

机不可失：牛市初期运行规律

——新繁荣牛市之七

核心观点

经历了年初以来的上涨后，近期波动加大，本轮成长引领的小牛市尚处初期，相较于波段择时，当前我们建议从趋势角度理解行情，本期将分析牛市初期的运行特征。

□ 位置：牛市已至，尚处初期

在我们的趋势研判体系中，一波行情有表观催化剂，但更关键的是本质催化剂。从本质催化剂看，根据我们总结的框架，A 股在库存周期主导下存在规律性的 3 至 4 年牛熊周期。结合周期运行和拉动经济增长的“三驾马车”，新一轮复苏周期或于 2023 年上半年启动，这意味着 A 股新一轮上行周期将开启。尽管市场运行的节奏和弹性与短周期经济运行相关，但市场底往往领先经济底。因此，我们在识别精准的市场底时，须综合估值水平、宏观环境、结构运行等指标。根据我们提炼的底部研判框架，市场自 2022 年 4 月底进入筑底期，并于 12 月底结束筑底。换言之，本轮牛市已于 2022 年 12 月底启动。

□ 性质：成长引领，小牛初期

复盘 2000 年以来 A 股可以发现，产业周期主导 7 年左右的风格周期，库存周期主导 3 年左右的牛熊周期。进一步观察两者的嵌套规律，每一轮风格周期往往先后有一轮小牛市和一轮大牛市。无论是大级别牛市还是小级别牛市，牛市初期，市场位置低，往往呈现普涨。数据上，2009 年至 2010 年小牛市、2013 年至 2015 年大牛市、2016 年至 2017 年小牛市、2019 年至 2021 年大牛市，启动后的 90 天内，市场上涨个股占比分别为 98%、84%、99%、99%。但对小牛市而言，经历了初期普涨后，将走向分化，这与大牛市持续普涨有明显区别。站在当前，就风格周期而言，结合中周期位置以及对应的产业周期，我们认为新一轮风格切换始于 2021 年，先进制造崛起的产业周期下，风格开始从大盘转向小盘。进一步结合库存周期，我们认为始于 2022 年 12 月底的牛市或是小牛市，小牛市中识别主线更为关键，我们认为 2023 年主线在于绿色化（新能源）和自主化（半导体、信创、专精特新），进一步结合景气度，建议重视光伏新技术、电池新技术、半导体国产替代率低环节、信创。

□ 节奏：易涨难跌，机不可失

近期市场有所波动，但我们认为，当前尚处小牛市初期，易涨难跌，建议淡化波动，借机布局。其一，以史为鉴，牛市初期易涨难跌，数据上各轮牛市启动后 6 个月内万得全 A 最大回撤区间约在 10-16%。其中，在 2009 年至 2010 年、2016 年至 2017 年两轮小牛市初期，万得全 A 最大回撤分别为 14%、12%，而在 2013 年至 2015 年、2019 年至 2021 年两轮大牛市初期，万得全 A 最大回撤分别为 10%、16%。其二，1 月份万得全 A 和创业板指分别上涨 7% 和 10%，根据统计，如果当年 1 月份市场强势，则全年下来股市大概率会表现不错。其三，就市场情绪而言，中期情绪持续修复，而短期情绪经历了调整后处在底部。数据上，短期情绪指标换手率分位数已降至近一年 33% 分位数，中期情绪指标融资买入比处在 2020 年以来的中枢附近。

□ 风险提示

产业进展低于预期；美联储加息超预期。

分析师：王杨

执业证书号：S1230520080004

wangyang02@stocke.com.cn

研究助理：宋佳欢

songjiahuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《【浙商策略】流动性估值周报：边际和趋势：揭秘北上资金流向》 2023.02.10
- 2 《远端次新，被忽视的金矿——新繁荣牛市之六》 2023.02.05
- 3 《【浙商策略】流动性估值跟踪：22Q4 基金对科创板的持仓分析》 2023.02.03

