



Research and
Development Center

股市很难连跌两年

——策略周观点

2023年6月25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

股市很难连跌两年

2023年6月25日

核心结论: Q2 股市再次走弱, 部分投资者对未来股市再次回升信心不足, 我们认为, 这种信心不足更多源于高频的跟踪, 但从长期视角来看, 现在应该逐渐积极乐观, 因为 A 股的波动规律正在由牛短熊长变为牛长熊短。2000-2010 年, 股市 PB 波动非常剧烈, 2000 年和 2007 年牛市高点估值很高, 随后需要消化估值的时间也会更长, 所以 2000-2012 年股市呈现出牛短熊长的特征。2015 年和 2021 年的牛市高点, 股市整体估值高点相比之前大幅下降, 所以随后进入熊市消化估值的时间也会缩短, 2014-2021 年股市呈现出牛长熊短的特征。鉴于 2022 年 10 月底股市估值调整已经到了历史较低位置, 牛长熊短可能会是 A 股新的波动规律, 2022 年经历过接近 1 年的熊市后, 我们认为 2023 年战略上是需要乐观的, 在战略上乐观的基础上, 战术上 Q2 又经历了持续的调整, 所以 Q3 在战术和战略上都应该逐渐乐观。

- **(1) A 股很难连跌 2 年。** Q2 股市再次走弱, 部分投资者对未来股市再次回升信心不足, 我们认为, 这种信心不足更多源于高频的跟踪, 但从长期视角来看, 现在应该逐渐积极乐观, 因为 A 股的波动规律正在由牛短熊长变为牛长熊短。如果以 2000-2014 年的上证综指为经验, 能够总结出 A 股牛短熊长的经验, 因为 2001-2003、2004-2005、2011-2012 年都是熊市, 而牛市只有 2006-2007、2009 年。但如果以 2014-2022 年的经验来看, 反而能够总结出 A 股牛长熊短的特征, 2015 年下半年、2018 年和 2022 年的熊市均不超过 1 年, 而 2014-2015 年中、2016-2017 年、2019-2021 年, 市场均偏强。
- **(2) GDP 和房地产景气度会影响牛熊市, 但熊市长短还取决于估值。** 从估值来看, 两次 A 股的长时间熊市, 均和估值有关。2000-2010 年, 股市 PB 波动非常剧烈, 2000 年和 2007 年牛市高点估值很高, 随后需要消化估值的时间也会更长, 而 2015 年和 2021 年的牛市高点, 股市整体估值高点相比之前大幅下降, 所以随后进入熊市消化估值的时间也会缩短。2001-2005 和 2011-2012 年, 股市调整 1 年的时候, 估值均未达到较低水平, 所以下跌时间更长, 而 2022 年 10 月底的估值已经达到历史上熊市低点的水平, 所以 2023 年指数战略上偏弱的空间很小。
- **(3) 美股去年 10 月以来上涨的, 也符合美股牛熊周期的时间规律。** 部分投资者对去年 10 月以来美股的持续强势有些不理解, 我们认为, 这也是因为投资者对美股熊市的时间规律认识不够。从数据统计来看, 1953 年以来, 美国标普 500 指数有 21 次下跌超过 14% 的调整, 只有 6 次持续的时间长达 17 个月以上, 美股大部分剧烈的调整均会 1 年内结束。
- **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：股市很难连跌两年.....	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

