



Research and
Development Center

指数慢，新赛道热

2023 年中期策略报告

2023 年 6 月 16 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

指数慢，新赛道热

2023年6月16日

核心结论:

2-4月的震荡调整，或是牛市第一一年中的战术性调整。1) 2月-4月万得全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。我们认为，这次调整的直接触发因素主要有三。一是，疫后第一个季度的补偿需求放缓。二是，季节性Q1数据超预期，Q2数据大多不及预期。三是，全球库存周期下降时间可能还不够。2) 结合历史经验看，这段调整或可以类比历史上牛市第一一年中的战术性调整，如2013年2-6月、2016年4-5月、2019年4-7月。

牛市第一年的大格局或较难改变。1) 2005年以来，股市共有5次底部，其中股市底大多是领先商品、利率和汇率的底。2) 2010年以来，A股共有三次牛市。不论每次经济修复的斜率与节奏如何，这三次牛市启动一年后的表现有较大相似之处，即累计涨幅均在20%以上。我们认为，产生这一现象的原因主要在于，牛市第一年通常是估值修复大幅大于业绩兑现程度。3) 总结来说，我们认为，除非美国经济出现类似08年次贷危机的衰退，否则A股牛市第一年的大格局大概率不会被改变。我们预计，从去年11月到今年底指数大概率涨幅20%-30%。

经济是否复苏以及复苏的节奏，大概率只会影响市场的节奏。1) 经济强复苏的情况下，战术调整是如何结束的？以2016年4-5月为例，股市调整时间约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。2) 经济弱复苏的情况下，战术调整是如何结束的？以2019年4月-7月为例，股市回撤整体时间是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。

风格：我们预计低估值是核心，先主题再业绩。1) A股历史上，没有盈利兑现的上涨分两种，一种是宏观指标领先盈利，投资者基于宏观的领先指标布局经济反转，另一种是偏主题，这两种风格也出现过融合，经济反转的板块伴随经济指标有过一波上涨，但在这个阶段最强的是主题。在全A景气度下行的阶段，市场风格通常会更加关注估值这一因素，因此形成的市场风格是，估值处于历史较低水平的TMT和中特估主题今年年初以来表现较强。2) TMT和中特估板块估值和基金持仓处于历史较低水平。3) 我们预计，2023年Q1-Q3市场行情大概率偏主题，2023年Q4-2024年，业绩重要性可能即将回归。

配置建议：TMT：可能有年度行情，但波动性大概率会大于2013和2019年，季度内可能会有剧烈波动；中特估：我们认为政策是比较重要的催化剂，本质是长期估值偏低的修正，有望持续2年，可以持续关注；周期：战略上，周期可能类似2019年的白酒，或可以再穿越一轮牛市，战术上Q2-Q3，全球商品价格下跌可能进入后期。

风险因素：经济下行超预期，美股剧烈波动，报告基于对历史规律的总结，历史规律在未来可能失效。

目录

一、强弱复苏大概率不影响牛市第一年的大格局	5
1.1 牛市初期，股市底通常领先于经济底	5
1.2 牛市第一年的上涨通常可以分为三个阶段	7
二、盈利兑现会影响节奏	8
2.1 牛市第一年三阶段的特征	8
2.2 2023 年盈利兑现的三个阻力	9
2.3 牛市第一年中回撤案例	12
2.4 对当下的判断	17
三、风格：我们预计低估值是核心，先主题再业绩	19
3.1 用传统方法度量的风格比较模糊	19
3.2 风格是现金流折现模型的简化	19
3.3 中特估、TMT 等主题较强是低估值风格占优的体现	21
四、配置三条主线：中特估、TMT、周期	25
4.1 中特估：估值修复驱动，可类比 2013-2015 年自贸区&一带一路	25
4.2 TMT：2013-2015 年、2019-2021 年的牛市和不同结局	26
4.3 上游周期：我们预计下半年可能有机会	28
风险因素	31

表目录

表 1：最近四轮牛市启动后第一年的分季度表现	8
------------------------------	---

图目录

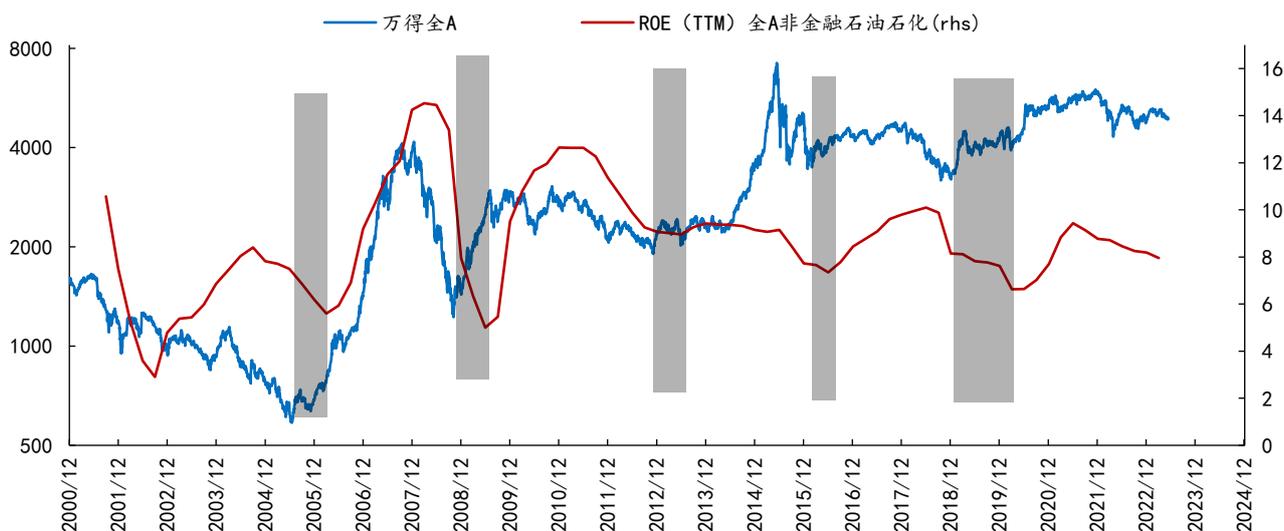
图 1：从历史情况来看，指数通常在 ROE 下降后期就开启上涨（单位：点，%）	5
图 2：除了 2016 年初，历史上股市底大多领先商品底（单位：点数）	5
图 3：除了 2012 年以外，历史上股市底大多领先利率底（单位：点数，%）	6
图 4：汇率贬值周期中，股市底领先汇率底（单位：点数，美元/人民币）	6
图 5：2019 年汇率新低，但股市涨（单位：点数，美元/人民币）	7
图 6：2019 年商品指数和利率也是新低（单位：点数，%）	7
图 7：2008 年以来四次牛市第一年的上涨情况	7
图 8：最近三轮牛市第一年的涨幅都在 30% 左右，且主要由第一个季度贡献	7
图 9：牛市第一年的大盘走势可大致划分为三个阶段	8
图 10：2008/10-2009/10 万得全 A 指数与净利润增速	9
图 11：2012/12-2013/12 万得全 A 指数与净利润增速	9
图 12：2016/1-2017/1 万得全 A 指数与净利润增速	9
图 13：2019/1-2020/1 万得全 A 指数与净利润增速	9
图 14：利率倒挂后，失业率指标的表现（单位：%）	10
图 15：经济领先指标开始下行之时，失业率的表现（单位：点，%）	10
图 16：工业产成品库存增速与 PPI 增速	11
图 17：库存周期与 ROE 表现（单位：%）	11
图 18：三十大中城市商品房成交面积（单位：万平方米）	11
图 19：花旗中国经济意外指数（单位：点）	11
图 20：2016 年 4-5 月 PMI 回调（单位：%）	12
图 21：2016 年 4-5 月商品价格回调（单位：点数）	12
图 22：2019 年 4-7 月 PMI 回落（单位：%）	13
图 23：2019 年 4-7 月商品价格高位震荡（单位：点数）	13
图 24：2018 年-2020 年，上证综指走势与中美贸易摩擦的关键事件	13
图 25：2018 年也有汇率贬值和美联储加息的压制（右轴单位：%）	14
图 26：A 股在 2019 年 4 月初至 6 月上旬出现了一波幅度不小的调整	15
图 27：北上资金净流入在 2019 年 3 月-5 月持续偏弱	15
图 28：A 股在 6 月中旬重启上行	15
图 29：包商银行事件冲击之后，宏观流动性边际转松	15
图 30：中报披露在即，叠加重要会议召开在即，市场情绪较为谨慎	16
图 31：7 月政治局会议关注经济下行压力，股市开启有力反弹	17
图 32：2019 年 7 月 PMI 出现超预期回升	17
图 33：商品和债市从 3 月初开始预期经济走弱（单位：点数）	17

图 34: 最新的 PMI 数据验证了经济的边际走弱 (单位: %)	17
图 35: 从 ROE 来看, 最近一轮下降的速度并不快 (单位: %)	18
图 36: 风险溢价(以股息率度量)接近历史较高值 (单位: %)	18
图 37: 大势研判 (单位: 点数)	18
图 38: 今年市场整体风格比较模糊 (单位: 倍数)	19
图 39: 去年 10 月以来成长风格相对于万得全 A 超额收益不明显 (单位: 倍数)	19
图 40: DDM 模型的基本公式	19
图 41: 从 DDM 模型看股票内在价值的影响因素	20
图 42: 从简化后的 DDM 模型看市场风格的影响因素	20
图 43: 市场关注不同影响因素时的风格表现	21
图 44: 历史上整体 ROE 下降但股市涨的阶段, 往往偏主题性的板块比较强 (单位: 点, %)	22
图 45: TMT 板块 PB 估值变化趋势 (单位: 倍)	22
图 46: 中特估板块 PB 估值变化趋势 (单位: 倍)	22
图 47: TMT 板块公募基金持仓比例 (单位: %)	23
图 48: 中特估板块公募基金持仓比例 (单位: %)	23
图 49: 13-15、19-21 年成长股牛市期间, 经济对风格的影响 (单位: 倍数, %)	23
图 50: 13-15 年 TMT 内生增长 (ROE) 较强的阶段是 13 年 (单位: %)	24
图 51: 电子和电气设备也是在经济回升期 ROE 弹性较大 (单位: %)	24
图 52: 消费板块的长期偏离度 (单位: %)	25
图 53: 成长板块的长期偏离度 (单位: %)	25
图 54: 周期板块的长期偏离度 (单位: %)	25
图 55: 稳定板块的长期偏离度 (单位: %)	25
图 56: 金融板块的长期偏离度 (单位: %)	26
图 57: 各板块的偏离度分位数 (单位: %)	26
图 58: 2013 年初的 TMT 成为 13-15 年牛市中最强的赛道 (单位: %)	26
图 59: 13 年的传媒计算机较早开始兑现利润 (单位: %)	27
图 60: 13 年传媒计算机的 ROE 强于全 A (单位: %)	27
图 61: 2019 年初的 TMT 热点在 Q2 后经历了很大的分化 (单位: %)	27
图 62: 2019 年 TMT 中只有电子有真正的利润拐点 (单位: %)	28
图 63: 2019 年 TMT 中只有电子有真正的 ROE 拐点 (单位: %)	28
图 64: 2020 年以来煤炭 ROE 抬升较快, PB 抬升有限 (单位: 倍, %)	28
图 65: 2019-2021 年消费板块又出现了第二次估值抬升 (单位: 倍, %)	28
图 66: 2008 年 Q4、2019 年, 黄金都领先整体商品回升 (单位: 点数, 美元/盎司)	29
图 67: 黄金对利率更为敏感 (单位: %, 美元/盎司)	29
图 68: 库存下行导致其他商品滞后黄金 (单位: 点数, %)	29
图 69: 1980-2005 年, 黄金涨也是每一次商品周期的前兆 (单位: 美元/盎司, 点数)	30
图 70: 周期股估值已经下降了较多 (单位: 倍数)	30
图 71: 但商品价格下降的速度却较慢 (单位: 点数)	30

一、强弱复苏大概率不影响牛市第一年的大格局

从历史情况来看，牛市第一年通常是估值修复大幅大于业绩兑现程度。投资者对盈利的担心很多，即使用偏悲观的预期，即盈利下降的时间还要持续很久，我们认为股市的估值也大概率处于低位了。比如 2011-2015 年，A 股 ROE 中枢大幅下降，但估值的下降主要是在 2011-2012 年；进入 2013-2015 年，盈利仍在下行，但股市估值中枢反而在 2013 年至 2015 年抬升了。2018-2019 年，A 股 ROE 下滑了 2 年，但股市底在 2018 年 Q4，2019 年股市也是估值抬升。

图 1：从历史情况来看，指数通常在 ROE 下降后期就开启上涨（单位：点，%）

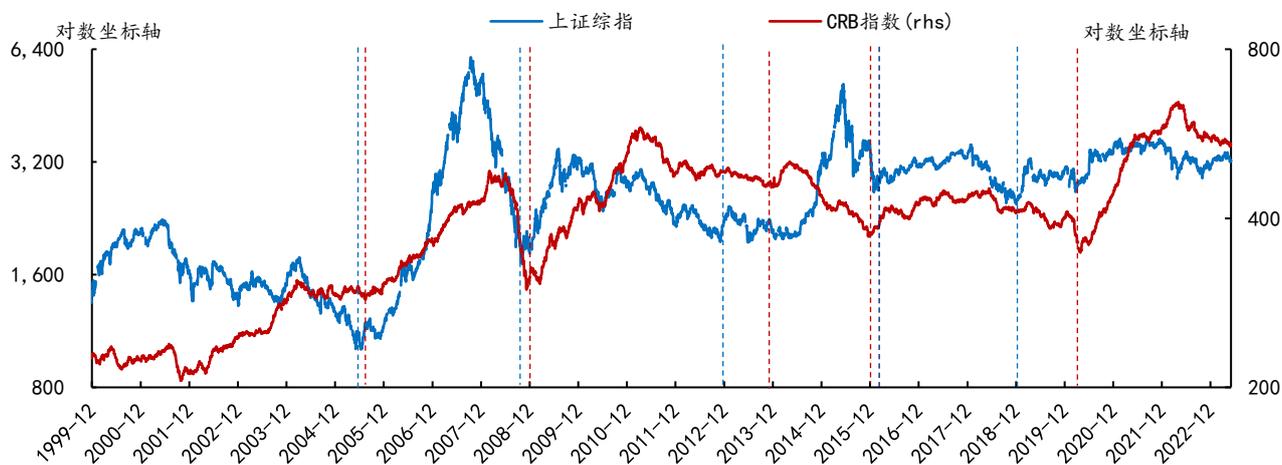


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.1 牛市初期，股市底通常领先于经济底

历史上股市底大多是领先商品、利率和汇率的底。2005 年以来，股市共有 5 次底部。我们可以对比历次股市底部与商品、利率和汇率底部的关系。首先对比上证指数和全球 CRB 商品现货指数，只有 2016 年初，是股市底部滞后商品底部，时滞约 2 个月，其他几次均是股市底领先商品底。领先时间最长的一次是 2019 年，2019 年初股市见底，2020 年 4 月商品见底，领先时间长达 16 个月。

