粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略】回顾三轮牛市，揭示本轮行情未来走势

2020 年 07 月 08 日

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略解盘】风格转换是否已至-0702》2020-07-02

《【粤开策略热点跟踪】北上资金 7 月开市即大规模涌入 A 股-0702》2020-07-02

《【粤开策略深度】大科技前线追踪——产业链景气度观察》2020-07-03

《【粤开策略解盘】牛市特征渐显-0703》2020-07-03

《【粤开策略】券商股是牛市风向标，目前为第三轮宽松周期》2020-07-03

投资要点

回顾三轮牛市，揭示本轮行情未来走势

近期金融、地产等权重股持续发力，带动指数连日上攻，尤其是券商股的强势启动向市场传递出牛市信号，我们通过回顾过去 2005 年、2008 年及 2014 年开启的几轮不同级别的牛市，来进一步揭示本轮行情的特点及未来的走势。大致结论有以下两点：**其一，市场底部驱动源于宽松的流动性；其二，中长期驱动在于经济复苏及企业盈利改善。**

三轮牛市的初始驱动力均源于宽松的流动性

三轮牛市的初始驱动力均源于宽松的流动性。我们以 M2 同比与 GDP 同比的差额来衡量市场的剩余流动性，可以看出在以上三轮牛市启动之前，M2 与 GDP 现价的差值均先于市场触底反弹。总体来看，流动性充足是市场走牛的先决条件，为牛市开启提供了资金驱动。

1、2005 年人民币汇改，进一步完善汇率形成机制，贸易顺差带动流动性大量涌入 A 股市场，催生了 05-07 年的大级别牛市。

2、2008 年为对冲次贷危机的负面影响，全球开启降息周期，2008 年 9 月至 2008 年年底，央行共进行了 5 次降息、4 次降准，并出台了扩大内需促进经济增长的十项措施即“四万亿”计划，为 A 股营造了宽松的流动性环境，A 股在 2008 年 9 月至 2009 年 8 月触底回升。

3、2012 年 M2 触底反弹，而 GDP 处于下行阶段，市场整体处于信用扩张周期，为创业板指的结构性牛市及后续 2014-2015 年的“杠杆牛”带来了流动性支持。

牛市中长期的驱动因素仍在于经济复苏或企业盈利改善

早期的流动性驱动之后，牛市中长期的驱动因素仍在于经济复苏或企业盈利改善。尽管三轮牛市的开启阶段经济景气程度不甚相同，07 年牛市开启于经济上行阶段，08 年牛市开启于经济触底反弹阶段，而 14 年牛市开启阶段经济运行相对平稳。但整体而言 GDP 都会在之后的牛市行情中略滞后于指数出现企稳反弹，经济复苏在一定程度上助力市场打开上行空间。

另外从企业盈利角度来看，2013 年-2015 年成长股业绩明显回暖，带动创业板指连续走强，再加上流动性宽松，催生了 2013-2014 年创业板的独立行情。经济企稳叠加企业盈利改善，再加上杠杆资金入市，2015 年 A 股走出全面牛市行情。

三方面促使本轮行情继续演绎

通过复盘此前三轮牛市，我们看到了本轮行情与前几轮牛市的相似之处，这也是促使本轮行情继续演绎的原因，**主要体现在经济动能短期修复、宽松的市场流动性及资本市场政策暖风不断三个方面**，市场氛围进一步激发，赚钱效应得以强化。

基本面上，经济动能持续修复。6 月 PMI 为 50.9%，较前值提升 0.3 个百分点超出市场预期，体现出经济供需两端均有复苏，6 月新出口订单指数 42.6%，较前值大幅反弹 7.3 个百分点，海外经济生活的恢复对国内的进出口形成利好。海外方面，美国 6 月非农就业环比增长 480 万人，非农继续大幅增长远超市场预期，经济呈现出逐步复苏的迹象。

资金面上，受黑天鹅事件影响，全球开启宽松周期，流动性较为宽裕。A 股的估值在全球范围内处于价值洼地，叠加国内公共卫生事件控制卓有成效，配置价值及性价比凸显，4-6 月，北上资金持续净流入，净流入规模合计约 1360 亿，进入到 7 月份，前三个交易日北上资金单日净流入规模均在 130 亿元以上，三个交易日合计净流入规模约 439 亿。在增量资金的驱动下，市场情绪显著提升。