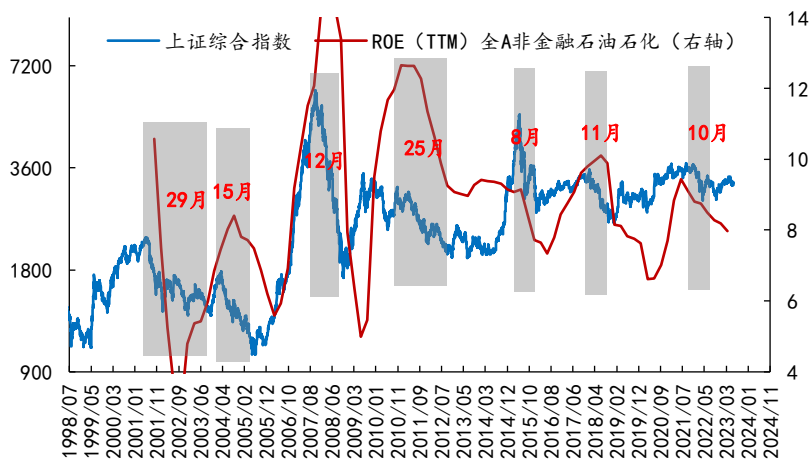
图 1：上证综指连跌 2 年的案例只有 01-03 年和 11-12 年（单位：点数，%）.....	4
图 2：两次长时间熊市不完全是因为经济下滑（单位：%）.....	5
图 3：两次长时间下跌的原因均有估值消化不彻底（单位：倍）.....	5
图 4：美国标普 500 指数也较少出现长时间熊市（单位：%）.....	6
图 5：大势研判（单位：点数）.....	6
图 6：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	8
图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 12：2023 年全球大类资产收益率（单位：%）.....	9
图 13：沪股通累计净买入（单位：亿元）.....	9
图 14：融资余额（单位：亿元）.....	9
图 15：新发行基金份额（单位：亿份）.....	10
图 16：基金仓位估算（单位：%）.....	10
图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	10
图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	10
图 19：长期国债利率走势（单位：%）.....	10
图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	10

一、策略观点：股市很难连跌两年

Q2 股市再次走弱，部分投资者对未来股市再次回升信心不足，我们认为，这种信心不足更多源于高频的跟踪，但从长期视角来看，现在应该逐渐积极乐观，因为 A 股的波动规律正在由牛短熊长变为牛长熊短。2000-2010 年，股市 PB 波动非常剧烈，2000 年和 2007 年牛市高点估值很高，随后需要消化估值的时间也会更长，所以 2000-2012 年股市呈现出牛短熊长的特征。2015 年和 2021 年的牛市高点，股市整体估值高点相比之前大幅下降，所以随后进入熊市消化估值的时间也会缩短，2014-2021 年股市呈现出牛长熊短的特征。鉴于 2022 年 10 月底股市估值调整已经到了历史较低位置，牛长熊短可能会是 A 股新的波动规律，2022 年经历过接近 1 年的熊市后，我们认为 2023 年战略上是需要乐观的，在战略上乐观的基础上，战术上 Q2 又经历了持续的调整，所以 Q3 在战术和战略上都应该逐渐乐观。

(1) A 股很难连跌 2 年。Q2 股市再次走弱，部分投资者对未来股市再次回升信心不足，我们认为，这种信心不足更多源于高频的跟踪，但从长期视角来看，现在应该逐渐积极乐观，因为 A 股的波动规律正在由牛短熊长变为牛长熊短。如果以 2000-2014 年的上证综指为经验，能够总结出 A 股牛短熊长的经验，因为 2001-2003、2004-2005、2011-2012 年都是熊市，而牛市只有 2006-2007、2009 年。但如果以 2014-2022 年的经验来看，反而能够总结出 A 股牛长熊短的特征，2015 年下半年、2018 年和 2022 年的熊市均不超过 1 年，而 2014-2015 年中、2016-2017 年、2019-2021 年，市场均偏强。

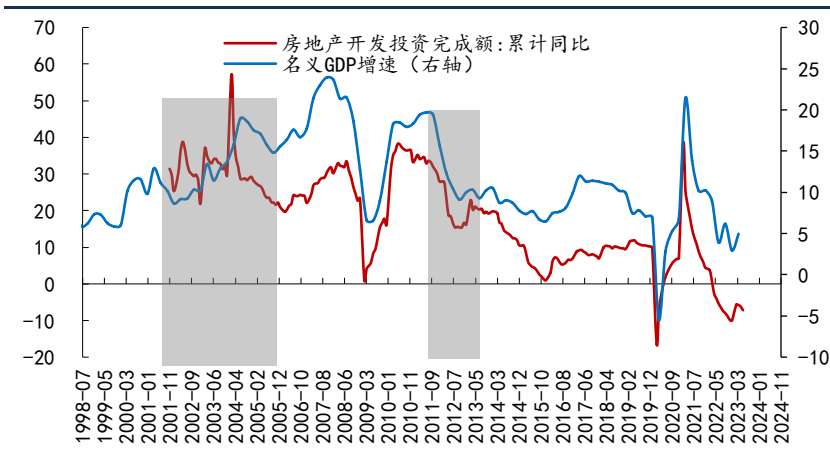
图 1：上证综指连跌 2 年的案例只有 01-03 年和 11-12 年（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

