新时代证券 New Times Securities

美股历史上“牛不过三”的魔咒

——策略周报

投资周报

- **随着市场近期的调整，有部分投资者担心，2021 年 A 股可能会再次面临“牛不过三”的魔咒。我们统计了美股历史上牛市的上涨时间，能够发现 1910-1925 年和 1960-1983 年，也出现过长时间“牛不过三”的魔咒，背后很重要的短期原因是每一次经济改善周期均不会长过三年。1950-1968 和 1980-2000 年，美股均长时间打破了牛不过三的魔咒，在此期间，经济周期并没有改变，而是由于投资者结构的变化，股市已经不会对小级别经济下行做过度的反应了。对 A 股来说，如果慢牛的大背景已经形成，那么股市就不应该在经济领先指标（社融和货币环境）刚刚变化的时候见顶，A 股的牛市大概率还未结束。**
- **（1）美股也有过牛不过三的魔咒。**1910-1925 年和 1960-1983 年，美股均出现过长时间的区间震荡，期间美股历次牛市持续的时间都不会太长，非常类似 A 股过去 20 年“牛不过三”的魔咒。这一现象本质的原因可能是由于投资者结构和经济结构的变化，如果仔细观察期间每一轮牛熊的拐点，能够发现，促成拐点的直接原因，大多是经济和盈利的周期性波动。经济每一轮短周期改善的时间大约 2 年，上市公司盈利随之波动，导致股市每一次单边牛市都不超过三年。
- **（2）美股是如何破牛不过三魔咒的？**1950-1968 和 1980-2000 年，美股均长时间打破了牛不过三的魔咒。期间，每一次单边上涨的时间均较长，即使期间出现调整，持续时间和跌幅大多较小。美国经济的短周期波动规律依然是 2 年左右，但股市对经济周期的反应开始钝化。幅度小一点的经济下行，股市直接忽略掉，而幅度稍大一些的经济下行，股市调整的时间也不会太长。只有危机式的经济下行，美股才会有非常剧烈的调整。
- **（3）对 A 股的启示。**由于中国经济波动性已经大幅下降，最近几年投资者结构持续优化，我们有理由相信，当下的股市对经济的短周期波动容忍度已经大幅提升了。这意味着，如果 2021 年或 2022 年的某个时候，经济进入新的一轮下行周期，股市调整的时间和空间均会比之前的经济下行周期更小。一轮经济下行，一般最先是领先指标（比如社融和信贷环境）下行，之后半年到 1 年左右，经济同步指标开始下行（GDP、工业增加值等），随后经济会持续至少 1 年的下行。如果假设股市从社融拐点出现开始调整，到经济下行最快的时候结束，则股市震荡调整的时间可能会长达两年，这不符合股市慢牛的大背景。所以我们认为，按照美股长期慢牛的经验，股市的调整不可能领先经济指标很久开始，年初以来，部分投资者担心的社融和货币环境拐点，还不足以对股市产生致命伤害。
- **（4）短期策略判断：**春节后市场的调整，主要是技术性调整，背后核心原因是部分板块过快上涨带来的技术性调整压力。整体 A 股的盈利趋势是在加速改善的，流动性层面，春季后的国内短期利率维持低位，并没有受到海外通胀预期回升的影响。历史上 A 股牛市中最剧烈的调整一般都是由于加息、提高存准、信贷额度管控等带来的，股市近期的调整应该不是牛市中最剧烈的调整，大概率在 1-2 周以内就可以结束。
- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

推荐（维持评级）

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

相关报告

《复盘 2016-2017 年的周期牛市》2021-03-03
《只是技术性调整》2021-03-01
《复苏尚未充分 Price In》2021-02-17
《开始下注疫情后》2021-02-07
《复盘 2009-2010 年的周期牛市》2021-02-01

目　录

1、 策略观点：美股历史上“牛不过三”的魔咒 3
2、 上周市场变化 7

图表目录

图 1: 美股 1910-1925 年期间的牛市长度 3
图 2: 美股 1960-1983 年期间的牛市长度 3
图 3: 牛不过三直接原因是盈利和经济的短周期波动 4
图 4: 美股 1950-1968 年期间的牛市长度 4
图 5: 美股 1980-2000 年期间的牛市长度 4
图 6: 股市对经济周期的反应开始钝化 5
图 7: A 股主要指数周涨跌幅 7
图 8: 申万一级行业周涨跌幅 7
图 9: 申万风格指数周/月涨跌幅 7
图 10: 概念类指数周涨跌幅 7
图 11: 全球市场重要指数周涨跌幅 8
图 12: 重要商品指数周涨跌幅 8
图 13: 2020 年全球大类资产收益率 8
图 14: 沪股通累计净买入 8
图 15: 融资余额 8
图 16: 新发行基金份额 9
图 17: 基金仓位估算 9
图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作 9
图 19: 央行公开市场和国库定存净投放 9
图 20: 长期国债利率 9
图 21: 各类债券与同期限国债利差 9

