仅供内部参考，请勿外传！

策略框架

微盘股策略国际比较与底层逻辑

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

燕翔 登记编号：S1220525030001

相 关 研 究

A 股微盘股表现近年来引发市场广泛关注，本文研究对比 A 股、美股、日股、英股市场微盘股表现，并探讨行情背后的底层逻辑。

从历史表现看，A 股、美股、日股、英股市场微盘股（市值最小 10%组合）均有显著的长期累计超额收益。主要不同点：一是美股微盘股超额收益出现过显著回落，而其他三个市场微盘超额总体持续上行；二是 A 股、日股除微盘外，20%至 50%市值分位数小盘股亦有超额，而美股、英股超额只存在于最小 10%组合。

理论逻辑上对微盘股超额收益的解释主要包括：小市值规模溢价本质是风险补偿、套利限制是微盘超额收益能够长期持续的核心机制、有限关注带来系统性低估放大超额收益、“壳资源”期权价值为微盘股叠加额外潜在收益来源等。但多数学术研究认为，受限于策略容量有限、交易成本高，海外市场中微盘股“纸面收益率”难以实际落地。

对比 A 股与美股、日股、英股微盘股策略，最大差异在流动性。A 股微盘流动性显著好于其他市场，这使得微盘“纸面收益率”在 A 股更容易落地。一是 A 股低市值分位数市值显著高于其他市场，2025 年底 A 股 5%市值分位数市值超其他三个市场 20 倍以上；二是 A 股小市值公司成交金额占比显著高于其他市场，叠加 A 股整体换手率本身全球领先，造成 A 股微盘交易流动性优势突出。

风险提示：宏观经济不及预期、海外市场大幅波动、历史经验不代表未来。

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

1 A股市场微盘股表现特征 5
1.1 万得微盘股指数 5
1.2 市值因子整体表现 6
2 微盘股策略海外市场表现 9
2.1 美国股市微盘股表现 9
2.2 日本股市微盘股表现 12
2.3 英国股市微盘股表现 15
3 微盘股逻辑共同点与差异 18
3.1 微盘股策略理论逻辑 18
3.2 不同市场微盘定价差异 19
3.3 不同市场微盘流动性差异 21

仅供内部参考，请勿外传！

图表目录

图表 1：万得微盘股指数绝对收益与超额收益走势 5
图表 2：万得微盘股指数与万得微盘股日频等权指数走势对比 6
图表 3：市值最小 10%组合与万得微盘股指数走势对比 7
图表 4：A 股市值最小 10%组合超额 7
图表 5：A 股市值 10%至 20%分位数组合超额 7
图表 6：A 股市值 20%至 30%分位数组合超额 8
图表 7：A 股市值 30%至 40%分位数组合超额 8
图表 8：A 股市值 40%至 50%分位数组合超额 8
图表 9：A 股市值 50%至 60%分位数组合超额 8
图表 10：A 股市值 60%至 70%分位数组合超额 8
图表 11：A 股市值 70%至 80%分位数组合超额 8
图表 12：A 股市值 80%至 90%分位数组合超额 9
图表 13：A 股市值最大 10%组合超额 9
图表 14：美股市值最小 10%组合与市场整体走势对比 9
图表 15：美股市值最小 10%组合超额 10
图表 16：美股市值 10%至 20%分位数组合超额 10
图表 17：美股市值 20%至 30%分位数组合超额 10
图表 18：美股市值 30%至 40%分位数组合超额 10
图表 19：美股市值 40%至 50%分位数组合超额 11
图表 20：美股市值 50%至 60%分位数组合超额 11
图表 21：美股市值 60%至 70%分位数组合超额 11
图表 22：美股市值 70%至 80%分位数组合超额 11
图表 23：美股市值 80%至 90%分位数组合超额 11
图表 24：美股市值最大 10%组合超额 11
图表 25：罗素微盘指数与标普 500 指数走势对比 12
图表 26：日本股市市值最小 10%组合与市场整体走势对比 13
图表 27：日股市值最小 10%组合超额 13
图表 28：日股市值 10%至 20%分位数组合超额 13
图表 29：日股市值 20%至 30%分位数组合超额 14
图表 30：日股市值 30%至 40%分位数组合超额 14
图表 31：日股市值 40%至 50%分位数组合超额 14
图表 32：日股市值 50%至 60%分位数组合超额 14
图表 33：日股市值 60%至 70%分位数组合超额 14
图表 34：日股市值 70%至 80%分位数组合超额 14
图表 35：日股市值 80%至 90%分位数组合超额 15
图表 36：日股市值最大 10%组合超额 15
图表 37：英国股市市值最小 10%组合与市场整体走势对比 16
图表 38：英股市值最小 10%组合超额 16
图表 39：英股市值 10%至 20%分位数组合超额 16
图表 40：英股市值 20%至 30%分位数组合超额 17
图表 41：英股市值 30%至 40%分位数组合超额 17
图表 42：英股市值 40%至 50%分位数组合超额 17
图表 43：英股市值 50%至 60%分位数组合超额 17
图表 44：英股市值 60%至 70%分位数组合超额 17
图表 45：英股市值 70%至 80%分位数组合超额 17

仅供内部参考，请勿外传！

图表 46：英股市值 80%至 90%分位数组合超额 18
图表 47：英股市值最大 10%组合超额 18
图表 48：A 股与美股最小 20%市值公司组合内部收益率差异 20
图表 49：A 股与美股最大 20%市值公司组合内部收益率差异 20
图表 50：2025 年底 A 股、美股、日股、英股 2025 年底 5%市值分位数 21
图表 51：A 股、美股、日股、英股 5%市值分位数走势（单位：亿人民币） 21
图表 52：A 股、美股、日股、英股市值最小 10%组合成交金额占比 22

