

策略周评 20230806

以史为鉴，这一轮行业轮动节奏如何演绎？

2023年08月06日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

7月24日政治局会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，资本市场重新被摆到重要的位置。历史上来看，资本市场政策呈现周期性变化规律，从行业轮动角度来看，历次资本市场政策周期中，行业轮动对应每个阶段经济和产业环境也有线索可求，这一轮行业轮动的节奏和历史多个阶段有相似之处。

■ 第一轮政策周期 1999 年开启

中国经济自 1993 年以来持续低迷，主要经济数据持续走低。1997 年，亚洲金融危机爆发。内忧外患的宏观背景下，政府开始实行“扩大内需”战略。但是货币政策多次降息宽松后，实体企业融资意愿仍不足。在这样的背景下，1999 年 5 月 16 日国务院会议推出的搞活市场六项政策，标志着第一轮政策周期开启。此后“519 行情”，金融服务表现最好，科技板块紧随其后。

政策有效改善融资，519 行情提振了当时低迷的实体经济。宽松流动性环境下，市场风格偏向科技成长。

■ 第二轮政策周期 2004 年开启

2000 年以后，中国经济进入高投资高增长的发展模式中。从投资结构上来看，重工业显著高于轻工业，经济呈现过热状态。在这样的发展模式下，2003 年股市表现出了著名的“五朵金花行情”。

1999 年在宏观经济趋弱，宽信用堵塞的情况下出台《六项政策》，而 2004 年 1 月 31 日发布的《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（“国九条”）却是在经济过热的情况下重提资本市场重要性，主要原因在于融资结构失衡。当时经济结构以重工业为主，钢铁、煤炭等行业获得了主要的信贷资源，而股市融资又向金融、周期倾斜，这就导致成长型企业融资困难，“国九条”正是在这一背景下发布的。

事实上，“国九条”发布后市场并没有演绎金融领先，成长接力的行情，反而持续下跌。主要原因在于政府出台多项政策遏制经济过热，货币政策层面开启加息；券商接连出现风险事件导致金融板块在 2004 年大跌。而在宏观调控收紧情形下，受益于融资政策支持以及中小板将要设立的催化，成长板块在 2004 年仍跑出了不错的行情。

■ 第三轮政策周期 2009 年开启

2008 年金融海啸席卷全球，年末高频经济数据快速下滑，政策迅速转向。央行先后五次下调存贷基准利率，随后 11 月份国务院常务会议提出“四万亿”经济刺激计划。年底中央经济工作会议首提“增强投资者信心”，开启新一轮政策支持周期。流动性环境显著改善和政策刺激下，股市见底回升，孕育出创业板的土壤。

牛市旗手非银板块领跑上证，2008 年底中央经济工作会议召开后半年累计涨幅超 100%。此后产业周期加持下，市场风格切换。2009 年进入 3G 和智能手机时代，行业景气上行叠加创业板开通，电子行业和计算机行业 2010 年全年涨幅居前。此轮成长行情成为 2013 年 TMT 牛市预演。

2010 年之后，宽货币和四万亿刺激带来了高通胀和产能过剩，宏观政策趋紧，A 股持续下跌。而进入 2013 年，十八大提出支持文化产业发展政策，受益于移动互联网，手机 APP 迅速崛起，手游市场火爆带动传媒板块大涨，进而驱动创业板走牛。

■ 第四轮政策周期 2014 年开启

相关研究

《历史上暂缓 IPO、调降印花税阶段，A 股如何表现？——流动性系列（七）》

2023-08-02

《8 月度金股：惊险的一跃，从政策到盈利》

2023-07-30

实体经济在 2013 年钱荒造成的高利率水平下持续收缩，政府开始采取微刺激的方式为经济注入活力。央行货币政策转向宽松，但宽货币向宽信用传导受阻，经济面临较大的下行压力。2014 年是经济进入“新常态”的元年，经济发展追求高质量，需要全新的增长点驱动增长，而新兴产业便是新的驱动力。2014 年 5 月 9 日国务院印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（“新国九条”）核心在于推进资本市场市场化、国际化、法制化，优化其对于资源配置的能力，为新兴产业的发展提供动力。

新国九条给市场带来了新的投资者、增量资金和大规模并购重组。2014 年下半年连续降息降准，流动性无法传导到实体经济而进入资本市场。政策改善风险偏好，下行经济周期市场对进一步政策落地有较高的预期。这些因素共同驱动下，市场开始上涨，金融、中字头等大市值板块快速上涨。

