

策略实操系列专题（十八）

股市第一轮反弹的经验规律

核心观点

历次股市回暖行情多经历一波三折，本文总结以往A股反弹后第一轮行情的大势、行业和风格规律。2005年至今的五次股市行情，每次都始于A股极度低迷时期，指数处于低位的窄区间震荡，估值和成交量均位于阶段性底部，正是在这样的背景下，政策面的利好消息都对股市产生较大的弹性，一旦受到外部利好消息的刺激，市场情绪会迅速升温，股市行情也会随之快速回暖。具体而言，历次反弹时首次上涨行情的规律特征如下：

第一轮（2005/6/6—2007/4/28）：2001年至2005年，多种因素叠加导致A股市场走势与宏观经济走势出现一定背离，2005年6月6日上证指数创新低。在大盘见底后的行情反弹期间，银行板块持续上涨，军工板块涨幅最大，地产、食品饮料相继启动，放量成交阶段，非银金融表现最佳。

第二轮（2008/10/28—2009/4/30）：2008年，国内经济基本面走弱，海外金融危机拖累下投资者对未来基本前景偏悲观，在弱预期、弱现实的双重压力下，A股市场经历了近一年的持续下跌，估值已跌至历史低位水平。在股市到达阶段性底部后，政策强力刺激带动股市V型反转，表现较好的行业均为有政策利好支持的行业。

第三轮（2014/5/19—2014/12/5）：2014年，我国经济发展步入“三期叠加”的特定阶段，正处于新旧动能转换的过程中，股市处于低位震荡。2014年上半年，资本市场改革和货币政策转向为牛市行情奠基，随后“一带一路”主题投资领涨行情，TMT板块表现强劲，券商军工涨幅居前。

第四轮（2019/1/2—2019/4/8）：2018年后，中美贸易摩擦加剧，投资者风险偏好降低，同时国内金融去杠杆，流动性收缩。供给侧结构性改革对经济增长的边际贡献也持续降低，经济发展新动能尚未显现，在内外压力的共同作用下，A股出现长时间回调。进入2019年，经济基本面企稳，政策底、经济底及市场底得到确认，A股由此开启新一轮牛市行情，货币政策宽松，股市超跌反弹，消费及TMT板块涨幅居前。

第五轮（2020/3/19—2020/7/13）：疫情后国内经济率先突围，复工复产的有序推进，货币、财政和税收政策多重助力下股市V型反转。食品饮料表现居前，“双碳”目标提出推动新能源板块大幅上涨。

历次上涨行情中第一轮反弹到反转，需要政策面信号-情绪面推动-基本面验证三个环节。在反弹夹杂调整过程中，成长主题+政策驱动是两条细分方向，历史首轮反弹行情中非银金融及军工板块占优。从行业的视角来看，以往首轮反弹行情中，占优的行业不尽相同，虽然复盘时能从先前的政策及行业发展趋势中找到一些线索，但是身处行情之中，准确做出前瞻性预判并非易事。然而，在历次的反弹行情中，政策驱动和成长主题是每次核心抓手，如按照以往规律，非银金融板块始终是最大受益者之一，在成交量放大的阶段表现尤为突出。同时，军工板块凭借其良好的成长性，在历次的反弹行情中也常常占据优势地位。

风险提示：(1)海外地缘冲突风险；(2)美国大选最终阶段的不确定性；(3)历史复盘仅作为梳理，不构成当前投资的参考依据。

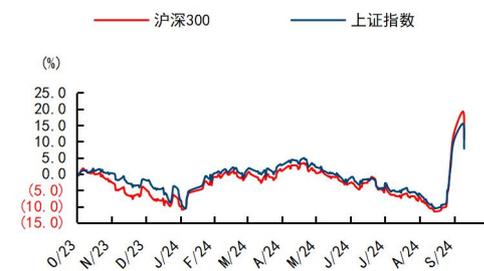
策略研究·策略专题

证券分析师：王开 021-60933132 wangkai8@guosen.com.cn
联系人：李晨光 010-88005492 lichenguang@guosen.com.cn
S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6458.59/24.24
创业板/月涨跌幅(%)	2280.10/48.15
AH股价差指数	146.48
A股总/流通市值(万亿元)	76.49/70.10

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《策略实操专题（十七）——轮稳的行情需要什么条件》——2024-10-09
- 《10月策略观点-顺势而为》——2024-10-06
- 《ESG月度观察-碳排放约束性政策密集落地》——2024-10-03
- 《资金跟踪与市场结构周观察（第三十五期）-政策发力，情绪高涨》——2024-10-01
- 《主题投资月度观察——光刻机和商业航天技术突破》——2024-10-01

内容目录

市场复苏向好第一阶段规律特征	4
(1) 第一轮行情回顾（2005/6/6—2007/4/28）	4
(2) 第二轮行情回顾（2008/10/28—2009/4/30）	6
(3) 第三轮行情回顾（2014/5/19—2014/12/5）	7
(4) 第四轮行情回顾（2019/1/2—2019/4/8）	8
(5) 第五轮行情回顾（2020/3/19—2020/7/13）	9
2014年-2015年行情回顾	10
(1) 2014年行情回顾	10
(2) 2015年上半年行情回顾	12
2021年后历次短期上涨行情回顾	14
(1) 第一轮（2021/01/04—2021/02/10）	14
(2) 第二轮（2021/03/25—2021/06/01）	14
(3) 第三轮（2022/04/26—2022/07/04）	14
(4) 第四轮（2022/10/31—2023/01/30）	14
(5) 第五轮（2024/02/02—2024/05/20）	15
结论	15
风险提示	16

