

牛熊轮回

——大势研判框架

荀玉根（海通证券首席经济学家） SAC号码：S0850511040006

郑子勋（海通策略联席首席分析师） SAC号码：S0850520080001

王正鹤（海通策略高级分析师） SAC号码：S0850523060001

余培仪（海通策略高级分析师） SAC号码：S0850523040002

2023年8月15日

1. 研判牛熊拐点

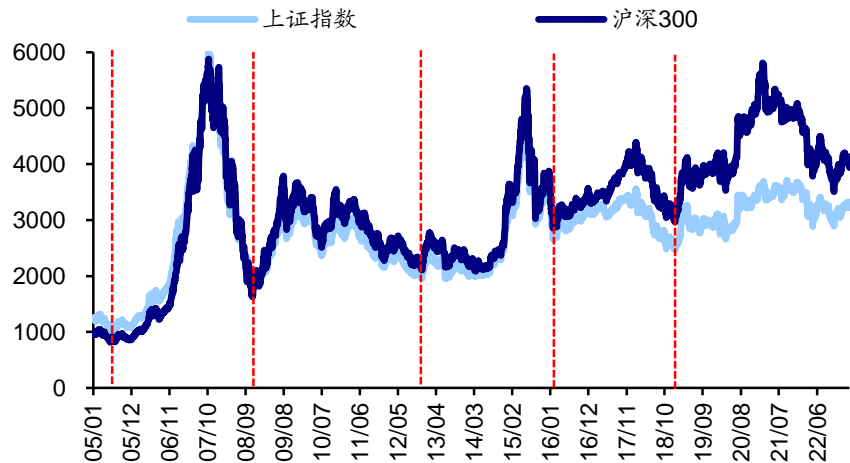
2. 把握市场节奏

3. 复盘五轮牛熊

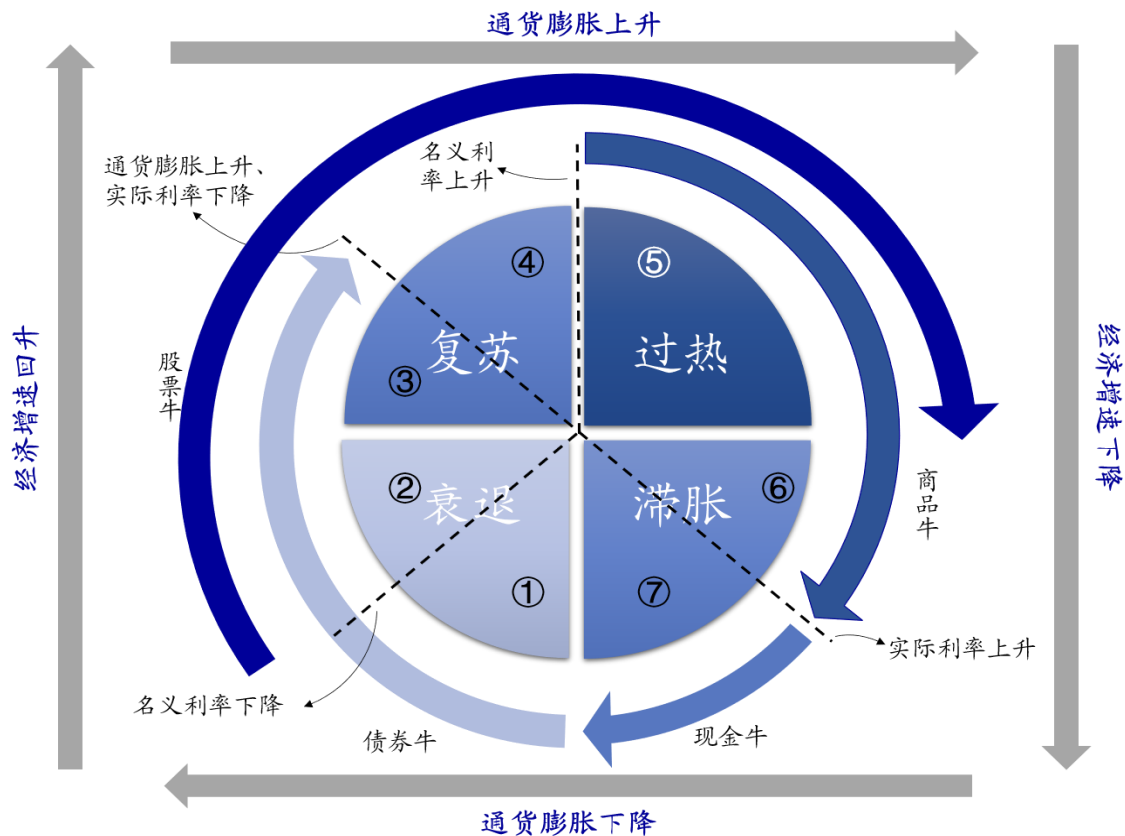
周期思维看股市牛熊

✓ 美股、A股都是平均3-4年一轮涨跌周期，对应宏观经济周期。

开始时间	结束时间	期间标普500最大跌幅 (%)
1980/12/1	1982/8/12	-26.0
1987/8/26	1987/12/4	-35.9
1990/7/17	1990/10/11	-20.4
1998/7/20	1998/10/8	-22.4
2000/3/27	2002/10/9	-49.9
2007/10/10	2009/3/9	-57.7
2010/4/27	2010/7/2	-17.1
2011/5/2	2011/10/3	-21.6
2015/5/22	2016/2/11	-15.2
2018/10/4	2018/12/24	-20.2
2020/2/20	2020/3/23	-35.4
2022/1/4	2022/11/30	-27.5



改进版投资时钟



改进版投资时钟更符合中国现实

✓改进版投资时钟：股票牛市开始于衰退后期，结束于过热期。

经济阶段	平均资产表现（对应指数年化涨跌幅，%）		
	债券 （中债总全价指数）	股票 （万得全A）	商品 （南华商品指数）
衰退前期（①）	10	-50	-28
衰退后期（②）	5	28	-12
复苏前期（③）	3	50	12
复苏后期（④）	-3	80	13
过热期（⑤）	-3	57	24
滞胀前期（⑥）	0	-18	25
滞胀后期（⑦）	-4	-37	-5

资料来源：Wind，海通证券研究所，统计周期为2004年12月至2022年12月

市场拐点跟踪基本面领先指标

✓ 借鉴历史，底部确认信号：五大类基本面领先指标中3个及以上企稳回升。

各指标见底时间

领先指标	上证综指	05/6/6	08/10/28	12/12/4 (13/6/24)	16/1/27	19/1/4	22/4/27 (22/10/31)
1.货币政策	各项贷款余额同比	05/05	08/06	12/01	14/09	18/05	22/04
	M2同比	04/10	08/11	12/01	15/04	18/10	21/11
2.财政政策	基建投资累计同比	05/05	08/02	12/02	16/02	18/09	21/11
3.制造业景气度	PMI指数	05/07	08/11	12/08	16/02	19/02	22/4 (22/12)
	PMI新订单	05/07	08/11	12/08	16/02	19/01	22/04
4.早周期-地产	商品房销售面积累计同比	04/12	08/12	12/02	15/03	19/02	22/12
5.早周期-汽车	汽车销量累计同比	05/02	09/01	12/01	15/08	19/01	22/05

