



盛夏将至，保持积极——大盘风格继续占优

2024 年 5 月 22 日

A 股策略

专题报告

分析师	孙涤	电话：010-66555181	邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523040001
-----	----	-----------------	--------------------------	-----------------------

主要观点：

热点轮动特征明显，并未出现主线行情。4 月初期，资源品涨价逻辑确定性较强，煤炭、金属等上游资源品涨幅最大，4 月中旬金融板块出现短暂上涨，下旬房地产及低估值板块大幅上涨。二季度至今市场热点不断轮动，并未出现明显的上涨主线。

下阶段结构性行情将持续。以 PMI 生产、新订单分项刻画“生产端”、“需求端”表现，筛选得出 2016 年是生产、需求表现背离最为明显的阶段，与当前基本面特征类似。2016/4-2016/9 期间，固定资产投资增速、PMI 新订单分项、CPI 增速震荡下行，而 PMI 生产分项自 52.3% 升至 52.8%，北向、两融、股票型 ETF 资金流入共计 52 亿元。当时市场结构性行情特征明显，上证综指涨幅仅 0.03%，但行业最大、最小涨幅差值达到 30.60%。其后的 2016/10-2016/12 期间基本面数据整体向好、资金大幅流入后，上证综指涨幅上升，行业最大、最小涨幅差值收窄，结构性行情逐渐扭转。

当前基本面担忧仍在，资金存量博弈。一是**基本面数据生产端强于需求端**。最新基本面数据显示，4 月社零、固定资产投资增速仍在下行，且 PMI 生产端、需求端分项出现背离，市场对于实体经济担忧仍在。二是**资金存量博弈**。2024/2 北向、ETF 资金放量流入，但 2024/4、2024/5（5/1-5/17）北向、两融、ETF 资金流入规模总和分别为 116、74 亿元，其中北向流入明显放缓，ETF 资金流入转为负值。当前基本面数据生产、需求端背离现象较为明显，参照相似的 2016/4-2016/9 期间市场表现，在数据整体修复、资金大幅流入后结构性行情才会出现改变。

大盘风格估值抬升，年初至今，上证 50、中证 100 分别大幅上涨 10.12%、8.98%，同时大盘风格指数估值分位数相较年初已大幅抬升，上证 180、中证 100、上证 50 指数十年估值分位数分别较年初抬升 43.5、35.5、27.5BP。这也引发了市场对于风格切换的担忧，我们认为下阶段大盘风格仍有空间：

一是基本面的角度来看，基本面数据初现上行阶段大盘风格仍占优。以“上证 50/中证 1000”、“申万大盘/申万小盘”刻画大小盘风格的表现，2008/9、2013/2、2014/10、2021/2 是大盘风格转向小盘风格的时点，其中 2008/9、2014/10、2021/2 是经济数据转为下行的时点，2013 年基本面虽然并未大幅下行，但数据未现明显好转。可见，大市值切换向小市值风格的必要条件之一是基本面确定性下降，反观当下，虽然基本面数据并未出现整体上行，但 2024Q1 的 GDP 增速环比上行 0.1 个百分点，生产端数据也出现明显上行，当下并不具备转向小市值风格的必要条件。

二是利润的角度看，大盘指数相关行业业绩增速改善明显。对比 2024Q1、2023Q4 财报，周期品（石油石化、基础化工、有色金属、交通运输、公用事业）、制造业（机械、轻工）、大金融（银行、非银）的归母净利润增速、营收增速有明显抬升。以申万大盘指数为例，在其 200 只成分股中，上述 9 个行业个股占比为 41%，上述行业业绩改善有效提振大盘业绩表现。

三是资金的角度看，大市值风格成交热度仍高。5 月以来，大、小市值风格指数成交走势也出现背离，取不同指数成交额与上证综指成交额比值进行对比，上证 50/上证综指成交规模、中证 100/上证综指成交规模持续上行。

