

# 风格制胜 3

## 风格因子体系的构建及应用

自下而上的 A 股风格因子的定量构建及框架应用。

- **风格因子的构建及其表现。**本篇报告试图探究决定风格资产强弱的风格因子体系，并尝试将风格投资进一步落地化。我们通过自下而上的方式来构建风格因子组合，使得样本内每只股票都有对应的风格标签，同时便于风格投资更加落地化。我们的风格因子体系主要分为市值、估值、盈利、动量四个维度。2) 对于 A 股而言，不同时期的市场呈现出不同的主导因子：2013 年至 2014 年，A 股呈现显著的盈利因子主导的行情特征；2015 年至 2016 年中，小市值因子显现出明显优势；2016 年 8 月至 2018 年，A 股呈现非常明显的估值因子主导的风格特征；2019 年至 2021 年初，市场进入盈利因子主导的行情；2021 年至 2023 年，市场进入市值因子主导的阶段；2024 年以来，A 股再次进入了风格轮动或转换期；2025 年起，高估值因子重新走强。3) 此外，不同类型的风格资产占优风格因子有所差异：新兴成长类资产在市值风格因子的表现上最为显著，小市值风格优势明显；红利资产的风格表现则体现为显著的低估值因子。
- **风格因子的影响因素探究。**1) 盈利因子与经济周期高度相关。经济基本面上行时，高盈利增速的股票普遍表现更好。2) 估值因子与市场情绪高度相关。市场情绪回暖，一般意味着高估值股票普遍表现会更优。3) 市值因子与剩余流动性高度相关。多数情况下，剩余流动性越充裕，小市值因子表现越强势。4) 动量因子与交易拥挤度、增量资金结构等多因素相关。一般来讲，交易拥挤度提升，意味着市场抱团行为加剧，理论上动量效应增强。市场没有显著增量资金阶段，反转因子多表现强势。5) 此外，增量资金的方向与结构也对市场风格的变化起到比较重要的影响。
- **风格因子体系及其应用。**1) 基于上文所述，我们构建基于风格因子的 A 股风格投资体系：不同的宏观及市场因子决定了当前 A 股的占优风格因子，不同的风格因子则可直接对应于不同类型的风格资产或底层投资组合。2) 基于上述风格因子体系，我们认为：年内视角下，A 股占优风格为：高盈利、高估值、小市值。当前 A 股对于年内盈利修复尚未充分计价，在无其他外部风险冲击的情况下，高盈利、高估值因子仍有较大上行空间，具备业绩弹性的科技成长及中游制造板块有望获得较强超额收益。
- **风险提示：**海外风险事件不确定性；贸易不确定性；宏观基本面及政策环境不确定性；海外地缘政治风险不确定性；历史经验对未来的解释性。

### 相关研究报告

《风格制胜：一个新的投资框架》20240828  
《风格制胜 2：成长价值二选一》20241023

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

## 目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 风格因子的构建及其表现.....              | 4  |
| 1.1 风格因子的构建.....              | 4  |
| 1.2 全 A 风格因子表现.....           | 6  |
| 1.3 不同类型资产风格因子表现.....         | 8  |
| 风格因子影响因素 .....                | 11 |
| 2.1 盈利因子及其影响因素 .....          | 11 |
| 2.2 估值因子及其影响因素 .....          | 12 |
| 2.3 市值因子及其影响因素 .....          | 13 |
| 2.4 动量因子及其影响因素 .....          | 13 |
| 风格因子体系及其应用 .....              | 15 |
| 3.1 风格投资体系 .....              | 15 |
| 3.2 基于风格投资体系的 A 股市场风格展望 ..... | 16 |
| 风险提示 .....                    | 18 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 1. 风格因子体系的构建.....             | 4  |
| 图表 2. A 股市值因子（小/大）净值曲线.....      | 5  |
| 图表 3. A 股不同市值分组下净值表现.....        | 5  |
| 图表 4. A 股估值因子（高/低）净值曲线.....      | 5  |
| 图表 5. A 股不同估值分组下净值表现.....        | 5  |
| 图表 6. A 股盈利因子（高/低）净值曲线.....      | 6  |
| 图表 7. A 股不同盈利分组下净值表现.....        | 6  |
| 图表 8. A 股动量因子净值曲线.....           | 6  |
| 图表 9. A 股不同动量分组下净值表现.....        | 6  |
| 图表 10. 全 A 风格因子走势.....           | 7  |
| 图表 11. 全 A 风格因子暴露度.....          | 7  |
| 图表 12. A 股风格轮动.....              | 8  |
| 图表 13. 新兴成长资产的风格因子表现.....        | 8  |
| 图表 14. 新兴成长资产的风格因子暴露.....        | 8  |
| 图表 15. 红利资产的风格因子表现.....          | 9  |
| 图表 16. 红利资产的风格因子暴露.....          | 9  |
| 图表 17. 不同资产的市值因子表现.....          | 9  |
| 图表 18. 不同资产的估值因子表现.....          | 9  |
| 图表 19. 不同资产的盈利因子表现.....          | 10 |
| 图表 20. 不同资产的反转因子表现.....          | 10 |
| 图表 21. 风格因子及部分影响因素相关性分析.....     | 11 |
| 图表 22. 盈利因子与库存周期的相关性.....        | 12 |
| 图表 23. 盈利因子与库存周期（2011-2017）..... | 12 |
| 图表 24. 估值因子与股债风险溢价的相关性.....      | 12 |
| 图表 25. 市场情绪指标与估值因子.....          | 13 |
| 图表 26. 市场情绪指标与估值因子.....          | 13 |
| 图表 27. 市值因子与剩余流动性的相关性.....       | 13 |
| 图表 28. 动量因子与交易拥挤度.....           | 14 |
| 图表 29. 动量因子与增量资金.....            | 14 |
| 图表 30. 近年 A 股市场主要增量资金结构.....     | 14 |
| 图表 31. 风格因子体系及其传导机制.....         | 15 |
| 图表 32. 市值因子与剩余流动性.....           | 15 |
| 图表 33. 估值因子与 ERP 变动.....         | 15 |
| 图表 34. 风格因子体系投资应用.....           | 16 |
| 图表 35. 基本面及社融表现及一致预期.....        | 16 |
| 图表 36. 当前 A 股 ERP 表现.....        | 16 |
| 图表 37. 开年以来市场尚未计价盈利修复预期.....     | 17 |
| 图表 38. 2025 年风格因子预判及当前涨跌情况.....  | 17 |

## 风格因子的构建及其表现

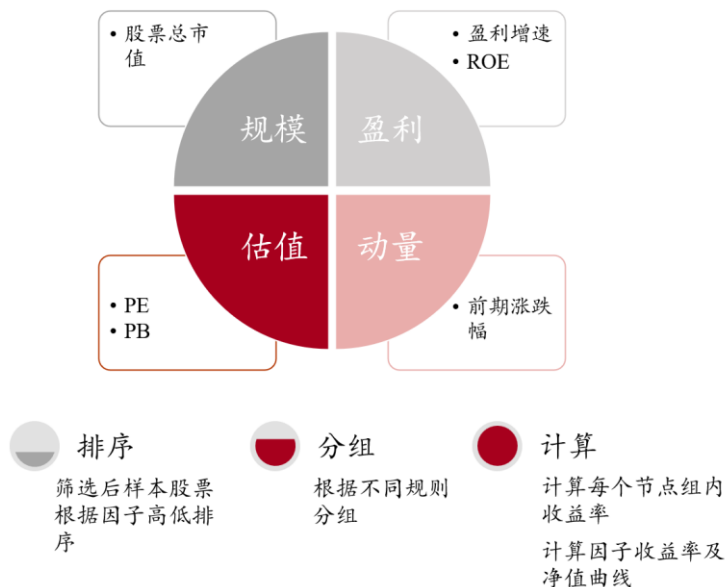
### 1.1 风格因子的构建

我们在《风格制胜：一个新的投资框架》中指出风格研判逐渐成为新时代 A 股投资获取超额收益的主要来源，并提出了新的风格资产的分类方式。本篇报告试图探究决定风格资产强弱的风格因子体系，并尝试将风格投资进一步落地化。

我们通过自下而上的方式来构建风格因子组合，使得样本内每只股票都有对应的风格标签，同时便于风格投资更加落地化。我们的风格因子体系主要分为市值、估值、盈利、动量四个维度。

构建方式为：将初步筛选后的样本内所有股票根据因子指标高低进行排序分组，结合实际需求依据不同标准分组，在每个时间节点（比如月度、季度）分别计算各组内股票的加权涨跌幅，然后计算每个时间节点的因子收益率或基于收益率拟合出因子净值曲线。

