

## 中证 500 价值：资源与国企的呼应

2023 年 03 月 23 日

► **年初至今中小盘价值占优：公募重仓股跑输“低估值”与“数字经济”。**年初以来，A 股的中小盘价值风格明显占优：年初至今涨跌幅排序中中盘价值、小盘价值排名前二，**中证 500 价值明显跑赢沪深 300 成长与价值指数。上述风格分化背后其实本质上是公募重仓的电新、医药、食品饮料等成长型赛道股跑输了低估值（包括中特估和部分消费、制造中的价值股）和数字经济：**如果我们对沪深 300/成长/价值和中证 500/成长/价值的成分股进行拆分分析，会发现相比之下，沪深 300 更重消费，沪深 300 成长更重电新，沪深 300 价值更重金融，中证 500 较为均衡，中证 500 成长更重除电新外的中游制造，中证 500 价值更重“国企改革”、“中特估”；而从涨跌幅贡献来看，上游资源、交运+建筑+电力以及 TMT 成为所有指数的正贡献来源，而中游制造、消费以及金融地产或多或少都存在负的贡献；值得关注的是在中游制造、消费领域，价值远远跑赢了成长，尤其是中证 500 价值，这意味着在当前宏观环境下部分投资者不再一味地追逐景气度，而是更看重估值性价比，也有意避开“拥挤的地方”。所以似乎逃离“公募重仓”成为了当下的共识，但逃离的方向却有分化。

► **历史上中证 500 价值占优的环境：经济走向复苏，通胀触底，货币由松到紧，信用扩张。**如果我们构建两个组合：中证 500 价值-中证 500 成长以及中证 500 价值-沪深 300 价值，以中证 500 价值同时跑赢中证 500 成长和沪深 300 价值的区间作为中小盘价值占优的阶段，那么自指数有数据以来，一共发生过六次：分别是 2005 年 7 月至 2008 年 1 月、2008 年 11 月至 2009 年 8 月、2014 年 5 月至 2015 年 6 月、2016 年 1 月底至 2017 年 11 月中旬、2019 年 1-4 月以及 2020 年 3 月至 2021 年 2 月。在上述六个阶段，有四个处于经济见底反弹的复苏期：通胀见底/见底回升，货币都是先宽松后收紧，信用持续扩张或者先扩张后回落。有两个特殊阶段：一个是 2014-2015 年的流动性宽松带来的牛市，另一个是短暂的 2019 年 Q1 的“春季躁动”行情。所以中证 500 价值占优阶段对应的宏观环境大多为经济见底反弹之后的复苏期。

► **当前中证 500 价值处于极具性价比的位置。**无论是从收益率-ROE 的视角，还是 PE/PB 估值、ERP、股债比的视角来看，当前中证 500 价值都处于极具性价比的位置：（1）目前中证 500 价值的年化收益率已经跑输年化 ROE；（2）中证 500 价值指数 2023 年预测 PE 以及当下 PB 的估值水平低于过去 5 年的中位数，处于历史极低水平：2023 年中证 500 价值的预测 PE/当下 PB 估值水平分别为 10.26 和 0.98，与 2020 年疫情发生时的水平相当，低于过去五年中证 500 价值的 PE/PB 中位数（分别为 11.42/1.09）。（3）目前中证 500 价值的 ERP 和股息率都处于历史高位：当前中证 500 价值的 ERP 处于历史 70.70%的分位数，而股息率相较于 10 年期国债的优势处于历史 92.70%的分位数。

► **拥抱“时代的国企”，掘金中小盘价值。**当下的宏观环境是：经济的确在逐步走向复苏（方向确定，程度不确定），而通胀也预计在 2023 年 5 月触底，当下货币仍维持相对宽松，信用也在扩张（总量持续扩张，结构有待改善）。所以当前的宏观环境其实十分有利于中小盘价值风格。更为重要的是，除了宏观环境之外，中证 500 价值也更符合“国企改革”、“中特估”的映射，同时其上游资源的权重也不低（12.66%），因此可以说**中证 500 价值其实综合了资源与国企的主线**。正如我们此前报告《时代的国企：国改专题系列之策略联合行业篇》中提到的：2023 年国企站在了一个新时代的起点，可以通过提升自身的资金利用效率、拓展新业务或者提升分红来扭转 ROE 长期下行趋势。所以作为上述指数中最能够代表国企改革的中证 500 价值指数值得我们去关注。

► **风险提示：**宏观环境的假设不及预期；国企改革不及预期；样本选择偏差。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 方智勇

