下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券
CAITONG SECURITIES

量能风格投资框架
——风格系列研究 2

分析师：徐近峰
SAC：S0160523030003

分析师：王亦奕
SAC：S0160522030002

分析师：张洲驰
SAC：S0160524070004

证券研究报告 | 2026/9/7

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

引言：大盘价值/大盘成长/小微盘，逻辑上看分别什么情况下占优？历轮高位震荡行情的经验：量能和风格倾向会如何变化。当下如何使用量能观察风格倾向？

风格究竟如何研判？我们从资金热度的视角切入，看相关板块何时热度相对高：

1）大盘价值，主要就看整体经济层面是否有向好/催化，经济好的时候热度自然提升（如2017年）；

2）大盘成长，主要看成长赛道增长热度是否高，延续高热度就能维持（如2021/2026年）；

3）小微盘，主要看流入股市的资金，流入大盘后还剩多少，剩下较多热度就较高。

剩余流动性如何观察：①先看宏观流动性（利率是否中期向下）；②看股市是否非下行行情（不然流入债市也不流入股市）；③是否主要流入大盘价值/成长。即资金充裕但催化有限时，剩余流动性充沛，小盘更占优。

注：该框架主要在非下行行情下（资金更多在主动进攻），下行行情更多基于避险&止盈思路。

不同阶段的资金动能（换手率绝对值研究）：

1）强催化下主升浪：趋势向上，绝对值大小看催化强度，没有显著上限；2）弱催化下的震荡市（正常行情，参考的核心基准）：大盘价值在1-1.5%，大盘成长在1.5-2%。小盘看剩余流动性多少，资金相对不那么充裕时，小盘/大盘价值在3-4%。3）下行行情：大盘价值可能低于1%，大盘成长可能低于1.5%。

结合不同阶段的资金动能和当前市场市值规模，测算不同情景假设下的市场量能级别，从而可以通过观察当前的量能级别，研判当前的资金充裕程度和更可能的风格倾向。

1）大盘成长牛市：如果产业催化仍然强劲，市场延续科技牛，对应市场量能在2.5+万亿元级别；

2）小盘震荡行情：如果科技产业催化一般，同时股市流动性充裕，那么大概率高位震荡的轮动小盘行情，对应市场量能在2万亿元级别；

3）红利/现金流行情：如果科技产业催化一般，流动性也不那么充裕，红利/现金流可能相对占优，同时不时有小盘主题行情（小盘热度没有上一个场景高），量能在1.5万亿元级别。

风险提示：全球地缘&衰退风险、海外金融风险超预期、历史经验失效等。

下载日志已记录，仅供内部参考

风格研判-资金流向成长/价值/小微盘主要看什么?

风格究竟如何研判？我们从资金热度的视角切入，看相关板块何时热度相对高、市场更关注：大盘价值主要就看整体经济层面是否有向好/催化，经济好的时候热度自然提升（如2017年）；大盘成长主要看成长赛道增长热度是否高，延续高热度就能维持（如2021/2026年）；小微盘主要看流入股市的资金，流入大盘后还剩多少，剩下较多热度就较高。注：该框架主要在非下行行情下（资金更多在主动进攻），下行行情更多基于避险&止盈思路；中盘逻辑和大盘类似。

图表：风格研判框架

流动性流向顺序	非下行行情下，资金涌向的背后催化	风格倾向的条件
宏观流动性松紧(看利率)		
非熊市流入股市 熊市流入债市		
基于价值和成长基本面 先买入中大盘	大盘价值	看基本面： 传统经济增长	整体经济向好 +新赛道不突出
	大盘成长	看基本面： 成长赛道增长	新赛道突出 经济好不好都行
剩余流动性买入小微盘	小微盘	看剩余流动性	流动性宽松程度> 经济好/赛道好的程度

