



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部分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
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

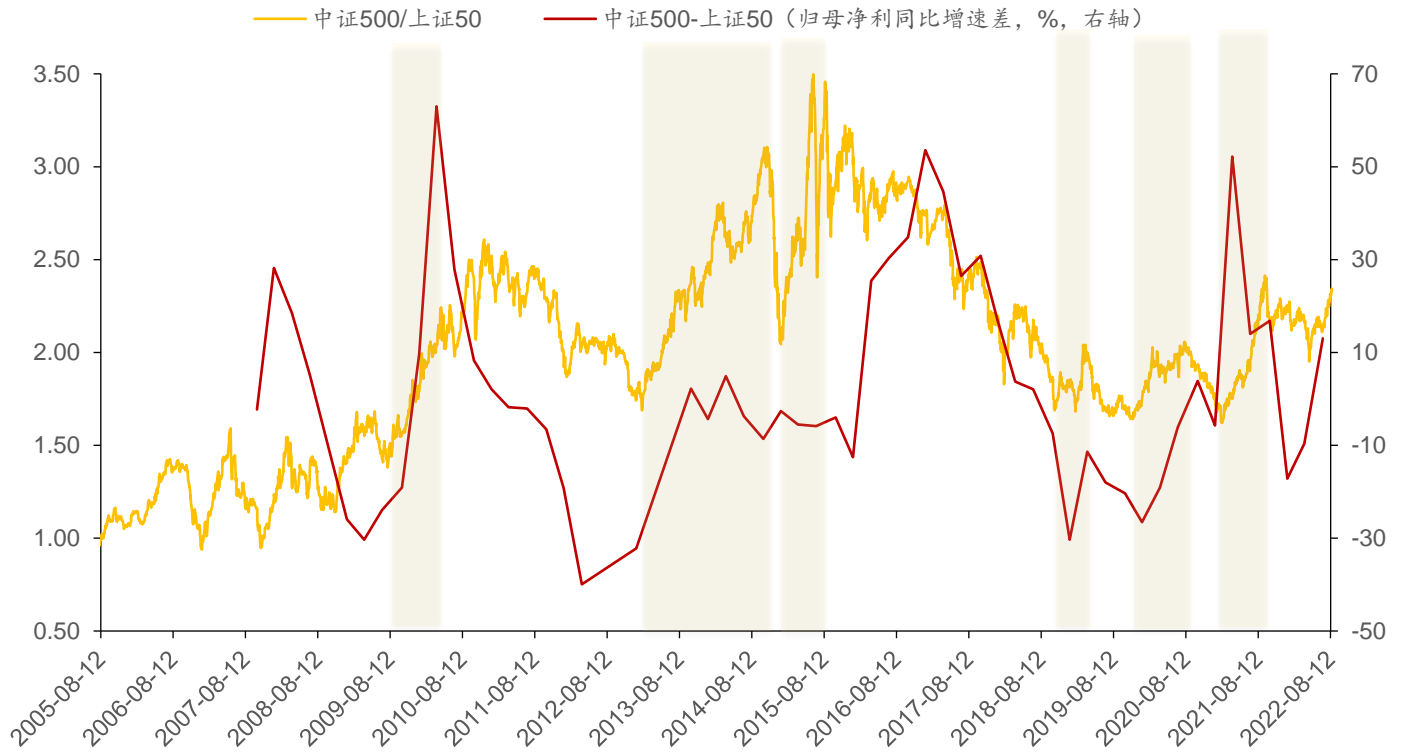


资料来源：wind，德邦研究所

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

2. 本轮小盘行情还能走多远？

2.1. 行业层面市场微观交易结构趋于极致

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

我们以周度的行业成交额占所有行业成交额比表示各行业的交易拥挤度，可以发现新能源、电子、机械、汽车、公用事业等行业的交易拥挤度在各时间维度的分位值都已经触及历史较高水平，从二级行业来看，光伏、通用设备的交易拥挤度达到各时间维度的历史最高水平（100%），汽车零部件、电网设备、电池、自动化设备的交易拥挤度也在各时间维度都达到 95% 以上的分位值，电子、新能源和公用事业的其他二级行业（半导体、消费电子、光电子、电力、风电、元件等）也在部分时间维度上处于交易拥挤度较高的位置。

