

以防御的姿态进攻

证券研究报告

2023年02月18日

核心结论

全面注册制改革叠加转融通费率调降，金融改革政策全面推进，跨年行情进入政策兑现阶段。全面注册制提振市场情绪，市场大概率温和上涨，从历史经验来看上证指数在三次注册制试点后 30 交易日涨跌幅分别为 0.91%、-0.76%、2.34%；创业板指涨跌幅分别为 5.83%、3.73%、-3.18%。从中长期视角来看，全面注册制导致 A 股市场整体 IPO 金额增加 9.79%，对 A 股市场整体流动性冲击有限，而转融业务规则调整将提升两融交易活跃度，历史上上证指数、万得全 A 在四次转融费率下调后 60 个交易日平均涨跌幅分别为 5.72%、7.53%，上涨概率分别为 75%、100%，消费和金融风格，家用电器、食品饮料和计算机行业表现居前。

从历史经验来看，市场阶段高点前风格走向均衡，消费相对占优。自 2019 年以来，万得全 A 指数经历过五次高点，分别对应 2019 年 4 月、2020 年 7 月、2021 年 2 月、2021 年 12 月以及 2022 年 7 月。在市场的最后冲刺阶段，我们观测到指数高点前市场风格从前期的成长占优逐渐走向均衡，在指数高点前的 10 个交易日内万得全 A 平均上涨 6.43%，风格间分化收敛，消费板块出现过三次相对占优的情形，主要是受益于经济复苏预期与资金的推动，在高点前的 10/20 个交易日内分别取得了 1.88%/3.55% 的超额收益；胜率较高的行业包括社会服务、食品饮料、美容护理等。

蓝筹股仍有最后一涨。随着防控政策放开后线下经济活动的快速修复，市场正在逐步由“强预期，弱现实”向着复苏预期兑现的逻辑转变，另一方面注册制改革的政策推进叠加两会临近背景下针对金融体系与国企改革的政策有望逐步落地，跨年行情仍有最后一涨。而从风格来看，经济预期修复，短端利率快速上行，高风偏资金获利了结，市场风格正在回归价值主线。短期来看，在国企改革政策预期催化之下，金融，通信，火电，建筑，交运，军工等行业仍有机会。

价值投资的长期回归仍在途中。我们在《当下市场与 2019 年的异与同》提出“2023 年市场是 2019 年节奏与 2017 年风格的结合”。中期来看，国内经济加速修复，海外流动性预期修正，叠加金融改革推进，价值风格的回归仍是大势所趋。行业层面建议关注：医药中消费属性较强的消费医疗、中药、药房、医疗器械等细分领域；地产后周期的家电，建材，轻工等行业；随着消费电子中的存储、面板等细分行业。

风险提示：政策推进不及预期，国内疫情反复超预期，海外经济衰退超预期，产业发展不及预期。

分析师



易斌 S0800521120001



15821350001



yibin@research.xbmail.com.cn

联系人



慈薇薇



13916466506



ciweiwei@research.xbmail.com.cn

索引

内容目录

一、 金融改革持续推进，跨年行情仍有催化	5
1.1 全面注册制正式落地，具有里程碑意义	5
1.2 全面注册制正式实施将对资本市场产生哪些影响	6
1.3 转融资费率再次下调，有望激活交易热情	8
二、 阶段行情结束前，市场多会转向价值	10
2.1 2019年4月指数高点前风格表现	11
2.2 2020年7月指数高点前风格表现	12
2.3 2021年2月指数高点前风格表现	13
2.4 2021年12月指数高点前风格表现	14
2.5 2022年7月指数高点前风格表现	15
三、 风险提示	16

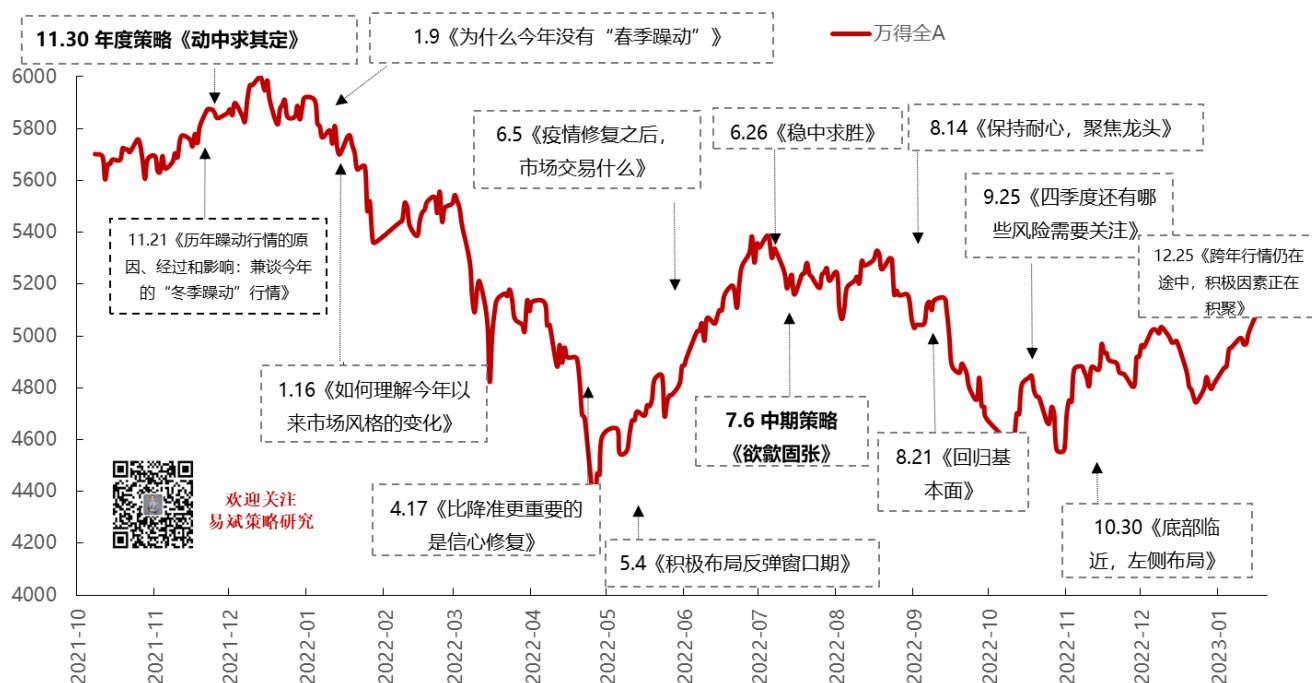
图表目录

图 1：2022 年以来市场表现与西部策略观点复盘	4
图 2：上证指数在三次试点落地后市场表现	6
图 3：创业板指在三次试点落地后市场表现	6
图 4：A 股月度 IPO 募资金额（亿元）	7
图 5：A 股历史上 4 次下调转融资费率后两融余额（亿元）和两融交易占比	8
图 6：万得全 A 行情与价值与成长相对表现	10
图 7：2019.1.4 起风格累计收益率	12
图 8：2019.1.4 起大类风格累计收益率	12
图 9：2019 年 4 月初指数高点前 10 个交易日行业涨跌幅（%）	12
图 10：2020.3.24 起风格累计收益率	13
图 11：2020.3.24 起大类风格累计收益率	13
图 12：2020 年 7 月中指数高点前 10 个交易日行业涨跌幅（%）	13
图 13：2020.12.30 起风格累计收益率	14
图 14：2020.12.30 起大类风格累计收益率	14
图 15：2021 年 2 月指数高点前 10 个交易日行业涨跌幅（%）	14
图 16：2021.7.29 起风格累计收益率	15
图 17：2021.7.29 起大类风格累计收益率	15
图 18：2021 年 12 月指数高点前 10 个交易日行业涨跌幅（%）	15
图 19：2022.4.27 起风格累计收益率	16
图 20：2022.4.27 起大类风格累计收益率	16

