

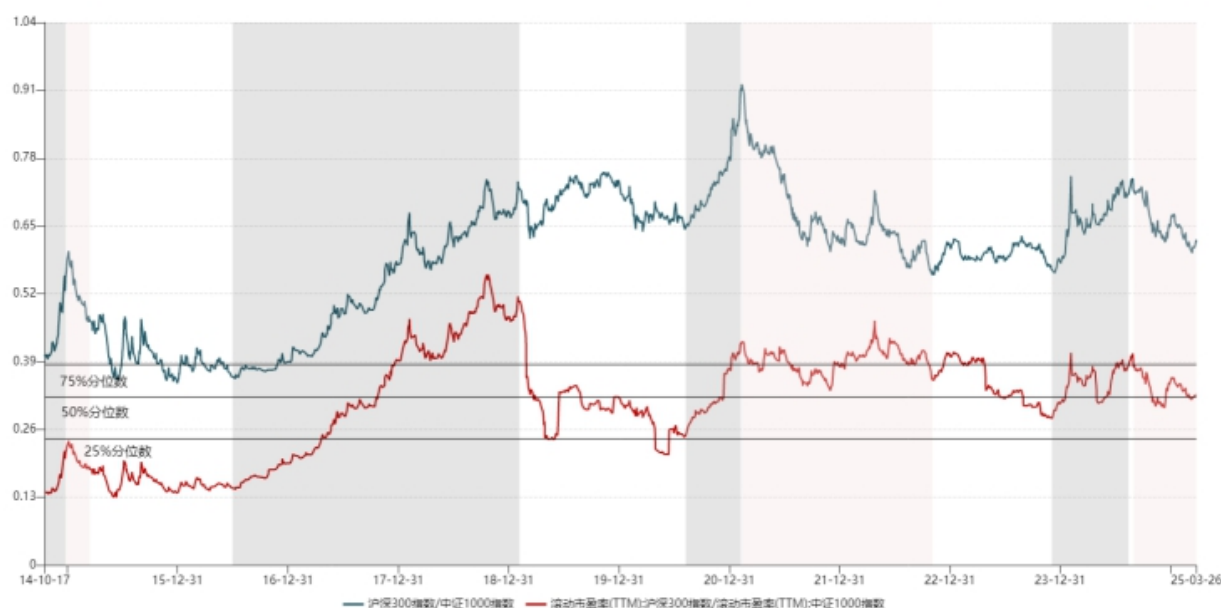
一、市场风格的股指表征

沪深 300 指数样本股选取范围为沪深两市中市值大、流动性好的最具代表性的 300 只证券组成，从行业构成来看，金融行业权重占比最高，指数显现出较为鲜明的防御性特征，偏向价值风格；中证 1000 指数样本股选取范围则为全部 A 股中剔除中证 800 指数（沪深 300+中证 500）成分股后，选取规模偏小且流动性好的 1000 只证券，从行业构成来看，信息技术权重占比最高，其次为工业、材料、医疗保健等，指数显现出较为鲜明的成长风格。本文我们将简单以沪深 300 指数表征大盘价值风格，以中证 1000 指数表征小盘成长风格。

二、风格轮动复盘

由于中证 1000 指数自 2014 年 10 月 17 日上市，我们选取其上市以来至今的样本数据对 A 股市场风格轮动进行梳理。复盘样本期内主要风格表现情况，以沪深 300 指数/中证 1000 指数比值表征大小盘强弱程度，同时观测其对应阶段的双因子相对表现情况，以沪深 300 指数归母净利润增速-中证 1000 指数归母净利润增速表征相对盈利，以沪深 300 指数/中证 1000 指数动态市盈率比值表征相对估值。根据相对估值法中股价=EPS*P/E 的定价公式，股价主要受盈利增速和估值的影响，本文我们把市盈率作为估值因子，把归母净利润增速作为盈利因子。