1 A 股市场微盘股表现特征

1.1 万得微盘股指数

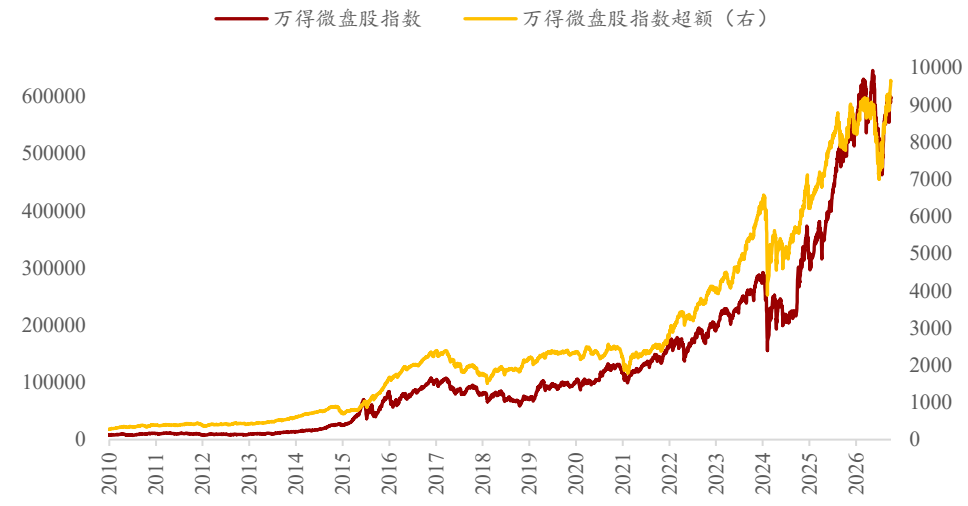
A 股微盘股（Micro-Cap Stock）表现近年来引发市场广泛关注。万得微盘股指数走势总体上持续向上，一直在不断创新高。2025 年全年万得微盘股指数涨幅超 70%、2026 年截至 9 月底涨幅亦超 10%。拉长时间看，2019 年以来万得微盘股指数每年都有正收益，显著跑赢万得全 A 指数。

万得微盘股指数（868008.WI）以上海证券交易所、深圳证券交易所上市的所有上市公司为样本空间，剔除 ST、*ST 及退市警示标的，选取市值最小的 400 只股票为成分，可反映微盘股票的整体表现，亦可作为业绩比较基准或投资工具。万得微盘股指数是包含股息红利的全收益指数，不过在微盘维度下，全收益指数和价格指数的差异微乎其微。

在大小盘问题研究中（参见专题报告:《策略框架之大小（微）盘风格切换》），我们认为大小盘风格切换总体是均值回归来回轮动的。但如果将小盘股进一步市值下沉至微盘股，历史数据显示，微盘股相对小盘股是一种增强策略，历年万得微盘股指数年收益率几乎均高于中证 1000 全收益指数。

图表 1 报告了 2010 年初至 2026 年 9 月底万得微盘股指数绝对收益与超额收益走势，计算超额收益的基准为万得全 A 指数。在此共计 16.75 年时间段内，万得微盘股指数年化复合收益率高达 29.2%，而同时期万得全 A 指数年化复合收益率为 4.6%，微盘股指数有显著的绝对收益和超额收益。

图表 1：万得微盘股指数绝对收益与超额收益走势

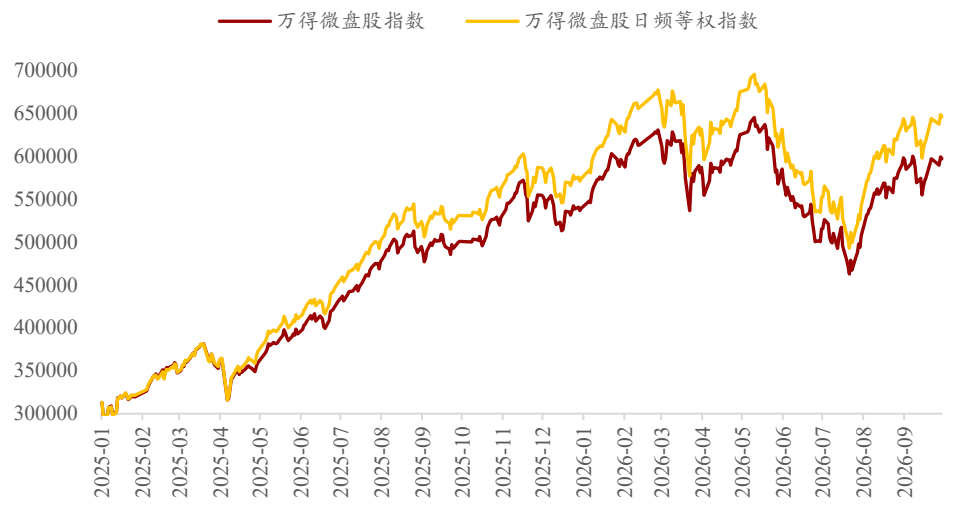


资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

另外有观点认为，万得微盘股指数长期超额收益来源于其高频换样本的规则。早先的万得微盘股指数编制规则是每日更换样本，每日更换样本有可能导致实践中无法复制指数结果。但从 2025 年 1 月起，万得微盘股指数已经改成每月更换样本，每日更换样本的指数功能由新发布的万得微盘股日频等权指数（8841431.WI）承担。

图表 2 报告了 2025 年 1 月以来万得微盘股指数与万得微盘股日频等权指数走势对比。可以得到两个结论，一是每日更换样本并不是微盘股指数长期向上的核心驱动力，变为每月更换样本后，微盘股指数依然有很不错的收益率表现，万得微盘股指数与万得微盘股日频等权指数走势基本一致。二是万得微盘股日频等权指数表现好于月频的万得微盘股指数，说明提高样本更换频率有助于提升指数收益率。

图表 2：万得微盘股指数与万得微盘股日频等权指数走势对比



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

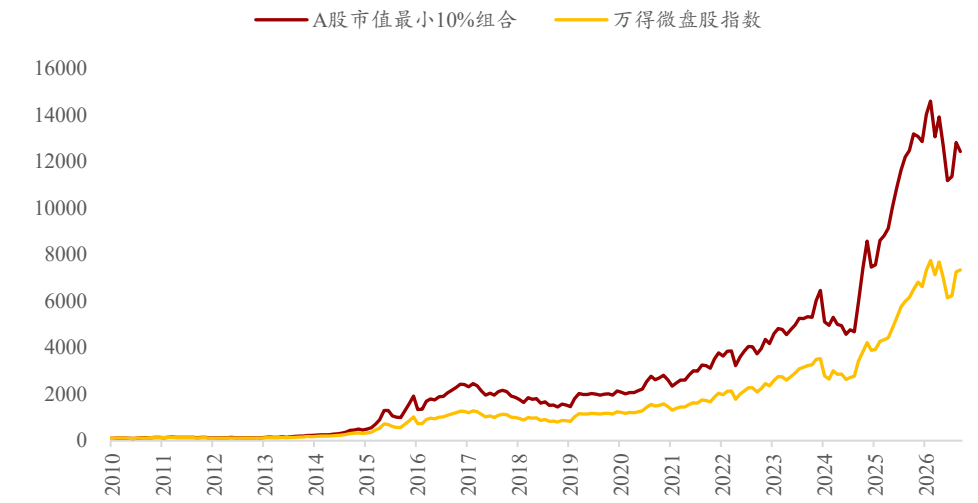
1.2 市值因子整体表现

前文简要描述分析了万得微盘股指数长期收益率表现，这里我们进一步考察 A 股市场因子的整体表现，即不同市值分位数组合超额收益走势变化。

我们首先构建市值最小 10%分位数股票组合，即每月月初根据全部 A 股上市公司上月末总市值进行分组，共分为 10 组，然后计算每个月各市值分位数组合收益率，最后计算成累计收益率指数。市值分位数组合每月更换样本，权重为上月末个股总市值。图表 3 报告了 2010 年初至 2026 年 9 月底 A 股市值最小 10%组合与万得微盘股指数走势对比，结果显示两者走势总体基本一致。

