

2023年策略年度报告

逆转假设，重塑逻辑

证券分析师

魏伟	投资咨询资格编号 S1060513060001 BOT313 WEIWEI170@pingan.com.cn
张亚婕	投资咨询资格编号 S1060517110001 ZHANGYAJIE976@pingan.com.cn
郝思婧	投资咨询资格编号 S1060521070001 HAOSIJING374@pingan.com.cn
谭诗吟	投资咨询资格编号 S1060522070004 TANSHIYIN596@pingan.com.cn



平安观点：

- 2022年资本市场经历了俄乌冲突、疫情反复以及房地产的风险释放，也经历了明显的调整。展望2023年，我们认为国内外环境的基准假设并不会得以延续，而是有望迎来逆转，因此资本市场的逻辑得以重塑，或将迎来反转向上。
- **市场整体环境：海外美元见顶，国内经济见底。**海外经济衰退预期进一步升温，欧洲经济相对承压；最大的利好来自于流动性，美国通胀顶点基本确立，美联储的加息进程接近尾声，美债收益率中枢和美元指数有望回落。国内防疫政策优化，经济有望迎来触底反弹，无风险利率中枢上移但是在稳健宽松的政策基调下预计维持低位波动；二十大后国内经济发展改革的中长期政策进一步明朗，更多产业政策有望步入新常态；企业盈利有望弱复苏，消费板块具备弹性，新兴产业向上趋势更明确。
- **市场底部叙事：大底后的基本面企稳评估易反复，月度波动大但整体收益佳；风格均衡为主，短期困境反转板块弹性最大，新兴产业风格仍长期占优。**从2014、2016、2019年的三年历史经验来看，权益市场在高赔率下整体收益往往不错；不过在经济转型后，“四万亿”规模的政策刺激难再现，大底的修复并非能一蹴而就，市场对稳增长政策更加敏感而谨慎，对经济企稳反复评估，导致月度波动较大。从风格结构来看，2014年是年中以后价值搭台；2016年在供给侧改革推动下主要以价值为主，成长板块仍受资金去杠杆的制度变革的制约；2019年是普涨下的风格均衡，消费及电子的全年表现佳。
- **市场展望：大底修复，困境反转。**当前市场在经历了多轮调整后处于底部配置区间，整体估值处于20%分位以内。中期建议布局经济周期和政策驱动的困境反转板块：一是受益于产业政策优化向上的新兴产业板块，例如医药生物、游戏、半导体、信创、高端制造等；二是受益于疫情好转且具备盈利弹性的消费板块，例如食品饮料、家用电器、社会服务、汽车等；三是直接受益于经济企稳预期的房地产产业链，例如部分地产及金融企业、建材、上游资源品等行业有望持续受益。
- **风险提示：**1) 宏观经济下行超预期；2) 金融监管以及去杠杆政策加码超预期；3) 海外资本市场波动加大；4) 疫情蔓延超预期或疫情防控不及预期风险。

正文目录

一、 市场回顾：内忧外患，一波三折	5
1.1 事件回顾：内部疫情反复地产下行，外部俄乌冲突联储加息	5
1.2 资产表现：大宗商品全年强势，全球权益普遍下调	6
二、 市场整体环境：假设逆转，重塑逻辑	8
2.1 全球环境：经济衰退预期升温，流动性预期缓解	8
2.2 国内环境：经济筑底企稳，政策预期明确	11
三、 市场底部叙事：价值博弈，风格均衡	16
3.1 经济转型期的市场大底会如何修复？	16
3.2 复盘 2014 年：政策转向后价值搭台	18
3.3 复盘 2016 年：供给侧改革重塑价值	21
3.4 复盘 2019 年：全年风格均衡，消费成长受益	23
四、 市场年度配置：大底修复，困境反转	25
4.1 主线一：产业政策预期企稳的生物医药和数字经济板块	25
4.2 主线二：疫情修复反转下的消费板块	26
4.3 主线三：受益于经济复苏企稳预期的部分地产产业链	27
五、 风险提示	28

图表目录

图表 1	A 股市场展望框架	5
图表 2	2022 年 A 股市场走势“一波三折”	6
图表 3	2022 年全球大类资产表现	7
图表 4	2022 年中小盘股相对占优	7
图表 5	2022 年 A 股市场仅有煤炭和综合行业实现正收益	8
图表 6	全球 PMI 周期分化：欧美向下，中国向上	9
图表 7	花旗经济意外指数：经济预期平稳	9
图表 8	历史上美联储加息终点一般在通胀筑顶后 6-9 个月左右	10
图表 9	9 月 FOMC 会议点阵图	10
图表 10	2022 年美国最强最急的加息周期接近尾声	10
图表 11	欧元区滞胀压力大于美国	10
图表 14	工业库存周期在加快出清	11
图表 15	10 月房地产投资增速降至-8.8%	11
图表 16	10 月社零增速降至负值	12
图表 17	10 月出口当月增速降至负值	12
图表 18	精准防控优化有利于进一步提振经济改善预期	13
图表 19	11 月以来市场逻辑转向困境反转：地产、消费、医药	13
图表 20	地产支持政策密集发布	14
图表 21	11 月以来港股地产个股反弹强劲	14
图表 22	二十大报告以及“十四五”规划指明的长期产业结构转型升级的四条主线	15
图表 23	近期 10Y 国债收益率中枢抬升至 2.8% 附近	15
图表 24	沪深 300 指数股债收益比处于历史 95% 以上分位	15
图表 25	10Y 中美利差负缺口有望收窄	16
图表 26	人民币剧烈贬值压力有所缓解	16
图表 27	过去五轮 A 股市场底部复盘	16
图表 28	当前市场主要指数估值分位	17
图表 29	当前市场处于底部配置区域	17
图表 30	经济企稳后一年市场收益波动较大但不错	18
图表 31	盈利回升期在 1 年左右	18
图表 32	盈利弹性取决于经济周期和产业政策	18
图表 33	2013-2014 年，创新货币工具发力，地产由紧到松	19
图表 34	2014 年经济基本面修复波折，初步企稳后再度走弱	20
图表 35	2014 年各行业指数月度涨跌幅统计（%）	20

图表 36	2015-2016 年，降准降息密集落地，供给侧结构性改革启动	21
图表 37	2016 年经济企稳态势较 2014 年更具持续性	22
图表 38	2016 年各行业指数月度涨跌幅统计（%）	22
图表 39	2018-2019 年，中美贸易战演绎，逆周期调节应对	23
图表 40	2019 年经济波折修复	24
图表 41	2019 年各行业指数月度涨跌幅统计（%）	24
图表 42	2021 年中以来调整幅度：美容护理、食品饮料、医药生物、电子	25
图表 43	医药生物行业估值降至 2010 年以来最低位	26
图表 44	2010 年以来医药生物行业相对收益复盘	26
图表 45	游戏板块环境改善	26
图表 46	2010 年以来电子行业相对收益复盘	26
图表 47	食品饮料行业受益于疫情改善和经济企稳	27
图表 48	2010 年以来食品饮料行业相对收益复盘	27
图表 49	2010 年以来房地产行业相对收益复盘	28

图表1 A股市场展望框架



资料来源：Wind，平安证券研究所

一、市场回顾：内忧外患，一波三折

1.1 事件回顾：内部疫情反复地产下行，外部俄乌冲突联储加息

2022年A股在内忧外患之下走势一波三折，内忧在于疫情反复和地产下行制约经济修复，外患在于美联储激进加息加剧流动性紧缩、俄乌冲突制约风险偏好。节奏来看，2022年A股走势可以分为以下四个阶段。

第一阶段为1月初至4月底，市场在内忧外患之下深度下跌，上证指数和创业板指分别下跌-16.3%和-30.2%。国内方面，上海等地疫情爆发拖累经济修复，各项经济数据加速下行，PMI落入荣枯线以下；稳增长政策则主要通过货币政策发力，包括1月MLF降息10BP、4月降准25BP。国外方面，2月俄乌冲突的爆发对风险偏好形成制约，3月、5月美联储分别加息25BP和50BP，全球流动性紧缩担忧加剧。

第二阶段为5月初至6月底，复工复产和稳增长加码改善预期，市场开启反弹，上证指数和创业板指分别涨11.5%和21.2%。5月，上海分阶段复商复市；国常会部署稳经济一揽子措施，从财政、金融、消费、投资等6方面提出33项措施，多维度强化政策维稳预期；货币政策开始向维稳地产倾斜，央行先后调降首房贷利率20BP、下调5年期LPR15BP。

第三阶段为7月初至10月底，市场在地产等基本面风险释放下再度调整，上证指数和创业板指分别下跌-14.9%和19.4%。国内方面，7月，地产“停贷”事件发酵和房企违约频发再度制约风险偏好，多地疫情散发影响经济修复，地产销售及投资数据加速下行，投资、消费、出口等经济数据再度走弱；8月国常会部署稳增长接续政策并强调政策落实。国外方面，美联储于7月、9月连续两次加息75BP，美元指数随之快速走强并引发人民币汇率大幅贬值，9月15日离岸人民币汇率贬值破7，外资随之大幅流出。

第四阶段为11月至今，前期制约因素均出现边际改善迹象，市场震荡上扬，上证指数和创业板指分别上涨8.2%和5.9%。一是国内疫情防控二十条优化措施出台，疫情对经济活动的制约有望得到缓解；二是地产维稳政策持续加码，“第二支箭”房企发债融资支持工具延期扩容、“第三支箭”房企再融资放开、降准落地等政策密集发力，地产企稳预期强化；三是11月公布的美国10月CPI同比增长7.7%低于市场预期，美联储主席鲍威尔发表放慢加息步伐的言论，年内美联储继续激进加息的担忧有所缓解，美元指数回落，人民币汇率回稳。

图表2 2022年A股市场走势“一波三折”

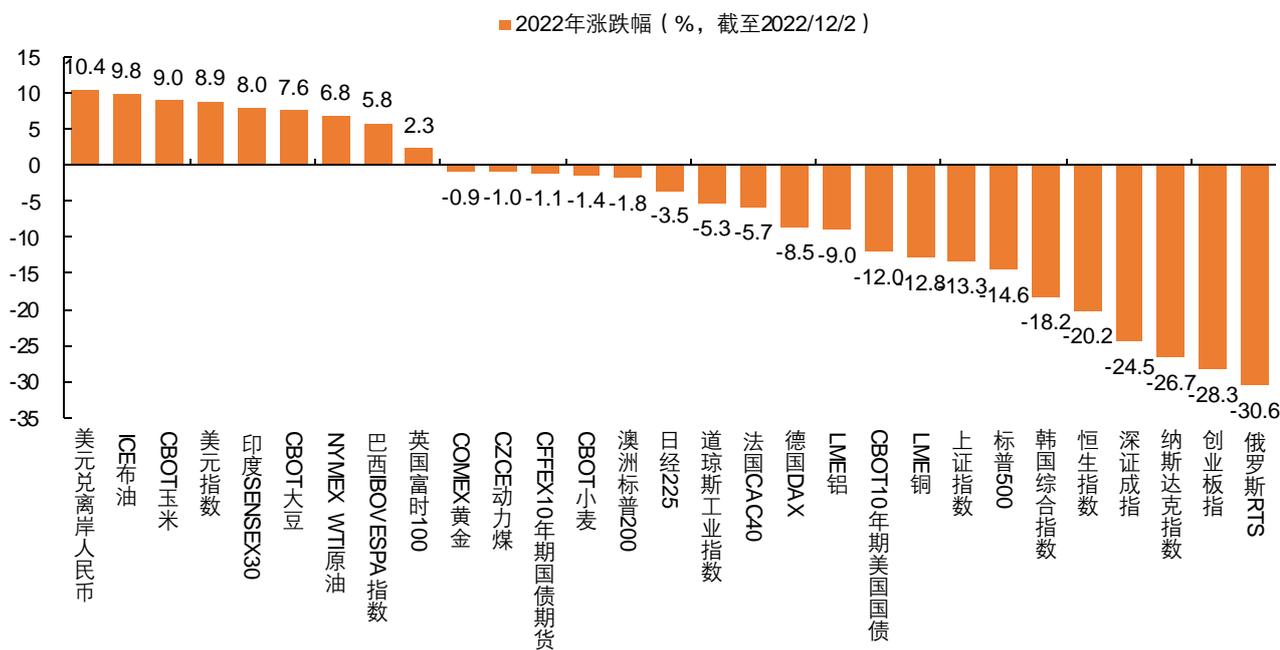


资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 数据截至2022/12/02

1.2 资产表现：大宗商品全年强势，全球权益普遍下调

全球范围来看，能源和农产品在供应链修复受阻的情况下全年强势，主要权益市场大多下调。俄乌冲突自年初爆发以来持续至今，全球供应链修复受到阻碍，进而推动能源和农产品价格上涨。截至2022年12月2日，布伦特原油和WTI原油期货的涨幅分别为9.8%和6.8%；CBOT玉米和大豆的涨幅分别为9.0%和7.6%。美联储快步加息支撑强势美元，美元兑人民币汇率、美元指数年内分别上涨10.4%和8.9%。权益市场大多下调，其中发达市场相对韧性，新兴市场则跌幅较深，英国富时指数、法国CAC40指数、德国DAX指数的年涨跌幅分别为2.3%、-5.7%和-8.5%，道琼斯工业指数和纳斯达克指数分别下跌-5.3%和-26.7%，上证指数和创业板指分别下跌-13.3%和-28.3%，恒生指数和韩国综合指数分别下跌-20.2%和18.2%。