执业证书：S0100522040003

邮箱：fangzhiyong@mszq.com

## 相关研究

1. 行业信息跟踪（2023.03.13-2023.03.19）：三大航司运营数据优异，Copilot 面市引发 AI 热潮-2023/03/21
2. 策略专题研究：资金跟踪系列之六十四：“趋势”力量的归来-2023/03/20
3. A 股策略周报 20230319：王牌对王牌-2023/03/19
4. 策略研究市场跟踪：悄然转换的市场-2023/03/16
5. 策略点评：天秤的两端-2023/03/15

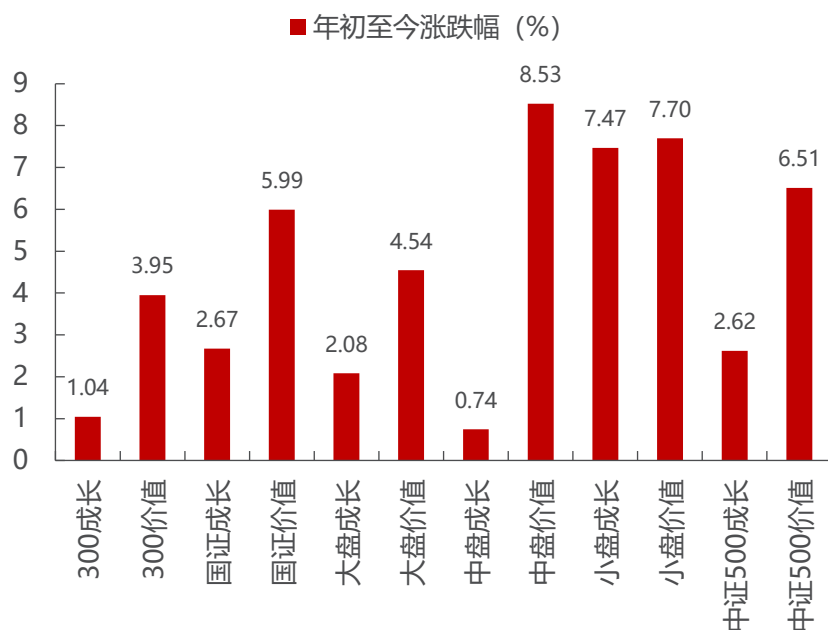
## 目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1 年初至今，中小盘价值风格占优.....        | 3  |
| 2 历史复盘：中证 500 价值占优的场景.....   | 6  |
| 3 当前中证 500 价值处于极具性价比的位置..... | 7  |
| 4 拥抱“时代的国企”，掘金中小盘价值 .....    | 9  |
| 5 风险提示 .....                 | 11 |
| 插图目录 .....                   | 12 |

# 1 年初至今，中小盘价值风格占优

年初以来，A 股的中小盘价值风格明显占优：年初至今涨跌幅排序中中盘价值、小盘价值排名前二，中证 500 价值明显跑赢沪深 300 成长与价值指数。

图1：年初至今，主要的风格指数中，中小盘价值表现最好



资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2023-03-22。

如果我们对比沪深 300、沪深 300 成长/价值以及中证 500、中证 500 成长/价值的成分股行业分布（个股所在行业的市值占比），我们会发现：

(1) 从大类板块<sup>1</sup>上看，从市值占比的绝对程度上看（纵向比较）：沪深 300 更偏**金融地产+消费**，沪深 300 成长更偏**中游制造**，沪深 300 价值中**金融地产**占绝对大头，中证 500 更偏**中游制造+消费**，中证 500 成长更偏**中游制造+TMT**，中证 500 价值更偏**中游制造+金融地产**。从市值占比的相对程度上看（横向比较）：沪深 300 更能代表**消费**，沪深 300 成长和中证 500 成长都代表**中游制造**（同时中证 500 成长的 **TMT** 权重最大），但具体行业不同（见 (2) 的行业分析），沪深 300 价值更能代表**金融地产**，中证 500 较为均衡，没有特别突出的大类板块，中证 500 价值则更能代表**交运+建筑+电力**等传统行业。

(2) 从具体行业上看，横向比较来看，沪深 300 在**汽车、家电、食品饮料**的占比相较于其他行业最大；沪深 300 成长则是在**电新+医药+消费者服务**上占比相对最大；沪深 300 价值则是在**银行、非银金融、建筑、石油石化以及通信**占比最大；中证 500 则是**计算机、农林牧渔**占比最大；中证 500 成长则是**基础化工、有**

<sup>1</sup> 上游资源=煤炭+石油石化+有色金属；中游制造=钢铁+基础化工+机械+建材+轻工制造+国防军工+电力设备及新能源；消费=医药+商贸零售+纺织服装+汽车+家电+食品饮料+农林牧渔+消费者服务；金融地产=非银+银行+房地产+综合金融+综合；TMT=电子+计算机+传媒+通信。