表 1: 近期利多利空全梳理 5
表 2: 板块配置观点 6

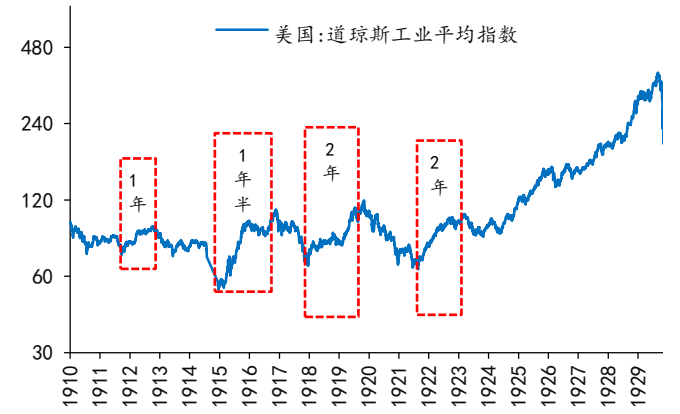
1、 策略观点：美股历史上“牛不过三”的魔咒

随着市场近期的调整，有部分投资者担心，2021 年 A 股可能会再次面临“牛不过三”的魔咒。我们统计了美股历史上牛市的上涨时间，能够发现 1910-1925 年和 1960-1983 年，也出现过长时间“牛不过三”的魔咒，背后很重要的短期原因是每一次经济改善周期均不会长过三年。1950-1968 和 1980-2000 年，美股均长时间打破了牛不过三的魔咒，在此期间，经济周期并没有改变，而是由于投资者结构的变化，股市已经不会对小级别经济下行做过度的反应了。对 A 股来说，如果慢牛的大背景已经形成，那么股市就不应该在经济领先指标（社融和货币环境）刚刚变化的时候见顶，A 股的牛市大概率还未结束。

（1）美股也有过牛不过三的魔咒。过去 20 年，投资者对 A 股的印象是，A 股牛市多很多，历次牛市都不超过三年。2005 年 6 月-2007 年 10 月的牛市持续 2 年 4 个月。2008 年 10 月-2009 年 8 月的快牛只有 1 年时间，之后是长达 1 年半的高位震荡。2013-2015 年 6 月，先是创业板结构性牛市 1 年半，然后全面牛市 1 年，加在一起 2 年半。2016-2017 年的慢牛，持续时间 2 年。

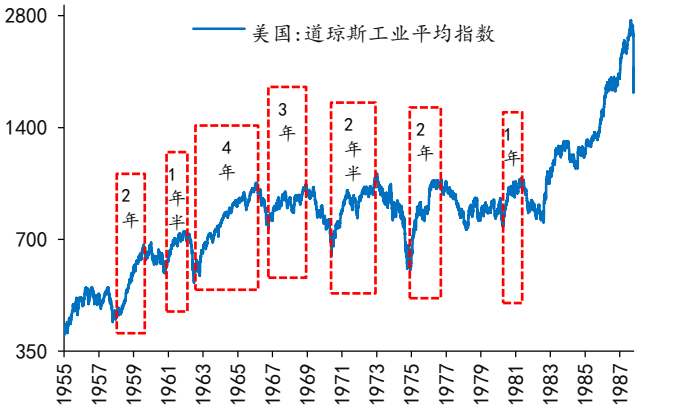
美股最近 10 多年是持续的慢牛，但历史上美股也出现“牛不过三”的魔咒。1910-1925 年和 1960-1983 年，美股均出现过长时间的区间震荡，期间美股历次牛市持续的时间都不会太长，非常类似 A 股过去 20 年“牛不过三”的魔咒。

