

从 A 股经验看股票的战术资产配置

大类资产配置方法论系列之三

报告摘要:

● 从美林时钟到四因素框架

美林时钟仅考虑了经济增长和通胀两因素，忽略了流动性和风险偏好。根据股价 DDM 模型可知，股价主要由企业盈利、利率和股权风险溢价这三个维度决定。其中，企业盈利主要由经济增长决定；利率主要由经济增长、通胀和流动性等因素决定；股权风险溢价主要由投资者风险偏好决定。这意味着，**股价主要受经济增长、通胀、流动性和风险偏好这四个因素驱动。**

● A 股三轮牛市驱动因素复盘

05-07 年牛市中，股权分置改革提升风险偏好、贸易顺差扩大带来的超额流动性、大宗商品价格上涨利好上游资源企业以及经济强劲增长等因素先后驱动股市走牛。08-09 年牛市中，空前积极的财政政策（四万亿投资计划）提升了经济增长预期和风险偏好，加之货币宽松带来的流动性改善，共同推动股市走牛。14-15 年牛市中，改革同时提高风险偏好叠加流动性转向全面宽松共同推动股市走牛。

● 震荡市小波段反弹的驱动因素复盘

从 A 股 09 年以来的七次小波段反弹的经验来看，流动性改善以及风险偏好提高对股市的反弹具有重要的支撑作用，而经济增长在短期内难以对企业盈利产生明显影响，其作用更多地在于修复市场信心，提升风险偏好。

● 从历史复盘得到的经验

经济增长、流动性、风险偏好和通胀这四因素中至少三因素发生共振才会开启一轮大牛市。其中，经济增长并非牛市的必要条件，流动性宽松和风险偏好提高则是牛市的必要条件。高通胀往往会对股市上涨构成约束，因此低通胀环境更有利于股市上涨。

● 股票战术配置重点关注指标和时点选择

指标方面，流动性方面重点关注央行公开市场操作的量价指标和货币政策；经济增长方面需要结合生产侧和支出侧等多个指标进行综合判断；风险偏好方面重点关注重大改革措施或重大政策；通胀重点把握 CPI 和 PPI。（详细指标见正文）；时点选择方面，较为有效的战术配置是放弃股市小波段反弹，抓住牛市大趋势。当流动性和风险偏好这两个因素均改善时可以考虑提高股票的战术配置比例，根据经济增长兑现情况决定后续操作。

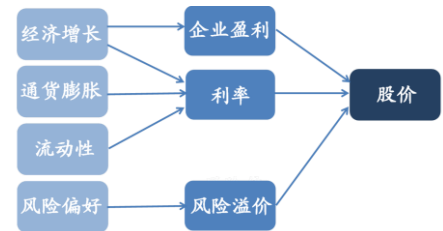
● 当前股市上涨原因分析及展望

今年 5 月末以来股市上涨的原因是今年经济增长超预期、大宗商品涨价叠加投资者风险偏好上行。本轮股市上涨属于震荡市小波段反弹而非趋势性的牛市，目前本轮反弹已进行 3 个月有余，未来反弹可能会受阻。

● 风险提示：其他因素可能对股市也有影响；股市实际走势与预期不符。

识别风险，发现价值

图 1 股价的四个驱动因素



分析师：廖 凌 S0260516080002



021-60750654



liaoling@gf.com.cn

相关研究:

大类资产配置初探：——大类	2017-05-10
资产配置方法论之一	
揭开再平衡的神秘面纱：——	2017-05-16
大类资产配置方法论之二	

联系人：陈伟斌

gfchenweibin@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

前言	5
一、从美林时钟到股价四因素框架	6
1.1 美林时钟 2013 年后在国内市场开始失效	6
1.2 从美林时钟到股价四因素框架	7
二、A 股三轮牛市驱动因素复盘	8
2.1 2005 年 6 月-2007 年 10 月牛市	8
2.2 2008 年 11 月-2009 年 7 月牛市	11
2.3 2014 年 7 月-2015 年 6 月牛市	13
三、震荡市小波段反弹的驱动因素复盘	15
3.1 震荡市小波段反弹区间选取	15
3.2 震荡市小波段分析	15
四、从历史复盘得到的经验	21
4.1 牛市发生的条件：四因素中至少三因素发生共振	21
4.2 对经济增长的再认识：经济增长并非牛市的必要条件	21
4.3 对流动性的再认识：流动性宽松是牛市的必要条件	21
4.4 对风险偏好的再认识：风险偏好提升往往与重大改革或政策相关	22
4.5 对通胀的再认识：高通胀往往会对股市上涨构成约束	22
五、股票战术配置重点关注指标和时点选择	23
5.1 股票战术资产配置重点关注指标	23
5.2 股票战术资产配置时点选择	24
六、当前股市上涨原因分析及展望	26
6.1 今年 5 月末以来的股市上涨原因分析	26
6.2 股市未来展望——本轮上涨属于震荡市小波段反弹，未来反弹可能可能受阻	28

图表索引

图 1: 美林时钟框架示意图	6
图 2: 2013 年后美林投资时钟失效	7
图 3: 股价的四因素研究框架	7
图 4: 2005 年 6 月-2007 年 10 月牛市驱动因素	8
图 5: 2005-2007 年大牛市各阶段驱动因素示意图	8
图 6: 2005 年底大宗商品价格开始快速上涨	9
图 7: 2005 年贸易顺差显著增长	9
图 8: 2005 年利率大幅下行	9
图 9: 经济强劲增长带动企业盈利回升	10
图 10: 高通胀背景下央行连续加息加准	10
图 11: 07 年 8-10 月全球金融市场受次贷危机冲击	10
图 12: 2008 年 11 月-2009 年 7 月牛市驱动因素	11
图 13: 2008-2009 年牛市各阶段驱动因素示意图	11
图 14: 08 年下半年实施宽松货币政策	12
图 15: 四万亿计划有效带动经济复苏	12
图 16: 09 年 7 月份银行间利率开始攀升	13
图 17: 09 年通胀预期升温	13
图 18: 2014 年 7 月-2015 年 6 月牛市驱动因素	13
图 19: 2014 年两次定向降准、一次降息	14
图 20: 2009 年以来震荡市小波段示意图	15
图 21: 2009 年 9 月 30 日-2009 年 11 月 23 日反弹	16
图 22: 2010 年 7 月 6 日-2010 年 11 月 8 日反弹	17
图 23: 2011 年 1 月 26 日-2011 年 4 月 18 日反弹	17
图 24: 2012 年 1 月 6 日-2012 年 3 月 2 日反弹	18
图 25: 2012 年 12 月 4 日-2013 年 2 月 6 日反弹	18
图 26: 2013 年 6 月 27 日-2013 年 9 月 12 日反弹	19
图 27: 2016 年 9 月 27 日-2016 年 11 月 29 日反弹	20
图 28: 我国 GDP 增速和工业增加值增速	26
图 29: 我国出口增速	26
图 30: 我国制造业投资增速	27
图 31: 我国房地产销售增速	27
图 32: 主要大宗商品价格走势	27
图 33: 大宗商品上涨的逻辑	27
图 34: 大类板块盈利增速对比	28
图 35: A 股融资余额	28
图 36: 17 年 A 股业绩增速预测	29
图 37: SHIBOR 7 天与银行间 7 天质押式回购利率	29
图 38: 10 年期国债到期收益率	29

表 1: 2009 年以来涨幅超过 10%、持续时间超过 1 个半月的小波段梳理	15
表 2: 三次牛市驱动因素概览	21
表 3: 战术资产配置主要关注指标一览	24

前言

战术资产配置的目的是抓住各大类资产的短期投资机会，这种短期投资机会持续时间往往在数月到一年不等。由于美林投资时钟能同时指导多种大类资产的配置，因此一度在国内较为流行，但自2013年开始美林时钟基本失效，难以准确判断国内大类资产的轮动。因此我们需要找到新的战术配置方法来指导国内大类资产配置。我们的整体思路是，先分别研究各种大类资产的主要驱动因素，然后再综合研究大类资产的轮动规律。

对金融机构而言主要的可投资大类资产是股票、债券、商品和现金。股票作为进攻型品种，其表现最为重要，往往决定了整个投资组合的表现。因此本文我们先从股票入手，研究国内资产配置中股票这一品种的战术配置方法。

我们采用历史分析方法，重点研究了A股最近三轮牛市（2005年6月-2007年10月、2008年11月-2009年7月和2014年7月-2015年6月）启动和结束的原因，并着重梳理了股价的四个驱动因素经济增长、流动性、风险偏好和通胀在牛市中的作用。

对于震荡市或熊市中的小波段反弹，我们认为想要抓住这些波段的难度较大，但我们依然对2009年以来的上涨时间超过一个半月、涨幅超过10%的小波段进行了梳理，并试图找出这些小波段背后的共性。

通过对2005年以来的三轮牛市和七次小波段反弹的系统梳理，我们对股价的四个驱动因素经济增长、流动性、风险偏好和通胀有了更深一层的认识。我们进一步梳理了与这四个驱动因素有关的观测指标，并给出我们的战术配置时点选择的建议。我们认为，对股票这一品种而言，最有效的战术配置是放弃小波段反弹，抓住牛市大趋势。

