



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

联系人

相关研究

- 1.《6 月工业生产或修复至荣枯线以上——量化经济指数周报-20220605》，2022.6.6
- 2.《德邦宏观政策追踪日报——2022 年 6 月 5 日-》，2022.6.6
- 3.《下半年出口怎么看》，2022.6.2
- 4.《政策出台或对汽车消费有所提振——量化经济指数周报-20220529》，2022.5.29
- 5.《本轮加息预期见顶了么？——FedNote#7》，2022.5.24

从历史底部的经验看本轮市场上行

投资要点:

- 从 2005 年至今历史可比底部的估值、市场情绪、盈利、风险溢价、政策变量、调整程度等指标来看，2022 年 4 月这一轮下行已到达底部区间，但随后的市场上行是否是反转还是反弹仍然有一定分歧。**我们认为反转和反弹的最大区别在于可持续性，未来经济向好带来的盈利改善预期是区别反转和反弹的重要信号。**底部盘整期与信用周期期间市场筑底的过程往往也对应经济数据企稳回升的过程，5 月和 6 月是确认信用周期是否开启上行的重要时间。在暂未确认信用周期底部向上的趋势之前，市场对于经济预期向好与确认实际向好之间，震荡期时有发生，我们认为反弹期结束后，当前市场仍然处在这一阶段。
- 在过去几轮筑底中，从历次风格变化来看，除了 2013 年在反弹初期领涨的是创业板和成长股，其他几次底部都以大盘股领涨为主，逐渐向中小盘过渡。从历次底部行业走出的经验，我们可以发现市场磨底期反弹的往往都是前期超跌的板块，但后续来看，领涨行业的往往是基本面逻辑阻力最小的板块，而非前期跌幅最大的板块。因此，近期补涨的板块或已经最大程度地释放了上涨的潜能，在后续板块的选择上，**需要跟随基本面弹性和资金选择的逻辑，受到政策支持较多和自身景气周期向上的品种往往能有不错的超额收益。**
- 近期市场情绪出现分化，前期博弈的“强弱复苏”分化更加显著，代表“强复苏”的政策有支撑的汽车、地产后周期的家电、白酒板块，代表“弱复苏”的新能源、电子板块和作为复苏必要条件的“稳增长”叠加衰退预期逻辑的红利价值板块呈现轮动状态；同时，板块内部也呈现分化，并非所有板块均呈现普涨格局，资金始终在细分板块中轮换。由此可见，**当前市场仍然并没有就反弹后板块的选择达成一致，存量博弈的特征仍然较为明显，资金只能选择集中于一个方向。**近期科创板的走强也是市场流动性不足的结果，对于板块整体表现而言，资金流向变化的预期容易引导市场的风格的改变。
- 盈利预期来看，目前能观察到的经济数据和金融数据显示经济所呈现的恢复仍是强生产和弱需求，目前政策框架体系仍然以稳就业的托底举动为主，在此框架下，下半年的经济基本面大概率以“弱复苏”为主。风险溢价来看，中美股市短期内脱钩，两国经济复苏的差异是提升风险溢价的重要时间点。情绪的低位大概率已经在 4 月末出现，经过一个月左右的修复期，目前缺乏继续上行的突破口，悬而未决的基本面复苏预期和信用扩张预期，仍然是抑制当前市场风险偏好的重要因素。下半年随着宏观波动率逐渐降低，稳定板块可能不再会成为市场交易的主要目标。如果下半年没有更进一步的框架调整 and 变化，**A 股下半年的交易逻辑可能更多地从宏观自上而下的板块选择转向自下而上的个股机会。**从估值角度来看，前期估值较高的赛道股调整后经过这一轮市场上行期，逻辑较为明确的板块仍然交易拥挤，资金挪腾的范围有限，在市场整体微观流动性改善预期较弱的情况下，板块内流动性改善预期可能引导弹性较高的板块有所表现。
- 综合宏观和微观因素的变化，业绩兑现期之前的交易可能沿着“顺政策”和“顺业绩”的方向，短期内逻辑演绎可能集中在近期政策刺激较多、顺应地产后周期、业绩有可能集中释放的汽车、零部件、家电等提振内需的板块和二季度可能再次业绩超预期新老基建板块。下半年来看，目前能确定的因素仍然集中在长周期的通胀链条和流动性预期改善的板块上，上游资源品，油气、农业的逻辑仍然未破。
- **风险提示：防控措施再度升级；全球通胀危机；海外衰退超预期；经济复苏强度不及预期；政策推出程度不及预期**