自 4 月底市场超跌反弹以来，赛道板块的交易热度在持续上升，交易拥挤度变动靠前的行业仍然集中在新能源、电子、机械、汽车中，医药、食品饮料、金融地产的交易热度相对较低。尽管一级行业中医药、有色、计算机和二级行业中证券 II、房地产开发的行业拥挤度的绝对数值与其他行业相比处于较高水平，但这些行业自身的拥挤度水平与各自在 4 月底的水平相比已经出现了较大幅度的下滑，本次反弹至今没有发生明显的行业切换。

从 4 月至今的各行业指数拥挤度走势来看，拥挤度较高的行业中已有电子和汽车开始出现拐点，新能源和电力公用事业趋势向下后上周拥挤度继续走高，说明行业轮动已经开始逐渐呈现扩散迹象，拥挤度较高的板块可能近期会承受较高的波动，但从拥挤度水平来看，本次轮动并非线性从高拥挤度向低拥挤度扩散，即便近几周高拥挤度行业走势有所波动，低拥挤度的医药、食品饮料、金融地产等行业的拥挤度仍然继续走低，反而是排名居中的传媒、农林牧渔在近期呈现了拥挤度向上的趋势，与我们之前所观察到的行业轮动情况较为类似。二级行业来看，行业内的拥挤度分化也逐步显现，电子来看，半导体和元件等十年期拥挤度分位较高的行业开始下行，消费电子和光电子继续向上；新能源来看，电网设备、电池、风电拥挤度上行趋缓，光伏、其他电源设备则持续上行。大部分二级行业在十年拥挤度新高的情况下都开始逐步向次新高的行业扩散，但拥挤度较低的行业则仍然维持低迷的拥挤度走势。

表 1：一级行业拥挤度现状及分位值变化

一级行业分类	行业拥挤度		行业拥挤度分位数			行业拥挤度（2010 至今）			拥挤度走势
	截至目前 (2022/8/19)	较 2022/4/29 变动	一年 2021-2022	三年 2019-2022	十年 2012-2022	MAX	MIN	MEDIAN	2022/4 至今
电力设备及新能源	15.77%	7.42%	98.00%	99.30%	99.80%	16.07%	1.67%	3.89%	
电子	13.59%	6.16%	96.00%	73.00%	90.80%	18.54%	1.56%	6.70%	
机械	9.13%	4.88%	94.10%	98.00%	98.60%	15.72%	3.71%	6.15%	
汽车	5.17%	2.12%	78.40%	87.80%	92.50%	7.69%	1.72%	3.65%	
电力及公用事业	4.35%	1.67%	90.10%	94.20%	84.70%	9.74%	0.93%	2.95%	
基础化工	8.62%	1.57%	47.00%	79.40%	91.60%	13.70%	2.36%	6.07%	
通信	2.69%	1.06%	88.20%	59.60%	28.00%	11.88%	1.05%	3.12%	
国防军工	2.44%	0.38%	58.80%	47.40%	62.30%	8.05%	0.40%	1.85%	
综合	0.79%	-0.01%	62.70%	75.00%	32.90%	2.54%	0.28%	1.07%	

轻工制造	1.03%	-0.04%	13.70%	4.40%	3.30%	3.37%	0.60%	1.58%	
家电	1.43%	-0.06%	80.30%	35.20%	16.90%	4.71%	0.82%	1.81%	
传媒	2.37%	-0.18%	45.00%	35.20%	21.40%	9.76%	0.40%	3.04%	
农林牧渔	1.92%	-0.29%	47.00%	27.50%	31.50%	7.41%	0.85%	2.42%	
计算机	4.72%	-0.37%	43.10%	18.50%	27.60%	13.75%	1.24%	5.13%	
建材	1.25%	-0.42%	9.80%	8.30%	3.30%	6.54%	0.92%	2.19%	
钢铁	0.87%	-0.46%	0.00%	35.80%	13.60%	5.66%	0.47%	1.61%	
消费者服务	0.49%	-0.47%	1.90%	10.80%	23.50%	2.24%	0.27%	0.67%	
纺织服装	0.50%	-0.47%	23.50%	10.20%	3.30%	3.57%	0.39%	1.47%	
石油石化	1.12%	-0.51%	52.90%	73.70%	38.00%	4.30%	0.46%	1.42%	
煤炭	1.54%	-0.61%	35.20%	75.00%	70.50%	8.64%	0.30%	1.40%	
有色金属	4.33%	-0.68%	7.80%	40.30%	50.80%	17.66%	1.98%	4.86%	
商贸零售	0.89%	-0.86%	35.20%	16.60%	5.00%	8.42%	0.63%	2.49%	
交通运输	1.34%	-1.14%	11.70%	7.00%	2.90%	8.23%	1.07%	2.44%	
非银行金融	1.63%	-1.56%	7.80%	2.50%	0.70%	21.48%	1.43%	4.45%	
银行	1.06%	-1.81%	9.80%	5.70%	5.80%	16.20%	0.72%	2.68%	
房地产	1.86%	-2.63%	52.90%	41.00%	12.40%	15.24%	0.91%	4.85%	
建筑	1.78%	-2.68%	21.50%	60.80%	20.80%	9.54%	0.84%	2.56%	
食品饮料	2.26%	-3.27%	0.00%	1.20%	15.70%	10.35%	1.48%	3.36%	
医药	5.00%	-6.66%	3.90%	1.20%	11.30%	17.96%	2.92%	6.67%	

