



Research and
Development Center

复盘对比 2019: 同样是流动性和预期推动的行情

2022 年 07 月 04 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

张颖锐 联系人

联系电话: +86 18817655507

邮 箱: zhangyingrui@cindasc.com

复盘对比 2019：同样是流动性和预期推动的行情

2022 年 07 月 04 日

核心结论：

- **2019 年的股市表现对当前的参考意义最大。** 1) 今年 4 月底以来，A 股出现快速上涨，且已步入技术性牛市。历史上来看，过去三轮牛市初期的上涨速度都与当前较为接近。2) 但四轮牛市初期的驱动力有差异。2008 年底、2012 年底这两次牛市初期的上涨均有盈利的支撑，而 2019 年全年、2022 年 5 月至今则完全由估值推动。3) 往前看，我们预计 2022 年下半年也将面临与 2019 年类似的情况。即股市已经迈入技术性牛市，并将前期熊市的大部分跌幅收复，但盈利的回升还须等待。这期间，估值的变动将是行情的主导因素。
- **A 股在 2019 年绝地反击，快速上涨后转为宽幅震荡。** 我们将 2019 年全年表现划分为两个阶段。1) “涨估值”前段。2019 年 1 月初至 4 月中旬，沪深 300 指数累计上涨 35%，将 2018 年全年大部分跌幅收复。2) “涨估值”后段。2019 年 4 月下旬至年底，沪深 300 指数累计收跌 0.58%。A 股在快速上涨之后陷入宽幅震荡，其中下半年的行情略好于二季度。
- **全面对比 2019Q1 行情与当前行情。** 1) 从估值、经济周期状态、微观流动性、长期政策的边际调整等方面来看，这两段行情存在较大的相似性。2) 事件冲击方面，2019Q1 与当前略有差异。2019 年股市面临中美贸易冲突的影响，当前面临疫情反复与疫情管控政策的影响，也同时面临美联储加息的影响。往前看，因 2022 年处于美联储加息周期的中段，预计美联储加息对 2022 年 A 股行情的干扰会大于 2019 年。
- **2019Q2-2019Q4 震荡行情对当下有何启示？** 1) “涨估值”后期关注增量政策或盈利预期的变化，股市在业绩空窗期容易上涨。对于 2019 年 Q2-Q4 的三次下跌行情来说，影响行情的核心事件分别是 4 月下旬-6 月上旬（政治局会议重提“去杠杆”）、7 月初-8 月初（投资者关注中报预期）、9 月中旬-9 月底（降息预期落空）。对于三次上涨行情来说，影响行情的核心事件分别是 6 月中旬-7 月初（专项债新政）、8 月初-9 月中旬（政治局会议的政策定调友好）、10 月初至年底（经济预期转好）。2) 随着盈利预期的明朗，股市对事件冲击的反应会逐渐钝化。如 8 月初-9 月中旬，重要会议定调积极导致股市出现了一轮有力的反弹，这期间中美互相加征关税的利空未能影响到行情。
- **2019 年的板块分化显著，消费与成长占优。** 1) 消费板块的超额收益行情贯穿全年，主要源于业绩优势。2019 年上市公司盈利增速未见明显回升，很多板块的 ROE 仍在下行，而消费板块的业绩稳定性较高。2) 成长板块超额收益大幅波动，下半年国产替代逻辑引领电子行业成为主线，电子行业超额收益的回升大幅领先于半导体周期的上行。这主要源于在股市见底大幅领先于盈利见底的情况下，此时投资者会选择盈利预期好、产业空间广阔的成长性行业作为进攻方向。
- **风险提示：** 报告基于对历史规律的总结，历史规律在未来可能失效。

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

目 录

一、2019 年的股市表现对当前的参考意义最大	5
1.1 与当前上涨速度接近的情况通常发生在牛市初期	5
1.2 2019 年与当前的股市上涨几乎完全由估值驱动	5
1.3 2019 年行情复盘：A 股绝地反击，快速上涨后转为宽幅震荡	8
二、全面对比 2019Q1 行情与当前行情	10
2.1 估值：两轮上涨行情开启时估值均已处于历史低位	10
2.2 经济周期：两轮上涨行情均处于信用见底后、经济见底前	12
2.3 微观流动性：两轮上涨均伴随着存量资金仓位回补	13
2.4 事件冲击方面，股市对不确定性事件的影响会逐渐脱敏	15
2.5 长期政策：两轮上涨行情均伴随着长期政策的边际调整	16
三、2019Q2-2019Q4 震荡行情对当下有何启示？	18
3.1 4 月下旬-6 月上旬，股市调整，微观流动性与货币政策出现边际转弱	18
3.2 6 月上旬-7 月初，股市反弹，专项债新政发布，中美贸易关系转好	19
3.3 7 月初-8 月初，股市调整，重要会议之前市场态度较为谨慎	20
3.4 8 月初-9 月上旬，重要会议定调积极，市场开启有力反弹	21
3.5 9 月中旬-9 月底，降息预期落空，市场小幅调整	21
3.6 10 月初至年底，盈利预期改善，市场开启新一轮上涨	22
四、2019 年的板块特征	24
4.1 2019 年板块分化显著	24
4.2 消费板块因业绩优势而全年领涨	25
4.3 成长板块受益于流动性好转	26
风险因素	27

表 目 录

表 1：2019 年全年小级别行情对应的背景	9
表 2：2019Q1 股市环境与当前行情	10

图 目 录

图 1：历史上来看，A 股两个月累计涨幅超过 20% 的情况通常发生于牛市初期	5
图 2：最近两轮牛市初期，全部 A 股的 ROE 还在回落	6
图 3：最近两轮牛市初期的上涨几乎完全由估值推动	6
图 4：宏观分析师对 GDP 同比增速的一致预期	7
图 5：宏观分析师对 PPI 同比增速的一致预期	7
图 6：自上而下盈利预测模型显示 2022 年下半年，A 股 ROE 还将进一步下探	7
图 7：万得全 A 指数在 2019 年的上涨节奏	8
图 8：熊市末期的估值状态对下一轮牛市的级别有直接关系	10
图 9：以 PB 来看，离 2018 年 Q4 极值还有一小段（单位：倍）	11
图 10：今年 4 月，以市盈率估算的风险溢价指数已达到 2018 年 Q4 的水平（单位：倍）	12
图 11：2019Q1 与 2022Q2 所处的经济阶段相似	12
图 12：2019Q1 社融有阶段性回升，之后再次回落（单位：%）	13
图 13：2019 年经济指标依然偏弱（单位：%）	13
图 14：2021Q1 社融增速小幅回升（单位：%）	13
图 15：2022 年 PMI 尚未回归到荣枯线上	13
图 16：2019 年 Q1 居民新增资金不多（单位：%）	14
图 17：2019 年 Q1 存量资金仓位回补较快（单位：%）	14
图 18：私募仓位达到较低水平后通常有回补（单位：%）	14
图 19：保险资金股票仓位亦处于历史低位（单位：%）	14
图 20：2018 年-2020 年，上证综指走势与中美贸易摩擦的关键事件	15
图 21：2018 年也有汇率贬值和美联储加息的压制（单位：%）	15
图 22：美股 2008 年暴跌时 A 股的走势	16
图 23：美股 2018 年、2020 年暴跌时 A 股的走势	16
图 24：金融部门杠杆率持续下降 ≠ 股市估值持续下降（单位：%）	17
图 25：2021 年下半年以来地产景气度快速下滑（单位：%）	17
图 26：地产施工面积增速逼近历史低位	17
图 27：最近两轮牛市的上涨均由估值推动（单位：点数）	18
图 28：A 股在 4 月初至 6 月上旬出现了一波幅度不小的调整	19
图 29：北上资金净流入在 2019 年 3 月-5 月持续偏弱	19

图 30: A 股在 6 月中旬重启上行.....	20
图 31: 包商银行事件冲击之后, 宏观流动性边际转松	20
图 32: 中报披露在即, 叠加重要会议召开在即, 市场情绪较为谨慎 (2018/12/31=100) ...	20
图 33: 7 月政治局会议关注经济下行压力, 股市开启有力反弹.....	21
图 34: 2019 年 7 月 PMI 出现超预期回升	21
图 35: 降息预期落空, 市场出现小幅调整	22
图 36: 经济回升的预期带动市场出现新一轮上涨.....	22
图 37: 2019 年 9 月 PMI 出现超预期回升	23
图 38: 2019 年四季度企业产成品库存持续下探 (单位: %)	23
图 39: 2019 年主要风格指数的累计超额收益	24
图 40: 主要风格指数季度滚动收益	24
图 41: 全年超额收益靠前的行业与超额收益靠后的行业	24
图 42: 2019 年大类行业 ROE 只有消费韧性不错 (单位: %)	25
图 43: 2019 年食品饮料行业受益于白酒批价的持续上涨	25
图 44: 2019 年出现“超级猪周期”, 农林牧渔行业大幅收涨.....	25
图 45: 2019 年陆股通资金延续净流入.....	26
图 46: 陆股通资金持有市值占行业流通市值的比例 (单位: %)	26
图 47: 2019 年公募基金持有食品饮料的仓位大幅提升	26
图 48: 2019 年家电行业超额收益走高, 但销量未见明显提升	26
图 49: 2019 年成长板块细分行业的超额收益表现	27
图 50: 2019 年电子行业超额收益的走高领先于全球半导体销量增速的回升	27
图 51: 2019 年计算机行业跑赢大盘时, 软件产业利润增速仍在底部震荡	27

万得全 A 指数自今年 4 月底之后持续走高，截至 6 月底已累计上涨超过 20%，步入技术性牛市；且期间最大回撤不足 5%，上涨势头强劲。当前 A 股的上涨与历史上哪个时期较为相近？A 股的历史表现对当下的行情又有何启示？

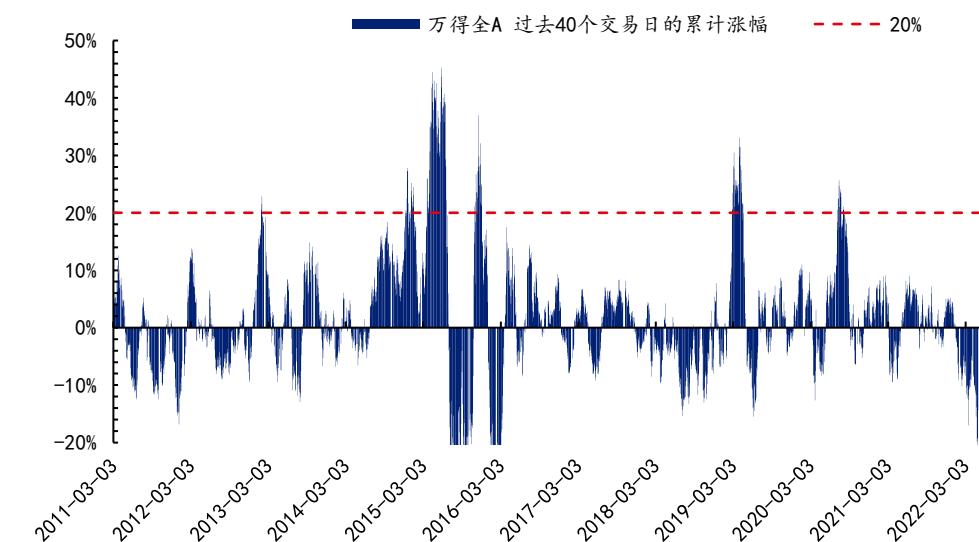
一、2019 年的股市表现对当前的参考意义最大

1.1 与当前上涨速度接近的情况通常发生在牛市初期

我们统计万得全 A 指数滚动 40 个交易日的累计涨幅，用该指标刻画指数的涨速。截至上周五，万得全 A 指数过去两个月的累计涨幅已接近 20%。2008 年以来类似的情况可以分为三类。第一是牛市初期，如 2008 年 12 月-2009 年上半年、2012 年 12 月-2013 年 1 月、2019Q1；第二是牛市中期，如 2009 年 Q4、2010 年 7 月-10 月、2014 年 12 月-2015 年 1 月、2015Q2、2020 年 7 月；第三是熊市反弹期，2015 年 10 月-11 月。