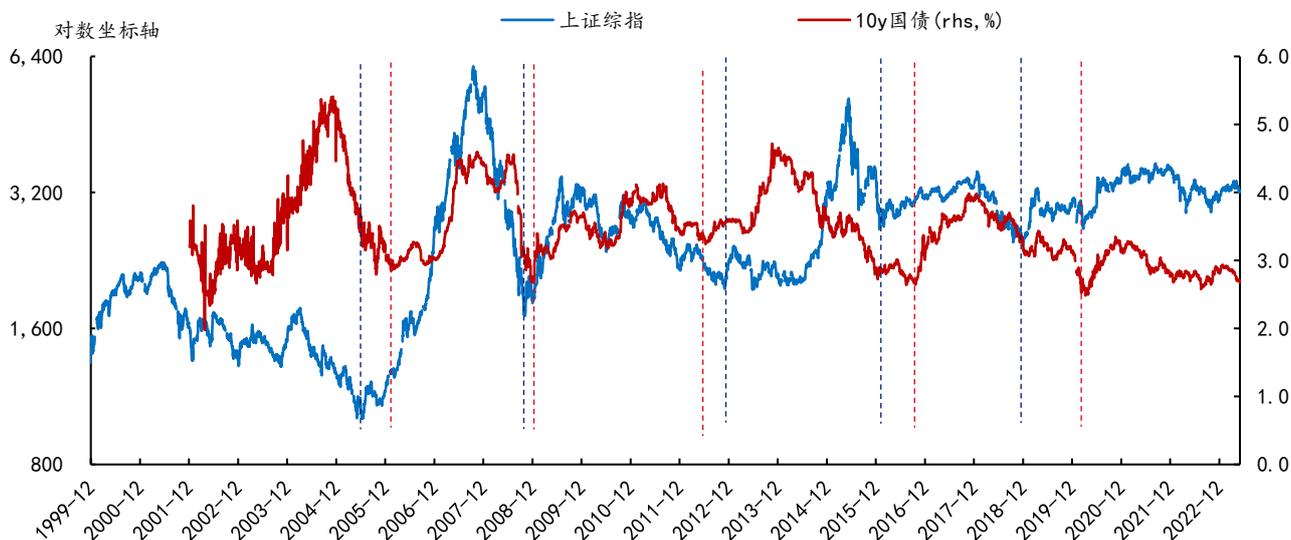
图 2：除了 2016 年初，历史上股市底大多领先商品底（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

对比上证指数和 10 年期国债利率，能够发现，只有 2012 年，是股市底部滞后利率底部，时滞约 2 个季度，其他几次均是股市底领先利率底。领先时间最长的一次也是 2019 年，2019 年初股市见底，2020 年 4 月 10 年期国债利率见底，领先时间 16 个月。

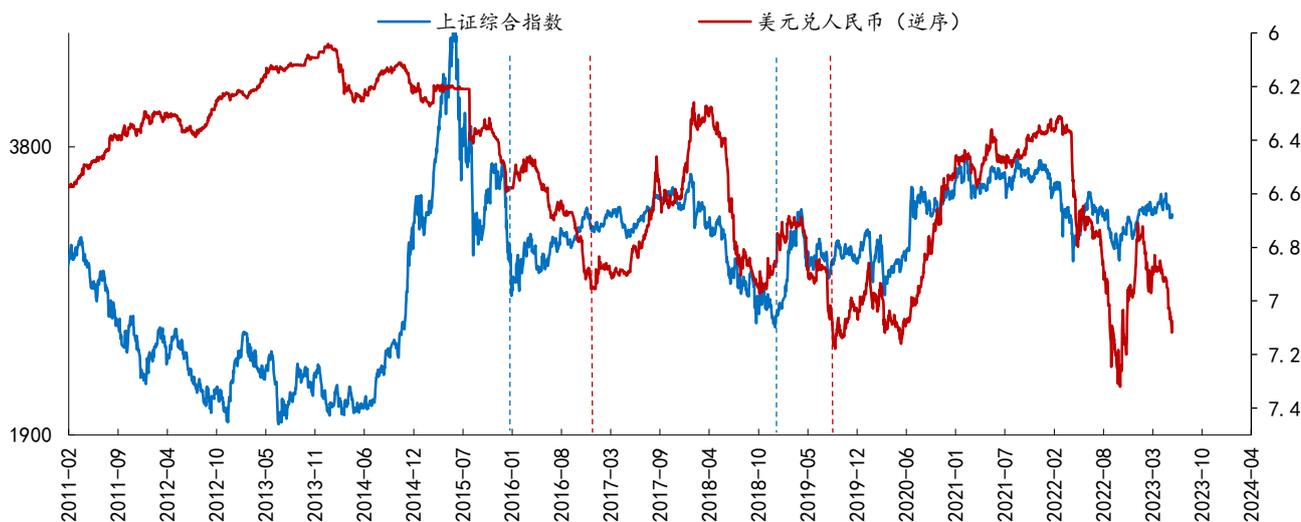
图 3：除了 2012 年以外，历史上股市底大多领先利率底（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

最后，我们对比一下上证指数和人民币汇率。由于 2000-2013 年人民币汇率大部分时间是升值的，所以可以类比当下的贬值周期是 2015-2016 年和 2018-2019 年。2016 年 1 月底股市见底，而人民币汇率贬值趋势直到 2016 年 12 月才结束，股市领先汇率长达 11 个月。2019 年初股市见底，而人民币汇率低点出现在 2019 年 9 月初，股市底领先汇率底 9 个月。

图 4：汇率贬值周期中，股市底领先汇率底（单位：点数，美元/人民币）

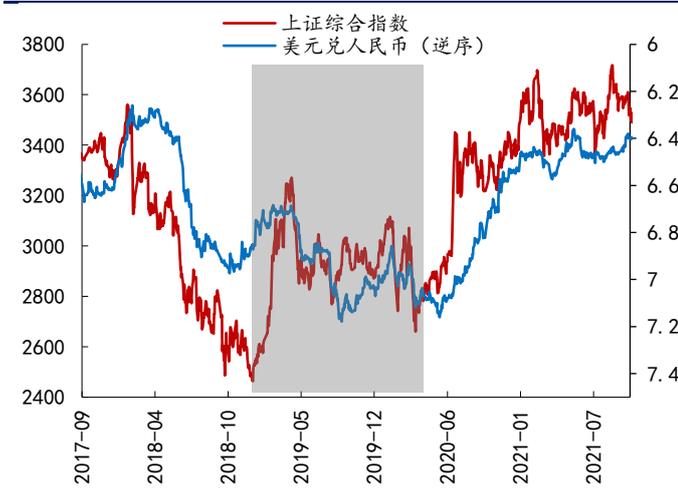


资料来源：万得，信达证券研发中心

2019 年较为值得研究的地方在于，股市底比较早，领先商品底和利率底 16 个月，领先汇率底 9 个月，所以 2019 年的股市底到经济底时长比较长。如果仔细观察 2019 年，能够看到股市、商品、利率和汇率，每个季度的波动方向均是一致的，Q1 股市、商品、

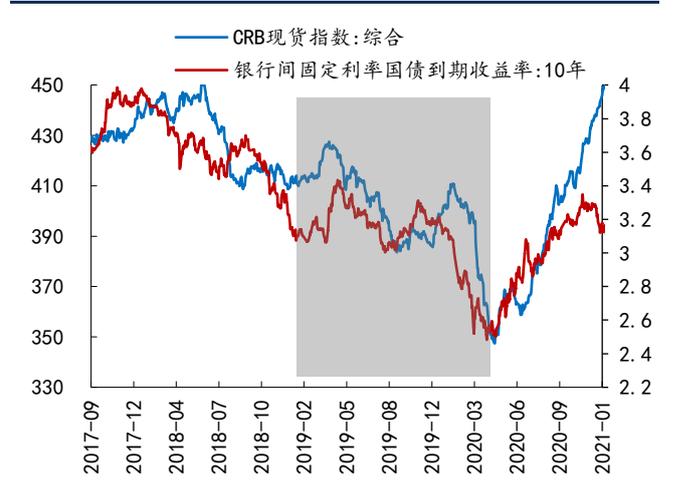
利率、汇率均上涨，Q2-Q3 初期均下跌，Q4 均上涨，2020 年 Q1 受疫情影响均下跌。每一次涨的时候，股市大多涨得更多，跌的时候，股市往往跌的更少或时间更短。由此导致 2019 年全年，股市中枢抬升，而利率、汇率、商品价格中枢下降，从而形成了股市底的领先。由于 2021-2022 年，经济下降的前中期，股市估值下降比较充分。我们认为 2023 年，股市也可能会出现 2019 年的情形，即使经济再次走弱，但股市大概率仅出现阶段性回撤，很难创新低。

图 5：2019 年汇率新低，但股市涨（单位：点数，美元/人民币）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：2019 年商品指数和利率也是新低（单位：点数，%）

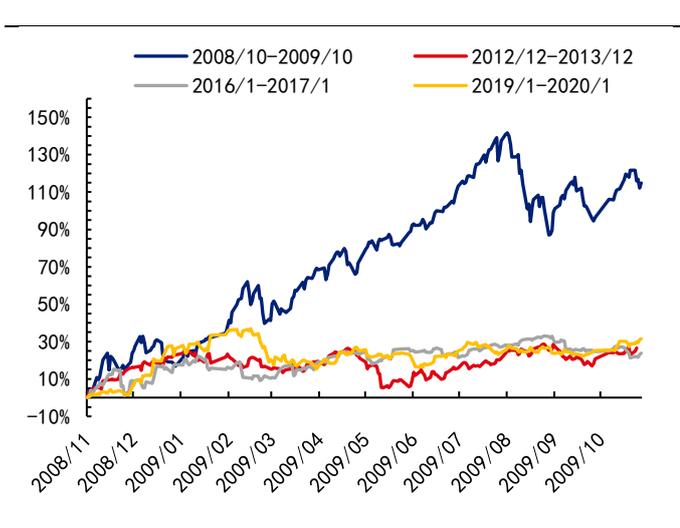


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 牛市第一年的上涨通常可以分为三个阶段

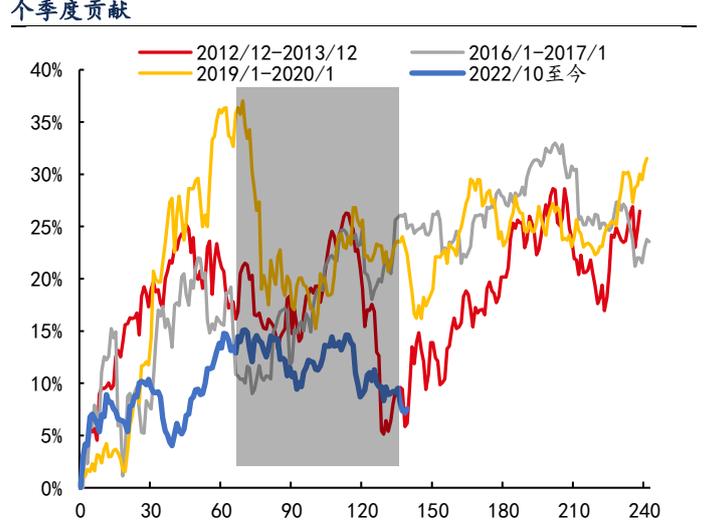
从累计涨幅来看，除 2008 年之外，其他牛市启动一年后的累计涨幅均在 20% 以上。具体来看，2008/11/04-2009/10/30 万得全 A 指数累计上涨 111.82%，2012/12/4-2013/12/4 万得全 A 指数累计上涨 26.47%，2016/1/28-2017/1/28 万得全 A 指数累计上涨 24.59%，2019/1/4-2020/1/4 万得全 A 指数累计上涨 33.74%。

图 7：2008 年以来四次牛市第一年的上涨情况



资料来源：万得，信达证券研发中心
 数据说明：采用万得全 A 指数的累计涨跌幅。

图 8：最近三轮牛市第一年的涨幅都在 30% 左右，且主要由第一个季度贡献



资料来源：万得，信达证券研发中心
 数据说明：采用万得全 A 指数的累计涨跌幅。

分阶段来看，牛市第一年的涨幅大多由第一个季度贡献（此阶段的上涨通常由估值驱动），而随后三个季度则偏向于震荡（此阶段的表现通常取决于估值与盈利的抗衡）。

分季度来看，四轮牛市启动后第一个季度的涨幅分别 39.33%/21.78%/15.53%/36.20%，涨幅中值为 28.99%。而随后的季度涨幅则在±10%以内，呈现窄幅震荡。考虑到 2008 年至 2009 年牛市的上涨幅度比较大，与最近三次牛市表现存在较大差异，本文中我们主要研究最近三次的牛市情况。

表 1：最近四轮牛市启动后第一年的分季度表现

牛市启动时间	万得全A指数区间涨跌幅				
	牛市启动后一年	牛市启动后一个季度	第二个季度	第三个季度	第四个季度
2008/11/04	111.82%	39.33%	30.07%	39.21%	-6.43%
2012/12/05	26.47%	21.78%	3.63%	-2.01%	4.86%
2016/01/29	24.59%	15.53%	3.43%	5.58%	-1.95%
2019/01/05	33.74%	36.20%	-7.76%	-1.50%	8.60%
中位值	30.10%	28.99%	3.53%	2.04%	1.46%
中位值-剔除08年	26.47%	21.78%	3.43%	-1.50%	4.86%

资料来源：万得，信达证券研发中心

二、盈利兑现会影响节奏

2.1 牛市第一年三阶段的特征

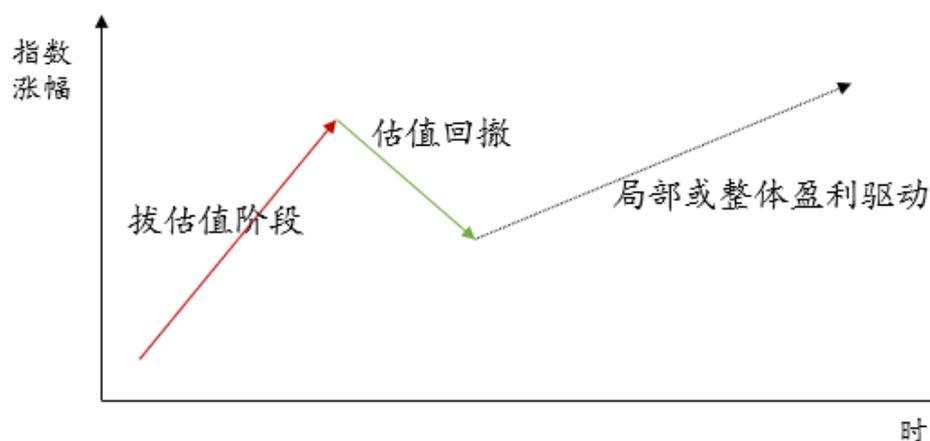
结合估值与盈利情况来看，我们将最近三次牛市第一年的上涨划分为三个阶段，分别是估值抬升（例外情况仅有 2012 年-2013 年的牛市）、估值回撤、盈利回升三个阶段。具体来看，除 2012 年牛市上涨滞后于股价表现之外，其他情况下牛市启动均领先于股价。通过历史复盘，我们认为牛市第一年的三个阶段呈现如下特征：（详细复盘内容参见《信达证券-深度报告-历次牛市第一年的特征分析-20230302》）

1) 估值回升驱动的指数上涨行情较强。涨幅 20% 以上，两到三个月完成上涨。

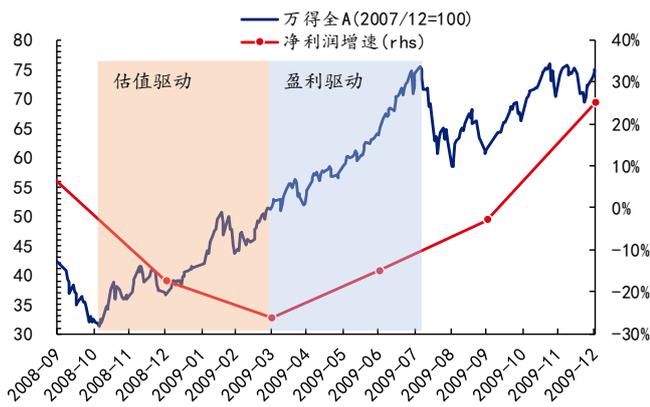
2) 仅由估值驱动的指数较为脆弱，从历史经验来看，宏观刺激政策的边际转弱（或者政策的刺激力度没能持续加码）、经济的二次探底都有可能带来估值回撤。但除了 2013 年钱荒事件之外，这个阶段指数的回撤幅度比较有限，通常在 10% 左右，几乎不会突破前低。而且这段时期的回撤幅度，通常是整个牛市期回撤最大的阶段。

