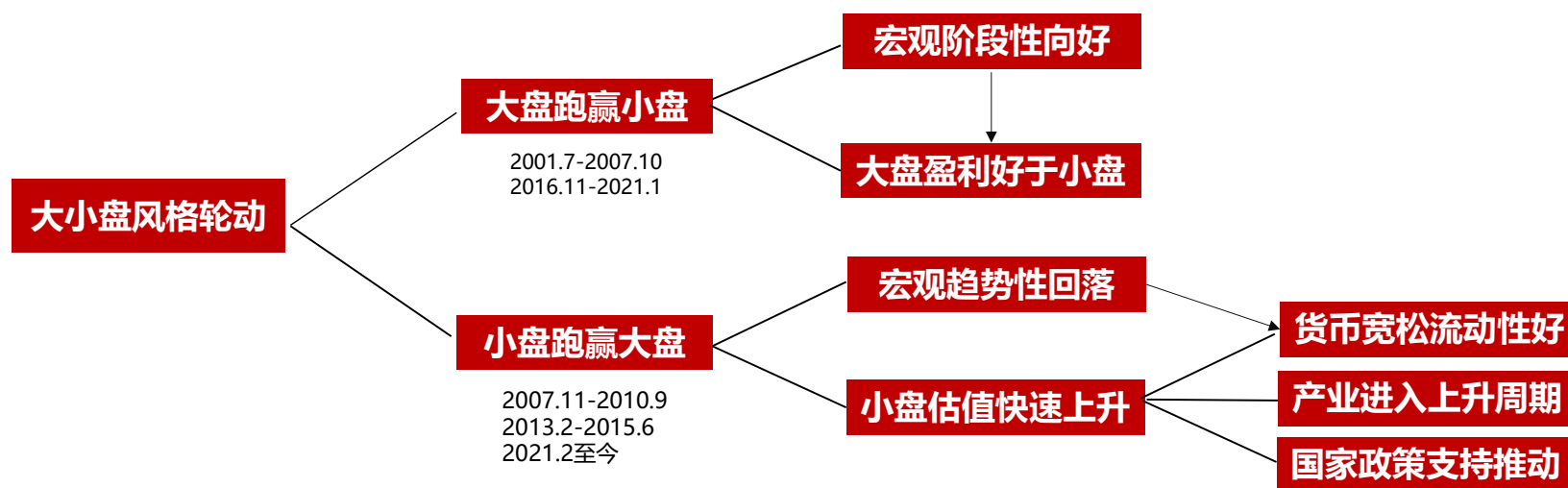
图：小盘相对大盘的表现



2. 框架：产业轮动是大小盘的关键驱动

- 我们在2021年10月曾发布报告《为何今年以来小盘股占优？复盘和展望》，分析了大小盘风格轮动背后的宏观背景和产业更迭，可以发现，产业繁荣是风格背后最核心的驱动因素。
- 具体来看，每一轮小盘股风格背后，往往对应新兴产业崛起，如2007年至2010年的消费电子产业，2013年至2015年的互联网+繁荣，再到本轮国产替代和5G应用驱动下的半导体和2B端崛起。与此同时，每一轮大盘股风格背后，往往对应传统产业复苏，也即宏观经济向好。

