



## 宏观专题

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

### 相关研究

# 小盘行情何时终结?

## 投资要点:

- 在本轮估值从行业逐步扩散的过程中, 大小盘的交易拥挤度和估值分位也在发生不同极化的改变, 7 月以来, 小盘股的一年期估值分位持续抬升, 与行业分化程度呈现的趋势较为一致, 综合行业估值与交易拥挤度的结论, 我们可以认为是部分行业内开始由大盘向小盘扩散形成了这一次小盘与大盘的走势和估值分化, 目前已经出现了一年期的估值分位下行, 随着行业估值极化见顶, 小盘行情也有可能面临终结。
- 经济基本面来看, 在疫情扰动、极端天气、地缘政治等外生因素的冲击和经济本身面临转型的内生动力不足的双重限制下, 本轮疫后修复十分漫长, 经济基本面在后续仍然将面临前期悬而未决的问题, 因此对经济增长的预期可能将适当下行, 引领经济增长的动力还需要进一步观察, 在没有明显支撑经济增长的板块性机会出现之前, 基本面可能仍然支持小盘暂时占优。
- 流动性来看, 尽管央行开始减量续作 OMO, 但同时释放的结构性宽松的信号仍然显示资金利率可能仍然持续宽松。年初以来, R007 以及 DR007 指示的短端利率持续回落, 下半年面临的经济下行压力仍然较大, “力争实现最好结果” 如果需要保持全年经济增速在 4% 以上, 下半年经济增速应达到 5.3% 以上, 也不支持短期内快速收缩流动性, 因此我们认为在流动性拐点暂时还难以见到的情况下, 流动性环境支持小盘股相对占优。
- 信用扩张来看, 社融缺乏高增的持续性反映了当前信用传导仍有阻滞。房地产扩张信用的路径被限制之后, 信用扩张锚的缺失、对经济前景的担忧、被透支的居民购房需求都让信贷数据难以出现预想中的增长, 通过基建拉动的企业端需求也暂未兑现, 我们此前认为本轮信用传导的时滞可能比历史上任何一次都更长, 如果 9 月后地产和基建能在当期问题暂缓的条件下拉动信贷配套数据的增长, 有可能小盘的风格会随着信用扩张锚的出现而逐渐向大盘风格进行切换。
- 信用利差来看, 年初至今的 AA+ 产业债信用利差已经回落近 50BP, 资产荒仍在延续。信用利差的收窄利于中小企业进行融资, 市场对小盘股的盈利预期打开想象空间, 估值也跟随有提升空间。728 政治局会议提出“货币政策要保持流动性合理充裕, 加大对企业的信贷支持” 后信用利差进一步收窄, 反映了市场对政策取向的认同, 短期内信用利差再度走阔的概率不大, 对小盘股而言仍然是较为有利的因素。
- 估值来看, 当前小盘股的相对估值仍有优势, 交易拥挤的相对水平也在较低的位置, 暂时仍然存在足够的安全边际。但一方面小盘股的绝对估值已经开始修复, 另一方面, 如果行业内的估值扩散达到了新的高度, 本轮小盘行情可能会跟随行业风格极化的瓦解而结束。
- 作为影响小盘风格的核心要素, 盈利方面, 从中报已经披露预告的小盘股来看, 盈利水平是目前制约小盘股估值继续扩张的重要原因。相比大盘股而言, 小盘股的业绩并不处在相对占优的位置, 在当前经济各项动能均面临下行风险的背景下, 小盘股的业绩弹性决定其业绩回落的压力仍然较大。
- 综合而言, 在金融数据和业绩兑现的真空期, 当前的市场环境在短期内仍能支撑小盘跑赢大盘, 但盈利和估值的隐忧可能将引起小盘股内部风格进一步极化, 赛道的博弈、行业的扩散可能导致市场轮动进一步加快。
- **风险提示:** 疫情扰动, 极端天气持续, 海外实质性衰退, 地缘政治风险升温