一、从美林时钟到股价四因素框架

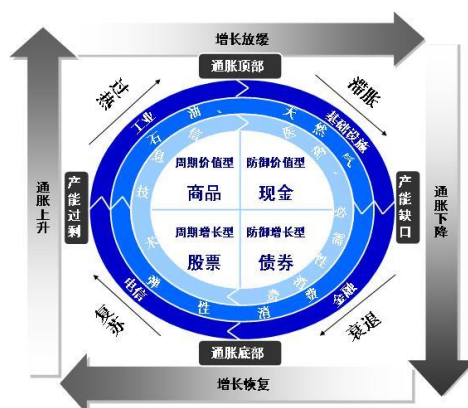
美林时钟2013年后在国内市场开始失效，既无法有效指导大类资产轮动也无法指导股票战术配置时机的选择。美林时钟失效的原因之一在于2013年开始国内经济周期由大起大落变为缓慢减速，无法根据经济周期变动判断大类资产轮动；原因之二在于，美林时钟仅考虑了经济增长和通胀，没有考虑影响股价的另外两个重要因素——风险偏好和流动性。

根据股价DDM模型，股价主要由企业盈利、利率和股权风险溢价这三个维度决定。其中，企业盈利主要由经济增长决定；利率主要由经济增长、通胀和流动性等因素决定；股权风险溢价主要由投资者风险偏好决定。这意味着，股价主要受经济增长、通胀、流动性和风险偏好这四个因素驱动。

1.1 美林时钟 2013 年后在国内市场开始失效

2004年，美林证券结合经济周期提出了大类资产轮动的“美林投资时钟”（以下简称“美林时钟”）框架，该框架可以同时指导股票、商品、债券和现金等大类资产的战术配置时点。美林时钟根据经济增长和通胀两个指标将经济周期划分为复苏、过热、滞胀和衰退四个阶段。经济周期的不同阶段各大类资产表现不一，复苏阶段表现最好的大类资产是股票，过热阶段表现最好的是商品，滞胀阶段表现最好的是现金，衰退阶段表现最好的是债券。

图1：美林时钟框架示意图



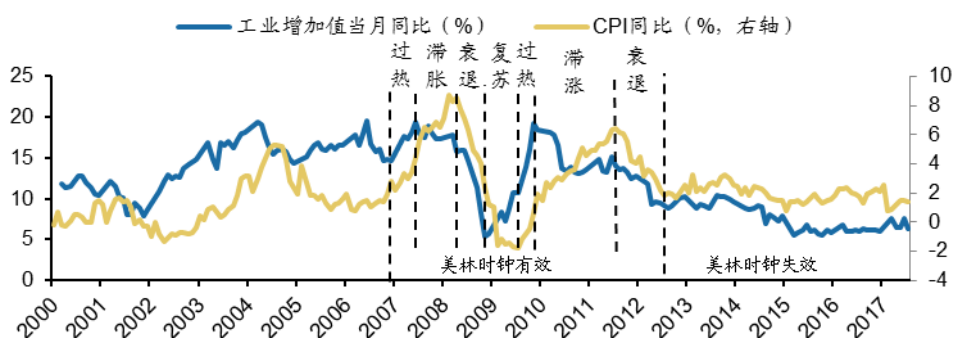
数据来源：《The Investment Clock》，广发证券发展研究中心

在国内市场，美林时钟自2013年开始失效。美林时钟的问题主要有两点，一是经济周期并不一定按照“复苏—>过热—>滞胀—>衰退”这个顺序演绎，即不一定能判断对经济周期所处阶段；二是大类资产价格的影响因素很多，而美林时钟实质上仅考虑了经济增长和通胀这两种因素，当其他因素占据主导地位时，即使判断对了经济周期所处阶段，也不一定能判断对表现最好的大类资产。

针对我国市场，2006-2012年国内经济周期顺序与美林时钟一致，大类资产的轮动也基本符合美林时钟的预测，但2013年之后美林时钟就基本失效，难以指导国内大类资产（包括股票）的投资。之所以美林时钟2013年后开始失效，原因在于国内经济增长由先前的大幅波动变为缓慢下移，经济增长这个指标波动性降低后，难以划分经济周期，因此也无从判断大类资产的轮动。对股票这一具体品种而言，美

林时钟仅考虑了经济增长和通胀，并没有考虑影响股价的其他因素，因此2013年后美林时钟也无法指导股票这一品种的战术配置。

图2：2013年后美林投资时钟失效



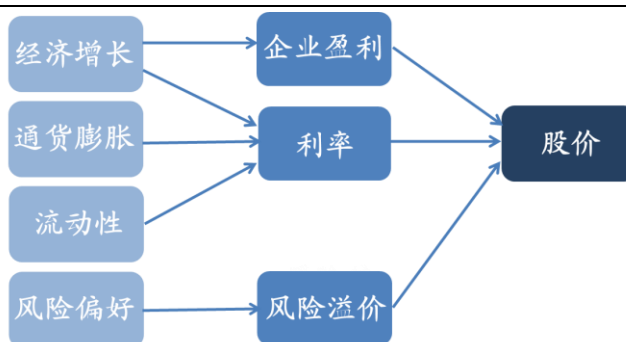
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

1.2 从美林时钟到股价四因素框架

美林时钟涉及的经济增长和通胀是股价的两个影响因素，除此之外，股价的其他影响因素还有什么？

根据股价DDM模型可知，股价主要由企业盈利、利率和股权风险溢价决定。其中，企业盈利主要由经济增长决定；利率主要由经济增长、通胀和流动性等因素决定；股权风险溢价主要由投资者风险偏好决定。这意味着，**股价主要受经济增长、通胀、流动性和风险偏好这四个因素驱动。**

图3：股价的四因素研究框架



数据来源：广发证券发展研究中心

美林时钟仅考虑了经济增长和通胀这两个因素，没有考虑流动性和风险偏好的影响。当经济增长和（或）通胀是股价的主要驱动因素时，美林时钟的判断一般不会出问题，但当流动性和（或）风险偏好成为股价的主要驱动因素，美林时钟失效在所难免。本文我们将脱离美林时钟的桎梏，根据股价四因素研究框架，重点研究经济增长、通胀、流动性和风险偏好这四个驱动因素对股市牛熊的影响，并试图根据这四个因素提出股票战术资产配置的观测指标和时机选择。

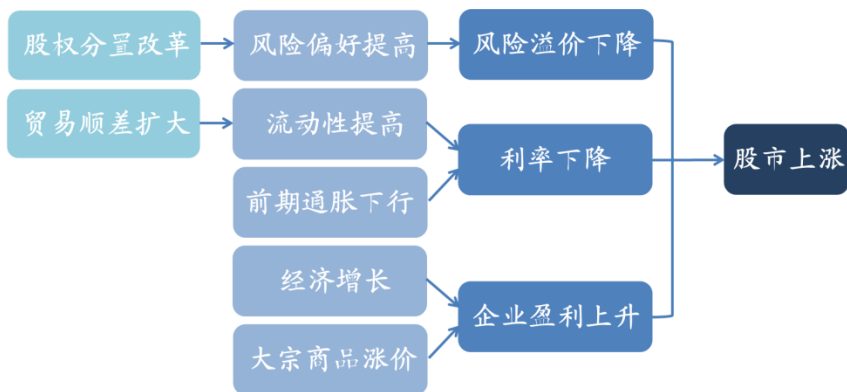
二、A 股三轮牛市驱动因素复盘

05-07年牛市中，股权分置改革提升风险偏好，贸易顺差扩大带来的超额流动性，大宗商品价格上涨利好上游资源企业以及经济强劲增长等因素先后驱动股市走牛。08-09年牛市中，空前积极的财政政策（四万亿投资计划）提升了经济增长预期和风险偏好，加之货币宽松带来的流动性改善，共同推动股市走牛。14-15年牛市中，改革同时提高风险偏好叠加流动性转向全面宽松共同推动股市走牛。

2.1 2005 年 6 月-2007 年 10 月牛市

本轮股市走牛的主要原因有股权分置改革提升风险偏好、大宗商品价格上涨利好上游资源企业盈利、贸易顺差结汇带来的超额流动性以及经济强劲增长改善企业盈利。牛市前半期（2005年6月-2006年11月）通胀水平整体较低，通胀对货币政策的约束很小，但后半期（2006年11月-2007年10月）通胀压力加大，货币政策不断收紧，彼时叠加美国次贷危机升级导致投资者风险偏好下降，全球金融市场普遍发生动荡，内外双重不利因素影响下，A股本轮牛市于2007年10月结束。