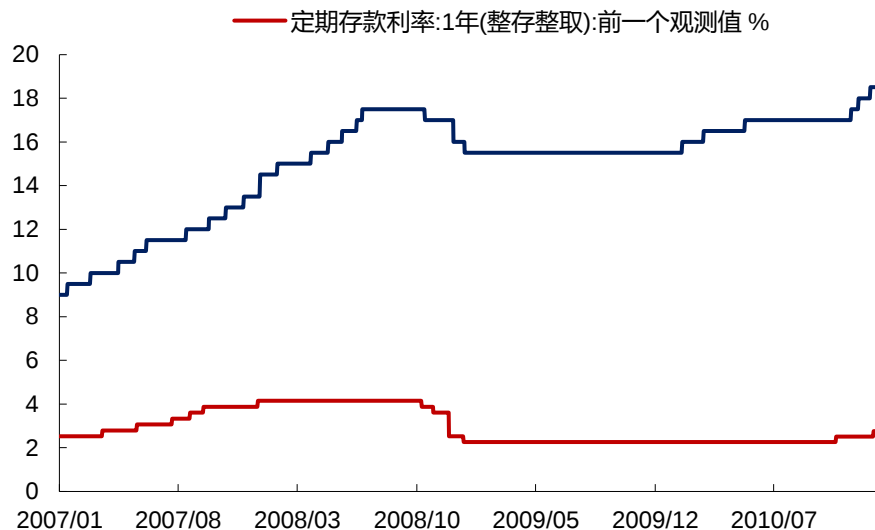
图：大小盘风格轮动的驱动因素框架



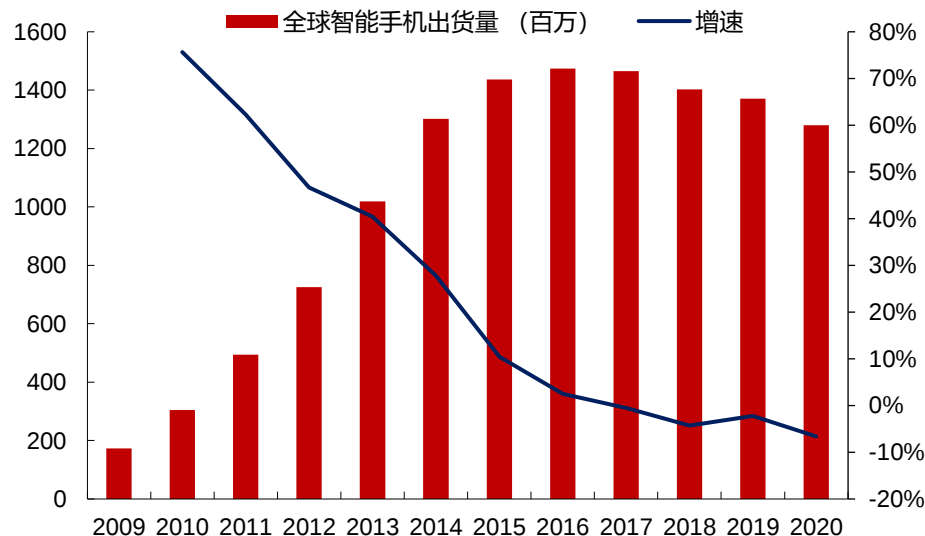
3. 2007.11-2010.9小盘股行情：产业周期和政策驱动

- **从产业周期的角度来看，当时进入到智能手机上升周期中，同时国家层面出台支持政策。**智能手机也在2010年开始崭露头角，iphone 4在2010年推出加速了智能手机的普及和运用，全球智能手机的出货量增速在2010年达到75.6%，带动消费电子行业的企业盈利和估值戴维斯双击。与此同时，相关产业政策也不断出台。2009年《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》文件出台，并确定将战略新兴产业纳入到“十二五”规划编制中。
- **货币政策先紧后松，对小盘股风格影响相对较弱。**2008年金融危机之前，国内经济高速增长，货币政策不断收紧。金融危机后，国内政策大幅宽松，降准降息叠加财政刺激，整体市场的流动性较为宽裕。整体来看，流动性变化对这一轮大级别市值风格切换并没有起到决定性影响。

图：2007-2010年政策利率和存款准备金率情况



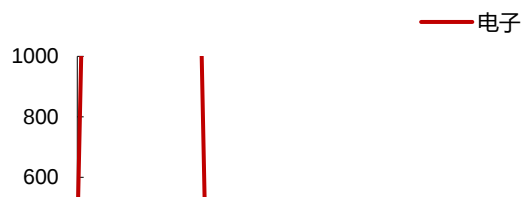
图：全球手机出货量



4. 2007.11-2010.9小盘股行情：盈利预期不断改善

- 受益于智能手机的产业浪潮，电子行业业绩上升，盈利预期不断改善。2009-2010年，电子行业盈利增速从负增长大幅上升至500%以上，电子行业也逐渐出现涨幅居前的牛股。
- 具体来看，Iphone刚刚普及之时，触摸屏技术成为关注焦点。触摸屏行业的龙头个股莱宝高科在2010年业绩大幅增长，股价当年的涨幅超过250%。此外，2010年开始，歌尔股份的电声元器件、有线耳机等产品先后打进苹果供应链，经营业绩由此也开始取得了大幅增长，歌尔股份在2010年涨幅达到了近200%。

图：2009-2010年电子行业归母净利润增速，%



图：2009-2010年部分牛股的归母净利润增速，%



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45068