图 1：大小盘相对估值表现：沪深 300 指数/中证 1000 指数动态市盈率比值



资料来源：Wind，新潮期货研究所

图 2：大小盘相对盈利：沪深 300 指数归母净利润增速-中证 1000 指数归母净利润增速



资料来源：Wind，新潮期货研究所

我们把 14 年至今大小盘明显分化的趋势（灰色阴影为大盘占优，粉色阴影为小盘占优）分为以下几个阶段：

（1）2014 年 10 月-2015 年 1 月，大盘风格占优（即沪深 300 跑赢中证 1000）。2014 年底，小盘股经过前两年互联网行情后估值溢价达到历史高位，大小盘相对估值处于绝对低位，触发大盘股的均值回归需求。同时，“一带一路”政策主题推动低估值金融、基建等大盘蓝筹股修复。

（2）2015 年初-2015 年 6 月，小盘风格占优（即中证 1000 跑赢沪深 300）。央行连续降准降息释放流动性，市场风险偏好大幅提升，叠加资本市场政策放松（如并购重组活跃），中小盘估值扩张动力强劲。此外，杠杆资金（如场外配资）涌入市场，偏好高弹性小盘股，叠加互联网+、传媒等新兴产业成为市场主线，小盘股受益于主题炒作和盈利想象空间上涨较多。

（3）2016 年 6 月-2018 年 10 月，大盘风格占优。传统行业在供给侧改革深化、产能出清后，龙头公司市场份额提升，盈利稳定性凸显。大小盘相对估值前期处于绝对低位，叠加由于金融监管的不断实施，无风险利率大幅抬升，市场防御性配股偏好抬升。盈利因子与估值因子共振，大盘指数持续跑赢小盘。

（4）2020 年 8 月-2021 年 2 月，大盘风格再度占优。疫情后经济复苏，全球流动性宽松背

景下，外资加速流入 A 股核心资产。前期大小盘相对估值跌至 25%分位以下水平，相对估值开始修复。

(4) 2021 年 2 月-2022 年 11 月，小盘风格反弹。“双碳”目标推动新能源产业链，中小市值公司盈利弹性释放，同时，前期大小盘相对估值达到 75%分位以上水平，资金转向低估值小盘股。

(5) 2023 年 12 月-2024 年 8 月，大盘风格占优。经济预期偏弱，房地产下行压力加大，市场风险偏好降低，防御性资金转向估值偏低、盈利稳健的大盘股（如中字头、红利资产）。国企改革与“中特估”主题推动大盘蓝筹估值修复。此外，新“国九条”明确加强退市监管，对财务指标不达标的小市值公司形成压力。

(6) 2024 年 8 月至今，小盘风格占优。流动性宽松预期推动小盘股估值弹性提升，叠加国内 AI 技术突破，推动 A 股科技板块价值重估。

从板块轮动周期来看，大小盘风格轮动周期普遍较短，一般在 3-6 个月左右，阶段性出现长轮动周期（1-2 年）。

大小盘的相对估值走势呈现区间震荡均值回归的特征，估值极度分化时常预示风格切换；大小盘的相对盈利由于为季度数据，样本量较小，统计效力或有所不足。

影响盈利因子的主要因素有：宏观经济、产业政策、并购重组等。影响估值因子的主要因素有：流动性。这些均会影响 A 股市场风格切换。

三、现阶段市场风格表现情况及机会

从现阶段沪深 300 指数及中证 1000 指数的绝对估值和相对估值来看，滚动市盈率均处于近 10 年中位数附近，市净率均略低于近 10 年中位数，矛盾不大。

图 3：沪深 300 指数绝对估值



资料来源：Wind，新潮期货研究所

注：水平线分别为 PE、PB 近 10 年中位数

图 4：中证 1000 指数绝对估值



资料来源：Wind，新潮期货研究所

根据历史季节性规律，沪深 300 指数于 4 月常跑赢中证 1000 指数，近 10 年沪深 300 指数仅有 1 次跑输中证 1000 指数（且比价仅下跌 0.07%），近 10 年 4 月份沪深 300 指数/中证 1000 指数比价平均上涨 3.09%。