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：黄色高亮为市场底出现时已经见底企稳的领先指标

✓ 回顾二战后美、英、德、日、中国香港、中国台湾、A股历史，以DDM模型为框架，追溯影响股价的核心变量。



利率下行或低位是牛市必要条件



盈利改善可以来自经济增长，也可依靠改革转型、技术创新

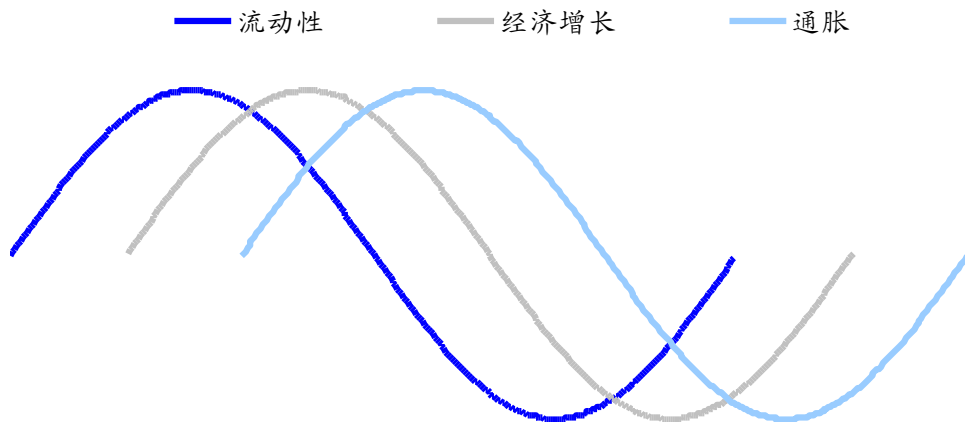


股市制度建设推升风险偏好

1: 流动性往往是故事的开端

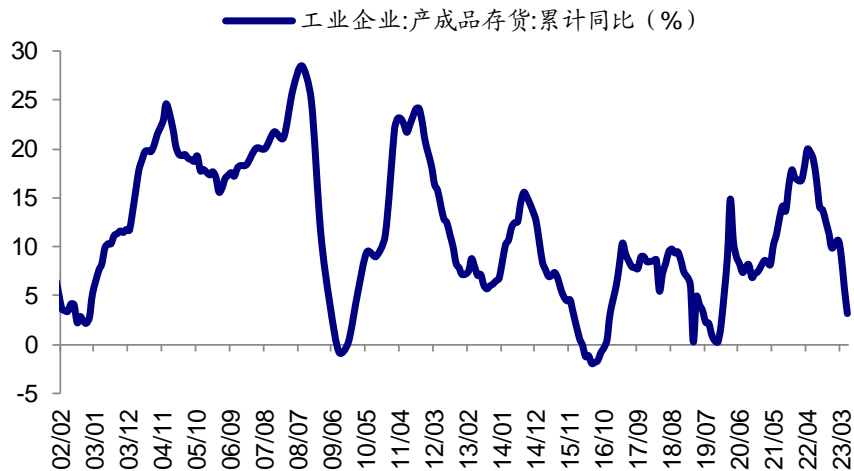
✓量：M1、M2、社融总量增速、新增信贷。

✓价：存贷款利率、国债利率、回购利率、理财信托利率。



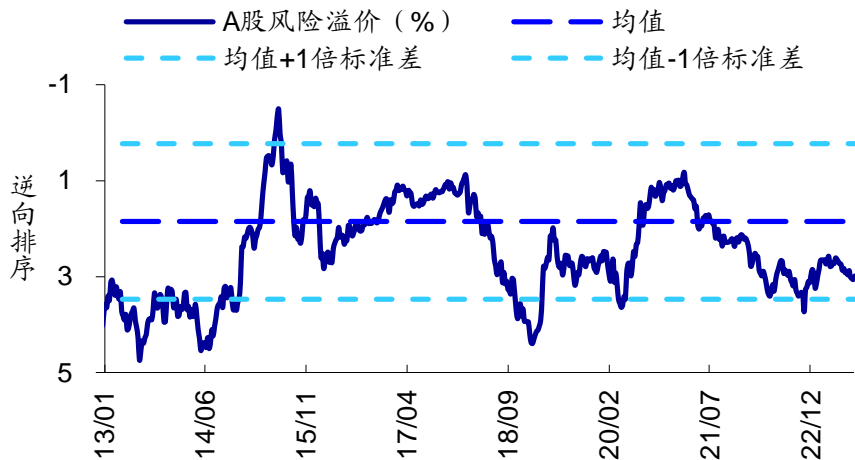
2: 盈利是股市的根基

✓ 企业盈利与库存周期对应，工业企业利润、PPI都可以高频跟踪。



3: 风险偏好测试市场热度

- ✓ 风险溢价率（股价回报率减无风险利率）、股债收益比等。