图 4：2005 年 6 月-2007 年 10 月牛市驱动因素



数据来源：广发证券发展研究中心

图 5：2005-2007 年大牛市各阶段驱动因素示意图



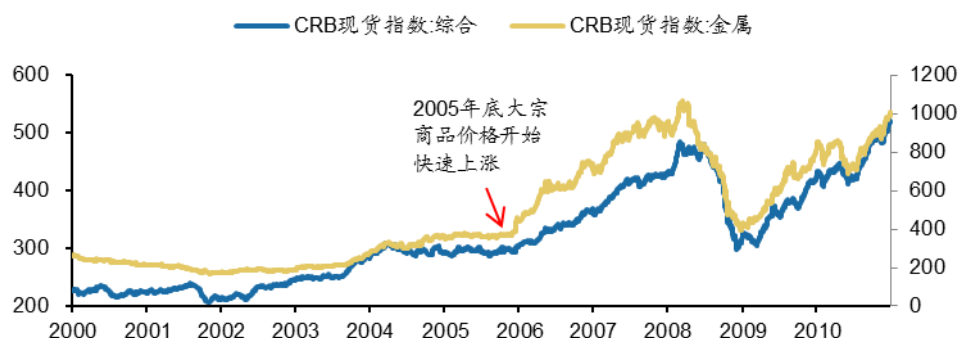
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

（1）2005年6月-2007年10月牛市启动的主要原因

股权分置改革提升风险偏好。2005年4月29日，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，股改试点启动。同年9月份，股改由试点转为全面铺开阶段。由于股权分置改革通过支付对价等方式解决了困扰资本市场的痼疾，增强了投资者的信心和风险偏好，股市于2005年6月6日触及998点后开始反转。

大宗商品价格上涨推动股市上涨。2005年底大宗商品价格超出市场预期开始上涨，CRB现货金属指数从2005年12月16日的385点上涨到2006年5月12日的646点，涨幅超过60%。大宗商品本轮牛市利好上游资源类上市公司，带动股市继续走牛。

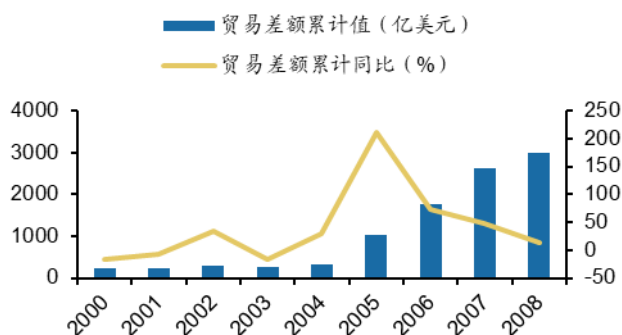
图6：2005年底大宗商品价格开始快速上涨



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

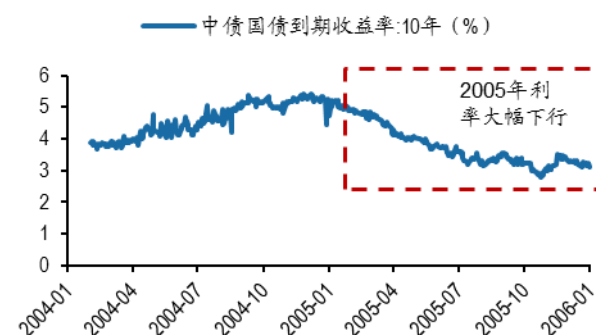
贸易顺差结汇带来超额流动性推动股市上涨。2000~2004年我国贸易顺差一直在300亿美元左右波动，但2005年全年贸易顺差突破1000亿美元，比2004年增长210%，而贸易顺差在2006年和2007年分别达到1700亿美元（+74%）、2600亿美元（+48%）。巨大的贸易顺差通过结汇带来超额流动性，从量上来看，M2同比增速从2005年初的14.1%上升至年末的17.6%；从价上看，2005年利率大幅下行，10年期国债收益率从年初的5.22%下降到年末的3.12%，大幅下行210bp。

图7：2005年贸易顺差显著增长



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图8：2005年利率大幅下行

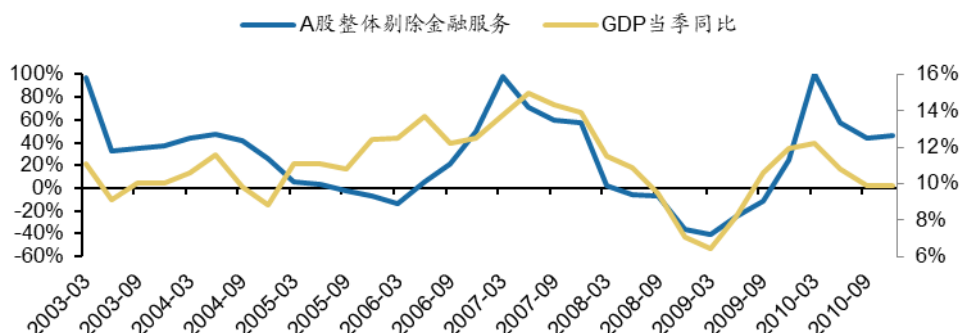


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

经济强劲增长带动企业盈利回升，驱动股市继续上涨。市场此前预期2006年宏观经济会放缓，但实际经济增长超预期。一方面，2004年宏观经济过热，政府2005年出台抑制经济过热的宏观调控措施；另一方面，2005年7月21日人民币汇改，人民币步入升值通道。市场普遍认为2006年投资和出口可能会下行，经济增长会减速。

但实际上2006年经济增长比2005年更加强劲。2006年二季度开始，在宏观经济增长带动下，企业盈利回升，股市继续上涨。此外，人民币升值会吸引境外资金流入境内金融市场，对股市也有一定正面促进作用。

图9：经济强劲增长带动企业盈利回升

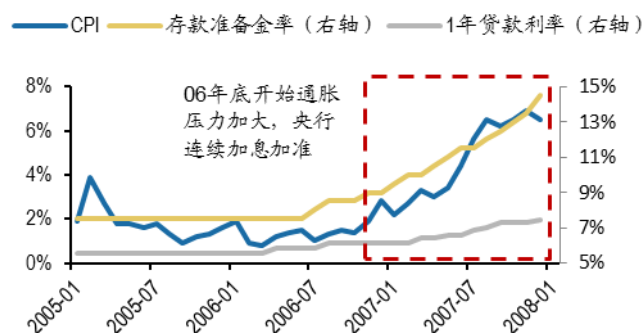


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

（2）2005年6月-2007年10月牛市结束的主要原因

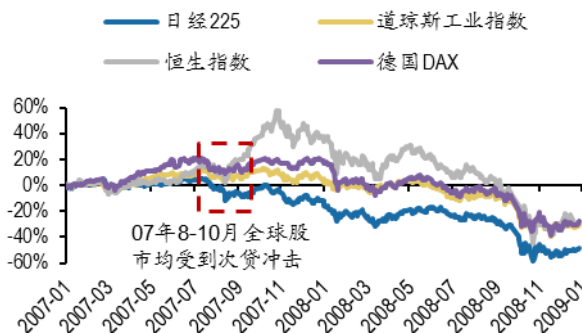
美国次贷危机不断深化导致风险偏好降低，叠加货币政策连续加息加准后流动性收紧，导致2007年10月份牛市转熊。从投资者风险偏好来看，2007年美国次贷危机不断深化导致投资者风险偏好降低。2007年8月，美国第五大投行贝尔斯登宣布旗下两支基金因次级贷款问题倒闭，法国第一大银行巴黎银行因同样问题宣布冻结旗下三支基金。当年8月份美国、欧洲和日本等世界主要金融市场都发生大幅震荡，10月份全球主要股市纷纷掉头向下。从流动性来看，我国高通胀背景下央行连续加息加准导致流动性收紧。2007年全年央行6次加息，10次提高存款准备金率，紧缩货币政策导向十分明显。风险偏好降低叠加流动性收紧，2007年10月份牛市转熊。

图 10：高通胀背景下央行连续加息加准



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 11：07 年 8 -10 月全球金融市场受次贷危机冲击



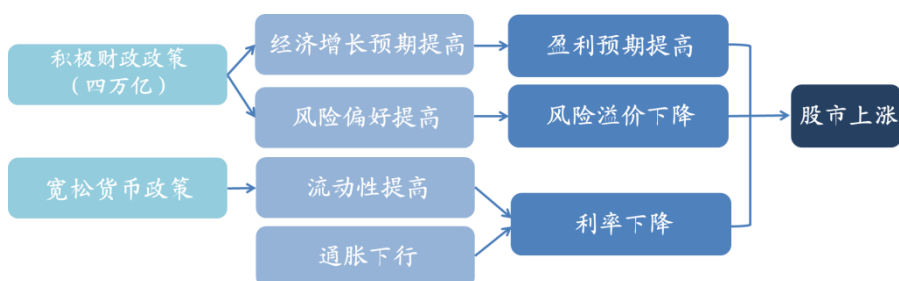
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

牛市前半期通胀水平整体较低，2005年6月至2006年11月CPI在0.9%-1.9%区间波动，整体通胀压力并不大，通胀对货币政策的约束很小。但后半期（2006年12月至2007年）通胀压力开始加大，CPI从2006年11月份的1.9%快速飙升至2007年8月份的6.5%，2007年央行6次加息、10次提准，通胀约束下货币政策收紧十分明显。