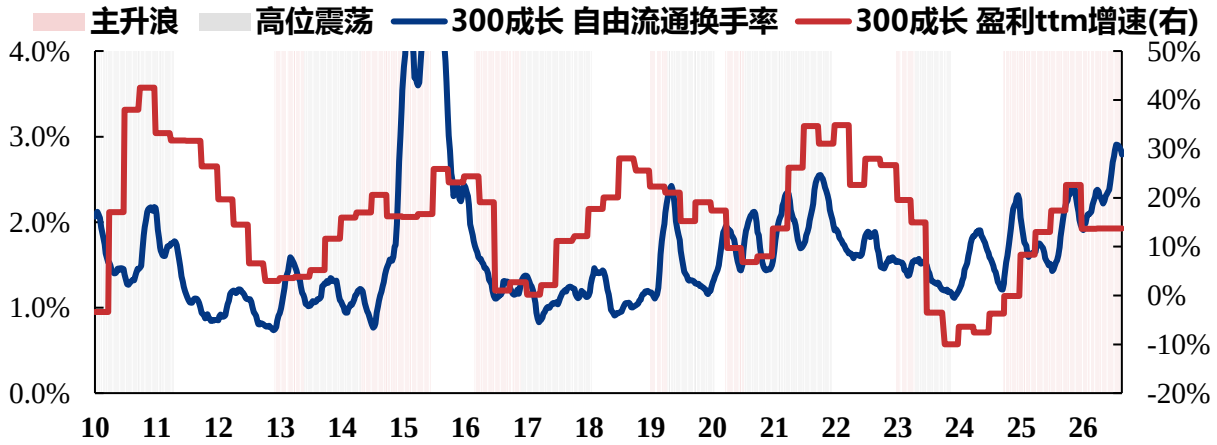
数据来源：Wind，财通证券研究所

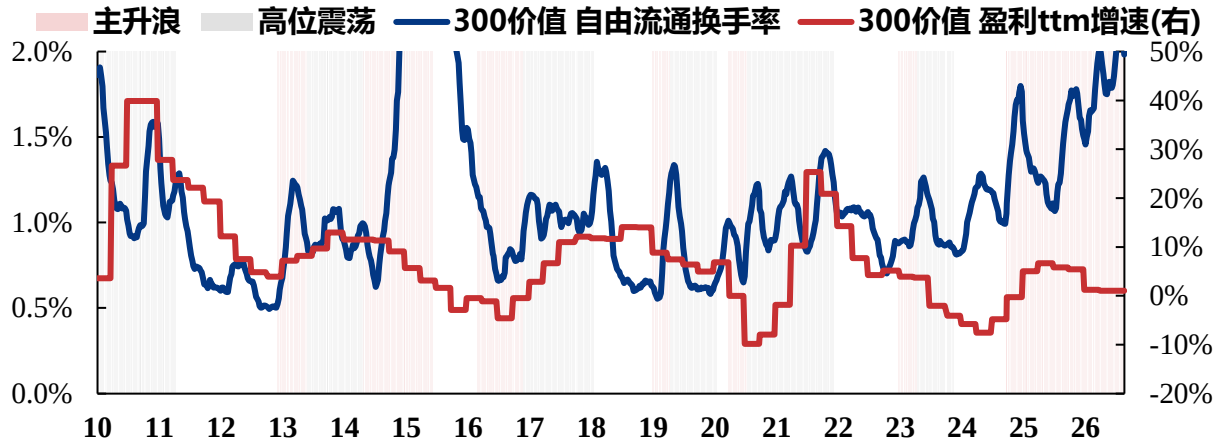
下载日志已记录，仅供内部参考

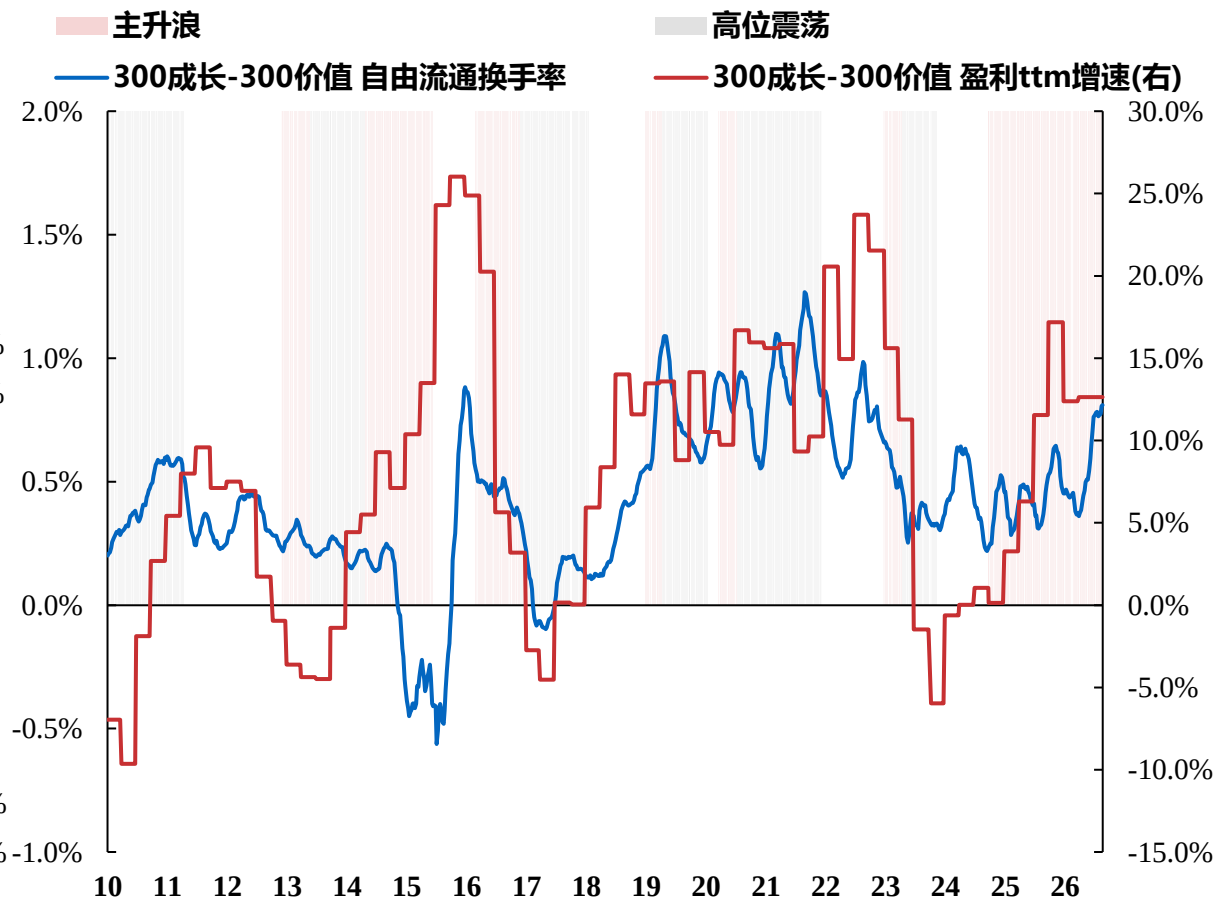
风格研判-大盘成长VS价值：更多看相对基本面

大盘成长VS价值-相对视角：更多看相对基本面。如2017年经济开始启动，但成长侧增速一般、甚至弱于价值侧，因此成长相对价值的换手率也较低。而2021年以及2026年，新能源/科技侧等产业景气井喷，热度自然抬升，因此成长相对价值的换手率较高。**大盘成长VS价值-绝对视角：基本和经济周期/景气增速一致。**

图表：风格研判框架-大盘成长VS价值







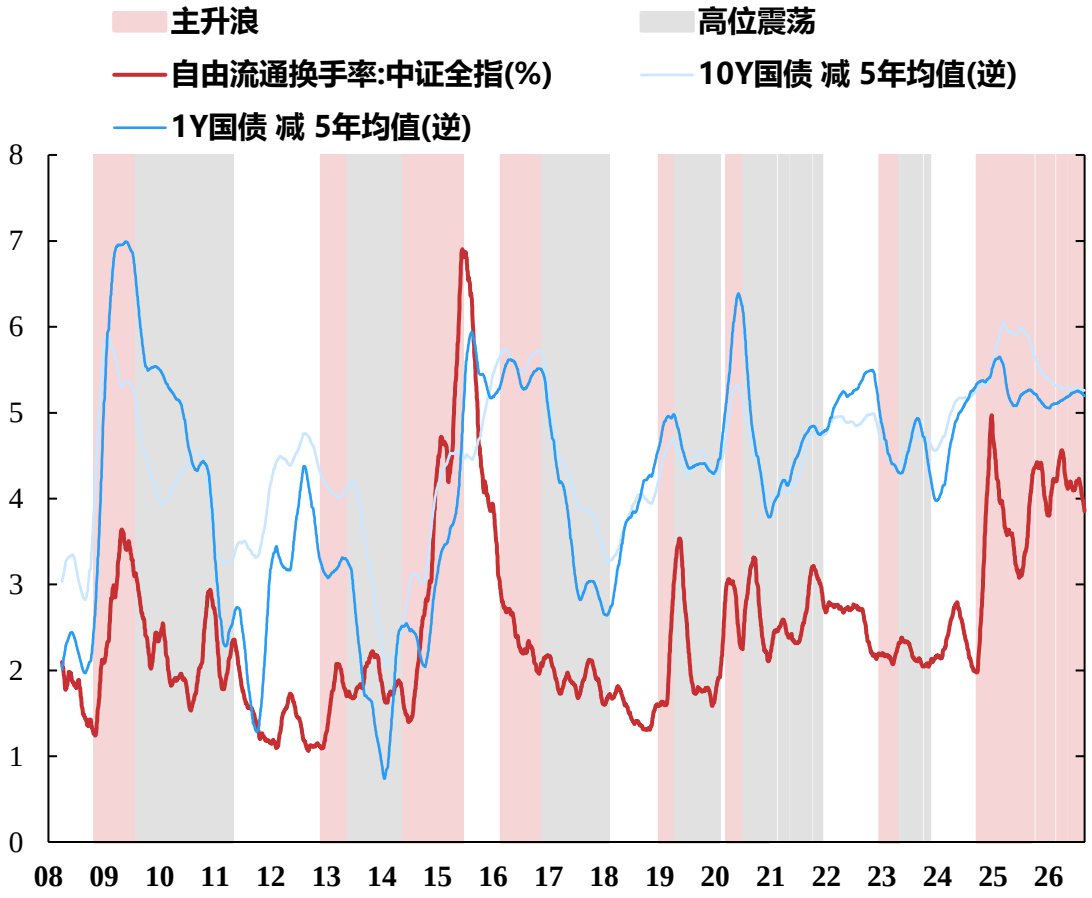
数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率进行MA60平滑处理。