进入 2015 年，宽货币政策持续刺激下，创业板开始启动。从 2015 年初到 2015 年 6 月 5 日高点，创业板指涨幅达 164%，与 2013 年 TMT 大牛类似，本轮行情依然是传媒板块领涨，上涨的核心逻辑是流动性和产业逻辑驱动，以及并购重组事件刺激，其中流动性逻辑的演绎从次新股板块可见一斑。

■ 第五轮政策周期 2019 年开启

来到 2018 年，支撑经济的三架马车显现疲态。投资方面，制造业投资和地产投资面临下行压力。出口方面，全球经济进入下行周期，贸易摩擦加大使得中国出口承压。消费方面，企业盈利增速下滑制约人均收入的提升。2018-2019 年非金融企业融资占比再次回落至 2% 以下。宏观经济环境和融资环境再次行至相似区间。2018 年底总书记宣布将在上海证券交易所设立科创板，标志新一轮政策支持周期开启。

2019 年市场演绎在宽流动性环境下演绎弱复苏逻辑，中美贸易摩擦以及经济修复主导市场风险偏好，从而影响大小盘风格切换。“金融供给侧改革”开启，年初非银金融吹响上攻号角。年内消费得益于低估值和政策刺激，内外资形成消费抱团；5G 产业开启和国产替代催化下成长风格小幅跑赢万得全 A。

2020 年市场风格从消费转向成长。年初疫情冲击下 A 股大幅波动，这一阶段有较好收益的主要是医药医疗板块以及居家概念。进入 4 月，随着疫情在国内得到控制，宽货币政策，刺激性财政政策组合拳施展。欧美疫后消费需求爆发，而供应链恢复不及时，中国成为全球商品主要输出国，出口拉动经济修复，股市上行。产业周期加持下，新能源车产业链和 TMT 板块持续上涨。

■ 第六轮政策周期 2023 年开启

从宏观环境，央行货币政策态度，技术周期发展来看，当前我们面临的问题有许多共通之处。

板块轮动逻辑方面，宏观经济基本面下行带来政策预期，市场风险偏好逐步修复。货币政策转向宽松，流动性环境改善，增量资金入场，市场从存量博弈转向增量博弈，更能打开估值空间。新技术周期的启动，科技股产业逻辑强势，远期成长空间巨大。

从后续行情行进来，非银金融上攻吹响号角，成长风格接力是几轮政策周期初中期主要演绎的逻辑。近期非银板块已连续多日大幅上涨，前期 TMT 强势板块已经有所回调，美债收益率柱顶趋势已现，市场温和放量，多因素共振下，等待市场风格切换。

短期来看，参照几轮政策周期线索，以券商、保险为主的非银板块在周期开启之际会有半年左右的行情。

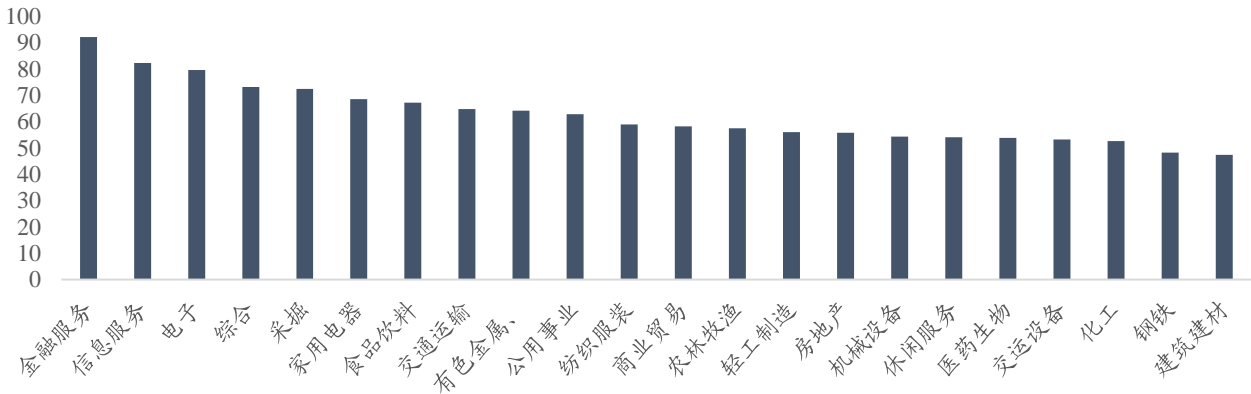
中长期来看，市场将从存量资金博弈转向增量资金博弈。美债见顶回落后外资流入将带来增量资金。国内维持宽货币政策，宽松流动性环境有利于打开成长股估值空间，美债收益率见顶可能成为促发因素。