3) 盈利回升驱动的上漲行情较为扎实，在这个阶段即使有利空因素，股市调整幅度也较为有限（5% 左右）。

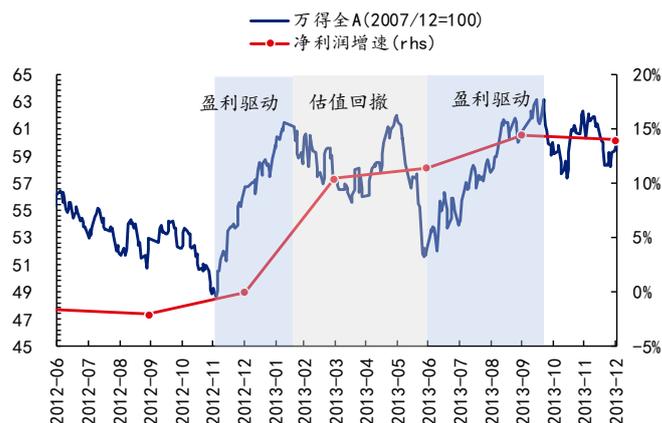
图 9：牛市第一年的大盘走势可大致划分为三个阶段



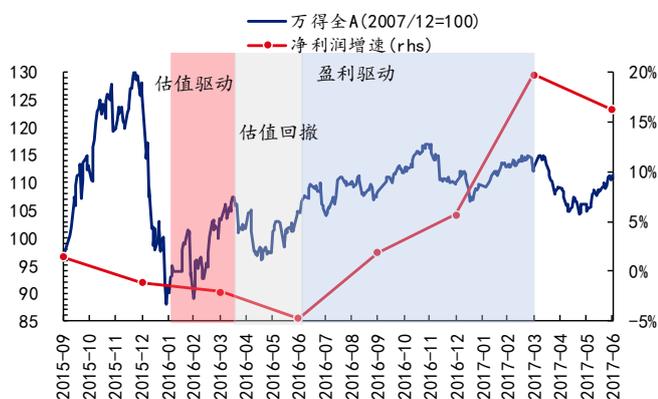
资料来源：信达证券研发中心

图 10：2008/10-2009/10 万得全 A 指数与净利润增速


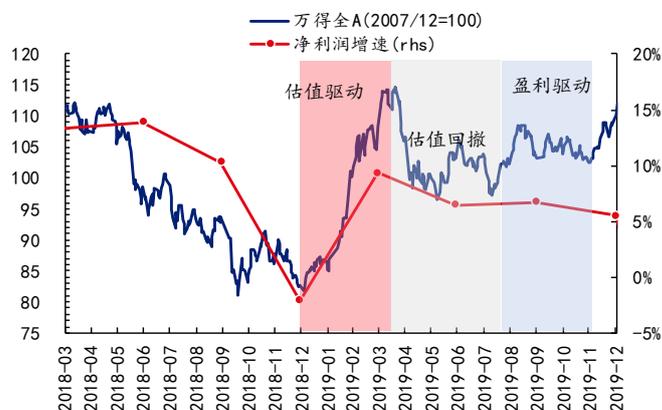
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：2012/12-2013/12 万得全 A 指数与净利润增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：2016/1-2017/1 万得全 A 指数与净利润增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：2019/1-2020/1 万得全 A 指数与净利润增速


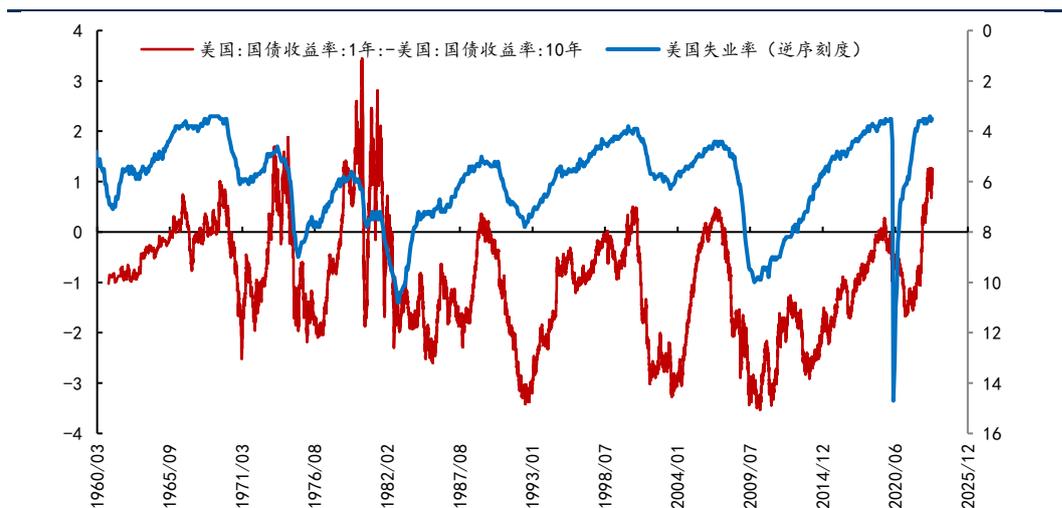
资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 2023 年盈利兑现的三个阻力

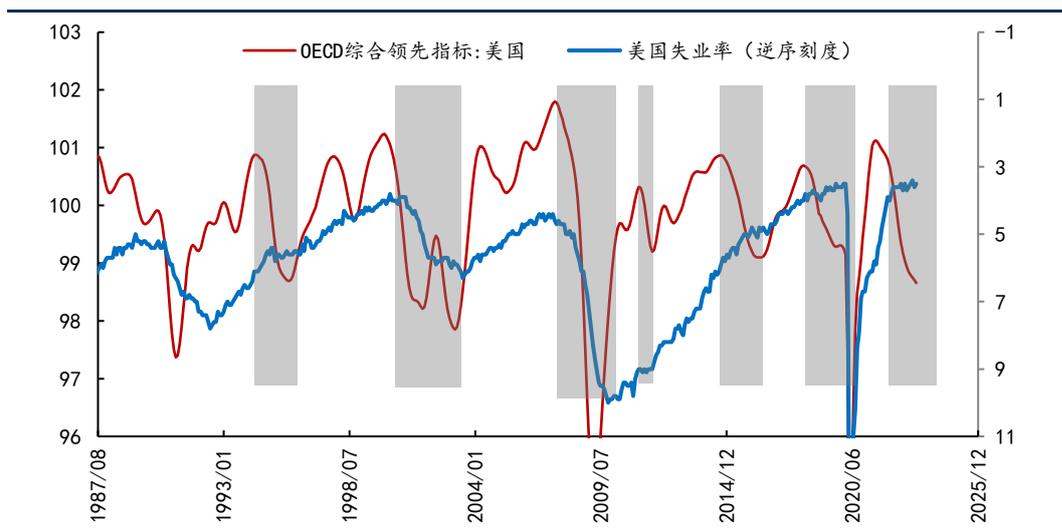
我们认为影响今年盈利兑现的阻力主要有三，分别是海外经济、库存周期与季节性。

由于美联储的持续加息，导致美国长短期利率深度倒挂，这种利率环境下，出现经济衰退的概率偏高。

由于利率倒挂→经济领先指标下行→失业率下降的传导过程很长，而且经济领先指标下行→失业率下降这一传导经常会失效，所以即使市场对美国经济衰退的担心持续了 1 年多，美国经济衰退的信号暂时还没有出现。我们认为，从历史经验来看，未来半年内大概率会出现美国经济衰退。

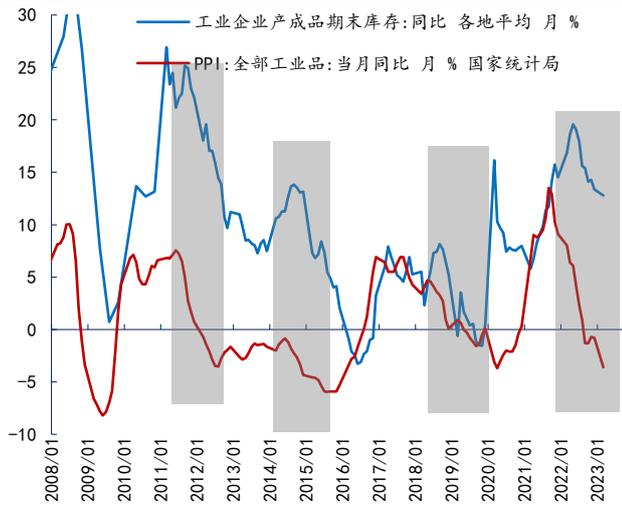
图 14: 利率倒挂后, 失业率指标的表现 (单位: %, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

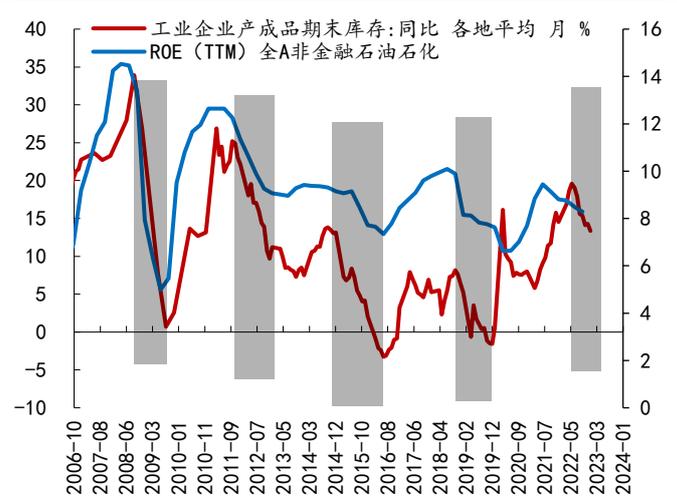
图 15: 经济领先指标开始下行之后, 失业率的表现 (单位: 点, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

投资者对盈利的担心很多, 即使用偏悲观的预期 (即盈利下降的时间还要持续很久), 我们认为股市的估值也大概率处于低位了。比如 2011-2015 年, A 股 ROE 中枢大幅下降, 但估值的下降主要是在 2011-2012 年。而 2013-2015 年, 在盈利下降的背景下, 股市估值中枢反而抬升了。2018-2019 年, A 股 ROE 下滑了 2 年, 但股市底在 2018 年 Q4, 2019 年股市也是估值抬升。

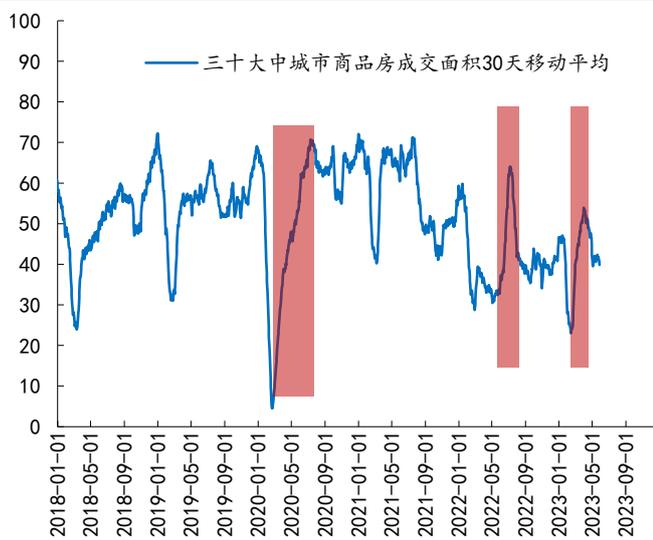
图 16: 工业产成品库存增速与 PPI 增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

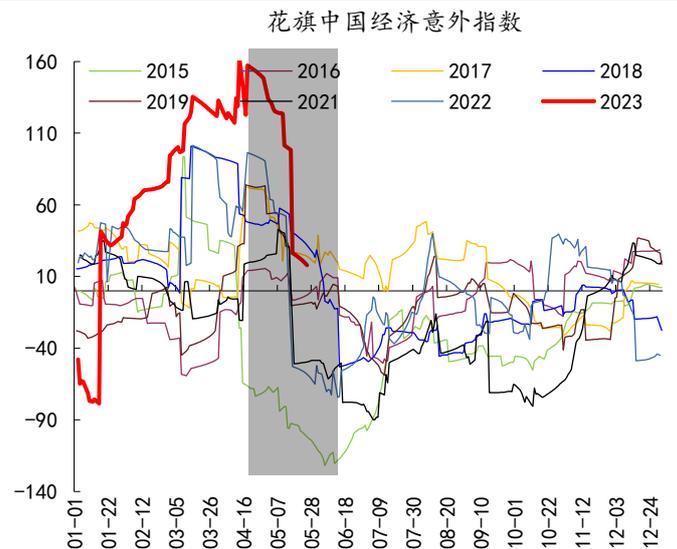
图 17: 库存周期与 ROE 表现 (单位: %, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2023 年一季度经济数据的超预期, 也比较符合季节性规律。历史上每年春节后到 3 月, PMI 数据一般均会有较为明显的回升。同时这一次 PMI 回升还有疫后各行业快速复苏的支撑。我们认为, 经济数据从 4 月份开始出现一些波折。因为政策预期和季节性导致历史上每年上半年 PMI 数据的高点, 大多出现在 3 月。中国经济意外指数 (度量经济指标超预期的程度) 也有类似的规律, 历史上每年 1-3 月经济容易超预期, 而 4 月下旬到 6 月容易低于预期。所以从经济预期的角度来看, 3 月也容易是股市的高点。

图 18: 三十大中城市商品房成交面积 (单位: 万平方米)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 花旗中国经济意外指数 (单位: 点)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.3 牛市第一年中回撤案例

经济强复苏的案例：2016 年 4-5 月的调整是如何结束的？

2016 年的股市节奏和经济恢复节奏较为一致。

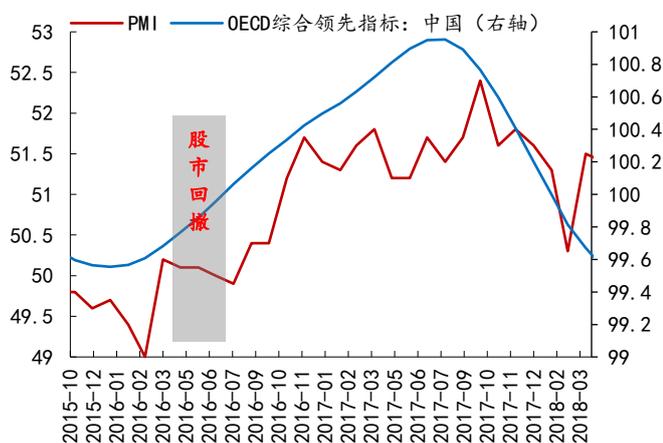
2016 年 1-4 月，工业品价格、PMI、信贷等数据均超预期，指数企稳上涨，期间最大涨幅 20% 左右。投资者开始讨论经济是 L 型底还是 V 型底。

4 月下旬，由于投资者预期的稳增长没有继续超预期，PMI 数据和商品价格均出现回调，所以股市出现了剧烈回撤，时间约 2 个月，指数回撤幅度 10% 左右。

事后来看，这一次经济数据下滑，季节性因素占主要成分。6 月后，工业品价格整体再次上行，出现了淡季不淡的强势表现。

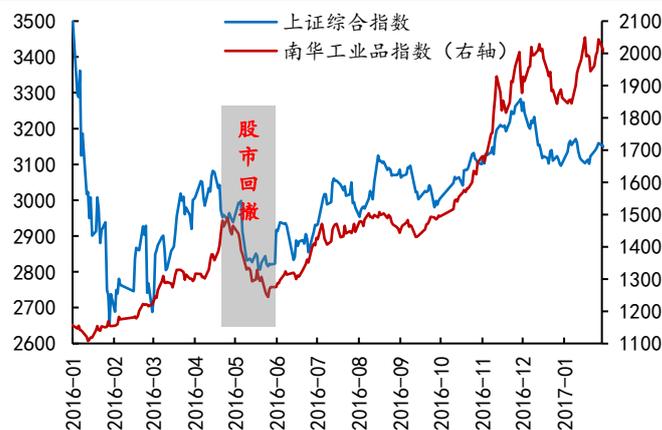
2016 年 4-5 月，是牛市第一一年中的第一次战术性回撤，起始和结束的时间，均与高频经济指标和预期的边际变化同步。如果以今年 3-4 月的调整对比 2016 年 4-5 月的调整，时间上已经达到，但拐点信号（经济预期再次回升）还未出现。

