

从“静态抱团”到运动战

——“市场策略思考”系列之一

过往每年抓一条主线“静态抱团”的方法在今年被运动战取代。过去几年紧握当年的景气赛道是 A 股市场的胜负手，如 2019 年的大消费、芯片等，2020 年的茅指数，2021 年的宁组合，能否抓住当年的一条胜负手决定了业绩的好坏，今年来看，大部分的行情持续性都较差，一些有机会演绎成主线的投资逻辑都在没有带来持续的赚钱效应，“运动战”成为基金的更优选择。代表性基金的重仓股换仓频率也明显加快，2020-2021 年表现最优异的大规模基金其上个季度前十大重仓股的 7-8 只会留到下个季度，而这个比例在今年只剩下 5-6 只，2022 年动态配置策略获得了胜利。

此前适合抱团静态配置的环境已经渐行渐远，投资者难以形成反复超预期验证、拓展的逻辑链条。就行情演绎的过程来看，任何级别的行情在初期时实际上都只是一个逻辑而已，只要具备投资者预期就足以形成短期热点，而短期热点如果得到后续进一步政策、事件或数据的验证就可以演化成主题性机会，也即我们今年看到的诸如新旧能源、地产景气修复、上海疫后修复等线索，但要想进一步产生适合持续抱团的行情则需要逻辑被验证后再进一步拓展并反复超预期，回顾 2005 年来的 A 股历史，只有地产出口共振下的顺周期板块和以产业变迁为主导的景气赛道才可能构成这样的效果。今年在中美周期错位以及泛新能源景气赛道的增速高点逐步确认的背景下，大部分有可能演绎成主线的逻辑都在刚刚形成主题性机会的时候夭折了，构不成反复超预期验证、拓展的逻辑链条。

整体来看，当前很难期待静态抱团占优的环境重新回归，未来很长时间“运动战”将是市场主旋律。由于顺周期行情地产修复仍需要传导半年左右才能看到核心数据的边际改善，而全球发达国家衰退背景下外需减弱的影响持续时间还要更久才能结束；产业变迁向来非一日之功，当前青黄不接的迹象也不是短期能够逆转的，我们目前尚难看到“大安全”达到“宁组合”在 2019 年时的渗透率快速突破的迹象，因此近半年到一年内或难期待市场重回静态抱团占优的环境。在这之前市场大概率会阶段性反复上演主题性机会，后续运动战占优预计还将持续。明年维度，无论是当前的国内“扩内需”下的地产产业链修复、消费出行回暖，还是产业政策带动下的各类主题投资机会都不会缺席，但市场逻辑链条也都达不到持续性抱团主线的程度，运动战还是最佳战术。

风险提示：海外紧缩超预期、疫情扩散超预期、稳增长效果低于预期

投资策略

陈果

chenguodcq@csc.com.cn

13761866856

SAC 执证编号：S1440521120006

何盛

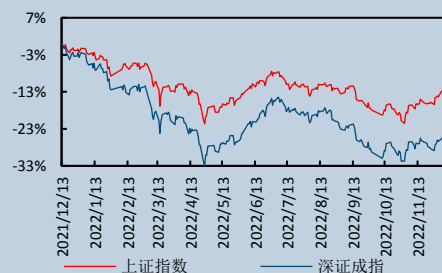
hesheng@csc.com.cn

13122091091

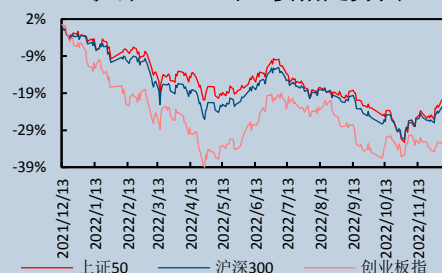
SAC 执证编号：s1440522090002

发布日期：2022 年 12 月 19 日

上证指数、深证成指走势图



上证 50、沪深 300、创业板指走势图



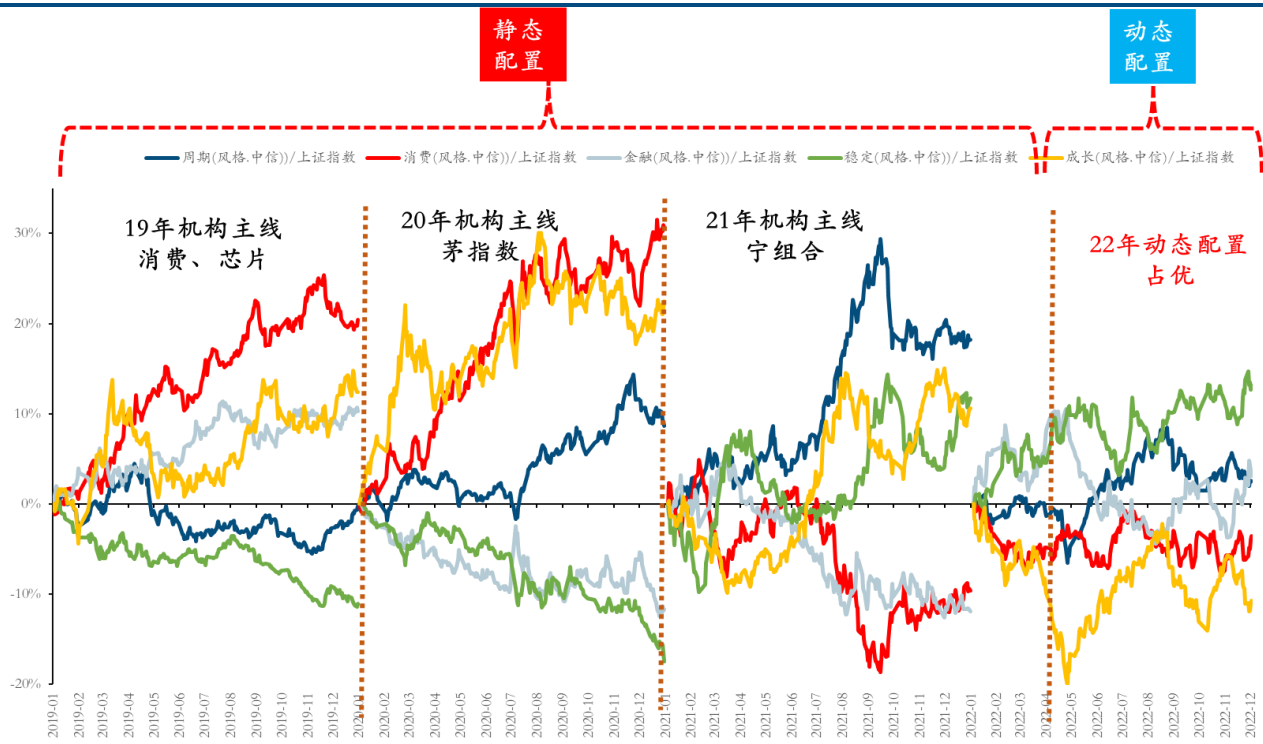
目录

引言	1
一、今年两条线索下的行情持续性都较差	3
线索一：国内宽货币到宽信用不畅	3
线索二：海外大通胀大紧缩	5
二、行情演化中的投资者行为模式	8
主线行情产生的过程	8
案例一：上海疫后修复行情	9
案例二：年内地产产业链修复行情	10
什么样的环境容易诞生持续的主线？	13
三、未来市场将迈入运动战时代	19
当前“运动战”占优的原因	19
未来很长时间运动战都将是最佳策略	20

引言

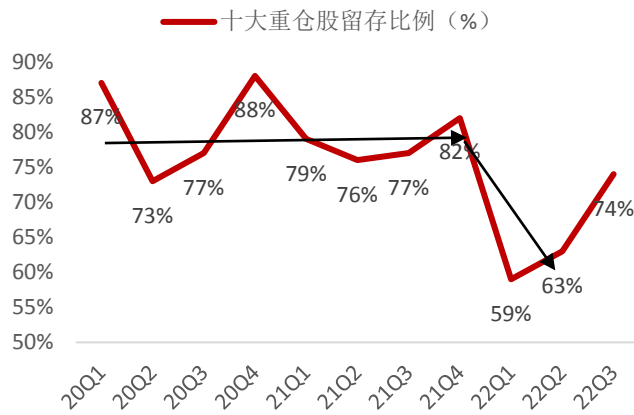
过往每年抓一条主线“静态抱团”的方法在今年被运动战取代。过去几年紧握当年的景气赛道是 A 股市场的胜负手，如 2019 年的大消费、芯片等，2020 年的茅指数，2021 年的宁组合，能否抓住当年的一条胜负手决定了业绩的好坏，这背后代表着每年市场都需要出现一些适合大部分资金参与的持续景气的主线行情。复盘今年来看，大部分的行情持续性都较差，一些有机会演绎成主线的投资逻辑都在没有带来持续的赚钱效应，年内相对来说有过高光的板块如新旧能源、疫后复苏、大金融等均没有提供超过一个季度的机会，尤其是三季报后，轮动较快的市场特点愈发明显，如近期市场热点主要都集中在偏政策线索、偏主题线索的行情中，如信创、游戏、“中国特色估值体系”等，主题机会均未成功演化成主线行情，轮动节奏较快，容错率低，“运动战”成为基金的更优选择。这种市场特征与过去几年完全相悖，并不存在静态抱团单个胜负手，反而是采取运动战更有优势。

图表1： 2019 年来静态抱团占优的特征在今年已经发生变化



资料来源: Wind, 中信建投

代表性基金的重仓股换仓频率明显加快。我们选取每年的代表性基金（50 亿元规模以上的收益率前十名）从其前十大重仓股的季度更换频次来看，2020-2021 年表现最优异的大规模基金其上个季度前十大重仓股的 7-8 只会留到下个季度，而这个比例在今年只剩下 5-6 只，考虑到大规模基金换仓成本较大，留存比例下滑确实比较明显，代表性基金持股周期更短，换手率更高。该现象充分说明了 2022 年动态配置策略获得了胜利，“运动战”成为机构不得不面对的选择。