图表 1. 风格因子体系的构建



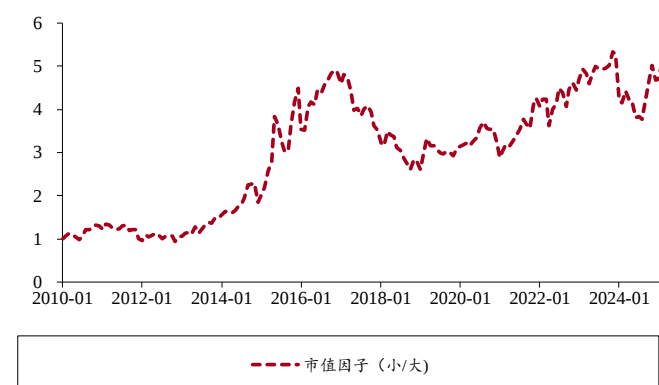
资料来源：中银证券

以市值因子为例，我们将全 A 上市满 1 个月的股票按照总市值由大到小排序，分为大(B)、中(M)、小(S)市值三组。分组标准如下：大市值组为市值排名前 20%，中市值组为市值排名 45-55%，小市值组为市值排名最小的 20%。在因子计算上，采用月度数据，每个时间节点，做多小市值组合(S)并做空大市值(B)组合得到市值因子收益率，图 2 展示的是根据每个节点市值因子 $R_{SMB,t}$ 收益率拟合而成的净值曲线。

从市值因子的走势可以看出，2010 年至今 A 股整体来看小市值风格的优势还是比较明显的。除了 2017-2018 年以及 2024 年 1-8 月出现阶段性大市值占优的局面之外，2010 年以来，做多小市值做空大市值组合可以带来约 5 倍的收益。

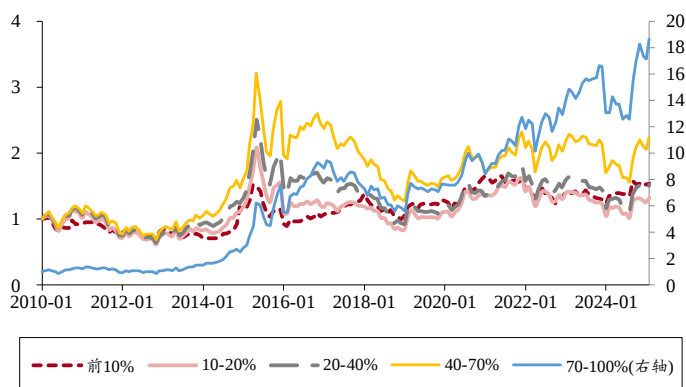
此外，图 3 中我们还展示了将全部 A 股按市值排名由大到小分为五组后每组的净值曲线表现，可以看到市值排名后 30%的最小市值组超额收益非常明显，除去最小市值组，40-70%的次小市值组净值表现优于市值前 10%的龙头组，龙头组跑赢市值排名中等的两组。

图表 2. A 股市值因子（小/大）净值曲线



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. A 股不同市值分组下净值表现

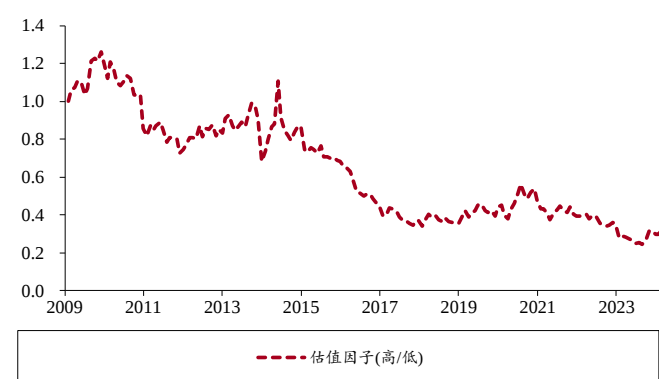


资料来源: Wind, 中银证券

估值因子我们采用的 PE(TTM)指标, 将全 A 上市满 1 个月的股票按照市盈率由高到低排序, 分为高(H)、中(M)、低(L)市值三组。分组标准为: 高估值组为市盈率排名前 10%, 中估值组为市盈率排名 45-55%, 低估值组为市盈率排名最低的 10%。因子计算上, 每个时间节点, 做多高 PE 组合(H)并做空低 PE 组合(L)得到估值因子收益率, 图 4 展示的是根据每个节点估值因子  $R_{HML,t}$  收益率拟合而成的净值曲线。

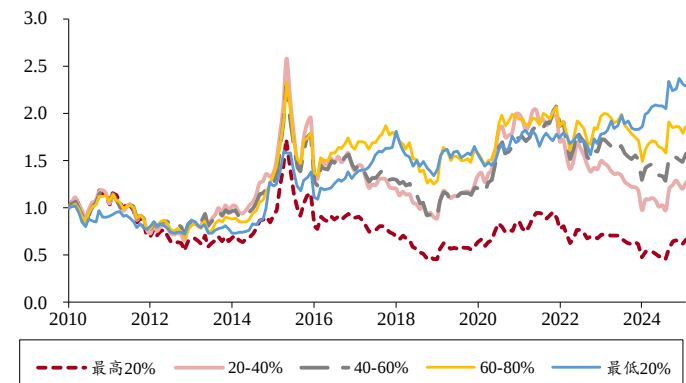
从估值因子的走势可看出, A 股低估值风格优势极为显著, 优势的累计主要来源于 2017-2018 年以及 2022-2024 年这两段行情, 高估值的行情主要出现在 2013-2014 年、2019-2021 年以及 2024Q4。如果按市盈率排名进行五等分分组, 可以明显的看到最低估值的一组净值表现优于估值排名 60-80% 组, 60-80% 组优于中间组, 优于高估值的两组, 即估值越低超额收益越明显。此外, 不同于市值因子, 不少阶段低估值组与高估值组的净值走势出现明显分化 (例如 2017-2018 年及 2024 年), 说明 A 股内部估值分化带来的收益差距也是十分显著的。

图表 4. A 股估值因子（高/低）净值曲线



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. A 股不同估值分组下净值表现

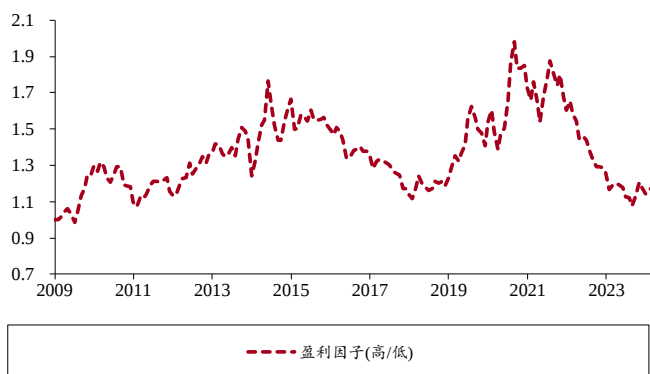


资料来源: Wind, 中银证券

盈利因子的构建上, 考虑到数据频率和及时性, 我们采用的是盈利增速的万得一致预期数据, 即基于盈利预期 (FY1) 由高到低排序分组。分组标准为: 高增速组为盈利增速排名前 30%, 中增速组为盈利增速排名 30-70%, 低增速组为盈利增速排名最低的 30%。做多高增速组合并做空低增速组合得到盈利因子收益率, 图 6 展示的是根据每个节点盈利因子收益率拟合而成的净值曲线。

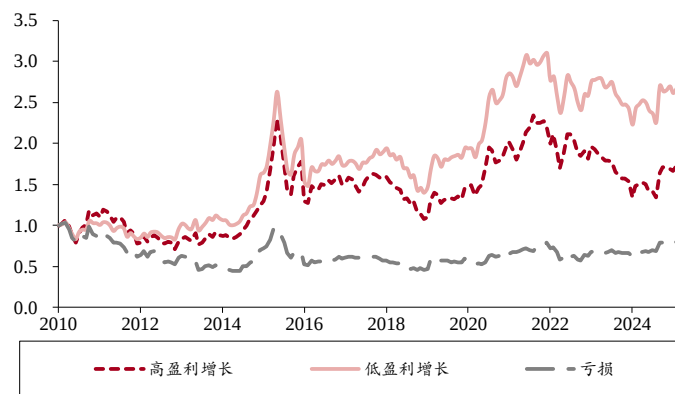
可以看到, A 股盈利因子的走势具有一定周期性, 2010-2014 年、2019-2021 年高盈利增速占优, 2016-2018 年、2022-2024 年 8 月低盈利增速占优。与此同时, 我们如果将 A 股分为高盈利增长、低盈利增长及亏损三组, 可以看到整体上盈利组优于亏损组, 但在盈利组内部, 增速最高的组并未显著跑赢低盈利增长组, 尤其 2017 年以来, 高盈利增速的相对优势有所降温。

