



Research and  
Development Center

# 牛初回撤，或已完成

——策略周观点

2023年5月28日

证券研究报告

策略研究

策略周报

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

## 牛初回撤，或已完成

2023年5月28日

**核心结论：**近期市场持续走弱，经济数据、商品、汇率、利率均显示经济再次走弱，部分投资者担心长期经济前景，担心后续很难找到经济恢复的动力。但我们认为，4月的经济数据不及预期的原因，不需要上升到宏大的叙事，背后主要有三个短期原因：（1）疫后第一个季度的补偿需求放缓，（2）季节性Q1数据超预期，Q2数据大多不及预期，（3）全球库存周期下降时间可能还不够。经济的走弱，虽然也有很多长期的担心，比如房地产、人口、收入、信心等等，但是我们不建议投资者过度放大长期的担心。特别是考虑到2021年以来的上市公司ROE下降速度是历史上较慢的，所以过度担心长期风险与股市盈利是不匹配的。由于股市底一般会领先盈利底和经济底，所以历次熊市结束后，市场进入牛市第一年时，在第二个季度大多会面临经济恢复不及预期的问题。比如：2016年Q2、2019年Q2。我们认为，股市的这一次调整大概率已经接近尾声，下半年将会迎来较好的指数抬升行情，虽然速度不会很快，但时间可能会比较久。

- **（1）最近的经济下行，有很多原因是季节性或周期性的。**近期市场持续走弱，经济数据、商品、汇率、利率均显示经济再次走弱，部分投资者担心长期经济前景，担心后续很难找到经济恢复的动力。但我们认为，4月的经济数据不及预期的原因，不需要上升到宏大的叙事，背后主要有三个短期原因：（1）疫后第一个季度的补偿需求放缓，（2）季节性Q1数据超预期，Q2数据大多不及预期，（3）全球库存周期下降时间可能还不够。4-6月经济数据低预期是几乎每年都会出现的季节性现象，今年由于疫情的影响，这一季节性会更为明显。
- **（2）当下的担心是历史上牛市第一年的Q2都会面临的，而且可能已经到了调整的尾声。**由于股市底一般会领先盈利底和经济底，所以历次熊市结束后，市场进入牛市第一年时，在第二个季度大多会面临经济恢复不及预期的问题。比如：2016年Q2，经济数据再次下降，汇率贬值，稳增长政策低于预期，黑色商品价格季度反弹后，再次大幅回撤。2019年Q2，经济数据再次下降，货币宽松力度放缓，美国再次加征关税，商品价格普跌，汇率贬值。但由于这些担心，都是前一年熊市利空逻辑的二次演绎，所以冲击大多会小于之前一年的熊市，即使是2019年Q2-Q4，没有经济复苏，但股市依然在8-12月逐渐企稳上涨。我们把2022年10月底至今万得全A指数走势，与最近三次牛市第一年走势做一个对比，能够发现，这一次市场调整并非偶然，而且现在很有可能已经到了调整的末期。
- **风险因素：**房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

