

夏季攻势：风格是否切换？

——新繁荣牛市之三十二

核心观点

6 月以来我们发布系列报告提出夏季行情拉开帷幕。6 月 AI 上游（算力、数据、大模型）龙头股率先启动，7 月下旬随着稳增长政策持续发力，顺周期板块超额收益显著，风格切换成为关注焦点，我们将借助复盘对此展开分析。

□ 风格之辩：趋势的驱动和波段的驱动

类似大势研判，风格的研判，应率先从趋势维度展开，再从波段维度分析。趋势维度看，产业周期是主导因素。波段维度看，在小盘系统占优的趋势中，价值股月度级别的切换往往源自四季度效应。

趋势的驱动：产业周期。2022 年 11 月我们发布《关于 2023 年的思考之二：风格之辩》提出“产业周期才是主导风格的核心变量”。主流预期在分析风格时往往将落脚点放在货币政策、估值对比、经济数据等因素，但我们认为这些并未触及本质，事实上产业周期才是主导风格的核心变量。产业周期主导下，风格切换所呈现的特征是“不切则已，一切数年”，所呈现的结果是 2000 年以来大级别的切换仅有三轮，2002 年至 2008 年重工业驱动大盘价值占优，2009 年至 2015 年智能手机渗透和应用驱动小盘成长占优，2016 年至 2021 年大消费驱动大盘价值占优。2021 年以来，A 股迎来第四轮切换，新兴产业崛起周期下，人工智能引领小盘成长占优。

波段的驱动：Q4 效应。那么，在小盘股占优趋势中，波段维度看，大盘股月度级别跑赢的情况有哪些。我们将借助 2009 年至 2015 年小盘股系统占优周期中的大盘股阶段切换进行分析。整体而言，参考 2009 年至 2015 年大盘股阶段跑赢的样本，其一，四轮大盘价值风格占优的区间阶段均为年底时期或年底至次年初，多起源于 Q4；其二，两轮大盘价值风格小幅跑赢或持平阶段为 2011 年和 2012 年，往往对应市场系统调整期间。展望 2023 年，市场迎来新一轮结构小牛市，这点跟 2011 年有本质区别，因此我们在复盘中，重点对小盘风格周期中，四季度大盘跑赢的情况进行分析。

□ 波段维度：四季度大盘股跑赢的驱动

复盘大盘股阶段跑赢的窗口，样本有 2010Q4、2011Q4、2012Q4、2014Q4。整体而言，驱动因素源自：其一，政策维度，四季度期间稳增长政策通常释放积极信号；其二，资金维度，价值股具备低估值特征，继而更具确定性和防御性，而在四季度受考核周期等影响，机构通常更加寻求确定性，继而偏好低估值。然而，在新兴产业驱动小盘股占优的周期中，总量改善幅度有限，Q4 价值股经历一轮修复后，随着风险偏好升温，叠加春季躁动效应，风格往往在 Q1 转为成长。

□ 展望：行情迎来赚钱效应较强的阶段

以史为鉴每轮做多行情都存在“价值板块率先搭台，科技板块随后展开”的规律，比如 2022Q4 至 2023Q1。本轮夏季行情，6 月以来主线龙头开启有序上涨，7 月下旬随着稳增长持续发力顺周期展开，随着风险偏好升温，接下来科技板块也将展开。换言之，夏季行情正逐步迎来赚钱效应较强阶段。结构而言，其一，主线在于 TMT，以 AI 上游（算力、数据、大模型等）为主，左侧机会布局低算力应用（办公软件、游戏、工业智能化等）；其二，随着稳增长发力和全球风险偏好改善，A 股顺周期板块，以及港股市场，迎来修复；其三，随着 A 股风险偏好升温，主题机会也将活跃，关注国防装备、人形机器人、自动驾驶等。

