中航证券研究所
所长 董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师 郑梓淳
证券执业证书：S0640520120001
电话：010-59219561
邮箱：chengg@avicsec.com

A 股市值因子将大概率失效

策略点评报告　　2021 年 03 月 03 日

摘要

- 虽然茅指数下跌，但截至三月初，20 年 8 月以来大市值风格占优的情况没有发生变化。市值因子仍然有效。
- 利率从底部回升、基金发行加速和人民币升值下外资流入加速三重因素共同推动了此轮大市值的盛行，但支持这三个因素的逻辑或将同步发生逆转，从而终结大小市值风格的极端分化：
  （1）经济高点出现后，国债收益率年内高点或出现在二季度末；
  （2）赚钱效应减弱后，基金新发或减速；
  （3）人民币单边升值告一段落后，外资流入或减速。
- 在市值因子有效的最后阶段，传统大市值的银行、保险和地产可能仍然具备上涨势能。
- 考虑到中小市值风格的估值处于历史低位，市值因子的风险溢价处于十年来的低位，中小市值绩优股或带来明显超额收益。
- 2020 年年报和 21 年一季报的发布或成为中小市值绩优股启动的催化。此前个股涨跌幅与市值大小呈现明显的相关性，而这一现象规律在业绩上难以同步实现。业绩披露过程中会出现大市值公司不及预期，也会出现中小市值超过预期，这将有助于打破过去收益率与市值极强的相关性。我们认为当下头部大市值资产的性价比不及中小盘顺周期绩优。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

一、20 年 8 月以来大市值风格跑赢

近期热门的抱团股出现明显回调，以“茅指数”为表征的抱团组合从前期高位已下跌超 10%。但数据显示 20 年 8 月以来大市值风格占优的情况没有发生变化。截至 3 月 1 日的 60 个交易日内，大盘股收益依旧跑赢小盘股，且涨跌幅与市值分层区间呈现较为明显的相关性，200 亿以下市值的公司平均涨跌幅低于 0%。

量化层面也证明大市值策略依旧有效。我们构建了市值因子前百分之三十等权重的股票组合（季度调整）来计算市值因子风险溢价的时间序列。目前市值因子的风险溢价继续下降，意味着市值因子仍然有效，不断推高大盘股价格。

图 1：截至 3 月 1 日 60 个交易日市值分层涨跌幅

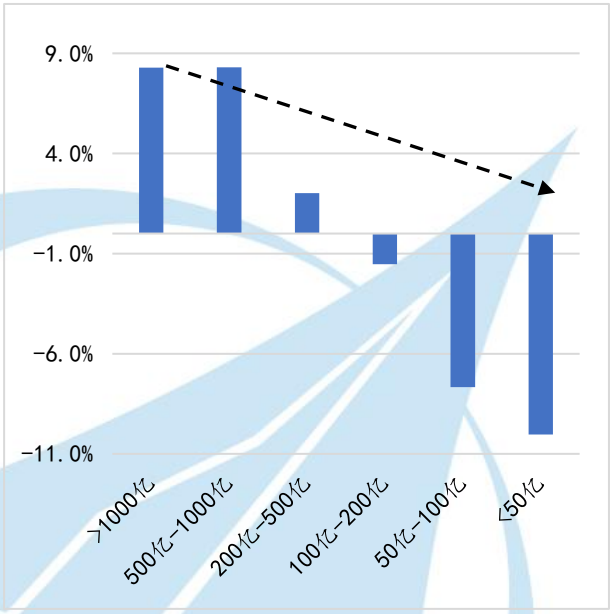
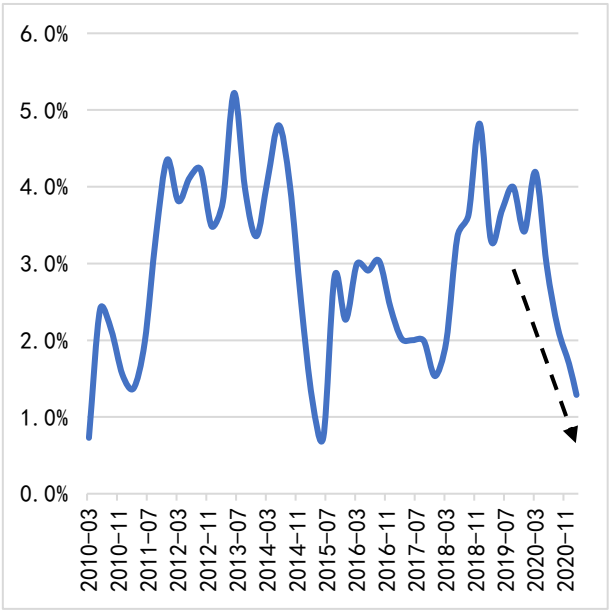