## 目录

一、策略观点：牛初回撤，或已完成 .....	4
二、上周市场变化 .....	8
风险因素 .....	11

## 表目录

表 1：配置建议表 .....	7
-----------------	---

## 图目录

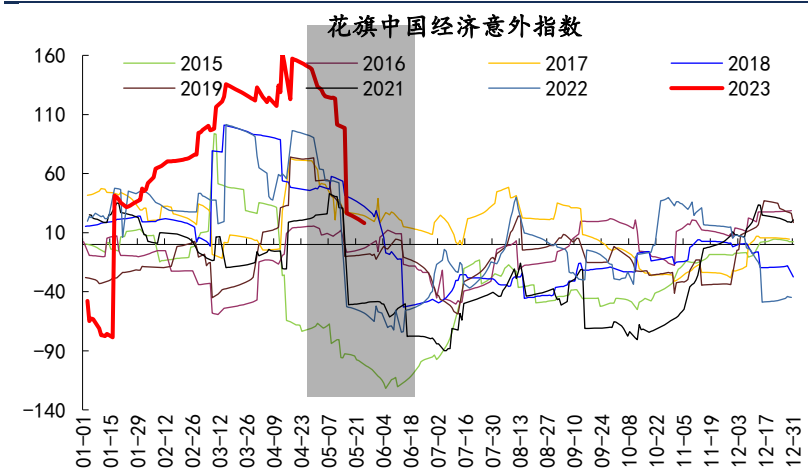
图 1：每年 4-6 月经济大多低于预期（单位：%） .....	4
图 2：库存周期下降会导致稳增长后效果不明显（单位：%） .....	5
图 3：从 ROE 来看，我们这一次下降的速度并不快（单位：%） .....	5
图 4：风险溢价(以股息率度量)接近历史极值（单位：%） .....	5
图 5：2013、2016 和 2019 年的 Q2 均出现了牛市初期的二次回撤（单位：%） .....	6
图 6：大势研判（单位：点数） .....	6
图 7：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%） .....	8
图 8：申万一级行业周涨跌幅（单位：%） .....	8
图 9：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%） .....	8
图 10：概念类指数周涨跌幅（单位：%） .....	8
图 11：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%） .....	9
图 12：重要商品指数周涨跌幅（单位：%） .....	9
图 13：2023 年全球大类资产收益率（单位：%） .....	9
图 14：沪股通累计净买入（单位：亿元） .....	9
图 15：融资余额（单位：亿元） .....	9
图 16：新发行基金份额（单位：亿份） .....	10
图 17：基金仓位估算（单位：%） .....	10
图 18：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%） .....	10
图 19：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元） .....	10
图 20：长期国债利率走势（单位：%） .....	10
图 21：各类债券与同期限债券利差（单位：%） .....	10

## 一、策略观点：牛初回撤，或已完成

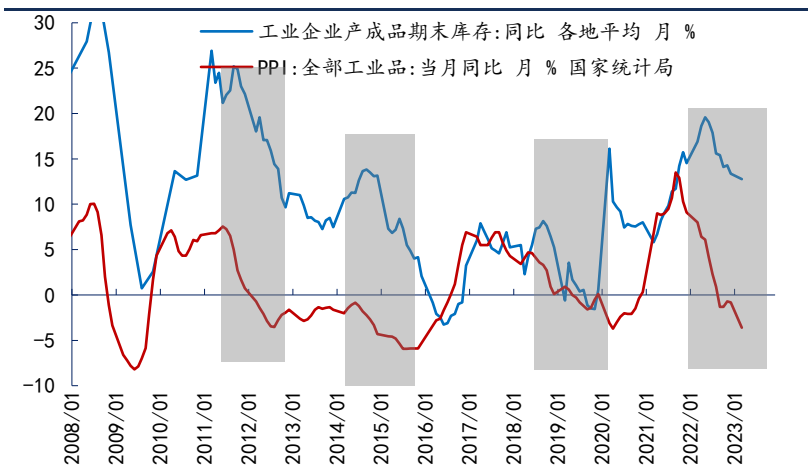
近期市场持续走弱，经济数据、商品、汇率、利率均显示经济再次走弱，部分投资者担心长期经济前景，担心后续很难找到经济恢复的动力。但我们认为，4月的经济数据不及预期的原因，不需要上升到宏大的叙事，背后主要有三个短期原因：（1）疫后第一个季度的补偿需求放缓，（2）季节性Q1数据超预期，Q2数据大多不及预期，（3）全球库存周期下降时间可能还不够。经济的走弱，虽然也有很多长期的担心，比如房地产、人口、收入、信心等等，但是我们不建议投资者过度放大长期的担心。特别是考虑到2021年以来的上市公司ROE下降速度是历史上较慢的，所以过度担心长期风险与股市盈利是不匹配的。由于股市底一般会领先盈利底和经济底，所以历次熊市结束后，市场进入牛市第一年时，在第二个季度大多会面临经济恢复不及预期的问题。比如：2016年Q2、2019年Q2。我们认为，股市的这一次调整大概率已经接近尾声，下半年将会迎来较好的指数抬升行情，虽然速度不会很快，但时间可能会比较久。

