



A 股投资策略周报

策略专题研究报告
证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）

wuhuimin@gjzq.com.cn

"双周期"框架体系下：如何有效 "捕捉"风格与行业轮动？

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：如果美国经济“显著放缓”：全球资产配置或将“大洗牌”。如果美国经济“显著放缓”将导致 A 股基本面下行压力加大、“盈利底”延后。全球资产配置影响几何？ 1、权益类资产影响将是：先抑后扬。留意成长风格上下波动的弹性，最值得配置且长期持有的方向便是：创新药。 2、构建了有色金属影响框架：寻找“弹簧”压制的低点。短期止盈“工业金属”，仅留黄金；在美国“流动性陷阱”解除或降息周期结束，开启弹性品种的“进攻”模式，优选：白银+铜，其次，黄金。3、亦构建了能源影响框架：寻找美国经济的温度。要想赚美国经济“困境反转”（硬着陆）的钱，往往需要更多耐性，但弹性与持续性亦会更好，静待降息周期结束原油方有较大趋势性机会。

当下市场聚焦：1、如何构建逻辑严密且更加有效的“大势研判”框架体系？2、市场风格在经济与市场周期混沌影响下会如何演绎？ 3、如何构建稳定、有效的行业轮动框架，捕捉行业 Beta 机会？

如何结合“双周期”构建逻辑严密且更加有效的“大势研判”框架体系

国内经济周期通常指库存周期，约 3 年左右。我们采用十余类量化指标，用于描述、测度不同经济周期的形态，试图较为精确地构建国内经济周期。我们将国内经济分为：①复苏期，即被动去库周期；②繁荣期，即主动补库周期；③放缓（I）初期，即被动补库周期；④放缓（II）末期，即主动去库周期。将国内经济周期与市场“三底模型”结合：一）从“政策底”出发，寻找 A 股市场上升周期的框架与逻辑之路；二）A 股市场下行周期中各阶段跌幅贡献及其背后逻辑演绎与框架；三）当前“政策底”已现，“市场底”与“盈利底”在何方？我们再次强调：“市场底”隐含三大类行为逻辑：一是我们持续提示的三大风险：房地产、海外及通缩，需要明显暴露；二是处置风险相应的政策要落地、要见效；三是信用回升。维持谨慎，市场波动率或将趋于抬升，偏离度将取决于政策落地节奏及效果。

A 股风格演绎与行业配置节奏

市场上涨周期： 1、行业配置轮动节奏：①见市场底，持有：贵金属，新增买入：“成长+消费”；②静待复苏开始，新增：“有色+券商”；③盈利底一旦确认，复苏末期风格第 1 次全面切换：贵金属、券商逢高止盈，保留：“成长+有色>消费”；④过热期，重心放在周期+成长，新增煤炭后，持仓：“成长+有色+煤炭>消费”，留意一旦信用指标明显回落，可以适度减持“成长+有色”；⑤一旦进入“放缓 I 起”，风格将第 2 次全面切换：成长+有色逢高止盈，保留：消费+煤炭，新增：银行+高股息。 2、长期资产“Buy& Hold”的配置逻辑：贵金属+有色+成长>消费。

市场下跌周期： 1、行业配置轮动节奏：继“放缓 I 起”配置：“消费+煤炭，银行+高股息”后；①见市场顶，剔除消费，保留：银行+高股息+煤炭；②进入“放缓 II”再剔除“煤炭”，仅保留：银行+高股息；③一旦出现“政策底”，风格将第 3 次切换：成长+有色“进攻”；④静待 1~2 个月政策影响退去（政策影响 End）、反弹行情结束；市场或再次调整，直至市场底。故“政策影响 End”再次触发风格第 4 次切换：银行+贵金属>高股息“再防御”。⑤静待市场底确认，最后一次风格切换（第 5 次）：保留：贵金属，新增成长+消费“进攻”——此时，将与“市场底-市场顶”行业配置轮动框架形成“闭环”。 2、长期资产“Buy& Hold”的配置逻辑：银行。

此外，本篇报告还整理了整个市场周期中，8类行业，包括成长、有色、消费、煤炭、贵金属、券商、银行及高股息等“买点”、持有周期及弹性、超额收益周期。

风格及行业配置：“政策底-市场底”坚定防御配置

维持建议“大盘价值防御”策略，重点推荐防御性较高、具备持续超额收益品种：银行+黄金，次选高股息。

风险提示

后续货币政策低预期；经济放缓超预期；美债收益率反弹超预期；历史经验具有局限性。



内容目录

一、前期报告提要与市场聚焦	4
二、策略观点及投资建议	4
2.0 引言	4
2.1 如何结合“双周期”构建逻辑严密且更加有效的“大势研判”框架体系	4
2.2 市场上涨周期：A 股风格演绎与行业配置节奏	7
2.3 市场下跌周期：A 股风格演绎与行业配置节奏	10
2.4 风格及行业配置：“政策底-市场底”坚定防御配置	12
三、市场表现回顾	13
3.1 市场回顾：宽基指数多数下跌，一级行业涨跌互现	13
3.2 市场估值：宽基指数、风格指数估值多数下跌	15
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高	16
3.4 盈利预期：盈利预期多数下调	19
四、下周经济数据及重要事件展望	21
五、风险提示	22