图表目录

图 1: 2005 年至今 A 股历次反弹行情复盘	4
图 2: 2005 年 6 月 6 日至 2007 年 4 月 28 日反弹行情期间 A 股市场大事件统计	5
图 3: 2008 年 10 月 28 日至 2009 年 4 月 30 日反弹行情期间 A 股市场大事件统计	6
图 4: 2014 年 5 月 19 日至 2014 年 12 月 5 日反弹行情期间 A 股市场大事件统计	7
图 5: 2019 年 1 月 2 日至 2019 年 4 月 8 日反弹行情期间 A 股市场大事件统计	8
图 6: 2020 年 3 月 19 日至 2020 年 7 月 13 日反弹行情期间 A 股市场大事件统计	9
图 7: 2014 年 A 股市场大事件统计	10
图 8: 2015 年上半年 A 股市场大事件统计	12
图 9: 2021 年后历次 A 股上涨行情回顾	14

市场复苏向好第一阶段规律特征

本节选取 2005 年至今 A 股历史上 5 次反弹行情作为研究对象，以上证指数为参照基准，选取上证指数阶段性低点作为反弹行情起点，选取上证指数市盈率达到近三年滚动 100%分位或是阶段性高点作为反弹行情的节点。

纵观五次股市反弹行情，每次行情都始于情绪极度低迷时期，股市处于低位的窄区间震荡，估值和成交量均位于阶段性底部。正是在这样的背景下，股市对外界利好消息都变得异常敏感，一旦受到外部消息的刺激，市场情绪会迅速升温，股市行情也会随之快速回暖。从行业的视角来看，每一次反弹行情中，占优的行业各不相同，虽然事后能从先前的政策及行业发展趋势中找到一些线索，但是身处行情之中，准确做出前瞻性预判并非易事。然而，在历次的反弹行情中，非银金融板块始终是最大受益者之一，在成交量放大的阶段表现尤为突出。同时，军工板块凭借其良好的成长性，在历次的反弹行情中也常常占据优势地位。

图1：2005 年至今 A 股历次反弹行情复盘

	第一次	第二次	第三次	第四次	第五次
区间起点	2005/6/6	2008/10/28	2014/5/19	2019/1/2	2020/3/19
区间终点	2006/4/28	2009/4/30	2014/12/5	2019/4/8	2020/7/13
上证涨幅	42.08%	43.76%	44.96%	30.11%	26.19%
背景	多种因素叠加导致A股市场走势与宏观经济走势出现一定背离2005年6月6日，上证指数跌破千点，一度跌至998点	受金融危机影响，国内经济基本面走弱的同时，投资者信心也受到严重打击，对未来预期悲观，在弱预期、弱现实的双重压力下，A股市场经历了近一年的持续下跌，估值已跌至历史低位水平	2014年，我国经济发展步入“三期叠加”的特定阶段，正处于新旧动能转换的过程中	2018年后，中美贸易摩擦加剧，投资者风险偏好降低，同时国内金融去杠杆，流动性明显收缩，并且供给侧结构性改革对经济增长的边际贡献也持续降低，经济发展新动能尚未显现，在内外压力共同作用下，A股出现长时间回调	2020年，受新冠疫情影响，A股市场迅速回调随着国内疫情得到有效控制，A股市场也在经历短期回调后迅速反弹，与此同时国外疫情却大范围蔓延，国内复工复产则有序进行，国内外形成鲜明对比，A股牛市行情得以延续
行情启动催化剂	股权分置改革	“四万亿投资计划”、家电下乡、十大产业振兴规划	资本市场改革、货币政策转向	货币政策宽松	防疫成效显著、复工复产顺利推进
行情概述	在大盘见底后，2005年6月6日至2007年1月23日行情反弹期间，银行板块持续上涨，军工板块涨幅最大，地产、食品饮料相继启动，放量成交阶段，非银金融表现最佳	在股市到达阶段性底部后，政策强力刺激带动股市V型反转，表现较好的行业均为政策支持的行业	2014年上半年，资本市场改革和货币政策转向为牛市行情奠基，“一带一路”主题投资领涨行情，TMT板块表现强劲，券商军工涨幅居前	货币政策宽松，股市超跌反弹，消费及TMT板块涨幅居前	复工复产的有序推进，股市V型反转，食品饮料表现居前，“双碳”目标提出推动新能源板块大幅上涨
涨幅居前的行业	非银金融 国防军工 食品饮料 有色金属 银行	有色金属 煤炭 建筑材料 汽车 国防军工	非银金融 国防军工 钢铁 计算机 交通运输	农林牧渔 计算机 建筑材料 非银金融 食品饮料	社会服务 食品饮料 美容护理 商贸零售 医药生物

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

(1) 第一轮行情回顾（2005/6/6—2007/4/28）

股市与基本面背离，上证指数创新低。2001 年至 2005 年，中国经济高速增长，但是 A 股市场却持续下跌，历经 5 年熊市行情，A 股市场表现与经济基本面出现明显背离。一是，股市正处于互联网泡沫破裂后的估值回调期，估值缓慢回调至相对合理区间；二是，2005 年以前大部分优质公司并未上市，A 股上市公司盈利能力普遍较差，上市公司净利润增长陷入停滞，万得全 A 每股收益在 5 年间仅增长 4.3%，远低于 GDP 名义 GDP 累计增幅；三是，取消上市公司所得税优惠等经济监管制度的改革，股市参与者的情绪变化等也对股市产生一定影响。多种因素叠加导致 A 股市场走势与宏观经济走势出现一定背离。2005 年 6 月 6 日，上证指数跌破千点，一度跌至 998 点。

图2: 2005年6月6日至2007年4月28日反弹行情期间A股市场大事件统计



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

在大盘见底后, 2005年6月6日至2007年1月23日行情反弹期间, 银行板块持续上涨, 军工板块涨幅最大, 地产、食品饮料相继启动, 放量成交阶段, 非银金融表现最佳。

在大盘见底前后, 股改和汇改同时进行, 为后来的股市企稳向上奠定基础。一方面, 股权分置改革在短期内带来大量流通股, 空前的扩容导致股市供需失衡, 对股市形成一定冲击, 大盘在此后一段时间内始终处于低位, 在窄区间内震荡。但是从长期视角来看, 股权分置改革有利于两类股东利益的统一, 将改善公司治理结构, 是股市走向规范化发展的重要一步。另一方面, 7月21日, 我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度, 人民币自此开启升值周期, 推动了人民币计价资产的重估。

大盘见底后企稳后, 银行军工板块引领行情。股改和汇改的红利尚未释放, 大盘在低位震荡, 在此期间, 大型商业银行在完成股份制改革后, 银行业脱胎换骨, 内部风险管理能力持续增强, 资本实力、资产质量和经营效益不断提高, 银行板块逆势上涨, 引领股市上涨前的结构性行情。就军工板块而言, 军工行业的科技属性较强, 众多民用技术均脱胎于军事领域, 具有较好的成长性, 在股市上涨期间, 军工板块备受关注, 而且本轮行情中军工板块受益于股权分置改革, “国防资产证券化”进一步推动了军工板块上涨。

地产、食品饮料相继启动。进入到2006年后, 宏观经济维持高增长、低通胀稳定运行, 上市公司盈利能力改善, 市场普涨。在此期间, 受益于人民币升值及行业的高度景气, 地产板块大幅上涨, 同时“地王”频现, 房价屡创新高进一步催化了地产的行情; 食品饮料的表现则滞后于经济周期, 在经济扩张阶段, 国内消费增速稳步上台阶, 带动食品饮料板块景气提振, 食品饮料行情也相继启动, 成为本轮行情中涨幅较大的板块。

放量成交阶段, 非银金融板块表现极佳。一方面, 股市上行周期, 交易活跃度的

改善利好券商的发展；另一方面，股改红利的释放，IPO 业务的重启等也为券商带来新的利润增长点，因此，在本轮反弹行情期间，特别是放量成交阶段，非银金融板块表现极佳。

(2) 第二轮行情回顾（2008/10/28—2009/4/30）

2008 年美国次贷危机引发了全球性金融危机，美股指数深度调整，国内经济基本面走弱的同时，投资者信心也受到严重打击，对未来预期偏悲观，在弱预期、弱现实的双重压力下，A 股市场经历了近一年的持续下跌，估值已跌至历史低位水平。在此背景下，2008 年 9 月，三大救市政策的出台（单边征收印花税、汇金入市、央企增持或回购）有力地提振了市场的风险偏好，A 股市场筑底回升，但是这轮行情并未持续太久，市场很快再度回落，最终在 10 月 28 日达到阶段性底部。

图3：2008 年 10 月 28 日至 2009 年 4 月 30 日反弹行情期间 A 股市场大事件统计



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

在股市到达阶段性底部后，政策强力刺激带动股市 V 型反转，表现较好的行业均为政策支持的行业。

政策的强力托底带动经济快速复苏，行业基本面预期改善推动股市 V 型反转。2008 年 11 月份，“四万亿投资计划”的发布，与同期的宽松货币政策和积极的财政政策形成强力共振，极大地提振了市场信心，一系列重磅政策的落地带领 A 股市场完成 V 型反转，开启了新一轮的牛市行情。“四万亿投资计划”颁布后迅速落地，对投资形成有效提振，市场对资源品形成一致预期，煤炭和有色金属引领本轮反弹行情；同时为提振内需，“家电下乡”政策的落地带动彩色电视、冰箱、移动电话与洗衣机等产品销量大幅上涨，家电板块在反弹初期表现良好。在产业层面，1 月 14 日之后，十大产业振兴规划陆续颁布，受此影响，钢铁、汽车、船舶、石化、纺织、轻工、有色金属、装备制造、电子信息以及物流板块率先大幅上涨。

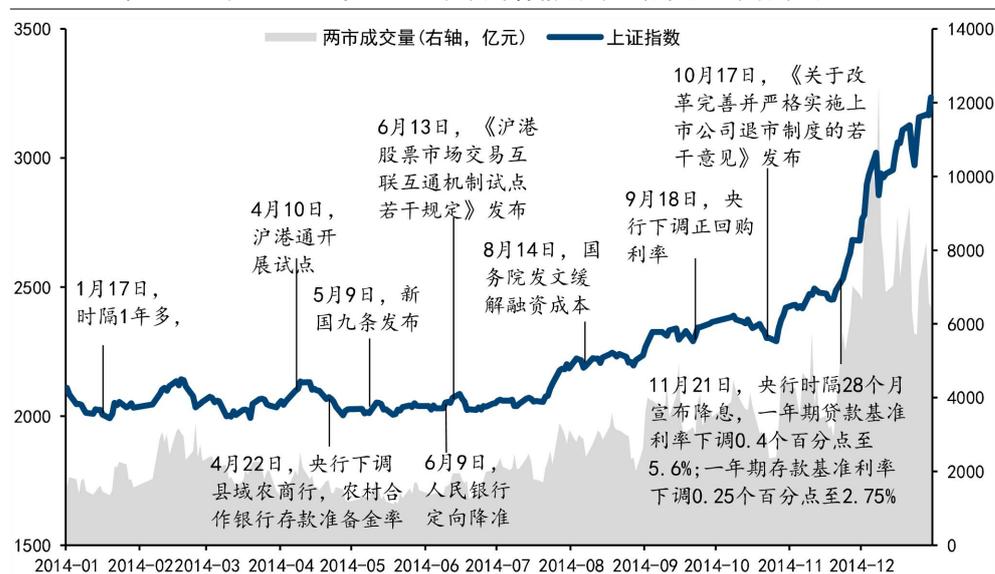
牛市行情利好非银金融，军工板块凭借其良好成长性表现再度占优。在股市触底后，一系列利好政策的发布，再度调动起市场情绪，市场交投热度迅速恢复，在交易量上涨期间，非银金融板块表现占优；在市场触底反弹的普涨阶段，军工板