政策面上，资本市场改革预期强烈，为牛市孕育了健康的市场环境。科创板再融资规则落地，提升企业的再融资效率，为企业引入资金活水，助力上市企业提升市场竞争力；同时对于科创板制度建设而言，制度体系进一步完善，从长远来看利好科创板的健康发展。创业板注册制持续推进，受理企业中科技类企业占据绝对优势，充分体现了监管对于金融支持实体的态度，对促进我国科技企业发展具有积极意义，同时也有助于我国进一步完善资本市场体系建设。

而市场层面上，近期市场加速上行有先期预兆，此前创业板指已走出一轮“小牛市”，突破 2016 年高点 2300 点区域，创业板指的快速上行对沪指存方向性指引，沪指突破 3000 点符合市场预期。而沪指在突破 3000 点之后依然放量上涨，主要是由于以金融、地产为代表的权重蓝筹补涨，带动指数在短期内快速上攻，点燃了市场热情。**剖析权重蓝筹补涨的原因，我们认为主要在于以科技为代表的成长股在经历了近几个月的狂欢之后，大小票的估值差异进一步拉大。**截止 7 月 6 日收盘，申万行业中估值最高的板块为休闲服务 103.59 倍，尽管经历了一波反弹，银行板块依旧估值最低，仅有 6.92 倍，**低估值板块存在一定估值修复的需求。而低位板块集中于周期权重板块，带动当前的蓝筹补涨行情。**

后市判断及配置建议

后市判断，根据我们前文分析，牛市的形成需具备充足的流动性及经济景气上行两个基本条件。目前市场的资金较为充足，但将目前的行情定义为 2007 年或者 2015 年的大牛行情还为时尚早，**考虑到三、四季度企业业绩边际改善空间有限，叠加外围复杂因素偏多，经济复苏节奏可能存在反复，企业的盈利周期也需要做进一步观察，快速上涨之后市场短期震荡的可能性也在增加。**

在半年度策略报告中，我们明确提及下半年市场将走出“N”字形，先扬后抑再扬的概率偏大，当前“N”字形的第一笔已经得到了充分演绎，对于后市的看法，我们认为**市场无论从经济面、政策面还是情绪面来看，牛市的基础都得以进一步夯实，目前市场热情已经被点燃，在经过反复的博弈之后，A 股有望走出长牛的行情。**从 2015 年行情下跌后的反弹高点区域来看，沪指上方阻力平台约在 3600 点-3700 点区域，创业板指阻力在 2015 年高点平台即 2600-2900 点区域。因此指数还有上涨空间，但由于距离平台阻力较为接近，是否能够逾越，以及逾越之后是否能升至更高区域，仍有待观察。若沪指突破 3600-3700 点，则有望复制 15 年牛市行情的情绪，节奏上初期可能会横盘震荡，时间周期可能在一至两个月，消化风险的同时为明年的上涨打开空间。

通过时空研判，我们认为当前仍处于底仓配置，可以在横盘阶段进行腾挪，等待突破之后再度上涨。满仓的投资者可以逐步兑现阶段性收益，而仓位较低的投资者还可以等待补涨机会。

下半年配置方面，科技股仍可作为配置主线，此类品种弹性较好，且处于景气上行周期，医药板块近期受短期切换影响涨势不明显，后续仍有向上空间，作为成长型品种，仓位可以加大。随着时间的推移，临近年底依旧要回归业绩确定性，重点配置全年业绩确定性较强的大科技、高端装备制造、人工智能、医药生物、中字头国企改革等板块。