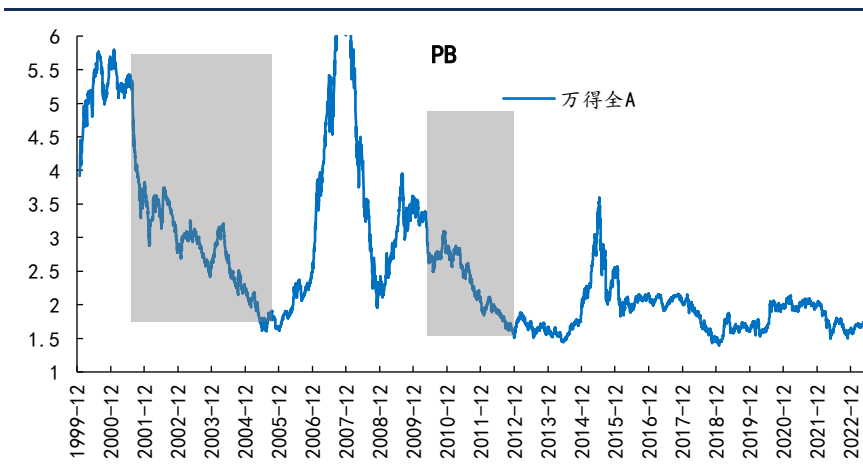
如果牛长熊短是新的规律，2022 年经历过接近 1 年的熊市后，我们认为 2023 年战略上是需要乐观的，在战略上乐观的基础上，战术上 Q2 又经历了持续的调整，所以 Q3 在战术和战略上都应该逐渐乐观。

(2) GDP 和房地产景气度会影响牛熊市，但熊市长短还取决于估值。历史上两次长时间熊市主要是 2001-2005 年和 2011-2012 年。观察这两段时间的经济状态，2001-2005 年，整体经济和房地产景气度很好，特别是 2003-2004 年，期间在 2001-2002 年和 2004-2005 年出现过两次经济下行，但下降幅度持续时间均比正常的库存周期时间更短。2011-2012 年，GDP 增速中枢和房地产景气度均下台阶，经济下降速度快于大部分经济周期，但下降时间约 2 年，和 2014-2015、2018-2019 年经济下降时间差不多。所以从经济表现上能够看到，2001-2005、2011-2012 年股市熊市时间更长，并不主要源自于经济下降压力更大。

图 2：两次长时间熊市不完全是因为经济下滑（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

而从估值来看，两次 A 股的长时间熊市，均和估值有关。2000-2010 年，股市 PB 波动非常剧烈，2000 年和 2007 年牛市高点估值很高，随后需要消化估值的时间也会更长，而 2015 年和 2021 年的牛市高点，股市整体估值高点相比之前大幅下降，所以随后进入熊市消化估值的时间也会缩短。2001-2005 和 2011-2012 年，股市调整 1 年的时候，估值均未达到较低水平，所以下跌时间更长，而 2022 年 10 月底的估值已经达到历史上熊市低点的水平，所以 2023 年指数战略上偏弱的空间很小。

图 3：两次长时间下跌的原因均有估值消化不彻底（单位：倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