考虑到当前的上涨是牛市初期，我们注重关注 2008 年 12 月-2009 年上半年、2012 年 12 月-2013 年 1 月、2019Q1 这三段时期。

图 1：历史上来看，A 股两个月累计涨幅超过 20% 的情况通常发生于牛市初期



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 2019 年与当前的股市上涨几乎完全由估值驱动

进一步地，我们观察这几段牛市初期的上涨驱动力。整体上看，2008 年底、2012 年底这两次牛市初期的上涨均有盈利的支撑，而 2019 年初、2022 年 5 月-6 月的上涨则完全由估值推动。

1) 2008 年 12 月至 2009 年上半年，股市的上涨呈现估值与盈利的戴维斯双击。

这段时期，万得全 A 指数累计上涨超过 100%。这段时期对应的宏观背景是，在宽松的货币政策与“四万亿”财政政策的强力刺激下，国内经济实现了“V”型反转，制造业 PMI 在 2008 年 12 月之后持续回升，全 A 净净利润增速和 ROE 也相继在 2009 年 3 月、6

月出现回升。换言之，在这段行情中，股市的快速上涨与盈利预期的改善几乎是同步的。

2) 2012年12月至2013年1月，股市的上涨完全由盈利推动。

这段时期，万得全A指数累计上涨逾20%。事后来看，股市在2012年底的上涨是2013年-2015年上半年创业板牛市的开端。2012年底牛市初期暴涨时，盈利增速已经企稳回升。这一轮“市场底”滞后于“盈利底”的原因在于，在产能过剩的大背景下，投资者对于经济回升的力度与持续性较为悲观。这段时期对应的宏观背景是，货币政策于2011年末开始转向宽松、基建自2012年初开始发力、社融存量增速自2012年年中开始回升、2012年7月政治局会议定调稳增长政策加码，全A净利润增速也在2012年三季度见底。直到当年12月的政治局会议表示将“保持宏观经济政策连续性、稳定性”、提出2013年经济工作的六大任务之后，股市才出现了一轮较为有力的反弹。

3) 2019年1月至2019年3月底，股市的上涨完全由估值推动。

这段时期，万得全A指数累计上涨接近40%，此后A股开启了一轮为期三年的牛市。这段时期对应的背景是，2018年7月政治局会议提出“把握去杠杆的力度和节奏”，叠加边际转松的货币政策，社融增速在2019年初出现超预期回升。事后来看，投资者对于经济回升的预期直到2019年下半年企业库存增速触底才开始发酵，全AROE直到2020年年中才开始回升。可以说2019年初股市的上涨不仅仅领先了经济回升的现实，更领先了经济回升的预期。

4) 2022年4月底至今，股市的上涨也完全由估值推动。

这段时期，万得全A指数累计上涨接近25%。这段时期对应的宏观背景是，地产监管政策在2021年四季度出现有序放开；社融增速于2021年四季度见底，此后上行幅度不大；奥密克戎病毒在3月-4月对经济构成了短暂冲击，不过5月初的政治局会议提出“5.5%左右的目标仍要努力实现”，打消了市场对经济的担忧。此后，股市随即开启了“V型”反弹，这期间美联储加息、美股大幅下跌都没能影响到A股的上涨节奏。截至2022Q1，万得全A的ROE仍在回落，此轮大涨也是完全由估值推动的。

图2：最近两轮牛市初期，全部A股的ROE还在回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

图3：最近两轮牛市初期的上涨几乎完全由估值推动



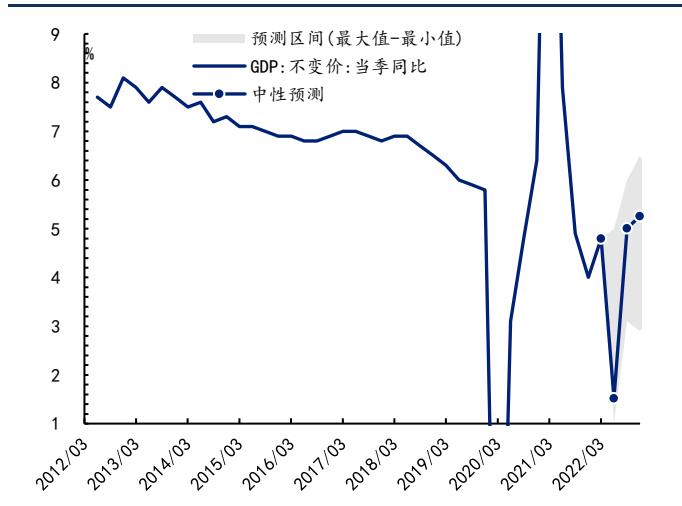
资料来源：万得，信达证券研发中心

值得关注的是，在2019年-2021年为期三年的牛市中，万得全A的ROE直到2020年年中才开启上行。换言之，2019年全年的行情均是由估值驱动的。

而当前的情况是，预计 2022 年全 AROE 将处于趋势性下行；全 A 净利润增速将在今年下半年磨底，上行趋势的确认可能要等到 2023 年。我们做出这一判断的依据是基于宏观分析师一致预期的自上而下盈利预测模型（详情见《信达策略-2022 年 A 股盈利增速怎么看？-2021114》）。截至 6 月 28 日，宏观分析师对今年关键宏观数据的一致预期为，一是，2022 年全年 GDP 累计增速为 4.1%，去年低点出现在 Q2，此后 GDP 有望逐季回升；二是，2022 年全年 PPI 累计同比为 5.5%，全年 PPI 将呈现趋势性回落。全 A 净利润增速的拉力在于下半年 GDP 增速的回升，但 PPI 下行将对利润增速的回升幅度构成压制。

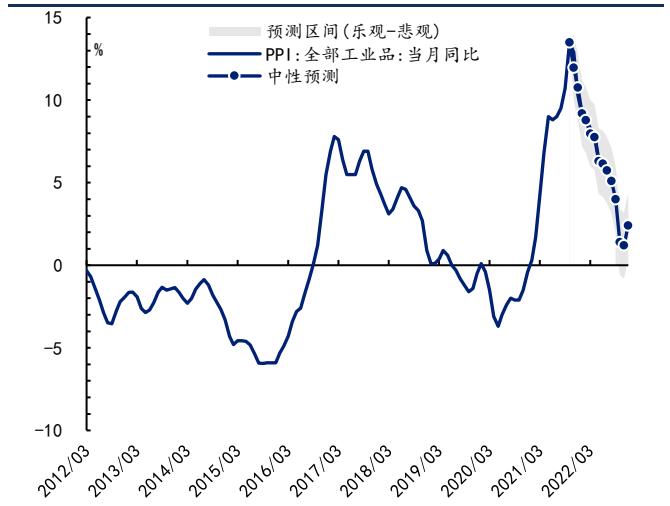
总结来说，往前看，我们预计 2022 年下半年也将面临与 2019 年类似的情况，即股市已经迈入技术性牛市，并将前期熊市的大部分跌幅收复，但盈利的回升还须等待。期间，估值的变动将是行情的主导因素。

图 4：宏观分析师对 GDP 同比增速的一致预期



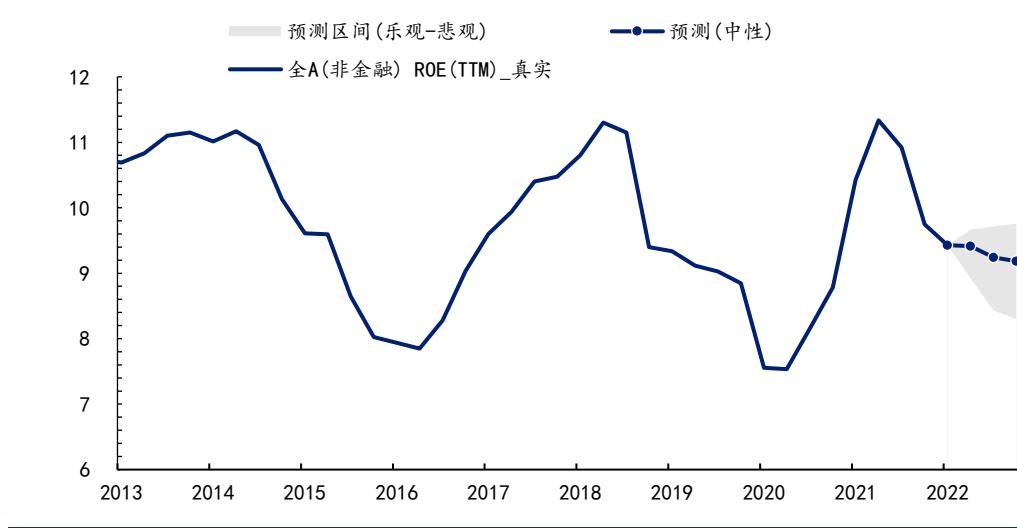
资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2022/6/29

图 5：宏观分析师对 PPI 同比增速的一致预期



资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2022/6/29

图 6：自上而下盈利预测模型显示 2022 年下半年，A 股 ROE 还将进一步下探



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 2019 年行情复盘：A 股绝地反击，快速上涨后转为宽幅震荡

整体上看，2019 年的行情可以分为两个阶段。

1) 第一阶段是快速上涨期，为期近四个月。我们将这段时期定义为“涨估值初期”。

A 股在 2019 年初开启绝地反击，在 1 月初至 4 月中旬这段时间中，沪深 300 指数累计上涨 35%，几乎将 2018 年全年大部分跌幅收复。

直观上来看，2019 年初的上涨是由多重利好因素共同推动的——估值低位、国内央行降准、美联储转鸽、社融增速回升、北上资金大幅净流入、公募基金仓位回补、中美高级别磋商取得积极进展、春季躁动的季节性等。但进一步思考来看，央行降准、北上资金大幅净流入的利好在 2018 年就存在。我们更倾向于将这段行情解读为，在股市处于低位的情况下，任何利多因素都容易促成指数较为有力的上涨。

2) 第二阶段是宽幅震荡期，为期八个多月。我们将这段时期定义为“涨估值后期”。

A 股在快速上涨之后陷入宽幅震荡，其中下半年的行情好于二季度。在 4 月下旬至 12 月底这段时间中，沪深 300 指数累计收跌 0.58%。

在这段时期，指数共出现了三次小级别的下跌与三次小级别的上涨，我们认为影响行情的关键因素在于增量政策或盈利预期的变化。对于三次下跌行情来说，影响行情的核心事件分别是 4 月下旬-6 月上旬（4 月 19 日政治局会议重提“去杠杆”）、7 月初-8 月初（中美贸易谈判进展积极的事实落地、重要会议之前市场情绪较为谨慎）、9 月中旬-9 月底（上市公司中报发布完毕、降息预期落空）。对于三次上涨行情来说，影响行情的核心事件分别是 6 月中旬-7 月初（专项债新政、中美贸易关系转好）、8 月初-9 月中旬（7 月中央政治局会议对下半年定调较为友好）、10 月初至年底（政策持续发力、库存周期见底带动市场经济预期转好）。