正文目录

1 前言：易涨难跌，机不可失	4
2 位置：牛市已至，尚处初期	4
2.1 库存周期主导牛熊	4
2.2 市场底部特征清晰	6
2.3 十二月底筑底结束	7
3 性质：成长引领，小牛初期	7
3.1 风格和牛熊的嵌套	7
3.2 大小牛市共性区别	8
3.3 成长引领小牛初期	9
4 节奏：易涨难跌，机不可失	10
5 风险提示	12

图表目录

图 1: 上证指数和工业增加值产业缺口的运行相关性	5
图 2: 万得全 A 历史走势和股债收益比	6
图 3: 剩余流动性和万得全 A 走势	6
图 4: A 股运行存在明显周期性	8
图 5: 牛市启动初期市场多表现为普涨（观察窗口为牛市启动后 90 天）	8
图 6: 2009 年至 2010 年大牛市期间上证 50 和中证 1000 走势	9
图 7: 2016 年至 2017 年期间上证 50 和中证 1000 走势	9
图 8: 2013 年至 2015 年大牛市期间上证 50 和中证 1000 走势	9
图 9: 2019 年至 2021 年期间上证 50 和中证 1000 走势	9
图 10: 2000 年以来的风格切换规律	10
图 11: 新兴产业从硬件再到应用	10
图 12: 各轮牛市初期市场最大回撤情况（观察窗口为牛市启动后 6 个月）	10
图 13: A 股 1 月份走势对全年的指引情况	11
图 14: 融资买入比走势	11
图 15: 万得全 A 指数走势及换手率分位数	12
表 1: 各轮工业增加值产出缺口（单位：月）	5

1 前言：易涨难跌，机不可失

2022 年 12 月 25 日我们发布《牛市开端系列：底部右侧，坚定看多》提出，市场自 4 月 26 日进入筑底期，截至 12 月 25 日筑底已近尾声，1 月是大转折的重要窗口期。年初以来，A 股轮动上涨，牛市逐步显性化。

此后我们在《新繁荣牛市之二：谁将被推向风口》中系统讨论了如何识别牛市主线。结合宏观推演、中观验证和微观下沉，我们建议重视光伏新技术、电池新技术、半导体中国产替代率低的环节。

除了行业配置外，2023 年也将是主题投资大年，我们发布《新繁荣牛市之三：谁将引领主题投资》提出 2023 年四大主题，信创、国防、近端次新、国企改革。

券商也是牛市的经典板块，我们发布《新繁荣牛市之四：如何把握牛市中券商的机会》分析了牛市中券商的投资方法论。

就年度表现来看，微观景气对股价指引性较强，我们发布《新繁荣牛市之五：景气线索失效了吗，牛市如何用》分析了本轮小牛市如何结合景气扩大相对收益。

次新是牛股沃土，在《新繁荣牛市之六：远端次新，被忽视的金矿》中我们分析了远端次新的投资方法论。

经历了年初以来的上涨后，近期波动加大，本轮成长引领的小牛市尚处初期，相较于波段择时，当前我们建议从趋势角度理解行情，本期将分析牛市初期的运行特征。

2 位置：牛市已至，尚处初期

在我们的大势研判体系中，一波行情有表观催化剂，但更关键的是本质催化剂。从本质催化剂看，根据我们总结的框架，A 股在库存周期主导下存在规律性的 3 至 4 年牛熊周期。结合周期运行和拉动经济增长的“三驾马车”，新一轮复苏周期或于 2023 年上半年启动，这意味着 A 股新一轮上行周期将开启。

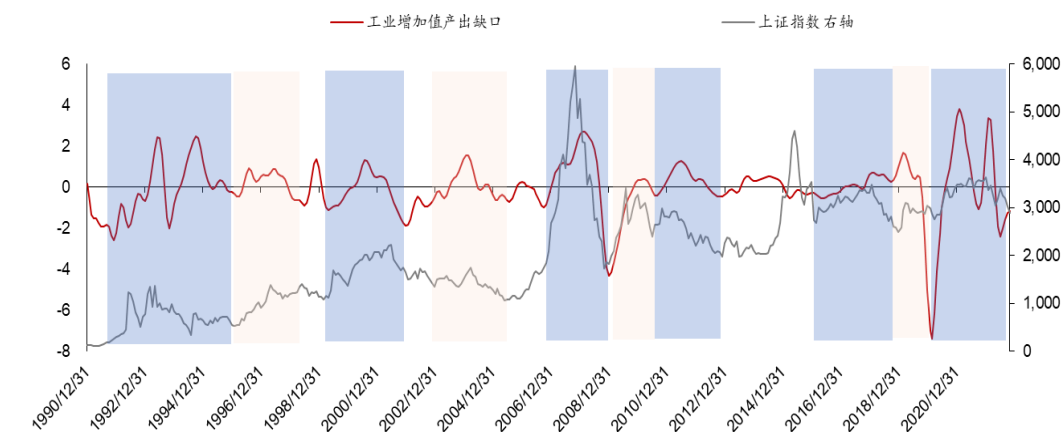
尽管市场运行的节奏和弹性与短周期经济运行相关，但市场底往往领先经济底。因此，我们在识别精准的市场底时，须综合估值水平、宏观环境、结构运行等指标。根据我们提炼的底部研判框架，市场自 2022 年 4 月底进入筑底期，并于 12 月底结束筑底。换言之，本轮牛市已于 2022 年 12 月底启动。

2.1 库存周期主导牛熊

根据我们总结的框架，A 股在库存周期主导下存在规律性的 3-4 年牛熊周期，是研判大势的本质催化剂。2000 年以来的大小牛市有 2002 年 1 月至 2004 年 4 月、2005 年 12 月至 2008 年 1 月、2008 年 11 月至 2010 年 11 月、2012 年 12 月至 2015 年 6 月、2016 年 1 月至 2017 年 11 月、2019 年 1 月至 2021 年 12 月。

我们用工业增加值产出缺口刻画库存周期，可以发现产出缺口运行和上证走势呈现显著相关性，这种相关性既体现在节奏也体现在弹性。

图1：上证指数和工业增加值产出缺口的运行相关性



资料来源：Wind，浙商证券研究所

结合周期运行和拉动经济增长的“三驾马车”，新一轮复苏周期或于 2023 年上半年启动，这意味着 A 股新一轮上行周期将开启。

具体来看，从每轮产出缺口历时来看，历史上每轮产出缺口从谷底走向峰顶，再走向下一轮周期的谷底，平均历时 38 个月。站在当前，本轮产出缺口周期开始于 2020 年 3 月，借鉴历史运行规律并结合基数效应，我们可以初步推测，本轮下行周期的结束或于 2023 年 Q1 附近出现。

表1：各轮工业增加值产出缺口（单位：月）

	周期起点	周期终点	全区间历时	复苏阶段历时	繁荣阶段历时	衰退阶段历时	萧条阶段历时
第 1 轮	1991/11	1993/10	24	16	3	3	2
第 2 轮	1993/10	1996/03	30	5	10	5	10
第 3 轮	1996/04	1999/04	37	2	2	18	3
第 4 轮	1999/05	2001/12	32	10	6	9	7
第 5 轮	2002/01	2006/08	56	6	8	4	38
第 6 轮	2006/09	2008/12	28	4	10	6	4
第 7 轮	2009/01	2012/10	46	9	22	10	5
第 8 轮	2012/11	2016/05	43	8	14	5	16
第 9 轮	2016/06	2020/02	45	8	25	8	4
平均值			38	8	11	8	10
中位数			37	8	10	6	5

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 市场底部特征清晰

尽管 A 股的运行节奏和弹性与短周期经济运行显著相关，但市场底往往领先经济底。为了更精准把握底部并细化底部运行规律，我们对 2000 年以来的牛市底部进行了系统复盘，发布了专题《分化和新生：那些年我们经历的市场底》。

