



Research and
Development Center

静待 V 形反转

——2022 年中期策略报告

2022 年 04 月 30 日

证券研究报告

策略研究

策略深度报告

樊继拓 策略首席分析师

执业编号: S1500521060001

联系电话: +86 13585643916

邮箱: fanjitu@cindasc.com

李 畅 联系人

邮箱: lichang@cindasc.com

张颖锐 联系人

邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

静待V形反转

2022年04月30日

核心结论:

- **长期视角看牛熊新格局。**从估值的变化来看, A股之前熊市的模式是“快熊→小牛→慢熊”, 整个模式会持续五年左右。产生这一现象的原因在于, 当新一轮熊市开始时, 个人投资者的离场会持续三年左右, 而机构投资者倾向于在熊市期大幅降仓、迅速定价基本面的利空因素。但是这一轮熊市起点的时候估值不贵, 绝对收益型投资者增多, 导致减仓速度比2018年更快, 所以有可能更早结束。
- **ROE下降的风险正在逐步释放。**ROE下降初期的时候, A股非常容易出现熊市, 但是随着ROE下降进入后期, 股市估值可能已经大部分定价了ROE的负面因素, 股市往往会提前ROE半年甚至更长时间见底。美股历史上面临周期性ROE下降时, 很多时候只会出现1-2个季度的调整。
- **反转的条件一: 利率重启下降趋势。**滞胀对A股的影响通常是负面的, 滞胀之后大概率是衰退。即使是商品超级周期, 参考20世纪70年代的情况, 商品超级周期并不会破坏滞胀转衰退的规律。美国经济衰退对A股短期是利空, 但中期可能重新打开利率下降空间。
- **反转的条件二: 地产销售回升。**历史上看, 稳增长节奏通常是先基建、后地产。而经济下行趋势的扭转通常都需要地产的稳定。历次稳增长政策定调后的股市上涨, 通常伴随着房地产销售的企稳回升。
- **反转的条件三: 估值低到能吸引配置资金。**从交易层面来看, “市场底”的形成取决于配置型资金入场与趋势型资金离场这两股力量之间的抗衡。当股票资产的风险溢价触及历史极高值, 配置型资金就会有足够的流入动力。截至目前, 万得全A股权风险溢价已接近均值+2倍标准差, 全A极限下行风险已不足10%。
- **下半年消费成长会有表现。**(1) 长期风格已经偏向价值。成长和价值风格大级别的风格切换, 可能与ROE拐点同步出现, 最长提前或者滞后于ROE拐点半年。(2) 制造业年度景气度或面临见顶。从产能周期来看, 2022年供需紧张的局面可能有所缓解, 但是这一次供需关系转弱可能同时存在于传统能源和新能源。从美股的表现来看, 科技周期是影响成长风格占优的核心。
- **上半年绝对价值、下半年适度扩散。**(1) 信用底到经济底之间, 成长消费会有表现。(2) 历史上熊市中板块表现, 熊市初期周期强, 熊市中后期稳增长强, 熊市后期如果伴随货币宽则成长强。(3) 年内配置顺序: 软成长>金融>消费>周期>硬科技
- **风险提示: 经济下行超预期、房地产市场下行超预期、稳增长政策不及预期。**



目录

一、长期视角看牛熊新格局	5
1.1 A 股的熊市有哪些特征？	5
1.2 哪些因素有望促成 A 股熊市模式的改变？	6
1.3 A 股熊市时间正在减少	7
二、ROE 下降的风险正在全面释放	9
2.1 A 股在 ROE 下降期的历史表现	9
2.2 美股最近三次 ROE 下降期的表现	9
三、反转的条件 (1)：利率重启下降趋势	15
3.1 历史经验表明，滞胀之后大概率是衰退	15
3.2 辩证看待衰退的影响，利率下降空间或重新打开	17
四、反转的条件 (2)：地产销售企稳回升	18
五、反转的条件 (3)：估值低到能吸引配置资金	20
六、风格探讨：下半年消费成长会有表现	22
6.1 长期风格：已经偏向价值	22
6.2 制造业年度景气度或面临见顶	23
七、配置节奏：上半年绝对价值、下半年适度扩散	25
7.1 信用底到经济底之间，成长消费会有表现	25
7.2 熊市初期周期强，经济弱低估值强，货币宽成长强	26
7.3 行业配置建议	28
7.3.1 软成长：短期技术性反弹，长期也有超配价值	28
7.3.2 金融地产：政策底后超额收益能持续半年	29
7.3.3 消费：长期基本面增量不足，下一次机会等经济企稳	29
7.3.4 周期：全球经济衰退或阶段性压制需求	30
7.3.5 硬科技：年度供需格局偏弱	30
风险因素	30

表目录

表 1：风险溢价指数相比历史均值+2 倍标准差，指数还需要的跌幅（单位：%）	21
表 2：经济回升期三个阶段相对于上证指数超额收益排名靠前的一级行业（单位：%）	26
表 3：历史上熊市中反弹的背景和领涨行业总结	27
表 4：行业基本面情况及年内配置顺序	28

图目录

图 1：从估值的变化看 A 股的熊市模式	5
图 2：牛市中大量流入的居民资金在熊市期是缓慢离场的	6
图 3：公募基金在每次熊市时都会把仓位降得很低（单位：%）	6
图 4：A 股机构化程度在 2016 年之后加速	6
图 5：美国机构投资者占比在 1980 年之后快速提升	6
图 6：过去 20 年，A 股的估值中枢一直在缓慢下降	7
图 7：美股也曾出现过较长时间的估值中枢下降	7
图 8：A 股熊市的持续时长（单位：月）	8
图 9：美股熊市的持续时长（单位：月）	8
图 10：A 股市场上，ROE 下降初期，只有 2014-2015 年是牛市	9
图 11：标普 500 指数走势与 ROE 的对比	10
图 12：2009 年至 2014 年，标普 500 指数走势与 ROE	11
图 13：2010-2011 年，美股盈利维持正增长，增速高位回落	11
图 14：美股在 2011 年的震荡调整领先于 ROE 的下跌	11
图 15：美股在 2011 年下跌前的估值并不高	11
图 16：2015 年至 2016 年，标普 500 指数走势与 ROE	12
图 17：2013 年至 2015 年，美股盈利表现弱于宏观经济表现（单位：%）	12
图 18：美股在 2015 年的震荡调整同步于盈利的走弱	13
图 19：美股在 2015 年下跌前的估值创出 2010 年以来新高	13
图 20：2018 年至 2021 年，标普 500 指数走势与 ROE	14
图 21：2018H2，美国经济增速和美股盈利增速出现高位放缓（单位：%）	14
图 22：美股 2018 年的调整领先于盈利的下行	14
图 23：美股 2018 年、2020 年两次调整后后期的估值都比较低了	14
图 24：油价上涨之后的两年，A 股倾向于收跌	15
图 25：油价上涨利好上游企业，但上游“独乐乐”不会太久	15



图 26: 油价上涨的后期, 经济通常陷入衰退, 美股随之转跌	15
图 27: 2007 年至今, 美国出现过三次滞涨转衰退 (单位: 点数, %)	16
图 28: 即使商品出现超级大周期, 期间商品价格也会因需求下降而短暂调整	16
图 29: 70 年代临界点往往是熊市的后期 (单位: 点数, %)	17
图 30: 美股直到 1982 年席勒市盈率达到历史低位才企稳	17
图 31: 2018 年国内利率也受到过美债利率的压制 (单位: %)	17
图 32: 2005 年以来, 中美欧的 OECD 经济领先指标	17
图 33: 支撑股市在 2021 年下半年反转的核心因素是业绩上行	18
图 34: 2021 年, 半导体销售额增速加速上行 (单位: %)	18
图 35: 2021 年, 新能源车销量加速上行	18
图 36: 稳增长发力时, 基建投资增速、地产投资增速依次上行 (单位: %)	19
图 37: 稳增长后的股市上涨, 通常伴随着地产销售增速的企稳回升	19
图 38: 本次稳增长政策发力时, 万得全 A (两非) 的市净率并不低	20
图 39: 以市盈率推算的万得全 A 股权风险溢价已接近均值+2 倍标准差	21
图 40: 以股息率推算的万得全 A 股权风险溢价已接近均值+1 倍标准差	21
图 41: 2008 年之后成长和价值每 2-3 年出现一次风格切换 (单位: 倍数)	22
图 42: 大级别的风格切换, 往往在 ROE 拐点附近出现 (单位: %, 倍数)	23
图 43: 资本开支已经带动在建工程同比回升了 (单位: %)	23
图 44: 新能源面临着产能释放带来毛利率下行 (单位: %)	23
图 45: 半导体销售上行期, 纳斯达克指数显著跑赢市场 (单位: 倍数, %)	24
图 46: A 股成长风格表现与国内半导体销售周期紧密度不如美股 (单位: 倍数, %)	24
图 47: 经济回升期成长/价值指数走势 (单位: 倍数)	25
图 48: 经济回升期成长/价值指数 ROE 变化 (单位: %)	25

一、长期视角看牛熊新格局

始于 2021 年 12 月中的调整，到 4 月底，万得全 A 最大回撤幅度已经达到了 29%，相比历史上的熊市。这一轮熊市有两大特点：（1）股市是从历史中等水平开始回撤的，这类似 2018 年和 2011-2012 年；（2）有很多 2019-2021 年新的投资者和产品形式第一次经历熊市。这些特征可能会让这一次熊市更急促，但也会更快结束。

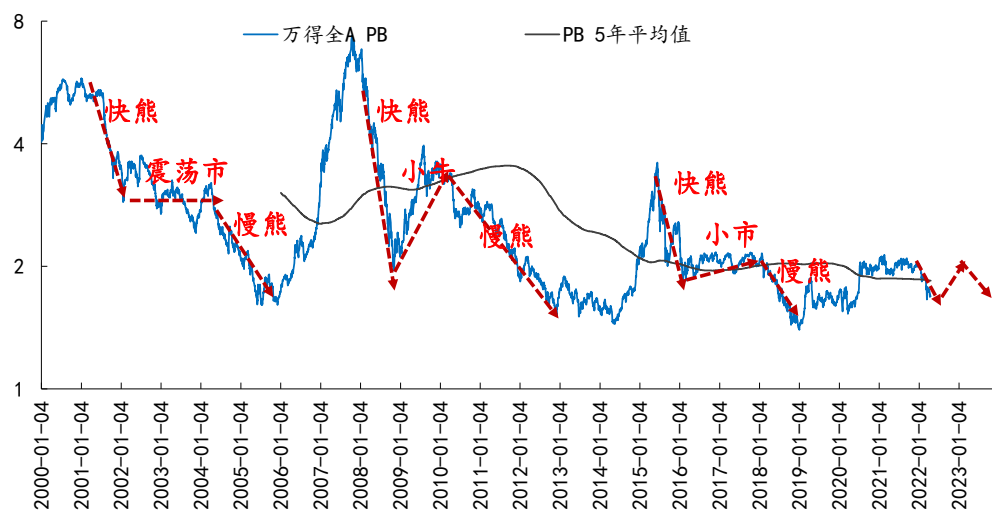
1.1 A 股的熊市有哪些特征？

从估值的变化来看，A 股之前熊市的模式是“快熊→小牛→慢熊”。2000 年至 2006 年（期间两次熊市、一次震荡市）、2007 年至 2013 年（期间两次熊市，一次小牛市）、2015 年至 2019 年（期间两次熊市，一次小牛市）都是如此。

我们认为产生这一现象背后的原因有二。1）2000 年、2007 年、2015 年牛市高点的估值太贵，市场通常先以急跌的形式消化高企的估值。2）2000-2016 年，A 股的估值中枢是不断下降的。考虑到 A 股估值的剧烈波动，我们计算万得全 A 市净率的五年移动平均值，该指标的读数已经从 2005 年的 3.5x 下降至不足 2x。不过，2016 年以来，A 股的估值中枢已经较为稳定。

那么当前 A 股还将面临如 2000 年、2007 年、2015 年般的“快熊”吗？

图 1：从估值的变化看 A 股的熊市模式

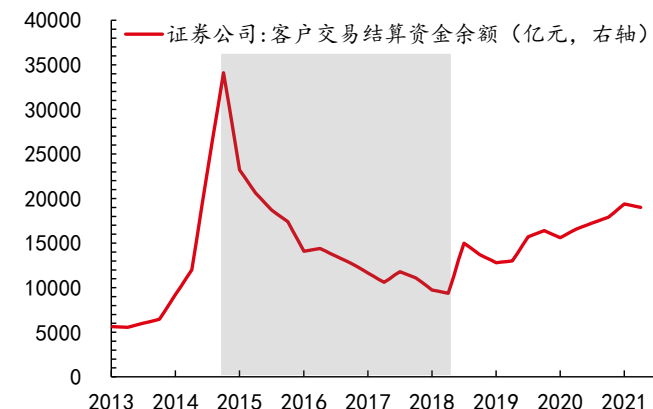


资料来源：万得，信达证券研发中心

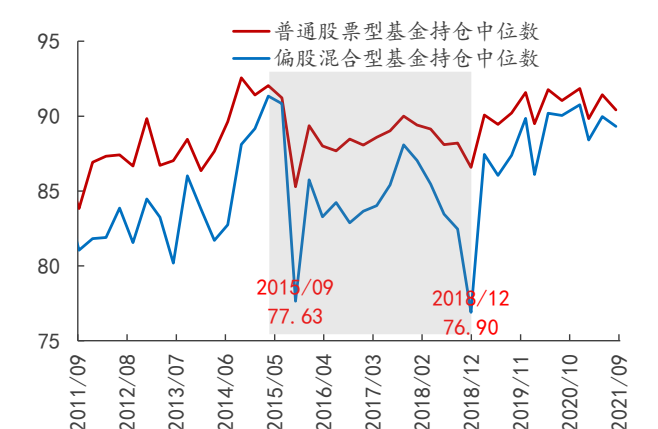
我们先研究历史情况。为什么往往 A 股首次牛转熊时，估值调整都不能一步到位？我们认为这与不同投资者的行为特征有关。