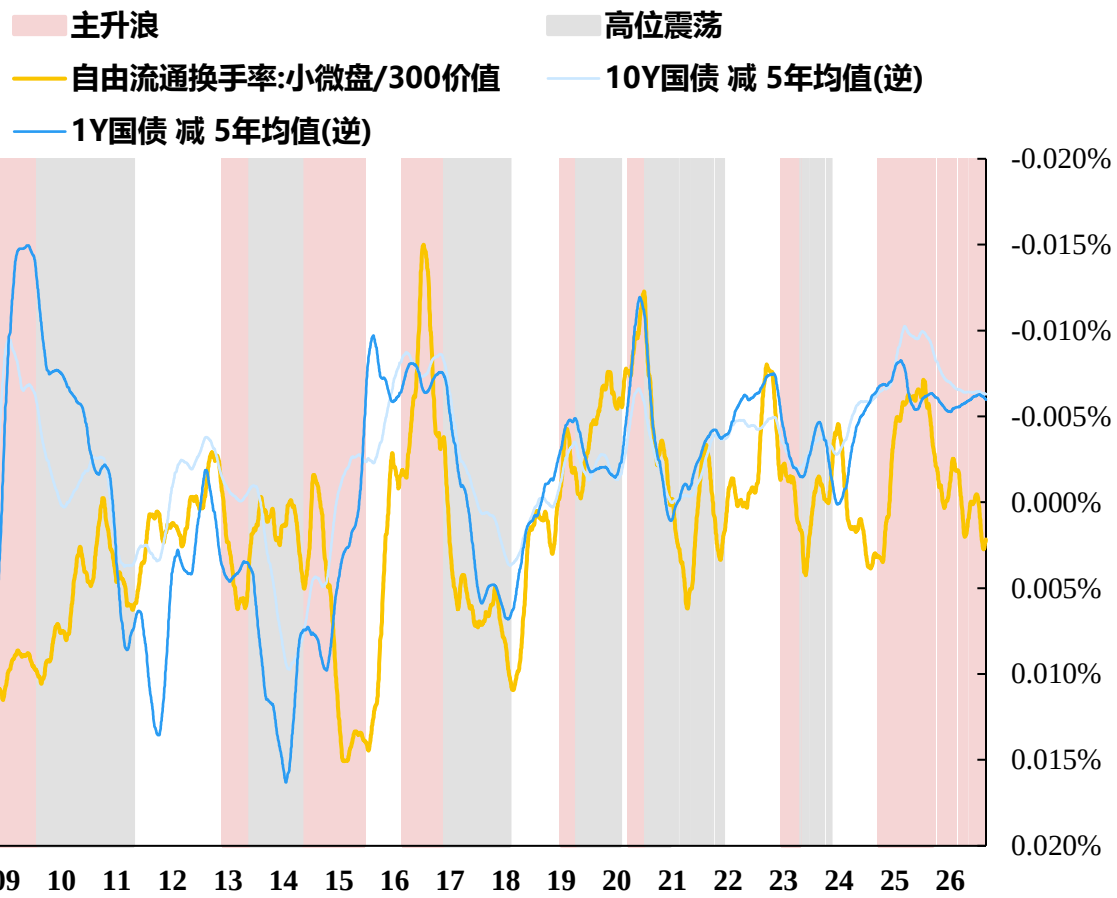
下载日志已记录，仅供内部参考

风格研判-中大盘VS小微盘：更多看剩余流动性情况

中大盘VS小微盘-相对视角：更多看剩余流动性情况。整体视角看，流动性宽松&非下行行情（资金才考虑流入股市），市场热度整体抬升；结构看，如果流动性宽松的同时，中大盘的价值和成长热度都不高，那流向小微盘的剩余流动性就比较多，如2013年、2016年经济启动前、2019-2020H1等；但如果资金基本流向中大盘的价值和成长，流向小微盘剩余流动性就较少，如2017、2026H1。

图表：风格研判框架-中大盘VS小微盘





数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率&国债等进行MA60平滑处理。

下载日志已记录，仅供内部参考

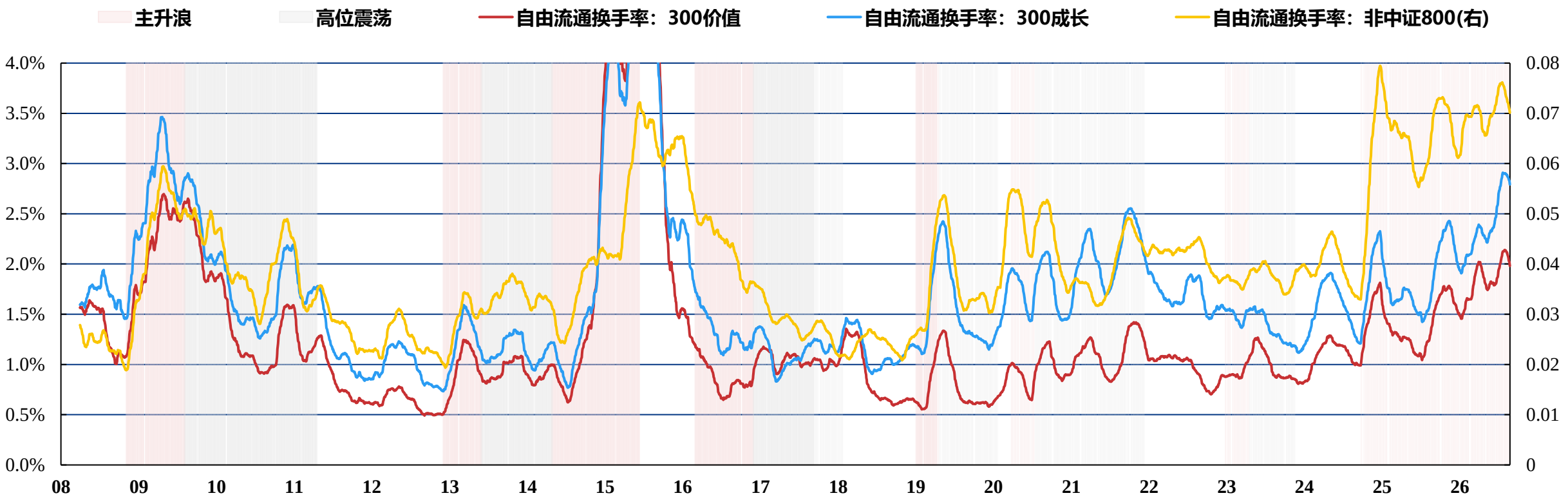
不同阶段的市场热度

1）主升浪阶段，整体经济向上，包括价值和成长方向，大盘换手率往往向上抬升；大牛市300价值和300成长自由流通换手率能在2+%、2.5+%，小微盘基本在4+%。

2）高位震荡阶段，整体经济或产业趋势增速预期见顶，想象天花板显现，市场从高热度逐步走向正常热度，一般300价值和300成长自由流通换手率回到1%、1.5%级别，小微盘降至3%左右。另外， 如果价值/成长基本面出现结构分化，热度也将结构分化。**同时，如果流动性还相对充裕，随着大盘热度难以维持，流向小盘的剩余流动性就对应增加，往往出现小盘占优行情。**