图表2： 2022年重仓股留存比例保持在低位


资料来源: Wind, 中信建投

图表3： 代表性基金季度重仓股与上期相同数量统计

年度前十基金	2020年				2021年				2022年		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
1	10	8	9	10	8	10	9	9	4	7	6
2	9	6	7	10	8	7	7	8	5	8	7
3	9	8	8	10	5	3	5	6	9	7	10
4	10	6	7	9	9	7	6	9	7	9	9
5	7	6	9	8	10	8	10	9	8	8	10
6	9	8	8	9	8	8	7	10	8	9	9
7	8	9	8	8	6	8	7	7	6	7	7
8	7	6	6	8	9	10	9	8	6	3	5
9	9	8	7	8	8	8	9	8	3	2	3
10	9	8	8	8	8	7	8	8	3	3	8

资料来源: Wind, 中信建投

本文我们从今年的市场行情出发，探讨市场不同行情演绎过程的投资者行为特征，并讨论不同配置策略的合适环境，并给出后续适合 A 股市场的配置方式。本文也是我们的“市场策略思考”系列报告的开篇。

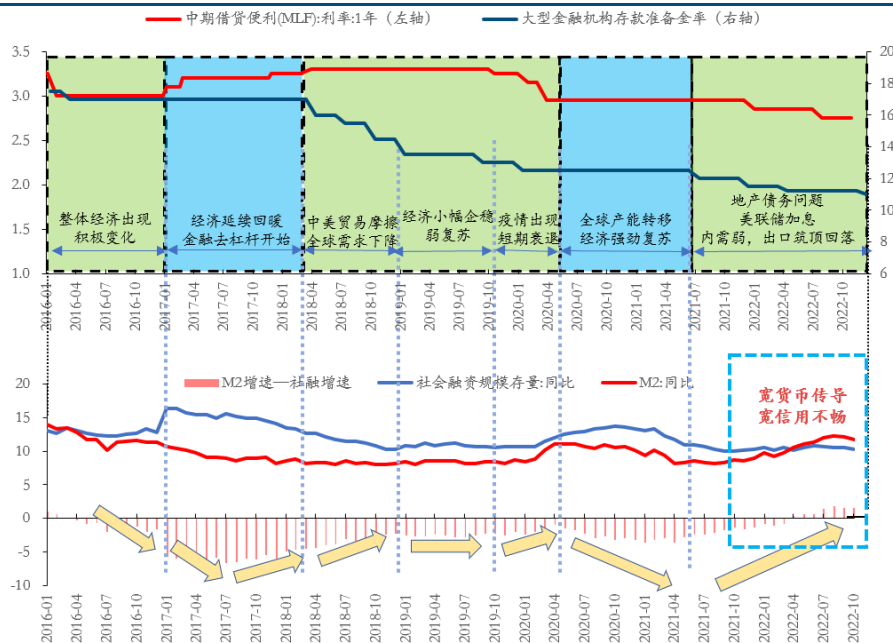
一、今年两条线索下的行情持续性都较差

今年市场偏弱实际上是建立在国内货币政策全面宽松的背景之下。年初稳增长基调就已经确认，彼时投资者其实也普遍预期到了今年是一个国内经济下行的年份，但是“宽松无熊市”仍然是当时让诸多投资者认为今年仍然可能有所作为的因素，显然事与愿违。今年最终影响市场特征的两条线索包括：1) **国内宽货币到宽信用不畅**，这一条算是大超市场预期；2) **海外大通胀大紧缩**，这一条略超市场预期，主要俄乌冲突、欧洲能源危机等黑天鹅导致的史诗级 CPI 事前预料不到。全年来看几乎所有成规模的行情都围绕着这两条线索展开。

线索一：国内宽货币到宽信用不畅

本轮国内经济下行从 2021 年年中就开始了，伴随经济下行的是 2021 年 7 月全面降准开启的货币宽松周期，2021 年底中央经济工作会议定调“稳增长”以后国内宏观政策更是全面转松，连番降准降息，同时搭配货币宽松的还有地产基调的边际放松，而年初时市场对于新冠疫情的态度是大概率会随着新变种毒性变弱而逐步走向常态化，相对积极。政策基调确认后市场自然而然开始期待数据回暖，但是天不遂人愿，年初的三个相对乐观的假设后续都走的相当波折：

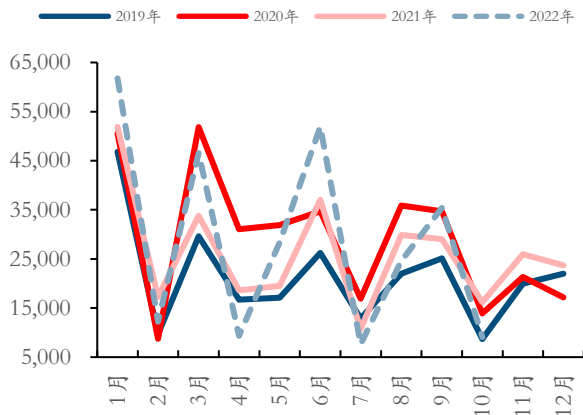
图表4：近年 M2 及社融增速及货币周期复盘



资料来源：Wind，中信建投

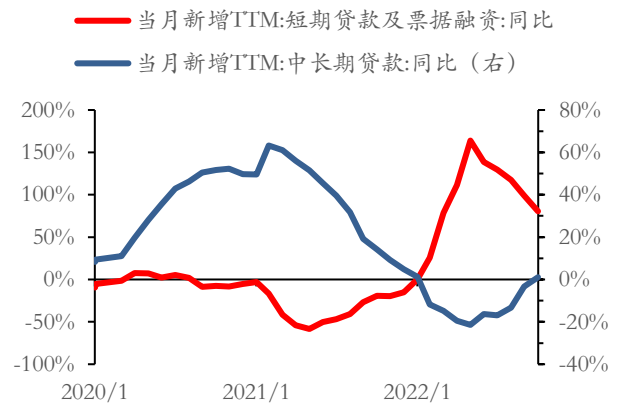
1) 今年全年信贷数据增速不稳定，如 1、6 月单月社融新增金额创历史新高，但下个月就立刻下探，全年来看信贷数据增长相当有限，结构上更是大部分是短期贷款，企业中长期贷款增速一直到三季度才开始有回暖迹象；

图表5：近四年社融单月新增金额（亿元）



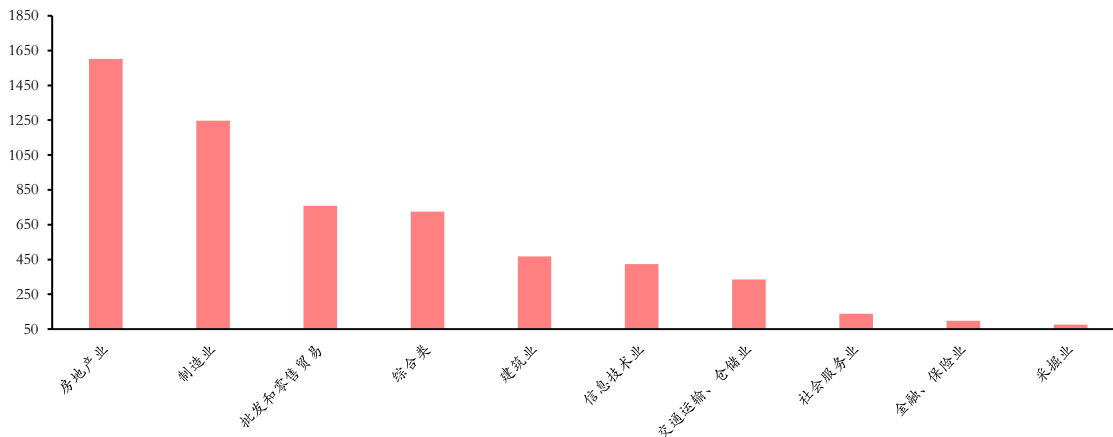
资料来源：Wind，中信建投

图表6：金融机构短、中长期贷款增速对比



2) 项目交付、债务违约等问题加剧了本轮地产下行。对于本轮地产的下行期，市场在一开始的时候是低估的，因为 2005 年来的地产周期中从来没有出现过地产债务危机，因此一般看到地产政策基调转松之后市场就可以合理预期后续商品房销售、房价预期相继企稳，这也是今年年初地产行情的逻辑。但是进入二季度后不但看不到商品房销售回暖、房价预期改善，反而迎来的是地产项目交付问题，地产公司债务违约担忧，直到岁末地产三支箭相继发射后，地产当前的资金链问题才出现较为显著的改善。

图表7：行业违约债券余额(亿元)

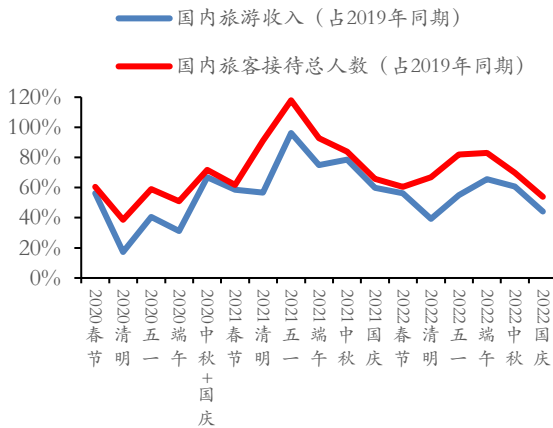


资料来源：Wind，中信建投

3) 此前疫后修复预期反复被证伪。对疫后修复的期待从 2021 年初就已经开始了，但每次疫后修复行情都不持久，2022 年初市场期待的常态化疫情也带动春节前后一波旅游和线下消费的行情，但是随着上海疫情爆发，这个逻辑就被证伪了，“动态清零”仍然是主基调，6 月起上海各地区逐步开放标志着抗疫结束后市场再度迎来一次疫后修复行情，但是持续性仍然有限，四季度伴随防疫政策边际松动，疫后修复的行情卷土重来。全年

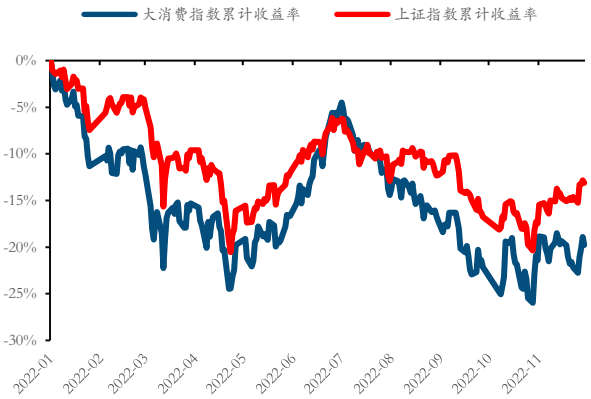
来看，消费复苏的期待在今年再次低于预期，社零数据持续下滑，这也导致了过去市场在经济下行期抱团消费的行为特征在今年受挫。