对于个人投资者来说，居民资金通常会在牛市大量流入，但牛转熊后的离场却不会一步到位。如证券公司客户交易结算资金余额在 2014 年、2015 年上半年快速增加，但时隔三年才重新回升，反映个人投资者修复入市情绪所需的时间较久。

对于机构投资者来说，公募基金在每一次熊市期都会将仓位降得很低，典型如 2015Q3、2018Q4 偏股混合型公募基金的仓位都快速降到了 80% 以下，而在股市转涨时，公募基金又会快速加仓。

图 2：牛市中大量流入的居民资金在熊市期是缓慢离场的


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：公募基金在每次熊市时都会把仓位降得很低（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

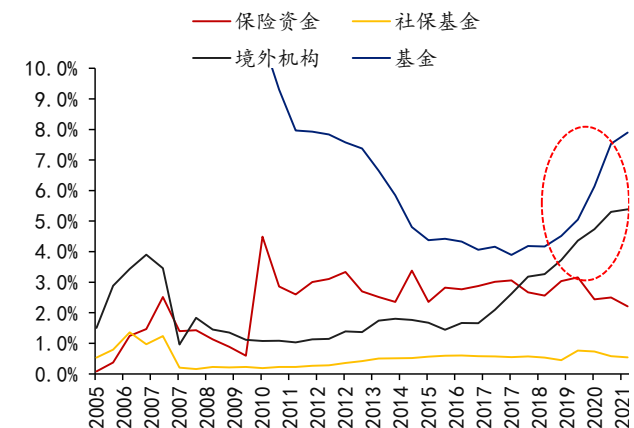
1.2 哪些因素有望促成A股熊市模式的改变？

熊市模式改变，第一要靠投资者结构的改变。

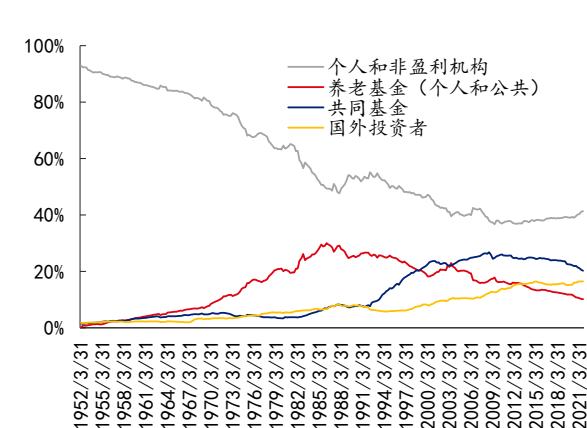
如前所述，个人投资者、机构投资者应对熊市的行为模式是不一样的。当个人投资者对A股微观资金流的影响占据主导时（可能是个人投资者直接入市，也可能是影响公募基金负债端情况），A股就容易出现“快熊→小牛→慢熊”的模式。而当机构投资者对A股微观流动性的影响占据主导时，基本面上的利空因素会被快速定价。

当前我们面临的情况是，A股机构化程度在2016年之后持续提升。2016年以来，外资、公募、私募的规模出现相继扩张。截至2021Q2，保险、社保、外资、基金四类机构投资者的持股比例合计达到16.03%，相较2015年底增加了6.76pct。股市长期的配置力量在过去五年出现了快速增加。

美国机构化进程发生于20世纪60年代至80年代。这段时期，美国市场上个人和非盈利机构持股比例大幅下降，由20世纪50年代的90%以上下降到50%。而同期，养老金和共同基金的持续比例先后大幅增加。美国股市机构化程度提升之后，股市波动率也随之降低，熊市持续时间也相应缩短。

图 4：A股机构化程度在2016年之后加速


资料来源：万得，信达证券研发中心

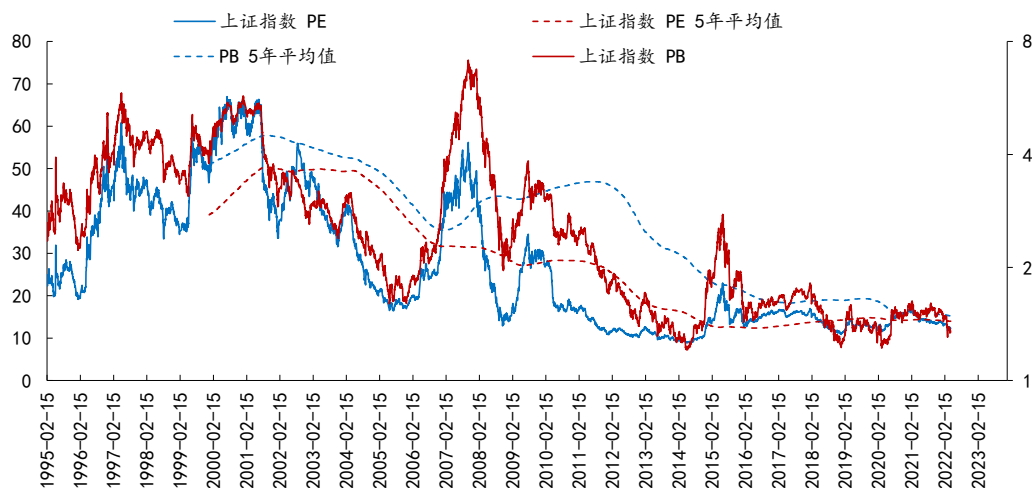
图 5：美国机构投资者占比在1980年之后快速提升


资料来源：万得，信达证券研发中心

熊市模式改变，第二要靠估值中枢的变化。

过去 20 年，A 股的估值中枢一直在缓慢下降，市净率五年期均值、市盈率五年期均值均是如此。尤其是本轮熊市开始之初，万得全 A 的估值就处于历史相对低位。从估值的角度来看，预计本轮熊市的下跌空间会低于历史多数情况。

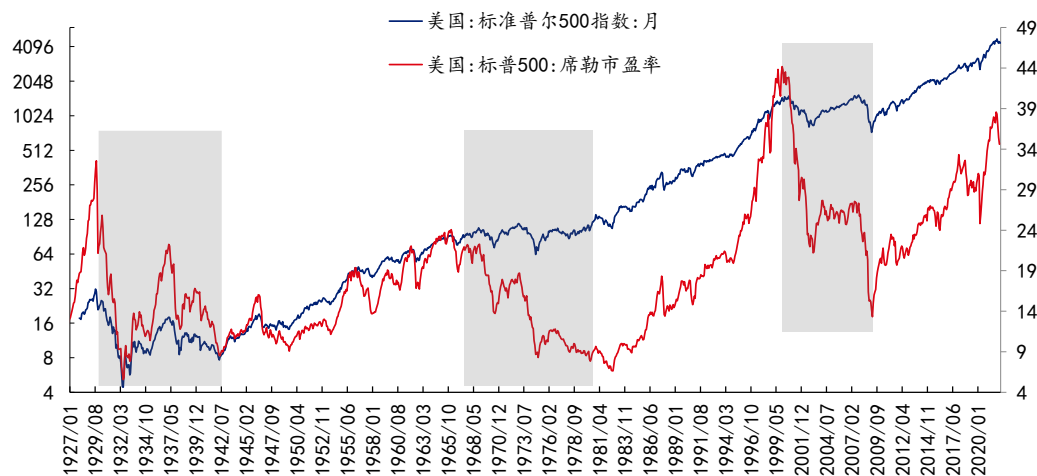
图 6：过去 20 年，A 股的估值中枢一直在缓慢下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

美股也出现持续长时间的估值中枢下降（席勒市盈率），1920-1942、1968-1981、2000-2008，期间股市整体中枢也没有大的抬升，但是当估值下降空间逐渐缩窄后，股市熊市的级别大多也会缩小。

图 7: 美股也曾出现过较长时间的估值中枢下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

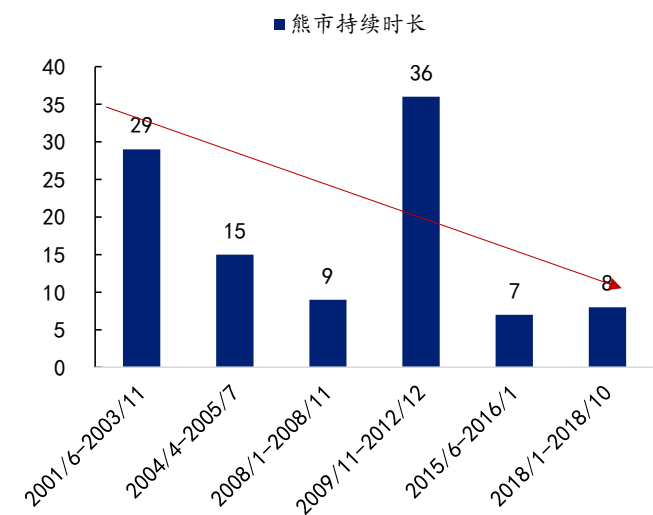
1.3 A股熊市时间正在减少

对比历史情况来看，A 股的熊市时间在减少，这意味着这一次熊市可能不会持续到 Q4。A 股的 6 次熊市中，除了 2001 年-2003 年、2010 年-2012 年的熊市持续了两年以上

之外，其他多数熊市的持续时长是三个季度至一年。美股的 11 次熊市中，除了 20 世纪 70 年代（美国经济陷于滞涨泥潭）、2000 年-2002 年（互联网泡沫）、2007 年-2009 年（金融危机）的熊市持续了一年半以上之外，其他熊市的持续时长均在半年左右。

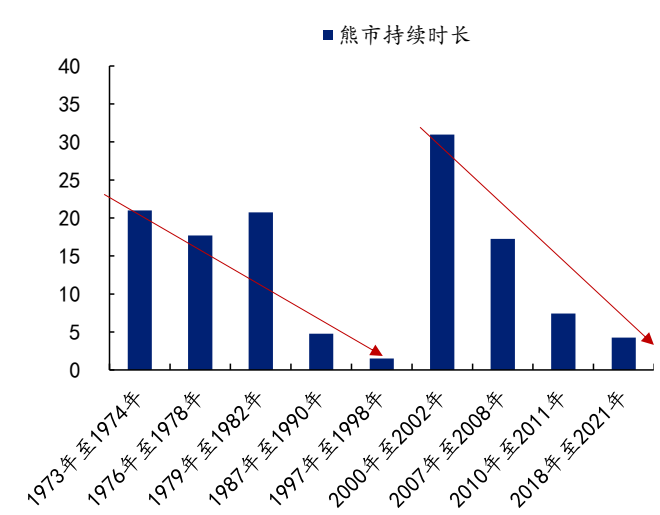
站在当下，如果 A 股的熊市模式、熊市持续时长等规律改变了，我们可能要重新审视很多大势研判的经验规律，诸如“牛不过三”、“牛短熊长”、“牛市中各板块普涨，熊市中各板块普跌”等。考虑到投资者结构变化，特别是杠杆资金、绝对收益资金的增多，熊市初期的减仓力量比 2018 年、2011-2012 年更强，这会加快这一轮调整的进程，缩短调整的时间。

图 8：A 股熊市的持续时长（单位：月）



资料来源：彭博，信达证券研发中心

图 9：美股熊市的持续时长（单位：月）



资料来源：彭博，信达证券研发中心

二、ROE 下降的风险正在全面释放

历史上, ROE 下降初期的时候, A 股非常容易容易出现熊市, 但是随着 ROE 下降进入后期, 股市估值可能已经大部分定价了 ROE 的负面因素, 股市往往会提前 ROE 半年甚至更长时间见底。美股历史上面临周期性 ROE 下降时, 很多时候只会出现 1-2 个季度的调整。