若参考 2013-2014，可以关注处在产业周期底部的半导体行业；产业逻辑最强，前期调整后出现布局机会的 AI 板块；前期跌幅较高，受益于中美利差收窄分母迎来边际变化的新能源、创新药。

若参照 2019-2020 年线索，除了关注自主可控、高质量发展相关领域的如半导体、自主替代的软件等，本轮政策预期逐步转暖，亦可关注顺周期下地产链相关消费，如家电、家具、建材等。

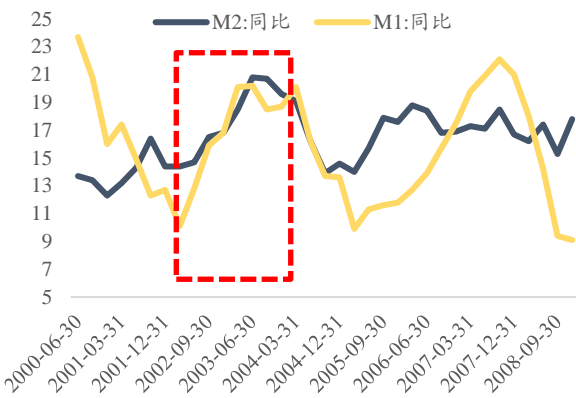
■ 风险提示：经济修复不及预期，国际环境动荡

图1: 519行情中金融服务领涨,“科技板块”信息服务、电子紧随其后(1999.5.19-1999.6.29各行业涨跌幅)(单位:%)



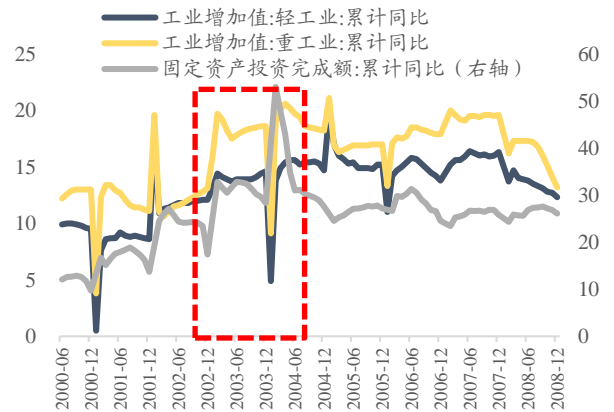
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2003年货币投放增速走高(单位:%)



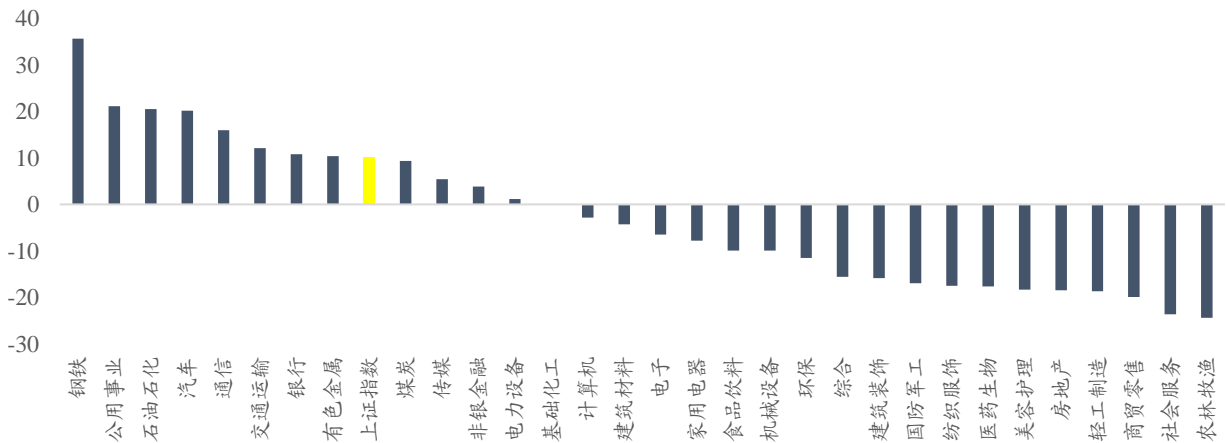
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2003年重工业增加值增速高于轻工业(单位:%)