图1： 美股 1910-1925 年期间的牛市长度



资料来源：Wind，新时代证券研究所

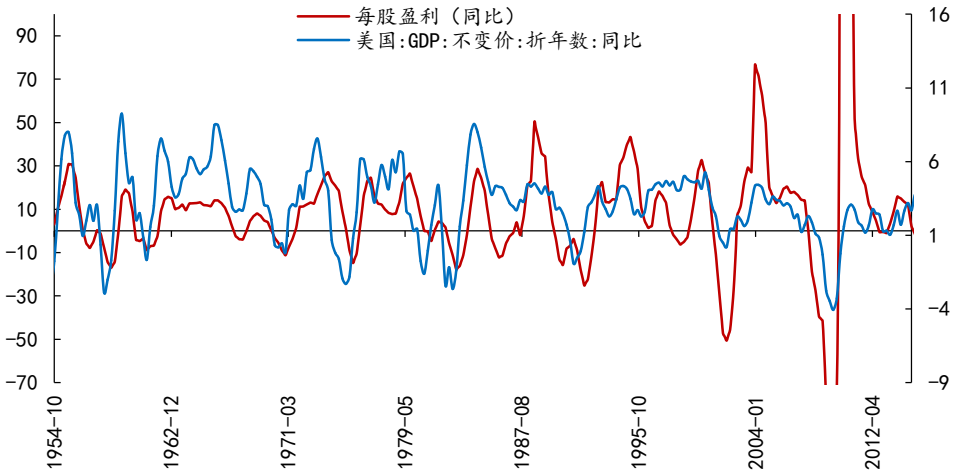
图2： 美股 1960-1983 年期间的牛市长度



资料来源：Wind，新时代证券研究所

这一现象本质的原因可能是由于投资者结构和经济结构的变化，如果仔细观察期间每一轮牛熊的拐点，能够发现，促成拐点的直接原因，大多是经济和盈利的周期性波动。经济每一轮短周期改善的时间大约 2 年，上市公司盈利随之波动，导致股市每一次单边牛市都不超过三年，这和 A 股过去 20 年经济和股市波动的规律非常一致。

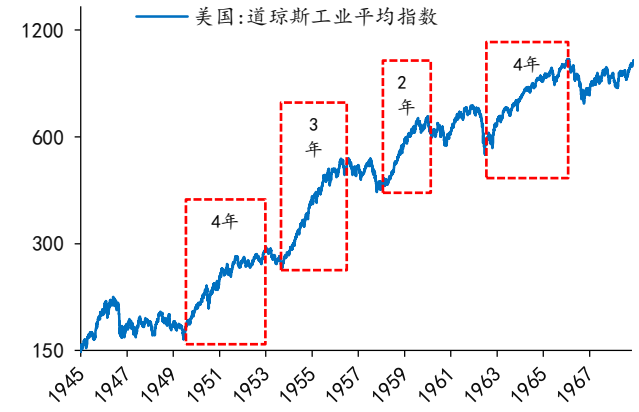
图3： 牛不过三直接原因是盈利和经济的短周期波动



资料来源：Wind、新时代证券研究所

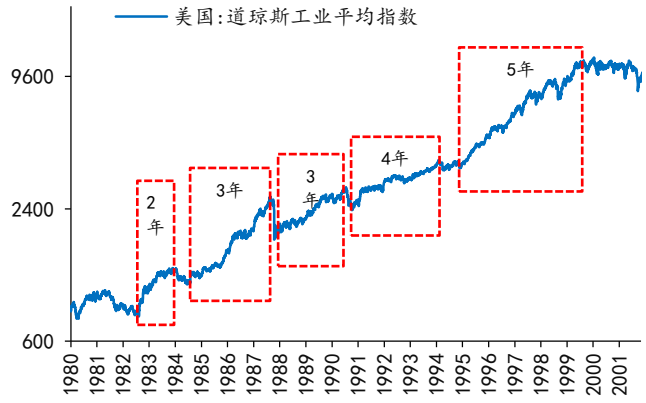
（2）美股是如何破牛不过三魔咒的？1950-1968 和 1980-2000 年，美股均长时间打破了牛不过三的魔咒。期间，每一次单边上涨的时间均较长，即使期间出现调整，持续时间和跌幅大多较小。