图表 6. A 股盈利因子（高/低）净值曲线



资料来源: Wind, 中银证券

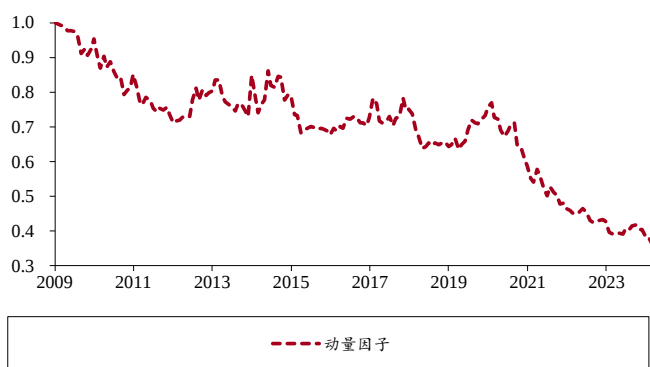
图表 7. A 股不同盈利分组下净值表现



资料来源: Wind, 中银证券

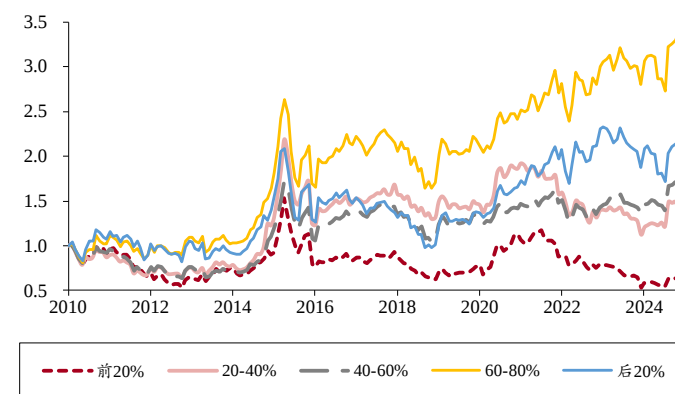
动量因子的构建上，我们采用的是 1 个月的动量，即基于前一个月涨跌幅由高到低排序分组。做多前期涨跌幅前 30% 的组合并做空前期涨跌幅后 30% 的组合得到动量因子收益率，图 8 展示的是根据每个节点动量因子收益率拟合而成的净值曲线。可以看到 A 股整体呈现出比较明显的反转效应（动量因子弱，反转效应越强），尤其 2010-2012 年以及 2021 年至今，反转效应得到趋势性增强，动量效应比较强的时期仅阶段性出现在 2017 及 2020 年。

图表 8. A 股动量因子净值曲线



资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. A 股不同动量分组下净值表现

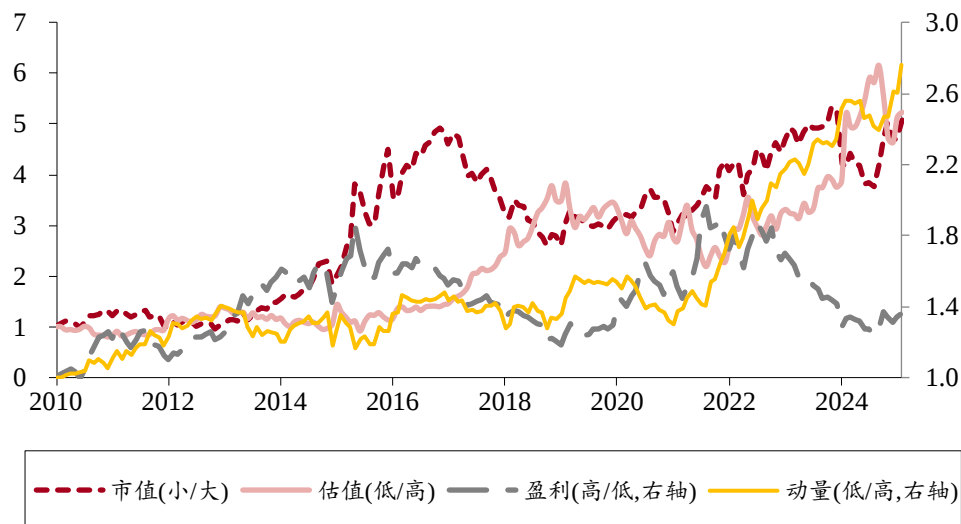


资料来源: Wind, 中银证券

## 1.2 全 A 风格因子表现

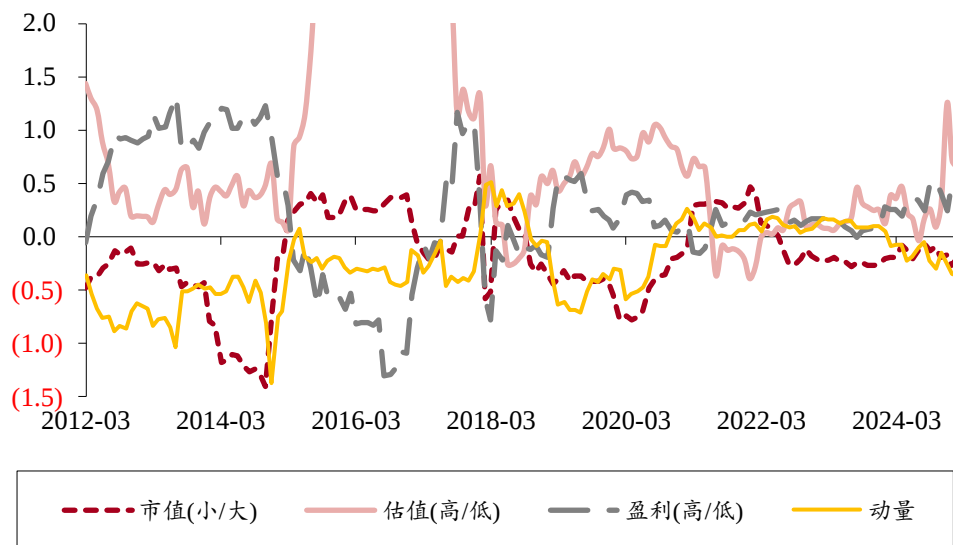
我们将上述 4 个维度风格因子组合净值走势汇总到一张图中，来整体反映 A 股近年来的风格变化。此外，我们还基于月度的因子收益率做了风格暴露度的测算展示在图 10。

图表 10. 全 A 风格因子走势



资料来源: Wind, 中银证券

图表 11. 全 A 风格因子暴露度



资料来源: Wind, 中银证券

从上图所反映的风格因子的走势中可见:

**2013 年至 2014 年, A 股呈现显著的盈利因子主导的行情特征。**风格上, 高盈利因子趋势显著, 暴露度也处于高位; 这其中 2014 年 3 月以后市值因子的主导及影响性加速提升, 小市值优势显著, 暴露度不断提升。

**2015 年至 2016 年中, 小市值因子显现出明显优势。**期间, 反转因子阶段性走强, 盈利因子暴露度不断下降, 与此同时, 估值因子暴露度不断提升。2015 年中至 2016 年末, 盈利因子一路走弱, 即高盈利增速个股难以跑赢低盈利增速个股, 市场整体呈现的风格特征是小市值、低盈利、高估值。

**2016 年 8 月至 2018 年, A 股呈现非常明显的估值因子主导的风格特征。**估值因子的暴露度长期维持高位, 这一时期低估值风格是市场超额收益的主要来源。低估值因子主导下, 市场呈现出鲜明的大市值风格, 高增速组合持续走弱, 与此同时动量效应有所增强, 形成了北上资金带领下的低估值龙头抱团行情。

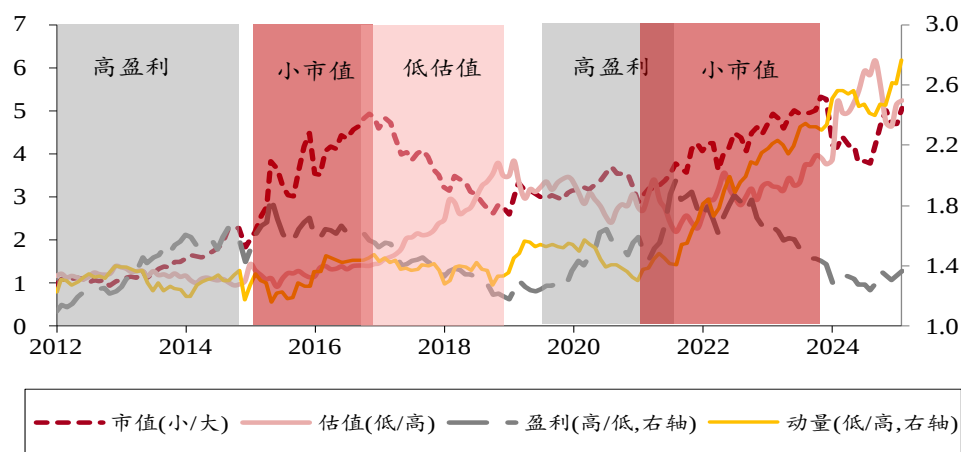
**2019 年-2021 年初, 市场进入盈利因子主导的行情。**伴随着经济周期的上行, 高盈利组合显著跑赢。动量效应得到趋势性强化。