2.1 A 股在 ROE 下降期的历史表现

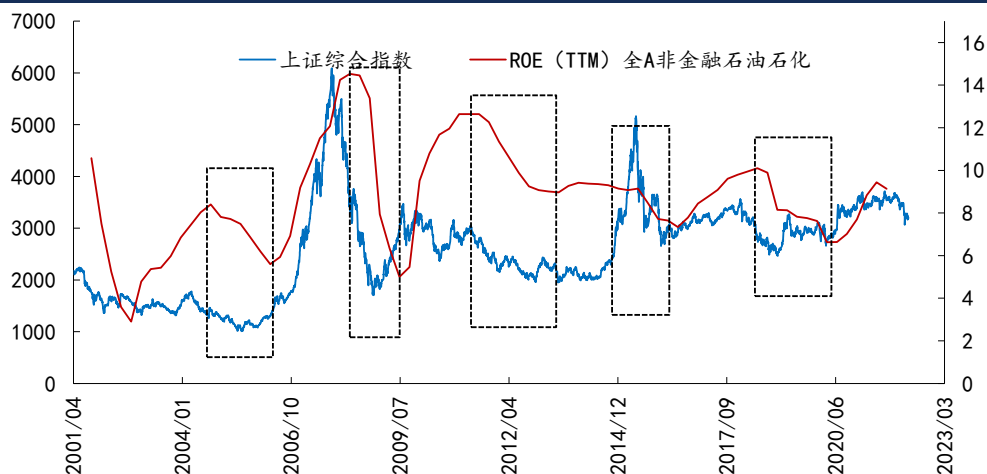
一方面, ROE 下降初期, 只有 2014-2015 年是牛市。

2000 年以来, A 股在 ROE 下降的年份, 均会出现年度级别的熊市 (例外情况仅有 2014-2015 年)。而且 A 股的下跌一般发生在 ROE 下降的初期。

受益于投资者结构的成熟, A 股的波动幅度在近几年已经大幅下降。不过, 考虑到前述规律在过去 20 年几乎没有例外, 一旦 A 股的盈利增速转跌, 这依然会动摇大部分 A 股投资者的持仓信心。

另一方面, 股市的企稳领先于 ROE 的企稳。或者说 ROE 在下降后期, A 股就会转涨。历史上来看, 熊市一般会只持续到 ROE 下降最快的时候。例外情况只有一次, 2011-2012 年的熊市持续到了 ROE 下降的后期。投资者只需要全面 (几乎所有一级行业) 认识到 ROE 已经进入年度下行, 此时悲观预期达到极端状态, 熊市就可能结束。

图 10: A 股市场上, ROE 下降初期, 只有 2014-2015 年是牛市



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.2 美股最近三次 ROE 下降期的表现

考虑到近年来 A 股投资者结构的改变、估值中枢的下沉, 我们认为 A 股以往的熊市表现对当前的启示意义或有减弱。我们同时分析美股在 ROE 下降期的历史表现, 以供投资者们参考。

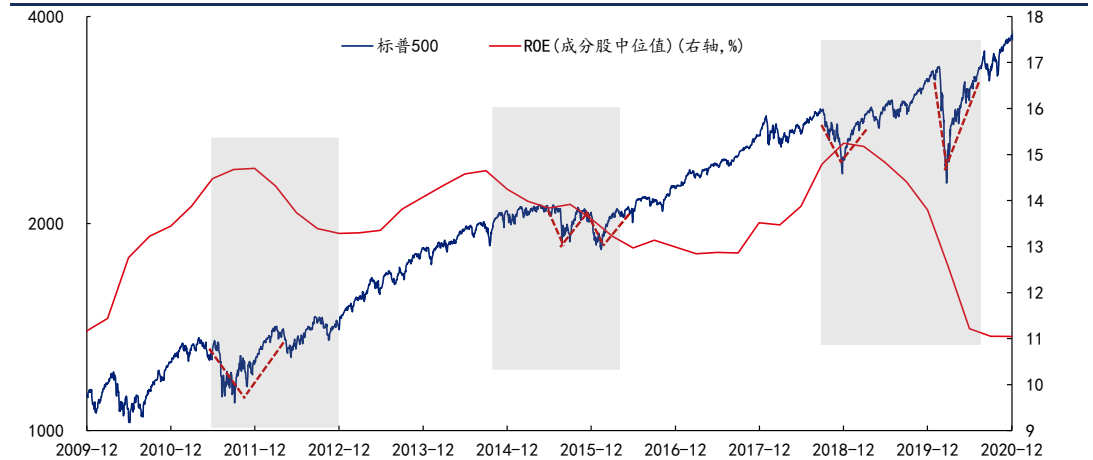
美股的一个重要行情特征是, 即使 ROE 下行, 美股大概率仍能维持年度级别的收涨。

1) 美股上市公司 ROE 的变化决定股市运行方向, 美股在 ROE 下行期更容易出现波动增加、回撤扩大的情况。2) 当美股上市公司 ROE 出现 5pct 以内幅度的调整时, 指数的调整幅度

通常在 20%到 30%之间，且调整的时间通常不会超过一年。

下文中，我们梳理了美股 2010 年之后三次调整发生的宏观背景、以及调整开始与结束的信号。

图 11：标普 500 指数走势与 ROE 的对比



资料来源：万得，信达证券研发中心

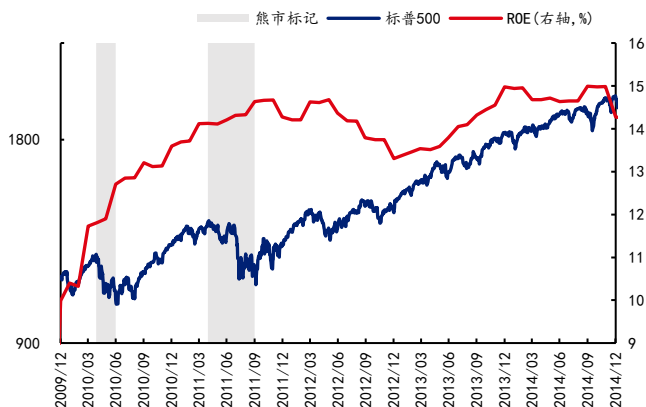
2010—2011 年，欧债危机、美国债务上限危机、量化宽松延续。

1) 调整期对应的盈利与利率环境。

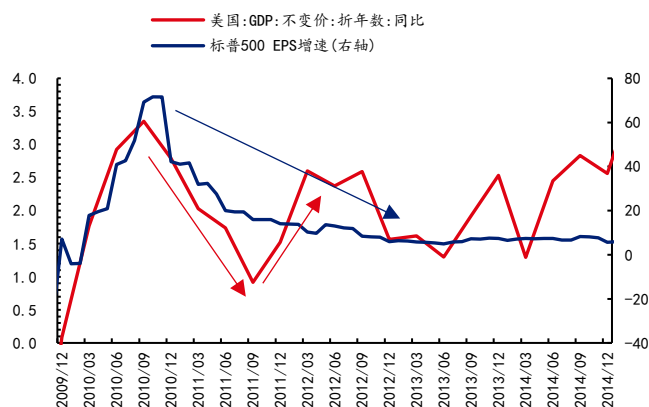
2010 年至 2011 年，美股出现过两次调整，一次跌幅为 15%，一次跌幅接近 20%。这两次调整对应的宏观环境是盈利增速小幅放缓、量化宽松的暂缓。

美国经济在 2009 年下半年逐步走出金融危机的阴霾，进入 2010 年之后经济增速开始高位放缓。美国实际 GDP 增速在 2010Q3 达到 3.35%，创过去五年来的新高，此后便逐季走低，至 2011Q3 下探至 0.92%。不过，金融危机的余波未平，欧债危机、美国债务上限危机依然牵动着投资者的神经。

上市公司的盈利韧性偏强。标普 500 EPS 增速在 2010 年 9 月至 2013 年 6 月持续下降，2011 年 6 月之后降幅放缓。从 EPS 增速的绝对值来看，始终维持在 5%以上，这个水平实际上是好于历史上多数时间的，显示上市公司的盈利情况并不差。而同期标普 500 指数的 ROE 在 2009Q4 至 2011Q4 持续修复，即使是 2011Q4 至 2013Q1 出现下降，1.4pct 的降幅也并不大。

图 12：2009 年至 2014 年，标普 500 指数走势与 ROE


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：2010-2011 年，美股盈利维持正增长，增速高位回落


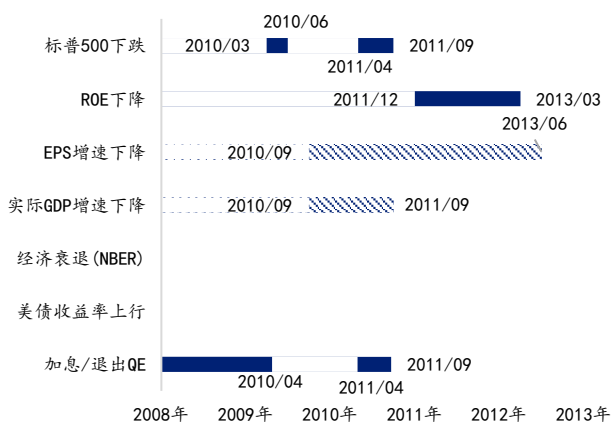
资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 美股调整开始与结束的信号。

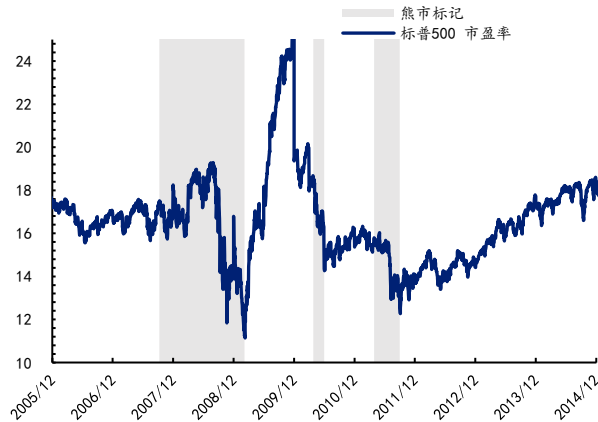
第一次调整发生于 2010 年 4 月至 2010 年 7 月，期间标普 500 指数最大跌幅达到 15.60%。事后来，引发这一轮调整的因素有很多，如美国经济增速高位放缓（并非进入衰退阶段）、量化宽松政策暂缓、金融监管改革法案落地、欧债危机发酵、中国经济增速下行等。而支撑美股在 7 月反弹、8 月后持续走高的重要因素是美联储启动了第二轮量化宽松。

第二次调整发生于 2011 年 4 月至 2011 年 10 月，期间标普 500 指数最大跌幅达到 19.82%。引发这一轮调整的因素有，美国债务危机，标普在 8 月下调美国主权信用评级；QE2 在 6 月结束，而通胀的走高又制约了美联储宽货币的操作空间；欧债危机仍在蔓延，希腊的主权评级被持续下调，西班牙、意大利的主权评级也首次遭遇下调。支撑美股企稳的利好因素有，9 月美联储开展扭转操作；欧洲央行开启定向长期再融资操作（TLTRO），助力欧债危机的化解。事后来，2011 年美股的企稳是一个典型的“估值底”行情。2011 年 10 月标普 500 估值下降到了 12.68x，接近 2009 年 3 月时的水平。

可以说，美股这两次调整后的企稳都多多少少受到了美联储宽松政策的影响。

图 14：美股在 2011 年的震荡调整领先于 ROE 的下跌


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：美股在 2011 年下跌前的估值并不高


资料来源：万得，信达证券研发中心

2015—2016 年：后危机时代首次加息、油价拖累企业盈利增速。

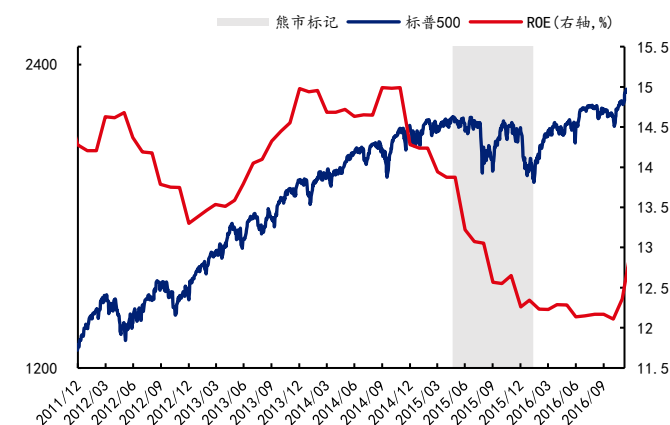
1) 调整期对应的盈利与利率环境。

美股在 2015 年 5 月至 2016 年 2 月出现震荡调整，最大跌幅达到 15.21%。这次调整对应的宏观环境是盈利增速转负、美联储加息预期。

这段时期，上市公司 ROE 的降幅高于盈利增速的降幅，而盈利增速的降幅又差于经济增速的降幅。美国 GDP 增速在 2015 年二季度之后开始高位放缓，至 2016Q2 实际 GDP 增速下降到了 1.37%，但盈利增速却在 2016Q1 下探到负值（-5.88%）。这种情况在历史上是并不多见。一般来说，美国经济增速放缓时美股的盈利增速大概率同步走低，但只有经济步入衰退时才会出现上市公司盈利的负增长。这段时期美股盈利的弱势可能与油价的暴跌有关。