资料来源：wind，德邦研究所，排名不包含综合金融

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）

二级行业分类	行业拥挤度		行业拥挤度分位数			行业拥挤度（2010 至今）			拥挤度走势
	截至目前 (2022/8/19)	较 2022/4/29 变动	一年 2021-2022	2022/4 至今	十年 2012-2022	MAX	MIN	MEDIAN	2022/4 至今
光伏设备	5.6%	3.02%	100.00%	100.00%	100.00%	5.6%	0.3%	0.7%	
汽车零部件	4.2%	2.15%	94.10%	98.00%	99.20%	4.6%	0.7%	1.7%	
通用设备	3.5%	2.14%	100.00%	100.00%	100.00%	4.2%	0.8%	1.8%	
电网设备	3.4%	2.05%	96.00%	98.70%	99.40%	3.8%	0.7%	1.7%	
半导体	3.9%	1.58%	96.00%	81.20%	93.70%	6.1%	0.3%	1.0%	
消费电子	3.0%	1.47%	100.00%	55.40%	84.60%	6.3%	0.1%	1.2%	
光学光电子	2.4%	1.23%	100.00%	58.70%	75.80%	5.7%	0.4%	1.7%	
电池	4.7%	1.22%	98.00%	98.00%	99.40%	5.0%	0.3%	1.1%	
专用设备	2.3%	1.20%	56.80%	52.90%	37.60%	6.2%	1.0%	2.5%	
电力	3.7%	1.20%	80.30%	91.60%	96.20%	5.8%	0.5%	1.5%	
自动化设备	1.4%	0.82%	98.00%	99.30%	98.80%	1.6%	0.2%	0.7%	
风电设备	1.3%	0.76%	84.30%	94.10%	98.20%	1.7%	0.1%	0.3%	
其他电源设备 II	1.0%	0.70%	66.60%	21.90%	11.30%	7.1%	0.2%	1.5%	
化学制品	2.7%	0.65%	64.70%	21.20%	13.40%	8.4%	1.7%	3.6%	
元件	1.4%	0.64%	96.00%	63.20%	83.00%	3.8%	0.3%	0.9%	
生物制品	0.6%	-0.56%	1.90%	0.60%	7.00%	4.0%	0.4%	1.1%	
普钢	0.3%	-0.56%	1.90%	20.00%	9.50%	3.9%	0.2%	0.8%	
医疗服务	0.9%	-0.56%	19.60%	45.80%	82.40%	2.0%	0.0%	0.2%	
医药商业	0.3%	-0.60%	31.30%	18.70%	10.30%	2.1%	0.1%	0.4%	
物流	0.5%	-0.76%	17.60%	24.50%	22.40%	2.0%	0.1%	0.6%	
房屋建设 II	0.2%	-0.86%	11.70%	17.40%	11.80%	2.2%	0.0%	0.3%	
股份制银行 II	0.5%	-1.01%	7.80%	3.20%	2.50%	7.4%	0.4%	1.4%	
一般零售	0.4%	-1.02%	37.20%	40.00%	12.20%	2.5%	0.1%	0.9%	
中药 II	0.6%	-1.32%	13.70%	5.10%	1.50%	5.6%	0.5%	1.7%	
医疗器械	0.8%	-1.46%	0.00%	0.00%	53.00%	3.9%	0.2%	0.6%	
证券 II	2.1%	-1.52%	23.50%	9.00%	12.00%	15.2%	1.2%	3.1%	
基础建设	0.5%	-1.55%	7.80%	52.90%	22.80%	4.9%	0.0%	0.8%	
白酒 II	1.5%	-1.86%	0.00%	6.40%	46.70%	6.0%	0.3%	1.6%	
化学制药	1.4%	-1.92%	9.80%	5.10%	13.20%	5.1%	0.8%	1.8%	
房地产开发	1.8%	-2.27%	45.00%	50.90%	15.50%	9.6%	0.8%	4.1%	

