

中国股票市场风格变化的 分析框架和基本逻辑

规划研究部 李芮

2017 年的 A 股市场呈现出“冰火两重天”般的极端分化情景：一边是以上证 50 和沪深 300 指数为代表的大盘蓝筹价值股大幅走牛，另一边则是以创业板综和中证 500 为代表的中小成长股表现低迷。进一步看，不同指数的背后实质上体现着不同投资风格的表现，不少人认为过去一年指数表现间的强烈反差反映出当前 A 股市场向价值投资的转变。展望 2018 年，大盘价值偏好的投资风格能否延续，是否会出现明显的风格切换，必定成为投资者关注的中心问题。尤其是最近一段时间，创业板指表现出明显反弹迹象，而大盘蓝筹股则深度回调，使得关于市场风格切换的讨论热度再次上升。

针对于此，本报告首先从理论上构建一个分析市场风格变化的基础分析框架，寻找投资风格切换的驱动因素，并通过对 A 股市场过去较长时间的风格状况进行回顾来检验该框架的有效性，从而对下一阶段市场风格做出预判，最终为加强资产配置工作的细致性和针对性提供帮助。

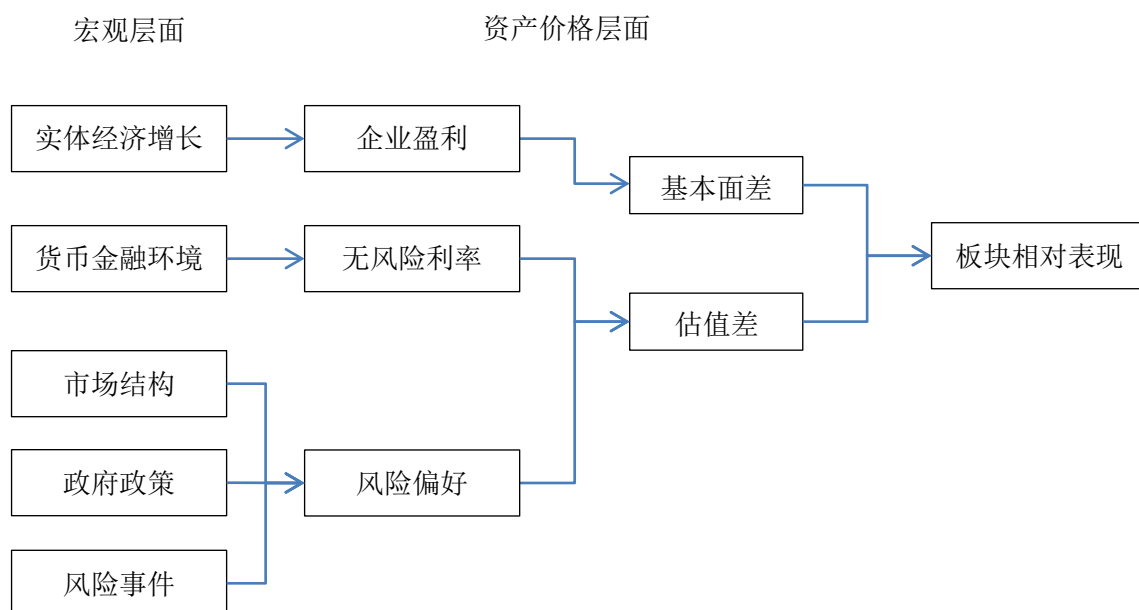
一、市场风格判断的基本分析框架

从理论和实证两个维度出发，在对中国 A 股市场历史进行回顾的基础上，可以构建出 A 股市场投资风格的基本分析框架。这一分析框架将价值股与成长股的相对表现首先归结为二者在基本面和估值两个维度上的预期差异。基本面差异主要来自于不同风格股票在盈利能力上的表现差异，而估值差异则来自于不同风格股票在要求回报率（贴现率）上的差别。这是因为，根据基本的资产定价模型，股票的内在价值取决于盈利、无风险利率和风险偏好三个变量，即有：

$$P = \frac{E}{r_f + r_p}$$

进一步地，该分析框架将资产价格层面的变量上推到宏观层面，认为企业盈利、无风险利率和风险偏好又受到实体经济增长、货币金融环境和外生扰动变量的影响。具体而言，实体经济增长主要决定企业盈利状况；货币金融环境主要影响无风险利率；风险偏好则受投资者结构、政府政策和外部事件冲击等多重外部因素影响（如图 1）。