市值最小 10%组合长期收益率表现好于万得微盘股指数，主要原因是样本数量。万得微盘股指数样本数量固定为 400 只股票，而市值最小 10%组合股票数量随上市公司总数而变化，因此在早期上市公司数量较少时，市值最小 10%组合样本相比万得微盘股指数会更小。从两者的超额收益走势中也可以发现，市值最小 10%组合相比万得微盘股指数的超额收益，主要集中在 2016 年以前，2016 年至今两者间超额收益完全走平。

图表 3：市值最小 10%组合与万得微盘股指数走势对比



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

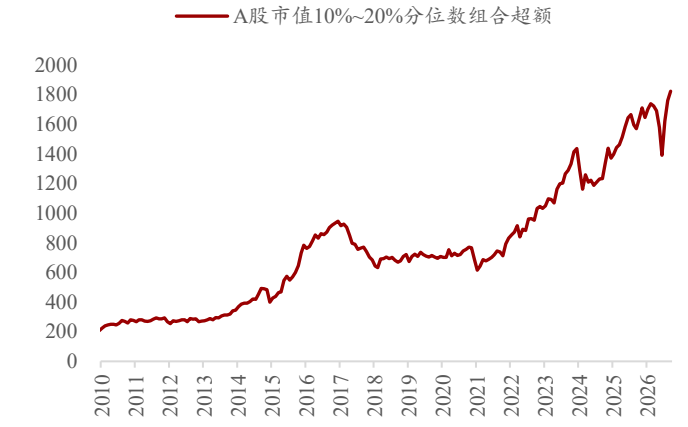
图表 4 至图表 13 报告了 A 股市场按市值分组，每 10%市值分位数超额收益走势，组合构建方式与前述最小 10%市值组合相同，基准都是万得全 A 指数。从结果来看，A 股市场中非但市值最小 10%组合有长期超额收益，市值 10%至 20%分位数组合，甚至市值 20%至 30%分位数组合，趋势上看都有长期超额收益，尽管超额收益绝对值相比市值最小 10%组合显著下降。

图表 4：A 股市值最小 10%组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 5：A 股市值 10%至 20%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 6：A 股市值 20%至 30%分位数组合超额



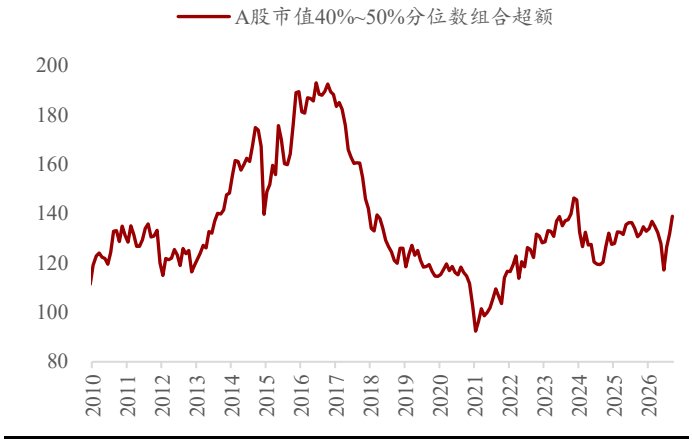
资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 7：A 股市值 30%至 40%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 8：A 股市值 40%至 50%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 9：A 股市值 50%至 60%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 10：A 股市值 60%至 70%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 11：A 股市值 70%至 80%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 12：A 股市值 80%至 90%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 13：A 股市值最大 10%组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

2 微盘股策略海外市场表现

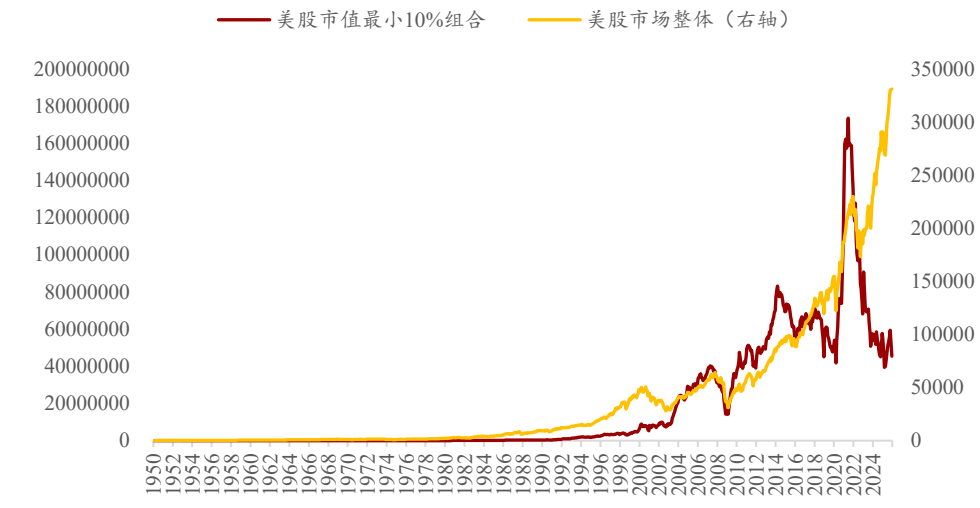
从经验事实上看，微盘股策略在 A 股市场中有很好的长期收益率表现。这种情况是中国市场特有的，还是全球股市普遍存在的现象呢？本节分析美国股市、日本股市、英国股市微盘股行情特征，试图寻找更多的经验证据。

2.1 美国股市微盘股表现

图表 14 报告了 1950 年至 2025 年美股市值最小 10%组合与市场整体走势对比。这里市值分位数组合收益率计算方式与前文中 A 股组合相同，市场整体即全部美国本土上市公司（不含 ADR）按市值加权收益率表现。

这里有两点结果值得注意：一是从最长时间看，美股市值最小 10%组合相比市场整体有更高的累计收益率，体现在图表 14 中左轴和右轴绝对数据有很大差距（两者起始点数值标准化为相同值）；二是美股市值最小 10%组合自 2021 年年中以来，出现了大幅下跌，跌幅超过一半。

图表 14：美股市值最小 10%组合与市场整体走势对比



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

美国股市微盘股表现相比 A 股，有一个共同点，两者长期累计收益率均显著高于市场整体。但也有一个明显的不同点，那就是美股微盘股超额收益本身并非持续上行，因此以截至目前的数据经验而言，并不能说美股市场中微盘股策略持续跑赢大盘。

