

2023 年 03 月 26 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

牛市初期颠簸何时休？

—策略专题报告

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005

✉ tanqian@cfsc.com.cn

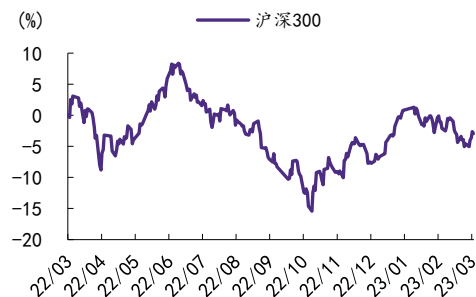
分析师：朱珠 S1050521110001

✉ zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

✉ yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《TMT 和中字头行情的四重支撑》2023-03-21
- 2、《美联储的三难抉择：抗通胀、防风险和托经济》2023-03-21
- 3、《宏观顺风逐步回归，A 股企稳再迎催化》2023-03-19

■ 牛市初期有何共性？

A 股牛熊周期一般在 3-4 年左右，牛市大多持续 2 年左右，且多为两段式行情，第一段为震荡上行期，第二段为主升浪。牛市初期多呈现震荡上行，颠簸难以避免，从 2010 年以来的三次 W 型底部反转来看，牛市初期都会呈现“上行—调整—回升”的震荡上行走势。

■ 牛市初期为何多颠簸？

2013 年：12 月钱荒再现，外部流动性收紧，牛市初期行情迎来挑战。

2016 年：4 月中旬内外流动性扰动再起，A 股调整接踵而至。

2019 年：4 月政治局会议释放货币收紧信号，政策力度不及预期，叠加美国对华加征关税，引发市场调整。

2023 年：2 月以来，外胀内滞担忧再起，加剧 A 股波动。

综合来看，牛转换初期市场预期和现实剧烈博弈，流动性是重要影响因素。如若同时出现两因子双杀或者三杀，市场回调幅度和盘整时间将会更长。

■ 牛市初期颠簸何时休？

流动性边际改善是牛市初期走出震荡市的先决条件，若能叠加风险偏好回升和盈利改善的助推，调整之后的回升会更为顺畅。

近期美联储加息落地，东升西落顺风回归。美联储 3 月节奏如期放缓，加息接近尾声，外部流动性压力明显缓解。国内经济延续修复，央行突发全面降准 25BP 释放积极的政策信号，配合一季报业绩触底回升和 4 月政治局会议政策发力，A 股有望迎来催化破局，重回上行通道。

■ 行业主线

继续关注数字经济（算力算法、数据要素、商业应用）和国企改革（低估高息、数字经济、产业安全）两大主线。

短期热门主线交易拥挤担忧显现，或有阶段性的“高切低”的交易机会，因此在一季报公布之际，推荐关注超跌且有盈利修复的行业，例如：电力设备、医药生物、食品饮料、美容护理。

■ 风险提示

- (1) 政策不及预期 (2) 地缘政治风险 (3) 业绩不及预期

正文目录

1、 牛市初期有何共性？	4
2、 牛市初期为何多颠簸？	7
2.1、 2013 年：“钱荒”卷土重来，流动性担忧再起	7
2.2、 2016 年：货币回归常态化引发市场担忧	8
2.3、 2019 年：内忧外患再起，避险情绪升温	9
2.4、 2023 年：外胀内滞担忧，市场预期修正	11
2.5、 小结：流动性是主因，业绩和风险偏好也有影响	12
3、 牛市初期颠簸何时休？	13
3.1、 寻找走出震荡市的信号	13
3.2、 美联储加息落地，东升西落顺风回归	15
4、 风险提示	18

图表目录

图表 1：当前 A 股仍处于熊转牛初期阶段	4
图表 2：牛市第二段上行的斜率远大于第一段	5
图表 3：牛市初期多为震荡上行	5
图表 4：回调阶段持续时间和幅度	6
图表 5：年后宏观逆风频吹，A 股迎来调整	6
图表 6：2013 年 Q1-Q3 盈利改善	7
图表 7：2013 年两次“钱荒”决定了市场走势	7
图表 8：宏观流动性充裕	8
图表 9：指数迅速“拔估值”	8
图表 10：全 A 盈利延续回落，创业板指盈利触底回升	9
图表 11：上证指数估值下修幅度较小，创业板估值下杀	9
图表 12：4-5 月全 A 成交额缩量	9
图表 13：杠杆资金交易情绪低迷	9
图表 14：流动性和风险偏好上行助推估值提升	10
图表 15：2018 年底外资提前布局反转	10
图表 16：社融再度恶化（%）	10
图表 17：市场分歧加剧，行业轮动加速	10
图表 18：本轮 W 型的右侧底于 2022 年 10 月 31 日确立	11
图表 19：2022Q3 盈利磨底	11
图表 20：上证指数估值修复	11
图表 21：牛市初期 DDM 三因子总结	12

图表 22: 2016 年下半年全球经济共振上行.....	13
图表 23: 融资交易规模迅速扩张.....	13
图表 24: 2016 年下半年全球经济共振上行.....	14
图表 25: 螺纹钢价格开始上行.....	14
图表 26: 北上资金创纪录净流入.....	14
图表 27: 美联储三季度连续三次降息.....	15
图表 28: 国内货币宽松催化剩余流动性上行.....	15
图表 29: 盈利对于指数涨跌的贡献度在一季报公布期间会显著提升 (%).....	16
图表 30: 全 A 盈利修正宽度.....	16
图表 31: 年初至今申万一级行业盈利修正宽度变化.....	17
图表 32: 关注超跌且盈利修正的行业.....	17

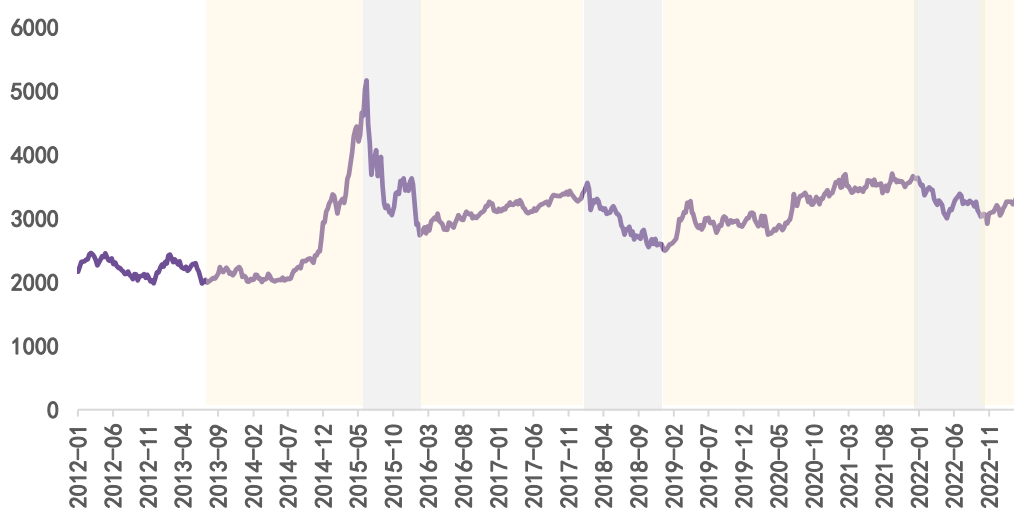
自 2022 年下半年以来，我们华鑫宏观策略对于 A 股大势研判围绕 W 型反转的框架展开。去年 6 月中期策略提示 A 股还有二次探底，11 月初专题报告明确四箭齐发确认 W 型右侧底，12 月年度策略预判一季度 A 股一波三折，最近在周观点中预测宏观顺风回归助力 A 股企稳，基本都得到了验证。

2022 年 10 月底，在东升西落的宏观顺风助力下，A 股 W 型开启反转，叠加春季躁动的催化，熊转牛最初期上行较为顺畅。直至年后，地缘政治事件频发，美联储加息预期反复，海外银行风险事件发酵，叠加国内疫后修复和两会政策扰动，市场担忧蔓延，A 股走势十分颠簸，特别是创业板指回吐了大部分涨幅，赛道股调整尤为剧烈，直到本周才略微好转。W 型底部确认，熊牛转换初期市场节奏如何？此轮调整是否已经到位？哪些行业主线值得关注？我们将基于前几轮行情复盘，结合当前 A 股实际情况详细论述。