图 1 市场风格分析的基本框架



资料来源：作者自制

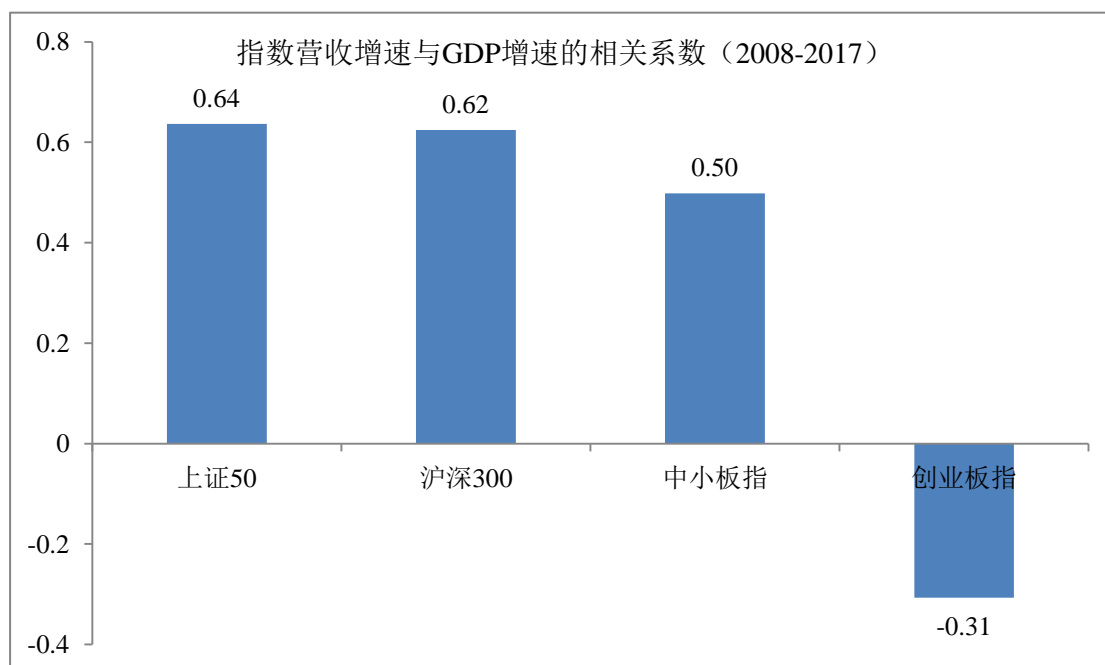
在构造上述框架后，我们可以从宏观层面开始，分析每一个变量对价值和成长两种风格股票相对表现的影响机制，从而解释和预测不同风格股票相对表现差异的来源。具体阐述如下：

1. 实体经济增长

实体经济的增长状况是决定上市公司盈利的根本性因素。实体经济处于不同周期或不同的增长阶段对于不同类型企业的影响是不一样的。当经济数据较强或边际改善时，一般更有利于大盘价值股，原因在于大盘价值股多来自于金融、采掘、机械、化工等周期性行业为主。举例而言，在上证 50 成分股当中，属于金融（非银、银行）和周期（采掘、有色、钢铁、化工、建筑、轻工、机械、地产、交运）的行业企业

共计 43 家，占比 86%，在沪深 300 成分股当中，金融和周期行业共计 161 家，占比 54%¹；这些周期性行业与 GDP 增速具有很高的相关性。与之相反，中小盘成长股则以新兴行业企业为主，周期性行业相对偏少。譬如在中小板指中，金融和周期行业仅有 34 家，占比为 34%；而在创业板指成分股中，金融和周期性行业企业仅有 14 家，占比为 14%。相比于周期性行业，信息、通讯和技术板块盈利状况同经济增长的相关系数明显更低，在经济下行阶段受到的冲击要小于其他行业，这意味着当经济数据较为弱势或由强转弱时，中小成长股的基本面状况会相对优于大盘蓝筹股，继而在指数表现上更佳（如图 2）。