风险提示：经济超预期下行，政策推进不及预期，外围环境超预期走弱

目 录

一、回顾三轮牛市，揭示本轮行情未来走势 5
二、三方面促使本轮行情继续演绎 6
三、后市判断及配置建议 7

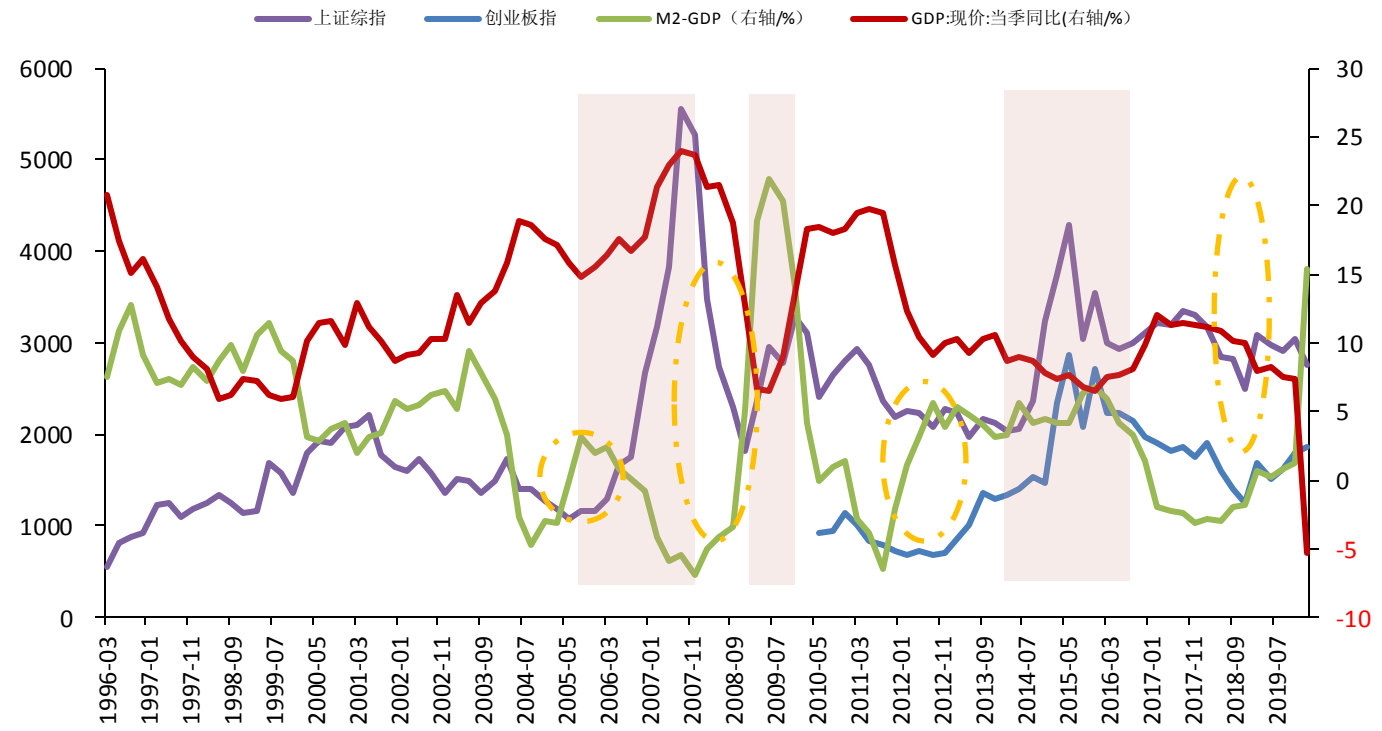
图表目录

图表 1： 复盘 2005 年以来的三轮牛市 5
图表 2： 企业盈利周期 6

一、回顾三轮牛市，揭示本轮行情未来走势

近期金融、地产等权重股持续发力，带动指数连日上攻，尤其是券商股的强势启动向市场传递出牛市信号，我们通过回顾过去 2005 年、2008 年及 2014 年开启的几轮不同级别的牛市，来进一步揭示本轮行情的特点及未来的走势。**大致结论有以下两点：其一，市场底部驱动源于宽松的流动性；其二，中长期驱动在于经济复苏及企业盈利改善。**

图表1：复盘 2005 年以来的三轮牛市



资料来源:wind、粤开证券研究院

三轮牛市的初始驱动力均源于宽松的流动性。我们以 M2 同比与 GDP 同比的差额来衡量市场的剩余流动性，可以看出在以上三轮牛市启动之前，M2 与 GDP 现价的差值均先于市场触底反弹。总体来看，流动性充足是市场走牛的先决条件，为牛市开启提供了资金驱动。

1、2005 年人民币汇改，进一步完善汇率形成机制，贸易顺差带动流动性大量涌入 A 股市场，催生了 05-07 年的大级别牛市。

2、2008 年为对冲次贷危机的负面影响，全球开启降息周期，2008 年 9 月至 2008 年年底，央行共进行了 5 次降息、4 次降准，并出台了扩大内需促进经济增长的十项措施即“四万亿”计划，为 A 股营造了宽松的流动性环境，A 股在 2008 年 9 月至 2009 年 8 月触底回升。