图4： 美股 1950-1968 年期间的牛市长度



资料来源：Wind，新时代证券研究所

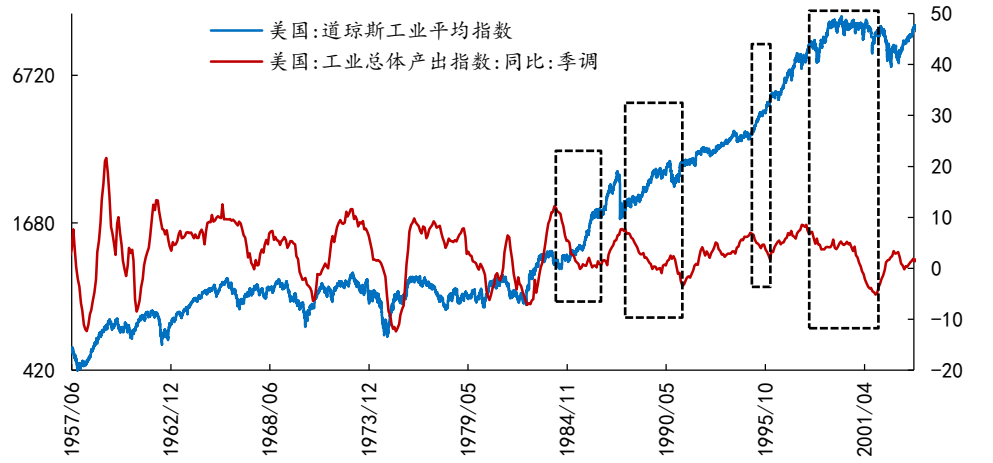
图5： 美股 1980-2000 年期间的牛市长度



资料来源：Wind，新时代证券研究所

而如果我们观察经济周期的波动，能够发现，美国经济的短周期波动规律依然是 2 年左右，但股市对经济周期的反应开始钝化。幅度小一点的经济下行，股市直接忽略掉，而幅度稍大一些的经济下行，股市调整的时间也不会太长。只有危机式的经济下行，美股才会有非常剧烈的调整。

图6： 股市对经济周期的反应开始钝化



资料来源：Wind、新时代证券研究所

（3）对 A 股的启示。由于中国经济波动性已经大幅下降，最近几年投资者结构持续优化，我们有理由相信，当下的股市对经济的短周期波动容忍度已经大幅提升了。这意味着，如果 2021 年或 2022 年的某个时候，经济进入新的一轮下行周期，股市调整的时间和空间均会比之前的经济下行周期更小。

一轮经济下行，一般最先是领先指标（比如社融和信贷环境）下行，之后半年到 1 年左右，经济同步指标开始下行（GDP、工业增加值等），随后经济会持续至少 1 年的下行。如果假设股市从社融拐点出现开始调整，到经济下行最快的时候结束，则股市震荡调整的时间可能会长达两年，这不符合股市慢牛的大背景。所以我们认为，按照美股长期慢牛的经验，股市的调整不可能领先经济指标很久开始，年初以来，部分投资者担心的社融和货币环境拐点，还不足以对股市产生致命伤害。

（4）短期策略判断：只是技术性调整。春节后市场的调整，主要是技术性调整，背后核心原因是部分板块过快上涨带来的技术性调整压力。整体 A 股的盈利趋势是在加速改善的，流动性层面，春季后的国内短期利率维持低位，并没有受到海外通胀预期回升的影响。历史上 A 股牛市中最剧烈的调整一般都是由于加息、提高存准、信贷额度管控等带来的，股市近期的调整应该不是牛市中最剧烈的调整，大概率在 1-2 周以内就可以结束。

表1： 近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 欧美疫情数据继续下降；
利空	(1) 郭树清表示贷款利率估计会回升调整，房地产领域的核心问题还是泡沫比较大； (2) 中国 2 月财新制造业 PMI 为 50.9，已连降三个月至 2020 年 6 月以来最低值。中国 2 月财新服务业 PMI 为 51.5，为 2020 年 5 月以来最低值；
未来重点事件	(1) 疫情数据跟踪； (2) 春节后，各行业开工情况； (3) 2021 年 3 月两会； (4) 2021 年 4 月末上市公司年报&一季报披露完毕。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：建议投资者重点开始下注疫情改善后的投资机会。我们认为，2021 年 Q2 和 Q3，全球经济的热度还会再上一个台阶，周期股的行情依然没有结束，我们建议重点关注有色、化工、新能源车、电子。过去 1 年，受疫情影响最大的电影、航空、酒店、旅游等也可以慢慢开始关注。