图 2：市值因子风险溢价持续下行



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

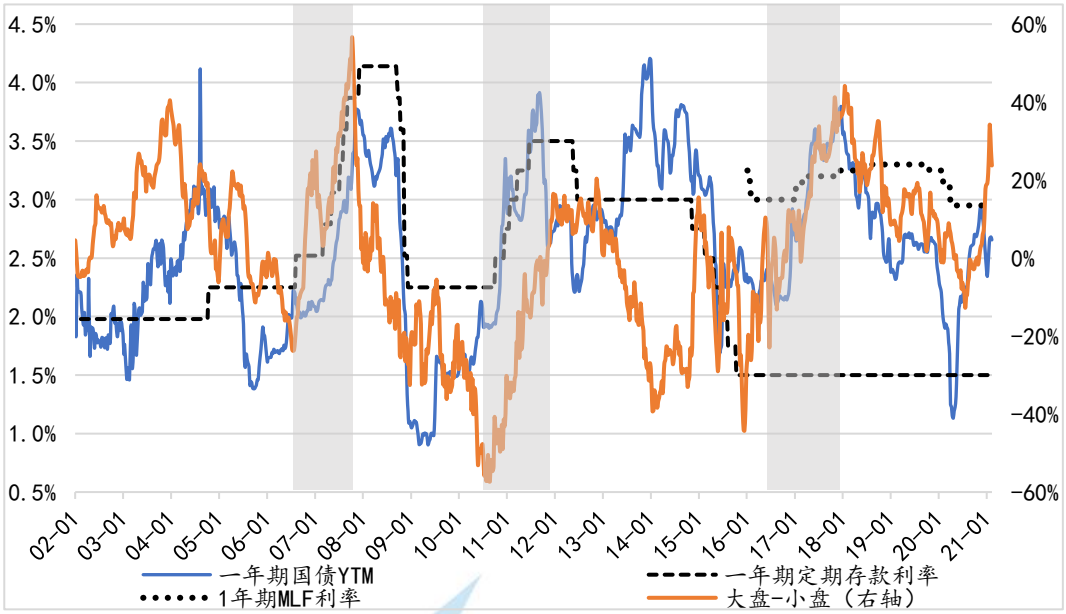
二、“东风已至”——大小市值的极端分化或将结束

1 月 10 日发表的《从策略的角度理解本轮食饮和医药的上涨边界》报告中我们分析，利率、基金发行和人民币升值三重因素共同推动了此前大市值的盛行，但支持这三个因素的逻辑或将发生逆转，从而触发市值风格的转向。

2.1 无风险收益率上行在宏观层面推动了大市值风格，但年内利率高点渐行渐近

利率方面，通过对宏观周期轮动的观察我们发现，无风险利率的变化会带动大小市值间的风格轮转。历史上每当无风险利率上升时，大盘指数往往会跑赢小盘指数。新冠疫情后也不例外。