图 21：2022 年 7 月指数高点前 10 个交易日行业涨跌幅（%）	16
表 1：全面注册制实行后粗略测算主板 IPO 金额增长（单位：亿元）	7
表 2：转融资费率下调后市场平均表现.....	9
表 3：转融资费率下调后行业平均表现.....	9
表 4：近 5 次市指数高点前 10、20 个交易日市场表现	11
表 5：近 5 次指数高点前 10、20 个交易日行业超额收益与胜率	11

跨年行情接近尾声，但回归价值投资的长期趋势才刚刚开启。我们在2022年9月25日报告《四季度还有哪些风险需要关注》中指出，“市场正在迎来最艰难的时刻，11月中旬有望迎来大级别底部”，耐心等待三季报后的“价值搭台，成长唱戏”。10月30日报告《底部临近，左侧布局》指出，“当下已是黎明前最后的黑暗，布局估值切换行情的窗口正在打开。”11月6日报告《平心静气，市场磨底》提示，“短期过快的预期修正将带来市场波动的加大”，同时强调“医药、家电、食品饮料行业的估值切换行情正在进入布局期”。11月13日报告《还可以再等等》提示，“长期配置窗口已经打开，短期仍需面对波动。”11月19日报告《理财市场波动对A股有哪些影响》指出，“耐心等待底部夯实，逢低布局跨年行情”。11月26日报告《今年的跨年行情与往年会有哪些不同》，提示“今年的跨年行情更晚，更强，更价值”。12月4日报告《市场风格要切换了吗》，指出“回归价值投资的长期趋势刚刚开启。”12月11日报告《“跨年行情”仍在途中，关注交易热度扩散》中指出“跨年行情仍在途中，虽然过程仍有颠簸，但趋势尚未发生变化”，“短期关注板块内部的热度扩散”。12月18日报告《政策窗口正在打开》指出，“短期市场政策博弈开启再平衡，但最终风格将回归大盘”。12月25日报告《跨年行情仍在途中，积极因素正在积聚》，中指出“短期经济扰动接近极致，市场盈利预期正在向远期切换”。1月3日报告《当下仍是有为期》中指出“跨年行情有望进入第二阶段，市场风格转向均衡。”在报告《2023年A股“钱”从何处来？》中提出，“险资、外资等机构资金仍是主要增量来源。”在1月15日报告《持股过年》中明确提出，“节后市场有望迎来跨年行情的第三阶段。”在2月2日报告《外资先行，内资有望接棒》中指出，“2月内外资有望合力，推动A股延续修复行情。”在2月12日报告《当下市场与2019年的异与同》提出“2023年市场是2019年节奏与2017年风格的结合”。

图 1：2022 年以来市场表现与西部策略观点复盘



资料来源：Wind，西部证券研发中心

一、金融改革持续推进，跨年行情仍有催化

1.1 全面注册制正式落地，具有里程碑意义

全面注册制正式落地。2023年2月17日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，标志着全面注册制的正式落地。本次全面实行注册制制度规则的发布实施，标志着注册制的制度安排基本定型，标志着注册制推广到全市场和各类公开发行股票行为，在中国资本市场改革发展进程中具有里程碑意义。本次全面注册制改革从征求意见（2022年2月1日）到正式落地，用时仅16天，第一体现了党和国家健全资本市场功能深化资本市场改革的决心信念；第二是前期试点积累大量经验，不断完善配套制度的成果。

全面注册制内容包括发行、注册、保荐承销、重组、监管和投资者保护五大方面。全面注册制规则制度涵盖发行条件、注册程序、保荐承销、重大资产重组、监管执法和投资者保护等各个方面。主要包括：

（一）精简优化发行上市条件。坚持以信息披露为核心，将核准制下的发行条件尽可能转化为信息披露要求。各市场板块设置多元包容的上市条件。

（二）完善审核注册程序。坚持证券交易所审核和证监会注册各有侧重、相互衔接的基本架构，进一步明晰证券交易所和证监会的职责分工，提高审核注册效率和可预期性。证券交易所审核过程中发现重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索的，及时向证监会请示报告。证监会同步关注发行人是否符合国家产业政策和板块定位。同时，取消证监会发行审核委员会和上市公司并购重组审核委员会。

（三）是优化发行承销制度。对新股发行价格、规模等不设任何行政性限制，完善以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售等机制。

（四）是完善上市公司重大资产重组制度。各市场板块上市公司发行股份购买资产统一实行注册制，完善重组认定标准和定价机制，强化对重组活动的事中事后监管。

（五）是强化监管执法和投资者保护。依法从严打击证券发行、保荐承销等过程中的违法行为。细化责令回购制度安排。

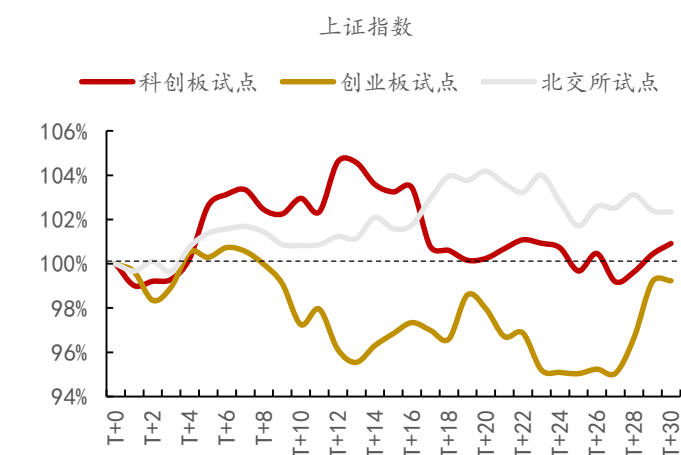
此外，全国股转公司注册制有关安排与证券交易所总体一致，并基于中小企业特点作出差异化安排。

全面注册制实施只是金融改革的起点，后续仍有配套政策推进。例如2月17日为配合全面注册制实施，中证金融同期发布转融通业务规则修订，修订内容主要包括降低主板转融通门槛、降低证券公司转融通业务成本等。后续来看，随着全国两会临近，相关人事变动逐步落地，国企改革与重构社会主义估值体系政策有望加速落地。

1.2 全面注册制正式实施将对资本市场产生哪些影响

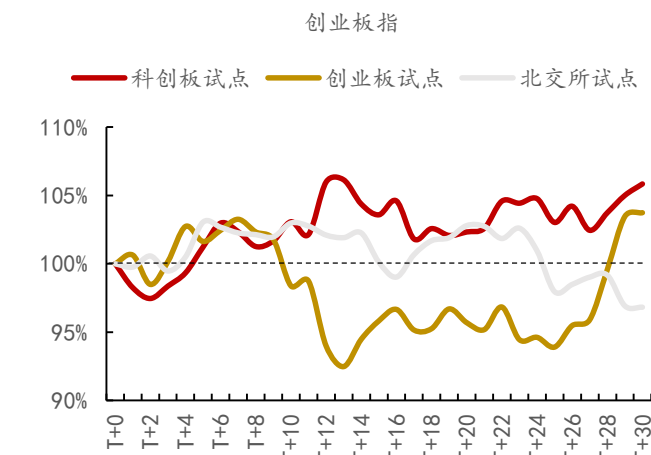
政策利好提振市场情绪，短期市场大概率温和上涨。通过回顾历史上科创板、创业板、北交所三次试点注册制后 30 个交易日内的市场表现，上证指数在三次试点后 30 交易日收盘价相对于基准日涨跌幅分别为 0.91%、-0.76%、2.34%；创业板指涨跌幅分别为 5.83%、3.73%、-3.18%。我们认为，全面注册制改革落地，政策利好提振市场情绪，短期市场温和上涨是大概率事件。