色金属、机械、电子、国防军工；中证 500 价值有 11 个行业的市值占比相较其他行业排名第一，是数量最多的指数：交通运输、电力及公用事业、钢铁、煤炭、房地产、商贸零售、传媒、建材、纺织服装、轻工制造以及综合金融。

**图2：相比之下，沪深 300 更重消费，沪深 300 成长更重电新，沪深 300 价值更重金融，中证 500 较为均衡，中证 500 成长更重除电新外的中游制造，中证 500 价值更重“国企改革”、“中特估”**

| 指数       | 沪深300  | 沪深300成长 | 沪深300价值 | 中证500  | 中证500成长 | 中证500价值 |
|----------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 一级行业     |        |         |         |        |         |         |
| 非银行金融    | 9.32%  | 3.16%   | 15.42%  | 6.51%  | 1.76%   | 10.28%  |
| 交通运输     | 3.31%  | 1.59%   | 1.71%   | 4.97%  | 5.25%   | 9.89%   |
| 电力及公用事业  | 3.22%  | 0.52%   | 4.31%   | 4.76%  | 1.87%   | 8.09%   |
| 钢铁       | 0.64%  | 0.00%   | 0.96%   | 3.39%  | 3.78%   | 7.94%   |
| 医药       | 5.45%  | 12.06%  | 0.21%   | 11.31% | 8.28%   | 7.14%   |
| 银行       | 18.19% | 0.00%   | 37.35%  | 2.06%  | 0.00%   | 7.06%   |
| 基础化工     | 2.61%  | 9.63%   | 0.97%   | 7.84%  | 15.79%  | 6.53%   |
| 煤炭       | 2.14%  | 3.03%   | 4.23%   | 1.91%  | 3.95%   | 6.27%   |
| 房地产      | 1.26%  | 0.00%   | 2.59%   | 2.42%  | 0.84%   | 5.24%   |
| 有色金属     | 2.43%  | 7.10%   | 0.81%   | 5.43%  | 9.90%   | 4.99%   |
| 机械       | 2.07%  | 1.99%   | 1.27%   | 4.80%  | 5.95%   | 4.49%   |
| 商贸零售     | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | 1.94%  | 1.85%   | 4.20%   |
| 传媒       | 0.52%  | 0.00%   | 0.00%   | 2.93%  | 0.70%   | 3.30%   |
| 建材       | 0.85%  | 2.00%   | 1.20%   | 1.68%  | 1.64%   | 3.05%   |
| 纺织服装     | 0.12%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.91%  | 0.00%   | 2.00%   |
| 建筑       | 2.42%  | 0.73%   | 4.53%   | 1.11%  | 1.40%   | 1.96%   |
| 轻工制造     | 0.25%  | 1.12%   | 0.00%   | 1.29%  | 1.43%   | 1.53%   |
| 石油石化     | 4.23%  | 2.86%   | 7.53%   | 1.94%  | 0.00%   | 1.39%   |
| 汽车       | 3.56%  | 0.00%   | 1.49%   | 2.04%  | 0.00%   | 1.34%   |
| 家电       | 2.04%  | 0.00%   | 0.86%   | 1.28%  | 0.00%   | 1.01%   |
| 食品饮料     | 10.04% | 7.27%   | 0.36%   | 3.29%  | 2.42%   | 0.72%   |
| 电子       | 5.96%  | 12.40%  | 1.00%   | 7.96%  | 14.09%  | 0.68%   |
| 综合金融     | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.14%  | 0.41%   | 0.46%   |
| 农林牧渔     | 1.55%  | 0.00%   | 0.00%   | 1.58%  | 0.00%   | 0.44%   |
| 计算机      | 2.93%  | 3.09%   | 1.31%   | 5.18%  | 4.88%   | 0.00%   |
| 国防军工     | 1.32%  | 1.21%   | 0.00%   | 4.66%  | 6.06%   | 0.00%   |
| 电力设备及新能源 | 6.67%  | 26.15%  | 0.54%   | 4.53%  | 6.19%   | 0.00%   |
| 通信       | 6.01%  | 0.68%   | 11.34%  | 1.39%  | 0.83%   | 0.00%   |
| 消费者服务    | 0.87%  | 3.41%   | 0.00%   | 0.52%  | 0.00%   | 0.00%   |
| 综合       | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.24%  | 0.72%   | 0.00%   |
| 大类板块     |        |         |         |        |         |         |
| 上游资源     | 8.80%  | 12.99%  | 12.57%  | 9.29%  | 13.85%  | 12.66%  |
| 中游制造     | 14.42% | 42.10%  | 4.94%   | 28.18% | 40.85%  | 23.54%  |
| 消费       | 23.64% | 22.74%  | 2.92%   | 22.87% | 12.55%  | 16.84%  |
| 金融地产     | 28.77% | 3.16%   | 55.36%  | 11.36% | 3.73%   | 23.04%  |
| 交运+建筑+电力 | 8.95%  | 2.84%   | 10.56%  | 10.84% | 8.52%   | 19.94%  |
| TMT      | 15.42% | 16.17%  | 13.65%  | 17.45% | 20.50%  | 3.98%   |