- ✓ 情绪指标：换手率、涨停公司占比、基金仓位、融资交易占比、分级基金溢价率等。

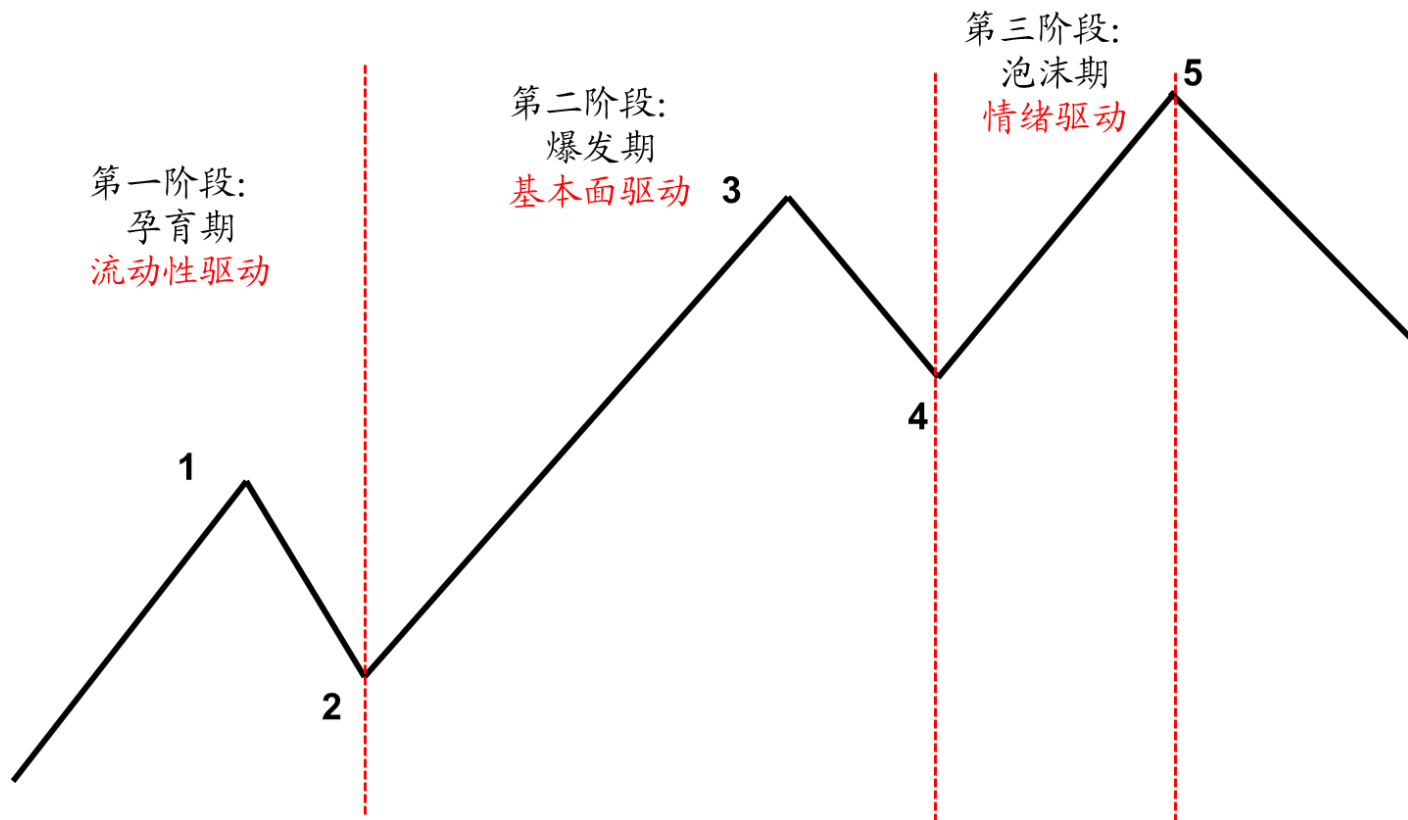


1. 研判牛熊拐点

2. 把握市场节奏

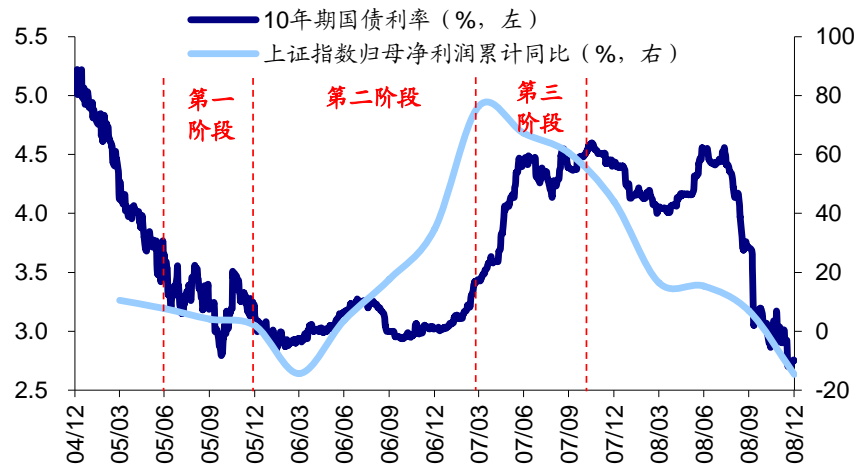
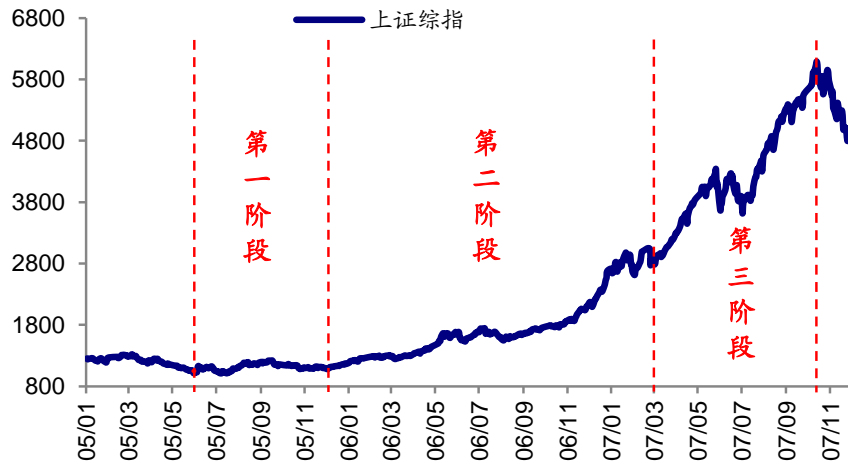
3. 复盘五轮牛熊

牛市分为三个阶段



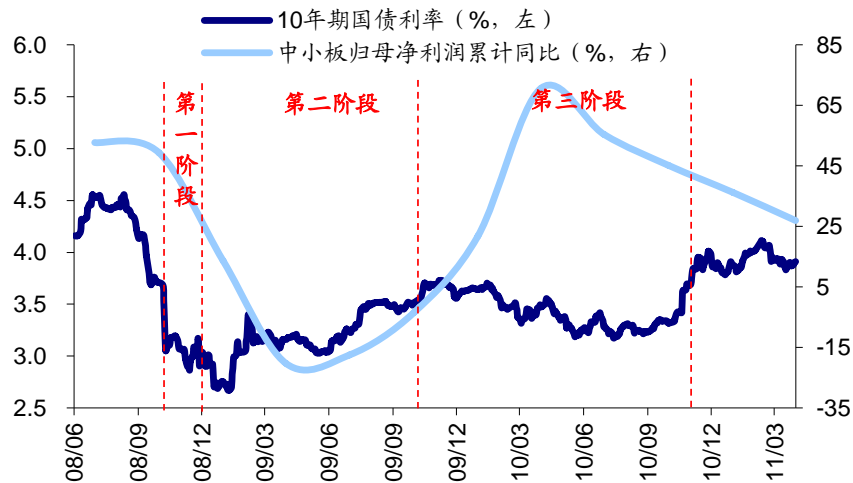
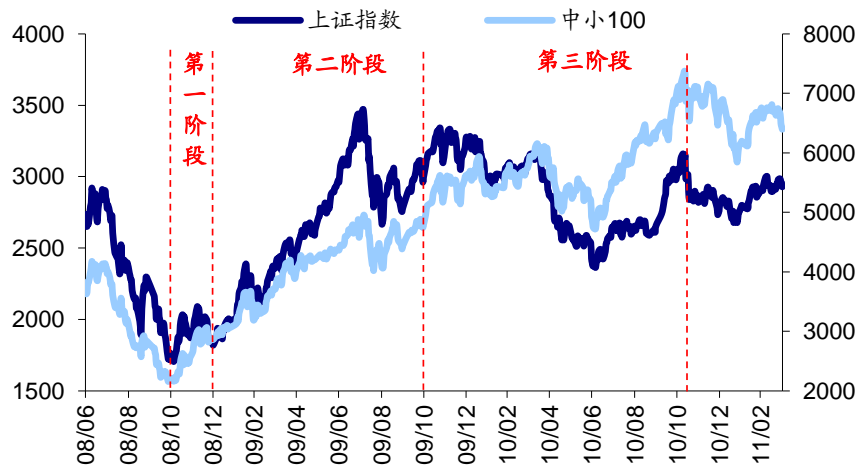
回顾：05/06-07/10牛市三阶段

✓ 05/6-05/12为孕育期，06/1-07/3为爆发期，07/3-07/10为泡沫期。



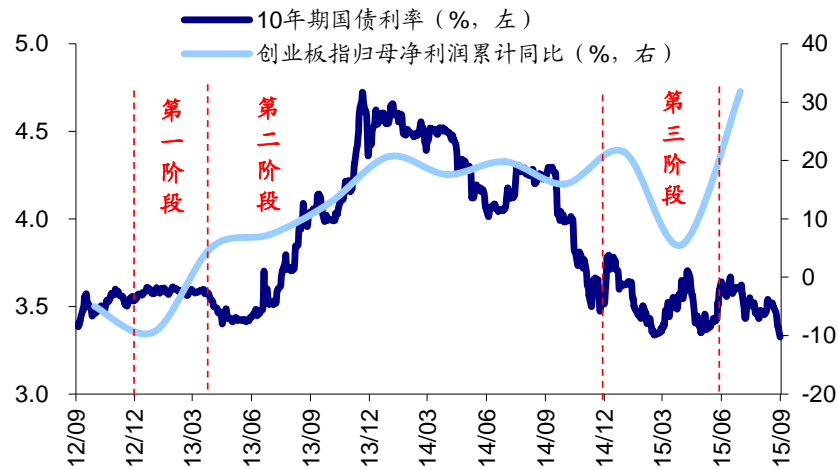
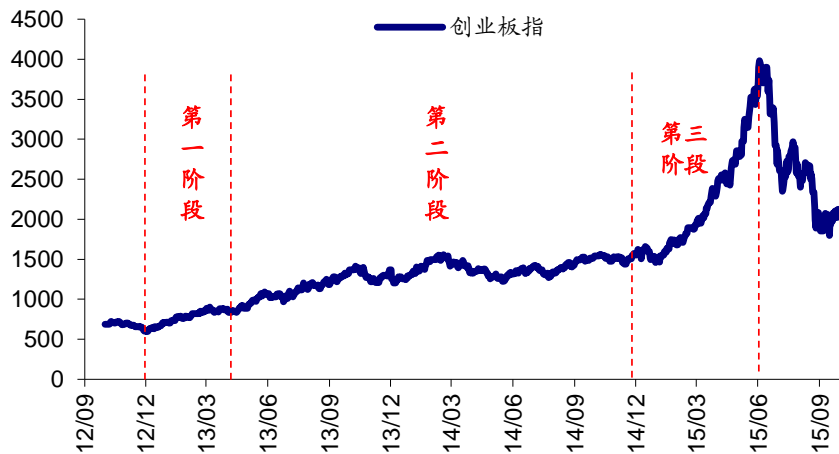
回顾：08/10-10/11牛市三阶段

