



➤ **一问风格：宏观基本面场景更有利于何种风格。**我们对于 2022 年宏观环境的核心情境假设是国内信用企稳回升、海外流动性收紧，我们回溯了历史上类似环境下的风格表现，发现：(1) 在 M2-社融存量上升阶段中小盘 > 大盘，成长 > 价值；而到了社融存量开始回升时，大盘 > 中小盘，价值 > 成长。(2) 海外流动性对于 A 股风格的影响主要通过北上资金：2018 年 9 月以来，中美股市风格协同度在上升。在美联储收紧的趋势下，考虑到全球交易型资金的融资成本与美国实际利率挂钩，无论“真假外资”，上述资金大幅波动的概率都在上升，而受影响较大的板块主要集中在成长板块。在海外利率逐步抬升下，尽管波动较大，我们认为 2022 年更有可能出现的是全球价值风格的跑赢。

➤ **二问风格：盈利增速 g 是否依然重要。**过去三年“赛道化”的投资、成长风格的极致显然与市场不断追求高增长的 g 有关，“唯增速论”在 2022 年将面临挑战：(1) 历史上看，我们其实无法事先进行准确地预测盈利增速 g，且容易用过去的增速外推未来造成高估并在股价上提前反映，但历史看高增速的个股在未来继续保持高增速优势的难度会变大；(2) 历史上看，A 股高增速个股和细分行业与相对业绩表现并不稳定，短期看，出现超预期但未被预期到和未被定价的高成长性才是股价弹性的来源，而不是业绩增速本身；(3) 从长期来看，公司为二级市场股东创造回报的来源是 ROE 而非 g，实现长期领跑市场的板块往往是增长回归到 ROE 水平的抬升；(4) 从投资者配置偏好周期看，当期盈利增速 g 并非是唯一，当景气度出现扩散时，投资者对于当期盈利增速 g 的重视程度往往会下降：过去对于 g 的追逐正在“瓦解”，未来一段时间内基金持仓将进一步扩散。展望 2022 年，高增速投资策略将面临分化（继续超预期或者回归 ROE）。值得关注的是，历史上该阶段主动偏股基金的收益率中位数往往跑输中证 800 指数。

➤ **三问风格：沪深 300 VS 中证 500 的背后逻辑。**中证 500 和沪深 300 两者在 2022 年的相对表现成为讨论焦点，有投资者误以为是价值股和小盘成长股的风格讨论。然而一个有意思的结论是：如果考虑到成分股的变化，沪深 300 其实是变得越来越“大盘成长化”，反而是投资者认为代表中小盘成长的中证 500 开始变得越来越“中小盘价值化”。因此站在当下讨论中证 500 与沪深 300 谁占优本质上是市值因子，在市值因子之外沪深 300 更偏成长，中证 500 反而更偏价值。那么，尽管大盘价值风格的成分股会对沪深 300 的表现形成支撑，但明显中证 500 同时刻画了新旧经济的变化（中小盘价值+中小盘成长），这与能源转型主线相契合。我们同时注意到，在交易结构上大盘成长在公募基金的配置中对大盘价值的挤占已经在 2021Q3 出现反转，大盘价值风格的估值修复值得期待。

➤ **2022 年风格展望：价值全面回归，小盘成长孕育新机。**在历史统计数据相关性的背后，我们认为风格切换背后蕴含了更深层次的含义。低估值的背后其实是对于旧经济重要性下降的认知偏见，价值的修复也依赖于对旧经济的认知修正：旧经济部分总量出现了短期向上的弹性；以及对于旧经济的抑制而导致的供需错配带来的短缺（通胀）。从中短期来看，新型能源系统综合效率大幅低于传统能源系统（尽管可能具有长期经济型与社会风险降低的属性），在一定时期内全社会资产配置总规模恒定的前提下，效率下降必然带来通胀的压力。在需求企稳回升的情境下，通胀确定性会强于需求本身，两者将共同驱动价值回归。而在供应冲击之下，借鉴美股 1975 年后经验，更适应于环境变化的小盘成长同样具有机会。展望 2022 年，我们认为：大盘价值 > 中小盘价值（中证 500）> 小盘成长（中证 500）> 大盘成长（沪深 300）/ 中盘成长。

