

基于周期理论的 A 股大势与风格研究框架

A 股研究框架系列

短周期决定市场趋势，中周期决定产业结构。

- **周期嵌套与 A 股波动规律：**我们对于 A 股的分析框架源于经典的三周期嵌套模型。周期框架对于 A 股的指导意义在于：1) 短周期的趋势与 A 股涨跌密切相关。短周期上行阶段，A 股大多呈现不同程度的正收益；而短周期下行阶段，A 股多数情形下都出现了不同程度的下跌。2) 中周期在更长的维度下影响着 A 股，一方面，中周期具有趋势增强的力量，另一方面，中周期主导产业的变化会映射在 A 股的结构性价行情之中。
- **A 股短周期分析框架：**我们提出基于经济-政策两个维度的改进版短周期投资框架。根据经济-政策的不同形态组合定位出的扩张前/后，衰退前/后期阶段。扩张前期，A 股基本体现为正收益，估值正贡献为收益主导；扩张后期，A 股大概率体现为正收益，但是涨幅会明显收窄，这个阶段里面，盈利正贡献为收益主导；衰退前期，A 股基本体现为明显的负收益，这一阶段随着盈利预期的走弱和政策收紧，A 股估值大幅走弱；衰退后期，A 股估值负贡献明显收窄。我们的短周期 A 股预测模型就是基于周期定位的基本思想，通过对 A 股盈利、估值两个维度的分析预判，通过与历史相同周期阶段的回溯比较，确定当前盈利估值贡献区间，进一步拟合出下一阶段 A 股大势收益区间。
- **A 股风格特征及分析框架：**1) 中周期的趋势是决定市值因子表现的关键。中周期上行阶段，主导产业处于加速扩张阶段，企业盈利预期快速回暖，非龙头公司（小盘股）相对占优；而中周期下行阶段，企业盈利预期较弱，行业龙头（大盘股）以其盈利稳定性及竞争壁垒优势相对占优。2) 估值因子与宏观政策周期高度相关。扩张周期的初始阶段，低估值的股票会率先开始表现，随着扩张进入中后期，行情会逐步扩散到高估值板块。高估值风格走强多数源于宏观政策超预期边际宽松。3) 大类行业表现方面，扩张早期，市场对分子端盈利增速最为关注，上游能源、可选消费在这一阶段更具备高增长预期。扩张后期，市场更加关注估值与高增长的均衡，必需消费为代表的稳定 ROE 行业就成了市场超额收益的主要方向。进入衰退前期，经济下行、预期转弱，大盘价值是最为占优的因子组合。中周期主导产业的变化会映射在 A 股的结构性价行情之中，具有穿越短周期的力量。
- **A 股大势与风格框架的市场实践：**当前我们正处于宏观经济底部徘徊、货币宽松而信用环境触底回温的阶段，属于典型的衰退后期向扩张早期过渡阶段。随着信用回温，短周期将会逐步进入经济触底回升+货币不再边际宽松的扩张早期。而随着新一轮扩张周期的开启，我们很有可能迎来中短周期的同步上行。本轮疫情过后宽松的货币政策环境给 A 股估值带来了提振，随着今年国内逐步向扩张周期过渡，我们认为 A 股大势投资上最为重要的宏观因子变量就是盈利预期的改善，分子端的高增长将会成为未来市场运行的主要逻辑。
- **风险提示：**稳增长政策力度或发力效果不及预期；疫情发展超预期恶化；海外货币政策超预期。

相关研究报告

《周期中的美元波动与资产配置》20201213

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

目录

1 周期嵌套与 A 股波动规律	5
1.1 大势研判的必要性.....	5
1.2 中短周期嵌套分析框架.....	6
1.3 周期嵌套框架下 A 股表现.....	6
2 A 股短周期分析框架	9
2.1 短周期划分依据及周期形态.....	9
2.2 短周期框架下的大类资产及 A 股表现.....	11
2.3 基于短周期框架的 A 股预测模型.....	13
3 A 股风格特征及分析框架	19
3.1 A 股因子风格表现及决定因素.....	19
3.2 大类行业表现及影响因素.....	21
4 A 股大势与风格框架的市场实践	24
4.1 中短周期定位及展望.....	24
4.2 A 股大势及风格展望.....	25
风险提示	27

图表目录

图表 1. 2000 年以来 A 股表现.....	5
图表 2. 中短周期起止时间.....	6
图表 3. 中短周期嵌套示意图.....	6
图表 4. 中短周期维度下 A 股表现.....	7
图表 5. 短周期 A 股表现.....	7
图表 6. 短周期美股表现.....	8
图表 7. 短周期与 A 股表现.....	8
图表 8. 产出缺口更能反映经济波动.....	9
图表 9. 宏观政策与 CPI 相关性降低.....	9
图表 10. 基本面指数及辅助观测指标.....	9
图表 11. 基本面指数及 GDP.....	9
图表 12. 国内产出缺口运行规律.....	10
图表 13. 货币政策指数.....	10
图表 14. 主要政策利率走势.....	10
图表 15. 国内政策-经济环境.....	11
图表 16. 不同周期下大类资产表现.....	12
图表 17. 不同周期下 A 股盈利估值表现.....	13
图表 18. A 股盈利与指数走势.....	13
图表 19. A 股盈利与经济周期相关性高.....	13
图表 20. 工业企业利润与非金融 A 股盈利高度相关.....	14
图表 21. 资产规模、净息差与金融股盈利.....	14
图表 22. 工业企业利润与非金融 A 股盈利相关性.....	14
图表 23. 金融股盈利与净息差相关性.....	14
图表 24. 非金融 A 股盈利及拟合结果.....	14
图表 25. 金融股盈利及拟合结果.....	14
图表 26. A 股估值与产出缺口.....	15
图表 27. A 股估值与货币政策.....	15
图表 28. 利率与 A 股估值相关性.....	16
图表 29. 风险偏好与 A 股估值相关性.....	16
图表 30. A 股静态估值与 CAPE.....	17
图表 31. 不同周期下 A 股静态估值与估值偏离度.....	17
图表 32. 估值水平相对长期中枢偏离程度与未来半年收益相关.....	18
图表 33. 基于周期定位的盈利估值预测模型.....	18
图表 34. 不同周期下市值因子表现.....	19
图表 35. 市值因子与中周期强弱存在高度相关性.....	20
图表 36. 不同周期下估值因子表现.....	20

图表 37. 估值因子与宏观环境.....	21
图表 38. 不同周期下大类行业表现.....	22
图表 39. 中周期内 A 股行业表现.....	22
图表 40. 中周期下美国行业表现.....	23
图表 41. 70 年代日本主导产业表现.....	23
图表 42. 领先指标显示下行周期已进入尾声.....	24
图表 43. 社融对 A 股盈利的领先性.....	24
图表 44. 当前国内宏观环境.....	24
图表 45. 中周期有望迎来上行.....	25
图表 46. 衰退后期 A 股盈利估值表现.....	25
图表 47. 当前 A 股因子风格表现.....	26

1 周期嵌套与 A 股波动规律

1.1 大势研判的必要性

近年来，随着 A 股波动程度的降低，投资者对于大势研判的关注度有所降温。我们认为大势研判对于投资的重要性依然还是不言而喻的：一方面，好的择时能够提供上行行情中的 beta；而在下行行情中，大势研判也是进行仓位控制的重要依据；震荡市中风格与行业方向的选择也能为投资者带来结构性超额收益的机会。我们可以看到，2000 年以来，A 股几轮重要行情的背后都有其自身的宏观及产业逻辑：

2006-2007 年：21 世纪初，全球需求持续扩张，国内宏观环境处于高增长、低利率的黄金阶段，随着 A 股市场制度建设的逐步完备，2006 年起 A 股盈利触底回升，股改释放政策红利，市场信心得到了较大提振。这一轮行情在短周期加速上行带来的盈利提振、较低的利率环境以及改革预期作用下走出了一波盈利估值双击的上行行情，万得全 A 一路自 684 点的底部上行至 3988 点。

2009 年：全球经济触底回升，国内市场在 4 万亿及宽货币的刺激下快速修复，再次走出了一轮分子分母共同作用下的双击行情。万得全 A 在一年时间内涨幅达到 105.47%。

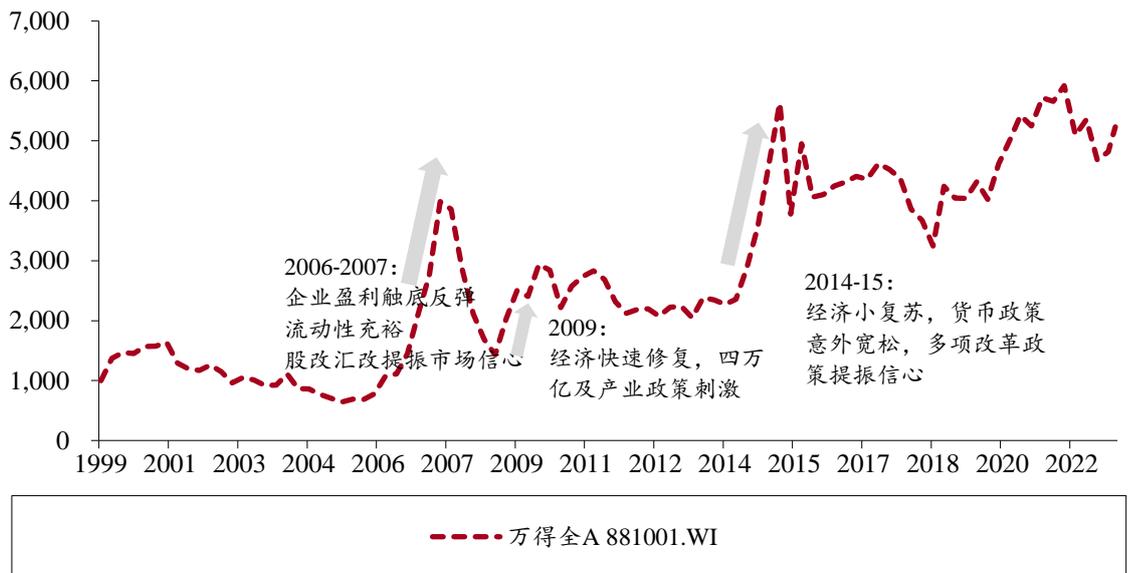
2012-2013 年：增长中枢下行以及国内流动性环境的阶段性冲击使得市场缺乏系统性行情的机会，但消费电子带动下移动互联网产业链的兴起带来了创业板结构性行情机会，两年间，创业板指数上行了 79%，相较主板超额收益显著。

2014-2015 年：虽然这一轮需求复苏的强度较弱，但超预期宽松的货币政策以及多项重磅改革政策很大程度上提振了市场估值，开启了一轮分母端驱动的大级别行情，指数自 2014 年低点上行了 1 倍之多。

2017 年：“房住不炒”定调下，经济增长韧性有余而弹性不足，陆股通渠道开放叠加经济结构转型预期升温，消费龙头为代表的“核心资产”一枝独秀，成为市场结构性行情的主要来源。

我们可以看到，大牛市的出现离不开盈利的短周期上行或宏观政策的超预期宽松上行阶段，而几轮经典的震荡行情中的结构性机会也都能从产业周期和资金环境的变化中找到论据。因此，对于大势及风格的研判是 A 股投资不可或缺的关键。

图表 1. 2000 年以来 A 股表现



资料来源：万得，中银证券

1.2 中短周期嵌套分析框架

我们对于 A 股的分析框架源于经典的三周期嵌套模型，在这里，长周期指的是康波周期，主要由创新活动驱动。平均每轮康波周期的持续时间大约是 52 年，大约包含 5 轮中周期。而中短周期对于投资的指导意义更为显著。

中周期指的是设备更迭带来的资本开支周期，一般用设备投资占 GDP 的比例衡量，一个经典的中周期长度一般是 7-10 年，其中一般包含 3 个左右的库存周期，周期内主导产业的繁荣与衰落是影响设备投资增速的主要因素。