1、牛市初期有何共性？

A 股牛熊周期一般在 3-4 年左右，当前处于熊转牛初期。以上证指数为例，2010 年以来共经历了三轮完整的牛熊周期，分别为 2013 年 6 月-2015 年 12 月、2016 年 1 月-2018 年 12 月、2019 年 1 月-2022 年 10 月。2022 年 10 月底，W 型右侧底得以确认，反转行情开启，A 股正式进入新一轮牛熊周期，2023 年是熊转牛的初期。

图表 1：当前 A 股仍处于熊转牛初期阶段（上证指数）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（黄色牛市，灰色熊市）

牛市大多持续 2 年左右，且多为两段式行情。牛熊周期中，牛市占据了一半左右的时间，一般持续 2 年左右，分别对应的是 2013 年 6 月-2014 年 6 月、2016 年 1 月-2018 年 1 月、2019 年 1 月-2021 年 12 月。牛市行情又可以分为两个阶段，第一段为震荡上行期，走势一波三折，涨幅相对有限；第二段为主升浪，走势较为顺畅，收益更为可观。

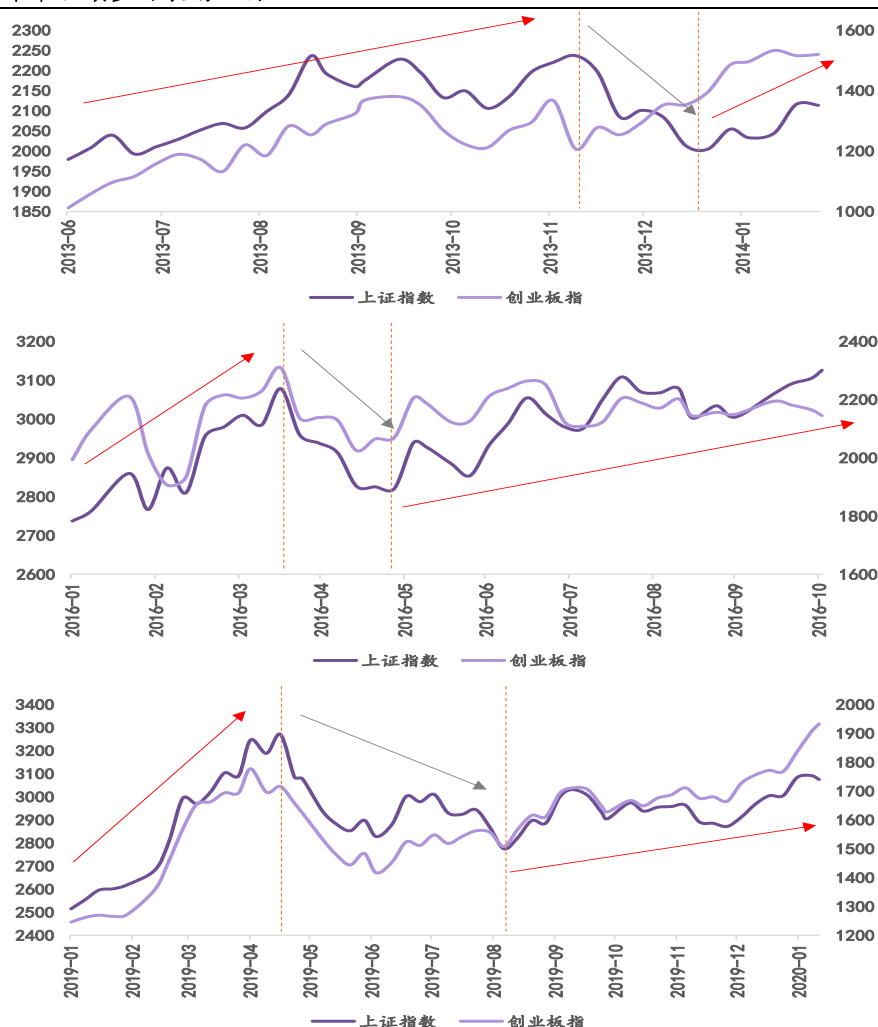
图表 2：牛市第二段上行的斜率远大于第一段（上证指数）

牛市震荡上行期	涨跌幅 (%)	牛市主升浪	涨跌幅 (%)
2013. 6-2014. 6 (241 交易日)	3. 08	2014. 6-2015. 6 (242 交易日)	151. 34
2016. 1-2017. 6 (325 交易日)	13. 52	2017. 6-2018. 1 (164 交易日)	14. 36
2019. 1-2020. 6 (340 交易日)	18. 3	2020. 6-2021. 12 (375 交易日)	29. 05

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

牛市初期多呈现震荡上行，颠簸难以避免。从 2010 年以来的三次完整的 W 型底部反转来看，牛市初期都会呈现“上行——调整——回升”的震荡上行走势。2013 年，上证指数于 6 月 25 日见底，随后在 112 个交易日内涨幅高达 13.95%，2013 年 12 月 7 日进入调整阶段，调整持续了 30 个交易日，调整幅度为-10.99%；2016 年 W 型底部的右侧底于 1 月 28 日确认，随后上证指数上行了 50 个交易日，涨幅达到了 12.68%，4 月 15 日开始调整，持续 29 个交易日，跌幅达-8.43%；2019 年 1 月 4 日市场底部确认后，上行时间为 70 个交易日，涨幅高达 32.72%，但此轮调整时间较长，从 4 月 20 日持续调整了 76 个交易日，上证指数跌幅达-15.72%。

图表 3：牛市初期多为震荡上行



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 4：回调阶段持续时间和幅度

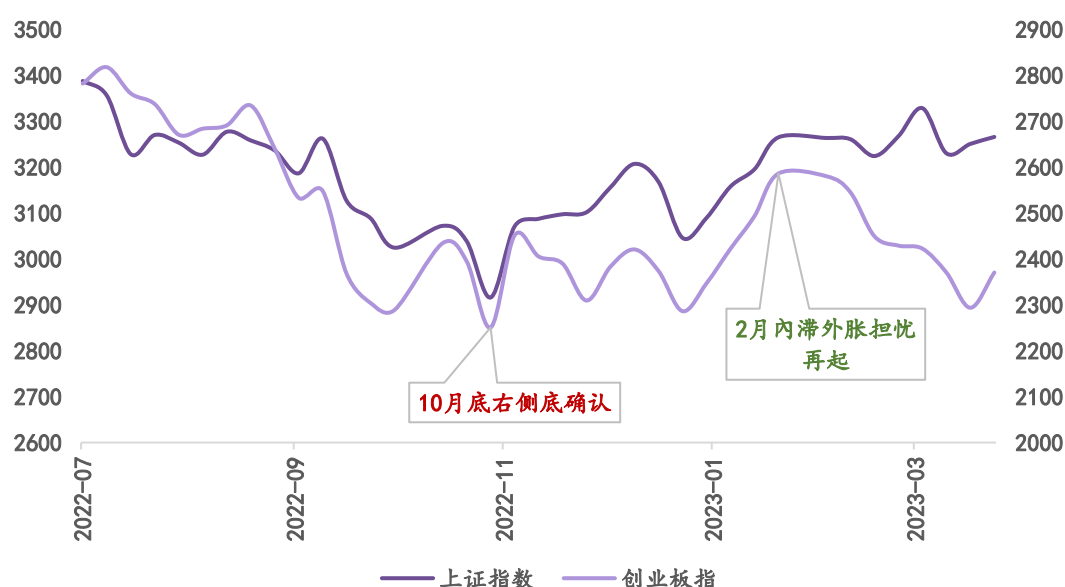
第一阶段（上行）			第二阶段（调整）	
	持续时间	上证指数 涨跌幅%	持续时间	上证指数 涨跌幅%
2013 年	(2013. 6. 25-2013. 12. 6) 112 个交易日	13. 95	(2013. 12. 7-2014. 1. 20) 30 个交易日	-10. 99
2016 年	(2016. 1. 28-2016. 4. 14) 50 个交易日	12. 68	(2016. 4. 15-2016. 5. 26) 29 个交易日	-8. 43
2019 年	(2019. 1. 4-2019. 4. 19) 70 个交易日	32. 72	(2019. 4. 20-2019. 8. 9) 76 个交易日	-15. 17