图 20：2016 年 4-5 月 PMI 回调（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：2016 年 4-5 月商品价格回调（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

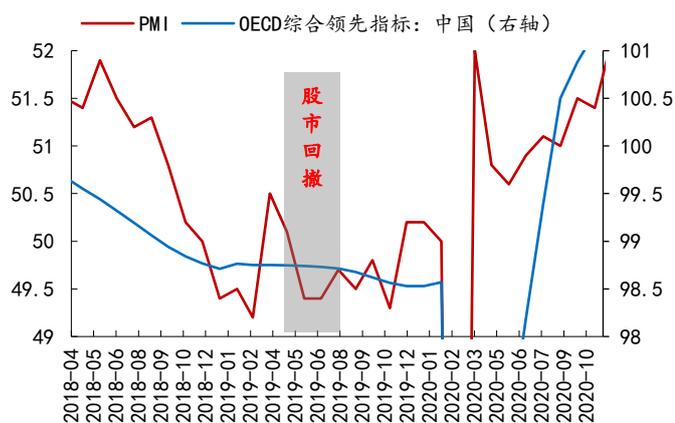
经济不复苏的案例：2019 年 4-7 月的调整是如何结束的？

2019 年也是牛市的第一年，期间第一次回撤出现在 2019 年 4-7 月，回撤整体时间是 3 个半月。回撤开始的催化剂是经济数据（PMI、信贷）季节性回落和稳增长政策不及预期（2019 年 4 月下旬中央政治局会议）。

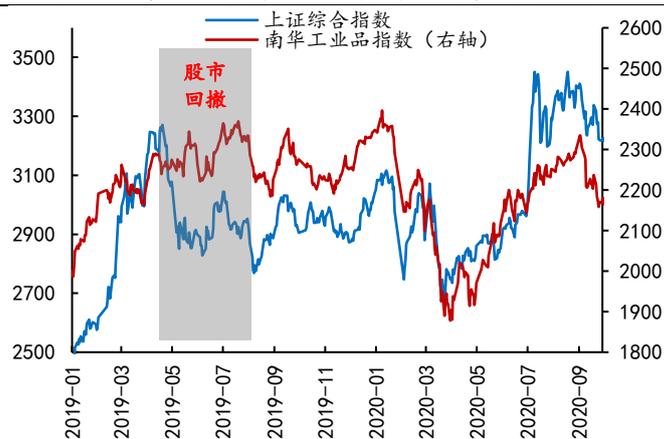
但是与 2016 年不同的是，2019 年 Q2 以后，并没有出现真正的经济复苏，经济预期一直偏弱，没有再次抬升。由此导致股市二次回撤的时间（3 个半月）比 2016 年 4-5 月（2 个月）更长，2019 年 4-5 月指数刚开始调整的时间和 2016 年比较一致，但 2019 年 6-7 月指数出现了底部震荡，而 2016 年指数迅速恢复上涨，由此导致 2019 年的回撤时间更久。

调整结束的信号是中报中部分细分行业业绩开始改善和利率持续下行。

如果以今年 3-4 月的调整对比 2019 年 4-7 月的调整，时间上还未达到，但乐观的地方是，后续即使经济预期持续偏弱，股市大概率也不会一直受到宏观经济的影响。

图 22：2019 年 4-7 月 PMI 回落（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

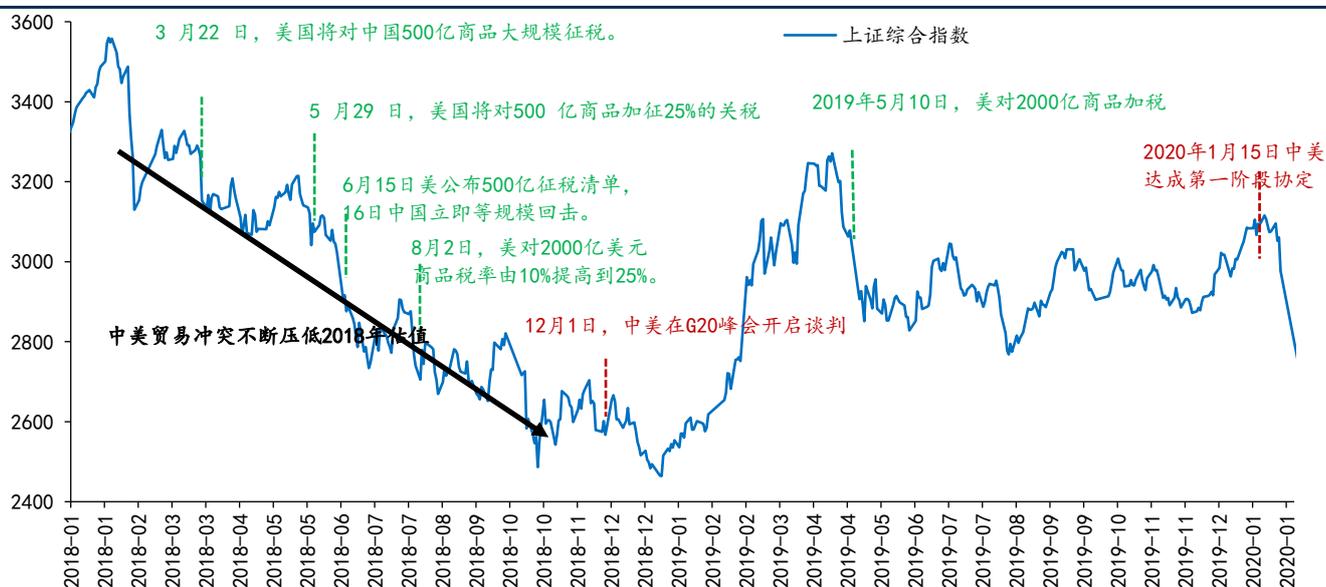
图 23：2019 年 4-7 月商品价格高位震荡（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们对 2019 年 1 月-6 月的表现做详细复盘。

2018 年中美贸易冲突与 2022 年疫情反复存在相似性，这两项事件对宏观经济的影响广泛、超出了投资者的常规分析框架。但我们认为，当股市估值处于低位之后，股市对这些不确定性事件的反应程度或将减弱。

回顾 2018 年的中美贸易冲突，这对中国在全球供应链优势存在负面冲击。事后来看，中美贸易冲突的影响一直持续到了现在，但其对股市的影响只持续到了 2018 年底。即使 2019 年中美谈判成果一波三折，这对 2019 年牛市启动的影响较小。

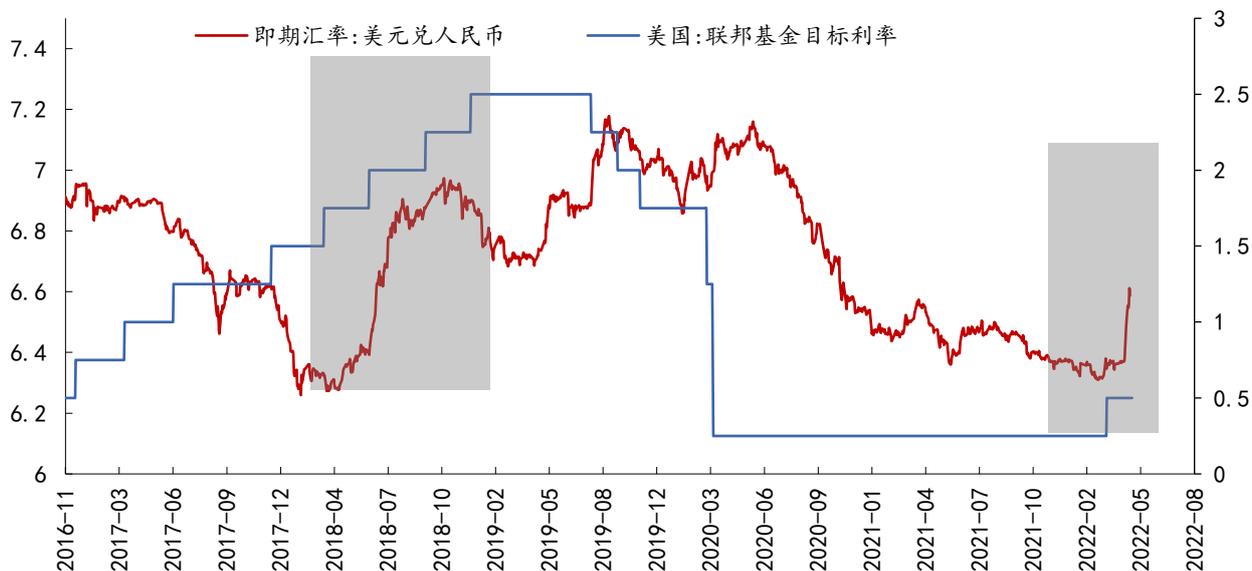
图 24：2018 年-2020 年，上证综指走势与中美贸易摩擦的关键事件


资料来源：万得，信达证券研发中心

美联储加息方面，2018 年处于加息周期后段，2022 年则处于加息周期的中段。1) 2018 年美联储有过 4 次 25bp 的加息，由此导致人民币汇率持续贬值，这一影响直到 2019 年初才缓解。2) 2022 年的外部风险之一是美联储加息，由于国内货币政策相对独

立性较强，所以这一风险的影响大概率比疫情和房地产问题小，但也会对投资节奏产生较大的扰动。

图 25：2018 年也有汇率贬值和美联储加息的压制（右轴单位：%）



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

万得全 A 指数在 2019 年 4 月初至 6 月上旬出现了一波幅度不小的调整，累计收跌 15.41%，调整时长接近两个月。

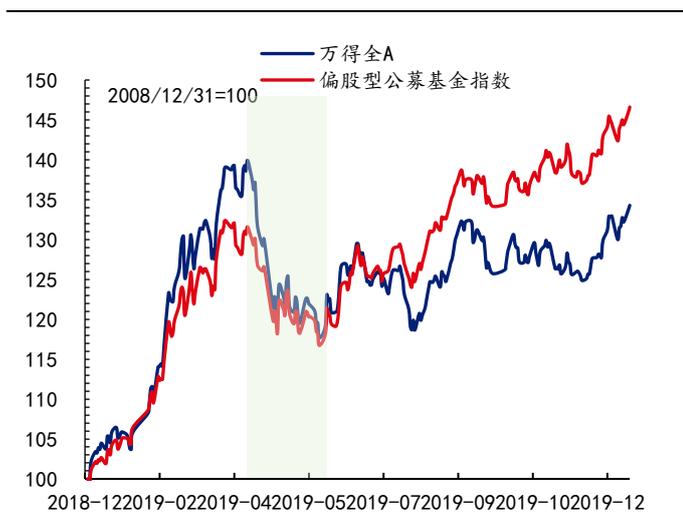
我们对这段调整行情的理解是，股市在一季度的上涨是多重利好叠加的效果，且这些利好因素中不乏短期因素，而当股市涨速过快、短期利好因素边际转弱时，股市大概率会出现一定幅度的调整。

1) 从微观流动性来看，北上资金在当年 4 月、5 月分别净流出 180 亿元、540 亿元，相较一季度的大幅净流入明显转弱。公募基金仓位在一季度出现剧烈回补之后，进一步提升的空间明显下降。

2) 从货币政策来看，超预期的 3 月金融数据带来了货币政策的边际收紧。4 月 19 日中央政治局会议称“开局好于预期，仍需保持清醒”，会议再提“房住不炒”、“去杠杆”等。

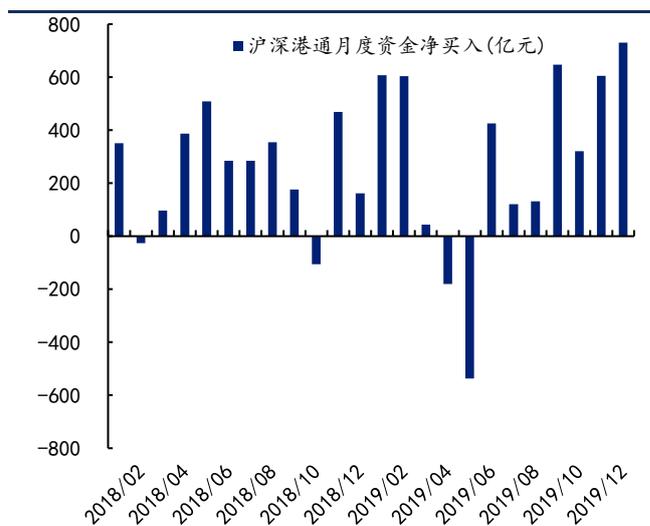
3) 从事件冲击来看，5 月 10 日，中美贸易关系再生波折，美国宣布将 2000 亿商品关税上调至 25%。

图 26: A 股在 2019 年 4 月初至 6 月上旬出现了一波幅度不小的调整



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 北上资金净流入在 2019 年 3 月-5 月持续偏弱



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

万得全 A 指数在 2019 年 6 月上旬至 7 月初出现了小幅反弹, 累计收涨 10.05%, 但未能回到前期高点。

1) 宏观政策方面, 这段时期的政策再次出现微调。5 月 24 日, 包商银行出现信用风险, 央行和银保监会宣布接管, 同时宏观流动性边际转松, DR007 在这段时期小幅下行。不过对于这样风险疏散式的宽松政策, 股票市场的反应较为平淡。直到 6 月 10 日, 中办、国办发布专项债新政, 新政提出“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”, 股市才开启了一轮小级别反弹。

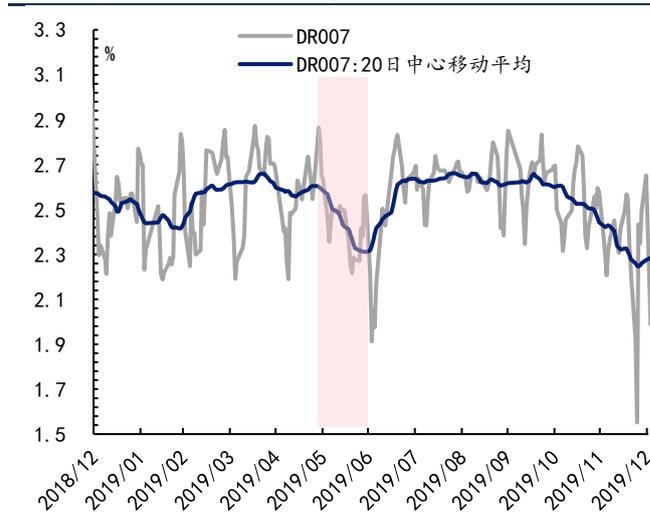
2) 事件冲击方面, 中美贸易关系再次取得积极进展。6 月 18 日, 中美领导人通电话。6 月 29 日, G20 峰会两国元首同意重启经贸磋商。

图 28: A 股在 6 月中旬重启上行



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 29: 包商银行事件冲击之后, 宏观流动性边际转松



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

万得全 A 指数在 2019 年 7 月初至 8 月初再次调整, 累计收跌 8.01%, 几乎将 6 月上

旬-7月初的反弹完全抹平。

1) 从盈利预期来看，市场逐渐开始关注上市公司半年报的预期，对盈利的预期开始变得谨慎。

2) 8月初将召开政治局会议，考虑到上半年宏观政策的多次微调，市场观望情绪较为浓厚。

3) 中美谈判的阶段性积极进展落地，8月初再次生变。8月2日，特朗普称将于9月1日对中国3000亿美元商品加征10%关税。8月5日，中国相关企业暂停新的美国农产品采购。