3）下行阶段，市场开启避险，市场热度进一步缩减，300价值往往低于1。

图表：风格研判框架-不同阶段



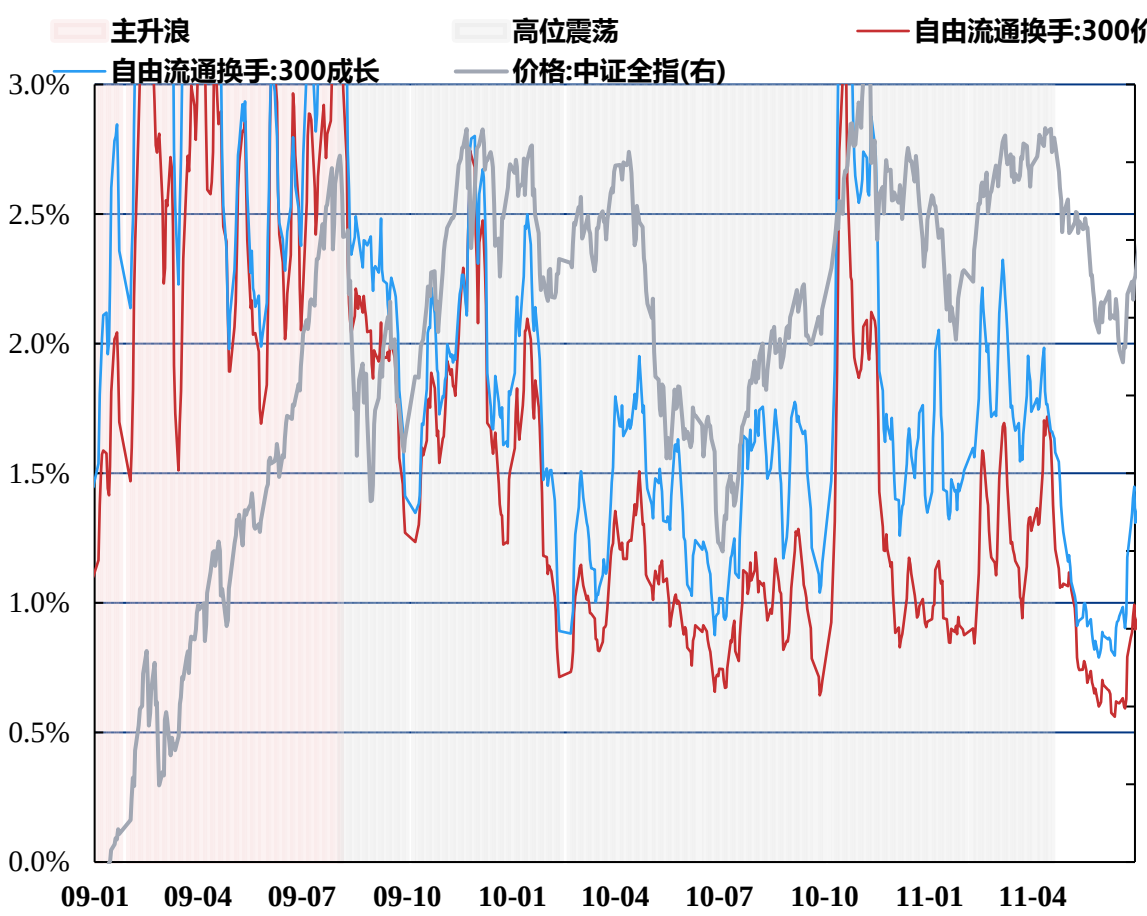
数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率进行MA60平滑处理。

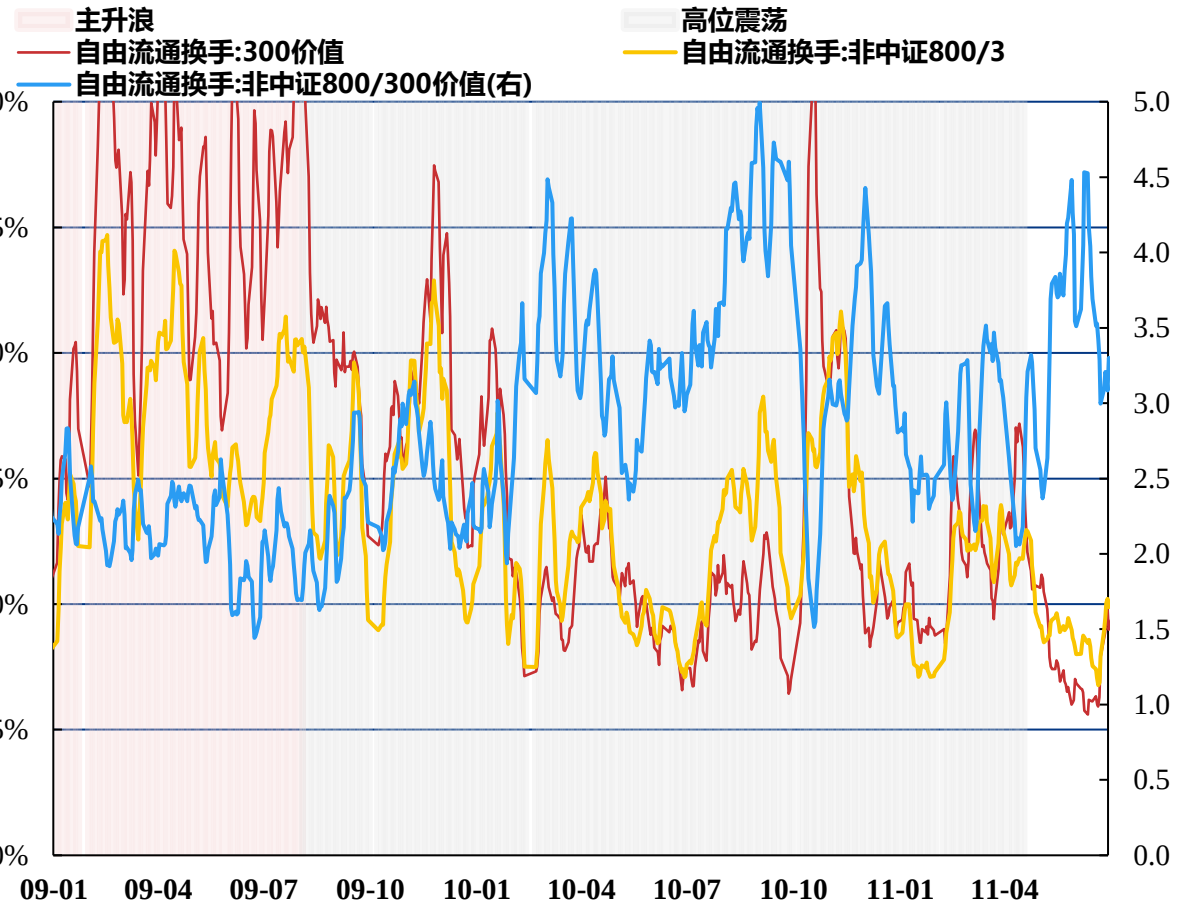
下载日志已记录，仅供内部参考

风格研判-历年经验：2009-2011年

2009-2011年：主升浪经济修复强劲，大盘成长/价值热度均较高，小盘相对热度不高；到高位震荡阶段，市场顶部开始逐步明朗，大盘热度趋势下降至正常热度，但小微盘相对降幅更低，对应相对热度抬升。对应价格小微盘也更占优。到2011年利率相对抬升/整体流动性收紧，小盘相对热度再下降。