图表 15 至图表 24 报告了美股市场按市值分组，每 10%市值分位数超额收益走势，组合构建方式与前述 A 股市值分位数组合相同，超额计算基准是全部美股公司（不含 ADR）按市值加权收益率。有三个结论值得关注：

一是美股最小 10%组合历史累计有超额，但超额收益并非持续单边上升，2000 年以后微盘股超额收益大起大落，2021 年年中以来显著回落。

二是除最小 10%组合外，市值稍大一点的 10%至 20%分位数组合和 20%至 30%分位数组合，长期均无累计超额收益，这点与 A 股市场特征显著不同。

三是 2020 年以来只有市值最大 10%组合有超额收益，其他全部九个市值分位数组合超额收益均为负，美股行情完全由超级公司驱动。

图表 15：美股市值最小 10%组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 16：美股市值 10%至 20%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 17：美股市值 20%至 30%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 18：美股市值 30%至 40%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 19：美股市值 40%至 50%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 20：美股市值 50%至 60%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 21：美股市值 60%至 70%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 22：美股市值 70%至 80%分位数组合超额



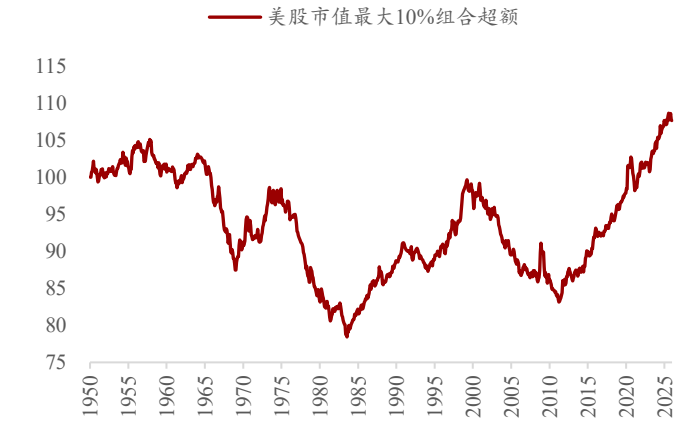
资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 23：美股市值 80%至 90%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 24：美股市值最大 10%组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

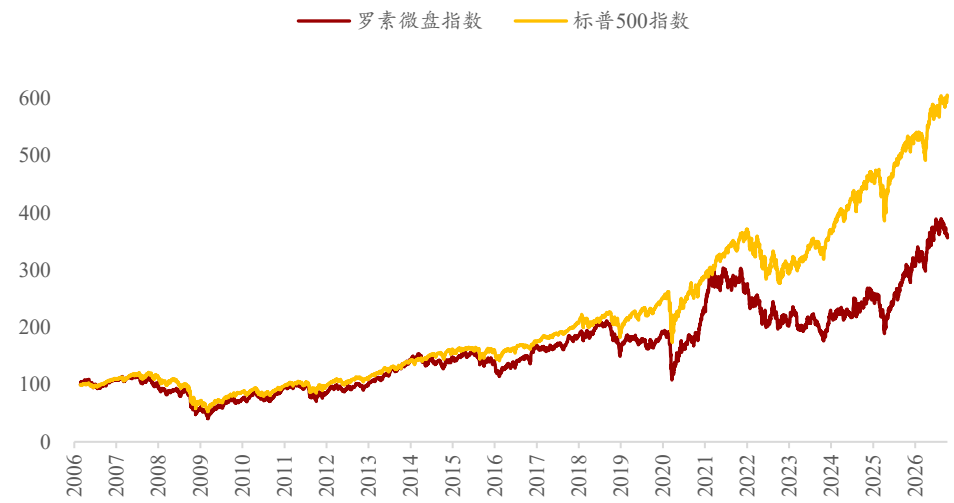
美股市场成熟指数中，具有代表性的微盘股指数是罗素微盘股指数（Russell Microcap Index）。Russell Microcap 指数由 FTSE Russell 编制，指数样本来自美国

股票市场，经上市资格、证券类型、市值、流动性等条件筛选后，按总市值排序，选取罗素 2000 指数中市值最小的 1000 只股票，并在此基础上向下延伸，纳入罗素 3000E 指数中市值最小的 1000 只符合资格的证券。

图表 25 报告了 2006 年初至 2026 年 9 月底美股罗素微盘指数与标普 500 指数走势对比，这里的标普 500 指数是不包含股息红利的价格指数。从结果来看，罗素微盘指数长期表现明显弱于标普 500 指数，如果进一步考虑微盘股股息红利相对更少，其相对标普 500 全收益指数的负超额收益会更明显。

但需要注意的是，罗素微盘指数与万得微盘股指数在“标的股票市值范围”上其实有很大差距。万得微盘股指数可以理解为全市场市值最小 10%组合，而罗素微盘股指数大体理解为全部美股市值第 2001 名到 4000 名组合，对应大体上是后 50%分位数全部股票，与 A 股中证 2000 指数市值分位数更加相似。

图表 25：罗素微盘指数与标普 500 指数走势对比



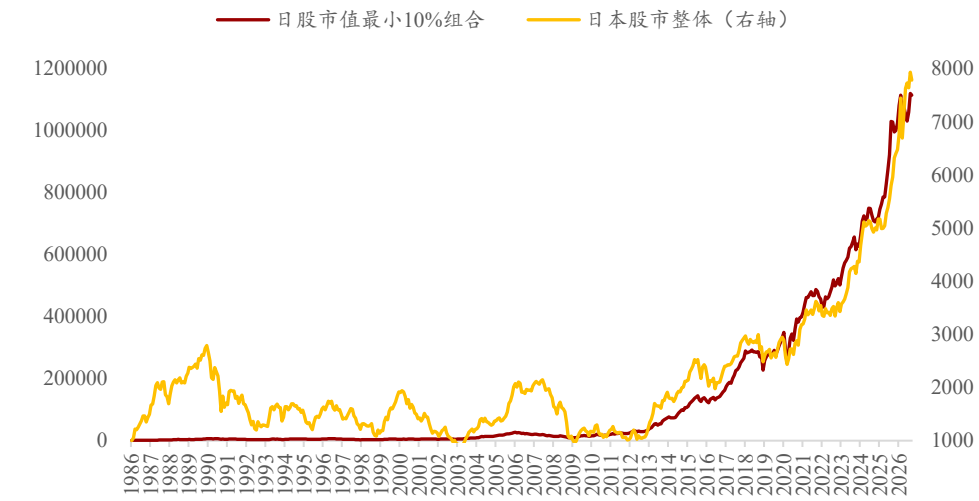
资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