➤ **风险提示：**国内流动性超预期宽松；稳增长政策落地不及预期；测算误差。



分析师：牟一凌

执业证号：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

研究助理：方智勇

执业证号：S0100121120020

邮箱：fangzhiyong@mszq.com

研究助理：梅楷

执业证号：S0100121120017

邮箱：meikai@mszq.com

相关研究

1. 策略专题研究：乡村振兴系列报告（一）：2022 年大有可为
2. 领跑市场的力量
3. 2021 年十大决断时刻
4. 文献启示录（六）：滞胀能否被扭转
5. 当国际板设立

目 录

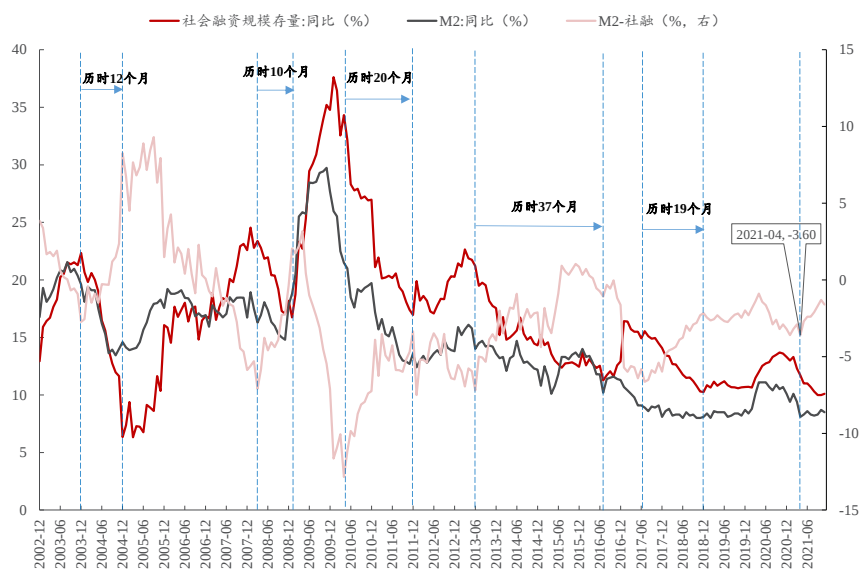
1 一问风格：回溯历史，宏观环境对风格的影响？	3
1.1 流动性宽松之后，社融企稳回升什么风格占优？	3
1.2 海外流动性收紧如何作用于风格？	5
2 二问风格：盈利增速 g 是否仍是决定性的？	6
2.1 盈利增速 g 并不意味着一切	6
2.2 基金继续扩散还是回归抱团？基金能否跑赢指数？	11
3 三问风格：价值何时归来？	13
3.1 当我们讨论沪深 300 与中证 500 时，意味着什么？	13
3.2 沪深 300 还是中证 500 占优：大盘成长 VS 中小盘价值	14
3.3 大盘价值会跑赢大盘成长吗？	18
4 2022 年市场风格展望：需求恢复与通胀回升，价值全面回归，小盘成长孕育新机	20
5 风险提示	20
插图目录	21

1 一问风格：回溯历史，宏观环境对风格的影响？

1.1 流动性宽松之后，社融企稳回升什么风格占优？

从历史上看，宽货币最终都会带来宽信用，只是时滞的长短有所不同。宽货币（M2-社融存量上升阶段）到宽信用（社融存量上升阶段）的时滞基本上在 10 个月以上，而本轮的宽货币其实始于 2021 年 4 月，社融存量同比于 2021 年 11 月出现企稳回升的迹象，历时仅 7 个月。