□ 风险提示

经济下行压力超预期；全球风险偏好大幅波动；统计规律的有效性下降。

分析师：王杨

执业证书号：S1230520080004

wangyang02@stocke.com.cn

相关报告

1 《打破箱体的条件日益成熟》

2023.07.23

2 《百亿基金经理如何看市场焦点？》

2023.07.22

3 《基金 2023Q2 分析：加仓通

信电子，减仓食品饮料》

2023.07.21

正文目录

1 风格之辩：趋势的驱动和波段的驱动	4
1.1 趋势的驱动：产业周期	4
1.2 波段的驱动：Q4 效应	5
2 波段维度：四季度大盘股跑赢的驱动	7
2.1 政策面：宽松政策催化	7
2.2 资金面：基金年末偏好	8
3 展望：行情迎来赚钱效应较强的阶段	9
4 风险提示	9

图表目录

图 1: 小盘股和大盘股走势.....	5
图 2: 2009 年初至 2015 年底的 A 股风格表现.....	5
图 3: 2009 年-2015 年期间大盘风格与小盘风格走势.....	6
图 4: 2011-2015 年大盘指数权重前 50 标的所处行业结构.....	8
图 5: 2011-2015 年大盘指数权重前 50 标的所处行业占比.....	8
图 6: 2010 年-2015 年偏股型基金中金融地产持仓比例变动.....	9
图 7: 2009-2015 年金融地产相对小盘指数表现.....	9
表 1: 2010-2014 年四季度相关政策.....	7

6月以来我们发布系列报告提出夏季行情拉开帷幕。6月AI上游（算力、数据、大模型）龙头股率先启动，7月下旬随着稳增长政策持续发力，近期顺周期板块超额收益显著，风格切换成为关注焦点，我们将借助复盘对此展开分析。

1 风格之辩：趋势的驱动和波段的驱动

类似大势研判，风格的研判，应率先从趋势维度展开，再从波段维度分析。趋势维度看，产业周期是主导因素。波段维度看，在小盘系统占优的趋势中，价值股月度级别的切换往往源自四季度效应。

1.1 趋势的驱动：产业周期

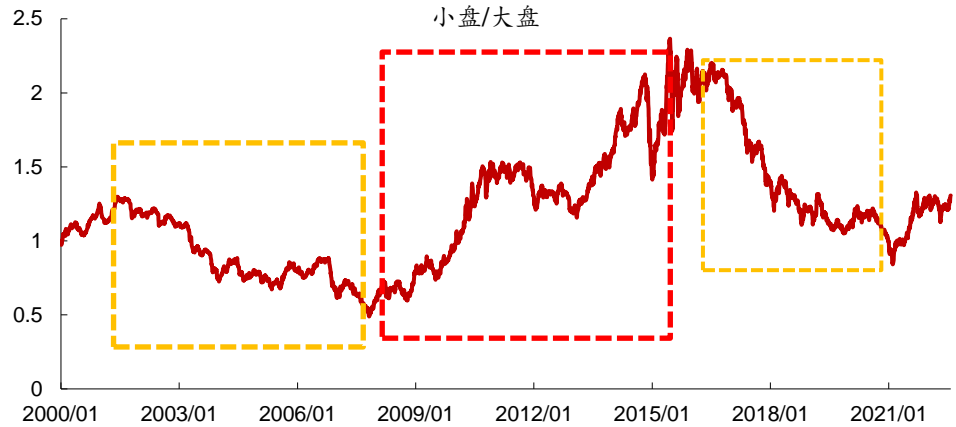
2022Q4 受政策催化价值股显著跑赢，11月我们发布《关于2023年的思考之二：风格之辩》提出“产业周期才是主导风格的核心变量”。具体来看：

主流预期在分析风格时往往将落脚点放在货币政策、估值对比、经济数据等因素，但我们认为这些并未触及本质，事实上产业周期才是主导风格的核心变量。产业周期主导下，风格切换所呈现的特征是“不切则已，一切数年”，所呈现的结果是2000年以来大级别的切换仅有三轮。

进一步思考产业和风格之间的规律，可以发现：每一轮大盘股风格背后，对应的宏观背景是经济趋势性向好，这意味着具备显著顺周期属性的传统产业盈利向上，如2002年到2007年、2016年到2020年；每一轮小盘股风格背后，对应的宏观背景是经济增速换挡和结构转换，这意味着新兴产业突围，如2008年到2015年的TMT产业崛起。换言之，大小盘风格仅是表象，本质在于传统产业复苏周期和新兴产业崛起周期的更迭。