在指数震荡期间，板块的表现分化较为明显，以偏股型公募基金为代表的机构投资者取得了一定的正收益，规模加权后的偏股型公募基金净值累计上涨超过 10%。

图 7：万得全 A 指数在 2019 年的上涨节奏



资料来源：万得，信达证券研发中心

说明：红色阴影区域为宽基指数上涨，绿色阴影区域为宽基指数下跌，灰色阴影区域为指数震荡、公募基金净值

表1：2019年全年小级别行情对应的背景

起始时间	结束时间	区间时长(月)	沪深300 指数涨跌幅, %	万得全A 基金指数 涨跌幅, %	偏股型公 募基金指数 涨跌幅, %	政策	宏观数据/上市公司盈利	流动性	事件冲击	其他	说明
2019/1/4	2019/4/22	3.60	35.78	37.96	30.93	1月4日，央行宣布金融降准1个百分点，是2018年三次降准的延续。	1、信用扩张开启，但路径上存在波折。去年12月、1月、3月的金融数据偏好，2月的金融数据偏弱。 2、1月底，中小企业私募债的预告结束，此后A股在2月开启加速上涨。	1、北上资金大幅净流入，2月底增持比例对A股的纳入比例。 2、公募基金仓位在2019年一季度递增。 3、美联储在2019年年初转鸽，全球风险资产普遍上涨。不过A股由于前期跌幅更大，所以在2019年一季度跌幅居前。	1、2019Q1的上涨符合春季躁动的季节性规律。		社融增速回升、估值低位、微观流动性改善等多利好因素支撑的牛市第一波上涨。
2019/4/22	2019/6/10	1.63	-12.37	-14.91	-10.24	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日中央政治局会议议“去杠杆好于预期，仍需保持清醒”，会议再提“房住不炒”、“去杠杆”等。此后，央行相继出台新的地产调控政策。	上市公司一季报公布之后，5月上旬A股在季报披露落地之后出现了季度级别的反弹，但持续时间不长。	1、北上资金净流入明显转弱，4月、5月分别为净流出180亿元、540亿元。 2、公募基金仓位在二季度仍有提升，但改善幅度明显转弱。	5月10日，中美贸易关系再度波折。美国将2000亿商品关税上调至25%。 1、国债收益率在3月底出现了一波快速上行。 2、期间美股也出现了一定幅度的调整。		流动性、货币政策等均出现边际转弱。
2019/6/10	2019/7/2	0.73	10.45	10.05	10.71	5月24日，央行银行出现信用风险，央行和银保监会宣布接管，同时宏观流动性边际转松。	1、外资在6月重回净流入。 2、6月20日的美联储议息会议偏鸽派。	1、6月18日，中美领导人通电话。 2、6月29日，G20峰会两国元首同意重启经贸磋商。	1、6月13日，科创板正式开板。		技术性反弹、中美贸易关系转好。
2019/7/2	2019/8/6	1.17	-7.61	-8.01	-3.54		1、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。 2、8月5日，中国相关企业暂停新的美国农产品采购。	7月8日首批科创板公司开始集中申购。 1、8月6日，美国财政部将中国列为“汇率操纵国”。	7月8日首批科创板公司开始集中申购。 1、8月6日，美国财政部将中国列为“汇率操纵国”。	7月8日首批科创板公司开始集中申购。 1、8月6日，美国财政部将中国列为“汇率操纵国”。	中美贸易谈判的利好落地、重要会议之前市场态度谨慎。
2019/8/6	2019/9/12	1.23	8.07	9.08	9.84	1、7月的政治局会议落地，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”，会议重提“六稳”。并指出“坚持结构性去杠杆的表述”。 2、8月17日，LPR利率改革。 3、股市改革政策密集出台。	1、7月经济金融数据好坏参半，社融增速较6月环比下降，工增也偏弱，但PMI超预期回升。 2、期间上市公司中报公布，此后一周股市随即开启调整。	1、8月8日，证监会下调融资利率80bp。 2、8月19日，两融标的扩容。 3、8月24日，美国拟对3000亿、2500亿商品上调关税。	1、8月23日，中国拟对约750亿美元商品加征关税。		经济下行速率放缓、中央政治局会议又调下半年政策态度友好，这期间中美关系的利空都没能影响市场的反弹。
2019/9/12	2019/9/30	0.60	-2.94	-4.14	-1.84	1、降息预期落空。					叠加消息预期落空，市场小幅调整。
2019/9/30	2019/12/31	3.07	6.33	5.64	8.31	1、10月下旬，创业板并购重组新政。 2、11月15日，MLF利率下调5BP。	1、9月官方PMI49.8，环比回升0.3，财新中国PMI51.4，大幅回升1.0。	1、公募基金发行份额提升。 2、10月7日，国务院副总理刘鹤将赴美参加中美经贸高级别磋商。			从结构性行情到普涨行情。政策持续发力，经济改善预期提升（PMI环比太高，库存周期上行的预期增强）。

资料来源：万得，信达证券研发中心

二、全面对比 2019Q1 行情与当前行情

我们从估值状态（以及股权风险溢价）、经济周期状态、微观流动性、事件冲击的缓解、长期政策的边际缓和等五个方面对 2019Q1 的股市环境与当前做详细对比。

整体上看，估值、经济周期状态、微观流动性等方面这两段行情存在较大的相似性；事件冲击方面，2019 年面临中美贸易冲突的影响，当前面临疫情反复与疫情管控政策的影响，也同时面临美联储加息的影响。往前看，因 2022 年处于美联储加息周期的中段，预计美联储加息对 2022 年 A 股行情的干扰会大于 2019 年。

表 2：2019Q1 股市环境与当前行情

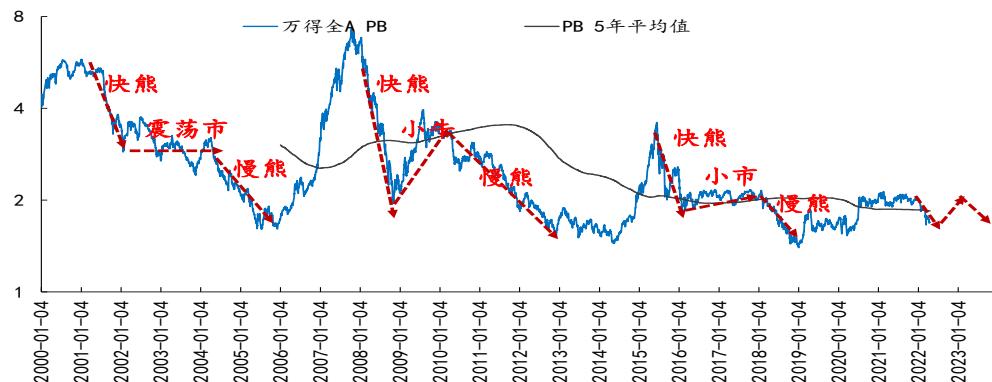
	2022Q2 上涨行情	2019Q1 上涨行情	说明
起始时间	2022/4/27	2019/1/3	
结束时间	2022/6/24	2019/4/8	
区间时长(月)	1.93	3.17	
万得全A涨跌幅, %	21.98	38.75	
偏股型公募基金指数涨跌幅, %	22.06	31.50	
估值/股权风险溢价	处于过去5年均值+2倍标准差的水平	处于过去5年均值+2倍标准差的水平	相同
长效监管机制	2021年四季度以来地产监管政策出现边际转松。	2018年7月中央政治局会议对去杠杆政策做了微调	相似
经济周期	信用见底后、经济见底前	信用见底后、经济见底前	
事件冲击	疫情反复影响经济复苏，但2022年4月底的反弹领先于上海疫情改善。	中美贸易冲突延续至今，但2019年股市对此逐渐脱敏。	疫情对经济的影响也取决于国内防疫政策，相较与中美贸易冲突，政策的自主性更强。
微观流动性	2022年处于美联储加息周期的中段。	2018年处于美联储加息周期的后段。	美联储加息对2022年A股行情的影响会大于2019年的情况。但是从历史情况来看，美股剧烈波动不会影响A股大级别行情，至多会影响股市节奏。
私募基金、保险仓位均有较大的回补空间。	公募基金仓位在2019年一季度快速回补。		相似

资料来源：万得，信达证券研发中心

2.1 估值：两轮上涨行情开启时估值均已处于历史低位

在讨论本轮技术性牛市的历史对比之前，我们先对牛市开启之初的估值状态进行对比。原因在于，熊市末期的状态对于下一轮牛市的状态也至关重要。典型如 2002 年底、2008 年底、2015 年底 A 股的估值调整并不算充分，此后牛市的涨幅偏弱，几乎完全由盈利贡献。而 2005 年底、2013 年底、2018 年底 A 股的估值均达到历史低位，在此之后开启的牛市级别都很大。

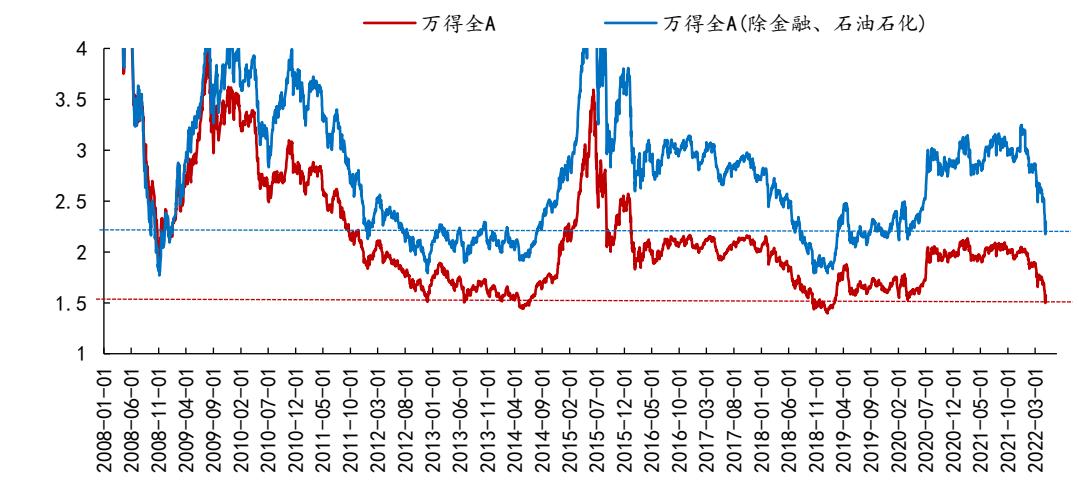
图 8：熊市末期的估值状态对下一轮牛市的级别有直接关系



资料来源：万得，信达证券研发中心

先看估值指标。截至今年 4 月底，全 A 的市净率达到 2018 年 Q4 的水平，全 A 非金融石油石化的 PB 达到 2018 年 8-9 月的水平。

图 9：以 PB 来看，离 2018 年 Q4 极值还有一小段（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2022/4/26