风险提示：政策变化超预期，基本面变化超预期，数据统计可能存在误差。

目 录

1. 近期市场热点快速轮动.....	3
2. 下阶段仍以结构性行情为主	4
3. 大盘风格将会持续.....	6
4. 风险提示	9

插图目录

图 1： 2024 年需求端数据不振.....	4
图 2： 2024 年生产端数据上行.....	4
图 3： 主要资金分项流入情况.....	4
图 4： 2016 年需求端数据.....	5
图 5： 2016 年生产端数据.....	5
图 6： 2016 年 Q2、Q3 结构性行情特征明显.....	5
图 7： 2016 年 1-10 月资金流入情况.....	5
图 8： 年初以来大盘风格更受青睐	6
图 9： 大盘指数估值分位数大幅上行	6
图 10： 大盘指数/小盘指数历史表现	7
图 11： 大盘风格转向小盘风格时点基本面表现.....	7
图 12： 2024Q1 净利润增速环比抬升幅度居前行业	7
图 13： 2024Q1 营收增速环比抬升幅度居前行业.....	7
图 14： 大盘指数成交额相对表现	8
图 15： 小盘指数成交额相对表现	8

表格目录

表 1： 2024/4 至今中信一级行业涨幅.....	3
-----------------------------	---

1. 近期市场热点快速轮动

热点轮动特征明显，并未出现主线行情。4月初期，受美联储降息预期及美国基本面数据强劲的影响，资源品涨价逻辑确定性较强，煤炭、金属等上游资源品涨幅最大。4月中旬资本市场“国九条”发布后，金融板块出现短暂上涨。下旬美联储降息预期叠加优化房地产市场政策密集出台，房地产及低估值板块大幅上涨。总体来看，二季度至今市场热点不断轮动，并未出现明显的上涨主线。

表1：2024/4 至今中信一级行业涨幅

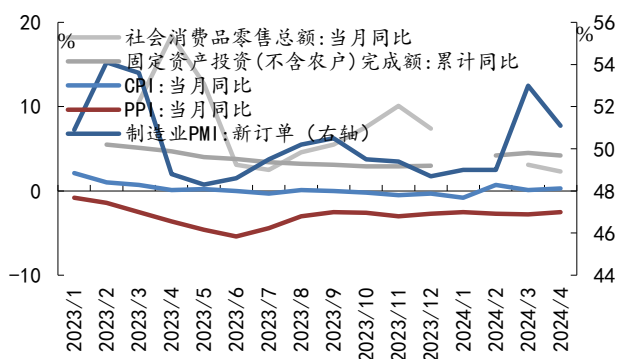
	2024/04/03	2024/04/12	2024/04/19	2024/04/26	2024/04/30	2024/05/10
石油石化	3.35%	-0.85%	2.98%	-3.37%	-0.99%	0.68%
煤炭	2.28%	1.79%	3.23%	-7.18%	0.56%	4.17%
有色金属	6.67%	1.87%	-2.10%	-1.82%	-1.36%	4.32%
电力及公用事业	0.43%	1.99%	-0.95%	-0.86%	1.14%	1.47%
钢铁	3.28%	-0.55%	2.83%	-2.54%	-0.85%	1.68%
基础化工	4.23%	-1.92%	-1.03%	0.67%	2.67%	3.75%
建筑	1.34%	-4.56%	3.44%	-0.79%	-1.04%	2.09%
建材	2.77%	-3.91%	0.50%	-0.45%	1.80%	3.95%
轻工制造	3.18%	-3.70%	-4.39%	2.21%	2.54%	3.10%
机械	0.50%	-1.80%	-0.83%	0.90%	1.21%	2.48%
电新	1.91%	-3.88%	-1.45%	0.95%	1.95%	2.66%
国防军工	-2.22%	-4.88%	2.92%	3.08%	-0.30%	5.09%
汽车	0.73%	-0.74%	-0.45%	2.51%	-0.06%	0.17%
商贸零售	2.97%	-1.33%	-5.81%	0.39%	2.12%	0.45%
消费者服务	0.41%	-2.10%	-7.00%	2.65%	0.87%	-1.09%
家电	2.39%	-2.58%	5.51%	-0.88%	3.43%	2.82%
纺织服装	2.43%	-1.27%	-3.17%	-0.31%	2.14%	0.74%
医药	0.41%	-3.08%	-1.67%	4.61%	2.55%	2.69%
食品饮料	1.28%	-5.61%	0.69%	4.10%	0.66%	1.75%
农林牧渔	3.39%	-6.12%	-0.73%	2.15%	0.74%	5.70%
银行	0.54%	-0.56%	4.48%	-1.09%	1.44%	1.36%
非银行金融	0.18%	-5.71%	3.26%	5.28%	-0.24%	1.45%
房地产	-1.31%	-7.27%	-2.98%	3.35%	4.84%	4.47%
交通运输	1.72%	-1.01%	1.27%	1.08%	-0.73%	3.06%
电子	-0.36%	-4.18%	-2.60%	5.03%	1.82%	-0.93%
通信	-1.76%	-1.45%	-0.43%	4.54%	0.91%	-2.71%
计算机	-2.75%	-4.22%	-3.73%	6.31%	1.70%	-3.21%
传媒	-1.68%	-3.89%	-4.84%	3.16%	1.67%	-1.95%
综合	1.68%	-3.66%	-8.01%	0.91%	1.51%	3.58%
综合金融	0.04%	-3.63%	0.45%	5.96%	0.40%	-1.32%