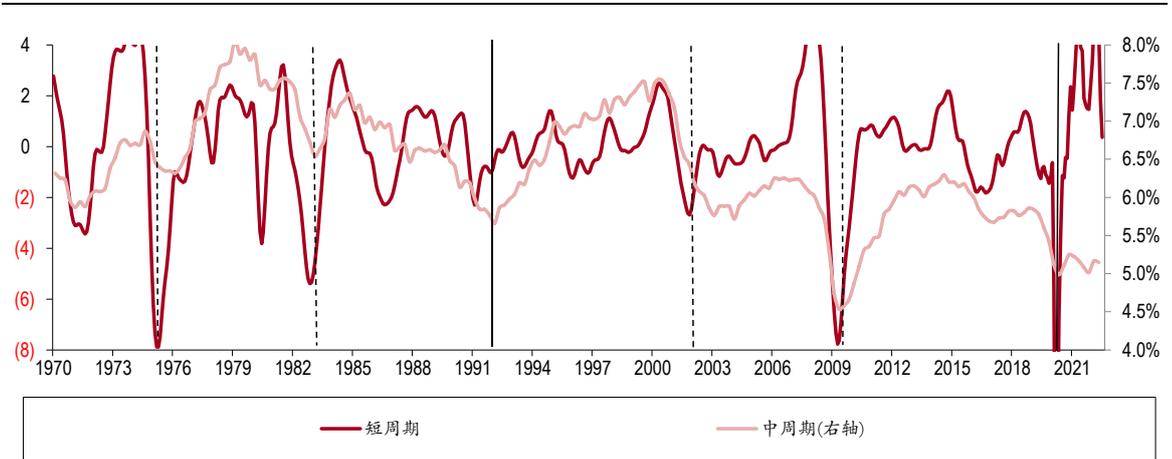
短周期指库存周期，一般用产出缺口或工业企业产成品库存增速衡量，用于反应实体经济需求，库存周期的持续时间一般为 3-4 年，库存周期的强弱与趋势与资本市场走势高度相关。

图表 2. 中短周期起止时间

	中周期	中周期起止	第一库存周期	第二库存周期	第三库存周期	持续时间(月)
第四康波周期	长波衰退	1964.8-1975.5	1964.09-1967.07	1967.08-1970.12	1971.01-1975.05	127
	长波萧条	1975.6-1982.12	1975.06-1978.01	1978.02-1980.07	1980.08-1982.12	93
	长波回升	1983.1-1991.3	1983.01-1986.10	1986.11-1989.09	1989.10-1991.03	100
第五康波周期	长波繁荣初期	1991.4-2001.12	1991.04-1996.02	1996.03-1998.12	1999.01-2001.12	129
	长波繁荣末期	2002.1-2009.5	2002.01-2003.06	2003.07-2005.10	2005.11-2009.05	89
	长波衰退	2009.6-2020.3	2009.06-2013.07	2013.08-2016.9	2016.10-2020.5	129
	长波萧条	2020.6-	2020.6-			
	长波回升					

资料来源：万得，中银证券

图表 3. 中短周期嵌套示意图



资料来源：万得，中银证券

1.3 周期嵌套框架下 A 股表现

不同中短周期组合下 A 股的表现也不尽相同。如果我们以中周期和短周期两个维度去进行划分，观察不同周期阶段下 A 股市场的表现，就会发现中周期具有短周期趋势增强的力量。(1) 首先，短周期上行阶段，A 股收益大概率为正。中短周期同步上行阶段，A 股无一例外均出现较大程度的正收益，这一阶段 A 股涨幅均值达到 59.90%；而在中周期下行+短周期上行阶段，A 股涨幅明显收窄，均值为 4.45%。(2) 而短周期下行阶段，A 股无一例外的出现了负收益。其中，中短周期的同步下行阶段，A 股均经历了不同程度的熊市，收益均值达到-30.71%；中周期上行而短周期下行阶段 A 股收益均值为-18.80%。

图表 4. 中短周期维度下 A 股表现

		A 股涨跌幅(%)		A 股涨跌幅(%)	
中周期上行+短周期上行	1999.5-2000.8	63.44	中周期上行+短周期下行	2000.8-2001.12	(21.92)
	2009.1-2011.7	88.08		2011.7-2012.9	(24.62)
	2020.3-2021.3	28.18		2021.3-	(9.85)
	均值	59.90		均值	(18.80)
中周期下行+短周期上行	2007.8-2008.2	7.82	中周期下行+短周期下行	2008.2-2008.12	(59.68)
	2016.3-2017.5	1.09		2018.2-2020.3	(1.74)
	均值	4.45		均值	(30.71)

资料来源：万得，中银证券

周期框架对于 A 股的指导意义在于：

- 1) 短周期的趋势与 A 股涨跌密切相关。我们从图表 5 中可以看到，短周期上行阶段，A 股大多呈现不同程度的正收益；而短周期下行阶段，A 股多数情形下都出现了不同程度的下跌（2014-15 年流动性超预期宽松及政策预期带来的估值牛除外）。美股也有类似的经验规律，同一个库存周期阶段内，短周期上行阶段，风险资产的表现多数会优于下行阶段。作为经济运行最为敏感的微观指标，风险资产的盈利是经济强弱最直接的反应。几次特例分别发生在 1978-1986，80 年代末-90 年代初：前者在改革预期及强势美元带来的流动性及估值提振作用支撑下，美股估值得到了迅速抬升；后者在流动性持续宽松的刺激下，制造业向服务业的成功转型使得美股盈利维持韧性，资本市场并未过多受到经济下行冲击。
- 2) 而中周期在更长的维度下影响着 A 股，中周期主导产业的变化会映射在 A 股的结构性情行之中。2000 年以来，我们一共经历了 3 轮中周期，每一轮中周期内，主导产业的更迭都会体现在资本市场的行业表现上。这一点我们在后文会进一步讨论说明。

图表 5. 短周期 A 股表现

		A 股涨跌幅(%)		A 股涨跌幅(%)	
第一库存周期 上行	1999.5-2000.8	63.44	第一库存周期 下行	2000.8-2001.12	(21.92)
	2009.1-2011.7	88.08		2011.7-2012.9	(24.62)
	2020.3-2021.3	28.18		2021.3-	(10.21)
	均值	59.90		均值	(18.92)
第二库存周期 上行	2002.1-2004.3	(8.98)	第二库存周期 下行	2004.3-2005.7	(42.20)
	2012.10-2013.10	15.03		2014.10-2016.2	22.29
	均值	3.03		均值	(9.96)
第三库存周期 上行	2005.8-2008.2	466.06	第三库存周期 下行	2008.2-2008.12	(59.68)
	2016.3-2018.2	10.88		2018.2-2020.3	(6.51)
	均值	238.47		均值	(33.09)

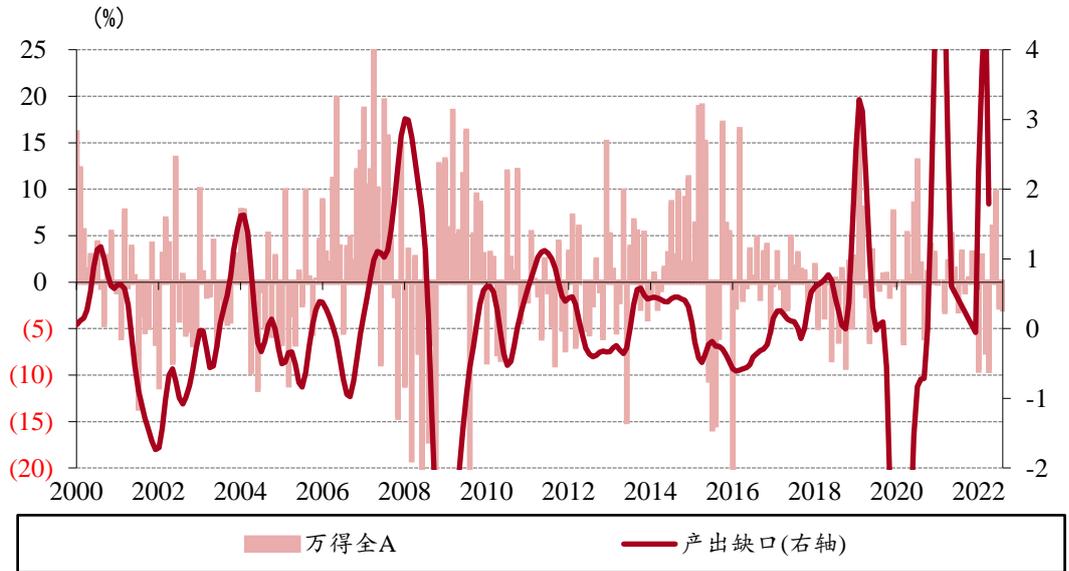
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 短周期美股表现

		美股涨跌幅(%)			美股涨跌幅(%)		
第一库存周期	上行	1975.05~1978.02	(4.51)	第一库存周期	下行	1978.02~1980.07	39.79
		1986.12~1989.01	22.84			1989.01~1989.09	17.37
		1996.03~1997.12	50.34			1997.12~1998.12	26.67
		2003.06~2005.04	18.71			2005.04~2005.10	4.34
		2013.08~2015.01	22.17			2015.01~2016.09	8.69
		均值	21.91			均值	19.37%
第二库存周期	上行	1980.07~1981.08	0.92	第二库存周期	下行	1981.08~1983.01	0.18
		1989.09~1990.08	(7.62)			1990.08~1991.03	16.33
		1998.12~2000.08	23.47			2000.08~2001.12	(24.35)
		2005.10~2008.04	14.80			2008.04~2009.05	(33.66)
		2016.09~2018.12	15.62			2018.12~2020.04	16.18
		均值	9.44			均值	(1.44)
第三库存周期	上行	1971.09~1973.11	(2.42)	第三库存周期	下行	1973.11~1975.05	(5.01)
		1983.01~1984.07	3.69			1984.07~1986.12	60.74
		1991.03~1994.12	22.40			1994.12~1996.03	40.55
		2001.12~2002.12	(23.37)			2002.12~2003.06	10.76
		2009.05~2011.07	40.60			2011.07~2013.08	26.36
		2020.04~2022.05	41.88			均值	26.68
均值	13.80						

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 短周期与 A 股表现



资料来源：万得，中银证券

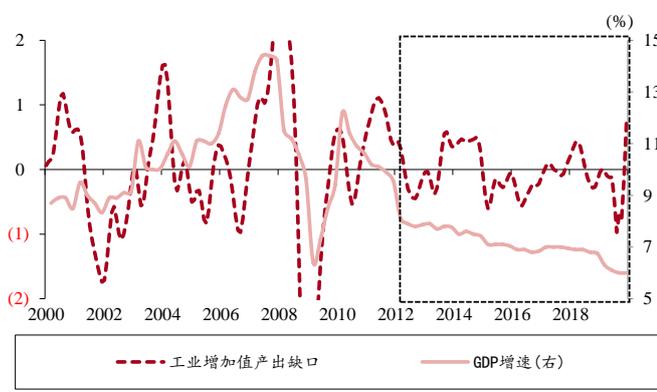
2 A 股短周期分析框架

2.1 短周期划分依据及周期形态

短周期：经济-政策二维框架

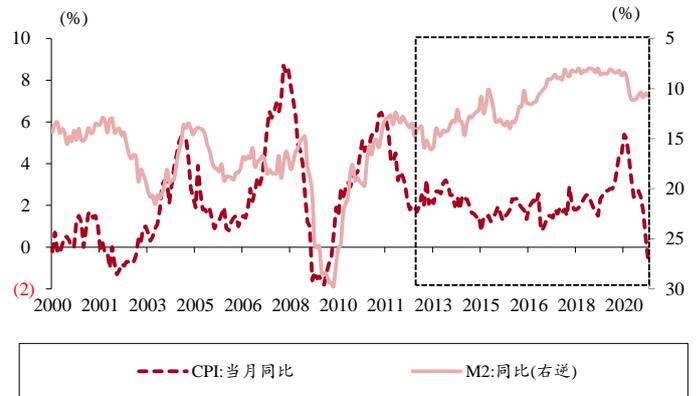
传统的投资时钟框架以美林时钟为代表，是基于经济增长与通胀水平两个维度的划分方式。但近年来，其在国内市场的有效性屡遭质疑，我们认为，其失效的主要原因与国内实体经济结构的独特性以及国内宏观政策调节的目标差异有关。美林时钟对于经济周期的划分标准是 GDP 和 CPI 增速，而 2013 年以来，国内 GDP 增速波动显著降低，因此以 GDP 增速作为经济冷暖的划分指标对于现阶段的国内并不十分适用。其次，美林时钟采用 CPI 增速去刻画宏观政策调控的松紧，这一点也与国内当前的政策环境有所背离：近年来，国内宏观政策的调控目标更加多元化，不再单纯以 CPI 高低作为调控的锚。