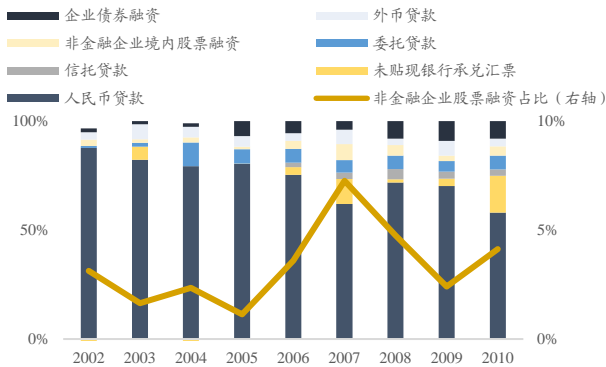
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2003年“五朵金花”行情,以钢铁,石化,汽车等为主的蓝筹股领涨(2003全年各行业涨跌幅)(单位:%)



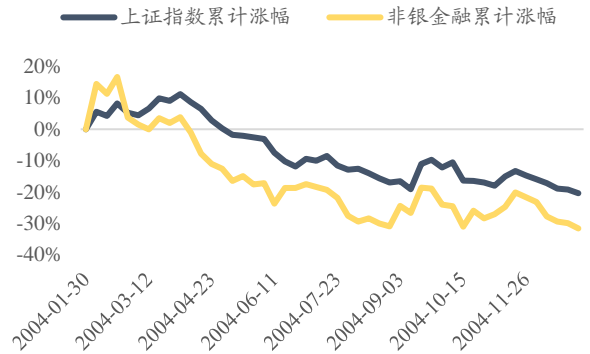
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2003-2005年非金融企业直接融资占比位于2%临界线附近(单位: %)



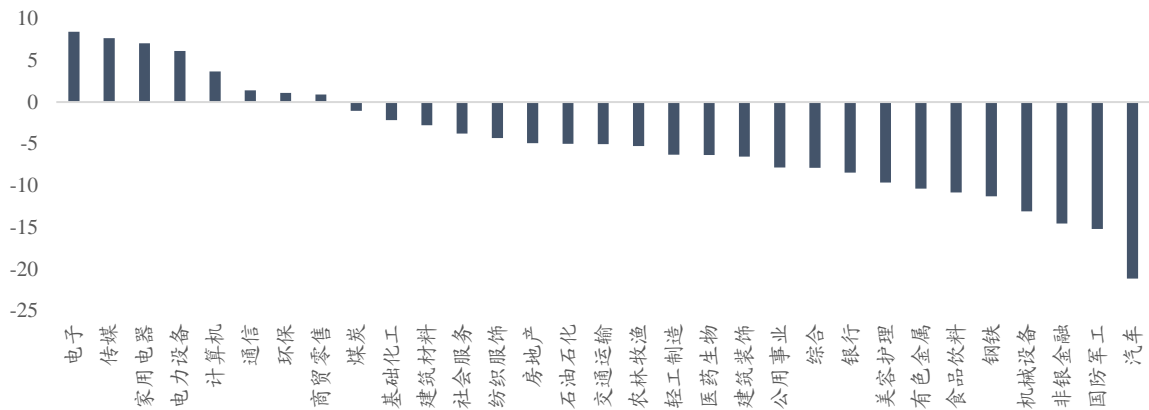
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2004年1月末“国九条”发布以来, 上证小幅上行后持续下探, 到2004年末累计跌幅近30%(单位: %)



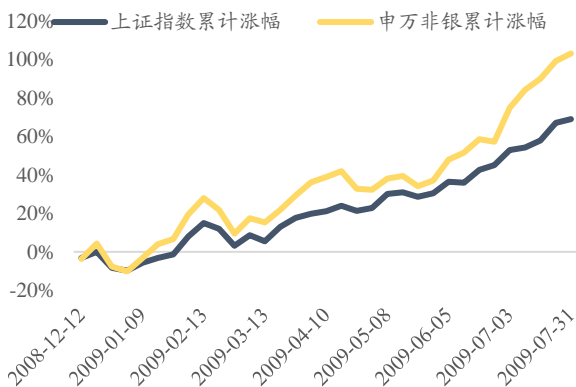
注: 累计涨跌幅以2004年1月30日作为基期计算
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 政策支持、融资环境改善后 TMT 板块受到市场追捧(2004.1.1 到 2004.6.25 各行业涨跌幅)(单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 中央经济工作会议后, 非银率先上攻(单位: %)