2.2 2008 年 11 月-2009 年 7 月牛市

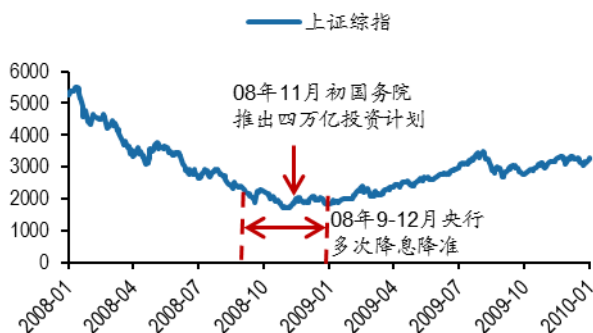
本轮牛市于**2008年11月初**启动，启动前期的主要驱动力来源于政策面而非经济基本面。财政政策方面，四万亿投资计划的推出提升了投资者对未来经济增长的预期和风险偏好，进而促使股市上涨；货币政策方面，连续降准降息则为股市上涨创造了较为宽松的流动性环境。**2009年一季度末**经济触底回升，经济增长由预期变为现实，进一步推动股市上涨。四万亿投资背景下**09年上半年**信贷资金天量增长，不排除部分信贷资金进入股市推波助澜。本轮牛市于**2009年7月底**结束，主要原因是在货币信贷天量增长和通胀预期升温背景下，货币政策和信贷政策调整，流动性边际收紧。

图 12：2008 年 11 月-2009 年 7 月牛市驱动因素



数据来源：广发证券发展研究中心

图 13：2008-2009 年牛市各阶段驱动因素示意图



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

（1）2008年11月-2009年7月牛市启动的主要原因

政府推出积极的财政政策（四万亿投资计划）提升了投资者对未来经济增长的预期、也提升了投资者的风险偏好，进而促使股市上涨。2008年11月5日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十条措施。实施这十大措施，2009年和2010年两年内投资约四万亿元。这

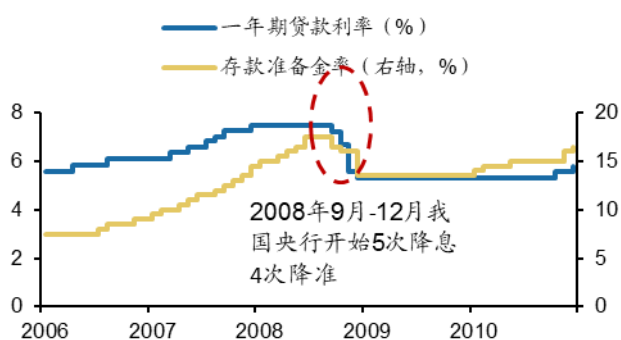
四万亿投资计划规模大大超出市场预期，减缓了投资者对美国金融危机不断升级对国内经济的冲击，市场开始预期2009年上半年经济触底回升。此外，大规模财政刺激也提升了投资者的风险偏好，A股从2008年11月份熊市触底，新一轮牛市正式启动。

央行实施宽松的货币政策，为股市上涨创造了较为宽松的流动性环境。货币政策方面，2008年9月-12月我国央行5次降息、4次降准。2008年8月份之前，我国宏观政策的基调还是实施紧缩货币政策以控制通胀，但2008年9月中下旬央行启动降息降准，货币政策由紧缩转为宽松。但彼时股市还是处于下跌过程，对经济下滑的担忧压倒了货币宽松的政策利好，一个半月后结合四万亿财政刺激的利好消息，A股正式触底反弹。

2009年上半年信贷规模大超预期，不排除部分信贷资金进入股市进一步推升牛市。2009年上半年信贷增速大大超出预期，上半年新增贷款累计同比增速超过200%，新增社融累计同比增速超过100%。不排除部分信贷资金进入股市进一步推升牛市上涨。信贷资金可能入市的一个佐证就是当年7月份银监会出台信贷新规防止信贷资金挪作他用。

本轮股市领先于实体经济增长约半年左右，股市2008年11月开始上涨，实体经济大约在2009年3、4月份触底回升。从GDP来看，实际GDP增速在09年一季度见底；从工业增加值来看，工业增加值当月同比增速在09年4月份见底。

图 14：08 年下半年实施宽松货币政策



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图 15：四万亿计划有效带动经济复苏



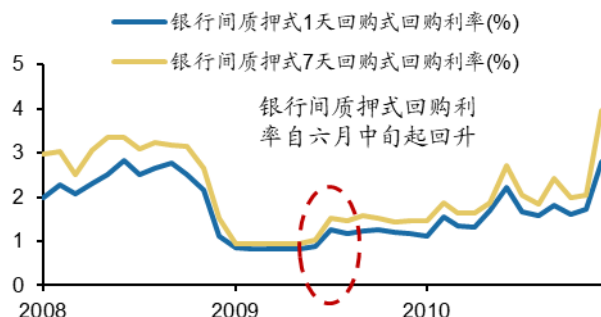
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

（2）2008年11月-2009年7月牛市结束的主要原因

本轮牛市于2009年7月底结束，主要原因是在货币信贷天量增长和通胀预期升温背景下，货币政策和信贷政策调整，流动性边际收紧。具体体现在：①央行货币政策有所调整，由“引导货币信贷合理增长”变为“引导货币信贷适度增长”，银行间利率也有所抬升。通胀方面，大宗商品价格从08年底09年初触底回升，PPI环比09年3月份转正，CPI也于09年7月份转正，通胀预期也逐渐升温。在信贷超预期和通胀预期升温背景下，央行货币政策悄然发生调整。政策基调方面，6月25日的二季度货币政策会议上央行开始注重“引导信贷的合理增长”，在当年二季度货币政策执行报告中进一步调整为“引导信贷的适度增长”；利率方面，银行间质押式1天回购式回购利率此前基本稳定在0.8%~0.9%区间，但从2009年6月17日开始，质

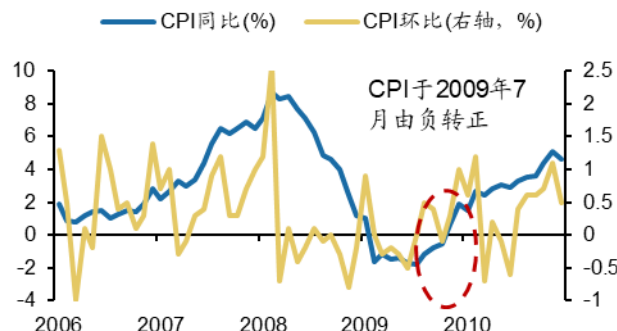
押式回购利率开始悄然上升。7月份，1天平均回购利率达到1.26，上涨超过40bp。此外，央行还于2009年7月9日再次重启1年期央票发行。②银监会信贷政策调整，严防信贷资金被挪用进入股票市场。2009年7月中下旬，银监会先后发布了《项目融资业务指引》和《固定资产贷款管理暂行办法》，严防信贷资金被挪作他用，意在堵上信贷资金入市这一漏洞。

图 16: 09 年 7 月份银行间利率开始攀升



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图 17: 09 年通胀预期升温

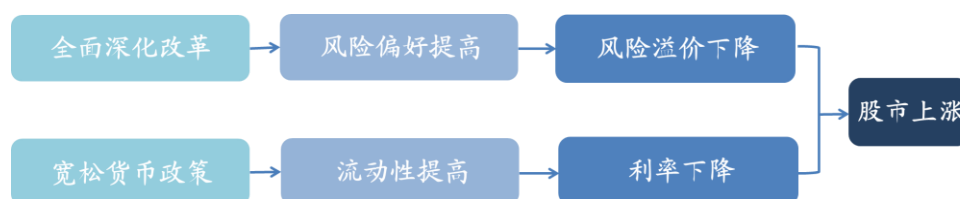


数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

2.3 2014 年 7 月-2015 年 6 月牛市

2014年7月本轮牛市启动，风险偏好和流动性是本轮牛市的主要驱动因素。全面深化改革的推进不断提升投资者的风险偏好，货币政策从定向宽松走向全面宽松，流动性不断改善。在风险偏好和流动性的双重刺激下，股市展开了一轮牛市行情。但本轮牛市并没有经济增长支持，对杠杆资金的清理在2015年6月份引发股灾，牛市行情就此终结。

图 18: 2014 年 7 月-2015 年 6 月牛市驱动因素



数据来源: 广发证券发展研究中心

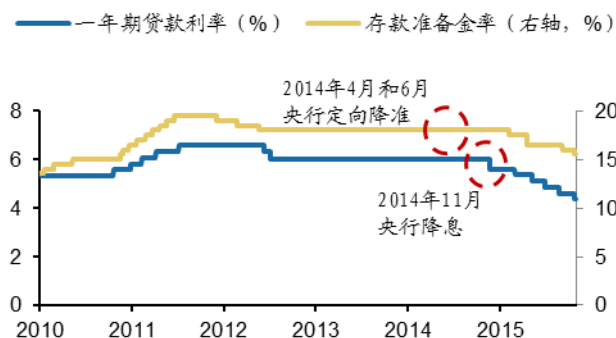
(1) 2014年7月-2015年6月牛市启动的主要原因

风险偏好方面，2014年全面深化改革的推进不断提升投资者的风险偏好。2013年11月，十八届三中全会通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。2014年全面深化改革开展，2014年8月份，在中央深改组第四次会议上通过了《党