站在当前，我们认为A股正在迎来第四轮切换，本轮切换正在发生，正处初期，将不断强化。展望2023年，美国经济下行压力开始显性化，叠加国内房住不炒和制造强国的宏观背景，因此，相较于总量，以强链补链、能源革命、智能经济为代表的结构亮点，才是我们投资的核心线索。换言之，新兴产业崛起周期下，2023年将是中小市值风格占优的一年。与此同时，传统行业受益于经济温和修复，有局部和波段机会，但非风格主线。

图1: 小盘股和大盘股走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

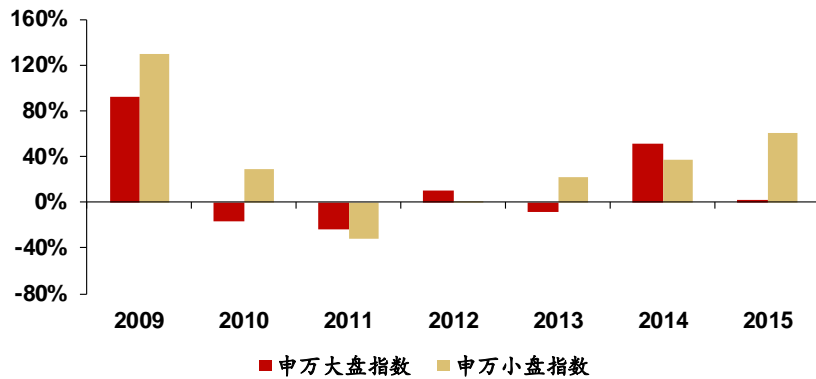
2021 年以来, 随着新兴产业崛起周期开启, A 股迎来小盘股系统占优的风格周期中。那么, 在小盘股占优周期中, 大盘股月度级别跑赢的市场背景如何。我们将借助 2009 年至 2015 年小盘股系统占优周期中的大盘股阶段切换进行分析。

1.2 波段的驱动: Q4 效应

回顾 2009 年至 2015 年的 A 股市场表现, 小盘风格对比大盘表现明显占优, 期间申万小盘指数累计涨幅达到 440%, 其中 2009 年、2010 年、2014 年、2015 年年内涨幅分别达到 130%、29%、37%、61%, 7 年期间仅有 2011 年指数表现为负增长。

复盘历史, 该期间驱动小盘风格系统占优的产业线索, 一方面, 核心主线在于, 智能手机的渗透和应用爆发驱动小盘成长的机会; 另一方面, 其他产业线索包括, 2008 年底四万亿基建投资计划带动的后续化工和机械小盘股行情, 2009 年商业地产快速增长驱动地产链小盘股表现亮眼。