图 2：上证指数在三次试点落地后市场表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

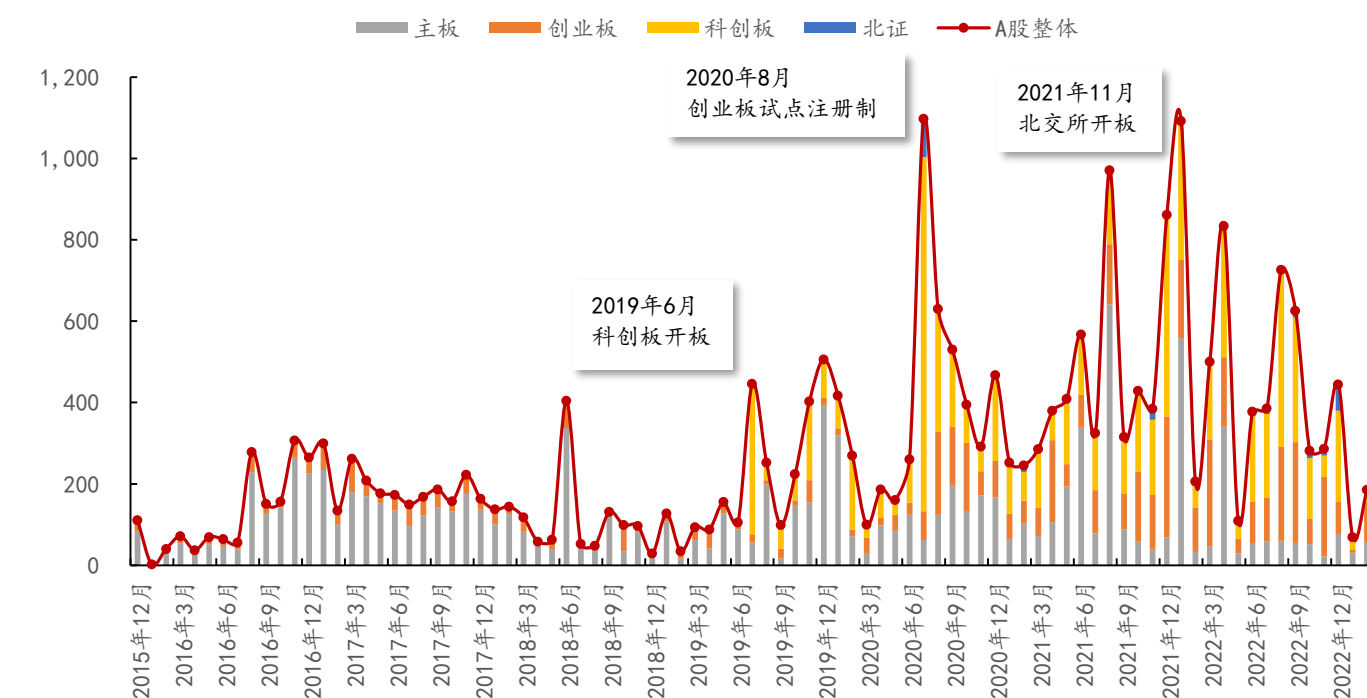
图 3：创业板指在三次试点落地后市场表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

从中长期视角来看，全面注册制实施导致的 IPO 增加对 A 股市场整体流动性冲击有限。从 A 股 IPO 历史来看，发生股票市场发行制度改革，会造成 IPO 金额的增长，对股票市场流动性形成一定的冲击。2020 年创业板试点注册制后一年创业板 IPO 总金额相较于试点前增长 55.18%，参考创业板情况，我们粗略测算全面注册制实施一年内主板 IPO 募集资金增加 474.58 亿元，而全面注册制前一年 A 股市场整体 IPO 金额为 4845.70 亿元，粗略测算结果显示全面注册制导致 A 股市场整体 IPO 规模增加 9.79%。另外，证监会也提到“注册制不是随意发行、随意上市，而是要求公司必须符合最基本的股票发上市条件，满足严格的信息披露要求”。参考创业板注册制改革，从中长期视角来看，全面注册制实施导致的 IPO 金融增加对 A 股市场整体流动性冲击有限。

图 4：A 股月度 IPO 募资金额（亿元）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

注：数据截至 2023 年 2 月 17 日

表 1：全面注册制实行后粗略测算主板 IPO 金额增长（单位：亿元）

	创业板	主板
注册制前一年 IPO 金额	350.78	860.07
注册制后一年 IPO 金额	544.34	1334.65(预测)
IPO 金额增长率	55.18%	55.18%(预测)
IPO 金额增量	193.56	474.58(预测)

资料来源：Wind，西部证券研发中心

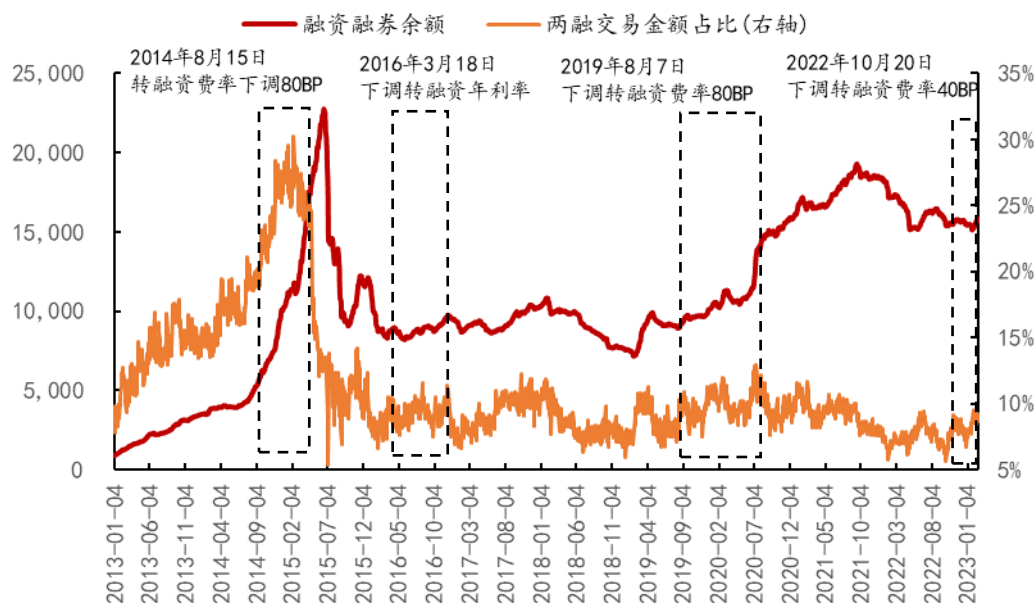
长期来看，全面注册制实施从多方面对 A 股市场形成利好。第一、全面注册制实施使发行上市更加包容，拓宽了企业上市范围，提高了企业直接融资比重，有助于更好发挥资本市场服务实体经济的功能；第二、全面注册制改革主板交易制度，1) 新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，2) 优化盘中临时停牌制度，3) 新股上市首日即可纳入融资融券标的，优化转融通机制，扩大融券券源范围，有助于提升 A 股主板交易活跃度；第三、全面注册制通过市场化的发行和定价机制，有利于资源向优质企业集中；通过严格的退市制度，淘汰一批低质量的企业；通过优胜劣汰的方式提升了 A 股市场质量，促进险资、外资等长期资金加大对 A 股的配置；第四、全面注册制配套政策国企改革和中国特色估值体系未来落地，将改善 A 股市场国企价值长期低估的现象。