图表8：较 2019 年节假日国内旅游收入占比



资料来源: Wind, 中信建投

图表9：消费指数走势

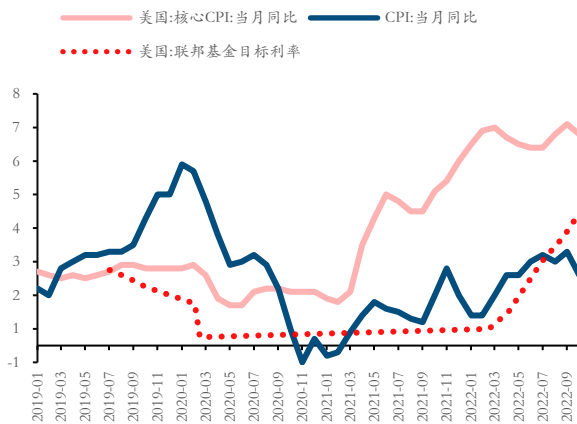


资料来源: Wind, 中信建投

线索二：海外大通胀大紧缩

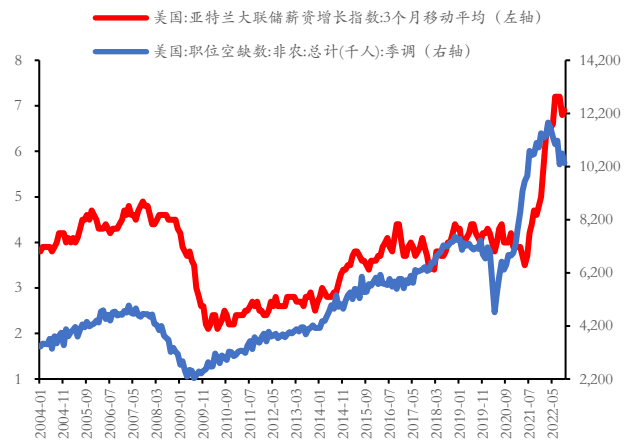
海外大通胀、地缘政治冲突、能源危机与美制裁措施等因素为新旧能源、安全主题带来阶段性行情。本轮海外大通胀始于 2021 年年中，美联储政策基调转紧始于 2021 年 9 月，正式加息始于 2022 年 3 月，在俄乌冲突推高油价、后续欧洲能源危机天然气大涨的背景下，通胀预期持续上行，美债利率快速爬升，中间仅有 6-7 月短暂的窗口市场担忧加息过猛导致后续经济衰退从而预期收紧放缓，但后续在美国就业数据坚挺而 CPI 连连超预期的背景下衰退交易很快继续转为紧缩交易，直到 10 月美国 CPI 低于预期后市场紧缩预期才再次缓解下来。海外大通胀大紧缩的线索除了引发了直接相关的旧能源板块行情以外，对于新能源替代甚至今年的大安全投资也带来催化：

图表10：美国 CPI 与核心 CPI 及联邦目标利率



资料来源: Wind, 中信建投

图表11：美国工资-通胀螺旋现象



资料来源: Wind, 中信建投

1) 旧能源板块的几次行情基本上跟随海外能源供给的线索，油气产业链在春节前后和 6 月份均贡献了一次主题性机会，此外煤炭在自身供给端受限的背景下成为了旧能源方向中表现最好的行业，但很可惜这部分机构投资者的配置比例相对有限。

图表12： 油气开采指数走势



资料来源: Wind, 中信建投

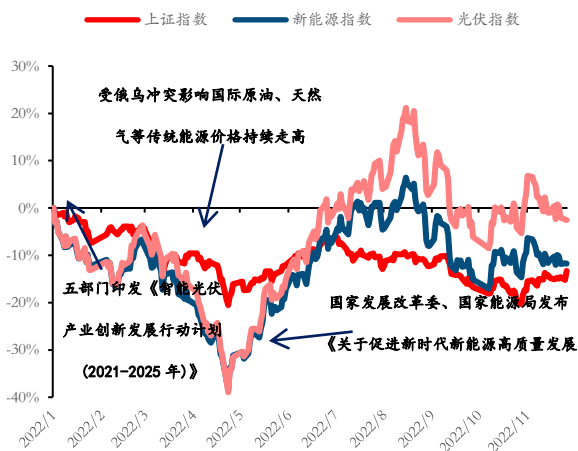
图表13： 煤炭指数走势



资料来源: Wind, 中信建投

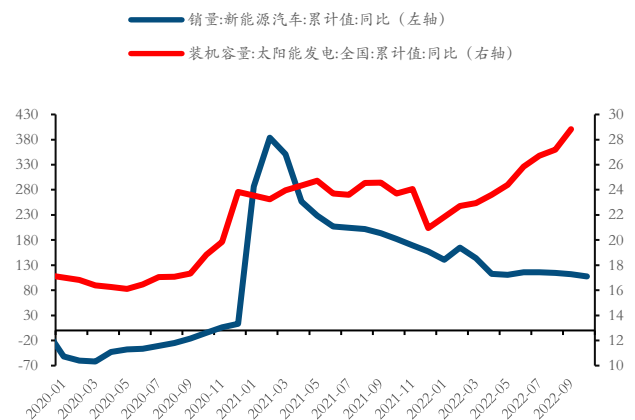
2) 新能源板块在经历了过去 2 年的行情后已然成为机构绝对重仓的品种，尤其是去年茅指数泡沫破裂后，资金迅速涌入宁组合完成切换。但是今年年初开始新能源板块就领跌市场，即便一季报宁德时代等龙头个股业绩仍然强劲但是市场对于行业后续增速放缓的担忧不止。而今年海外能源危机给到了新能源板块一次高光的行情，四月底市场跌出黄金坑后新能源成为后续市场阶段行情的领涨方向，欧洲光伏装机超预期等基本面催化使得今年新能源的增速放缓有限，这超出市场预期，这波行情也给机构投资者贡献了全年最为丰厚的收益，但是很可惜行情持续到 7 月初后就急转直下，并没有像 2021 年一样演绎成全年主线。今年的“四月决断”并没能持续到下半年。

图表14： 年内光伏行情好于新能源车



资料来源: Wind, 中信建投

图表15： 新能源车增速放缓，太阳能装机量增速仍强劲



资料来源: Wind, 中信建投

3) 国际冲突、能源危机等除了带给新旧能源以投资契机以外，实际上也加深了今年大安全主题在投资者心目中的地位，尤其是年中佩洛西访台前后市场对后续中美关系反复的担忧也加深了，因此 6 月以后市场围绕大安全的投资机会层出不穷，无论是和新旧能源相对贴合的能源安全、还是粮食安全、自主可控、数据中心、信创等都是建立在投资者对于后续发展安全的产业政策的强烈期待上。

图表16： 十九大及二十大报告产业部分内容对比

报告内容	十九大	二十大
目录	贯彻新发展理念，建设现代化经济体系	加快构建新发展格局，着力推动高质量发展
产业相关内容	瞄准国际标准	科技自立自强
	迈向全球价值链中高端	关系安全发展的领域加快补齐短板
	互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合	推动制造业高端化、智能化、绿色化发展
	在中高端消费、创新引领、绿色低碳、共享经济、现代供应链、人力资本服务等领域培育新增长点	构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎

资料来源: Wind, 中信建投

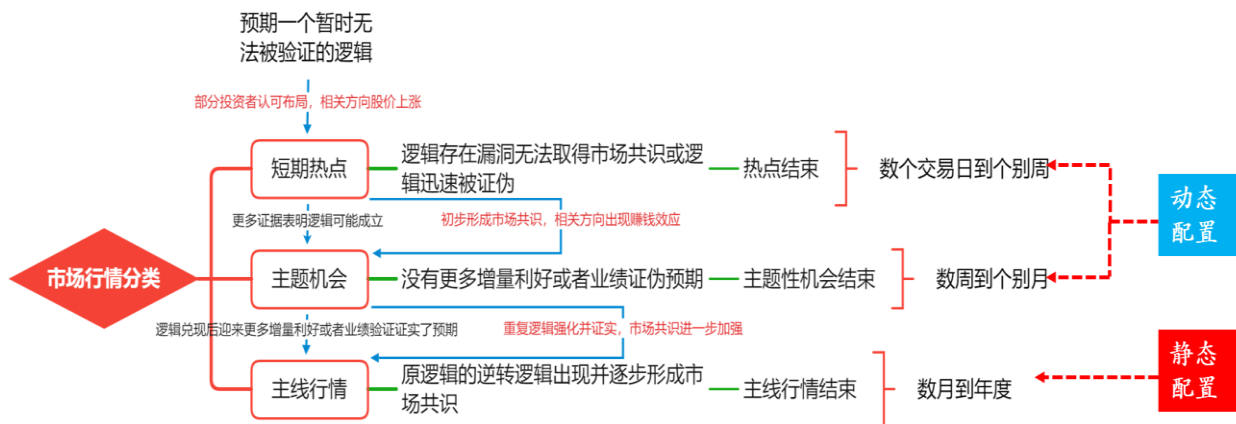
二、行情演化中的投资者行为模式

主线行情产生的过程

要弄清楚“运动战”策略占优的形成原因，不妨反过来先研究主线行情的形成过程，也就是抱团策略占优的底层逻辑。市场行情按照时间维度大体上可以分为短期热点（数个交易日到个别周）、主题机会（数周到个别月）、主线行情（数月或年度），对大部分机构投资者而言，短期热点难以参与，主题机会可参与但难重仓，主线行情始终是重点，从演绎过程来看：

