



Research and  
Development Center

# 政策 > 流动性 > 盈利

## ——2025 年度策略

2024 年 12 月 12 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  
邮箱：fanjituo@cindasc.com

李畅 策略分析师  
执业编号：S1500523070001  
邮箱：lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金  
隅大厦 B 座  
邮编：100031

## 政策>流动性>盈利

2024 年 12 月 12 日

- **政策已经改变了股市的供需结构。**历史上驱动牛熊转折重要的力量之一是来自股市供需格局的转变。历史上大部分时候，A 股都是融资市（融资规模大于分红），但少部分时候，也出现过股权融资规模低于上市公司分红的情况。分别是 1995 年、2005 年、2013 年，之后股市大多会出现较大级别牛市。
- **这一次牛市期间，盈利可能会有小幅企稳，但尚有不不确定性。**参考美国、中国香港、日本房地产下降期的股市表现，能够看到通常来说股市进入牛市比房价企稳回升更容易。美国次贷危机后，房价持续下降了 6 年（06-12 年），但美股的熊市在美联储开启第一次量化宽松（QE1）后不久就结束了。国内 2014-2015 年的情况也是类似的，2014 年开始实施货币宽松和房地产棚改政策，经济企稳回升是 2016 年以后，但股市牛市已经在政策全面转向的 2014 年下半年就展开了。
- **A 股牛市的一般过程：快涨—震荡—加速。快涨阶段已经结束，现在处在震荡期。**牛市初期交易量阶段性见顶后，可能会震荡半年-1.5 年，牛市中后期大多只会震荡 2-3 个月。震荡结束后重点观察新增政策变化和 2025 年春季上市公司季报、经济数据。
- **时间规律、估值比价有利于小盘成长，但尚缺业绩验证。**2008 年以来，成长价值风格大多会呈现 2-3 年的周期轮动。这一次始于 2021 年初的价值风格到 2024 年 8 月接近 3 年，价值股的估值优势已经不明显了。这是市场反转后，小盘成长风格强的原因。
- **牛市第一波上涨的板块特点：老赛道、超跌行业和证券易占优。但牛市第一波上涨的领涨板块不一定代表牛市的风格。**熊转牛第一波上涨，领涨的板块往往是老赛道，2012 年 12 月底企稳上涨第一波是老赛道（银行）、2014 年 Q3-Q4 是老赛道（金融周期）、2019 年 Q1 是老赛道（证券、TMT）。但这个阶段的风格通常不代表未来牛市的风格。2013-2015 年，最强的产业赛道是 TMT，但 2012 年 12 月-2013 年 1 月和 2014 年 11-12 月，两个证券领涨的阶段，TMT 的超额收益均表现一般。
- **新一轮牛市可能的新赛道或新逻辑：**（1）新赛道新逻辑：AI、军工；（2）老赛道新逻辑：高 ROE 中的弹性行业（家电、互联网、上游周期）；（3）年度基本面可能有变化的行业：房地产、破净个股。
- **风险因素：**宏观经济下行风险；房地产市场下行风险；稳增长政策不及预期风险；海外流动性及地缘政治风险；历史数据不代表未来。

## 目录

|   |    |
|---|----|
| 一、牛市重要的基础：股市供需格局改善 .....                            | 5  |
| 1.1 牛市重要的驱动力量：股市政策驱动股权融资减少 .....                    | 5  |
| 1.2 政策和估值对股市供需格局的影响是逆周期的 .....                      | 6  |
| 二、这一次牛市中盈利可能会小幅企稳 .....                             | 8  |
| 2.1 房地产市场风险对股市影响可能已经结束 .....                        | 8  |
| 2.2 库存周期上行和美国二次通胀可能对冲对出口的担心 .....                   | 10 |
| 2.3 化债政策对经济的正面影响通常滞后 1 年 .....                      | 12 |
| 2.4 本轮牛市盈利情况可能好于 2014-2015 年 .....                  | 14 |
| 三、牛市的进程：快涨—震荡—加速 .....                              | 16 |
| 3.1 历史上牛市的三阶段：快涨—震荡—加速 .....                        | 16 |
| 3.2 牛市存在三阶段的原因：盈利兑现速度慢，居民资金影响大于机构 .....             | 17 |
| 3.3 当前处于牛市中初震荡期，还可能会震荡一段时间 .....                    | 18 |
| 四、这一次牛市的新特点 .....                                   | 22 |
| 4.1 股权融资规模低于分红能否变为长期现象 .....                        | 22 |
| 4.2 ETF 可能会成为居民流入股市的核心力量 .....                      | 22 |
| 4.3 公募主动产品和外资对风格影响减弱 .....                          | 24 |
| 五、风格判断：时间规律、估值比价有利于小盘成长 .....                       | 25 |
| 5.1 从时间规律来看，未来 2 年有利于成长风格占优 .....                   | 25 |
| 5.2 从相对估值来看，价值股 PB 比较优势已经不明显 .....                  | 25 |
| 5.3 2021 年以来风格的大趋势是小盘风格，2025 年可能会大小盘快速轮动 .....      | 26 |
| 六、行业配置：底部反转第一波领涨的板块不一定代表牛市最强赛道 .....                | 30 |
| 6.1 2009-2014 年：第一波上涨多为金融周期领涨，牛市风格反而多为消费成长 .....    | 30 |
| 6.2 2015-2019 年：第一波上涨 TMT 均表现强，牛市风格分别是消费牛和新半军 ..... | 31 |
| 6.3 证券领涨期的风格往往不是牛市最强风格 .....                        | 32 |
| 七、牛市三阶段的板块表现 .....                                  | 35 |
| 风险因素 .....  | 38 |

## 表目录

|  |    |
|--|----|
| 表 1：牛市初期和中后期股市特征的核心差异汇总 .....                | 21 |
| 表 2：2009-2014 年第一波上涨和牛市主线风格的区别（单位：%） .....   | 31 |
| 表 2：2015-2019 年第一波上涨和牛市主线风格的区别（单位：%） .....   | 32 |
| 表 4：证券快涨期的风格不代表牛市中最强赛道（单位：%） .....           | 33 |
| 表 5：1994-1997 年牛市不同阶段的行业表现 .....             | 35 |
| 表 6：1999-2001 年牛市不同阶段的行业表现 .....             | 36 |
| 表 7：2013-2015 和 2019-2021 年牛市不同阶段的行业表现 ..... | 37 |

## 图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：A 股之前 3 次大级别牛市，其中两次出现在 GDP 增速放缓期（单位：点，%） .....    | 5  |
| 图 2：阶段性收紧 IPO、鼓励分红等政策已经改善了股市的供需结构（单位：亿元） .....        | 6  |
| 图 3：股权融资规模/总市值已经下降到接近 2005 年的水平（单位：%） .....           | 6  |
| 图 4：2024 年 1-11 月现金分红总额已经创历史新高（单位：亿元） .....           | 7  |
| 图 5：2024 年 1-11 月回购金额也已经达到 2016 年以来新高（单位：亿元） .....    | 7  |
| 图 6：2024 年 1-11 月股权融资规模低于 2007-2023 年（单位：亿元） .....    | 7  |
| 图 7：2024 年 1-11 月产业资本净减持规模低于 2007-2023 年（单位：亿元） ..... | 7  |
| 图 8：2006 年中-2012 年中美国房价下降持续了 6 年（单位：点） .....          | 8  |
| 图 9：美国房价下降到后期二手房销售开始磨底（单位：点，万套） .....                 | 8  |
| 图 10：量化宽松是美股见底的信号（单位：点，百万美元） .....                    | 9  |
| 图 11：中国香港房价长期下行期间港股并非持续熊市（单位：点，港元/平方米） .....          | 9  |
| 图 12：中国香港房地产其他指标下降 3 年后磨底（单位：千平方米，份） .....            | 9  |
| 图 13：日本房价长期下行期间指数也多次出现反弹（单位：点） .....                  | 10 |
| 图 14：指数反弹期间部分房地产指标有反弹（单位：单元，件，户） .....                | 10 |

|   |    |
|---|----|
| 图 15: 历次出口增速从高点回落之后, 国内经济数据大多更弱 (单位: %)               | 11 |
| 图 16: 美国库存周期上行对出口的影响较大 (单位: %)                        | 11 |
| 图 17: 美国通胀可能结束下行趋势 (单位: %)                            | 11 |
| 图 18: 2015-2023 年全国地方政府负债率 (单位: %)                    | 12 |
| 图 19: 2015-2023 年全国地方政府债务率 (单位: %)                    | 12 |
| 图 20: 2015-2023 年全国地方政府偿债率 (单位: 倍数, %)                | 12 |
| 图 21: 2015-2024 年历年政府化债规模 (单位: 亿元)                    | 13 |
| 图 22: 历史上每轮化债规模合计 (单位: 亿元)                            | 14 |
| 图 23: 2014-2015 年开始 PSL 支持棚改货币化 (单位: 亿元)              | 14 |
| 图 24: 2014 年-2015 年利率持续下行 (单位: %)                     | 14 |
| 图 25: 2014-2015 年全 A 非金融两油 ROE 持续下降 (单位: 点, %)        | 15 |
| 图 26: 2014-2015 年 A 股资本开支增速维持低位 (单位: %)               | 15 |
| 图 27: 2014-2015 年油价出现大幅下跌 (单位: 点, 美元/桶)               | 15 |
| 图 28: 2014 年海外产能周期还在高位 (单位: %)                        | 15 |
| 图 29: 1994-1997 年牛市的过程 (单位: 点数)                       | 16 |
| 图 30: 1999-2001 年牛市的过程 (单位: 点数)                       | 16 |
| 图 31: 2013-2015 年牛市的过程 (单位: 点数)                       | 16 |
| 图 32: 2019-2021 年牛市的过程 (单位: 点数)                       | 16 |
| 图 33: 2005-2007 年和 2009 年的牛市中盈利兑现速度较快 (单位: 点, %)      | 17 |
| 图 34: 居民资金一旦流入很容易有牛市 (单位: 亿)                          | 18 |
| 图 35: 机构资金的增多不一定是牛市 (单位: 亿)                           | 18 |
| 图 36: 2014 年 12 月交易量高峰过后, 市场震荡了 2 个月 (单位: 点数, %)      | 18 |
| 图 37: 05-07 年牛市, 交易高峰过后, 市场也会震荡 (单位: 点数, %)           | 18 |
| 图 38: 牛市初期的 2019 年 Q1, 交易量见顶后市场震荡了 1 年 (单位: 点数, %)    | 19 |
| 图 39: 1999 年 519 行情第一波上涨后, 市场震荡休整了半年 (单位: 亿, 点数)      | 19 |
| 图 40: 2013 年牛市初期, 投资者还在困扰于 GDP 能否回升 (单位: 点数, %)       | 20 |
| 图 41: 类似 14-15 年的银证转账再也没有出现 (单位: 点, 亿)                | 20 |
| 图 42: 16 年以后两融交易量只有脉冲回升 (单位: 点数, 亿)                   | 20 |
| 图 43: 这一次分红-股权融资规模之差较大 (单位: 亿元)                       | 22 |
| 图 44: 投资者结构变化与大小盘风格的关系 (单位: 倍, 点)                     | 23 |
| 图 45: ETF 份额大幅增加, 但没有 2020 年公募主动权益产品规模增长的快 (单位: 亿份)   | 23 |
| 图 46: 公募主动权益型产规模增长速度变慢 (单位: 亿份)                       | 24 |
| 图 47: 外资流入的力度大概率也会变慢 (单位: %)                          | 24 |
| 图 48: 从时间规律来看 2022 年开始的价值风格占优有结束的可能 (单位: 倍数)          | 25 |
| 图 49: 截至 2024 年 8 月成长和消费的相对估值已经接近 2018 年底的水平 (单位: 倍数) | 26 |
| 图 50: 周期、稳定类行业相对全 A 的 PB 已经高于 2018 年水平 (单位: 倍数)       | 26 |
| 图 51: 大小盘大级别切换的时间在 5-8 年不等 (单位: 倍数)                   | 27 |
| 图 52: 大小盘估值比值在中等水平 (单位: 倍数)                           | 27 |
| 图 53: 05-07 年快牛期间, 大小盘风格每 1-2 个季度会发生一次转变 (单位: 点数, 倍)  | 28 |
| 图 54: 14-15 年快牛期间, 大小盘风格也 1-2 个季度会发生一次转变 (单位: 点数, 倍)  | 28 |
| 图 55: 19-21 年比 16-17 年涨幅更大, 风格也切换更快 (单位: 点数, 倍)       | 28 |
| 图 56: 2009-2014 年多为金融周期先涨, 最终牛市风格是消费成长 (单位: 点, 倍)     | 30 |
| 图 57: 2015-2019 年 TMT 反转第一波上涨中表现强 (单位: 点, 倍)          | 31 |
| 图 58: 券商往往会在牛初或牛中加速期有 2 个月的脉冲式表现 (单位: 点, %)           | 32 |
| 图 59: 2013-2015 年 TMT 超额收益在熊转牛第一波上涨中不强 (单位: 点, 倍)     | 34 |
| 图 60: 2019-2021 年电子和电力设备超额收益式震荡期产生的 (单位: 点, 倍)        | 34 |

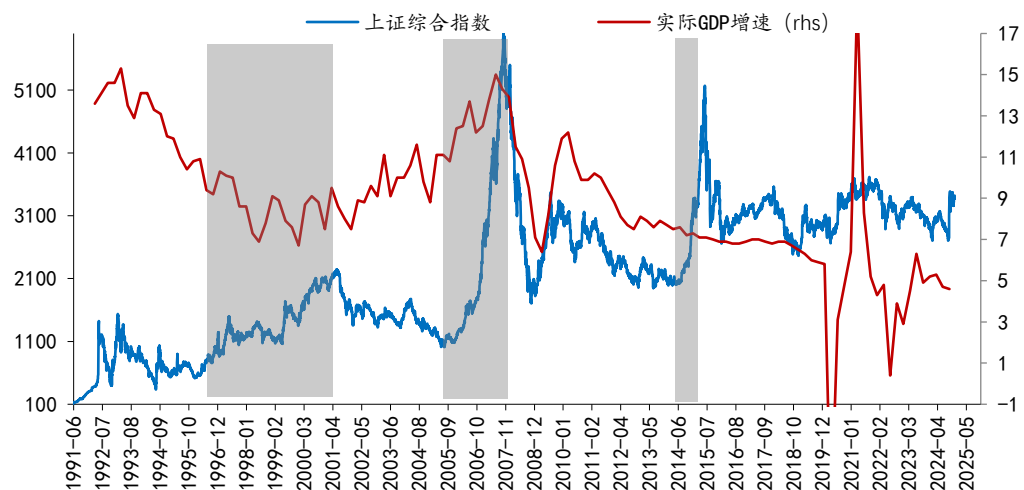
## 一、牛市重要的基础：股市供需格局改善

### 1.1 牛市重要的驱动力量：股市政策驱动股权融资减少

A股历史上三次大级别牛市中只有一次依赖盈利。A股历史上较大级别的牛市主要是3次，分别是1996-2001年、2006-2007年和2014-2015年，期间指数的涨幅均高达150%以上。但这三次大级别牛市，其中有两次均出现在GDP增速放缓的过程中（1996-2001年和2014-2015年），而三次牛市均有政策对股市微观投资者结构改善的影响。

1996-2001年股市大牛市，政策层面始于1994年7月，《人民日报》发表证监会与国务院有关部门共商稳定和发展股票市场的措施的文章。宣布三项“救市”措施，分别为“停发新股、允许券商融资、成立中外合资基金”，俗称“三大政策”。2005-2007年牛市，始于2004年国务院发布的《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称国九条），之后的股权分置改革，推动大股东让利给二级市场投资者。2014-2015年牛市，背后也有政策的积极影响，2014年5月，国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（简称新国九条），随后私募快速发展，股市迎来明显的增量资金。

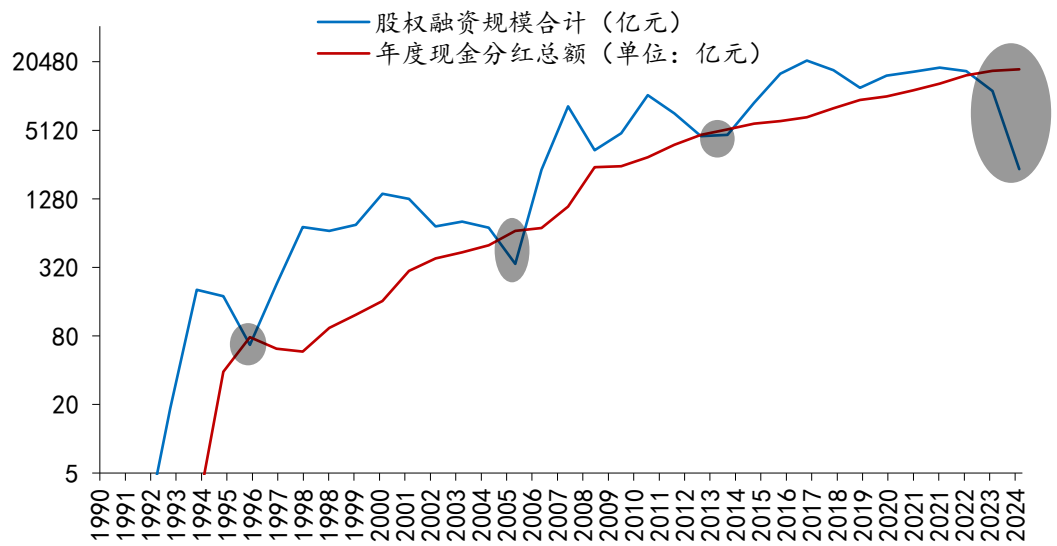
图 1：A股之前3次大级别牛市，其中两次出现在GDP增速放缓期（单位：点，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为这一次熊牛转折，最重要的力量之一是来自股市供需格局的转变。A股的投资结构中，上市公司和大股东是重要的力量之一，历史上大部分时候，A股都是融资市（融资规模大于分红），但少部分时候，也出现过股权融资规模低于上市公司分红。分别是1995年、2005年、2013年，这几次过后，不管经济是否改善，股市都会出现较大级别的牛市。2023年下半年以来，随着股权融资规模的下降，股市的供需结构也在扭转，我们认为这是牛市最重要的力量之一。我们预计，短期内股权融资规模尚难快速回升。