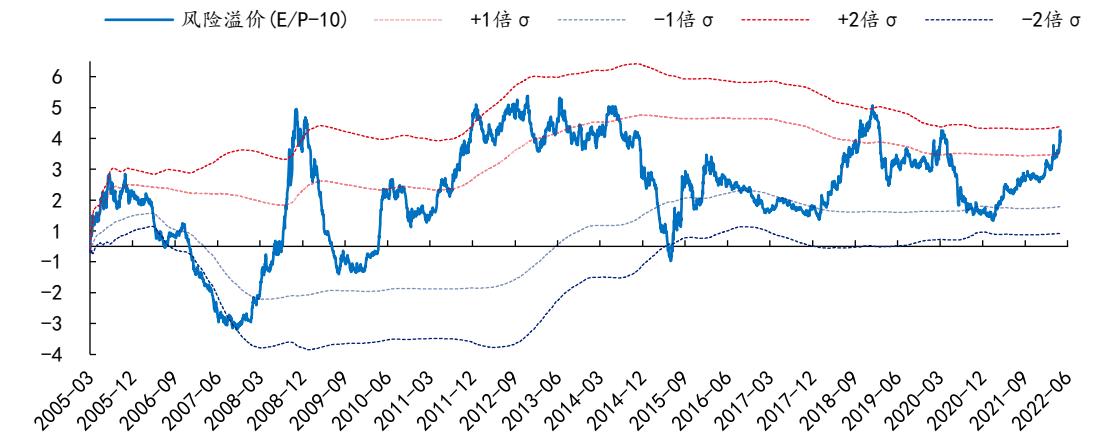
再看股权风险溢价指标。相较于估值的绝对值，股权风险溢价指标对底部区域的判断能力更好。股权风险溢价这一指标的核心思路是衡量股票资产与债券资产预期回报的差异。股权风险溢价水平越高，也就意味着股票资产的预期回报越高，长期配置价值越高，越有利于吸引配置型资金的流入。随着国债收益率中枢的下沉，在相同股权风险溢价的假设下，股票资产理应产生更高的估值水平。

以 PE 计算的万得全 A 指数股权风险溢价指数，在今年 4 月不仅持平于 2012 年-2013 年，2018 年 11 月，且达到了过去 5 年均值+2 倍标准差的位置。当前股权风险溢价处于高位，既源于年初以来 A 股已出现了接近 20% 幅度的回撤，也源于无风险利率已处于 2015 年以来的较低水平（债券资产配置价值偏低）。

历史上类似的情况发生于 2020 年 3 月、2018 年 12 月、2008 年 10 月，这些时点之后的一个季度 A 股都出现了一轮涨幅不错的反弹，甚至出现了大级别牛市。唯一例外的情况是，2011 年 11 月股权风险溢价指数偏离达到 2 倍标准差后，股市虽然出现了季度反弹，但很快又重新开启了下跌行情，直到 2012 年 12 月才实现反转。之所以会产生这种例外情况，背后很重要的原因是 2011-2012 年中国经济增速出现系统性下台阶，大部分传统行业均面临长时间的产能过剩，EPS 下降幅度超出了正常的周期性规律，所以以市盈率来计算的股权风险溢价指数有效性较差。

股权风险溢价指标也存在一定的局限性。股权风险溢价处于高位，至多只能说明股市继续下跌的空间有限，也就是只能解释赔率问题。而股市能否开启上涨，还需要关注基本面的利空因素能否弱化（影响年度级别行情）、或微观流动性能否大幅改善（影响月度级别行情）。如果基本面的利空因素无法弱化，股市表现则会像 2012 年一样磨底；如果基本面的利空有望边际好转，那么股市则有望开启新一轮上涨行情。

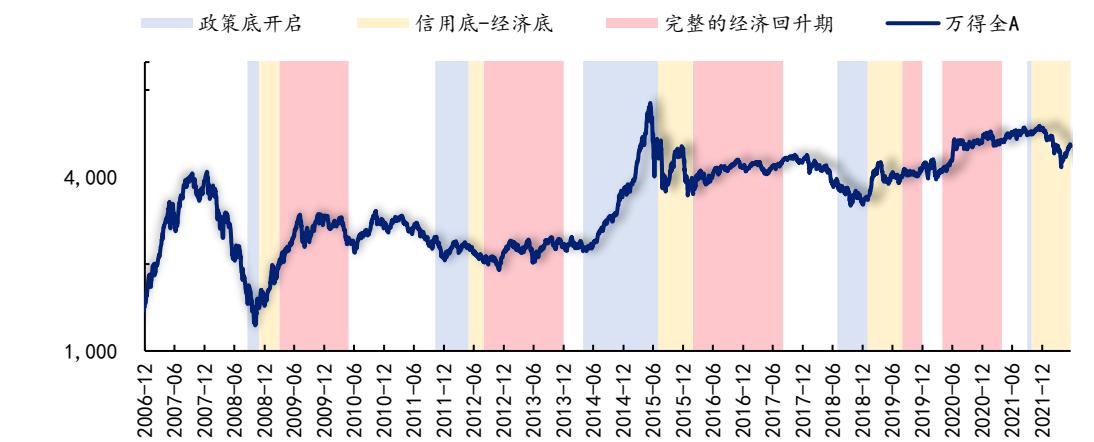
图 10：今年 4 月，以市盈率估算的风险溢价指数已达到 2018 年 Q4 的水平（单位：倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心，截至 2022/4/26

2.2 经济周期：两轮上涨行情均处于信用见底后、经济见底前

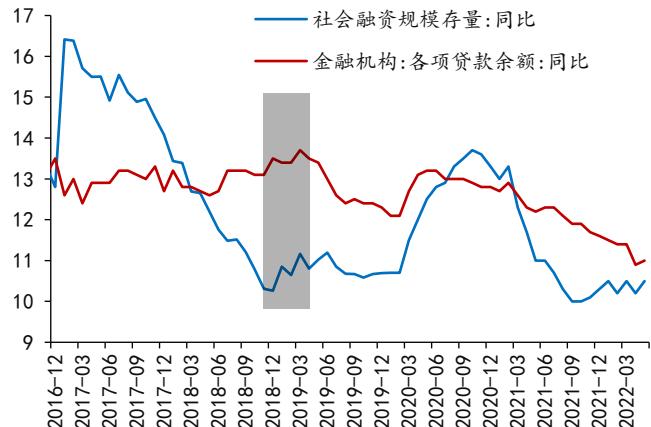
图 11：2019Q1 与 2022Q2 所处的经济阶段相似



资料来源：万得，信达证券研发中心

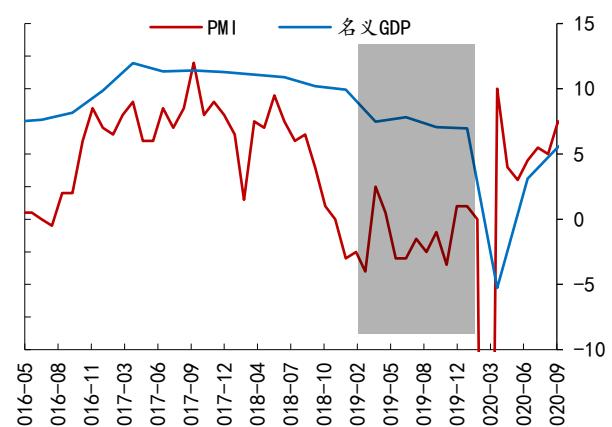
2018 年 7 月监管层对金融去杠杆的严厉程度开始缓解，2019 年初信用见底。1) 监管政策方面，2018 年 7 月政治局会议提出，“坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏。允许在在外部环境变化、内部风险酝酿的情况下阶段性放宽去杠杆政策转为稳杠杆”。虽然市场对此的解读存在分歧，但一系列宽信用的政策确实是之后开始落地了。随后，10 月、12 月的政治局会议均未提及“房地产和去杠杆”。2) 信用扩张方面，2019 年初信用重启扩张。这一轮信用修复的过程也比较曲折。金融数据曾在 2018 年 7 月、8 月企稳，引发债市一度出现调整。但是 2018 年四季度的融资数据又不及预期。事后来看，这一轮宽信用的效果直到 2019 年初才见效。但金融数据见底后的回升也是比较曲折的，1 月、3 月的金融数据偏好，2 月的金融数据偏弱。

图 12: 2019Q1 社融有阶段性回升, 之后再次回落 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13: 2019 年经济指标依然偏弱 (单位: %)

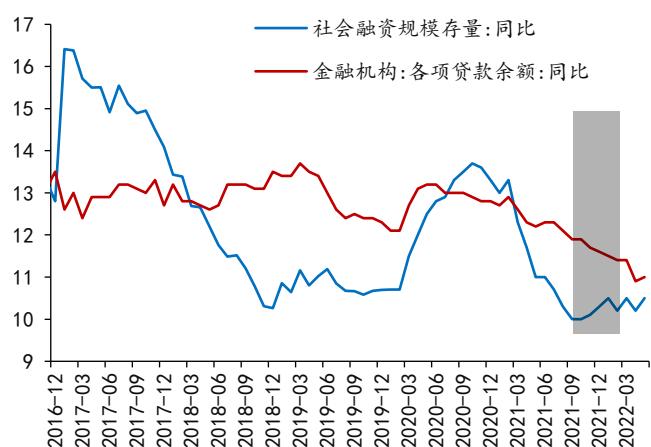


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2021 年四季度监管层对地产的态度缓和, 社融增速也在 2021Q4-2022Q1 见底。1)

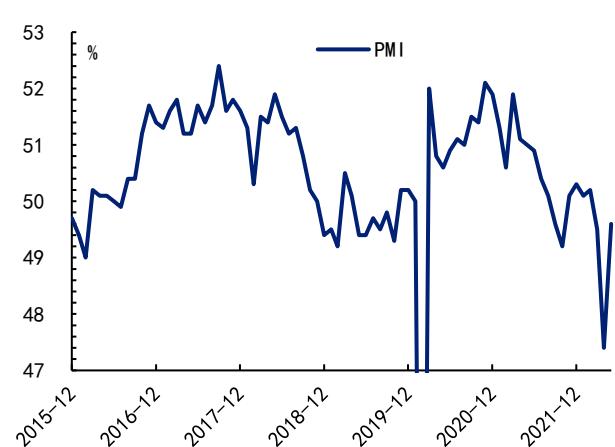
自去年四季度以来, 地产监管政策出现边际转松。先有银保监会主席发言称“房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转”, 后有 3·16 金稳会提出“关于房地产企业, 要及时研究和提出有利有效的防范化解风险应对方案, 提出向新发展模式转型的配套措施”。此后, 各地相继以降低居民首付比例、下调房贷利率、放松或取消限购限贷政策、推出购房补贴等形式放松地产监管。2) 信用扩张方面, 事后来看本轮社融增速底部出现于 2021 年 9 月。但由于社融增速回升斜率偏慢, 年初以来疫情爆发等事件干扰经济回升的预期, 股市见底的时间偏滞后。

图 14: 2021Q1 社融增速小幅回升 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 2022 年 PMI 尚未回归到荣枯线以上



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.3 微观流动性: 两轮上涨均伴随着存量资金仓位回补

最后我们关注微观流动性情况。前述估值、基本面等均会影响投资者态度, 但通常估值、基本面的变化是相对缓慢的, 投资者态度的变化则相对猛烈。股市月度级别的大幅变动通常与微观流动性的变化密切相关。