资料来源：wind，德邦研究所，排名不包含综合金融 II

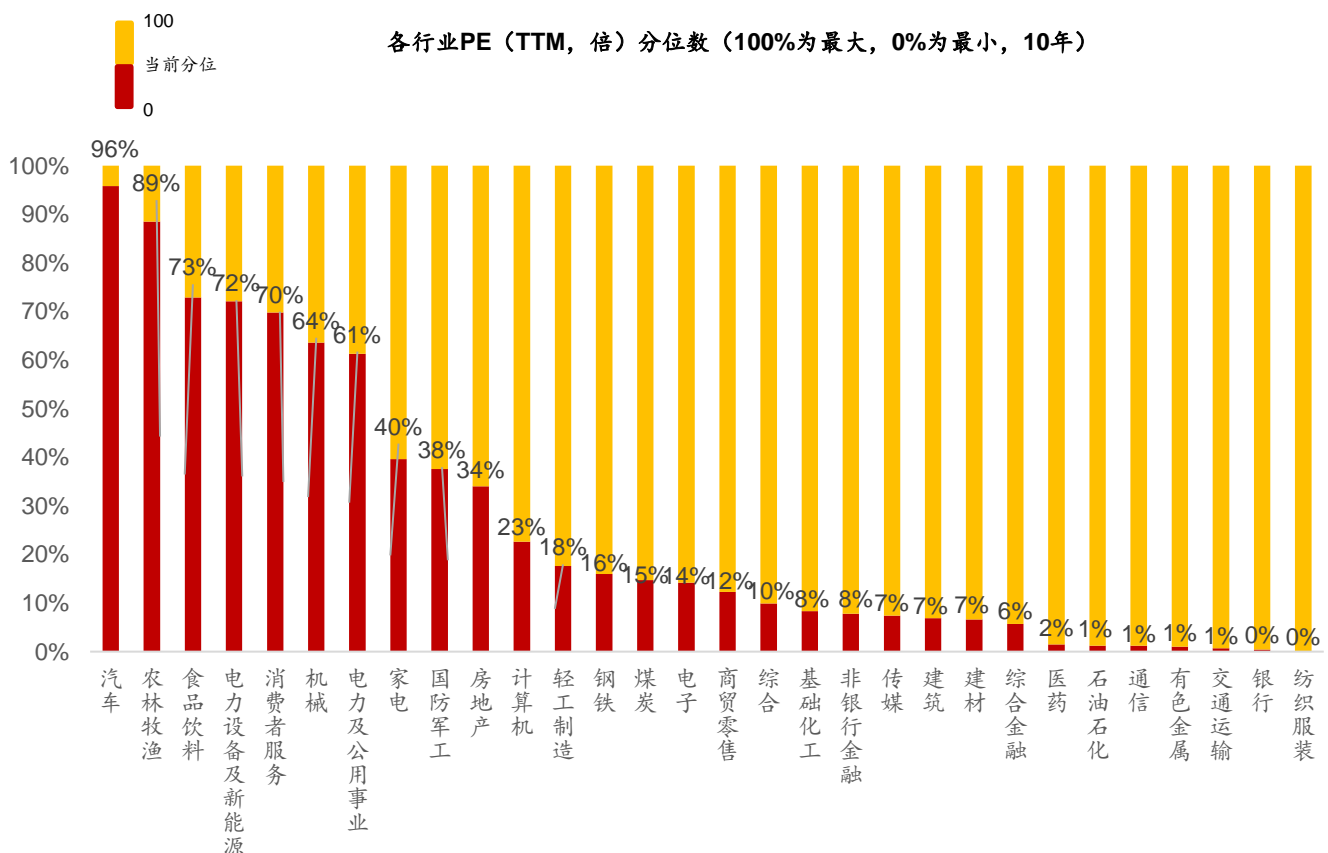
2.1.2. 行业估值呈现行业内扩散迹象

行业估值上来看，当前行业间估值分位差距已经接近历史极值水平。我们以各行业近三年估值分位数的标准差衡量估值的差距程度，可以发现目前的行业估值离散程度已接近前期两次高点，分别是2021年2月和2021年8月，超过了2021年12月的高点，其中2021年2月的高点是2013年以来的最高点，也是近几年来指数的高点，2021年2月“核心资产”估值极致化瓦解后，消费行业的风格逐渐向新能源转换，而2021年8月则开始出现了新能源向周期行业的逐步切换，2021年12月抱团行情瓦解后，市场经历了一次较大幅度的调整。