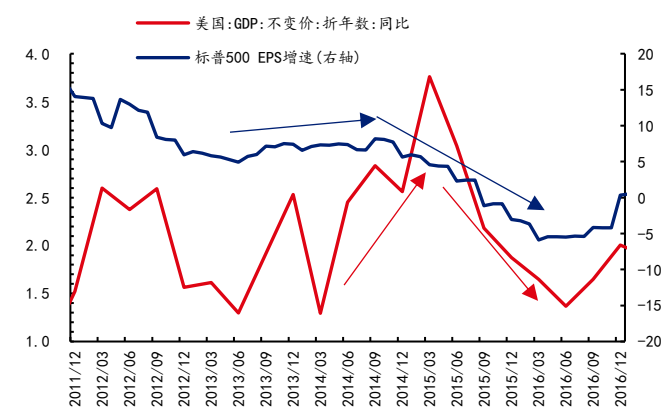
货币政策方面，2015 年是美联储在金融危机之后首次开启货币正常化的一年。2015 年上半年，美国就业市场数据强劲，市场加息预期不断升温。2015 年 12 月 17 日，美联储正式开启了加息，并表示 2016 年还将加息 4 次。

图 16：2015 年至 2016 年，标普 500 指数走势与 ROE



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：2013 年至 2015 年，美股盈利表现弱于宏观经济表现（单位：%）



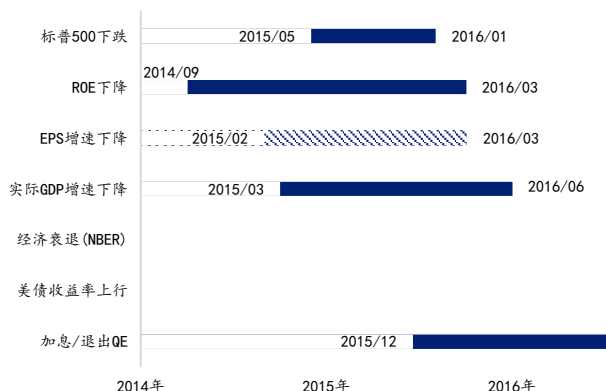
资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 美股调整开始与结束的信号。

美股的调整滞后于盈利增速的放缓，没有呈现出领先性。美股在 2015 年上半年就开始上行乏力，市场面临经济上行和流动性收紧预期的复杂局面。而标普 500 ROE、EPS 增速在 2014Q3、2015Q1 已先后出现走弱。美股的调整滞后于盈利增速的放缓，可能与宏观经济和公司盈利的背离有关，事后来市场更偏向于定价前者。引发美股在 2015 年 8 月至 2016 年 2 月调整的事件有，811 汇改、A 股大幅调整、国际油价重启下跌、美国经济增速转弱等。

美股的企稳基本领先于流动性实质性收紧，反映投资者的加息预期非常充分。美股在 2016 年 2 月就开始企稳，股市重回上行通道的积极因素有二。一是，紧缩预期缓解。美联储在 2016 年 3 月释放鸽派信号，最终全年仅加息一次，较 2015 年底所宣称的 4 次加息大幅减少。二是，上市公司盈利增速和经济增速先后在 2016Q1\2016Q2 企稳，特朗普在 11 月获选总统后提出大规模减税计划。

图 18：美股在 2015 年的震荡调整同步于盈利的走弱



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：美股在 2015 年下跌前的估值创出 2010 年以来新高



资料来源：万得，信达证券研发中心

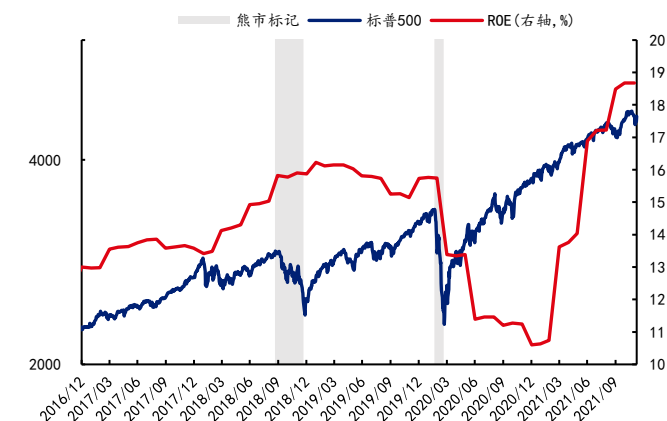
2018 年 & 2020 年：美债收益率飙升、疫情冲击与两次大跌。

1) 调整期对应的盈利与利率环境。

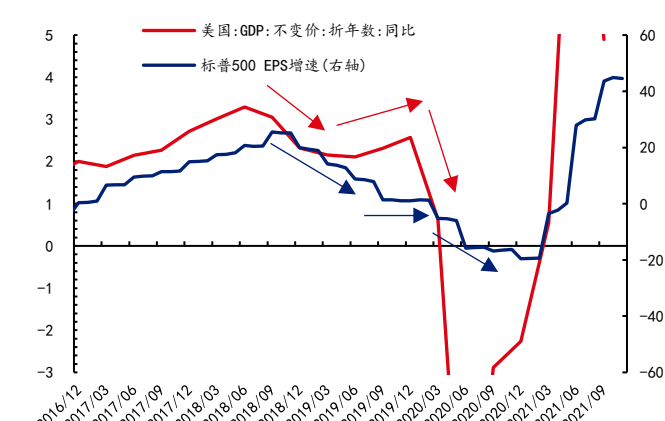
美股在 2018 年至 2020 年出现了两次超过 20% 的调整。其中 2018 年的下跌对应的宏观环境是盈利增速下行、美联储缓慢缩表；2020 年的下跌对应的宏观环境是盈利增速急剧下行、美联储大幅释放流动性。

美股这一轮的盈利增速下行发生于 2018 年末至 2020 年末，为期两年，是美股在后危机时代中时长最长、幅度最大的一次，而且路径上存在一些波折。NBER 将 2020 年 2 月至 4 月定义为经济衰退期，这是金融危机后的首次衰退。

2018 年上半年，特朗普政府推行的 30 年来最大规模的税改为美国经济提供了强劲动力。但随着美联储货币正常化进程的加速，2018 年下半年，美国实际 GDP 增速、标普 500 指数 EPS 增速、标普 500 指数 ROE 先后出现了高位放缓，美联储加息进程也在 9 月按下暂停键，不过缩表还在缓慢推进。进入 2019 年下半年，美联储进行了一系列积极操作，重启降息、提前结束缩表、购买短期国债等，美国经济在 2019 年四季度出现了回升的苗头。然而，2020 年 3 月的新冠疫情又打破了美国经济原本的复苏路径。当然疫情爆发之后美联储通过扩表释放了大量流动性，仅 2020 年二季度美联储资产负债表规模就急速扩张了 50%。

图 20：2018 年至 2021 年，标普 500 指数走势与 ROE


资料来源：万得，信达证券研发中心

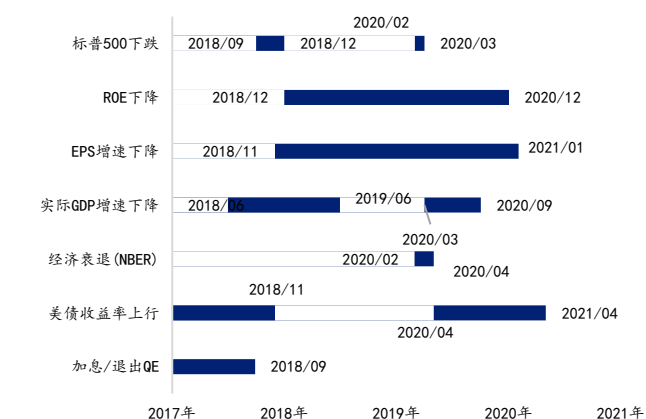
图 21：2018H2，美国经济增速和美股盈利增速出现高位放缓（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

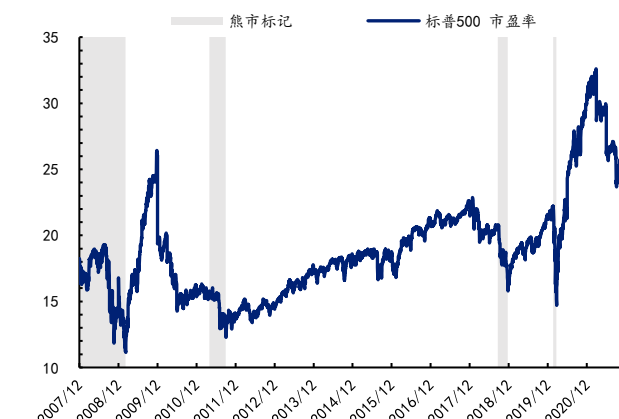
2) 调整开始与结束的信号。

第一次下跌发生于 2018 年 9 月至 12 月，期间标普 500 指数的最大跌幅达到 20.06%。这是美股在 2010 年以来幅度最大的一次调整。美股这轮下跌的触发因素有美联储发布鹰派言论、10 月美债收益率飙升并突破同年 5 月的高点、12 月美债收益率曲线倒挂引发市场对经济前景的担忧等。美股企稳的触发因素有美联储在 2019 年初转向鸽派，美债收益率高位回落。事后来，美股这一轮调整几乎完全领先于盈利增速的走弱，而流动性预期的改善、估值低位都为美股的企稳提供了支撑。

第二次下跌发生于 2020 年 2 月至 3 月，期间标普 500 指数的最大跌幅达到 35.41%。新冠疫情的爆发引起全球股市大动荡，美股在短短 10 天内见证了 4 次熔断，直到美联储在 3 月 15 日大幅降息并承诺购买债券，美股才逐步企稳。事后来，新冠疫情对全球经济的影响固然深远，但美股如此剧烈的下跌与估值高企也不无关系。在经历 2019 年估值的扩张之后，美股在 2020 年年初的估值又重新回到历史高位，仅略低于 2018 年初的水平。

图 22：美股 2018 年的调整领先于盈利的下行


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：美股 2018 年、2020 年两次调整后后期的估值都较低了


资料来源：万得，信达证券研发中心

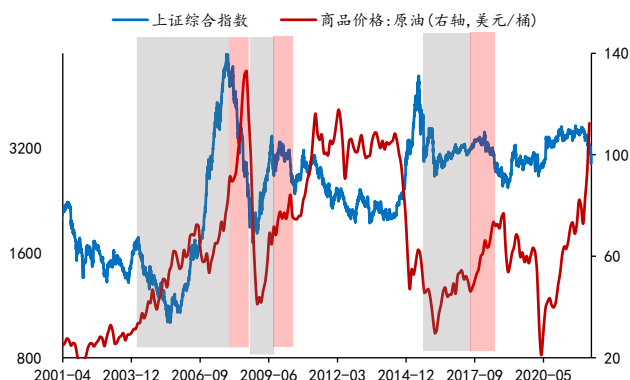
在前两章中，我们提出 ROE 下行仍是 A 股在年内无法回避的负面因素。但结合 A 股投资者结构的变化、熊市模式发生转变的可能、估值中枢的下沉等因素来看，不宜对本轮熊市的时长与幅度过于悲观。

那么展望下半年，哪些因素会带来 A 股出现绝地反击？我们在此梳理三条线索。

三、反转的条件（1）：利率重启下降趋势

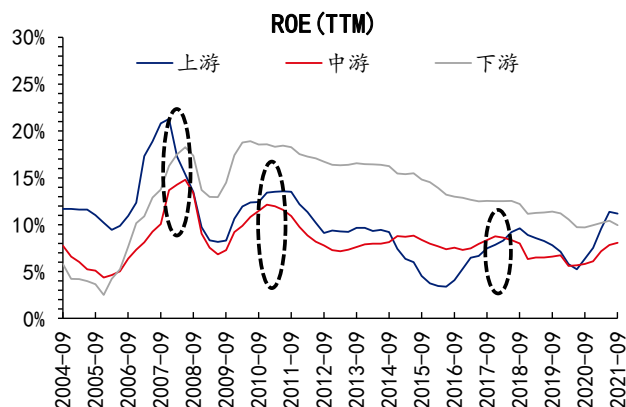
滞胀对 A 股的影响通常是负面的。具体来看，在宏观经济下行、原油加速上涨的背景下（图 24 中灰色阴影部分），A 股通常都会收跌。典型如 2008 年初、2011 上半年、2018 年初均是如此。