2019Q1 微观流动性的转好主要源于公募基金仓位回补。事后来不及, 从 2019 年全年

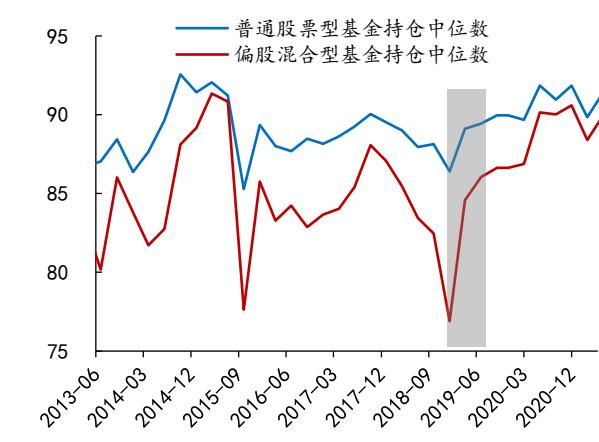
的宏观政策、金融数据、经济数据来看，股市在 2019 年出现回升是合理的。但指数在 2019 年一季度的暴涨很难用经济数据去解释，或者指数的大幅抬升明显早于经济的回升。2019 年一季度，指数把 2018 年全年的几乎大部分跌幅都涨回去了，这期间我们只看到了信贷数据的超预期。对于这样的暴涨行情，较为合理的解释是微观流动性的充裕。从场外资金入场情况来看，公募基金负债端的资金流入不算多；从存量资金的仓位情况来看，偏股型公募基金仓位在 2019Q1 大幅抬升。

图 16：2019 年 Q1 居民新增资金不多（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：2019 年 Q1 存量资金仓位回补较快（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2022Q2 微观流动性的转好或源于私募基金仓位的回补。2022 年 4 月底以来的微观流动性与 2019 年一季度的情况类似。从我们跟踪的场外资金入场情况来看，目前杠杆资金加仓情况不显著、个人投资者入市情况也未见明显改善、公募基金新发行份额虽然边际回暖但仍低于历史同期。从存量机构投资者的仓位来看，公募基金仓位在高位震荡，而私募基金、保险机构的仓位已降至历史低位，加仓空间很大。且截至今年 5 月底，私募基金仓位已出现回升迹象。

图 18：私募仓位达到较低水平后通常有回补（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：保险资金股票仓位亦处于历史低位（单位：%）

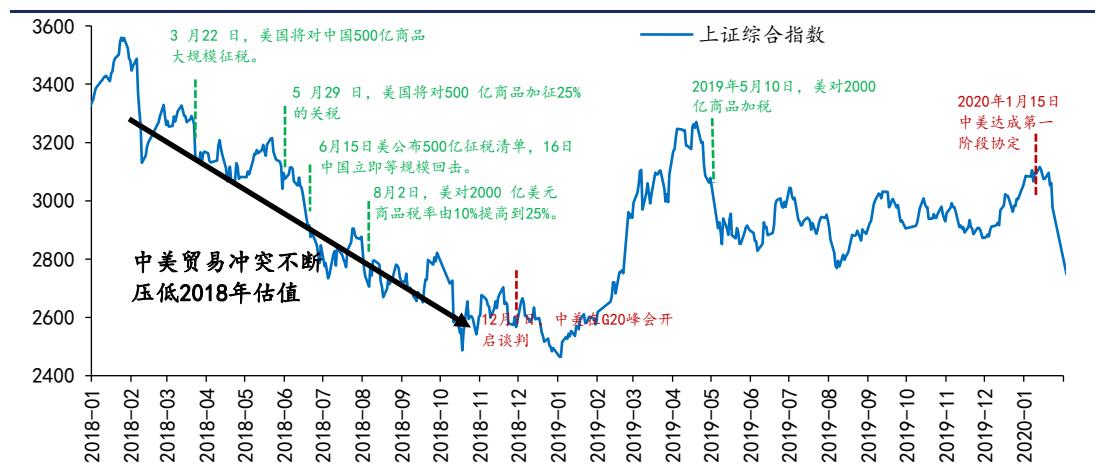


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.4 事件冲击方面，股市对不确定性事件的影响会逐渐脱敏

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、且未来演绎情况的能见度不高。但当股市估值处于低位之后，股市对这些不确定性事件的影响会逐渐脱敏。1) 回顾 2018 年的中美贸易冲突，这无疑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，但这并未影响到 2019 年牛市的开启。2) 2022 年最大的突发事件是疫情。奥密克戎具有更强的传染性，给国内的防疫工作带来了极大的挑战，也给局部的制造业供应链带来了不小的冲击。这一冲击除了短期影响之外，还会对中国制造业在全球供应链体系中的位置带来一些扰动。但从股市表现来看，A 股在 5 月初的反弹远远领先于上海 6 月初的解封。

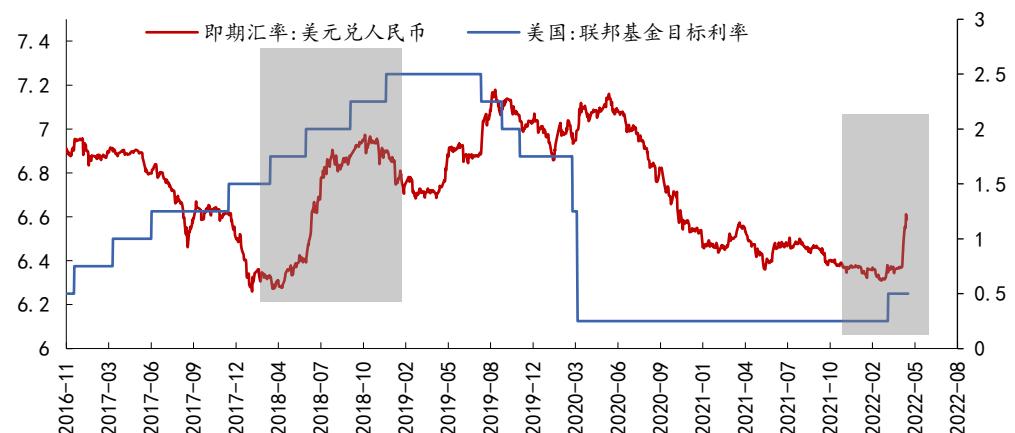
图 20：2018 年-2020 年，上证综指走势与中美贸易摩擦的关键事件



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 年最大的外部风险是美联储加息，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。

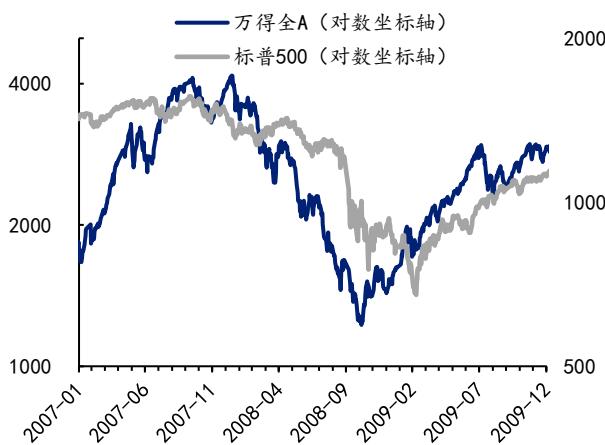
图 21：2018 年也有汇率贬值和美联储加息的压制（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

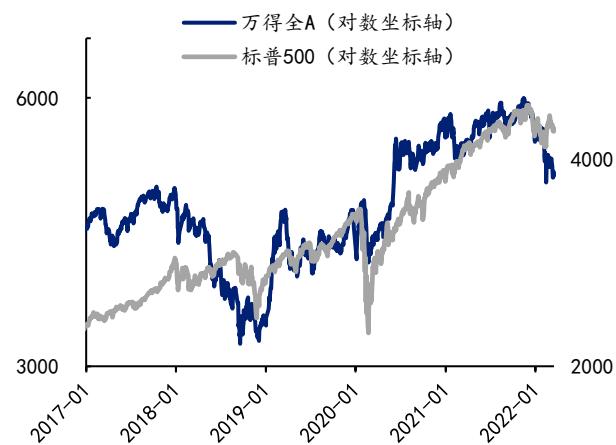
往前看，我们认为相较于加息本身，海外经济下行的风险更值得关注。一方面，每轮加息周期结束后，美国均会出现经济下行，并出现 15%-50%不等的大级别下跌，1970 年以来未有例外。另一方面，当美股出现大级别波动时，全球股市的共振效益更强，资金净流出非美市场的也更大。

图 22：美股 2008 年暴跌时 A 股的走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：美股 2018 年、2020 年暴跌时 A 股的走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

对于 A 股市场来说，历史上美股剧烈波动不会影响 A 股大级别行情，至多会导致 A 股熊转牛的拐点出现延后。1) 2008 年 A 股的熊转牛拐点领先美股四个月。美股在 2009 年 3 月出现二次探底时，A 股虽然也出现了调整，但调整幅度很弱。2) 2018 年 A 股的熊转牛拐点几乎同步于美股。在此之前，A 股曾在 10 月下旬出现一波反弹。虽然美股下跌打断了 A 股 10 月下旬的反弹行情，但事后来看 A 股的点位并没有继续下探。A 股大级别的牛熊拐点相较 2018 年 10 月滞后了两个半月。3) 2020 年 3 月，美股受新冠疫情的影响出现暴跌。在此之前，A 股已在当年 2 月初出现一轮大幅调整。美股的暴跌虽然打断了 A 股的反弹行情，但 A 股 3 月的低点几乎与 2 月初的低点持平。.美股这次下跌导致 A 股上涨的拐点滞后了一个月。

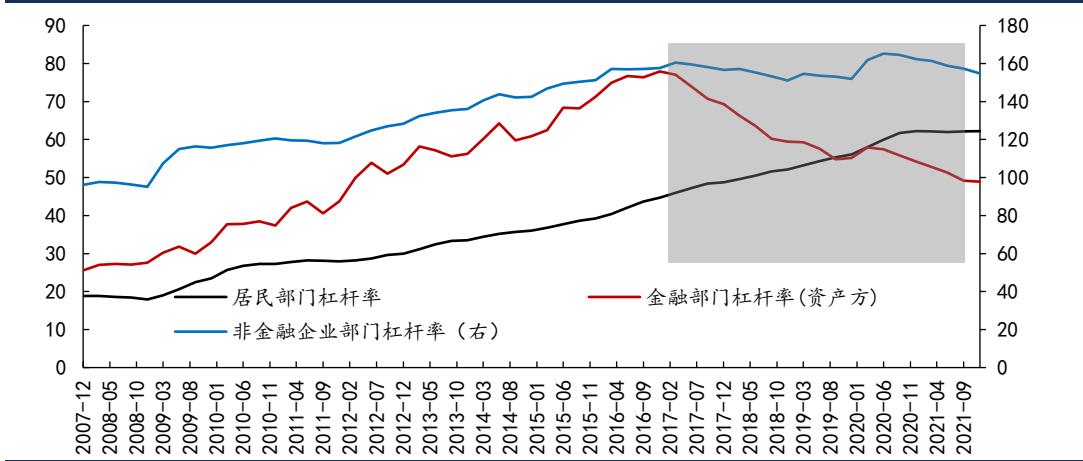
值得关注的是，如前所述，历史上来看美股熊市的持续时间不是很久。除了 2002 年、2008 年危机式的下跌，美股的熊市时长通常在半年以内。这也会导致美股下跌对 A 股拐点的影响会比较有限。