从一二级行业的扩散程度对比来看，一级行业的标准差已经出现了逐步下移，即一级行业间的估值差距程度在逐渐减弱，但二级行业的差距高点却在逐步抬升，说明有部分二级行业的估值扩散仍在极化，即高估值的一级行业内可能形成了扩散，但并未形成一级行业间的高估值向低估值的扩散趋势。

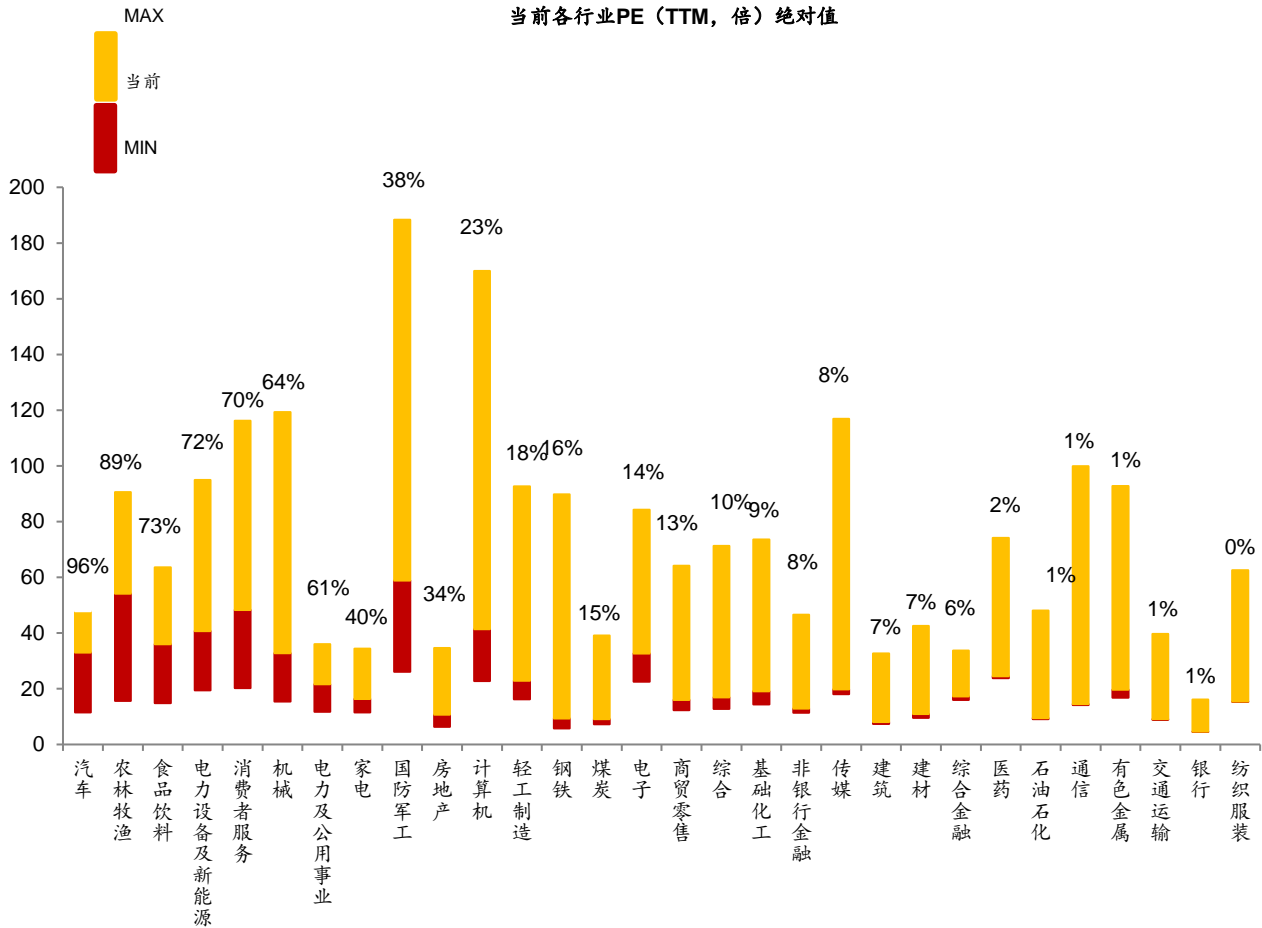
4月底市场低点以来，电子、机械、电力设备及新能源、汽车等赛道的估值持续提升，处在低位的医药、消费等板块持续回落，结合拥挤度和估值的情况来看，行业内的扩散在加剧，但行业间仍然没有形成切换，市场的微观交易结构已趋于极致，如果市场继续在赛道上进行拥挤交易，需要警惕类似2021年3次行业估值标准差触及高点后，市场可能会经历调整的风险。