内容目录

1. 历史上的市场底：市场正在经历反转或是反弹？	4
1.1. 市场底部区域的判断标准	4
1.1.1. 估值水平仍在底部区间范围内	4
1.1.2. 市场情绪在底部区域上沿待突破	5
1.1.3. 风险溢价高点与底部区间对应	6
1.1.4. 企业盈利往往滞后于市场底部	7
1.1.5. 市场底部区域的调整时间和幅度与历史大底基本类似	8
1.1.6. 政策转向和加码	9
1.2. 市场反转的条件	10
1.2.1. 过去几轮筑底反弹时有发生	11
1.2.2. 反弹与反转的区别	11
2. 引领历史底部的风格及行业变化	13
3. 市场的交易逻辑和未来可能演绎的预期	16
3.1. 存量博弈：选择阻力最小的方向	16
3.2. 未来市场的演绎逻辑	17
4. 风险提示	19

图表目录

图 1: 换手率处于下降后的低位震荡区间.....	5
图 2: 成交量往往是同步指标.....	5
图 3: 区间底部与风险溢价高点往往相对应	6
图 4: 2015 年后风险溢价高点均未突破 2 倍标准差	7
图 5: 盈利是市场底部的后验指标.....	8
图 6: 信贷脉冲底部与市场底部	12
图 7: 2005 年底部风格变化（风格及指数区间涨跌幅%）	13
图 8: 2008 年底部风格变化（风格及指数区间涨跌幅%）	13
图 9: 2013 年底部风格变化（风格及指数区间涨跌幅%）	13
图 10: 2016 年底部风格变化（风格及指数区间涨跌幅%）	13
图 11: 2019 年底部风格变化（风格及指数区间涨跌幅%）	14
图 12: 2022 年 4 月 27 日上行后风格变化（风格及指数区间涨跌幅%）	14
图 13: 历次下跌中反弹中表现较好的行业（行业及指数涨跌幅）	14
图 14: 引领市场走出底部的行业变化（行业及指数涨跌幅%）	15
图 15: 本轮市场上行板块轮动较快，全面上行的动力不足（行业及指数周度涨跌幅%）	16
图 16: 科创板业绩增速预期超过其他板块（%）	17
图 17: 科创板估值从 2020 年 6 月开始调整.....	17
图 18: 三因素近期的变化	18
表 1: 底部时期指数估值指标历史分位	4
表 2: 历次底部破净率水平对比	6
表 3: 风险溢价上行区间	7
表 4: 上证指数历次底部调整时长和幅度.....	9
表 5: 历次市场底部政策发力	10
表 6: 与本轮类似级别的反弹（涨跌幅）	11

1. 历史上的市场底：市场正在经历反转或是反弹？

2000 年至 2015 年，A 股经历了 3 次底部：2005 年 6 月 6 日 998 点、2008 年 10 月 28 日 1664 点、2013 年 6 月 25 日 1849 点。2015 年以后，随着资金监管趋严，市场再未呈现出 2007 年-2008 年和 2015 年-2016 年的大幅波动，在 2400-3800 的区间内持续徘徊，但市场仍然呈现出熊牛转换的规律。2015 年之后我们选取 2016 年 1 月 27 日 2638 点、2019 年 1 月 7 日 2441 点 2 次底部作为可比值纳入分析。

从本轮变化来看，2021 年 12 月股指站上 3700 点以来，主要指数已经持续下跌，低点已突破 2900 点。我们通过复盘历史上几个重要底部的多维度指标观察当前市场所处的位置。