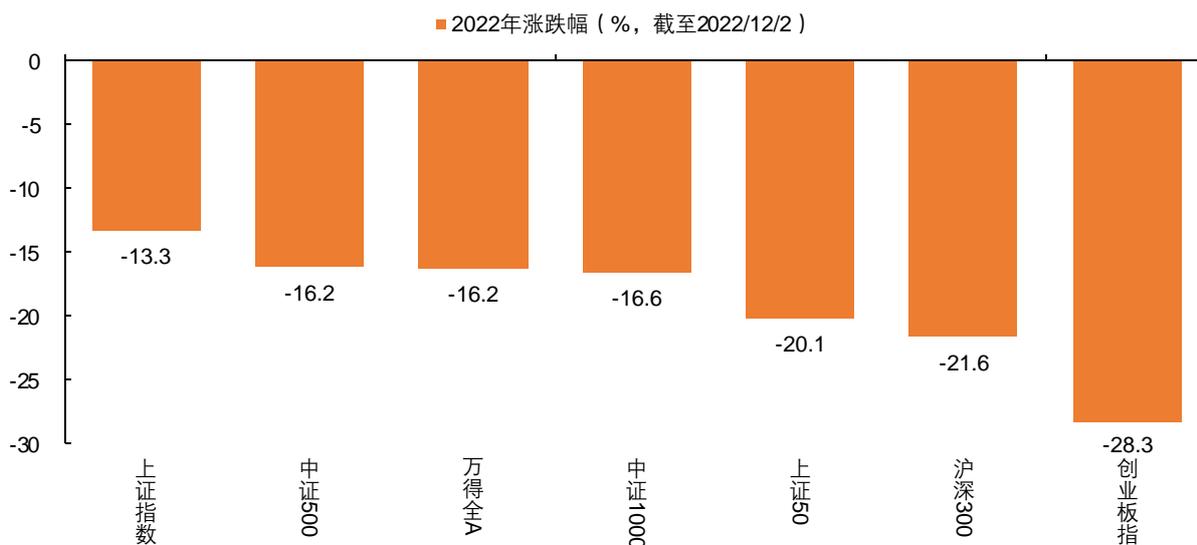
图表3 2022年全球大类资产表现



资料来源: Wind, 平安证券研究所

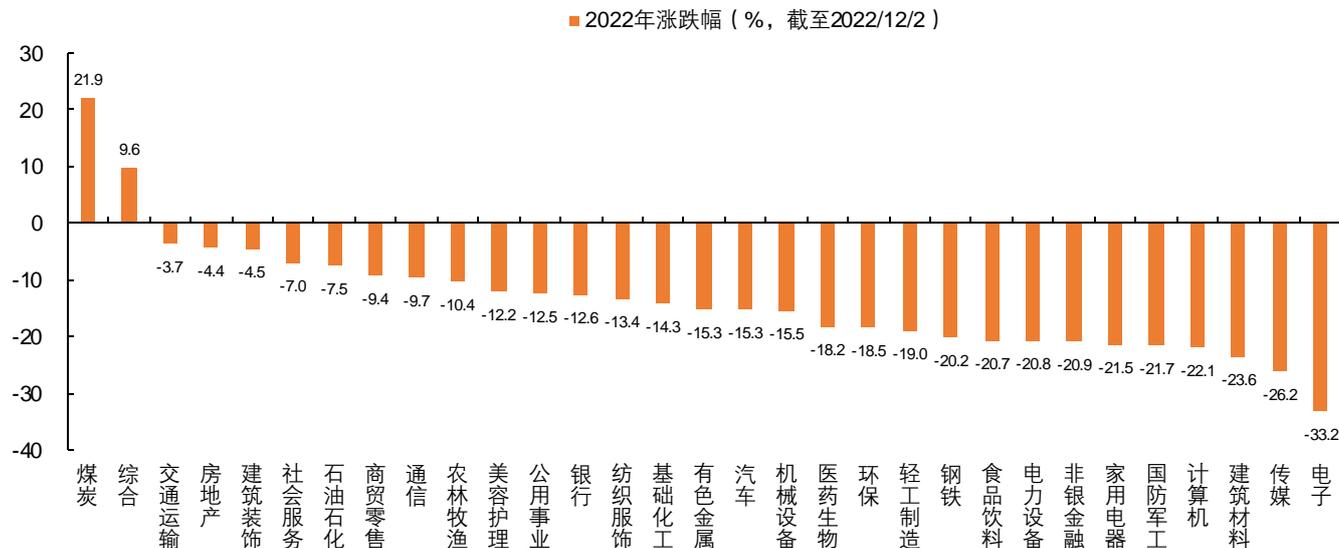
2022年A股经历深度回调，两次探底后风险释放已接近尾声。全年来看，截至2022年12月2日，上证指数和创业板指分别下跌-13.3%和-28.3%。行业表现而言，2022年仅有煤炭、综合获得正收益，交通运输、建筑装饰和石油石化等价值板块具有相对韧性，建筑材料、传媒和电子调整幅度最大；中小价值风格相对占优，中证500、中证1000调整幅度约-16%，而沪深300则调整近22%。

图表4 2022年中小盘股相对占优



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2022年A股市场仅有煤炭和综合行业实现正收益



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、市场整体环境：假设逆转，重塑逻辑

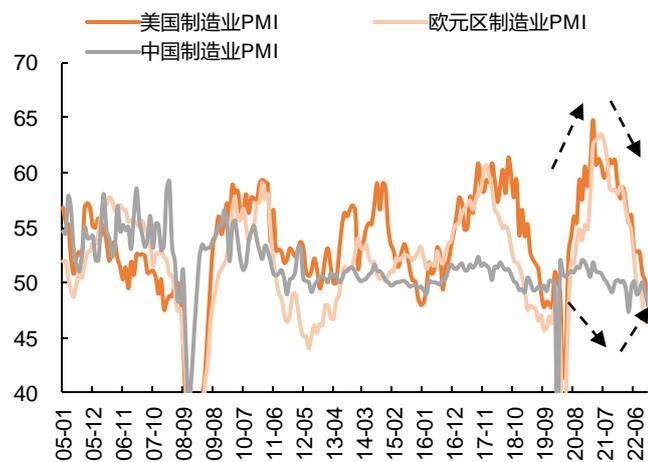
我们认为 2023 年的市场环境相较于 2022 年将迎来反转性的变化，无论是全球经济、流动性环境还是政策的催化力度都将与 2022 年有显著不同，市场的逻辑将迎来全面重塑。下文我们将从经济、流动性、政策和资产价格来对 2023 年的市场环境进行刻画。

2.1 全球环境：经济衰退预期升温，流动性预期缓解

2023 年的全球经济增长环境将弱于 2022 年。在新冠疫情影响下，国内外经济周期出现分化，中国经济有待筑底企稳，而欧美经济体在经历了前期经济的快速修复后开始回落。欧洲制造业 PMI 于 2022 年 7 月落至荣枯线以下，美国制造业 PMI 于 11 月回落荣枯线以下。

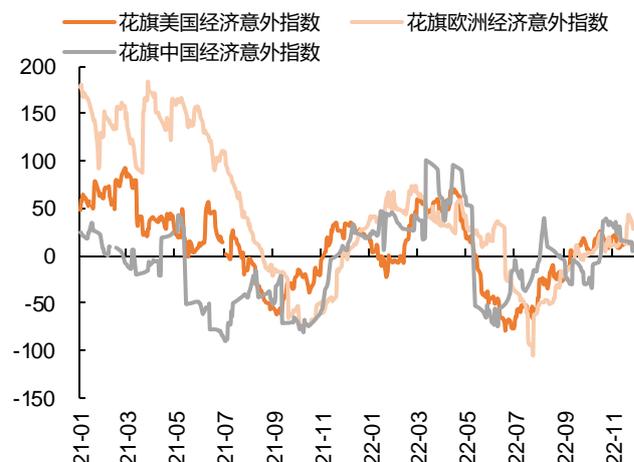
2023 年全球经济衰退的幅度的关键在于美国是否软着陆以及中国经济何时企稳。2023 年美国经济衰退和中国经济企稳已成为市场共识，关键在于时间和空间的把握。从花旗经济意外指数来看，中美欧三大经济体的经济预期目前仍处于相对平稳的区间。

图表6 全球 PMI 周期分化：欧美向下，中国向上



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表7 花旗经济意外指数：经济预期平稳



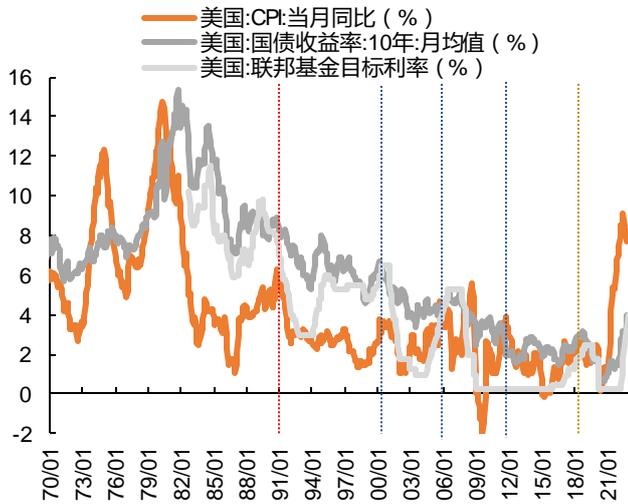
资料来源：Wind，平安证券研究所

从流动性环境来看，美国本轮高通胀顶点基本确认，2023 年美债利率中枢趋于下行。从通胀来看，美国当月 CPI 同比增速于 2022 年 6 月升至最高 9.1% 后波动回落，10 月已降至 7.7%。从货币政策来看，美联储加息尚未结束，但是加息放缓预期渐强，11 月美联储议息会议中，多数官员表示倾向于放缓加息节奏，美联储主席鲍威尔也明确表示有望在下次议息会议上加息 50bp，鸽派信号超出市场预期。当前市场预期可能在 2023 年二季度触及加息顶点，2023 年美债收益率中枢也会相应下行。历史经验表明，通胀高点确认之后 10Y 美债利率会有短期回落，但利率长期拐点确认一般与政策利率拐点同步，过往加息终点一般在通胀筑顶后 6-9 个月左右，特殊情况在第二次石油危机期间，10Y 美债利率拐点晚于通胀触顶 18 个月。

美元指数趋势性回落。美元指数在 2021 年底以来涨幅最高时达到近 20%，目前已从最高点 114 回落至 105 附近。2023 年，随着美国最强最急的加息周期接近尾声，在没有其他黑天鹅事件冲击下，美元指数再创新高的难度较大，大概率自顶部逐步回落，呈现出均值回归的趋势。

欧洲通胀仍在攀升，滞胀压力更大，不确定性加剧。欧洲通胀与美国开始呈现分化，10 月欧元区 CPI 续创新高，达到 10.6%，源于能源价格高位波动以及食品价格居高不下，由此带来的不确定性相对更高。欧洲央行副行长金多斯表示“个人和企业已经感受到通胀上升和经济活动放缓的影响，欧元区金融稳定风险已经上升”。

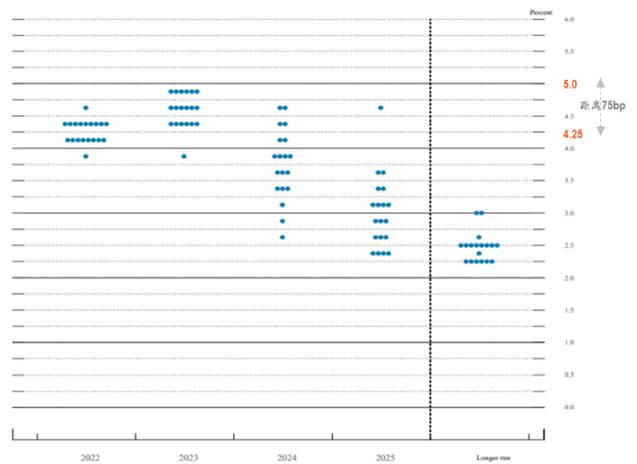
图表8 历史上美联储加息终点一般在通胀筑顶后 6-9 个月左右



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注释: 通胀图中红色虚线为供给侧通胀, 蓝色线为需求高通胀, 黄色线为供给+需求共同影响

图表9 9月 FOMC 会议点阵图



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2022年美国最强最急的加息周期接近尾声



资料来源: Wind, 平安证券研究所

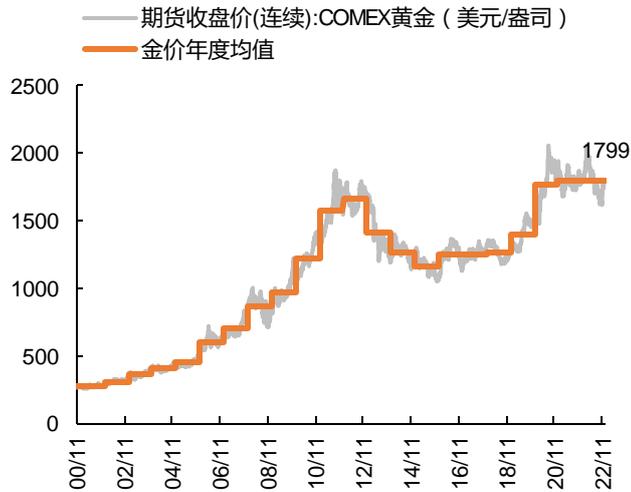
图表11 欧元区滞胀压力大于美国



资料来源: Wind, 平安证券研究所

全球宏观环境的变化也将带来全球资产锚的变化,美元指数回落有望带来大宗商品市场的分化反转。一是黄金价格有望反弹,在美债收益率中枢下行的假设下,若 2023 年通胀反复维持相对高位,美国实际利率将有所下行,解释黄金将迎来反弹;二是能源价格承压。当前原油价格已回调至俄乌冲突前的价格分位,如果 2023 年俄乌局势相对稳定,能源价格将受到全球需求下行的压力。

图表12 黄金价格有望反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 原油价格承压



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 国内环境：经济筑底企稳，政策预期明确

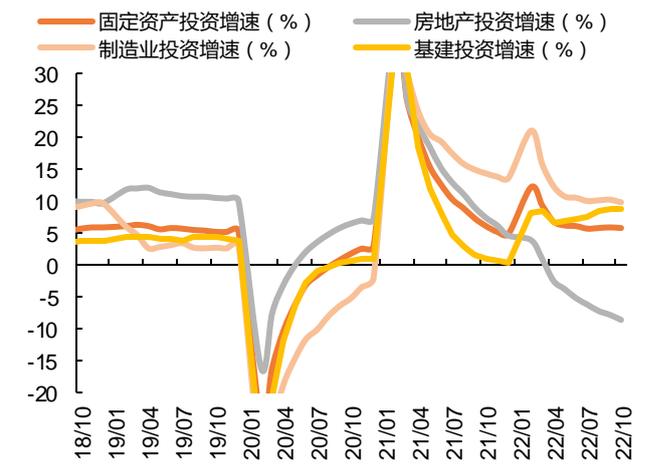
2023 年的国内经济预计迎来筑底企稳，经济增长有望呈现“U”型反转。在疫情扰动下，短期经济仍然承压。10 月经济金融数据均不容乐观，新增社融 9079 亿超预期回落，工业企业产成品库存同比增速 12.6% 仍在高位，经济各分项数据除制造业投资和基建投资相对韧性以外继续回落，社零增速和出口当月增速均降至负值。10 月基建投资累计同比升至 8.7%，制造业投资增速维持在 9.7% 的较高位置，而房地产投资增速进一步下降至 -8.8%，社零增速降至 -2.7%，出口当月同比下降至 -0.3%。