（1）最近的经济下行，有很多原因是季节性或周期性的。近期市场持续走弱，经济数据、商品、汇率、利率均显示经济再次走弱，部分投资者担心长期经济前景，担心后续很难找到经济恢复的动力。但我们认为，4月的经济数据不及预期的原因，不需要上升到宏大的叙事，背后主要有三个短期原因：（1）疫后第一个季度的补偿需求放缓，（2）季节性Q1数据超预期，4月开始数据大多不及预期，（3）全球库存周期下降时间可能还不够。从图1中能看到，4-6月经济数据低预期是几乎每年都会出现的季节性现象，今年由于疫情的影响，这一季节性会更为明显。

图 1：每年 4-6 月经济大多低于预期（单位：%）

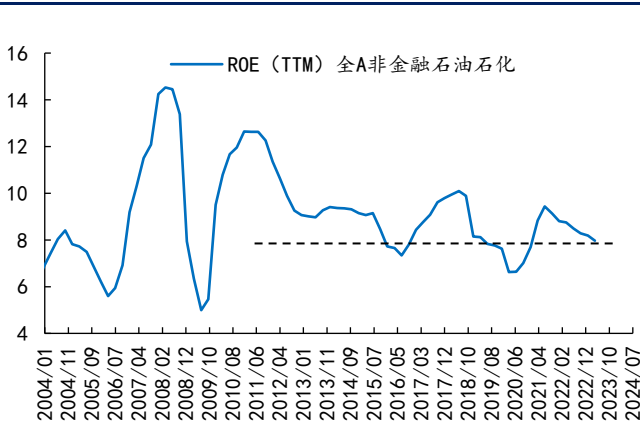


同时，库存周期下降周期还未完成，也是Q2经济数据再次走弱的重要原因之一，库存周期的下降时间大多是1.5-2年左右。历史上虽然出现过多次稳增长，但除了2008年底的4万亿改变了库存周期的下降进程，其它的稳增长政策通常较难改变库存周期下降的时间，比如2012年上半年、2014-2015年、2018年下半年-2019年、2021年底至今，稳增长期间，库存周期依然处在下降期，所以经济数据在稳增长后大多会一次或多次不及预期。但等到库存周期下降完成后，稳增长的效果就会逐渐显现。

**图 2：库存周期下降会导致稳增长后效果不明显（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

经济的走弱，虽然也有很多长期的担心，比如房地产、人口、收入、信心等等，但是我们不建议投资者过度放大长期的担心。因为大部分经济体一直存在一些长期难以解决的问题，每一次经济下降周期，大多会出现一些新的长期问题，投资者会由此认为经济更难恢复，但最终依然是经济周期大概率再次出现。特别是考虑到 2021 年以来的上市公司 ROE 下降速度是历史上较慢的，所以过度担心长期风险与股市盈利是不匹配的。考虑到全 A 风险溢价(以股息率度量)已经接近历史极值，投资者对利空的担心导致全 A 估值回撤可能已经比较充分，股市止跌的概率较高。

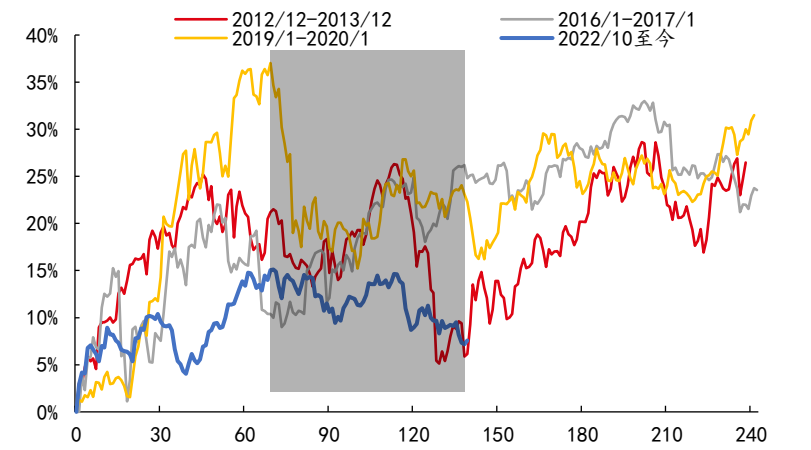
**图 3：从 ROE 来看，我们这一次下降的速度并不快（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 4：风险溢价(以股息率度量)接近历史极值（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