1.1. 市场底部区域的判断标准

1.1.1. 估值水平仍在底部区间范围内

由于各指数诞生时间不一，且前期部分指数一直处于较低位置，我们以 2000 年 1 月 1 日的各数据作为历史分位起点（创业板从 2010 年开始），对比 2016 年之后的各个市场底部。从各指数历史分位区间来看，上证指数在过去 2 个底部的 PE 分位区间为[11%-20%]，PB 分位区间为[1%-10%]，本轮低点 PE 和 PB 分位均处于往年区间分位值下沿；万得全 A 在过去 2 个底部的 PE 分位区间为[10%-26%]，PB 分位区间为[0%-21%]，本轮低点 PE 分位处于历史分位区间中位数附近，PB 处于往年区间分位值下沿；沪深 300 在过去 2 个底部的 PE 分位区间为[15%-23%]，PB 分位区间为[3%-11%]，本轮低点 PE 分位处于历史分位区间上沿区间，PB 处于往年区间分位值上沿；创业板指在过去 2 个底部的 PE 分位区间为[1%-46%]，PB 分位区间为[18%-80%]，本轮低点 PE 和 PB 分位均处于历史分位区间中位数附近。经过一个月左右的反弹，截至 6 月 7 日，各指数的估值分位呈现市盈率分位提升，其中创业板指提升最多达 15%，万得全 A 和上证指数提升最少达 8%；市净率分位亦有小幅提升，但不如市盈率变化明显，一定程度上也因为市盈率受到了 4 月底盈利数据披露的影响，万得全 A 提升 12%，上证综指分位提升 5%。截至 6 月 7 日，沪深 300 的 PE 和 PB 分位均已突破历史底部区域，其他指数的市盈率估值接近历史底部分位区间上沿，或与近段时间反弹的行业分布有关，从估值的角度，整体来看，市场主要指数的估值大部分仍然在底部区域范围内，仍然具有性价比，但行业分布上可能会呈现较大差异，关于行业反弹的部分我们将会在后文详细阐述。

表 1：底部时期指数估值指标历史分位

历史分位		2016	2019	2022/4/27	2022/6/7
PE	上证综指	20%	11%	11%	18%
	万得全 A	26%	10%	18%	24%
	沪深 300	23%	15%	22%	32%
	创业板指	46%	1%	29%	37%
PB	上证综指	10%	1%	1%	5%
	万得全 A	21%	0%	3%	11%
	沪深 300	11%	3%	10%	13%
	创业板指	80%	18%	53%	59%

资料来源：wind，德邦研究所

1.1.2. 市场情绪在底部区域上沿待突破

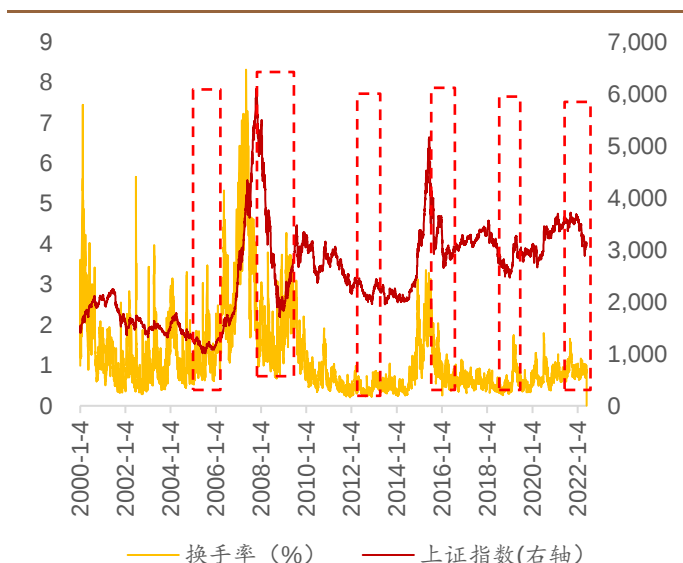
以上证指数为例，从换手率来看，2005 年、2008 年、2013 年、2016 年、2019 年几个底部的换手率分别为 0.82%、1.29%、0.68%、0.78%、0.53%，2000 年以来的换手率均值为 1.17%，中位数为 0.81%，即 2013 年之后的几个底部换手率均处于历史 50%分位以下。2022 年 4 月 27 日换手率为 1.01%，6 月 7 日换手率为 0.95%，均高于历史中位数，低于换手率均值。从历史换手率下降区间来看，换手率也存在类似指数的波峰波谷，除了 2013 年较长的圆弧磨底期外，换手率的拐点往往先于股市拐点出现，股市拐点约滞后 2-3 个月时间。这一轮调整的换手率顶点出现在 2021 年 9 月，股市见顶于 2021 年 12 月，2022 年至今，换手率持续在下降后的低位区间内波动，未出现趋势性的上涨或下跌，目前来看，截至 6 月 7 日，换手率指标仍然未出现大幅向上的反弹。