- 1) 短期热点起于预期逻辑，可能是宏观与产业事件或者政策，短期迅速被投资者发酵，但后续数据或者跟进事件不足甚至迅速被证伪，投资者认可度上不去，因此持续时间短行情规模有限；
- 2) 主题机会也起于预期逻辑，可能是宏观与产业事件或者政策，短期迅速被投资者发酵，不同于短期热点之处在于除了最初的逻辑以外，后续不断补充新的政策或者相关事件进一步强化市场对于原逻辑兑现的信心，逻辑从分歧走向共识且相关方向股价也已经产生赚钱效应，市场的主要参与者基本都知道了当前的逻辑，到最后要么逻辑确实兑现但此后不再有新的增量利好跟进，要么逻辑最终仍然被业绩证伪，则主题机会结束。主题性机会的特点在于逻辑相对是可靠的，如后续确实颁布一系列相关政策刺激或确实某项新技术得到产业一致认可，这也是得以形成一段时间市场共识的原因，但逻辑兑现后往往短期难有进一步增量跟进或形成明确的业绩验证；
- 3) 主线行情同样起于预期逻辑，可能是宏观与产业事件或者政策，短期迅速被投资者发酵，逻辑被反复的增量数据或事件验证后形成共识且相关方向股价也已经产生赚钱效应，不同于主题机会之处在于，逻辑兑现后在原逻辑方向上进一步涌出增量利好和业绩验证，因此市场可以在原逻辑的基础上往后延伸预期新的更饱满的逻辑。最经典的形成主线行情的逻辑莫过于经济修复线索，行情可能始于政策基调的转松，在信贷回暖和经济领先指标企稳下验证，此后上市公司业绩进一步确认，到了这个时候市场终于才能确认经济修复是大概率的事，因此后续经济修复逻辑就会进一步延伸为经济上行甚至过热的逻辑，直到最后逆转逻辑产生并兑现，因此就市场的反映来看可能政策基调一转松甚至预期转松的时候都会有阶段性表现，而后续不断的验证和逻辑延伸将持续强化市场表现并可能最终形成牛市，而牛市就是最大的主线行情。

图表17： 市场的三种行情特征及投资者行为演化过程



资料来源: Wind, 中信建投

从上述推导过程我们可以清晰地看到任何级别的行情在初期时实际上都只是一个逻辑而已，最终演绎的结果完全取决于逻辑的发展和兑现情况。这就可以理解今年运动战行情的成因，即大部分有机会演绎成主线的逻辑都在刚刚形成主题性机会的时候夭折了。最典型的的就是上海疫后修复和地产产业链复苏这两个案例。

案例一：上海疫后修复行情

地方疫情爆发导致线下消费及地区相关的重要制造业基本面受损严重股价大跌；当地疫情新增确诊拐点确认，投资者明确了疫情从不确定性走向确定性的时刻；部分投资者已经可以提前预期新增确诊见底后地区防疫政策的确认性松动（虽然还未发生），想象到后续消费场景开放下的消费者涌入，同时物流恢复地区制造业开工的景象；前瞻性的资金按照预期的演绎进行布局，相关行业开始出现了股价上涨，但由于市场尚未形成共识，因此涨幅并不明显；随着每日公布的确诊数据不断下滑，部分地区开始陆续试点放开隔离，抗疫成功的信号愈发明显，最初的疫后修复逻辑获得了进一步强化，市场开始形成共识。

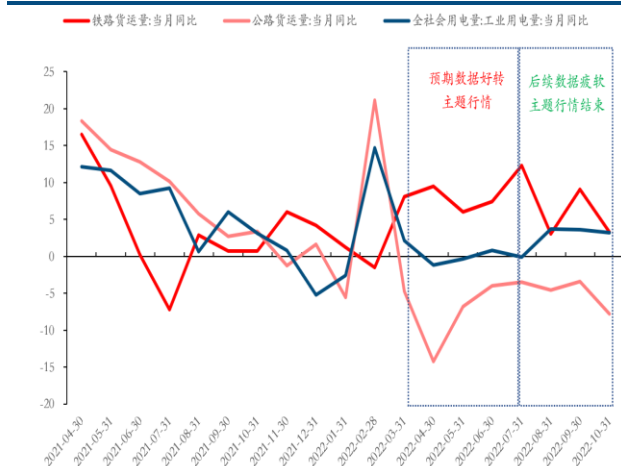
图表18：上海疫后修复主题投资演绎



资料来源：Wind，中信建投

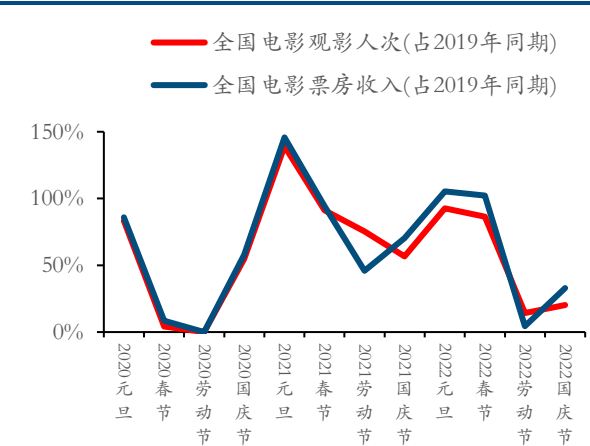
股价进一步上涨主题性机会已经形成，投资者也开始更精准的定价研究，如测算防疫放开后消费制造场景的修复程度会有多少从而测算股价应该要给多少；5月31日，全面解封宣布，相关板块逻辑兑现，市场等待线下消费如端午出行数据、院线数据的跟进，但最终数据仍然疲软，叠加放开后零星疫情数据反复，市场对后续逻辑进一步延伸至消费全面复苏不抱太大希望，主题性机会逐步结束。

图表19：上海疫后修复行情部分经济数据走势



资料来源：Wind，中信建投

图表20：较2019年节假日电影票房占比



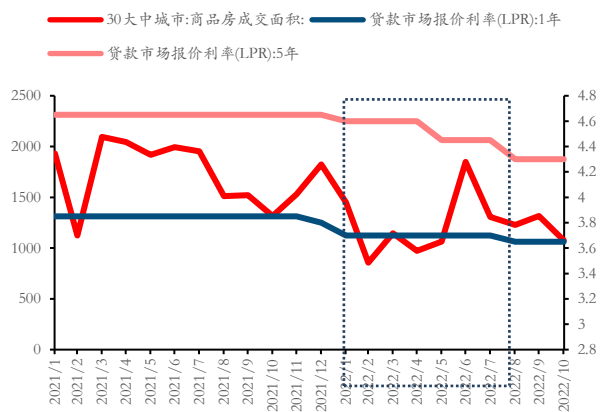
资料来源：Wind，中信建投

案例二：年内地产产业链修复行情

在房住不炒下房价上涨预期逆转，三道红线限制地产企业融资，商品房销售从2021年初持续回落，地产股经

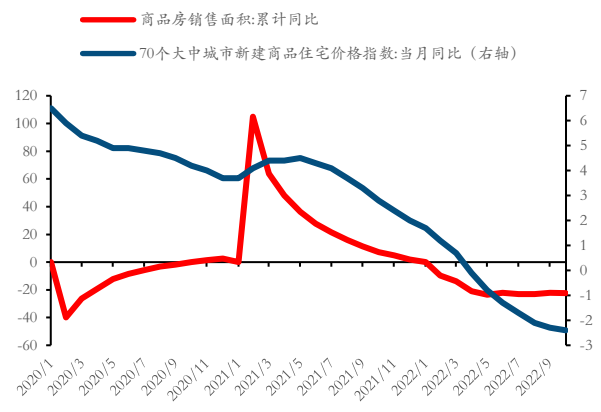
历了大跌。2021 年底“稳增长”定调被提出，结合此前管理层对部分暴雷地产开发商的救助，投资者得以预期可能地产景气或迎来重大拐点；过往地产产业链拉动经济立竿见影，因此投资者在地产政策基调转松后就可以开始预期后续进一步降准降息稳地产的动作，同时地产销售也将因为低房贷利率和首付比率而回暖（虽然还没发生），而地产销售终将带动地产产业链的各个环节需求回暖；前瞻性的资金按照预期的演绎进行布局，相关行业开始出现了股价上涨，但由于市场尚未形成共识，因此涨幅并不明显。

图表21：政策宽松到地产销售端传导不畅



资料来源：Wind，中信建投

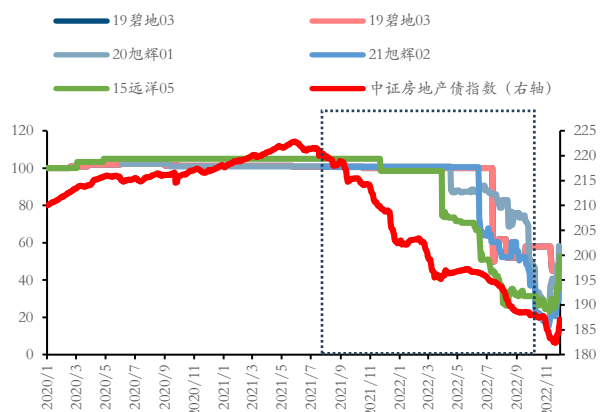
图表22：需求端：销售持续走低、房价承压



资料来源：Wind，中信建投

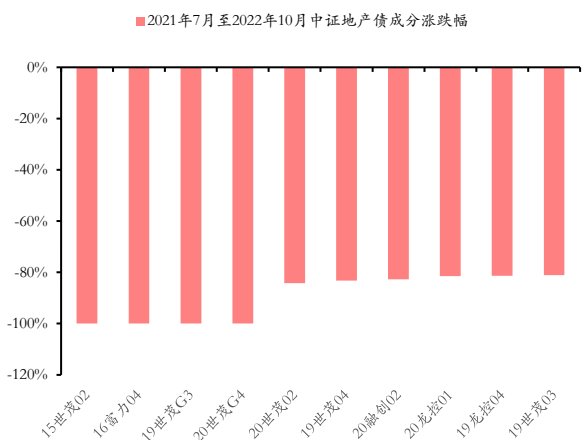
随着部分地区政策陆续配合中央基调刺激地产销售，同时连续降准降息甚至两年没动的 5 年期 LPR 都进行了调降，政策不断加码使得地产产业链复苏逻辑进一步强化，市场开始形成共识；股价进一步上涨主题性机会已经形成，投资者也开始讨论本轮地产产业链会对稳增长带来多少效果，能否对冲后续出口可能的下滑。