图 30：中报披露在即，叠加重要会议召开在即，市场情绪较为谨慎



资料来源：万得，信达证券研发中心

万得全A指数在2019年8月初至9月上旬再次调整，累计收涨9.08%。这一次反弹行情之后，股市的高点超过了7月初的高点。

这段时期，利好因素主要在于政治局会议。8月初政治局会议落地，会议指出“我国经济发展面临新的风险挑战，国内经济下行压力加大”。此外，会议重提“六稳”，并删去了“坚持结构性去杠杆”的表述。此外，8月17日LPR利率改革出台，随后LPR利率出现下调。

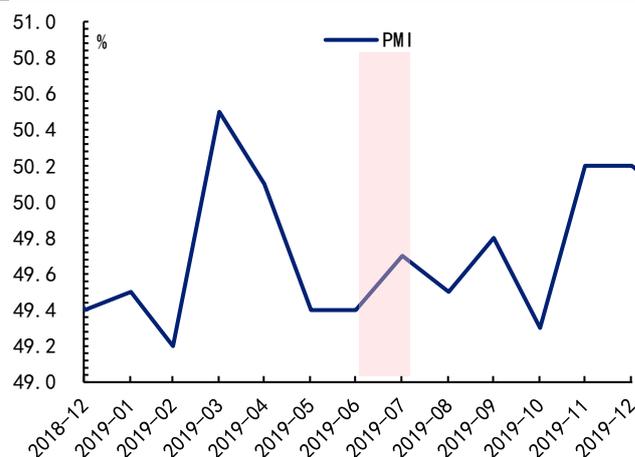
值得关注的是，在这期间，市场不乏利空因素，但这些利空因素对股市反弹行情的影响较小。如

1) 盈利预期方面，7月的宏观数据好坏参半，社融增速较6月环比下降，工业增加值的同比增速也偏弱，仅PMI出现了超预期回升。上市公司中报在8月底公布完毕，股市在8月最后一周呈现震荡。

2) 事件冲击方面，中美贸易谈判进展不佳。先是8月6日美国财政部将中国列为“汇率操纵国”，此后在8月下旬，中国拟对约750亿美元商品加征关税，美国拟对3000亿、2500亿商品上调关税。

图 31：7 月政治局会议关注经济下行压力，股市开启有力反弹


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：2019 年 7 月 PMI 出现超预期回升


资料来源：万得，信达证券研发中心

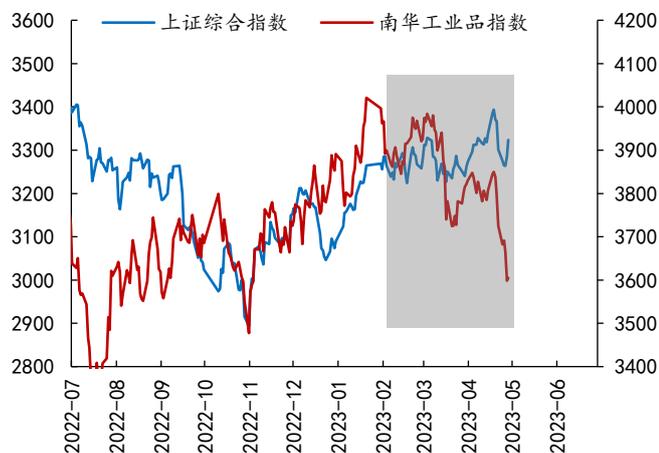
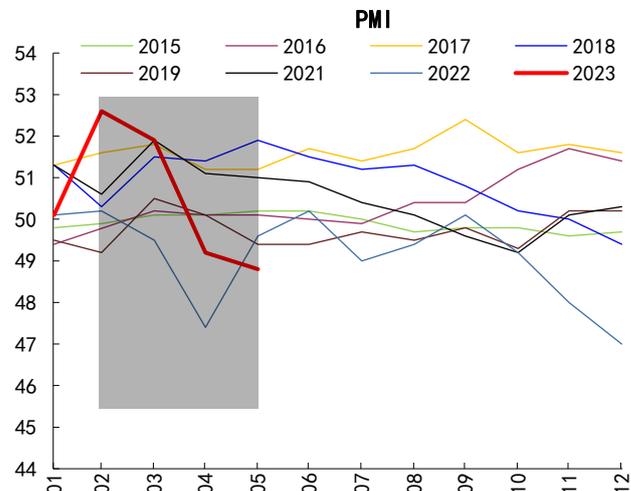
2.4 对当下的判断

今年 3 月以来，股市、债市和商品市场的表现，或表明资本市场对 Q1 的经济回升的可持续性偏悲观，或认为 Q2 经济回升较难持续。从最新的 PMI 数据来看，4-5 月份 PMI 确实出现了下降。这一下降背后可能主要有两个短期原因：

1) 历史上每年 4 月 PMI 数据均会季节性回落；

2) 疫情后第一个季度经济数据比较容易恢复，4 月开始经济进入疫后第二个季度。我们认为，PMI 数据、商品价格、海外经济担心等因素，让 4-5 月的经济数据没有持续超预期。

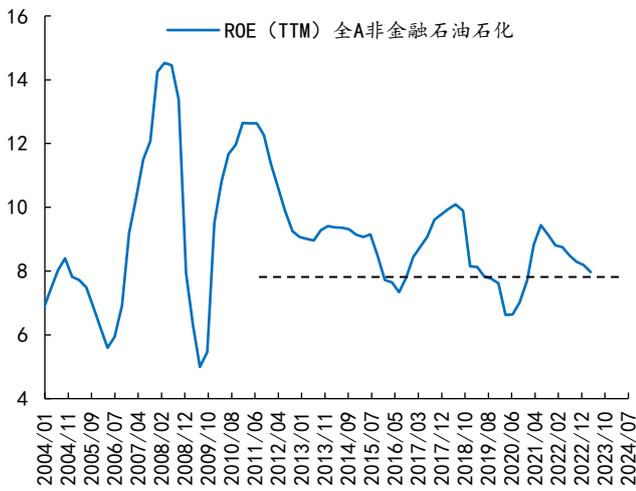
按照牛市第一年战术调整的经验，经济数据如果再次上行，则调整容易更快结束，经济数据如果一直偏弱，则调整后可能还会需要震荡磨底。我们认为，今年的这一次调整后，指数大概率还需要震荡磨底，指数再次上涨的启动时间可能会晚于 2016 年。

图 33：商品和债市从 3 月初开始预期经济走弱（单位：点数）

图 34：最新的 PMI 数据验证了经济的边际走弱（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

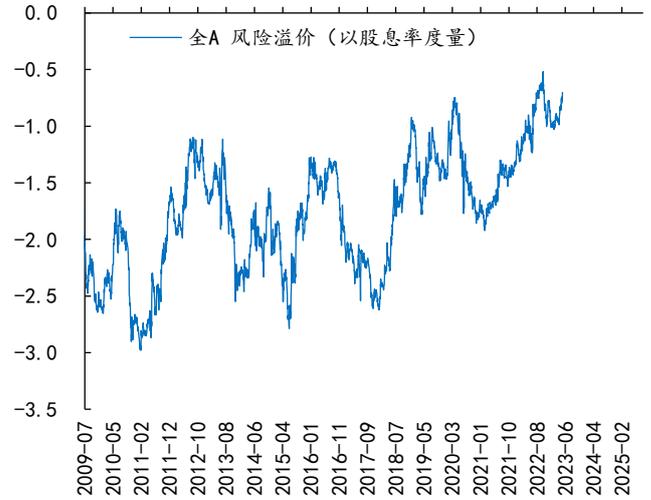
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35：从 ROE 来看，最近一轮下降的速度并不快（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

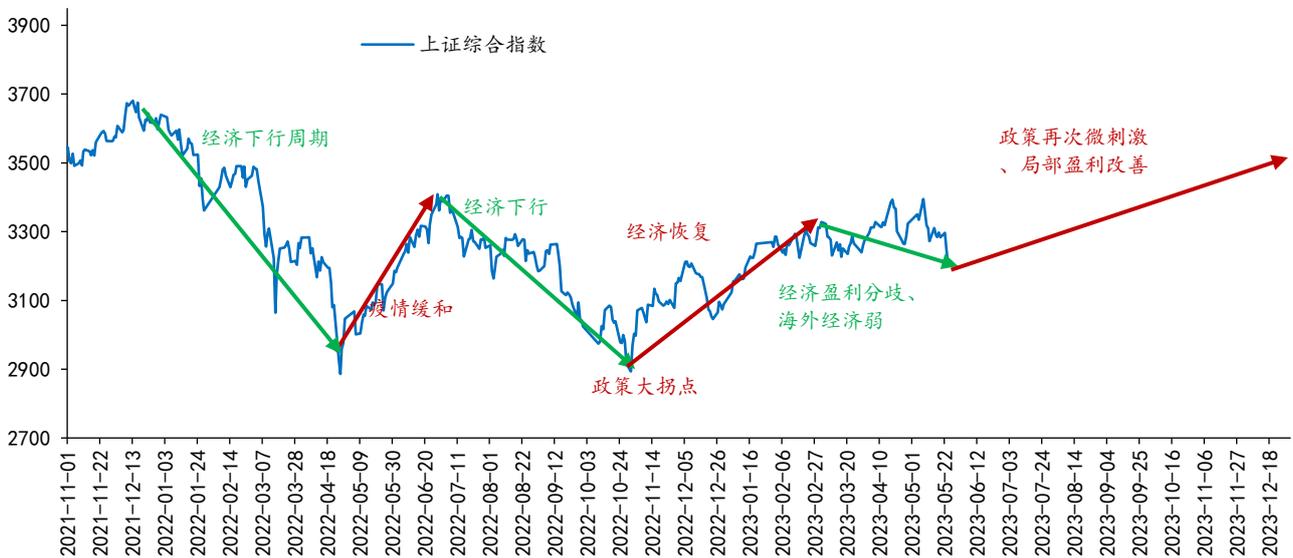
图 36：风险溢价(以股息率度量)接近历史较高值（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为，等待二季度末至三季度初，如果观察到整体或局部的盈利改善，指数或将会再次开启上涨。此外，由于部分板块的调整始于 2 月，我们认为整体指数的调整或已到了后期。

图 37：大势研判（单位：点数）



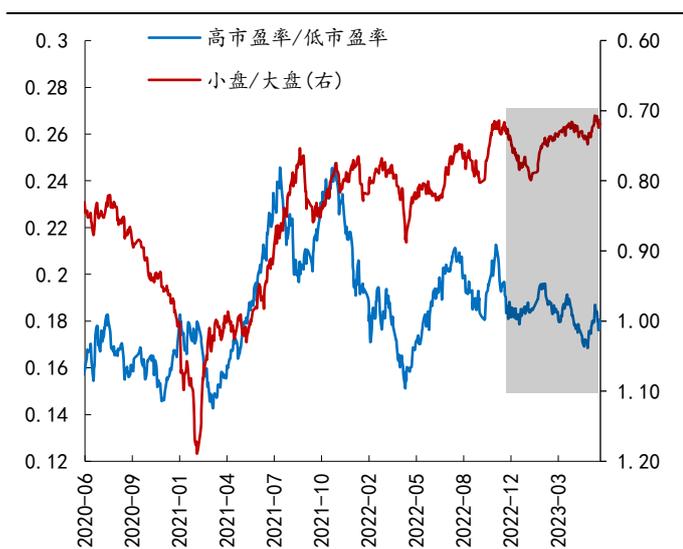
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、风格：我们预计低估值是核心，先主题再业绩

3.1 用传统方法度量的风格比较模糊

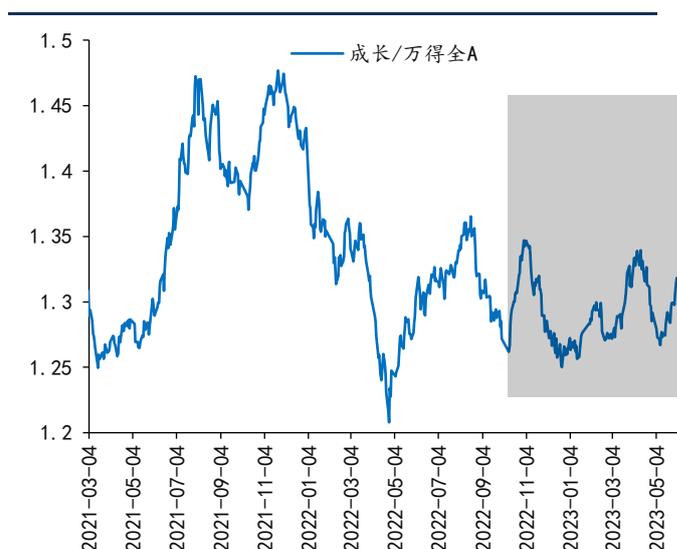
年初以来，表现比较强的板块一方面是以计算机、传媒、通信为代表的 TMT，另一方面是以建筑、石油石化、公用事业为代表的“中特估”主题。这两种风格分别属于成长和价值，因此市场整体风格并没有偏向成长或高 PE 风格，成长风格指数/万得全 A 指数也没有明显的超额收益。去年 10 月以来，大小盘风格表现也相对均衡，没有明显偏向于大盘风格或小盘风格。整体来看，用传统方法度量的市场风格比较模糊。

图 38：今年市场整体风格比较模糊（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 39：去年 10 月以来成长风格相对于万得全 A 超额收益不明显（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 风格是现金流折现模型的简化

股票市场风格表现本质上反映了市场对不同股票内在价值的定价偏好，这是由长期现金流折现模型决定的。根据常用的绝对估值模型 DDM 模型：

图 40：DDM 模型的基本公式

$$P_0 = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{D_0 \cdot (1+g)^t}{(1+r)^t}$$

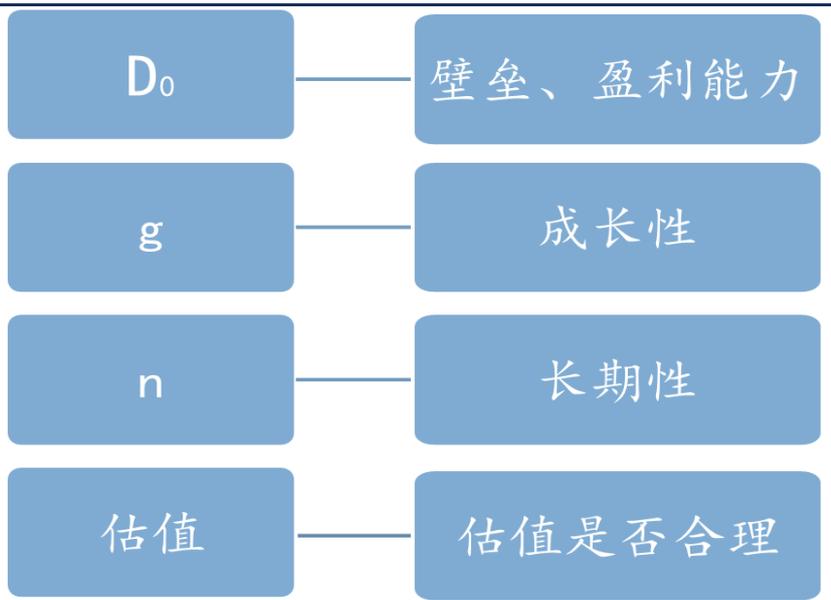
资料来源：信达证券研发中心

注：P₀代表股价现值，D₀代表当期股利，D_n代表当前预测的未来第 n 期发放的股利，g 代表可持续增长率，r 代表贴现率（期望回报率），n 代表持有股票的时间长度。

从 DDM 模型来看，股票内在价值的影响因素主要有：（1）一般而言，分子端的股利（D₀）通常来自于公司利润，反映了公司的业务壁垒和盈利能力；（2）g 反映了公司的成长性，成长性越高的公司，通常能拥有较高的股利的增长率；（3）n 反映了公司的长期逻辑是否顺畅。通常来说，长期逻辑较好的公司，投资者更愿意长期持有。此外，价值投资者关心的另外一个因素是，当前估值相对于股息折现模型计算的股票现值是否合