1.3 转融资费率再次下调，有望激活交易热情

全面注册制配套转融通业务规则修订。2月17日，中证金融发布转融通业务修订规则，本次修订主要有市场化、降门槛、降成本和灵活性四大内容。市场化方面，主要提升主板转融券业务的市场化水平和成交效率；降门槛方面，拓宽主板转融通标的证券范围和出借人范围；降成本方面，大幅降低证券公司参与转融券业务成本，转融券费率差统一降至0.6%，取消转融通业务保证金比例档次最低20%的限制；灵活性方面，增加了对交易类强制退市情形的业务处理规定；对涉及终止上市的标的证券，增加了协商提前了结的灵活处理方式。

回顾历史上4次下调转融资费率，两融交易活跃度得到提升。2014年、2016和2019年的转融资成本下降带来了两融余额和两融交易金额占比的明显上升。2022年10月20日和2023年2月17日的两融余额分别为15557.9亿、15778.7亿，两融成交金额占比分别为7.74%、9.05%，在震荡中有小幅上升。转融业务费率的下调提升了两融交易的活跃度，对A股市场形成利好。

图5：A股历史上4次下调转融资费率后两融余额（亿元）和两融交易占比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

转融资费率下调后 A 股市场普遍呈现上涨行情，消费和金融风格领涨。市场整体方面，上证指数 5/20/60 交易日平均上涨幅度为 0.56%、4.91%、5.72%，60 交易日上涨概率为 75%；万得全 A 指数 5/20/60 交易日平均上涨幅度分别为 1.51%、7.17%、7.53%，60 交易日上涨概率为 100%。风格方面，除稳定风格外，其余风格 60 交易日上涨概率为 100%，消费和金融 60 交易日涨幅分别为 9.37%、8.07%，位居风格指数前列。

表 2：转融资费率下调后市场平均表现

转融资费率下调后市场平均表现				
指数	T+5 涨跌幅(%)	T+20 涨跌幅(%)	T+60 涨跌幅(%)	T+60 上涨概率
上证指数	0.56	4.91	5.72	75%
上证 50	-0.97	2.83	6.44	75%
沪深 300	0.07	4.16	6.55	75%
中证 500	1.92	8.05	5.89	100%
创业板指	2.54	7.56	5.17	100%
万得全 A	1.51	7.17	7.53	100%
消费	1.20	7.77	9.37	100%
金融	-0.36	3.24	8.07	100%
成长	3.05	10.22	7.64	100%
周期	1.67	7.68	6.27	100%
稳定	0.67	5.10	6.15	75%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

家用电器、食品饮料和计算机行业表现居前。行业角度来看，除煤炭行业外，其余行业 60 交易日胜率均在 50%及以上，其中家用电器、食品饮料和计算机行业 60 交易日平均涨跌幅分别为 11.64%、11.16%、11.12%，上涨概率均为 100%，平均表现位居行业前列。

表 3：转融资费率下调后行业平均表现

转融资费率下调后行业平均表现				
行业	T+5 涨跌幅(%)	T+20 涨跌幅(%)	T+60 涨跌幅(%)	T+60 上涨概率
家用电器	0.12	6.22	11.64	100%
食品饮料	-0.03	6.18	11.16	100%
计算机	3.76	12.65	11.12	100%
电子	3.53	11.72	10.76	100%
非银金融	0.04	4.84	9.17	100%
医药生物	1.96	8.71	9.10	100%
轻工制造	1.77	8.72	9.01	100%
综合	3.45	11.09	8.89	100%
建筑材料	0.22	8.12	8.61	100%
美容护理	2.20	6.99	7.60	100%
银行	-1.30	0.68	7.34	100%
纺织服饰	1.60	8.06	6.93	100%
机械设备	2.57	8.17	6.90	100%
商贸零售	1.40	8.21	6.75	100%
汽车	1.69	7.11	6.20	100%
通信	1.72	6.70	5.54	100%
社会服务	2.80	10.65	9.62	75%
传媒	3.03	10.97	7.41	75%
基础化工	1.42	7.13	5.35	75%
房地产	-0.37	4.07	5.10	75%
电力设备	1.94	7.04	4.97	75%

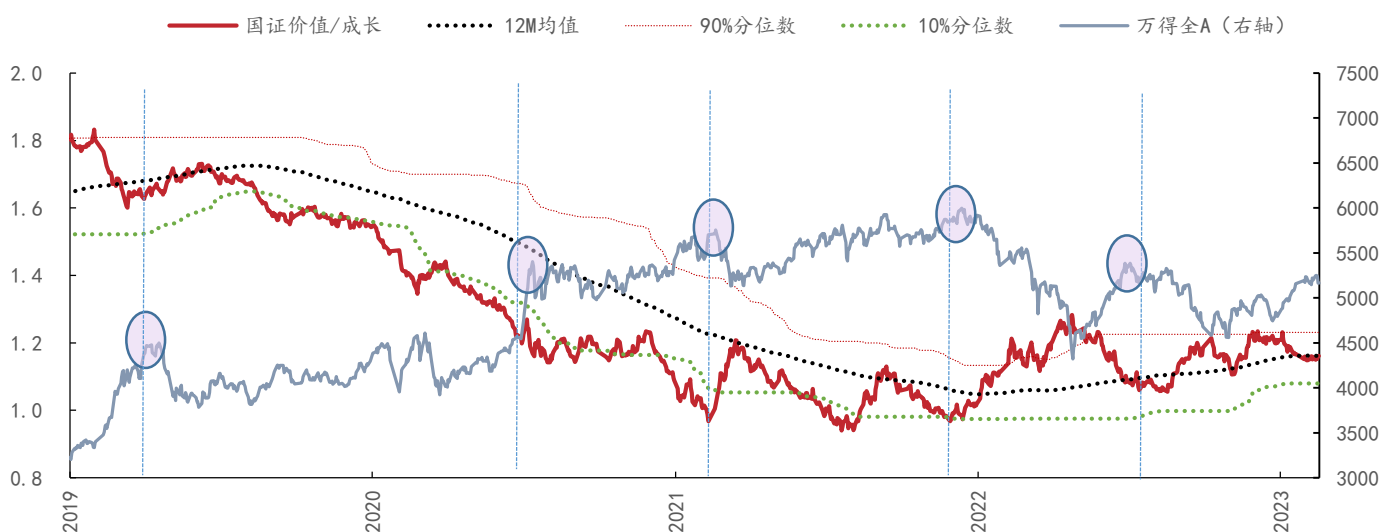
转融资费率下调后行业平均表现				
农林牧渔	-0.26	3.58	4.12	75%
有色金属	1.64	6.57	4.08	75%
国防军工	4.19	12.80	3.59	75%
环保	1.45	7.68	2.90	75%
交通运输	0.35	5.98	7.64	50%
钢铁	1.08	6.04	5.37	50%
建筑装饰	0.70	5.55	5.11	50%
公用事业	1.42	5.39	4.36	50%
石油石化	0.43	5.55	1.35	50%
煤炭	-1.12	3.44	-1.90	25%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、阶段行情结束前，市场多会转向价值

自2019年以来，A股经历过五次指数阶段性高点，分别是2019年4月、2020年7月、2021年2月、2021年12月以及2022年7月。在市场的最后冲刺阶段，我们观测到指数高点前市场风格从前期的成长占优逐渐走向均衡，在五次指数高点前的20个交易日内，万得全A平均上涨8.52%，大盘成长/中盘成长取得了3.74%/0.46%的平均超额收益，大盘价值风格相对表现偏弱。在指数高点前的10个交易日内，万得全A平均上涨6.43%，风格间分化收敛，大盘成长依旧领先并取得了2.59%的超额收益，中盘价值取得了0.37%的超额收益；消费板块在市场高点前相对占优，在指数高点前的10/20个交易日内分别取得了1.88%/3.55%的超额收益，稳定风格相对落后。行业层面来看，胜率较高的行业包括社会服务、食品饮料、美容护理等。