✓ 08/10-08/12为孕育期，09/1-09/10为爆发期，09/11-10/11为泡沫期。



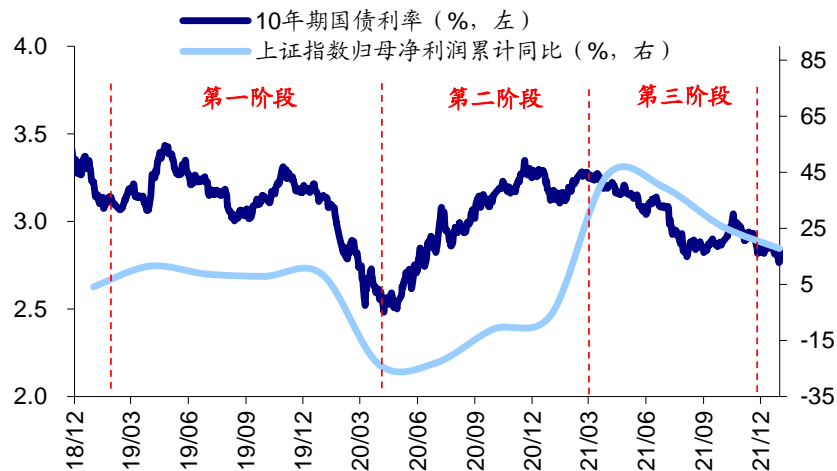
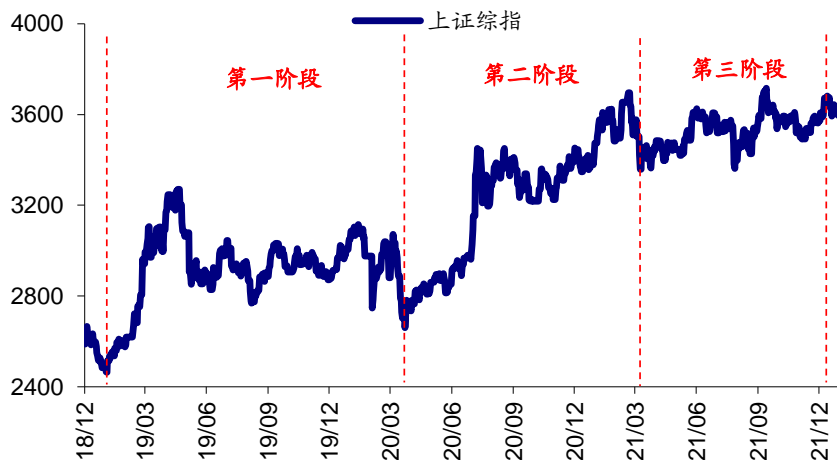
回顾：12/12-15/06牛市三阶段

✓ 12/12-13/4为孕育期，13/4-14/12为爆发期，14/12-15/6为泡沫期。



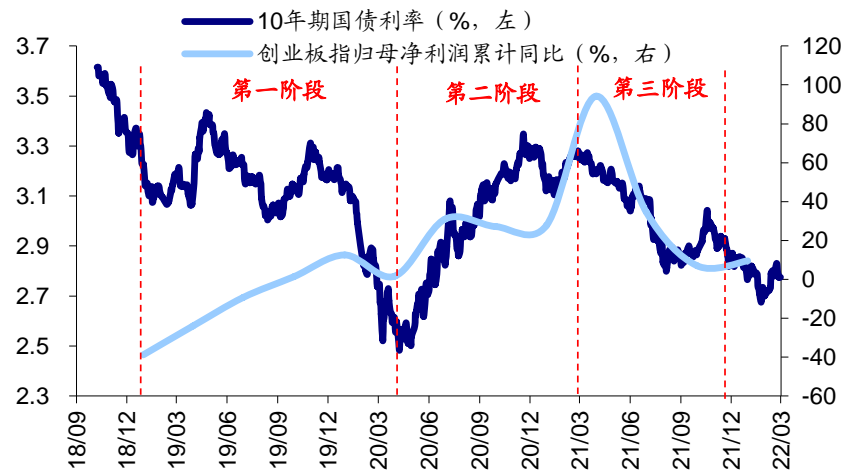
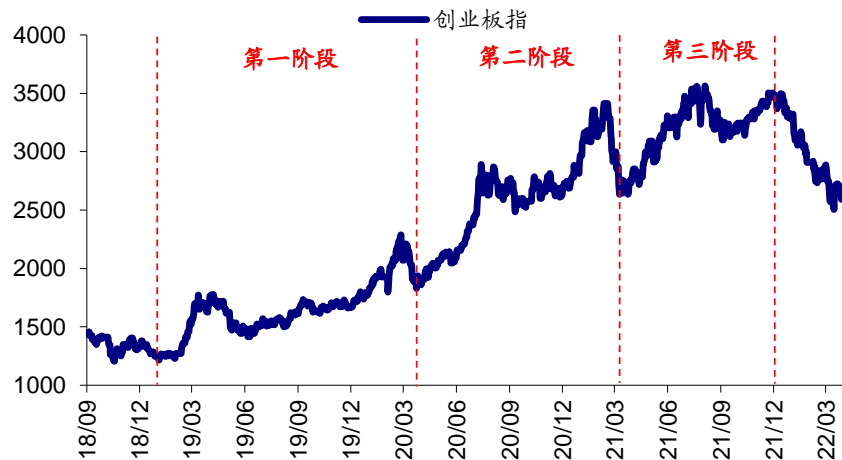
回顾：19/1-21/12牛市三阶段