图7：各行业估值分位数



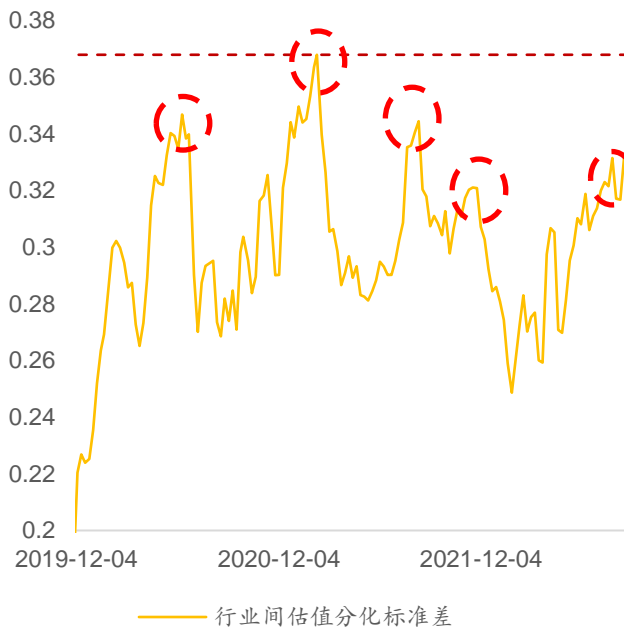
资料来源：wind，德邦研究所

图 8：各行业估值绝对值（数据标签为估值分位数，10 年）



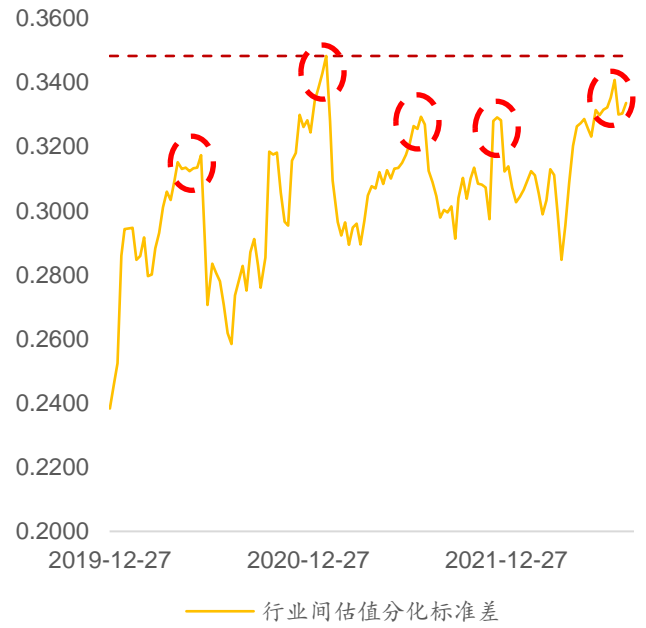
资料来源：wind，德邦研究所

图 9：行业间估值分化程度严重（一级行业）



资料来源：wind，德邦研究所

图 10：行业间估值分化程度严重（二级行业）



资料来源：wind，德邦研究所

2.2. 小盘风格是否还会持续？

2.2.1. 大小盘风格的行业分布

从大小盘的行业分布角度来看，大盘股中传统行业占比偏多（金融、地产、周期等），小盘股中新兴行业占比偏多（医药、TMT、新能源等），因此，行业的拥挤度和估值极化与小盘股交易的拥挤度也存在部分重叠，尤其是电子、新能源行业中的小市值公司，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，综合上一部分对于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部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。