成交量反应了市场的流动性和活跃程度，从成交量来看，2005 年、2008 年、2013 年、2016 年、2019 年几个底部 A 股的成交量分别也都位于同时期的低谷。近几年随着市场扩容，市场成交量中枢逐步抬升，尤其是 2021 年，两市成交额曾在一段时间内持续高于万亿水平，进入 2022 年后，A 股的成交量始终在中枢抬升后的低谷区内波动。

从 A 股市场破净股的数量来看，2005 年、2008 年、2013 年、2016 年、2019 年破净公司数量分别为 195 家、208 家、174 家、68 家、371 家，占比为 16%、14%、7%和 2%、11%。2022 年 4 月 27 日这一轮底部，沪深两市共有 517 只个股跌破每股净资产，占比约为 11%，在历史底部破净率 2/3 位置，而经过一个月反弹之后，截至 6 月 7 日，破净率降低至 8%，仍然高于 2013 年和 2016 年的底部。

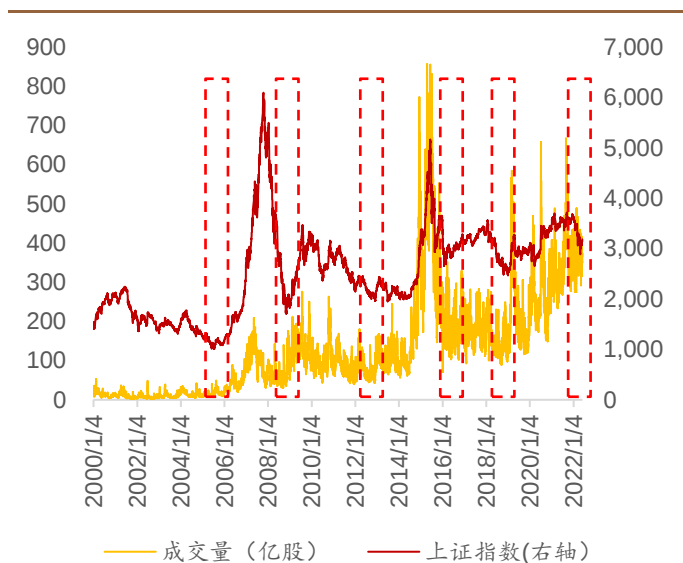
从以上几个指标来看，换手率和破净率在历史底部区域内向上突破波动，成交量也随着市场情绪回暖在底部范围内波动，市场情绪经过一个月的反弹后显示并不低迷，但情绪的继续向上突破可能遇到了一定的阻力，部分指标在底部上沿区间附近震荡，市场行情的突破也可能需要继续等待情绪面的上扬。