理。

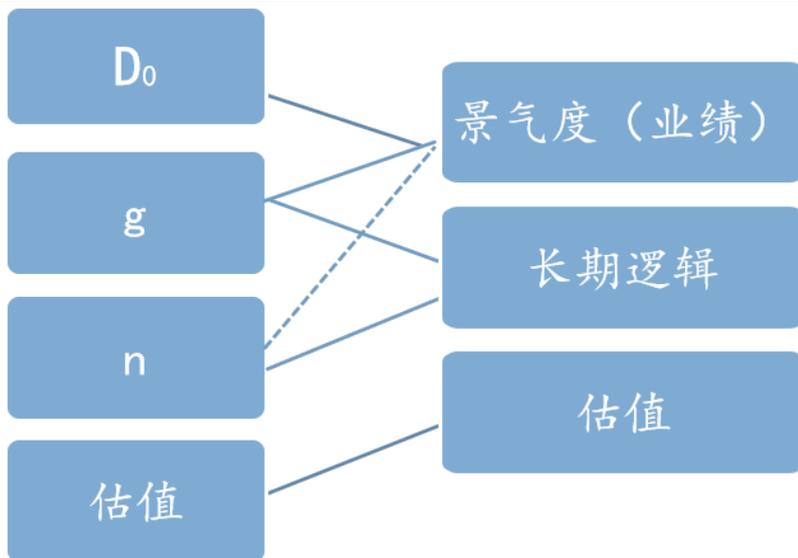
图 41：从 DDM 模型看股票内在价值的影响因素



资料来源：信达证券研发中心

考虑到 DDM 模型有一定局限性，一是预测变量较多，二是预测时间较长，因此投资者在实际操作过程中会对 DDM 模型进行简化，简化之后，市场在定价时一般会关注三个因素：第一个因素是景气度（公司的业绩），由 D_0 、 g 、 n 共同决定；第二个因素是公司的长期逻辑，由 g 、 n 共同决定；第三个因素是当前的估值是否合理。通常情况下，一个公司或者板块较难同时满足以上三个因素，因此市场会在不同的阶段强调其中的一个或者两个因素，由此形成市场在某一阶段偏好的风格。

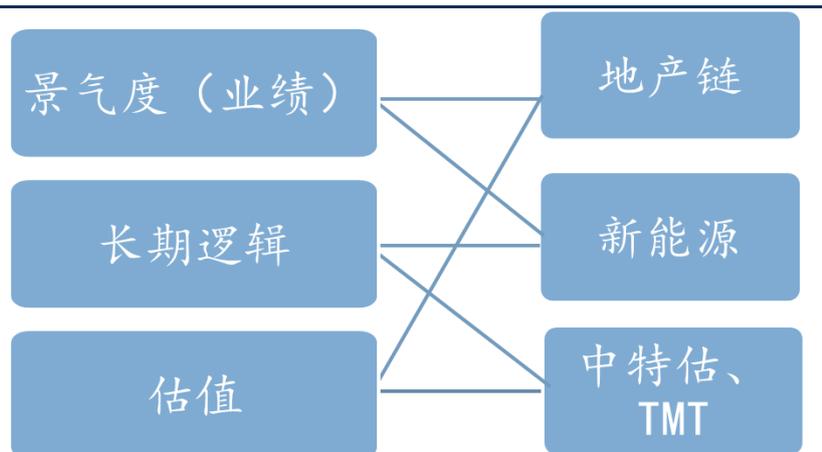
图 42：从简化后的 DDM 模型看市场风格的影响因素



资料来源：信达证券研发中心

当投资者更关心产业景气度和长期逻辑的时候，市场风格可能偏好于高景气赛道，比如 2020-2021 年表现较强的新能源和白酒。当投资者更关注估值的时候，市场风格可能偏好于估值处于历史较低水平的行业，比如 2023 年以来表现较强的 TMT 和“中特估”主题。当市场更关注景气度和估值的时候，市场风格可能偏好于有困境反转逻辑的低估值板块，比如 2022 年以来波动较大的地产链。

图 43：市场关注不同影响因素时的风格表现

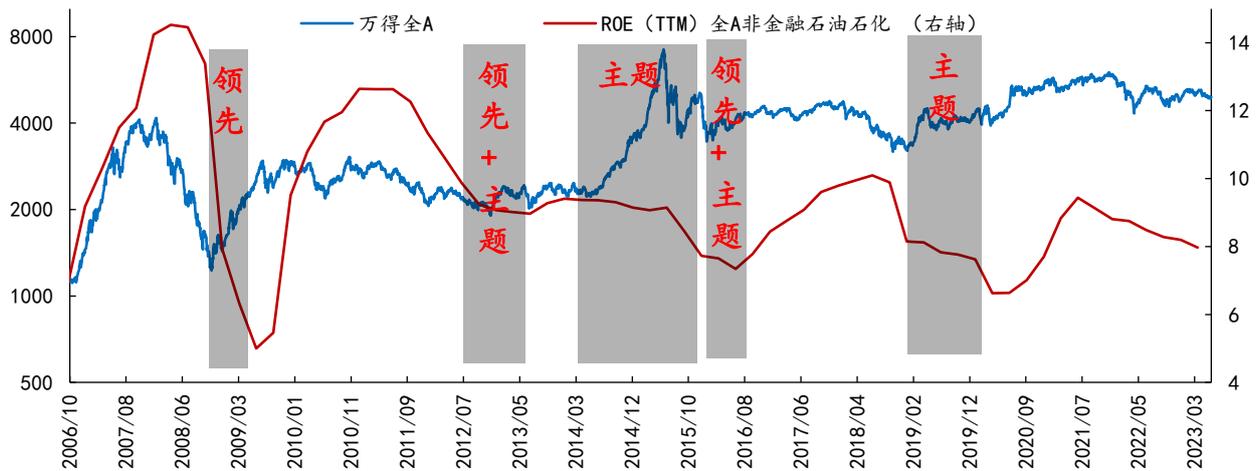


资料来源：信达证券研发中心

3.3 中特估、TMT 等主题较强是低估值风格占优的体现

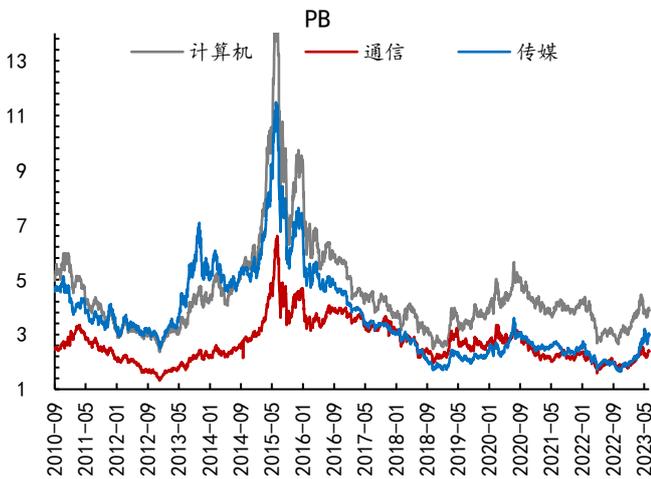
第一，历史上整体 ROE 下降但股市涨的阶段，偏主题性的板块往往会比较强。全部 A 股 ROE 从 2021 年 Q3 开始下降，在此背景下，今年有景气度改善逻辑的板块是比较少的。地产链、消费链等有困境反转逻辑的板块，也较难证明景气度能够持续修复。A 股历史上，没有盈利兑现的上涨主要分两种，一种是宏观指标领先盈利拐点开始上行，股市基于宏观领先指标布局经济反转（比如 2009 年、2012 年下半年），另一种是宏观指标拐点尚未出现，市场表现为偏主题行情（比如 2014-2015 年）。这两种风格也出现过融合，比如 2013 年、2019 年、2016 年上半年，经济反转相关的板块伴随经济指标的改善有一定的涨幅，但在这个阶段整体偏强的是主题行情（比如 2013 年的 TMT、2016 年上半年的新能源、2019 年的 TMT）。

我们认为当前的盈利兑现情况比较类似于 2013-2015 年中，在全 A 景气度下行的阶段，市场风格通常会更加关注估值这一因素，因此形成的市场风格是，估值处于历史较低水平的 TMT 和中特估主题今年年初以来表现较强。但考虑到全部 A 股 ROE 的下行已经持续了近 2 年，这种风格可能没有 2013-2015 年中持续的时间长。

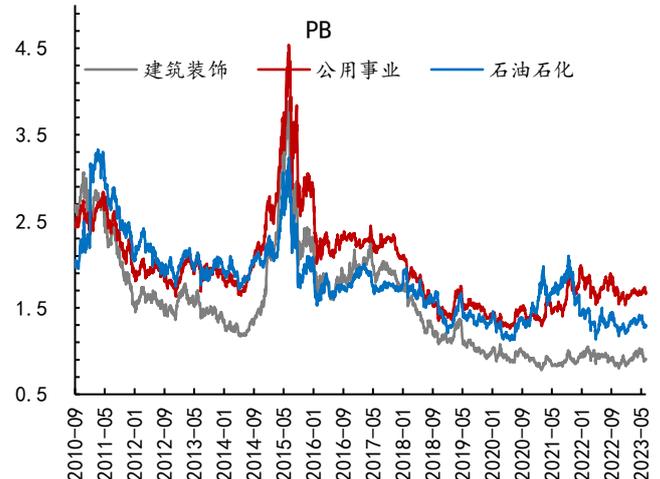
图 44：历史上整体 ROE 下降但股市涨的阶段，往往偏主题性的板块比较强（单位：点，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

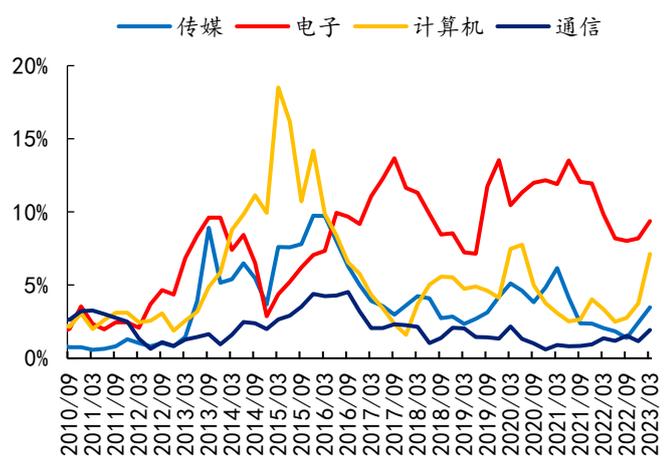
第二，TMT 和中特估板块估值和基金持仓处于历史较低水平。TMT 和中特估板块启动前，PB 估值从 2015 年牛市高点过后，较长时间没有出现过系统性的估值抬升，即使在 2019-2021 年的牛市中，表现依然相对偏弱。截至 2022 年 6 月 9 日，传媒、通信、计算机 PB 估值分别处于 2010 年以来 44%、47%、43% 历史分位水平，即使经过年初以来的上涨，PB 估值也仍处于 2010 年以来中等偏下的水平。建筑、石油石化、公用事业的 PB 估值分别处于 2010 年以来 11.6%、8.3%、31.8% 的历史分位水平，整体也处于历史偏低水平。截至 2023 年 Q1，TMT 和中特估的基金持仓水平（除了计算机之外）基本均处于 2015 年以来中等偏下水平。

图 45：TMT 板块 PB 估值变化趋势（单位：倍）


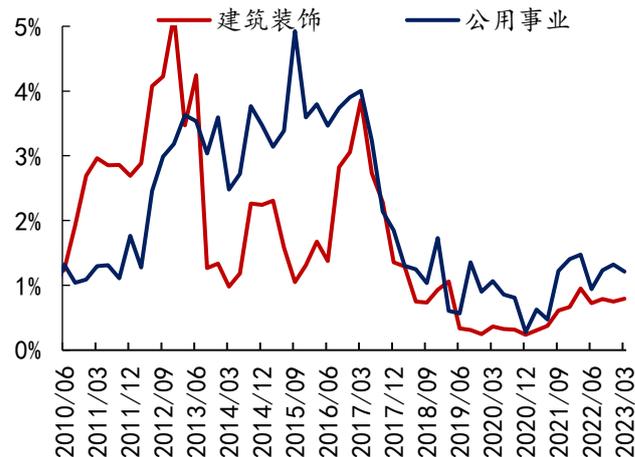
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 46：中特估板块 PB 估值变化趋势（单位：倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

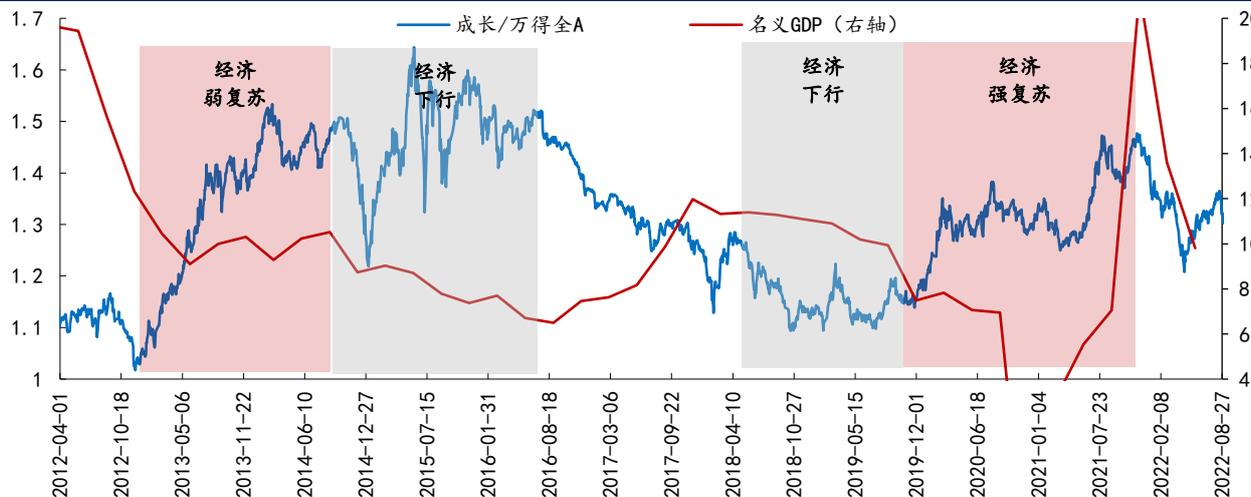
图 47: TMT 板块公募基金持仓比例 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 48: 中特估板块公募基金持仓比例 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

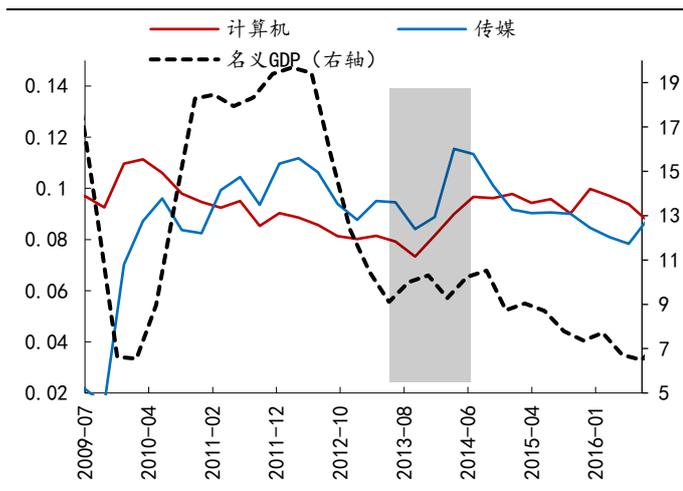
后续来看, 主题行情如果能够升级为赛道, 往往需要经济企稳。我们认为, 即使是历史上较强的两次成长股牛市, 成长产生超额收益较强的阶段经济也是偏强的。比如 2013-2015 年中, 是成长股牛市, 但成长/万得全 A 指数的回升最强的阶段是 2013 年, 期间经济呈现弱复苏。2019-2021 年成长股牛市期间, 成长股在 2019 年的超额收益并不是很大, 期间经济是下行的, 而 2020 年-2021 年, 成长股的超额收益逐渐走强, 期间的经济也是逐渐走强。