图表14 工业库存周期在加快出清



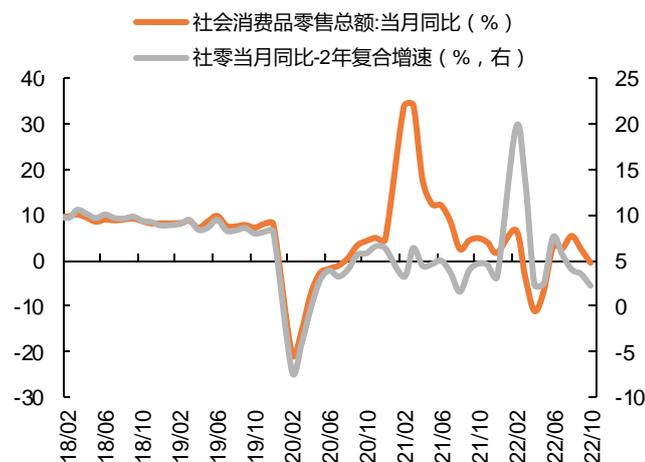
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 10月房地产投资增速降至-8.8%



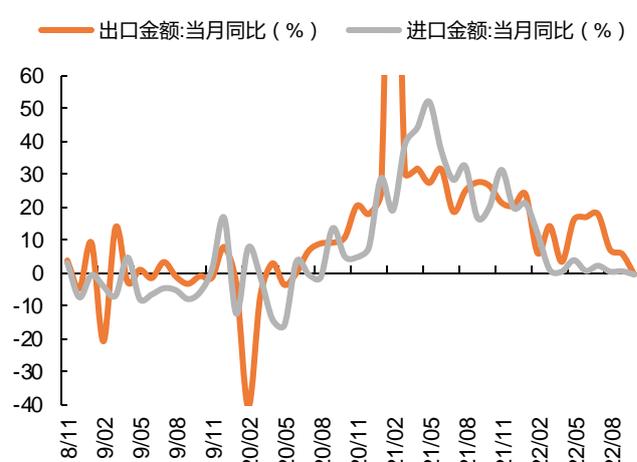
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 10月社零增速降至负值



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表17 10月出口当月增速降至负值



资料来源：Wind，平安证券研究所

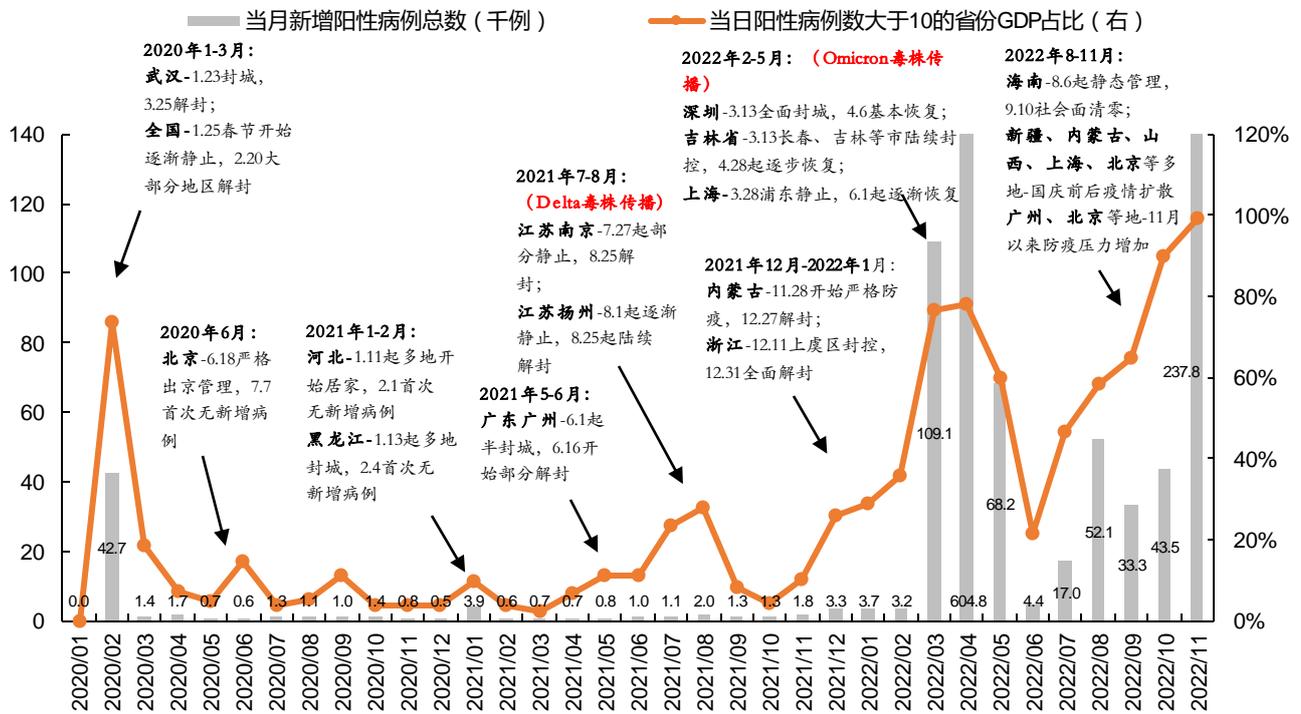
2023 年的政策方向也变的更为清晰。

第一，防疫措施的优化进一步提升经济修复预期。防疫政策从第九版方案到新二十条逐渐优化，目前的措施更加强调精准性，风险人员隔离时间缩短，入境航班熔断机制取消，跨省游进一步松绑，并且更加重视整治层层加码的问题。虽然短期疫情扰动仍在，防疫政策的预期仍会有所反复，但是我们认为政策优化的趋势是相对明确的，近期北京、广州、成都等多地已经开始陆续落实新二十条的防疫政策，市场对政策优化的预期进一步增强。11月以来出行类板块和医药板块表现亮眼。

第二，2023 年房地产行业有望走出“ICU”，下半年逐步恢复企稳。房地产行业的风险上升和景气度下行自 2021 年三季度开始显露，2022 年风险逐渐释放，1-10 月累计销售商品房 11.12 亿平方米，相比 2021 年同期减少 22.3%。2022 年四季度以来房地产支持政策开始密集出台，因城施策背景下，各地房地产政策陆续松动，11 月重磅政策不断，一是“第二支箭”，强调支持民营企业债券融资，预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资；二是“金融 16 条”，予以房企多元化的融资支持；三是“第三支箭”支持房企再融资和并购重组。随着地产融资政策正在有条件地转向“稳主体”阶段，行业大概率度过最低谷阶段，重新寻找新的均衡。11 月以来港股多个地产股反弹强劲也显示出行业预期回暖。

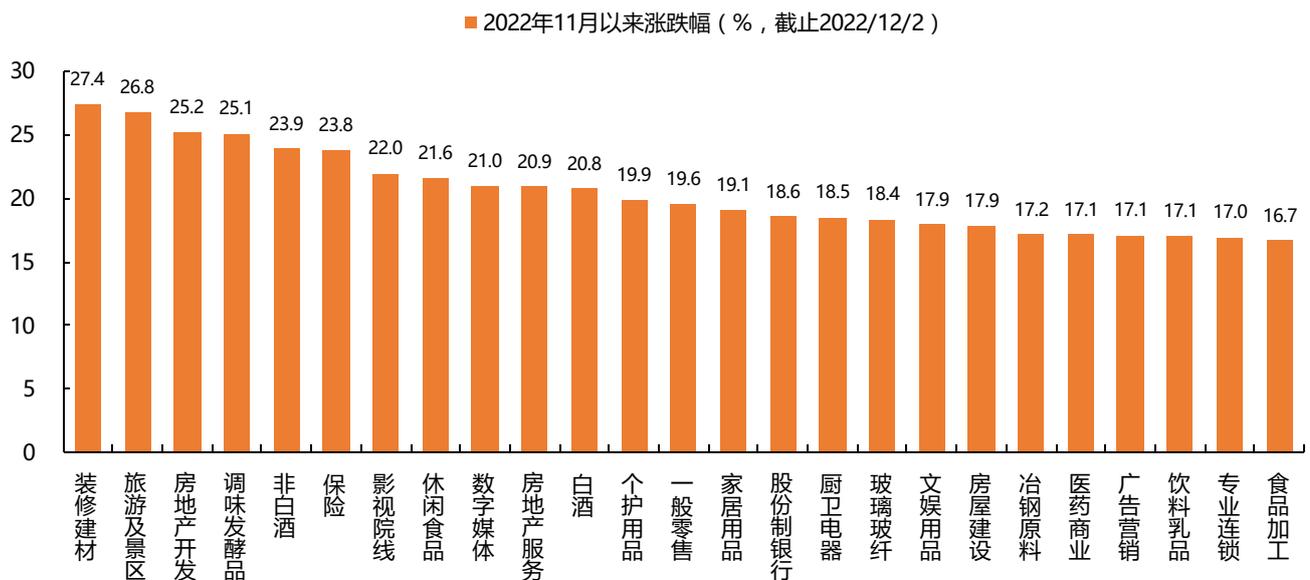
第三，“二十大”明确中长期政策方向。二十大开幕报告强调发展与安全，兼顾高质量与安全的发展需要培育壮大新兴产业（新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等）和保障关键领域传统产业供应稳定（如煤炭、有色等关键资源）同步推进，这也与“十四五规划”的方向一致。具体来看，长期产业结构转型升级重点关注四条主线：一是科技创新，支持前沿科技和关键元器件零部件和基础材料的技术攻关，推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、高端数控机床、高端医药及医疗设备、新材料等产业创新；二是数字智能，既要培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业，同时也要推进数字经济和实体经济深度融合，操作系统和应用软件国产替代有望提速，智能汽车、金融科技、元宇宙、工业物联网、智能电网等关注度较高；三是绿色低碳，能源端关注风电/光伏/储能行业长期发展空间以及煤炭清洁高效利用，生产生活端推动电动汽车渗透以及污染防治，前沿技术端聚焦可再生能源制氢、碳捕集利用与封存技术等研发推广；四是提高民生福祉，生育支持、养老消费、医疗服务等医养健康需求有望提升，中医药有望受到更多政策支持。

图表18 精准防控优化有利于进一步提振经济改善预期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 11月以来市场逻辑转向困境反转: 地产、消费、医药



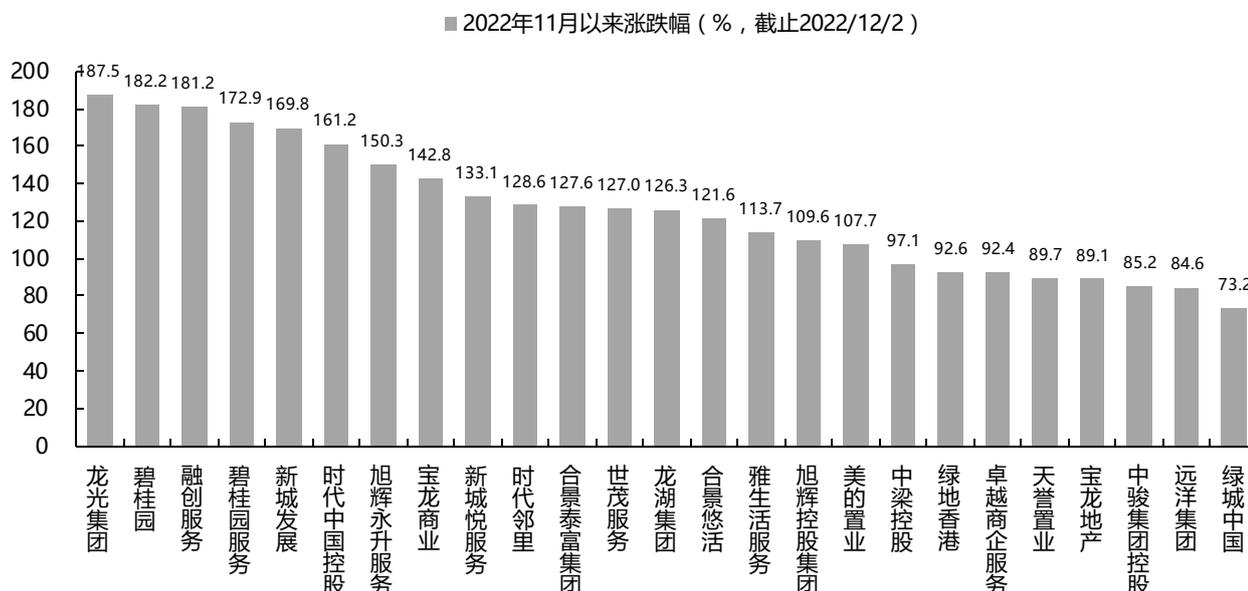
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 地产支持政策密集发布



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表21 11月以来港股地产个股反弹强劲



资料来源：Wind，平安证券研究所

图22 二十大报告以及“十四五”规划指明的长期产业结构转型升级的四条主线



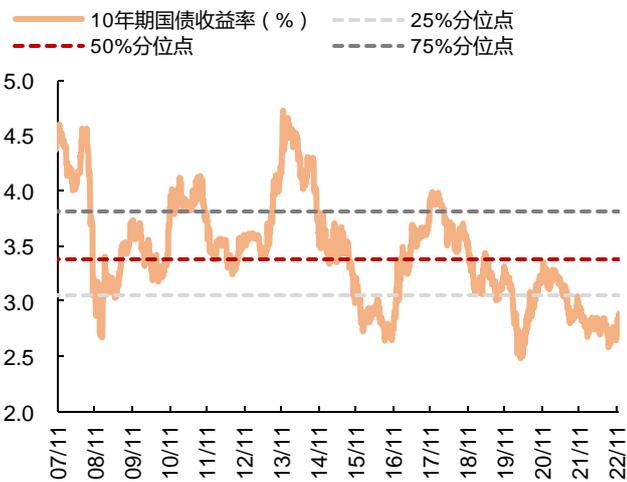
资料来源：“二十大”开幕报告、各产业“十四五”规划，平安证券研究所

在上述背景下，国内资产的定价锚预计会有以下变化：

第一，无风险利率趋势向上但仍处于低位。随着 2023 年经济增长预期回暖，近期十年期国债收益率已回升至 2.8% 以上，利率从底部向上仍有空间。但无风险利率在我国经济转型区间内仍有望维持相对低位。从 2019 年的复盘经验来看，利率在经济企稳触底向上阶段不影响权益大底后的修复，成长板块仍会有不错的表现。