图 2：阶段性收紧 IPO、鼓励分红等政策已经改善了股市的供需结构（单位：亿元）



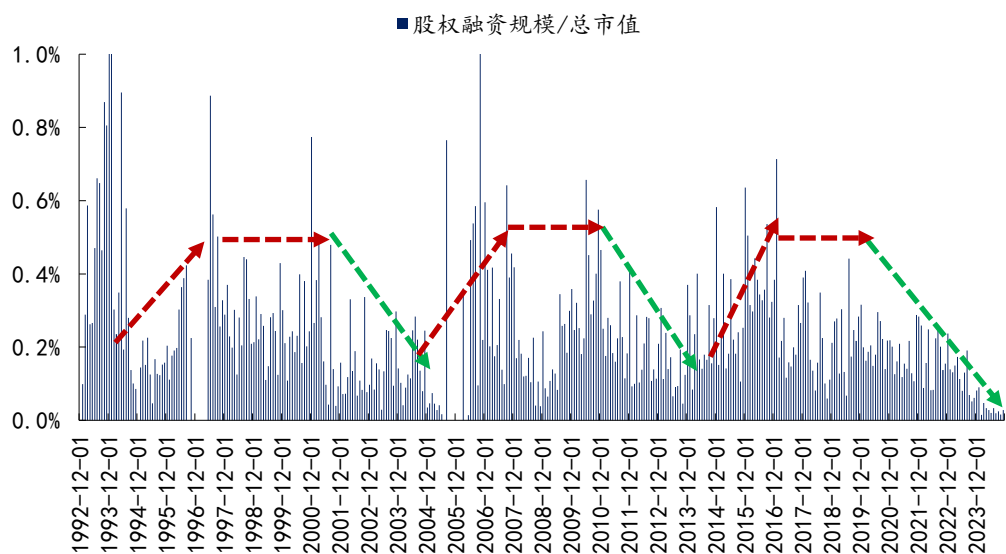
资料来源：万得，信达证券研发中心

注：2024 年数据截至 11 月。

## 1.2 政策和估值对股市供需格局的影响是逆周期的

股权融资规模/总市值已经下降到了较低水平。目前股权融资规模/总市值已经低于 2012-2013 年 IPO 暂停期间水平，基本接近 2005 年的水平。股市股权融资规模主要受到股市估值和政策的影响。牛市中，股市估值抬升，股权融资规模大幅放量，增加股市供给，直到改变牛市的惯性。熊市中，股市估值持续下降，政策收紧 IPO，股权融资额快速下降，从而减少股市供给，直到改变熊市的惯性。

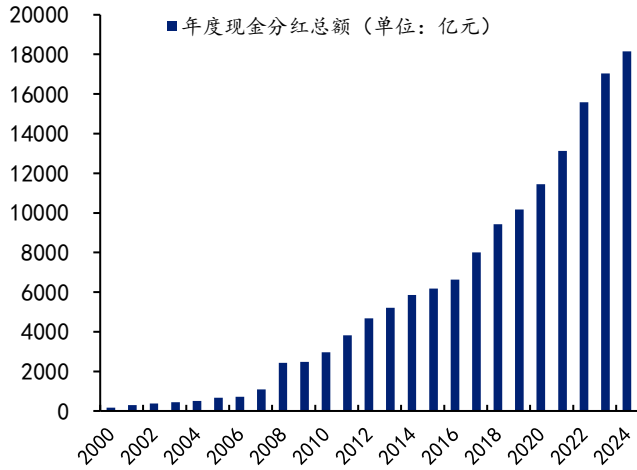
图 3：股权融资规模/总市值已经下降到接近 2005 年的水平（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

**2024年1-11月分红和回购规模均达到历史高位水平。**从年度数据来看，2024年1-11月上市公司累计分红金额达到18157亿元。对比历史同期来看，已经达到2000年以来年度分红金额新高。2024年1-11月，上市公司回购金额为4852亿元，月均回购规模为434.5亿元，月均回购规模也高于2016年以来的所有年份。

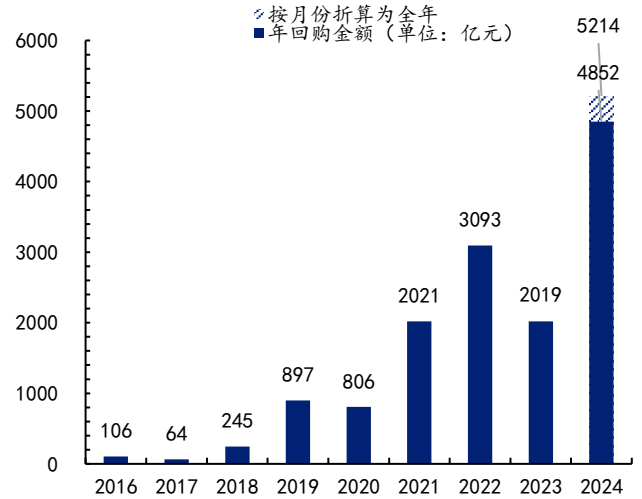
**图 4：2024 年 1-11 月现金分红总额已经创历史新高（单位：亿元）**



资料来源：万得，信达证券研发中心

注：横轴 2024 统计区间为 2024 年 1-11 月。

**图 5：2024 年 1-11 月回购金额也已经达到 2016 年以来新高（单位：亿元）**

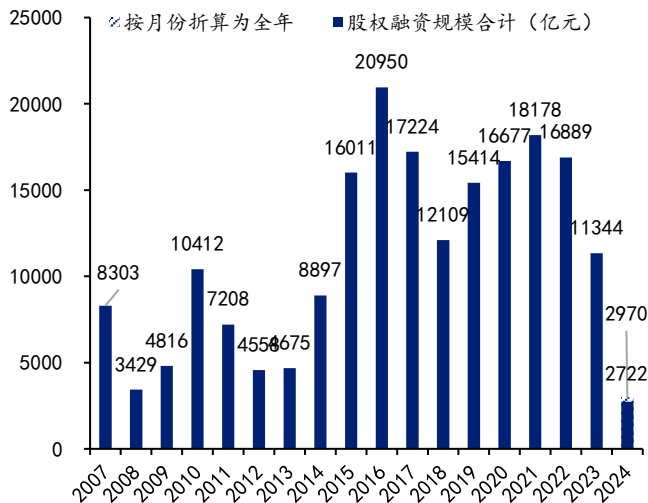


资料来源：万得，信达证券研发中心

注：横轴 2024 统计区间为 2024 年 1-11 月。

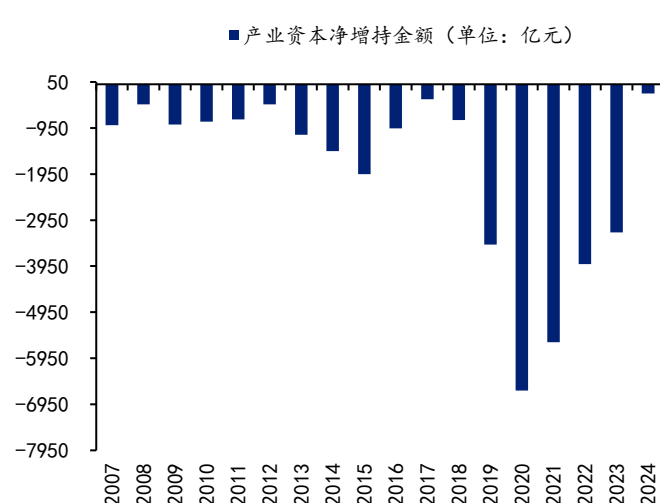
**2024年1-11月股权融资规模和产业资本净减持规模均接近2007年以来最低水平。**股权融资规模为2722亿元，月均融资规模约247亿元，低于2007-2023年的全部年份，更接近2006年之前的水平。2024年1-11月上市公司累计净减持规模为199.65亿元，月均减持规模约为18亿元，月均减持规模为2007年以来最低。

**图 6：2024 年 1-11 月股权融资规模低于 2007-2023 年（单位：亿元）**



资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 7：2024 年 1-11 月产业资本净减持规模低于 2007-2023 年（单位：亿元）**



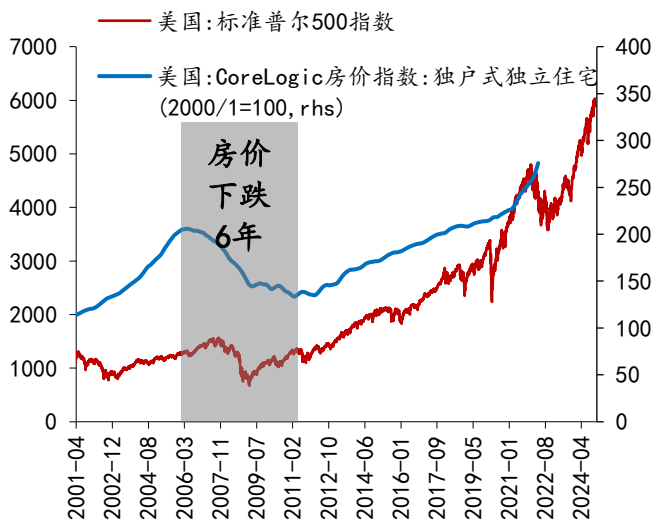
资料来源：万得，信达证券研发中心

## 二、这一次牛市中盈利可能会小幅企稳

### 2.1 房地产市场风险对股市影响可能已经结束

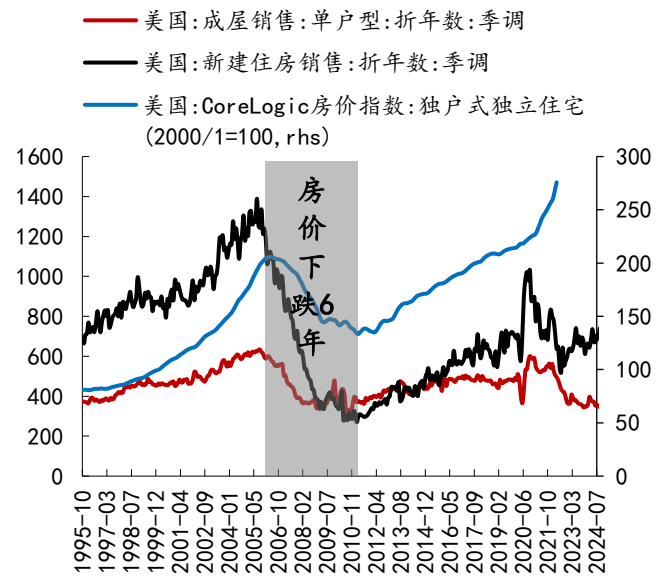
从海外经验来看，次贷危机后美国房价持续下降了6年，但美股熊市仅持续1年半即开始企稳回升。2006年中-2012年中，受次贷危机影响，美国房价持续下降了6年，但标普500熊市出现在2007年10月-2009年3月，仅持续了一年半的时间。同时，房价下降到后期，二手房销售开始磨底。

图 8：2006 年中-2012 年中美国房价下降持续了 6 年（单位：点）



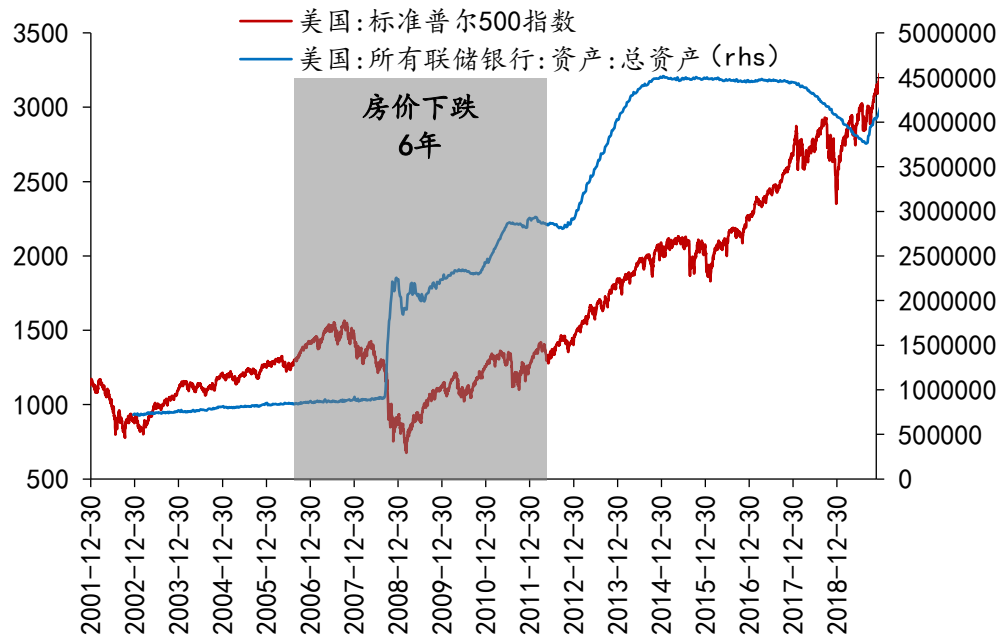
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：美国房价下降到后期二手房销售开始磨底（单位：点，万套）



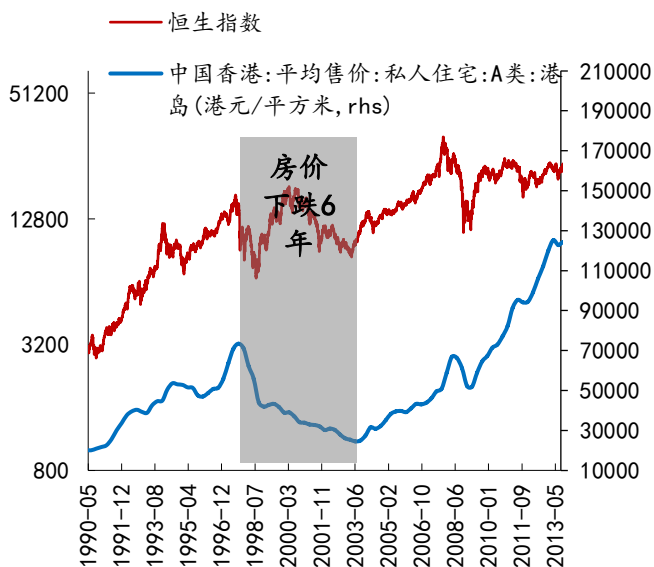
资料来源：万得，信达证券研发中心

出现这种情况主要是从 2008 年底开始，美联储开启了量化宽松。第一次量化宽松（QE1）后，经济依然偏弱，后续还有 QE2、QE3，直到 2014 年量化宽松才停止，但股市的反转在 QE1 后就开始了。国内 2014-2015 年的货币宽松和房地产棚改政策也是类似的，确认经济企稳回升是 2016 年以后，但股市牛市已经在政策全面转向的 2014 年下半年就展开了。所以当下来看，我们认为 9 月的政策拐点，方向上也标志着熊市的结束，短期效果和力度如何大概率只影响市场的节奏。

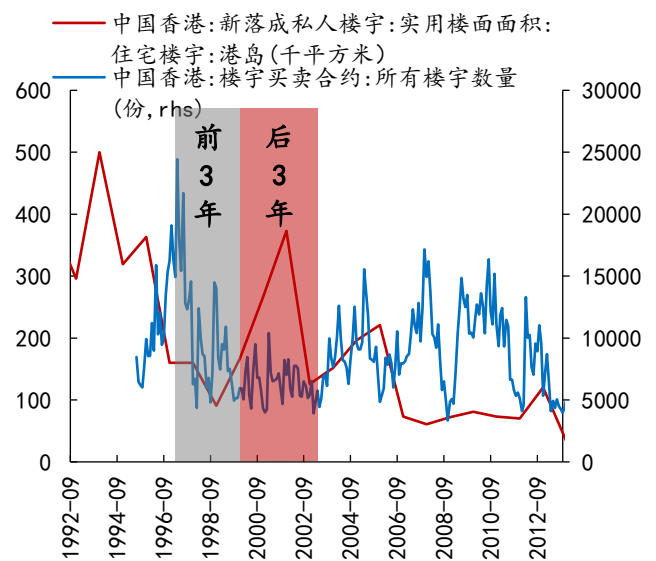
**图 10：量化宽松是美股见底的信号（单位：点，百万美元）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

中国香港房地产市场长期下行期间，港股也并非持续熊市。1998 年受亚洲金融危机影响，中国香港房地产市场从 1998 年到 2003 年房价出现连续 6 年下降，但除房价外，其他房地产指标下降 3 年后开始磨底。在房地产市场下行期间恒生指数出现过两段熊市，分别是 1997 年 8 月-1998 年 8 月（1 年）、2000 年 7 月-2003 年 6 月（3 年）。中间 1998 年 8 月-2000 年 7 月恒生指数走强了近 2 年。

**图 11：中国香港房价长期下行期间港股并非持续熊市（单位：点，港元/平方米）**


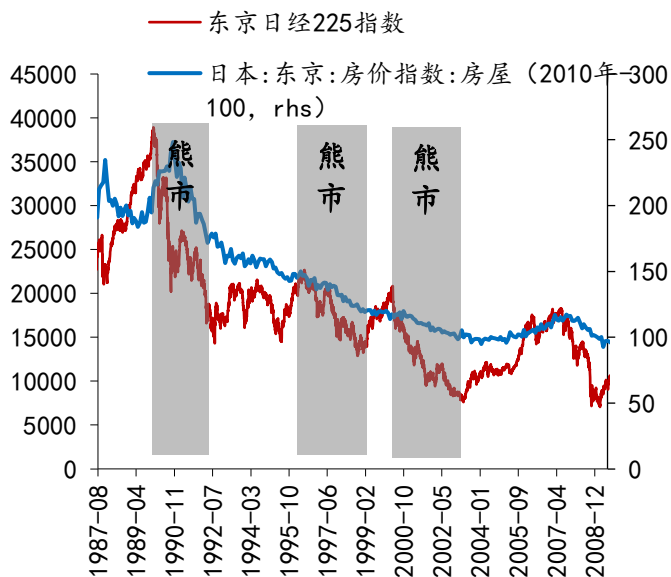
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 12：中国香港房地产其他指标下降 3 年后磨底（单位：千平方米，份）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