图 24：油价上涨之后的两年，A 股倾向于收跌



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 25：油价上涨利好上游企业，但上游“独乐乐”不会太久

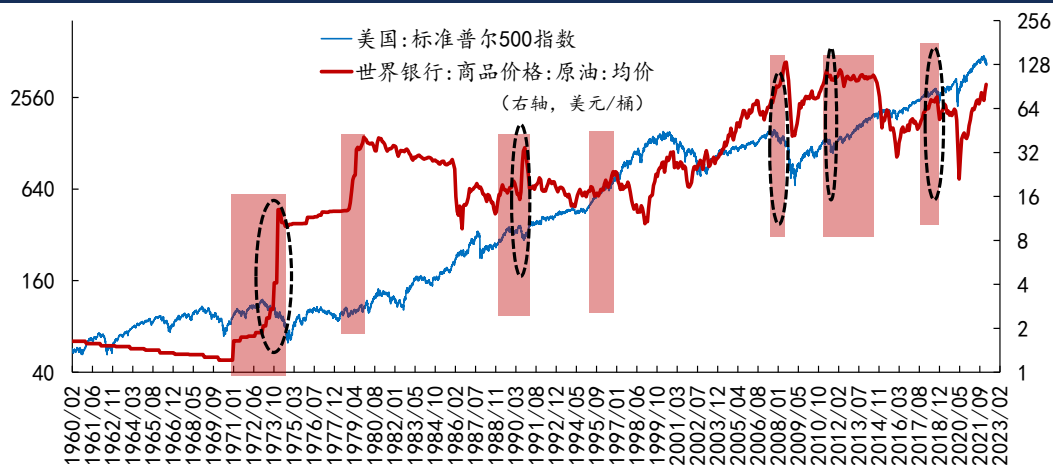


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.1 历史经验表明，滞胀之后大概率是衰退

从经济短周期的角度来说，只有衰退才能打破滞胀。这背后的原因可能是：（1）原油上涨的初期，宏观总需求往往较好，中下游成本压力不大。但到了原油上涨的末期，宏观总需求已经开始走弱，这时油价上涨开始对下游成本构成较大冲击，伤害下游需求。（2）原油价格对通胀的影响较大，会限制货币政策宽松的可能性，甚至带来货币紧缩。

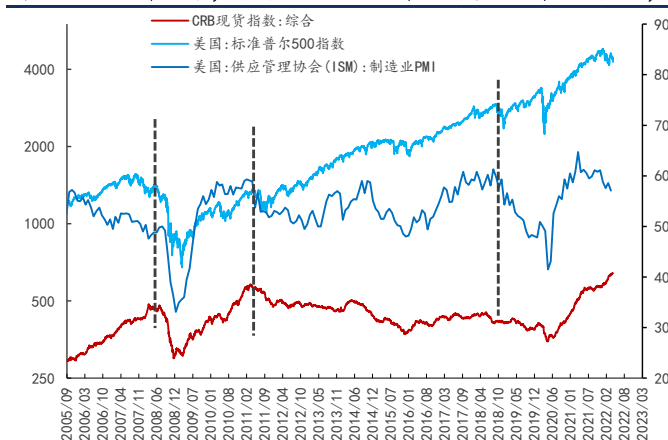
图 26：油价上涨的后期，经济通常陷入衰退，美股随之转跌



资料来源：万得，信达证券研发中心

美国最近 3 次滞胀转为衰退的时间点分别是 2008 年 7 月、2011 年 5 月、2018 年 10 月。这三个时间点之后，美股均出现了较大幅度的调整。2008 年 7 月之后，股市下跌开始加速，很快超过了 20% 的牛熊分界线，迎来了次贷危机中最惨烈的一段下跌。2011 年和 2018 年临界点过后，美股的慢牛暂缓，随后均出现了 20% 幅度的调整。

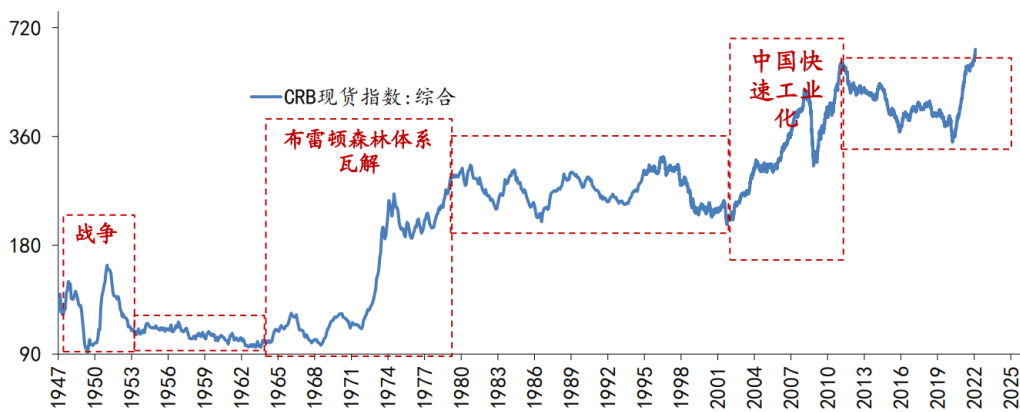
图 27：2007 年至今，美国出现过三次滞胀转衰退（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

本轮滞胀的特殊性在于，产能不足是一个无法证伪的长期问题，不过，历史经验表明，即使我们面临的是商品的超级周期，商品价格也会受到短周期的影响。历史上商品价格一般有两种上涨。一种是由于重大历史事件带来的史诗级上涨，比如布雷顿森林体系和中国快速工业化阶段的上涨，持续时间会长达十年。第二种上涨是大格局（经济和货币）稳定变化情况下的波段上涨，每次上涨时间约两年左右，幅度上会接近区间震荡的高点。即使是类似于前者的商品超级大周期，商品价格也会因需求下降而短暂调整。

图 28：即使商品出现超级大周期，期间商品价格也会因需求下降而短暂调整



资料来源：万得，信达证券研发中心

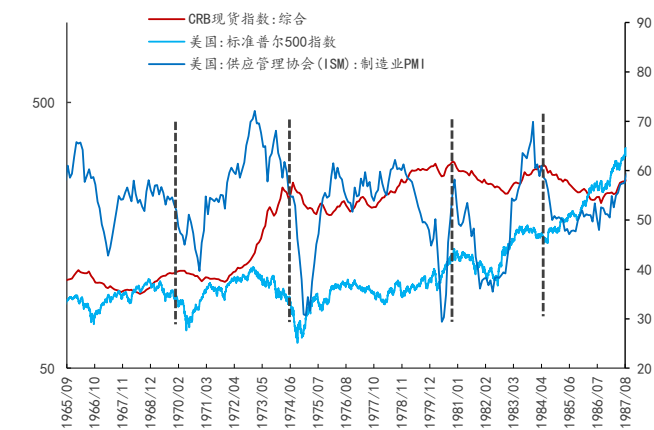
以美股 1965 年至 1980 年的情况为例，此时股市熊市的时间和下跌幅度可能会比预期的更大。美股在这段时期震荡了 15 年之久，估值中枢大幅下降，且每一次商品上涨的后半段都会带来一次较大的熊市。

在 1970 年至 1980 年，美国通胀长期维持高位，期间出现过 3 次滞胀期到衰退期的临界点，分别是 1970 年 5 月、1974 年 6 月、1980 年 11 月。前两次临界点出现之前，股市均已经出现了较大调整，随着经济由滞胀转入衰退，股市迎来了最后一跌。1980 年 11 月的临界点过后，美股出现了接近 1 年的熊市，直到美股席勒市盈率达到历史最低值，滞

胀的影响才结束。

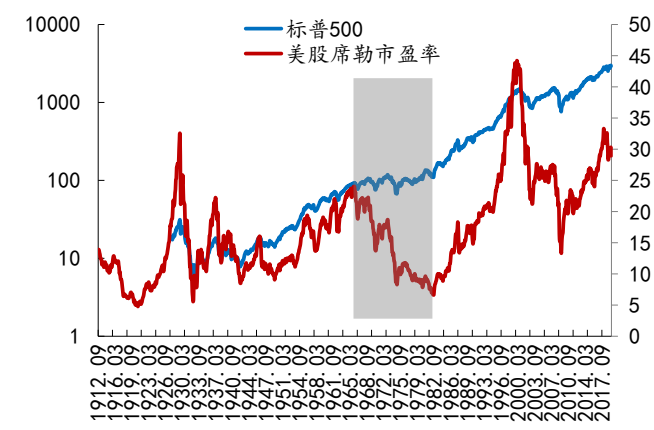
总结来说，商品超级周期只会增加滞胀、衰退出现的频率，并不会破坏经济从滞胀转为衰退的规律。

图 29：70 年代临界点往往是熊市的后期（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：美股直到 1982 年席勒市盈率达到历史低位才企稳



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 辩证看待衰退的影响，利率下降空间或重新打开

美国经济衰退对 A 股短期是利空，但中期可能重新打开利率下降空间。

国内国债利率曾在 2021 年趋势性下降。但 2022 年 1 月底至今，国债利率受到美联储加息的影响，暂停下行，转为震荡。

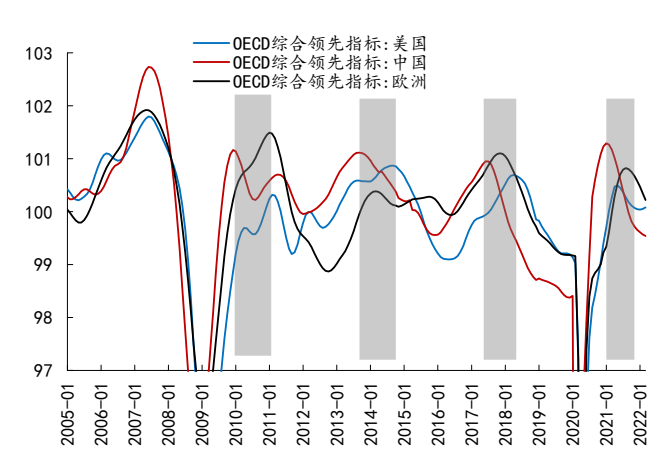
类似的情况在 2018 年也出现过。2018 年中开始，国内已经明确稳增长的政策基调，但利率环境受到美债利率上行的影响，出现了长时间的震荡。直到 2019 年初，美债利率开始拐头下行，国内利率才重新开始下台阶，A 股正式开始 2019 年 Q1 的反转，上证综指在 4 个月内最大涨幅达到 32.7%。这段历史情况表明，利率的压制一旦缓解，股市就会具备反转条件。

图 31：2018 年国内利率也受到过美债利率的压制（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：2005 年以来，中美欧的 OECD 经济领先指标



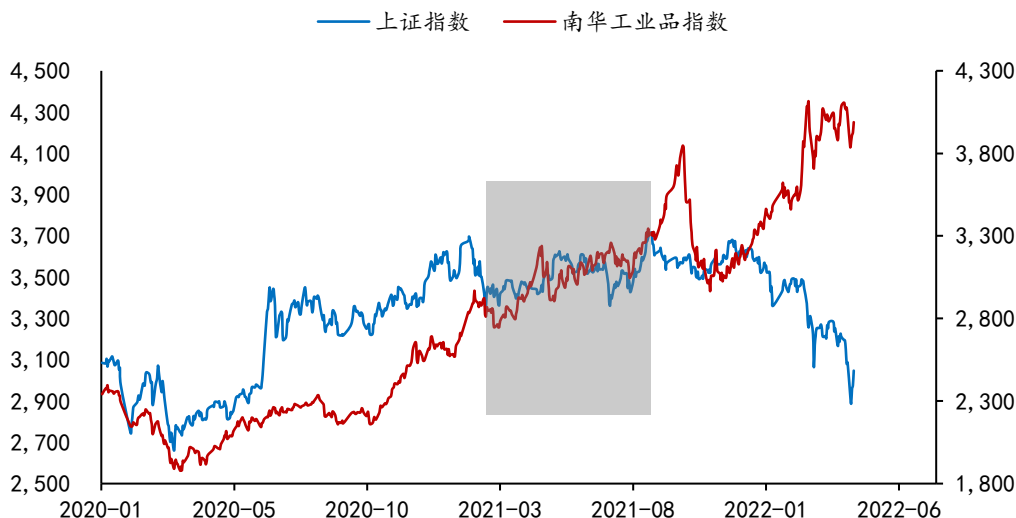
资料来源：万得，信达证券研发中心



四、反转的条件 (2): 地产销售企稳回升

2021 年春节后, 市场也有过剧烈调整, 但随后市场逐渐企稳, 由开始的反弹变为反转。背后很重要的力量来自很多板块的业绩大超预期。2019-2020 年虽然半导体行业也涨了很多, 但整体业绩兑现速度是慢于估值抬升速度的, 而到了 2021 年, 半导体行业销售、价格改善的速度反而更快。新能源车行业也是类似的情况, 在之前较高的销量预期上, 2021 年新能源车的销售继续大超预期。

图 33: 支撑股市在 2021 年下半年反转的核心因素是业绩上行



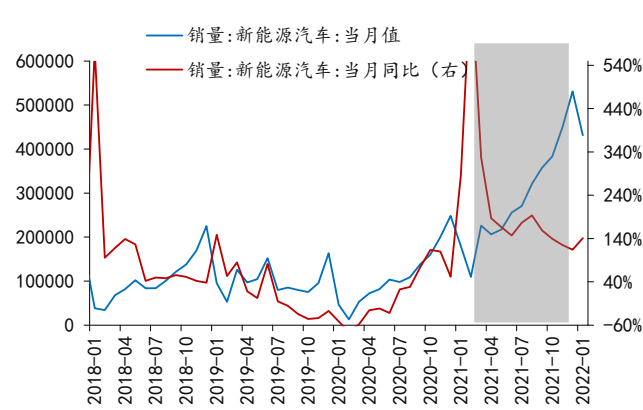
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 34: 2021 年, 半导体销售额增速加速上行 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 35: 2021 年, 新能源车销量加速上行



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

站在当下, 业绩预期改善的期待点关注稳增长的效果, 重点关注房地产销售能否企稳?