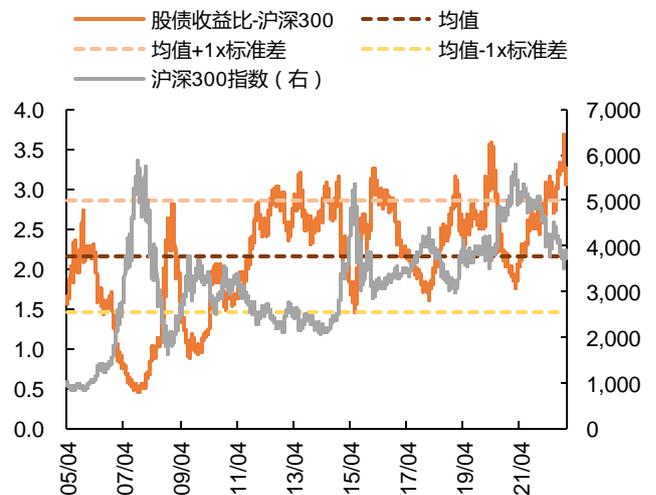
第二，2023 年的人民币汇率的市场环境也将好于 2022 年，大幅贬值压力阶段性有所放缓。人民币汇率的走势主要取决于美元指数、中国出口形势、国内经济景气等综合因素的影响。其中，美元指数见顶下行可能是人民币汇率最大的影响变化以及利好；尽管出口下行有压力，但是贸易顺差取决于出口和进口两方面因素，若贸易顺差规模仍然维持高位，则对人民币汇率的负面影响可能没有市场预期的那么大，另外中国经济改善预期也将形成有效支撑。

图23 近期 10Y 国债收益率中枢抬升至 2.8% 附近



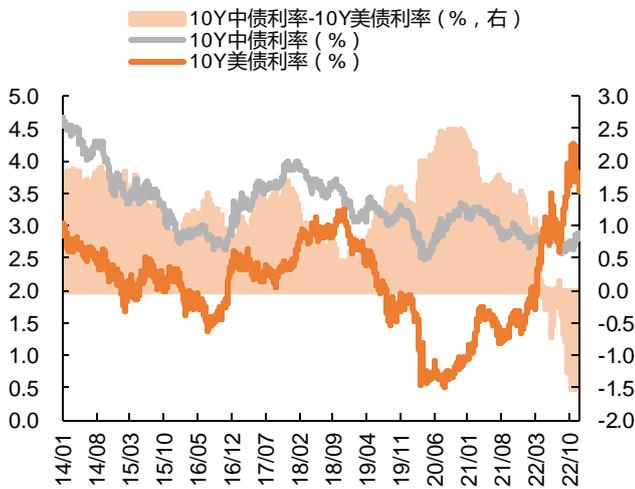
资料来源：Wind，平安证券研究所

图24 沪深 300 指数股债收益比处于历史 95% 以上分位



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表25 10Y中美利差负缺口有望收窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表26 人民币剧烈贬值压力有所缓解



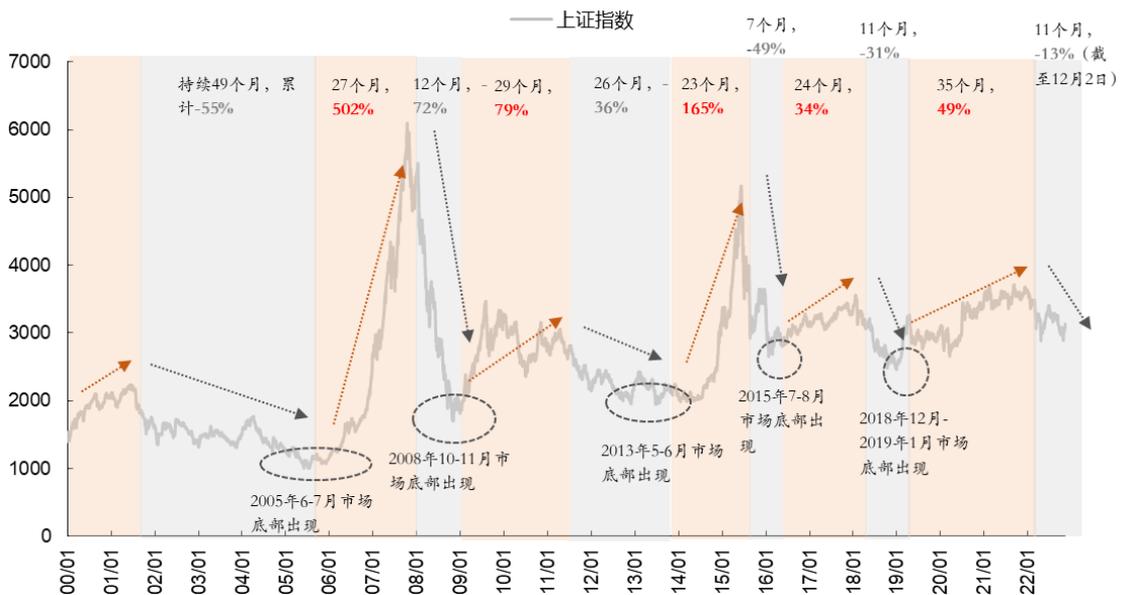
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、市场底部叙事：价值博弈，风格均衡

3.1 经济转型期的市场大底会如何修复？

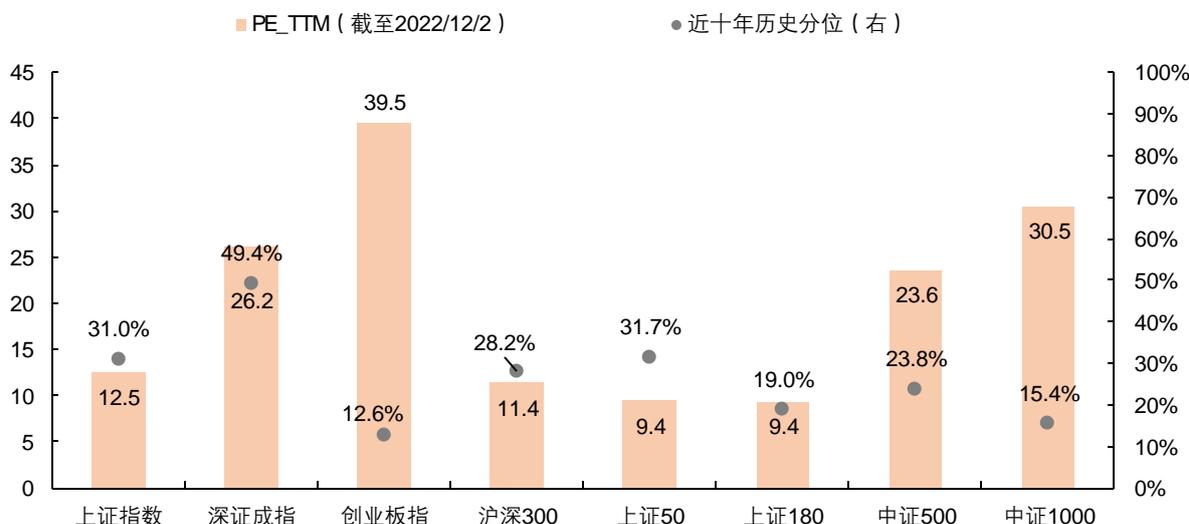
2023 年的权益市场环境明显好于 2022 年。结合历史经验来看，当前权益市场已处于底部区间，大多市场主要指数在历史估值分位在 20%-30%。权益市场有望在经济增长预期以及产业政策预期转向的背景下迎来趋势性反转。

图表27 过去五轮 A 股市场底部复盘



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表28 当前市场主要指数估值分位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

大底之后，市场会如何修复？ 历史经验指示经济企稳后一年市场收益波动较大但不错。从 2014、2016、2019 三年历史经验来看，经济企稳的一年往往在为大牛市蓄力，在高赔率下整体收益往往不错。不过在经济转型后，“四万亿”政策规模难再现，大底的修复并非能一蹴而就，市场对稳增长政策敏感而谨慎，对经济企稳反复评估，导致月度波动较大。从风格结构来看，2014 年是年中后价值搭台，受益于双降和基建；2016 年在供给侧改革推动下主要以价值为主，成长板块仍受资金去杠杆的制度变革的制约；2019 年是风格均衡，消费及电子的全年表现佳，受益于中美贸易缓和及注册制改革。

上市公司盈利基本反应出宏观经济的变化，一轮盈利周期通常为 3-4 年，其中企稳回升期在 1 年左右。经济转型前，盈利修复取决于基建、房地产等经济支柱板块的企稳。如 2008-2009 年受益于“四万亿”的基建板块；2012-2013 年受益于政策松动的房地产产业链。经济转型后，盈利弹性受到结构性产业政策的影响更大，企稳的驱动力更加多元化。如 2014 年受益于流动性宽松带来预期修复；2016-2017 年供给侧改革，上游周期板块盈利快速修复；2019Q1 天量社融带来脉冲式修复；2020-2021 年电子、医药生物和上游周期行业受益于疫情防控。

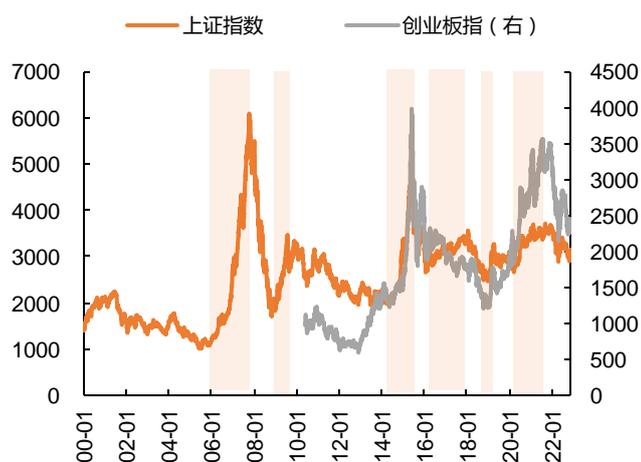
图表29 当前市场处于底部配置区域

指数	开启下跌时点	市场最低点时间	下跌持续时间 (月)	累计涨跌幅	最低点点位	最低点处 PE	最低点处 PE 十年分位数 (%)
上证指数	2011-04-19	2013-06-27	27	-36.2%	1950.0	9.6	0.04
	2015-06-15	2016-01-28	8	-48.6%	2655.7	12.5	31.84
	2018-01-25	2019-01-03	11	-30.8%	2464.4	10.9	18.34
	2021-09-14	2022-12-02	15	-15.1%	3156.1	12.4	30.23
创业板指	2010-12-18	2012-12-03	24	-51.9%	593.7	28.8	0.00
	2015-06-04	2015-09-15	3	-54.9%	1797.6	55.6	51.56
	2017-10-16	2018-10-18	12	-37.4%	1205.0	27.0	0.00
	2021-08-07	2022-12-02	16	-39.6%	2150.5	39.5	12.53

沪深 300	2011-04-14	2012-12-03	20	-37.5%	2108.9	9.5	0.00
	2015-06-09	2016-01-28	8	-46.7%	2853.8	10.7	22.75
	2018-01-25	2019-01-03	11	-32.5%	2964.8	10.1	16.94
	2021-02-11	2022-12-02	22	-39.6%	3508.7	11.3	27.31

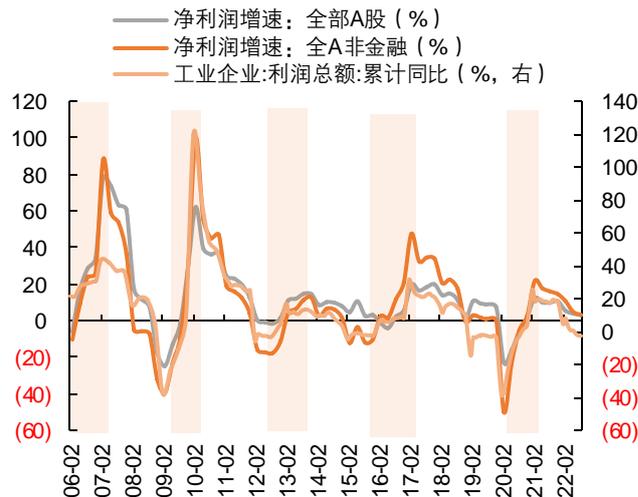
资料来源: Wind, 平安证券研究所, 注: 本轮市场筑底情况暂未明确, 市场最低点时间统一为最新收盘日 2022/12/2

图表30 经济企稳后一年市场收益波动较大但不错



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表31 盈利回升期在 1 年左右



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 盈利弹性取决于经济周期和产业政策

政策催化	盈利修复时间	盈利增速前 5 行业 (从左到右降序排列)				
2008 年末“四万亿”投资计划出台, 基建相关行业表现亮眼	2009 年	公用事业 (1012%)	综合 (792%)	汽车 (154%)	家用电器 (134%)	建筑装饰 (105%)
2012 年房地产政策松动	2013 年	钢铁 (212%)	通信 (96%)	电子 (63%)	非银金融 (57%)	建筑材料 (42%)
2014 年金融创新和双降带来的流动性宽裕, 成长板块最为受益	2014 年中报	综合 (89%)	建筑材料 (51%)	家用电器 (41%)	通信 (34%)	电子 (28%)
2016 年供给侧改革加速上游周期行业去产能	2016 年	煤炭 (680%)	有色金属 (478%)	国防军工 (157%)	农林牧渔 (128%)	钢铁 (117%)
2019 年初天量社融+注册制改革+中美关系缓和	2019 年一季度	通信 (600%)	社会服务 (83%)	非银金融 (71%)	综合 (49%)	计算机 (41%)
2020 年疫情后全球供应链受阻, 交运、资源品以及线上板块最为受益	2021 年	交通运输 (866%)	传媒 (301%)	石油石化 (153%)	有色金属 (138%)	基础化工 (129%)