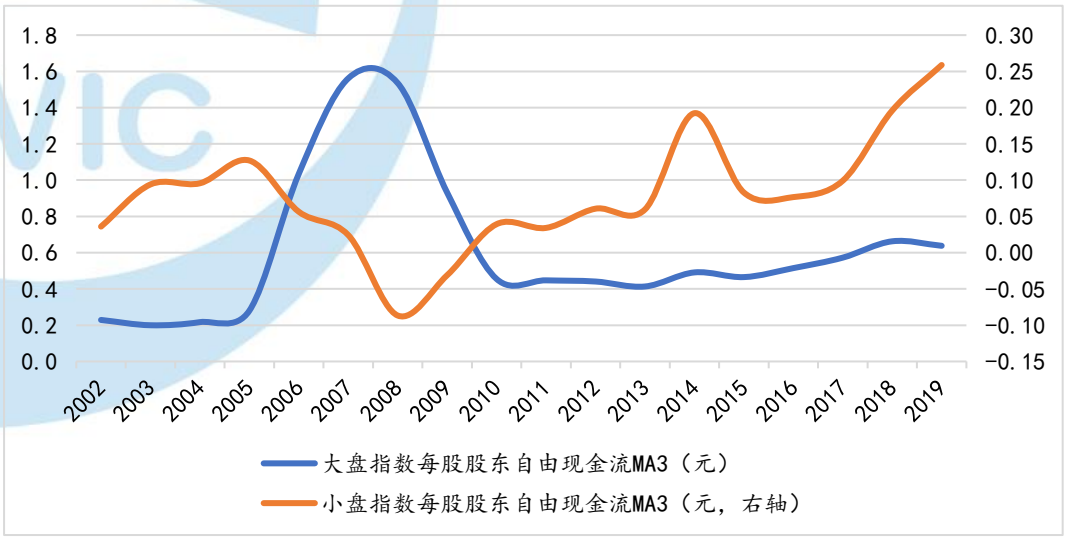
图 4：市值与收益率的正向关系是货币政策转向下的必然现象



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

微观上，我们认为是现金流在近、远端的差别造成了无风险利率和风格轮转的共振现象。利率对于风格的传导主要通过贴现这一估值方法论上。对比大小市值企业的自由现金流，我们发现小市值企业的股东自由现金流增长率更高。2000 年到 2019 年，小市值企业的每股股东自由现金流的复合年化增长率为 11.42%，远高于大市值企业的 4.04%。较高的增长率说明了**小市值企业的自由现金流更加集中在时间轴上的远端，与长久期债券类似。**当无风险收益率上行时，小市值企业的贴现值对利率的变化将更加敏感，导致了在无风险利率上升时大市值企业收益率超过小市值企业的现象。

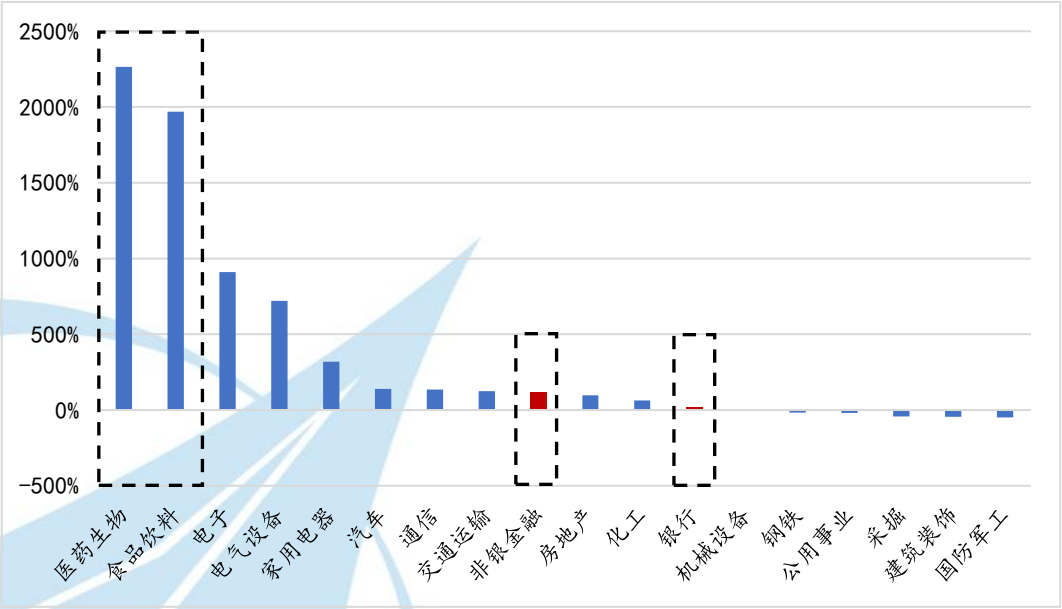
图 5：小市值公司每股股东自由现金流（FCFE）的增长率更高



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

而对于大市值中核心资产的抱团现象则源于动量因素和市值因素的共同作用。2015 年 9 月至最近一轮食饮和医药启动之前（2020 年 9 月），食饮和医药两个行业当中市值在 1000 亿以上企业的市值增速是申万一级行业中最高的。也就是说食饮和医药两个行业贡献了 A 股的大部分增量市值。而银行与非银两个传统的大市值行业的市值没有明显上升。我们看到了市值因子与动量因子的共同作用，即市值绝对值大且市值增速大的公司出现超额收益，这就使得近期食饮和医药两个行业成为同时实践市值因子与动量因子良好的行业载体。