图表：风格研判框架 2009-2011年





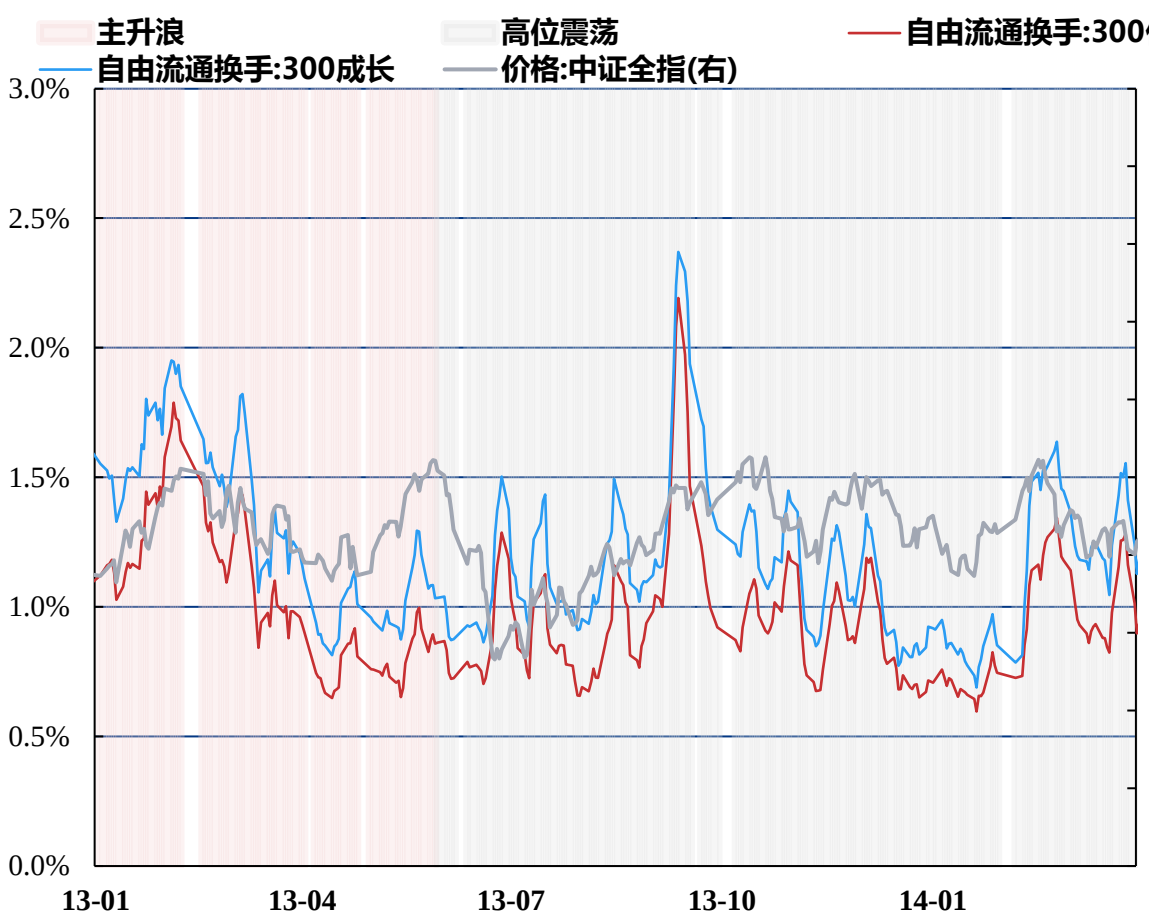
数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率进行MA5平滑处理。

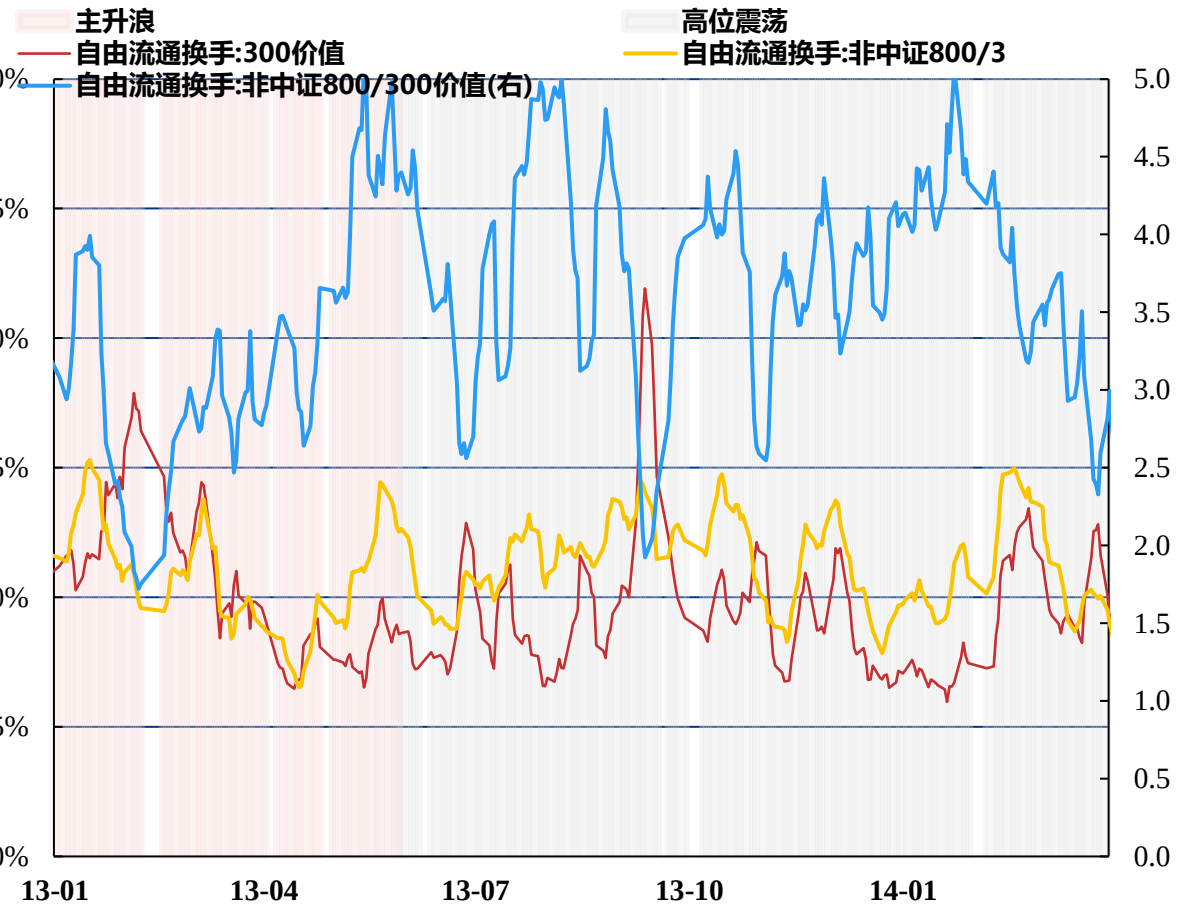
下载日志已记录，仅供内部参考

风格研判-历年经验：2013年

2013：同样主升浪结束后（2013弱修复，换手率峰值较低），大盘换手率重新回落；而进入高位震荡期，小盘热度相对维持，价格也更占优。

图表：风格研判框架 2013年





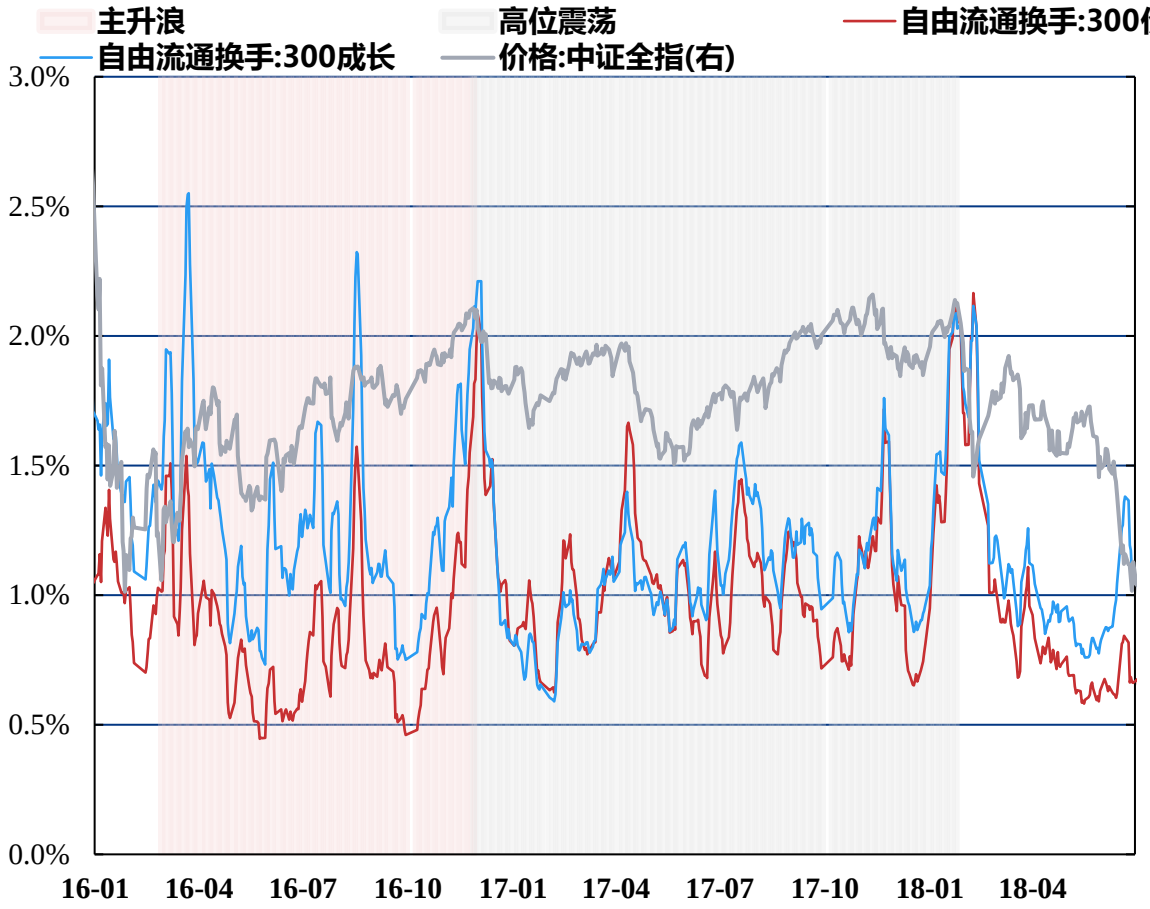
数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率进行MA5平滑处理。