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2. 下阶段仍以结构性行情为主

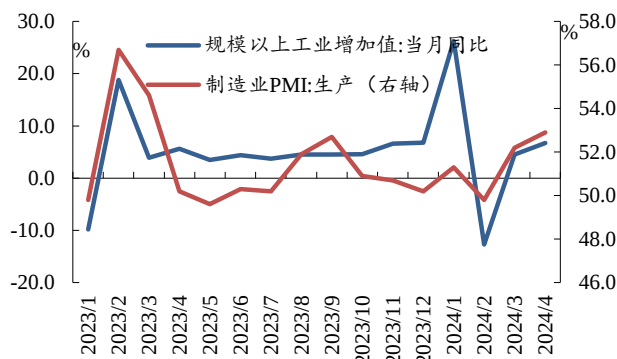
一是基本面数据生产端强于需求端。最新基本面数据显示，4月社零、固定资产投资增速仍在下行，CPI、PPI同比增速短暂上行、2-3月保持下行态势，但工业增加值增速自年初回升至今，PMI生产端、需求端分项出现背离，市场对于实体经济担忧仍在。

图1：2024年需求端数据不振



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

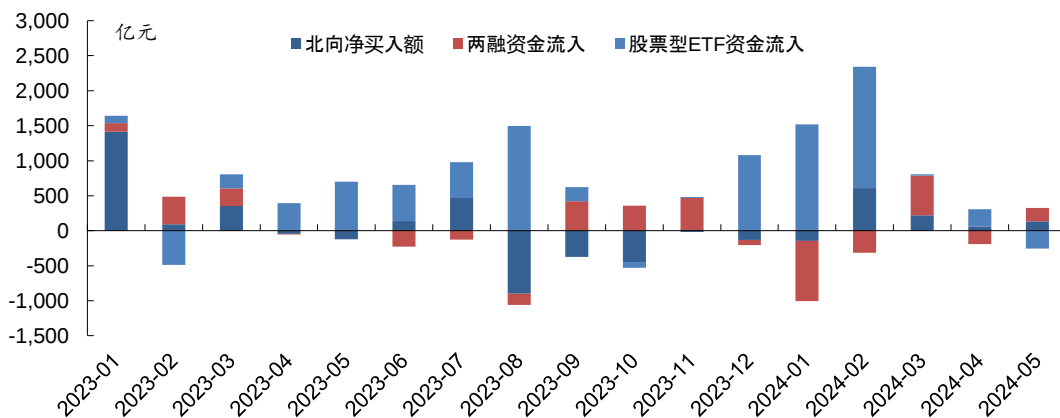
图2：2024年生产端数据上行



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

二是资金存量博弈。2024/2北向、ETF资金放量流入，随后2024/3两融跟进，2、3月整体流入规模（北向、两融、ETF）分别达到2029、808亿元，但2024/4、2024/5（5/1-5/17）北向、两融、ETF资金流入规模分别为116、74亿元，北向流入明显放缓，ETF资金流入转为负值。