图表目录

图表 1：经济周期叠加市场周期的框架体系一览	5
图表 2：市场流动性剩余再次收紧	7
图表 3：市场有效流动性持续下行	7
图表 4：市场上涨周期 A 股风格及行业轮动一览	9
图表 5：市场下行周期 A 股风格及行业轮动一览	11
图表 6：“双周期”体系下的风格与行业轮动框架	12
图表 7：本周（05.13-05.17）国内宽基指数多数下跌，海外宽基指数多数上涨	14
图表 8：本周（05.13-05.17）一级行业涨跌互现，房地产、建筑材料、建筑装饰等行业领涨	15
图表 9：本周（05.13-05.17）A 股主要指数估值多数下跌，海外主要指数估值全面上涨	15
图表 10：本周（05.13-05.17）各行业估值多数上涨	16
图表 11：万得全 A ERP 略高于“1 倍标准差上限”	16
图表 12：上证指数 ERP 低于“1 倍标准差上限”	16
图表 13：沪深 300 ERP 低于“1 倍标准差上限”	17
图表 14：创业板指 ERP 略低于“2 倍标准差上限”	17
图表 15：万得全 A 股债收益差低于“2 倍标准差下限”	17
图表 16：上证指数股债收益差高于“2 倍标准差下限”	17
图表 17：沪深 300 股债收益差高于“2 倍标准差下限”	17



图表 18: 创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限”	17
图表 19: 金融的 ERP 低于“1 倍标准差上限”	18
图表 20: 周期的 ERP 低于“1 倍标准差上限”	18
图表 21: 消费的 ERP 高于“2 倍标准差上限”	18
图表 22: 成长的 ERP 低于“2 倍标准差上限”	18



图表 23: 金融股债收益差低于“1 倍标准差下限”	18
图表 24: 周期股债收益差低于“1 倍标准差下限”	18
图表 25: 消费股债收益差低于“2 倍标准差下限”	19
图表 26: 成长股债收益差低于“2 倍标准差下限”	19
图表 27: 本周 (05.13-05.17) 主要指数盈利预期多数下调	19
图表 28: 本周 (05.13-05.17) 多数行业盈利预期下调	20
图表 29: 下周全球主要国家核心经济数据一览	21
图表 30: 下周全球主要国家重要财经事件一览	21



一、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：如果美国经济“显著放缓”：全球资产配置或将“大洗牌”。如果美国经济“显著放缓”将导致 A 股基本面下行压力加大、“盈利底”进一步延后。全球资产配置影响几何？ 1、权益类资产影响将是：先抑后扬。留意成长风格上下波动的弹性，以及最

值得配置且长期持有的方向便是：创新药。 2、构建了有色金属影响框架：寻找“弹簧”压制的低点。短期止盈“工业金属”，仅留黄金；在美国“流动性陷阱”解除或降息周期结束，开启弹性品种的“进攻”模式， 优选：白银+铜，其次， 黄金。3、亦构建了能源

影响框架：寻找美国经济的温度。要想赚美国经济“困境反转”（硬着陆）的钱， 往往需要更多耐性，但弹性与持续性亦会更好，静待降息周期结束原油方有较大趋势性机会。

当下市场聚焦：1、如何构建逻辑严密且更加有效的“大势研判”框架体系？ 2、市场风格在经济与市场周期混沌影响下会如何演绎？ 3、如何构建稳定、有效的行业轮动框架，捕捉行业 Beta 机会？

二、策略观点及投资建议

2.0 引言

我们在此前报告《何时将见“市场底”？》曾介绍过市场周期框架：通过“三底模型”，包括：“政策底”、“估值底/市场底”和“盈利底”的定义、指标确认及周期长度等梳理，告诉投资者该如何通过市场周期做出对 A 股市场的“大势研判”及配置策略。本期报告拟将“三底模型”嵌入到国内经济周期当中，构建出复杂且更加有效的框架体系，以实现： 1、对市场走势更加准确、有效的跟踪、判断； 2、对风格演绎及行业 Beta 更敏锐地“捕捉”。

2.1 如何结合“双周期”构建逻辑严密且更加有效的“大势研判”框架体系

国内经济周期通常指库存周期，持续 3 年左右。我们采用：库存%、库销比、PPI%、PMI_MA3、10 年期国债收益率、SHIBOR_3M、M1%、归母利润%/工业企业利润%、中长期企业贷款%及 M2%-社融%等十余个指标，用于描述、测度不同经济周期的形态，拟通过量化指标的方式较为精确地构建国内经济周期。我们将国内经济分为：

☞ 复苏期，即被动去库周期：“2005.8~2006.5”、“2009.2~2009.8”、“2012.8~2013.8”、“2015.12~2016.6”、“2020.3~2020.10”及“2022.12~2023.7”共计六轮。对应指标特征描述如下： 1、库存周期形态仍在寻底中。（1）虽然库存增速继续向下；（2）

库销比继续向下，甚至已经降至较低水平；但（3）PPI 进入下行尾声，期间实现筑底回升。（4）PMI 筑底回升；（5）10 年期国债收益率筑底回升；（6）SHIBOR_3M 筑底回升。3、信用指标加速上行。（7）M1%加速上行；（8）中长期企业贷款加速回升。4、盈利指标期间筑底回升。（9）工业企业利润或归母利润增速均于期间筑底，不难发现其与 PPI 几乎同步实现筑底。5、流动性剩余逐步开始收紧。重要判断：盯住先行指标拐头回升、PPI 筑底及“盈利底”兑现，方可视为复苏期。