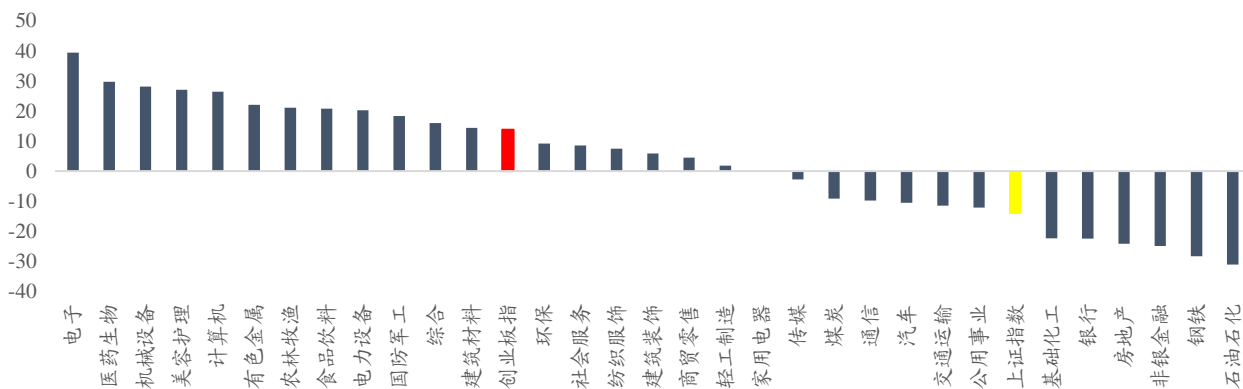
注: 累计涨跌幅以2008年12月5日作为基期计算
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 非银上攻后存量博弈转向增量博弈(单位: 点; %)



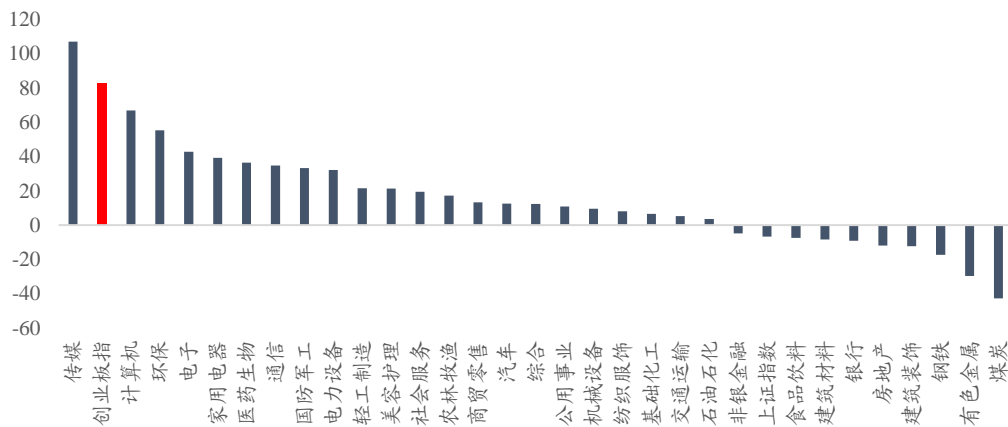
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 行业景气上行叠加创业板开通, 电子行业和计算机行业 2010 年涨幅居前(2010 年全年各行业涨跌幅)(单位: %)



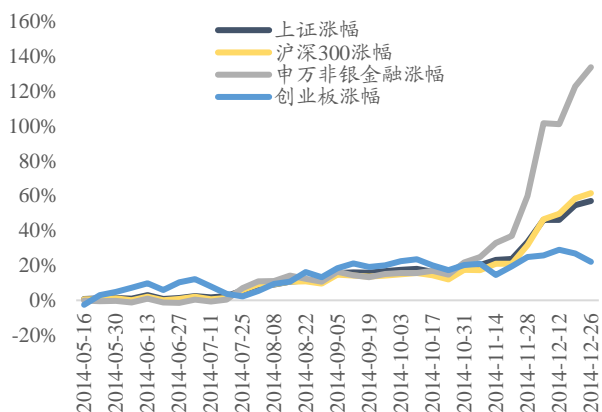
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2013 全年创业板大牛, 传媒板块领涨 (2013 年全年各行业涨跌幅)(单位: %)