## 内容目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 1. 小盘占优依赖哪些因素？ .....                    | 4  |
| 1.1. 经济基本面 .....                        | 4  |
| 1.2. 流动性环境 .....                        | 5  |
| 1.3. 信用收缩 .....                         | 5  |
| 1.4. 信用利差 .....                         | 6  |
| 1.5. 相对估值 .....                         | 7  |
| 1.6. 相对盈利 .....                         | 7  |
| 2. 本轮小盘行情的还能走多远？ .....                  | 9  |
| 2.1. 行业层面市场微观交易结构趋于极致 .....             | 9  |
| 2.1.1. 赛道行业交易拥挤度绝对值仍然较高，行业内扩散走势出现 ..... | 9  |
| 2.1.2. 行业估值呈现行业内扩散迹象 .....              | 11 |
| 2.2. 小盘风格是否还会持续？ .....                  | 13 |
| 2.2.1. 大小盘风格的行业分布 .....                 | 13 |
| 2.2.2. 小盘行情要素 .....                     | 14 |

## 图表目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 1: 基本面的驱动力对大小盘风格的影响更多通过流动性和结构性因素 .....      | 4  |
| 图 2: 小盘股上行时期往往货币流动性趋于宽松 .....                 | 5  |
| 图 3: 社融存量下行的过程中小盘可能跑赢 .....                   | 6  |
| 图 4: 信用利差的下行同样支撑小盘股相对占优 .....                 | 6  |
| 图 5: 相对估值提供了小盘股上行的充分条件 .....                  | 7  |
| 图 6: 相对业绩的强弱是影响大小盘风格切换的核心因素 .....             | 8  |
| 图 7: 各行业估值分位数 .....                           | 11 |
| 图 8: 各行业估值绝对值（数据标签为估值分位数，10 年） .....          | 12 |
| 图 9: 行业间估值分化程度严重（一级行业） .....                  | 12 |
| 图 10: 行业间估值分化程度严重（二级行业） .....                 | 12 |
| 图 11: 上证 50 行业分布 .....                        | 13 |
| 图 12: 中证 500 行业分布 .....                       | 13 |
| 图 13: 中证 500/上证 50 交易拥挤相对程度 .....             | 14 |
| 图 14: 大小盘的估值分位出现变化 .....                      | 14 |
| <br>                                          |    |
| 表 1: 一级行业拥挤度现状及分位值变化 .....                    | 9  |
| 表 2: 二级行业拥挤度现状及分位值变化（较 4 月 29 日变动前十五和后十五） ... | 10 |
| 表 3: 小盘行情要素 .....                             | 15 |

## 1. 小盘占优依赖哪些因素？

我们在去年 11 月的报告《业绩真空期风格如何演绎？》中曾就大小盘和成长价值风格轮动的特征进行梳理，我们发现，经济基本面、流动性、信用、信用利差、盈利、估值都可能会影响大小盘风格的切换。我们以中证 500 和上证 50 作为小盘股和大盘股的代表，我们继续从以上方面观察历史小盘占优时的市场特征，以判断驱动本轮小盘行情的核心因素的持续性。

### 1.1. 经济基本面

经济基本面来看，2009 年至 2011 年，经济危机后中国推出“四万亿”计划，经济预期和流动性预期大幅改善，小盘风格弹性较大盘更强，小盘风格表现占优；2011 年至 2013 年，国内通胀升温叠加货币政策加速收紧，海外欧债危机蔓延，经济前景不确定性较大时，龙头企业抗风险的能力较强，避险情绪下，大盘相对表现较好；2013 年十八大后，市场对于改革预期升温，2013 年开始全球经济也阶段性升温，并购重组规则放松进一步加强了中小型公司扩张速度，市场呈现小盘风格；2017 年至 2021 年，经济增速逐级下台阶，大环境下经济走弱，内外需求不振，2018 年至 2019 年贸易摩擦升温，2020 年疫情冲击加剧经济不确定性，市场风格呈现大盘强势；2021 年伊始，疫情后由生产恢复带动经济短期走强的预期再次攀升，全球流动性宽松的预期也再次升温，2021 年小盘风格再占优。