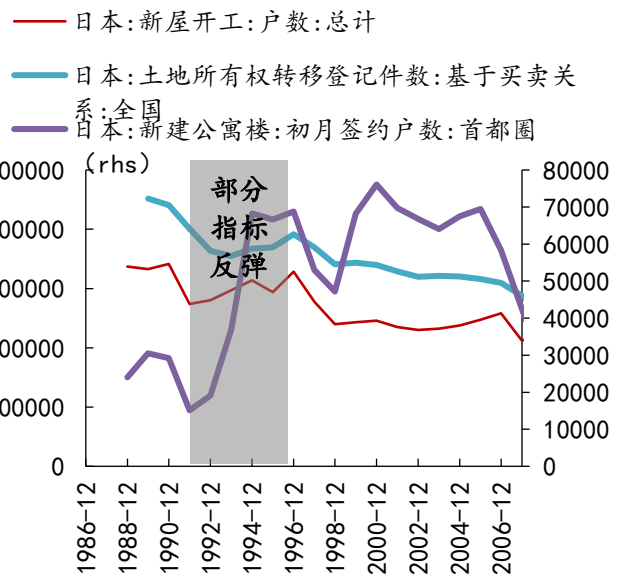
日本房地产市场长期下行期间，日股多次出现过时间长达1年的反弹。另外一种较悲观的情形是，日本1990年房地产泡沫破裂后，房价在1990年-2004年持续14年下滑，期间房价没有出现过年度反弹。在房地产市场长期下降期间日经225指数出现过三段熊市，1990年1月-1992年8月、1996年7月-1998年10月、2000年4月-2003年4月。不过需要注意的是，即使房价持续十几年长期下行，期间日股也出现过多次时间长达1年的大反弹。在指数反弹期间，虽然房价仍在持续下降，但新开工、房地产销售等部分指标出现了阶段性反弹。

图 13：日本房价长期下行期间指数也多次出现反弹（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

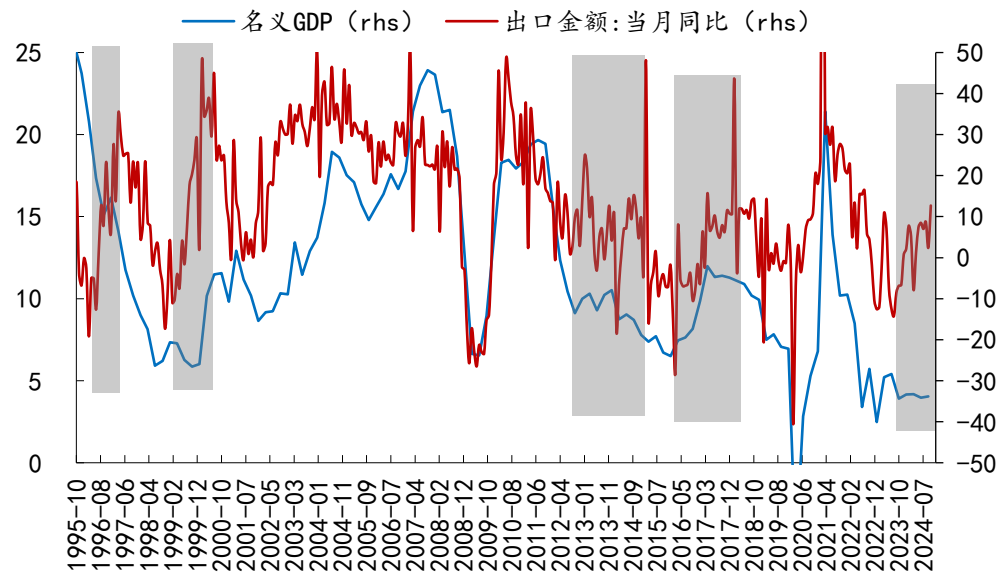
图 14：指数反弹期间部分房地产指标有反弹（单位：单元，件，户）



资料来源：万得，信达证券研发中心

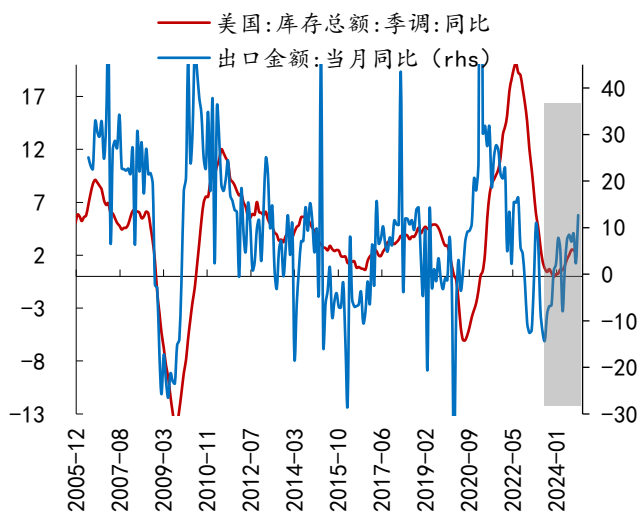
## 2.2 库存周期上行和美国二次通胀可能对冲对出口的担心

2024 年出口是中国经济各分项中表现最好的数据之一，但大部分投资者对 2025 年出口数据有一定的担心。主要因为：（1）1996 年以来历次出口数据好于 GDP，大多情况下都没改变国内经济格局，之后出口回落期间，国内经济数据大多更弱，只有 1999 年例外。（2）特朗普当选美国总统后，2025 年美国贸易政策存在较大的不确定性。

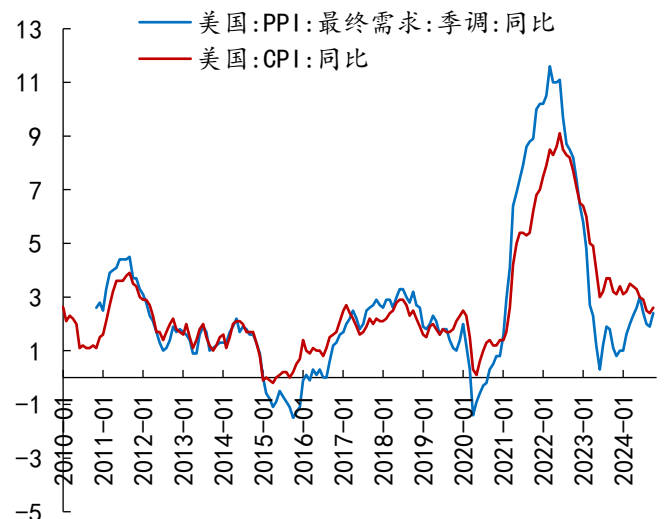
**图 15: 历次出口增速从高点回落之后, 国内经济数据大多更弱 (单位: %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

但我们认为, 美国库存周期的上行和美国二次通胀的迹象可能在一定程度上对冲对出口的担心。因为历史数据表明, 1-2 年内, 美国的库存周期对出口的影响较大。而美国现在的库存周期依然处在上行期。与此同时, 特朗普胜选后, 根据其前期贸易保护主义、严格的移民政策等政策主张, 可能从供给端抬升商品通胀中枢, 带来美国通胀结束下行趋势。我们认为, 出口数据从 2020 年疫情后, 就开始变得较强了, 很重要的催化因素是海外的高通胀。美国二次通胀的迹象有望和美国库存周期上行一起对冲对出口的担心。

**图 16: 美国库存周期上行对出口的影响较大 (单位: %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

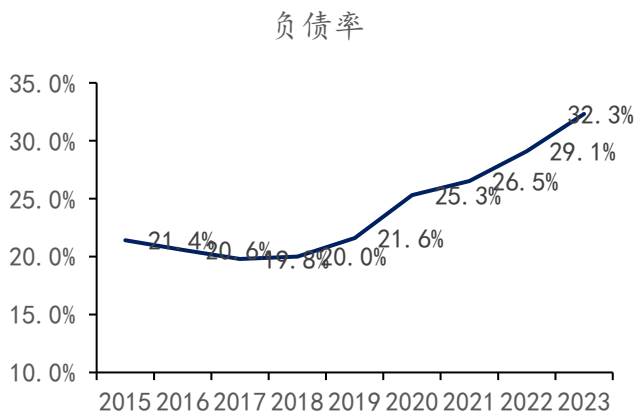
**图 17: 美国通胀可能结束下行趋势 (单位: %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 2.3 化债政策对经济的正面影响通常滞后 1 年

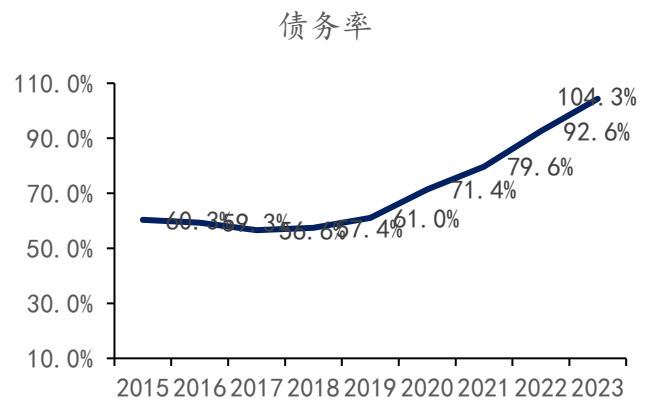
地方政府债务压力风险在可控范围内，但债务压力有逐年上升的趋势。衡量地方政府债务压力主要采用“负债率”、“债务率”、“偿债率”三个指标。负债率为政府债务余额和 GDP 的比值，警戒线通常为 60%。截至 2023 年我国地方政府负债率为 32.3%，整体风险低于警戒线，但是有持续上升的趋势。债务率为政府债务余额和当年综合财力的比值，综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+转移支付。目前中央对地方的转移支付数据仅公布到 2022 年，截至 2023 年末我国地方政府债务率为 104.3%，首次超过 100%的警戒线，地方政府财政偏紧的问题仍然存在。此外，从偿债率指标（偿还债务本息额和当年综合财力的比值）来看，截至 2023 年末我国地方政府偿债率为 12.5%，低于通用的 20%警戒线，但上升速度较快。

图 18: 2015-2023 年全国地方政府负债率（单位：%）



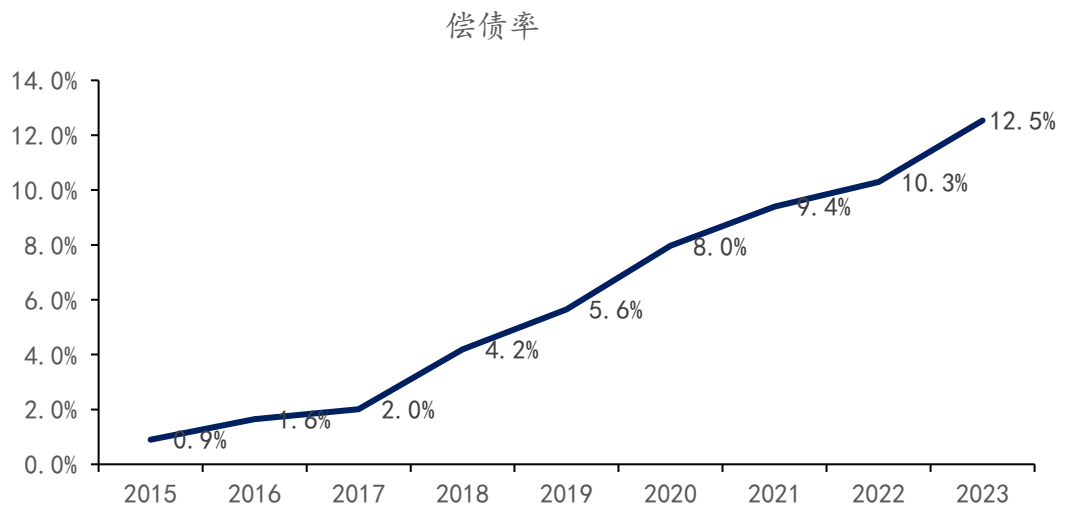
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19: 2015-2023 年全国地方政府债务率（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20: 2015-2023 年全国地方政府偿债率（单位：倍数，%）

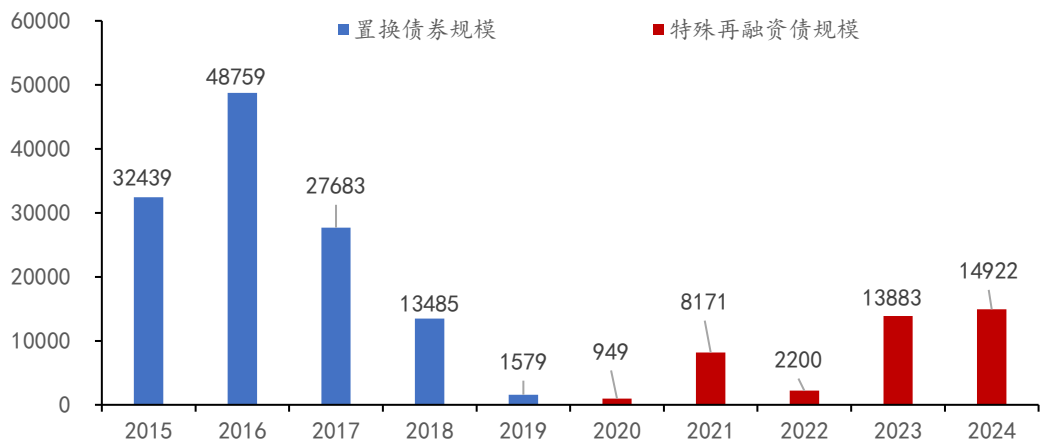


资料来源：万得，信达证券研发中心

2015-2018年发行12.2万亿置换债券。经过置换，到2018年末基本完成既定的存量政府债务置换目标。2019年开始进行全国建制县（区）隐性债务化解试点，全年共发行置换债券1579亿元。2020年-2022年共发行特殊再融资债券1.1万亿。其中2020年12月-2021年9月全国建制县（区）隐性债务化解试点扩容阶段，累计发行6278亿特殊再融资债。2021年，北京市、上海市和广东省纳入全国“全域无隐性债务”第一批试点省市，2021年10月-2022年6月三省合计发行特殊再融资债5042亿元。

2023年10月开始了第四轮地方政府化债，2023年10月-2024年11月共计发行特殊再融资债券规模超过2.88万亿，其中2024年年内已发行特殊再融资债1.49万亿元。

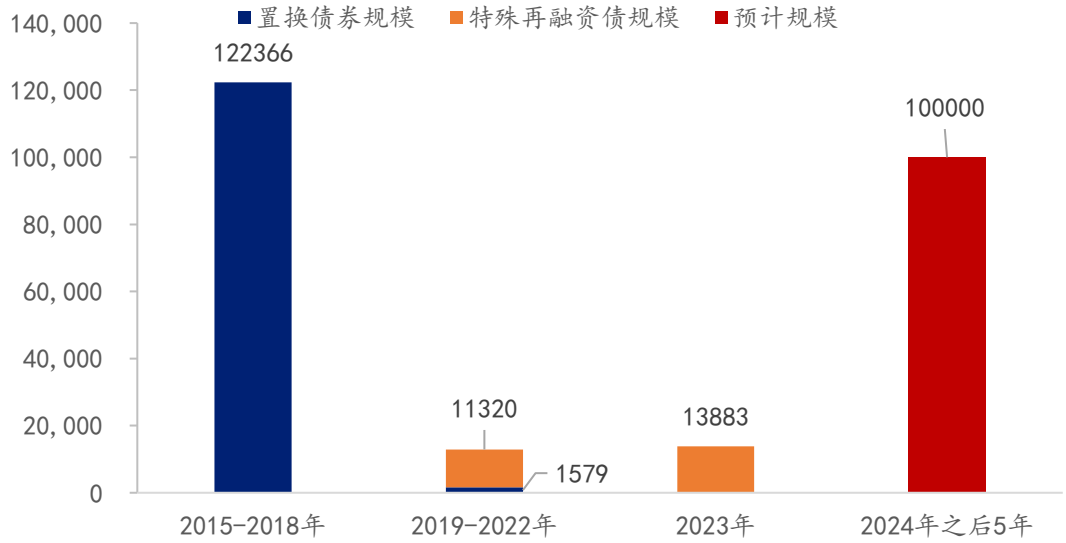
图 21：2015-2024 年历年政府化债规模（单位：亿元）



资料来源：万得，企业预警通，信达证券研发中心  
 注：2024年数据截至2024年11月

11月8日，财政部部长蓝佛安在举行的十四届全国人大常委会第十二次会议新闻发布会上介绍，从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。同时也明确，2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。这次置换，近三年密集安排8.4万亿元，显著降低了近几年地方需消化的隐性债务规模。据财政部估算五年累计可节约6000亿元左右。

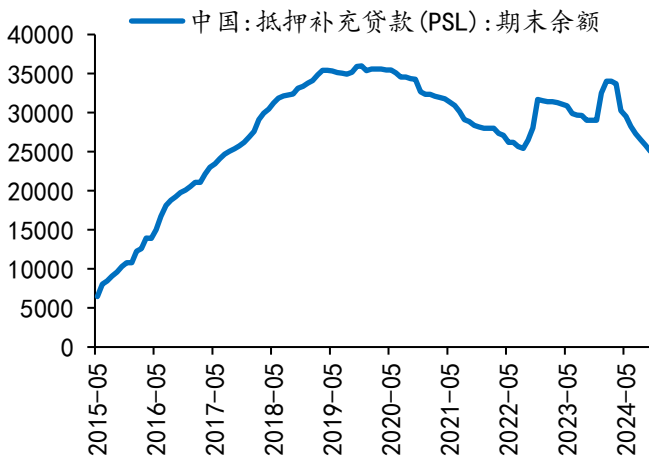
根据2015-2018年大力度化债的经验，2015年开始发行置换债用于置换非地方政府债券形式（包括通过融资平台举债的）的地方政府债务，2016年起GDP企稳。化债政策对经济的正面影响通常滞后1年。