图2: 2009 年初至 2015 年底的 A 股风格表现

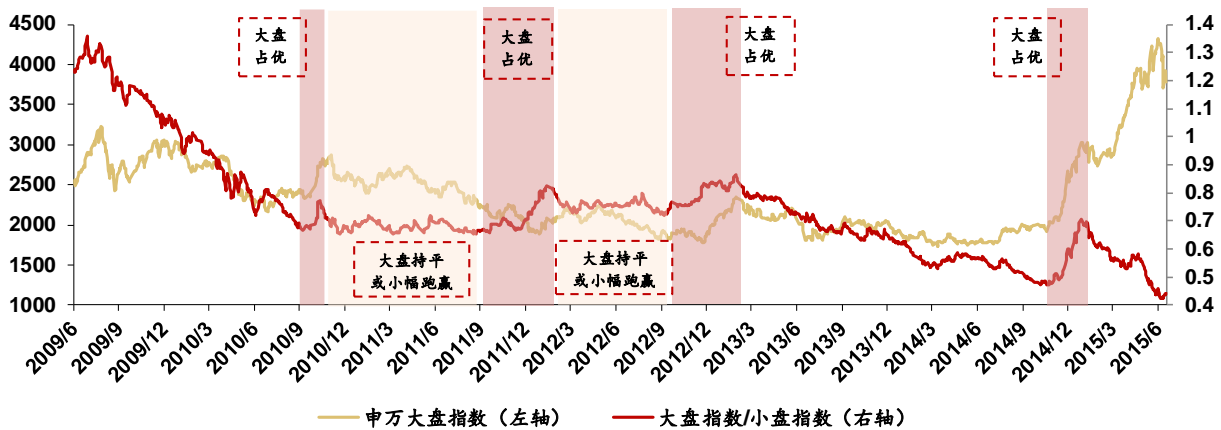


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

在小盘占优的大周期中，大盘价值股的阶段跑赢仍有规律可循。观察指标上，我们选取申万大盘指数及小盘指数进行展示。该两大指数的编制规则为：先筛选出市场最近半年的平均日成交额并剔除后 5%，再按照调整日近 20 日内的平均市值进行排序，前 200 名定义大盘指数、601-1400 名定义为小盘指数。

2009 年 6 月-2015 年 6 月期间，大盘价值风格明显跑赢小盘成长风格的时间段主要为 4 个阶段，包括：2010 年 9-11 月、2011 年 10 月-2012 年 2 月、2012 年 10 月-2013 年 2 月、2014 年 10 月-2015 年 1 月。大盘价值风格与小盘成长风格小幅跑赢以及持平主要为 2 个阶段，包括：2011 年 1-9 月和 2012 年 3-9 月。

图3：2009 年-2015 年期间大盘风格与小盘风格走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

通过对于 2009 年 6 月-2015 年 6 月间大小盘指数走势的复盘可见：其一，四轮大盘价值风格占优的区间阶段均为年底时期或年底至次年初，多起源于 Q4 阶段；其二，两轮大盘价值风格小幅跑赢或持平阶段为 2011 年和 2012 年，往往对应市场系统调整期间。

展望 2023 年，市场迎来新一轮结构小牛市，这点跟 2011 年有本质区别。具体来看，A 股在 3-4 年库存周期主导下存在规律性的 3-4 年大势周期。结合周期运行和三驾马车，新一轮库存复苏周期或于 2023Q1 附近启动，这意味着 A 股新一轮上行周期也将开启。值得注意的是，尽管市场运行的节奏和弹性与短周期经济运行显著相关，但市场底往往领先经济底。我们进一步结合估值水平、宏观环境和结构运行，提出了更为精准的底部判断框架。在上述框架下，市场自 2022 年 4 月底进入筑底期，并于 2022 年 12 月底结束筑底，新一轮结构小牛市已运行近半年。相较于全年大牛市的普涨，结构小牛市初期轮动修复后，中后期分化将加剧，换言之，结构小牛市中结构分化需要关注。

基于此，我们在复盘中，重点对小盘风格周期中，四季度大盘跑赢的情况进行分析。

2 波段维度：四季度大盘股跑赢的驱动

复盘大盘股阶段跑赢的窗口，样本有 2010Q4、2011Q4、2012Q4、2014Q4。整体而言，驱动因素源自：**其一，政策维度，四季度期间稳增长政策通常释放积极信号；其二，资金维度，价值股具备低估值特征，继而更具确定性和防御性，而在四季度受考核周期等影响，机构通常更加寻求确定性，继而偏好低估值。**

然而，在新兴产业驱动小盘股占优的周期中，总量改善幅度有限，Q4 价值股经历一轮修复后，随着风险偏好升温，叠加春季躁动效应，风格往往在 Q1 转为成长。

2.1 政策面：宽松政策催化

2011 年四季度，欧债危机影响下外需相对疲弱，同时在国内经济增长方式和要素结构逐步转变的情况下，货币政策导向由收紧转向宽松，央行暂停了三年期央票发行释放宽松信号，并下调存款准备金率 0.5%。

2012 年四季度，市场在货币、财政、地产等政策均保持宽松时，伴随着稳增长政策发力，共同驱动了 2012 年底价值股的快速上攻趋势。

2014 年四季度，11 月央行宣布降息，下调金融机构人民币贷款和存款的基准利率，一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%，货币政策在宽松基础上再次加码，大金融为代表的价值股行情在 2014 年底爆发，与此同时南北车的经典合并事件亦引发了央企资产重组预期的升温，继而共同催化并产生了 2014Q4 大盘价值风格显著跑赢小盘成长风格。