2021 年至 2023 年，市场进入市值因子主导的阶段。2021 年 8 月前，高盈利小市值风格趋势占优，8 月后，高盈利优势不再，但小市值优势得到进一步强化，与此同时，反转效应大幅增强。2023 年小市值、低估值因子体现优势，低盈利、反转因子趋势延续。

2024 年以来，A 股再次进入了风格轮动或转换期。2024 年前三季度，低估值、低盈利优势延续，市值风格出现一定切换，整体呈现大市值、低估值、低盈利占优的格局。2024 年四季度，市场风格与前三季度前形成强烈对比，高估值、小市值走强，反转效应增强，高盈利风格有所修复。

2025 年起，高估值因子重新走强。在盈利弱复苏与政策强支撑的预期下，市场情绪快速回升。2025 年以来，A 股高估值、强反转因子表现突出，盈利因子也呈现出一定的底部修复趋势。

图表 12. A 股风格轮动



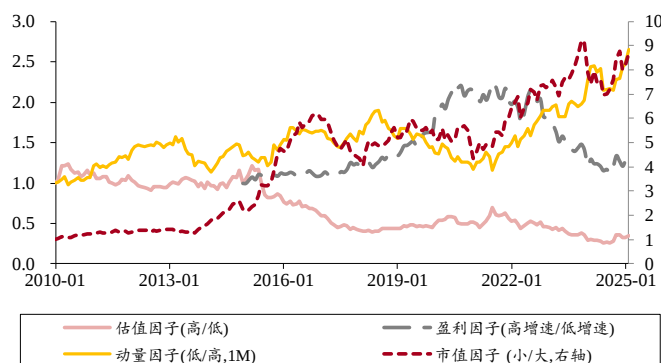
资料来源：Wind，中银证券

## 1.3 不同类型资产风格因子表现

我们还可以将上述方法应用于不同行业或风格资产上，去探究不同的行业在不同阶段呈现的是怎样的风格因子逻辑。这里我们重点选取两类资产——TMT 行业为代表的新兴成长类资产以及红利资产作对比分析。风格因子构建方法同上，只不过将样本点缩小到行业内部的股票。

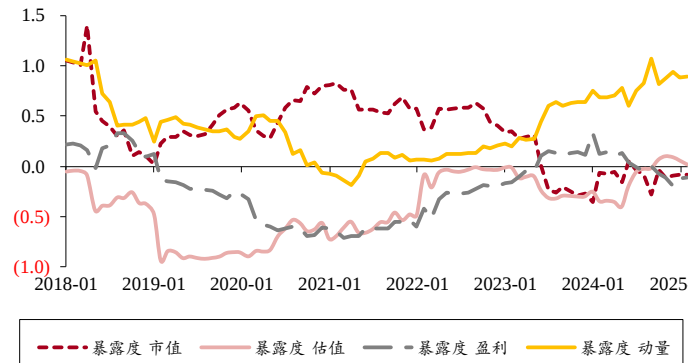
下图可见，新兴成长类资产在市值风格因子的表现上最为显著，小市值风格优势明显。此外，2021 年 7 月前后，新兴成长资产风格发生显著变化，体现为：2021 年 7 月后，小市值加速崛起，反转趋势显著。估值因子层面，2015 年以前，高估值风格占优，此后至 2018 年中，低估值一路走强；2021 年 7 月后低估值风格再度得到趋势性增强。盈利因子层面，2022 年 8 月前，新兴成长类资产高盈利增风格占优，此后高盈利风格趋势走弱，盈利因子不再是主导成长类资产的核心因素。2022 年 8 后，成长类资产在盈利和估值因子上体现出明显的低盈利增速、低估值占优的格局。动量因子层面，新兴成长类资产表现与全 A 类似，2021 年 7 月后反转趋势显著增强。

图表 13. 新兴成长资产的风格因子表现



资料来源：Wind，中银证券

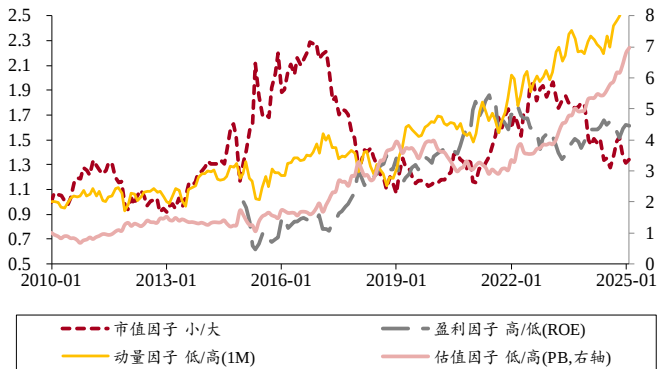
图表 14. 新兴成长资产的风格因子暴露



资料来源：Wind，中银证券

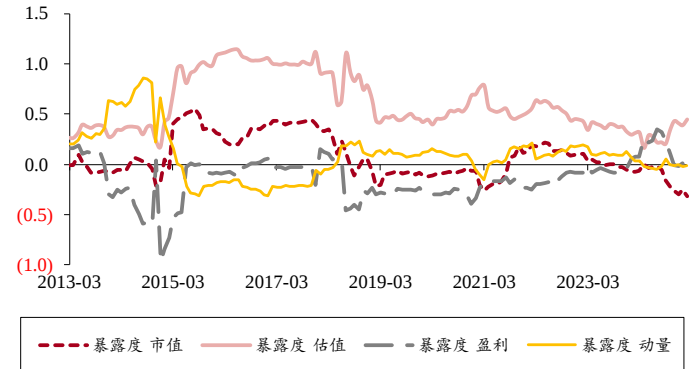
对比新兴成长类资产，我们发现**红利资产的风格表现则体现为低估值因子优势明显**。红利资产的估值指标我们采用的是PB，盈利指标采用ROE。市值因子层面，红利资产呈现周期性大小轮动：2013年中-2016年小市值占优，2017年-2018年大市值占优，2021年-2022年Q3小市值占优，2023年Q1-2024年Q3大市值占优。盈利因子层面，2021年中之前，红利资产高盈利风格优势显著，此后，盈利因子有所走弱，近两年以来红利资产盈利因子有所趋稳。动量/反转因子层面：2019年以来红利资产的反转效应更为强势。

图表 15. 红利资产的风格因子表现



资料来源：Wind，中银证券

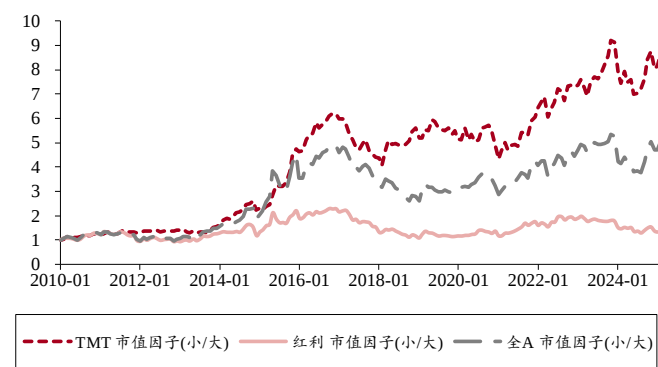
图表 16. 红利资产的风格因子暴露



资料来源：Wind，中银证券

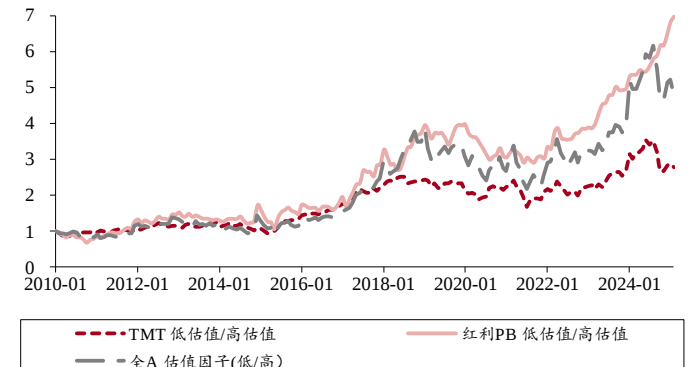
如果把两类资产分别放在四个风格因子维度下作对比，可以看到：市值维度，新兴成长类资产的市值因子表现明显更加具有优势；而估值维度，红利资产优势更为突出。盈利因子层面，不同资产指标有所差异，但整体上和全A因子基本一致，且呈现明显周期性。动量因子二者差异不大，A股整体上的反转效应显著。综上，**新兴成长资产风格因子暴露上更偏小市值，红利资产更重低估值**。