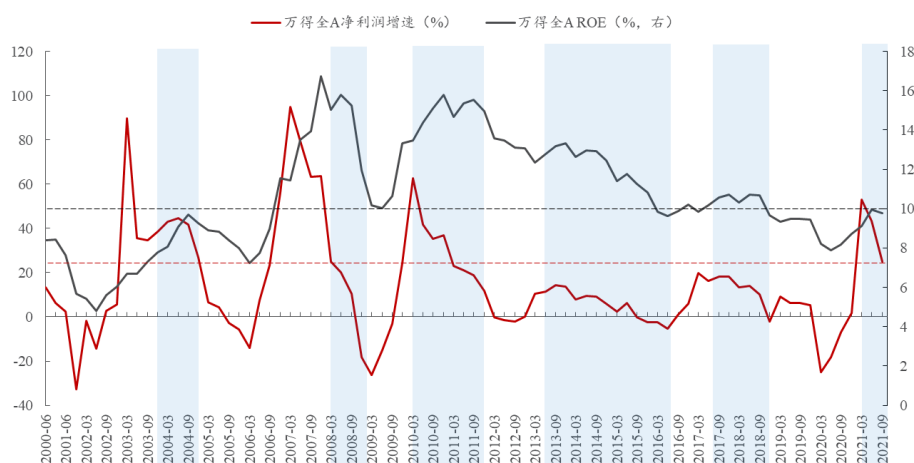
图 1：历史上宽货币最终都会带来宽信用，只是时滞有所不同



资料来源：wind，民生证券研究院

对应到上市公司盈利来看，往往在 M2-社融存量和社融存量背离阶段（基本上都是社融存量同比比 M2 同比下行得更快），万得全 A 净利润增速已经回落，而 ROE 大概率能维持高位（2008 年、2015 年除外）；等到社融存量开始企稳回升时，净利润增速与 ROE 仍有可能处于同时回落的状态，但最终也会企稳重新回升。

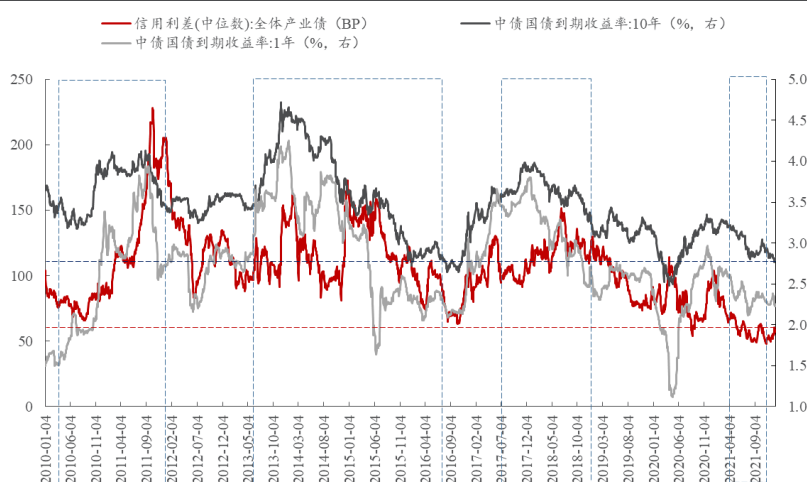
图 2：全部 A 股 ROE 在宽货币→宽信用仍可能维持高位，净利润增速大幅回落



资料来源：wind，民生证券研究院。注：蓝色阴影部分代表 M2-社融存量与社融存量背离阶段。

对对应利率与信用利差水平上来看，在 2010 年以来的三轮 M2-社融存量与社融存量背离阶段，都会经历利率/信用利差的上行阶段，但本轮利率与信用利差基本上一直处于下行趋势中。一般而言，如果不考虑流动性危机/信用风险事件发生的情形，则利率和信用利差的上行背后其实反映的是社会融资成本的上行，这体现了实体经济融资的需求超过了资金的供给，或者是为了应对经济过热，政策制定者主动收紧流动性、抑制融资需求，而这往往对应着经济较好的时期。相反，如果利率和信用利差一直处于低位，有可能意味着实体融资需求疲软，资金的供给相对充裕。因此在融资需求由差转好的过程中，大概率会伴随着利率/信用利差的上行。