图表23：供给端：房企债务违约问题加剧



资料来源：Wind，中信建投

图表24：2021年7月至2022年10月地产债成分涨跌幅前十

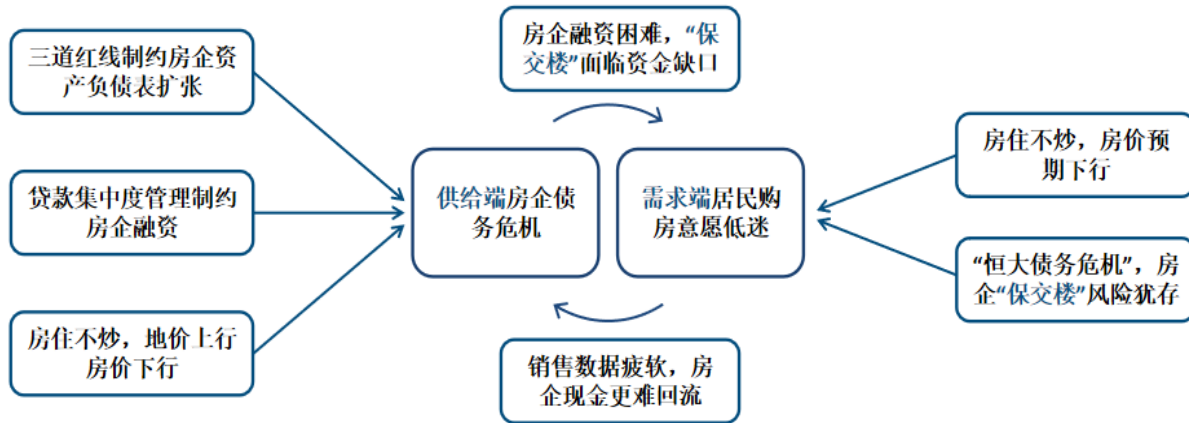


资料来源：Wind，中信建投

二季度起地产销售仍然进一步下滑远远未见企稳，同时商品房交付、地产开发商债务问题愈发严峻，连续的信

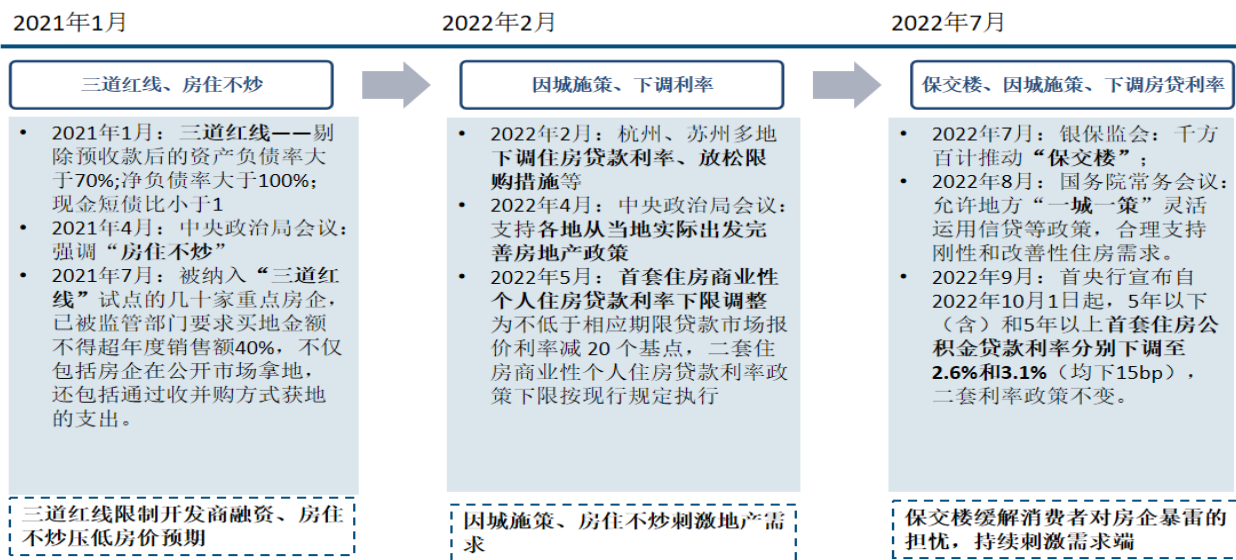
贷数据反复也最终证伪了年内地产产业链复苏的逻辑，主题性机会逐步结束。

图表25： 2021年至2022年Q2地产政策宽松到行业回升传导不畅



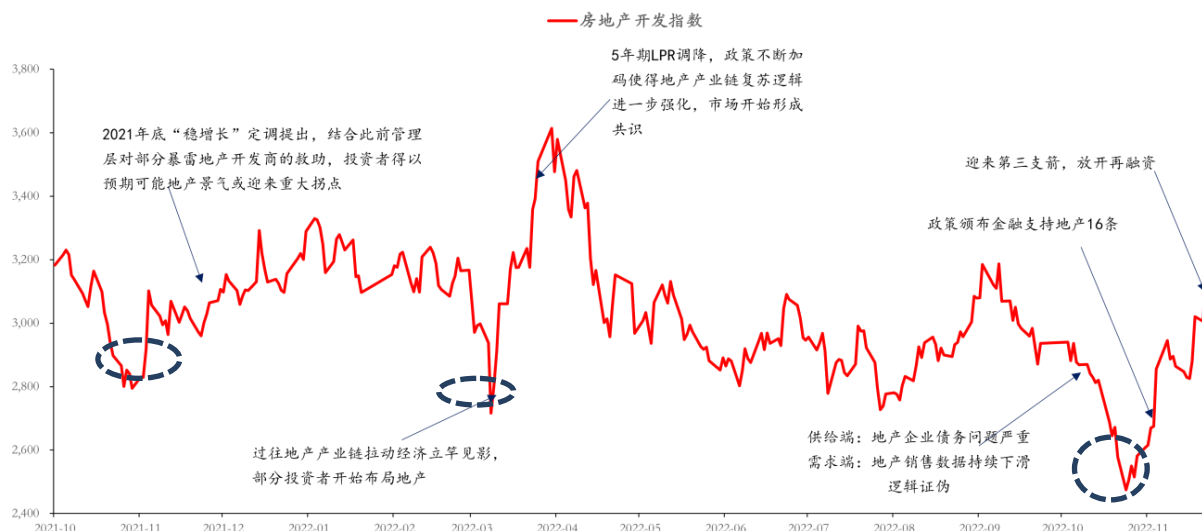
资料来源: Wind, 中信建投

图表26： 2021年至2022年9月地产政策时间线



资料来源: Wind, 中信建投

图表27： 地产指数走势及主题演绎



资料来源: Wind, 中信建投

什么样的环境容易诞生持续的主线？

通过前面两个案例的复盘，我们已经对今年年内主线行情缺失即抱团策略失效的演绎过程有所了解，什么样的环境容易孕育主线行情呢，为此我们复盘了股权分置改革后十七年的 A 股行情，发现最容易驱动主线行情诞生的来源主要有二，其一是经济周期主导的以地产与出口产业链为支柱的顺周期板块，其二是新兴产业变迁主导的景气赛道板块，具体来看：

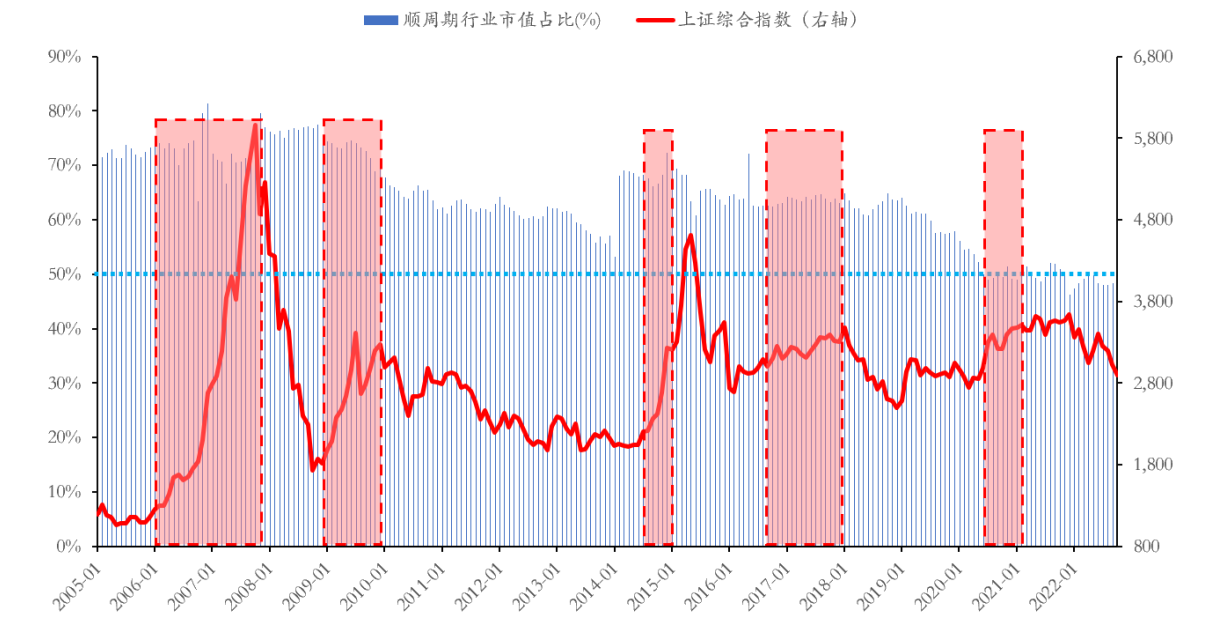
图表28： 历年配置思路复盘



资料来源: Wind, 中信建投

- 1) 顺周期贡献主线多数意味着牛市。顺周期板块成为主线的阶段往往都是市场偏强的时候，如 2006-2007、2009、2014 下半年、2016 下半年-2017、2020 下半年，原因在于顺周期板块在 A 股中的市值权重举足轻重，因此顺周期板块的强势也常常被作为牛市的代名词；