☞ 繁荣期，即主动补库周期：“2006.5~2007.11”、“2009.8~2010.12”、“2013.8~2014.1”、“2016.6~2017.11”、“2020.10~2021.12”及“2023.7~2023.8”共计六轮。对应指标特征描述如下： 1、库存周期拐头向上。（1）库存增速底部拐头向上；（2）库销比会有波动，但总体处于较低水平；（3）PPI 加速回升、“转正”。2、先行指标均处于加速上行通道或已高企。（4）PMI 在 50 荣枯线以上高企；（5）10 年期国债收益率加快上行；（6）SHIBOR_3M 加快上行。3、信用指标见顶放缓，但增速依然较高。（7）M1%见顶，增速放缓；（8）中长期企业贷款见顶放缓。4、盈利指标高企。（9）工业企业利润或归母利润增速于期间均保持较高增速水平。5、流动性剩余明显收紧。重要判断：在经济复苏的基础上，只要库存增速拐头回升、PPI%转正便开启主动补库的繁荣期。

☞ 放缓（1）初期，即被动补库周期：“2007.11~2018.8”、“2010.12~2011.10”、“2014.1~2014.8”、“2017.11~2018.8”、“2019.12~2020.3”、“2021.12~2022.4”及“2023.8~2023.9”，因“公共卫生事件”冲击影响新增一轮，共计七轮。对应指标



特征描述如下： 1、库存周期继续向上，但需求明显减弱。（1）库存增速持续走高；（2）库销比明显上升、转正， 总体处于较高水平；（3）PPI 见顶、拐头向下。2、

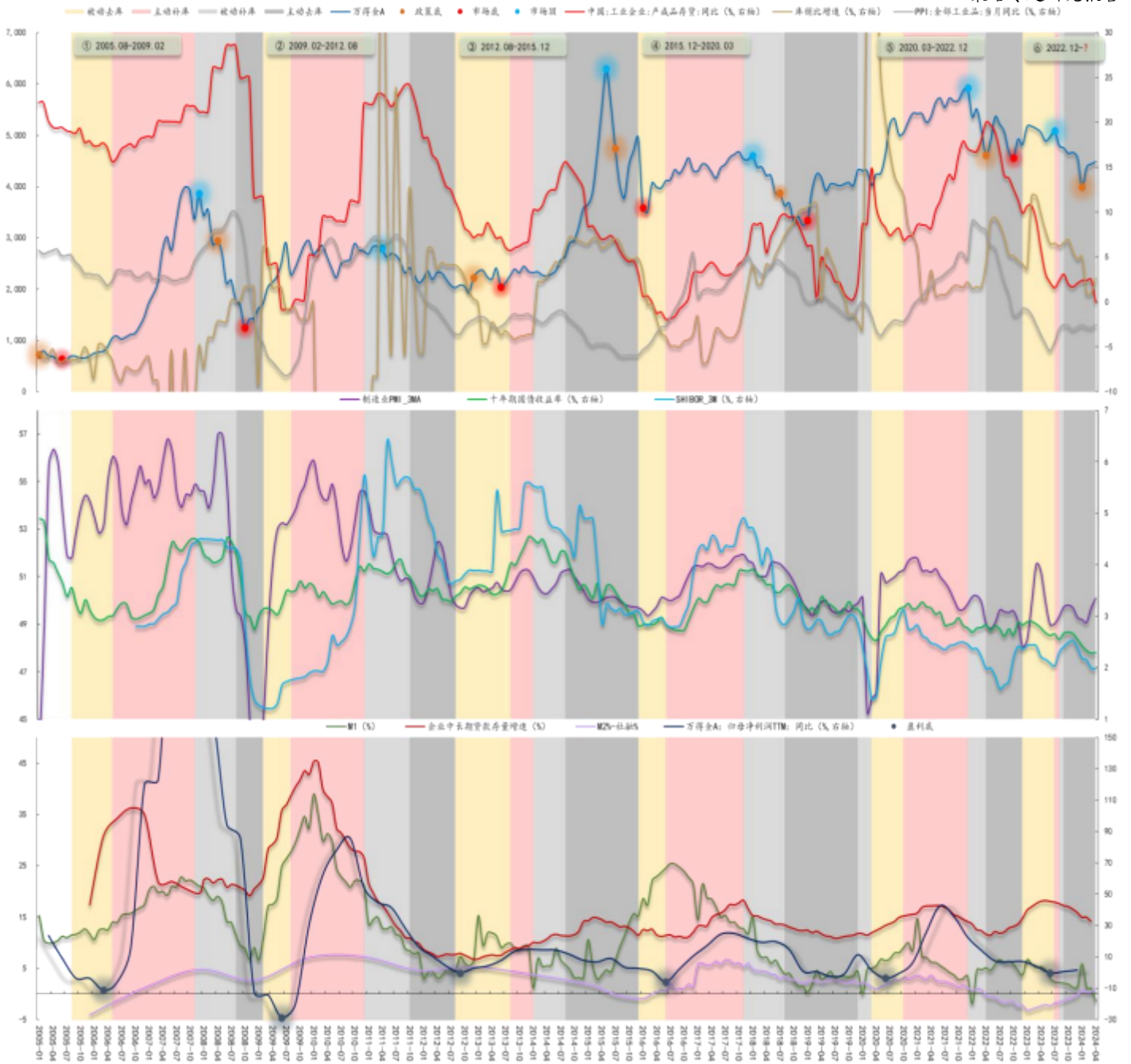
先行指标均见顶、回落。（4）PMI 见顶趋于回落；（5）10 年期国债收益率见顶、趋于回落；（6）SHIBOR_3M 见顶、趋于回落。3、信用指标“阶梯式”下行、 跌幅明显。（7）M1%加速向下；（8）中长期企业贷款加速向下、甚至将至负值。4、盈利指标