2.2 日本股市微盘股表现

图表 26 报告了 1986 年至 2026 年 9 月日本股市市值最小 10%组合与市场整体走势对比。这里市值分位数组合收益率计算方式与前文中 A 股和美股组合相同，市场整体即全部日本股市上市公司按市值加权收益率表现。

从结果中可以发现，日本股市微盘股策略表现与 A 股较为相似，一是从最长时间看，日本股市市值最小 10%组合相比市场整体有更高的累计收益率，体现在图表 26 中左轴和右轴绝对数据有很大差距（两者起始点数值标准化为相同值）；二是从绝对收益角度看，日本微盘股总体趋势长期向上，没有出现美股那般极大的下跌回撤。

图表 26：日本股市市值最小 10%组合与市场整体走势对比

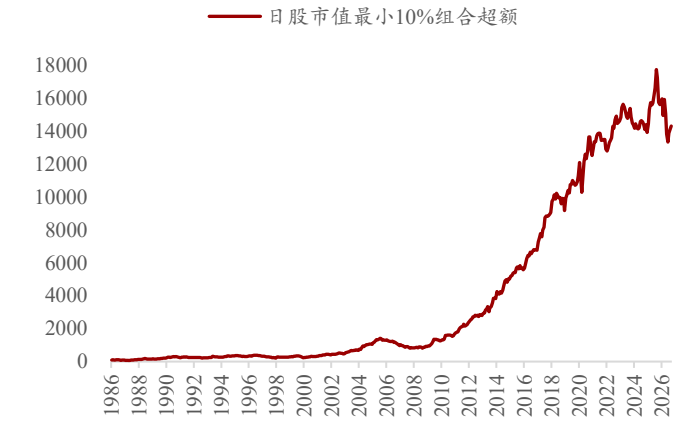


资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 27 至图表 36 报告了日股市场按市值分组，每 10%市值分位数超额收益走势，组合构建方式与前述 A 股和美股市值分位数组合相同，超额计算基准是全部日本股市上市公司按市值加权收益率。

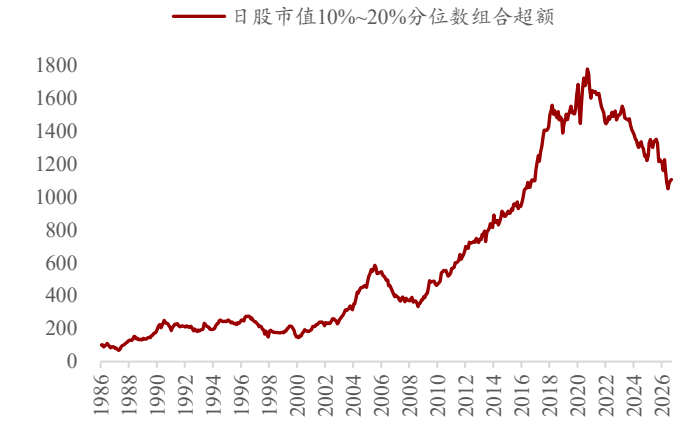
从不同市值分位数组合超额收益走势也可以发现，在这个维度上，日本股市与 A 股特征更接近而与美股有很大的不同。日本股市市值最小 10%组合超额收益非常显著，且超额收益趋势上也长期向上。除了市值最小 10%组合外，在市值 10%至 20%分位数组合、市值 20%至 30%分位数组合、市值 30%至 40%分位数组合也都有明显的长期累计超额收益。

图表 27：日股市值最小 10%组合超额



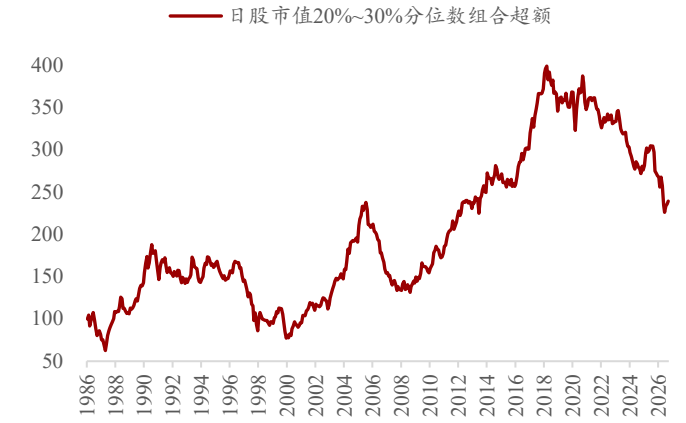
资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 28：日股市值 10%至 20%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 29：日股市值 20%至 30%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 30：日股市值 30%至 40%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 31：日股市值 40%至 50%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 32：日股市值 50%至 60%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 33：日股市值 60%至 70%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 34：日股市值 70%至 80%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 35：日股市值 80%至 90%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 36：日股市值最大 10%组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

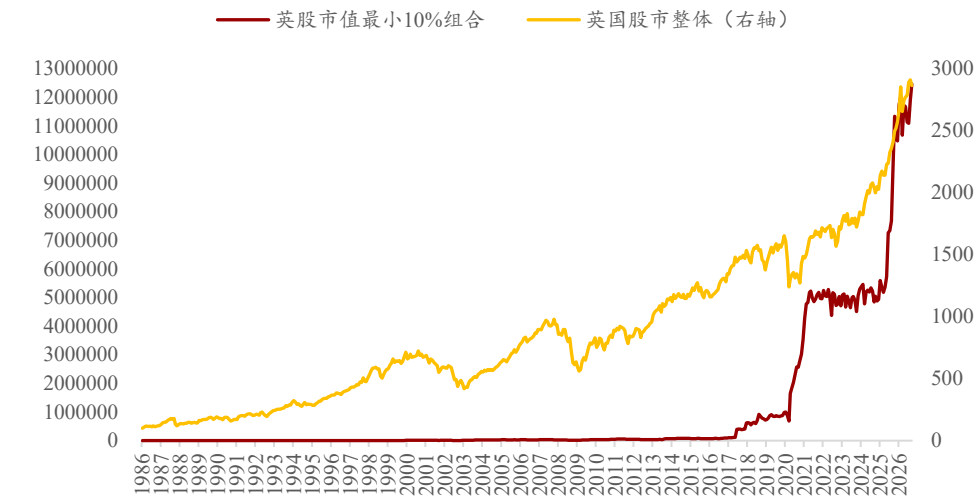
日本股市中已有的微盘股指数主要是“东证微型市值指数”（TOPIX Micro Cap），由东京证券交易所于 2024 年 3 月 4 日发布，指数基日追溯到 2023 年 8 月 18 日。其样本选择方式为全部 TOPIX 东证指数成分股，剔除 TOPIX1000（即 TOPIX 中市值最大的 1000 个公司）之后剩下的所有股票，就是 TOPIX Micro Cap，属于东证规模分层体系里最小一档。该指数由于发布日期较近、历史数据较短，尚不能进行长时间段研究分析。