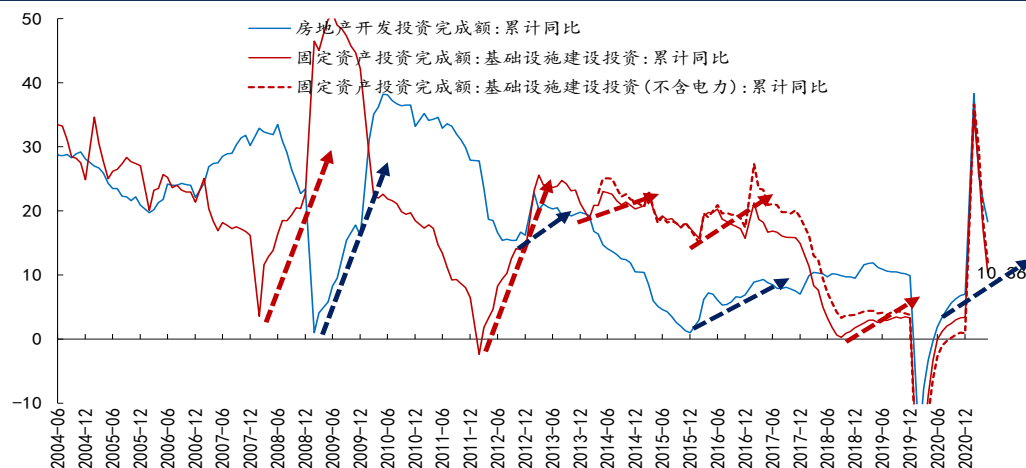
1) 今年稳增长的政策基调已定, 而稳增长的节奏通常是先基建、后地产。

历史上, 稳增长政策一旦确立, 基建投资都会快速回升, 但是一般只靠基建投资回升,

是不足以改变经济趋势的，经济回升一般都是伴随着地产投资回升。

今年以来已有多个城市先后进行楼市调控政策的松绑。虽然“房住不炒”的长效机制不会动摇，但在3月-4月疫情冲击经济、全年5.5%经济增速目标待完成的背景下，年内地产依然有较大概率进入上行周期的可能。

图 36：稳增长发力时，基建投资增速、地产投资增速依次上行（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2) 地产销售增速回升，才是稳增长确定有效果的信号。

股市一般都会领先房地产投资，或者说会领先于经济增速的改善。但地产销售增速作为地产投资的领先指标，对于股市企稳的信号意义很大。

稳增长政策定调后的股市上涨，通常伴随着房地产销售的企稳回升。

图 37：稳增长后的股市上涨，通常伴随着地产销售增速的企稳回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

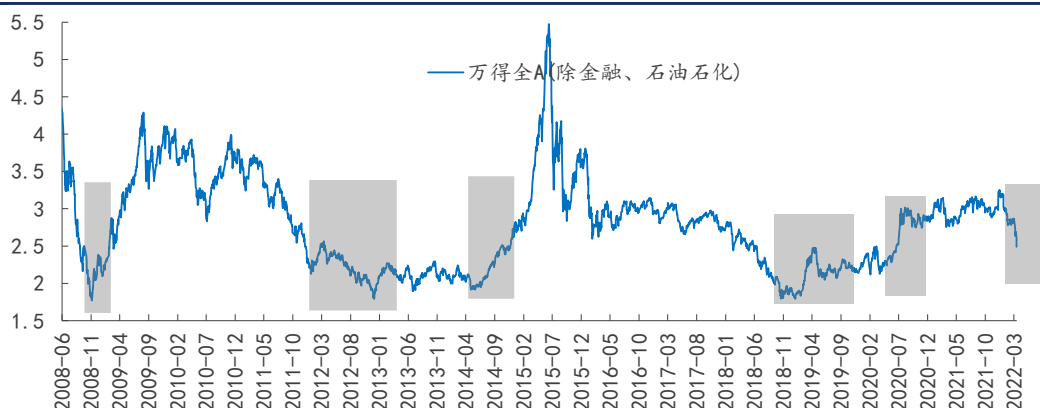
五、反转的条件 (3): 估值低到能吸引配置资金

估值是这一次稳增长对指数影响弱的另一个原因。

1) 历史上看, 政策底到股市底通常有一定的时间间隔。因为稳增长的初期, 企业的当期利润一般都不太好。稳增长之所以会出现, 背后很重要的原因是, 经济已经下滑到了中段了, 此时最大的特点是经济下降逐渐开始影响到工业企业的利润。此时二级市场的投资者往往很难找到业绩还能超预期的行业。

2) 但本轮稳增长之后, 股市的跌幅确实超过历史多数时期。相比历史上的稳增长, 这一次全 A (非金融石油石化) 的 PB 更高, 当下 PB 为 2.6 倍。而 2008 年底、2014 年中、2018 年 Q4, A 股整体均跌破 2 倍 PB。这导致前三次稳增长定调之后, 指数均有不错的上涨。

图 38: 本次稳增长政策发力时, 万得全 A (两非) 的市净率并不低



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

不过, 从风险溢价的角度来看, 全 A 极限下行风险已经不大了。

从交易层面来看, “市场底”的形成取决于配置型资金入场与趋势型资金离场这两股力量之间的抗衡。当股票资产的风险溢价触及历史极高值、配置价值足够高, 此时配置型资金的流入有望带动股票资产筑底。

经历过年初以来的剧烈调整, 股市的估值已经大幅下降, 相比债券的风险溢价指数大幅回升。风险溢价指数一般有三种算法: (1) PE 倒数-10 年期国债利率; (2) PE 倒数-10 年期 AAA 企业债利率; (3) 股息率-10 年期国债利率。

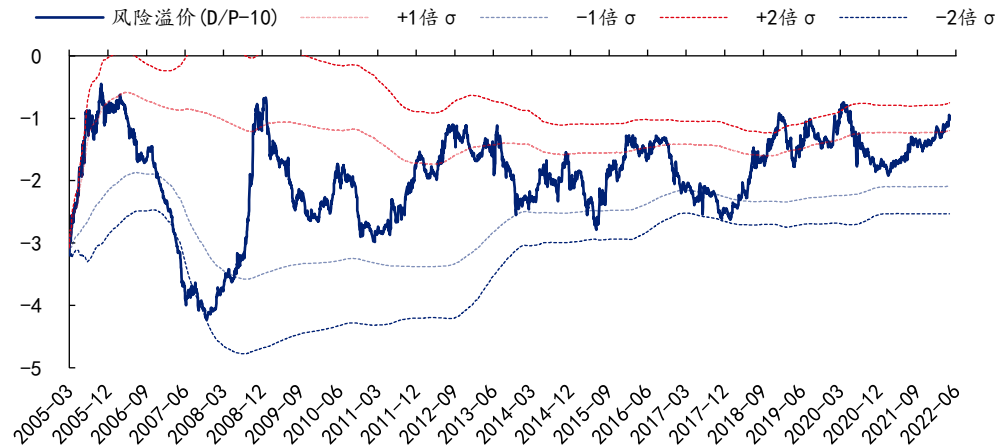
截至 4 月 26 日, 如果以 5 年历史平均±2 倍标准差为历史经验的估值上下限, 则用前两种方法计算的全 A 极限下行风险已完全释放, 第三种方法测算的极限下行风险还有 7.6%。而上证综指用前两种方法已经达到了估值下限, 用第三种方法测算离估值下限还差 7.9% 的跌幅。

图 39：以市盈率推算的万得全 A 股权风险溢价已接近均值+2 倍标准差



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 40：以股息率推算的万得全 A 股权风险溢价已接近均值+1 倍标准差



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：风险溢价指数相比历史均值+2 倍标准差，指数还需要的跌幅（单位：%）

不同算法	PE 倒数-10 年国债	PE 倒数-10 年 AAA	股息率-10 年国债
Wind 全 A	-0.8%	1.3%	-7.6%
上证综指	4.2%	4.9%	-7.9%
上证 50	-8.4%	-7.4%	-15.3%
沪深 300	-2.9%	-2.0%	-12.1%
中证 500	21.7%	23.1%	13.0%
创业板指	-4.5%	-1.7%	-24.6%

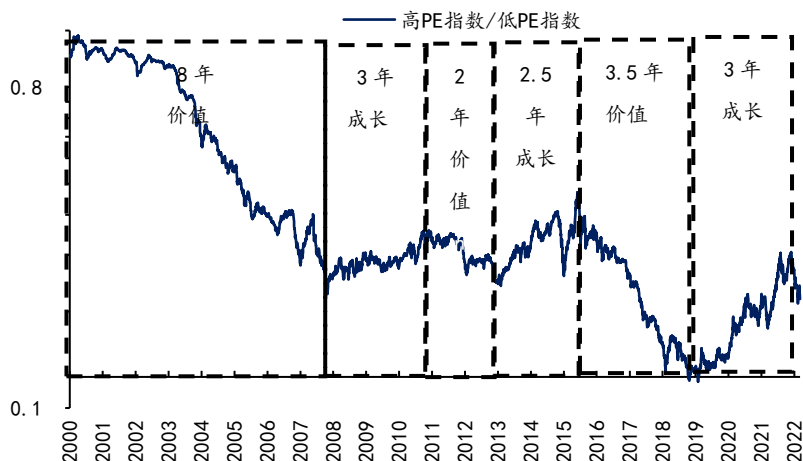
资料来源：万得，信达证券研发中心

六、风格探讨：下半年消费成长会有表现

6.1 长期风格：已经偏向价值

2000 年至今成长和风格主要经历了五轮大级别的切换，一轮切换时间在 2-3 年左右。2000 年-2007 年 10 月接近 8 年的时间里，价值风格长期占优。尤其是 2003 年之后，价值风格的超额收益持续快速扩大。从市场领涨主线的变化来看，从“五朵金花”到“煤电油运”再到“金融地产”，普遍受益于经济增长和商品价格上涨。而 2008 年之后，成长和风格基本上每 2-3 年会出现一次风格切换。2007 年 11 月-2010 年，对应“四万亿”后流动性极度宽松以及智能手机产业周期的爆发，成长风格占优。2011-2012 年，经济下行市场整体震荡，价值风格占优。2013-2015 年中，移动互联网周期+并购重组带来的成长股牛市。2015 年中-2018 年 10 月，龙头策略优势逐渐强化，价值风格占优。2018 年 11 月-2021 年，降准降息周期开启以及半导体、新能源产业周期持续上行，成长风格占优。

图 41：2008 年之后成长和风格每 2-3 年出现一次风格切换（单位：倍数）

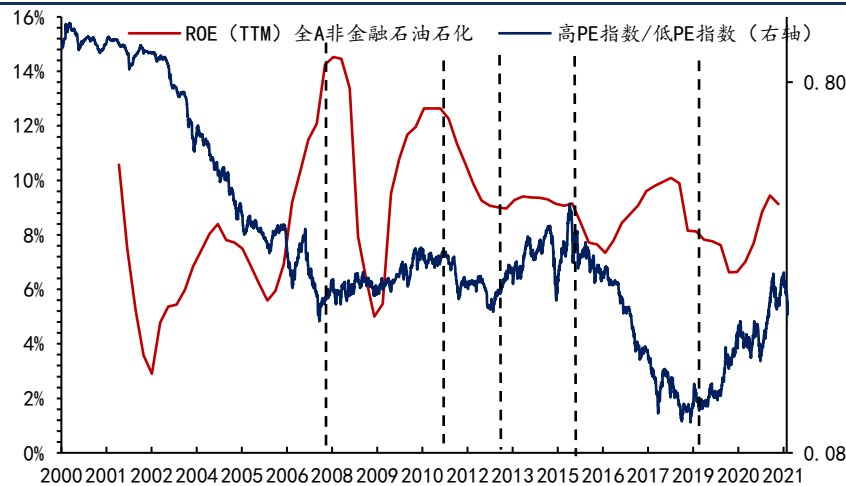


资料来源：万得，信达证券研发中心

大级别风格切换，往往在 ROE 拐点附近出现。成长和风格大级别风格切换，可能与 ROE 拐点同步出现，最长提前或者滞后于 ROE 拐点半年。2007 年 11 月市场风格从价值切换到成长，2008 年 Q2 全部 A 股（非金融两油，下同）ROE 开始下行。2011 年市场风格从成长切换到价值，2011 年 Q1 全部 A 股 ROE 开始下行。2013 年市场风格从价值切换到成长，2013 年 Q3 开始全部 A 股 ROE 有短暂回升。2015 年年中市场风格从成长切换到价值，2015 年 Q3 开始全部 A 股 ROE 在回升 1 个季度后再次快速下行。2018 年 11 月市场风格从价值切换到成长，2018 年 Q3 全部 A 股 ROE 开始下行。