表2： 板块配置观点

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
周期	①货币宽松带来商品通胀; ②龙头集中度提升; ③库存周期;	**多城实行“两集中”供地模式，业内认为此举有利于改善行业竞争格局，改善房企利润率;** 国务院发布关于绿色低碳循环发展的指导意见，再次强调碳中和的重要性。 **OPEC+正在考虑将减产延长至 4 月；10 年期美债收益率再次突破 1.5%。**	周期的机会将会持续到 2021 年 Q2。随着年报 1 季报临近和春节后开工，弹性将会越来越强。有色化工自下而上和自上而下的逻辑均较好，重点关注。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头; ②ROE 稳定;	2021 年 1 月全国 CPI 同比下降 0.3%，此前较弱的衣着、耐用品仍未有明显修复，核心 CPI 仍然偏弱。	最近半年剧烈波动，短期内很难重回领涨板块的行列。
可选消费	①上一轮需求下行影响消除; ②品牌和渠道深化利好龙头; ③新能源车、小家电等新消费。	**2 月中国内地电影票房创造中国电影市场单月票房新纪录，刷新全球单一市场单月票房纪录;** 1 月乘用车市场零售达到 216.0 万辆，环比下降 5.6%，但同比增长 25.7%; 1 月新能源乘用车零售销量达到 15.8 万辆，同比增长 281.4%，环比 12 月下降 23.9%。"	汽车依然建议重点关注。电影、酒店和航空将逐渐迎来机会。
科技	①国产化&进口替代; ②5G 新周期; ③半导体库存周期;	**1 月国内手机市场总体出货量 4012.0 万部，同比增长 92.8%。5G 手机出货量 2728 万部，创月度新高;** **材料短缺、供需紧绷，电视液晶面板价格已较低点飙升 1 倍。** 中芯国际与荷兰光刻机制造商阿斯麦签订购买单，金额达 12.02 亿美元。	7 月中以来的调整，估值消化较为充分，部分子行业可能会显现出机会，推荐关注电子。
金融	①股市进入新的创新周期; ②高股息率;	**1 月新增社融和人民币贷款超预期，均创历年同期新高。**	由于市场剧烈波动，银行和地产近期表现较强，历史经验表明，经济改善的第二年银行地产往往会有超预期的表现。由于市场的调整，券商的机会再次被延后。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

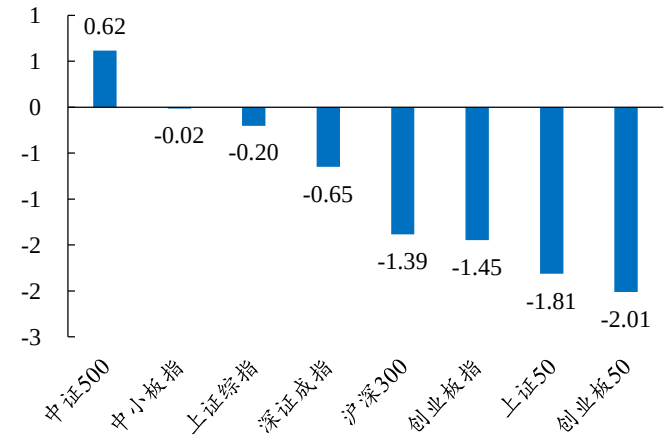
2、 上周市场变化

上周 A 股涨跌不一，其中中证 500（0.62%）领涨，创业板 50（-2.01%）领跌。申万一级行业中，钢铁（7.72%）领涨，食品饮料（-3.63%）领跌。概念股中，稀土指数（13.28%）、打板指数（13.03%）和乙醇汽油指数（9.47%）领涨，钴指数（-4.29%）领跌。

上周全球股市涨跌不一，巴西圣保罗指数（4.70%）、墨西哥 MXX（3.92%）和印度 SENSEX30（2.66%）领涨。商品市场中，NYMEX 原油（7.77%）领涨。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，BAT（45.91%）、LME 铜（15.59%）和南华工业品指数（9.39%）排名较高，而黄金（-10.42%）排名较低。

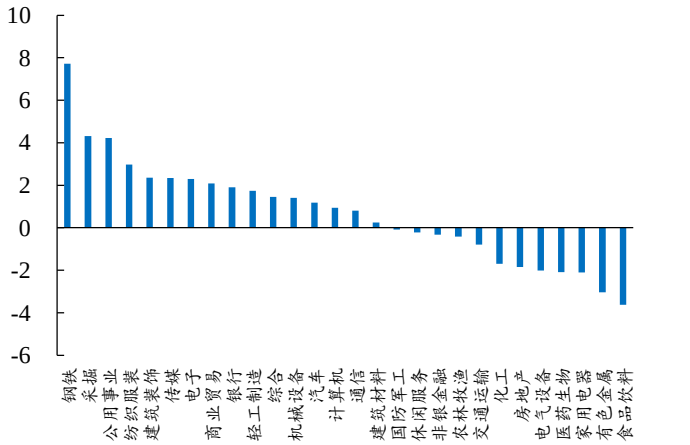
A 股市场资金方面，上周北上资金净流出共计 8.36 亿元（前值净流出 75.01 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 500 亿元，到期量 800 亿元。截止 2021 年 3 月 5 日，银行间拆借利率有所下降，十年期国债收益率有所下降。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均有所加仓。