表1：2010-2014 年四季度相关政策

时间	会议/政策	内容
2010/12/3	中央政治局会议	1) 稳物价，控制粮食价格。2) 惠民生，收入分配改革。3) 货币政策回归稳健，财政政策维持一段时间的适度扩张。
2011/11/30	降准	下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，传递出稳增长信号。
2012/12/16	中央经济工作会议	1) 加强和改善宏观调控。2) 加强民生保障。3) 加快调整产业结构。4) 积极稳妥推进城镇化。5) 全面深化经济体制改革。
2013/12/13	中央经济工作会议	1) 防控债务风险。2) 调整产业结构。3) 区域协调发展。4) 提高对外开放水平。
2014/11/21	降息	1) 金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%。 2) 一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%。
2014/12/11	中央经济工作会议	保持经济稳定增长，优化经济发展空间格局

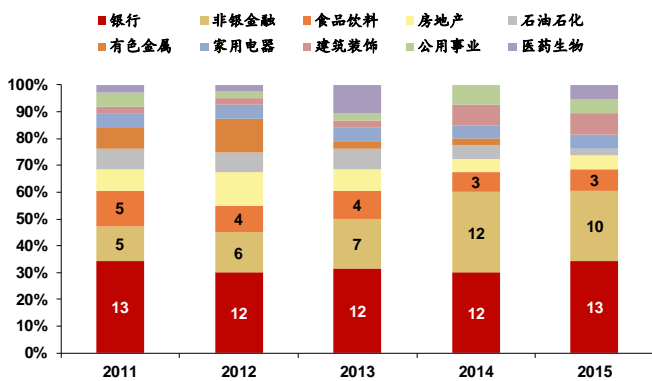
资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

2.2 资金面：基金年末偏好

2011 年-2015 年（2010 年后大盘指数披露权重占比）大盘指数中权重排名前 50 公司所处的行业结构，其中银行（占比 25%）、非银金融（占比 16%）、食品饮料（占比 8%）、房地产（占比 6%）、石油石化（占比 5%）、有色金属（占比 4%）为前六大权重行业。

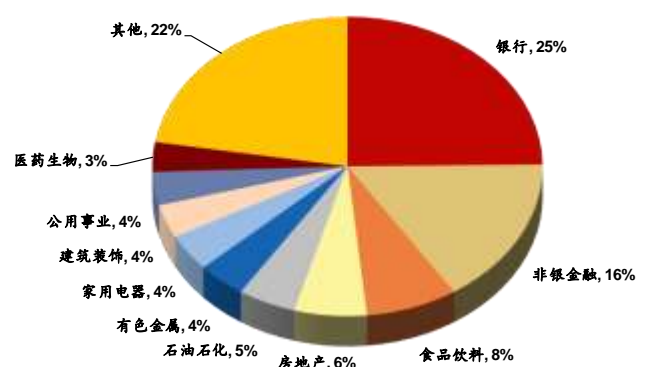
相较于小盘成长股，大盘价值风格业绩确定性往往更高，故往往在四季度或经济走弱时期，资金对于低估值及盈利稳定品种的倾向性更高。

图4： 2011-2015 年大盘指数权重前 50 标的所处行业结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5： 2011-2015 年大盘指数权重前 50 标的所处行业占比

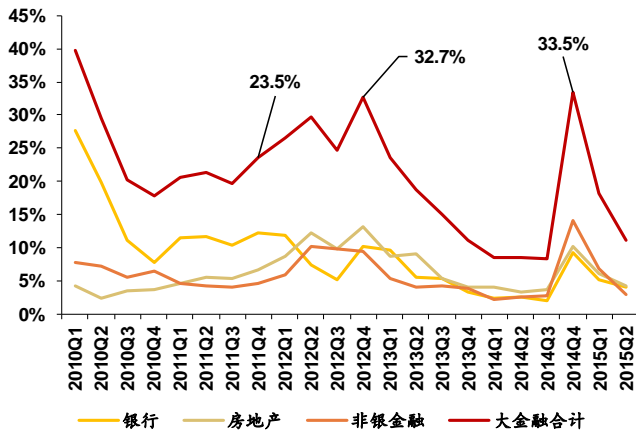


资料来源：Wind，浙商证券研究所

统计 2010 年-2015 年偏股型基金对金融地产（银行、非银、房地产）的持仓比例，可以发现在 2011 年四季度、2012 年四季度、2014 年四季度基金相较当年 Q3 均有加仓行为。