图6：万得全A行情与价值与成长相对表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

策略专题报告

西部证券
2023年02月18日

表 4：近 5 次市指数高点前 10、20 个交易日市场表现

	见顶前10个交易日市场表现%												
指数	2019/4/4	2020/7/13	2021/2/10	2021/12/13	2022/7/4	均值		2019/4/4	2020/7/13	2021/2/10	2021/12/13	2022/7/4	均值
上证指数	4.68	16.27	2.29	3.32	2.71	5.85		4.51	17.88	1.57	4.18	5.22	6.67
上证50	5.32	15.88	5.51	5.62	4.28	7.32		5.82	17.86	4.01	4.48	7.95	8.02
沪深300	5.87	18.09	5.06	4.79	3.82	7.53		6.65	21.45	4.12	4.13	7.92	8.85
中证500	5.05	19.73	-0.49	1.82	3.04	5.83		7.56	23.45	0.43	3.59	5.43	8.09
创业板指	4.31	21.79	4.05	-0.18	4.60	6.91		5.01	31.60	9.06	2.80	10.96	11.89
万得全A	5.27	18.87	1.85	2.49	3.69	6.43		6.65	22.45	1.96	4.19	7.35	8.52
指数	2019/4/4	2020/7/13	2021/2/10	2021/12/13	2022/7/4	均值		2019/4/4	2020/7/13	2021/2/10	2021/12/13	2022/7/4	均值
国证成长	0.21	-0.31	6.02	0.67	1.15	1.55		-0.25	2.01	6.73	1.72	2.51	2.54
国证价值	0.46	-4.95	-0.36	2.46	-2.00	-0.88		0.04	-8.93	-1.89	-0.78	-4.33	-3.18
大盘成长	0.60	0.42	8.72	1.88	1.35	2.59		-0.30	3.49	8.70	3.01	3.81	3.74
中盘价值	0.74	0.20	1.25	1.89	-2.22	0.37		-0.38	-3.58	0.15	1.13	-5.68	-1.67
中盘成长	-0.72	-2.22	2.32	-1.64	0.95	-0.26		-0.92	-1.33	4.86	-1.71	1.40	0.45
小盘价值	1.08	-0.45	-3.23	1.24	-2.50	-0.77		2.21	-1.41	-3.72	1.11	-5.92	-1.45
小盘成长	-0.10	-0.89	-2.82	-1.61	0.63	-0.96		0.63	0.23	-1.19	0.68	-1.65	-0.26
大盘价值	0.25	-7.11	-0.21	2.97	-1.78	-1.17		-0.31	-11.74	-2.07	-1.85	-3.40	-3.48
消费	2.23	-2.50	6.42	1.23	2.05	1.88		4.91	1.21	5.46	1.39	4.80	3.55
金融	-0.24	1.37	-1.43	1.82	-1.88	-0.07		-2.12	-2.09	-2.70	-2.65	-1.43	-2.20
周期	0.63	-1.80	0.52	-0.15	-0.51	-0.26		0.45	-4.91	1.69	1.28	-1.59	-0.61
成长	-1.62	1.61	-3.07	-1.68	0.16	-0.92		-1.89	4.18	-2.07	-0.91	-0.31	-0.20
稳定	-2.15	-8.17	-4.96	4.17	-1.66	-2.55		-2.65	-10.65	-7.83	2.54	-4.79	-4.67

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 5：近 5 次指数高点前 10、20 个交易日行业超额收益与胜率

	见顶前10个交易日行业超额表现 %						胜率	见顶前20个交易日行业超额表现 %						胜率
指数	2019/4/4	2020/7/13	2021/2/10	2021/12/13	2022/7/4	均值		2019/4/4	2020/7/13	2021/2/10	2021/12/13	2022/7/4	均值	
社会服务	4.39	12.17	23.29	7.17	-1.33	9.14	80%	8.34	24.26	23.01	-5.70	-0.28	9.93	60%
食品饮料	4.68	1.54	12.01	4.83	1.23	4.86	100%	11.18	4.04	7.16	9.48	5.03	7.38	100%
美容护理	-0.18	-7.17	15.72	2.94	0.37	2.33	60%	0.30	-1.74	13.78	-0.09	2.70	2.99	60%
建筑材料	1.94	-1.40	1.95	7.99	1.04	2.30	80%	5.69	-8.03	-0.94	4.45	1.06	0.45	60%
农林牧渔	2.33	-0.13	4.72	-1.58	2.68	1.60	60%	3.41	3.97	5.68	-7.78	6.89	2.43	80%
基础化工	4.90	-1.39	3.98	-0.17	0.46	1.56	60%	6.67	-3.28	9.58	2.06	0.33	3.07	80%
非银金融	-0.07	10.12	-5.34	4.02	-2.65	1.22	40%	-2.63	6.98	-11.04	-0.13	-1.04	-1.57	20%
商贸零售	1.05	7.54	-4.82	-0.25	1.91	1.09	60%	0.66	6.91	-6.89	-0.23	0.26	0.14	60%
石油石化	0.70	-2.96	7.82	3.96	-4.30	1.05	60%	1.66	-9.29	13.61	3.80	-9.18	0.12	60%
轻工制造	4.07	-1.86	1.18	1.70	-0.83	0.85	60%	4.29	-4.12	5.45	-1.03	-1.04	0.71	40%
国防军工	5.11	6.74	-8.07	-3.99	2.36	0.43	60%	5.73	4.09	-19.21	-4.68	-0.59	-2.93	40%
煤炭	2.09	-0.68	-7.32	6.21	1.26	0.31	60%	-1.40	-6.10	-5.52	7.05	-7.61	-2.72	20%
有色金属	-1.69	6.31	-1.70	-3.26	0.34	0.00	40%	-4.80	4.46	2.07	5.80	2.22	1.95	80%
医药生物	-0.27	-5.02	4.35	-3.72	3.16	-0.30	40%	3.52	2.01	7.55	-2.82	6.36	3.32	80%
房地产	0.95	0.52	-4.44	1.87	-0.45	-0.31	60%	4.74	-2.40	-6.01	-1.43	-1.10	-1.24	20%
家用电器	1.42	-10.95	2.24	4.08	1.60	-0.32	80%	0.88	-14.65	-2.96	-1.63	4.49	-2.77	40%
交通运输	4.71	-4.05	-4.04	2.81	-1.52	-0.42	40%	4.55	-11.26	-3.02	1.30	-5.86	-2.86	40%
计算机	0.37	2.81	-5.26	0.13	-2.17	-0.82	60%	-0.22	4.49	-4.87	-2.38	-3.72	-1.34	20%
汽车	0.75	0.26	-0.63	-2.08	-2.57	-0.85	40%	-0.14	-3.99	-0.67	-1.76	0.09	-1.29	20%
电子	-2.01	4.04	-6.64	1.09	-0.96	-0.90	40%	-2.50	7.58	-8.54	-0.46	-6.16	-2.01	20%
机械设备	-1.64	-2.42	-0.42	-1.30	1.07	-0.94	20%	-0.99	-5.39	-0.62	0.27	0.64	-1.22	40%
综合	-4.31	4.14	-1.26	-2.53	-1.11	-1.01	20%	1.22	4.33	-1.55	-5.35	-4.72	-1.21	40%
电力设备	-3.13	1.50	-2.29	-5.00	1.40	-1.50	40%	-1.57	2.84	6.27	-2.08	5.06	2.10	60%
银行	-0.60	-9.51	3.34	0.61	-2.01	-1.64	40%	-4.22	-14.25	7.21	-4.47	-4.14	-3.98	20%
建筑装饰	-2.02	-3.93	-3.59	4.31	-3.95	-1.84	20%	-2.64	-8.96	-5.79	2.99	-7.57	-4.39	20%
传媒	-6.63	0.39	-5.67	5.62	-3.72	-2.00	40%	-4.90	3.75	-2.38	-0.57	-5.39	-1.90	20%
公用事业	-4.15	-6.94	-4.85	3.19	-0.31	-2.61	20%	-4.60	-8.90	-6.02	3.89	-2.92	-3.71	20%
环保	-4.21	-3.56	-4.63	-2.48	0.82	-2.81	20%	-4.50	-8.09	-4.98	-1.11	-3.05	-4.35	0%
钢铁	-3.21	-5.72	-3.60	-1.17	-0.41	-2.82	0%	-7.32	-7.59	-2.67	3.91	-5.84	-3.90	20%
纺织服饰	0.29	-5.70	-5.46	-2.25	-1.82	-2.99	20%	1.14	-11.73	-4.51	-2.06	-4.92	-4.41	20%
通信	-3.96	-0.97	-7.66	-0.78	-2.25	-3.13	0%	-7.68	-2.63	-11.22	-1.29	-4.63	-6.49	0%