✓ 19/1-20/4为孕育期，20/4-21/2为爆发期，21/2-21/12为泡沫期。



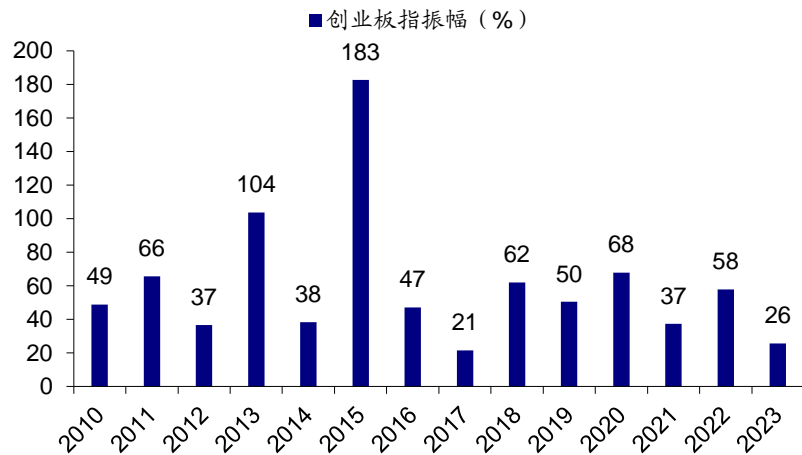
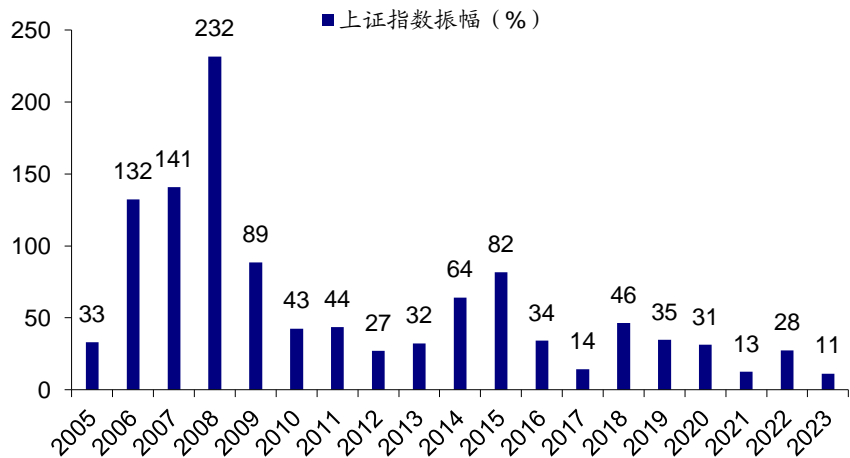
回顾：19/01-21/12牛市三阶段

✓ 19/1-20/4为孕育期，20/4-21/2为爆发期，21/2-21/12为泡沫期。



A股牛熊市波动率放大

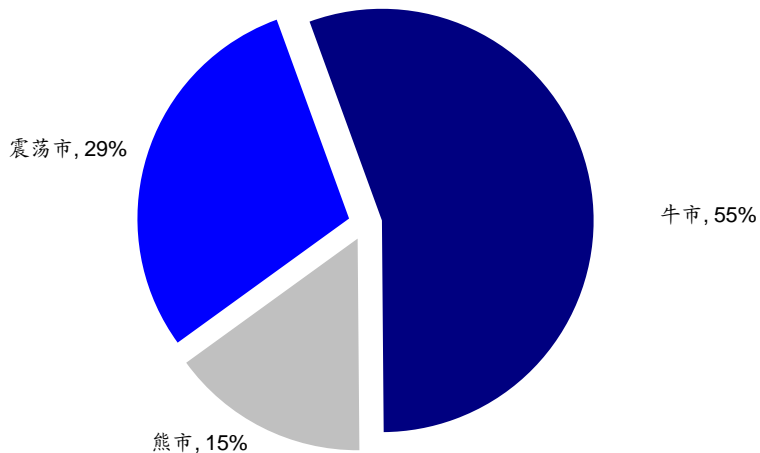
✓ A股的波动率也存在节奏变化，牛熊市期间指数振幅往往会放大。



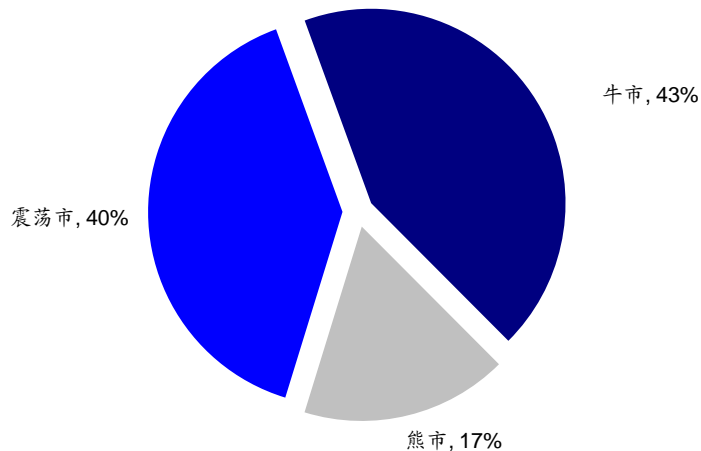
熊长牛短是误解

- ✓ 过去120多年中美股牛、熊、震荡市时间比约6:1:3。
- ✓ 过去30多年中A股牛、熊、震荡市时间比约4:2:4，震荡市时间接近一半。

1900年以来美国牛熊震荡市时间占比



1990年以来中国牛熊震荡市时间占比



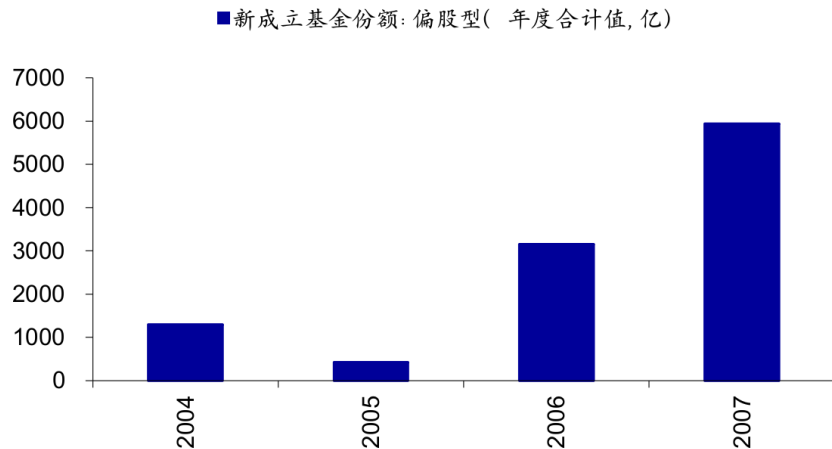
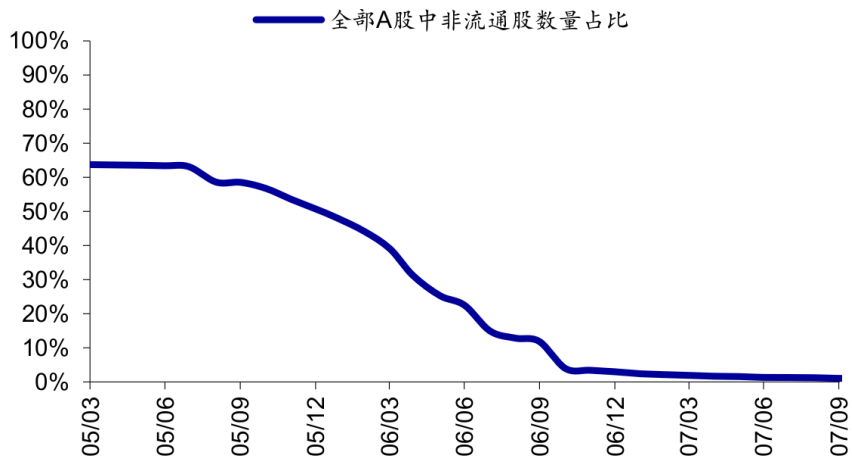
1. 研判牛熊拐点