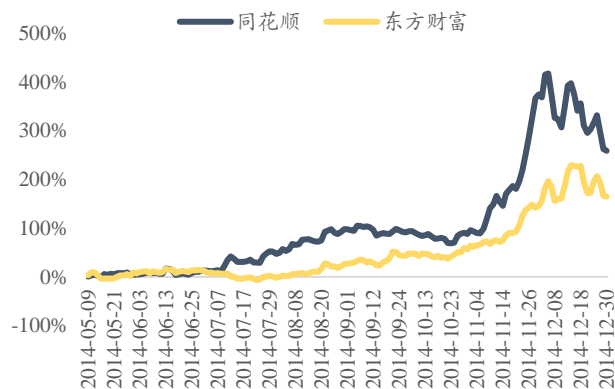
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: “新国九条”后, 大市值公司开始上涨(单位: %)



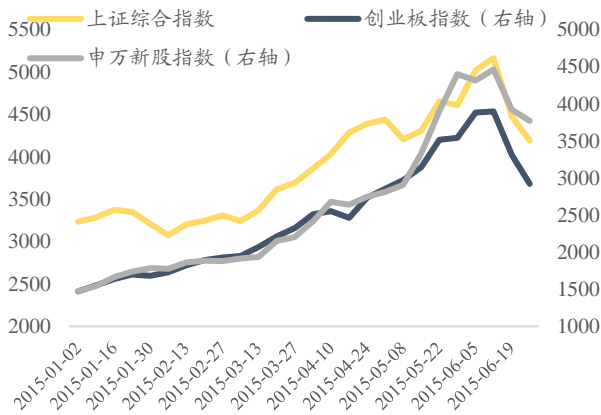
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 互联网金融从 2014Q4 开始快速上涨(以 2014 年 5 月 9 日为基期的累计涨跌幅)(单位: %)



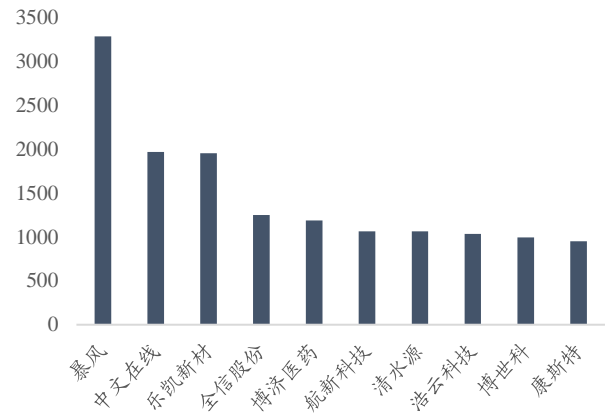
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 新股指数大幅跑赢 (单位: 点)



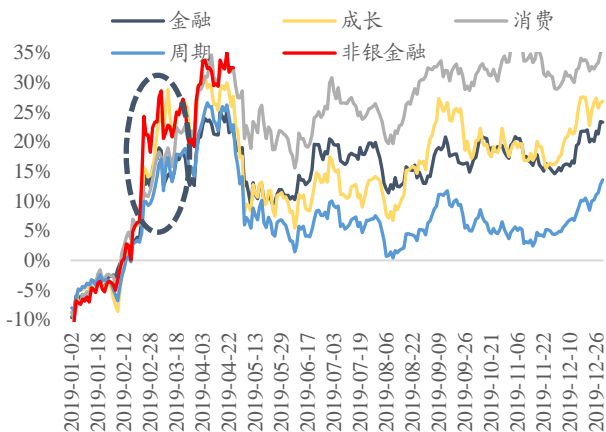
数据来源: Wind, ifind, 东吴证券研究所

图15: 2015年初到2015年6月5日创业板涨幅前10名, 其中有9个是2015年新上的股票 (单位: %)