图表 17. 不同资产的市值因子表现



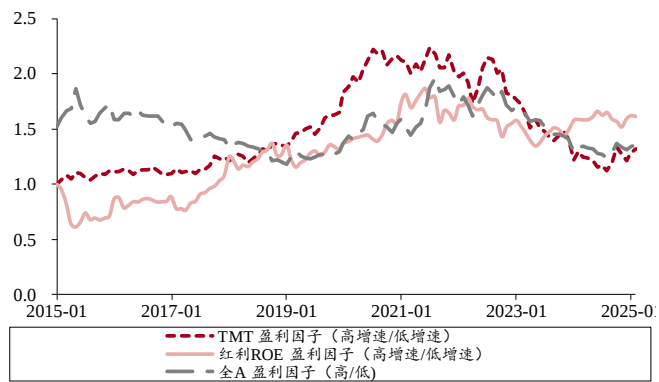
资料来源：Wind，中银证券

图表 18. 不同资产的估值因子表现



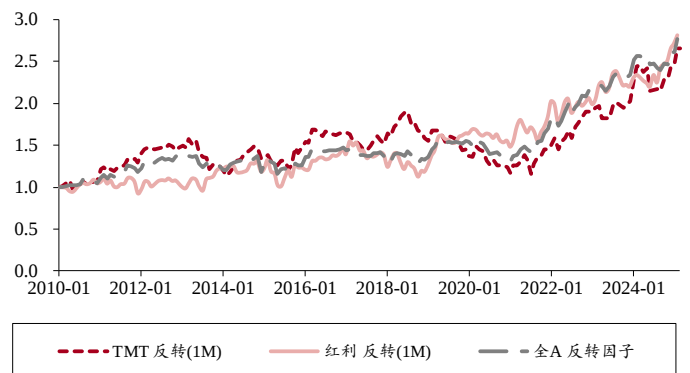
资料来源：Wind，中银证券

图表 19. 不同资产的盈利因子表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. 不同资产的反转因子表现



资料来源: Wind, 中银证券

## 风格因子影响因素

我们构建风格因子的目的一方面是想看清不同阶段市场上涨的逻辑是什么，另一方面也想要探究影响风格因子强弱的因素进而对后面的市场风格进行预判。风格因子的影响因素，我们可以从多个维度去探究，包括：1) 宏观层面，如经济周期、货币政策、信用环境；2) 市场层面，如市场情绪、监管及政策不确定性；3) 交易层面，如交易拥挤度、行业间分化程度；4) 资金层面，如两融、北上、机构资金增量及结构；5) 中观层面，如产业周期。

下表我们选择了上述提到的因素中所有能够量化的指标，并将这些指标分别和我们上游构建的风格因子一一进行了初步的相关性分析。表格中的数值为两个因子指标相关性系数的绝对值。然后根据这个数值的大小标注了不同的颜色，红色即为二者强相关。下表可见：1) 盈利因子整体与基本面的相关性较高，部分时间段也与信用环境或货币环境有一定的相关性。2) 估值因子尤其是近年来与市场 ERP 水平、信用环境及剩余流动性相关；3) 市值因子主要与剩余流动性及信用环境相关性较高；4) 动量因子与宏观环境、市场情绪、交易拥挤度等多个指标相关性较强。后文我们基于此对四个风格因子做了主要影响因素的探究及定量。

图表 21. 风格因子及部分影响因素相关性分析

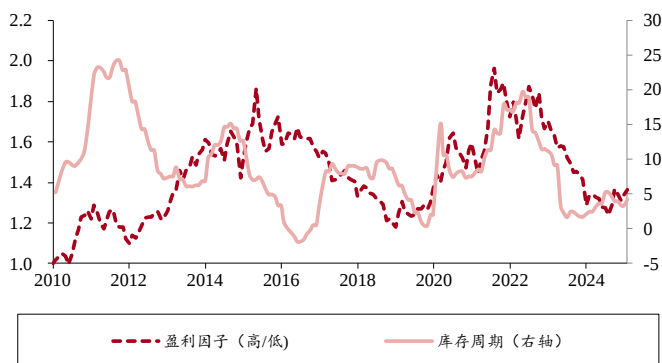
|                  | 宏观因子 |      |      |       | 市场情绪 |      |        |        | 交易拥挤度        |        |
|------------------|------|------|------|-------|------|------|--------|--------|--------------|--------|
|                  | 基本面  | 货币政策 | 信用环境 | 剩余流动性 | ERP  | 换手率  | 涨停家数占比 | 政策不确定性 | TOP10 龙头市值占比 | 行业估值分化 |
| 盈利因子 2010-2014   | 0.60 | 0.42 | 0.56 | 0.08  | 0.50 | 0.03 | 0.39   | 0.19   |              |        |
| 盈利因子 2015-2017   | 0.75 | 0.78 | 0.41 | 0.82  | 0.12 | 0.61 | 0.49   | 0.35   |              |        |
| 盈利因子 2018-2025   | 0.46 | 0.22 | 0.08 | 0.16  | 0.31 | 0.28 | 0.06   | 0.12   |              |        |
| 估值因子 2010-2016.8 | 0.79 | 0.14 | 0.50 | 0.30  | 0.43 | 0.03 | 0.15   | 0.47   |              |        |
| 估值因子 2016.9-2017 | 0.60 | 0.81 | 0.40 | 0.73  | 0.72 | 0.07 | 0.64   | 0.56   |              |        |
| 估值因子 2018-2025   | 0.55 | 0.55 | 0.69 | 0.61  | 0.71 | 0.00 | 0.23   | 0.39   |              |        |
| 市值因子             | 0.08 | 0.27 | 0.73 | 0.59  | 0.18 | 0.40 | 0.26   | 0.64   |              |        |
| 动量因子             | 0.23 | 0.49 | 0.83 | 0.81  | 0.40 | 0.17 | 0.08   | 0.75   | 0.66         | 0.48   |

资料来源：Wind，中银证券

### 2.1 盈利因子及其影响因素

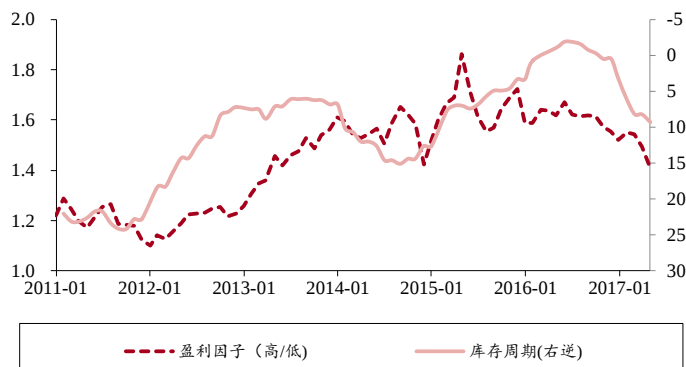
**盈利因子与经济周期高度相关。**也就是经济基本面上行时，高盈利增速的股票普遍表现更好。这里经济周期我们用库存周期做指征。图 22 可见，这个同向相关性在 2017 年后尤为明显；2017 年之前，盈利因子与经济周期在大的方向上甚至呈现出阶段性的反向相关性，这个背离在 2012 年及 2015-2017 年尤为明显，进一步说明这几个阶段主导市场的不是盈利因子（A 股盈利增速与库存周期是高度相关的，盈利上行但高增速预期的并未跑赢，说明这一阶段影响盈利因子表现的不仅仅是基本面因素，监管政策、流动性等其他因素带来的情绪冲击也是影响盈利因子的重要因素）。

图表 22. 盈利因子与库存周期的相关性



资料来源: Wind, 中银证券

图表 23. 盈利因子与库存周期 (2011-2017)