资料来源：Wind，西部证券研发中心

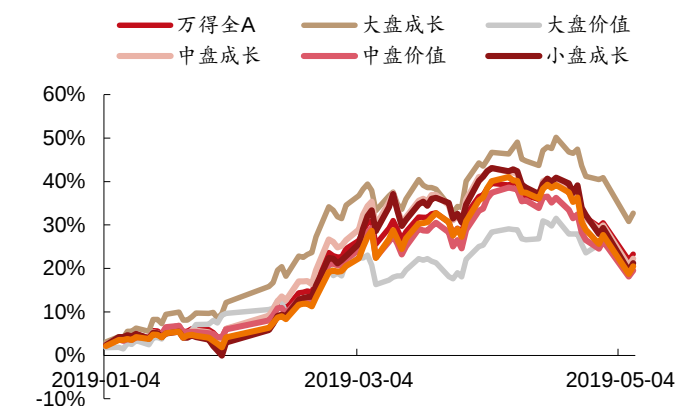
2.1 2019年4月指数高点前风格表现

2019 年熊市后的第一段反弹行情尾声中消费相对占优。2019 年年初央行全面降准打开了 A 股从熊市谷底强势反弹的行情，市场风险情绪快速回暖，但随着一季度经济表现好于预期，宏观政策预期修正，叠加中美贸易摩擦反复，4 月初 A 股市场步入调整，在此期间万得全 A 累计上涨了 37.8%。受益于经济复苏预期以及流动性宽松，反弹期间消费与成长表现好于其他风格。从行情的尾声来看，在当年 4 月 4 日指数高点的前 10 个交易日市场加速上涨，万得全 A 累计上涨 5.27%。风格层面，消费累计上涨 7.49%表现居前，稳定/成

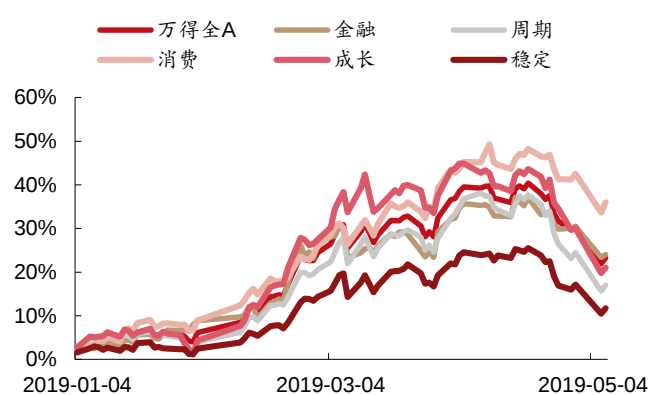
长风格偏弱，累计上涨 3.11%/3.64%。行业层面，领涨行业包括军工与化工，涨幅在 10% 以上，仅传媒行业下跌 1.37%。

图 7：2019.1.4 起风格累计收益率

图 8：2019.1.4 起大类风格累计收益率

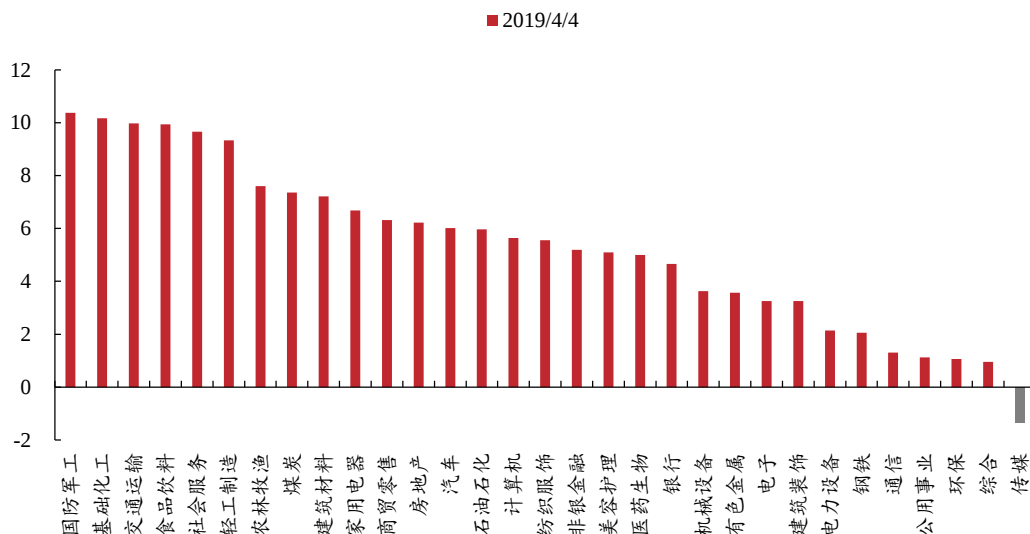


资料来源：Wind，西部证券研发中心



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 9：2019 年 4 月初指数高点前 10 个交易日行业涨跌幅（%）



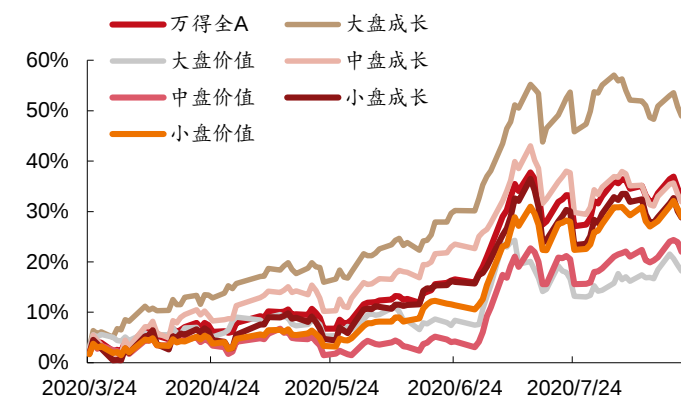
资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.2 2020 年 7 月指数高点前风格表现