资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 复盘 2014 年: 政策转向后价值搭台

政策路径：创新货币工具释放流动性、地产调控放松、基建项目发力。2014 年稳增长的启动背景在于前期地产调控收紧和流动性紧缩带来的基本面下行。2013 年 2 月，国务院发布地产“国五条”，要求地方完善稳房价机制、严格执行限购政策等，全年楼市紧调控的基调由此确定；6 月流动性恐慌情绪发酵引发“钱荒”，银行隔夜拆借利率飙升至历史峰值 13.4%，十年期国债利率随后一路上扬并在年末达到 4.5% 的高位。进入 2014 年，流动性紧缩对经济基本面的压制逐步显现，各项经济数据开始下滑。经济下行压力之下，2014 年 3 月国常会提出“抓紧出台已确定的扩内需、稳增长措施”；4 月央行对县域农村商业银行定向降准，同时加快棚改贷款发放；6 月起，呼和浩特、合肥、温州等主要城市放松限购；7 月央行创新性向国开行提供 1 万亿 PSL，资金主要投向“三农”相关领域以及小微企业；9 月，央行发放 5000 亿 SLF 释放流动性，930 地产新政落地，明确二套房“认贷不认房”、降低首套首付比例，中央地产政策全面转松；11 月央行时隔两年降息；12 月基建项目密集获批落地。

图表 33 2013-2014 年，创新货币工具发力，地产由紧到松



资料来源：Wind，平安证券研究所

基本面评估：经济修复波折，初步企稳后再度走弱，工业库存周期于 9 月开启去库。2014 年一季度，各口径经济数据开始下行，商品房销售及出口明显恶化。二季度稳增长政策相继落地，5 月基本面初步企稳，制造业 PMI 拐点确认，基建投资在棚改加速下回升，商品房销售面积的降幅有所收敛。9 月基本面修复再起波折，制造业 PMI 再度回落，工业企业库存开启去库存周期；固定资产投资在地产和制造业的拖累下走弱；基建投资、出口成为经济的主要支撑项。

市场表现：上半年震荡调整，下半年开启反弹，全年风格偏向于价值，建筑装饰、非银金融为代表的地产基建及大金融板块表现最好。2014 年上半年，市场在政策预期纠结、经济基本面走弱的情况下震荡调整，成长风格相对占优，沪深 300 下跌-7.1%，创业板指上涨 7.7%，地产基建及大金融板块普遍下跌，跌幅在-10%以内，TMT 板块普遍上涨，涨幅在 6%-15% 之间。下半年，市场自 7 月 1 万亿 PSL 落地后开启反弹，并在 11 月降息落地后加速上涨，价值风格优势明显，沪深 300 上涨 63.2%，创业板指上涨 4.8%，地产基建板块涨幅普遍在 60% 以上，TMT 板块涨幅则在 10%-20% 左右。

次年市场表现：2015 年进入牛市并出现大起大落。

图表34 2014年经济基本面修复波折，初步企稳后再度走弱

指标名称	2013	2014											
	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
社会融资规模存量:同比	17.5	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	14.3
10年期国债收益率:月均值	4.5	4.6	4.5	4.5	4.4	4.2	4.1	4.2	4.2	4.2	3.8	3.6	3.7
PMI	制造业	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0	51.7	51.1	51.1	50.8	50.1
	服务业	52.5	51.5	53.8	52.8	53.4	54.4	53.5	53.2	53.6	52.5	52.6	53.3
工业增加值:当月同比	9.7	8.5	8.8	8.8	8.7	8.8	9.2	9.0	6.9	8.0	7.7	7.2	7.9
工业企业:产成品存货:同比	6.8	/	10.2	10.7	12.0	12.5	12.6	14.6	15.6	15.1	14.4	13.6	12.6
固定资产投资	固定资产投资累计同比	19.6	/	17.9	17.6	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5	16.1	15.9	15.7
	房地产投资累计同比	19.8	/	19.3	16.8	16.4	14.7	14.1	13.7	13.2	12.5	12.4	10.5
	基建投资累计同比	21.2	/	18.8	20.9	20.9	23.0	22.8	22.6	21.6	20.9	21.4	20.3
	制造业投资累计同比	18.5	/	15.1	15.2	15.2	14.2	14.8	14.6	14.1	13.8	13.5	13.5
30大中城市:商品房成交面积:当月同比	-6.3	-14.7	-0.9	-29.9	-20.0	-13.0	-21.7	-10.9	-7.1	-7.5	0.8	5.2	30.9
出口金额:当月同比	4.2	10.5	-18.1	-6.6	0.8	7.1	7.2	14.4	9.4	15.2	11.6	4.7	9.7
社会消费品零售总额:当月同比	13.6	/	11.8	12.2	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9	11.6	11.5	11.7	11.9
螺纹钢期货收盘价(活跃):月均值:同比	-2.5	-13.5	-17.6	-15.4	-11.3	-12.1	-11.9	-15.2	-19.7	-25.7	-27.3	-31.3	-30.6

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表35 2014年各行业指数月度涨跌幅统计(%)

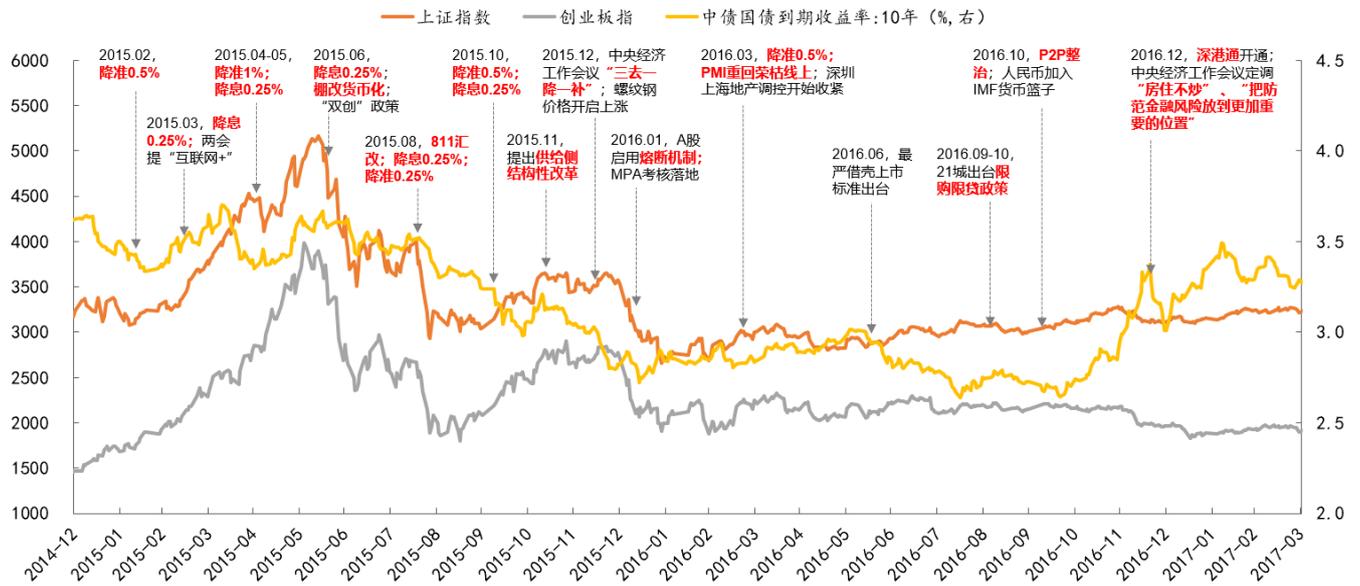
板块	行业	2014/01	2014/02	2014/03	2014/04	2014/05	2014/06	2014/07	2014/08	2014/09	2014/10	2014/11	2014/12	2014年全年 累计涨跌幅
宽基指数	沪深300	-5.5	-1.1	-1.5	0.6	-0.1	0.4	8.6	-0.5	4.8	2.3	12.0	25.8	51.7
	创业板指	14.7	-4.1	-7.5	-3.4	2.7	6.6	-4.3	5.9	8.2	-1.8	3.8	-6.3	12.8
周期	基础化工	-4.1	4.0	-0.8	-3.8	0.5	3.2	7.7	4.4	10.3	0.9	4.1	-1.2	27.4
	钢铁	-7.8	2.7	-0.8	-3.3	1.9	2.2	10.2	5.9	11.3	6.2	10.6	23.5	78.3
	有色金属	-3.7	4.6	-4.0	-1.2	3.0	4.6	16.0	0.5	6.7	-1.0	5.8	3.3	38.4
	煤炭	-13.1	-4.2	-1.0	-1.2	2.7	-0.5	14.2	0.5	10.1	0.0	7.0	11.5	25.7
	石油石化	-1.9	6.5	-5.8	-3.6	2.4	1.9	5.8	5.0	4.1	-2.9	0.8	9.1	22.1
制造	电力设备	3.5	9.4	-8.3	-3.3	0.3	4.8	8.3	4.4	11.6	-1.0	3.3	-3.4	31.5
	国防军工	1.6	-2.5	-9.0	-0.1	3.7	11.0	8.3	5.0	20.4	2.0	-3.1	9.7	53.9
	汽车	-3.0	6.2	-3.0	1.8	0.5	5.6	11.1	3.0	8.1	1.9	3.0	-1.1	38.4
	机械设备	0.3	1.0	-3.5	-3.4	0.4	5.2	6.5	5.3	14.4	3.4	6.3	0.9	41.9
基建与地产	公用事业	-3.9	1.9	-3.2	-1.0	0.5	2.1	5.5	6.1	11.8	2.9	7.4	16.8	55.7
	交通运输	-4.1	1.1	0.1	-0.9	-1.1	-0.6	7.5	3.9	15.6	7.2	12.1	12.3	64.8
	房地产	-4.4	-3.2	9.7	-1.8	0.7	-0.7	13.0	0.3	7.7	2.7	14.3	15.6	65.3
	建筑材料	-4.6	-1.0	4.4	-0.8	-0.7	1.0	9.1	2.5	10.5	2.2	6.1	8.6	42.9
	建筑装饰	-8.0	-0.8	-0.2	0.0	0.8	-0.1	8.1	1.9	12.3	4.7	13.1	36.4	83.3
环保	-3.1	1.3	-7.7	-2.4	-2.0	5.5	2.3	8.6	8.6	0.8	5.2	8.6	27.2	
金融	银行	-4.8	-0.3	1.9	1.7	-0.7	0.1	7.8	-4.7	1.3	4.7	15.2	33.0	63.2
	非银金融	-6.3	-3.3	-3.7	3.5	0.5	-0.2	13.8	-2.2	4.6	5.1	31.4	51.8	121.2
消费	食品饮料	-6.9	2.1	-0.8	1.1	-3.3	0.0	10.0	0.9	2.9	-3.5	3.1	10.7	16.0
	家用电器	-2.4	-2.9	-2.6	0.0	0.9	0.9	6.9	0.2	3.6	2.7	4.7	8.1	21.3
	农林牧渔	-8.1	0.7	-4.9	-1.9	2.6	1.5	10.0	4.3	13.3	-0.8	6.1	-5.5	16.3
	商贸零售	0.5	-1.0	-5.3	0.1	-0.2	-1.6	7.4	3.8	12.7	1.7	6.9	4.9	32.8
	纺织服装	-0.8	2.9	-1.2	-3.3	-0.9	2.2	7.7	6.4	13.5	2.5	4.9	-3.5	33.3
	轻工制造	7.2	2.0	-4.4	-1.4	0.9	3.8	5.1	4.2	11.4	1.1	4.3	-7.2	28.8
社会服务	4.3	7.1	-4.9	0.3	1.5	2.1	2.8	8.8	13.1	-2.3	5.6	-4.8	37.2	
医疗健康	医药生物	2.2	1.9	-4.4	-3.1	1.8	2.8	3.6	2.6	9.7	2.9	0.0	-4.4	16.0
	美容护理	-11.6	-1.4	1.6	1.9	-5.7	9.4	0.4	1.4	7.4	-0.5	-0.9	-4.4	-4.0
TMT	电子	5.6	2.4	-6.6	1.2	4.1	4.3	1.6	9.1	7.1	-0.9	0.9	-9.9	18.6
	计算机	13.7	1.7	-10.3	-3.1	8.7	5.0	0.2	6.8	13.7	0.5	7.6	-7.1	40.3
	传媒	18.5	-8.6	-7.6	-0.9	2.0	5.0	-3.8	7.5	6.1	-1.4	6.5	-3.9	17.5
	通信	8.3	1.1	-6.4	0.9	5.3	4.9	2.4	3.0	14.4	-0.9	3.9	-0.7	41.0
综合	综合	1.6	8.9	-3.2	-2.1	1.3	3.5	6.3	8.1	12.6	1.4	6.3	-5.0	45.6

资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 复盘 2016 年：供给侧改革重塑价值

政策路径：降准降息密集落地，供给侧结构性改革启动。2015 年-2016 年的稳增长主要由宽松的货币政策发力，央行先后 5 次降准、5 次降息，法定存款准备金率累计下调 450BP，1 年期贷款基准利率累计下降 125BP。同时，金融市场和实体经济的全面深化改革持续推进。金融市场方面，811 汇改、A 股股指熔断机制、MPA（宏观审慎评估体系）考核、最严借壳上市标准、P2P 整治相继落地，2016 年 12 月的中央经济工作会议则将“防范金融风险”提到新高度。实体经济方面，2015 年年末，高层首次提出“供给侧结构性改革”，并明确次年经济工作主要任务为“三去一降一补”；另外鼓励“大众创业、万众创新”、发展“互联网+”以拓展新的经济增长点。地产方面，2016 年 3 月起，地产调控在经济数据企稳后再度收紧，多城再度出台限购限贷政策。

图表 36 2015-2016 年，降准降息密集落地，供给侧结构性改革启动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

基本面评估：经济企稳态势较 2014 年更具持续性，工业库存周期于年中开启补库。2016 年 3 月经济数据开始企稳，生产方面，制造业 PMI 重回荣枯线以上，工业增加值同比增速回升，并在此后维持向上趋势，工业库存周期加速出清并于年中开启补库；地产方面，商品房销售显著回暖，地产投资同比增速亦明显回升并维持企稳态势至年末；需求方面，社零和出口均有改善，全年波动修复。