的十八届三中全会重要改革举措实施规划（2014-2020年）》，这是指导今后一个时期改革的总施工图和总台账。到2014年10月末，十八届三中全会提出的三百多项改革约七成已经启动或取得积极进展。彼时我国经济虽然面临下行压力，但投资者已开始预期改革会纠正我国的结构性问题，风险偏好不断提升。

货币政策从定向宽松走向全面宽松，流动性推动股市上涨。2014年的宏观经济背景是，地产销售和投资增速不断下滑，宏观经济下行压力较大。央行在14年4月和6月各进行了一次定向降准，二季度央行又向国开行发放了1万亿元的PSL再贷款。2014年11月降息，则开启了全面降息的序幕，标志着货币政策开始全面宽松。货币政策从定向宽松走向全面宽松的过程中，流动性不断改善，推动股市不断上涨。

图 19：2014 年两次定向降准、一次降息



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

（2）2014年7月-2015年6月牛市结束的主要原因

本轮牛市急涨急跌，与2005-2007年牛市大不相同，背后的一个主要原因就是杠杆资金的存在。市场快速大幅上涨之后，清理场外配资导致场外资金无序逃离股市引发下跌，而股市下跌又进一步导致场内融资交易触碰平仓线，券商强行平仓又进一步引发市场下跌。

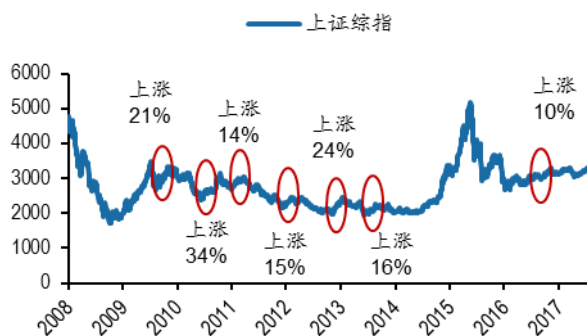
三、震荡市小波段反弹的驱动因素复盘

从A股2009年以来的七次小波段反弹的经验来看，流动性改善以及风险偏好提高对股市的反弹具有重要的支撑作用，而经济增长在短期内难以对企业盈利产生明显影响，其作用更多地在于修复市场信心，提升风险偏好。

3.1 震荡市小波段反弹区间选取

我们选取了2005年以来涨幅超过10%、持续时间超过1个半月的震荡市小波段反弹作为研究对象。由于2005-2009年期间连续经历了两牛一熊，因此实际上满足要求的小波段都集中在2009年之后，迄今为止共有7个波段符合要求。

图20：2009年以来震荡市小波段示意图



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

表1：2009年以来涨幅超过10%、持续时间超过1个半月的小波段梳理

起点	终点	上证综指涨幅	小波段持续时间（月）
2009/9/30	2009/11/23	21%	1.8
2010/7/6	2010/11/8	34%	4.2
2011/1/26	2011/4/18	14%	2.7
2012/1/6	2012/3/2	15%	1.9
2012/12/4	2013/2/6	24%	2.1
2013/6/27	2013/9/12	16%	2.6
2016/9/27	2016/11/29	10%	2.1

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

3.2 震荡市小波段分析

（1）2009年9月30日-2009年11月23日反弹

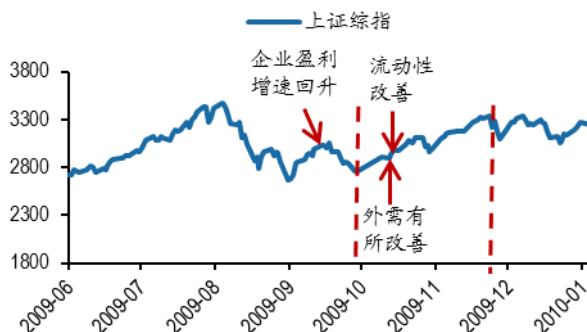
流动性好转、外需数据向好以及三季报显示企业盈利增速回升等因素共同驱动股市反弹。

①流动性有所好转。2009年10月份公布的9月末M2余额同比增长29.3%，增速比8月份的28.5%大幅高出近1个百分点。在此之前，市场一致预期的M2同比增速是28.4%。

②外需有所改善。2009年10月份公布的一系列经济数据表明宏观经济趋势向好，9月份出口、进口分别环比增长11.8%、17%，均明显超过市场预期。外需数据改善有力提振了投资者的信心。

③09年三季度企业盈利增速继续回升。09年三季度A股整体累计净利润同比增长为-3%，相比一季度-26%和二季度的-15%增速显著回升。

图21：2009年9月30日-2009年11月23日反弹



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

(2) 2010年7月6日-2010年11月8日反弹

货币政策在边际上悄然放松、信贷政策暂停紧缩和宏观经济表现优于预期共同推动股市下跌后反弹。

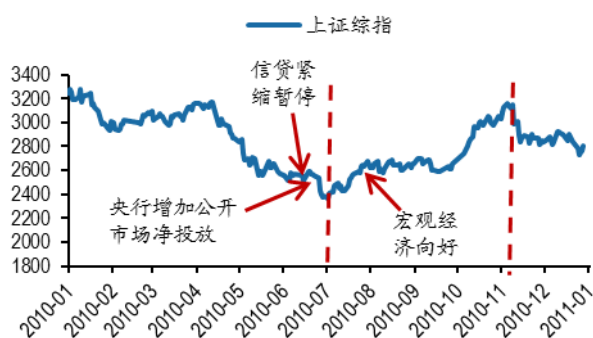
本轮小波段上涨属于股市下跌后的反弹。2010年4月政府出台了房地产调控政策，出于对房地产拖累国内经济和海外欧债危机升级的担忧，上证综指在2010年4月中旬至6月末下跌超过20%。从2010年7月6日A股开始反弹，背后原因主要有：

①货币政策边际上悄然放松，流动性改善推动股市估值修复。公开市场操作方面，2010年6月份央行明显增加公开市场净投放。2010年6月第二周开始，央行明显加大了公开市场净投放的力度。当年的3、4月份，央行在公开市场上都是净回笼操作，而5月底开始连续8周净投放，累计净投放金额近1万亿元。尤其是6月第二周开始净投放力度明显加大，背后。存款准备金率方面，2010年6月-9月暂停上调存款准备金率。2010年1月、2月、5月，央行在不到半年时间内连续三次上调存款准备金率，意在防控银行信贷投放过猛和防控通胀升温。但6月开始连续四个月在存款准备金率方面未有动作，直到10月才再度开启上调模式。

②2010年下半年除地产领域外暂停信贷紧缩政策。由于2009年天量信贷投放，2010年上半年央行严控商业银行信贷投放，但下半年除了针对房地产领域的信贷政策维持收紧态势之外，其他领域信贷政策已放松。市场此前预计2010年下半年信贷投放规模不会超过3万亿元，但实际投放3.3万亿元，实际信贷投放高于预期。

③一系列宏观方面的积极信号释放，市场悲观预期得到一定修复。地产调控、货币政策、西部开发等多方面都传出政策松动的可能，符合部分积极资金的期望，市场自4月开始的悲观情绪在7月得到了相当的修复，并且对宏观信息解读已经普遍偏向乐观。

图22：2010年7月6日-2010年11月8日反弹

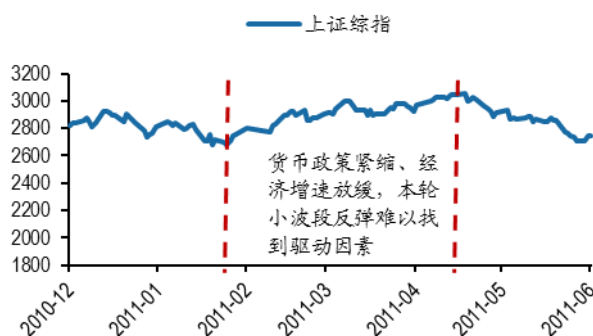


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

（3）2011年1月26日-2011年4月18日反弹

本轮小波段反弹难以找到明显的驱动因素。高通胀背景下央行连续加息加准，货币政策紧缩非常明显，经济增长方面难言乐观，国内经济增速也逐渐放缓。无论是经济增长还是流动性，都不支持股市趋势向上。但股市却走出一波接近三个月、涨幅14%的小波段反弹。

图23：2011年1月26日-2011年4月18日反弹



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

（4）2012年1月6日-2012年3月2日反弹

政策预期好转以及央行降准改善流动性等因素先后推动股市反弹。

①政策预期好转提高投资者风险偏好，推动股市上涨。国务院总理温家宝在2012年1月6日的中央金融工作会议中明确要求提振股市信心，同时深化新股发行制度市场化改革，促进一级市场和二级市场协调健康发展。政策利好带来风险偏好的提升，进而刺激股市走高。

②央行降准改善流动性，利好股市。央行在2012年2月份降准，一方面改善了未来市场的流动性，另一方面表明政策从抗通胀逐渐地转移到保增长，提振了市场信心，从而推动了股市的进一步上涨。