但是 ROE 拐点并不意味着风格切换一定会发生。2002 年 Q4、2004 年 Q4、2006 年 Q2 是三个全部 A 股 ROE 趋势反转的拐点，但是期间始终是价值风格占优。2009 年 Q3 全部 A 股 ROE 转为上行，并未改变 2008 年开始成长风格占优的局面。2016 年 Q3 全部 A 股 ROE 转为下行，并未改变 2015 年年中开始价值风格占优的局面。2020 年 Q2 全部 A 股 ROE 转为上行，也未改变 2018 年底开始成长风格占优局面。

图 42：大级别风格切换，往往在 ROE 拐点附近出现（单位：%、倍数）

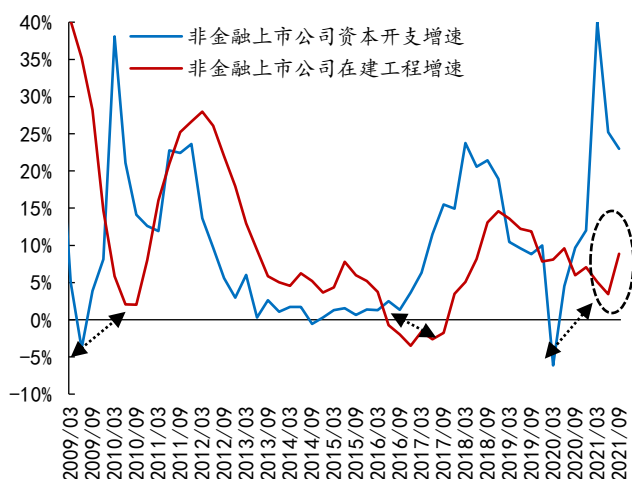


资料来源：万得，信达证券研发中心

6.2 制造业年度景气度或面临见顶

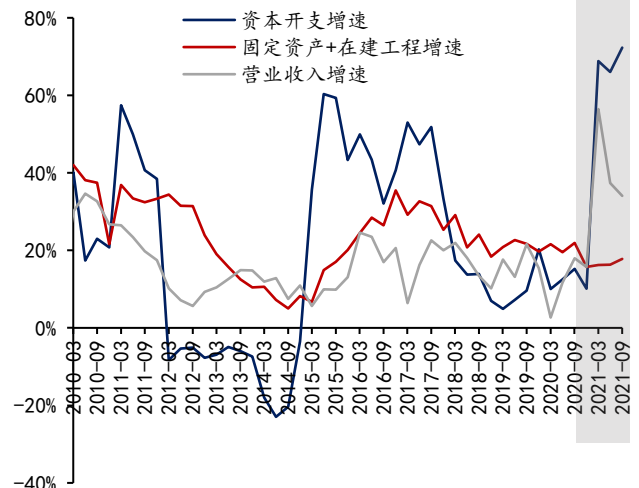
从产能周期来看，2022 年供需紧张的局面可能有所缓解，但是这一次供需关系转弱可能同时存在于传统能源和新能源。2021 年三季报中上市公司在建工程和固定资产同比增速出现快速回升，说明持续了 1 年多的资本开支回升已经开始带来产能投放了。但是这一次产能短缺缓解并不局限于传统能源，对于新能源来说，连续 2 年的利润爆发式增长后，可能也会由于阶段性产能的释放和宏观总需求的波动，导致供需错配大幅缓解，出现至少年度的价格或毛利率下降。

图 43：资本开支已经带动在建工程同比回升了（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

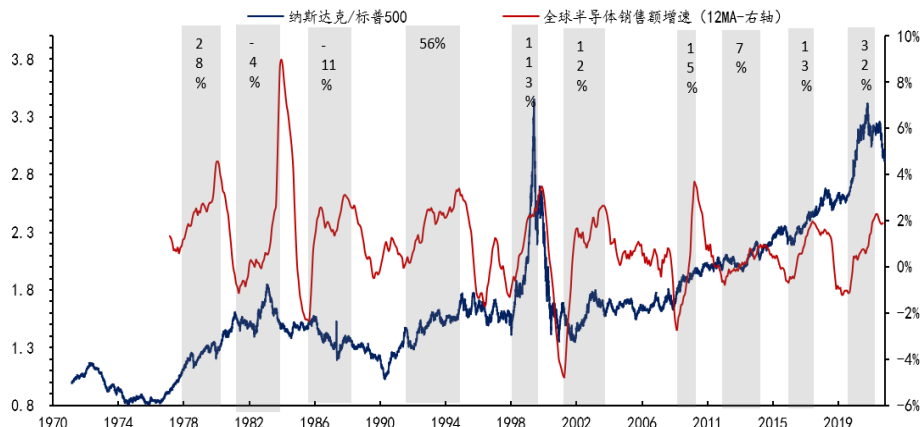
图 44：新能源面临着产能释放带来毛利率下行（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

从美股的表现来看，科技周期是影响成长风格占优的核心。全球半导体销售额增速上行期，除了 1980 年代核心资产反弹行情之外，纳斯达克指数相较标普 500 的超额收益大部分情况下均有显著上行。

图 45：半导体销售上行期，纳斯达克指数显著跑赢市场（单位：倍数，%）

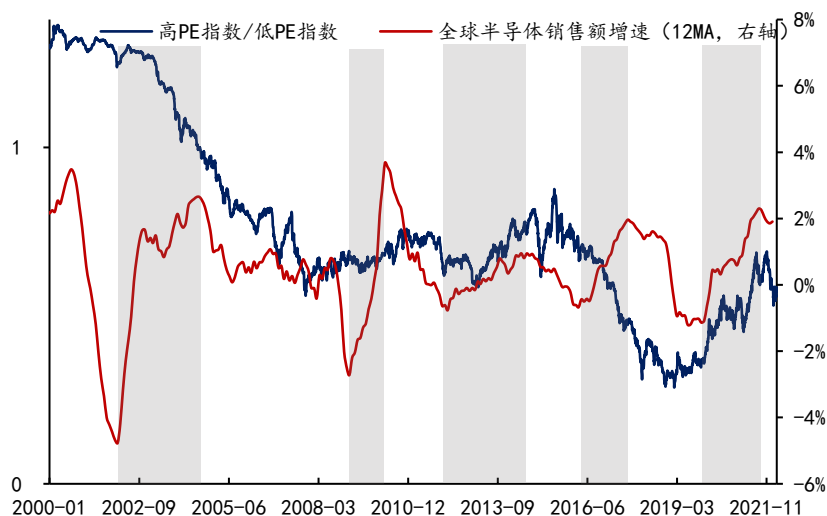


资料来源：Bloomberg，万得，信达证券研发中心

注：灰色框内数字为半导体销售增速上行期纳斯达克相对于标普 500 超额收益

A 股以高 PE 指数代指的成长风格表现与半导体销售周期的关系不如美股紧密。虽然 2020-2021 年，在半导体销售上行周期，A 股高 PE 指数显著跑赢市场，但是拉长时间来看，2002-2004 年、2012 年和 2016-2017 年的半导体销售增速上行期，高 PE 指数并没有超额收益。这应该与高 PE 指数成份主要集中在 TMT 行业有关，电子行业市值占比一直不到 10%。

图 46：A 股成长风格表现与国内半导体销售周期紧密度不如美股（单位：倍数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心



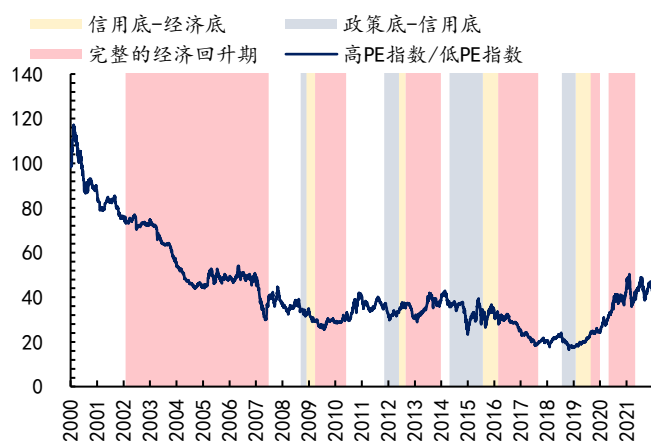
七、配置节奏：上半年绝对价值、下半年适度扩散

7.1 信用底到经济底之间，成长消费会有表现

在经济回升期，成长和价值风格轮动的规律为：（1）从政策底到信用底，成长和价值板块的 ROE 多数情况下同步下行，低价值的价值风格整体占优。但是如果成长风格的 ROE 保持平稳，在信用底出现前的半年可能有成长风格的反攻（如 2012 年上半年、2015 年上半年）。（2）从信用底到经济底，由于这一阶段流动性环境宽松，成长风格通常占优。（3）在经济回升期，在 2008 年之前均为价值风格占优，2008 年之后，成长和价值风格在板块层面的差距逐渐拉大，由于成长风格的盈利增速弹性更大，因此在大部分经济回升期，均为成长风格占优。

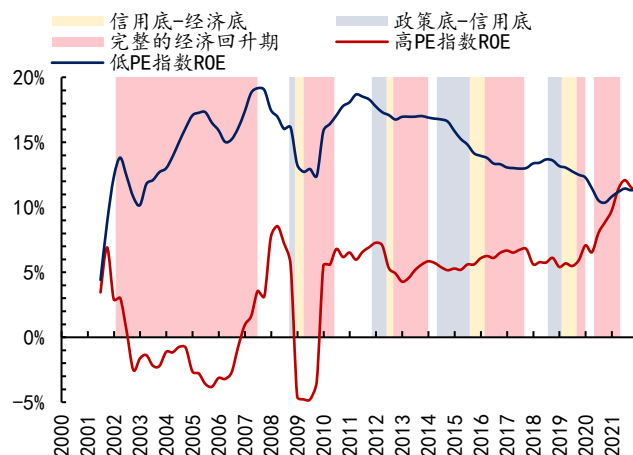
2016-2017 年的特殊性在于，价值和成长的 ROE 之差相较于 2014-2015 年出现底部拐点。对于成长风格来说，由于并购降温加上成长板块在前期利润快速提升的阶段积累了较多的产能，ROE 上行速度开始放缓。而价值板块受益于前期的去杠杆以及产能出清，在经济基本面的回升的阶段 ROE 下行放缓乃至企稳，因此在这一阶段价值风格的表现要好于成长风格。

图 47：经济回升期成长/价值指数走势（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 48：经济回升期成长/价值指数 ROE 变化（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：经济回升期三个阶段相对于上证指数超额收益排名靠前的一级行业（单位：%）

政策底到信用底						
起始时间		2008/09	2011/11	2014/04	2018/07	
结束时间		2008/11	2012/05	2015/07	2019/01	
上证指数 (%)		-10.03	-5.48	81.34	-10.06	
相对于上证指数超额收益排名靠前的一级行业		电力设备(26.63%)	房地产(17.78%)	国防军工(96.10%)	银行(13.87%)	
		建筑材料(22.49%)	非银金融(11.52%)	钢铁(77.34%)	非银金融(9.99%)	
		建筑装饰(20.49%)	家用电器(5.72%)	建筑装饰(70.66%)	农林牧渔(6.40%)	
		房地产(19.14%)	食品饮料(5.50%)	计算机(70.58%)	房地产(3.82%)	
		通信(17.28%)	银行(3.39%)	交通运输(64.97%)	煤炭(1.36%)	
		医药生物(13.43%)	有色金属(3.06%)	纺织服饰(51.48%)	通信(0.43%)	
		公用事业(12.68%)	社会服务(2.75%)	农林牧渔(38.40%)	电力设备(0.00%)	
		环保(10.67%)	煤炭(0.15%)	公用事业(36.62%)	家用电器(-0.88%)	
信用底到经济底						
起始时间		2008/11	2012/05	2015/07	2019/01	
结束时间		2009/03	2012/08	2016/02	2020/04	
上证指数 (%)		26.83	-14.14	-27.46	11.05	
相对于上证指数超额收益排名靠前的一级行业		有色金属(64.88%)	美容护理(23.24%)	美容护理(17.56%)	电子(70.10%)	
		国防军工(52.58%)	医药生物(16.00%)	银行(16.06%)	食品饮料(54.77%)	
		汽车(47.22%)	社会服务(9.10%)	房地产(13.17%)	计算机(50.65%)	
		综合(43.74%)	计算机(8.13%)	汽车(8.84%)	农林牧渔(49.57%)	
		电子(40.95%)	传媒(8.03%)	食品饮料(8.69%)	医药生物(48.98%)	
		社会服务(39.99%)	公用事业(7.17%)	综合(7.54%)	建筑材料(47.93%)	
		煤炭(33.63%)	电子(6.35%)	有色金属(7.52%)	美容护理(37.96%)	
		建筑材料(31.84%)	食品饮料(5.39%)	纺织服饰(6.78%)	社会服务(22.01%)	
经济回升期						
起始时间		2002/01	2009/03	2012/08	2016/02	2019/08
结束时间		2007/06	2010/05	2013/12	2017/08	2021/04
上证指数 (%)		173.57	9.93	3.09	21.45	5.68
相对于上证指数超额收益排名靠前的一级行业		非银金融(219.33%)	美容护理(89.42%)	传媒(102.05%)	食品饮料(40.73%)	建筑材料(19.85%)
		有色金属(156.52%)	医药生物(68.50%)	环保(63.72%)	家用电器(33.46%)	电子(17.79%)
		国防军工(132.84%)	电子(56.61%)	计算机(61.02%)	钢铁(26.99%)	传媒(9.46%)
		电力设备(123.00%)	计算机(47.40%)	家用电器(59.09%)	有色金属(25.31%)	家用电器(9.18%)
		银行(118.53%)	食品饮料(43.51%)	国防军工(39.97%)	建筑材料(19.94%)	房地产(7.08%)
		钢铁(102.00%)	煤炭(40.27%)	电子(37.12%)	非银金融(16.39%)	基础化工(5.18%)
		石油石化(83.42%)	汽车(40.11%)	医药生物(35.65%)	建筑装饰(14.20%)	综合(4.87%)
		商贸零售(81.75%)	家用电器(39.62%)	汽车(35.33%)	煤炭(14.13%)	银行(4.76%)
						钢铁(26.93%)