2.3 英国股市微盘股表现

图表 37 报告了 1986 年至 2026 年 9 月英国股市（即伦敦证券交易所）上市股票，市值最小 10%组合与市场整体走势对比。考虑到伦敦证券交易所是全球证券交易中心海外上市公司较多，这里我们只保留注册地在英国的上市公司，这种处理方式与分析美股市场时剔除 ADR 样本一致。此处市值分位数组合收益率计算方式与前文中 A 股、美股、日股组合相同，市场整体即全部英国股市上市公司按市值加权收益率表现。

从结果中可以发现，英国股市微盘股策略表现有与 A 股、日股相似的地方。一是从最长时间看，英国股市市值最小 10%组合相比市场整体有更高的累计收益率，体现在图表 37 中左轴和右轴绝对数据有很大差距（两者起始点数值标准化为相同值）；二是从市值最小 10%组合走势来看，英国微盘股总体趋势长期向上，没有出现大幅回撤。另有不同点在于，英国市值最小 10%组合走势呈“台阶式”上升，意味着收益率会在特定的短时间内实现，同时又会出现较长时间的震荡平台期。

图表 37：英国股市市值最小 10%组合与市场整体走势对比

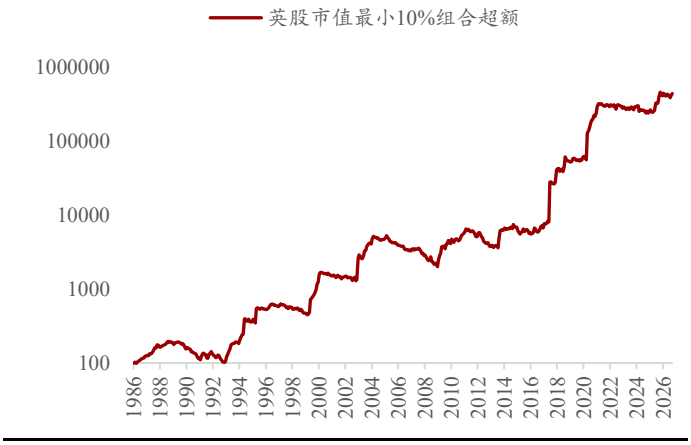


资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 38 至图表 47 报告了英股市场按市值分组，每 10%市值分位数超额收益走势，组合构建方式与前述 A 股、美股、日股市值分位数组合相同，超额计算基准是全部英国股市上市公司按市值加权收益率。

英国股市不同市值分位数超额收益主要特征在于：一是英国股市市值最小 10%组合超额收益非常显著，且超额收益趋势上也长期向上。二是除了市值最小 10%组合外，其他小市值组合长期超额收益均为负，且总体看趋势上不断走弱。在 10%以上至 60%市值分位数区间，英国股市小市值组合表现相比 A 股、美股、日股都更弱。

图表 38：英股市值最小 10%组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 39：英股市值 10%至 20%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

图表 40：英股市值 20%至 30%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 41：英股市值 30%至 40%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 42：英股市值 40%至 50%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 43：英股市值 50%至 60%分位数组合超额



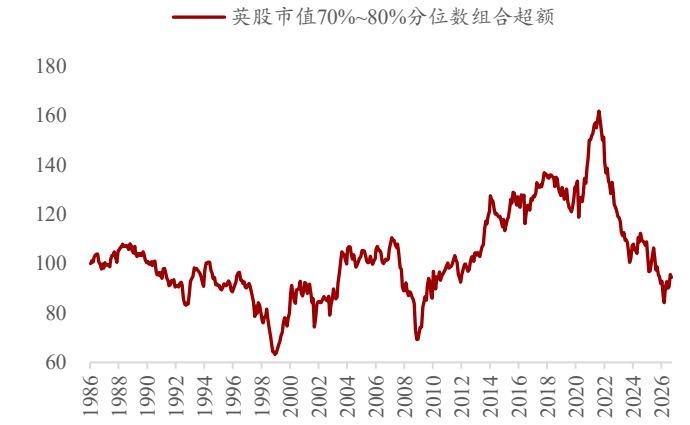
资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 44：英股市值 60%至 70%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 45：英股市值 70%至 80%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 46：英股市值 80%至 90%分位数组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 47：英股市值最大 10%组合超额



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

3 微盘股逻辑共同点与差异

3.1 微盘股策略理论逻辑

从前述 A 股和海外市场（美股、日股、英股）表现来看，微盘股策略（市值最小 10%组合）在各个市场都有较高的长期累计超额收益。几个市场的主要区别在于，美股微盘股超额收益有较大波动，而 A 股、日股、英股微盘股超额收益几乎是持续上行的。从相关学术研究来看，一般认为微盘股有长期超额收益的理论逻辑或有如下几点：

第一，规模溢价本质是风险补偿，是微盘超额收益基础定价逻辑。在 Fama-French 的多因子框架中，规模因子（SMB）将小微盘的超额收益解释为系统性风险溢价。微盘企业普遍存在经营稳定性弱、盈利波动大、外部融资渠道受限等特征，财务困境与破产风险显著高于大盘企业。同时，微盘个股交易活跃度低且买卖价差大，存在显著的流动性风险。同时，这类股票信息披露质量偏低、分析师覆盖稀缺，信息不对称会带来逆向选择成本。此外，叠加更高的尾部下行风险，风险厌恶型投资者会要求更高的预期回报作为补偿，从而形成理论层面的长期溢价。

第二，套利限制是微盘超额收益能够长期持续的核心机制。即便市场存在定价偏差，理性套利资金也难以完全修复错误定价。其一，微盘股融券成本高昂、做空工具匮乏，缺少对冲手段，双向套利难以开展。其二，微盘价格受噪音交易者影响极强，错误定价可能持续放大，套利资金面临噪音交易者风险。其三，微盘策略资金容量极低，机构资金受风控、流动性约束，无法大规模配置，边际定价力量不足。套利成本高于套利收益，使得低估状态得以长期维持，微盘的定价偏差无法被快速抹平。

第三，有限关注带来系统性低估放大超额收益。从行为金融视角，机构投资者、卖方分析师与市场媒体的注意力集中于大盘蓝筹标的，绝大多数微盘股长期处于低覆盖状态，有限注意力造成定价效率低下，更容易出现系统性低估。同时，机构投资规则存在天然约束，大型公募、外资机构受持仓集中度、流动性要求限制，主动规避微盘标的，进一步留给散户与小型量化资金定价空间。投资者行为层面，彩票偏好、处置效应会放大微盘股的波动，反复制造定价偏离。