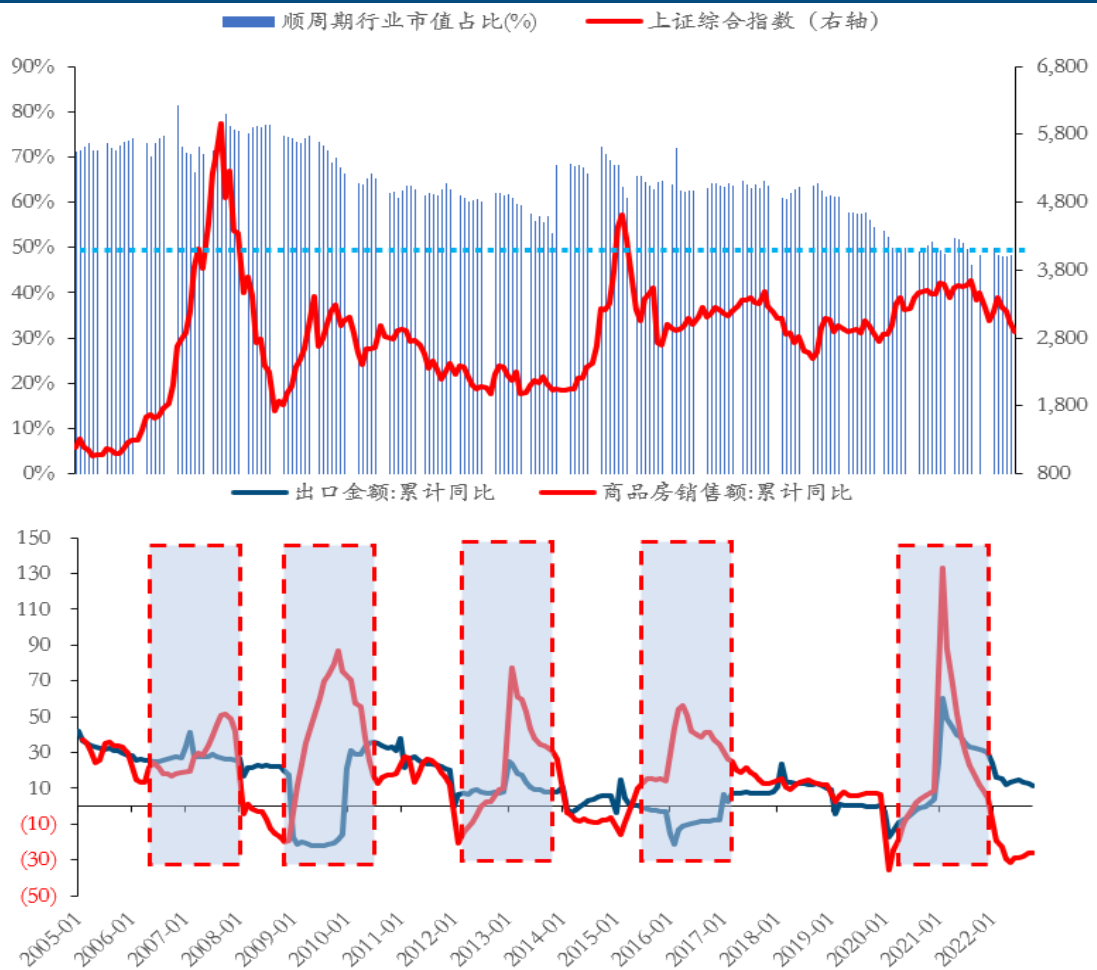
图表29： 顺周期板块占比与上证走势图



资料来源: Wind, 中信建投

- 2) 顺周期在地产和出口共振上行时逻辑更顺，当两者错位或共振下行是往往顺周期板块缺位主线。顺周期板块主要受到地产和出口产业链景气的影响，2003 年中国加入 WTO 以后，中美经济周期大部分时候是共振的（形式多为全球大衰退后的共振复苏），因此代表国内需求的地产产业链和代表海外需求的出口产业链往往是同步上行或下行的，因此如 2006-2007,2009,2017,2020 下半年两者共同上行的阶段投资者逻辑顺畅，主线行情强度较大，但当两者背离时容易导致景气逻辑不顺畅，如 2012-2014 期间海外需求再企稳后国内经济下台阶，2022 出口韧性地产疲弱，此时大多数顺周期板块难以贡献持续的主线；

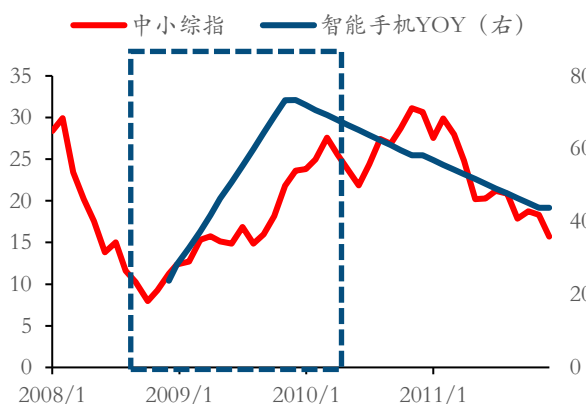
图表30： 上证指数与出口地产行业景气度关系



资料来源: Wind, 中信建投

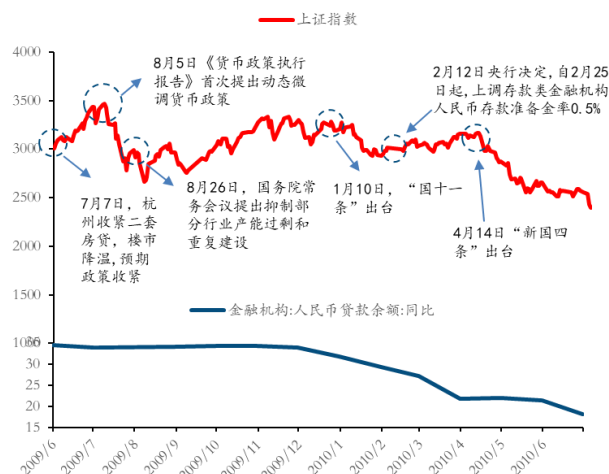
- 3) **顺周期缺位但景气赛道补足时市场出现持续性的结构性主线。**当顺周期板块受经济周期下行影响无法贡献主线行情逻辑时，新兴产业变迁主导的景气赛道板块往往能补足缺口，主要包括：2009 年下半年-2010 年上半年，彼时货币地产紧缩拐点愈发明朗，但智能手机产业链进入渗透爆发，带动当时的中小板成为主线，上证指数得以在 3200 附近走出震荡市；2013 年经济弱复苏后迅速下行，但智能手机渗透率打满后催化的移动互联网景气赛道补足了顺周期的缺位，因此投资者得以见证创业板指数一年翻一倍；2021 年亦是国内经济在二季度后迅速下台阶，但是新能源补足了这方面的缺口，因此上证指数全年在 3500 点附近走出震荡市，但市场确实具备强劲的景气赛道主线；

图表31： 智能手机渗透爆发



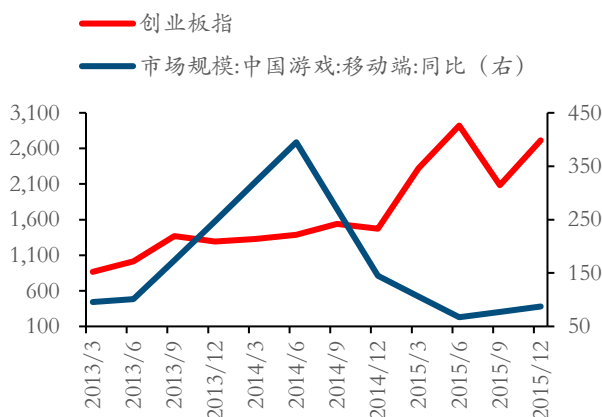
资料来源: Wind, 中信建投

图表32： 货币、地产政策收紧，上证指数在 3200 附近震荡



资料来源: Wind, 中信建投

图表33： 移动互联网景气助推创业板指数年内翻倍



资料来源: Wind, 中信建投

图表34： 市场风格由茅指数向宁组合快速切换



资料来源: Wind, 中信建投

4) 景气赛道的主线主要形成于新兴产业渗透率从 1-10 的阶段。0-1 的阶段可能增速惊人但体量偏小不确定性太强，10-100 的阶段空间想象力已经不够，因此景气赛道的主线基本上形成于新兴产业渗透率从 1-10 的阶段，这个阶段景气赛道体量、增速都处在刚刚好的位置，往后 3-5 年有相对确定性的高增长，基金对景气赛道的增配基本也都是在这个阶段迅速爬升，过去来看，主要有 2005-2007 城镇化率高速上行（地产产业链、大金融）2009-2010 移动互联网硬件端（电子），2013-2015 移动互联网软件端（计算机、传媒），2017-2020 消费升级（后来拓展成茅指数），2019-2021 新能源（车光风等）。

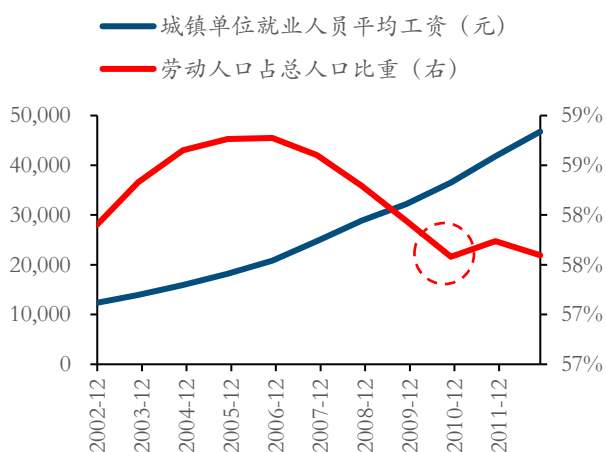
图表35： 产业渗透率与对应产业指数相对收益



资料来源: Wind, 中信建投

5) 当顺周期本身就是景气赛道时 A 股走出最大主线牛市。顺周期板块本身就是景气赛道的时期有且只有一次，就是 2003-2010 时期刘易斯拐点前的黄金阶段，此时城镇化率是国内政策的主旋律，在这种最顺畅的逻辑下 A 股才得以见证 6124 点的上证指数。

图表36： 2002-2010 年我国正处于人口红利期



资料来源: Wind, 中信建投

图表37： 城镇化背景上证指数达到 6124 点



资料来源: Wind, 中信建投

到此为止我们探究了 A 股主线行情的演绎过程，即主线行情形成一个短期无法被证伪的逻辑，而该逻辑需要后续反复的增量事件或者业绩数据等来验证逻辑从将预期拓展形成新的逻辑，从分歧走向一致。