我们结合估值水平、宏观环境、结构运行等维度，提出了底部的判断框架和应对举措。根据框架，市场自 2022 年 4 月底进入筑底期，并于 12 月底结束筑底。换言之，新一轮牛市已于 12 月底启动。

就估值而言，结合股债收益比，无论是 2022 年 4 月底还是 12 月底，都已接近市场大级别底部位置。

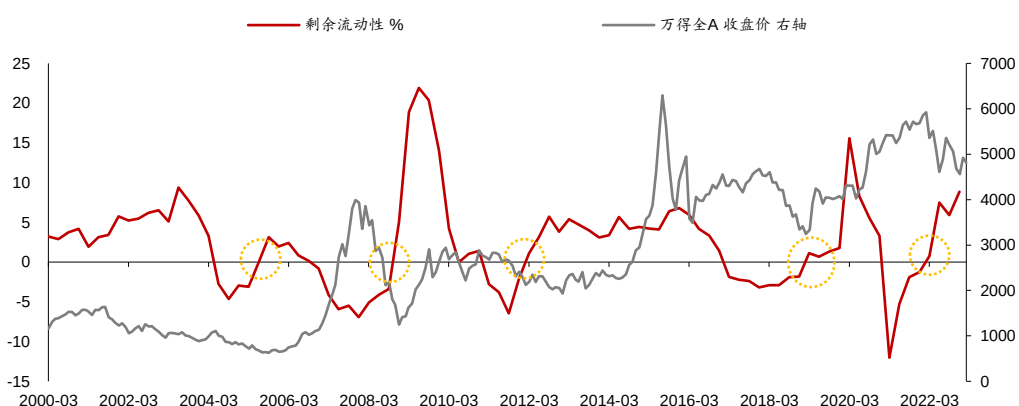
图2：万得全 A 历史走势和股债收益比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

就宏观而言，市场底通常出现在剩余流动性，也即“M2 增速-名义 GDP 同比增速”由负转正时。截至 2022Q1，剩余流动性已由负转正，契合宏观维度规律。

图3：剩余流动性和万得全 A 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

就结构运行而言，在 2022 年 4 月底至 12 月底的筑底期，市场结构运行也基本契合。以史为鉴，市场筑底阶段，一则，情绪趋向平淡，部分特征如成交量下降、强势白马股补跌等；二则，市场底领先经济底，伴随着稳增长政策发力，低估值震荡企稳；三则，指数虽震荡，但代表新一轮产业方向的新成长个股悄然展开有序上涨。

2.3 十二月底筑底结束

市场自 4 月 26 日确认底部左侧（2021 年 2 月以来股债收益比首次超过 2.3 并见顶），并于 12 月底确认底部右侧开始转折向上。

从结构和情绪角度，一方面，12 月下旬，此前强势的新能源基金重仓股开始补跌；另一方面，以史为鉴，底部的右侧往往出现于 12 月或 1 月，如 2005 年 12 月、2009 年 1 月、2012 年 12 月、2019 年 1 月。

从基本面角度，一则，经济层面，结合周期运行和拉动经济增长的“三驾马车”，新一轮复苏周期或于 2023 年上半年启动；二则，风险偏好层面，市场于 12 月消化了第一波疫情影响。

3 性质：成长引领，小牛初期

对本轮牛市的性质和结构分析，应进一步结合产业周期，在先进制造崛起的产业周期下，叠加当前库存周期的位置，目前是一轮小牛市起点。

历史上小牛市样本有 2009 年到 2010 年、2016 年到 2017 年。复盘两段小牛市，对投资的启示在于，牛市前半段是普涨，但中后半段走向分化。

3.1 风格和牛熊的嵌套

对 A 股而言，产业周期主导风格周期，库存周期主导牛熊周期，更详细分析见《2023 年权益策略展望：凝“新”聚力，“大”有可为》。

回溯历史，自 2000 年以来 A 股共经历三轮完整风格周期。其中，2001Q3 至 2007Q3 期间大盘股占优，2007Q4 至 2015Q2 期间小盘股占优，2015Q3 至 2021Q4 期间又是大盘股占优，每轮风格的持续时间约 7 年左右。