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

这次也不例外，W 型底右侧底确立后，市场首波反弹持续了 3 个月。2022 年 10 月底 A 股 W 型右侧底确立，主要得益于宏观顺风期，东升西落的逻辑不断强化。海外方面，美国通胀冲高回落，名义 CPI 和核心 CPI 同步下行，美联储加息节奏放缓，市场甚至开始预期 2023 年降息；国内方面，国内疫情政策优化，地产利好政策密集出台，经济两重压力逐步消退；A 股盈利处于磨底阶段，但业绩下行速度最快的阶段已过；此外，中美关系边际改善，中美领导人在印尼会谈。积极因素加速积聚，压制 A 股的内外因素均有明显缓和，市场风险偏好修复，A 股开启反转。

但年后“外胀内滞”担忧再起，宏观逆风频吹，A 股迎来调整。从外部来看，美联储就业数据超预期走强，美国经济软着陆的观点得到强化，加息终点临近的可能性降低，2023 年不降息的预期反而抬升，市场抢跑的降息预期得以修正；此外，地缘政治事件年后升温，受中国无人飞艇进入美领空事件影响，美国务卿布林肯推迟访华行程，中美关系不确定性再现。从内部来看，高频数据显示经济如期修复，但未有太多超预期。同时政府工作报告的宏观组合偏稳，5%左右的 GDP 目标落在市场预期下限，市场开始担心弱现实，短期情绪再生扰动。另外 2 月 CPI 和核心 CPI 出现超预期回落，除了春节错月、猪价拖累外，根源是内需不足，节后消费需求回落，导致疫后服务价格跌幅高于季节性水平。通胀数据指向疫后报复性消费退潮后，消费恢复动能偏弱，经济更多是弱修复。

图表 5：年后宏观逆风频吹，A 股迎来调整



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2、牛市初期为何多颠簸？

下面我们将基于上述分析，深度复盘 2010 年以来 W 型反转后的熊牛转换初期 A 股走势，探寻 2013 年、2016 年、2019 年和 2023 年牛市初期 A 股震荡调整的原因。我们将反转后的首波上行作为第一阶段，调整作为第二阶段，拆解 DDM 三因子寻找牛市初期行情的扰动因素。

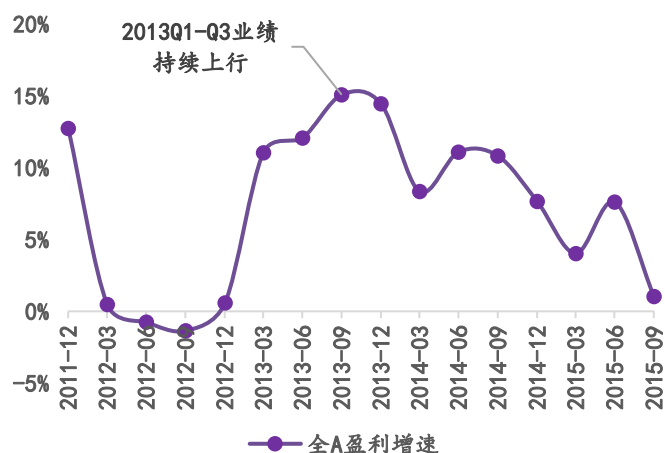
2.1、2013 年：“钱荒”卷土重来，流动性担忧再起

2013 年 6 月底，央行发文安抚，并提供了流动性支持，“钱荒”引发了股市的二次探底宣告结束，W 型右侧底得以夯实，从熊转牛行情正式启动。12 月钱荒再现，叠加外部流动性收紧，牛市初期行情迎来挑战，走势较为波折。

第一阶段（2013.6.25-2013.12.6）：央行发文稳定市场，并提供流动性支持，业绩逐步修复，指数反转上行。从 DDM 三因子来看：**风险偏好方面**，6 月 25 日央行官网发表《合理调节流动性 维护货币市场稳定》一文指出，当前流动性总量并不短缺，重申“钱荒”只是暂时现象，有助于缓解市场担忧。**流动性方面**，央行向部分金融机构提供了流动性支持，通过 SLF 投放了 4160 亿元，有效补充市场流动性。**业绩方面**，2013 年 Q1-Q3 盈利能力持续上行，业绩支撑显现。三重助力下，A 股重回上行通道，112 个交易日上证指数涨幅接近 14%。

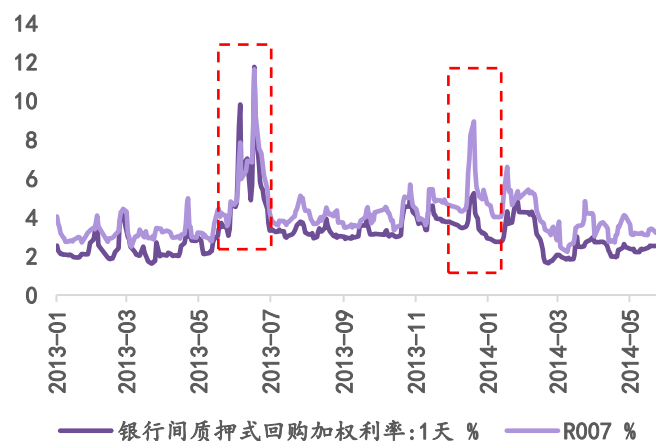
第二阶段（2013.12.7-2014.1.20）：业绩真空，海内外流动性边际恶化，“钱荒”卷土重来成为本轮调整的主要触发因素。2013 年底 A 股正处于业绩真空期，内外流动性担忧和风险偏好回落导致本轮调整。海外方面，2013 年 12 月 19 日，美联储利率决议宣布缩减购债规模 100 亿美元，逐步退出 QE；国内方面，央行停止了逆回购，同时还在 12 月底以定向模式开展了正回购操作，导致市场流动性承压，银行间市场利率全线上涨，Shibor7 天回购加权平均利率上涨至 6.472%，刷新 6 月底以来的新高，“钱荒”担忧再起。在内外流动性双双趋紧的压制下，A 股市场出现调整，持续了 30 个交易日，跌幅高达 11%，前期涨幅大幅回吐。

图表 6：2013 年 Q1-Q3 盈利改善



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 7：2013 年两次“钱荒”决定了市场走势



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

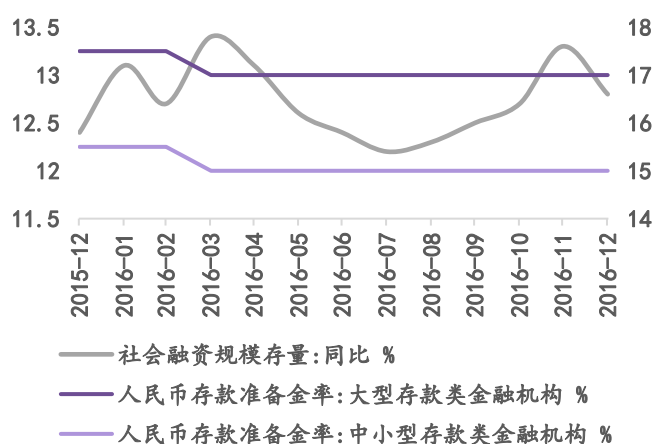
7

2.2、2016 年：货币回归常态化引发市场担忧

2016 年 1 月底，熔断机制暂停，盈利底确认，大幅降准 50BP 释放流动性宽松信号，叠加“供给侧改革”政策催化，市场情绪修复，稳步上行。但好景不长，4 月中旬内外流动性扰动再起，A 股调整接踵而至。