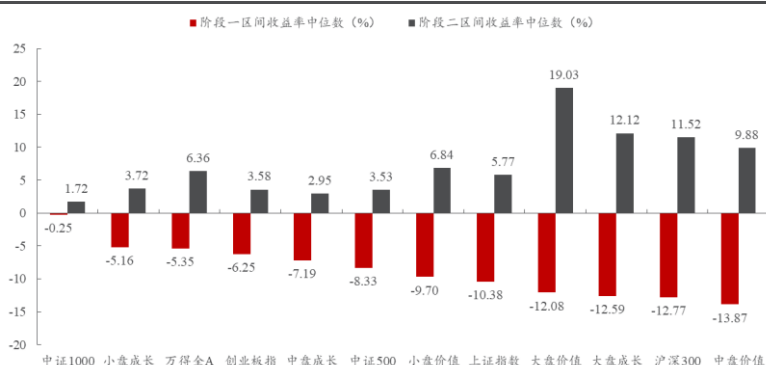
图 3：在 2010 年以来的三轮 M2-社融存量与社融存量背离阶段，都会经历利率/信用利差的上行阶段，但本轮利率与信用利差基本上一直处于下行趋势中



资料来源：wind，民生证券研究院。注：蓝色框线部分代表 M2-社融存量与社融存量背离阶段。

因此结合上述对盈利和利率/信用利差的分析，我们就能够理解为何在阶段一（M2-社融存量上升）中小盘 > 大盘，成长 > 价值；而到了阶段二（社融存量开始回升）大盘 > 中小盘，价值 > 成长：往往阶段一对应着经济总量下行期，此时景气度的稀缺性开始变得重要，与经济总量更为相关的大盘/价值盈利并不具备优势，而宽松的流动性环境也更利于对估值驱动较为敏感的中小盘/成长；随着利率和信用利差下行，融资成本大幅下降，低于全社会投资回报率，企业融资需求开始慢慢恢复，此时经济总量开始企稳，同时也会伴随着利率和信用利差的回升，无论从盈利还是贴现率的角度，大盘/价值风格占优。