从 2009 至今的经济增长来看，GDP 增长持续放缓，在不同阶段伴随着不同的货币政策及财政政策刺激，经济波动的小周期内，拉动经济增长的引擎也各不相同，因此，经济基本面并不一定影响大小盘风格切换，反而是流动性和经济增长的结构性引擎对于大小盘的影响更多。

图 1：基本面的驱动力对大小盘风格的影响更多通过流动性和结构性因素



资料来源：wind，德邦研究所

## 1.2. 流动性环境

我们以 R007 作为货币流动性的表征,历史上来看,除了 2009-2010 年的小盘股占优行情我们发现了 R007 快速上行,其他 5 轮小盘跑赢的行情都处在利率中枢回落或低位震荡区间。2013 年钱荒导致的利率中枢剧烈抬升的情况下小盘仍然占优,但 2018 至 2020 年利率显著下行期间,大盘股跑赢小盘,这说明低利率环境或利率下行期间只是影响小盘占优的因素之一,充裕的市场流动性有利于增加市场资金交易活力和扩大资产选择范围,给小盘股上行提供了条件,但并不能保证在其他因素变化的情况下,小盘股一定能跑赢大盘股,因此,我们认为流动性宽松只是小盘股跑赢的充分条件之一,还需要关注其他层面的因素。

图 2: 小盘股上行时期往往货币流动性趋于宽松



资料来源: wind, 德邦研究所

## 1.3. 信用收缩

信用的回落是驱动小盘行情的重要因素。历史上来看,小盘占优时社融存量同比大多下行。一方面,在过去几轮信用扩张的过程中,房地产和基建等传统投资模式刺激经济的方式带动经济上行的主要发力方向集中在大盘股,大盘股和市场整体的业绩预期与信用扩张存在一定的相关关系,我们在《从历史底部走出的经验看本轮上行》中也曾经就信贷脉冲和市场指数性的行情相关性做过分析,我们发现市场上行往往滞后于信贷脉冲拐点出现 0-6 个月,但风格来看,往往是大盘引领的全面指数性行情。社融存量的回落大概率导致大盘和市场整体预期上行的动能不足;另一方面,如果短期内看不到 M2 拐点出现的可能性,低社融环境带来大量的剩余流动性可能驱动资金向市场内转移,从性价比的角度来说,大盘预期转弱、总体承压,小盘相对占优、弹性较强,往往会成为资金短期内青睐的对象,尤其在业绩真空期未兑现的时刻,小盘和弹性高的行业容易获得超额收益。

图 3：社融存量下行的过程中小盘可能跑赢



资料来源：wind，德邦研究所

#### 1.4. 信用利差

信用利差同时隐含了风险溢价和流动性溢价，信用利差的下行支撑小盘股相对占优。大盘股的市场流动性较强，且行业龙头的规模效应和议价能力更强，导致小盘股具有相对更高的流动性溢价和不确定性溢价。信用利差的收窄反映了市场资金的充裕和不确定性的降低，环境上均有利于小盘股表现，因此信用利差在大部分时间与小盘股的表现呈现出明显的负相关。

图 4：信用利差的下行同样支撑小盘股相对占优



资料来源：wind，德邦研究所

### 1.5. 相对估值

相对估值为大小盘切换提供了安全边际的动因。大小盘相对估值与大小盘相对强弱的走势几乎一致，历史上小盘行情启动时，其相对大盘的估值均在低位。在最近的几次风格切换中，如 2021 年 2 月和 2021 年 12 月的核心资产抱团瓦解时，大盘风格过高的估值和拥挤度导致资金向下寻找新的安全边际，即便风格不一定完全转向小盘，较低的相对估值也给小盘股的上行提供了充分条件。在第二部分中我们会对相对估值、相对拥挤度进行行业层面的进一步讨论。