“阶梯式”回落。(9) 工业企业利润或归母净利润增速拐头迅速回落。5、流动性剩余逐步宽松。重要判断：虽然库存仍在上行，但经济先行指标、PPI%均见顶回落，信用更是“阶梯式”下行——被动补库的“经济放缓初期”到来，往往对应市场周期框架中：“市场顶”与企业盈利增速拐头迅速回落。

- 👉 放缓(II)末期，即主动去库周期：“2018.8~2009.2”、“2011.10~2012.8”、“2014.8~2015.12”、“2018.8~2019.12”、“2022.4~2022.12”及“2023.9~至今”，共计六轮。对应指标特征描述如下：1、库存周期拐头向下。(1) 库存增速见顶回落；(2) 库销比波动，但总体维持在较高水平；(3) PPI 加速下行，且转负值。2、先行指标均低位运行。(4) PMI 长期处于 50 荣枯线以下；(5) 10 年期国债收益率进入加速下行通道，且最终处于较低水平；(6) SHIBOR_3M 处于较低水平。3、信用指标筑底回升。(7) M1%拐头、筑底回升；(8) 中长期企业贷款拐头回升，但仍处于较低水平。4、盈利指标继续下行。(9) 工业企业利润或归母净利润加速下行至负增长。5、流动性剩余趋于扩张。重要判断：库存拐头向下、先行指标持续低迷、信用指标从探底到筑底、流动性开启宽松等均反应主动去库的“经济放缓末期”；先、后对应市场周期框架中的“政策底”与“市场底”。

图表1：经济周期叠加市场周期的框架体系一览





来源：Wind、国金证券研究所

上述结合“国内经济周期”与“A股市场周期”构建的复杂却更加有效的框架体系，对于我们判断市场有哪些重要启示？

一) 从“政策底”出发，寻找A股市场上行周期的框架与逻辑之路。一个非常关键的经济周期，便是1、主动去库的“经济放缓末期”，期间将先、后出现：政策底与市场底。

(1) 政策底，往往对应流动性剩余指标转向。比如：“M2%-社融%”扩张了，伴随央行降准、降息，财政支出发力等。①市场便开启上涨行情，但持续性不长，一般在1~2个月结束。(2) 市场底，又称估值底，往往对应信贷指标筑底回升。比如率先筑底回升的概率是M1%，反应企业、居民风险偏好、消费意愿双双回升，订单需求回暖；往往意味着系统性风险已经筑底，基本面均在边际改善的动力。②“政策底”-“市场底”期间，五轮周期中平均传导周期约6个月，期间wind全A指数普遍下跌，平均跌幅20%，意味着1~2个月反弹周期结束后，市场多数情况将二次探底。③“市场底”一旦出现，新一轮趋势性上涨行情便已开启。比如：“市场底”-“经济放缓末期”结束期间，即便尚未进入到复苏周期，wind全A依然平均涨幅在23%；“市场底”-“盈利底”期间，wind全A平均涨幅更是扩大至42%——显然，“市场底”出现而“盈利底”未至期间，A股上涨的主要贡献均来自于：估值扩张。2、紧接着进入被动去库的“经济复苏期”，期间“盈利底”逐步显现。(3) 盈利底，往往对应PPI筑底回升。企业净利率、资产周转率均迎来趋势性改善，盈利弹性及贡献的“戴维斯双击”逻辑将开始演绎。④“盈利底”开启的“戴维斯双击”往往集中表现在经济主动补库的“繁荣期”，A股进入加速上涨通道、弹性更大。比如：从“盈利底”-“繁荣期”结束，wind全A平均涨幅高达95%。3、最后“市场顶”阶段往往对应被动补库的“经济放缓初期”。从“盈利底”-“市场顶”期间，wind全A平均涨幅高达113%，而从“市场底”-“市场顶”整个A股上升周期，平均涨幅也不过177%——显然，自触及“盈利底”后A股市场方进入“主升浪”环节，“戴维斯双击”俨然已成为整个上升周期中的最重要的组成部分。

二) A股市场下行周期中各阶段跌幅贡献及其背后逻辑演绎与框架。1、“市场顶”往往出现在国内经济周期的“放缓初期”，并伴随着先行指标拐头回落及信用“阶梯式”下行；随后，亦可见到PPI见顶回落及企业盈利迅速下滑。2、从“市场顶”-经济放缓初期结束，wind全A在六轮周期中的平均跌幅高达23%，而从“市场顶”-“市场底”平均跌幅也不过38%。显然在经济“放缓初期”A股市场受到经济基本面“由升转降”、波动影响较大，叠加M1“阶梯式”下行，导致上市公司的盈利与估值遭到“双重冲击”。3、紧接着，进入到国内经济“放缓末期”，该阶段从开始到触及“市场底”，wind全A跌幅也不过14%，倘若考虑：“市场底”-“经济放缓末期”约23%涨幅，整个经济“放缓末期”A股平均收益率甚至为正值（约0.32%）。这意味着，整个“经济放缓末期”受益于“政策底”引入的流动性预期改善；再加上之后“市场底”出现，基本面预期亦开始边际修复，从而较大程度平滑了该阶段风险。具体来看，wind全A分别于：①从“市场顶”-“政策底”期间平均跌幅21%；政策出台之前，市场既无“基本面”亦无“流动性”，呈现恐慌性下跌；②“政策底”-“市场底”期间平均跌幅20%。政策出炉虽然短时间内（1~2个月）提振了市场信心，但政策推行需要传导周期，难以在短期内对修复市场基本面、流动性等方面起到显著效果——直至信用回升，方可使市场见到曙光、开始筑底止跌。

三) 当前“政策底”已现，“市场底”与“盈利底”在何方？基于前文的分析结论，本轮国内经济周期自2022/12/31起，截至2024/4/30历时仅1年4个月，而当前正处于主动去库的“经济放缓末期”。随着2月5日、2月20日降准、降息陆续落地，意味着在该经济周期下，我们看到了流动性预期改善——“政策底”已现。

1、市场底何时可见？三条路径跟踪与推演：①信用筑底回升。静待M1企稳回升，甚至逐步看到中长期信贷筑底回暖，方可预见“市场底”；②“政策底”向“市场底”传导周期一般在6个月左右，故按此推演最快可能在今年三季度中期（7月底~8月）方可出现“市场底”。③逻辑满足。我们再次强调所谓“市场底”一定是风险暴露最彻底的时候，

往往对应“最差的时候”已现且政策见效，未来将大概率趋势性修复。这隐含两大类行为逻辑：一是我们持续提示的三大风险：房地产、海外及通缩，需要明显暴露；二是处置风险相应的政策要落地、要见效。从风险暴露角度，4月M1降至-1.4%，企业单位活期存款降至-3.7%，通缩风险暴露阈值已经达到；然而，房地产“主动去库”的压力有多大？仍在持续演绎；海外风险，只有在美国失业率出现在4%以上，降息开启之后方可进一步评估。从政策落地及效用角度，房地产风险处置需要钱、刺激内需对冲通缩需要钱、防范海外流动性陷阱亦需要钱；然而，“M2%-社融%”剩余流动性再次收紧，降至-1.1%，



创下 2021 年年底以来新低。同时，自 4 月 M1 降至负值后新一轮降准、降息预期明显升温，但尚未落地——显然，一方面，当前的三大风险尚未完全暴露，市场估值仍有继续收缩的空间，即“最差的时候”尚不能确认；另一方面，应对政策尚未全面落地，难以评估就算“最差时候”出现，未来是否能够出现趋势性、边际改善。故，“市场底”仍需



静待时候。

2、盈利底何时可见？三条路径跟踪与推演：①先行指标回升+PPI 筑底。PMI、10 年期国债收益率、SHIBOR_3M 等先行指标底部回升，且看到 PPI 筑底回暖，方可确认“盈利底”降至；②新一轮复苏周期开启，尚需至少本轮周期终结，耗时最快 2.5 年以上。基于前

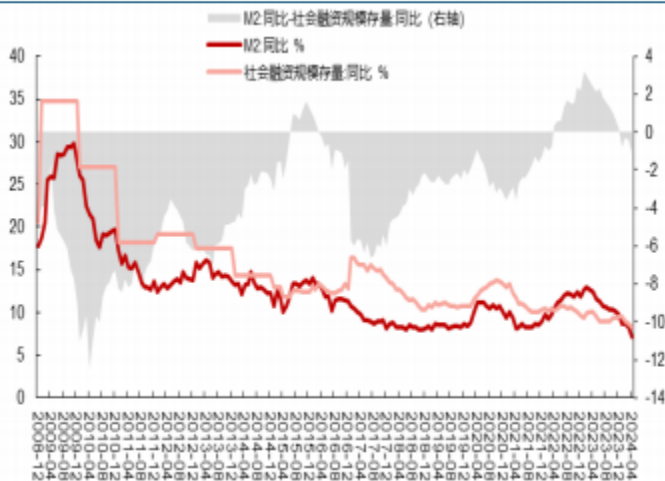
文的分析结论，本轮经济周期自 2022 年 12 月 31 日起至今仅耗时 1 年 4 个月，经济周期结束最快也要到 2024 年年底，甚至要延后至 2025H1。故“盈利底”预计最快也要到今年年底至明年上半年。③逻辑满足。当前 M1 降至-1.4%，预计未来 6~9 个月 PPI 大概率继续向下；考虑到 2024H2 海外风险加大，将可能导致 M1 继续下探，意味着 PPI 筑底将进一步被延后，即“盈利底”受海外风险影响或将被持续延后。另外，当前企业实际回报率已经从 2021 年约 12%降至 0.7%的较低水平。随着内外需持续疲弱，产能利用率、价格等下跌，将导致企业净利率、资产周转率下降；叠加企业实际融资成本被动上升，意味着企业实际回报率将继续下降，甚至到负值——这将进一步明显降低企业“花钱意愿”、抑制经济活力，故若看不到企业实际回报率企稳回升，亦难见“盈利底”迹象。

3、市场影响几何？三个维度探讨：①从市场周期角度来看，当下我们既看不到“市场底”，更看不到“盈利底”。复盘过去 5 轮“政策底”-“市场底”期间，平均跌幅在 20%，意味着继“政策底”带动的反弹行情结束之后，在“市场底”出现之前，A 股市场出现“二次探底”，至少期间波动率明显上升的概率依然较大。②具体基本面与流动性驱动的角度，一方面，中国经济尚处于“主动去库”的放缓末期，内、外需疲弱进一步验证，

且面临着价格明显下行的压力；微观层面，企业盈利增速、盈利能力均将维持在下行通道，甚至经营性现金流已出现走弱迹象。另一方面，“M2%-社融%”再次下滑，反应剩余流动性趋紧；同时，“M1%-短融%”降幅扩大，反应市场有效流动性较差，缺乏增量内资。其中，短期融资增速回升，反应企业经营现金流再次出现走弱迹象，或进一步挤压金融市场流动性；此外，考虑到全球经济“比差”逻辑下，各国央行陆续放水，而这些钱或因避险逻辑流向美国、推升美元走强，意味着人民币汇率大概率依然偏弱，难以吸引外资持续流入。③考虑到 4 月政治局会议定调偏积极且近期已有相关政策持续出台，政策层面的积极因素正在逐步增多，或将有助于提振市场风险偏好，一定程度降低市场的波动率。综上，我们维持谨慎，市场波动率或将趋于抬升的判断，波动率偏离幅度将取决于政策落地节奏及其效果。