图24： 2012年1月6日-2012年3月2日反弹



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

（5）2012年12月4日-2013年2月6日反弹

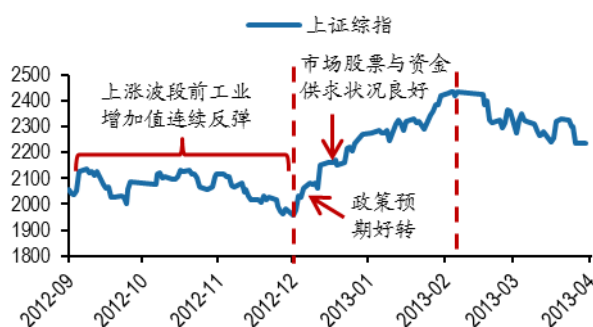
经济基本面企稳、政策风险消除以及市场股票与资金供求状况利好等因素推动股市反弹。

①经济基本面企稳修复投资者信心。工业增加值从2012年8月份至12月连续5个月反弹，单月同比增速从8.9%稳步上升至10.3%，经济基本面企稳有助于修复投资者信心。

②政策风险消除有助于提升风险偏好。“十八大”之后，随着市场对于政治不确定性预期的逐步消除，市场的风险溢价逐渐回落。2012年12月4日，政治局会议释放出一个明显信号2013年“要保持宏观经济政策的连续性和稳定性”，使得未来经济政策预期升温。

③市场股票与资金供求状况利好股市。新股IPO和再融资实质已经暂停，同时近期产业资本和QFII的增持量有所增加、大小非减持量有所下滑，因此市场股票与资金的供求关系暂时出现了有利于股市上涨的变化。

图25： 2012年12月4日-2013年2月6日反弹



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

（6）2013年6月27日-2013年9月12日反弹

流动性改善以及政策预期升温等因素先后推动股市反弹。

2013年年中银行间市场发生流动性危机，“6·20”钱荒爆发则是危机的顶点。在流动性危机影响下，上证综指从2013年5月底到6月下旬快速下跌15%左右。当年6月28日，股市开始反弹，背后主要原因有：

①央行通过提供定向流动性和发声稳定市场预期缓解了这场流动性危机，流动性改善和风险偏好提升使得股市反弹。央行定向提供流动性支持。2013年6月20日钱荒爆发，6月21日开始，央行向一些符合宏观审慎要求的金融机构提供了流动性支持。2013年6月20日钱荒实际上是一场金融机构的流动性危机，这次流动性危机从5月中旬就已经开始显现。金融机构流动性紧张如果放任不管，可能会放大金融体系风险，严重者可引发金融危机。央行在钱荒发生后立刻通过定向投放流动性的方式缓解市场流动性危机。此外，央行还通过官网发声稳定市场预期。2013年6月25日，央行在官网发布《合理调节流动性 维护货币市场稳定》一文，申明会维护货币市场稳定，适时调节银行体系流动性。

②政策预期升温提振市场信心。实体经济整体处于供大于求的局面，总需求较弱，经济基本面对股市拉动不大，但政策面存在利好因素：1)地方债试点范围扩大；2)国务院发布《金融支持经济结构调整和转型升级指导意见》。政策面利好对冲经济面影响，对短期市场情绪有支撑。随着十八届三中全会的临近，投资者对改革的预期逐步升温，对市场信心的提振也有一定作用。

图26：2013年6月27日-2013年9月12日反弹



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

(7) 2016年9月27日-2016年11月29日反弹

房地产调控措施出台促使部分楼市资金进入股市以及风险偏好趋稳等因素推动股市反弹。

房地产调控措施出台促使部分楼市资金进入股市，推动股市上涨。十一期间，全国主要大中城市出台了严格的房地产调控新规，严格遏制炒房行为。在楼市调控的背景下，部分楼市资金不可避免地流入股市，推动股市上涨。

风险偏好趋稳。国庆节后出台的降杠杆、债转股、国改提速等政策面积极信号，尤其在稳增长压力暂缓背景下，改革和创新有望逐步回到新起点，利于市场风险偏好的阶段性趋稳，从而形成对市场的带来有利支撑。

图 27： 2016 年 9 月 27 日 -2016 年 11 月 29 日反弹



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

四、从历史复盘得到的经验

05-07年、08-09年和14-15年这三轮牛市的共同特点是经济增长、流动性、风险偏好和通胀这四因素中至少三因素发生共振才会开启一轮大牛市。其中，经济增长并非牛市的必要条件，流动性宽松和风险偏好提高则是牛市的必要条件。高通胀往往会对股市上涨构成约束，因此低通胀环境更有利于股市上涨。

4.1 牛市发生的条件：四因素中至少三因素发生共振

经济增长、流动性和风险偏好与股价正相关，通胀与股价负相关。当经济增长、流动性、风险偏好和通胀这四个因素至少有三个因素发生共振，即均贡献积极因素，才会发生牛市。

表2：三次牛市驱动因素概览

	05-07 年牛市	08-09 年牛市	14-15 年牛市
经济增长	✓（经济增长强劲）	✓（前期经济复苏预期较强，后期证实）	×（经济下行）
流动性	✓（贸易顺差企业结汇，流动性宽裕）	✓（降准降息，流动性宽裕）	✓（降准降息，流动性宽裕）
风险偏好	✓（股权分置改革提升风险偏好）	✓（四万亿投资提升风险偏好）	✓（全面深改提升风险偏好）
通胀	×（牛市前期和中期通胀较低，后期通胀走高）	✓（通胀较低）	✓（通胀较低）

数据来源：广发证券发展研究中心

4.2 对经济增长的再认识：经济增长并非牛市的必要条件

14-15年牛市中，经济并没有强劲增长，一直处于下行通道中，但A股却开展了一场波澜壮阔的大牛市，这充分说明了经济增长并非牛市的必要条件。但这并不是说经济增长对牛市就没有作用。经济增长实际发生，牛市的涨幅会更大、持续时间会更久。比如05-07年牛市持续时间超过2年，这期间经济增长十分强劲，企业盈利不断改善，股市持续上涨。

4.3 对流动性的再认识：流动性宽松是牛市的必要条件

这三轮牛市中流动性都很宽松，05-07年牛市是国际收支顺差结汇促使银行体系被动创造流动性；08-09年牛市和14-15年牛市是央行通过降息降准等极为宽松的货币政策主动投放流动性。对比这三轮牛市可以发现，流动性宽松不一定非要央行降息降准，如果国际收支顺差扩大，企业结汇也会导致流动性宽松。

流动性的内涵十分丰富，它可以分为多个层次，包括银行间流动性、实体经济流动性和股市流动性，这三者之间具有深刻的内在联系。当央行转向宽松的货币政策，比如降准降息，银行间流动性率先宽裕，然后资金不可避免的进入到股市中，股市流动性也跟随变得宽裕；当出口增加带来国际收支顺差增加，企业流动性率先宽裕，然后资金不可避免的进入到股市中，股市流动性也跟随变得宽裕。

4.4 对风险偏好的再认识：风险偏好提升往往与重大改革或政策相关

风险偏好提高是牛市的必要条件，重大改革或者重大政策出台都可以有效提高投资者风险偏好。05-07年和14-15年牛市都是通过改革提高了投资者的风险偏好，其中05-07年牛市时，2005年股权分置改革解决了“大小非”全流通问题，多年悬而未决的股市痼疾得以解决，股市得以站在新的起点上重新开始发展；14-15年牛市时，2014年全面深改不断推进，投资者对政治和经济等各领域改革充满了憧憬和希望，改革在提高投资者对未来经济预期的同时也提高了投资者的风险偏好。08-09年牛市是通过四万亿投资计划同时提高了投资者对未来经济增长的预期和风险偏好的。风险偏好提升与股市流动性也有内在联系。投资者风险偏好的提升往往会通过资金流入股市来体现，这时股市流动性会变得更加宽裕。

4.5 对通胀的再认识：高通胀往往会对股市上涨构成约束

从整体角度而言，通胀的主要意义在于对未来流动性的判断，低通胀时央行不一定会实施宽松货币政策，但高通胀时央行往往会实施紧缩的货币政策，利率上行，这会对股市上涨构成约束。需要注意一种特殊情况，即如果经济处于强势复苏阶段，虽然此时通胀由低走高，但企业盈利的改善速度比利率上行速度更快，因此股市依然是上涨的。

五、股票战术配置重点关注指标和时点选择

在股票的战术配置重点关注指标方面，一般来说流动性指标最为敏感，无论是股市趋势性牛市还是小波段反弹往往都与流动性转向宽松有关，需要重点关注央行公开市场操作的量价指标和双率（存贷款基准利率和存款准备金率）；经济增长需要结合生产侧和支出侧等多个指标进行综合判断；风险偏好的判断相对偏主观，重点关注重大改革措施或重大政策出台；通胀指标相对比较简单，只要把握CPI和PPI即可。

在股票的战术配置时点选择方面，对股票这一品种而言，较为有效的战术配置是放弃小波段反弹，抓住牛市大趋势。当流动性和风险偏好这两个因素均改善时可以考虑提高股票的战术配置比例，根据经济增长预期与兑现的情况再决定后续加减仓操作。