2.5 长期政策：两轮上涨行情均伴随着长期政策的边际调整

2016 年之后宏观调整政策越来越注重于结构性调整，而非此前的总量型调整。如现在资本市场上所熟知的“金融去杠杆”、“房住不炒”都是在 2016 年之后推出的。结构性调控的影响是显而易见的。2016 年之后信用扩张期的加杠杆主体呈现分化。单纯的货币政策宽松（2018/4、2021/11）难以让资本市场产生经济见底的预期，只有结构性政策（也可以说长效机制）的边际调整（2018/7、2021/12）才会带来经济下行压力缓解的预期。

去杠杆政策延续至今，政策在 2018 年 7 月的微调为 2019Q1 的反弹行情埋下伏笔。2018 年投资者困惑于金融去杠杆政策的深远影响，股市估值持续走低。事后来看，金融部门的杠杆从 2017 年开始逐渐下降，这一下降趋势保持至今。但 2018 年股市之所以最终没有打破历史估值下降，背后很重要的原因是去杠杆的节奏有微调，2018 年 7 月中央政治局会议对去杠杆政策做了微调，这也为 2019Q1 的反弹行情埋下了伏笔。

图 24：金融部门杠杆率持续下降≠股市估值持续下降（单位：%）

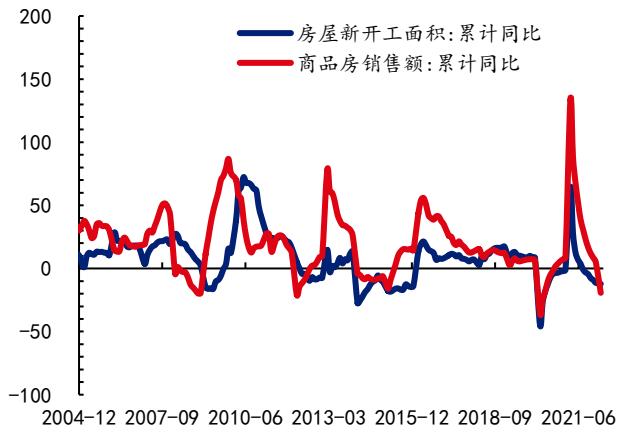


资料来源：万得，信达证券研发中心

房住不炒政策于 2016 年提出，2021 年四季度之后出现边际调整。自去年四季度以来，地产监管政策出现边际转松。先有银保监会主席发言称“房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转”，后有 3·16 金稳会提出“关于房地产企业，要及时研究和提出有利有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”。此后，各地相继以降低居民首付比例、下调房贷利率、放松或取消限购限贷政策、推出购房补贴等的形式放松地产监管。

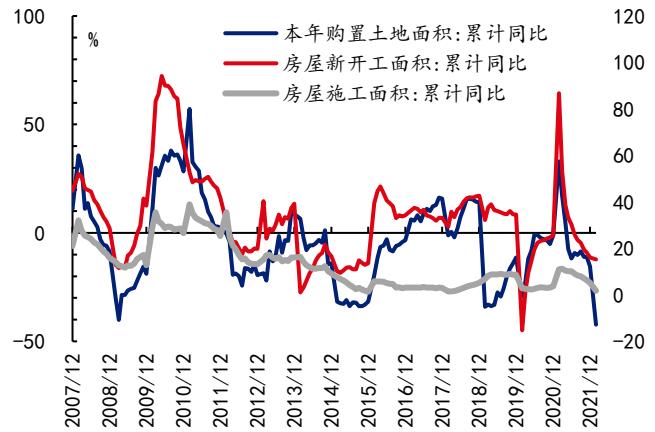
地产政策在今年出现边际缓和的根本原因在于，一方面，从宏观层面的投入产出表来看，地产对经济的贡献依然不可小觑；另一方面，地产行业景气度在去年三季度之后加速下行，一度逼近历史极低值。如地产新开工面积当季同比一度创历史新低，100 大中城市的土地溢价率接近 2008 年、2012 年的底部时期。往前看，“房住不炒”大的政策方向很难改变，但如果能出现力度上的微调，那么其对股市的影响可能会类似 2018 年去杠杆对股市的影响。

图 25：2021 年下半年以来地产景气度快速下滑（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 26：地产施工面积增速逼近历史低位



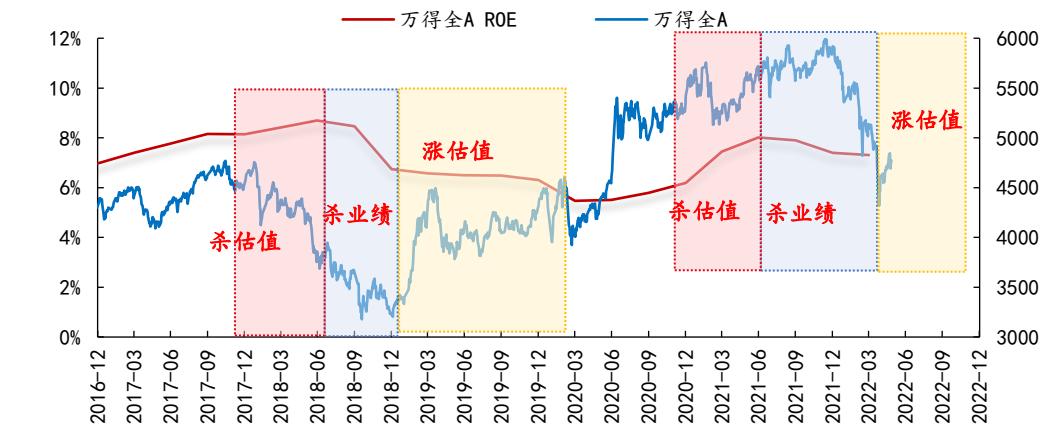
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、2019Q2-2019Q4 震荡行情对当下有何启示？

第一章节中，我们指出从行情驱动因素来看，2019全年与2022年4月至今的行情均是由估值驱动。第二章节中，我们从五个维度对2019Q1与当前进行了全面对比，并指出二者在估值、经济周期、微观流动性、长期政策边际调整等方面均存在较大相似性，仅是事件冲击方面存在一些差异。在本章节中，我们对2019Q2-2019Q4的震荡行情进行详细复盘，试图回答在“涨估值”后期哪些因素会影响行情涨跌，以期对当下行情提供参考与启示。

整体上看，1) 我们认为“涨估值”后期影响行情的关键因素在于增量政策或盈利预期的变化，股市在业绩空窗期上涨的概率较大。对于三次下跌行情来说，影响行情的核心事件分别是4月下旬-6月上旬(4月19日政治局会议重提“去杠杆”)、7月初-8月初(中美贸易谈判进展积极的事实落地、重要会议之前市场情绪较为谨慎)、9月中旬-9月底(上市公司中报发布完毕、降息预期落空)。对于三次上涨行情来说，影响行情的核心事件分别是6月中旬-7月初(专项债新政、中美贸易关系转好)、8月初-9月中旬(7月中央政治局会议对下半年定调较为友好)、10月初至年底(政策持续发力、库存周期见底带动市场经济预期转好)。2) 随着盈利预期的明朗，股市对事件冲击的影响会逐渐钝化。如8月初-9月中旬，重要会议定调积极导致股市出现了一轮有力的反弹，这期间中美互相加征关税都未能影响到行情。

图 27：最近两轮牛市的上涨均由估值推动（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.1 4月下旬-6月上旬，股市调整，微观流动性与货币政策出现边际转弱

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，股市在一季度的猛烈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，股市不可避免地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

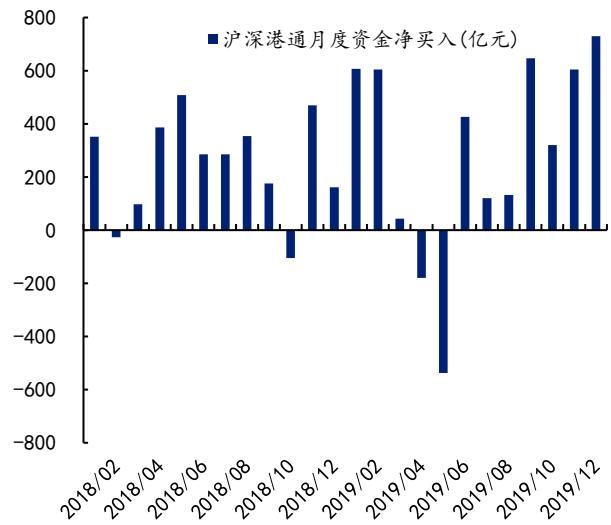
升的空间明显下降。2) 从货币政策来看，超预期的3月金融数据带来了货币政策的边际收紧。4月19日中央政治局会议称“开局好于预期，仍需保持清醒”，会议再提“房住不炒”、“去杠杆”等。此后各地相继出台了新的地产调控政策。3) 从盈利预期来看，上市公司一季报在4月底公布完毕之后，5月上旬A股在季报担忧落地之后出现了日度级别的反弹，但持续时间不长。4) 从事件冲击来看，5月10日，中美贸易关系再生波折，美国宣布将2000亿商品关税上调至25%。

图 28: A股在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 29: 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

3.2 6月上旬-7月初，股市反弹，专项债新政发布，中美贸易关系转好

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。

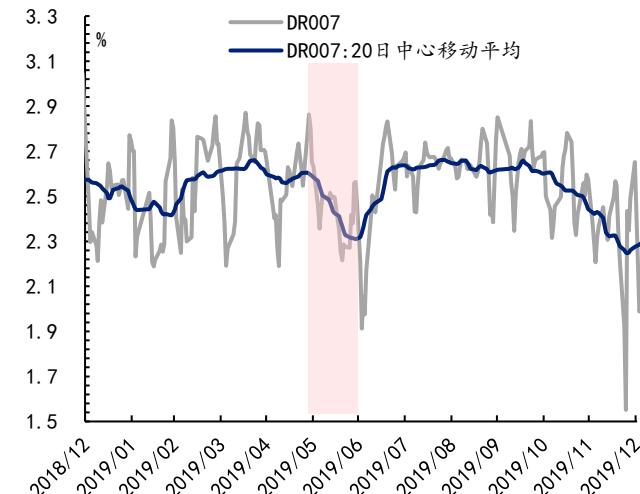
1) 宏观政策方面，这段时期的政策再次出现微调。5月24日，包商银行出现信用风险，央行和银保监会宣布接管，同时宏观流动性边际转松，DR007在这段时期小幅下行。不过股票市场对于这样风险疏散式的宽松政策，股票市场的反应较为平淡。直到6月10日，中办、国办发布专项债新政，新政提出“允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金”意图撬动基建投资，股市才开启了一轮小级别反弹。2) 事件冲击方面，中美贸易关系再次取得积极进展。6月18日，中美领导人通电话。6月29日，G20峰会两国元首同意重启经贸磋商。

图 30: 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 31: 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

3.3 7月初-8月初, 股市调整, 重要会议之前市场态度较为谨慎

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。

这段时期的重要事件不多, 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 32: 中报披露在即, 叠加重要会议召开在即, 市场情绪较为谨慎 (2018/12/31=100)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3.4 8月初-9月上旬，重要会议定调积极，市场开启有力反弹

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，最大的利好因素在于政治局会议。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。