图 11：上证 50 行业分布

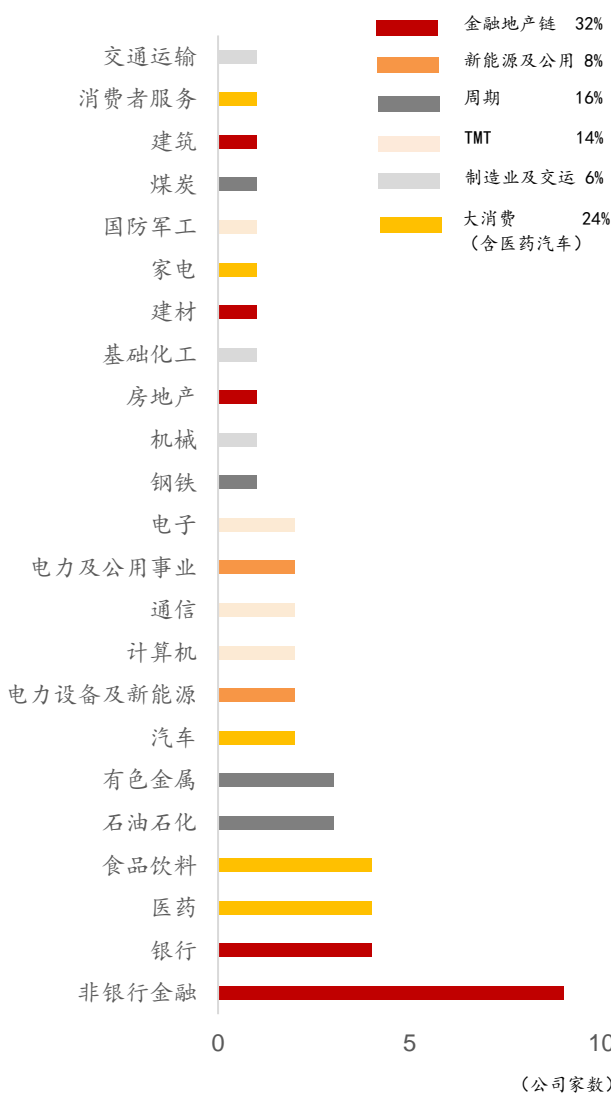
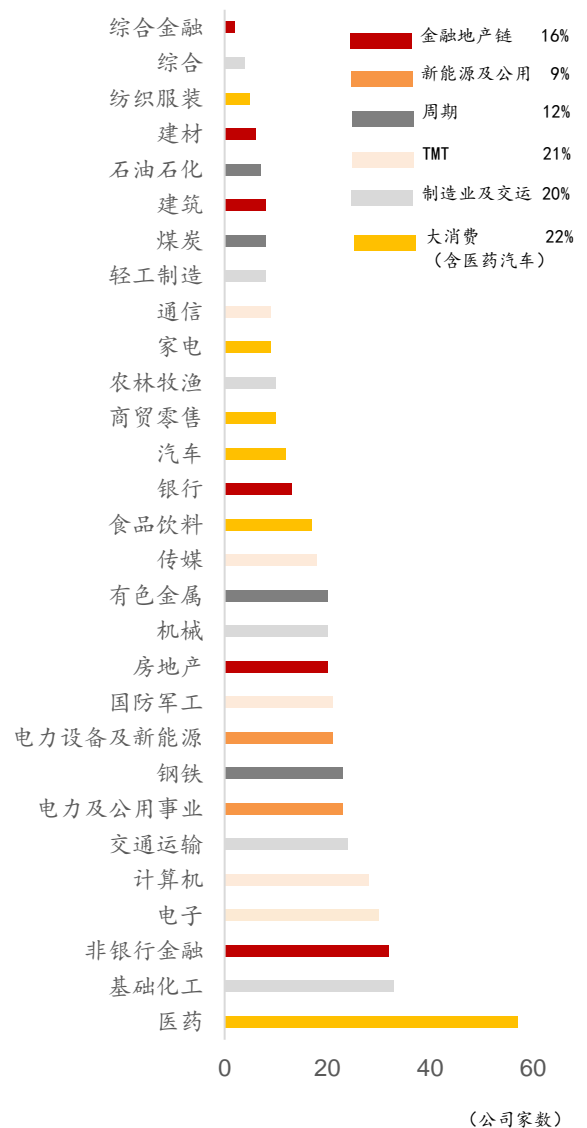