图 4：2015 年至 2020 年，医药生物和食品饮料两个行业大市值企业（总市值 1000 亿以上）的市值增速最高



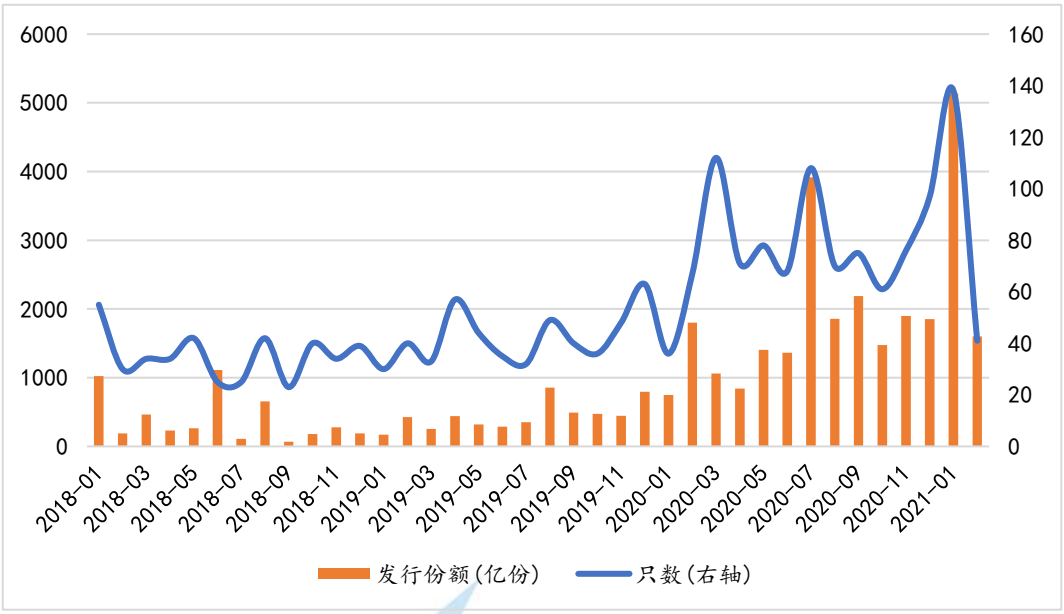
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

PPI 同比年内高点可能出现于 6 月，市场对于利率的上涨的界限已有较为明显的预期，虽后续国债利率仍有上涨的空间，但在利预期较为充分的情况下，风格切换或提前于利率顶部。叠加央行不断强调货币政策“稳健”的基调，**货币政策尚不具备全面转向的基础，十年期国债收益率达到 3.5-3.6%的水平后上涨空间有限，中小市值绩优大概率能获得超额收益。**

2.2 基金发行份额大幅提升推动了大市值风格，但后续新发或热度不高

机构偏向大市值头部公司，去年基金市场发行火热，或使大量资金不断入市推高大盘股价格。在 2020 年股市火热、居民存款搬家的背景下，个人投资者购买基金热情较高，大量资金通过基金入市。从发行量来看，股票型和混合型基金的数目和发行份额较 2019 年和 2018 年均有较大幅度的提升。基于交易流动性、研究员覆盖深度和频度、护城河等因素，基金经理大体更加偏好大盘头部标的，使得后续资金不断入场“抬轿”，进而“水涨船高”。