资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2023-03-22；暗红底色的行业为中证 500 价值中相对其他指数市值占比排名第一的行业；市值占比的颜色深浅代表横向比较，红色越深占比越大，蓝色则相反。

所以在了解不同指数之间的行业分布差异之后，我们就能够理解为何年初至今沪深 300 跑输中证 500，年初至今涨跌幅排序：沪深 300 成长 < 中证 500 成长 < 沪深 300 价值 < 中证 500 价值，背后其实是以往公募的重仓赛道型行业电新+医药+食品饮料以及与传统经济更相关的金融地产跑输了“数字经济”+“中特估”。

而值得关注的是在中游制造、消费领域，价值远远跑赢了成长，尤其是中证 500 价值，这意味着在当前宏观环境下部分投资者不再一味地追逐景气度，而是更看重估值性价比，也有意避开“拥挤的地方”。

**图3：从涨跌幅的贡献来看，上游资源、交运+建筑+电力以及 TMT 成为所有指数的正贡献来源，而中游制造、消费以及金融地产或多或少都存在负贡献**

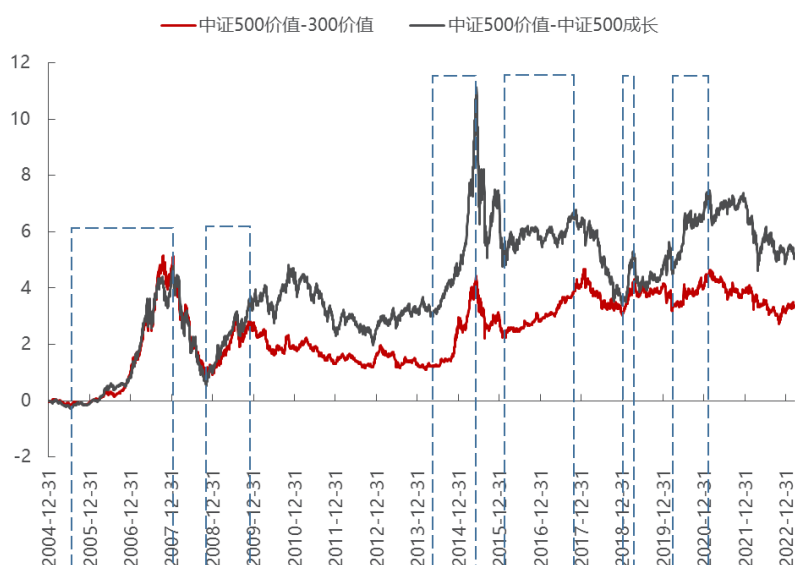
| 指数       | 沪深300  | 沪深300成长 | 沪深300价值 | 中证500  | 中证500成长 | 中证500价值 |
|----------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 一级行业     |        |         |         |        |         |         |
| 非银行金融    | 0.13%  | -0.05%  | 0.21%   | 0.42%  | 0.08%   | 0.97%   |
| 交通运输     | -0.04% | 0.08%   | 0.14%   | 0.16%  | 0.19%   | 0.40%   |
| 电力及公用事业  | 0.06%  | 0.04%   | 0.08%   | 0.03%  | -0.06%  | 0.19%   |
| 钢铁       | 0.04%  | 0.00%   | 0.12%   | 0.16%  | 0.23%   | 0.66%   |
| 医药       | -0.09% | -0.31%  | 0.02%   | 0.33%  | -0.42%  | 0.76%   |
| 银行       | -0.21% | 0.00%   | -0.58%  | 0.01%  | 0.00%   | 0.05%   |
| 基础化工     | 0.01%  | -0.12%  | 0.09%   | 0.17%  | 0.31%   | 0.32%   |
| 煤炭       | 0.02%  | 0.04%   | 0.06%   | 0.05%  | 0.10%   | 0.19%   |
| 房地产      | -0.15% | 0.00%   | -0.44%  | 0.11%  | 0.12%   | 0.11%   |
| 有色金属     | 0.27%  | 0.44%   | 0.16%   | 0.45%  | 0.45%   | 0.33%   |
| 机械       | 0.21%  | 0.09%   | 0.36%   | 0.14%  | -0.16%  | 0.48%   |
| 商贸零售     | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.07%  | 0.16%   | 0.37%   |
| 传媒       | 0.12%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.89%  | 0.19%   | 0.59%   |
| 建材       | 0.05%  | 0.06%   | 0.10%   | 0.08%  | 0.04%   | 0.03%   |
| 纺织服装     | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.06%  | 0.00%   | 0.19%   |
| 建筑       | 0.38%  | 0.05%   | 1.01%   | 0.15%  | 0.24%   | 0.32%   |
| 轻工制造     | 0.00%  | -0.01%  | 0.00%   | -0.01% | -0.10%  | 0.11%   |
| 石油石化     | 0.15%  | 0.00%   | 0.46%   | 0.09%  | 0.00%   | 0.16%   |
| 汽车       | -0.06% | 0.00%   | 0.13%   | 0.13%  | 0.00%   | 0.13%   |
| 家电       | 0.17%  | 0.00%   | 0.42%   | 0.14%  | 0.00%   | 0.32%   |
| 食品饮料     | 0.22%  | 0.18%   | -0.01%  | -0.14% | -0.24%  | -0.03%  |
| 电子       | 0.90%  | 1.16%   | 0.67%   | 1.50%  | 1.77%   | 0.12%   |
| 综合金融     | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%  | 0.01%   | 0.02%   |
| 农林牧渔     | -0.05% | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%   | 0.03%   |
| 计算机      | 0.98%  | 0.90%   | 0.39%   | 1.22%  | 0.38%   | 0.00%   |
| 国防军工     | 0.01%  | -0.19%  | 0.00%   | 0.14%  | -0.51%  | 0.00%   |
| 电力设备及新能源 | -0.31% | -0.92%  | 0.09%   | -0.09% | -0.52%  | 0.00%   |
| 通信       | 0.58%  | 0.15%   | 1.03%   | 0.41%  | 0.44%   | 0.00%   |
| 消费者服务    | -0.13% | -0.51%  | 0.00%   | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   |
| 综合       | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%   | -0.01% | -0.02%  | 0.00%   |
| 大类板块     |        |         |         |        |         |         |
| 上游资源     | 0.45%  | 0.48%   | 0.68%   | 0.59%  | 0.54%   | 0.68%   |
| 中游制造     | 0.00%  | -1.08%  | 0.77%   | 0.59%  | -0.70%  | 1.60%   |
| 消费       | 0.07%  | -0.63%  | 0.55%   | 0.60%  | -0.51%  | 1.76%   |
| 金融地产     | -0.23% | -0.05%  | -0.81%  | 0.55%  | 0.20%   | 1.14%   |
| 交运+建筑+电力 | 0.40%  | 0.17%   | 1.23%   | 0.33%  | 0.37%   | 0.92%   |
| TMT      | 2.58%  | 2.22%   | 2.09%   | 4.02%  | 2.78%   | 0.71%   |