图3：主要资金分项流入情况

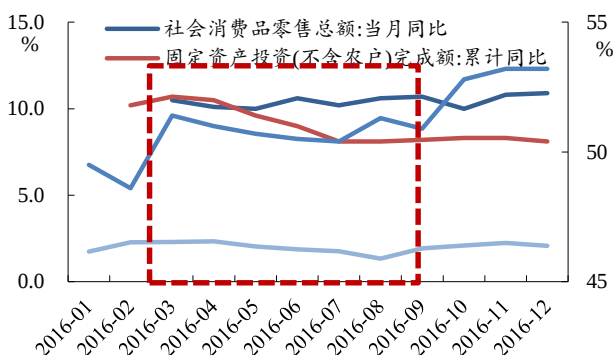


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注释：2024/5数据统计期间为2024/5/1-2024/5/17

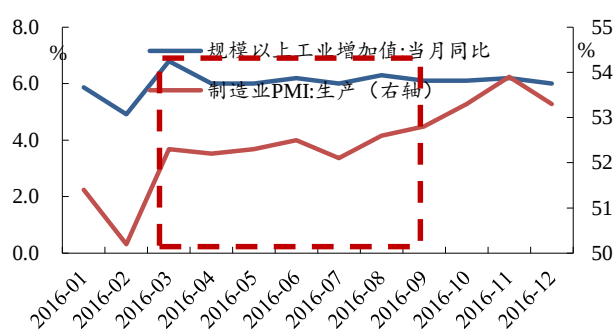
下阶段结构性行情将持续。以 PMI 生产、新订单分项刻画“生产端”、“需求端”表现，筛选 2010 年以来年内多次出现生产端数据上行、需求端下行的阶段，2016 年出现 3 次（2016/5、2016/6、2016/9）生产、需求端数据背离现象，是生产、需求表现背离最为明显的阶段，与当前基本面特征表现类似。2016/4-2016/9 期间，固定资产投资增速、PMI 新订单分项、CPI 增速震荡下行，社零增速维持平稳，而 PMI 生产端分项自 3 月的 52.3% 升至 9 月的 52.8%，9 月后生产、需求端数据保持同向上行。

图4：2016 年需求端数据



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：2016 年生产端数据



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2016/4-2016/9 期间，上证综指涨幅仅 0.03%，但行业最大、最小涨幅差值达到 30.60%，而 2016/10-2016/12 期间上证综指涨幅上升至 3.29%，行业最大、最小涨幅差值也收窄至 21.17%，说明 2016/4-2016/9 期间结构化特征的确更加明显，且期间北向、两融、股票型 ETF 资金流入共计 52 亿元，2016/10-2016/12 资金放量流入，规模达到 795 亿元。当前基本面数据生产、需求端背离现象较为明显，参照相似的 2016/4-2016/9 期间市场表现，在数据整体修复、资金大幅流入后结构性行情才会出现改变。

图6：2016 年 Q2、Q3 结构性行情特征明显

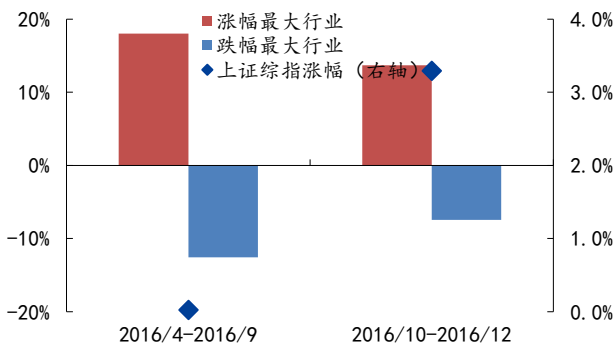
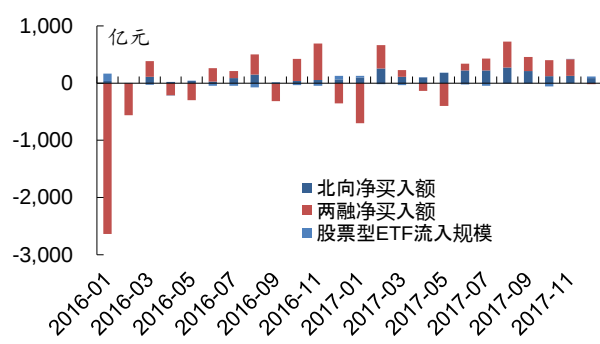