图 2 不同指数与 GDP 增速的相关性



注：创业板指数数据从 2011 年开始
数据来源：万得

¹ 上市公司行业分类依据申万一级行业分类标准。

2. 货币金融环境

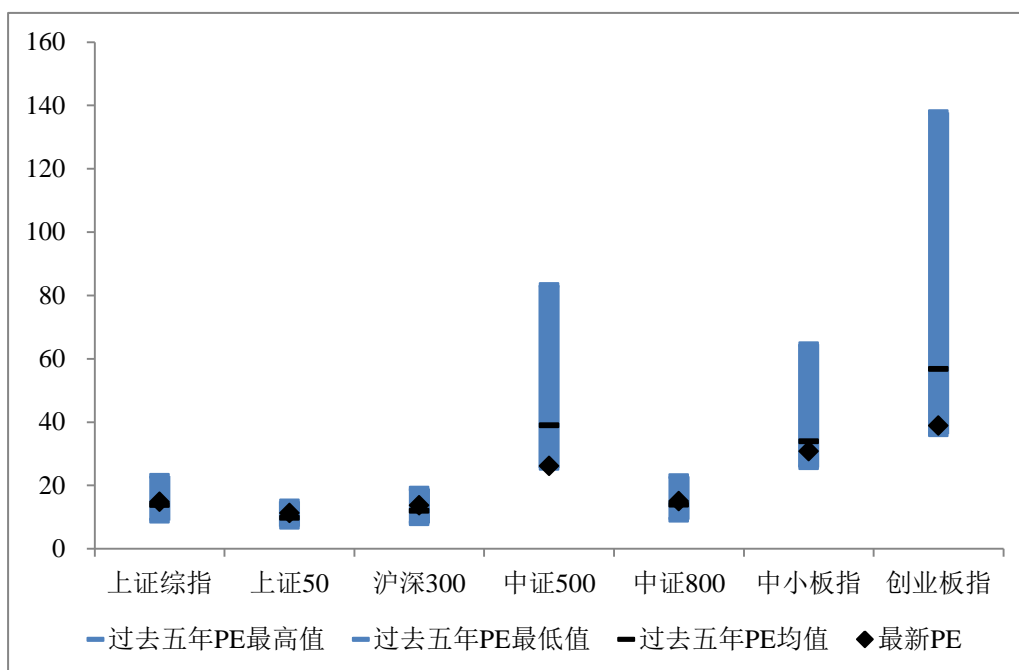
与经济增长相似，货币金融环境也是决定风格变化的重要条件。总体而言，宽松的货币环境更有利于中小成长型股票行情的启动。这是因为，在利率大幅下行阶段，高估值公司受益要明显大于低估值公司，反之在利率上行期，高估值公司受到的负面冲击也要明显大于低估值公司。举例而言：

根据贴现模型，股票定价的基本公式为 $P = \frac{EPS}{r_f+r_p}$ 其中 EPS 为每股盈利， r_f 为无风险利率， r_p 为风险溢价。将两边同时除以每股盈利 EPS 可得 $\frac{P}{EPS} = \frac{1}{r_f+r_p}$ ，即 $\frac{P}{E} = \frac{1}{r_f+r_p}$

现在，假设存在两只股票，一只 P/E 值为 50，另一只 P/E 值为 10。假设无风险收益率为 1%，可知高 P/E 值股票风险溢价为 1%，低 P/E 值股票风险溢价为 9%。那么，当无风险利率上升 1% 至 2% 且其他条件不变时，高估值股票的 P/E 值降为 33.3，估值下降近三分之一，而低估值股票 P/E 近下降为 9.09，估值下降不到十分之一。

由以上例子可以看出，当货币政策由宽松转为紧缩时，高估值股票将出现明显下跌。由于创业板和中小板指在过去几年的平均 PE 中枢水平要远远高于上证 50 和沪深 300 指数（图 3），因此在宽松货币环境下，前者的估值提升要明显更快，指数表现也更好，但当货币条件由松转紧时，情况会发生逆转。

图 3 境内股票各指数估值水平对比



数据来源：万得

3. 风险偏好的影响因素

除了实体经济和货币因素外，还有一些其他外生变量会对投资者的风险偏好产生重要作用，继而影响投资者在不同市场风格指数之间的选择，这些变量包括投资者结构、政府政策和风险事件等。

投资者结构是风险偏好变化的重要驱动因素。从最广泛的意义上讲，投资主体可以分为个人投资者和机构投资者两种类型，更进一步还可以将机构投资者分为产业资本、公募基金、私募基金、券商资管、保险、银行理财、社保基金、合格境外机构投资者（QFII）等子类型，不同类型投资主体的风险偏好和投资风格具有明显差异。近年来，A股市场投资者结构发生的两个明显变化是造成这一轮大盘蓝筹行情