图表 8. 产出缺口更能反映经济波动



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 宏观政策与 CPI 相关性降低

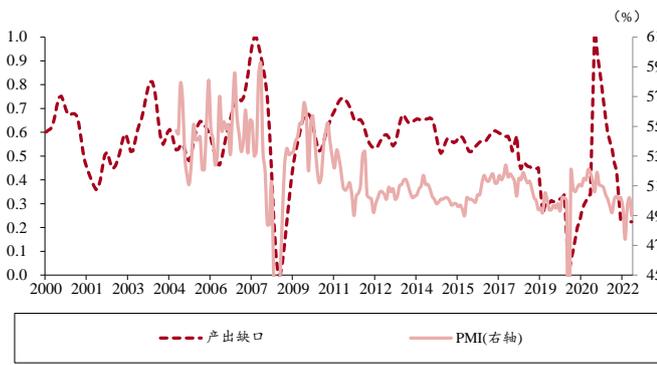


资料来源：万得，中银证券

基于以上提出的两方面局限性，我们提出基于经济-政策两个维度的**改进版短周期投资框架**：

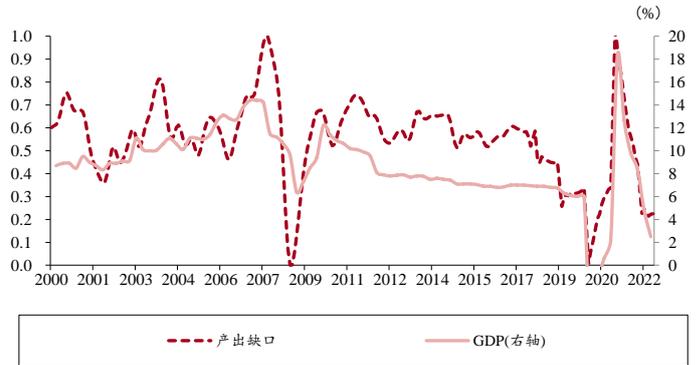
首先，在经济增长维度，我们主要以产出缺口趋势变化作为衡量经济冷暖的主要指标。产出缺口衡量的是经济体的实际产出与潜在产出之间的差异，产出缺口为正代表实体需求持续高涨，企业扩大生产使得实际产出超出潜在产出；反之亦然。下图也可以看出，相较于 GDP，产出缺口能够更好的反应经济周期的波动。进一步，我们以产出缺口为基础，拟合了反应国内经济基本面的指标（2021 年后因基数原因产出缺口月度波动较大，采用克强指数代替）。国内的产出缺口上行时间平均为 20 个月、下行时间平均为 18 个月，从经验数据上来看，中美库存周期的运行规律（上升、下降）有较高的相似性，二者在拐点上存在着领先滞后的关系。

图表 10. 基本面指数及辅助观测指标



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 基本面指数及 GDP



资料来源：万得，中银证券

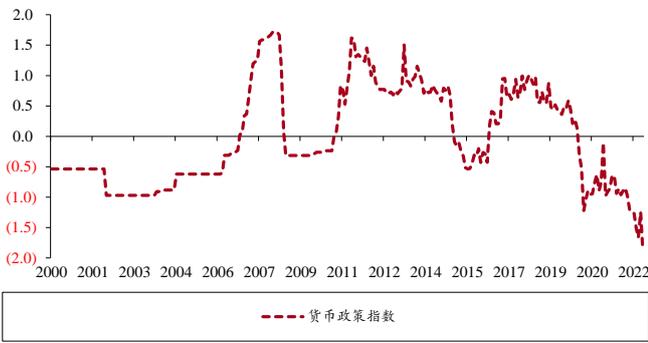
图表 12. 国内产出缺口运行规律

中周期起止	持续时间(月)	第一库存周期		第二库存周期		第三库存周期	
		上行	下行	上行	下行	上行	下行
1991.12-1999.4	89	18	5	11	17	14	24
1999.5-2008.12	116	15	17	25	17	31	11
2009.1-2020.3	134	29	15	13	30	22	25
平均	113	21	12	16	21	22	20

资料来源：万得，中银证券

其次，在宏观政策维度，我们以不同阶段的政策利率作为衡量政策松紧的指标。在此我们主要选取了以存贷款基准利率、存款准备金率、MLF 利率为代表的政策利率，以及 SHIBOR、DR007 为代表的资金利率中枢，不同时期阶段，结合国内货币政策的关注点，赋予指标不同的权重。图 13 就是我们基于以上思路加权、拟合出的货币政策指数。其中，指数数值变大，代表货币政策紧缩。

图表 13. 货币政策指数



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 主要政策利率走势



资料来源：万得，中银证券

改进的短周期框架：我们短周期的框架就是基于以上所做出的指标，根据经济-政策的不同形态组合定位出的扩张前/后，衰退前/后期阶段。这样做是基于理论上国内政策与经济存在着比较明显的传导时滞：宏观政策先行触底，基本面滞后 2-3 个季度企稳回升，因此，二者会在不同时期出现不同的组合，进而产生不同的周期形态，周而复始。在此，我们对于经济周期的划分如下：

扩张前期：产出缺口边际上行，宏观政策宽松；量升价跌，对应被动去库阶段

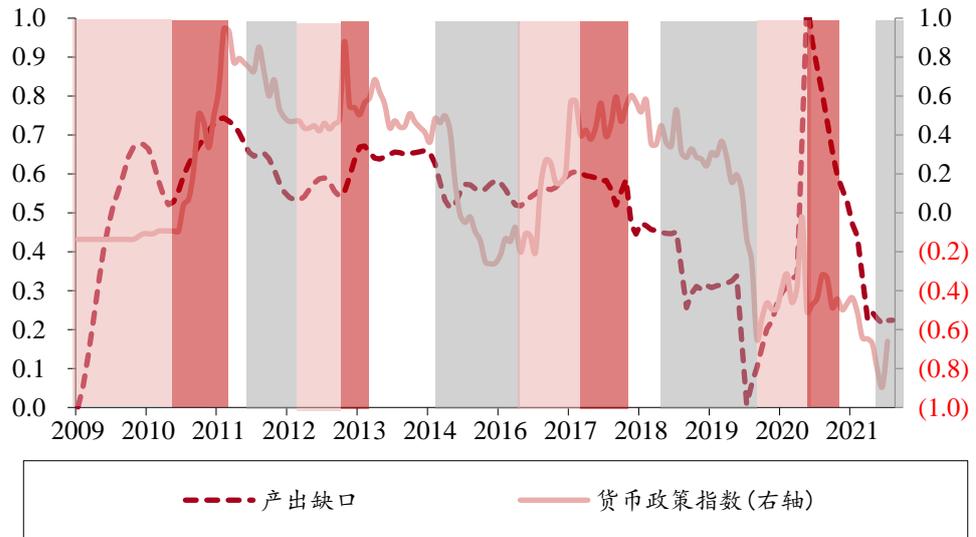
扩张后期：产出缺口上行，宏观政策边际紧缩；量价齐升，对应主动补库阶段

衰退前期：产出缺口边际下行，宏观政策紧缩；量跌价升，对应被动补库阶段

衰退后期：产出缺口下行，宏观政策边际宽松；量价齐跌，对应主动去库阶段。

基于此前我们拟合出的国内经济及政策指数，我们可以模拟出国内经济及政策环境如图 15，在图 15 中货币与信用曲线的向下意味着政策紧缩，基本面曲线上行意味着经济回暖。从这张图中我们可以看出，2011-12 年大部分时间，国内宏观环境处于基本面下行+宏观政策紧缩的环境之中，股票市场在这一阶段走势也是相对较弱的；与此相对应的，2020 年-21 年上半年，宏观环境处于基本面和政策环境叠加上行的环境下，股票市场就迎来了戴维斯双击。

图表 15. 国内政策-经济环境



资料来源：万得，中银证券（注：粉色阴影为扩张前期，红色阴影为扩张后期，白色为衰退前期，灰色阴影为衰退后期）

2.2 短周期框架下的大类资产及 A 股表现

基于上文所述的政策-经济二维框架，及此基础上划分出的短周期形态，我们将进一步去探究短周期框架下大类资产与 A 股市场表现的经验规律。

大类资产表现

扩张前期：股票>商品>债券

扩张后期：商品>股票>债券

衰退前期：债券>商品>股票

衰退后期：债券>股票>商品

经济上行政策宽松的扩张前期，是股票资产最为有利的环境，我们看到 A 股在这一阶段无论从均值还是胜率上，都显现出较为显著的优势。进入扩张后期，随着政策紧缩，商品资产优势扩大，政策边际紧缩带来 A 股涨幅收窄。衰退前期债券资产优势最为显著，股票资产迎来盈利估值双杀。进入衰退后期，政策宽松带来 A 股估值边际转暖。细分品类上，我们看到扩张前期沪深 300 大概率占优，而进入衰退周期后，创业板的优势逐渐显现出来。

图表 16. 不同周期下大类资产表现

	大类资产(%)				股(%)			商品(%)				债(%)			
	A 股	南华商品	中证全债	美元	上证	沪深300	创业板	工业品	农产品	金属	能化	国债	信用债	转债	
扩张前期	2009.01~2010.09	76.8	53.1	3.9	1.6	44.1	58.7		75.2	27.4	88.6	54.0	3.1	4.2	25.0
	2012.10~2013.05	5.7	(9.2)	2.8	2.2	4.4	6.7	29.0	(10.7)	(5.1)	(9.4)	(7.9)	2.3	3.4	8.8
	2016.04~2017.05	5.4	37.8	(0.0)	4.8	5.0	6.9	(17.3)	43.4	15.2	50.7	46.9	(0.8)	0.3	(4.7)
	2020.05~2021.01	28.1	24.7	(1.4)	(9.1)	21.4	33.2	43.3	29.4	19.4	45.7	21.7	(2.4)	(0.5)	4.2
	均值	29.0	26.6	1.3	(0.1)	18.7	26.4	18.3	34.3	14.2	43.9	28.7	0.5	1.8	8.4
	扩张后期	2010.09~2011.05	9.5	13.6	(1.4)	(12.1)	10.3	10.0	(11.0)	11.4	16.5	5.3	13.6	(1.2)	(1.9)
2013.05~2013.10		8.8	1.6	(0.9)	(1.9)	(0.1)	(1.6)	53.8	1.6	1.8	(0.3)	3.7	(1.8)	(0.2)	(0.5)
2017.05~2018.02		5.2	7.8	0.7	(10.5)	9.3	23.4	(8.3)	10.5	(2.0)	17.1	7.6	(0.1)	1.1	6.4
2021.01~2021.09		5.4	16.8	4.2	2.8	2.7	(6.6)	7.4	25.1	3.2	17.1	28.9	4.5	3.3	11.5
均值		7.3	10.0	0.7	(5.4)	5.5	6.3	10.5	12.2	4.9	9.8	13.4	0.4	0.6	6.2
衰退前期		2011.05~2011.12	(16.1)	(11.8)	4.0	7.2	(18.0)	(19.1)	(6.6)	(13.3)	(10.6)	(9.6)	(15.7)	4.0	3.6
	2013.10~2014.10	21.0	(19.0)	4.9	7.1	8.7	1.7	12.6	(24.1)	(10.5)	(14.0)	(28.1)	3.7	4.7	4.1
	2018.02~2018.06	(9.4)	(0.9)	3.4	5.7	(11.7)	(11.8)	(1.5)	0.8	2.7	(2.6)	(1.7)	3.5	2.4	(5.7)
	2021.09~2022.03	(3.1)	16.1	2.1	5.1	(1.6)	(3.9)	(10.2)	13.7	25.6	2.8	20.3	2.0	1.5	3.6
	均值	(1.9)	(3.9)	3.6	6.3	(5.6)	(8.3)	(1.4)	(5.7)	1.8	(5.8)	(6.3)	3.3	3.0	(2.6)
	衰退后期	2011.12~2012.10	(9.4)	3.2	4.4	1.9	(10.6)	(9.1)	(17.7)	2.5	2.1	0.2	3.7	3.7	5.7
2014.10~2016.04		5.4	37.8	(0.0)	10.1	5.0	6.9	(17.3)	43.4	15.2	50.7	46.9	(0.8)	0.3	(4.7)
2018.06~2020.05		0.5	(4.8)	15.2	5.4	(7.6)	2.9	18.7	(5.1)	(13.3)	20.0	(25.4)	14.7	12.3	23.7
2022.03~2022.10		(17.2)	(2.0)	3.4	15.8	(15.8)	(22.7)	(21.9)	(0.5)	(4.3)	(6.1)	0.3	3.4	2.5	(5.6)
均值		(5.2)	8.6	5.8	8.3	(7.2)	(5.5)	(9.6)	10.1	(0.1)	16.2	6.4	5.3	5.2	3.3