图7：2016110 年资金流入情况



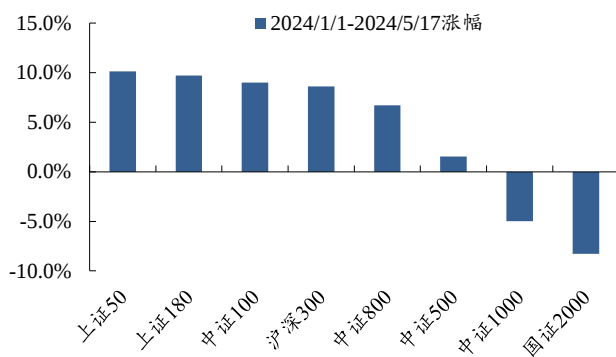
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 大盘风格将会持续

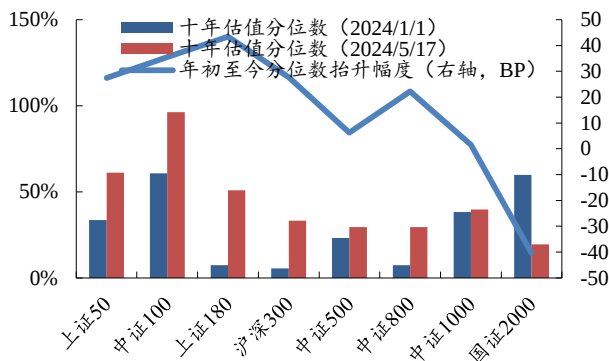
年初以来大盘风格大幅上涨，大小盘指数涨幅分化较大。年初至今，上证 50、中证 100 分别大幅上涨 10.12%、8.98%，中证 1000、国证 2000 则分别下跌 4.98%、8.26%，大小盘指数涨幅分化。同时大盘风格指数估值分位数相较年初已大幅抬升，上证 180、中证 100、中证 50 指数十年估值分位数分别较年初抬升 43.5、35.5、27.5BP。这也引发了市场对于风格切换的担忧，我们认为下阶段大盘风格仍有空间：

图8：年初以来大盘风格更受青睐



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图9：大盘指数估值分位数大幅上行



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

一是基本面的角度来看，基本面数据初现上行阶段大市值仍占优。以“上证 50/中证 1000”、“申万大盘/申万小盘”刻画大小盘风格的表现，2008/9、2013/2、2014/10、2021/2 是大盘风格转向小盘风格的时点，其中 2008/9、2014/10、2021/2 是经济数据转为下行的时点，基本面疲软导致大盘风格衰落，2013 年基本面虽然并未大幅下行，但数据未现明显好转，社零、固定资产投资增速分别自 2012 年末的 15.20%、20.65% 下行至 2013 年末的 13.60%、19.60%，GDP 则较上年下行 0.1 个百分点。

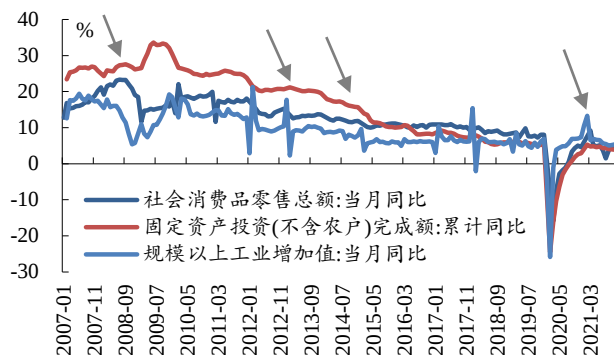
可见，大市值切换向小市值风格的必要条件之一是基本面确定性下降，更加受益于经济周期回升的龙头公司优势减少。反观当下，虽然基本面数据并未出现整体上行，但 2024Q1 的 GDP 增速环比上行 0.1 个百分点，生产端数据也出现明显上行，当下并不具备大小市值风格反转的必要条件。