的重要推动力量：一是从总体结构看，个人投资者的比例在下降，包括产业资本在内的机构投资者比例在上升；二是近期掌握边际定价权的新增资金以养老基金、企业年金、保险资金、银行理财和外资为主，该类机构较公募和私募基金等其他机构投资者而言风险偏好更低，更注重追求长期稳定收益，从而进一步促使投资风格偏向确定性强的大盘价值股。

政府政策对于不同风格板块相对表现的影响在历史上多次出现。例如，2013年国务院会议提出“互联网+”以及“双创”概念，创业板随即开启牛市，市场风格也偏向中小盘成长。同样，2018年初注册发行制的延缓和证监会对“独角兽”企业上市发行给予的特殊待遇，催生出投资者对于中小创前景的美好想象，导致市场风格出现向创业板的明显倾斜。反观从2017年开始的金融强监管，一方面造成利率的持续上行，导致中小盘高估值股票的相对吸引力下降，另一方面各种“炒小”、“炒新”、“高送转”、违规减持、内幕交易行为得到极大限制，客观上净化了A股市场的投资环境，使得市场风格向稳定性更好的大盘股倾斜。不过总体来看，政府政策更多是作为短期扰动项发挥作用，如果要产生长期影响，一定是改变了不同风格指数的基本面差或估值差。

对风险偏好的其他扰动变量主要来自外部突发性的风险事件，如今年以来因美联储加息和中美贸易战导致的市场大幅调整。一般来说，当风险事件发生时，投资者的风险偏好

会显著降低，使得高估值中小成长股的受损更大。但总体来看，类似“黑天鹅”的风险事件对市场风格的影响难以进行准确的归纳。

二、分析框架的实证应用和检验

这一部分我们通过回顾过去十年 A 股市场风格变化的实际情况来验证分析框架的有效性。历史上，A 股市场出现过多次明显的风格切换。其中最近的两次极端风格分化，一次出现在 2013 年初到 2015 年初，该阶段中小成长股的表现明显超越大盘蓝筹股；另一次则发生在 2016 年末到 2018 年初，该时期大盘蓝筹股大幅走牛而中小成长股则持续下跌（图 4）。