5.1 股票战术资产配置重点关注指标

流动性是最为敏感的指标，无论是股市趋势性牛市还是小波段反弹往往都与流动性转向宽松有关。流动性的主要相关指标包括价格类和数量类。其中跟央行有关的公开市场操作利率和净投放量是观测未来流动性动向的风向标，需要密切关注，如果央行直接调整存贷款基准利率或存款准备金率，则往往意味着货币政策的重大转向。其他指标中，银行间7天质押式回购利率反映了银行间流动性的松紧；新增社融和贷款、银行结售汇等指标反映了实体经济的流动性；证券市场交易结算资金反映了股市流动性，可惜该指标在今年6月中旬不再公布，只能通过两融余额进行辅助判断。

经济增长需要结合生产侧和支出侧等多个指标进行综合判断。本来衡量经济增长最直观的指标是GDP增速，但该指标为季频，频率过低，难以作为观测指标。生产侧可以用来替代GDP增速的一个指标就是工业增加值增速，此外发电耗煤增速等指标也可以辅助进行判断。从支出法一侧来看，固定资产投资是最重要的观测指标，其中三个重要子项（房地产投资、基建投资和制造业投资）也需要关注；进出口指标也很重要，其中出口表征了外需情况，进口则表征了国内经济的情况；消费方面主要关注社会消费品零售总额，同时也要重点关注最重要的两个下游行业——房地产和汽车的销售情况。除上述指标之外，作为领先指标的PMI和表征库存周期的产成品库存数据也需要关注。

风险偏好的判断相对偏主观。当出台重大改革措施（比如股权分置改革、全面深化改革）或重大政策（比如四万亿投资）时，往往会带来风险偏好的大幅提升；当经济有回暖迹象（比如经济数据向好）、政策风险消除（比如政府转向稳增长）以及政策升温（比如高层会议提振市场信心）等，也能在一定程度上带来风险偏好的提升。

通胀指标相对比较简单。通胀观测指标主要包括CPI和PPI，相对比较简单。通胀是一种约束性指标，关注通胀的主要意义在于判断它是否会影响央行货币政策走势。

表 3：战术资产配置主要关注指标一览

驱动因素	具体指标
经济增长	工业增加值、GDP 增速
	发电耗煤增速
	高炉开工率
	PMI
	固定资产投资（包括房地产投资、基建投资、制造业投资）
	产成品库存
	进出口
	社会消费品零售总额
	房地产销售
	汽车销售
通胀	CPI
	PPI
流动性	价格类指标
	央行存贷款基准利率、逆回购利率、SLF 利率
	银行间 7 天质押式回购利率、SHIBOR 利率
	数量类指标
	央行存款准备金率、逆回购、SLF 和 PSL 净投放量
	新增社融、新增人民币贷款
	银行结售汇、新增外汇占款、新增外汇储备
	证券市场交易结算资金、两融余额
	风险偏好
	关注重大改革、重大政策等

数据来源：广发证券发展研究中心

5.2 股票战术资产配置时点选择

我们认为，对股票这一品种而言，较为有效的战术配置是放弃小波段反弹，抓住牛市大趋势。战术资产配置的目的是抓住市场出现的短期机会增加投资组合的盈利。战术资产配置并非是必须的，对于持续时间一两个月的小波段反弹，要想准确的判断出仓位调整的起止点，难度十分之大，收益风险比并不高，理性的选择是无须通过战术配置主动调整仓位。牛市与小波段反弹不一样，牛市的时间往往持续1年，甚至更长，抓住牛市要比抓住小波段反弹相对容易，辅之以良好的止损机制，也能在牛市结束时及时退出。因此，比较理想的战术资产配置是放弃小波段反弹，但要能抓住牛市的大部分上涨阶段，即在牛市启动前后判断出牛市将要来临并加仓，在牛市顶点前后判断出牛市将要结束并减仓。

当流动性和风险偏好这两个因素均改善时可以考虑提高股票的战术配置比例，根据经济增长预期与兑现的情况决定后续加减仓操作。流动性、风险偏好、经济增长和通胀这四个驱动因素中，通胀属于约束性因素，只要通胀不高或者不会预期走高，通胀就不会对央行货币政策构成约束，这时可以重点关注其他三个指标。由于股市往往领先于经济，因此很少会出现先有经济增长强劲复苏后有股市上涨的情形。因此我们重点放在流动性和风险偏好这两个因素上。当同时观察到流动性宽松和风

险偏好提升的迹象时，就需要考虑通过战术资产配置提高股票仓位；当观察到市场将形成经济复苏的预期时，可以适当提高股票仓位；当观察到经济真正复苏时，需要判断经济复苏的持续性，如果复苏可持续，则可进一步提高股票仓位，如果不可持续，则需要考虑减仓股票。

六、当前股市上涨原因分析及展望

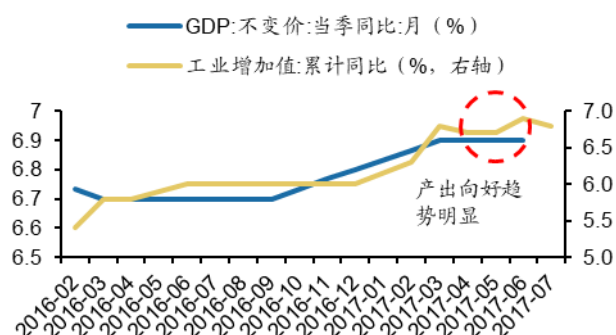
今年经济增长超预期和大宗商品涨价均有助于改善上市公司盈利，叠加投资者风险偏好上行，使得A股从5月末走出了一轮时长超过三个月的上涨。本轮股市上涨属于震荡市小波段反弹，在经济增长温和放缓和流动性易紧难松情况下，股市进入新一轮趋势性的牛市概率较小。从震荡市小波段反弹的经验来看，2009年以来的震荡市小波段反弹平均持续时间为2.5个月，最长的一轮反弹（2010年7月-11月）持续时间是4个月，目前本轮反弹已进行3个月有余，未来股市反弹可能受阻。

6.1 今年5月末以来的股市上涨原因分析

今年5月末以来上证综指涨幅达到10%，行业层面来看，以有色、钢铁和煤炭为代表的周期股表现最为出色。那么，本轮股市上涨的原因是什么？

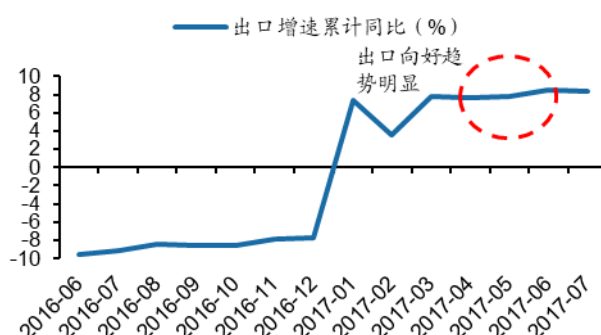
①**经济增长超预期**。从产出来看，我国工业增加值累计同比增速今年上半年是6.9%，明显高于去年全年的6.0%。从趋势上来看，这一指标在4-6月份分别为6.7%、6.7%、6.9%，向好趋势比较明显；二季度GDP增速为6.9%，比市场预期高0.1个百分点。产出高于市场预期，使得投资者开始重新审视我国经济增长的韧性。

图28：我国GDP增速和工业增加值增速



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

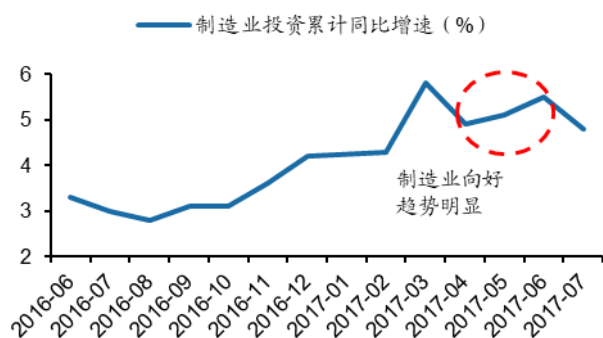
图29：我国出口增速



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

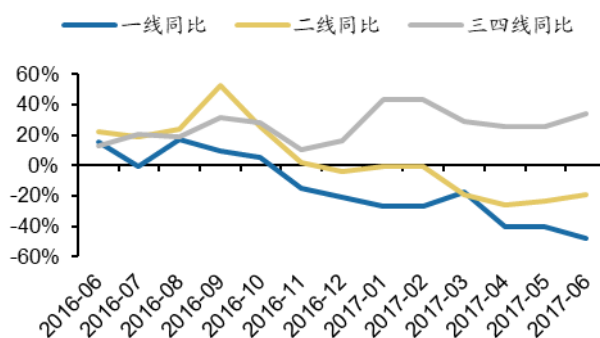
从需求端来看，出口、制造业投资和三四线城市地产销售超预期是经济增长超预期的主因。在欧美经济回暖带动下，我国出口累计同比增速今年上半年是8.5%，远优于去年全年的-7.7%。从趋势上来看，这一指标4-6月份分别为7.7%、7.8%、8.5%，向好趋势也比较明显；投资方面，在新一轮朱格拉周期带动下，制造业投资累计同比增速4-6月份分别为4.9%、5.1%、5.5%，向好趋势同样很明显；房地产方面，在棚改货币化安置和一二线限购导致购买力向三四线的溢出等因素的带动下，今年三四线城市商品房销售明显强于一线城市。