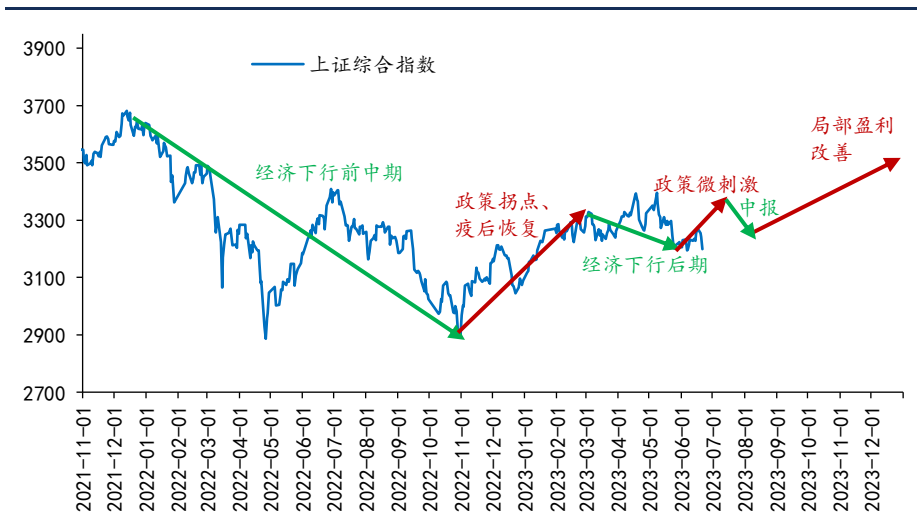
(3) 美股去年 10 月以来上涨的，也符合美股牛熊周期的时间规律。部分投资者对去年 10 月以来美股的持续强势有些不理解，我们认为，这也是因为投资者对美股熊市的时间规律认识不够。从数据统计来看，1953 年以来，美国标普 500 指数有 21 次下跌超过 14% 的调整，只有 6 次持续的时间长达 17 个月以上，美股大部分剧烈的调整均会 1 年内结束，而且调整的时间长度和经济下降持续的时间相关性不大。

图 4：美国标普 500 指数也较少出现长时间熊市（单位：%）

开始时间	结束日期	区间跌幅	下跌持续时间（月）
1953/2/2	1953/9/14	-14.3%	7
1956/8/2	1957/2/12	-14.8%	6
1957/7/12	1957/10/22	-20.6%	3
1961/12/15	1962/6/26	-27.3%	6
1966/2/9	1966/10/7	-22.2%	8
1968/12/13	1970/5/26	-35.6%	18
1973/1/11	1974/10/3	-48.2%	21
1976/9/21	1978/3/8	-19.0%	18
1980/11/26	1982/8/10	-26.6%	21
1983/10/10	1984/7/24	-14.4%	10
1987/8/21	1987/10/19	-33.1%	2
1990/7/16	1990/10/11	-19.9%	3
1998/7/17	1998/10/8	-19.2%	3
2000/3/27	2002/10/9	-49.0%	31
2007/10/9	2009/3/9	-56.8%	17
2010/4/23	2010/7/2	-16.0%	2
2011/4/29	2011/10/3	-19.4%	5
2015/5/21	2016/2/11	-14.2%	9
2018/9/21	2018/12/24	-19.7%	3
2020/2/21	2020/3/23	-33.0%	1
2022/1/4	2022/10/12	-25.4%	9

资料来源：万得，信达证券研发中心

（4）策略观点：政策预期驱动 6-7 月第一波上涨，盈利预期回升驱动 8-12 月第二波上涨。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，其性质可以类比历史上牛市初期的战术性调整（2013 年 2-6 月、2016 年 4-5 月、2019 年 4-7 月）。我们认为随着近期货币政策的调整，股市大概率已经进入新的上涨趋势，这一次上涨大概率会分成两个阶段。第一阶段（6-7 月），市场会在政策微调的影响下，出现月度的反弹。之后由于盈利验证和政策预期兑现的影响，7 月的某个阶段可能会有阶段性小调整。8-12 月，随着经济库存周期下降到达尾声，大部分行业可能会提前开始预期 2024 年的盈利周期回升。

图 5：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，中特估和 TMT 处在第二波上涨的过程中，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较多，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：这些板块前期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、电力设备
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。Q1 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 告一段落并有所调整，Q3 后期，随着库存周期下降完成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）从去年 Q4 到 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。虽然今年的经济恢复波折较多，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。
	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。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。4、7 月季报附近，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。