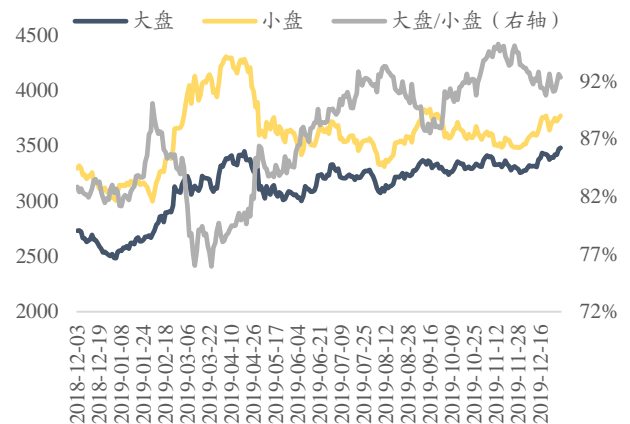
数据来源: Wind, ifind, 东吴证券研究所

图16: 2019年初非银跑赢, 全年消费领先 (以2018-12-3为基期各行业累计涨跌幅) (单位: %)



数据来源: Wind, ifind, 东吴证券研究所

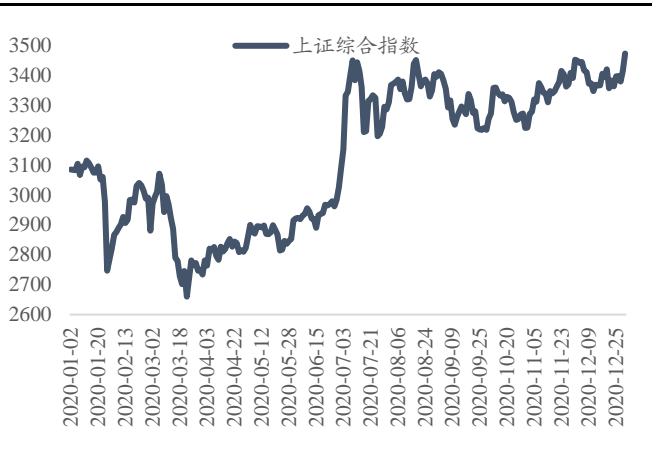
图17: 2019全年在大小盘风格切换 (单位: 点; %)



注: 右轴为大盘指数/小盘指数

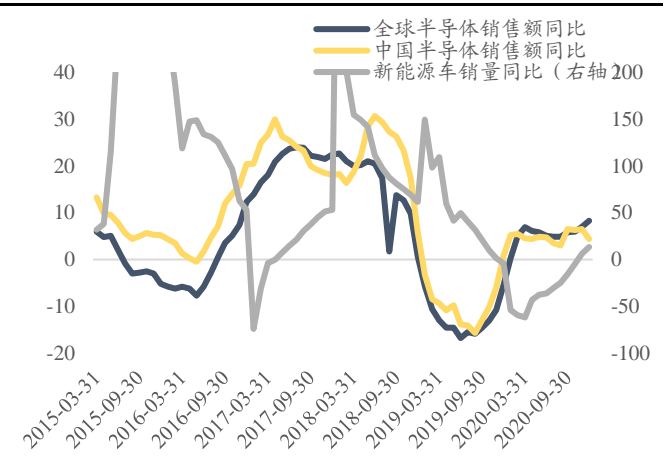
数据来源: Wind, ifind, 东吴证券研究所

图18: 2020年上证指数走势(单位:点)



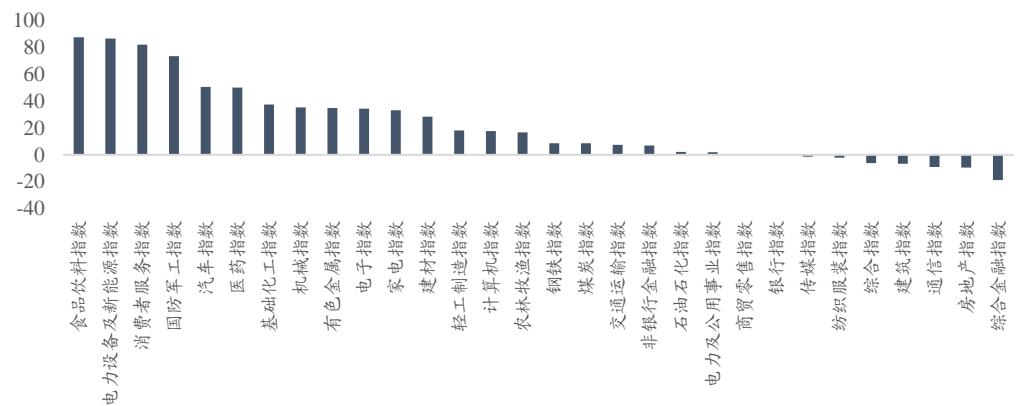
数据来源: Wind, ifind, 东吴证券研究所

图19: 2015年3月-2020年12月新能源车和半导体销售情况(单位:%)