市场表现：年内低点在 2 月，随后震荡上行，全年风格偏向于价值，食品饮料、煤炭、建筑材料相对韧性。1 月 A 股指数熔断机制的实施促使风险加速释放，1-2 月沪深 300 和创业板指分别下跌-22.9%和-30.7%；2 月底，降准落地修复流动性和风险偏好并带来 3 月的超跌反弹，随后市场整体震荡向上。全年表现而言，市场风格整体偏向价值，成长板块受资金去杠杆制约。沪深 300 和创业板指的年度涨跌幅分别为-11.3%和-27.7%；仅食品饮料行业实现正收益，建筑材料、建筑装饰以及煤炭为代表的周期板块全年跌幅相对较浅，跌幅小于 10%，TMT 板块跌幅较深，跌幅约在 10%-30%之间。

次年市场表现：2017 年全年牛市。

图表37 2016年经济企稳态势较2014年更具持续性

指标名称	2015	2016												
	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
社会融资规模存量:同比	12.4	13.1	12.7	13.4	13.1	12.6	12.4	12.2	12.3	12.5	12.7	13.3	12.8	
10年期国债收益率:月均值	3.0	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8	2.7	2.8	2.7	2.8	3.1	
PMI	制造业	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4
	服务业	53.7	52.7	52.2	53.1	52.5	52.0	52.2	52.6	52.7	52.3	52.6	53.7	53.2
工业增加值:当月同比	5.9	5.9	4.9	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	
工业企业:产成品存货:同比	3.3		0.7	0.0	-1.2	-1.1	-1.9	-1.8	-1.6	-0.8	-0.3	0.5	3.2	
固定资产投资	固定资产投资累计同比	10.0	/	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.1	
	房地产投资累计同比	1.0	/	3.0	6.2	7.2	7.0	6.1	5.3	5.4	5.8	6.6	6.9	
	基建投资累计同比	17.3	/	15.7	19.2	19.7	19.8	20.3	18.7	18.3	17.9	17.6	15.7	
	制造业投资累计同比	8.1	/	7.5	6.4	6.0	4.6	3.3	3.0	2.8	3.1	3.1	3.6	4.2
30大中城市:商品房成交面积:当月同比	8.6	17.0	29.3	82.7	50.4	21.2	10.3	10.0	25.4	30.9	9.1	-22.7	-27.3	
出口金额:当月同比	-1.9	-15.3	-28.0	7.5	-5.2	-6.9	-6.8	-6.5	-3.7	-10.5	-8.0	-1.5	-6.3	
社会消费品零售总额:当月同比	11.1	/	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	
螺纹钢期货收盘价(活跃):月均值:同比	-33.3	-28.5	-24.3	-15.8	3.5	-11.5	-7.4	18.0	25.1	20.8	35.3	67.1	88.1	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表38 2016年各行业指数月度涨跌幅统计(%)

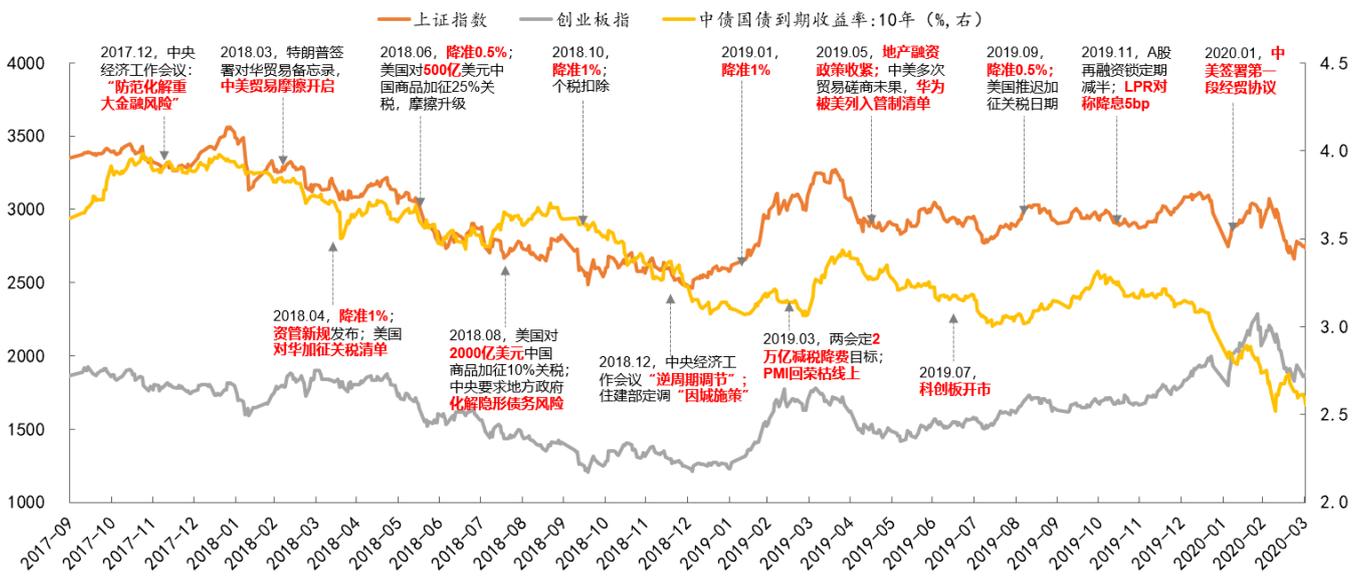
板块	行业	2016/01	2016/02	2016/03	2016/04	2016/05	2016/06	2016/07	2016/08	2016/09	2016/10	2016/11	2016/12	2016年全年 累计涨跌幅
宽基指数	沪深300	-21.0	-2.3	11.8	-1.9	0.4	-0.5	1.6	3.9	-2.2	2.6	6.0	-6.4	-11.3
	创业板指	-26.5	-5.7	19.0	-4.4	1.0	3.1	-4.7	3.3	-1.9	0.5	1.1	-10.1	-27.7
周期	基础化工	-27.7	-1.1	16.2	-0.4	-2.7	5.2	1.0	4.0	-0.3	2.9	2.9	-1.3	-7.1
	钢铁	-22.3	-0.8	7.0	1.3	-4.9	-1.7	0.8	7.8	-1.7	4.4	7.3	-1.6	-8.1
	有色金属	-27.4	6.2	15.0	0.4	1.6	4.9	1.3	1.2	-4.8	5.0	3.3	-6.6	-6.2
	煤炭	-14.1	2.9	3.5	5.5	-10.2	2.4	6.4	6.1	0.8	7.3	-0.6	-7.1	0.1
	石油石化	-22.6	1.9	9.7	1.4	-4.7	0.2	0.4	3.3	-0.8	3.2	4.7	3.3	-3.7
制造	电力设备	-29.1	-4.2	18.8	-1.0	-2.0	7.2	-2.7	3.2	-2.4	2.6	2.0	-3.9	-17.2
	国防军工	-28.0	-4.2	18.6	-7.0	-1.9	7.9	2.0	4.5	-7.3	2.8	2.2	-2.7	-18.6
	汽车	-26.7	-0.5	16.6	0.0	-1.0	4.7	0.7	1.0	0.1	2.9	2.6	-4.4	-9.5
	机械设备	-29.8	-4.8	18.1	-2.4	-0.9	5.6	-3.4	3.5	-0.4	4.1	6.0	-6.2	-16.8
基建与地产	公用事业	-26.6	-2.1	12.4	-2.9	-2.3	0.5	2.6	4.9	-1.2	2.3	2.6	-4.3	-17.7
	交通运输	-26.3	-3.3	13.6	-4.6	-0.8	-1.8	2.7	0.5	-2.9	3.5	4.4	-4.9	-22.6
	房地产	-25.2	0.0	9.5	-1.6	-2.7	0.7	-3.7	12.1	-0.3	-0.4	4.5	-6.9	-17.7
	建筑材料	-27.2	0.6	16.0	-0.8	-4.5	2.3	2.2	7.4	2.7	5.4	4.4	-2.0	0.0
	建筑装饰	-24.9	-2.8	15.0	-3.3	-3.5	1.7	1.7	9.8	-2.2	8.3	14.9	-8.0	-0.4
环保	-28.1	-1.9	12.7	-0.5	-2.7	1.6	2.1	9.6	0.7	1.2	1.3	-5.0	-14.4	
金融	银行	-14.2	-1.0	7.4	1.4	1.3	-2.4	1.0	4.5	-2.4	0.9	4.3	-4.2	-4.9
	非银金融	-24.6	-4.8	18.9	-3.8	1.8	-0.5	-1.0	5.6	-2.7	3.3	6.0	-7.8	-14.7
消费	食品饮料	-20.0	-1.1	16.3	1.1	1.4	6.9	5.5	-1.2	-3.3	6.9	2.0	-2.9	7.4
	家用电器	-21.6	-3.8	12.6	0.5	0.5	4.0	4.3	-0.4	4.4	0.8	9.4	-8.1	-1.9
	农林牧渔	-24.5	2.2	14.6	-3.8	0.0	1.6	1.6	3.3	-3.3	3.3	2.7	-1.7	-8.6
	商贸零售	-27.2	-3.5	15.6	-2.3	-2.9	-0.7	2.4	5.2	-1.7	2.4	5.0	-0.7	-13.5
	纺织服饰	-27.9	0.1	16.7	-1.8	-2.0	0.3	-0.2	2.4	-0.6	3.6	4.7	-3.6	-13.6
	轻工制造	-29.9	-2.5	17.4	-1.0	-3.2	5.8	1.3	4.3	-0.4	2.6	2.3	-4.5	-14.4
医疗健康	社会服务	-25.5	-2.5	13.9	-3.8	-2.8	-0.4	-0.1	4.7	0.8	2.3	-0.6	-4.5	-21.2
	医药生物	-25.7	-2.9	12.9	-1.7	-0.5	4.1	4.6	3.5	-1.4	1.8	1.8	-5.7	-13.5
TMT	美容护理	-24.1	-1.2	9.0	-0.6	-0.7	3.3	1.4	0.6	3.3	0.1	4.1	-2.0	-10.4
	电子	-28.6	-2.7	17.8	-2.1	4.5	8.9	-5.2	4.3	-0.7	2.8	0.9	-6.0	-12.7
	计算机	-30.7	-5.5	18.5	-6.4	1.7	6.6	-5.0	2.7	-3.6	3.1	1.6	-10.5	-30.3
	传媒	-28.3	-5.8	17.4	-4.8	0.0	-1.2	-2.8	4.9	-4.6	1.3	2.7	-10.4	-32.4
通信	-27.1	-5.6	14.2	-1.7	-0.4	5.1	1.3	3.6	-1.0	2.3	3.6	-5.7	-16.0	
综合	综合	-30.7	-1.8	17.0	0.2	-6.1	4.6	1.4	10.3	-2.0	3.9	-0.4	-2.1	-12.9

资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 复盘 2019 年：全年风格均衡，消费成长受益

政策路径：中美贸易战演绎，内部逆周期调节应对外部冲击。2018 年 3 月，特朗普签署对华贸易备忘录拉开中美贸易战的序幕，随后美国先后对 500 亿美元、2000 亿美元中国商品加征关税，并对中兴、华为等中国科技公司进行制裁。与此同时，金融防风险去杠杆力度进一步加强，2018 年 4 月资管新规正式文件落地，8 月中央要求地方政府化解隐性债务风险。在此背景下，国内经济下行压力明显增加，稳增长于 2018 年 4 月降准起逐步铺开。货币政策方面，2018-2019 年，央行先后 6 次降准，法定存款准备金率累计下调 400BP。财政及产业政策方面，2018 年 8 月专项债发行提速，10 月个税专项附加扣除落地，12 月住建部提出“支持合理自住需求，因城施策”为 2019 年楼市调控定调，中央经济工作会议研判“外部环境复杂严峻，经济面临下行压力”，并提出“强化逆周期调节”；2019 年 3 月两会确定减税降费目标 2 万亿，7 月科创板注册制改革落地。期间，中美贸易摩擦逐步缓和并于 2019 年 12 月达成签署第一阶段经贸协议的共识。

图表 39 2018-2019 年，中美贸易战演绎，逆周期调节应对



资料来源：Wind，平安证券研究所

基本面评估：经济波折修复，工业库存周期于年末开启补库。在 2018 年一系列稳增长的落地的情况下，2019 年一季度金融经济数据逐步企稳向好，社融存量同比显著改善；制造业 PMI 重回荣枯线以上；地产销售及投资回暖，工业企业库存同比下探至第一个低点。随后，经济基本面修复进程再度放缓，制造业 PMI 再度回落，制造业投资和出口均有不同程度走弱，基建投资成为经济的主要支撑项。年末，中美贸易摩擦逐步缓和，出口修复，制造业 PMI 再向上突破荣枯线，11 月工业企业库存周期再度探底。

市场表现：年内高点在 4 月，随后窄幅震荡，全年风格偏向于消费成长，食品饮料、家用电器、电子的反弹力度最大。2018 年 12 月“逆周期调节”基调确定以及 2019 年一季度中美多轮贸易磋商的利好预期下，市场风险偏好逐步修复，春季行情表现甚佳并在 4 月达到年内高点，1-4 月沪深 300 和创业板指均上涨 30%，食品饮料、家用电器等消费板块表现较好，涨幅在 40%-50%左右。随后市场维持窄幅震荡至年末，5-12 月沪深 300 和创业板指分别上涨 4.7%和 10.7%，期间电子板块表现亮眼，涨幅达 30%。