而对 A 股市场而言最容易孕育主线行情背景一个是地产与出口产业链景气上行期的顺周期板块，另一个是新兴产业变迁迎来渗透率拐点的景气赛道板块：

1) 对顺周期板块而言，市场的将走过“经济大幅衰退（预期政策基调转松）-政策基调转松（预期信贷回暖）-信贷回暖（预期经济领先指标企稳）-经济领先指标企稳（预期经济同步指标转暖）-经济同步指标企稳（预期相关上市公司盈利上行）”的逻辑验证和预期拓展，市场则逐步 price-in 了经济完全复苏的场景；

图表38： 顺周期板块投资演绎过程



资料来源：Wind，中信建投

2) 对景气赛道而言，市场的将走过“景气赛道产品认可度提高需求高增（预期产能不足供需错配）-产能不足供需错配（预期产业链内主要产成品或材料涨价）-产业链内主要产成品或材料涨价（预期相关公司业绩优秀、投产及融资需求增长）-相关公司业绩优秀、投产及融资需求增长（预期产出放量渗透率进一步提升）”的逻辑验证和预期拓展，市场则逐步 price-in 了渗透率终点的场景。

图表39： 景气赛道板块投资演绎过程



资料来源：Wind，中信建投

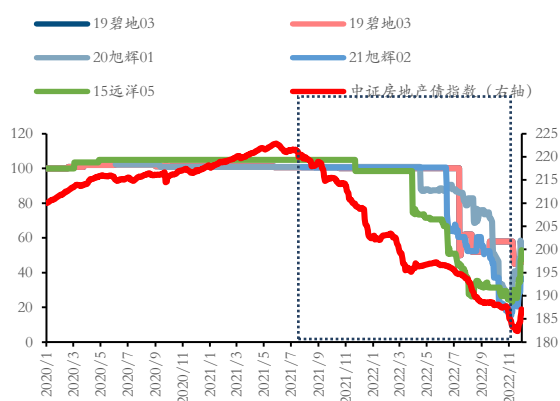
三、未来市场将迈入运动战时代

当前“运动战”占优的原因

综合上述分析，我们可以理解今年始终形成不了主线行情即抱团策略失效的根本原因，一方面是中美周期错位下顺周期产业链的逻辑链条始终不能很好的传导，另一方面是产业变迁正值新老交替前后两者的逻辑链条也都不顺，具体来看：

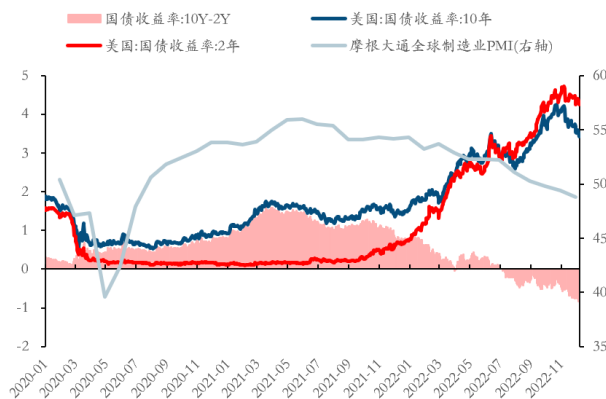
1) 顺周期产业链的两大支撑中地产修复逻辑受超预期的债务问题干扰，出口始终有预期外需下行的担忧。地产方向，过去投资者习惯性在地产政策边际放松时就期待后续地产数据回暖的行为模式在今年屡次受挫，本轮地产周期带有严重的债务问题，这有别于过往每一次周期，因此在地产债务问题彻底缓解之前今年大部分时间政策宽松传导到景气修复的逻辑链条是打不通的；出口虽然保持韧性但目前美债期限利差倒挂，摩根大通全球制造业 PMI 等外需领先指标均在年初时就已经开始提示后续海外需求的下行风险，虽然事后来看外需的韧性几乎一直持续到三季度，但此前达摩克利斯之剑始终悬挂。

图表40：供给端：房企债务违约问题加剧



资料来源：Wind，中信建投

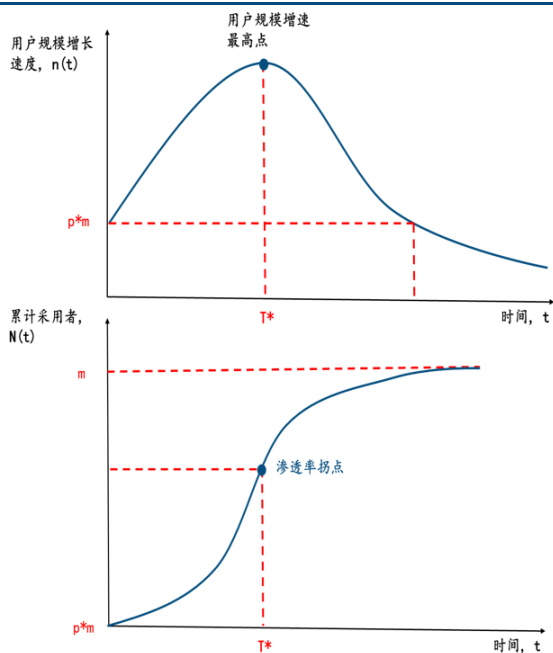
图表41：摩根大通全球制造业 PMI 及美债走势



资料来源：Wind，中信建投

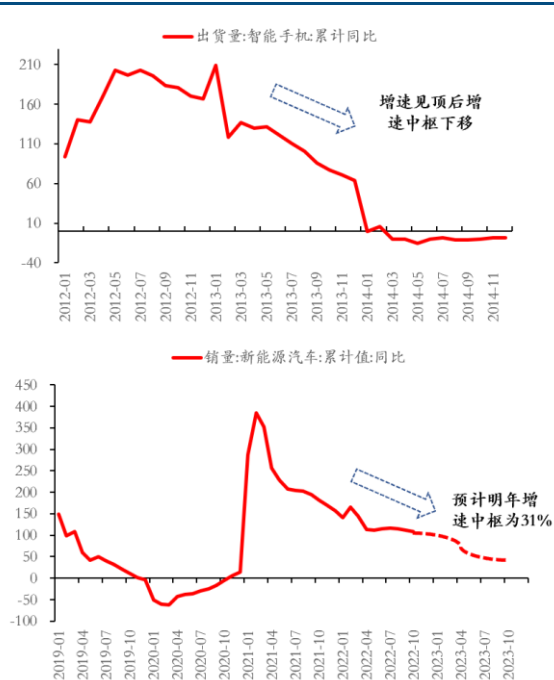
2) 景气赛道今年正值泛新能源向泛自主可控的过渡，但整体尚属青黄不接。过去三年作为新兴产业代表的泛新能源板块今年迎来增速中枢的长期拐点，尤其是新能源车已经度过了此前三位数增长的最黄金阶段，市场预期后续大概率维持两位数高增但增速中枢放缓是确定的趋势，市场逻辑正式从 1-10 切换到 10-100。从今年的政策线索来看，二十大中正式将大安全线索的地位提到最高层级，泛自主可控（包含能源安全、国产替代等）或许是景气赛道下一个 1-10 的接续者，但今年来看这些方向尚未如 2019-2020 的泛新能源板块一样形成较好的景气数据验证从而使得逻辑链条得以延续，因此今年下半年来虽然市场屡屡爆发阶段性的如军工、信创等机会，但尚难构成主线。

图表42：销售量及累计用户曲线



资料来源: Journal of Marketing, 中信建投

图表43：新能源汽车销量增速中枢下移



资料来源: Wind, 中信建投

未来很长时间运动战都将是最优策略

顺周期方向，中性预期下地产逻辑链条拓展还需半年，出口逻辑链条拓展至少还需一年，在此之前大概率会不断涌现出扩内需政策预期下的主题性机会：

- 1) 地产第三支箭后，目前市场对于地产政策的大部分预期都已经兑现，因此整体后续地产线索的逻辑链条可能是：地产需求端政策刺激-商品房保交楼问题解决-地产供给端融资政策放开-地产供给端资金问题担忧缓解-居民对地产销售信心回暖-地产销售数据走好-地产开发商资金回笼资金链问题消除-地产新开工和投资跟进-地产产业链需求修复。过去几轮地产周期来看，每轮地产再融资政策落地后到地产销售、房价预期的确定性回暖大约在 3-6 个月左右，考虑到本轮地产债务压力仍然需要时间彻底解决，因此可能本轮修复的时滞或较长，因此景气修复的验证可能至少 6 个月左右。在这个阶段下除非地产政策进一步超预期，如一线城市放开限购等，否则地产修复的逻辑链条或有反复。

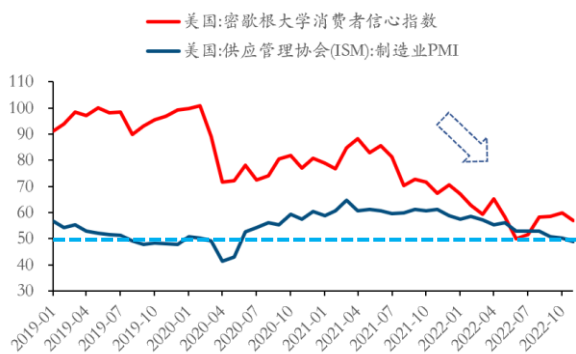
图表44： 地产修复逻辑链条



资料来源: Wind, 中信建投

2) 出口方向前期市场担忧的外需下滑已经逐步兑现，三季度后快速转负。目前来看海外主要货币利率数据、经济领先指标大部分指向衰退不可避免，考虑到目前美国已经处于主动去库存的初期，这个过程可能需要至少一年，在此之前出口链条若想提前支撑顺周期方向形成主线需要的超预期是后续海外衰退预期被证伪，概率较小。

图表45： 美国消费者信心及 PMI 持续走弱



资料来源: Wind, 中信建投

图表46： 美国进入主动去库存周期

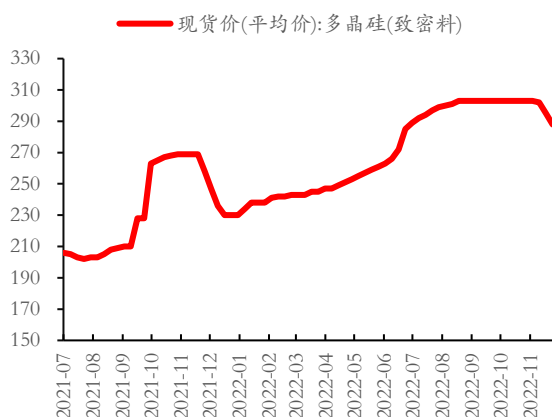


资料来源: Wind, 中信建投

景气赛道方向，当前已经进入过渡阶段，类似于移动互联网硬件端到内容端的过渡期，因此景气赛道中旧方向的业绩超预期和新方向的政策驱动超预期大概率都会贡献较多的主题性机会，但要形成主线行情仍需等待新方向方向的主线行情可能会在明年下半年左右逐步形成：