**图 22：历史上每轮化债规模合计（单位：亿元）**


资料来源：万得，企业预警通，信达证券研发中心

#### 2.4 本轮牛市盈利情况可能好于 2014-2015 年

2014-2015 年，房地产政策、货币政策、财政化债政策等稳增长增量政策持续推进，盈利反而出现较大幅度恶化。2014 年 3-5 月，全国各地集中放开限购，2014 年 5 月，国家发改委下发的《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》中，对棚改项目的融资需求进行扶持。2014 年 11 月 15 日，国常会部署加快推进价格改革，随后货币政策方面便开始了大幅宽松进程。2014 年 11 月 21 日，2012 年以来首次降息，存贷款基准利率于 2014 年 11 月 22 日及 2015 年 3 月 1 日、5 月 11 日、6 月 28 日、8 月 26 日、10 月 24 日连续六次下调（每次下调 25BP）。这次降息是 2012 年 7 月后首次降息。

**图 23：2014-2015 年开始 PSL 支持棚改货币化（单位：亿元）**


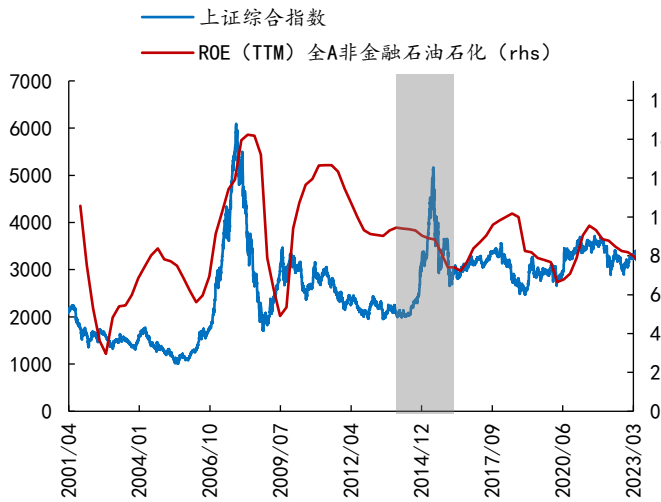
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 24：2014 年-2015 年利率持续下行（单位：%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

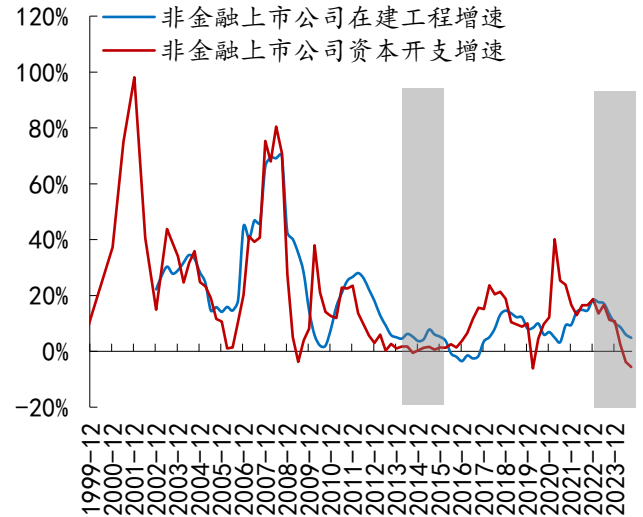
本轮牛市盈利可能会好于14-15年，因为产能格局更好，全球经济周期位置更安全。2014-2015年在政策不断加码的阶段，A股资本开支增速持续维持低位，国内新增产能不多，但上市公司盈利下降幅度较大，并没有出现产能偏紧带来的盈利回升。

图 25: 2014-2015 年全 A 非金融两油 ROE 持续下降 (单位: 点, %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

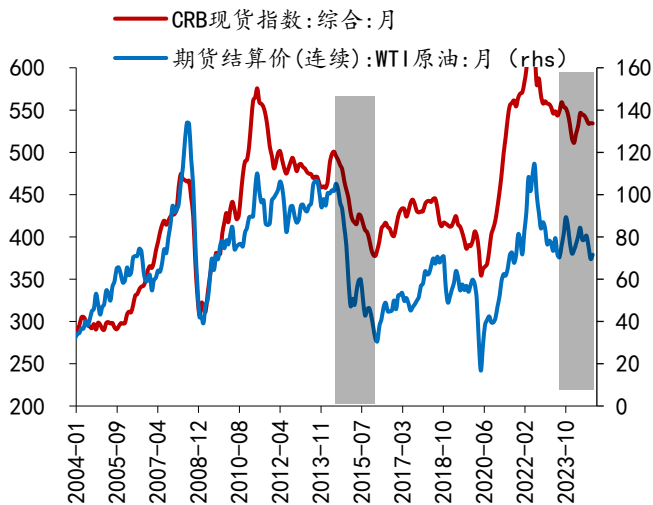
图 26: 2014-2015 年 A 股资本开支增速维持低位 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

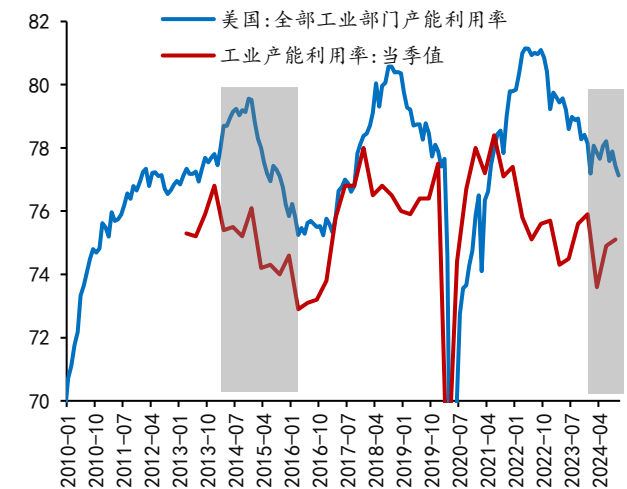
我们认为，背后很重要的原因是，2014-2015 年全球经济最大的变化是油价的补跌。2014 年海外产能周期的位置还在高位，到 2015 年才下降到低位，而现在美国产能周期位置并不高。另外一个原因是，由于需求疲软加上美国页岩油产量大幅提高，2014 年下半年-2015 年油价出现了较大幅度的下跌，导致全球库存周期拐头下行。我们认为，当前虽然需求端仍然偏弱，但由于产能格局相对较好，2024 年商品价格和油价整体企稳，并未出现大幅下降。

图 27: 2014-2015 年油价出现大幅下跌 (单位: 点, 美元/桶)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28: 2014 年海外产能周期还在高位 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 三、牛市的阶段：快涨—震荡—加速

#### 3.1 历史上牛市的三阶段：快涨—震荡—加速

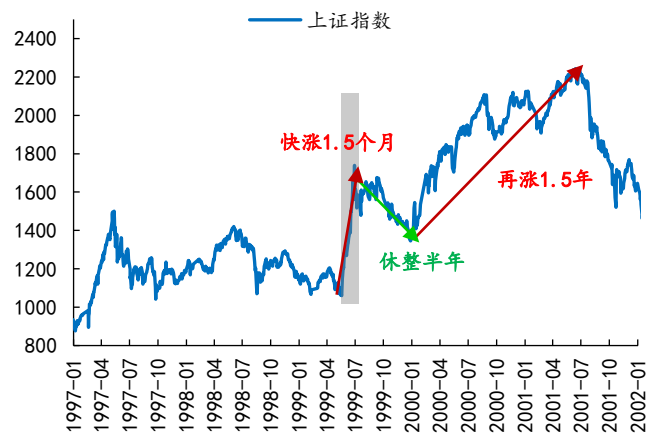
牛市已经确立，但现在处在牛市初期，牛市初期一般快速涨一波修复熊市或之前1年大部分跌幅后，会进入休整震荡。随后随着牛市主线逻辑清晰，市场赚钱效应累积时间达到1年以上，牛市通常开始进入中后期（持续上涨期）。1994年8-9月牛市初期，市场快涨2个月，随后震荡休整1年半，1996-1997年进入牛市中后期，市场持续稳定上涨1年半。1999年5月19日-7月初，牛市初期，市场快涨1个半月，随后震荡半年，直到2000年初才进入新的上涨趋势，2000-2001年中的牛市中后期，市场持续稳定上涨。

图 29：1994-1997 年牛市的过程（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

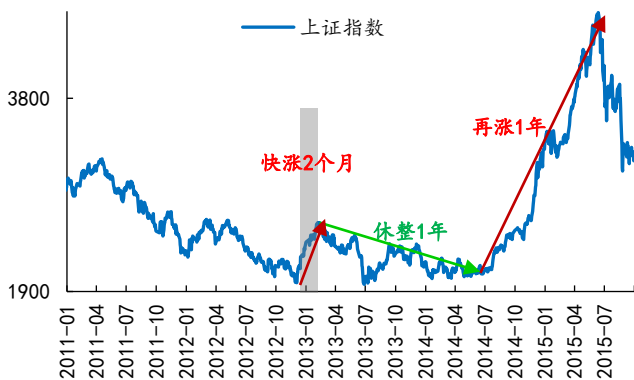
图 30：1999-2001 年牛市的过程（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

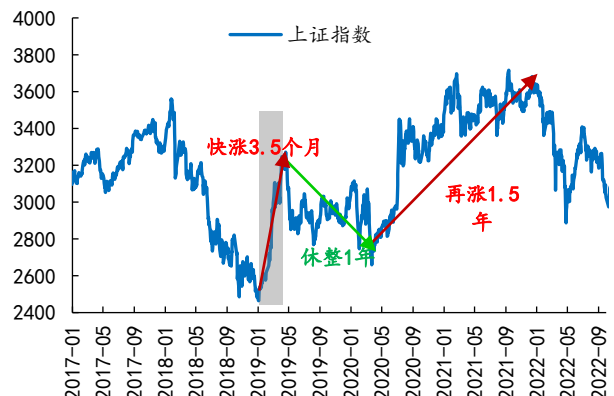
2012年12月-2013年1月，熊市刚结束的2个月，市场快速上涨，但随后的2013年Q2-2014年Q1，市场震荡了1年，直到2014年Q2-2015年Q2，市场才有持续上涨的牛市。2019年Q1，牛市初期，市场快涨1个季度，随后震荡1年，直到2020年Q2才进入新的上涨趋势（牛市中后期）。

图 31：2013-2015 年牛市的过程（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：2019-2021 年牛市的过程（单位：点数）

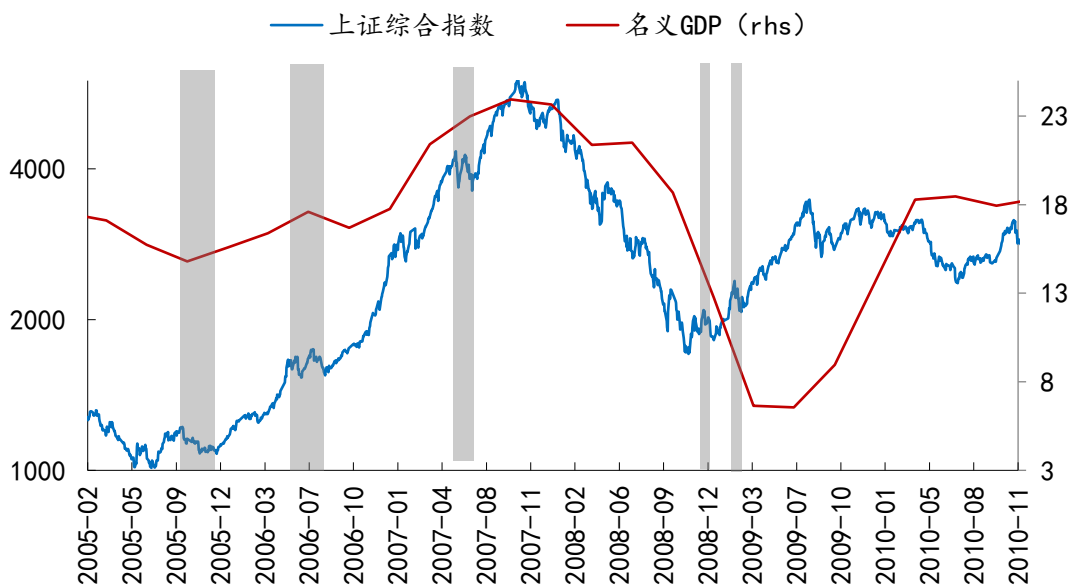


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 3.2 牛市存在三阶段的原因：盈利兑现速度慢，居民资金影响大于机构

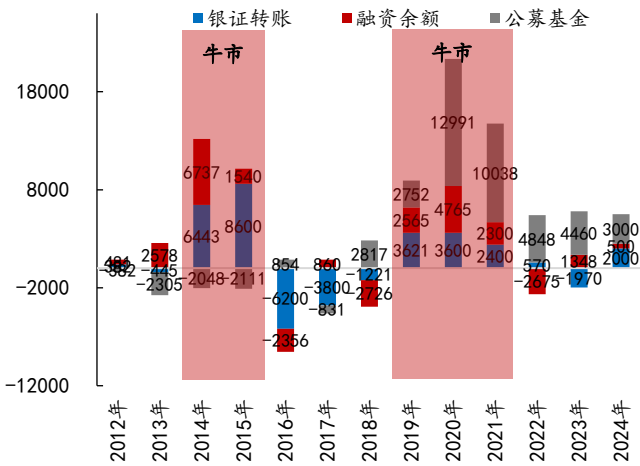
**牛市存在三阶段的原因之一：很多次牛市盈利改善不强或兑现速度慢。**通常情况下，牛市初期较难马上出现盈利改善，熊转牛第一波上涨大多为涨估值阶段。而在修复了熊市中大部分跌幅后，很多老赛道都会面临估值和业绩匹配的压力。因此导致指数进入震荡休整阶段，直到牛市中后期新的产业逻辑开始出现业绩兑现，驱动指数再次进入加速上涨阶段。在 2005-2007 年和 2009 年的牛市，直观上并不符合牛市三阶段的规律，因为 2005-2007 年期间三次调整均不超过 1 个季度，2009 年牛市期间的休整时间更短，均不超过 1 个月。我们认为主要原因是这两次牛市过程中，名义 GDP 仍然较强（2005-2007 年），或者在政策驱动下，经济和盈利回升速度较快（2009 年）。

图 33：2005-2007 年和 2009 年的牛市中盈利兑现速度较快（单位：点，%）



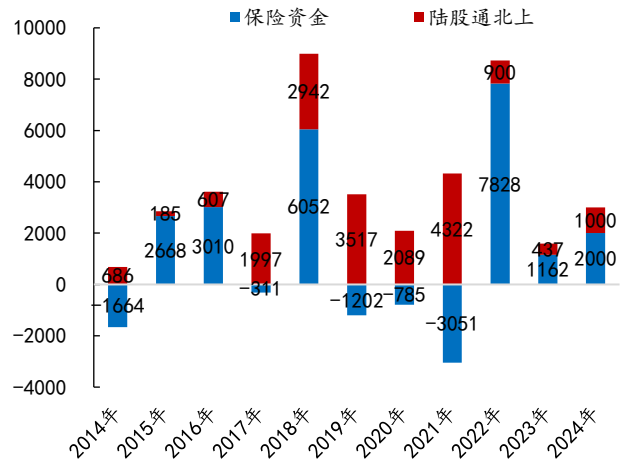
资料来源：万得，信达证券研发中心

**牛市存在三阶段原因之二：居民资金对牛熊市的影响远超机构资金。**背后的核心原因是，A 股的投资者生态中居民资金影响大于机构。虽然公募、私募、保险、外资等机构资金最近 10 年持续成长，但公募和私募背后申购赎回的力量依然来自居民。我们把银证转账+融资余额+公募份额变化等汇总起来，能够看到，在 2014-2015 和 2019-2021 年的牛市中，均能达到连续 2-3 年万亿以上。但如果观察保险和外资，汇总在一起，年度增加不会超过万亿，大部分时候年度增加只有 3000-4000 亿左右。居民资金在牛市初期，会受到之前熊市亏钱效应的压制，流入过程不连续，但牛市中后期，居民资金大多已经开始有赚钱效应，居民资金开始持续流入。

**图 34：居民资金一旦流入很容易有牛市（单位：亿）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

注：2024 年数据截至 11 月。

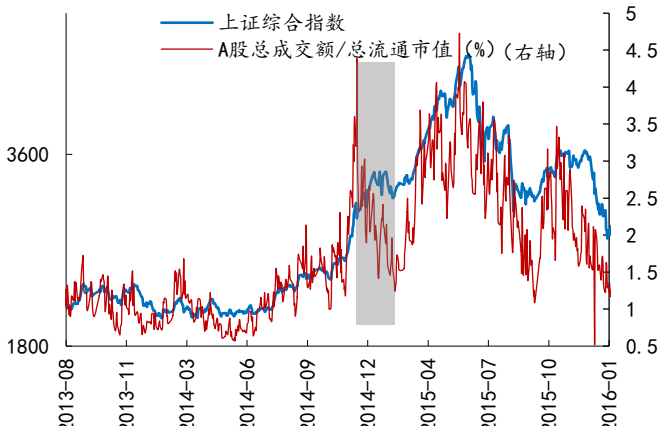
**图 35：机构资金的增多不一定是牛市（单位：亿）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

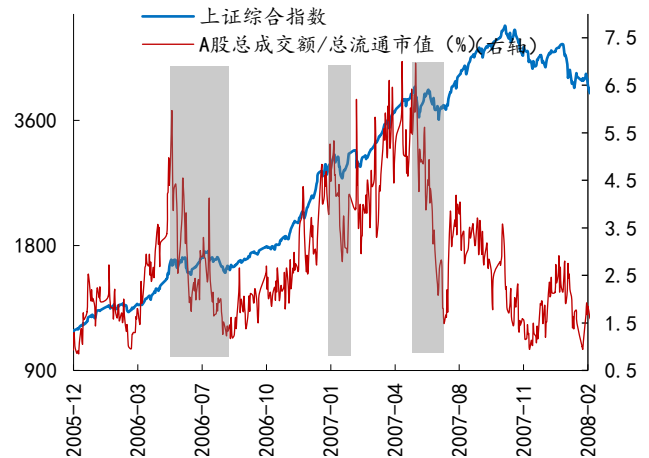
注：2024 年数据截至 11 月。

### 3.3 当前处于牛市初震荡期，还可能会震荡一段时间

以交易量来看，每次交易量见顶，通常需要震荡至少 2-3 个月。如果是牛市中后期的调整：通常横盘 2-3 个月，宽幅震荡。上涨速度较快的牛市中途，也经常出现交易量萎缩的情况，同时伴随着季度级别的“横盘”“宽幅”震荡。比如：2014 年 12 月-15 年 1 月，市场处在牛市最猛烈的中间阶段，之前的两个月市场换手率由 1.02% 快速上涨到 4.38%。随后的震荡期换手率又大幅下降到 1.24%。2006-2007 年的牛市中后期，有三次交易量大幅萎缩的休整。2006 年 6-8 月，换手率由最高的 5.97% 下降到了 1.18%，2007 年 1-2 月，换手率由 5.31% 跌到了 2.79%，2007 年 6-7 月，换手率由 6.97% 跌到了 1.49%。这三次交易量的大幅下降，都伴随着指数横盘震荡 2-3 个月。