图 4：流动性宽松之后，社融企稳回升大盘和价值风格更占优，尤其是大盘价值

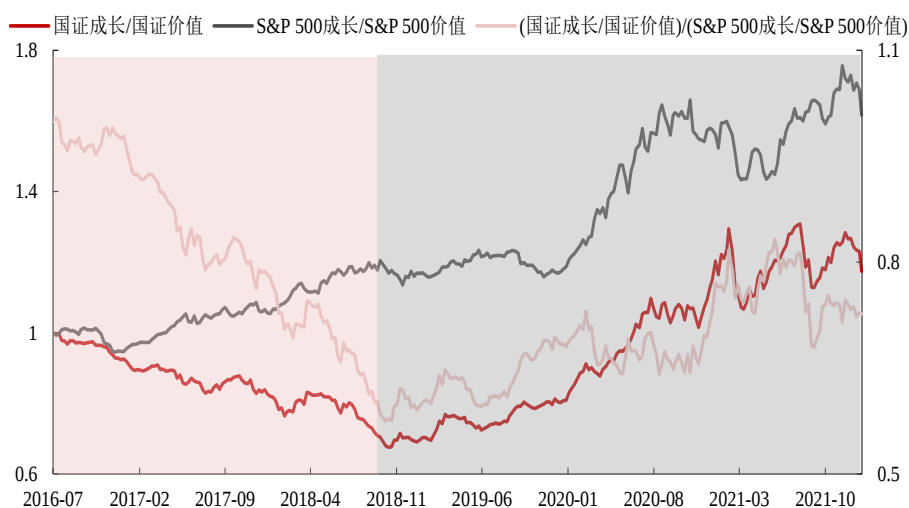


资料来源：wind，民生证券研究院。注：阶段一对应 M2-社融存量上升；阶段二对应社融存量回升。

1.2 海外流动性收紧如何作用于风格？

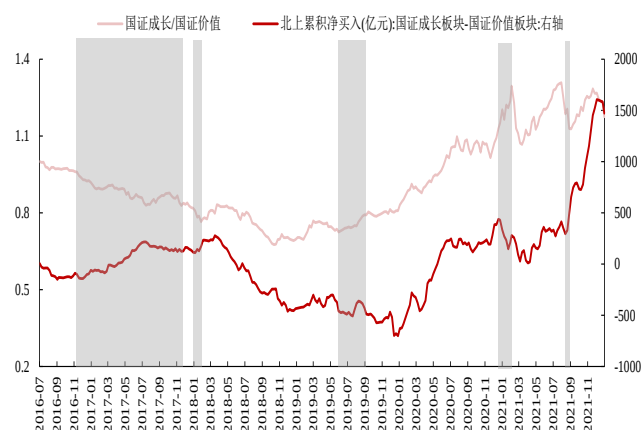
2018年9月以来，中美股市风格协同度在上升，这背后主要桥梁是北上投资者。考虑到：第一，全球交易型资金的融资成本与美国实际利率挂钩，无论“真假外资”，在美联储收紧的趋势下，上述资金大幅波动的概率都在上升，而受影响较大的板块主要集中在成长板块(食品饮料、电新、电子、计算机等)；第二，复苏延续、通胀上行与利率上升下美股更有可能出现的是价值风格占优，这意味着全球价值共振的可能性在提升。实际上，近期中美股市的价值风格已经开始明显跑赢成长风格，而北上资金中，即使配置型资金也出现了逆转，我们认为未来这种变化仍将持续。

图5：2018年9月以来，中美股市风格的协同度在上升



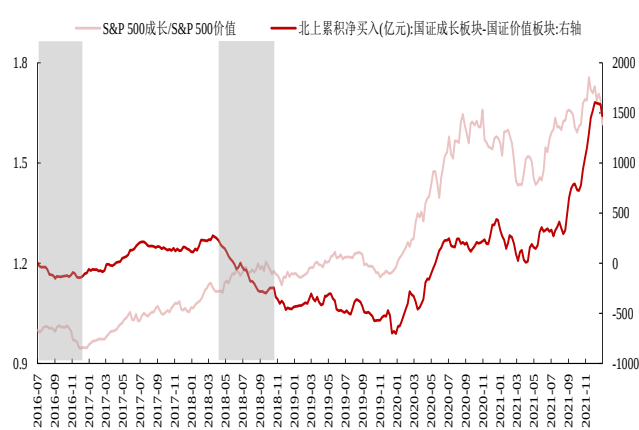
资料来源：wind，民生证券研究院。注：深色阴影区间为趋同部分，浅色阴影区间为背离部分。