图表2：市场流动性剩余再次收紧

图表3：市场有效流动性持续下行



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

2.2 市场上涨周期：A 股风格演绎与行业配置节奏

前文我们提到：A 股市场上涨周期中，从“市场底”到“市场顶”，我们将依次经历国内经济“放缓末期”-“复苏期”-“繁荣期”-“放缓初期”。不同经济周期环境，赋予了 A 股市场各类风格、行业不同的驱动方向与波动弹性。我们基于市场上涨周期的三个关



键节点，将其分为“市场底-盈利底”和“盈利底-市场顶”两大阶段；同时，又纳入经济上行周期各个节点，进一步细化 A 股上涨行情区间，使其扩大至 8 个小阶段。试图通过勾勒不同阶段下的经济与市场特征，解释长期风格形成与占优行业背后的逻辑，归纳并用于预判未来某个阶段下风格演绎及捕捉行业机遇。

一) 市场底-盈利底



市场底-盈利底期间，包括：“2005.6~2006.3”、“2008.10~2009.6”、“2016.1~2016.6”及“2019.1~2020.6”。驱动 A 股市场上涨的动力更多来自“情绪面+流动性”，因此估值的趋势性、显著修复成为该区间股价上涨的最主要贡献。四轮上涨周期中，该阶段平均弹性最大的大类行业包括：1、贵金属（63%）+有色（50%）；2、成长（43%）+消费（42%）和 3、券商（33%）。

市场底-盈利底期间，又可细分为“市场底-放缓 II 末期结束”和“复苏开始-盈利底”两个阶段。这样我们便可以将上述大类行业进一步细化到每个小阶段中，更加集中凸显了各行业在不同阶段下的特征与弹性。

☞ “市场底-放缓 II End”，弹性最强：成长+消费。常出现在“主动去库周期”后半段，“市场底”已现但经济层面仍未满足复苏要求，参考：“2005.6~2005.8”、“2008.10~2009.2”及“2019.1~2019.12”。背后逻辑：一方面，受益流动性明显回升，包括：M2%-社融%趋于改善，以及 M1%底部回升等；另一方面，市场底/估值底出现，表面基本面“最差时期”已经过去，经济修复预期增强。

☞ “复苏起-盈利底”，弹性最强：贵金属+有色+券商。常出现在“被动去库周期”前半段，经济虽然已开启复苏，但尚未见到“盈利底”，参考：“2005.8~2006.3”、“2009.2~2009.6”、“2016.1~2016.6”及“2020.3~2020.6”。期间，成长（18.7%）、消费（18.5%）依然较强，但券商（24%）、有色（45%）、贵金属（63%）表现更为凸显。背后逻辑：一方面，一旦复苏开启，说明上涨确定性增强，“牛市旗手”券商往往开始表现。另一方面，有色受益于经济、流动性“双属性”增强。

二) 盈利底-市场顶

盈利底-市场顶期间，包括：“2006.3~2007.12”、“2009.6~2011.4”、“2016.6~2018.1”及“2020.6~2021.12”。驱动 A 股市场上涨的动力既有“流动性”亦有“盈利贡献”，“戴维斯双击”推动市场迎来主升行情。四轮上涨周期中，该阶段平均弹性最强的大类行业包括：1、周期类：有色（83%）+煤炭（57%）+传统周期（48%）；2、成长（41%）>消费（36%）。

盈利底-市场顶期间，又可细分为“盈利底-复苏期结束（End）”、“过热期”和“放缓 I 开始-市场顶”三个阶段。这样我们便可以将上述大类行业进一步细化到每个小阶段中，更加集中凸显了各行业在不同阶段下的特征与弹性。

☞ “盈利底-复苏 End”，弹性最强：消费+券商。常出现在“被动去库周期”后半段，参考：“2006.3~2006.5”、“2009.6~2009.8”及“2020.6~2020.10”。背后逻辑：一方面，在未进入到过热阶段前，总量剩余及有效流动性依然明显扩张，推动券商行情；另一方面，下游加速改善，继续利好消费；而此时 PPI 刚出现向上拐点，周期类仅开始上涨，涨幅并未盖过消费。

☞ “过热期”，弹性最强：成长+周期。常出现在“主动补库周期”整个阶段，经济进入加速复苏，甚至走向过热，流动性贡献趋于放缓，参考：“2006.5~2007.11”、“2009.8~2010.12”、“2016.6~2017.11”及“2020.10~2021.12”。期间，周期平均弹性排序依次：有色（78%）>煤炭（45%）>传统周期（38%）；成长（45%）亦明显大于消费（35%）。背后逻辑：一方面，（1）PPI 转正且加速上升，周期类业绩弹性显著，成为股价主要贡献动力；（2）由于 PPI-CPI 扩张，周期涨幅明显盖过消费；（3）留意一旦观察到期间中长期企业信贷见顶放缓，周期品“大顶”已至（可适度减仓）。另一方面，总量剩余流动性趋于收紧，但有效流动性则受到市场看涨热情带动依然持续冲高，继续推动成长估值扩张；叠加“盈利底”影响下成长业绩贡献明显增强，促其迎来了“第三浪”主升行情。