**图 36：2014 年 12 月交易量高峰过后，市场震荡了 2 个月（单位：点数，%）**


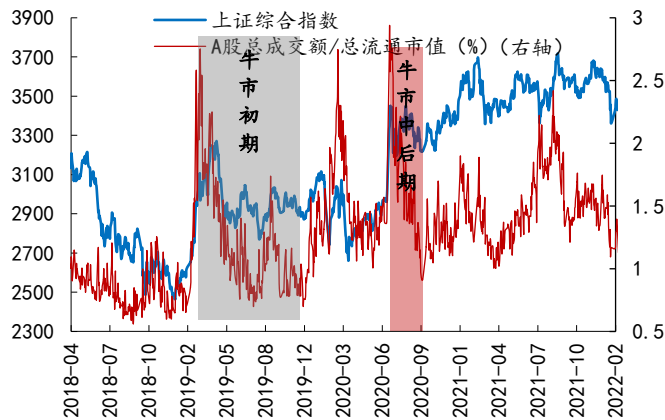
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 37：05-07 年牛市，交易高峰过后，市场也会震荡（单位：点数，%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

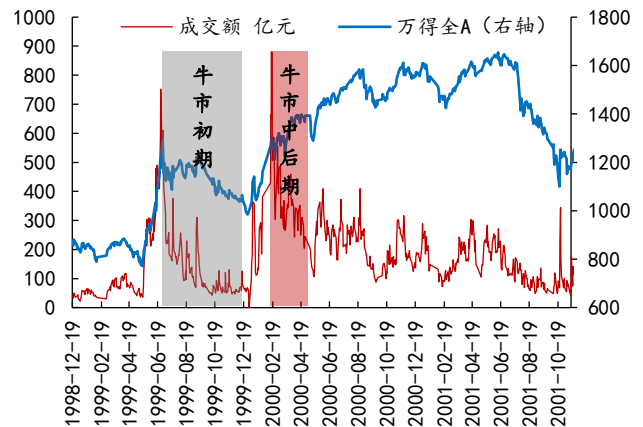
但如果是牛市初期的休整：时间有些时候会更长些。如果是牛市初期，交易量萎缩后，往往还会伴随着更长时间（半年到1年）的休整。比如2019年Q1过后，换手率由2.58%跌到0.7%，于此同时指数震荡休整了1年直到2020年Q2才创新高。1999年519行情第一波上涨后，全A成交额从751亿元跌到了45亿元，与此同时，指数休整了半年。

图 38：牛市初期的 2019 年 Q1，交易量见顶后市场震荡了 1 年（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

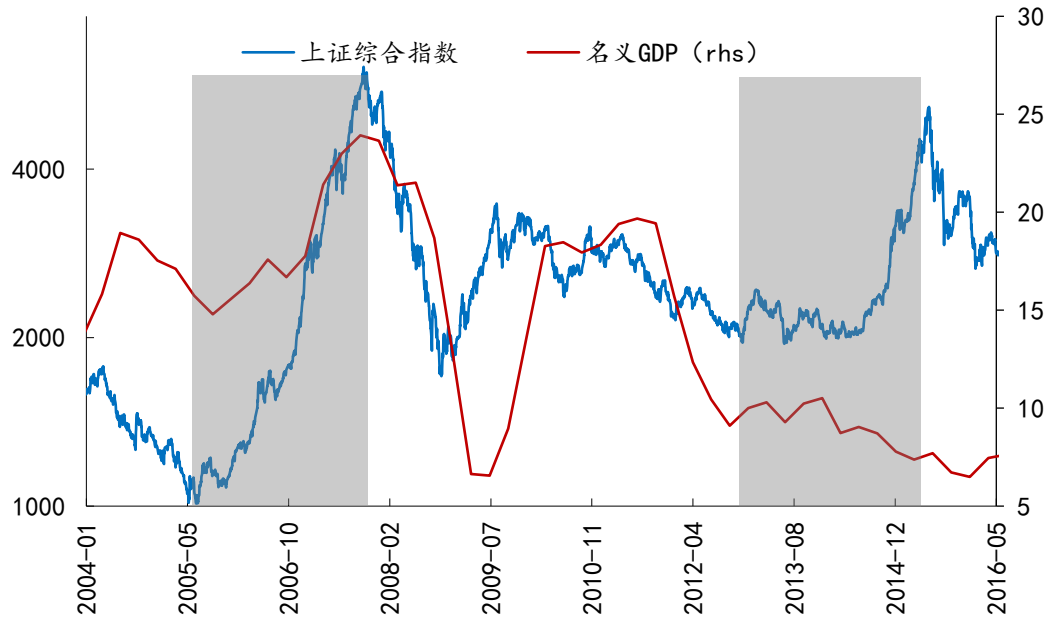
图 39：1999 年 519 行情第一波上涨后，市场震荡休整了半年（单位：亿，点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

牛市中出现震荡调整的原因或在于，估值修复完成后，产业逻辑还未确立。每一轮牛市通常都会有新的产业逻辑驱动大家预期中国经济继续发展，而在每一次牛市初期的时候，投资者往往会按照之前牛市的驱动力，寻找股市可能改善的逻辑，而忽略了新的产业逻辑，由此导致牛初，股市难以形成合力，容易在涨了一波后出现休整震荡。

比如 2013-2015 年的牛市，始于 2012 年 12 月，市场刚企稳的第一波上涨，投资者按照 2005-2010 年的经验，从经济刺激、经济能否回升的角度，寻找牛市开启的条件。2012 年 Q4，房地产投资回升、中央经济会议强调新型城镇化、十八大等变化，让投资者认为经济可能会开启新一轮周期，12 月指数快速上涨，但由于长期经济已经下台阶，2012 年底观察到的经济回升力度很弱。但这并没有影响新一轮牛市的展开。投资者对上一轮牛市逻辑的模仿，带来了 2012 年 12-13 年 1 月的第一波上涨，但最终 TMT 等新的产业才是 2013-2015 年最强的逻辑，2013 年恰恰是新逻辑构建的阶段。

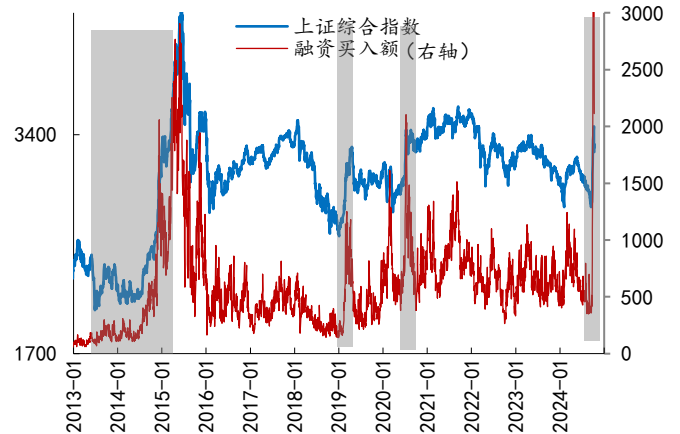
**图 40：2013 年牛市初期，投资者还在困扰于 GDP 能否回升（单位：点数，%）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

2014-2015 年的牛市另一个驱动力是居民资金快速入市，由此带来的影响是 2019 年以来，每一次居民资金阶段性流入，投资者都会预期类似 2014-2015 年的牛市是否会重演。2019 年 Q1，银证转账大幅回升、两融交易活跃，投资者预期类似 2014-2015 年持续单边上涨的牛市即将来临，但很快 2019 年 Q2 市场迎来了调整。事后来看 2019-2021 年牛市确实出现了，但并不是靠银证转账和两融的资金，主要是公募基金规模快速成长。

**图 41：类似 14-15 年的银证转账再也没有出现（单位：点，亿）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 42：16 年以后两融交易量只有脉冲回升（单位：点数，亿）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为当下大概率股市是处在新一轮牛市的初期，而不是牛市中后期。一般来说，不管一轮牛市有没有盈利支持，牛市初期大多是没有盈利支撑的，整个市场和大部分行业的上涨通常以估值抬升为主。宏观层面，经济高频指标大多偏弱，但投资者有共识的主要是政策大概率能缓和之前熊市对经济的主要担心，经济中长期增长的驱动力大多是牛市中后期才有共识。行业层面，此时涨幅较大的主要是之前牛市中表现过的方向，2009-2014年，指数每一次起涨的第一波总是蓝筹（金融周期）先涨，2016至今，每一次市场企稳之后的最初1个季度，成长股大多会有较强表现。但如果以市场上涨的速度和交易量回升的速度来看，上涨期间牛市初期和牛市中后期差异不大，通常都会是快速放量上涨。主要差异会表现在交易量下降后，牛市初期震荡休整的时间通常更长，而牛市中后期交易量下降期，市场震荡休整的时间和幅度通常会较小。

表1：牛市初期和中后期股市特征的核心差异汇总

|              |       | 牛市初期  | 牛市中后期  |
|--------------|-------|---|--|
| 盈利和<br>流动性差异 | 股市盈利  | 通常没有盈利改善，整体和最强的风格大多都没有盈利  | 大多有盈利，14-15年没有盈利但TMT产业有持续新增变化  |
|              | 宏观经济  | 经济高频指标大多偏弱，但投资者认为政策能缓和之前熊市对经济的主要担心                                    | 大多有经济改善，或者虽然没有经济改善，但投资者已经发现并认可了经济新的增长动力  |
|              | 股市流动性 | 快速回流，但很快会暂缓，因为居民短期内赚钱了，但回顾之前2年，赚钱的依然是少数。                              | 持续源源不断流入，因为几乎所有投资者回顾过去2年都是赚钱的  |
|              | 宏观流动性 | 宽松  | 盈利牛，开始紧缩；<br>流动性牛，继续宽松   |
| 市场特征         | 交易量   | 季度内快速回升，<br>随后交易量下降   | 三种情形：<br>(1) 缓慢回升，稳步上涨；<br>(2) 维持高位，牛市后期；<br>(3) 季度内快速回升，很快休整。                                       |
|              | 上涨速度  | 很快但很短，季度内涨幅20%-40%，99年519，1个半月涨约59%                                   | 很快，而且能持续1-1.5年   |
|              | 休整期特征 | 回撤之前涨幅一半，时间0.5-1.5年   | 回撤较小的横盘震荡，<br>时间2-3个月  |
| 配置主线         | 配置主线  | 最强的风格一般具备这样的三个特征：<br>(1) 超跌；<br>(2) 之前牛市中最强的主线；<br>(3) 业绩和基本面能否兑现不重要。 | 牛市主线已经出现，大多符合这三个特征：<br>(1) 产业逻辑和行业高频变化、财务指标变化相互印证；<br>(2) 全新的产业逻辑；<br>(3) 也可能是老的产业，全新的定价和估值方法（比如白酒）。 |

资料来源：万得，信达证券研发中心

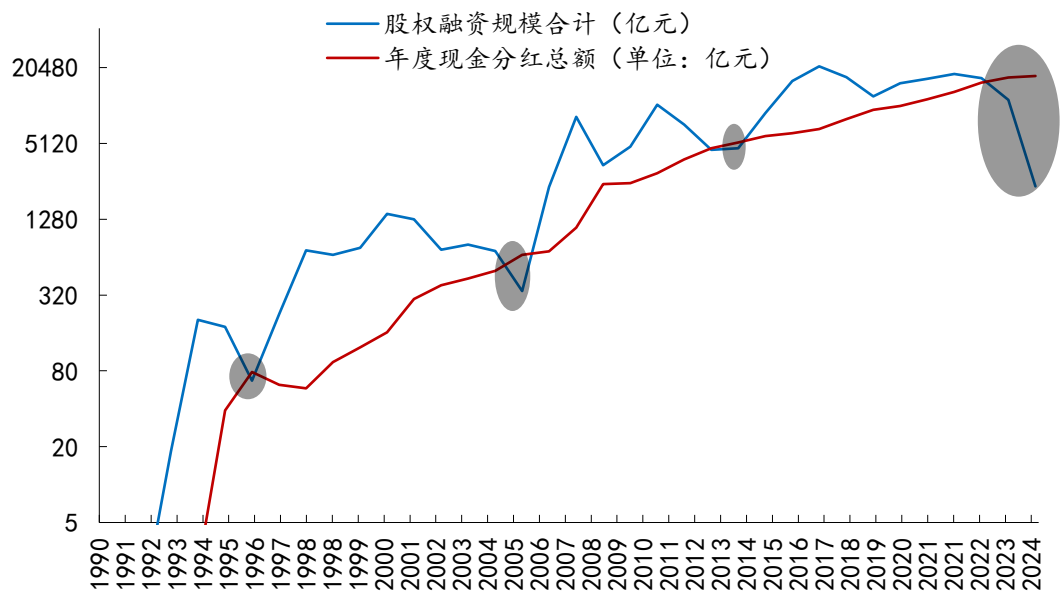
注：上述牛市初期及中后期核心差异基于历史数据总结和判断，可能存在一定偏差。

## 四、这一次牛市的新特点

### 4.1 股权融资规模低于分红能否变为长期现象

之前出现股权融资规模低于分红的情况，大多是周期性的短期现象，A股大部分时候依然是融资市。我们认为这一次相比历史有两点不同：（1）2024年分红-股权融资规模的差值较大。截至2024年11月，年内公司现金分红总额与股权融资规模之差超过1.54万亿。这一差值在历史上也处于高位。出现这种情况的原因，有2023年以来阶段性收紧IPO、鼓励上市公司分红、回购等股市政策的影响，也有越来越多的行业由成长阶段过渡到了成熟期的原因，未来可能会形成一批稳定的赚红利收益的投资者。（2）分红>股权融资如果能长时间维持，则我们认为A股有可能摆脱过去二十年一直没有长牛的环境。但出现这种情况或需要持续的政策引导和监管的不断完善，目前来看还存在不确定性。

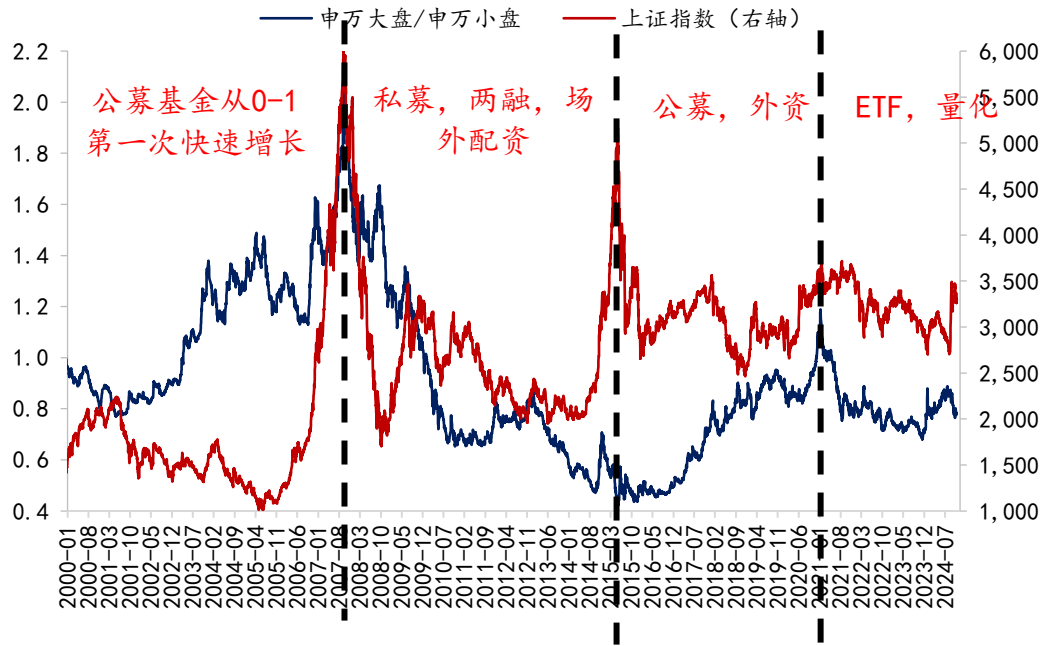
图 43：这一次分红-股权融资规模之差较大（单位：亿元）



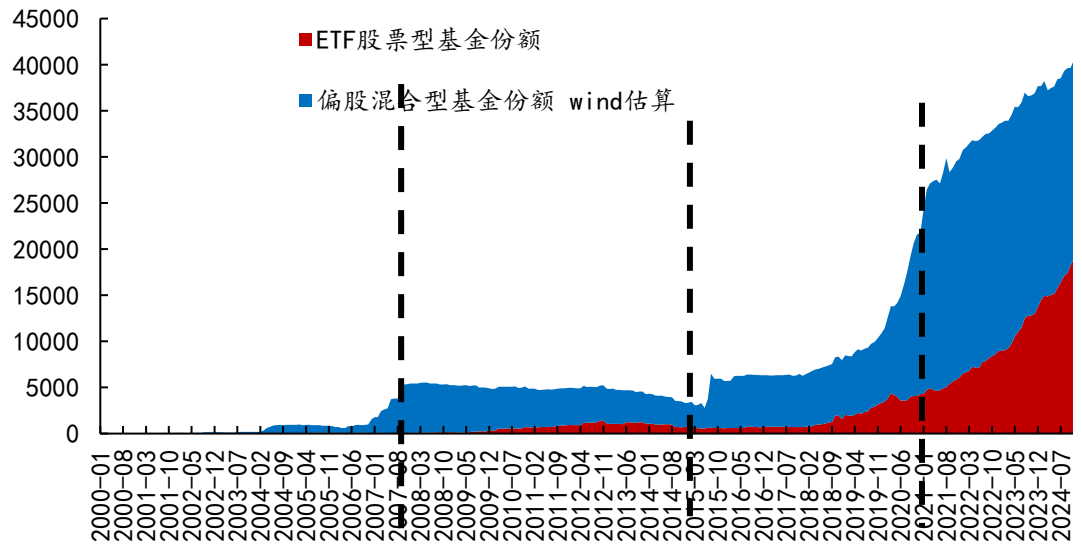
资料来源：万得，信达证券研发中心

### 4.2 ETF可能会成为居民流入股市的核心力量

历史上历次牛市居民资金流入股市的方式大多会和之前有很大的不同，这种不同，往往会对风格产生影响。例如，2006-2007年，公募基金规模增长速度较快，市场风格偏金融周期。2014-2015，私募、两融、场外配资规模快速增长，市场风格偏成长、主题，2019-2021，公募基金赛道型产品规模快速增长，市场风格偏大盘成长。2023年-2024年，ETF份额出现了大幅增长，2024年9月指数触底反弹后，也出现居民资金大幅申购ETF的情况，当前ETF规模已经和主动产品规模相当。我们认为未来ETF可能会成为新的居民资金流入渠道，但考虑到目前ETF增长速度并没有2020年主动权益产品规模增长的快，对风格的影响还不确定。