第四，“壳资源”期权价值为微盘股叠加额外潜在收益来源。微盘股除了小盘股一般特征外，额外拥有“壳价值”这一独特溢价来源。由于市值极小、股权结构相对

集中，微盘股更容易成为并购重组、借壳上市或资本运作的标的，其控制权本身具有稀缺性和期权属性。在上市资源仍具门槛环境下，壳资源价值为微盘股提供了额外的下行支撑和上行弹性。因此，微盘股长期收益率不仅来源于传统的小盘股风险溢价，还叠加了壳价值溢价，使其整体预期回报显著高于普通小盘股。

但需要注意的是，微盘股溢价即使存在，但因为策略容量有限、交易成本高，大规模资金很难获取指数回测展示的全部超额收益。因此在海外市场中，学术研究普遍认为，微盘股回测中的超额收益属于纸面收益率，无法或者较难在实践中兑现。例如，回测假设可无摩擦完成调仓，但真实交易中冲击成本、滑点、停牌、退市风险会大幅侵蚀账面收益，这也是纸面收益率与实盘收益差距的主要来源。

3.2 不同市场微盘定价差异

以下我们讨论 A 股与海外市场微盘股策略差异，主要讨论两类差异，一是定价差异、二是流动性差异。

如果一个组合中股票收益率分布是连续型均匀分布的，那么收益率的均值和中位数是相同的。但是如果组合内部收益率不是均匀分布的，而是分化很大，少部分股票涨幅巨大拉高组合平均收益，此时组合收益率的平均值就会明显大于组合收益率的中位数。

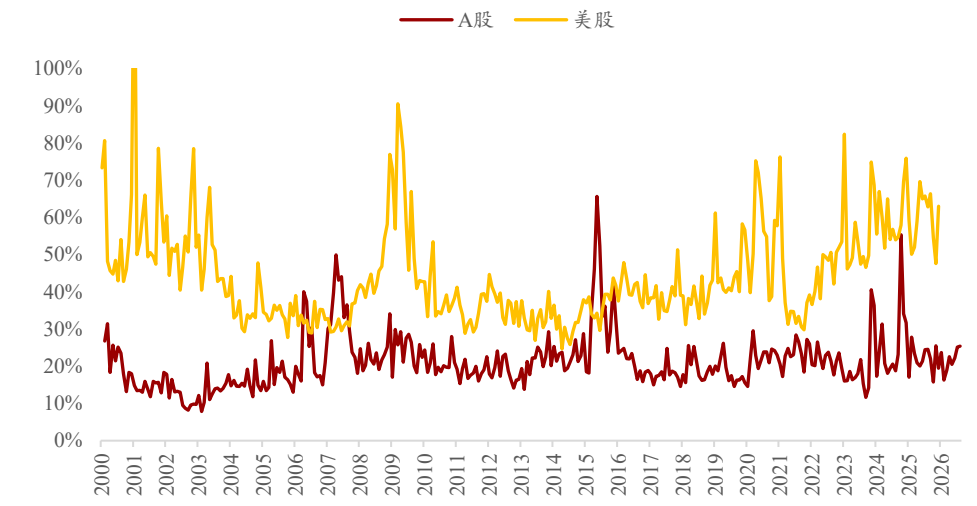
举个简单的例子，比如一个组合一共有 10 个股票，如果每个股票都涨 10%，那么买任意一个股票和买整个组合（整个组合可以看作一个指数）的收益率相同，都是 10%。但是如果 10 只股票中，有 9 个股票一点不涨，另外一只股票涨幅 100%，此时整个组合（指数）的收益率依然是 10%，但中位数只有 0%。

这就是很多市场参与者在日常中感觉到“指数在涨、个股不涨”的背后数学原因。指数内部收益率分化越大，个体（个股）和整体（组合或指数）的差异也越大，也会有“指数在涨、个股不涨”的感觉。收益率分化加大情况下，组合内部分个股涨幅会明显高于其他个股，但买对这部分个股的概率也在减小。

图表 48 报告了 A 股和美股最小 20%市值公司的组合内部收益率差异，即刻画了小市值公司内部的收益率分化情况。这里我们每个月将组合内所有个股的收益率进行排序，用 90%分位数的收益率数据减去 10%分位数的收益率。90%分位数收益率可以理解为组合内领涨个股平均收益率，10%分位数收益率可以理解为组合内滞涨个股平均收益率。90%分位数与 10%分位数收益率之差，可以度量组合内部的收益率分化程度，数值越大，说明分化越大。

在图表 48 中可以看到，对于市值最小的 20%公司组合，美股市场其内部的收益率分化程度要比 A 股市场高很多。从 2000 年至 2025 年，A 股市值最小 20%公司组合中，90%分位数收益率减 10%分位数收益率，平均值为 21%，同时间窗口同口径下美股该指标为 44%。

图表 48：A 股与美股最小 20%市值公司组合内部收益率差异

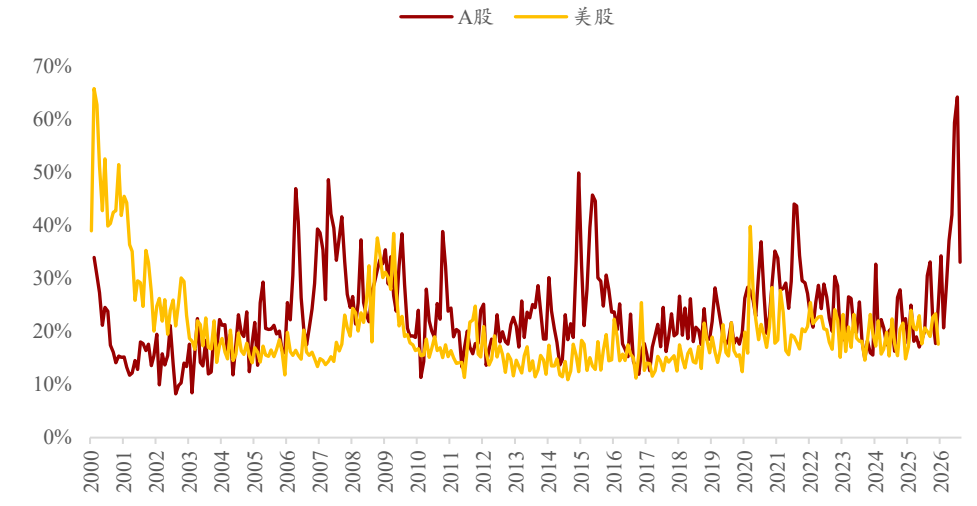


资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

而大市值公司组合的情况则不同，图表 49 报告了 A 股和美股最大 20%市值公司的组合内部收益率差异。相比于小盘股组合，A 股和美股在大盘股组合中收益率分化程度大致接近，从 2000 年至 2025 年，A 股市值最大 20%公司组合中，90%分位数收益率减 10%分位数收益率，平均值为 22%，同时间窗口同口径下美股该指标为 20%。