块凭借其良好的成长性再次成为投资者关注的重点。

(3) 第三轮行情回顾（2014/5/19—2014/12/5）

2014年，我国经济发展步入“三期叠加”的特定阶段，正处于新旧动能转换的过程中，一是增长速度换挡期，这是由经济发展的自然规律所决定的；二是结构调整阵痛期，这是我国加快转变经济发展方式的主动选择；三是前期刺激政策消化期，这是解决多年来累积的深层次问题不可避免的一个阶段。全年经济增速持续放缓，GDP增速7.4%，较上年大幅回落，全年的政策基调为主动适应经济发展新常态，将转方式调结构放在重要位置。2014上半年，股市经历5年熊市之后，整体交投情绪低迷，对政策及外部事件的刺激敏感度有限，大盘总体呈现窄幅震荡行情，但是上半年的资本市场改革政策以及货币政策转向，均为后续牛市行情奠定基础。

图4: 2014年5月19日至2014年12月5日反弹行情期间A股市场大事件统计



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2014年上半年，资本市场改革和货币政策转向为牛市行情奠基，“一带一路”主题投资领涨行情，TMT 板块表现强劲，券商军工涨幅居前。

资本市场改革和货币政策转向为牛市行情奠基。在资本市场改革方面，2014年开年，暂停一年有余的IPO重启、沪港通获批以及“新国九条”的发布，均有效提振了市场信心。在货币政策方面，在经济下行的压力下，持续收紧的货币政策逐渐宽松，“定向降准”的落地标志着货币政策的转向，由此开启了宽松的货币政策周期，为后续的牛市奠定了流动性的基础。

“一带一路”主题投资领涨行情，TMT 板块表现强劲。2014年中国经济发展进入“新常态”，经济增长速度全面放缓，主题投资策略成为投资者在不确定性中寻找增长机会的重要工具。2013年中国提出“一带一路”倡议，旨在借用古代丝绸之路的历史符号，积极发展与沿线国家的伙伴关系，促进亚洲各国共同发展、加强互通。2014年4月，博鳌亚洲论坛上，我国提出要推动“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”建设的重要项目，此后，“一带一路”频繁出现在各类新闻报道和

领导人的讲话之中，加之当时经济增速放缓，“一带一路”也是一个经济增长的突破口，“一带一路”就此渐渐得到资本市场关注，并随着股市上涨逐渐得到发酵，相关基础设施和贸易板块也就此创下历史最大涨幅。一带一路指数自 2014 年 7 月的 954 点，至行情演绎的最高点 3334 点，一带一路指数累计涨幅达到 249.59%。同时，在智能手机渗透率的稳步提升和 4G 网络的广泛普及的双重利好驱动下，TMT 板块展现出了独立且强劲的市场表现。

牛市期间，券商军工表现良好。牛市行情确立之后，券商板块领涨，自 11 月份央行降息之后，券商板块直线上涨，年内涨幅达 140%，在流动性驱动牛市行情中，利好券商股业绩提振，成交量增加直接带动券商的经纪业务收入，同时，在牛市初期，券商股已经低位震荡较长时间，估值正于较低水平，随着业绩的改善和市场情绪的提振，券商股的估值具有较大的提升空间，给市场带来的重组的想象力，这次牛市行情也不例外，券商板块再度成为“牛市旗手”，领涨行情。军工板块则收益于市场风格的切换，成长性较高的板块再度受到投资者青睐，军工板块表现良好。

(4) 第四轮行情回顾（2019/1/2—2019/4/8）

2018 年后，中美贸易摩擦加剧，投资者风险偏好降低，同时国内金融去杠杆，流动性明显收缩，并且供给侧结构性改革对经济增长的边际贡献也持续降低，经济发展新动能尚未显现，在内外部压力的共同作用下，A 股出现长时间回调。进入 2019 年，经济基本面企稳，政策底、经济底及市场底得到确认，A 股由此开启新一轮牛市行情。

图5：2019 年 1 月 2 日至 2019 年 4 月 8 日反弹行情期间 A 股市场大事件统计



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

货币政策宽松，股市超跌反弹，消费及 TMT 板块涨幅居前。受中美贸易摩擦的影响，股市历经长期回调，在 2019 年初前后到达低估，股票市场估值已经跌至历史低位，具有较高的配置性价比，市场情绪普遍低迷。此时，股市对任何利好消息都表现出较高的敏感度，后续货币政策的超预期宽松及社融数据的超预期带动股市迅速探底回升。进入到 2019 年后，美联储释放暂停加息信号，货币紧缩节奏放缓，同时央行在 1 月 4 日宣布降准 1%，股市反应迅速，并就此开始回暖；2 月

15日，社融数据公布，大超预期，市场情绪就此被调动，股市量价齐升，加速上行；2月22日，深化金融供给侧结构性改革被首度提出，3月5日，政府工作报告提出深化增值税改革，实施更大规模降税，在众多利好推动下，股市一路上行。

消费及TMT板块领涨本轮行情。在股市下行周期中，消费板块中的白马股盈利稳定，展现出较好的抗跌属性，备受机构和外资的青睐和追捧，成为涨幅最大的板块。此外，中美贸易摩擦的持续升级，激发了社会各界对科技独立自主的强烈呼声，科技创新逐渐成为社会各界共识，科技板块的企业的盈利也开始筑底回升，开启新一轮的景气周期，以TMT为代表的科技板块也因此领涨本轮行情。