图 5：相对估值提供了小盘股上行的充分条件

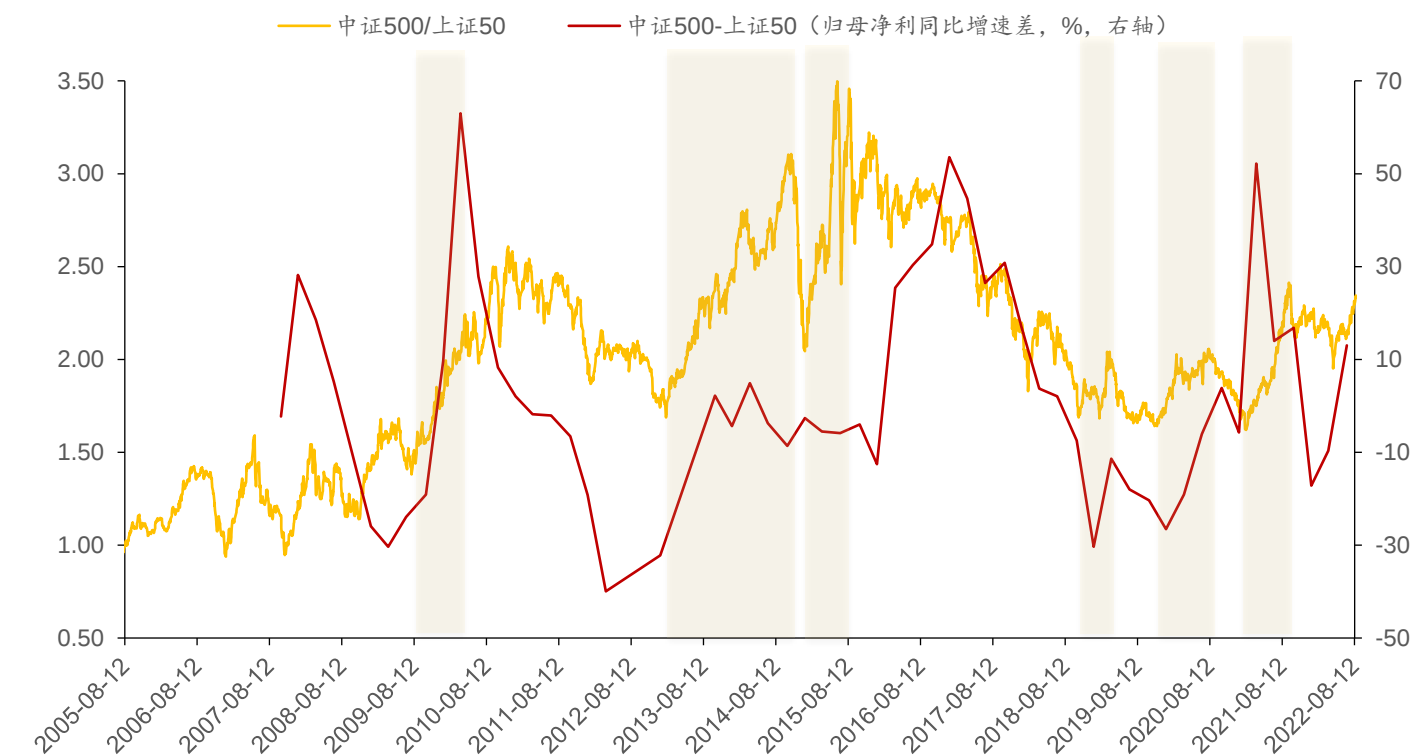


资料来源：wind，德邦研究所

### 1.6. 相对盈利

相对业绩的强弱是影响大小盘风格切换的核心因素。从走势上来看，历史的小盘行情往往滞后于利润增速差，如 2009-2010 年和 2013 年-2015 年期间，但随着市场的学习效应逐渐增强，2019-2021 年，在季报数据公布前（业绩公布时间滞后于业绩期），市场往往已经走出小盘行情。市场对公司业绩有预期之时，往往小盘行情已经启动，小盘行情几乎都对应着未来小盘行业的业绩高增。前文讨论的重要因素中，流动性、信用利差、信用回落既决定了资金行为的风险偏好上升，也决定了小盘相对大盘的业绩预期可能在相同的经济环境下会进一步地提升，因此造成了大小盘业绩预期差的边际变化，我们认为，这是决定大小盘强弱核心因素。

图 6：相对业绩的强弱是影响大小盘风格切换的核心因素



资料来源：wind，德邦研究所

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\\_45519](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45519)