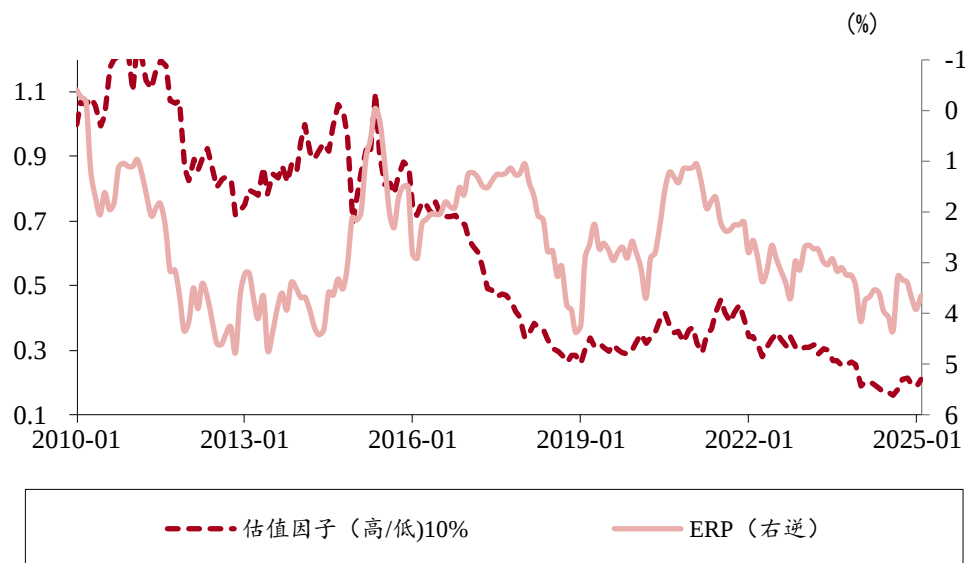


资料来源: Wind, 中银证券

## 2.2 估值因子及其影响因素

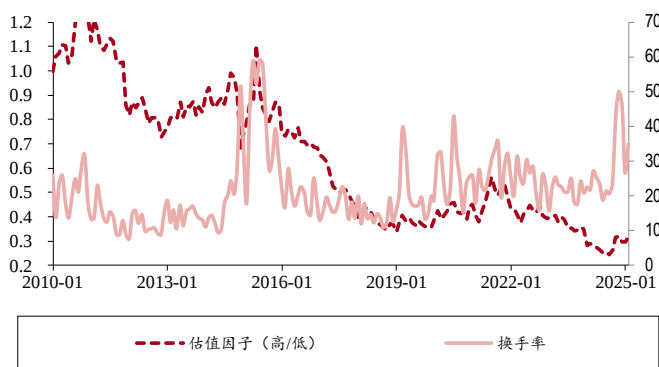
**估值因子与市场情绪高度相关。**这里的市场情绪我们可以采用 ERP、涨停家数占比、换手率几个指标来指征。一般来讲, 市场情绪回暖, 意味着高估值股票普遍表现会更优。下图可见, 股债风险溢价与估值因子走势高度相关 (2016 年 8 月-2017 年除外, 这一阶段增量资金主导低估值风格)。此外, 换手率和涨停家数占比这也可辅助指征市场情绪, 虽然趋势相关性没有 ERP 强, 但当其大幅走强时, 高估值也组合也必然会出现阶段性占优的行情, 亦可以作为辅助判断的指标。

图表 24. 估值因子与股债风险溢价的相关性



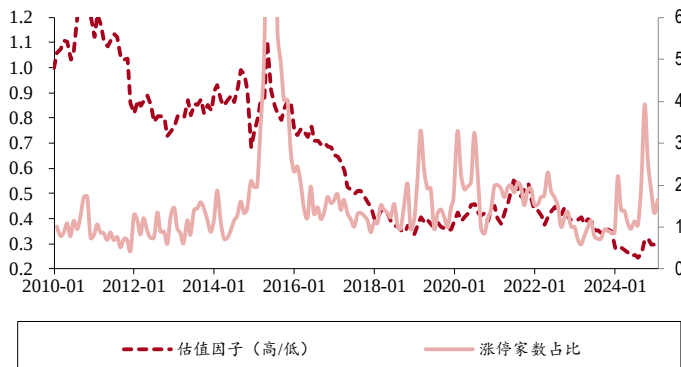
资料来源: Wind, 中银证券

图表 25. 市场情绪指标与估值因子



资料来源: Wind, 中银证券

图表 26. 市场情绪指标与估值因子

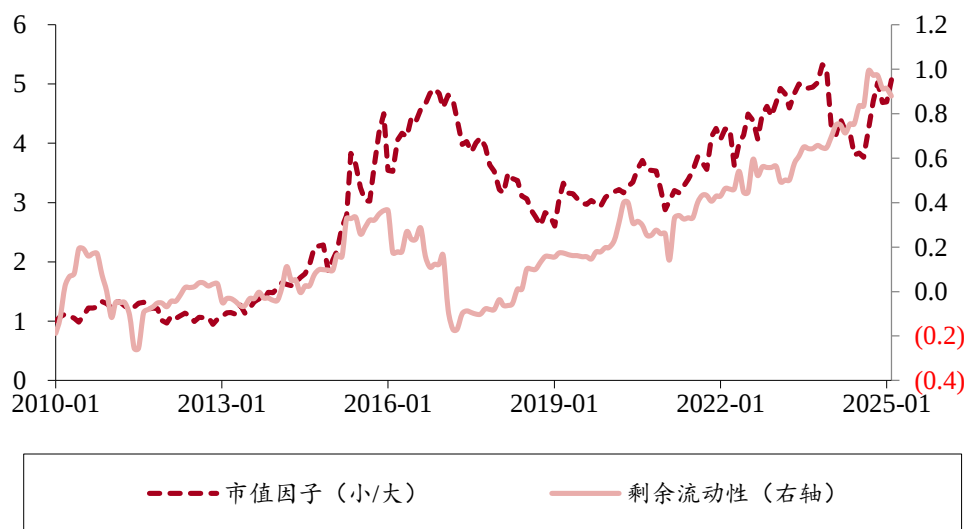


资料来源: Wind, 中银证券

## 2.3 市值因子及其影响因素

**市值因子与剩余流动性高度相关。**我们用此前《基于周期理论的 A 股大势与风格研究框架》中构建的货币政策指数及信用环境指数拟合市场剩余流动性环境。下图可见，多数情况下，剩余流动性越充裕，小市值因子表现越强势。二者的阶段性背离发生在 2017 年 4 月-2019 年 1 月及 2023 年 12 月-2024 年 8 月，这两个阶段背离原因是因为市场产生了对内需结构转换、经济增长中枢下行的中长期担忧，风险偏好大幅走弱，这两个阶段内市场都是低估值主导。

图表 27. 市值因子与剩余流动性的相关性

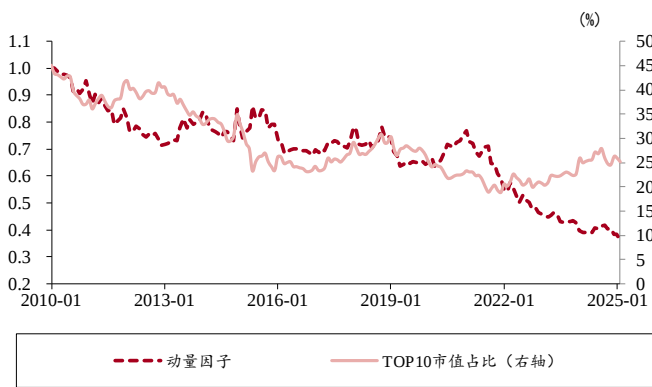


资料来源: Wind, 中银证券

## 2.4 动量因子及其影响因素

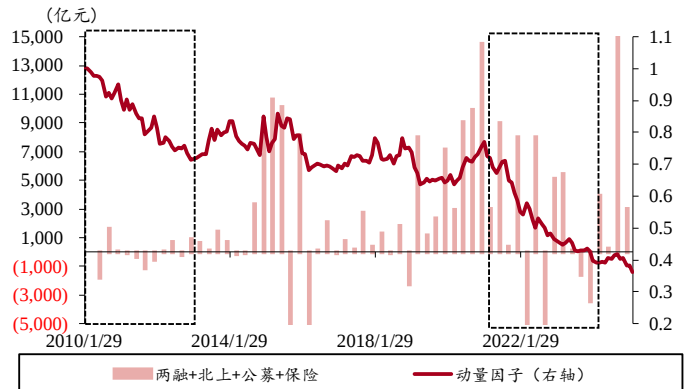
**动量因子与交易拥挤度、增量资金结构相关。**一般来讲，交易拥挤度提升，意味着动量效应增强。A 股个股层面，反转因子优势更为明显，尤其是一个月维度。此外，我们认为市场增量资金对于动量和反转趋势有着比较重要的影响力。市场没有显著增量资金阶段，反转因子多表现强势。

图表 28. 动量因子与交易拥挤度



资料来源: Wind, 中银证券

图表 29. 动量因子与增量资金



资料来源: Wind, 中银证券

**增量资金的方向与结构也对市场风格的变化起到比较重要的影响。**为此我们也梳理了 2010 年以来 A 股市场主要资金的结构变化趋势。主要包括：外资（北上资金）、内资机构（公募、保险）以及杠杆资金这几类影响市场的主力资金的变化情况。可以看到：