(5) 第五轮行情回顾（2020/3/19—2020/7/13）

2020年，受新冠疫情的影响，A股市场迅速回调。随着国内疫情得到有效控制，A股市场也在经历短期回调后迅速反弹，与此同时国外疫情却大范围蔓延，国内复工复产则有序进行，国内外形成鲜明对比，A股牛市行情得以延续。

图6: 2020年3月19日至2020年7月13日反弹行情期间A股市场大事件统计



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

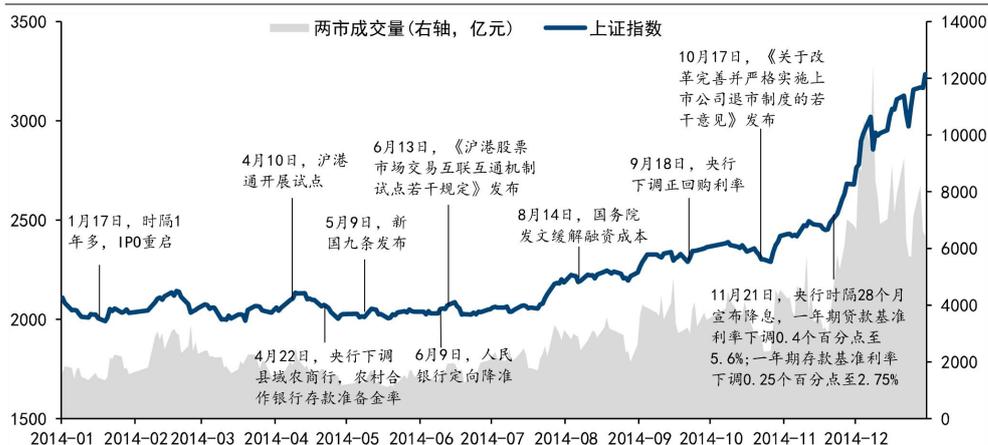
疫情后国内产能率先迅速恢复，复工复产的有序推进，股市V型反转，食品饮料表现居前，“双碳”目标提出推动新能源板块大幅上涨。在疫情暴发后，市场对一次性医疗防护用品、在线教育等需求激增，这直接推动了医药及社服板块率先上涨；疫情暴发后，市场对医疗防护用品和在线教育的需求激增，这直接推动了医药及社会服务板块的率先上涨。随着国内疫情防控取得显著成效，复工复产的步伐加快，消费需求得到显著提振。其中，白酒板块以其盈利的稳定性和良好的基本面，成为受益最为显著的板块。随着“双碳”远景目标的落地，新能源行业迎来了新一轮的发展浪潮，新能源相关公司经历了数年的技术沉淀，成本快速下降，渗透率稳步上升，行业的盈利也持续改善。其中，以“宁组合”为代表的一批新能源上市公司，凭借其前期良好的业绩表现和相对较低的估值水平，受到了投资者的热烈追捧。

2014年-2015年行情回顾

(1) 2014年行情回顾

2014年，股市摆脱了持续5年的熊市行情，上证指数全年涨幅达53%，个股赚钱效应良好，上涨个股占比89%，收益率平均数为46%，中位数为37%。2014年上半年，上证指数走势窄幅震荡，数次跌破2000点，上半年央行定向降准、沪港通获批以及新国九条的发布等货币政策转向及资本市场改革政策为牛市行情奠定了基础；下半年货币政策维持宽松，加之央行超预期降息，入市资金不断增多，杠杆资金的大规模进入进一步催化了牛市行情，市场迅速升温，上证指数一路走高。

图7：2014年A股市场大事件统计



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2014年上半年，资本市场改革和货币政策转向为牛市行情奠基。2014年上半年，股市经历5年熊市之后，整体交投情绪低迷，对政策及外部事件的刺激敏感度有限，大盘总体呈现窄幅震荡行情，但是上半年的资本市场改革政策以及货币政策转向，均为后续牛市行情奠定基础。

在资本市场改革方面，2014年开年，暂停一年有余的IPO重启，新股开始密集发行，同时保监会发文，允许保险资金投资创业板上市公司的股票，这在一定程度上提振了市场信心，大盘有所上涨，但是股市整体赚钱效应依旧较差，投资者的风险情绪并未因此得到实质性的改善，大盘随后开始在区间内震荡。4月10日沪港通获批，两地投资者可通过当地证券公司（或经纪商）买卖规定范围内的对方交易所上市的股票，受此影响，上证指数当日快速上涨1.4%。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》，提出要加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，着力优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，实现发行交易方式多样、投融资工具丰富、风险管理功能完备、场内场外和公募私募协调发展，受政策利好影响，大盘短期有所提振。

在货币政策方面，在经济下行的压力下，持续收紧的货币政策逐渐宽松并开始转向。2013年，央行连续出台文件规范商业银行的表外业务、重启央票逆回购、实行预期管理，开启深化金融改革的序幕，使得流动性收紧。2013年6月，受市场传闻扰动、企业税收集中清缴、端午节假期现金需求、外汇市场变化以及商业银行半年末指标考核等多种因素叠加影响，银行间市场甚至两度出现“钱荒”，虽然后续央行向市场注入流动性，有效平复了“钱荒”问题，但是货币政策始终维持

收紧状态。直到 2014 年 4 月，国常会提出加大涉农资金投放，对符合要求的县域农村商业银行和合作银行适当降低存款准备金率。随后在不到 10 天的时间内，央行宣布从 2014 年 4 月 25 日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率 2 个百分点，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。此后，央行“定向降准”机构由第一次的县域农村商业银行和农村合作银行，扩展为第二次的 2/3 的城商行、80% 的非县域市场流动资金。县域农村商业银行，县域农村合作银行，其他各类商业银行这些“支小”金融机构。“定向降准”的落地标志着货币政策的转向，由此开启了宽松的货币政策周期，为后续的牛市奠定了流动性的基础。