资料来源：wind，民生证券研究院。注：这里计算的是 2023-01-01 至 03-22 的区间涨跌幅，计算方法为根据期初的个股自由流通市值加权计算，然后根据行业加总。涨跌幅底色深浅代表对指数的贡献：红色越深代表涨幅贡献大，蓝色越深代表跌幅贡献大。

## 2 历史复盘：中证 500 价值占优的场景

如果我们构建两个组合：中证 500 价值-中证 500 成长以及中证 500 价值-沪深 300 价值，以中证 500 价值同时跑赢中证 500 成长和沪深 300 价值的区间作为中小盘价值占优的阶段，那么自指数有数据以来，一共发生过六次：分别是 2005 年 7 月至 2008 年 1 月、2008 年 11 月至 2009 年 8 月、2014 年 5 月至 2015 年 6 月、2016 年 1 月底至 2017 年 11 月中旬、2019 年 1-4 月以及 2020 年 3 月至 2021 年 2 月。

图4：历史上中证 500 价值同时跑赢中证 500 成长和沪深 300 价值的时间段主要有六个



资料来源：wind，民生证券研究院

在上述六个阶段，有四个处于经济见底反弹的复苏期：通胀见底/见底回升，货币都是先宽松后收紧，信用持续扩张或者先扩张后回落。有两个特殊阶段：一个是 2014-2015 年的流动性宽松带来的牛市，另一个是短暂的 2019 年 Q1 的“春季躁动”行情。所以中证 500 价值占优阶段对应的宏观环境大多为经济见底反弹之后的复苏期。