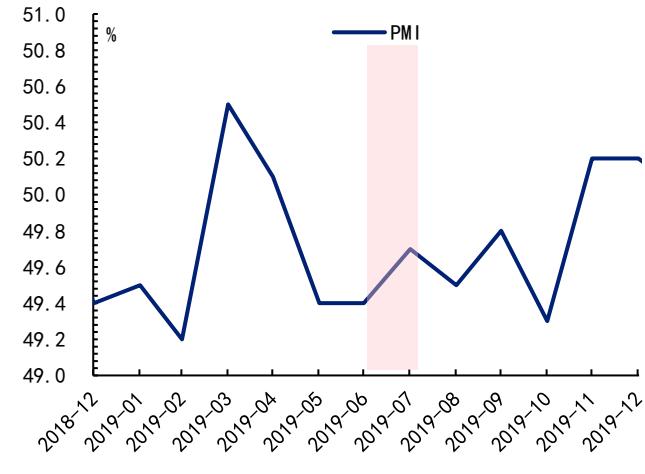
值得关注的是，在这期间，市场不乏利空因素，但这些都没能影响到股市的反弹行情。如 1) 盈利预期方面，7 月的宏观数据好坏参半，社融增速较 6 月环比下降，工增也偏弱，仅 PMI 出现了超预期回升。上市公司中报在 8 月底公布完毕，中报的疲弱导致股市在 8 月最后一周呈现震荡。2) 事件冲击方面，中美贸易谈判进展不佳。先是 8 月 6 日美国财政部将中国列为“汇率操纵国”，此后在 8 月下旬，中国拟对约 750 亿美元商品加征关税，美国拟对 3000 亿、2500 亿商品上调关税。

图 33：7 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 34：2019 年 7 月 PMI 出现超预期回升



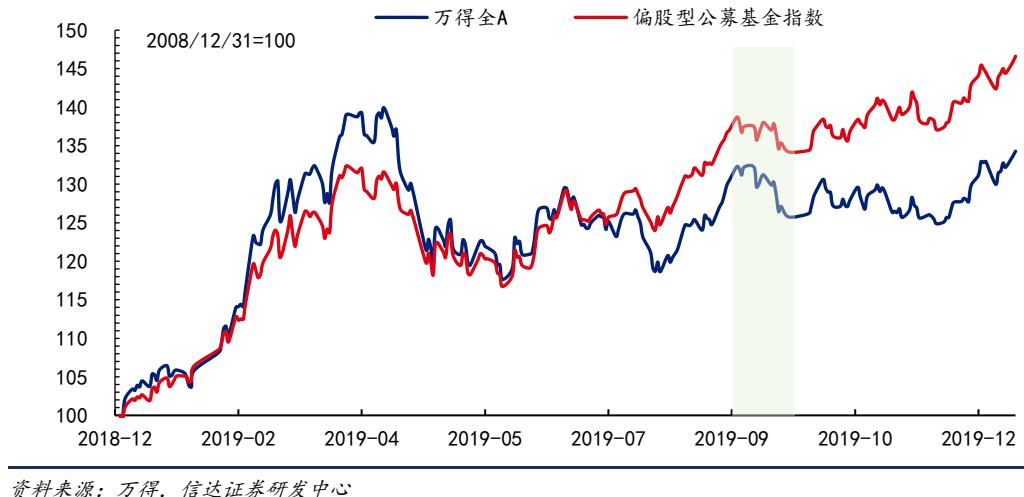
资料来源：万得，信达证券研发中心

3.5 9月中旬-9月底，降息预期落空，市场小幅调整

万得全 A 指数在 2019 年 9 月中旬至 9 月底小幅调整，累计收跌 4.14%。这一次调整之后，指数的低点高于 2019 年的前两轮低点。

1) 货币政策方面，在 8 月经济数据大幅弱于市场预期之后，投资者对于 9 月 MLF 降息的预期强烈。但实际情况是，9 月 7 日、9 月 17 日两次 MLF 到期时央行均是以利率不变的方式续作。事后来看，降息预期的落空主要源于 CPI 上行、汇率波动等对货币政策构成掣肘。2) 盈利预期方面，9 月底投资者再次开始关注季报业绩，市场情绪转为谨慎。

图 35：降息预期落空，市场出现小幅调整



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.6 10月初至年底，盈利预期改善，市场开启新一轮上涨

万得全 A 指数在 2019 年 10 月初至 12 月底开启了新一轮上涨，累计收涨 5.64%。这一次上涨之后，指数的高点仅次于 4 月高点。

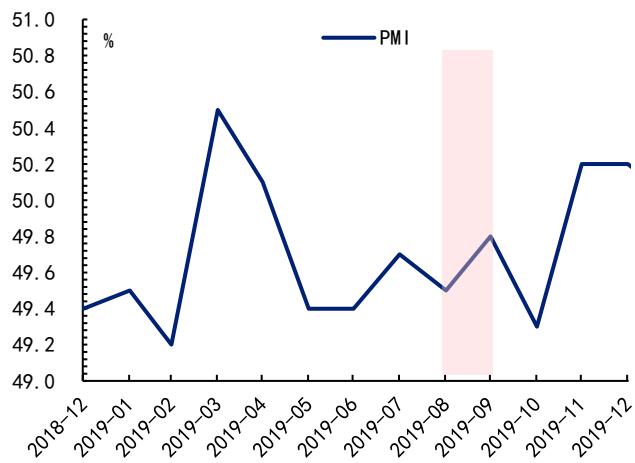
这段时期，最大的利好因素在于经济预期的回升。先是 9 月 PMI 环比大幅回升，再是企业产成品库存持续下探，投资者开始预期补库存周期所带来的经济上行。此外，货币政策方面，11 月 15 日 MLF 利率下调 5BP 也标志着宽松货币政策的延续，打消了市场对于货币政策的忧虑。

图 36：经济回升的预期带动市场出现新一轮上涨



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 37: 2019 年 9 月 PMI 出现超预期回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 38: 2019 年四季度企业产成品库存持续下探（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

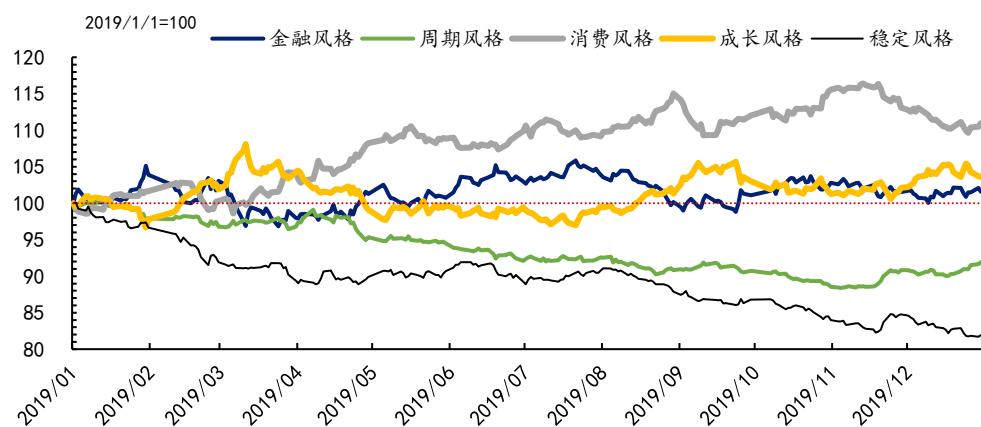
四、2019 年的板块特征

4.1 2019 年板块分化显著

从全年累计超额收益来看，2019 年消费板块与成长板块的表现较为突出。1) 消费板块全年相较沪深 300 指数产生了 10%以上的超额收益。成长板块全年相较沪深 300 指数产生了 3.6%的超额收益。其他板块则持平或跑输沪深 300 指数。2) 消费板块的超额收益在 2019 年稳步提升，行情贯穿全年。3) 成长板块的超额收益表现则存在不小波动。成长板块先是在 2 月初-3 月中旬产生了一定的超额收益，随后在 3 月中旬至 7 月底调整，将前期的超额收益完全抹平。直到 2019 年下半年，成长板块开启了新一轮上涨。

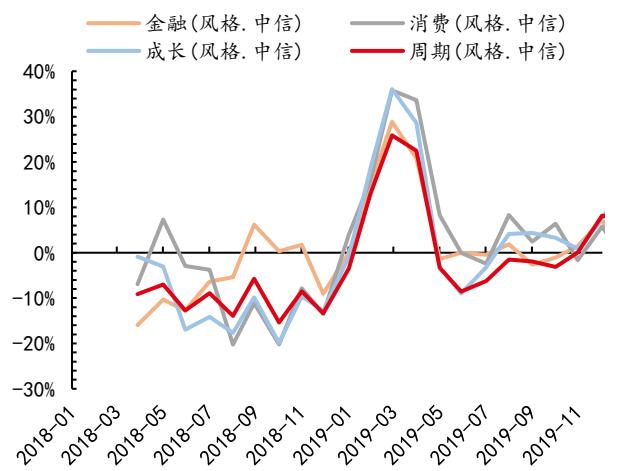
分行业来看，2019 年各行业的分化较为显著。全年超额收益靠前的行业分别是食品饮料(39.81%)、电子(39.20%)、家电(27.52%)、建材(19.97%)、农林牧渔(15.14%)。而建筑、钢铁、电力及公用事业、商贸零售、石油石化等行业则相对沪深 300 指数跑输超过 20%。

图 39：2019 年主要风格指数的累计超额收益



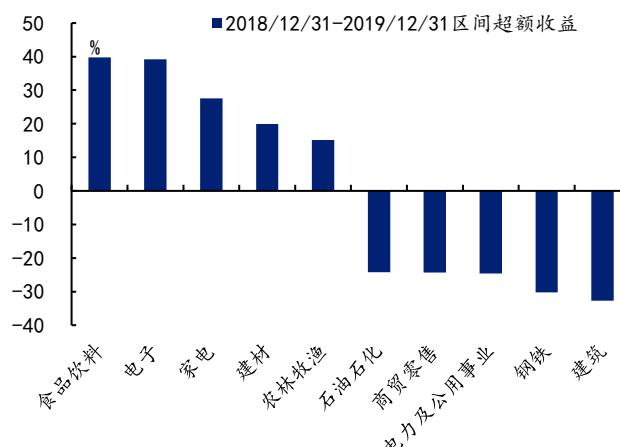
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 40：主要风格指数季度滚动收益



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 41：全年超额收益靠前的行业与超额收益靠后的行业



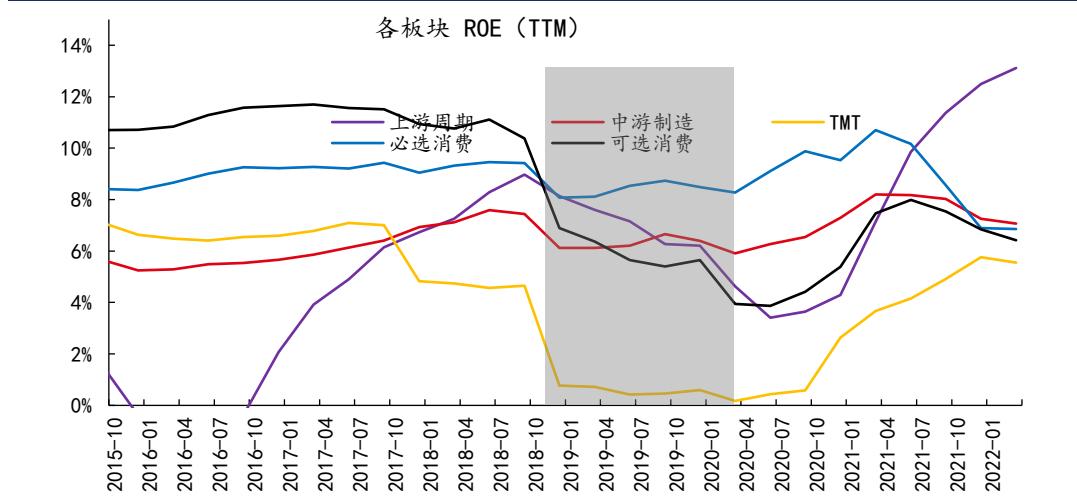
资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2 消费板块因业绩优势而全年领涨