**图 44：投资者结构变化与大小盘风格的关系（单位：倍，点）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

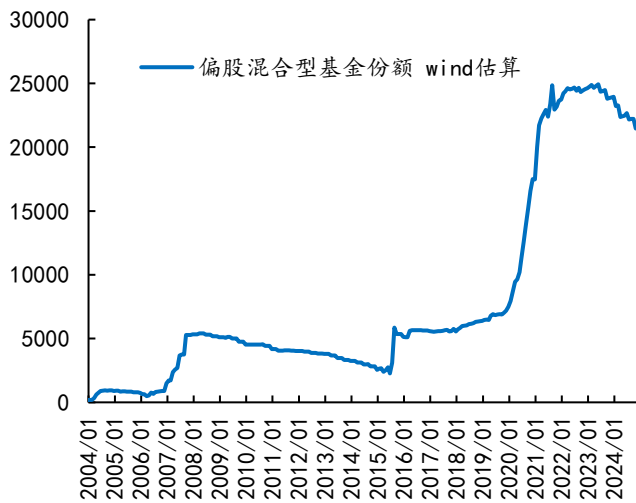
**图 45：ETF 份额大幅增加，但并没有 2020 年公募主动权益产品规模增长的快（单位：亿份）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 4.3 公募主动产品和外资对风格影响减弱

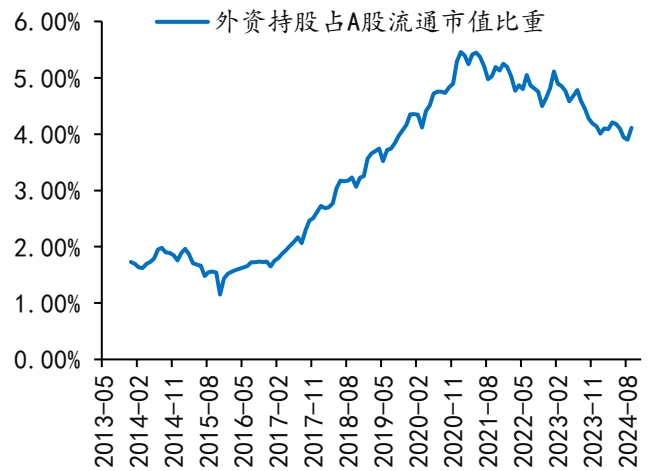
2019-2021 年市场风格偏向大盘成长，很大程度上受公募基金主动权益型产品规模快速增长的影响。根据历史经验，2006-2007 年公募主动型基金快速放量之后，公募主导产品总份额增长在 2008-2014 年较长时间里一直处于停滞的状态。而这一次公募主动型产品在 19-21 年快速放量后，也出现了增长变慢的情况。同时，外资的投资风格偏向价值投资，更加注重公司的基本面和盈利能力。如果这一轮牛市的盈利确定性不是很强，或者即使出现盈利兑现的改善，改善幅度不是很大的话，我们认为外资流入的力度大概率也会比较小。

图 46: 公募主动权益型产规模增长速度变慢 (单位: 亿份)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 47: 外资流入的力度大概率也会变慢 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 五、风格判断：时间规律、估值比价有利于小盘成长

### 5.1 从时间规律来看，未来 2 年有利于成长风格占优

历史经验表明，2008 年以来，成长价值风格大多会呈现 2-3 年的周期轮动。这一次价值风格始于 2022 年初，到 2024 年 8 月持续时间已经达到 2 年 8 个月。从历史上成长价值风格波动的的时间规律来看，价值风格占优有结束的可能。

图 48：从时间规律来看 2022 年开始的价值风格占优有结束的可能（单位：倍数）

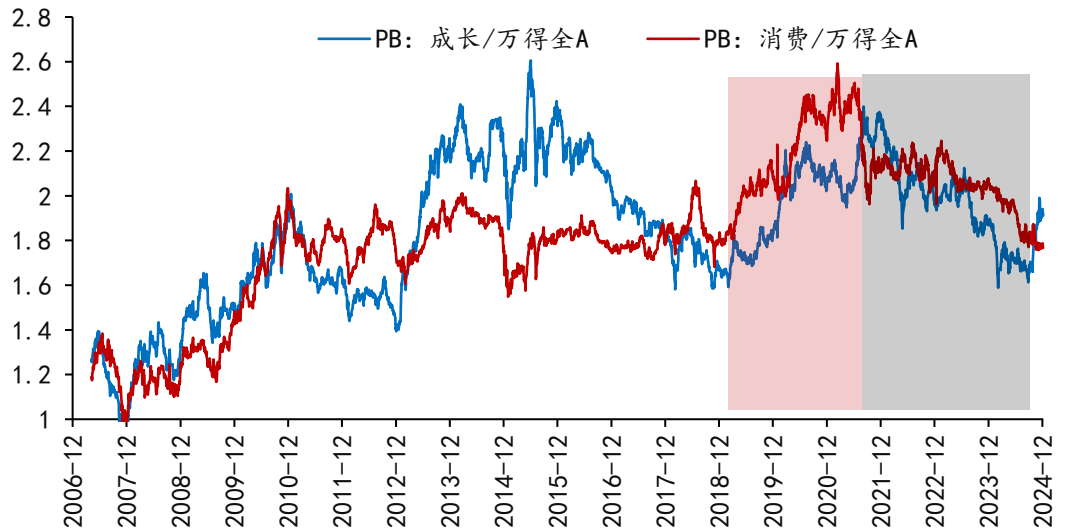


资料来源：万得，信达证券研发中心

### 5.2 从相对估值来看，价值股 PB 比较优势已经不明显

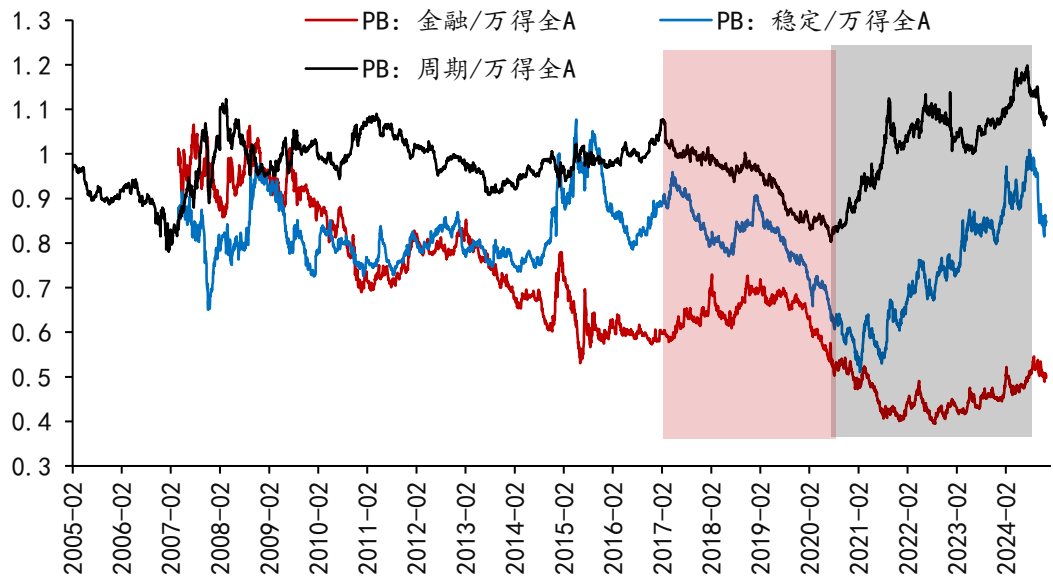
2021 年底，股市风格逐渐转向价值很重要的原因之一是，成长和消费相比万得全 A 的 PB 处在历史较高水平，而于此同时周期稳定类板块相比万得全 A 的 PB 处在历史较低水平。随着 2021 年底以来的估值波动，截至 2024 年 8 月底成长/全 A 的 PB 再次回到了 2018 年底。消费/全 A 的 PB 虽然没有达到历史最低，但也接近 2018 年底的水平。而截至 2024 年 8 月周期、稳定类行业相对全 A 的 PB 已经高于 2018 年水平，金融/全 A 的 PB 小幅回升，但幅度不大。整体来看，这一次风格转向之前，价值股相比成长股的估值比较优势已经不是很明显了。

图 49：截至 2024 年 8 月成长和消费的相对估值已经接近 2018 年底的水平（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 50：截至 2024 年 8 月周期、稳定类行业相对全 A 的 PB 已经高于 2018 年水平（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

### 5.3 2021 年以来风格的大趋势是小盘风格，2025 年可能会大小盘快速轮动

2000 年以来，大小盘风格经历过 3 次大级别的切换，每轮切换时间在 5-8 年不等：(1) 2001-2007 年，经济增速上行势头强劲，机构投资者规模不断扩大，传统周期和价值板块 ROE 大幅上行，大盘风格占优，持续时间 7 年。(2) 2008-2015 年，经济增速整体开始放缓，经济增长动能新旧切换，智能手机、移动互联网等新兴产业趋势不断产生并壮大，小盘风格占优，持续时间 8 年。(3) 2016-2020 年，经济增速继续放缓，但传统产业在供给侧改革后竞争格局优化，出现了“龙头集中”的现象，龙头公司业绩优势扩张，

大盘风格重新占优，持续时间5年。(4) 2021年2月-2023年12月中旬，小盘风格重新占优，持续了近3年左右的时间。2024年1-8月的大盘风格，可能只是长期小盘风格过程中的扰动。最近1个季度，市场风格再次回归小盘。背后可能有居民资金短期流入的影响。

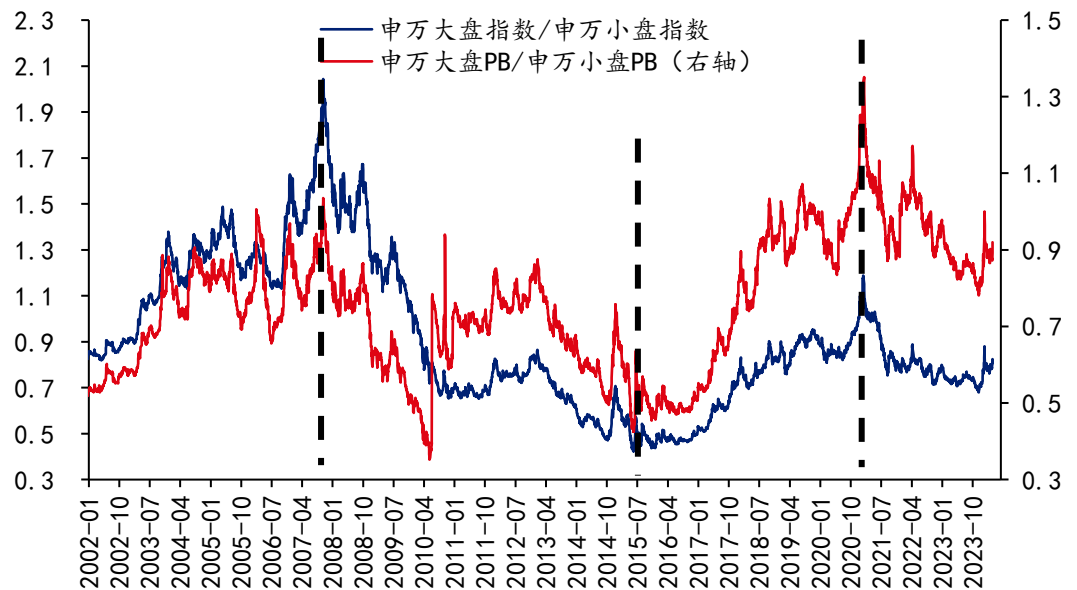
图 51：大小盘大级别切换的时间在 5-8 年不等（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

目前大小盘估值比值在中等水平。大小盘风格一旦变化，持续时间往往会比较长。2002-2007年大盘风格持续5年，2008-2016年中小盘风格持续8年，2017-2021年大盘风格持续5年。最终会让大盘PB/小盘PB从一个极值到达另一个极值。2023年12月中旬以来，市场风格波动较剧烈，目前申万大盘PB/申万小盘PB回到了历史中位数的水平。长期来看小盘股还可能有估值提升空间。

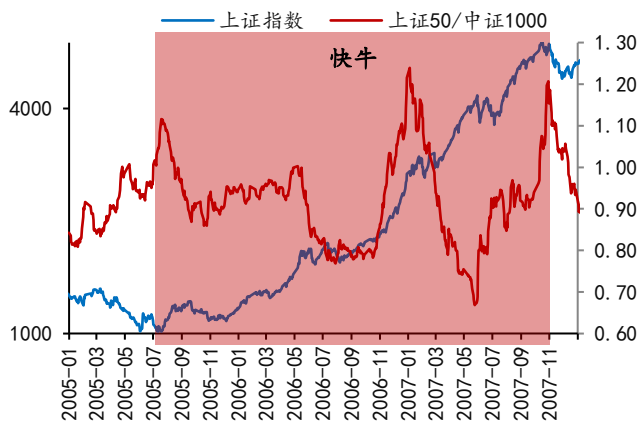
图 52：大小盘估值比值在中等水平（单位：倍数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

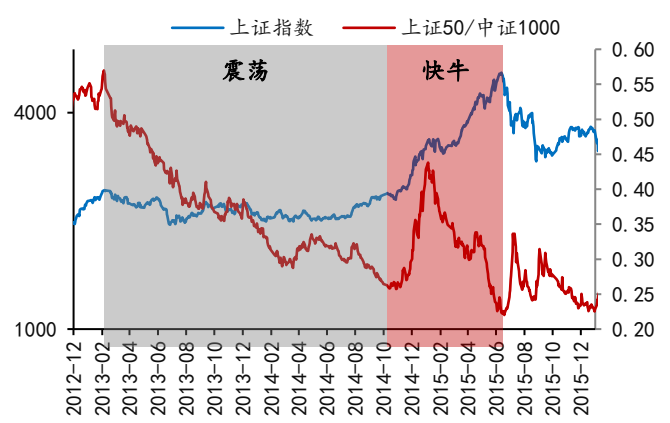
如果市场是快牛，大小盘风格往往会大开大合式轮动。还有一个有意思的规律，历史上股市如果是震荡市或慢牛，大小盘风格容易长时间维持一个固定的风格，但如果是快牛，则风格往往容易大开大合式轮动。2000年以来，级别最大的两次牛市分别是2005-2007年和2014年下半年-2015年中，这两次快牛期间每1-2个季度会发生一次大小盘风格的较大转变，波动性很大。2013-2015年投资者印象中的小盘股牛市，小盘股的超额收益主要产生于2013-2014年中的指数震荡期，而不是指数加速上涨的2014年Q4-2015年中。2014年Q4大盘股有很强的超额收益，之后是2015年上半年小盘股持续很强。整体来看2014年中-2015年中，小盘股有超额收益，但超额收益幅度远小于2013年。

图 53：05-07 年快牛期间，大小盘风格每 1-2 个季度会发生一次转变（单位：点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

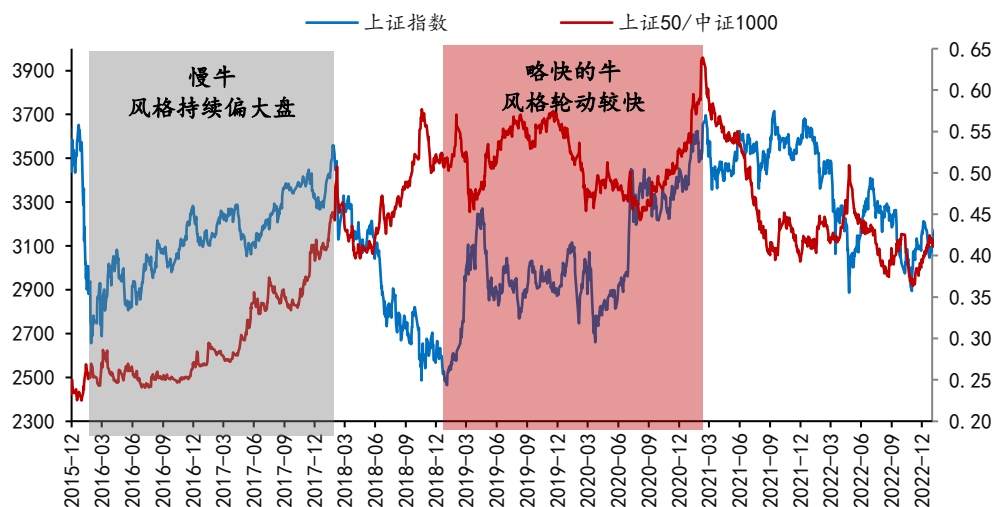
图 54：14-15 年快牛期间，大小盘风格也 1-2 个季度会发生一次转变（单位：点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2016 年之后的两次牛市，指数涨幅相对较小，而且都是大盘股牛市，如果对比来看 2019-2021 年牛市比 2016-2017 年更快。但从超额收益来看，2016-2017 年大盘股的超额收益大于 2019-2021。2019-2021 年牛市中，大小盘风格也呈现出每 1-2 个季度切换一次，单一风格的持续性不强。