图6：北上净买卖A股的风格和A股风格相关性较大



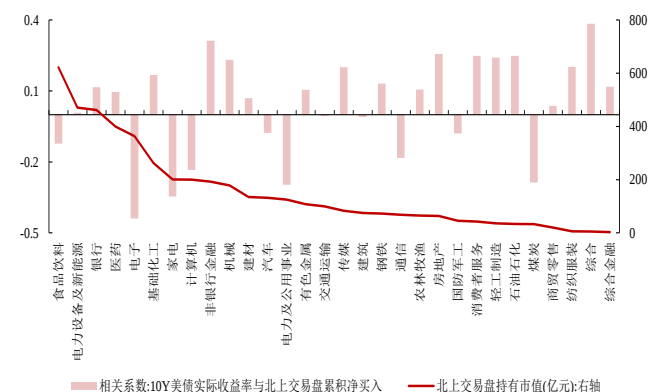
资料来源：wind，民生证券研究院。注：阴影区间为背离部分。

图7：北上净买卖A股的风格和美股风格相关性较大



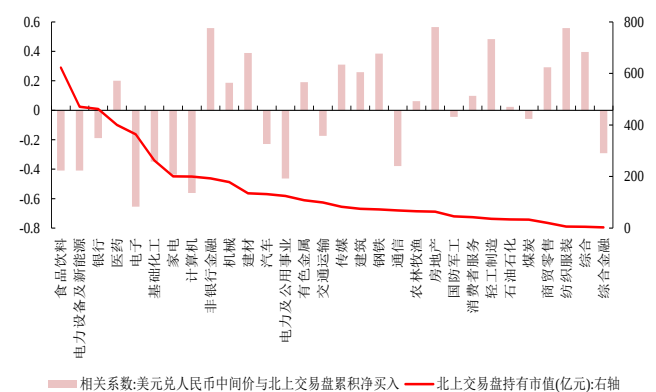
资料来源：wind，民生证券研究院。注：阴影区间为背离部分。

图 8：对于部分北上交易盘的重仓行业(食品饮料、电子、计算机、家电等)，北上交易盘的买入行为与美债实际利率呈现明显的负相关关系



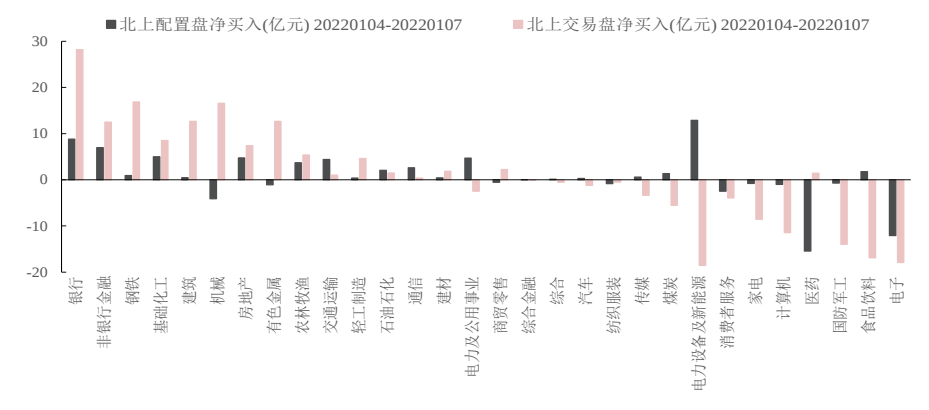
资料来源：wind，民生证券研究院。注：市值计算截至 2022 年 1 月 7 日。

图 9：对于北上交易盘的重仓行业(食品饮料、电新、银行、电子等)，在人民币升值(贬值)时，北上交易盘往往倾向于买入(卖出)上述行业



资料来源：wind，民生证券研究院。注：市值计算截至 2022 年 1 月 7 日。

图 10：上周(20220104-20220107)北上配置/交易盘均主要买入金融地产板块，而在电子、食品饮料、军工、医药、电新等板块存在明显的犹豫和分歧



资料来源：港交所，民生证券研究院

2 二问风格：盈利增速 g 是否仍是决定性的？

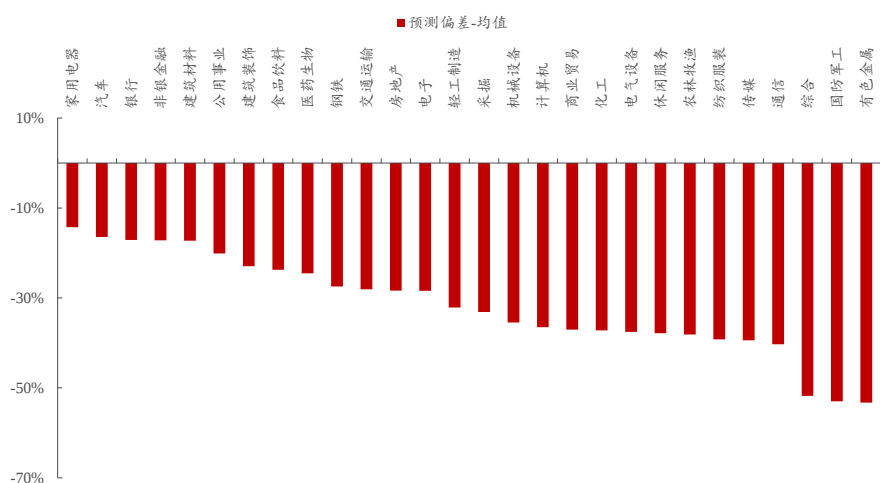
2.1 盈利增速 g 并不意味着一切

盈利增速 g 作为短期衡量与验证景气度的重要指标，被大部分投资者认为是选股的重要标准之一，核心理由在于从历史回溯的结果来看盈利增速 g 越高的个股大概率表现也越好。而过去三年“赛道化”的投资、成长风格的极致显然与市场不断追求高增长的 g 有关。