图5：中证 500 价值占优阶段对应的宏观环境多为经济见底反弹之后的复苏期

| 起始时间       | 终点时间       | 经济增长 | 通胀     | 货币   | 信用   |
|------------|------------|------|--------|------|------|
| 2005-06-30 | 2007-12-31 | 上行见顶 | 下行见底回升 | 先松后紧 | 持续扩张 |
| 2008-10-31 | 2009-07-31 | 见底反弹 | 下行见底   | 先松后紧 | 持续扩张 |
| 2014-04-30 | 2015-05-31 | 下行   | 先上后下   | 宽松   | 疲软   |
| 2015-12-31 | 2017-10-31 | 上行   | 见底上行见顶 | 先松后紧 | 先下后上 |
| 2018-12-31 | 2019-03-31 | 下行   | 下行     | 宽松   | 上行   |
| 2020-02-28 | 2021-01-31 | 见底反弹 | 先下后上   | 先松后紧 | 先上后下 |

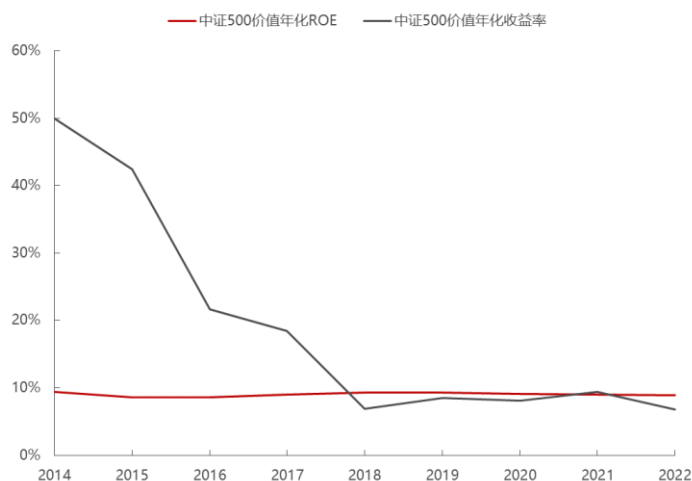
资料来源：wind，民生证券研究院。注：考虑到实际数据公布的时间，起始时间与终点时间均提前了一个月；经济增长的判断指标为当季 GDP 不变价同比；通胀的判断指标为 PPI 当月同比；货币的判断指标为 M2 同比与 1 年期国债走势；信用的判断指标为社融存量同比与金融机构各项贷款余额同比。

### 3 当前中证 500 价值处于极具性价比的位置

无论是从收益率-ROE 的视角，还是 PE/PB 估值、ERP（风险溢价）、股债比（股息率与 10 年期国债到期收益率）的视角来看，当前中证 500 价值都处于极具性价比的位置（如无特殊说明，所有测算数据均截至 2023-03-22）：

**（1）目前中证 500 价值的年化收益率已经跑输年化 ROE：**长期来看指数的收益率最终会向 ROE 收敛，但到了 2022 年，中证 500 价值指数的年化收益率为 6.78%，已经跑输其年化 ROE（8.93%）超过 2%，2023 年中证 500 价值的预测 ROE 高达 11.46%，但目前 2023 年的收益率仅为 6.94%，还是远远跑输 ROE。

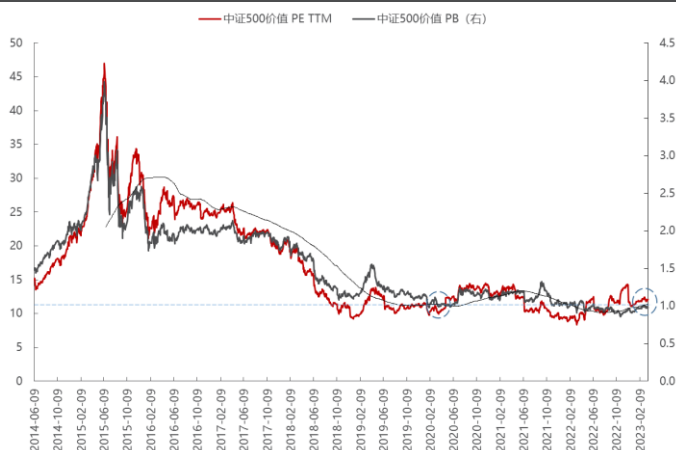
**图6：2022 年中证 500 价值指数的年化收益率已经低于年化 ROE**



资料来源：wind，民生证券研究院。注：2022 年 ROE 为万得一致预期值。

**（2）中证 500 价值指数 2023 年预测 PE 以及当下 PB 的估值水平低于过去 5 年的中位数，处于历史极低水平：**2023 年中证 500 价值的预测 PE/当下 PB 估值水平分别为 10.26 和 0.98，与 2020 年疫情发生时的水平相当，低于过去五年中证 500 价值的 PE/PB 中位数（分别为 11.42/1.09）。