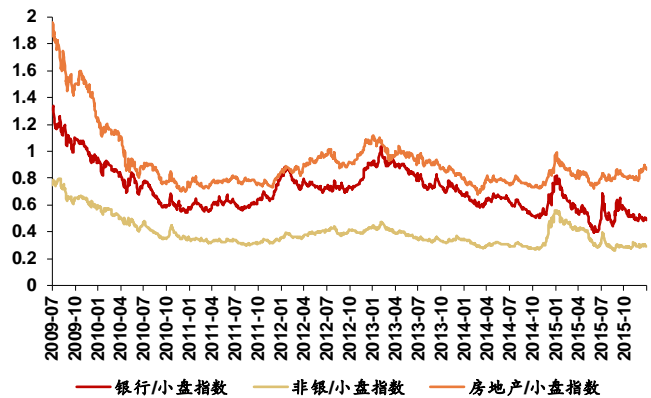
具体来看，2011Q4 偏股基金对大金融行业配置比例为 23.5%，相较 Q3 提升 3.9 个百分点；2012Q4 配置比例为 32.7%，环比 Q3 提升 8 个百分点；2014Q4 配置比例为 33.5%，环比 Q3 提升 25.1 个百分点。对应到行业股价表现，2011Q4 和 2012Q4 银行和地产明显跑赢小盘指数，2013 年 Q4 非银跑赢小盘指数，2014Q4 银行、非银、地产均跑赢小盘指数。

图6：2010年-2015年偏股型基金中金融地产持仓比例变动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：2009-2015年金融地产相对小盘指数表现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 展望：行情迎来赚钱效应较强的阶段

6月以来我们发布《做多窗口，决胜 AI 上游》《夏季攻势拉开帷幕》《夏季攻势：迎接主线戴维斯双击》等系列报告提出夏季行情开启，6月以来指数走势一波三折，但这恰恰是行情初期的经典特征。7月23日我们发布《打破箱体的条件日益成熟》提出，久盘之后将震荡向上。7月24日政治局会议关于资本市场和房地产等释放积极信号，我们认为拐点已至。

近期打破市场箱体震荡的条件日益成熟。其一，结构面，受益于基本面催化，主线龙头股（AI 上游和低算力应用）自5月已展开有序上涨，行情正从个股层面发酵；其二，消息面，稳增长政策持续发力、全球风险偏好升温等利好累积；其三，资金面，前瞻指标之一北上资金6月从4-5月净流出转为净流入，此外，流入科创板的北上资金和流入科创板的ETF之和，Q2净流入规模相较Q1明显扩大，历史上该指标领先科创板行情一个季度。

以史为鉴每轮做多行情都存在“价值板块率先搭台，科技板块随后展开”的规律，比如2022年四季度至2023年一季度。针对本轮夏季行情，结构也呈现轮动上涨状态，6月以来主线龙头股开启有序上涨，7月下旬随着稳增长持续发力顺周期板块启动。站在当前，随着风险偏好升温，科技板块也将展开。

经历了初期蓄势，夏季行情开始逐步迎来赚钱效应较强的阶段。结构而言，其一，夏季行情主线在于TMT，以AI上游（算力、数据、大模型等）为主，左侧机会布局低算力应用（办公软件、游戏、工业智能化等）；其二，随着稳增长发力和全球风险偏好改善，A股顺周期板块，以及港股市场，也将迎来修复；其三，随着A股风险偏好升温，主题机会也将活跃，关注国防装备、人形机器人、自动驾驶等。

4 风险提示

- 1、经济下行压力超预期。
- 2、全球风险偏好大幅波动。
- 3、统计规律的有效性下降。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>