图7： A 股主要指数周涨跌幅



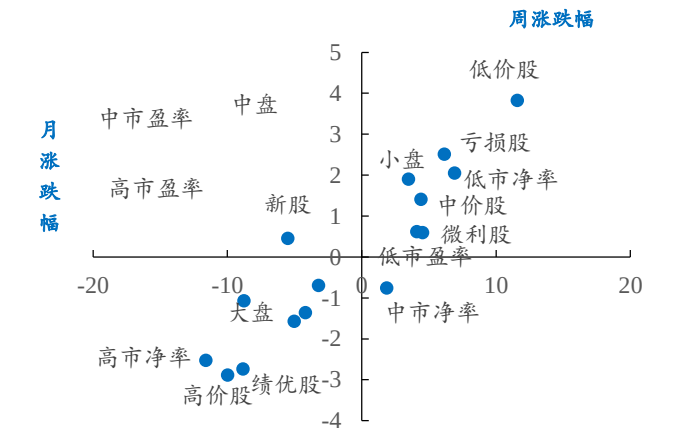
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万一级行业周涨跌幅



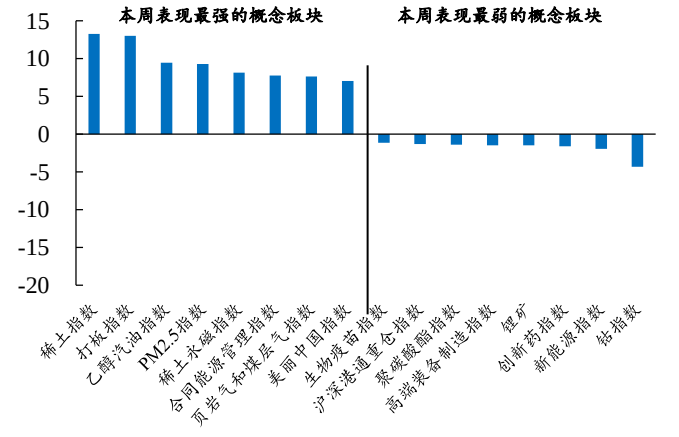
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 申万风格指数周/月涨跌幅



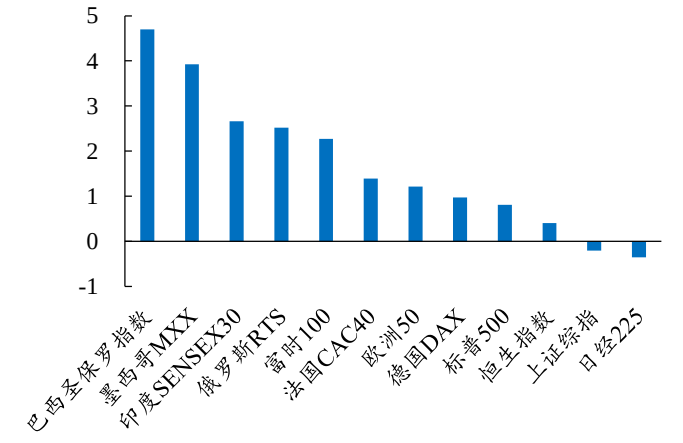
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 概念类指数周涨跌幅



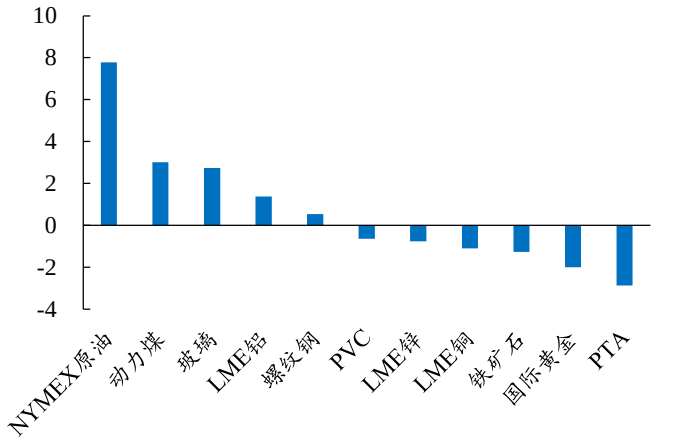
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 全球市场重要指数周涨跌幅