资料来源：万得，中银证券

不同周期下 A 股表现

在对 A 股大势进行预测分析时，我们可以将 A 股表现进一步拆分为盈利贡献与估值贡献两个维度，进而可以观察到：扩张前期，A 股基本体现为正收益，估值正贡献为收益主导；扩张后期，A 股大概率体现为正收益，但是涨幅会明显收窄，这个阶段里面，盈利正贡献为收益主导；衰退前期，A 股基本体现为明显的负收益，这一阶段随着盈利预期的走弱和政策收紧，A 股估值大幅走弱；衰退后期，A 股估值负贡献明显收窄，这一阶段 A 股收益有正有负，能否取得正的绝对收益主要取决于估值与盈利的相互作用——比如 2014 年下半年，政策的超预期宽松使得市场估值提振十分显著，A 股就获得了明显正收益，2022 年下半年也是类似的情形，估值正贡献抵消了盈利的下行；而与之相反的 2012 年下半年，整体宏观政策相对偏紧，而那一轮的盈利预期又相对悲观，使得整个 A 股在衰退后期呈现了负收益。

图表 17. 不同周期下 A 股盈利估值表现

		涨跌幅(%)	估值贡献(%)	盈利贡献(%)
扩张前期	2009.01~2010.09	44.05	18.03	22.04
	2012.10~2013.05	4.40	1.47	2.89
	2016.04~2017.05	5.02	7.52	(2.32)
	2020.05~2021.01	21.43	23.94	(2.03)
	均值	18.72	12.74	5.15
扩张后期	2010.09~2011.05	10.33	(6.62)	18.15
	2013.05~2013.10	(0.15)	(3.97)	3.98
	2017.05~2018.02	9.27	7.79	1.37
	2021.01~2021.09	2.71	(15.54)	21.61
	均值	5.54	(4.58)	11.28
衰退前期	2011.05~2011.12	(18.02)	(22.79)	6.18
	2013.10~2014.10	8.70	(1.42)	10.27
	2018.02~2018.06	(11.66)	(16.48)	5.78
	2021.09~2022.03	(1.55)	(1.79)	0.24
	均值	(5.63)	(10.62)	5.62
衰退后期	2011.12~2012.10	(10.60)	(10.21)	(0.43)
	2014.10~2016.04	27.31	39.52	(8.75)
	2018.06~2020.05	(7.60)	(5.74)	(1.98)
	2022.03~2022.10	(15.78)	(14.51)	(1.48)
	均值(剔除 14-15 年)	(1.67)	2.27	(3.16)

资料来源：万得，中银证券

2.3 基于短周期框架的 A 股预测模型

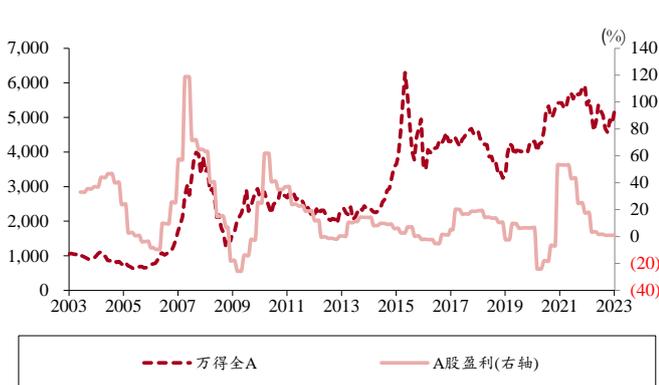
结合上文所述，A 股在不同周期阶段会有不同的盈利估值表现，A 股收益可拆分为盈利及估值贡献，因此对于 A 股收益的预判本质上来源于对于盈利及估值水平的预判。

盈利影响因素及预测模型

大部分时间内，A 股盈利与 A 股收益趋势变化方向高度相关，因此对于盈利的预判是 A 股收益预测模型的关键。结合前文所述，与 A 股盈利相关性最高的莫过于经济周期。因此，可以通过与经济周期相关的宏观变量的选取对 A 股盈利进行自上而下的预测。

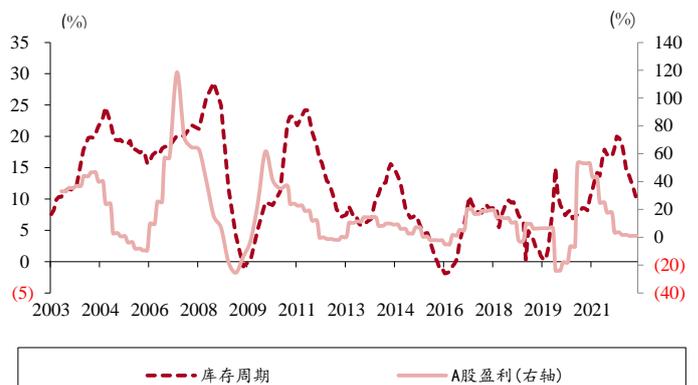
实践中，由于传统行业与金融行业盈利影响因素不同，我们将全 A 拆解为非金融 A 股及金融股两部分分别进行拟合，通过上期年报净利润占比进行加权得到全 A 盈利预测值。非金融企业方面，我们发现工业企业利润与非金融 A 股的盈利增速高度相关，因此可选取更为高频的工业企业利润作为非金融 A 股季度盈利预测的主要指标。金融企业方面，我们主要通过净息差、资产规模增速及资产质量这三个变量构建金融行业盈利预测模型。