2014 年下半年，货币政策宽松、杠杆资金入市催生趋势性行情。2014 年 7 月，受宏观经济向好、市场流动性宽裕和沪港通等改革措施效果显现三大因素影响，股票市场利好逐渐兑现，大盘蓝筹股起底回升，资源板块及金融板块股票持续走强。货币政策维持宽松，7 月 15 日，国务院经济座谈会提出，必须坚持在区间调控的基础上，注重实施定向调控，也就是保持定力、有所作为、统筹施策、精准发力，在调控上不搞“大水漫灌”，而是抓住重点领域和关键环节，更多依靠改革的办法，更多运用市场的力量，有针对性地实施“喷灌”、“滴灌”。8 月 14 日，国务院发布《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》，提出要保持货币信贷总量合理适度增长，继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具组合，维持流动性平稳适度，为缓解企业融资成本高创造良好的货币环境，并采取综合措施，着力缓解企业融资成本高问题，促进金融与实体经济良性互动。新华社在 8 月 31 日至 9 月 2 日连续发表了 8 篇股评文章，认为 A 股走势乐观。同时，政府还通过一系列措施来“降低社会融资成本”，高层也接连发声明表示对股市的支持。9 月 18 日，央行再次下调正回购利率，下调 14 天期正回购利率 20BP 至 3.50%，为 2014 年 8 月以来第二次下调，创 3 年半以来新低。

2014 年 10 月，中共十八届四中全会召开，这是改革开放以来首次以全会的形式专题研究部署全面推进依法治国这一基本治国方略，依法治国的全面贯彻落实，有助于协调政府与市场的关系，降低企业经营成本，营造良好的经营环境，从估值角度看，有助于降低企业运营过程中的不确定性，降低风险溢价，制度改革方面的利好也迅速在股市中得到兑现，大盘趋势性上涨行情就此确立，上证指数也迅速突破 2400 点。

11 月 21 日，央行采取非对称方式下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%。这是央行时隔 28 个月以来的首次降息，此前货币政策强调精准调控，此次降息无疑超出了大部分投资者预期，股市对于央行的超预期降息反应强烈，此后，券商股领涨，连续数个交易日涨停。随着杠杆资金的大量涌入，市场情绪进一步升温，推动股市持续上涨。融资融券余额迅速攀升，突破 1 万亿元人民币大关。同时，A 股市场开户数达到 7 年来的新高，大量新资金涌入市场，由此强化了股市的赚钱效应，进一步吸引更多资金参与，形成了一个自我强化的上升循环，截至年底收盘，上证指数全年涨幅超过 53%。

“一带一路”主题投资、券商板块引领行情。2014 年，“一带一路”投资主题在全年表现强劲，随着相关政策的逐步推进，该主题下的板块和个股吸引了市场的广泛关注和积极追捧。同时，在智能手机渗透率的稳步提升和 4G 网络的广泛普及的双重利好驱动下，TMT 板块展现出了独立且强劲的市场表现。此外，券商板块在牛市确立的阶段，也领涨了本轮行情。

2014 年中国经济发展进入“新常态”，经济增长速度全面放缓，由高速降至中高速，中国经济面临增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”的状况，在这种三期叠加的复杂局面下，主题投资策略成为投资者在不

确定性中寻找增长机会的重要工具。2013 年中国提出共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路，即“一带一路”倡议，旨在借用古代丝绸之路的历史符号，积极发展与沿线国家的伙伴关系，促进亚洲各国共同发展、加强互通。但是自“一带一路”提出之后，政府一直未出台官方文件详细阐述这一战略，因此，社会各界对于“一带一路”的关注度有限，直到 2014 年 4 月，博鳌亚洲论坛上，我国提出要推动“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”建设的重要项目，此后，“一带一路”才频繁出现在各类新闻报道和领导人的讲话之中，加之当时经济增速放缓，“一带一路”也是一个经济增长的突破口，“一带一路”就此渐渐得到资本市场关注，并随着股市上涨逐渐得到发酵，相关基础设施和贸易板块也就此创下历史最大涨幅。但是，随后主题热度有所退却，一带一路指数就此横盘震荡，直到 2015 年 3 月，发改委等三部门联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，由此标志着“一带一路”战略进入了全面建设阶段，一带一路指数也在经历短暂的横盘调整之后，再度大幅上涨，自 2014 年 7 月的 954 点，至行情演绎的最高点 3334 点，一带一路指数累计涨幅达到 249.59%。

牛市行情确立之后，券商板块领涨，成为 2014 年全年涨幅最高的板块，自 11 月份央行降息之后，券商板块直线上涨，年内涨幅达 140%，在流动性驱动牛市行情中，利好券商股业绩提振，成交量增加直接带动券商的经纪业务收入，同时，在牛市初期，券商股已经低位震荡较长时间，估值正于较低水平，随着业绩的改善和市场情绪的提振，券商股的估值具有较大的提升空间，给市场带来的重组的想象力，这次牛市行情也不例外，券商板块再度成为“牛市旗手”，领涨行情。

(2) 2015 年上半年行情回顾

2015 年上半年，牛市行情得以延续，市场交投情绪高涨，投资者有较高预期，在杠杆资金的加持之下，股市呈现出量价齐升的繁荣景象，两市成交额在 5 月份市场热度最高时，一度飙升至两万亿元，上证指数迅速突破 5000 点，并在 6 月 12 日达到最高点位 5166 点。但是，当时宏观经济并不景气，基本面无法对股市形成有效的支撑，股市与基本面之间出现显著背离，在监管开始清理场外配资之后，杠杆资金迅速出逃，由此酿成两次股灾，2015 年全年，股市经历大起大落之后，市场最终回归理性。