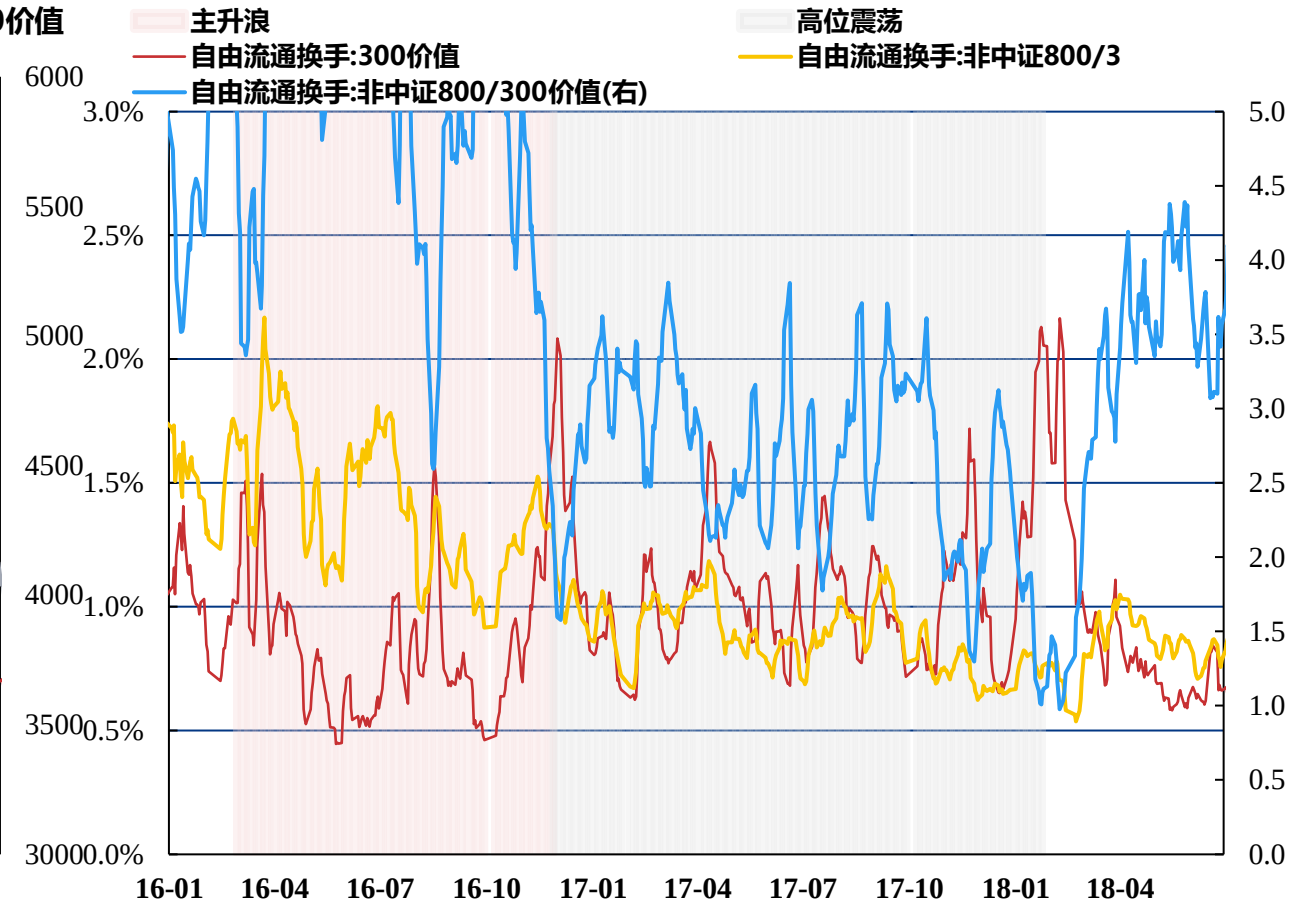
下载日志已记录，仅供内部参考

风格研判-历年经验：2016-2017年

2016-2017年：2016年前3季度，市场流动性未收紧+经济修复预期抬升期，大盘热度略有修复+小盘相对热度处于中位；之后经济整体韧性+利率上行，有限流动性流向大盘价值，剩余流动性有限，因此大盘>小微。

图表：风格研判框架 2016-2017年





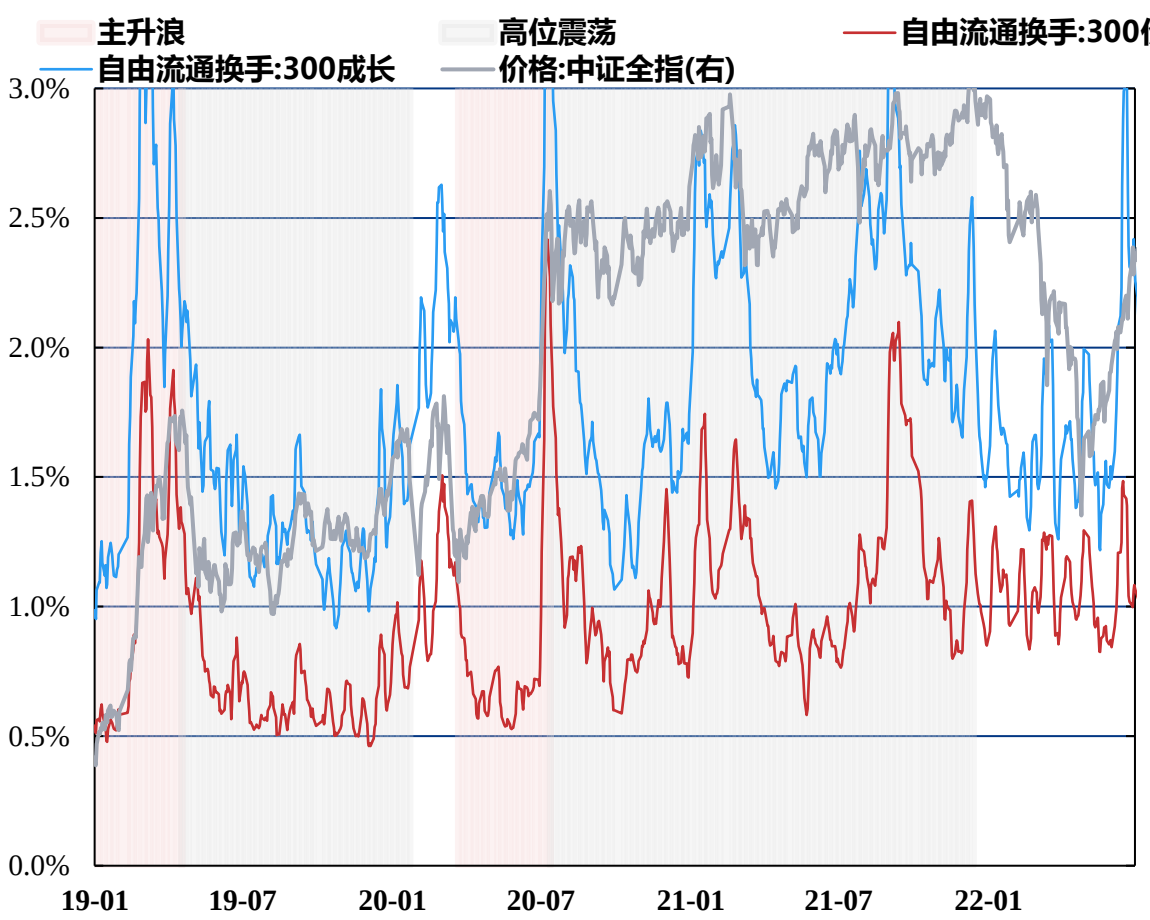
数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率进行MA5平滑处理。