2019 年全年消费板块绝对收益 47.12%，较沪深 300 指数产生了 11.05% 的超额收益。2019 年 2 月之前消费板块同步于大盘上涨，此后呈现出持续的超额收益。事后来看，消费板块的跑赢有两方面原因。

第一，消费板块的业绩优势。2019 年全年宏观经济增速、上市公司盈利增速都未见明显回升，很多板块的 ROE 出现了持续下行，而消费板块的业绩稳定性较高。在这样的背景下，消费板块产生了较大的业绩相对优势。从产业层面上来，白酒行业仍处于复苏周期，高端白酒批价持续上涨；农林牧渔行业受益于“超级猪周期”而大涨。

图 42：2019 年大类行业 ROE 只有消费韧性不错（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 43：2019 年食品饮料行业受益于白酒批价的持续上涨



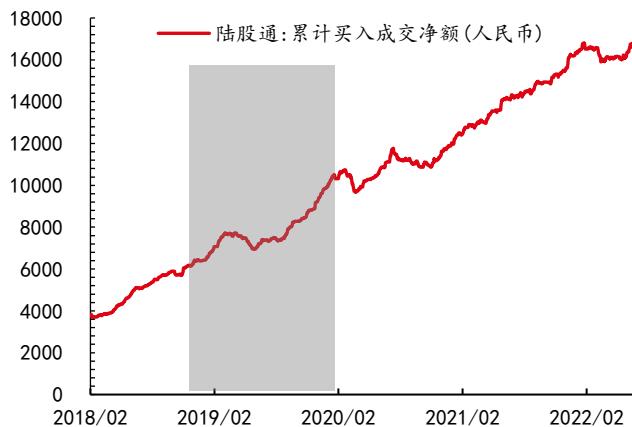
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：2019 年出现“超级猪周期”，农林牧渔行业大幅收涨

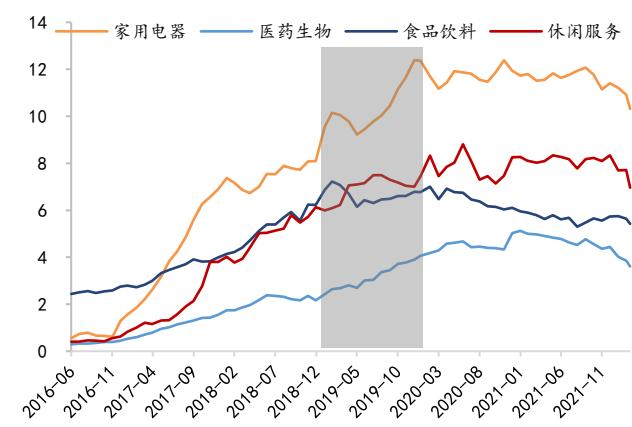


资料来源：万得，信达证券研发中心

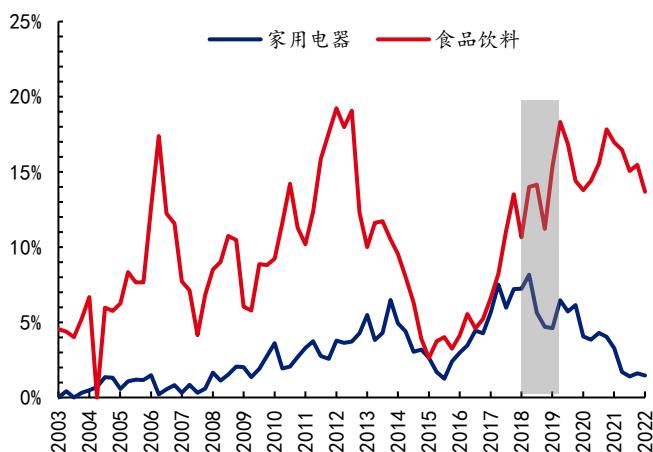
第二，机构投资者偏好。一方面，北上资金在 2019 年维持了大幅净流入，且偏好高 ROE 的消费板块。典型如家电销量在 2019 年未见明显提升，但北上资金对家电行业的持续买入也带来了行业超额收益的提升。另一方面，外资的行为也深刻影响了国内投资者的选股“审美”。

图 45: 2019 年陆股通资金延续净流入


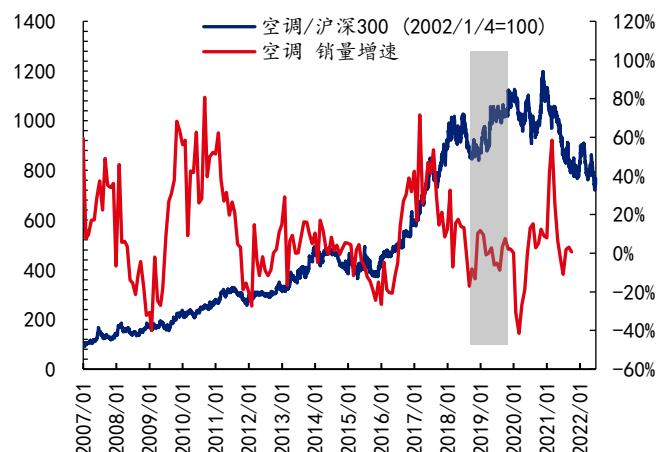
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 46: 陆股通资金持有市值占行业流通市值的比例(单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 47: 2019 年公募基金持有食品饮料的仓位大幅提升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 48: 2019 年家电行业超额收益走高, 但销量未见明显提升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

4.3 成长板块受益于流动性好转

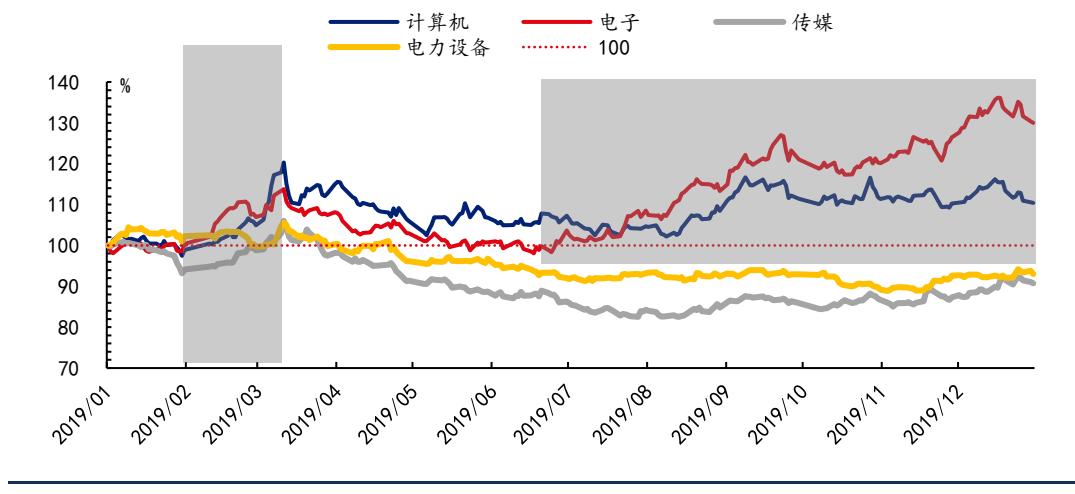
从经济周期与板块超额收益的关系来看, 在信用底后、经济见底前, 成长板块容易产生超额收益。2019 年成长板块的超额收益表现也符合这一规律。不过成长板块的进攻主线曾发生过变化, 具体体现为:

1) 在 2019Q1, 也就是成长板块第一段超额收益行情中, 计算机、电子、传媒行业均有表现, 且三个行业的涨幅差异不大。这段时期, 上述三个行业的盈利增速都未见明显改善。成长板块的上涨主要受益于流动性的改善、宽基指数的大涨等。

2) 在 2019 年下半年, 也就是成长板块第二段超额收益行情中, 市场选择了电子行业作为进攻方向, 计算机行业表现稍弱, 而传媒与电力设备行业的表现则较为疲弱。这段时期, 电子行业的上涨明显领先于全球半导体销量增速的回升, 电子行业上涨的产业背景是中美贸易摩擦、国产芯片自给率提升迫在眉睫, 政策支持叠加国内企业切入华为产业链, 电子行业超额收益大幅走高。事后来看, 国产替代的逻辑确实在 2020 年、2021 年得到

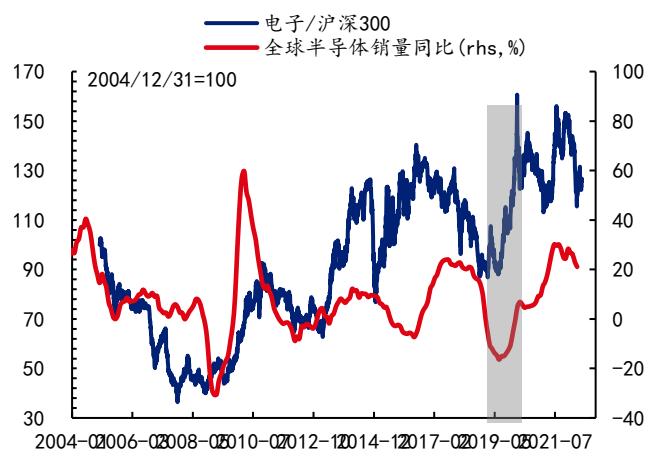
兑现，但电子行业却在 2019 年提前跑赢。这本质上还是源于，股市见底大幅领先于盈利见底，此时投资者会选择盈利预期好、产业空间广阔的成长股作为进攻方向。

图 49：2019 年成长板块细分行业的超额收益表现



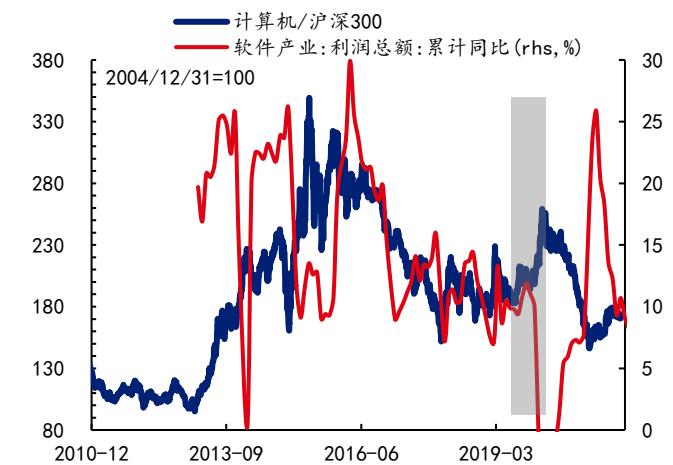
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 50：2019 年电子行业超额收益的走高领先于全球半导体销量增速的回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 51：2019 年计算机行业跑赢大盘时，软件产业利润增速仍在底部震荡



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

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，8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。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，3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，3年宏观策略研究经验，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	章嘉捷	13693249509	zhangjajie@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	李若琳	13122616887	liruolin@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	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	liyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@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、意见及推測仅供参考，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； 增持： 股价相对强于基准5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。