图 1：换手率处于下降后的低位震荡区间



资料来源：wind，德邦研究所

图 2：成交量往往是同步指标



资料来源：wind，德邦研究所

表 2：历次底部破净率水平对比

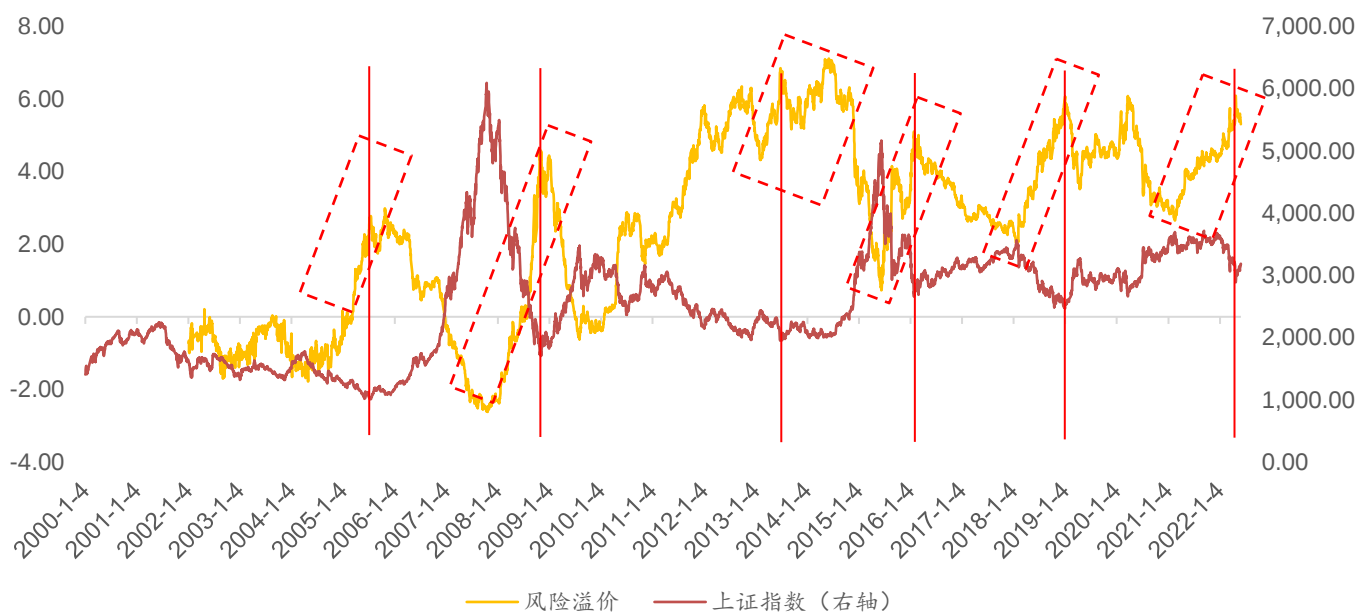
	2005	2008	2013	2016	2019	2022/4/27	2022/6/7
破净股数量（只）	195	208	174	68	371	517	375
破净率	16%	14%	7%	2%	11%	11%	8%

资料来源：wind，德邦研究所

1.1.3. 风险溢价高点与底部区间对应

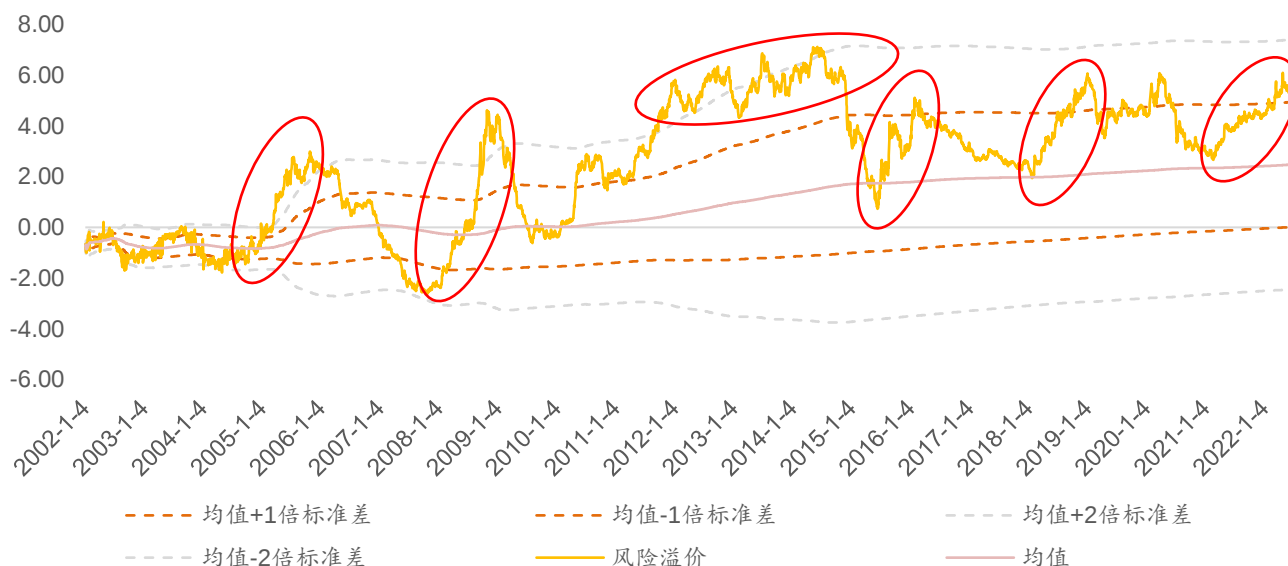
历史上几个底部，风险溢价都有一个上行区间，指数达到低点时，风险溢价往往位于区间的高点。2004 年至 2005 年上行区间持续约 15 个月，从 2004 年 4 月 12 日的-1.68 上升到 2005 年 7 月 18 日的 2.77，市场底部出现在 2005 年 6 月的区间次高点处；2007 年至 2008 年上行区间持续约 12 个月，从 2007 年 10 月 24 日的-2.62 上升到 2008 年 10 月 27 日的 4.61，市场底部出现在 2008 年 10 月 29 日的区间次高点处；2013 年是圆弧底，风险溢价快速上行后在高位震荡持续时间较长，风险溢价上行从 2013 年 2 月 4 日的 4.32 至 2014 年 6 月 4 日的 7.11，持续共 14 个月，市场持续处于底部区域；2015 年到 2016 年，风险溢价从 2015 年 6 月 12 日的 0.73 上升到 2016 年 2 月 29 日的 5.01，上行区间持续约 8 个月；2018 年至 2019 年上行区间持续约 12 个月，从 2018 年 1 月 24 日的 1.94 上升到 2019 年 1 月 3 日的 6.07，市场低点出现在风险溢价高点之后的 2019 年 1 月 7 日；2021 年 2 月 19 日以来，风险溢价持续上行，至 2022 年 4 月 26 日已经形成持续 14 个月的上行区间，从 2.66 上升到 6.09。