2. 把握市场节奏

3. 复盘五轮牛熊

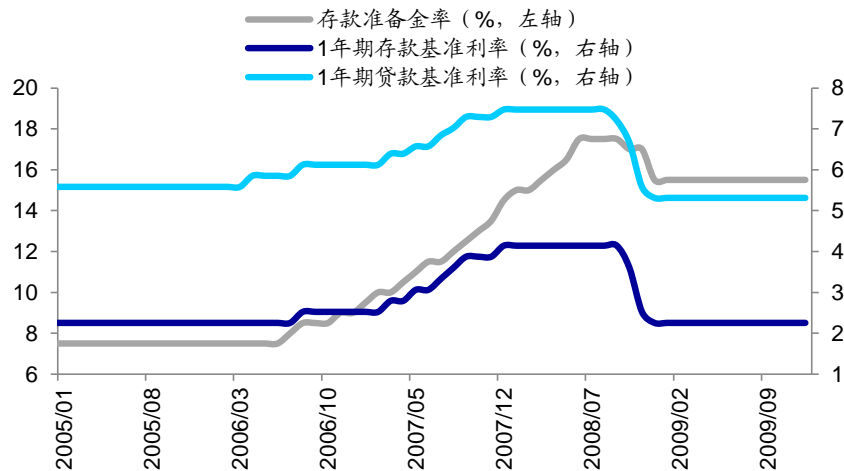
05-08牛熊：始于股改+经济强劲+资金入市

- ✓ 一是股权分置改革，解决了同股不同权的问题。
- ✓ 二是05-07年我国经济强劲、波动大，美林投资时钟盛行。
- ✓ 三是公募大发展，居民资金入市。



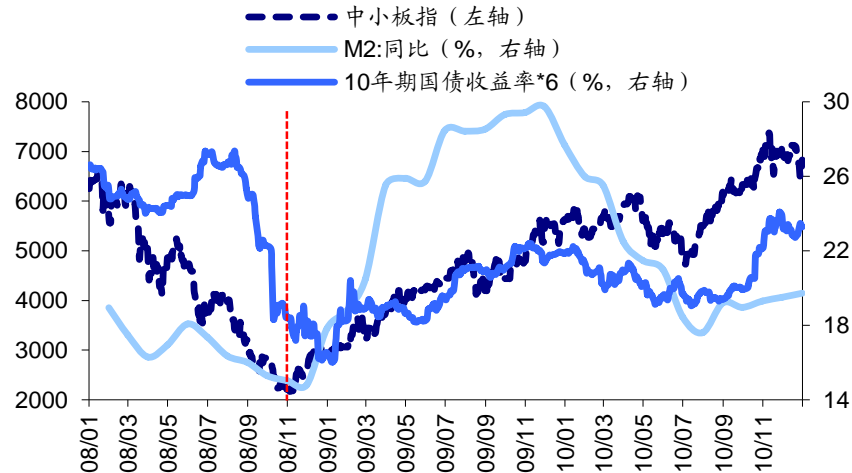
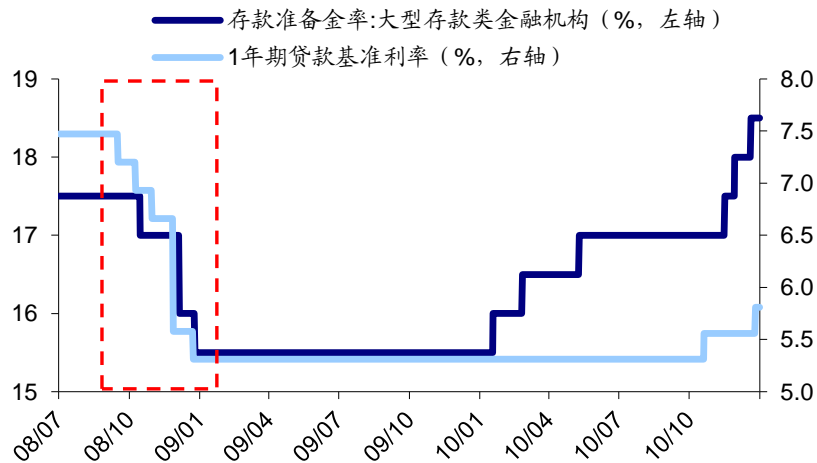
05-08牛熊：终于估值高企、基本面回落

- ✓ 一是估值太高，当时全部A股PE（TTM）达到最高的57倍
- ✓ 二是06年开始货币政策边际趋紧，基本面出现回落。



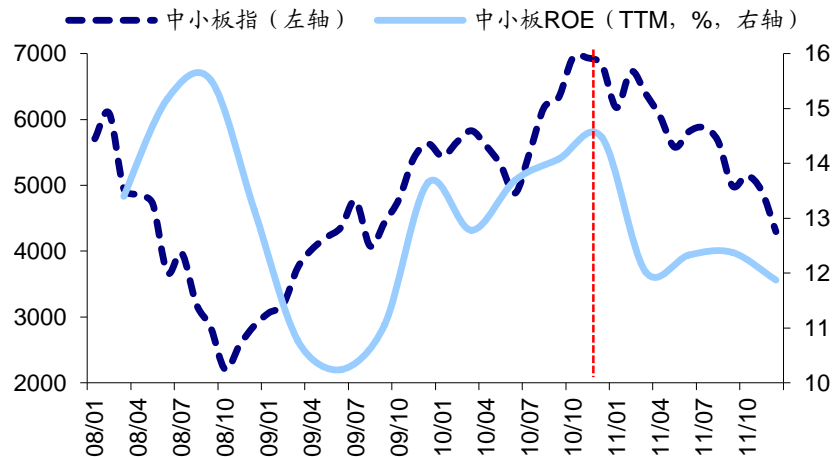
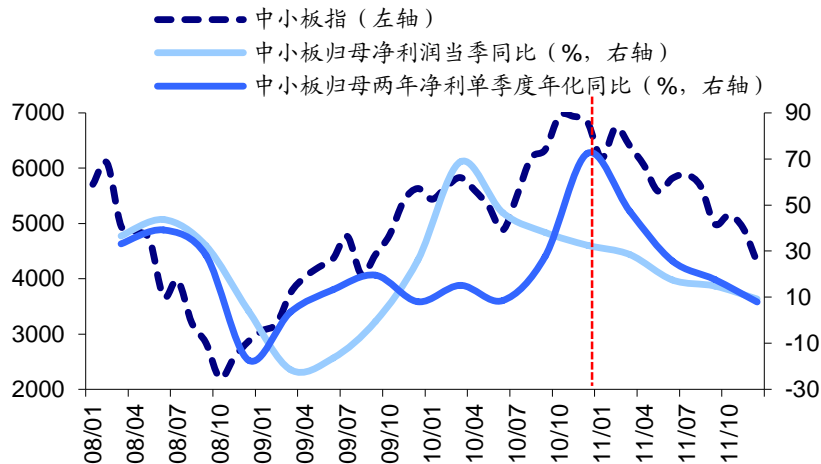
09-12牛熊：始于危机后的宏观政策宽松