次年市场表现：2020 年在新冠疫情的首次冲击消退后反转牛市。

图表40 2019年经济波折修复

指标名称	2018	2019年												
	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
社会融资规模存量:同比	10.3	10.9	10.6	11.2	10.8	11.0	11.2	10.8	10.7	10.7	10.6	10.7	10.7	
10年期国债收益率:月均值	3.3	3.1	3.1	3.1	3.3	3.3	3.2	3.2	3.0	3.1	3.2	3.2	3.2	
PMI	制造业	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2
	服务业	52.3	53.6	53.5	53.6	53.3	53.5	53.4	52.9	52.5	53.0	51.4	53.5	53.0
工业增加值:当月同比	5.7	6.8	3.4	8.5	5.4	5.0	6.3	4.8	4.4	5.8	4.7	6.2	6.9	
工业企业:产成品存货:同比	7.4		6.2	0.3	4.9	4.1	3.5	2.3	2.2	1.0	0.4	0.3	2.0	
固定资产投资	固定资产投资累计同比	5.9	/	6.1	6.3	6.1	5.6	5.8	5.7	5.5	5.4	5.2	5.4	
	房地产投资累计同比	9.5	/	11.6	11.8	11.9	11.2	10.9	10.6	10.5	10.5	10.3	10.2	9.9
	基建投资累计同比	1.8	/	2.5	3.0	3.0	2.6	3.0	2.9	3.2	3.4	3.3	3.5	3.3
	制造业投资累计同比	9.5	/	5.9	4.6	2.5	2.7	3.0	3.3	2.6	2.5	2.6	2.5	3.1
30大中城市:商品房成交面积:当月同比	20.6	0.4	22.6	33.5	31.0	11.8	12.7	5.5	-9.3	8.7	5.1	-5.5	-4.2	
出口金额:当月同比	-4.6	9.3	-20.7	14.0	-2.7	1.1	-1.5	3.4	-1.0	-3.2	-0.8	-1.3	8.1	
社会消费品零售总额:当月同比	8.2	/	8.2	8.7	7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	
螺纹钢期货收盘价(活跃):月均值:同比	-11.9	-7.4	-6.2	2.8	8.1	4.2	1.1	1.2	-15.3	-15.6	-18.8	-6.6	3.4	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表41 2019年各行业指数月度涨跌幅统计(%)

板块	行业	2019/01	2019/02	2019/03	2019/04	2019/05	2019/06	2019/07	2019/08	2019/09	2019/10	2019/11	2019/12	2019年全年累计涨跌幅
宽基指数	沪深300	6.3	14.6	5.5	1.1	-7.2	5.4	0.3	-0.9	0.4	1.9	-1.5	7.0	36.1
	创业板指	-1.8	25.1	10.3	-4.1	-8.6	1.9	3.9	2.6	1.0	2.7	-0.4	8.0	43.8
周期	基础化工	0.4	17.9	9.6	-1.4	-9.2	-0.5	-0.1	-3.0	1.8	-0.9	-0.2	10.2	24.2
	钢铁	3.8	15.0	1.3	-5.4	-7.5	-0.8	-5.3	-5.7	-0.3	-2.4	2.3	5.0	-2.1
	有色金属	-2.1	22.7	3.0	-6.4	2.3	2.0	-5.6	2.1	-3.5	-4.9	0.9	15.2	24.3
	煤炭	5.3	13.0	2.8	4.2	-8.1	1.0	-1.9	-5.1	-0.8	-2.8	-1.3	5.8	10.9
	石油石化	3.3	12.9	5.1	-0.3	-7.1	-0.3	-4.7	-4.8	2.6	0.9	-0.5	5.0	11.1
制造	电力设备	4.3	17.1	7.5	-5.1	-5.8	-1.4	0.6	-1.4	1.4	-2.7	1.6	8.0	24.4
	国防军工	2.0	22.2	10.8	-7.3	-1.6	-0.1	5.0	4.6	-6.9	-4.8	-1.7	5.7	27.2
	汽车	-0.6	15.7	3.9	1.9	-10.5	0.9	-1.0	-1.6	-1.6	-1.5	1.8	8.3	14.6
	机械设备	0.7	19.2	9.4	-4.7	-5.7	2.0	-0.4	-4.6	3.0	-2.1	-1.3	8.9	23.9
基建与地产	公用事业	-3.4	15.2	5.8	-3.3	-4.6	2.1	-2.4	-2.4	-1.1	-0.1	-2.0	2.7	5.1
	交通运输	1.1	15.3	7.6	1.0	-7.0	2.5	-1.2	-3.3	-0.7	-1.0	-2.7	6.2	17.3
	房地产	3.9	13.7	11.9	-4.0	-7.5	0.9	-1.5	-6.7	1.3	2.0	-1.2	10.4	22.8
	建筑材料	4.2	15.9	11.3	-2.8	-4.0	3.3	-3.7	-3.5	2.8	1.4	5.3	14.4	51.0
	建筑装饰	-1.5	14.4	5.0	-5.0	-8.6	1.4	-2.6	-5.7	0.5	-1.9	-1.4	5.2	-2.1
金融	环保	-6.2	22.8	6.2	-4.8	-8.8	8.2	-7.2	-4.3	-1.2	-0.1	-3.3	3.2	0.5
	银行	8.2	7.7	0.3	3.7	-5.6	3.5	-0.3	-5.7	3.1	4.3	-1.3	4.0	22.9
消费	非银金融	8.8	22.1	7.3	0.8	-9.2	10.2	-1.3	-3.3	0.4	-0.4	-3.6	10.0	45.5
	食品饮料	9.7	12.6	16.2	6.4	-4.3	10.2	-2.7	9.0	-2.2	1.7	-2.6	4.6	72.9
	家用电器	13.1	10.3	7.8	5.3	-6.3	4.0	0.9	-1.8	0.2	4.8	-1.3	10.8	57.0
	农林牧渔	3.5	22.0	17.5	5.8	-1.7	-8.0	7.3	0.8	-8.5	12.6	-9.6	1.7	45.4
	商贸零售	0.3	17.7	8.2	-1.5	-8.8	2.1	-4.3	-1.4	-1.2	-0.8	-4.1	4.8	8.8
	纺织服装	-2.2	15.9	10.9	-5.7	-6.8	-1.1	-3.7	-1.2	0.7	-1.7	-4.5	9.0	7.1
	轻工制造	-2.2	19.2	14.0	-6.7	-7.4	-0.5	-2.7	-1.6	0.1	2.4	-1.6	8.2	19.3
	社会服务	-6.6	17.6	12.4	-1.3	-5.8	8.2	1.1	2.0	-1.4	-1.9	-4.5	8.2	27.9
医疗健康	医药生物	-2.5	21.5	11.0	-1.9	-7.6	1.8	-0.1	6.6	-0.1	4.7	-2.6	4.0	36.8
	美容护理	-3.3	18.4	11.7	-6.2	-4.8	3.7	0.6	3.0	0.6	2.4	-5.9	6.1	26.3
TMT	电子	1.8	28.8	7.7	-5.5	-8.4	3.2	7.0	4.4	7.6	0.2	3.6	10.5	73.8
	计算机	0.9	28.0	15.0	-7.3	-5.6	2.3	-1.4	3.1	3.6	1.1	-2.9	7.7	48.0
	传媒	-3.9	25.7	6.0	-7.6	-9.1	0.3	-2.7	0.3	2.0	2.1	-1.2	11.8	21.2
	通信	-1.3	27.9	5.6	-2.3	-8.8	3.5	-3.8	-5.3	5.5	-1.9	-4.2	8.2	20.0
综合	-4.3	23.0	14.0	-5.2	-6.3	0.1	-3.2	-1.2	0.3	0.9	-0.8	10.2	26.1	

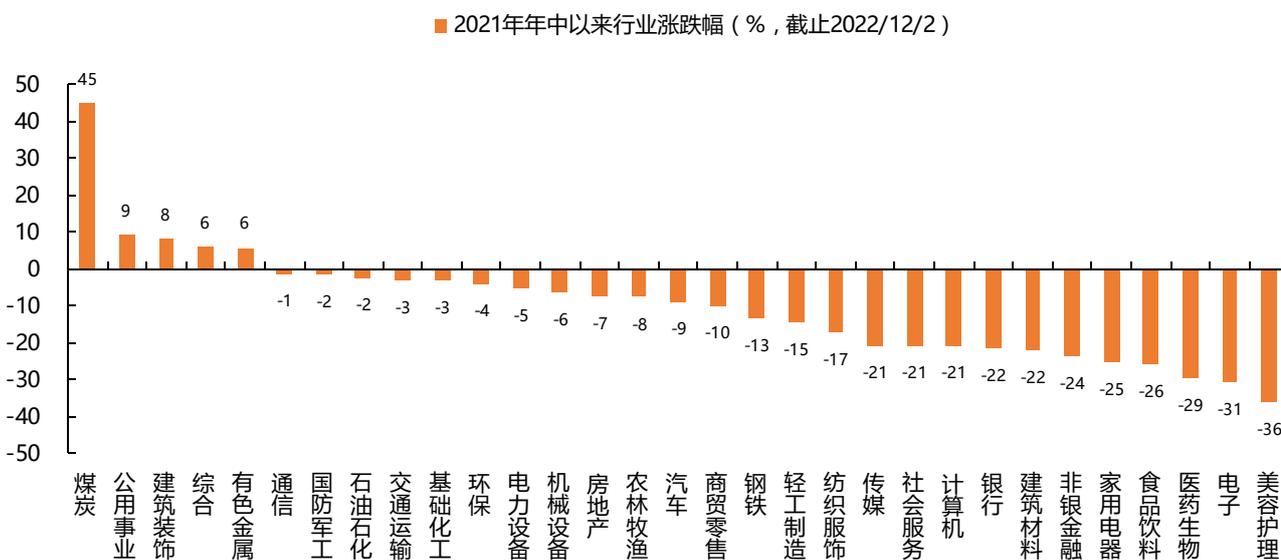
资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、市场年度配置：大底修复，困境反转

综合上述对于 2023 年市场环境分析，我们认为当前市场处于底部配置区域，建议关注经济周期和政策驱动的困境反转板块，具体包括三大主线：一是产业政策企稳的生物医药/数字经济/高端制造产业链；二是疫情预期修复反转下的消费产业链；三是经济企稳复苏背景下行业底部修复的地产产业链。

从 2021 年年中以来的市场表现也可以看到，调整幅度最大的行业大多为受制于疫情的出行消费板块、房地产产业链上下游板块以及受到政策压制的生物医药、部分 TMT 板块。其中，调整幅度最大的五个行业分别为美容护理、食品饮料、医药生物、电子和社会服务。

图表 42 2021 年年中以来调整幅度：美容护理、食品饮料、医药生物、电子



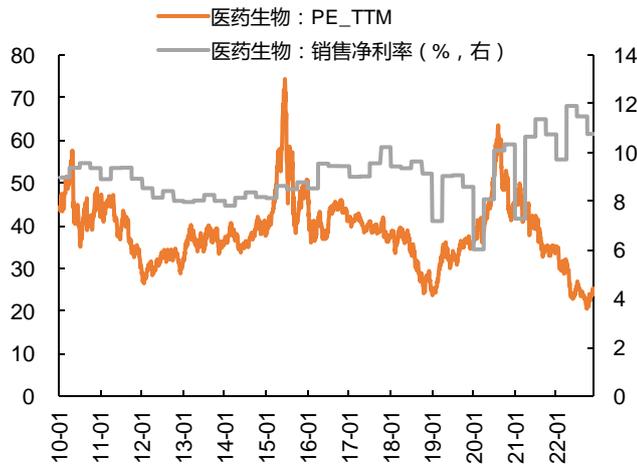
资料来源：Wind，平安证券研究所

4.1 主线一：产业政策预期企稳的生物医药和数字经济板块

从历史复盘可以发现，医药生物行业受产业政策以及公共卫生事件的影响重大。医药生物在 2020 年前的超额收益期较长(平均 11 个月，50%+)，调整期间较长(平均 12 个月，-26%)。调整多受政策及事件影响，如 2010 年基药招标采购，2016 年“722 临床自查”，2018 年疫苗事件及集采，2020 年集采大幅降价，2021 年集采范围扩散等。

2023 年医药生物行业集采政策带来的影响接近尾声，企业盈利有望企稳修复。本轮医药生物的高点在 2021 年 2 月出现，2021 年 3-7 月、2022 年 4-7 月有两次反弹，截止到 2022 年 10 月调整时长达到 18 个月，2022 年 10 月以来再度反弹。当前医药生物行业的估值位于 2010 年以来底部位置，市场反应较为充分。2023 年医药生物的集采政策环境将进一步趋于成熟，集采对业绩和市场情绪的冲击接近尾声，同时，海外 CXO 环境也在回暖，美债利率的回落带来融资环境的改善，企业盈利有望筑底。

图43 医药生物行业估值降至2010年以来最低位



资料来源：Wind，平安证券研究所

图44 2010年以来医药生物行业相对收益复盘

分类	起始月份	结束月份	持续时长 (个月)	期间涨跌幅		相对收益		风险分析		
				医药生物	中证800	医药生物-中证800	月均相对收益率	年化波动率 (%)	年化Sharpe	期间最大回撤 (%)
有相对有绝对	2010/01	2010/11	11	39.5%	-6.2%	45.8%	4.2%	29.8	1.7	-26.2
	2012/02	2014/02	25	64.1%	-4.3%	68.4%	2.7%	22.4	1.3	-16.0
	2015/01	2015/05	5	90.0%	49.4%	40.6%	8.1%	27.7	15.6	-6.0
	2018/02	2018/05	4	14.6%	-10.1%	24.6%	6.2%	24.8	2.4	-7.2
	2019/02	2020/07	18	127.7%	49.3%	78.5%	4.4%	25.2	3.2	-20.5
	2021/03	2021/06	4	10.5%	-0.1%	10.7%	2.7%	24.9	1.5	-10.5
			2	4.9%	-6.6%	11.5%	5.8%	33.1	1.3	-9.1
			均值	50.2%	10.2%	40.0%	4.9%	26.8	3.8	-13.6
有相对无绝对	2015/06	2016/09	16	-27.0%	-33.9%	6.9%	0.4%	40.0	-0.4	-47.4
			均值	-27.0%	-33.9%	6.9%	0.4%	40.0	-0.4	-47.4
无相对有绝对	2014/03	2014/12	10	11.4%	54.2%	-42.8%	-4.3%	17.4	0.7	-11.4
			均值	11.4%	54.2%	-42.8%	-4.3%	17.4	0.7	-11.4
无相对无绝对	2010/12	2012/01	14	-39.6%	-25.3%	-14.3%	-1.0%	24.2	-1.6	-40.7
	2016/10	2018/01	16	-0.1%	21.1%	-21.2%	-1.3%	12.4	-0.1	-12.3
	2018/06	2019/01	8	-37.7%	-18.8%	-18.9%	-2.4%	28.5	-1.8	-39.2
	2020/08	2021/02	7	-7.8%	9.5%	-17.3%	-2.5%	25.2	-0.5	-17.7
	2021/07	2022/01	7	-26.7%	-10.6%	-16.1%	-2.3%	24.8	-1.7	-28.0
	2022/04	2022/10	7	-14.6%	-14.8%	0.1%	0.0%	27.3	-0.9	-23.2
			均值	-21.1%	-6.5%	-14.6%	-1.6%	23.8	-1.1	-26.9