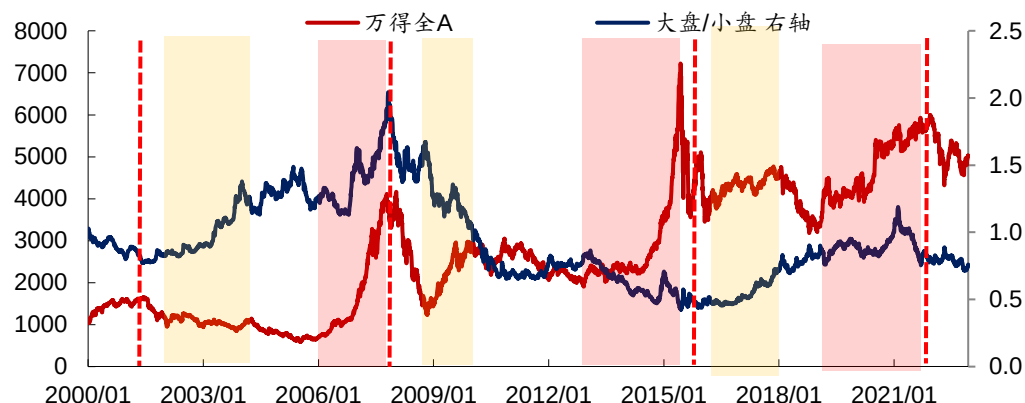
进一步观察风格周期和牛熊周期的嵌套规律，可以发现，每一轮风格周期往往先后有一轮小牛市和一轮大牛市。

其一，2001Q3 到 2007Q3 大盘股占优阶段：2002 年 1 月至 2004 年 4 月的小牛市、2005 年 12 月至 2008 年 1 月的大牛市。

其二，2007Q4 到 2015Q2 小盘股占优阶段：2009 年 1 月至 2010 年 11 月的小牛市、2012 年 12 月至 2015 年 6 月的大牛市。

其三，2015Q3 到 2021Q4 大盘股占优阶段：2016 年 1 月至 2018 年 1 月的小牛市、2019 年 1 月至 2021 年 12 月的大牛市。

图4: A 股运行存在明显周期性



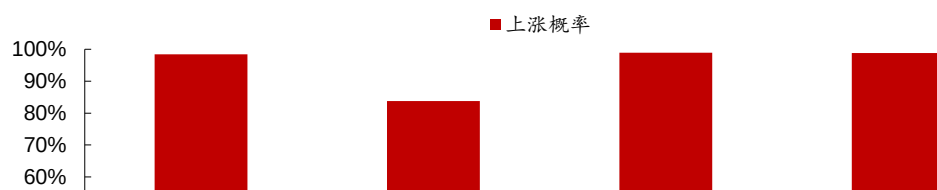
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2 大小牛市共性区别

无论是大级别牛市还是小级别牛市，牛市初期，市场位置低，往往呈现普涨。

统计各轮牛市启动后 90 天内市场上涨概率，可以发现，市场在牛市初期多表现为普涨。在 2009 年至 2010 年小牛市初期（即 2008/11/4 至 2009/2/2 期间）市场中上涨个股占比达 98%，在 2016 年至 2017 年小牛市初期（即 2016/1/28 至 2016/4/27 期间）该占比达 84%，在 2013 年至 2015 年大牛市初期（即 2012/12/1 至 2013/3/1 期间）该占比达 99%，在 2019 年至 2021 年大牛市初期（即 2019/1/4 至 2019/4/4 期间）该占比达 99%。

图5: 牛市启动初期市场多表现为普涨（观察窗口为牛市启动后 90 天）



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_52164