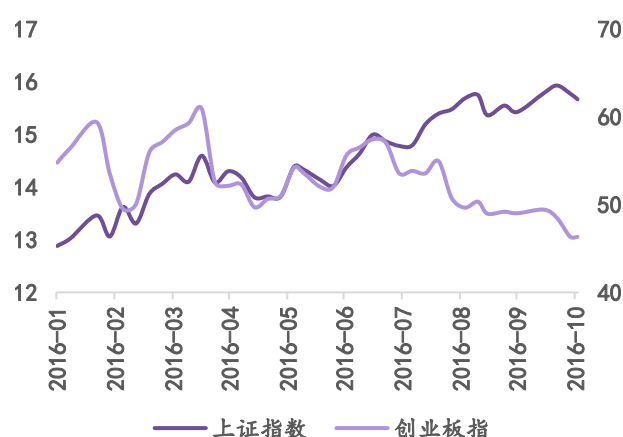
第一阶段（2016.1.28-2016.4.14）：流动性宽松叠加熔断机制暂停后情绪向好，估值迅速提升。从 DDM 三因子来看：**风险偏好**方面，1 月 8 日，熔断机制暂停，市场情绪略有缓和。1 月 27 日，中央财经领导小组第十二次会议再度提出“供给侧结构性改革”，强调三去一降一补，继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，释放出稳定宏观经济环境的重要信号，有助于市场情绪修复。**流动性**方面，2016 年 2 月底央行宣布降准 50BP，公布的 1 月新增人民币贷款同比大增 71%，1 月信贷开门红如期而至，流动性环境较为充裕。**业绩**方面，基建投资吸纳资金能力增强，流动性由虚入实，同时房地产销售持续好转，市场预期 A 股盈利触底回升。多重利好之下，市场情绪也逐渐从恐慌中缓解过来，指数再度回归上行通道。

图表 8：宏观流动性充裕



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

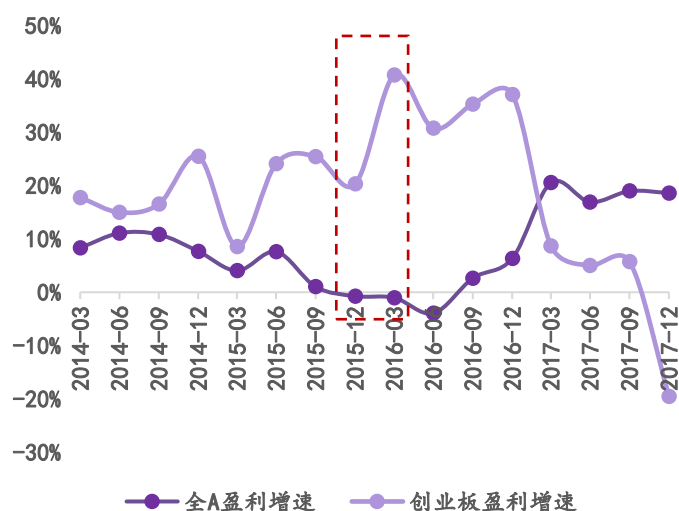
图表 9：指数迅速“拔估值”



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

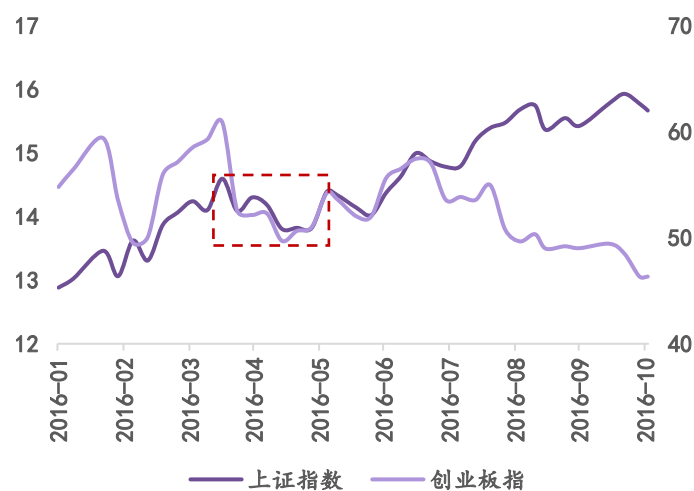
第二阶段（2016.4.15-2016.5.26）：内外流动性担忧再起，市场情绪低迷，创业板指杀估值。进入二季度后，内外流动性都迎来了挑战：**海外流动性**方面，2015 年底时隔 10 年首次加息后，市场高度关注美联储政策动向。4 月 FOMC 会议前后，联储的基调明显转鹰，官员频繁出面释放鹰派信号，议息决议虽维持利率不变，但弱化全球风险描述，强调通胀处于低位，未排除 6 月加息可能性，引发市场担忧，推动美元大涨。**国内流动性**方面，3 月降准成为本轮宽松周期的最后一次行动，之后货币政策回归常态化，社融存量增速持续回落。反映到市场情绪来看，全 A 成交额萎缩，仅在 4000 亿元左右，杠杆交易谨慎，融资情绪低迷。另外，4 月为 2015 年报和 2016 年一季报业绩披露窗口期，盈利增速转负持续探底，加剧市场担忧。

图表 10: 全 A 盈利延续回落, 创业板指盈利触底回升



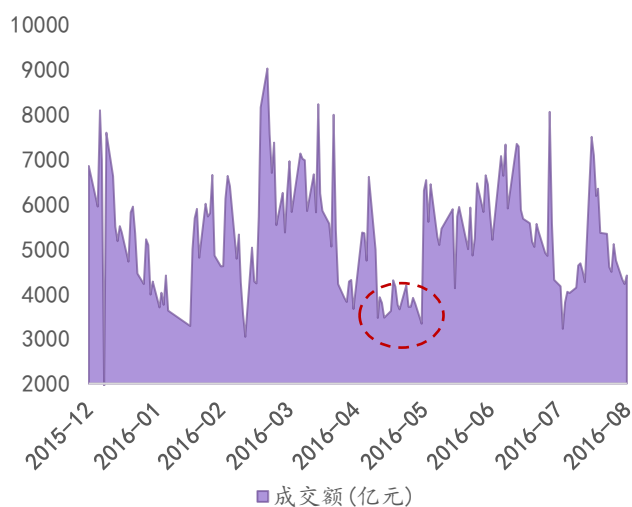
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 11: 上证指数估值下修幅度较小, 创业板估值下杀



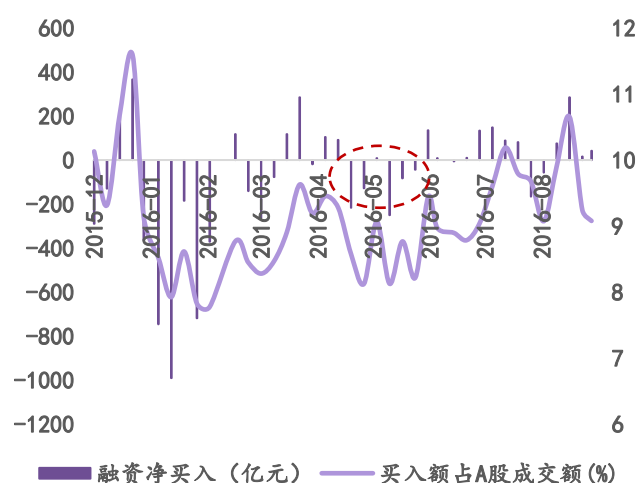
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 12: 4-5 月全 A 成交额缩量



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 13: 杠杆资金交易情绪低迷



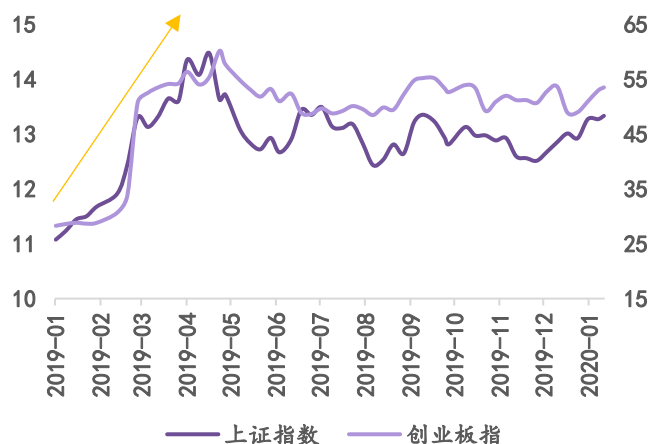
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

2.3、2019 年: 内忧外患再起, 避险情绪升温

2019 年初, 内外利空逐渐扭转: 外部美联储加息预期下降, 全球风险偏好回暖; 内部央行降准释放流动性, 国内经济有所恢复, 自发性融资再次确认盈利底, 多重利好催化反转。但 4 月政治局会议释放货币收紧信号, 政策力度不及预期, 雪上加霜的是, 美国对华加征关税, 引发市场调整。