2010 年-2014 年 H1：市场增量资金并不显著，风格上也对应着反转效应较强阶段。

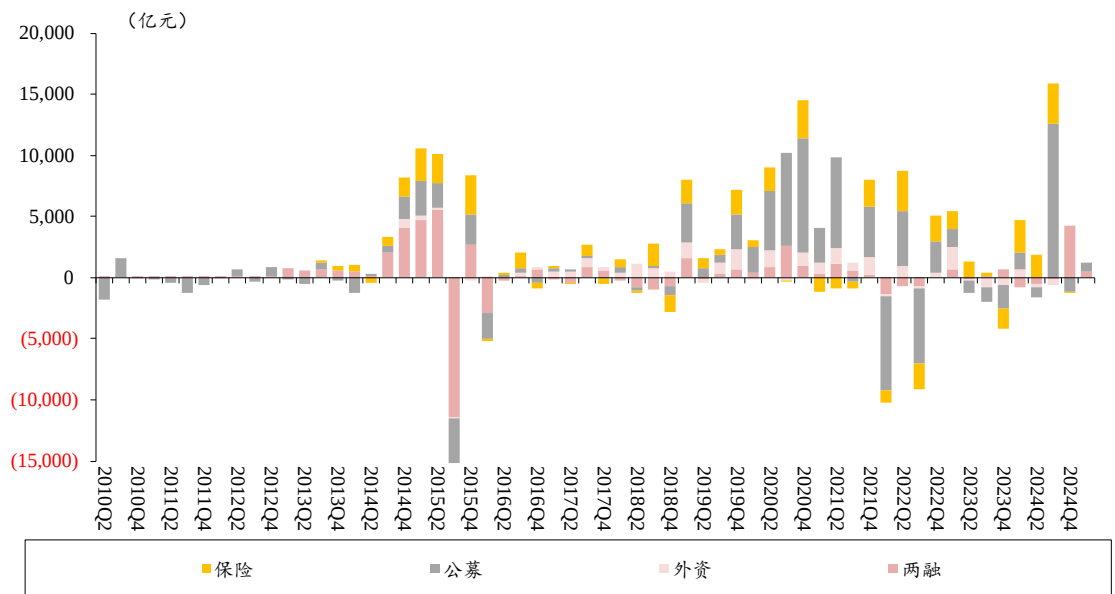
2014H2-2015H1：市场行情由两融资金主导，风格上，小市值与高盈利呈现明显优势，TMT 为代表的成长股成为彼时资金首选。

2017 年-2018 年：北上资金成为市场主要增量资金，体现在市场风格上，低估值因子主导，稳定 ROE+ 大市值龙头得到资金持续流入，动量效应得到增强，核心资产演绎抱团行情。

2019 年-2021Q2：主动型公募基金成为市场主导资金，风格因子上，高盈利增速主导，赛道股与周期股先后领跑，市值与估值因子阶段性轮换。

在此之后市场没有出现新的趋势性主导资金，宽基 ETF 与险资先后出现过阶段性占优，风格上，反转效应大大增强，低估值趋势走强，高盈利趋势走弱。

图表 30. 近年 A 股市场主要增量资金结构



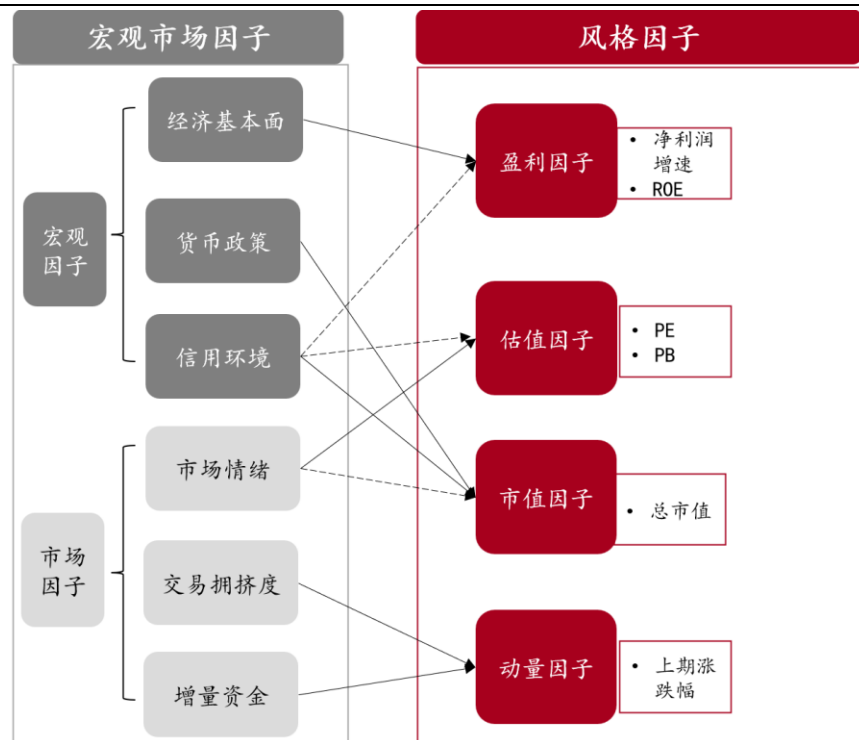
资料来源: Wind, 中银证券

## 风格因子体系及其应用

### 3.1 风格投资体系

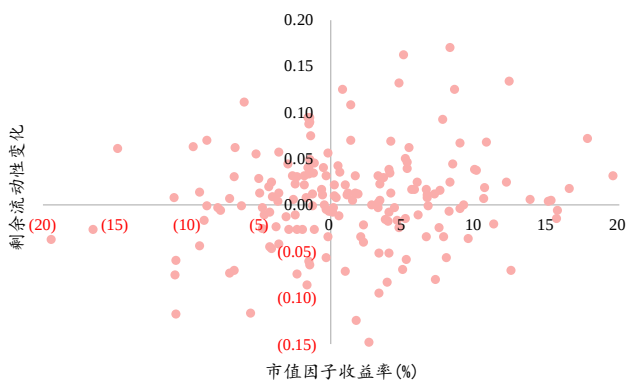
结合上文是我们对风格因子在不同资产中的构建、表现及影响因素的分析。我们将风格因子体系的传导机制及应用展示在下图。**宏观及市场层面的因子影响并决定了市场风格表现及占优风格因子。**1) 盈利因子主要受经济周期影响，2018 年前也会受到信用环境的影响，近年来经济周期单因子的解释度大幅提升到将近 60%。2) 估值因子主要受到市场情绪影响，近年来 ERP 单因子解释度达到 80%。3) 市值因子主要受到剩余流动性影响（由信用环境和货币政策共同决定），部分时间也受到市场情绪影响，总体解释力 73%。4) 动量因子主要受增量资金和交易拥挤度影响，但由于数据可得性，定量测算仍有待进一步研究。

图表 31. 风格因子体系及其传导机制



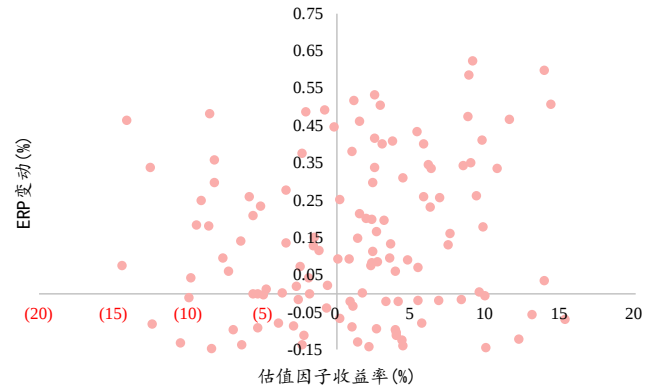
资料来源：中银证券

图表 32. 市值因子与剩余流动性



资料来源：Wind，中银证券

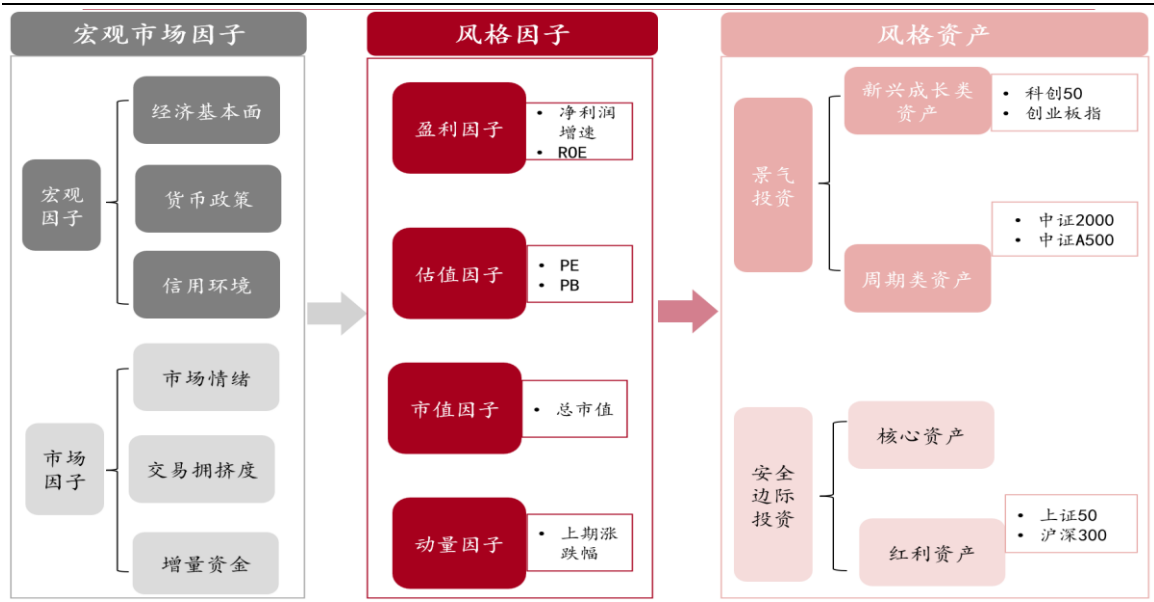
图表 33. 估值因子与 ERP 变动



资料来源：Wind，中银证券

下图展示的是基于风格因子体系的投资应用：不同的宏观及市场因子决定了当前 A 股的占优风格因子，确定风格因子后可以直接买入底层股票组合，也可结合我们在《风格制胜：一个新的投资框架》中提到的风格资产分类，基于不同类型资产当前的主要风格因子暴露，投资不同类型的风格资产或宽基指数。例如：盈利加速上行阶段，景气投资占优，周期类资产有望跑赢；市场情绪大幅走弱，估值因子主导阶段，上证 50 或沪深 300 为代表的红利资产有望为组合带来超额收益。