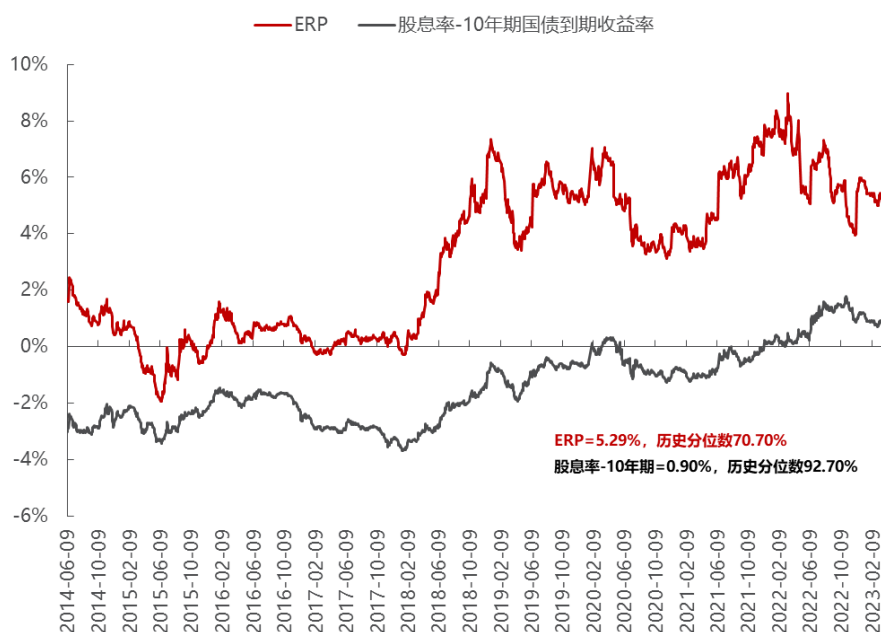
**图7：当前中证 500 价值估值处于历史极低水平（与 2020 年疫情发生时相当）**



资料来源：wind，民生证券研究院

(3) 目前中证 500 价值的 ERP 和股息率都处于历史高位：当前中证 500 价值的 ERP 处于历史 70.70%的分位数，而股息率相较于 10 年期国债的优势处于历史 92.70%的分位数。

图8：目前中证 500 价值的 ERP 和股息率都处于历史高位

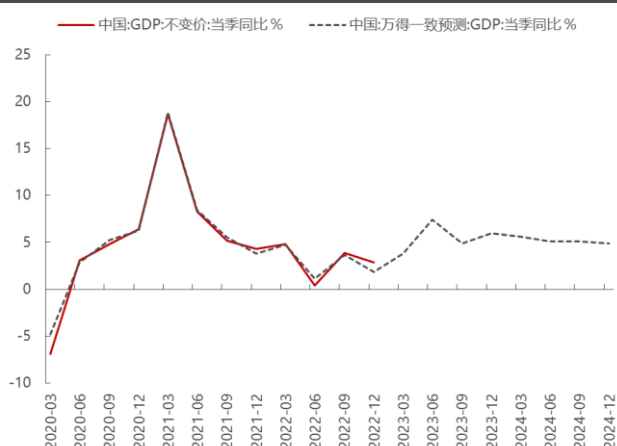


资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 拥抱“时代的国企”，掘金中小盘价值

根据前文分析，中小盘价值占优的宏观环境大多是经济走向复苏，同时通胀企稳回升，货币由松到紧，信用扩张。目前来看，当下的宏观环境是：经济的确在逐步走向复苏（方向确定，程度不确定），而通胀也预计在 2023 年 5 月触底，当下货币仍维持相对宽松，信用也在扩张（总量持续扩张，结构有待改善）。所以当前的宏观环境其实十分有利于中小盘价值风格。

图9：目前一致预期 2023 年中国经济逐步走向复苏



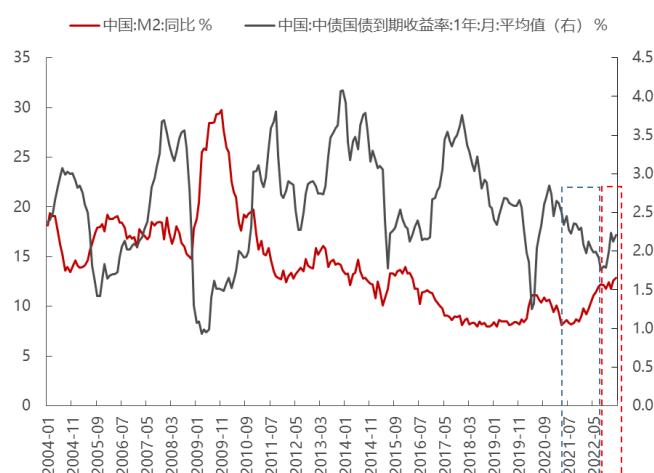
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：PMI 领先 PPI，一致预期 PPI 在今年 5 月见底