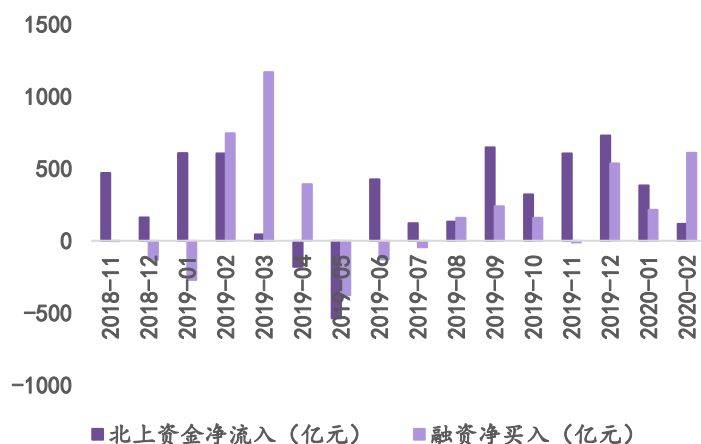
第一阶段（2019.1.4-2019.4.19）：中美关系缓和，流动性宽松助推预期向好。从DDM三因子来看：**风险偏好方面**，2018年底，经过多轮谈判，两国元首达成共识，停止相互加征新的关税，中美贸易战逐渐缓和；与此同时，美联储不断释放鸽派信号，加息预期下降，美股急跌后修复，全球股市迎来普涨，情绪面有所修复；**流动性方面**，央行降准100BP，并在工作会议中强调坚持稳中求进的工作基调，政策暖风推动流动性趋于宽松；**业绩方面**，随着社融增速和盈利见底，基本面修复预期不断强化，助推A股反转。

图14：流动性和风险偏好上行助推估值提升



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

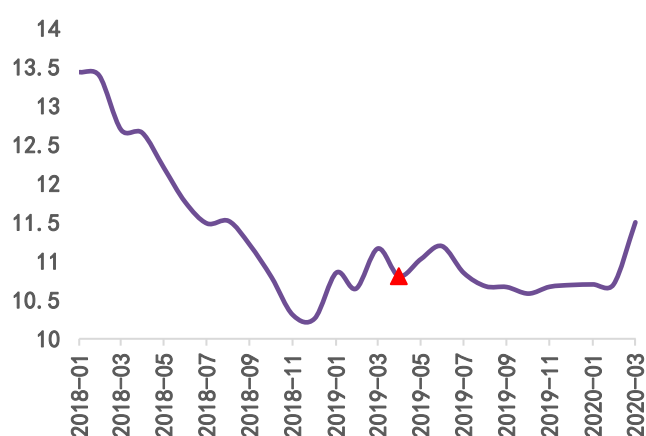
图15：2018年底外资提前布局反转



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

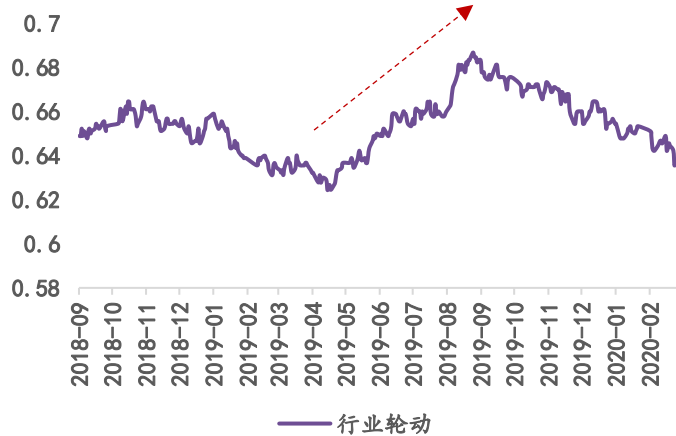
第二阶段（2019.4.20-2019.8.9）：内忧外患夹击，业绩、流动性和估值“三杀”。2019年4月19日政治局会议释放出货币政策转紧的预期，从2019年4月的社融总量和自发性融资来看，均为2018-2021年的低位，明显弱于季节性表现。在货币政策边际收紧和社融预期走弱的共同作用下，市场对于经济持续复苏的信心较弱，市场情绪较为低迷。除了内忧之外，美国于5月对华2000亿美元商品加征关税，税率从10%提升到25%，中美贸易摩擦再度升级，引发市场担忧。内忧外患再起，业绩、流动性和市场情绪“三杀”，资金分歧加剧，外资受地缘政治风险扰动给而撤离，市场缺乏主线，行业轮动加速，随后4-8月指数震荡下行。

图16：社融再度恶化（%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图17：市场分歧加剧，行业轮动加速



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2.4、2023 年：外胀内滞担忧，市场预期修正

本轮 W 型右侧底确认后的牛市初期表现与此前三轮走势有着相似的规律，去年 10 月底，防疫政策优化、地产调控松动、中美关系缓和、海外通胀回落，四箭齐发确认 W 型右侧底，东升西落的宏观顺风不断强化，A 股由熊转牛，反弹较为顺畅。但 2 月以来，“外胀内滞”担忧再起，加剧 A 股波动。

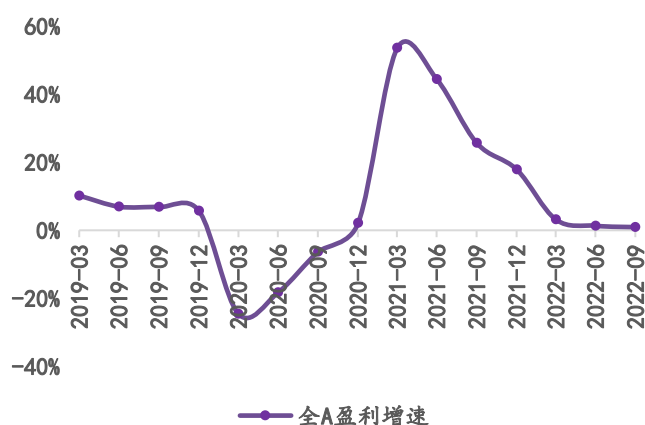
第一阶段（2022.10.31-2023.1.31）：内外压制因素同步缓解，经济东升西落，A 股 W 型反转右侧底确立。从 DDM 三因子来看：**风险偏好方面**，国内疫情政策优化，地产利好政策密集出台，中美关系逐步缓和，中美领导人在印尼举行会谈，市场风险偏好修复。**流动性方面**，美国通胀数据超预期回落，名义 CPI 和核心 CPI 同步回落，美联储加息节奏趋缓。**业绩方面**，A 股盈利处于磨底阶段，但业绩下行速度最快的阶段已过。积极因素加速积聚，压制 A 股的内外因素均有明显缓和，A 股开启反转。

图表 18：本轮 W 型的右侧底于 2022 年 10 月 31 日确立



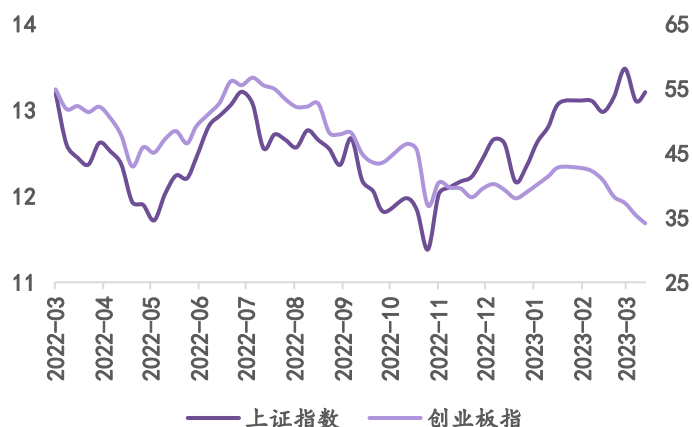
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 19：2022Q3 盈利磨底