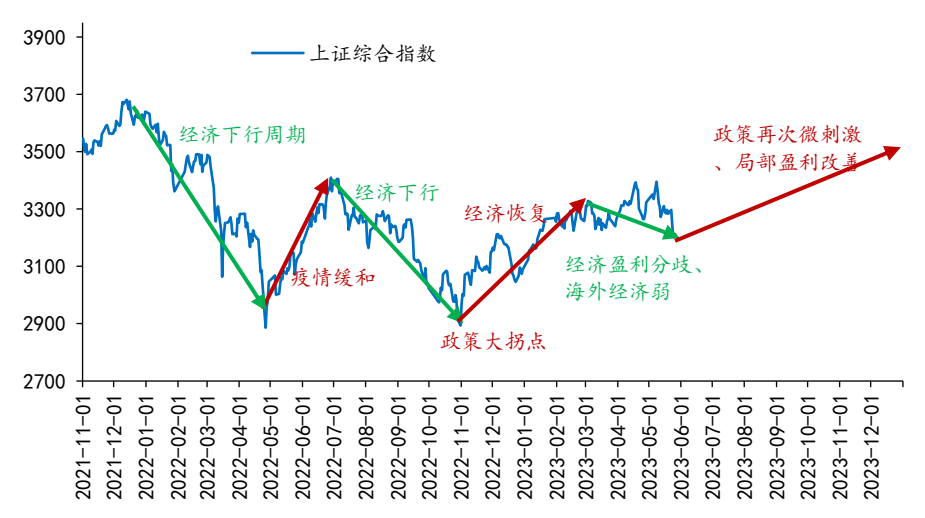
**(2) 当下的担心是历史上牛市第一年的 Q2 都会面临的，而且可能已经到了调整的尾声。**由于股市底一般会领先盈利底和经济底，所以历次熊市结束后，市场进入牛市第一年时，在第二个季度大多会面临经济恢复不及预期的问题。比如：2016 年 Q2，经济数据再次下降，汇率贬值，稳增长政策低于预期，黑色商品价格季度反弹后，再次大幅回撤。2019 年 Q2，经济数据再次下降，货币宽松力度放缓，美国再次加征关税，商品价格普跌，汇率贬值。但由于这些担心，都是前一年熊市利空逻辑的二次演绎，所以冲击大多会小于之前一年的熊市，即使是 2019 年 Q2-Q4，没有经济复苏，但股市依然在 8-12 月逐渐企稳上涨。我们把 2022 年 10 月底至今万得全 A 指数走势，与最近三次牛市第一年走势做一个对比，能够发现，这一次市场调整并非偶然，而且现在很有可能已经到了调整的末期。

**图 5：2013、2016 和 2019 年的 Q2 均出现了牛市初期的二次回撤（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**(3) 可能的利多：货币宽松、部分行业景气度回升。**股市的底部一般会领先真正的利多，未来 1 个季度内可能的利多：(1) 政策变化，大部分稳增长或货币政策都会根据经济变化微调，既然经济有所走弱，政策大概率也会更积极。(2) 下半年大概率会有部分行业提前走出库存周期，全球的库存周期下行始于 2022 年下半年，但国内部分行业 2021 年 Q2 就已经开始走弱，所以下半年大概率会有部分行业提前景气度企稳。

**(4) 策略观点：调整已经接近尾声。**3 月初以来万得全 A 指数整体是震荡下行的，是去年底熊市结束后，指数的第一次长时间回撤，可以类比历史上牛市第一年中战术性调整（2013 年 2-6 月、2016 年 4-5 月、2019 年 4-7 月）。2016 年 4-5 月，是牛市第一年中第一次战术性回撤，时间约 2 个月，起始和结束的拐点，均与高频经济指标和预期的边际变化同步。2019 年 4-7 月，回撤整体时间是 3 个半月，由于经济比 2016 年弱很多，所以主跌阶段完成后还出现了 2 个月的底部震荡，整体回撤持续的时间比 2016 年更久。今年 3 月以来，股市对经济的担心已经接近三个月，考虑到 Q2 有货币政策变化的可能，Q3 有库存周期见底的可能，我们认为，股市的这一次调整大概率已经接近尾声，下半年将会迎来较好的指数抬升行情，虽然速度不会很快，但时间可能会比较久。

**图 6：大势研判（单位：点数）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**行业配置建议：配置风格偏向进攻，先布局超跌消费链、地产链，6 月中旬布局中特估和 TMT 的第二波上涨，Q3 重点关注周期。**(1) 消费链、地产链：虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续