资料来源：信达证券研发中心

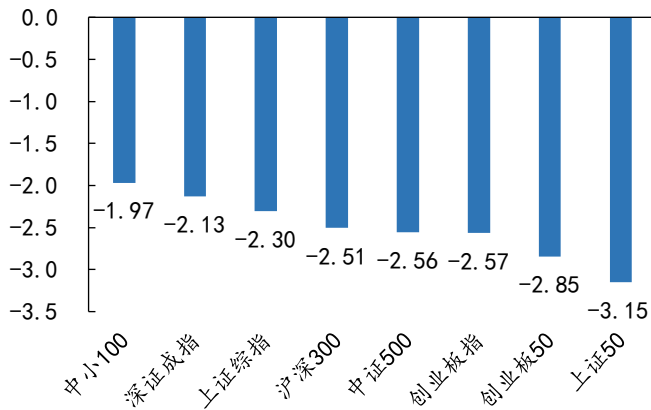
二、上周市场变化

上周 A 股主要指数均下跌，上证 50 (-3.15%) 跌幅最大，创业板 50 (-2.85%) 跌幅第二，申万一级行业中，国防军工 (2.78%)、汽车 (0.74%)、通信 (0.26%) 领涨，建筑材料 (-6.01%)、传媒 (-5.98%)、商业贸易 (-5.09%)、房地产 (-4.68%) 领跌。概念股中，区块链 (7.28%)、ChatGPT 插件 (5.24%)、中船系 (2.75%)、太空旅行 (2.71%) 领涨，激光雷达 (-19.04%) 领跌。

上周全球股市重要指数几乎全部下跌，巴西圣保罗指数 (0.15%) 领涨，恒生指数 (-5.74%) 领跌。上周商品市场涨跌不一，其中，LME 锌 (3.08%) 领涨，玻璃 (-7.65%) 领跌。另外在 2023 年全球大类资产年收益率指标中，日经 225 (25.63%)、标普 (11.96%)、富时发达市场指数 (11.43%) 排名较高，而布伦特原油 (-13.60%) 排名靠后。

A 股市场资金方面，上周北上资金净流出 (陆股通) 共计 3.45 亿元 (前值净流入 143.91 亿元)。上周央行公开市场操作逆回购投放 4160 亿元，累计净投放 4100 亿元。截至 2023 年 6 月 24 日，银行间拆借利率上周均值相比前期有所上升，十年期国债收益率上周均值相比前期有所上升。从公募机构股票持仓来看，普通股票型基金上周仓位均值相比前期有所上升，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期有所上升。

图 6: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 7: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)