2020 年宽裕的流动性使得市场反弹尾声成长与金融占优。2020 年 1 月新冠疫情在海内外蔓延，全球风险资产巨震，而随着美联储紧急降息并在 3 月 23 日宣布采取无限量 QE 后，全球市场开启了 V 型反弹行情。国内一系列呵护市场的政策也接连落地，经济在疫情明显得到控制后迎来复苏。这一轮反弹持续到了 7 月，随后市场开始调整，主因在于中美贸易摩擦升级（关闭领事馆，封禁 TikTok）叠加流动性预期变化（深圳开启楼市调控模式）。在此轮反弹期间，万得全 A 累计上涨了 37.8%，整体来看受益于线下经济复苏预期消费表现持续领先。在 7 月 13 日指数高点的前 10 个交易日，万得全 A 累计上涨 18.87%，除了稳定风格较弱大类风格间分化不大，成长与金融相对占优，分别累计上涨 20% 以上。行业层面，领涨行业包括社服、非银、商贸零售等，涨幅在 25% 以上，家电与银行表现落后，

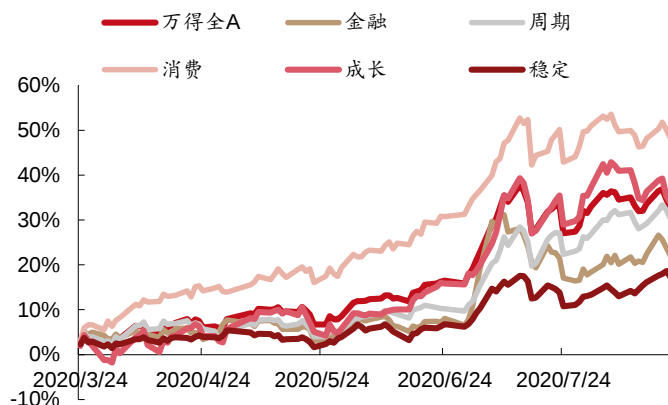
涨幅在 10% 以下。

图 10：2020.3.24 起风格累计收益率



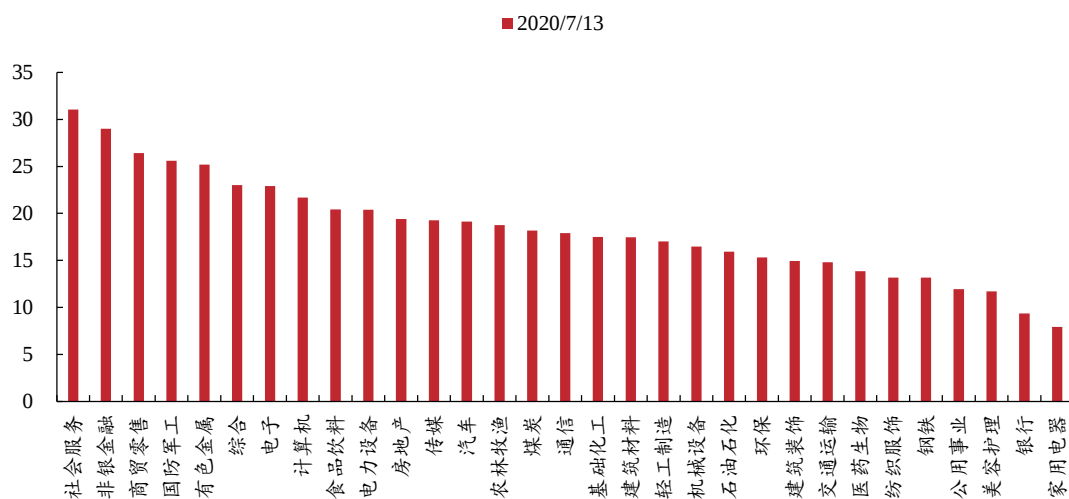
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 11：2020.3.24 起大类风格累计收益率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：2020 年 7 月中指数高点前 10 个交易日行业涨跌幅（%）

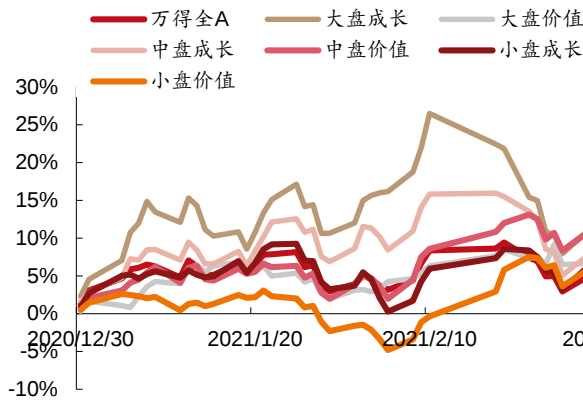


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.3 2021年2月指数高点前风格表现

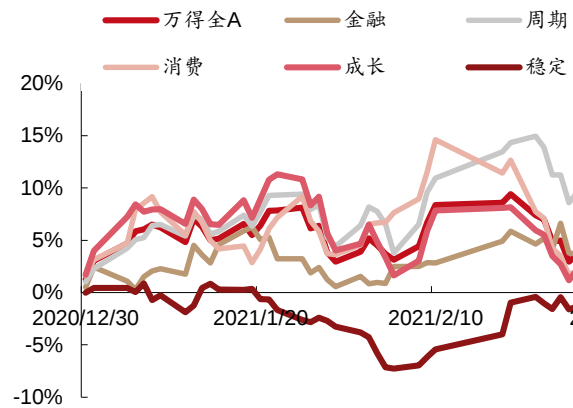
2021 年 2 月市场阶段性高点前见证了蓝筹股的抱团行情。2020 年下半年流动性开始边际收敛，但 2020 年中央经济工作会议提出政策操作上“不急转弯”，2021 年春季躁动行情如期而至，年初公募基金发行火热催化了蓝筹股的抱团行情。1 月 27 日开始美债收益率进入上行通道，对通胀的担忧推动全球风险资产波动率上升，随后蓝筹股的“抱团瓦解”带动春节后的市场一路下行，2020 年 12 月 30 日至 2021 年 2 月 10 日期间万得全 A 累计上涨了 8.4%。在 2021 年 2 月 10 日指数高点的前 10 个交易日，万得全 A 累计上涨 1.85%，市场风格分化，大盘成长与消费板块上涨弹性更大，相对而言成长与稳定风格表现略微逊色。行业层面涨跌互现，领涨行业包括社服、美容护理、食品饮料等，其中社服涨幅在 25% 以上，军工、通信与煤炭等行业表现落后，跌幅超过 5%。

图 13：2020.12.30 起风格累计收益率



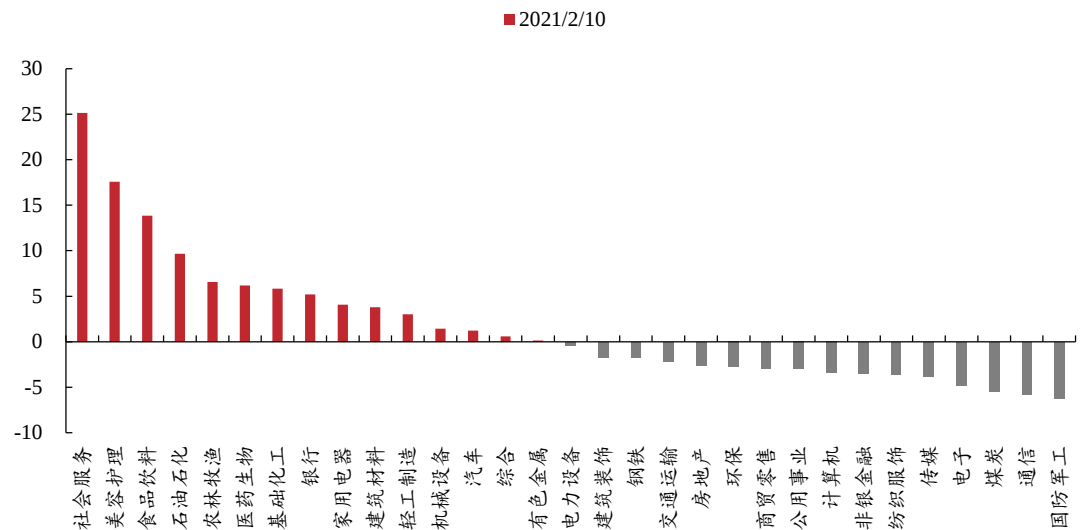
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 14：2020.12.30 起大类风格累计收益率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 15：2021 年 2 月指数高点前 10 个交易日行业涨跌幅（%）