但“唯增速论”的逻辑瑕疵在于：

(1) 历史回溯的结果是站在“上帝”的视角去看哪些个股具备高增速，然而一旦面对未来，我们其实无法事先进行准确地预测盈利增速 g 。从历史上看，行业分析师对于未来净利润预期偏差较大，且长期倾向于高估。相对而言，金融与消费是偏差较小的板块，而成长板块偏差普遍较大。

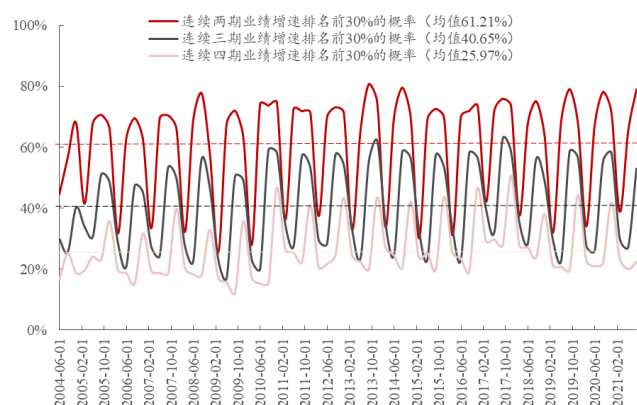
图 11：从历史上看，行业分析师对于未来净利润预期偏差较大，尤其是成长板块



资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里的预测偏差均值是取 2010-2020 年每年分析师预测偏差的均值。

（2）即便假设我们事前预测都是准确的，遗憾的是“好的变得更好”并不容易其实才是真相：过去高增速的个股在未来继续保持高增速的难度只会越来越大。我们通过分组统计发现，在当期业绩增速排名前 30% 的个股中，下一个季度继续排名前 30% 的概率为 61.21%，而在未来两个季度连续排名前 30% 的概率为 40.65%，仅有约 26% 能够继续在未来三个季度连续排名前 30%。而如果从年度的维度来看，仅有不到 3% 的个股能够在未来三年业绩增速连续排名前 30%。

图 12：在当期业绩增速排名前 30% 的个股中，仅有约 26% 在未来三个季度连续排名前 30%

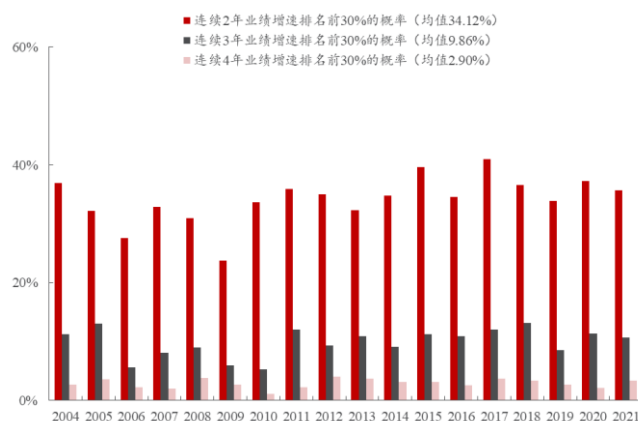


资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里计算概率的分母为基期业绩增速排名前 30% 的个股数。

（3）进一步地，即便我们抓住了这些极少数的持续高增长的个股，但它们的股价表现也不一定很强。

第一，从个股的维度来看，如果基于历史数据进行回溯，盈利增速 g 越高的个股大概率表现也越好，但也会有“翻车”的时刻。从季度维度统计，2004 年 Q1、2006/2007/2008 年的 Q4 等时刻高增速个股跑输低增速个股，从年度维度统计，