图表 18. A 股盈利与指数走势



资料来源：万得，中银证券

图表 19. A 股盈利与经济周期相关性高



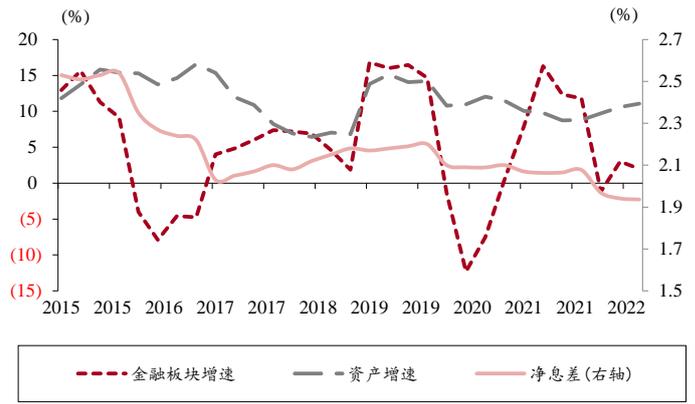
资料来源：万得，中银证券

图表 20. 工业企业利润与非金融 A 股盈利高度相关



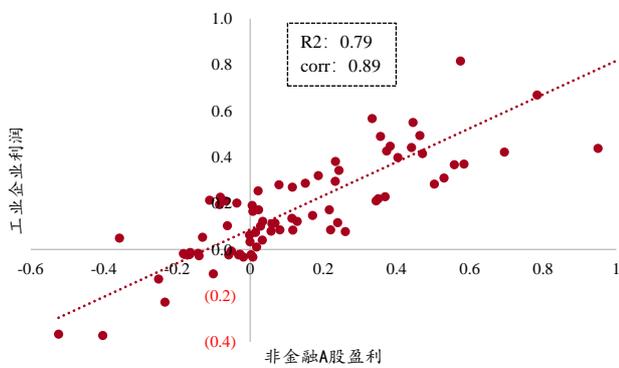
资料来源: 万得, 中银证券

图表 21. 资产规模、净息差与金融股盈利



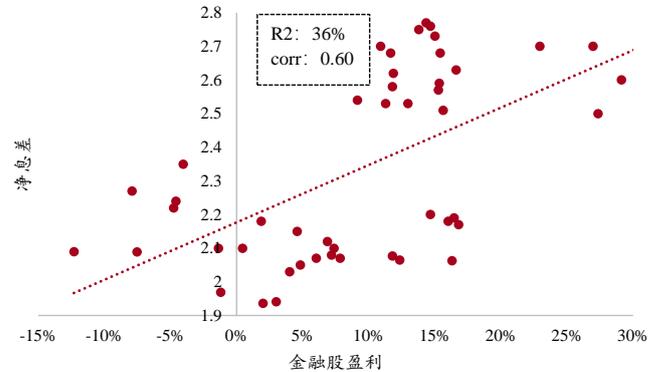
资料来源: 万得, 中银证券

图表 22. 工业企业利润与非金融 A 股盈利相关性



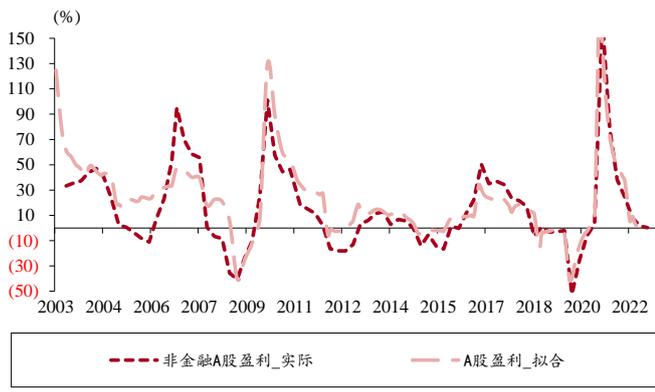
资料来源: 万得, 中银证券

图表 23. 金融股盈利与净息差相关性



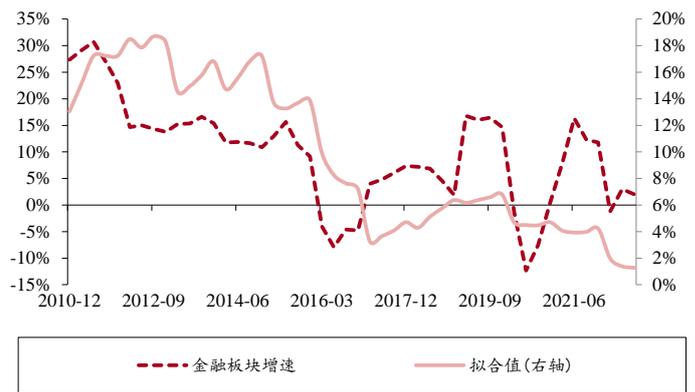
资料来源: 万得, 中银证券

图表 24. 非金融 A 股盈利及拟合结果



资料来源: 万得, 中银证券

图表 25. 金融股盈利及拟合结果

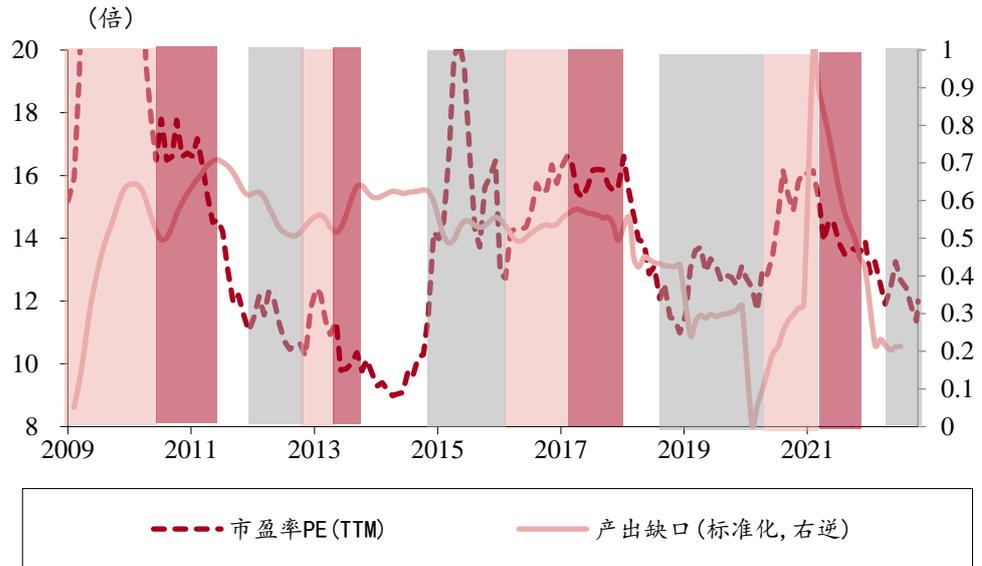


资料来源: 万得, 中银证券

估值影响因素及预测模型

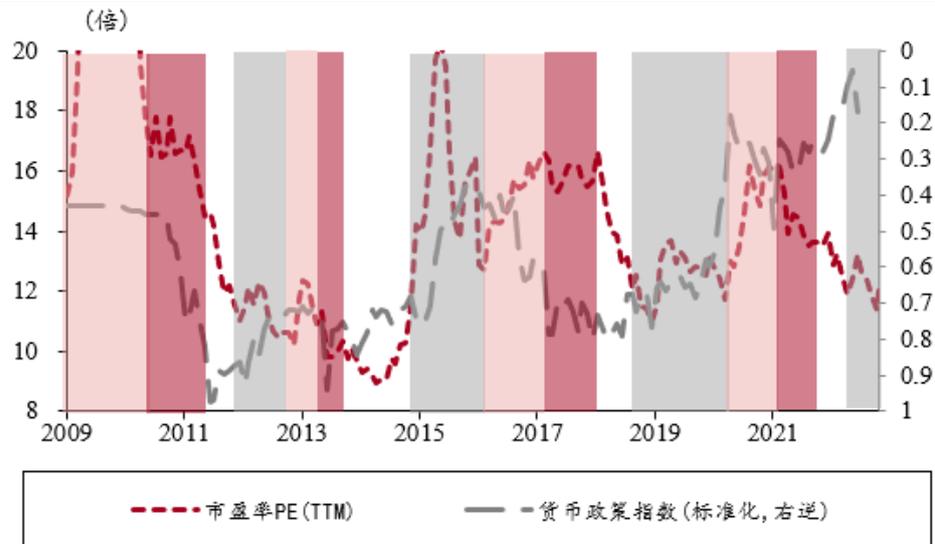
盈利决定方向, 估值决定幅度。如果说 A 股盈利的变化趋势决定了大势运行的基本方向, 那么估值的扩张与收缩就决定了市场行情的强弱幅度。此外, 我们在图 18 中也发现, 2014Q3-2015Q2, A 股盈利与走势出现了阶段性背离, 这段时间影响市场的主要因素就是估值。下图展示了不同周期阶段下, A 股估值与政策-基本面环境的情况。

图表 26. A 股估值与产出缺口



资料来源：万得，中银证券（注：粉色阴影为扩张前期，红色阴影为扩张后期，白色为衰退前期，灰色阴影为衰退后期）

图表 27. A 股估值与货币政策

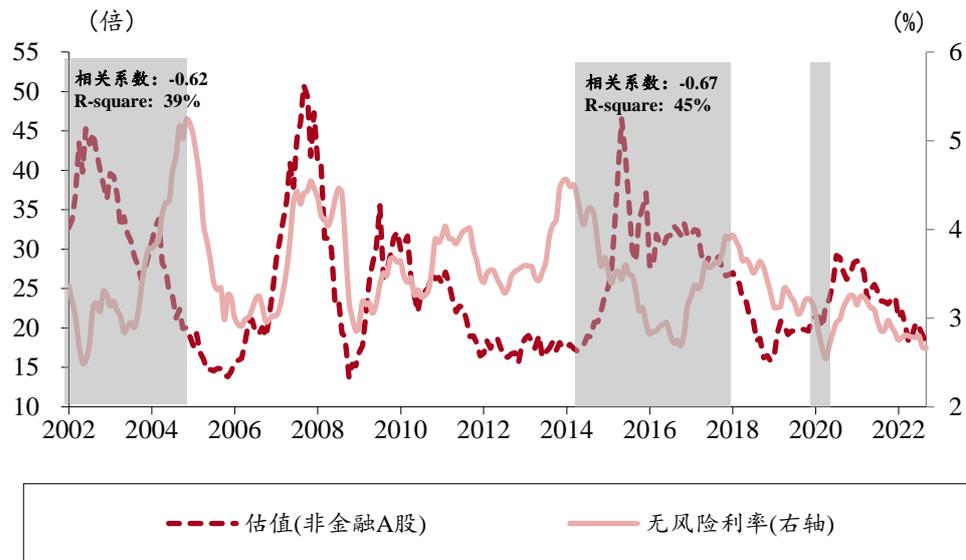


资料来源：万得，中银证券（注：粉色阴影为扩张前期，红色阴影为扩张后期，白色为衰退前期，灰色阴影为衰退后期）

A 股估值的影响因素有很多，但归结起来主要通过利率和风险偏好两个维度对估值产生影响：

估值与利率：弱盈利周期，利率主导 A 股估值。一般来讲，无风险利率与估值呈现反向相关，但我们从下图中也可以发现，A 股估值在部分时间段内也会与利率呈现阶段性同向走势。利率与估值的同向阶段主要集中在 2005-2014、2018-2020 以及 2020Q2 至今，反向阶段主要集中在 2002-2005、2014-2017。我们发现，利率与估值同向阶段，A 股的估值基本呈现与短周期同向的波动，也就是基本上行的同时，利率上行，A 股估值扩张，这时，利率上行对估值的压制被风险偏好上行的正贡献湮灭，A 股估值主要由盈利预期的回暖推动；利率与估值反向阶段，A 股信用环境都处于相对弱势周期，A 股盈利没有明显回温或者回升幅度有限，此时 A 股估值更多由利率推动。利率主导阶段，利率与估值的相关性均值达到-0.65，回归分析显示，利率对于估值的解释度达到 38-45%。

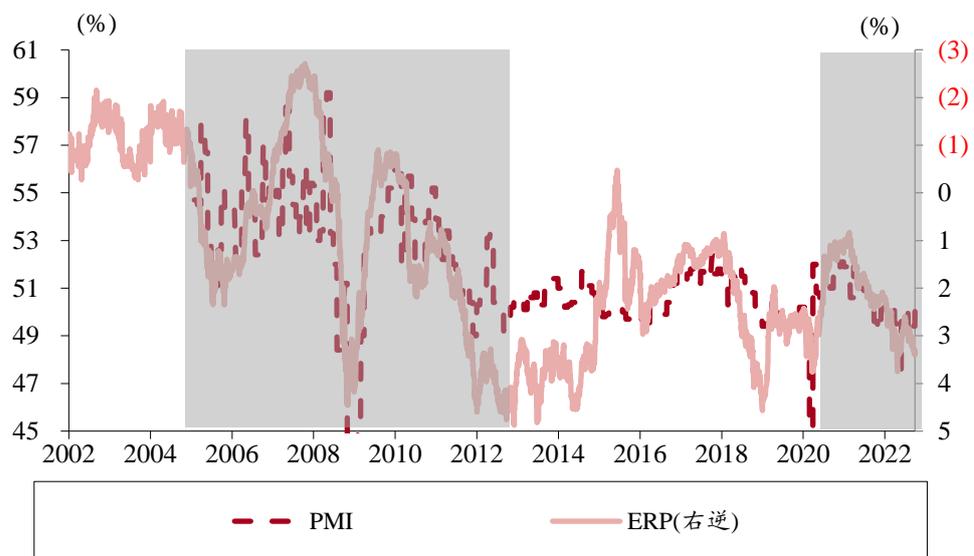
图表 28. 利率与 A 股估值相关性



资料来源：万得，中银证券（注：阴影部分为反向相关阶段，即利率主导估值阶段）

估值与风险偏好：强信用周期下，A 股估值主要为盈利预期驱动。结合上文所述，除了利率主导阶段外，风险偏好也是影响 A 股估值的重要因素。2005-2013、2020Q2 至今，A 股盈利跟随经济周期波动，盈利预期的起落是决定估值扩张收缩的重要因素；而 2018-2019 年，贸易战等因素影响下，市场风险偏好快速下行，拖累 A 股估值大幅走弱。市场风险偏好主要用股债风险溢价 (ERP) 来衡量，风险溢价走高意味着情绪走弱。影响 A 股风险偏好的因素有很多，归结起来主要包括：盈利预期、国内政策、海外波动、地缘政治等方面。在不同的阶段他们对于市场风险偏好的影响各不相同，而从大的趋势上看，在强信用周期阶段，A 股估值与盈利预期的变化高度相关，盈利预期回暖，市场风险偏好上行，情绪回暖带动估值扩张。

图表 29. 风险偏好与 A 股估值相关性

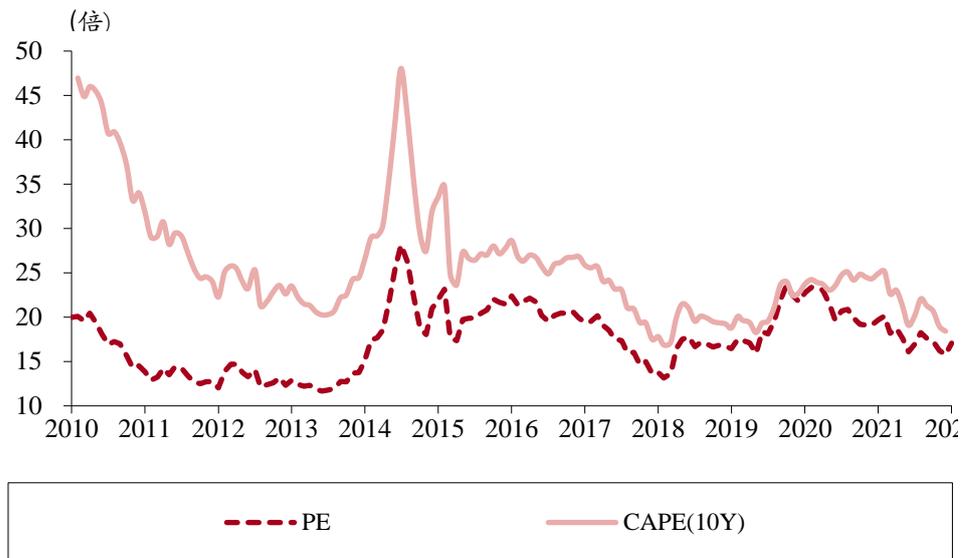


资料来源：万得，中银证券（注：阴影部分为风险偏好主导估值阶段）

对于不同周期下 A 股估值的运行规律，我们总结如下：**扩张前期**，估值进入大幅扩张阶段；**扩张后期**，估值震荡并出现均值回归；**衰退前期**，估值显著收缩；**衰退后期**，估值出现边际修复。