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 20：上证指数估值修复



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

第二阶段（2023 年 2 月至 3 月中旬）：东升西落的大方向虽未改变，但外胀内滞担忧再起，预期修正引发行情的回拨。外部来看，美联储加息终点预期调高。1 月美国非农超预期走强，新增就业 51.7 万人，远超 26 万人（修正）的前值和 18.5 万人的预期。失业率也出现了下行，来到了 3.4% 的 53 年历史低值，超强的非农数据进一步支撑了联储经济软着陆的观点，使得加息终点预期不断抬升，一度上行至 6%，且 3 月份加息 50BP 的预期不断强化，市场提前抢跑的降息预期再度反转。同时，飞艇事件影响蔓延，美国务卿布林肯已决定推迟访华行程，中美关系再生变数，降低市场风险偏好。**内部来看，两会政策组合未超预期，疫后需求依旧偏弱。**今年政府工作报告的宏观组合偏稳，GDP 目标落在市场预期的下限，短期冲击市场情绪。另外 2 月 CPI 和核心 CPI 出现超预期回落，根源是节后消费需求偏弱。高频数据同样指向节后修复存在结构性分化，生产好于消费，经济更多是弱修复。外胀内滞担忧再起，强预期遇上弱现实，预期修正导致 A 股调整。

2.5、小结：流动性是主因，业绩和风险偏好也有影响

熊牛转换初期市场预期和现实剧烈博弈，流动性是重要影响因素。通常第一阶段利空出尽，预期好转，市场有超跌反弹的诉求，在流动性宽松的助力下，走势较为顺畅。而当积累一定的涨幅后，市场开始出现获利盘，分歧开始显现，一旦流动性环境恶化，回调会随之而至。

从以上四轮 W 型反转的节点来看，第一波反弹都离不开货币宽松的助力，DDM 三因子中流动性宽松驱动估值修复，进而带动指数反弹。而后宽货币向实体经济的传导过程较为漫长，且传导路径不一定通畅，因此市场在拔估值过程中一旦出现流动性扰动，或是业绩证伪和风险偏好走弱，脆弱的平衡会被打破，就容易出现回调。复盘四轮牛市初期市场回调的触发因素可以看出，流动性环境恶化成为共性，**如若在流动性因子走弱的同时，出现两因子双杀或者三杀，市场回调幅度和盘整时间将会更长。**

图表 21：牛市初期 DDM 三因子总结

年度	阶段划分	盈利	流动性	风险偏好
2013	2013. 6. 25-2013. 12. 6	业绩上行	央行流动性支持	逐步修复
	2013. 12. 7-2014. 1. 20	真空期	二次钱荒+美联储宣布缩减 QE	急剧下行
2016	2016. 1. 28-2016. 4. 14	真空期	天量社融+降准 50BP	边际好转
	2016. 4. 15-2016. 5. 26	年报季报业绩增速转负	社融连续回落，海外加息预期走强	地量成交，融资交易情绪低位
2019	2019. 1. 4-2019. 4. 19	真空期	全面降准 100BP	中美缓和，全球普涨，偏好回升
	2019. 4. 20-2019. 8. 9	年报季报业绩走弱	货币转紧，社融再度恶化	中美贸易摩擦升级，外资撤离
2023	2022. 10. 31-2023. 1. 31	业绩磨底	海外加息速度趋缓，国内流动性维持充裕	中美缓和，防疫优化，偏好修复
	2023 年 2 月-3 月	真空期	美联储再度偏鹰	5%左右的 GDP 目标落在预期下限，刺激政策落空

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

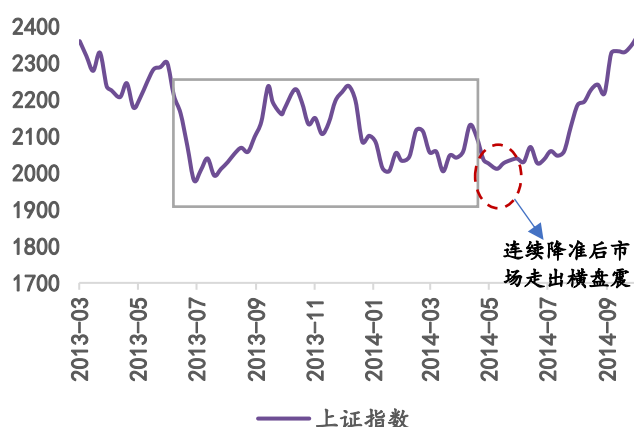
3、牛市初期颠簸何时休？

尽管此前三轮牛市初期回调幅度和盘整时间不尽相同，但震荡的触发因素相似，流动性是主因。引领市场走出震荡调整期的催化存在哪些规律？带着找问题，我们延续对于 2013、2016 和 2019 年牛市初期的复盘，寻找本轮市场企稳上行的节点和主要催化。

3.1、寻找走出震荡市的信号

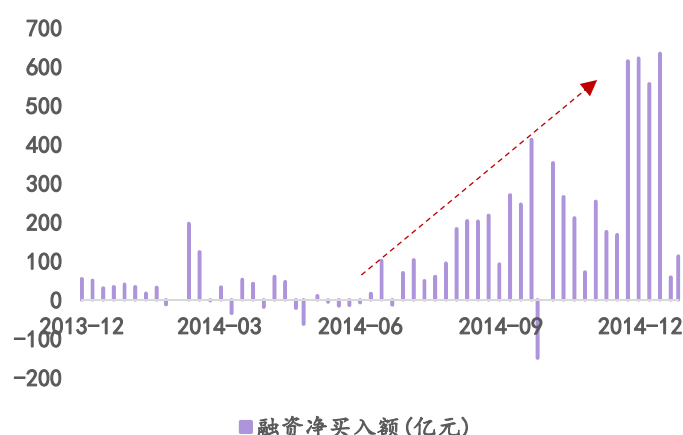
2014：货币宽松助力 A 股企稳，资本市场改革提振投资者情绪。2014 年央行于 4 月和 6 月两次实施了定向降准，分别下调县域农村商业银行和农村合作银行存款准备金率 2 个和 0.5 个百分点，对符合审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，市场的核心矛盾得以解决。除了流动性助力以外，政策方面也给予了市场情绪面的支撑，主要表为 5 月“新国九条”出台，意在通过全面改革促进资本市场健康发展，使资本市场更好地发挥资源配置作用，政策发布后资本市场反馈积极，两融规模快速攀升。

图表 22：2016 年下半年全球经济共振上行



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

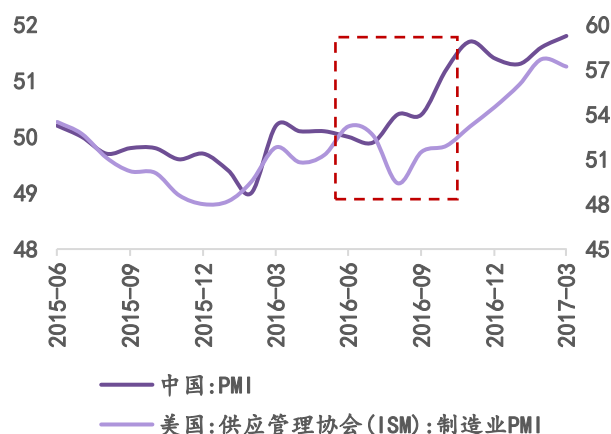
图表 23：融资交易规模迅速扩张



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

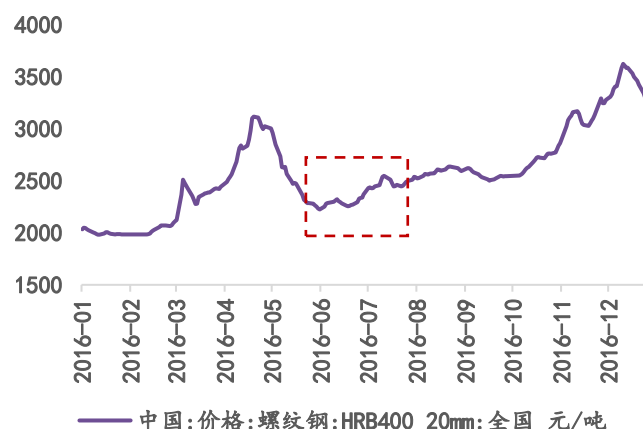
2016：外资创纪录流入点燃市场情绪，供给侧改革成效初显，经济基本面支撑市场企稳。从资金面来看，虽然未有内外宏观流动性宽松，但 MSCI 指数 6 月纳入中国 A 股的概率升至 70%以及中国或在 MSCI 评估前宣布推出深港通，引发场外资金大举进场做多，北上资金 6 月首周净流入近百亿，创下全年净流入峰值，有效缓解市场流动性担忧。而且 2016 年下半年全球经济共振向上叠加国内供给侧改革推进，制造业投资上行，以螺纹钢为代表的上游原材料价格上涨，上游企业利润开始回升，PMI 由企稳转为上行。多重因素形成合力，A 股逐步走出调整阶段。