图 49: 13-15、19-21 年成长股牛市期间, 经济对风格的影响 (单位: 倍数, %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

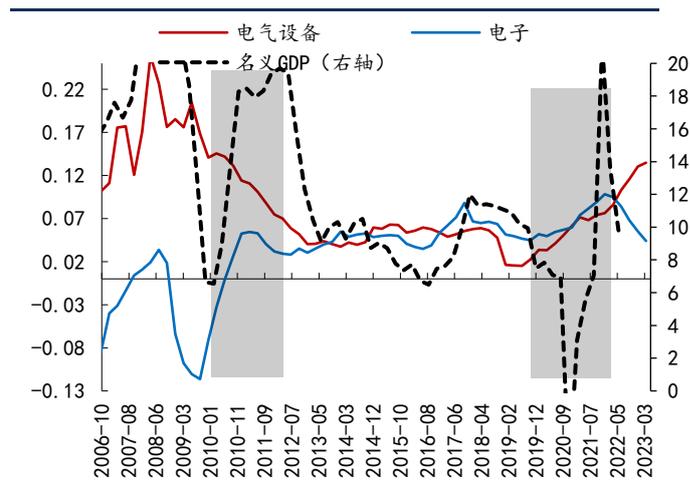
历史上, 大部分板块业绩较强的阶段是宏观经济复苏期, 所以经济企稳可能是主题转变为景气度赛道的前提之一。我们认为, 背后的核心原因是业绩。2013-2015 年, 虽然 TMT 是 3 年牛市, 业绩改善也是 3 年, 但计算机和传媒内生业绩增长较强的阶段主要是 2013-2014 年 Q1, 期间经济恰好是小幅回升的。另外两个有代表性的成长行业是 2009-2010 年电子和 2019-2021 年的电力设备, 从对应行业的 ROE 数据也能够看到, ROE 大幅回升的阶段也是和名义 GDP 回升期基本重合的, 只是有时候略有提前。

图 50: 13-15 年 TMT 内生增长 (ROE) 较强的阶段是 13 年 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 51: 电子和电气设备也是在经济回升期 ROE 弹性较大 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们认为, 去年底股市熊市见底以来, 大部分板块均存在逻辑层面基本面反转的可能, 但高频数据的验证尚且欠缺, 所以大部分板块的上涨主要是逻辑和预期驱动的估值修复。但历史上单纯的估值驱动的行市一般不会太长, 市场后续或将进入盈利验证期。我们预计, 2023 年 Q1-Q3 市场行情大概率偏主题, 2023 年 Q4-2024 年, 业绩重要性可能即将回归。从板块来看, 景气度、长期逻辑、估值三个因素中, 如果有两点是偏强的, 同时第三个因素不会形成拖累, 后续可能有较明显超额收益。

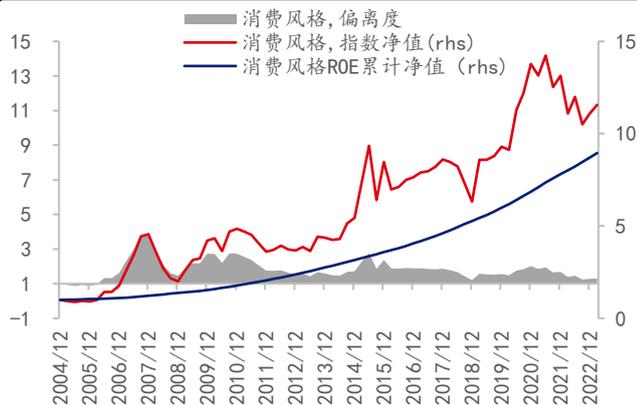
四、配置三条主线：中特估、TMT、周期

4.1 中特估：估值修复驱动，可类比 2013-2015 年自贸区&一带一路

从 PB-ROE 视角来看，我们认为当前“中特估”行情的本质是板块长期估值偏低。从历史情况来看，每当一个板块的偏离度处于历史较高水平或者历史较低水平之后，大概率会出现较为明显的估值回归。典型如：金融、稳定、周期板块的偏离度在 2014 年 6 月达到历史较低位置，随后这三个板块的估值在 2014 年下半年至 2015 年上半年明显修复，这些风格的偏离度也一度回归到 1 倍以上。不过需要补充的是，偏离度指标只能衡量板块长期的估值水平，对于行情拐点的判断还需要结合 ROE 的拐点（或政策催化带来的 ROE 预期拐点）。

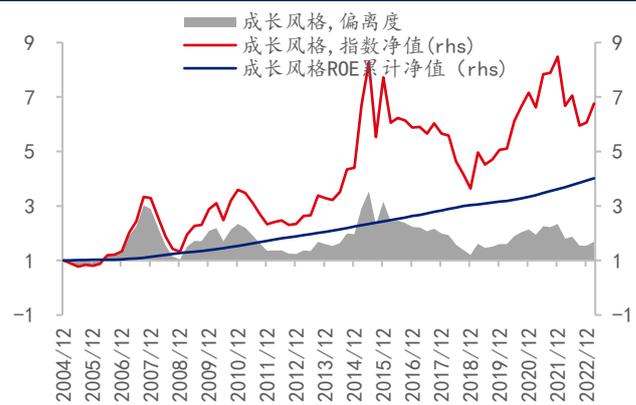
可以类比的历史情况是 2013 年 Q3-2015 年 Q2，自贸区、一带一路、陆股通、降准降息、经济转型等政策催化下的金融类、稳定类等低估值板块的估值修复。往前看，我们认为，虽然“中特估”板块已经历一段时间的上涨，或仍有一定的上涨空间。一是金融&稳定板块的偏离度仍处于历史低位，估值修复空间仍在。二是，从上市公司一季报来看，金融板块的 ROE 已呈现企稳迹象。三是，“中特估”的政策催化仍在。从行情上涨空间来看，2014H2-2015H1 “一带一路”行情持续了接近一年，相关板块的偏离度回归到了 1 倍，相关行业相对万得全 A 指数的相对估值达到了 1 倍以上。

图 52：消费板块的长期偏离度（单位：%）



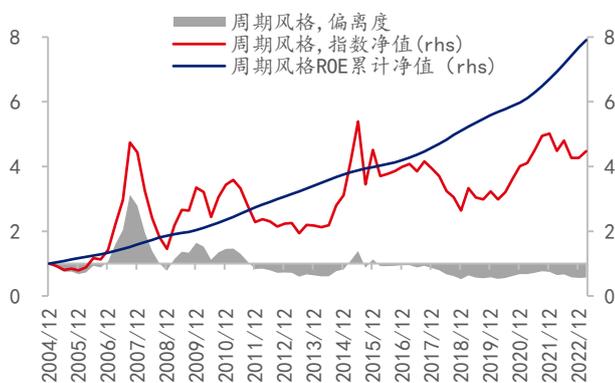
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 53：成长板块的长期偏离度（单位：%）



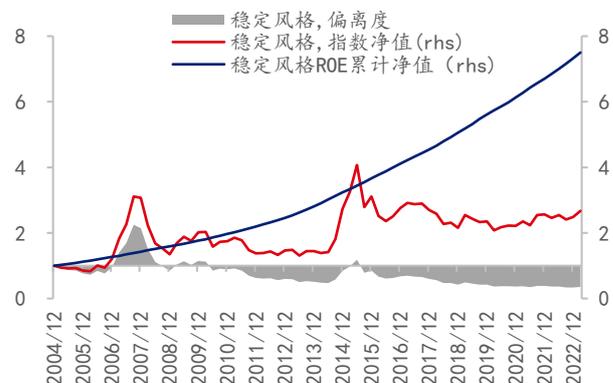
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 54：周期板块的长期偏离度（单位：%）

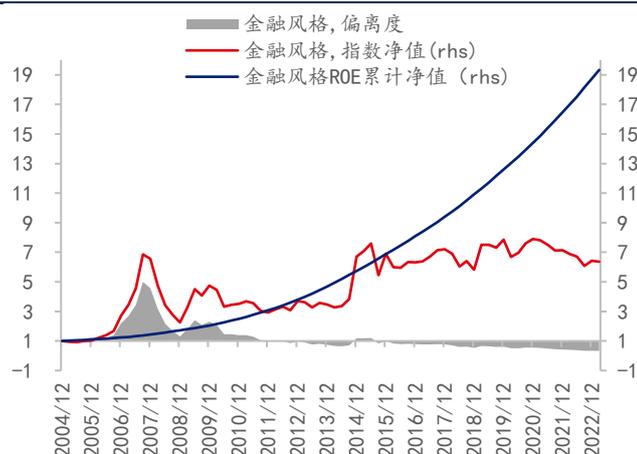


资料来源：万得，信达证券研发中心

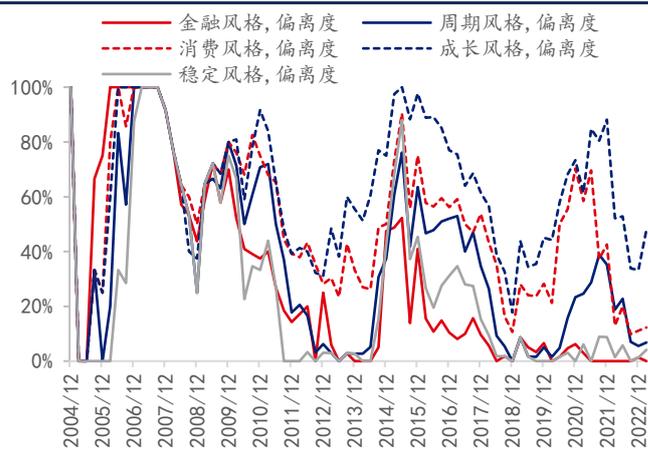
图 55：稳定板块的长期偏离度（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 56：金融板块的长期偏离度（单位：%）


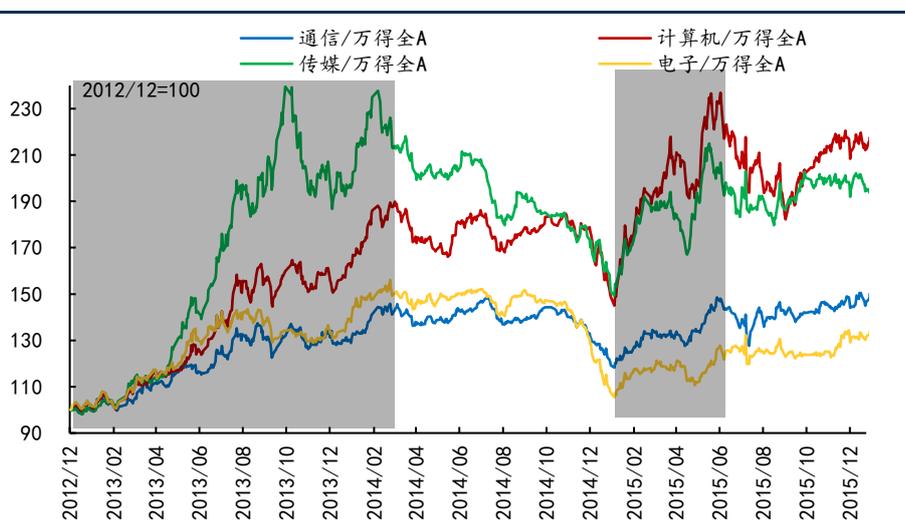
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 57：各板块的偏离度分位数（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

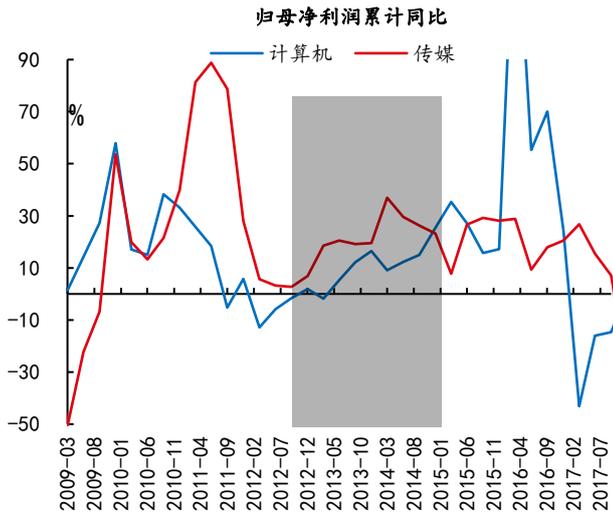
4.2 TMT：2013–2015 年、2019–2021 年的牛市和不同结局

(1) 乐观情形：类似 2013 年，TMT 从 13 年 1 月开始走强，后续开启 2 年半的 TMT 牛市。国内股市历史上 TMT 最强的阶段是 2013–2015 年的移动互联网牛市。2012 年底，股市熊市结束，市场企稳的最初 1 个季度，计算机传媒跟随市场反弹，整体超额收益不大，但随着指数上涨到高位，投资者对经济预期出现了新的担心，大部分板块开始逐步见顶。从 2013 年 3 月开始，指数滞涨，但 TMT 板块却逆势越来越强，直到 2013 年 10 月才出现阶段性回撤。

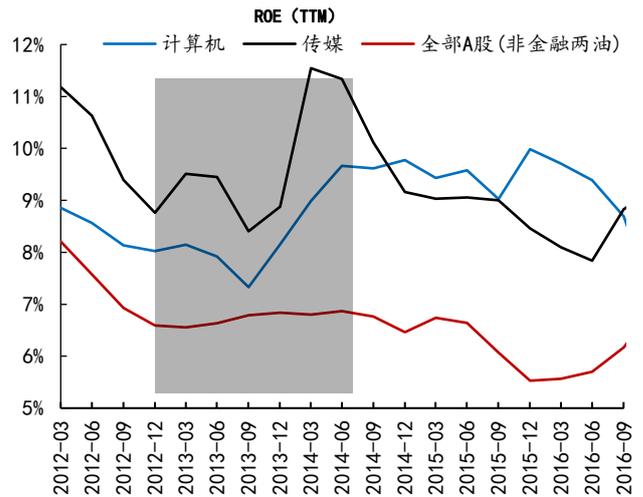
图 58：2013 年初的 TMT 成为 13-15 年牛市中最强的赛道（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

事后来，2013 年 3 月，TMT 逆势走强，是互联网牛市开启的标志。背后是智能手机渗透率不断提升后，各类手机应用大量涌现，TMT 行业相关的创新层出不穷。2013 年传媒计算机行业的利润和 ROE 均出现了明显的回升。对比 2023 年和 2013 年的 TMT，相同的地方有：(1) 都是牛市第一年，(2) 均出现了从 0-1 贴近大众的创新，不同的地方是 2023 年数字经济业绩兑现的速度可能没有 2013 年那么快