图 3：区间底部与风险溢价高点往往相对应



资料来源：wind，德邦研究所

图 4：2015 年后风险溢价高点均未突破 2 倍标准差



资料来源：wind，德邦研究所

表 3：风险溢价上行区间

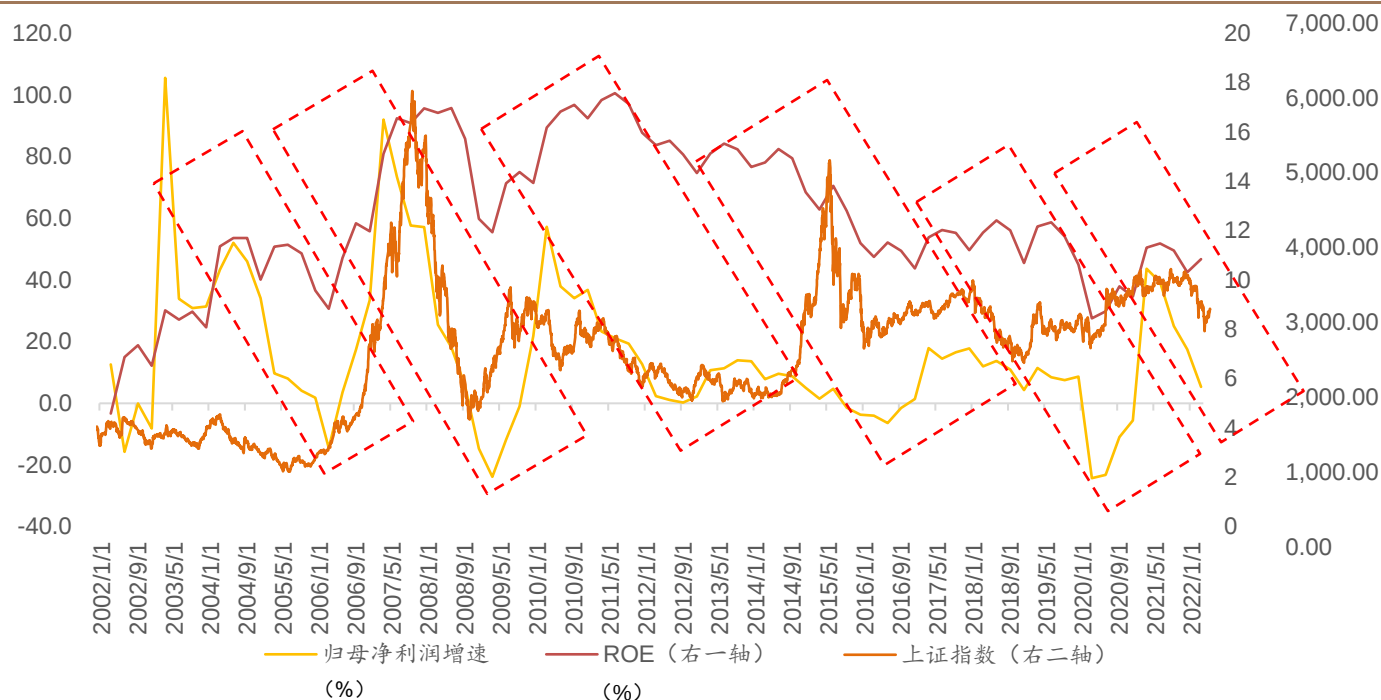
上行区间	区间底部	区间高点	持续时长	风险溢价上行幅度	市场底部出现时点	市场低点在区间中位置	市场底部形态	高点突破均值+2 倍标准差	低点突破均值-1 倍标准差
2004-2005	2004.04.12	2005.07.18	15 个月	4.46%	2005.06.06	区间次高点	圆弧底	是	是
2007-2008	2007.10.24	2008.10.27	12 个月	7.23%	2008.10.28	区间高点后	W 底	是	是
2013-2014	2013.02.04	2014.06.04	14 个月	2.79%	2013.06.25	区间中位	圆弧底	是	否
2015-2016	2015.06.12	2016.02.29	8 个月	4.28%	2016.01.27	区间次高点	W 底	否	否
2018-2019	2018.01.24	2019.01.03	12 个月	4.13%	2019.01.07	区间高点后	W 底	否	否
2021-2022	2021.02.19	2022.04.26	14 个月	3.43%	2022.04.27	区间高点后	-	否	否