图表 24：2016 年下半年全球经济共振上行



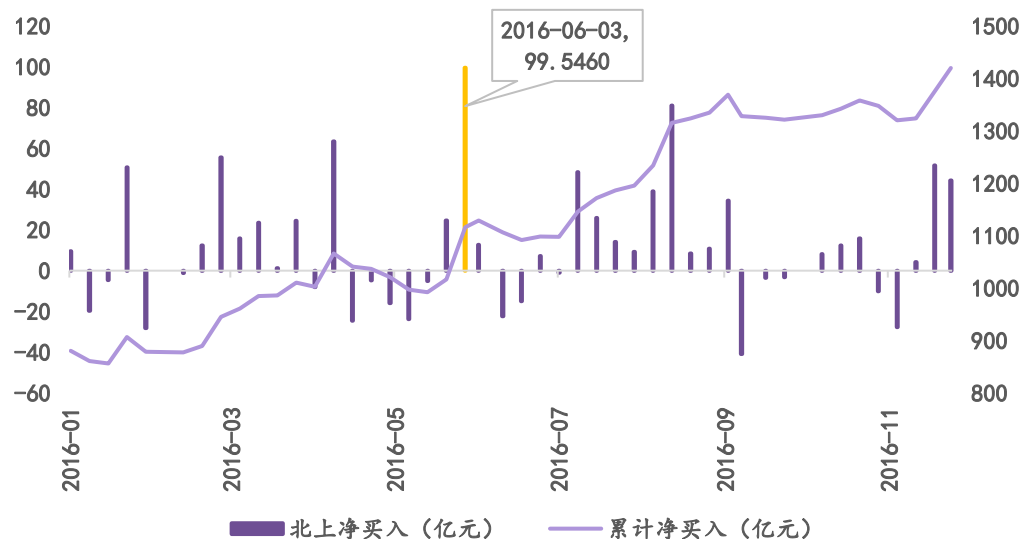
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 25：螺纹钢价格开始上行



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

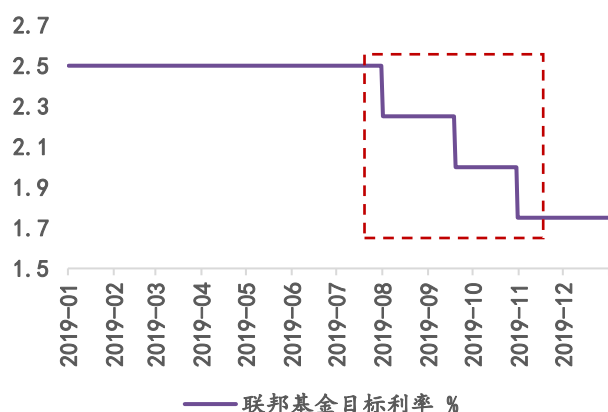
图表 26：北上资金创纪录净流入



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

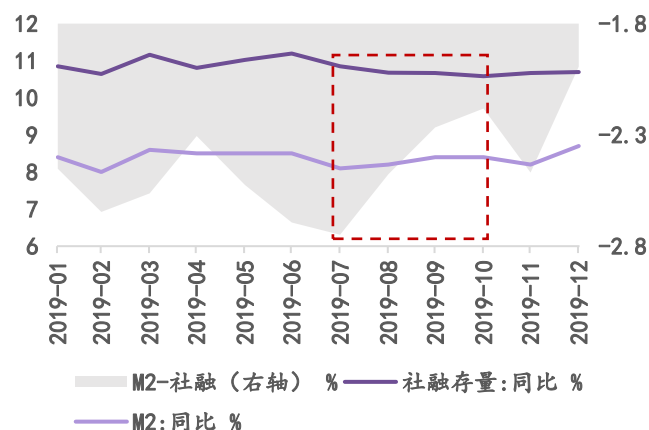
2019：中美货币政策同步宽松，A 股估值修复。外部来看，为了应对全球经济增速放缓以及中美贸易摩擦的损伤，美联储于 7 月-10 月连续三次降息，并在 10 月宣布重启扩表。**内部来看**，8 月国常会提出 LPR 改革，带动贷款实际利率水平进一步降低，非对称式降息开启，随后 9 月央行又全面降准 50BP，剩余流动性底部回升。在内外货币政策同步宽松下，流动性助推 A 股估值修复。

图表 27：美联储三季度连续三次降息



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 28：国内货币宽松催化剩余流动性上行



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

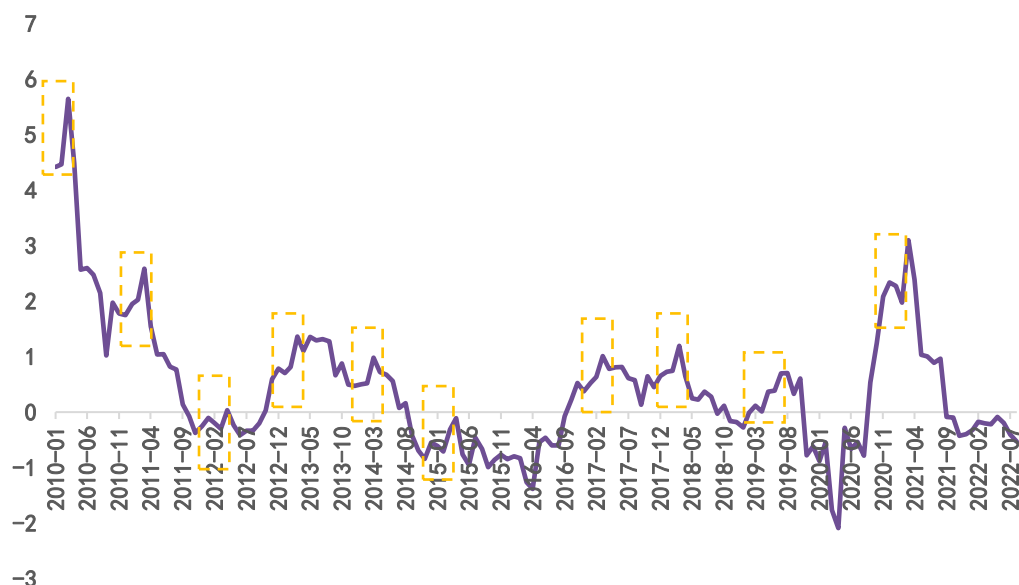
通过以上复盘，我们可以发现牛市初期调整结束的信号并非完全相同，但三次都不少了流动性宽松的催化。总体来看，流动性边际改善是牛市初期走出震荡市的先决条件，若能叠加风险偏好回升和盈利改善的助推，调整之后的回升会更为顺畅。

3.2、美联储加息落地，东升西落顺风回归

近期市场出现了积极变化，A股牛市初期第二阶段的回调基本结束。海外虽然银行事件还在蔓延，但风险可控，叠加通胀连续 8 个月回落，3 月加息 25BP，节奏如期放缓，加息接近尾声，外部流动性压力明显缓解。国内社融总量结构同步改善、1-2 月经济数据同步好转，经济延续修复，叠加央行突发全面降准 25BP 释放积极的政策信号。2 月以来的宏观内外压制的“逆风”逐渐消散，类似于 2022.11—2023.1 东升西落的“顺风”再度回归，助力市场企稳。配合一季报业绩触底回升和 4 月政治局会议政策发力，A 股有望迎来催化破局，重回上行通道，推荐继续关注数字经济（算力算法、数据要素、商业应用）和国企改革（低估高息、数字经济、产业安全）两大主线。

另外一季报公布之际，市场驱动力将向业绩端倾斜，基本面关注度将获得提升。从 2010 年以来，历年的一季报公布期间（3-4 月），盈利对于指数涨跌幅的贡献度都有明显的提升。