图8: 2015 年上半年 A 股市场大事件统计



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

2015 年，中国经济增速进一步放缓，经济发展开始步入转型发展的阵痛期，经济指标全面下滑，全年 GDP 增速 6.3%，经济通缩问题严峻，受产能过剩问题和出口不振的影响，CPI 增速跌至 1.4%，PPI 增速甚至出现连续数十个月的负增长。受

通缩影响，投资增速大幅下行，固定资产投资累计同比增速为 10%，较上年减少 5.7%，进出口贸易总额较上年下降 7.0%，工业企业的净利润也首次出现负增长。在此背景下，实体经济缺乏良好的投资机会，这也在一定程度上导致大规模的资金在金融体系内空转，推高了资产价格，进而助推杠杆牛市行情。

2015 年开年，在两会之前的政策真空期，市场交投情绪逐渐回归平静，股市总体表现为横盘震荡。当时，国内通缩压力较大，通胀水平一直维持在低位，市场对于货币政策的宽松预期保持一致，央行的降准降息未能调动市场情绪，同时 2015 年被称作“关键之年”。两会既要检阅成绩单，也将为改革加码，市场对 3 月份召开的全国两会寄予厚望，全面深化改革成为市场关注的热点。随后，政府工作报告提出了诸多改革措施及行动计划，一是加强多层次资本市场体系建设，实施股票发行注册制改革，二是深化国企改革，准确界定不同国有企业功能，分类推进改革；三是制定“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。两会之后，市场情绪再度被点燃，股市开启了新一轮的牛市行情，政策端持续发力，为市场提供了重组的想象空间与主题投资机遇，此后，一系列利好政策陆续落地，财政部发文将置换 1 万亿元的地方政府债务，养老金入市等持续催化了行情的上涨。

在股市上涨之际，高层的一系列发言表态进一步强化了投资者的信心，如证监会前主席肖钢在接受记者采访时指出“改革牛”或“杠杆牛”，这两个观点都有道理。本轮股市上涨是对改革开放红利预期的反映，是各项利好政策叠加的结果，有其必然性和合理性。同时，在上证指数涨至 4000 点时，官媒连续发文评论股市行情，把股市对经济的支持作用提高到前所未有的程度，把股市繁荣与支撑经济转型联系在一起，并且喊出 4000 点是牛市的开端的口号。再加上上半年持续的降准降息节奏，货币政策较为宽松，上证指数一路上行。

除了政策面的利好之外，本轮牛市行情更多的是由资金所推动。一方面，两融成本下降，大部分资金开始借助两融加杠杆进入股市，两融余额屡创新高；另一方面，除了场内两融配资，民间配资极度活跃，大量配资公司在此期间成立，部分配资公司甚至可以开出 10 倍高杠杆，并以此吸引客户。股市的赚钱效应良好，投资者信心倍增，纷纷加杠杆进入股市，大规模杠杆资金的入市推动了股市快速上涨，股市再度量价齐升，其中两融余额在 6 月 18 日达到最大值 2.27 万亿元，两市成交额在 5 月 28 日达到历史峰值 2.36 万亿元。上证指数在 6 月 12 日达到阶段性最高点位 5166 点，自开年以来，累计上涨 54%。

市场过热引发了监管的警觉，6 月 2 日，证监会发布《证券公司融资融券管理办法（征求意见稿）》，矛头直指杠杆资金入市导致的股市快速上涨，并要求券商清理场外配资相关业务，文件一出，便引发市场恐慌，大批量的杠杆资金开始纷纷清仓，导致股市下跌，这进一步导致大量的杠杆资金被强行平仓，由此诱发了股市踩踏，加剧了市场恐慌情绪，同时，部分恶意做空的资金也进一步加剧了股市的下跌。随后，一系列救市措施的出台，平缓了恐慌情绪，央行再度双降，证监会叫停 IPO，券商购买股票，7 月 1 日证监会发文提出可展期、不强平、扩大证券公司融资渠道，同时降低了 A 股的交易结算费用，市场情绪得以稳定，股市也止跌步入窄幅震荡。但是，好景不长，受汇改和海外股市暴跌的影响，股市再度暴跌，回吐了前期的涨幅。

2021年后历次短期上涨行情回顾

近年来货币政策维持宽松，在遵守财政纪律和政策微调的语境下具有可比参考价值。本节以沪深300指数为核心资产的基准，对2021年后沪深300指数短期涨幅大于8%的行情进行复盘，2021至今沪深300指数共计5段短期上涨行情。