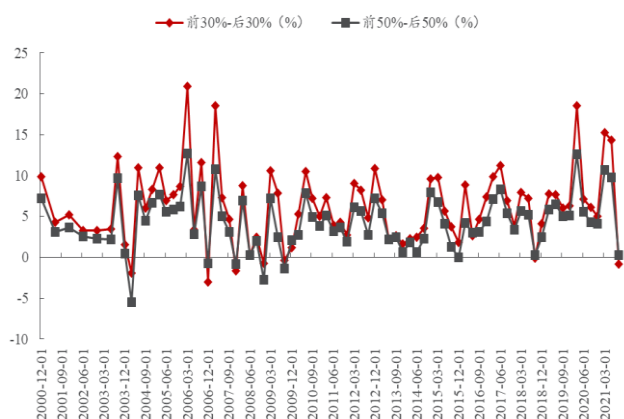
图 13：从年度的维度来看，仅有不到 3% 的个股能够在未来三年业绩增速连续排名前 30%



资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里计算概率的分母为基期业绩增速排名前 30% 的个股数；2021 年的数据截至 2021 年 Q3。

2006-2008 年、2015 年以及 2021 年(截至 Q3)高增速个股跑不赢低增速个股。

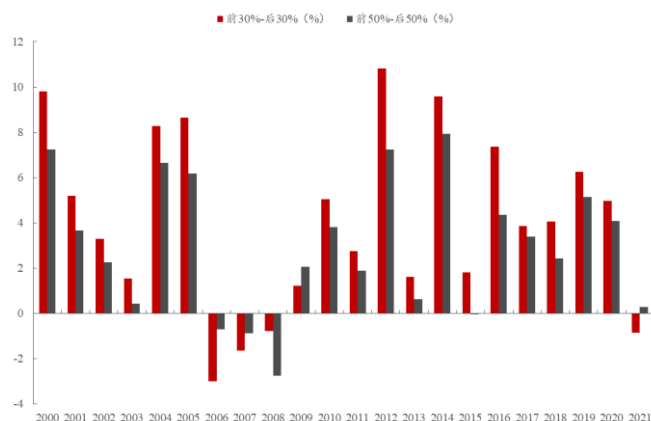
图 14 :季度维度来看,2004 年 Q1、2006/2007/2008 年的 Q4 等时刻高增速个股跑输低增速个股



资料来源：wind，民生证券研究院。注：分组依据是当期盈利增速 g 的排名，分组收益率为当期区间收益率取均值（即等权）。

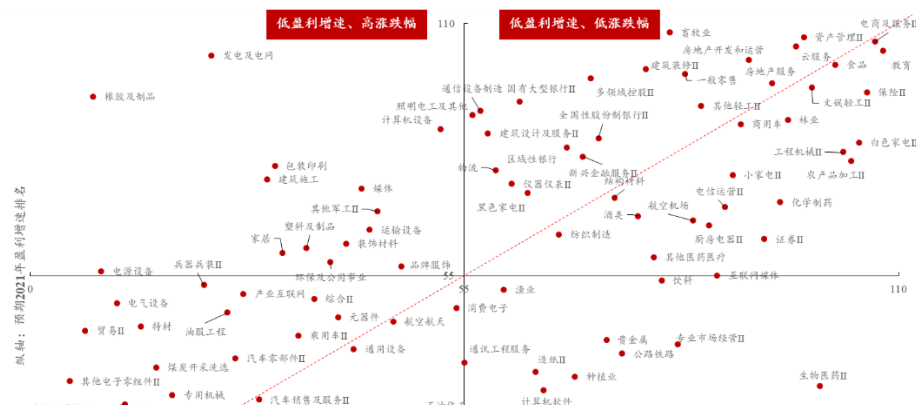
如果从行业的维度来看，**行业盈利增速和涨跌幅的关系十分离散**：2021 年生物医药Ⅱ预期 g 排名 31/108，但年涨跌幅排名 100/108，计算机软件预期 g 排名 30/108，但年涨跌幅排名 65/108。

图 15：年度维度来看，2006-2008 年、2015 年以及 2021 年（截至 Q3）高增速个股跑输低增速个股



资料来源：wind，民生证券研究院。注：分组依据是当期盈利增速 g 的排名，分组收益率为当期区间收益率取均值（即等权）。

图 16：2021 年行业的盈利增速和其涨跌幅之间的关系十分离散



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_36037