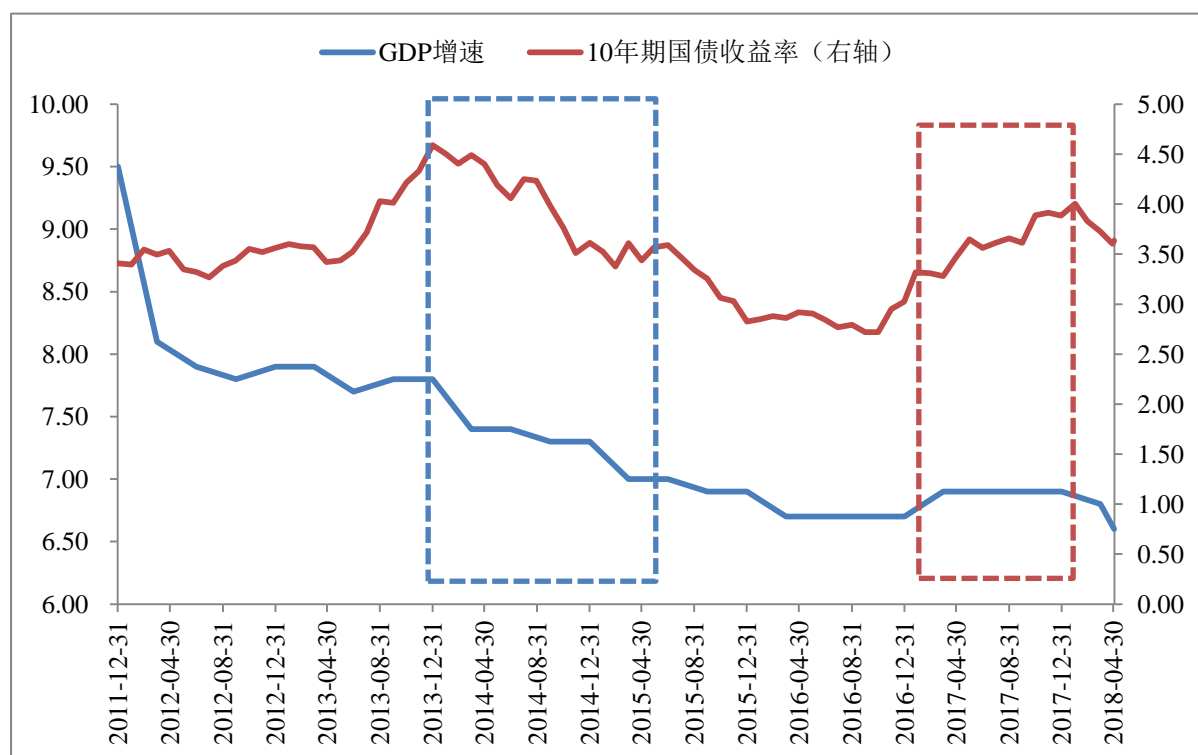
图 4 A 股市场不同指数表现的历史回顾（2011-2018）



数据来源：万得

根据上述的分析框架，我们首先从宏观层面的实体经济增长和货币金融环境两个变量入手进行分析。从图 5 的情况来看，在 2013 年初到 2015 年初创业板指显著跑赢沪深 300 指数的这一时期，经济增速不断下行，而以 10 年期国债收益率为代表的市场利率先上后下，货币政策从紧缩变为宽松，从而具备了我们分析框架中有利于中小成长股表现的各项条件。事实上，这段时期中小成长型企业以外延式并购为主要手段进行扩张，在营收和利润增速等基本面变量表现上也确实超过了大盘蓝筹股。

图 5 经济增速与市场利率状况的历史回顾（2011-2018）



数据来源：万得

反观 2016 年末到 2018 年初的这一时段，经济企稳且超预期上行，同时国债收益率出现大幅上行，反映出货币政策的快速收紧。按照前文的分析框架，当货币政策由宽松转为紧缩时，高估值股票受到的边际影响更加明显；同时经济复苏更有利于周期性股票的表现，主板上股票的平均 ROE 大幅回升，而创业板的 ROE 持续走平甚至略有下降。同时，机构投资者话语权的加强和金融强监管的推进，使得几乎所有有利于大盘价值股的因素全部具备。因此这一时段沪深 300 指数的表现显著强于创业板指，同样验证了前述分析框架的逻辑。

三、初步结论和展望

综上所述，对于市场风格变化的解释和预判可以从宏观层面变量出发，继而分析宏观变量对不同指数之间基本面和估值相对影响的差异来预测不同指数的未来走势。展望 2018 年，决定投资风格的几个关键变量虽难以发生根本转向，但预计不会像 2017 年那样一致有利于大盘价值风格。具体而言，相比于 2017 年供给侧改革背景下的实体经济触底反弹，2018 年经济增速受制于基建和房地产投资下降可能略有放缓；相比 2017 年金融强监管背景下的利率快速上行，2018 年市场利率更可能在高位震荡；投资者结构方面预计将继续延续机构化的趋势（表 1）。

表 1 市场风格变化展望

	2017 年	2018 年
经济增长	增速超预期	稳中趋缓
货币金融环境	大幅收紧	高位震荡
投资者结构	机构化	机构化
监管政策	强监管	强监管
风险事件	全年低波动	贸易战、加息超预期

资料来源：作者自制

对比 2017 与 2018 年可以看出，由于 2018 年影响风格变化的各驱动因素变化方向趋向多元，市场走势很难复制 2017 年那种风格极端分化的行情，这意味着投资主线将更为模糊，更考验投资者在不同风格指数中精选个股的能力。

从更长远的角度来看，未来的投资应该逐渐超越传统对于风格的“价值——成长”二分法。一方面是因为“价值”和“成长”两种特征在个股层面并非对立或互斥，一些个股可能兼具低估值、高分红和高成长多种特性；进一步地，考虑到股票内在价值的决定性因素始终是企业盈利能力，未来的投资需要更加强调对企业长期盈利能力的分析，找到能够穿越风格切换周期的优质标的。另一方面，相比于发达市场，中国股票指数的编制还存在明显不足，诸如沪深 300、中证 500、创业板等指数成分股选择基本是按照市值规模和上市标准等因素，而非真正代表“价值”和“成长”特性的财务

指标，并不能完全反映成分股在不同风格方面的敞口；因此，今后机构投资者可以考虑更多从财务指标出发构造能够反映不同风格因子的被动指数型产品，达到对不同市场风格的充分暴露。