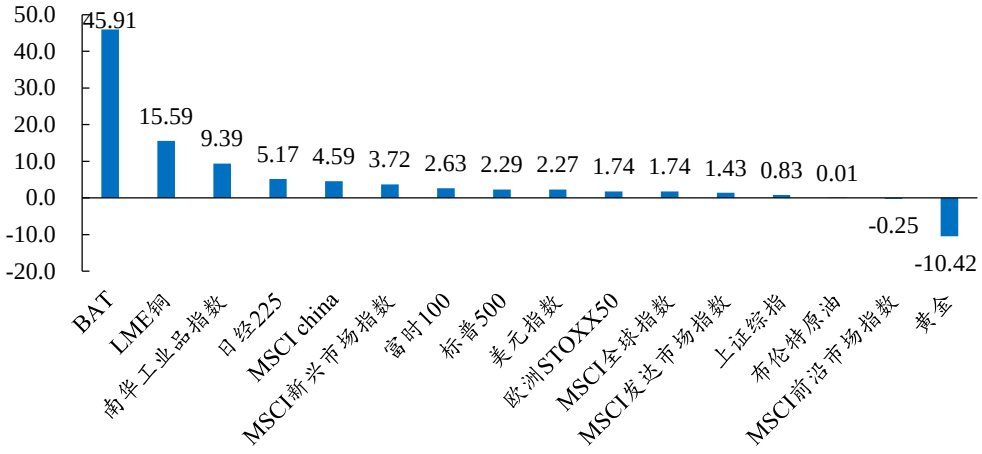
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 重要商品指数周涨跌幅



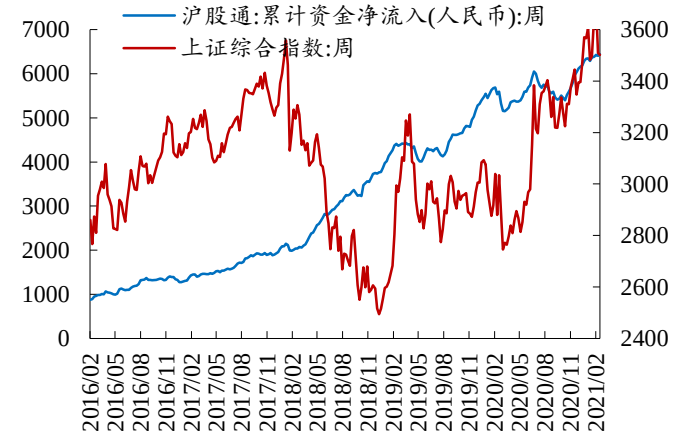
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 2020 年全球大类资产收益率



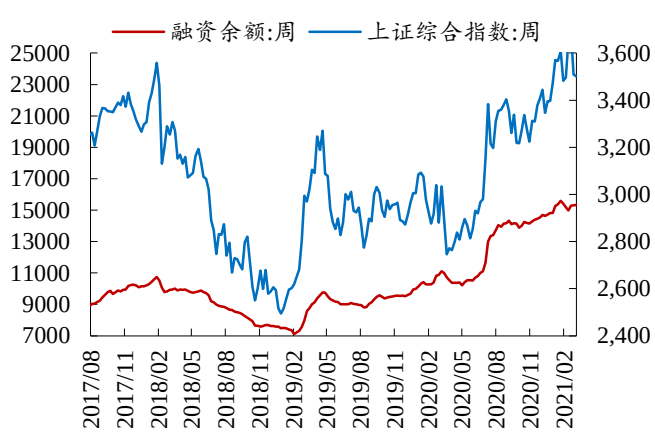
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 沪股通累计净买入



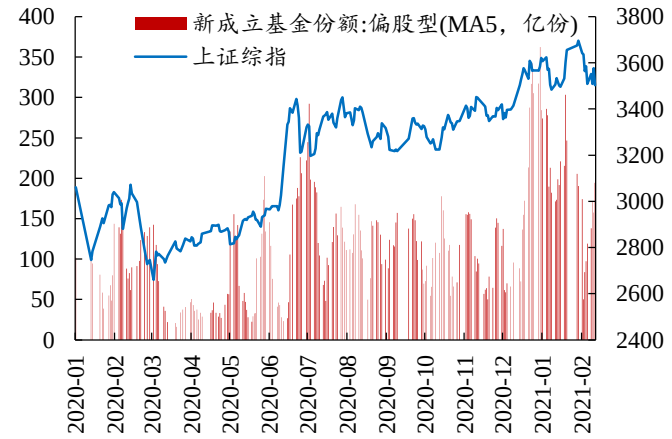
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 融资余额