资料来源：wind，德邦研究所

1.1.4. 企业盈利往往滞后于市场底部

从盈利情况来看，历史的底部大都伴随着净利润增速的放缓与 ROE 的下降。在之前几轮大底中，盈利底往往晚于市场底出现，如 2004-2005 年、2007-2008 年、2012-2013 年，2015-2016 年，盈利底基本滞后市场底 2-3 个季度。2018-2019 年市场底与盈利底几乎同步出现。这两次底部存在一定的特殊性，也是市场学习效应加强的结果。首先 2018 年底商誉大幅计提减值进一步加速盈利底部出清，另外，市场情绪底部与中美贸易摩擦相关性较高，这次底部主要风险来自外部因素，在 2018 年末中美贸易摩擦趋向缓和的阶段，外生因素导致市场风险偏好升高，情绪加速释放，叠加市场对之前几次底部的学习效应，导致 2018 年的盈利底与市场底几乎同步。本轮上证指数的盈利存在一定的特殊性，因为上游行业较多，ROE 在一季度反而还有一定程度的提升，归母净利润增速则呈现持续下降，但全 A 来看，盈利仍然持续下滑中。本次盈利周期还存在 4、5 月疫情的扰动，疫情冲击下，盈利底大概率会出现在二季度末的位置。

图 5：盈利是市场底部的后验指标



资料来源：wind，德邦研究所

1.1.5. 市场底部区域的调整时间和幅度与历史大底基本类似

从历史上看，以上证指数为例，历次大底的形态表现不一，如 2004-2005 年和 2009-2013 年，市场经历了长期的磨底形成了圆弧形结构，但 2008 年在强刺激下是快速反转的 V 型结构，2015-2016 和 2018-2019 则是在底部多次下探形成 W 型结构。在大底来临之前或之后往往都会经历一段时间的磨底期，如 2005 年、2008 年、2013 年和 2016 年市场均呈现底部之后再次经历调整才迎来反转，2019 年则是先磨底再触底，随后快速反转。在此期间，指数往往呈现震荡趋势，市场情绪波动性较强，可能从低位走出一定程度的反弹再经历继续下挫直到真正的企稳。

从历史调整时间来看，第一次筑底从 2004 年 4 月 6 日 1778 点下跌至 2005 年 6 月 6 日 998 点，跌幅 44%，累计持续约 14 个月；第二次筑底从 2007 年 10 月 16 日 6124 点下跌至 2008 年 10 月 28 日 1664 点，跌幅 73%，持续约 1 年；第三次从 2009 年 8 月 4 日 3478 点下跌至 2013 年 6 月 25 日 1849 点，跌幅 47%，持续约 4 年；第四次从 2015 年 6 月 12 日 5178 点下跌至 2016 年 1 月 27

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42808