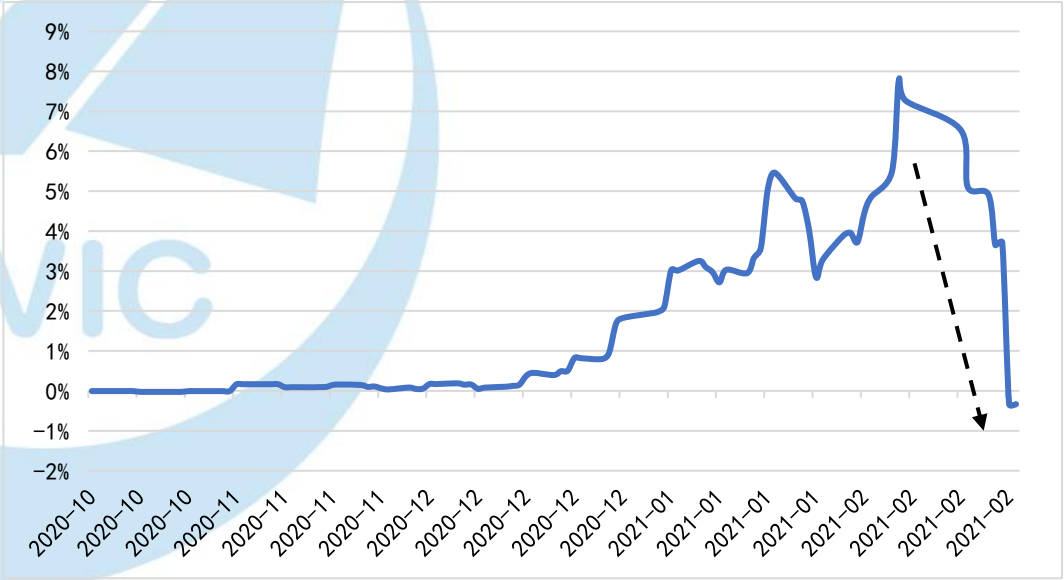
图 5：2020 年基金（股票型和混合型）发行份额较大



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

后续来看，2020 年大量的基金发行额恐难在 2021 年维系，机构端增量资金的减少或将减弱大盘股的上涨动能。**2020 年 4 季度以来新发行的股票基金平均加权收益率的走势已高位回落，截至 2 月 26 日，收益率已然转负。若收益走弱，普通投资者投资基金的热情也会受到影响，基金难以维持之前的发行速度。**

图 6：四季度新发行基金加权平均收益率开始走弱

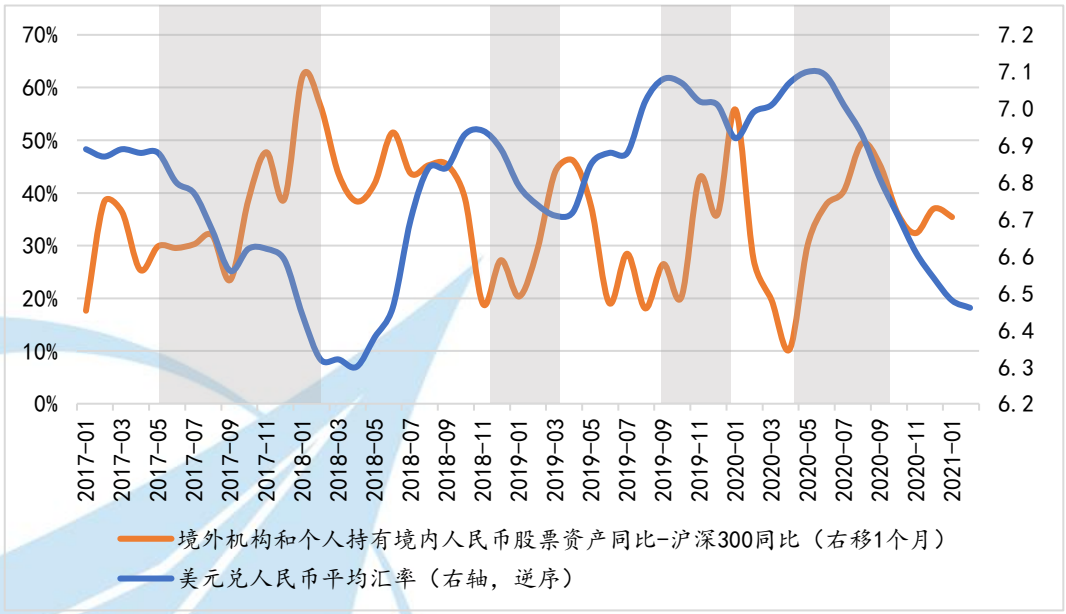


数据来源：Wind，中航证券研究所

2.3 2020 年人民币单边升值促使外资加速流入，但后续流入或劲头不强

中国经济复苏领先其他国家，中国货币发行相对克制，以及中美利差持续处于高位。这三个因素直接推动了人民币的快速单边升值，并也加速了外资流入的速度。我们以剔除增值因素的外资持有股票资产的同比变化作为境外购买国内股票的增量资金变化的表征，其与人民币汇率走势存在较为明显的相关性。在每次人民币开始升值前，外资便开始加速流入股市。和基金一样，境外资金投资偏向于大市值头部标的，外资的大量流入也有助于在资金面上不断推高大盘股。