数据来源: Wind, ifind, 东吴证券研究所

图20: 2020年成长、消费结构性牛市(2020年全年各行业涨跌幅)(单位:%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 金融板块发力从存量博弈转向增量博弈是后续市场演绎非银领先, 成长接力行情的基础(单位:点; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图22: 六轮政策周期

政策周期	宏观环境	政策态度	技术周期	市场行业轮动
第一轮政策周期始于1999	国内经济下行, 亚洲金融危机	宽松	互联网	货币宽松叠加风险偏好改善带来“519”行情, 金融服务, 中国科技板块信息设备、信息服务、电子领涨
第二轮政策周期始于2004	高投资高增长模式下经济过热	收紧	-	大盘价值占优, “五朵金花”延续行情, 非银小幅跑赢上证。政策收紧后, 电子, 传媒, 通信等成长行业在政策催化下上涨。
第三轮政策周期始于2009	次贷危机下宏观环境内外交困	宽松	3G时代	2008年底中央经济工作会议后, 非银率先上攻。2009年进入3G和智能手机时代后, 电子、计算机行业涨幅居前。此后政策收紧应对, A股持续下跌。2013年手机APP时代来临, 手游板块爆火驱动传媒行业领涨创业板。
第四轮政策周期始于2014	实体经济面临下行压力	宽松	4G时代	经历了2013年传媒板块大涨后, 2014年初市场以主题行情为主。新国九条发布后, 大盘开始上涨, 非银行业领涨上证, 2015年初“互联网+”概念火热, 市场重新切换至传媒互联网板块, 指数年中触及高点。
第五轮政策周期始于2019	全球经济进入下行周期	宽松	5G时代	2019年市场演绎弱复苏逻辑, 宽流动性背景叠加金融供给侧改革政策支持, 非银率先上涨。此后市场在大小盘风格快速切换, 全年消费占优。2020年初疫情冲击下, 医药板块受益, 4月疫情得到控制, 市场快速轮动至白酒、新能源车产业链、TMT板块。7月宏观政策收紧, TMT高估值回落。景气行业消费、电新继续上涨。
第六轮政策周期已经开启	经济修复不及预期	宽松	人工智能	年初市场预期强复苏, 白酒、大金融等顺周期板块上行。2月强复苏逻辑证伪, AI+应用、国企改革大热, 市场轮动AI和中特估主题。5月, 政策宽松力度低于预期, 市场交易宏观基本面走弱; 主题行情分化, 游戏、算力等高景气赛道走出独立行情。后续进入中报验证期和政策真空期, 市场快速轮动业绩验证行业, TMT板块休整。7月政治局会议后, 非银板块连续上涨。后续风格仍待切换。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 历轮资本市场政策周期开启后, 非银板块当年的涨幅

政策周期	主要政策和板块设立	政策周期开启当年非银涨幅
第一轮政策周期始于1999	“搞活市场六项政策”, 改革股票发行体制、保险资金入市、逐步解决机构的合法融资渠道、允许证券公司发行债券、扩大证券投资基金的规模、允许部分B股及H股公司回购股票。	26.6%
第二轮政策周期始于2004	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(国九条) 扩大直接融资、鼓励合规资金入市、拓展中小企业融资渠道、推出中小板等	-28.1%
第三轮政策周期始于2009	创业板设立	103.84%
第四轮政策周期始于2014	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(新国九条) 扩大资本市场开放, 推出沪股通、加快多层次股权市场建设、提高直接融资比重、鼓励市场化并购重组, 支持互联网企业参与资本市场	121.16%
第五轮政策周期始于2019	科创板设立	45.51%
第六轮政策周期已经开启	政治局会议首次提出“活跃资本市场, 提振投资者信心”	——

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码：215021
 传真：（0512）62938527
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>