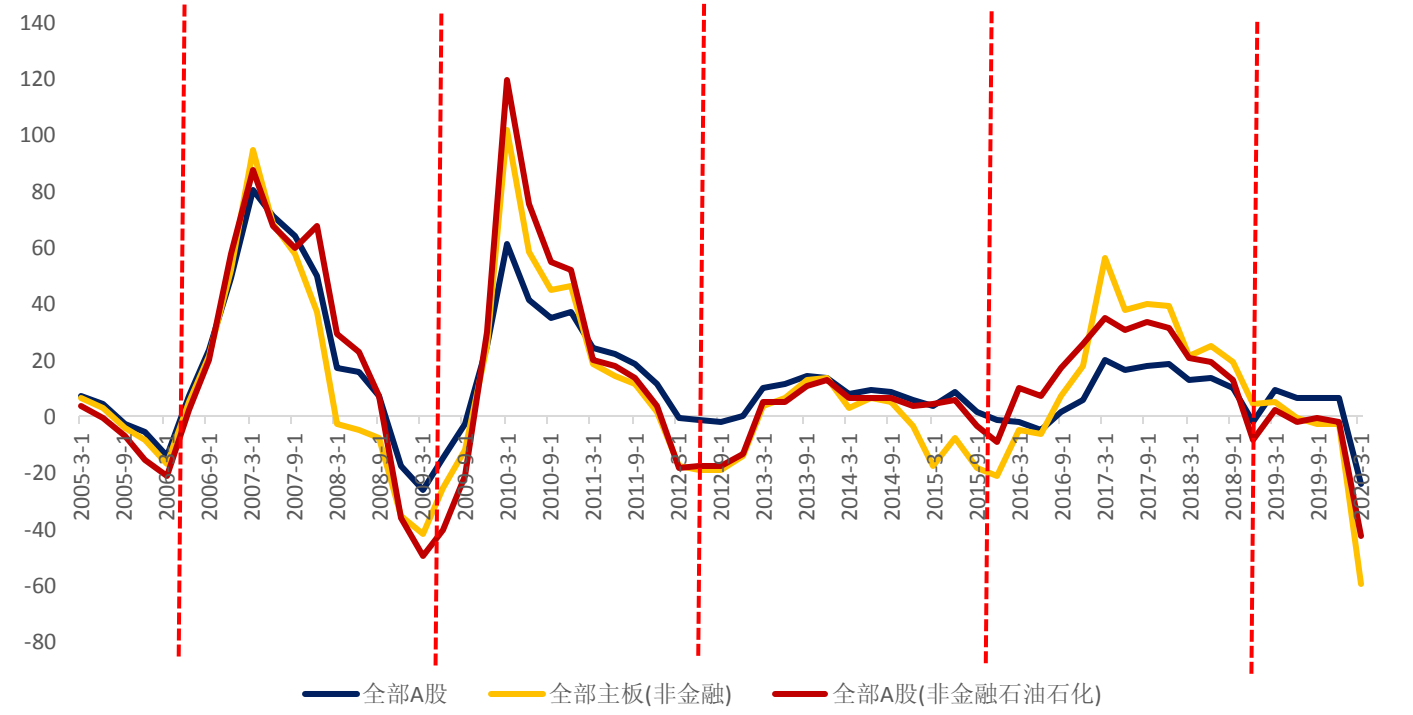
3、2012 年 M2 触底反弹，而 GDP 处于下行阶段，市场整体处于信用扩张周期，为创业板指的结构性牛市及后续 2014-2015 年的“杠杆牛”带来了流动性支持。

早期的流动性驱动之后，牛市中长期的驱动因素仍在于经济复苏或企业盈利改善。

尽管三轮牛市的开启阶段经济景气程度不甚相同，07 年牛市开启于经济上行阶段，08 年牛市开启于经济触底反弹阶段，而 14 年牛市开启阶段经济运行相对平稳。但整体而言 GDP 都会在之后的牛市行情中略滞后于指数出现企稳反弹，经济复苏在一定程度上助力市场打开上行空间。

另外从企业盈利角度来看，2013 年-2015 年成长股业绩明显回暖，带动创业板指连续走强，再加上流动性宽松，催生了 2013-2014 年创业板的独立行情。经济企稳叠加企业盈利改善，再加上杠杆资金入市，2015 年 A 股走出全面牛市行情。

图表2：企业盈利周期



资料来源:wind、粤开证券研究院

二、三方面促使本轮行情继续演绎

通过复盘此前三轮牛市，**我们看到了本轮行情与前几轮牛市的相似之处，这也是促使本轮行情继续演绎的原因，主要体现在经济动能短期修复、宽松的市场流动性及资本市场政策暖风不断三个方面**，市场氛围进一步激发，赚钱效应得以强化。