- ✓ 为了应对经济下行压力，逆周期的宏观政策逐渐出台，稳定了市场预期，推动经济见底，股市修复。



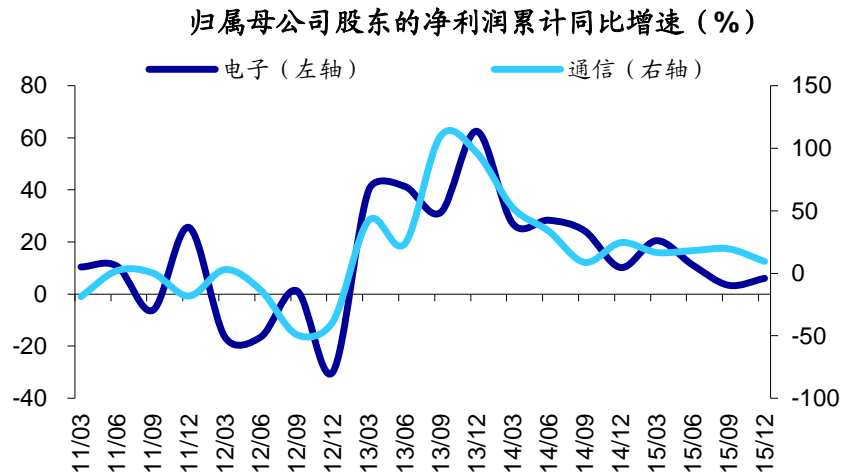
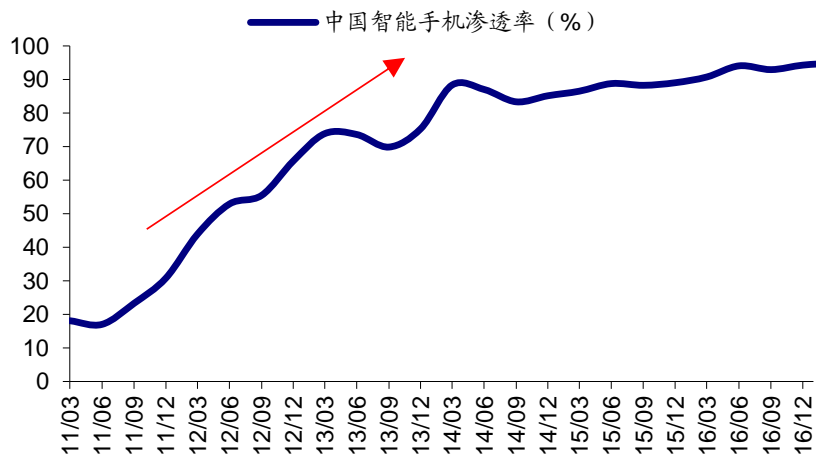
09-12牛熊：终于流动性收紧，盈利回落

✓ 10-11年，随着通胀数据的抬升，央行流动性越收越紧，企业盈利在10年下半年见顶，牛市随之终结。



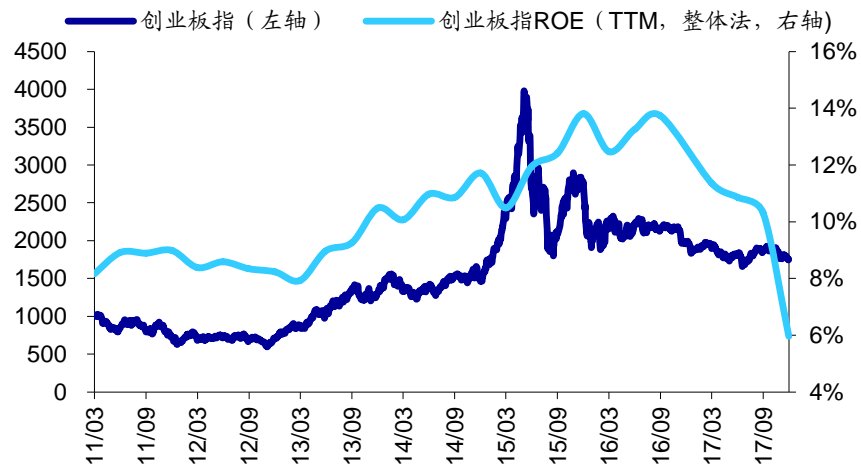
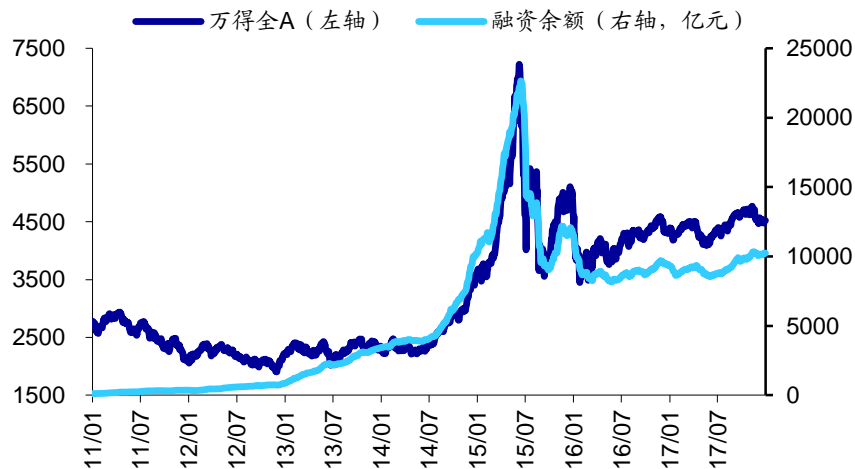
13-15牛熊：始于改革预期+科技互联浪潮

- ✓ 2012/11/29习近平总书记带领政治局常委集体参观《复兴之路》展览。
2012年移动互联浪潮开始兴起，12Q4开始TMT行业基本面明显提升。



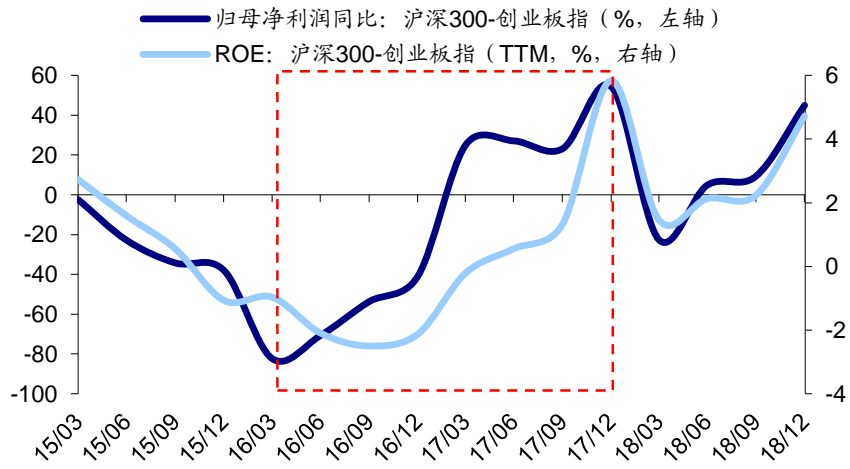
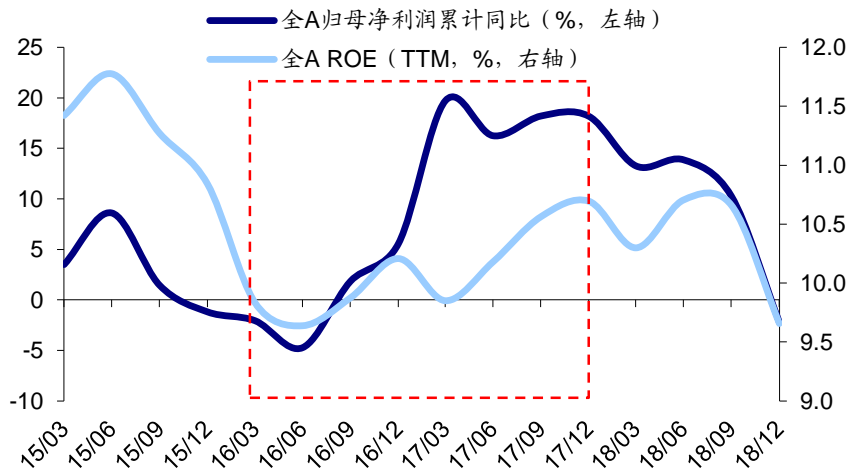
13-15牛熊：终于去杠杆后流动性遭破坏