图9：2021年后历次A股上涨行情回顾

开始时间	2021-01-04	2021-03-25	2022-04-26	2022-10-31	2024-02-02	2024-09-13
见底时间	2021-02-10	2021-06-01	2022-07-04	2023-01-30	2024-05-20	/
沪深300涨幅	11.44%	8.38%	17.85%	18.64%	14.71%	16.74%
万得全A涨幅	5.15%	10.08%	22.37%	13.80%	15.22%	15.68%
占优风格	大盘成长	中盘成长	中盘成长	大盘成长	中盘价值	大盘成长
	中盘成长	大盘成长	小盘成长	大盘价值	小盘价值	中盘成长
占优行业	社会服务	美容护理	电力设备	食品饮料	有色金属	房地产
	石油石化	有色金属	汽车	非银金融	通信	非银金融
	美容护理	医药生物	有色金属	传媒	基础化工	食品饮料
	基础化工	电力设备	国防军工	建筑材料	国防军工	食品饮料
	食品饮料	食品饮料	机械设备	家用电器	汽车	计算机
货币政策	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。		5月20日，5年期LPR超预期下调15BP。	11月25日，央行降准0.25%；美联储加息步伐放缓，人民币贬值压力缓解。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。增强资本市场内在稳定性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%。
财政政策	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。	2021年赤字率拟按3.2%左右安排，不再发行抗疫特别国债。中央本级支出继续安排负增长，进一步大幅压减非急需非刚性支出，对地方一般性转移支付增长7.8%。建立常态化财政资金直达机制并扩大范围，将2.8万亿元中央财政资金纳入直达机制。	5月11日，国常会要求财政政策以就业优先为导向，稳住经济大盘；部署进一步盘活存量资产，拓宽社会投资渠道、扩大有效投资。5月23日，国常会实施6方面33项措施，涉及减税降费及对特定行业补贴等。	10月27日，国常会提出持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济进一步回稳向上；听取财政金融政策工具支持重大项目建设和设备更新改造情况汇报，部署加快释放消费政策效应；要求深入落实制造业增量留抵税额即申即退，支持企业纾困和发展。	积极的财政政策要适度加力、提质增效。赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元。一般公共预算支出规模28.5万亿元。拟安排地方政府专项债券3.9万亿元。拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024年先发行1万亿元。	要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方专项债，更好发挥政府投资带动作用。
期间重要会议、政策文件内容	国常会提出着力优化营商环境，是更大激发市场主体活力的关键，也是应对严峻复杂形势，促进经济稳定恢复的重要举措。		国务院发布33条稳增长政策；国常会提出加大对汽车消费的补贴；保供复产措施密集出台。	防疫优化实质性落地，11月11日，国务院发布防疫优化20条；中央经济工作会议定调将“扩大国内需求”作为次年经济工作重点方向。	5月17日，央行调整首套和二套房贷最低首付比例分别降至不低于15%和不低于25%。同时，取消全国首套房、二套房商业性个人住房贷款利率政策下限，并于5月18日起下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。	9月24日，国新办举行新闻发布会公布了一揽子政策，包含稳增长、稳楼市、稳股市和防风险四方面内容。

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

(1) 第一轮（2021/01/04—2021/02/10）

2021年初，得益于有效的疫情防控措施，各行各业的复工复产得以顺利推进，经济实现了稳步增长。同时，公募基金的大规模发行和认购活动为A股市场提供了充足的增量资金。在这样的背景下，公募基金倾向于集中投资于以茅指数为代表的大盘股，这种“以大为美”的投资策略促使宽基指数迎来了快速的上涨行情。

(2) 第二轮（2021/03/25—2021/06/01）

2021年春节过后，A股市场经历了一段波动时期。这一时期，受到美债利率上升的影响，市场无风险利率快速上行，同时，以茅指数为代表的大盘蓝筹股的交易结构出现走弱，导致市场出现了技术性的回调。这种回调在3月中旬开始稳定下来，随着时间的推移，市场逐步消化了美债利率上行带来的影响，并且在国内外多重利好因素的共振下，市场情绪得到了一定程度的修复。

(3) 第三轮（2022/04/26—2022/07/04）

2022年4月，经济稳步增长，多项经济数据回暖；同时，国务院发布33条稳增长政策，加之一系列保供复产的政策密集出台，政策端发力提振市场信心，A股迅速企稳反弹，成长股占优，电力设备和汽车等复工复产较快的，景气度改善的行业领涨。

(4) 第四轮（2022/10/31—2023/01/30）

2022年11月后，金融管理部门推出多项举措，整合了信贷、保函、债券等多种手段，涉及“保交楼”、预售监管资金、房企并购等多个方面，打出房地产金融“组合拳”，房地产企业面临的融资问题得到一定缓解。11月11日，国务院发布防疫优化20条，各项防疫优化措施也实质性落地；中央经济工作会议定调将“扩大国内需求”作为次年经济工作重点方向。外部视角来看，美联储加息放缓，人民币贬值压力缓解。在内外环境持续改善的背景下，A股迎来一轮修复行情。

(5) 第五轮（2024/02/02—2024/05/20）

2024年初，大盘缩量下行，红利板块占优，成为资金避风港，但是指数延续下行态势，并触及阶段性低点。春节后，监管层积极治理，央行超预期降准降息，叠加春季躁动行情，A股市场迅速反弹，随后AIGC国产化替代助推了本轮行情。4月12日，“新国九条”发布后，资本市场建设方向开始发生转向开始由“融资市”转向“投资市”，市场风险偏好进一步得到修复。5月17日，央行调整首套和二套房贷最低首付款比例分别降至不低于15%和不低于25%。同时，取消全国首套房、二套房商业性个人住房贷款利率政策下限，并于5月18日起下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，受到利好政策催化，房地产板块大幅上涨，进一步带动指数加速上行。

结论

历次上涨行情中第一轮反弹到反转，需要政策面信号-情绪面推动-基本面验证三个环节。在反弹夹杂调整过程中，成长主题+政策驱动是两条细分方向，历史首轮反弹行情中非银金融及军工板块占优。从行业的视角来看，以往首轮反弹行情中，占优的行业不尽相同，虽然复盘时能从先前的政策及行业发展趋势中找到一些线索，但是身处行情之中，准确做出前瞻性预判并非易事。然而，在历次的反弹行情中，政策驱动和成长主题是每次核心抓手，如按照以往规律，非银金融板块始终是最大受益者之一，在成交量放大的阶段表现尤为突出。同时，军工板块凭借其良好的成长性，在历次的反弹行情中也常常占据优势地位。

风险提示

- (1) 海外地缘冲突风险；
- (2) 美国大选最终阶段的不确定性；
- (3) 历史复盘仅作为梳理，不构成当前投资的参考依据。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032