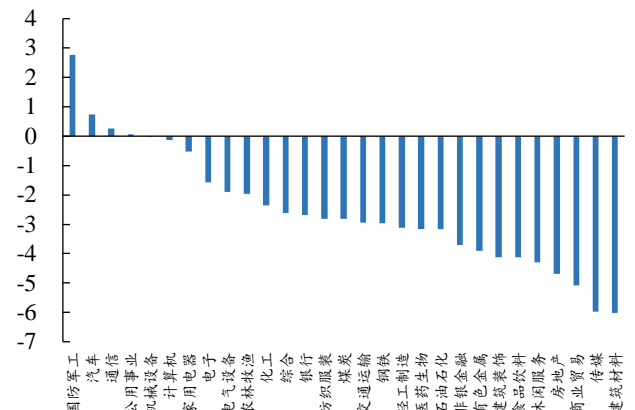
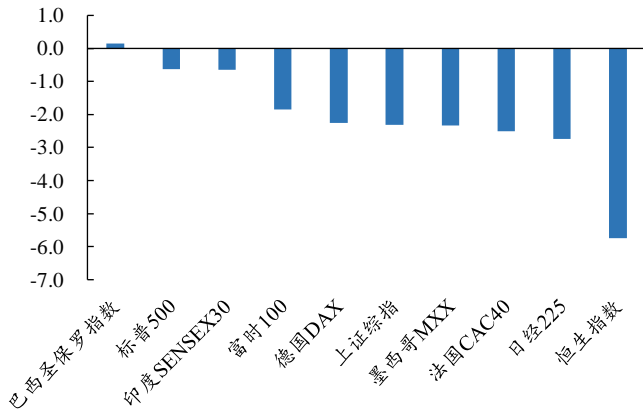
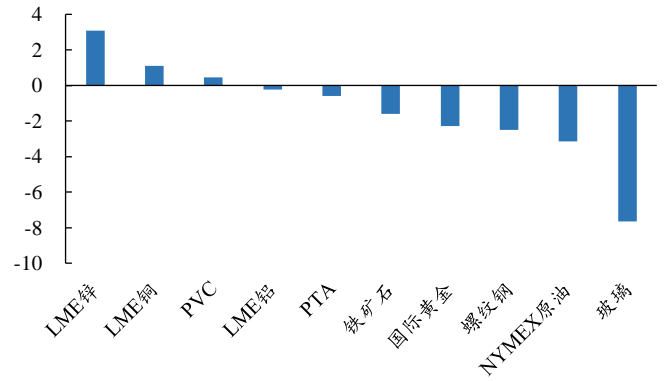
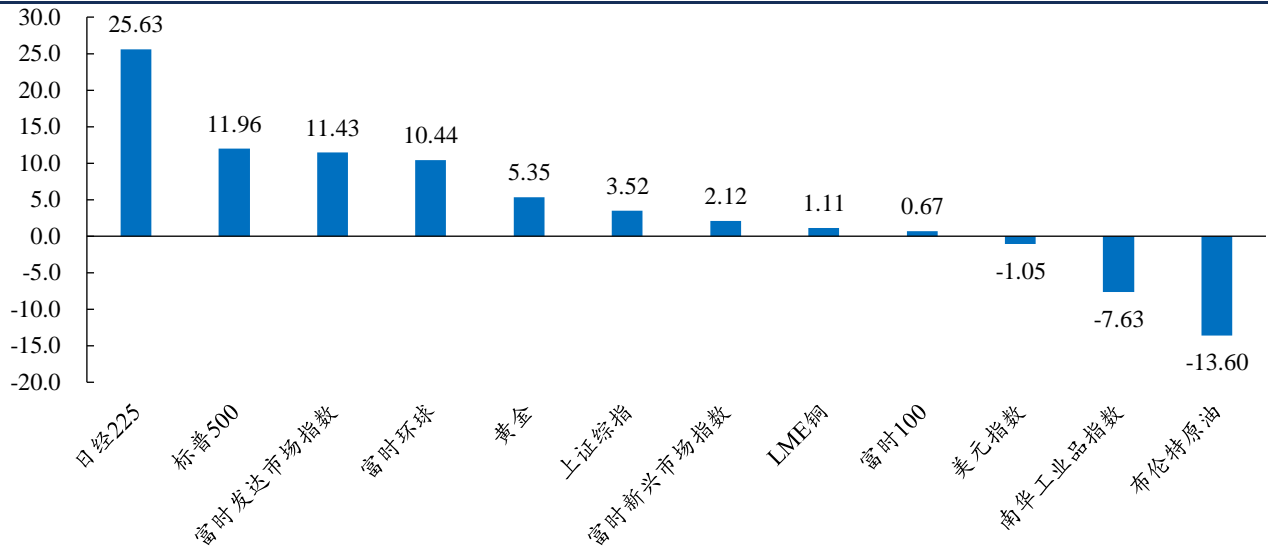


图 10: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: 万得, iFind, 信达证券研发中心

图 11: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 12: 2023 年全球大类资产收益率 (单位: %)