可能会出现政策微调，整体存在超跌后预期修复的上涨。(2) 中特估&TMT：6月中旬建议再次关注，我们认为，这些板块的调整主要是交易拥挤后的调整，从战略上，由于经济尚未恢复，大部分板块盈利验证一般，所以有长期逻辑的中特估和TMT依然会有机会。(3) Q3 建议关注周期：周期股当下受到全球库存周期下行的影响，整体偏弱，但随着库存周期下降进入尾声，2023年Q4-2024年，宏观需求存在回升的可能。考虑到长期产能建设不足，需求、供给和估值可能会共振。

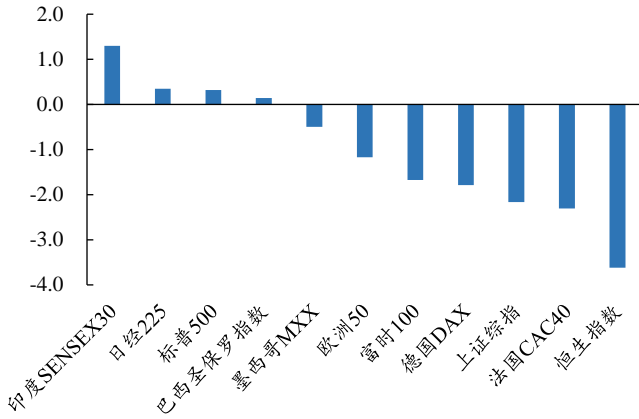
表 1：配置建议表

配置类型		配置建议
配置建议	绝对收益	高仓位
	相对收益	银行、房地产、家电、钢铁
行业配置观点	周期	2022年的周期股分化很大，上游资源煤炭、石油石化涨幅较大，但和国内房地产链相关的周期跌幅较大。从当下展望2023年全年，国内经济的逻辑正在变得比海外经济的逻辑更强，受全球经济影响的大宗商品价格半年内可能还会下降。近期周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题的机会。这一过程Q2可能会告一段落，Q3开始周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。
	消费	消费板块大概率会有超额收益，因为：（1）经过1年半的估值消化后，整体估值较为合理；（2）2023年Q2，疫情和稳增长政策大概率会往好的方向发展，有利于年度盈利预期的修复。
	成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑较好，但由于供需错配相比2021年有所减少，所以2022年以来的波动明显加大。我们认为，2023年是牛市的第一年，大概率会有新的产业方向逐渐成长为新赛道，建议重点挖掘新赛道，关注计算机、传媒互联网、机械设备等。Q2由于投资者关注业绩兑现，成长大概率会开始有分化。
	金融地产	银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益，2022-2023年上半年可能均处在这一阶段。Q2如果指数层面有波动，金融地产可能也会有不错的超额收益。