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：以截至 2022 年 3 月高低市盈率指数成份市值分布为基础，红色代表价值风格板块，蓝色代表成长风格板块

7.2 熊市初期周期强，经济弱低估值强，货币宽成长强

表 3：历史上熊市中反弹的背景和领涨行业总结

开始时间	结束时间	宏观经济背景	反弹背景	领涨行业
2008/2/1	2008/2/19	经济从年中开始下行，股市盈利下行初段	商品价格加速上涨	周期（钢铁、化工）、抗通胀能力较强的消费（农林牧渔、通信、医药、家电）
2008/4/21	2008/5/5		大小非解禁新规；国税总局宣布降低印花税	政策利好（非银金融）、超跌修复（军工、钢铁、家电、公用事业）
2008/11/4	2008/12/10		四万亿投资计划出台	政策利好（电网、建材）
2011/1/25	2011/4/18	经济“滞胀”，货币政策全面收紧，股市盈利还不错	商品价格上涨末段	周期（钢铁、煤炭、化工、有色、建材）
2011/6/20	2011/7/15		温总理表态对遏制通胀乐观，投资者对政策过度收紧预期缓解	消费（医药生物、农林牧渔）、周期（有色、建材）
2011/10/21	2011/11/15		银行系统流动性阶段性缓和，信贷放量预期	成长（TMT、电气设备）、稳定（公用事业、环保）
2012/1/5	2012/3/13	经济持续放缓，股市盈利下行，政策底已经出现	央行降准，2011 年 12 月信贷超预期	超跌修复（周期、电子）、地产产业链、非银金融
2012/3/29	2012/5/7		金融改革和金融创新政策密集出台	政策利好（金融地产、周期）
2012/12/3	2013/2/8		2012 年 4 季度经济企稳，中央经济工作会议提出了次年经济的六项任务	金融、军工
2015/7/8	2015/8/17	经济持续下行，货币政策极度宽松，股市盈利下行后半段	国家队托底救市	超跌修复（军工和部分消费）
2015/9/15	2015/12/22		降准降息周期打开	成长（TMT、电子、电力设备）
2018/2/9	2018/3/12	经济下行，货币政策宽松，股市盈利下行后半段	居民资金季节性&两会	成长（TMT、电子、电力设备）
2018/4/23	2018/5/22		4 月经济数据较好	周期（石油石化、化工）、消费（医药生物、食品饮料、社会服务）
2018/7/5	2018/7/25		降准&政治局会议	政策利好（建筑建材、钢铁）、非银金融
2018/10/18	2018/11/19		贸易谈判&四中全会	成长（TMT）、金融地产

资料来源：万得，信达证券研发中心

历史上熊市中出现反弹时，大部分均为经济下行期。在不同的阶段，周期、成长、金融和稳定板块均有表现的机会：

（1）熊市初段，周期板块较强：经济刚开始下行，但商品价格仍在最后一段加速上涨，股市处于熊市初期，在年初会出现一波春季躁动行情，如 2008 年 2 月、2011 年上半年、2018 年 4-5 月，在这种类型的反弹中，周期板块通常会领涨。

（2）经济偏弱，低估值的金融稳定板块较强：经济下行压力较大，政策底已经出现。稳增长和利好股市的政策出台，会带来反弹行情，如 2008 年 11-12 月、2011 年 10-11 月，2012 年。在这种类型的反弹中，领涨的主线是前期超跌板块的估值修复，建筑建材、公用事业、金融地产等低估值的板块可能有不错的超额收益。

(3) 货币宽松，成长板块表现较强：经济持续下行，货币政策极度宽松，宽松政策落地以及重要会议前夕投资者有更多利好政策出台的预期，会带来反弹行情，如 2015 年 9-12 月，2018 年 10-11 月。在这种类型的反弹中，成长板块尤其是 TMT 通常会领涨，由估值修复驱动。

指数大幅调整后，当前股市已经开启反弹，金融地产涨幅居前。去年 12 月以来，上证指数最高调整幅度达到 18.5%，万得全 A 最大调整幅度达到 21.2%，存在技术性反弹的可能性。当前经济下行压力较大，市场对股市盈利存在负面的担心。3 月 16 日金稳委召开专题会议，是非常积极和乐观的政策信号，政策底的出现支撑股市从 3 月中旬开始反弹，级别至少是月度的。反弹中涨幅居前的板块有四类，可重点关注。一是金融地产、建筑建材等低估值板块，在政策底出现带来的反弹中通常表现较好；二是商品价格在上半年可能达到高点，短期内煤炭等周期板块表现较好；三是供需格局独立于经济周期的农林牧渔；四是前期超跌的部分软成长，比如传媒。

7.3 行业配置建议

年内行业配置建议：软成长(长期成长性+产能出清) > 金融(稳增长+低估值) > 消费(长期增量不足+ 经济预期改善) > 周期(长期格局好+年内可能会面临全球需求下降影响) > 硬科技(高估值+年度供需格局转弱)。

表 4：行业基本面情况及年内配置顺序

行业配置	长期基本格局	短期利好/利空	估值状态
金融地产	人口指标回落；地产基本面长期下行压制	稳增长持续发力（金稳委稳定市场预期；房地产政策加码宽松）	低
消费	长期需求稳健；没有证据表明人口、收入等长期因素对消费不存在负面影响。	季度性反弹已经结束；宏观经济转弱消费需求端均受影响	中等
周期	碳中和长期压制产能，之前 10 年产能建设不足	商品价格仍在最后一段加速上涨；全球经济存在衰退压力，上半年可能出现高点	中等偏高
硬科技	国产替代、新能源需求爆发	需求是否会受到涨价冲击；产能释放加快	高
软成长	元宇宙、反垄断监管	中概股受《外国公司问责法案》监管冲击；游戏版号重启核发；大厂裁员	低
年内配置建议	软成长(长期成长性+产能出清) > 金融(稳增长+低估值) > 消费(长期增量不足+ 经济预期改善) > 周期(长期格局好+年内可能会面临全球需求下降影响) > 硬科技(高估值+年度供需格局转弱)。		

资料来源：信达证券研发中心

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素

7.3.1 软成长：短期技术性反弹，长期也有超配价值

软科技（传媒、计算机）在下次反弹中有超跌反弹机会，中长期也值得关注。短期来看，此前压制软科技板块估值的几大因素都有缓解：

第一，国内互联网监管冲击逐渐平缓。随着政策框架的基本建立，监管标准和方向愈

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 28



发明晰，持续超预期加码的可能比较小，并且已经有放松的信号出现，比如游戏版号时隔8个月重启核发。中概股受《外国公司问责法案》监管冲击的利空基本上已经被超跌消化。

第二，稳增长政策发力的背景下，政策支持为企业打开融资渠道。在注册制持续推进、再融资松绑等背景下，2021年已经成为股权融资大年。IPO、再融资均创历史新高。软科技板块最赖以生存的融资渠道至少不会出问题。

第三，软科技行业能够通过人员、产品的调整，快速产能出清。近期的大厂裁员潮恰恰是行业内部出清消化利空的表现，战略上已经进入供需格局改善的临界点。

最近一个季度，传媒、计算机板块的跌幅达到20%以上，PB估值分位在2010年以来的后3%。在下次反弹中存在估值修复的机会。软科技的长期基本格局较好，比如元宇宙概念的提出，可以展望的空间很大，中长期也有超配价值。

7.3.2 金融地产：政策底后超额收益能持续半年

金融地产在稳增长初期，从政策底到信用底超额收益明显。稳增长政策虽然不能把行业基本面完全扭转，但可以排除经济出现失速风险的可能性。低估值的金融地产板块受益于经济预期改善，会有估值修复的动力。在稳增长初期，政策底已经出现，但还没有传导到信用环境转好和经济的实质回升，基建、房地产、银行等低估值板块能有持续1个季度到半年左右的超额收益。2021年底政治局会议、中央经济工作会议以及3月16日金稳委专题会议，接连确认政策底已经出现。降准降息周期打开，地产政策转向宽松。截至4月29日，银行、非银金融的PB估值处在2010年至今最低水平，房地产的PB估值处在2010年至今2%的分位水平，虽然比年初有所提高，但仍在历史低位。在信用和经济拐点确认之前，低估值的金融地产板块仍将持续产生超额收益。绝对收益的大小，则取决于房地产销售能否改善。

在稳增长中后期，金融地产则较难取得明显的超额收益。历史经验看，当稳增长进入中后期，从信用底到经济底，成长板块通常表现较好。而在经济回升期，消费板块会有不错的超额收益。因此，当稳增长政策传导到信用改善以及经济实际回升之后，金融地产就很难再有明显的超额收益。

7.3.3 消费：长期基本面增量不足，下一次机会等经济企稳

消费板块季度性反弹已经结束，还没有看到太多长期的基本面增量。消费板块去年Q3-Q4出现的反弹，主要是估值和筹码的修复。消费板块长期基本面稳健，短期竞争格局尚可，虽然没有大的问题，但是市场仍然存在一些尚未被验证的分歧。从长期来看，消费的数据并没有完全证明不受地产景气度下行和居民收入下滑的影响。从短期来看，疫情反复和宏观经济转弱对消费需求端的压制也是存在的。由于基本面增量利好不足，2022年初以来，消费板块开始了二次调整。上半年由于是ROE下行初期，商品价格上行期，风格会持续偏低估值的价值板块，消费如果有结构性行情，大概集中在白马股上。

下半年经济企稳后，消费存在整体性机会。当前消费板块的估值已经调整到中等水平，如果下半年经济预期改善，年度供需格局转好，那么可能会带来新一轮行情。如果下半年稳增长政策传导到经济企稳回升，对消费需求产生实际的正面影响，届时消费有可能有不错的反弹机会。



7.3.4 周期：全球经济衰退或阶段性压制需求

商品价格最后一段加速上涨期，周期板块会有不错的表现。年初以来全球商品价格强势，油价和商品价格仍然坚挺，一方面反映的是长期产能建设不足的问题，另一方面，也有两个短期原因，第一，新一轮疫情反弹对全球经济的影响逐渐减弱，欧美经济基本面仍然较强。第二，去年商品价格上涨的趋势被保供稳价政策干预，但其内在供需本来就应该涨到 2022 年上半年。历史上，商品价格最后一段加速上涨期，即使市场已经进入熊市初期，周期板块在技术性反弹中也会有超额收益。

下一阶段全球经济衰退或阶段性压制需求。当前世界经济存在陷入二次衰退的风险。第一，欧美通胀持续走高的背景下，全球需求刺激政策开始退潮，美联储开启加息周期。第二，具有强传染性的奥密克戎变异株在世界范围内迅速蔓延，疫情反复带来诸多不确定性。第三，俄乌冲突爆发后，欧美在在短时间内对俄罗斯实施从商品、贸易、货币等多方面的极限制裁，酿成了波及欧洲的经济伤害，并很快向世界范围内扩散。由于全球经济衰退带来的对于需求的负面影响，可能会持续一两个季度。2022 年上半年大宗商品会见到一个战术性的高点，随后休整。当前周期板块估值已经达到中等偏上位置，如果需求端转弱，可能也将进入休整。

7.3.5 硬科技：年度供需格局偏弱

硬科技板块虽然长期基本面格局比较完美，但是一年维度的供需格局偏弱。对于硬科技板块来说，供给端资本开支增速已经回升到了很高的水平，2022 年存在产能集中释放的可能性，带来毛利率下行的压力。从需求端来看，虽然长期空间是完美的，但是短期由于原材料价格上涨叠加疫情冲击汽车生产，新能源汽车涨价之势仍在持续，可能会对需求形成一定的压制。虽然经过了从去年年底的调整，以新能源为代表的硬科技板块的估值整体仍然是中等偏高的。年度供需格局整体偏弱，再加上市场对盈利存在担心，至少很难超预期，硬科技板块的高估值仍需消化。只有估值调整到至少历史中等水平之后，可能有机会表现。

风险因素

经济下行超预期、房地产市场下行超预期、稳增长政策不及预期。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，3年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，3年宏观策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的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。