图30：我国制造业投资增速



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图31：我国房地产销售增速

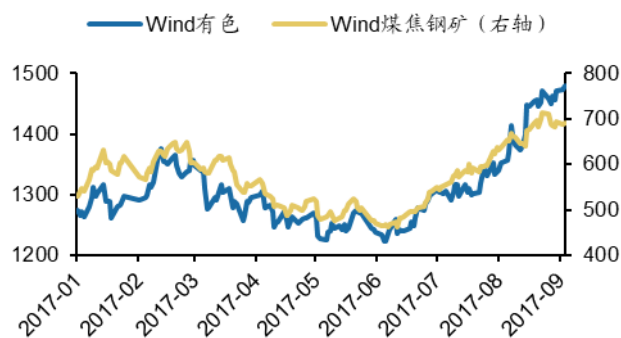


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

②大宗商品价格上涨。今年6月初以来，以黑色系和有色系为代表的大宗商品均大幅上涨。6月5日至9月1日，黑色系中，焦炭、焦煤、热轧卷板、铁矿石、螺纹钢分别上涨68%、53%、41%、36%、34%；有色系中，铝、铅、锌、铜分别上涨22%、21%、19%、16%。

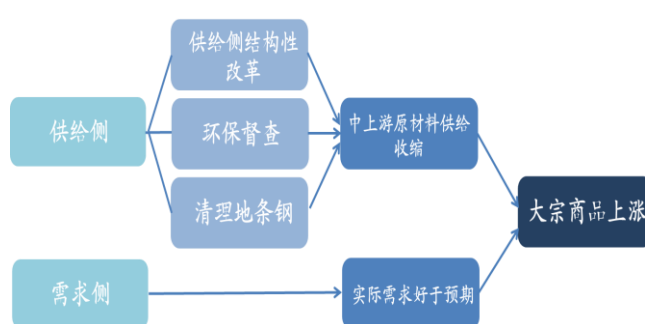
本轮大宗商品涨价既有需求侧又有供给侧原因，供给侧影响要大于需求侧。需求侧来看，今年上半年经济增长超预期反映了实际需求比预期要好，投资者对经济的悲观预期得到一定修复；供给侧来看，今年在供给侧结构性改革（从煤炭、钢铁扩展到电解铝等领域）、环保督查和清理地条钢等因素的影响下，主要中上游原材料供给收缩预期较强，因此黑色系和有色系等大宗商品价格持续上涨。

图32：主要大宗商品价格走势



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

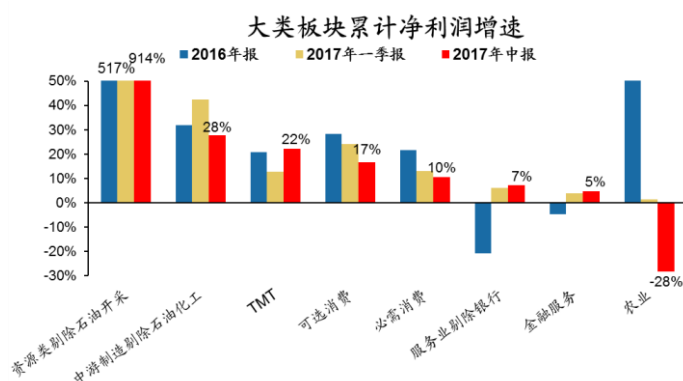
图33：大宗商品上涨的逻辑



数据来源：广发证券发展研究中心

在大宗商品价格上涨带动下，上游资源和中游制造板块中报业绩表现突出。上游资源（剔除石油）板块中报净利润大幅增长914%，相比一季报的517%继续大幅加速，主要来自于采掘行业的贡献（中报由一季报的332%上行至3140%）；中游制造中报净利润增速28%，虽然相比一季报的42%出现下滑，但绝对增速依然较高，在大类板块中仅次于上游资源。

图34：大类板块盈利增速对比



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

③**风险偏好提升**。今年6月份以来，投资者风险偏好提升也助推股市上涨。融资融券中的融资余额可以反映投资者的风险偏好。A股融资余额从今年6月初开始一路走高，从8600亿上升到9500亿，不断创今年以来的新高。这意味着今年6月初以来投资者对股市的做多热情在不断提升，投资者风险偏好也在不断提高。

图35：A股融资余额

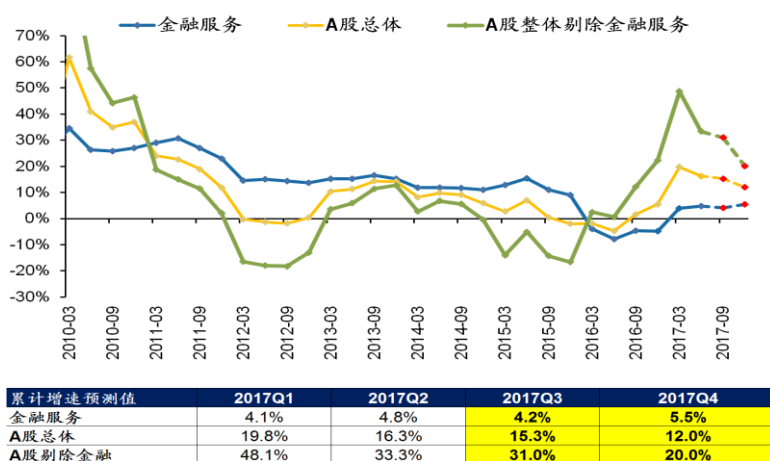


数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

6.2 股市未来展望——本轮上涨属于震荡市小波段反弹，未来反弹可能可能受阻

经济增长依然处于温和放缓趋势中，A股盈利增速下半年将逐渐减速。A股整体盈利增速由一季报的19.8%下降到中报的16.3%，A股剔除金融的盈利增速由一季报的48.7%下降到中报的33.4%。由于中报盈利大幅加速的板块多属于价格敏感的中上游周期性行业，随着国内经济下半年温和放缓以及大宗涨价因素趋缓，叠加去年中报以后基数的提升，预计A股剔除金融接下来的盈利增速仍会逐季下行。预计A股剔除金融17年的盈利增速将回落至20%，A股整体的17年盈利增速将回落至12%，其中4季度盈利同比增速下滑相对较快。

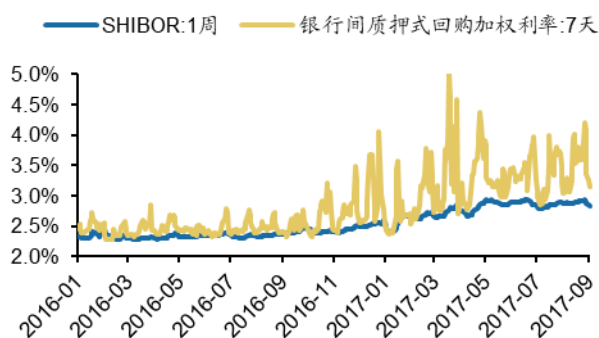
图36: 17年A股业绩增速预测



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

宏观经济下行压力不大, 政府重心依然在“去杠杆、防风险、抑泡沫”, 叠加强监管背景, 预计下半年货币政策延续中性偏紧, 流动性易紧难松。一方面, 在“去杠杆、防风险、抑泡沫”思路指导下, 央行在去年8月份以来通过“缩短放长”等方式, 逐渐抬升货币市场的利率。今年二季度宏观经济基本面超预期, 虽然市场预期下半年宏观经济会有温和放缓, 但下行压力并不大, 政府会在“稳增长”与“去杠杆、防风险、抑泡沫”之间偏向后者。另一方面, 今年7月14-15日举行的全国金融工作会议设立国务院金融稳定发展委员会, 加强监管趋势不变。预计下半年货币政策延续中性偏紧, 流动性易紧难松。

图37: SHIBOR 7天与银行间7天质押式回购利率



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图38: 10年期国债到期收益率



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

根据我们先前的搭建的四因素框架, 经济增长、通胀、流动性和风险偏好这四个因素中至少有三个因素形成共振, 股市才会进入趋势性大牛市。但目前看来经济增长温和放缓、流动性易紧难松, 股市进入新一轮趋势性的牛市概率较小。从震荡市小波段反弹的经验来看, 2009年以来的震荡市小波段反弹平均持续时间为2.5个月, 最长的一轮反弹(2010年7月-11月)持续时间是4.2个月, 目前本轮反弹已进行3个月有余, 未来反弹可能会面临一定阻力。

风险提示

- 1、未纳入四因素框架的其他因素可能对股市也有一定影响;
- 2、未来股市实际走势可能与预期不符。

广发投资策略研究小组

- 廖 凌: 分析师, 华东师范大学金融学, 4 年策略及中小市值研究经验, 2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑 恺: 分析师, 华东师范大学经济学硕士, 2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 曹柳龙: 分析师, 华东师范大学管理学硕士, 2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈伟斌: 联系人, CPA, 复旦大学经济学硕士, 2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司 (以下简称“广发证券”) 具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布, 只有接收客户才可以使用, 且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。