对比图表 48 和图表 49，我们可以发现，美股小盘股组合的内部收益率分化要显著高于大盘股组合，这与我们很多常识判断是一致的。当前 A 股大盘股内部收益率分化程度与美股大体相当，但 A 股小盘股组合内部的收益率分化程度要远小于美股。

图表 49：A 股与美股最大 20%市值公司组合内部收益率差异



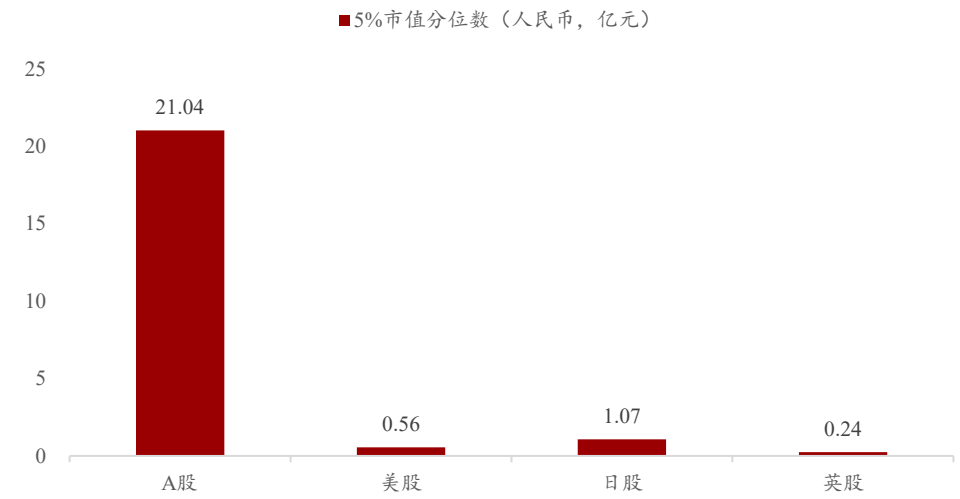
资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

3.3 不同市场微盘流动性差异

我们认为，A 股微盘股策略相比海外市场最大的差异在于流动性，这也使得微盘股策略的“纸面收益率”在 A 股市场更容易落地。

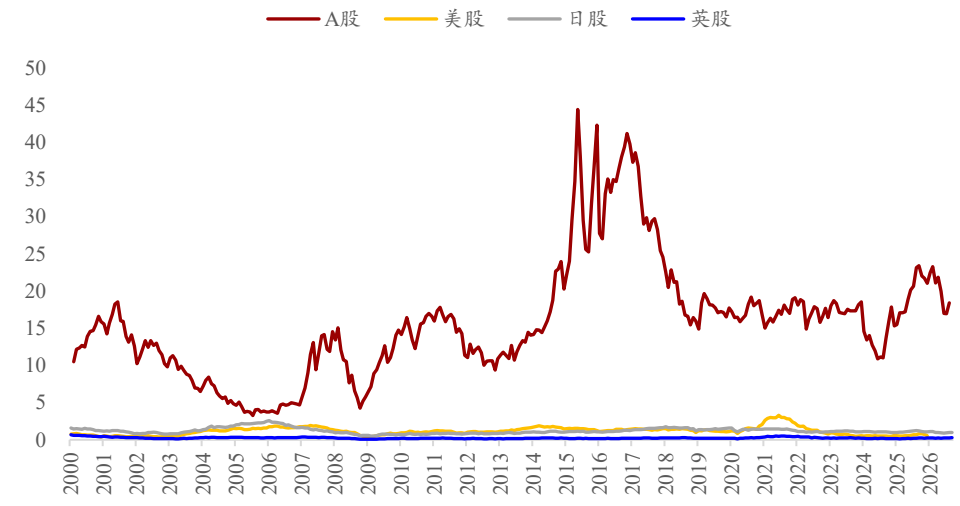
一是 A 股低市值分位数市值显著高于其他市场。图表 50 报告了 2025 年底 A 股、美股、日股、英股 2025 年底 5%市值分位数公司市值对比，单位全部换算成了人民币。2025 年底 A 股 5%市值分位数约在 21 亿人民币左右，高于其他三个市场均值 20 倍以上。而且从历史比较来看，A 股 5%市值分位数市值长期显著高于其他市场（参见图表 51）。

图表 50：2025 年底 A 股、美股、日股、英股 2025 年底 5%市值分位数



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

图表 51：A 股、美股、日股、英股 5%市值分位数走势（单位：亿人民币）

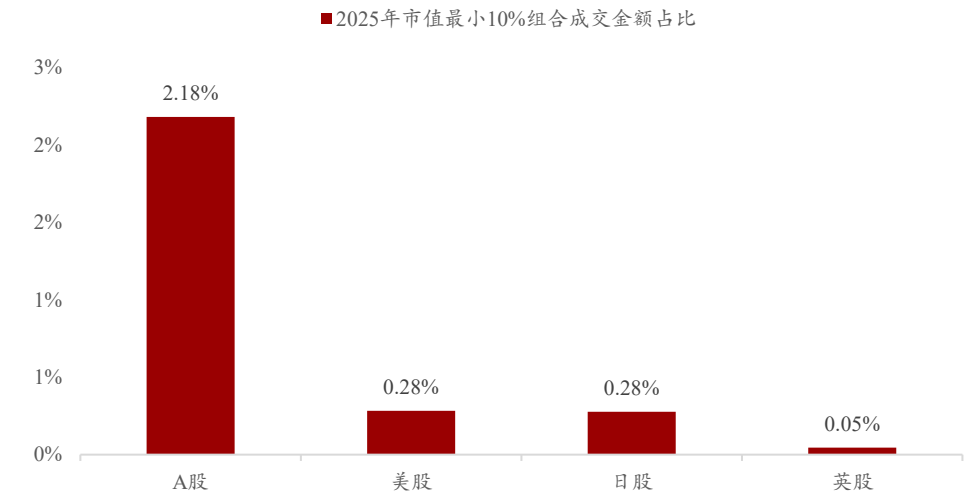


资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

二是 A 股小市值公司成交金额占比显著高于其他市场。图表 52 报告了 2025 年全年 A 股、美股、日股、英股市值最小 10%组合成交金额占比。A 股微盘股（市值最小 10%组合）成交金额占比为 2.18%，是美股和日股的 7.8 倍，考虑到 A 股市

场整体换手率本身在全球又是领先的，两者叠加说明 A 股微盘股流动性在全球市场中具有明显优势。

图表 52：A 股、美股、日股、英股市值最小 10%组合成交金额占比



资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层
上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：https://www.foundersc.com
E-mail：yjzx@foundersc.com