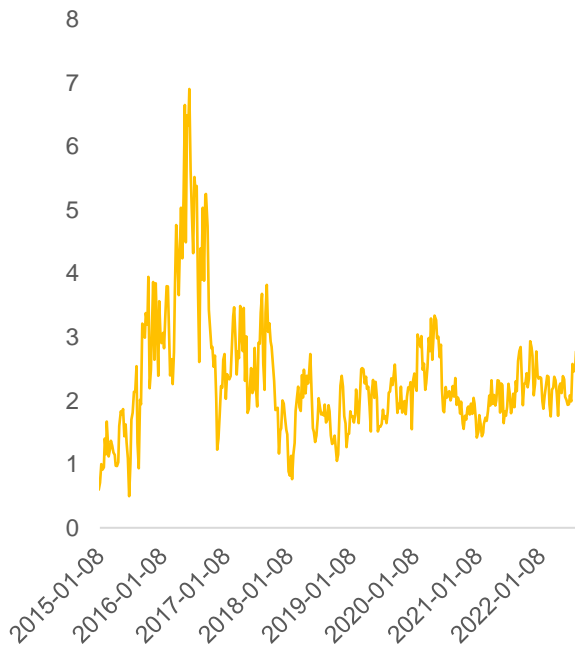
图 12：中证 500 行业分布



资料来源：wind，德邦研究所

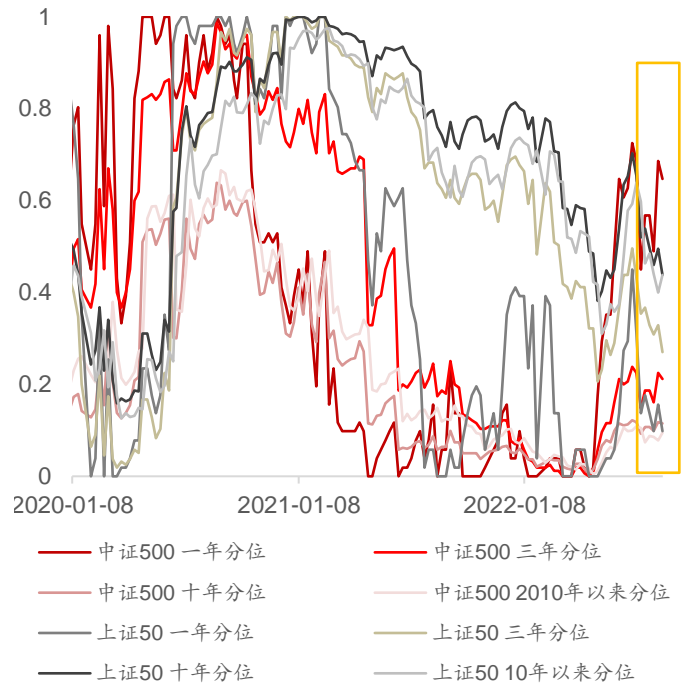
资料来源：wind，德邦研究所

图 13: 中证 500/上证 50 交易拥挤相对程度



资料来源: wind, 德邦研究所

图 14: 大小盘的估值分位出现变化



资料来源: wind, 德邦研究所

2.2.2. 小盘行情要素

从第一部分讨论的因素来看,后续需要关注的是本轮支撑小盘占优的基本面因素还能否持续推动资金面和业绩面对小盘股形成支持。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，根据我们上一部分的讨论，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。

表 3：小盘行情要素

	因素支持小盘跑赢	因素支持大盘跑赢
经济基本面	暂未出现拉动经济上行的大板块	
流动性	短期内难收紧	
信用扩张	短期难见起色	观察 9 月金融数据
信用利差	短期难见走阔	
相对估值	安全边际仍存	跟随行业风格极化瓦解
相对盈利		业绩弹性决定回落压力较大

资料来源：德邦研究所整理

3. 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

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，中国人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

潘京，德邦证券宏观分析师。武汉大学金融学，诺欧商学院投资专业硕士，4 年宏观策略研究经验。2021 年加入德邦证券研究所。擅长从宏观视角出发研究产业（5G、半导体、新基建、新零售等）代际变迁，探讨宏观议题对市场影响的传导机制进行大势研判和资产配置，结合行业景气度和盈利估值等中微观数据预判行业轮动和市场风格。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。