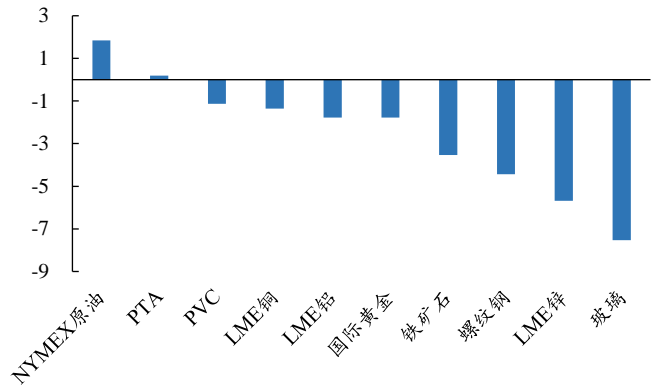
资料来源：信达证券研发中心



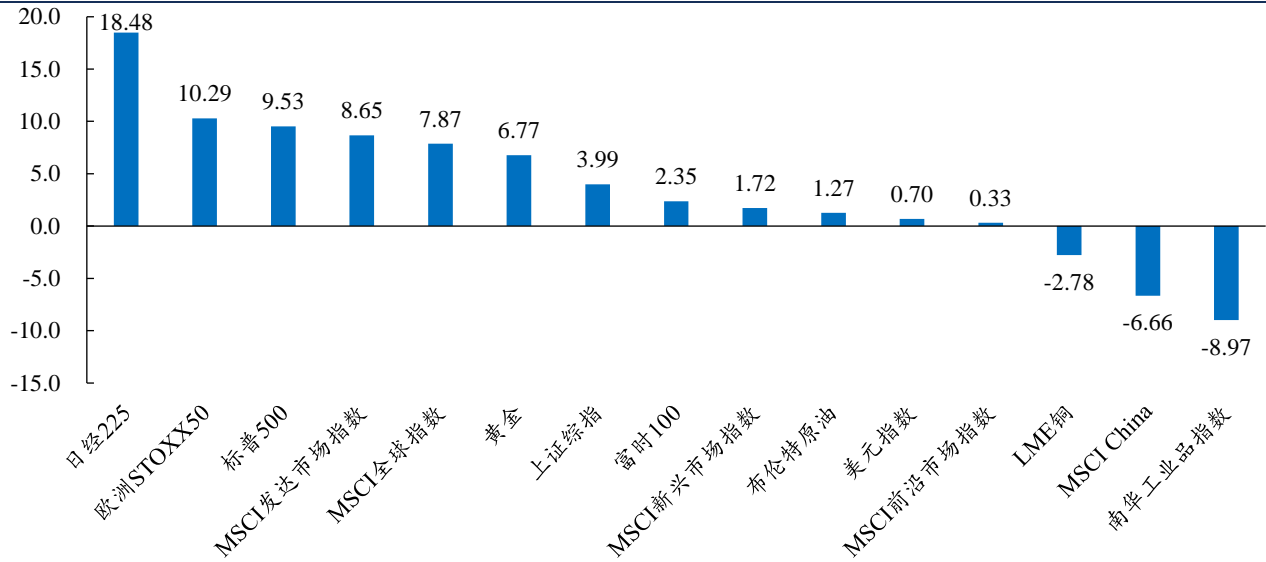


**图 11: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)**


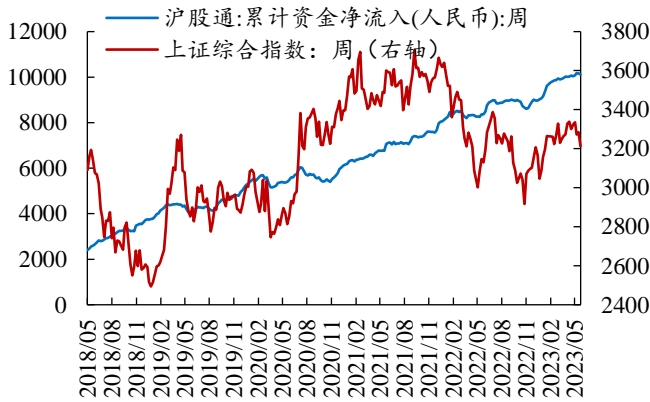
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 12: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 13: 2023 年全球大类资产收益率 (单位: %)**


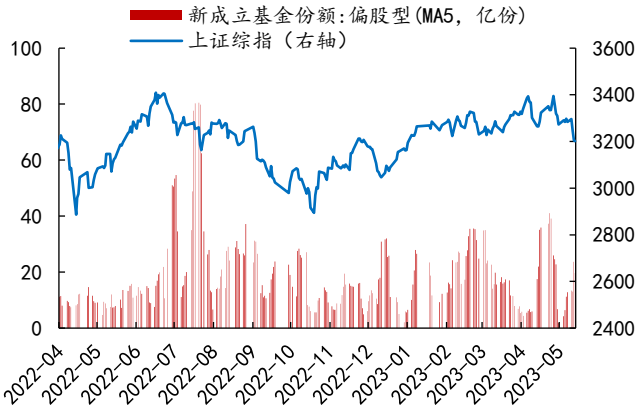
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 14: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)**