- ✓ 15/06证监会重申严查场外配资后市场恐慌式下跌，创业板指提前于盈利高点（15Q4）见顶。



16-18牛熊：始于政策宽松+基本面改善

- ✓ 牛市起点：16年1月中央财经领导小组研究供给侧改革方案，16Q2全部A股盈利增速和ROE均触底回升。



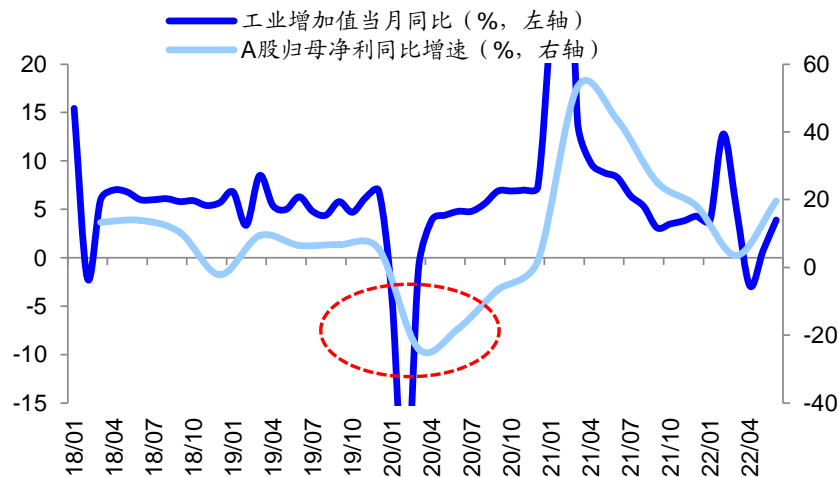
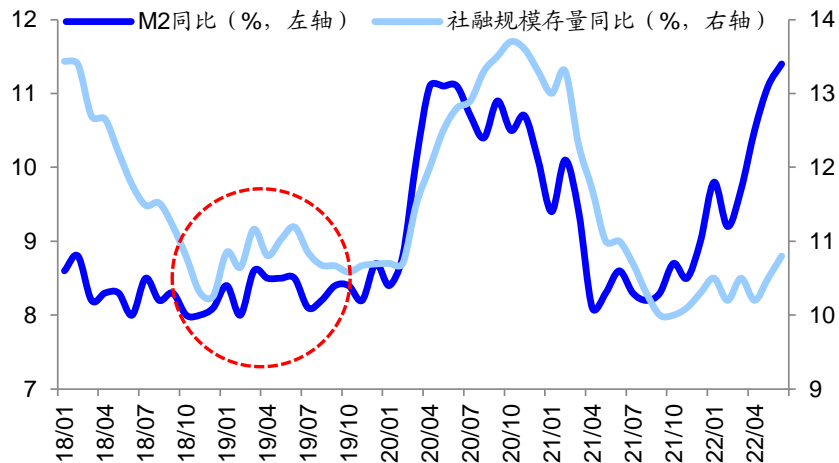
16-18牛熊：终于政策收紧+基本面下行

- ✓ 18年资管新规正式发布，中美贸易摩擦不断升级。随着国内信用收缩和经济下行，A股盈利开始下滑。

时间	事件
2017年11月17日	中国人民银行公布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》
2018年3月22日	美国总统特朗普宣布将对约600亿美元的中国商品加征关税
2018年4月27日	中国人民银行等四部门联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》
2018年7月6日	美国贸易代表办公室对价值340亿美元中国进口商品加征25%关税，包括汽车、硬盘和飞机零部件
2018年7月6日	国务院关税税则委员会宣布对340亿美元的美国商品加征25%关税，包括农产品、汽车和水产品
2018年7月20日	中国人民银行下发《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》
2018年7月20日	原银保监会公布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》
2018年7月20日	证监会公布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》与《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定（征求意见稿）》
2018年8月23日	美国贸易代表办公室对价值160亿美元中国进口商品加征25%关税，包括摩托车、半导体等商品
2018年8月23日	国务院关税税则委员会宣布对160亿美元的美国商品加征25%关税，包括哈雷戴维森摩托车、波旁酒和橙汁
2018年9月24日	美国贸易代表办公室对价值2000亿美元中国进口商品加征10%关税
2018年9月24日	国务院关税税则委员会宣布对600亿美元的美国商品加征5%-10%关税
2018年10月22日	证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》

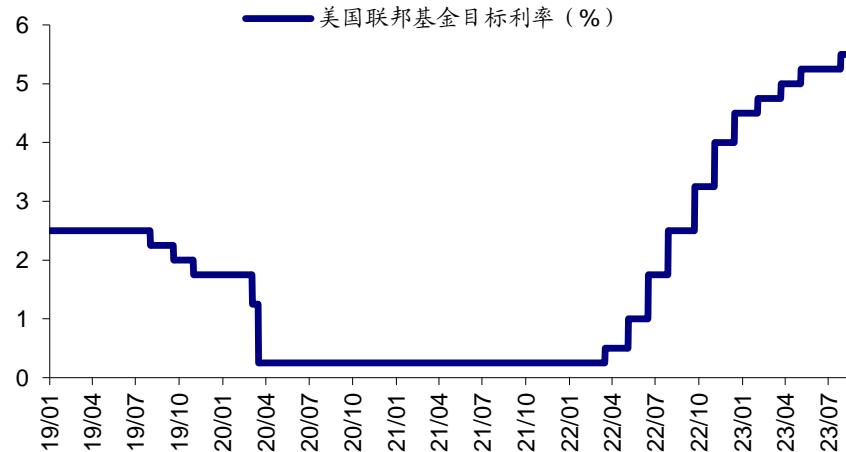
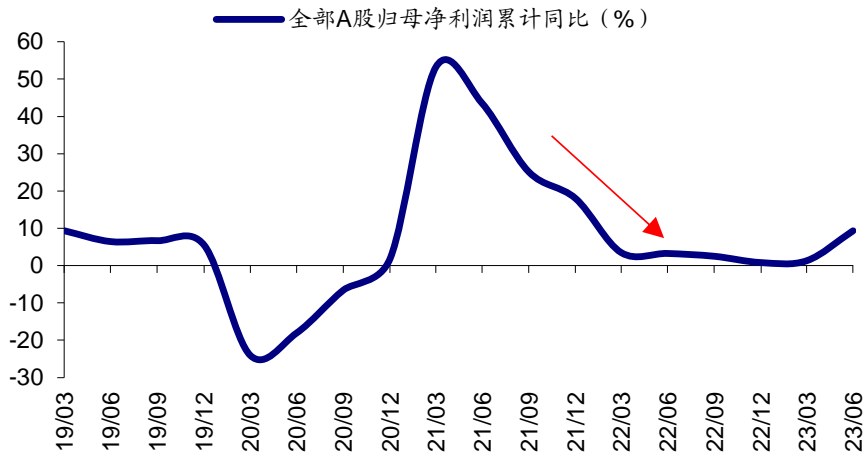
19-22牛熊：始于流动性宽松+基本面改善

- ✓ 19年牛市始于流动性宽松，19年1月央行宣布全面降准1个百分点，20Q1全部A股归母净利润增速触底回升。



19-22牛熊：终于经济下行+美联储加息

- ✓ 21年下半年国内经济进入滞胀期，A股盈利增速开始加速下行，海外方面美联储开启加息周期，牛市逐渐结束。



分析师声明

荀玉根、郑子勋、王正鹤、余培仪

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姓名	职级	SAC执业证书编号	联系电话	邮箱
荀玉根	首席经济学家	S0850511040006	021-23185715	xyg6052@haitong.com
郑子勋	联席首席分析师	S0850520080001	021-23219733	zzx12149@haitong.com
吴信坤	联席首席分析师	S0850521070001	021-23154147	wxk12750@haitong.com
高上	资深分析师	S0850515090002	021-23185662	gs10373@haitong.com
杨锦	高级分析师	S0850523030001	021-23185661	yj13712@haitong.com
余培仪	高级分析师	S0850523040002	021-23185663	ypy13768@haitong.com
王正鹤	高级分析师	S0850523060001	021-23185660	wzh13978@haitong.com
刘颖	联系人		021-23185665	ly14721@haitong.com
陈菲	联系人			cf15315@haitong.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。