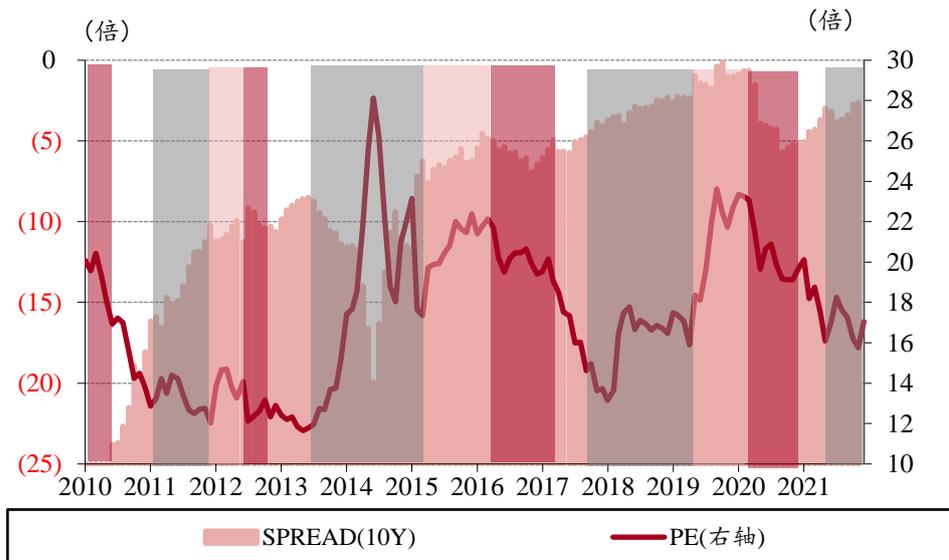
在这里，我们采用了周期调整市盈率（CAPE）作为 A 股估值中枢。CAPE 是指经通胀调整的当期市值与经通胀调整后过去 N（这里取 10）年的盈利均值之比。由于分母端盈利为 10 年平均水平，有效熨平了由于经济周期变化导致的盈利周期性波动；同时剔除通胀因素计算的市值、盈利因子可有效反应真实价格水平。因此 CAPE 更能有效反应资产价值的估值中枢水平。结合美股经验，基于 CAPE 的均值回归分析能够有效预测股票市场的长期回报率——1929、1999 年美股市场 CAPE 偏离程度达到峰值，随后市场均出现大幅下跌。下图展示的是 A 股 PE 及 CAPE 的历史走势情况，以及不同周期阶段 A 股静态估值与 CAPE 中枢的偏离度（Spread）。

图表 30. A 股静态估值与 CAPE



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 不同周期下 A 股静态估值与估值偏离度

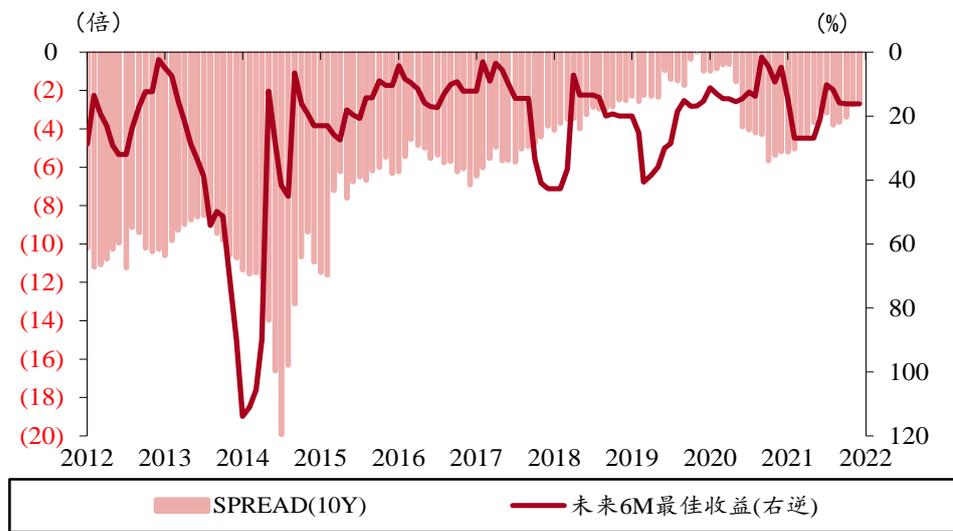


资料来源：万得，中银证券（注：粉色阴影为扩张前期，红色阴影为扩张后期，白色为衰退前期，灰色阴影为衰退后期）

上图可见，粉色阴影的扩张前期，市场 PE 估值水平均出现了明显上行，结合前文所述，盈利预期好转+宏观政策宽松的扩张前期，市场估值出现明显扩张。红色阴影的扩张后期，随着盈利出现实质上行，宏观政策边际收紧，市场估值出现高位震荡并出现一定程度的均值回归现象，PE 与 CAPE 的差值 (Spread) 收窄。白色底色的衰退前期，市场无一例外的遭到了分子分母双杀过程，估值出现显著收缩。灰色底色的衰退后期，随着宏观政策的转暖，市场估值在这一阶段会出现触底震荡到逐步修复的过程。

我们还发现，静态估值与长期中枢 CAPE 之间的偏离度 (Spread) 对于未来半年市场收益率具有一定的预测能力。如下图所示，短周期维度下，随着估值偏离度不断扩大，估值均值回归的动能也就越强——当估值低于长期中枢时，偏离度增加意味着未来半年内 A 股收益率大概率为正且大小与偏离度正相关；反之，当估值高于长期中枢时，偏离度增加意味着未来半年内 A 股获取的收益将会下降。

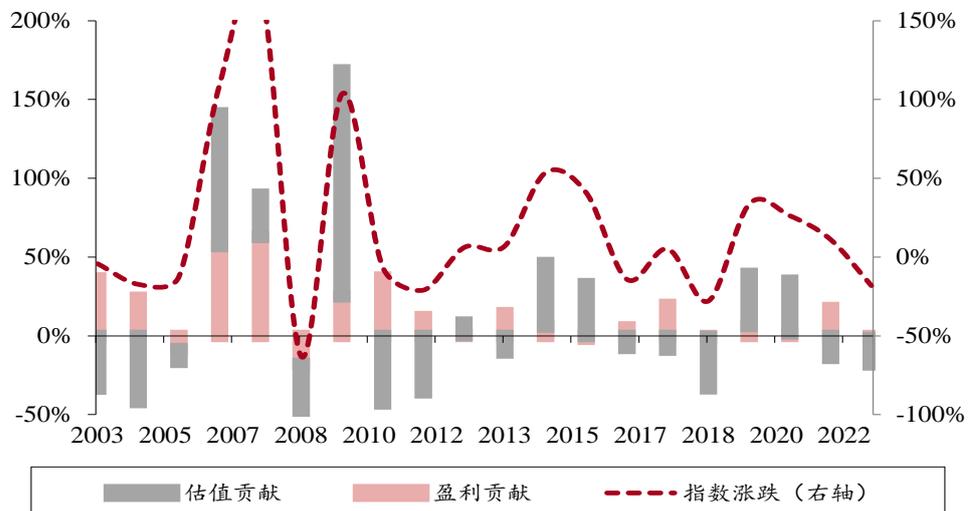
图表 32. 估值水平相对长期中枢偏离程度与未来半年收益相关



资料来源：万得，中银证券

我们的短周期 A 股预测模型就是基于周期定位的基本思想，通过对 A 股盈利、估值两个维度的分析预判，通过与历史相同周期阶段的回溯比较，确定当前盈利估值贡献区间，进一步拟合出下一阶段 A 股大势收益区间。

图表 33. 基于周期定位的盈利估值预测模型



资料来源：万得，中银证券（注：粉框为扩张前期 A 股盈利估值表现，红框为扩张后期 A 股表现）

3 A 股风格特征及分析框架

3.1 A 股因子风格表现及决定因素

市值因子

短周期视角下市值因子表现。市值因子维度，为剔除行业偏离度对结果的干扰，我们选取了行业中性大/小盘指数，大盘指数选取的为每个行业内市值排名前 10% 的股票，小盘指数选区的为每个行业内市值排名后 10% 的股票。我们看到 2016 年之前的两轮周期，基本上是行业里面的非龙头也就是小盘股先行扩张，进入衰退周期后，行业龙头也就是大盘股才具有了明显的相对优势；而 2017 年后，这样的情况有所变化，2017-2020 年整个周期都是龙头占优；这样的优势一直延续到了 2021 年也就是本轮周期的后半程。

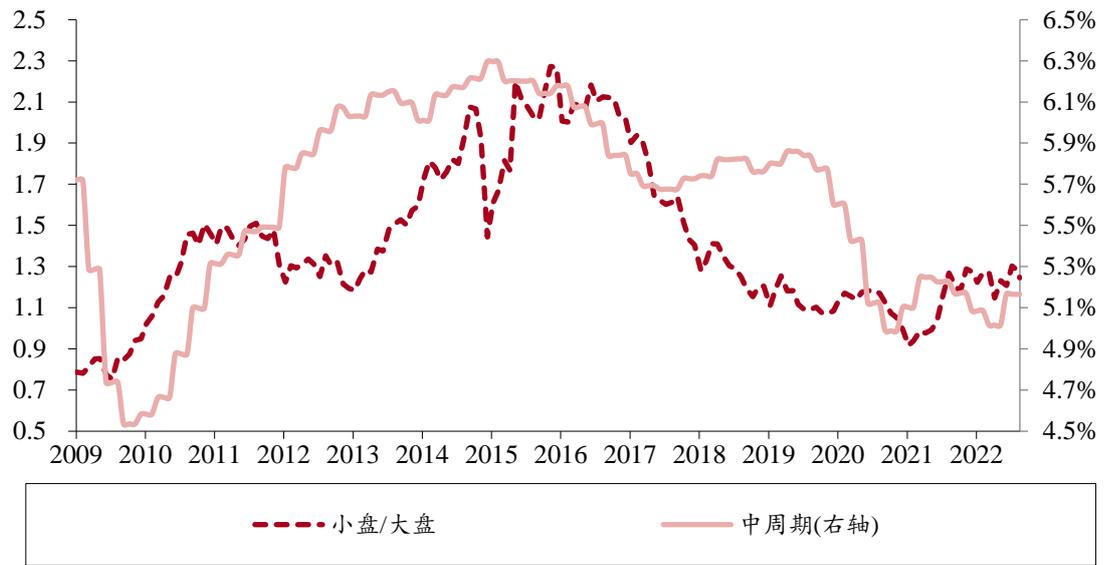
图表 34. 不同周期下市值因子表现

		大盘(行业中性)(%)	小盘(行业中性)(%)
扩张前期	2009.01~2010.09	1.63	54.39
	2012.10~2013.05	(1.22)	3.98
	2016.04~2017.05	4.33	(9.06)
	2020.05~2021.01	15.81	(5.37)
	均值	5.14	10.98
扩张后期	2010.09~2011.05	(1.56)	(1.99)
	2013.05~2013.10	2.64	6.70
	2017.05~2018.02	13.08	(7.50)
	2021.01~2021.09	(6.31)	8.69
	均值	1.96	1.47
衰退前期	2011.05~2011.12	(0.52)	(1.46)
	2018.02~2018.06	0.89	0.55
	2021.09~2022.03	(3.03)	(1.13)
	均值	(2.61)	1.49
衰退后期	2011.12~2012.10	4.23	(2.71)
	2018.06~2020.05	14.03	1.72
	2022.03~2023.02	(4.39)	(0.19)
	均值	4.62	(0.39)