基本面上，经济动能持续修复。6 月 PMI 为 50.9%，较前值提升 0.3 个百分点超出市场预期，体现出经济供需两端均有复苏，6 月新出口订单指数 42.6%，较前值大幅反弹 7.3 个百分点，海外经济生活的恢复对国内的进出口形成利好。海外方面，美国 6 月非农就业环比增长 480 万人，非农继续大幅增长远超市场预期，经济呈现出逐步复苏的迹象。

资金面上，受黑天鹅事件影响，全球开启宽松周期，流动性较为宽裕。A 股的估值在全球范围内处于价值洼地，叠加国内公共卫生事件控制卓有成效，配置价值及性价比凸显，4-6 月，北上资金持续净流入，净流入规模合计约 1360 亿，进入到 7 月份，前三个交易日北上资金单日净流入规模均在 130 亿元以上，三个交易日合计净流入规模约 439

亿。在增量资金的驱动下，市场情绪显著提升。

政策面上，资本市场改革预期强烈，为牛市孕育了健康的市场环境。科创板再融资规则落地，提升企业的再融资效率，为企业引入资金活水，助力上市企业提升市场竞争力；同时对于科创板制度建设而言，制度体系进一步完善，从长远来看利好科创板的健康发展。创业板注册制持续推进，受理企业中科技类企业占据绝对优势，充分体现了监管对于金融支持实体的态度，对促进我国科技企业发展具有积极意义，同时也有助于我国进一步完善资本市场体系建设。

而市场层面上，近期市场加速上行有先期预兆，此前创业板指已走出一轮"小牛市"，突破 2016 年高点 2300 点区域，创业板指的快速上行对沪指存方向性指引，沪指突破 3000 点符合市场预期。而沪指在突破 3000 点之后依然放量上涨，主要是由于以金融、地产为代表的权重蓝筹补涨，带动指数在短期内快速上攻，点燃了市场热情。**剖析权重蓝筹补涨的原因，我们认为主要在于以科技为代表的成长股在经历了近几个月的狂欢之后，大小票的估值差异进一步拉大。**截止 7 月 6 日收盘，申万行业中估值最高的板块为休闲服务 103.59 倍，尽管经历了一波反弹，银行板块依旧估值最低，仅有 6.92 倍，**低估值板块存在一定估值修复的需求。而低位板块集中于周期权重板块，带动当前的蓝筹补涨行情。**

三、后市判断及配置建议

后市判断，根据我们前文分析，牛市的形成需具备充足的流动性及经济景气上行两个基本条件。目前市场的资金较为充足，但将目前的行情定义为 2007 年或者 2015 年的大牛行情还为时尚早，**考虑到三、四季度企业业绩边际改善空间有限，叠加外围复杂因素偏多，经济复苏节奏可能存在反复，企业的盈利周期也需要做进一步观察，快速上涨之后市场短期震荡的可能性也在增加。**

在半年度策略报告中，我们明确提及下半年市场将走出"N"字形，先扬后抑再扬的概率偏大，当前"N"字形的第一笔已经得到了充分演绎，对于后市的看法，**我们认为市场无论从经济面、政策面还是情绪面来看，牛市的基础都得以进一步夯实，目前市场热情已经被点燃，在经过反复的博弈之后，A 股有望走出长牛的行情。**从 2015 年行情下跌后的反弹高点区域来看，沪指上方阻力平台约在 3600 点-3700 点区域，创业板指阻力在 2015 年高点平台即 2600-2900 点区域。因此指数还有上涨空间，但由于距离平台阻力较为接近，是否能够逾越，以及逾越之后是否能升至更高区域，仍有待观察。若沪指突破 3600-3700 点，则有望复制 15 年牛市行情的情绪，节奏上初期可能会横盘震荡，时间周期可能在一至两个月，消化风险的同时为明年的上涨打开空间。通过时空研判，我们认为当前仍处于底仓配置，可以在横盘阶段进行腾挪，等待突破之后再度上涨。满仓的投资者可以逐步兑现阶段性收益，而仓位较低的投资者还可以等待补涨机会。

下半年配置方面，科技股仍可作为配置主线，此类品种弹性较好，且处于景气上行周期，医药板块近期受短期切换影响涨势不明显，后续仍有向上空间，作为成长型品种，仓位可以加大。随着时间的推移，临近年底依旧要回归业绩确定性，重点配置全年业绩确定性较强的大科技、高端装备制造、人工智能、医药生物、中字头国企改革等板块。

分析师简介

殷越，上海财经大学硕士，2017 年加入粤开证券，现任新三板研究负责人、首席市场分析师。证书编号：S0300517040001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

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或相当的专业胜任能力，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，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com