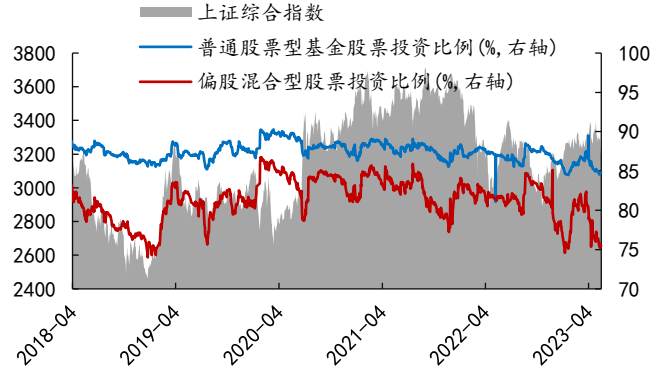
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 15: 融资余额 (单位: 亿元)**

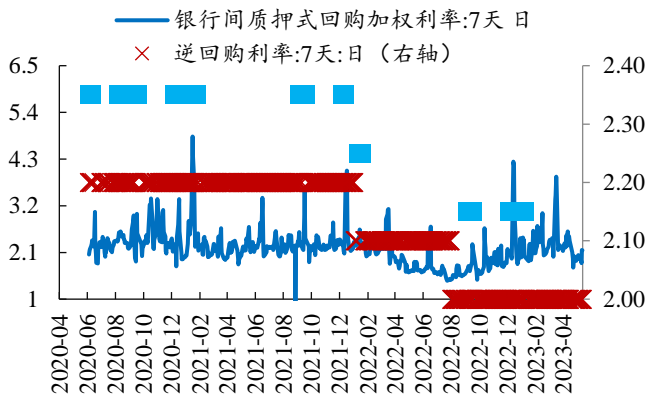

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 16: 新发行基金份额 (单位: 亿份)**


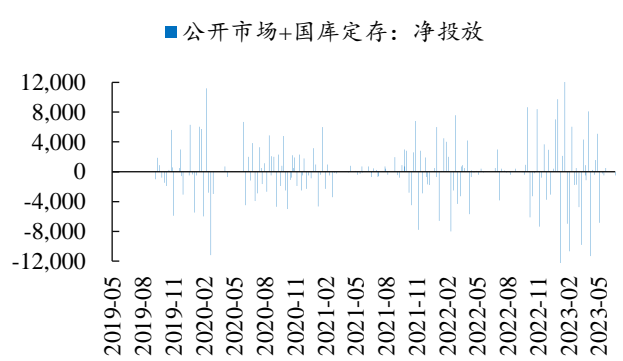
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 17: 基金仓位估算 (单位: %)**


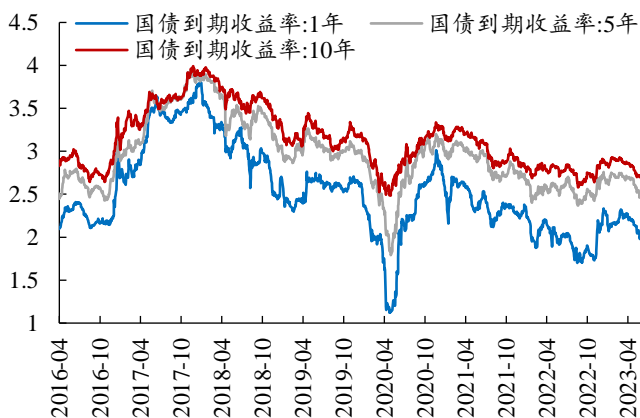
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 18: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)**


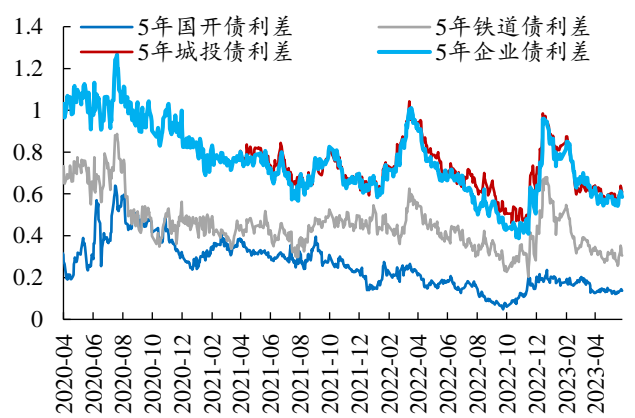
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 19: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 20: 长期国债利率走势 (单位: %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 21: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

## 研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10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。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4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，4年策略研究经验，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
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@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
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	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	孙瞳	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。