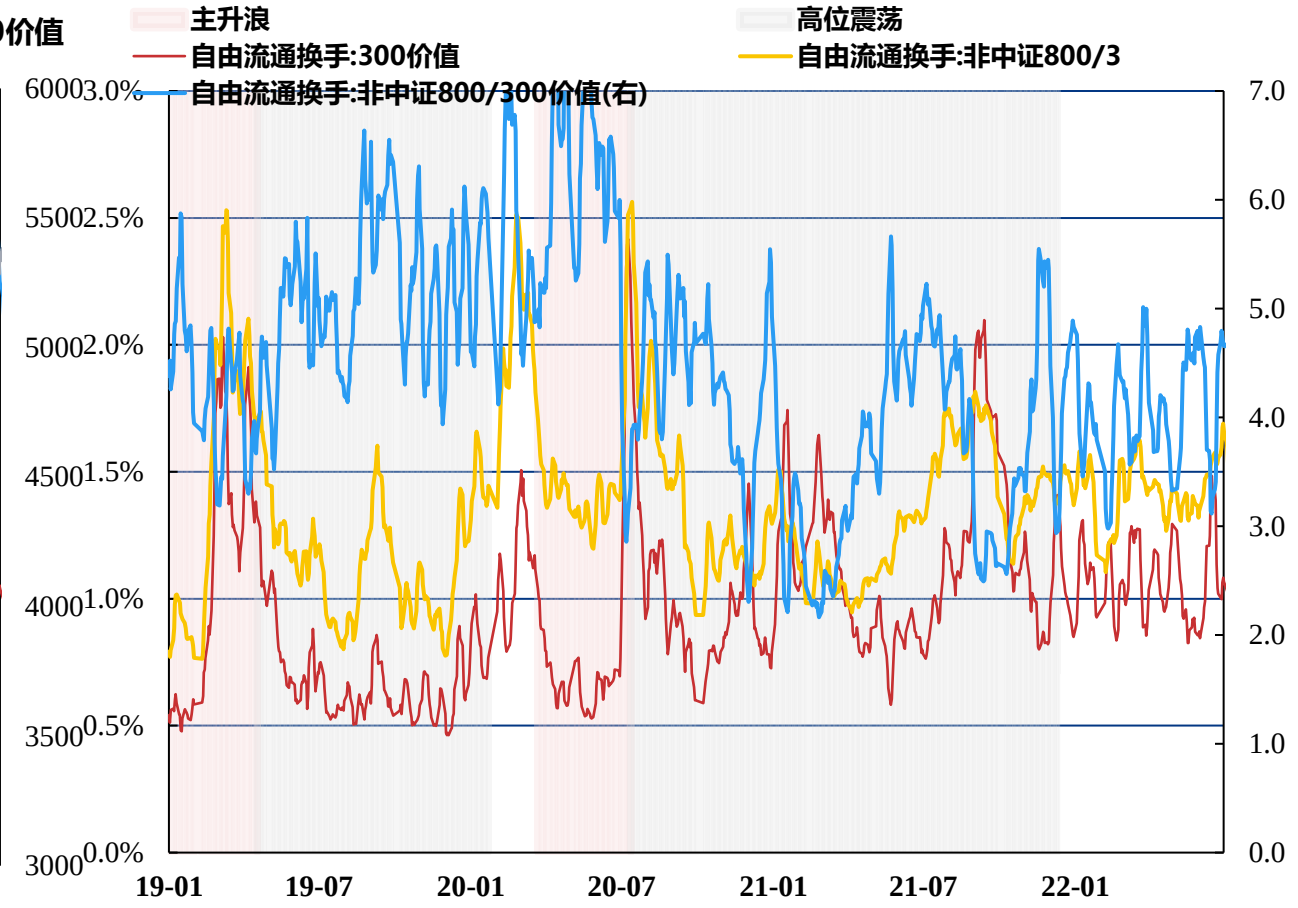
下载日志已记录，仅供内部参考

风格研判-历年经验：2019-2021年

2019-2021年：2019年首轮修复后向上动能有限，同时流动性延续宽松，小微盘相对热度显著更高；2020-2021年，2020年7月新冠冲击缓和后情绪修复下快速抬升估值，之后行情就步入高位震荡期，其中2020年底白酒等大盘价值行情、2021Q3周期受益于供需缺口，全市场包括大盘价值热度抬升，小微盘相对热度低；其他时间，大盘催化有限，小微盘相对热度高。

图表：风格研判框架 2019-2021年





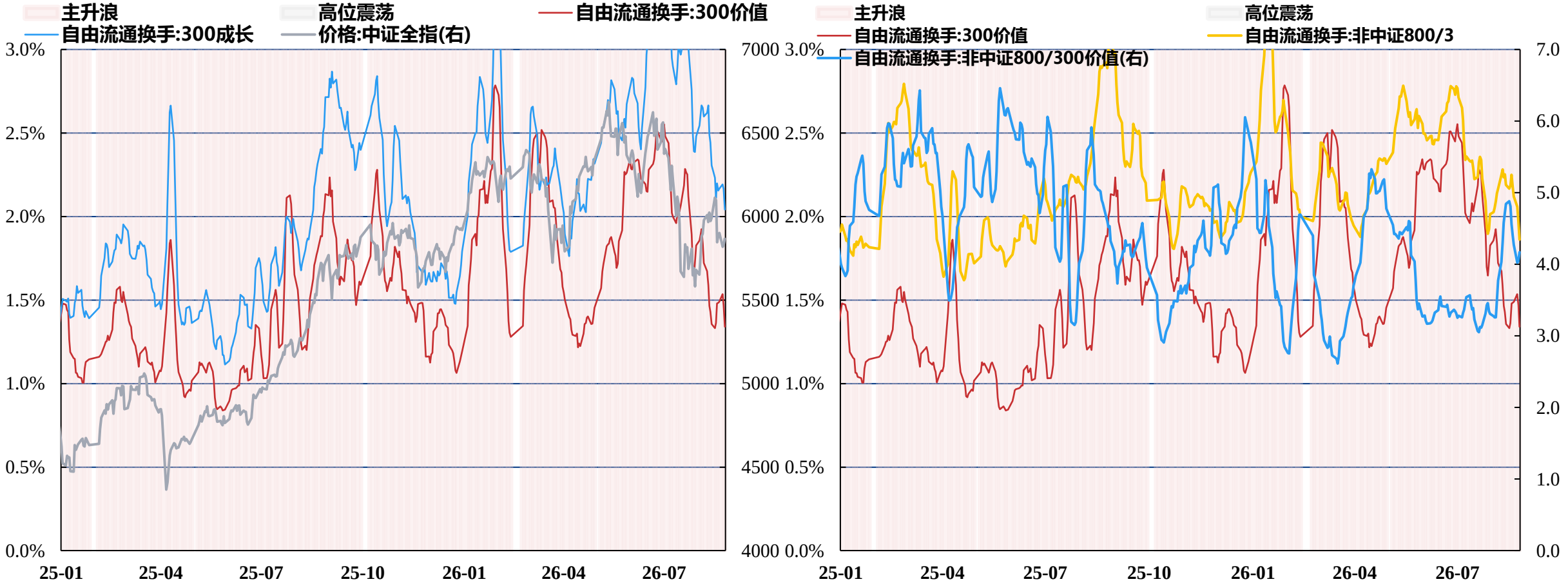
数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率进行MA5平滑处理。