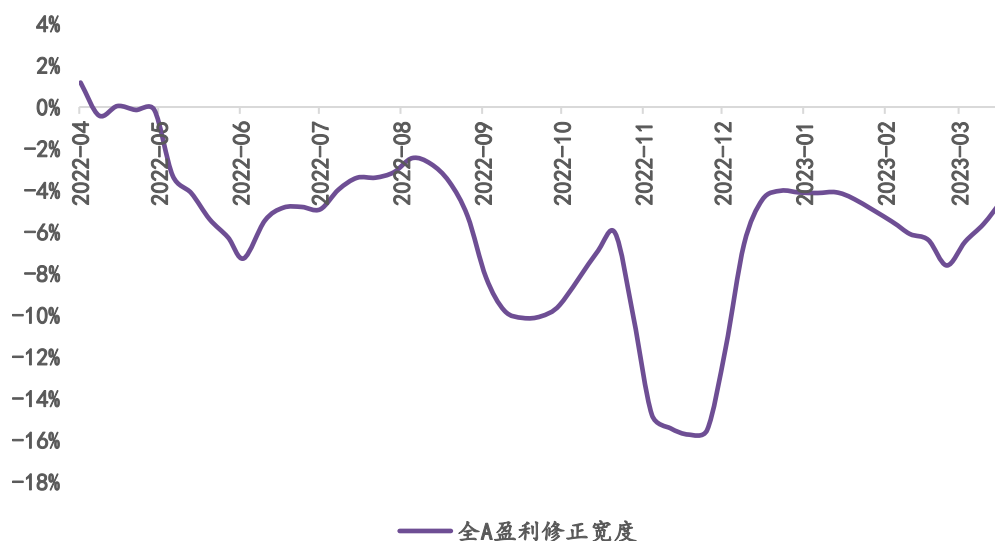
图表 29：盈利对于指数涨跌的贡献度在一季报公布期间会显著提升（%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

业绩方面，由于一季报业绩预告和快报公布数量较少，若用整体法同比盈利预测的绝对值将会有较大的误差，因此我们用高频的盈利修正宽度作为衡量业绩预期的指标，进而做到一季报业绩前瞻的效果。所谓盈利修正宽度即，在 wind 分析师一致预期的口径下， $(\text{预测 EPS 上修个股数量} - \text{预测 EPS 下修个股数量}) / \text{公布盈利预测的个股数量}$ 。从全 A 盈利修正宽度来看，A 股业绩于 2022Q4 见底，2023 年一季度已有修复之势。

图表 30：全 A 盈利修正宽度

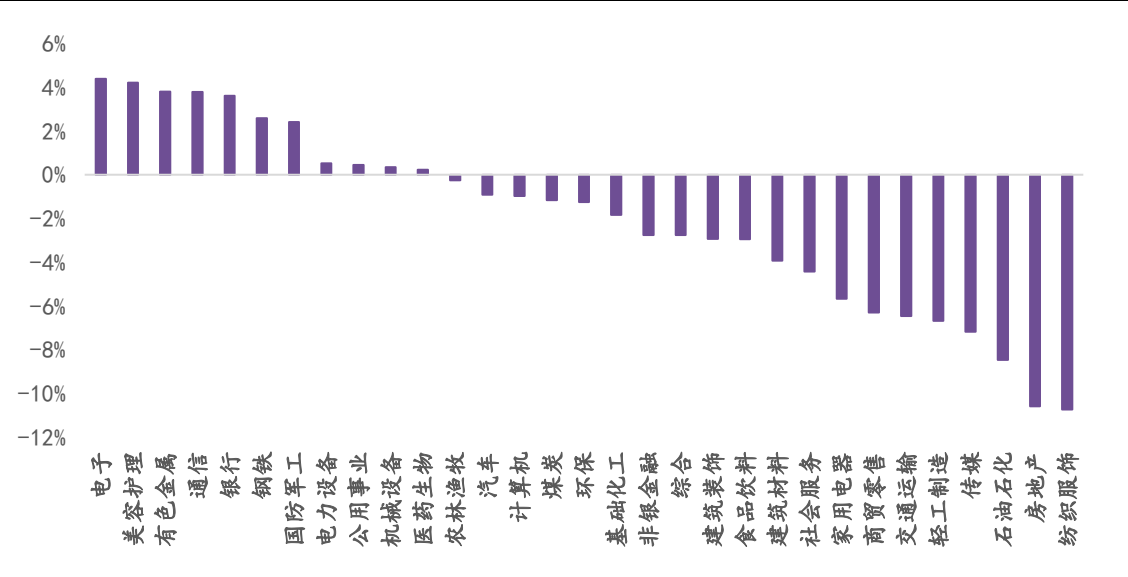


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

从行业来看，年初至今盈利修正宽度上行的行业包括电子、美容护理、有色金属、通信、银行、钢铁、国防军工、电力设备、公用事业、机械设备和医药生物，其中电子和美

容护理行业的盈利修正宽度明显上行。

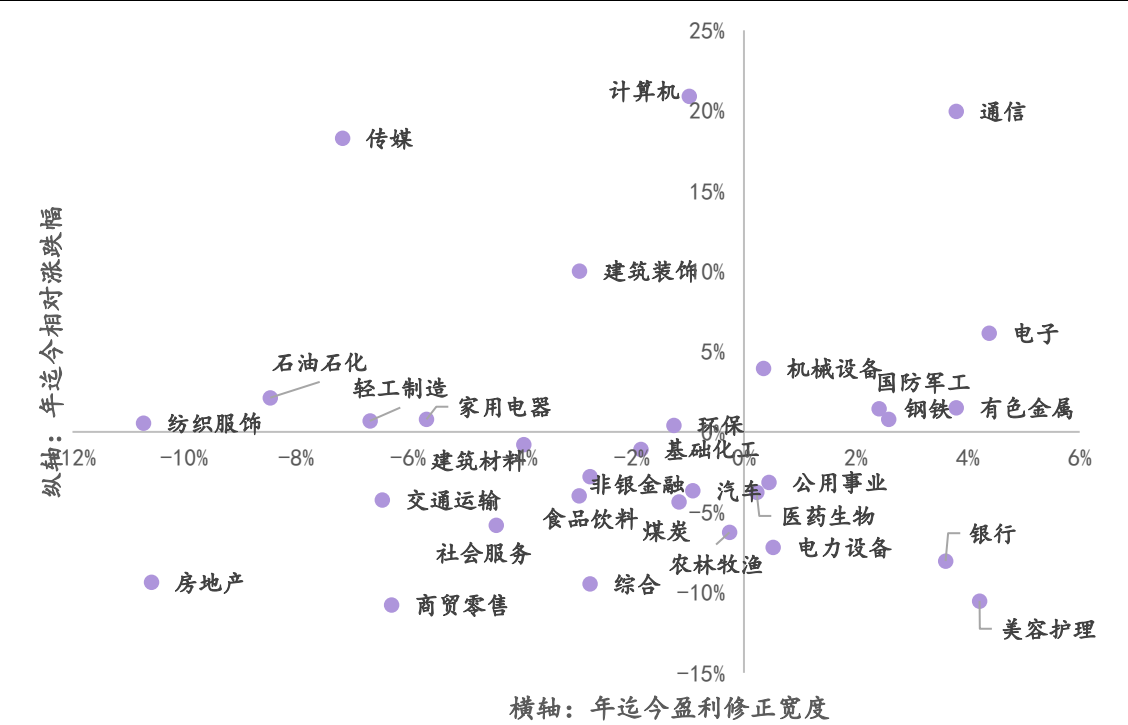
图 表 31：年初至今申万一级行业盈利修正宽度变化



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

短期热门主线交易拥挤担忧显现，或有阶段性的“高切低”的交易机会，因此在一季报公布之际，推荐关注超跌且有盈利修复的行业，例如：电力设备、医药生物、食品饮料、美容护理。

图 表 32：关注超跌且盈利修正的行业



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

4、风险提示

- (1) 政策不及预期
- (2) 地缘政治风险
- (3) 业绩不及预期

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

谭倩：13 年研究经验，研究所所长，首席分析师。

周灏：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

孙航：金融学硕士，2022 年 5 月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。