图 55：19-21 年比 16-17 年涨幅更大，风格也切换更快（单位：点数，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心

之所以会出现牛市越快，大小盘风格通常变化越快的现象。背后的原因可能有两点：

(1) 如果是慢牛或震荡市，积极买入的力量，可能只有某一类投资者，但如果是快牛，只靠某一类投资者是不够的，需要机构、个人、游资等均有资金流入，阶段性可能会出现时间和力度上的错位，导致偏向某一风格 1-2 个季度，但整体上是轮动式的风格。(2) 越快的牛市，估值的波动越大，盈利的影响越小。慢牛风格之间的差异可能来自业绩，快牛风格之间的差异很大一部分来自估值。而估值的波动性天然比盈利更大，由此导致，牛市越快，大小盘风格变化越快。

## 六、行业配置：底部反转第一波领涨的板块不一定代表牛市最强赛道

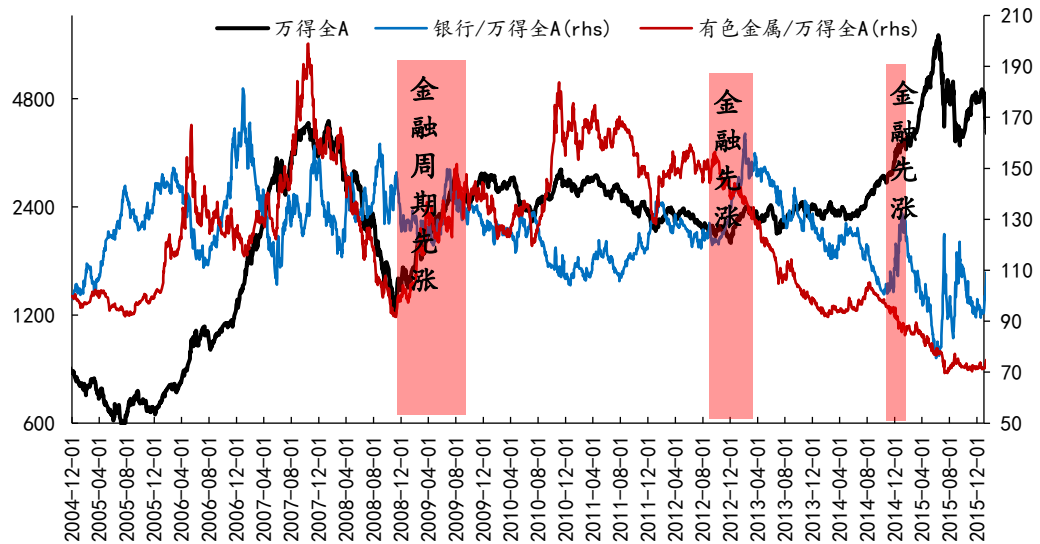
### 6.1 2009-2014 年：第一波上涨多为金融周期领涨，牛市风格反而多为消费成长

2009-2014 年万得全 A 指数底部反转后第一波上涨阶段，2008 年 12 月-2009 年 7 月为金融周期领涨，2012 年 Q4、2014 年 Q4 为金融领涨。但后续牛市中领涨的风格反而多为消费或成长板块。2008 年 11 月推出“四万亿”政策扩张内需，适度宽松的货币政策和积极的财政政策驱动下，投资增速率先回升。在市场底部第一波上涨中，最受益于政策的金融和周期板块领涨。但后续随着 2009 年的扩内需政策转向消费（家电汽车下乡）和制造业（十大产业振兴计划），在 2009-2010 年的牛市中，表现最强的板块是消费和成长，金融板块表现的一般。

2012 年 Q4，PMI、社融等部分经济数据开始出现了改善。2012 年 12 月中央经济工作会议提出经济六项任务，稳定市场信心。2012 年 12 月-2013 年 2 月中旬，金融地产整体表现较好。但 2013 年 2 月之后随着海内外政策转向收紧，金融板块超额收益开始下行，创业板开始接力上涨，2013 年全年 TMT 在盈利驱动下表现较强。

2014 年 Q4 在央行时隔两年的超预期降息以及对 2015 年降息的积极表述，催化了金融板块的走强。加上杠杆资金的流入和居民开户热情的提高，证券板块在 2014 年 10 月-2015 年 1 月领涨市场。但 2015 年上半年的牛市中，市场主线围绕 TMT 展开。金融风格并没有超额收益。

图 56：2009-2014 年多为金融周期先涨，最终牛市风格是消费成长（单位：点，倍）



资料来源：万得，信达证券研发中心



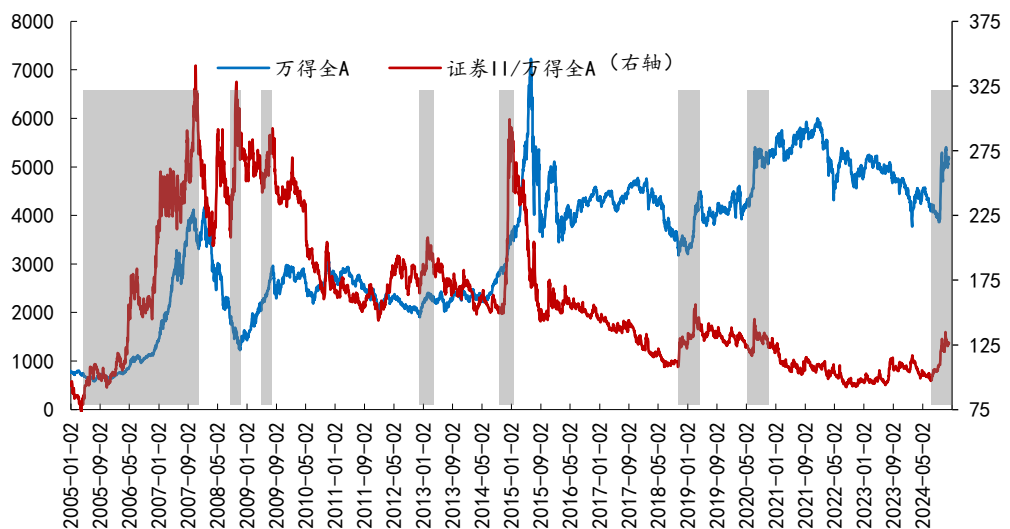
**表 3: 2015-2019 年第一波上涨和牛市主线风格的区别 (单位: %)**

| 2015Q4&2016年3-5月 vs 2016-2017 |              |              | 2019Q1 VS 2020-2021 |              |               |
|-------------------------------|--------------|--------------|---------------------|--------------|---------------|
| 起始时间                          | 2015-09      | 2016-02      | 2016-05             | 2019-01      | 2020-03       |
| 结束时间                          | 2015-12      | 2016-05      | 2017-11             | 2019-04      | 2021-12       |
| 持续时间(月)                       | 3            | 2            | 18                  | 3            | 21            |
| 沪深300,%                       | 18.15        | 9.02         | 28.12               | 36.84        | 39.16         |
| <b>板块超额收益</b>                 |              |              |                     |              |               |
| 金融板块                          | 9.50%        | 1.96%        | -6.34%              | -1.56%       | -30.52%       |
| 周期板块                          | 17.12%       | 4.19%        | -18.59%             | 1.26%        | 30.33%        |
| 消费板块                          | 18.72%       | 3.98%        | -1.58%              | 8.29%        | 11.94%        |
| 成长板块                          | 33.51%       | 3.75%        | -26.25%             | 5.88%        | 21.08%        |
| <b>行业超额收益</b>                 |              |              |                     |              |               |
| 涨幅排名靠前的申万一级行业相对于沪深300指数的超额收益  | 计算机 (35.44%) | 食品饮料(10.02%) | 食品饮料(43.54%)        | 农林牧渔(21.60%) | 电力设备(154.86%) |
|                               | 社会服务(27.65%) | 电力设备(6.33%)  | 家用电器(37.83%)        | 计算机 (19.16%) | 有色金属(90.80%)  |
|                               | 综合(26.38%)   | 有色金属(5.82%)  | 电子(6.14%)           | 建筑材料(16.59%) | 食品饮料(67.71%)  |
|                               | 电子(25.85%)   | 基础化工(4.71%)  | 钢铁(4.52%)           | 食品饮料(15.22%) | 基础化工(60.59%)  |
|                               | 房地产 (24.70%) | 汽车(4.71%)    | 非银金融(0.64%)         | 基础化工(12.84%) | 社会服务(54.21%)  |
|                               | 通信(24.41%)   | 建筑材料(4.15%)  | 建筑材料(-3.96%)        | 非银金融(11.32%) | 汽车(52.82%)    |
|                               | 传媒(21.99%)   | 纺织服装(4.07%)  | 有色金属(-6.38%)        | 电子(9.41%)    | 煤炭(39.79%)    |
|                               | 基础化工(20.56%) | 综合(3.77%)    | 建筑装饰(-7.61%)        | 轻工制造(5.55%)  | 国防军工(30.13%)  |
|                               | 纺织服装(19.78%) | 非银金融(3.62%)  | 煤炭(-10.34%)         | 家用电器(5.52%)  | 美容护理(23.56%)  |
|                               | 汽车(19.65%)   | 电子(3.27%)    | 医药生物(-14.87%)       | 医药生物(5.31%)  | 机械设备(18.93%)  |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 6.3 证券领涨期的风格往往不是牛市最强风格

2005-2007 年牛市期间, 证券全程都有很强的超额收益, 但之后的历次牛市, 证券主要会在熊转牛初期和牛市中后期有两次短暂 (2 个月左右) 的超额收益。2009 年牛市, 证券在熊市末期的 2008 年 8-9 月和速度最快的 2009 年 6-7 月有超额收益。2013-2015 年的牛市, 证券主要在 2012 年 12 月-13 年 1 月和 2014 年 11-12 月有较强的超额收益。2019-2021 年牛市期间, 证券主要在 2019 年 Q1 和 2020 年 6-7 月有较强的超额收益, 这两段也是 19-21 年指数为数不多的快速上涨期。

**图 58: 2008 年之后, 券商往往会在牛初或牛中加速期有 2 个月的脉冲式表现 (单位: 点, %)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

证券领涨阶段, 很多投资者都会有牛市的感受。但需要重视的是, 证券快涨期的风

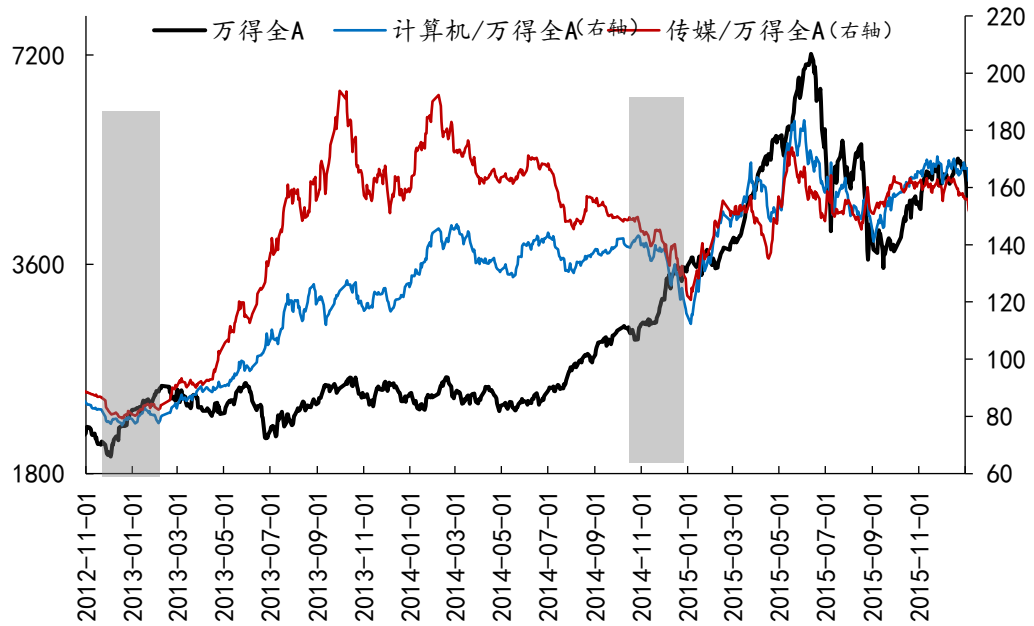
格大多并不代表后续牛市中**最强赛道**。比如 2009 年 6-7 月，证券领涨（涨幅榜第二），市场整体风格偏金融周期、大盘价值，但随后的 1 年，市场的最强风格反而变成了消费成长、小盘成长。2012 年 12 月-13 年 1 月，证券领涨（涨幅榜第三），市场整体风格偏大盘价值、金融，但随后的 1 年，市场的最强风格反而变成了小盘成长。2014 年 11-12 月，证券领涨（涨幅榜第一），市场整体风格偏大盘价值、金融，但随后的半年和 1 年，市场的最强风格反而变成了小盘成长。2019 年 Q1，证券领涨（涨幅榜第二），市场风格偏大盘成长，随后的 1 年风格偏小盘成长。2020 年 6-7 月，证券领涨（涨幅榜第二），市场风格偏小盘成长、消费成长，但随后的 1 年，风格转变为大盘成长、周期成长。

表 4：证券快涨期的风格不代表牛市中**最强赛道**（单位：%）

|               | 证券快涨期        | 之后1年         | 证券快涨期        | 之后1年         | 证券快涨期         | 之后1年         | 证券快涨期        | 之后1年         | 证券快涨期        | 之后1年         |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 起始时间          | 2009/5/21    | 2009/7/30    | 2012/12/4    | 2013/2/4     | 2014/10/28    | 2014/12/17   | 2019/1/2     | 2019/3/7     | 2020/6/12    | 2020/7/14    |
| 结束时间          | 2009/7/30    | 2010/7/30    | 2013/2/4     | 2014/2/4     | 2014/12/17    | 2015/12/17   | 2019/3/7     | 2020/3/6     | 2020/7/14    | 2021/7/14    |
| 持续时间(月)       | 2            | 12           | 2            | 12           | 2             | 12           | 2            | 12           | 1            | 12           |
| 沪深300%        | 29.22        | -19.38       | 30.31        | -19.72       | 41.87         | 13.70        | 26.51        | 7.55         | 20.29        | 4.74         |
| <b>风格超额收益</b> |              |              |              |              |               |              |              |              |              |              |
| 价值风格          | -0.06%       | 3.23%        | 3.28%        | 3.03%        | 0.77%         | 5.43%        | -4.82%       | -10.27%      | -8.16%       | -6.05%       |
| 成长风格          | -2.92%       | 5.67%        | 0.78%        | 8.53%        | -18.05%       | 18.15%       | 8.03%        | 8.07%        | 2.90%        | 15.12%       |
| 大盘风格          | 0.62%        | -0.86%       | 0.82%        | -1.35%       | 1.32%         | -1.72%       | -0.44%       | 2.31%        | -0.29%       | 4.20%        |
| 小盘风格          | -13.87%      | 56.98%       | -4.07%       | 36.62%       | -30.58%       | 36.32%       | 6.64%        | -1.30%       | 2.11%        | -5.63%       |
| <b>板块超额收益</b> |              |              |              |              |               |              |              |              |              |              |
| 金融板块          | 10.30%       | -5.97%       | 12.74%       | -2.62%       | 25.88%        | 1.35%        | 2.92%        | -8.40%       | -1.35%       | -18.51%      |
| 周期板块          | -4.09%       | 9.29%        | -3.69%       | 8.69%        | -24.35%       | 27.51%       | -0.63%       | -6.25%       | -3.49%       | 18.92%       |
| 消费板块          | -14.16%      | 41.17%       | -11.22%      | 32.94%       | -30.15%       | 34.00%       | 0.40%        | 14.13%       | 2.39%        | 1.52%        |
| 成长板块          | -13.84%      | 31.10%       | -0.98%       | 57.21%       | -28.94%       | 49.77%       | 10.30%       | 13.19%       | 5.40%        | 6.49%        |
| <b>行业超额收益</b> |              |              |              |              |               |              |              |              |              |              |
| 涨幅排名靠前的申万一级行业 | 钢铁(20.66%)   | 美容护理(61.12%) | 银行(20.31%)   | 传媒(144.24%)  | 非银金融(67.09%)  | 计算机(68.63%)  | 计算机(22.68%)  | 电子(41.77%)   | 社会服务(23.93%) | 电力设备(72.26%) |
|               | 非银金融(14.06%) | 医药生物(58.06%) | 国防军工(18.70%) | 计算机(98.50%)  | 建筑装饰(6.08%)   | 纺织服饰(63.71%) | 非银金融(18.08%) | 食品饮料(27.07%) | 非银金融(8.19%)  | 基础化工(40.86%) |
|               | 银行(13.00%)   | 电子(54.86%)   | 非银金融(15.67%) | 电子(62.14%)   | 银行(5.61%)     | 轻工制造(61.66%) | 农林牧渔(17.22%) | 计算机(20.57%)  | 农林牧渔(7.58%)  | 有色金属(38.74%) |
|               | 有色金属(10.95%) | 计算机(46.69%)  | 煤炭(4.60%)    | 环保(57.80%)   | 钢铁(5.11%)     | 社会服务(53.60%) | 电子(14.41%)   | 建筑材料(20.11%) | 国防军工(7.58%)  | 汽车(28.85%)   |
|               | 美容护理(-0.23%) | 家用电器(42.26%) | 建筑材料(1.66%)  | 通信(56.05%)   | 交通运输(-0.30%)  | 通信(52.54%)   | 通信(12.96%)   | 医药生物(19.90%) | 电子(6.98%)    | 石油石化(28.23%) |
|               | 煤炭(-1.28%)   | 商贸零售(38.66%) | 环保(0.91%)    | 电力设备(46.59%) | 房地产(-10.06%)  | 传媒(51.27%)   | 传媒(5.92%)    | 农林牧渔(10.69%) | 传媒(6.73%)    | 钢铁(27.75%)   |
|               | 国防军工(-1.29%) | 食品饮料(38.18%) | 汽车(0.71%)    | 医药生物(44.66%) | 公用事业(-12.55%) | 综合(44.25%)   | 国防军工(5.57%)  | 美容护理(10.57%) | 食品饮料(5.85%)  | 煤炭(20.84%)   |
|               | 石油石化(-1.53%) | 农林牧渔(36.90%) | 基础化工(-1.09%) | 轻工制造(44.19%) | 煤炭(-18.78%)   | 房地产(42.84%)  | 综合(5.02%)    | 家用电器(9.17%)  | 商贸零售(5.53%)  | 美容护理(20.59%) |
|               | 食品饮料(-2.66%) | 社会服务(35.59%) | 机械设备(-2.09%) | 家用电器(43.73%) | 建筑材料(-21.17%) | 农林牧渔(42.13%) | 有色金属(4.86%)  | 综合(3.50%)    | 综合(4.98%)    | 社会服务(19.20%) |
|               | 房地产(-5.11%)  | 汽车(31.23%)   | 综合(-3.14%)   | 社会服务(39.30%) | 商贸零售(-21.25%) | 电子(41.94%)   | 家用电器(4.78%)  | 电力设备(3.25%)  | 电力设备(4.13%)  | 食品饮料(17.00%) |