下载日志已记录，仅供内部参考

风格研判-历年经验：2025-2026年

2025-2026年：本轮虽然宏观流动性充裕，但一方面大盘成长催化强劲，热度持续高位，另一方面宽基ETF流出也压制整体流动性，对应小微盘的剩余流动性之前承压，相对热度也在低位。

图表：风格研判框架 2025-2026年



数据来源：Wind，财通证券研究所；自由流通换手率进行MA5平滑处理。

下载日志已记录，仅供内部参考

后续展望：可以通过量能观察后续风格倾向

展望后续，考虑当前国内宏观流动性仍然充裕+全球衰退风险有限，如果中期选举后美国侧没有黑天鹅冲击的话，至少能震荡行情。

1）大盘成长牛市：如果产业催化仍然强劲，市场延续科技牛，对应市场量能在2.5+万亿元级别；

2）小盘震荡行情：如果科技产业催化一般，同时股市流动性充裕，那么大概率高位震荡的轮动小盘行情，对应市场量能在2万亿元级别；

3）红利/现金流行情：如果科技产业催化一般，流动性也不那么充裕，红利/现金流可能相对占优，同时不时有小盘主题行情（小盘热度没有上一个场景高），量能在1.5万亿元级别。

图表：后续展望关注量能级别

	假设		风格结构	自由流通换手率				量能测算
	宏观环境	股市流动性		大盘价值	大盘成长	小微盘	小微盘/大盘价值	对应市场成交额(亿元)
当前(8月末)				1.34%	2.04%	5.59%	4.17	18477
场景1：重新回到强劲牛市	流动性预计延续宽松（国内政治局会议定调），中美当前衰退风险有限。	宽松	大盘成长	>1.5%	>2%	7%		23032
场景2：进入高位震荡行情	下行研判具体关注《四维牛熊框架》。	宽松	小盘	1～1.5%	1.5～2%		>5	18518
场景3：进入偏弱震荡		偏紧，包括ETF或融资等压力相对大影响	都一般，可能大盘价值相对稳健	1～1.5%	1.5～2%		3～4	14138
场景4：进入下行行情	中期选举后海外黑天鹅冲击							

数据来源：Wind，财通证券研究所

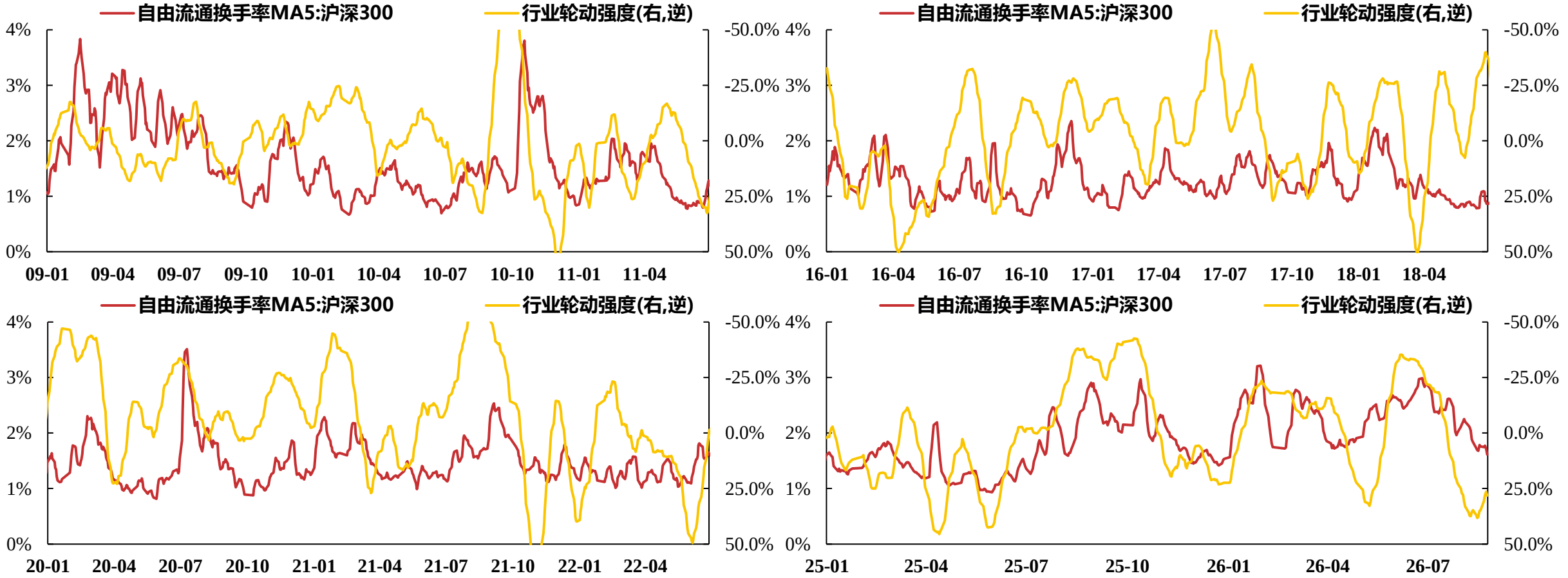
下载日志已记录，仅供内部参考

行业轮动速度：和换手率/行情催化强度

财通证券 CAITONG SECURITIES

如果宏观或者产业有催化，市场量能抬升，对应换手率快速抬升，包括牛市初期的主升浪行情，以及高位震荡行情中的短期强催化驱动的明确行情（如2010Q3的全球再QE、2021Q3的周期行情等）。强催化行情下，行业轮动速度下降；反之行业轮动速度抬升。

图表：行业轮动速度VS换手率/行情催化强度



数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **全球地缘风险：**美伊冲突存在延续风险，进而影响全球油价和供应链等。
- **全球经济衰退风险：**高油价压制全球景气，硬着陆衰退的风险增加，进而影响中国景气。
- **海外金融风险超预期：**美国潜在的二次通胀风险可能导致降息幅度低于预期（或加息幅度超预期），同时叠加美股相对高位，存在美国股市等金融市场波动加大的风险。
- **历史经验失效：**本文结合历史政策效果、经济周期、股市行情等经验对当下进行分析，存在历史经验失效的可能。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

财通证券 CAITONG SECURITIES

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券
CAITONG SECURITIES

选择财通　财运亨通

欢迎关注财通证券研究所微信公众号