资料来源：万得，中银证券

中周期的趋势是决定市值因子表现的关键。下图可以看到，中周期上行/下行趋势与小盘/大盘走势相关性很高。一般来讲中周期上行阶段，主导产业处于加速扩张阶段，旺盛的资本开支带来实体需求的大幅扩张，企业盈利预期快速回暖，非龙头公司（小盘股）弹性较大，在这样的环境下相对占优；而中周期下行阶段，主导产业加速扩张期已结束，资本开支下行，实体需求中枢走弱，企业盈利预期较弱，在难以扩张行业规模的背景下，行业龙头（大盘股）以其盈利稳定性及竞争壁垒优势相对占优。中周期与大小盘走势的阶段性背离发生在 2017-18 年，去杠杆压力下彼时国内宏观环境出现明显收紧，不同于海外旺盛的资本开支周期，国内企业盈利预期大幅走弱，A 股走出了一轮大盘价值的结构牛市。

图表 35. 市值因子与中周期强弱存在高度相关性



资料来源：万得，中银证券

估值因子

不同周期下估值因子表现：高低估值的转换发生在前期->后期过渡阶段，一般低估值->高估值。估值因子角度，我们从下面的表格中可以看到，一般来讲，扩张周期的初始阶段，低估值的股票会率先开始表现，随着扩张进入中后期，行情会逐步扩散到高估值板块；而一旦市场进入双杀的衰退早期，高估值会率先遭遇冲击，同样，这样的经验规律在 2017 年和 2012H2 出现例外。

图表 36. 不同周期下估值因子表现

		高估值(%)	低估值(%)
扩张前期	2009.01~2010.09	26.67	32.93
	2012.10~2013.05	(0.08)	17.68
	2016.04~2017.05	(30.52)	4.89
	2020.05~2021.01	14.88	(20.27)
	均值	2.74	8.81
扩张后期	2010.09~2011.05	(0.70)	(4.16)
	2013.05~2013.10	12.10	(5.07)
	2017.05~2018.02	(27.04)	17.81
	2021.01~2021.09	(9.62)	(2.13)
	均值	(6.31)	1.61
衰退前期	2011.05~2011.12	4.18	0.31
	2018.02~2018.06	11.62	(5.22)
	2021.09~2022.03	(12.24)	8.21
	均值	2.34	(0.22)
衰退后期	2011.12~2012.10	(6.07)	3.31
	2018.06~2020.05	46.46	(1.90)
	2022.03~2023.02	(4.28)	(0.10)
	均值	12.04	0.43

资料来源：万得，中银证券

估值因子与宏观政策周期高度相关：高估值风格走强多数源于宏观政策超预期边际宽松。下图我们也做出了宏观政策周期与估值因子表现的相关性，我们会发现，高估值风格的相对优势与货币政策的宽松基本呈现明显的正相关趋势。从逻辑上，货币的超预期宽松会带来无风险利率的下行，是最有利于高估值风格的表现的市场环境。而盈利预期的超预期变化也会引发风险偏好的阶段性波动，货币政策与高估值风格的阶段性背离发生在 2013-14 及 2022 年：前者虽然货币政策相对偏紧，但信用环境回温，科技产业链盈利上行使得市场盈利预期出现边际变化，高估值风格出现了阶段性占优；后者虽然货币政策环境一直相对宽松，但外围流动性冲击及国内疲弱的需求预期使得避险情绪主导市场。

图表 37. 估值因子与宏观环境



资料来源：万得，中银证券

3.2 大类行业表现及影响因素

不同周期下大类行业表现。从下图中可以看到：扩张早期，上游能源、可选消费的优势最为明显；而扩张后期阶段，优势行业从可选过渡到必需消费，能源的优势也逐步扩散至原材料；进入衰退前期，公用事业板块明显占优，市场在这一阶段对于安全边际较为看重，高股息低估值的行业板块最具有优势；衰退后期，随着宏观政策开始进入宽松周期，科技、金融板块开始体现出相对优势。

我们认为，大类行业的短周期轮动，其背后映射的是风格因子的表现逻辑。扩张早期，市场对分子端盈利增速最为关注，相较其他行业，上游能源、可选消费在这一阶段更具备高增长预期。扩张后期，宏观政策均难以进一步宽松，市场更加关注估值与高增长的均衡，必需消费为代表的稳定 ROE 行业就成了市场超额收益的主要方向。进入衰退前期，经济下行、预期转弱，大盘价值是最为占优的因子组合。

图表 38. 不同周期下大类行业表现

	能源	原材料	工业	可选消费	必选消费	金融	信息技术与硬件	公用事业及服务
扩张前期	156.71	124.56	83.16	169.39	111.94	103.38	135.67	50.96
	(7.51)	(2.82)	6.58	14.00	(10.33)	17.06	12.69	13.53
	11.29	6.59	5.40	10.55	8.95	3.10	(5.58)	3.51
	29.99	33.66	33.83	47.34	35.93	24.79	15.92	21.90
均值	47.62	40.50	32.24	60.32	36.62	37.08	39.68	22.47
扩张后期	(1.49)	4.95	1.71	0.56	6.30	(26.10)	11.17	(12.01)
	(12.71)	(2.37)	9.90	11.07	16.37	(1.32)	36.26	1.02
	19.06	1.61	(12.53)	5.52	18.07	29.19	(5.56)	(8.88)
	11.84	14.15	9.63	3.76	12.38	(1.46)	(1.56)	1.77
均值	9.80	6.90	(0.39)	3.28	12.25	0.55	1.35	(6.37)
衰退前期	(17.61)	(30.82)	(28.32)	(22.60)	(12.41)	(5.91)	(23.34)	(12.92)
	(15.62)	(6.74)	1.86	3.63	(6.98)	(7.38)	9.58	(2.36)
	(15.12)	(12.03)	(11.83)	(7.68)	(1.62)	(17.40)	(2.68)	(5.80)
	22.04	(3.02)	(3.86)	(22.93)	(19.19)	(19.61)	(24.91)	9.97
均值	(2.90)	(7.26)	(4.61)	(12.39)	(10.05)	(12.57)	(10.34)	(2.78)
衰退后期	(17.61)	(30.82)	(28.32)	(9.57)	(6.40)	(6.47)	(3.91)	(7.21)
	54.01	91.86	110.22	90.85	68.45	110.12	95.60	99.07
	(25.14)	(13.81)	(7.68)	(9.02)	21.96	11.74	20.45	(12.63)
	22.31	16.03	19.93	19.16	3.25	0.24	11.37	24.30
均值	8.39	15.82	23.54	22.85	21.81	28.91	30.88	25.88

资料来源：万得，中银证券（注：表格中行业涨跌幅单位为%）

主导产业具有穿越周期的力量。我们在 1.3 节提到了，中周期主导产业的变化会映射在 A 股的结构性情行之中。下表反映的是不同中周期维度内，代表性行业相对大盘的超额收益排名情况。我们可以看到，在投资主导的 2000-2008 年，上游资源品的表现普遍较为突出；而 2009 年以后，国内经济进入转型阶段，上游资源品表现明显趋弱，消费、科技硬件先后出现了阶段性占优的格局；疫情过后，全球产业链重塑和新旧能源的更迭的背景下，新能源、半导体为代表的高端制造行业开始成为市场资金追逐的主要方向。

图表 39. 中周期内 A 股行业表现

中周期	国内经济	有色金属	石油石化	煤炭	钢铁	房地产	银行	食品饮料	家用电器	汽车	电力设备	计算机	传媒	通信	电子
2000-2008	投资主导	2	4	7	1	10	15	5	25	13	11	27	19	23	28
		2	29	9	28	15	12	3	4	5	27	16	22	30	7
2009-2019	结构转型	29	26	30	20	21	19	28	11	16	7	2	1	6	10
		5	11	3	4	17	6	1	2	12	22	29	30	19	9
2019-	制造升级	4	15	3	21	30	27	2	16	9	1	19	25	22	6

资料来源：万得，中银证券（注：表内数字为行业区间超额收益排名）

美股及日本也有类似的经验规律。在 90 年代初，信息技术板块在美股表现突出，这背后反映的是当时个人计算机普及带来的相关产业链（计算机硬件产业）的发展；进入 2000-2009 年，中国工业化与全球化进程加快，全球需求高涨，能源板块体现出相对优势；而金融危机过后，尤其是近三轮短周期，全球经济增速放缓、智能手机普及、以及量化宽松的大背景下，以 Google, Facebook 等为代表的软件公司成为这一轮美股的主要优势行业。类似的情形也出现在日本，我们在此前日本 70 年代研究深度报告《从日本转型经验看 A 股市场结构变化》中就提到过，70 年代日本经济结构转型过程中，汽车、电子为代表的主导产业的兴起，也同样反映在同时期的资本市场表现之中。

图表 40. 中周期下美国行业表现

	标普 500 非必需消费	标普 500 必需消费	标普 500 医疗	标普 500 工业	标普 500 信息技术	标普 500 材料	标普 500 房地产	标普 500 通信设备	标普 500 公用事业	标普 500 金融	标普 500 能源	
长波繁荣初期	1991.04-1996.02	65.79	71.06	66.05	81.23	98.11	72.71		65.22	28.27	116.24	33.75
	1996.03-1998.12	86.94	76.25	120.03	58.13	186.16	7.03		75.42	25.89	96.23	43.73
	1999.01-2001.12	5.42	(11.40)	12.40	15.63	(8.86)	0.84		(31.71)	(10.38)	12.85	8.24
长波繁荣末期	2002.01-2003.06	(10.80)	(5.68)	(17.91)	(18.92)	(28.09)	(6.92)		(35.62)	(21.81)	(5.31)	(1.86)
	2003.07-2005.10	21.68	17.32	11.19	34.73	26.72	33.35		11.54	52.85	20.30	105.06
	2005.11-2009.05	(28.90)	(5.83)	(22.98)	(30.64)	(17.16)	(8.80)	(58.08)	(10.71)	(21.13)	(63.96)	(9.18)
长波衰退	2009.06-2013.07	145.34	83.13	97.34	95.59	82.41	58.20	130.63	50.89	44.26	81.11	63.40
	2013.08-2016.9	43.04	35.82	51.96	36.92	60.59	26.39	31.66	9.36	29.29	25.52	(12.86)
	2016.10-2020.5	42.76	6.16	35.58	3.94	99.48	4.96	(0.36)	(2.45)	14.13	10.75	(46.13)