图10：大盘指数/小盘指数历史表现



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图11：大盘风格转向小盘风格时点基本面表现

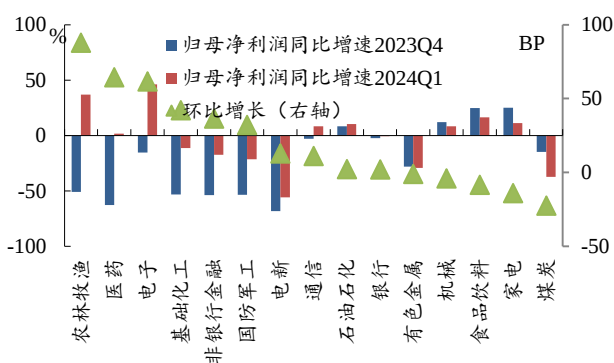


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注释：2021年增速数据为两年增速均值

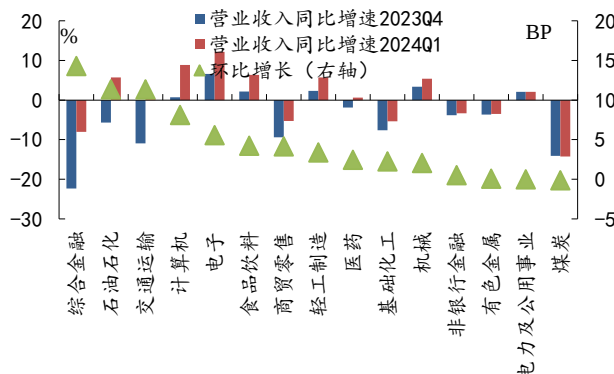
二是利润的角度看，大盘指数相关行业业绩增速改善明显。对比2024Q1、2023年报，周期品（石油石化、基础化工、有色金属、交通运输、公用事业）、制造业（机械、轻工）、大金融（银行、非银）的归母净利润增速、营收增速有明显抬升。以申万大盘指数为例，在其200只成分股中，上述9个行业个股占比为41%，相关行业业绩改善有效提振大盘业绩表现。

图12：2024Q1 净利润增速环比抬升幅度居前行业



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图13：2024Q1 营收增速环比抬升幅度居前行业

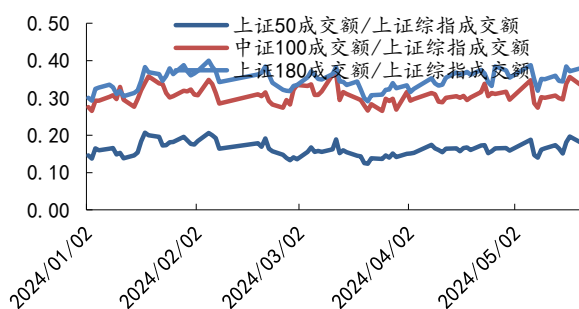


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

三是资金的角度看，大市值风格成交热度持续。5月以来，大、小市值风格指数成交走势也出现背离，取不同指数成交额与上证综指成交额比值进行对比，上证50/上证综指成交规模、中证100/上证综指成交规模分

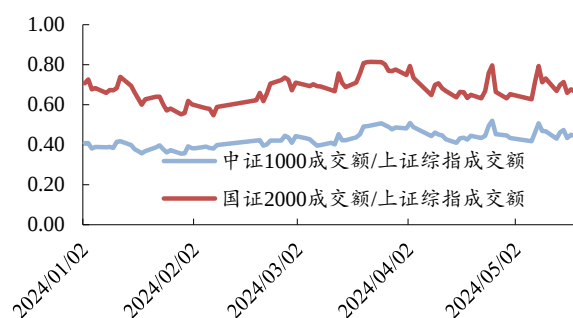
别上行至 0.18、0.34，中证 1000/上证综指成交规模、国证 2000/上证综指成交规模分别下行至 0.65、0.43，且 5 月该趋势持续。

图14：大盘指数成交额相对表现



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：小盘指数成交额相对表现



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 风险提示

政策变化超预期，基本面变化超预期，数据统计可能存在误差。

分析师简介

分析师：孙涤

对外经济贸易大学金融硕士，曾就职于中债资信研究部，负责债券市场研究。2021 年 3 月加入东兴证券研究所，侧重货币政策分析，市场流动性研判，利率走势分析，投资者行为研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：010-66554070

传真：010-66554008

电话：021-25102800

传真：021-25102881

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526