1) 旧景气赛道中主导的新能源车、光伏等已经相对明确地走过增速拐点，从过去的普涨转向精选个股，估值逻辑也将逐步从 PEG 切向 PE，而其衍生赛道如储能、风电等尚未完全走过增速拐点，因此后续若这些衍生赛道超预期则可能反复上演主题性机会，类似于今年年中的景气中小盘行情，但相对难直接拓展出主线行情逻辑链条；

图表47：多晶硅价格回落，储能行业有望受益



资料来源：Wind，中信建投

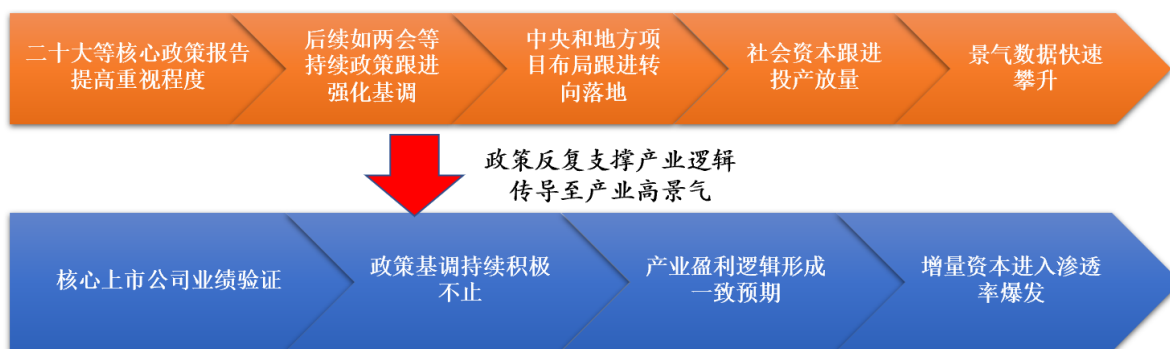
图表48：风电装机累计同比



资料来源：Wind，中信建投

2) 2013 年的影视、手游板块实际上也有较好的业绩支撑才得以形成主线行情，我们认为目前政策预期最足有望接棒的泛安全也不例外，目前大部分相关领域均还在 0-1 的阶段。我们预计产业形成主线行情的逻辑链条预计为：二十大等核心政策报告提高重视程度-后续如两会等持续政策跟进强化基调-中央和地方项目布局跟进转向落地-社会资本跟进投产放量-景气数据快速攀升-核心上市公司业绩验证-政策基调持续积极不止-产业盈利逻辑形成一致预期-增量资本进入渗透率爆发。产业目前刚刚完成逻辑链条的第一环，处于早期的政策驱动阶段，预计明年多以主题性机会为主，若超预期形成主线行情契机可能在于部分行业的，但不排除最快明年两会后在稳增长基调延续下有更多刺激性政策和项目落地从而加快逻辑链条的拓展。

图表49：泛安全板块全面推进逻辑链条

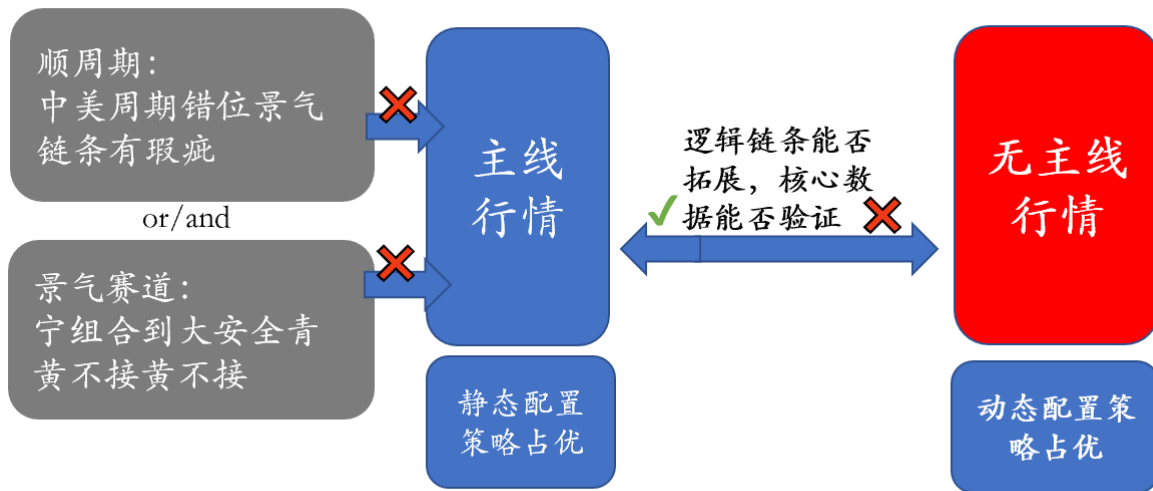


资料来源：Wind，中信建投

整体来看，当前很难期待静态抱团占优的环境重新回归，未来很长时间“运动战”将是市场主旋律。由于顺周期行情地产修复仍需要传导半年左右才能看到核心数据的边际改善，而全球发达国家衰退背景下外需减弱的影响持续时间还要更久才能结束；产业变迁向来非一日之功，当前青黄不接的迹象也不是短期能够逆转的，我们目前尚难看到“大安全”达到“宁组合”在 2019 年时的渗透率快速突破的迹象，因

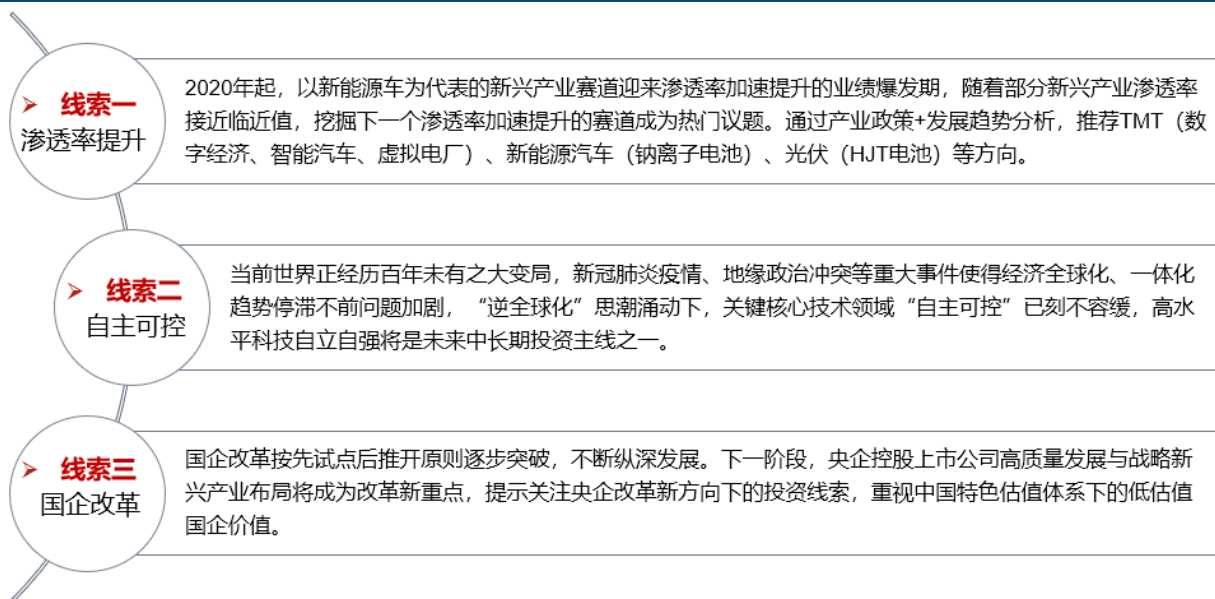
此近半年到一年内或难期待市场重回静态抱团占优的环境。在这之前市场大概率会阶段性反复上演主题性机会，后续运动战占优预计还将持续。明年维度，无论是当前的国内“扩内需”下的地产产业链修复、消费出行回暖，还是产业政策带动下的各类主题投资机会都不会缺席，但市场逻辑链条也都达不到持续性抱团主线的程度，运动战还是最佳战术。

图表50： 抱团策略占优的条件尚不满足，后续运动战占优预计还将持续



资料来源: Wind, 中信建投

图表51： 明年主题投资三大线索



资料来源: Wind, 中信建投

风险提示：

（1）美联储加息超预期，如果美联储持续激进加息，美元流动性收紧，作为全球资产定价锚的美债利率将面临继续上行风险，国内货币政策也或将面临一定约束；

（2）疫情形势恶化超预期，如果疫情零星反复形势超预期恶化，那么企业供应链、生产活动等都将势必受到影响，从而面临业绩下滑或增速不及预期风险；

（3）国内经济复苏或者稳增长政策的效果不及预期，如果国内经济面临企稳压力，复苏力度不及预期，那么整体市场走势或继续承压，后续市场对政策刺激效果的信心可能进一步滑落。

分析师介绍

陈果：中信建投证券董事总经理（MD）、研委会副主任、首席策略官。复旦大学理学学士，上海交通大学金融硕士，曾任安信证券首席策略师，研究中心副总经理。因市场把握准确闻名，2020 年疫情冲击下的市场底部提出“黄金坑”与“复苏牛”。2021 年提出从茅指数到宁组合，是“宁组合”的首创者。曾多次荣获新财富、水晶球和金牛奖中国最具价值分析师等奖项，也是 A 股市场最具影响力的策略分析师之一。

何盛：上海交通大学工学学士、控制工程硕士，目前主要负责大势研判、专题研究、海外策略等领域。曾任东北证券策略分析师，2022 年加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上	
	中性	相对涨幅-10-10%之间	
	弱于大市	相对跌幅 10%以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心
B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号
南塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务
中心B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk