

A 股风格月报

关注盈利因子触底修复

10 月市场延续低估值因子主导，预计 11 月市场盈利估值因子有望触底修复，可重点关注创业板指、沪深 300 及中证 A500。

- **10 月市场延续低估值主导。**10 月 A 股市场持续走弱，市场风格整体表现为大市值、低估值、低盈利，海外利率高位叠加部分科技龙头三季报业绩验证偏弱，10 月 A 股市场在风偏及资金面双重压制下持续走弱。1）美债利率高企及中东地缘升温压制全球风险偏好，尽管 9 月估值因子已经超调，10 月低估值组合进一步占优。2）部分海外科技龙头三季报验证偏弱，A 股三季报亦未明显超预期；即便 9 月已现超调，10 月 A 股盈利因子仍大幅走弱。3）市值层面，宽货币、弱信用格局延续，但风险偏好与资金面压制下，市场定价由情绪走弱主导，大市值风格避险属性凸显。
- **11 月关注盈利及估值因子的触底修复。**基于我们的风格因子模型，未来一个月市场占优风格为：大市值、高盈利、中高估值。11 月预判的模型假设条件为：1）基本面角度，9 月中旬以来中东局势波动，布油价格持续在 100 美元/桶上方波动，11 月 PPI 或延续高位震荡的筑顶格局。2）货币环境方面，隔夜利率中枢已经有所下行，国内货币环境整体宽松。3）信用环境，下半年信用环境的修复有待存量政策进一步发力，信用扩张仍需等待。4）风险偏好角度，截至 10 月末，A 股 ERP 已经突破十年均值+1 倍标准差上限，显示当前市场情绪处于极低水平，2012 年以来，ERP 突破此上限的阶段仅为 2012-2014 年及 2024-2025 年上半年。预计随着国内资金面压力的缓和，11 月市场风险偏好进一步下探的风险较小。
- **基于以上宏观假设，我们认为未来一个月市场占优风格为大市值、高盈利、中高估值。**主因在于：一方面，当前高盈利及高估值因子进一步超调。目前盈利因子已跌至 2024 年 8 月及 2019 年初低点水平，而估值因子则进一步创下 2010 年以来历史新低。我们判断未来一个月盈利及估值因子的修复主要原因在于基于当下 PPI 及风偏预判，盈利与估值因子存在修复空间；此外，结合今年 3 月及 7 月大跌后市场风格修复顺序：两轮大跌后的修复首月，估值因子与盈利因子涨幅稳定占据前两位，如果 A 股筑底企稳，盈利及估值因子有望得到修复。综合来看，未来一个月大市值、高盈利、中高估值或为占优风格。宽基指数上，未来一个月可重点关注：创业板指、沪深 300 及中证 A500。
- **风险提示：**1）模型输出基于历史数据，历史经验不能完全代表未来；2）海外风险存在超预期可能；3）宏观政策不及预期。

相关研究报告

《风格制胜 3：风格因子体系的构建及应用》20250606

《A 股风格月报：高盈利因子有望回归》20260407

《A 股风格月报：市场风格的阶段性均衡化》20260602

《A 股风格月报：海外风险扰动下的低估值回归》20260908

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

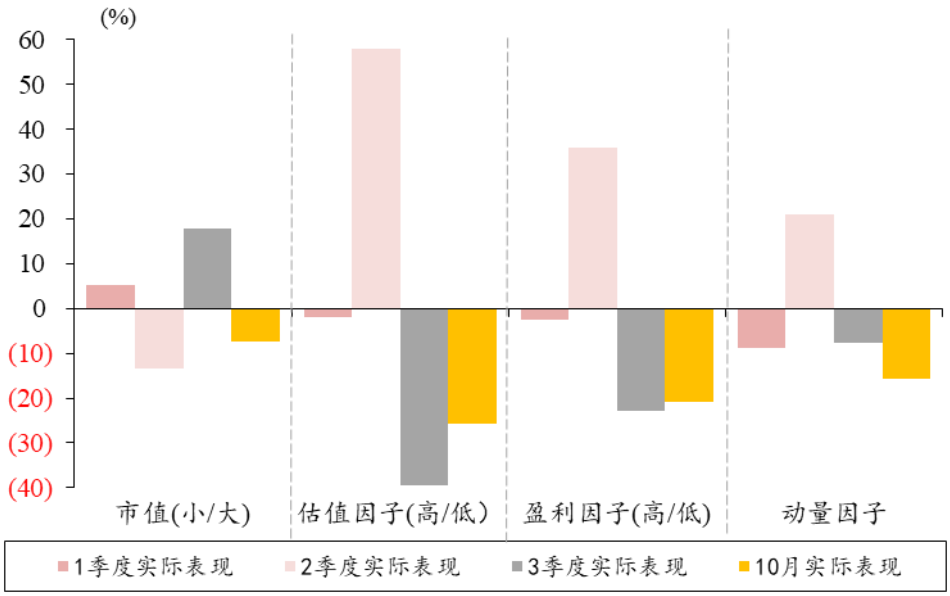
证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

A 股市场风格：关注盈利因子触底修复

10 月市场延续低估值主导

10 月 A 股市场持续走弱，市场风格整体表现为大市值、低估值、低盈利，海外利率高位叠加部分科技龙头三季报业绩验证偏弱，10 月 A 股市场在风偏及资金面双重压制下持续走弱。1）美债利率高企及中东地缘升温压制全球风险偏好，尽管 9 月估值因子已经超调，10 月低估值组合进一步占优。2）部分海外科技龙头三季报验证偏弱，A 股三季报亦未明显超预期；即便 9 月已现超调，10 月 A 股盈利因子仍大幅走弱。3）市值层面，宽货币、弱信用格局延续，但风险偏好与资金面压制下，市场定价由情绪走弱主导，大市值风格避险属性凸显。

图表 1. 2026 年以来市场风格因子表现



资料来源：万得，中银证券

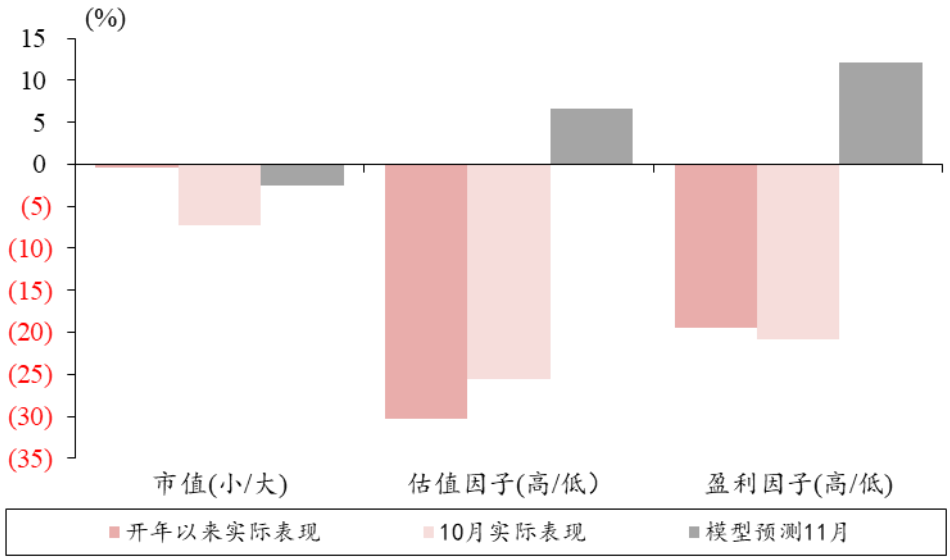
11 月关注盈利及估值因子的触底修复

基于我们的风格因子模型，未来一个月市场占优风格为：大市值、高盈利、中高估值。

11 月预判的模型假设条件为：1）基本面角度，9 月中旬以来中东局势波动，布油价格持续在 100 美元/桶上方波动，11 月 PPI 或延续高位震荡的筑顶格局。2）货币环境方面，隔夜利率中枢已经有所下行，国内货币环境整体宽松。3）信用环境，下半年信用环境的修复有待存量政策进一步发力，信用扩张仍需等待。4）风险偏好角度，截至 10 月末，A 股 ERP 已经突破十年均值+1 倍标准差上限，显示当前市场情绪处于极低水平，2012 年以来，ERP 突破此上限的阶段仅为 2012-2014 年及 2024-2025 年上半年。预计随着国内资金面压力的缓和，11 月市场风险偏好进一步下探的风险较小。

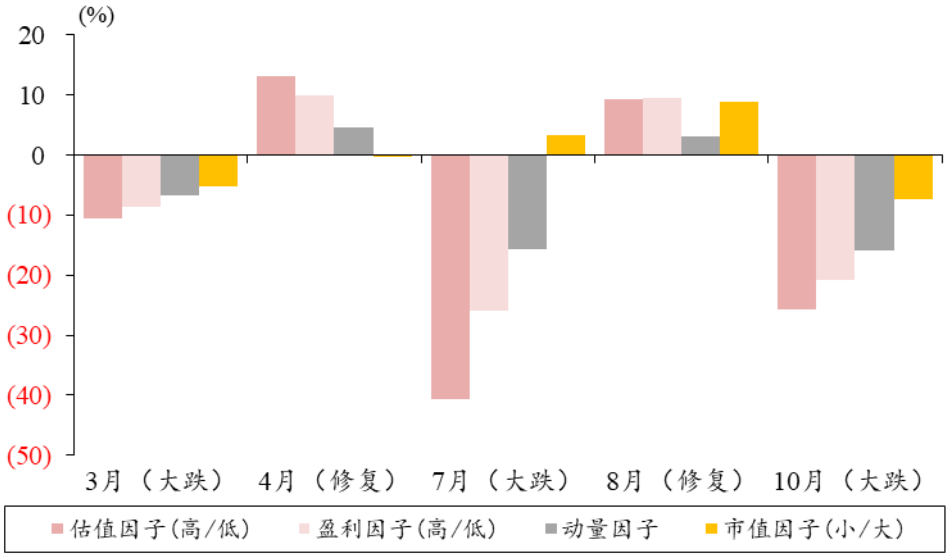
基于以上宏观假设，我们认为未来一个月市场占优风格为大市值、高盈利、中高估值。主因在于：一方面，当前高盈利及高估值因子进一步超调。目前盈利因子已跌至 2024 年 8 月及 2019 年初低点水平，而估值因子则进一步创下 2010 年以来历史新低。我们判断未来一个月盈利及估值因子的修复主要原因在于基于当下 PPI 及风偏预判，盈利与估值因子存在修复空间；此外，结合今年 3 月及 7 月大跌后市场风格修复顺序：两轮大跌后的修复首月，估值因子与盈利因子涨幅稳定占据前两位，如果 A 股筑底企稳，盈利及估值因子有望得到修复。综合来看，未来一个月大市值、高盈利、中高估值或为占优风格。

图表 2. 未来一个月市场风格预判



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2026 年市场大跌及修复首月四因子表现



资料来源：万得，中银证券

宽基指数上，未来一个月可重点关注：创业板指、沪深 300 及中证 A500。基于市场主要宽基指数的风格属性及 11 月风格模型预判，盈利及估值修复主线下 11 月建议重点关注创业板指、沪深 300、中证 A500。

图表 4. 当前主要宽基指数风格属性（风格因子相关性）

	创业板指	沪深 300	中证 500	中证 A500	中证 1000	中证 2000	科创 50
市值因子（小/大）	0.16	(0.17)	0.44	0.01	(0.00)	0.84	0.06
估值因子（高/低）	0.33	0.48	0.11	0.40	0.40	(0.31)	0.38
盈利因子（高/低）	0.70	0.53	0.62	0.62	0.59	0.32	0.58
动量因子	0.16	0.49	(0.09)	0.33	0.35	(0.54)	0.29

资料来源：万得，中银证券（注：相关性为 2020 年至今）

图表 5. 主要宽基指数最新风格属性

	创业板指	沪深 300	中证 500	中证 A500	中证 1000	中证 2000	科创 50
市值		**大市值**				**小市值**	
估值		**高估值**		高估值	高估值	**低估值**	
盈利	**高盈利**		高盈利	高盈利	高盈利		

资料来源：万得，中银证券

风险提示

1）模型输出基于历史数据，历史经验不能完全代表未来；

2）海外风险存在超预期可能；

3）宏观政策不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371