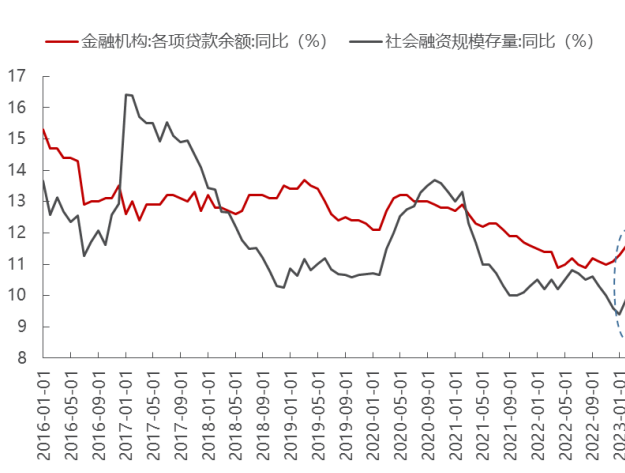
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：货币供给仍维持宽松，但利率已经触底反弹



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：信贷总量已经触底回升，开始扩张



资料来源：wind，民生证券研究院

更为重要的是，除了宏观环境之外，中证 500 价值也更符合“国企改革”、“中特估”的映射。前文分析到中证 500 价值中交运+建筑+电力的权重是上述指数中最高的 (19.94%)，同时其上游资源的权重也不低 (12.66%)，因此可以说中证 500 价值其实综合了资源与国企的主线。正如我们此前报告《时代的国企：国改专题系列之策略联合行业篇》中提到的：2023 年国企站在了一个新时代的起点，面对国内资产负债表的收缩与制造业转型升级，国企在自己擅长的领域大有可为：一方面巩固国家在关键领域的控制权；另一方面补齐制造业能源与数字化的短板；与此同

时随着有关中国和中东国家达成战略合作的意向越来越明确，未来重资产国企（基建、交运、能源等）的重要性可能越来越大。在上述背景下国企可以通过提升自身的资金利用效率、拓展新业务或者提升分红来扭转 ROE 长期下行趋势。所以作为上述指数中最能够代表国企改革的中证 500 价值指数值得我们去关注。

## 5 风险提示

**1) 宏观环境的假设不及预期。**中小盘价值占优的宏观环境是经济走向复苏、通胀触底回升、货币由松到紧、信用扩张,如果关于上述宏观环境的假设不及预期,则中小盘价值占优就无从谈起。

**2) 国企改革不及预期。**中小盘价值另一个重要的特征是与国企改革相互呼应,因此如果国企改革不及预期,则中小盘价值的表现可能也会不及预期。

**3) 样本选择偏差。**文中选取的可比指数可能存在代表性不足的风险。

## 插图目录

|                                                                                                                        |   |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|
| 图 1: 年初至今, 主要的风格指数中, 中小盘价值表现最好 .....                                                                                   | 3 |
| 图 2: 相比之下, 沪深 300 更重消费, 沪深 300 成长更重电新, 沪深 300 价值更重金融, 中证 500 较为均衡, 中证 500 成长更重除电新外的中游制造, 中证 500 价值更重“国企改革”、“中特估” ..... | 4 |
| 图 3: 从涨跌幅的贡献来看, 上游资源、交运+建筑+电力以及 TMT 成为所有指数的正贡献来源, 而中游制造、消费以及金融地产或多或少都存在负的贡献 .....                                      | 5 |
| 图 4: 历史上中证 500 价值同时跑赢中证 500 成长和沪深 300 价值的时间段主要有六个 .....                                                                | 6 |
| 图 5: 中证 500 价值占优阶段对应的宏观环境多为经济见底反弹之后的复苏期 .....                                                                          | 6 |
| 图 6: 2022 年中证 500 价值指数的年化收益率已经低于年化 ROE .....                                                                           | 7 |
| 图 7: 当前中证 500 价值估值处于历史极低水平 (与 2020 年疫情发生时相当) .....                                                                     | 7 |
| 图 8: 目前中证 500 价值的 ERP 和股息率都处于历史高位 .....                                                                                | 8 |
| 图 9: 目前一致预期 2023 年中国经济逐步走向复苏 .....                                                                                     | 9 |
| 图 10: PMI 领先 PPI, 一致预期 PPI 在今年 5 月见底 .....                                                                             | 9 |
| 图 11: 货币供给仍维持宽松, 但利率已经触底反弹 .....                                                                                       | 9 |
| 图 12: 信贷总量已经触底回升, 开始扩张 .....                                                                                           | 9 |

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              |      | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       |      | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       |      | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       |      | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026