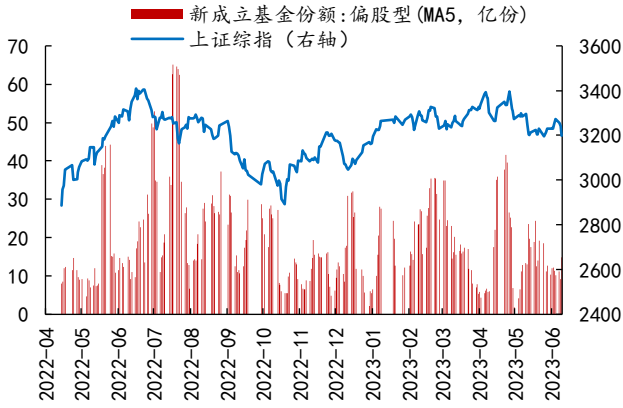
资料来源: 万得, iFind, 信达证券研发中心

图 13: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)

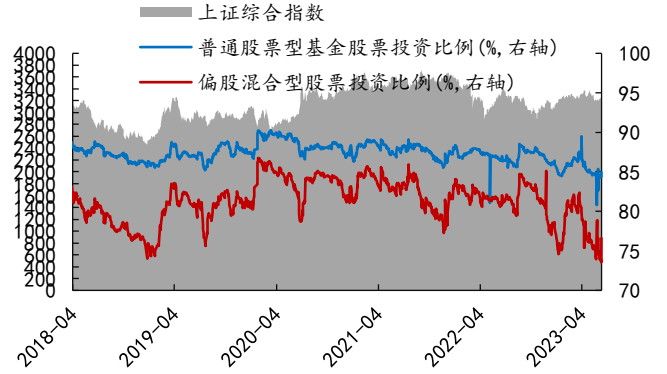

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 14: 融资余额 (单位: 亿元)

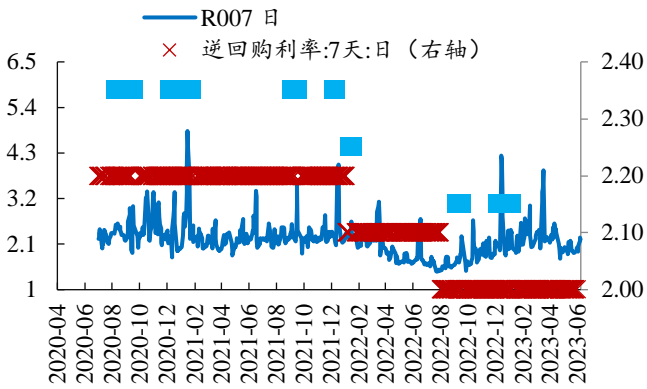

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 15: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


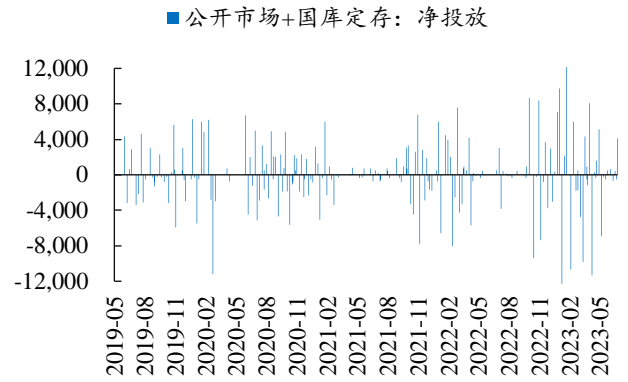
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 基金仓位估算 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


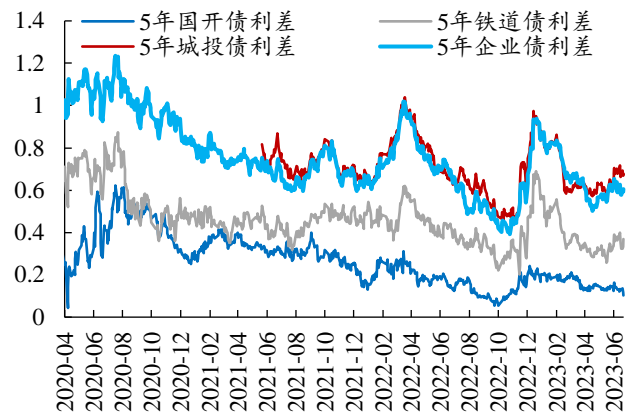
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: iFinD, 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	jjiali@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	wangyufe@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理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。