资料来源：万得，中银证券（注：表格中行业涨跌幅单位为%）

图表 41. 70 年代日本主导产业表现

	信息与通信	精密仪器	电器	机械	纸浆与纸	陆路运输	石油与煤	房地产	纺织品与服装	航运	钢铁	采矿
1968 年	41.76%	92.01%	73.20%	73.14%	12.84%	7.23%	4.53%	29.48%	-0.07%	47.39%	6.50%	-14.55%
1969 年	-31.70%	86.03%	72.64%	27.78%	29.20%	26.89%	-1.78%	82.73%	10.40%	-18.44%	22.25%	20.95%
1970 年	-3.20%	-41.26%	-42.99%	-33.25%	-20.13%	-8.50%	20.26%	-23.76%	-5.51%	16.42%	-12.11%	16.49%
1971 年	61.01%	1.37%	18.96%	14.77%	20.52%	59.87%	55.76%	50.64%	13.90%	144.64%	4.42%	25.62%
1972 年	81.70%	48.73%	68.41%	88.83%	169.27%	73.04%	76.37%	51.92%	141.74%	217.67%	153.91%	269.49%
1973 年	-26.18%	-13.59%	-24.87%	-23.53%	-14.13%	-23.50%	-4.49%	-40.15%	-4.51%	-33.12%	-9.56%	33.97%
1974 年	-11.98%	-13.23%	-16.09%	2.13%	-16.60%	-4.85%	-24.71%	-4.03%	-31.10%	-10.32%	-7.04%	-49.04%
1975 年	5.43%	45.07%	44.42%	18.93%	1.82%	-6.16%	-2.12%	5.14%	14.54%	-24.66%	6.33%	-0.14%
1976 年	85.00%	54.51%	40.52%	22.27%	15.42%	13.91%	67.06%	-0.12%	2.97%	-17.38%	0.01%	-13.59%
1977 年	9.66%	-13.92%	-25.76%	-11.92%	1.90%	23.40%	18.72%	35.40%	-17.94%	-29.34%	-17.61%	2.96%
1978 年	32.93%	43.84%	42.18%	27.70%	14.23%	13.11%	15.89%	9.87%	53.34%	25.92%	55.01%	20.29%
1979 年	-21.25%	6.77%	8.69%	7.30%	-5.76%	-3.27%	115.38%	-2.74%	-5.99%	46.51%	-11.91%	103.33%
1980 年	-2.85%	26.16%	23.50%	1.44%	8.50%	-4.66%	-4.23%	-4.75%	14.66%	-8.38%	27.92%	18.49%
1981 年	-7.85%	-4.13%	31.85%	4.62%	-9.17%	-1.88%	-13.55%	11.00%	29.48%	-7.55%	16.06%	-34.21%
1982 年	25.31%	15.28%	16.66%	-3.80%	5.46%	1.91%	4.09%	-1.49%	-12.25%	-24.25%	-23.88%	7.44%
1983 年	136.38%	42.71%	36.06%	31.31%	57.31%	26.94%	13.10%	12.34%	33.22%	13.64%	23.81%	15.14%
1984 年	93.00%	5.80%	0.87%	0.15%	8.58%	25.44%	-8.88%	11.22%	32.48%	-6.56%	-0.36%	8.57%
1985 年	27.71%	-2.02%	-5.12%	0.05%	-3.26%	51.33%	7.19%	87.99%	18.45%	4.03%	-2.64%	-0.57%
1986 年	16.68%	-0.71%	23.04%	8.22%	43.21%	89.03%	51.34%	77.69%	17.32%	19.45%	15.44%	-5.36%
1987 年	21.77%	-1.06%	2.75%	27.93%	40.80%	0.15%	-1.35%	-20.29%	23.08%	37.07%	79.58%	28.76%
1988 年	-13.36%	28.48%	21.77%	41.45%	62.35%	55.65%	53.25%	55.54%	20.06%	92.72%	127.43%	31.62%
1989 年	-11.46%	30.43%	19.45%	59.79%	12.84%	37.02%	30.49%	15.94%	36.50%	60.25%	7.53%	98.32%

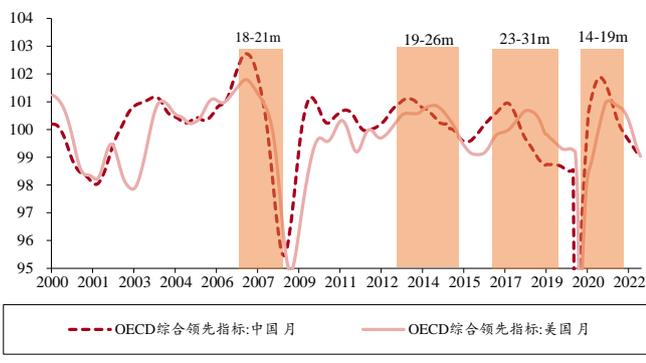
资料来源：万得，中银证券（注：表格中行业涨跌幅单位为%）

4 A 股大势与风格框架的市场实践

4.1 中短周期定位及展望

盈利预期底部回温，即将步入扩张早期。首先，从宏观环境来看，当前我们正处于宏观经济底部徘徊、货币宽松而信用环境触底回温的阶段，属于典型的衰退后期向扩张早期过渡阶段。疫情以来，宽松的宏观政策环境使得国内经济快速回温，2022 年随着内外需先后走弱，国内经济已经回落至接近短周期低点。当前无论中美，均处于景气下行周期的中后期，从下行周期的时长来看，2023 年国内经济有望会迎来触底回温。2022 年以来国内的信用环境一直处于磨底阶段，截至当前本轮下行周期也已经持续了一年多的时间；随着国内稳增长政策的逐步发力落地，乐观预计下 2023 年上半年，作为 A 股盈利先行指标的国内信用环境有望率先迎来回温，这对于 A 股盈利的回升有着非常重要的领先和指示性作用。因此，对于未来经济周期的定位上，我们认为，随着信用回温，短周期将会逐步进入经济触底回升+货币不再边际宽松的扩张早期。

图表 42. 领先指标显示下行周期已进入尾声



资料来源：万得，中银证券

图表 43. 社融对 A 股盈利的领先性



资料来源：万得，中银证券

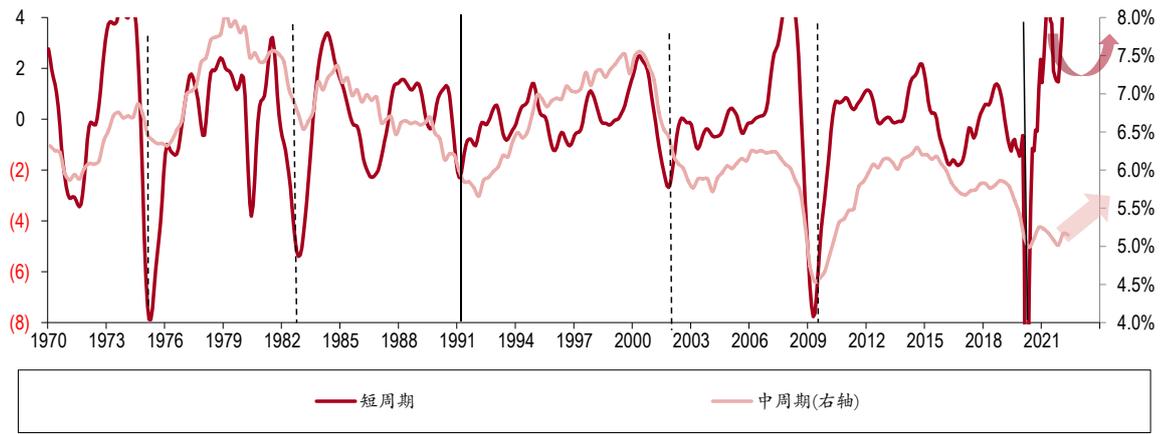
图表 44. 当前国内宏观环境



资料来源：万得，中银证券

中周期有望迎来同步上行。而随着新一轮扩张周期的开启，我们很有可能迎来中短周期的同步上行，结合 1.3 节对于中短周期下 A 股表现的分析，如若中短周期共振上行开启，即将到来的上行周期信用扩张的幅度很可能强于预期。

图表 45. 中周期有望迎来上行

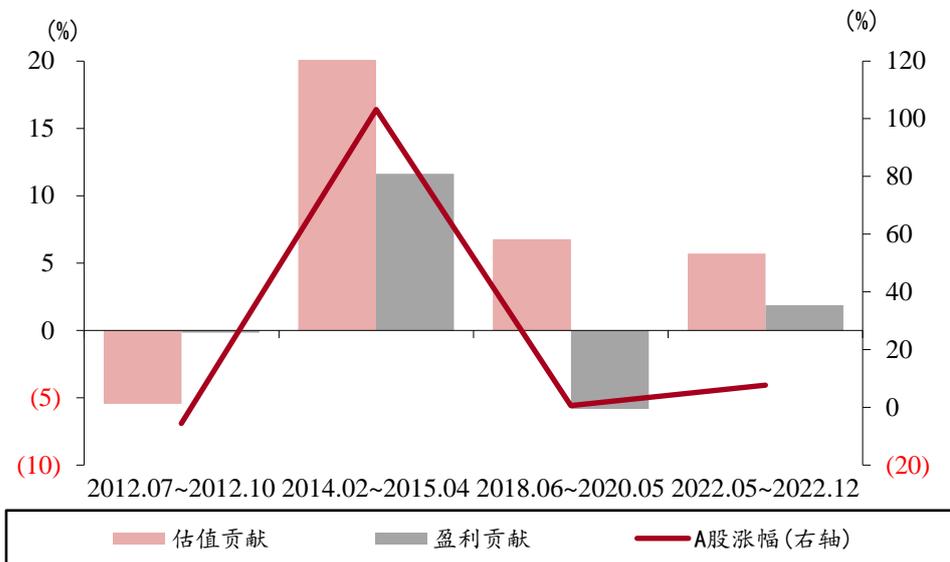


资料来源：万得，中银证券

4.2 A 股大势及风格展望

大势：关注盈利预期边际改善带来的机会。需要注意的是，相较于同属于衰退后期的历史同期阶段，本轮 A 股估值提振的程度十分显著，究其原因主要源于本轮疫情过后较为宽松的货币政策环境。结合货币政策指数所显示的情形，当前国内的货币宽松基本已经达到了 2009 年以来的较高水平，因此，随着今年国内逐步向扩张周期过渡，我们认为 A 股大势投资上最为重要的宏观因子变量就是盈利预期的改善。

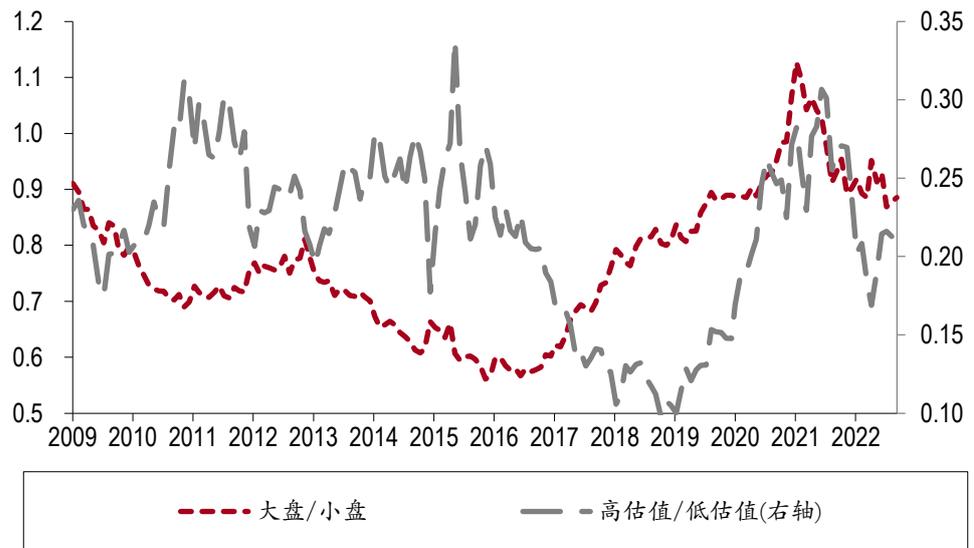
图表 46. 衰退后期 A 股盈利估值表现



资料来源：万得，中银证券

风格：短期风格再均衡，放眼分子端高增长。2021 年以来，小市值风格趋势占优。2022 年，虽然价值成长在不同阶段各领风骚，但除去 Q4 大盘蓝筹引领的反弹行情外，市场大部分时间依然延续了小盘占优的基本趋势。短期来看，市场仍将处于信用磨底、货币持续宽松、经济弱势的环境中，此前表现较优的高估值风格或迎来阶段性休整，市场风格或迎来一轮短暂的均衡化过程。而如果我们将视角放长来看，在即将到来的宽信用稳货币经济触底回温的周期环境下，分子端的高增长将会成为未来市场运行的主要逻辑。如果后续中短周期共振开启，市场信用回升幅度强劲，小市值高估值将会成为进入扩张周期后相对占优的组合。

图表 47. 当前 A 股因子风格表现



资料来源：万得，中银证券

风险提示

稳增长政策力度或发力效果不及预期：经济的有效复苏仍待逆周期政策的进一步发力，逆周期政策力度或发力效果不及预期可能对复苏进程形成拖累；

疫情发展超预期恶化：当前新冠疫情形势仍然严峻，病毒变异进程仍未停止，仍具有较高的不确定性；

海外货币政策超预期：海外加息放缓为当前市场一致预期，但若加息进程及终点超预期，可能会对市场造成一定冲击。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371