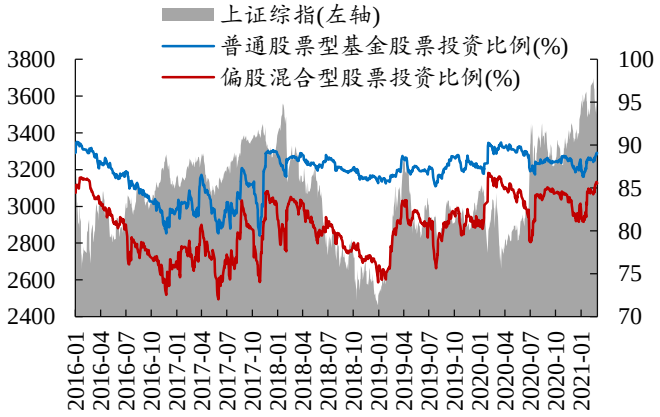
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 新发行基金份额



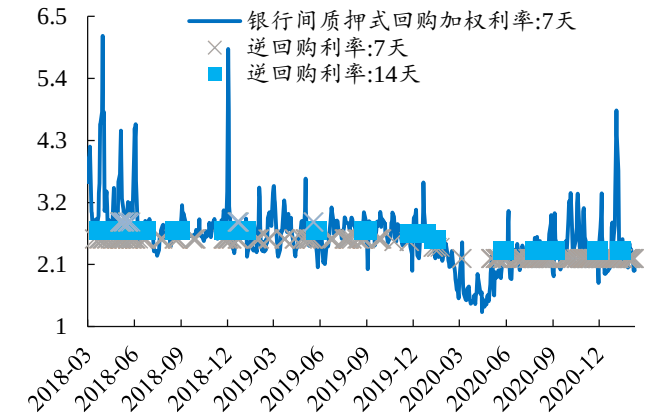
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 基金仓位估算



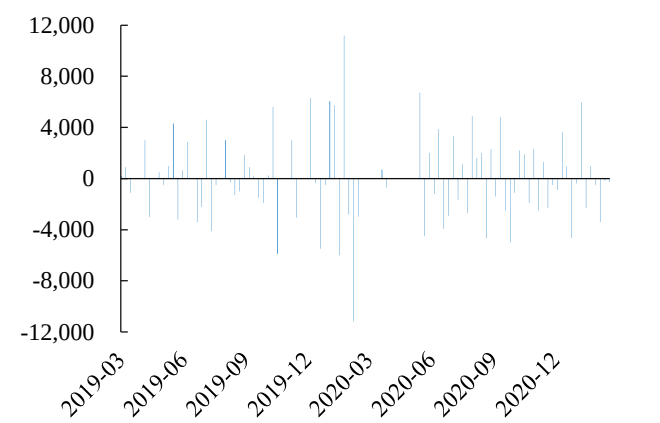
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 银行间拆借利率和公开市场操作



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 央行公开市场和国库定存净投放



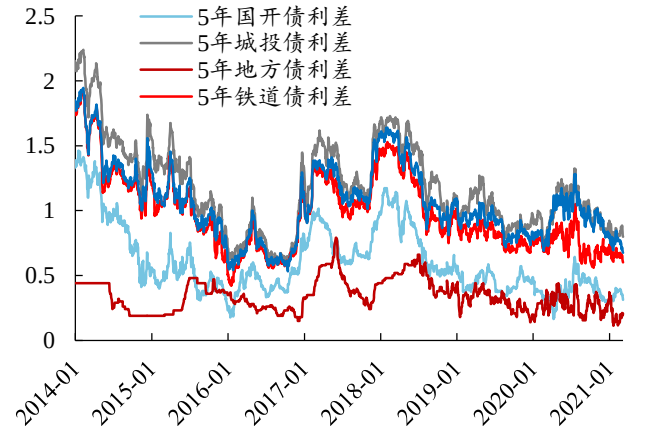
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21： 各类债券与同期限国债利差



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 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。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁　爽　销售总监**	
	固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn	
上海	**阎喜蒙　销售副总监**	
	固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn	
广深	**丁培培　销售经理**	
	邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/