图表 34. 风格因子体系投资应用



资料来源：中银证券

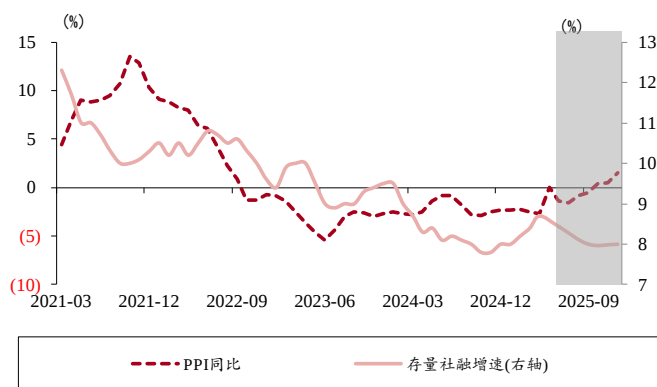
## 3.2 基于风格投资体系的 A 股市场风格展望

最后，我们基于上述风格因子体系对未来市场风格进行展望与分析。

宏观因子层面，结合年度策略观点，我们维持对于 2025 年国内经济弱复苏、信用磨底修复、货币持续宽松的预判。其中，宏观基本面、信用环境均采用基于最新的 wind 一致预期的数据；货币政策方面，保守估计下，我们预计 2025 年政策利率至少维持在 5 月双降后的相对宽松状态。

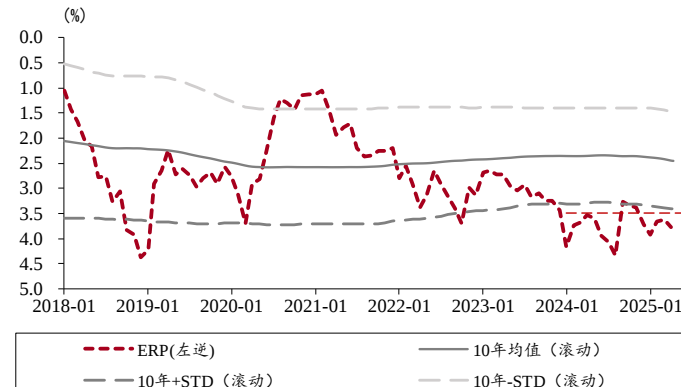
市场因子层面，在信用环境小幅修复、货币相对宽松的假设下，我们预计年内市场情绪小幅修复至接近 2025 年 Q1 高点。以 ERP 来衡量的话，2025 年 1 月末低点 3.92%，2 月高点 3.62%，去年 9 月情绪高点 ERP 大概在 3.2% 的水平，而我们看到 2024 年以来市场的 ERP 基本都是在 -1STD 以外的区域运行的，这个 1STD 的下沿大概是 3.4%。基于以上宏观层面分析，我们预计 2025 年市场 ERP 至少会到 3.5% 左右的水平。

图表 35. 基本面及社融表现及一致预期



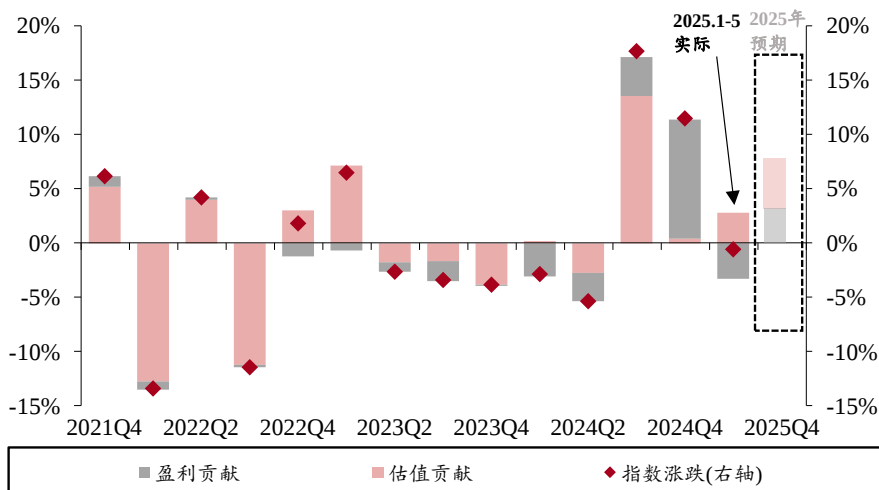
资料来源：Wind，中银证券(注：阴影部分为一致预期数据)

图表 36. 当前 A 股 ERP 表现



资料来源：Wind，中银证券

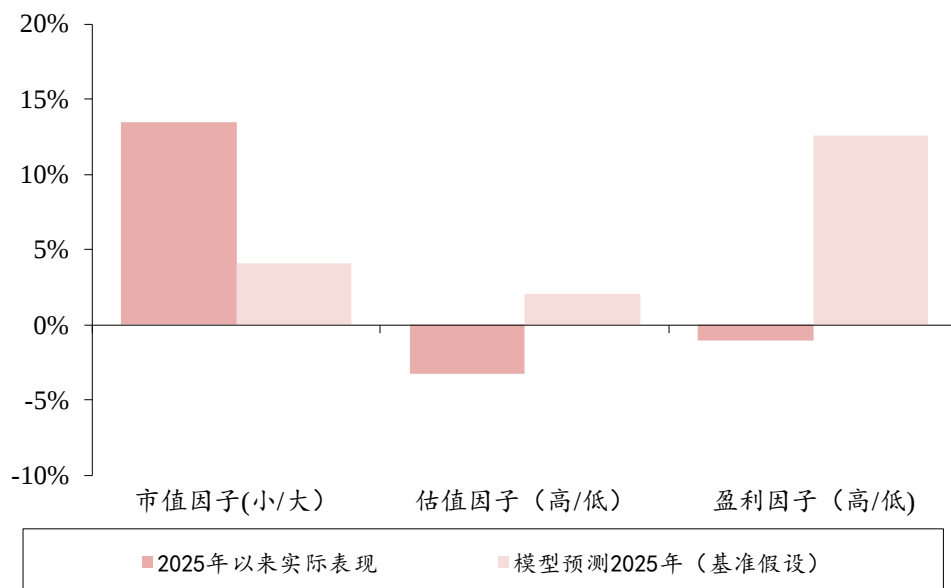
图表 37. 开年以来市场尚未计价盈利修复预期



资料来源: Wind, 中银证券

结合以上预判, 我们认为年内 A 股占优风格为: **高盈利、高估值、小市值**。从实际情况来看, 开年以来, 市场风格表现为: 低估值、小市值、高盈利。因此, 年度视角下, 当前 A 股对于年内盈利修复尚未充分计价, 在无其他外部风险冲击的情况下, 高盈利、高估值因子仍有较大上行空间, 具备业绩弹性的科技成长及中游制造板块有望获得较强超额收益。短期来看, 基于二季度(截至 6 月末)基本面及宏观环境的一致预期数据, 市场对于高盈利及小市值风格计价相对充分, 高盈利及小市值风格或存在阶段性调整的可能。

图表 38. 2025 年风格因子预判及当前涨跌情况



资料来源: Wind, 中银证券

## 风险提示

**海外风险事件不确定性：**美债收益率存在较大不确定性，若出现超预期上行，会对全球风险资产及风格表现带来较大冲击；

**贸易不确定性：**中美关税谈判结果对于市场风险偏好存在较大影响，若出现超预期结果，或冲击市场风险偏好；

**宏观基本面及政策环境不确定性：**国内需求复苏及稳增长政策效果存在较大不确定性，或对后市风格表现造成较大不确定性；

**海外地缘政治风险不确定性：**海外地缘政治风险频发，若出现较大风险因素或扰动全球风险偏好及金融市场流动性，对历史经验造成较大冲击；

**历史经验对未来的解释性：**历史复盘经验或具有特殊性，对于未来市场的预判仅供参考。

## 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得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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，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。所有本报告期内使用的商标、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:

### 中银国际研究有限公司

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  
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