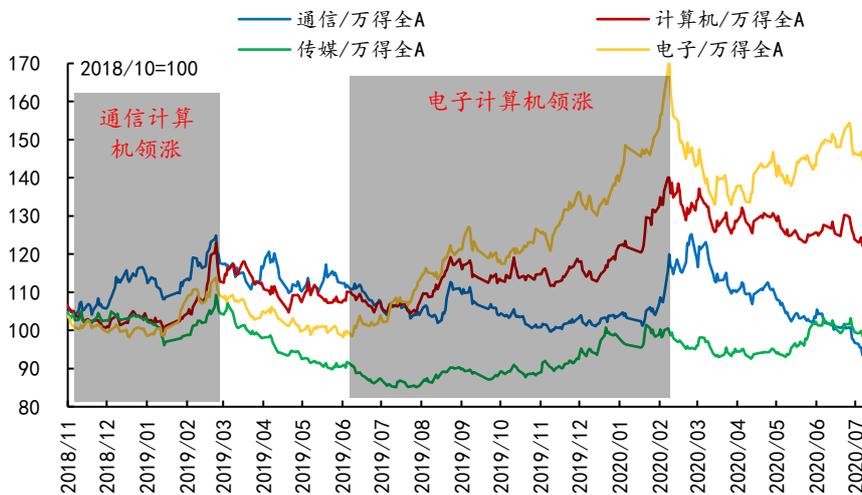
图 59：13 年的传媒计算机较早开始兑现利润（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 60：13 年传媒计算机的 ROE 强于全 A（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 中性情形：类似 2019 年初的 5G、云计算、AI，后续在成长风格内部细分行业中转变赛道。成长股另一次较大的牛市是 2019-2021 年，在牛市初期的 2019 年，TMT 是很强的。从 2018 年 10 月，股市见底后，TMT 板块整体开始走强，特别是通信和计算机，期间主要的产业逻辑是 5G、云计算、AI，这些产业变化很多也是有 2013-2015 年移动互联网从 0-1 的产业发潜质的。但事后来看，2019-2021 年 TMT 中真正走出来的，主要是半导体。

图 61：2019 年初的 TMT 热点在 Q2 后经历了很大的分化（单位：%）


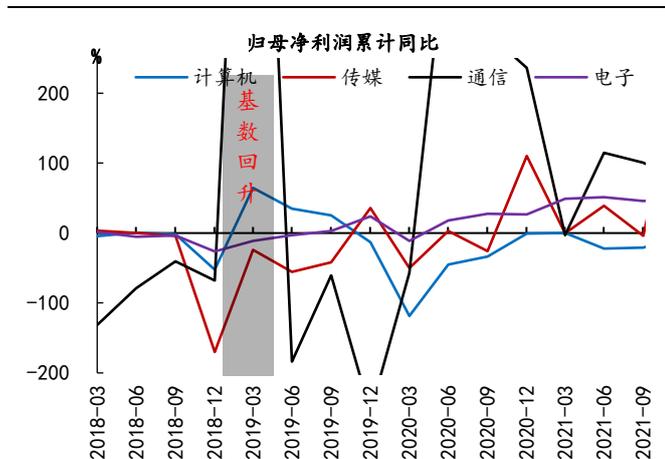
资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为，2019 年通信、计算机领涨，但后续领涨赛道发生切换，背后很重要的原因之一是利润兑现不够。2019 年一季报 TMT 各行业利润增速均有明显的抬升，但主要是基数和季节性的影响，所以到 2019 年 Q2，TMT 整体出现了较大的回撤。2019 年下半年电子利润增速逐渐开始兑现，ROE 也稳步回升，由此导致，2019 年下半年-2020 年 Q1，TMT 行情分化很大，电子计算机再创新高，但通信和传媒却一直偏弱。

对比 2023 年和 2019 年 Q1 的 TMT，相同的地方有：(1) 都是牛市第一年，(2) 均出现了新的产业创新，(3) 计算机均是最强的方向，(4) 指数涨幅速度快于利润兑现。不同的地方有：(1) 2019 年之前的 2016-2017 是价值股牛市，成长股整体估值低，但

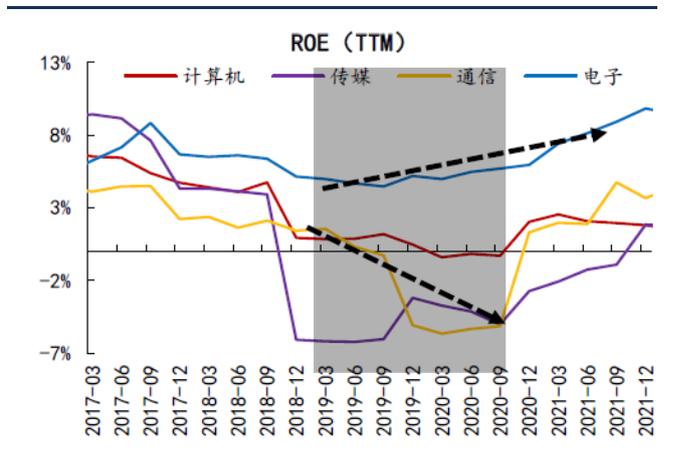
2019-2021 是成长牛市，整体成长估值不低。(2) 2019 年 Q1 成长内部分化不大，直到下半年分化才加大。但这一次开始阶段分化就已经很大了。

图 62：2019 年 TMT 中只有电子有真正的利润拐点（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 63：2019 年 TMT 中只有电子有真正的 ROE 拐点（单位：%）



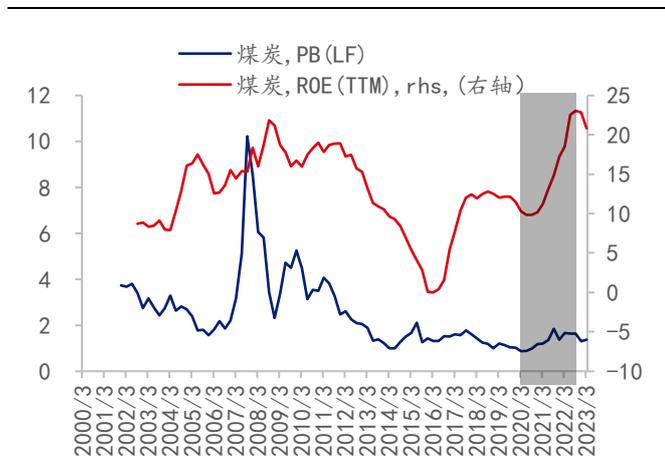
资料来源：万得，信达证券研发中心

4.3 上游周期：我们预计下半年可能有机会

由于长期供需格局错配，2020 年以来上游周期（如煤炭）的 ROE 大幅抬升，但 PB 抬升的幅度有限。背后主要原因或在于，市场担心 ROE 的抬升是周期性的，而不是系统性的。如果周期股受宏观经济影响导致的价格回落结束，届时可能还会有一次抬估值的过程。

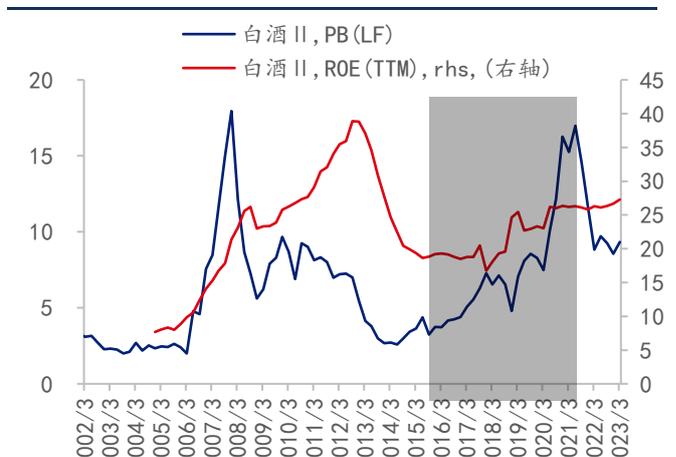
白酒板块在 2016-2017 年抬估值之后，2019-2021 又出现了第二波抬估值，我们认为核心原因在于，市场资金认可了白酒的高 ROE 来自需求优化、消费升级带来的产业结构变化，从逻辑上来说这种 ROE 的抬升更为稳定。同时，居民资金流入，强化了消费型基金的规模。2019-2021 年，市场的主流风格是成长，消费板块既有价值风格的特征，也有成长性的逻辑。

图 64：2020 年以来煤炭 ROE 抬升较快，PB 抬升有限（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 65：2019-2021 年消费板块又出现了第二次估值抬升（单位：倍，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

黄金上涨，说明商品库存下降周期可能进入后期。自去年 11 月以来，黄金价格持续上涨，上周甚至已经接近历史高点。但与此同时，大部分商品价格的走势依然较弱。这种情况，在 2008 年 Q4、2019 年也出现过，事后来看，之前的两次都是新一轮商品价格牛市的前兆。

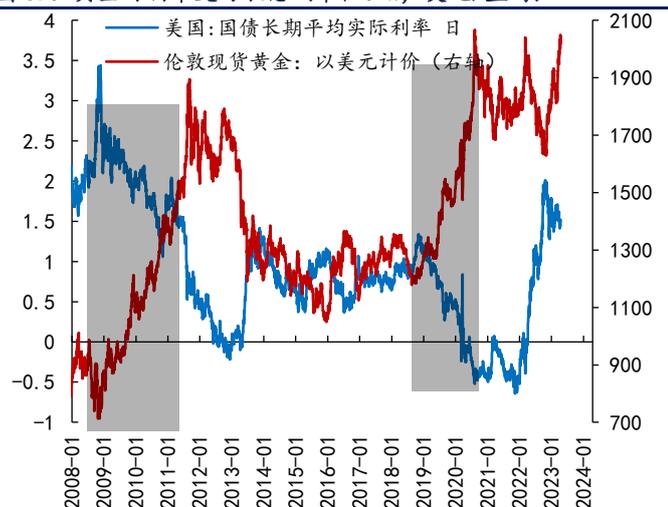
图 66：2008 年 Q4、2019 年，黄金都领先整体商品回升（单位：点数，美元/盎司）



资料来源：万得，信达证券研发中心

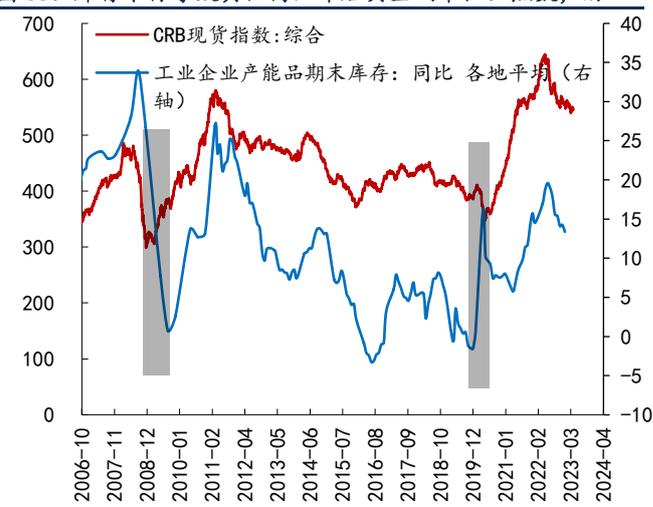
我们认为，背后主要原因是，每一轮经济周期的最早迹象大多是货币开始持续宽松。在大部分经济体中，随着经济持续下降，一般最先开始改善的是政策，稳增长政策会导致利率持续下降，而黄金的利率敏感性更高，所以，2009 年和 2019 年均出现了实际利率大幅下降，由此导致黄金更早见底。而与此同时，其他的商品（CRB 指数）由于需要关注实体经济的供需，大多在稳增长初期的时候，还会受到库存下行周期的影响，所以价格通常会更晚见底。

图 67：黄金对利率更为敏感（单位：% ，美元/盎司）



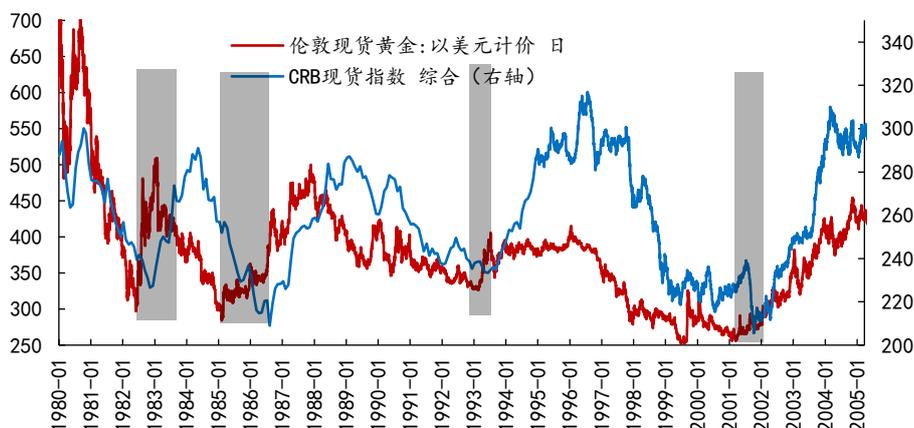
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 68：库存下行导致其他商品滞后黄金（单位：点数，%）



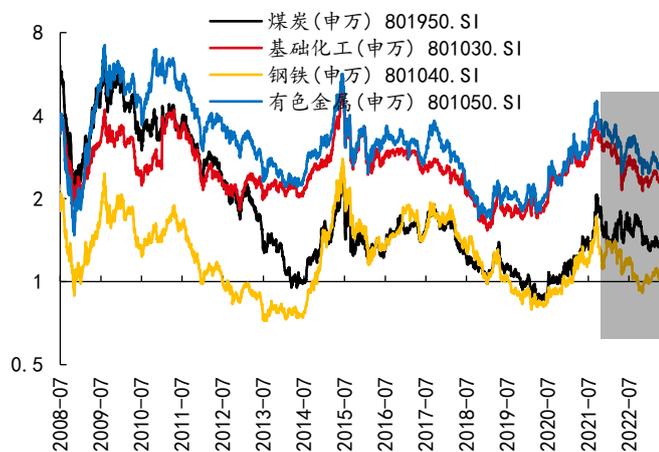
资料来源：万得，信达证券研发中心

这一现象，不只是最近几次周期的特征，我们可以观察 1980-2005 年，历次商品周期中，黄金价格都是领先其他商品的，领先的时间大多在半年-1 年之间。我们的判断是 2023 年下半年，可能会是其他商品新一轮价格上行周期的起点。

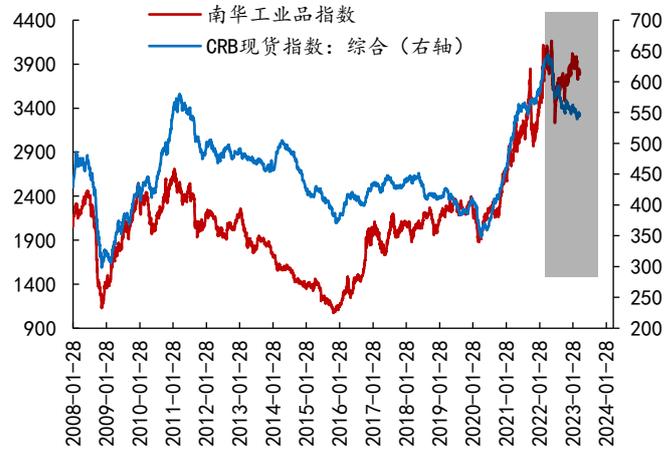
图 69：1980-2005 年，黄金涨也是每一次商品周期的前兆（单位：美元/盎司，点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

周期股从 2023 年下半年到 2024 年，可能会有较大的机会。因为 2021 年 Q4 以来，商品价格逐渐见顶后，调整的速度和幅度较小。如果再调整半年，整体的价格中枢可能也会高于 2016-2020。而与此同时，周期股的估值，整体上下降还是比较明显的。我们认为当前周期板块存在供给端长期资本开支不足加上需求端碳中和推动的长期产业格局优化。考虑到周期板块估值和商品价格下降幅度上存在差异，等到经济上行周期全面开启的时候，可能会出现估值的二次修复，时间大概率在今年晚些时候。

图 70：周期股估值已经下降了较多（单位：倍数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 71：但商品价格下降的速度却较慢（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

经济下行超预期，美股剧烈波动，报告基于对历史规律的总结，历史规律在未来可能失效。

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。代表观点：2021年12月《V型大震荡》，2022年4月《V型反转》，2022年12月《先Beta，再Alpha》。

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	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	孙僮	18610826885	sunrong@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	粟琳	18810582709	sulin@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。	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。