☞ “放缓 I 初期开始-市场顶”，弹性最强：消费+银行+高股息+煤炭。常出现在“被动补库周期”前半段，经济见顶回落、有效流动性拐头向下，参考：“2007.11~2007.12”、“2010.12~2011.4”及“2017.11~2018.1”。背后逻辑：一方面，因盈利波动幅度相对较小，具备韧性的行业，包括：消费、高股息、银行仍会继续赶顶，走完上涨行情的最后一阶段；另一方面，PPI 见顶、M1 显著回落等，意味着周期、成长当“止盈”，准备迎接全面防御。

——事实上：无论是“盈利底-过热结束（End）”还是“盈利底-市场顶”，弹性最强规格均未改变，依然是：成长+周期，其中前者区间，成长、周期的弹性明显扩大；而后者区间成长、周期弹性均有所缩减。这给予我们三点重要启示：



扫码获取更多服务

1、“过热期”占到市场主升行情结构中的绝大部分，其影响具备“绝对话语权”，因此，

¹ 传统周期类：剔除高股息品种后，包括：钢铁、基础化工、建筑材料及建筑装饰。



一旦“盈利底”出现，风格应该迅速切换，把投资重点放在“过热”阶段受益的核心品种：成长+周期。

2、盈利底后，股价边际贡献的最大变量转向“盈利”，选择利润增长弹性方向，亦指向：成长+周期。

3、一旦进入“被动补库”的放缓 I 初期，“赶顶模式”下，讲究的是盈利韧性与防御属性开启，故成长、周期弹性的幅度缩减。

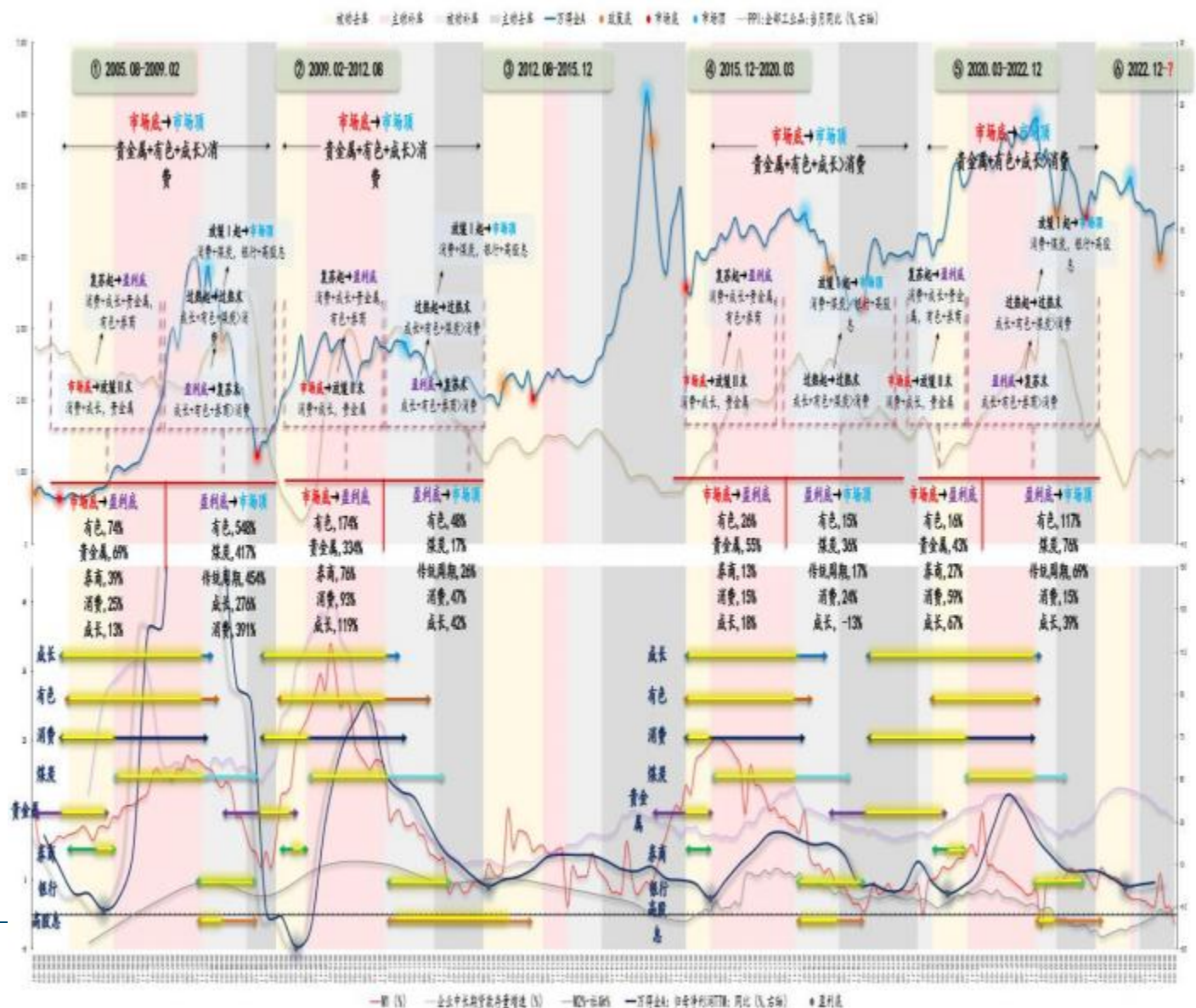
总结 (I) “市场底-市场顶”配置建议：

一是行业配置轮动节奏：①见市场底，持有：贵金属，新增买入：“成长+消费”；②静待复苏开始，新增：“有色+券商”；③盈利底一旦确认，到复苏末期风格第 1 次全面切换：