资料来源：Wind，平安证券研究所

数字经济板块也有望摆脱前期的政策压制。一方面，板块迎来产业政策的加码支持。从二十大的表述可以看到，本轮数字经济发展的产业政策迎来催化，在安全为重的背景下，信创战略布局重要性也在加大；另一方面，平台经济整体进入常态化监管阶段。其中游戏板块景气向上，游戏版号再度发放，11月16日人民日报财评发表《深度挖掘电子游戏产业价值机不可失》，均释放出数字经济板块监管常态化的信号。另外，一些细分领域的产业数字化进程也在加快，如实施教育数字化战略行动等。

图45 游戏板块环境改善

在其他国家和国际科技巨头抓紧抢占先机布局的背景下，对于电子游戏产业，我们应予以更为客观、多元的认知。加强战略谋划，注重长远布局。



游戏产业也助力多个产业释放数字经济新动能。在当下，游戏科技在助力5G、芯片产业、人工智能等先进技术、产业发展中起到了重要的作用。

电子游戏早已摆脱娱乐产品的单一属性，已成为对一个国家产业布局、科技创新具有重要意义的行业。这值得我们重视和深度挖掘其潜在的价值。

资料来源：Wind，平安证券研究所

图46 2010年以来电子行业相对收益复盘

阶段	起始月份	结束月份	持续时长 (个月)	期间涨跌幅		相对收益		风险分析		
				电子	中证800	电子-中证800	月均相对收益率	年化波动率 (%)	年化Sharpe	期间最大回撤 (%)
有相对有绝对	2010/01	2010/12	12	39.4%	-7.3%	46.7%	3.9%	33.0	1.4	-25.3
	2012/02	2012/08	7	3.5%	-9.2%	12.7%	1.8%	25.7	0.3	-22.3
	2013/02	2013/07	6	23.7%	-14.6%	38.2%	6.4%	32.7	1.9	-16.0
	2013/11	2014/09	11	41.5%	10.5%	30.9%	2.8%	23.7	2.0	-15.3
	2015/01	2015/05	5	107.4%	49.4%	58.0%	11.6%	29.2	19.5	-6.2
	2015/10	2016/06	9	28.6%	-1.1%	29.7%	3.3%	42.1	1.3	-32.6
	2017/08	2017/10	3	16.7%	6.3%	10.3%	3.4%	14.9	5.9	-2.8
	2018/02	2018/03	2	4.4%	-6.9%	11.3%	5.6%	35.1	1.1	-10.1
	2019/02	2019/03	2	38.6%	23.7%	14.9%	7.5%	37.3	25.0	-7.4
	2019/07	2020/02	8	65.0%	4.7%	60.3%	7.5%	33.8	3.8	-14.3
	2020/04	2020/06	3	30.7%	13.8%	16.9%	5.6%	32.9	6.9	-8.1
2021/04	2021/07	4	26.1%	-1.9%	28.0%	7.0%	23.9	4.5	-6.6	
2021/10	2021/11	2	10.4%	0.0%	10.4%	5.2%	18.6	5.0	-3.0	
2022/05	2022/07	3	13.5%	5.7%	7.8%	2.6%	27.2	2.7	-6.8	
			均值	32.1%	5.2%	26.9%	5.3%	29.3	5.8	-12.6
无相对有绝对	2012/09	2013/01	5	3.3%	19.2%	-15.8%	-3.2%	25.8	0.4	-23.5
	2013/08	2013/10	3	1.9%	8.2%	-6.4%	-2.1%	24.5	0.3	-8.7
	2020/07	2021/03	9	0.8%	17.6%	-16.8%	-1.9%	29.6	0.1	-19.4
			均值	2.0%	15.0%	-13.0%	-2.4%	26.6	0.3	-17.2
无相对无绝对	2011/01	2012/01	13	-42.7%	-24.5%	-18.2%	-1.4%	28.2	-1.5	-46.7
	2014/10	2014/12	3	-9.8%	33.4%	-43.2%	-14.4%	24.5	-1.4	-12.0
	2015/06	2015/09	4	-41.2%	-35.2%	-6.0%	-1.5%	62.9	-1.2	-52.0
	2016/07	2017/07	13	-0.3%	13.7%	-14.0%	-1.1%	16.6	0.0	-13.0
	2017/11	2018/01	3	-14.0%	3.3%	-17.3%	-5.8%	24.3	-1.8	-19.2
	2018/04	2019/01	10	-39.0%	-21.5%	-17.5%	-1.8%	29.5	-1.5	-41.9
	2019/04	2019/06	3	-10.7%	-3.6%	-7.1%	-2.4%	35.1	-1.0	-21.1
	2020/03	2020/03	1	-20.4%	-6.7%	-13.7%	-13.7%	52.0	-1.8	-23.1
	2021/08	2021/09	2	-10.6%	2.0%	-12.7%	-6.3%	23.7	-2.1	-12.2
	2021/12	2022/04	5	-35.1%	-18.2%	-16.9%	-3.4%	32.7	-2.0	-42.6
2022/08	2022/10	3	-18.5%	-10.4%	-8.1%	-2.7%	28.0	-2.4	-26.6	
			均值	-22.0%	-6.1%	-15.9%	-4.9%	32.5	-1.5	-28.2

资料来源：Wind，平安证券研究所

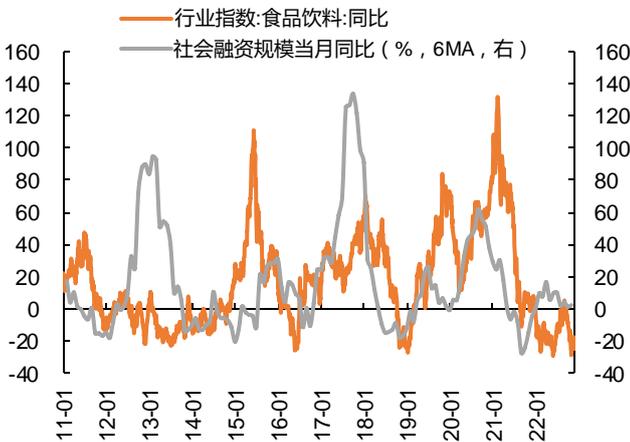
4.2 主线二：疫情修复反转下的消费板块

近年来消费板块主要受到疫情反复扰动的影响。以食品饮料为例，食品饮料行业在2020年前的超额收益期较长（平均16个月，48%），且调整期间较短（平均5个月，-17%），2020Q2及2020Q4表现较好。但是在疫情冲击后，行业表现受疫情扰动较大。

疫情政策优化有望带来消费板块的反转。本轮消费板块调整开启于2021年6月，同样受疫情反复扰动的压制。2022年年

末国内新冠疫情感染人数进一步上行，并超过 2022 年 4 月的高点。但随着近期防疫政策的执行优化以及秋冬多发季节的过去，我们认为消费板块有望随着经济复苏预期渐强而迎来反转向上，从社融当月同比增速和食品饮料行业价格同比增速来看，消费板块与经济修复节奏高度相关。

图表47 食品饮料行业受益于疫情改善和经济企稳



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表48 2010 年以来食品饮料行业相对收益复盘

分类	起始月份	结束月份	持续时长 (个月)	期间涨跌幅		相对收益		风险分析		
				食品饮料	中证800	食品饮料-中 证800	月均相对收 益率	年化波动 率(%)	年化 sharpe	期间最大回 撤(%)
有相对 有绝对	2010/01	2010/11	11	29.9%	-6.2%	36.1%	3.3%	26.3	1.4	-19.8
	2011/05	2012/07	15	4.5%	-28.9%	33.5%	2.2%	22.3	0.1	-25.5
	2015/12	2018/06	31	78.5%	-10.4%	88.9%	2.9%	23.7	1.2	-25.4
	2018/11	2019/08	10	79.7%	19.0%	60.7%	6.1%	28.5	3.9	-11.1
	2020/03	2020/08	6	76.3%	22.3%	54.1%	9.0%	29.7	7.5	-15.3
	2020/12	2021/05	6	25.8%	7.2%	18.6%	3.1%	33.7	2.1	-26.1
	2021/09	2021/12	4	20.8%	2.4%	18.4%	4.6%	28.5	3.0	-6.9
			均值	45.1%	0.8%	44.3%	4.5%	27.5	2.7	-18.6
有相对 无绝对	2013/02	2013/06	5	-5.0%	-15.6%	10.6%	2.1%	21.7	-0.6	-12.6
	2015/05	2015/09	5	-20.2%	-31.1%	10.9%	2.2%	45.7	-0.8	-37.8
			均值	-12.6%	-23.4%	10.7%	2.1%	33.7	-0.7	-25.2
无相对 有绝对	2013/07	2015/04	22	57.4%	127.0%	-69.6%	-3.2%	20.8	1.4	-20.9
	2015/10	2015/11	2	10.3%	14.1%	-3.8%	-1.9%	25.7	3.7	-4.7
			均值	33.8%	70.5%	-36.7%	-2.5%	23.3	2.6	-12.8
无相对 无绝对	2010/12	2011/04	5	-11.1%	-0.2%	-10.9%	-2.2%	19.4	-1.4	-16.4
	2012/08	2013/01	6	-14.5%	14.0%	-28.5%	-4.8%	23.6	-1.2	-26.9
	2018/07	2018/10	4	-26.0%	-12.2%	-13.8%	-3.5%	36.2	-1.6	-30.1
	2019/09	2020/02	6	-7.0%	5.6%	-12.5%	-2.1%	22.2	-0.6	-13.9
	2020/09	2020/11	3	-3.2%	1.0%	-4.2%	-1.4%	24.7	-0.5	-10.8
	2021/06	2021/08	3	-27.0%	-6.0%	-21.0%	-7.0%	33.9	-2.1	-28.5
	2022/01	2022/03	3	-20.4%	-14.4%	-5.9%	-2.0%	29.9	-2.1	-22.8
	2022/04	2022/10	7	-17.5%	-14.8%	-2.7%	-0.4%	25.4	-1.1	-31.3
			均值	-15.6%	-1.7%	-13.9%	-3.3%	27.1	-1.4	-21.3

资料来源：Wind，平安证券研究所

4.3 主线三：受益于经济复苏企稳预期的部分地产产业链

房地产产业链受益于产业政策带来的行业企稳预期。地产行业在过往的三年周期性较强，超额收益期在 20 个月以上，调整期往往仅有 6 个月；但是在经济转型后超额收益时长缩短，2018 年以来，房地产调控政策边际放松预期带来阶段性超额收益，超额收益期分别为 6 个月及 8 个月，平均收益率有 20%+。

本轮房地产政策自救助企业主体后迎来反转，“三支箭”全面落地带来行业预期的显著改善，螺纹钢活跃合约价格自 2022 年 11 月初企稳回升以来涨幅近 10%。2022 年国企地产企业表现较好，而 2023 年部分民企的房地产企业、建材企业、汽车企业有望迎来政策及经济企稳的估值修复。

图表49 2010年以来房地产行业相对收益复盘

阶段	起始月份	结束月份	持续时长 (个月)	期间涨跌幅		相对收益		风险分析		
				房地产	中证800	房地产-中 证800	月均相对收 益率	年化波动率 (%)	年化 sharpe	期间最大回撤 (%)
有相对有绝对	2012/01	2013/08	20	18.8%	-7.2%	26.1%	1.3%	28.7	0.6	-22.4
	2014/03	2015/12	22	158.8%	77.1%	81.7%	3.7%	35.4	2.2	-45.1
	2016/08	2016/09	2	11.7%	1.7%	10.0%	5.0%	24.4	3.9	-6.5
	2018/10	2019/03	6	25.0%	13.3%	11.7%	1.9%	29.2	2.3	-12.0
	2021/08	2022/03	8	17.8%	-10.9%	28.7%	3.6%	28.6	1.1	-18.9
			均值	46.4%	14.8%	31.6%	3.1%	29.3	2.0	-21.0
有相对无绝对	2011/02	2011/12	11	-20.5%	-25.1%	4.7%	0.4%	24.3	-1.0	-33.6
			均值	-20.5%	-25.1%	4.7%	0.4%	24.3	-1.0	-33.6
无相对有绝对	2010/07	2011/01	7	13.2%	21.5%	-8.3%	-1.2%	31.4	0.9	-16.3
	2016/10	2018/01	16	11.0%	21.1%	-10.1%	-0.6%	16.0	0.5	-14.7
			均值	12.1%	21.3%	-9.2%	-0.9%	23.7	0.7	-15.5
无相对无绝对	2010/01	2010/06	6	-34.3%	-26.0%	-8.3%	-1.4%	35.7	-1.6	-33.8
	2013/09	2014/02	6	-14.7%	-2.2%	-12.5%	-2.1%	23.4	-1.3	-20.9
	2016/01	2016/07	7	-24.0%	-15.5%	-8.5%	-1.2%	32.1	-1.1	-23.0
	2018/02	2018/09	8	-33.8%	-20.3%	-13.5%	-1.7%	25.4	-1.9	-35.2
	2019/04	2021/07	28	-33.5%	23.6%	-57.2%	-2.0%	22.3	-0.7	-38.5
	2022/04	2022/07	4	-14.6%	-1.0%	-13.6%	-3.4%	33.6	-1.1	-23.3
	2022/08	2022/10	3	-16.5%	-13.8%	-2.7%	-0.9%	25.5	-2.1	-22.0
			均值	-25.8%	-6.9%	-18.9%	-2.0%	28.7	-1.3	-29.1

资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、风险提示

- 1) 宏观经济下行超预期。倘若大幅下行, 国内市场需求相应承压带来上市公司企业盈利大幅下滑以及相应信用市场违约冲击的流动性风险。
- 2) 金融监管以及去杠杆政策加码超预期。在流动性收紧的环境下, 倘若金融监管出台政策出台节奏超出市场预期, 中小金融企业经营压力也会加剧, 流动性会遭受较大负面影响。
- 3) 海外资本市场波动加大。全球风险资产波动加大, 随着我国资本市场对外开放的加强, 外围市场的大幅波动也会给国内市场带来较大影响。
- 4) 疫情蔓延超预期或疫情防控不及预期风险。Omicron 新变异毒株出现加大全球疫情不确定性, 后续仍有可能出现更多变异毒株扰动疫情, 疫苗和口服药有效性等也面临一定挑战。如果疫情蔓延超预期导致消费回复进展缓慢, 进而带来经济增长下行超预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033