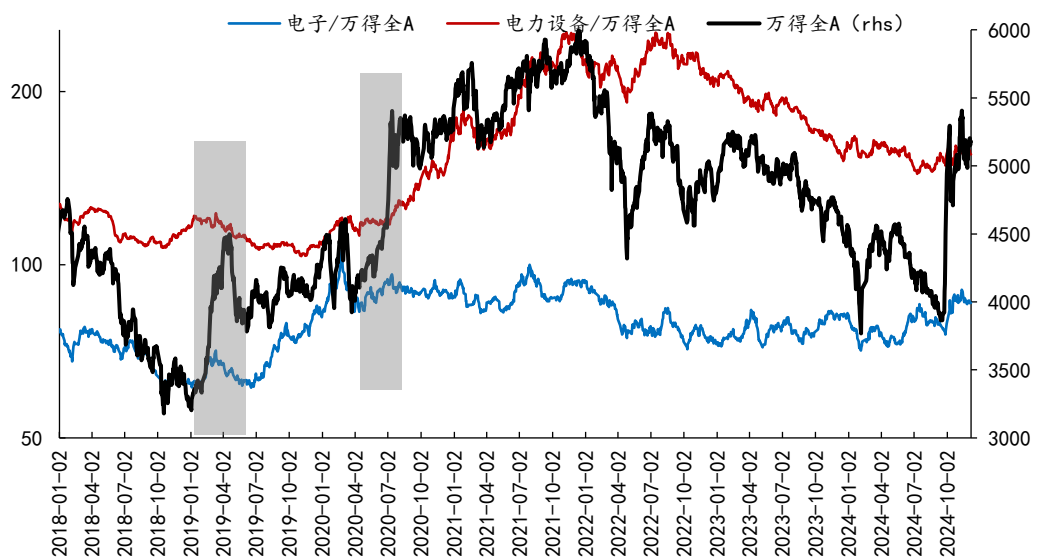
资料来源：万得，信达证券研发中心

2013-2015 年，TMT 超额收益在熊牛转折第一波上涨中不强。2013-2015 年，最强的产业赛道是 TMT，如果观察传媒和计算机超额收益累积的过程，能够看到，2012 年 12 月-2013 年 1 月和 2014 年 11-12 月，两个证券领涨的阶段，TMT 的超额收益均表现一般。TMT 的超额收益主要产生于 2013 年 Q2-2014 年 Q1 和 2015 年上半年。背后的原因可能是，证券领涨的阶段，主要是宏观预期和流动性环境快速改善的阶段，投资者有牛市买券商的偏好，但还没有牛市买 TMT 的偏好，TMT 的超额收益更多是靠移动互联网产业和并购重组的推进，更依赖产业发展，所以证券领涨期，TMT 反而很弱。

**图 59：2013-2015 年 TMT 超额收益在熊转牛第一波上涨中不强（单位：点，倍）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

2019-2021 年电子和电力设备大部分超额收益是震荡期产生的。同样，2019-2021 年，最强的产业赛道是半导体和新能源（一级行业以电子和电力设备代替），如果超额收益累积的过程，能够看到，2019 年 Q1 和 2020 年 6-7 月，两个证券领涨的阶段，电子均有小幅超额收益，而电力设备在 2019 年 Q1 跑输市场，而 2020 年有小幅超额收益。电子行业 2019-2021 年的超额收益，主要产生于 2019 年 7 月-2020 年 3 月，电力设备 2019-2021 年的超额收益，主要产生于 2020 年 7 月-2021 年 12 月，这两个阶段指数上涨的速度均很慢，甚至可以说是震荡为主。

**图 60：2019-2021 年电子和电力设备超额收益是震荡期产生的（单位：点，倍）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

## 七、牛市三阶段的板块表现

**牛市三阶段风格复盘：1994-1997 和 1999-2001。**1994 年 8-9 月牛市初期，市场快涨 2 个月。期间涨跌幅中位数最高的行业是纺织服饰、传媒、非银金融。但在 1994 年 9 月-1996 年 1 月期间，指数震荡小幅下行，在熊市结束后第一波上涨中表现强的纺织服饰、传媒均表现靠后。而相对抗跌的板块包括食品饮料、交通运输、基础化工等，这些板块在指数反转第一波上涨时期弹性小，但基本面更受益于高速增长的经济和相对紧缺的供给，业绩压力相对小。此后在 1996 年 1 月-1997 年 5 月牛市主升浪阶段，表现最强的板块是建筑材料（基本面受益于房地产市场发展，部分公司有主题行情）和家电（龙头公司发起价格战开始抢占市场份额）。

表 5：1994-1997 年牛市不同阶段的行业表现

|      | 1994-1997 年牛市 |           |           |           |
|------|---------------|-----------|-----------|-----------|
|      | 牛初第一波         | 牛初震荡      | 牛市中后期     | 汇总        |
| 开始时间 | 1994/7/29     | 1994/9/14 | 1996/1/19 | 1994/7/29 |
| 结束时间 | 1994/9/13     | 1996/1/19 | 1997/5/12 | 1997/5/12 |
| 行业   | 涨跌幅           | 涨跌幅       | 涨跌幅       | 涨跌幅       |
| 纺织服饰 | 294%          | -58%      | 88%       | 313%      |
| 传媒   | 283%          | -53%      | 59%       | 285%      |
| 非银金融 | 250%          | -55%      | 150%      | 394%      |
| 汽车   | 211%          | -47%      | 197%      | 492%      |
| 建筑材料 | 199%          | -53%      | 267%      | 519%      |
| 综合   | 196%          | -53%      | 133%      | 323%      |
| 电子   | 196%          | -53%      | 157%      | 355%      |
| 房地产  | 192%          | -52%      | 173%      | 379%      |
| 机械设备 | 191%          | -47%      | 94%       | 301%      |
| 钢铁   | 183%          | -50%      | 24%       | 174%      |
| 商贸零售 | 183%          | -51%      | 159%      | 361%      |
| 基础化工 | 174%          | -44%      | 73%       | 263%      |
| 食品饮料 | 172%          | -32%      | 193%      | 541%      |
| 医药生物 | 170%          | -54%      | 153%      | 315%      |
| 社会服务 | 163%          | -50%      | 84%       | 240%      |
| 交通运输 | 161%          | -41%      | 184%      | 440%      |
| 家用电器 | 153%          | -51%      | 205%      | 373%      |
| 公用事业 | 139%          | -50%      | 153%      | 301%      |

资料来源：万得，信达证券研发中心

1999 年 5-6 月牛市初期，科技成长表现较强，主要受益于国务院加强科技创新，发展高科技政策扶持。家电是 1996-1997 年牛市中表现较强的板块，在牛市初期表现也较好。煤炭行业这一阶段成份股较少，多为主题行情。在 1999 年 6 月-1999 年 12 月指数半年的震荡期间，除了煤炭仍表现较强外，前期涨幅靠后的电力设备、建材、造纸、农林牧渔均表现得相对抗跌。医药生物受益于竞争格局好转，业绩增长稳定，在本轮指数震荡期也相对抗跌。而调整幅度较大的行业包括前期涨幅较高的家用电器、非银金融，钢铁、汽车、石油石化、交通运输等受产能过剩、价格战等因素影响业绩承压的行业，在震荡期表现也偏弱。在 1999 年 12 月底-2001 年 6 月牛市主升浪阶段，表现最强的板块是建材、机械设备、纺织服饰、煤炭等，整体来看这些板块截至 2001 年 Q2 业绩兑现大多居前。其中有基本面复苏的影响，部分板块也有并购重组推升利润的影响。业绩承压的家电在慢牛阶段表现持续偏弱。

**表 6：1999-2001 年牛市不同阶段的行业表现**

|      | 1999-2001 年牛市 |            |            |           |
|------|---------------|------------|------------|-----------|
|      | 牛初第一波         | 牛初震荡       | 牛市中后期      | 汇总        |
| 开始时间 | 1999/5/17     | 1999/6/30  | 1999/12/28 | 1999/5/17 |
| 结束时间 | 1999/6/30     | 1999/12/27 | 2001/6/14  | 2001/6/14 |
| 行业   | 涨跌幅           | 涨跌幅        | 涨跌幅        | 涨跌幅       |
| 通信   | 81%           | -24%       | 40%        | 193%      |
| 计算机  | 79%           | -12%       | 44%        | 228%      |
| 家用电器 | 71%           | -30%       | 23%        | 147%      |
| 煤炭   | 59%           | -10%       | 70%        | 244%      |
| 国防军工 | 56%           | -28%       | 56%        | 177%      |
| 电子   | 54%           | -21%       | 34%        | 164%      |
| 传媒   | 53%           | -23%       | 57%        | 184%      |
| 食品饮料 | 51%           | -21%       | 46%        | 174%      |
| 有色金属 | 51%           | -20%       | 67%        | 201%      |
| 综合   | 51%           | -19%       | 66%        | 203%      |
| 公用事业 | 48%           | -22%       | 56%        | 180%      |
| 交通运输 | 48%           | -25%       | 50%        | 167%      |
| 医药生物 | 47%           | -18%       | 63%        | 196%      |
| 纺织服饰 | 47%           | -20%       | 75%        | 205%      |
| 非银金融 | 47%           | -29%       | 59%        | 165%      |
| 基础化工 | 46%           | -21%       | 61%        | 185%      |
| 房地产  | 45%           | -21%       | 68%        | 193%      |
| 机械设备 | 45%           | -25%       | 76%        | 193%      |
| 商贸零售 | 45%           | -23%       | 76%        | 196%      |
| 石油石化 | 43%           | -28%       | 55%        | 160%      |
| 钢铁   | 43%           | -26%       | 61%        | 170%      |
| 汽车   | 43%           | -28%       | 73%        | 178%      |
| 农林牧渔 | 43%           | -15%       | 57%        | 190%      |
| 社会服务 | 42%           | -19%       | 70%        | 196%      |
| 环保   | 42%           | -12%       | 36%        | 171%      |
| 建筑材料 | 41%           | -15%       | 107%       | 250%      |
| 轻工制造 | 39%           | -19%       | 49%        | 168%      |
| 建筑装饰 | 38%           | -22%       | 64%        | 177%      |
| 电力设备 | 38%           | -11%       | 40%        | 172%      |

资料来源：万得，信达证券研发中心

**牛市三阶段风格复盘：2013-2015 和 2019-2021 年。**2012 年 12 月-2013 年 2 月市场刚企稳的第一波上涨中，市场中投资者仍然基于 2005-2010 年的经验，基于宏观经济周期复苏的逻辑来布局，这一阶段最强的板块银行、非银、汽车、建材，都是 2006-2007 年和 2009 年牛市领涨板块。但实际上这一阶段 GDP 增速中枢已经开始下行，2013 年经济是弱复苏。2013 年 2 月-2014 年 5 月指数震荡期，金融、建材等前期领涨的板块均出现下跌，而具备新的产业逻辑（下游应用创新落地），业绩兑现较快的 TMT 在这一阶段涨幅大幅超过金融、周期类板块。同时也成为 2014 年 5 月-2015 年 6 月牛市中后期的最强主线之一。

**表 7：2013-2015 和 2019-2021 年牛市不同阶段的行业表现**

|                      | 2013-2015年牛市 |              |               | 2019-2021年牛市 |              |               |
|----------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|
|                      | 牛初第一波        | 牛初震荡         | 牛市中后期         | 牛初第一波        | 牛初震荡         | 牛市中后期         |
| 起始时间                 | 2012-12      | 2013-02      | 2014-05       | 2019-01      | 2019-04      | 2020-03       |
| 结束时间                 | 2013-02      | 2014-05      | 2015-06       | 2019-04      | 2020-03      | 2021-12       |
| 持续时间(月)              | 2            | 16           | 13            | 3            | 12           | 21            |
| 沪深300, %             | 29.54        | -22.61       | 152.16        | 37.81        | -13.09       | 39.16         |
| <b>板块超额收益</b>        |              |              |               |              |              |               |
| 金融板块                 | 10.19%       | 1.38%        | 20.20%        | -3.01%       | -4.96%       | -30.52%       |
| 周期板块                 | -2.51%       | 8.73%        | 87.55%        | -0.38%       | -5.74%       | 30.33%        |
| 消费板块                 | -9.14%       | 28.42%       | 40.08%        | 11.43%       | 7.94%        | 11.94%        |
| 成长板块                 | 2.80%        | 46.05%       | 112.34%       | 4.89%        | 12.09%       | 21.08%        |
| <b>行业超额收益</b>        |              |              |               |              |              |               |
| <b>涨幅排名靠前的申万一级行业</b> | 国防军工(19.23%) | 传媒(105.32%)  | 计算机(171.57%)  | 食品饮料(20.67%) | 电子(28.67%)   | 电力设备(154.86%) |
|                      | 非银金融(17.44%) | 计算机(78.83%)  | 建筑装饰(125.12%) | 农林牧渔(17.68%) | 建筑材料(16.56%) | 有色金属(90.80%)  |
|                      | 银行(11.38%)   | 电子(58.99%)   | 国防军工(112.11%) | 计算机(16.47%)  | 医药生物(15.43%) | 食品饮料(67.71%)  |
|                      | 汽车(8.10%)    | 通信(53.22%)   | 钢铁(106.14%)   | 家用电器(13.81%) | 食品饮料(14.90%) | 基础化工(60.59%)  |
|                      | 环保(4.80%)    | 环保(43.03%)   | 纺织服饰(101.81%) | 建筑材料(12.55%) | 计算机(13.15%)  | 社会服务(54.21%)  |
|                      | 建筑材料(3.85%)  | 社会服务(42.98%) | 交通运输(94.88%)  | 非银金融(9.82%)  | 美容护理(10.21%) | 汽车(52.82%)    |
|                      | 美容护理(3.08%)  | 轻工制造(41.91%) | 机械设备(87.80%)  | 医药生物(8.82%)  | 通信(8.50%)    | 煤炭(39.79%)    |
|                      | 基础化工(1.30%)  | 电力设备(41.70%) | 通信(84.09%)    | 电子(8.45%)    | 农林牧渔(7.30%)  | 国防军工(30.13%)  |
|                      | 机械设备(-0.28%) | 家用电器(37.59%) | 商贸零售(74.36%)  | 基础化工(8.02%)  | 电力设备(3.10%)  | 美容护理(23.56%)  |
|                      | 综合(-0.76%)   | 医药生物(36.63%) | 综合(70.25%)    | 轻工制造(4.66%)  | 家用电器(2.94%)  | 机械设备(18.93%)  |

资料来源：万得，信达证券研发中心

2019年1月-4月初熊市结束后的第一波上涨中，市场上涨的主要驱动力是政策宽松和社融超预期，投资者优先考虑的仍然是2013-2017年牛市中重要的赛道，这一阶段表现最强的板块是ROE高且稳定的必选消费（白酒、医药）、高成长性的TMT（通信、计算机）以及证券。但是2019年Q2开始，市场逐渐发现TMT各行业的利润增速抬升主要受基数和季节性的影响。2019年下半年只有电子利润增速开始逐渐兑现，ROE也有抬升。2019年4月到2020年3月的市场震荡期，TMT开始明显分化，业绩兑现强的半导体大幅领涨，业绩兑现弱的传媒即开始走弱。计算机、通信在震荡期还能维持小幅的超额收益，但到了牛市中后期也开始持续走弱。另外一个2019年下半年ROE快速抬升的行业是新能源，新能源在2019年4月-2020年3月震荡期即开始小幅走强，到2020年3月-2021年12月牛市中后期大幅走强。

整体来看，我们认为未来牛市主线可能基于新赛道、新逻辑展开。可能的主线有：

- (1) 新赛道新逻辑：AI（人工智能新的产业逻辑可能形成0-1的突破）、军工（自主可控）。
- (2) 老赛道新逻辑：企业的分红能力、经营稳定性可能成为新一轮牛市估值方法中新的因素。高ROE、高分红（现金流充裕）、高股息的板块可能受益，包括家电、传媒互联网、上游周期等。
- (3) 年度基本面受政策驱动边际变化较大的行业：房地产受益于政策驱动下风险缓和；破净个股受益于国央企市值管理实践。

## 风险因素

---

**宏观经济下行风险：**受国内宏观经济政策变化以及国际环境日趋复杂严峻的影响，宏观经济存在超预期下行风险。

**房地产市场下行风险：**房地产政策落地效果及后续推出强度可能不及预期、外部环境变化、房企信用风险事件可能出现超预期冲击，房地产市场基本面存在超预期下行风险。

**稳增长政策不及预期风险：**宏观经济政策逆周期调节需要根据经济运行情况动态调整，可能存在稳增长政策落地不及预期的风险。

**海外流动性及地缘政治风险：**美国通胀或有上行风险，海外央行政策变化节奏可能放缓带来流动性风险。海外政策变化不确定性可能导致地缘政治风险冲击。

**历史数据不代表未来：**报告结论基于历史规律总结的部分，历史经验可能失效。

## 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。

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。

## 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）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；  | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：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。