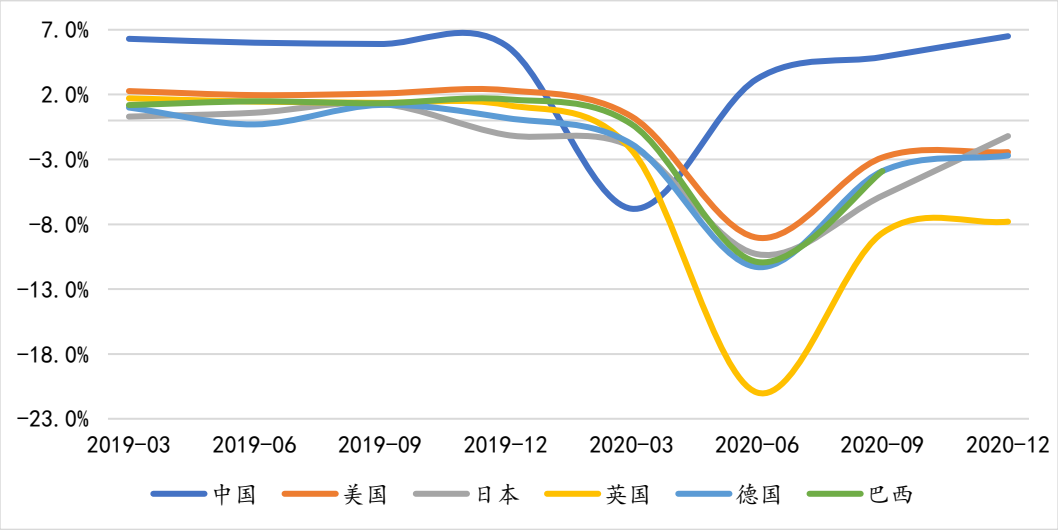
图 7：外资增量变化与人民币汇率走势存在较为明显的相关性



数据来源：Wind，中航证券研究所

但随着新冠疫苗在全球范围内的推广以及世界各国政府继续不断提供财政和货币政策的支持，全球经济可能逐步走出疫情阴影，进入到加速复苏的阶段。此前中国和世界经济修复节奏不匹配的情况有望逐步修正。目前确定性较强的 1.9 万亿美元的经济刺激计划以及后续拜登将会提出的 2 万亿美元基建计划，都将在供给端继续推高美债利率。综合基本面和利差的情况，我们认为后续人民币维持单边快速升值的可能性较小，外资快速流入的现象或中断，不利于大市值股票价格的继续快速提升。

图 8：疫情导致我国和世界经济增长出现错位（各国 GDP 同比增长）



数据来源：Wind，中航证券研究所

综上，由于后续国债上涨空间有限且顶部预期较为充足，基金和外资在宏观基本面发生变化之前难以维持与前期水平相同的增量资金，大小市值风格的极端可能即将终结。在市值因子有效的最后阶段，传统大市值的银行、保险和地产可能仍然具备上涨势能。考虑到中小市值风格处于估值历史低位，市值因子的风险溢价处于十年来的低位，中小市值绩优股或带来明显超额收益。

2020 年年报和 21 年一季报的发布或成为中小市值绩优股启动的催化。此前个股涨跌幅与市值大小呈现明显的相关性，而这一现象规律在业绩上难以同步实现。业绩披露过程中会出现大市值公司不及预期，也会出现中小市值超过预期，这将有助于打破过去收益率与市值极强的相关性。我们认为当下头部大市值资产的性价比或许不及中小盘顺周期绩优。

风险提示：利率政策超出预期，基金发行份额超出预期，疫情反复，经济复苏不及预期。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持 ：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 ：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 ：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中国人民大学管理学学士，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。
郑梓淳，SAC 证券执业证书：S0640520120001，中航证券研究所策略分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。