贵金属+券商逢高止盈，保留：“成长+有色>消费”；④过热期，重心放在周期+成长，新增煤炭后，持仓：“成长+有色+煤炭>消费”，留意一旦信用指标明显回落，可以适度减持“成长+有色”；⑤一旦进入“放缓 I 起”，风格将第 2 次全面切换：成长+有色逢高止盈，保留：消费+煤炭，新增：银行+高股息。

二是长期资产“Buy&Hold”的配置逻辑：寻找可以穿越经济与市场整个上行周期的资产，包括：贵金属+有色+成长>消费，期间平均涨幅分别高达：270%、230%、170%和 140%。

图表4：市场上涨周期A股风格及行业轮动一览





来源：Wind、国金证券研究所



2.3 市场下跌周期：A股风格演绎与行业配置节奏

前文我们已经基于经济、市场“双周期”的重要节点，构建了整个A股市场上涨周期配置框架与行业轮动模型。接下来，我们将结合市场下跌周期，进一步完善风格与行业轮动的配置体系。

三) 市场顶-政策底

市场顶-政策底期间，包括：“2007.12~2008.3”、“2011.4~2012.12”、“2018.1~2018.6”、“2021.12~2022.4”及“2023.7~2024.1”。从宏观到微观基本面均现“向下拐点”且加速放缓，信用指标加速下行，市场遭到盈利、估值的双重调整压力。五轮下跌周期中，平均防御属性最强的大类行业有：1、银行（-5%）；2、高股息（-17%）。

市场顶-政策底期间，又可细分为“市场顶-放缓 I 结束（End）”和“放缓 II 起-政策底”两个阶段。这样我们便可以将上述大类行业进一步细化到每个小阶段中，更加集中凸显了各行业在不同阶段下的特征与防御属性。

☞ “市场顶-放缓 I End”，防御属性较高：银行+高股息+煤炭。常出现在“被动补库周期”后半段，“市场顶”已现，但经济基本面仅刚刚出现下行拐点、企业盈利增长仍具备一定韧性；同时，总量剩余流动性维持收紧，而市场有效流动性则先行“阶梯式”放缓、甚至下滑。参考：“2007.12~2008.8”、“2011.4~2011.10”、“2018.1~2018.8”、“2021.12~2022.4”及“2023.7~2023.9”。背后逻辑：一是成长+有色等对于流动性敏感度较高的行业，估值明显承压下挫；二是银行、高股息受益于现金流充裕及盈利波动率较低；三是部分周期，比如煤炭依然受益上游价格韧性，盈利增长依然具备相对优势。

☞ “放缓 II 起-政策底”，防御属性较高：银行+高股息。常出现在“主动去库周期”前半段，经济放缓压力加大，流动性维持收紧。参考：“2011.10~2012.12”、“2023.9~2024.1”。背后逻辑：一方面，“现金牛”+“低波动率”依然是市场防御属性最强的方向；另一方面，随着经济下行压力加大，煤炭价格明显下降，其毛利率呈现趋势性、明显下滑，利润增速亦明显回落。

四) 政策底-市场底

政策底-市场底期间，可细分为“政策底-政策对市场影响结束（End）”和“政策影响结束 End-市场底”两个阶段，相关阶段特征及对市场影响均各异。

☞ “政策底起-政策影响 End”，市场反弹，弹性最强：成长+有色。常出现在“主动去库周期”中间段，一旦政策底出现，市场往往迎来反弹，持续期约1~2个月。参考：“2012.12~2013.2”、“2018.6~2018.7”、“2022.4~2022.7”及“2024.1~2024.3”。

背后逻辑：一方面，政策宽货币，带动市场流动性预期改善；另一方面，市场预期基本面预期修复。故，我们看到成长、有色等品种在分子端相对稳定预期的基础上，受益于分母端估值扩张。

☞ “政策影响 End-市场底”，市场再次调整，防御属性较高：银行+贵金属>高股息。

常出现在“主动去库周期”后半段。政策出台之后，短时间难以对经济基本面有明显影响，叠加信用持续创出新低，“宽货币”未能“宽信用”导致市场有效流动性亦趋于收紧。参考：“2008.4~2008.10”、“2013.2~2013.6”、“2015.7~2016.1”、“2018.7~2019.1”及“2022.7~2022.10”。背后逻辑：一是银行受益于“现金牛”及盈利“低波动”；二是贵金属受益中、美经济共振调整，（1）美国实际利率下行；（2）避险属性；三是高股息防御属性减弱。当信用磨底之时，投资者往往预期市场将筑底回升，届时：一方面，而高股息则因估值扩张之后、股息率下降，出现滞涨；另一方面，“左侧买家”开始布局成长、消费等品种，资金快速流出往往导致高股息在“黎明前”出现补跌。

总结（II）“市场顶-市场底”配置建议：

一是行业配置轮动节奏：基于前文分析结论，继“放缓 I 起”配置：“消费+煤炭，银行+高股息”后；①见市场顶，剔除消费，保留：银行+高股息+煤炭；②进入“放缓 II”再剔除“煤炭”，仅保留：银行+高股息；③一旦出现“政策底”，风格将第3次切换：成长+有色“进攻”；④静待1~2个月政策影响退去（政策影响 End）、反弹行情结束；市场或



再次调整，直至市场底。故“政策影响 End”再次触发风格第 4 次切换：银行+贵金属 > 高股息“再防御”。⑤静待市场底确认，最后一次风格切换（第 5 次）：保留：贵金属，新增成长+消费“进攻”——此时，将与“市场底-市场顶”行业配置轮动框架形成“闭环”。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/127020164101006112>