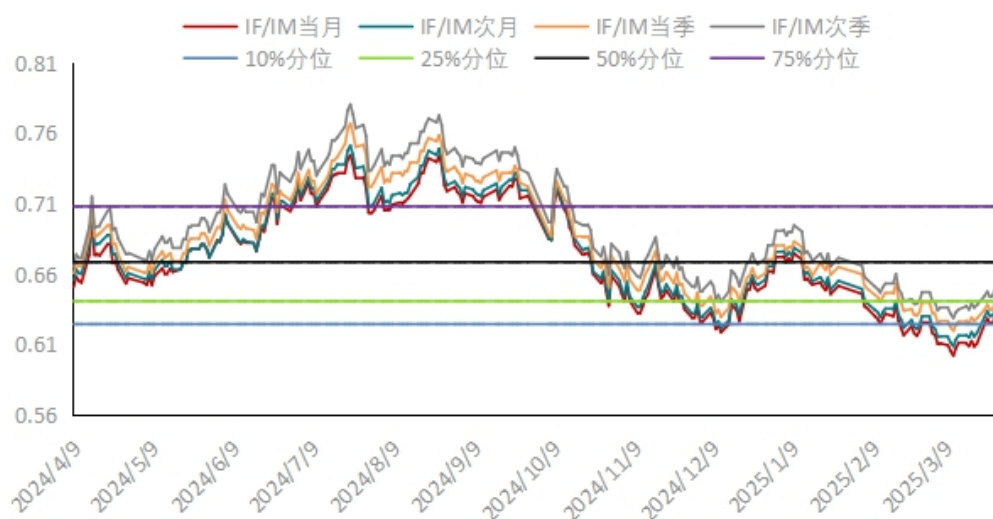
图 5：沪深 300 指数/中证 1000 指数季节性比价



资料来源：Wind，新潮期货研究所

此外，IF/IM 比价自 3 月下旬起有所修复，A 股市场风格轮动显现，现阶段 IF/IM 比价仍处于近一年极低水平，4 个合约跨品种比价均处于近一年 10%-20% 水平，其中当季合约（即 2506 合约）所处分位水平最低。

图 6：IF/IM 比价现处于近一年极低水平



资料来源：Wind，新潮期货研究所

图 7：IF2506/IM2506 跨品种套利日 K 线



资料来源：Wind，新潮期货研究所

从宏观基本面来看，1-2 月经济数据中基建及社零表现尚佳，房地产数据仍偏弱，但同比跌幅有所收窄；2 月金融数据显示社融增量主要由政府债券带动，人民币贷款同比减量，居民信贷偏弱，M1-M2 负剪刀差扩大，资金活跃度有限，内需不足问题仍存；3 月经济先行指标 PMI 数据显示国内制造业需求侧表现优于生产侧，整体经济复苏预期有所提升，但价格端表现仍偏弱，以价换量的现象仍延续。从资金面来看，央行资金净投放自春节后起持续偏紧，近期央行提前公布 3 月 MLF 操作量（为去年 8 月以来首次实现 MLF 净投放），资金面预期有所好转；两融余额自 2 月下旬起持续处于高位，杠杆资金仍处于高位。从跨境资本流动来看，自春节后起中美利差收窄，人民币汇率压力有所缓解，叠加美股受美国经

济预期下降及通胀反复影响，美股风险偏好下降，或强化外资配置 A 股动机，外资增量资金长线增配 A 股概率上升，绩优大盘股或更受青睐。

短期来看，预计在 4 月 2 日特朗普关税落地前，全球市场风险偏好会有所转弱，A 股市场近期相对抗跌，大盘蓝筹股韧性偏强。预计股指单边向上突破仍需增量政策支持及经济数据明显好转等驱动因素，但我们仍看好 4 月大盘价值相对于小盘成长的表现情况，建议可继续关注多 IF2506 空 IM2506 的风格套利机会。

2025 年 3 月 31 日

宏观金融组

赵歆怡

从业资格号：F03123556

投资咨询号：Z0019881

审核人：李明玉

审核人从业资格号：F0299477

审核人投资咨询号：Z0011341

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司(以下简称新湖期货,期货交易咨询业务许可证号 32090000)提供,无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明,所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发,须注明出处为新湖期货股份有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料,所载的全部内容及观点公正,但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断,新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告,但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。

新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者期货交易咨询建议。