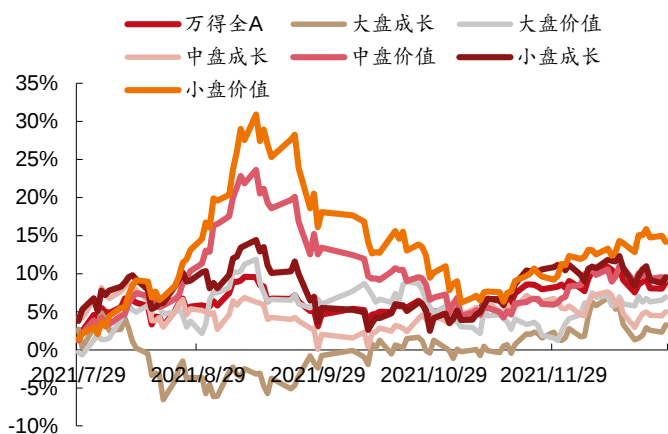


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.4 2021年12月指数高点前风格表现

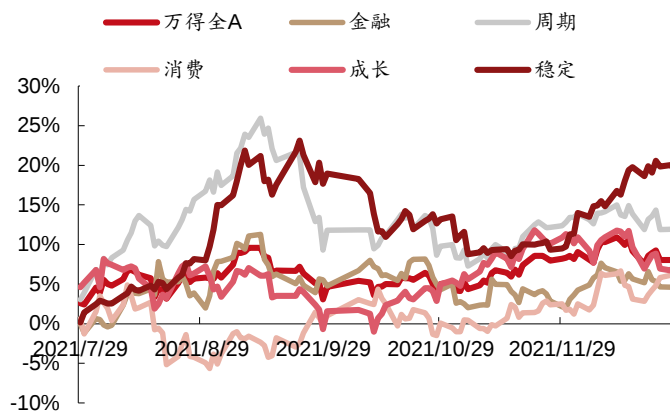
2021 年末稳增长预期发酵推动稳定与金融在市场高点前相对占优。2021 年 7 月末的急跌（因针对教育培训行业重磅政策出台、互联网反垄断政策导致）后市场迎来修复行情。这一轮行情的尾声伴随着四季度全球经济滞胀的担忧升温，以及国内经济预期走弱的悲剧下“稳增长”预期加码，12 月 13 日市场出现阶段性高点，在此反弹期间万得全 A 累计上涨了 8.4%。在指数高点的前 10 个交易日，万得全 A 累计上涨 2.49%，市场风格偏向于大盘蓝筹，稳定/金融板块相对占优，分别上涨 6.66%/4.31%，相对而言中小盘成长表现落后。行业层面涨多跌少，领涨行业包括建材、社服与煤炭等行业涨幅在 8% 以上，电力设备、军工、医药等行业下跌。

图 16: 2021.7.29 起风格累计收益率



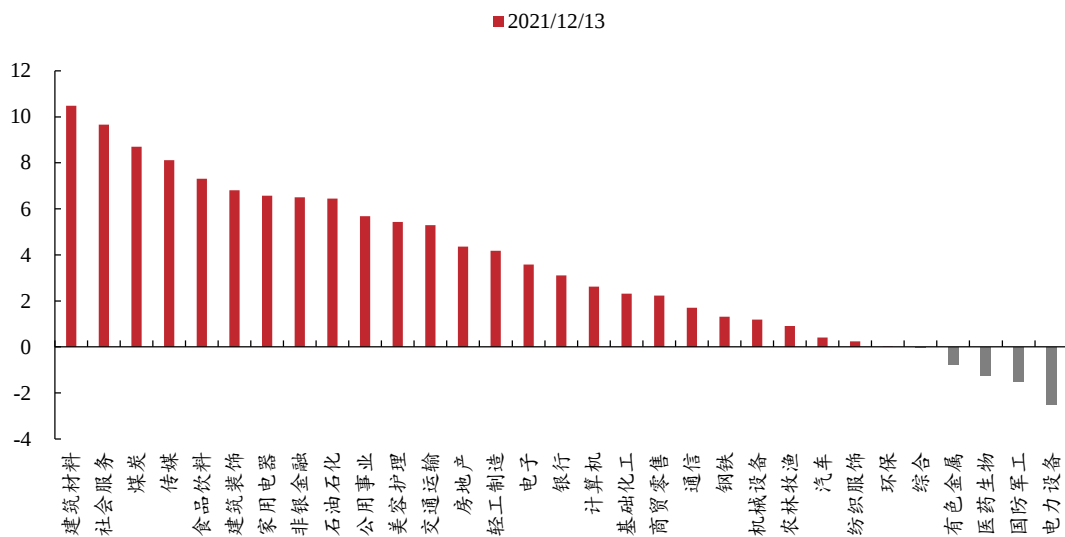
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 17: 2021.7.29 起大类风格累计收益率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 18: 2021 年 12 月指数高点前 10 个交易日行业涨跌幅 (%)

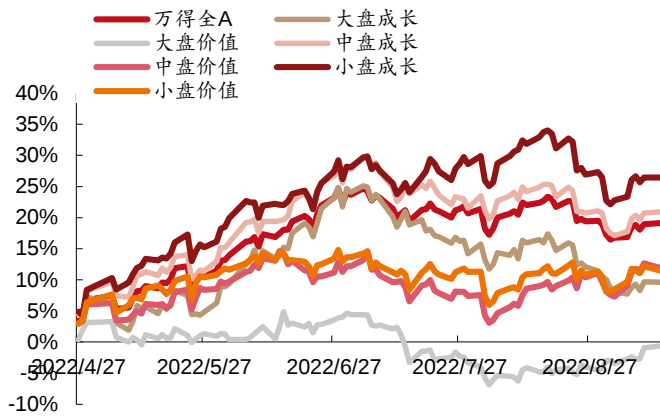


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2.5 2022年7月指数高点前风格表现

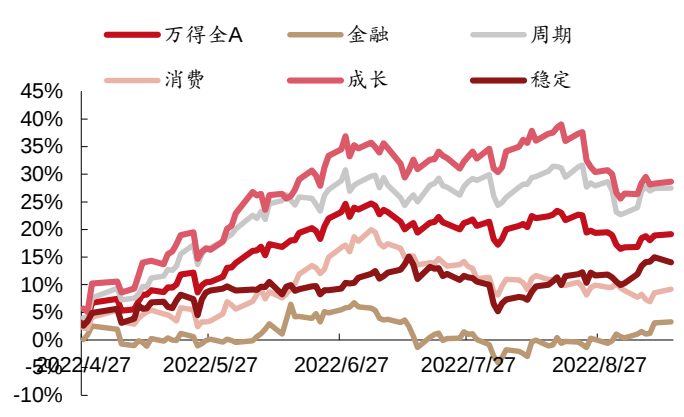
2022 年 5-6 月经济重启信心推动消费板块迎来修复行情。2022 年一季度，受到美联储加息、俄乌冲突以及 3 月以来的疫情反复影响 A 股表现疲软。伴随 4 月以来稳经济以及复工复产政策频繁推出，4 月末开始市场信心显著修复，A 股迎来了超跌反弹行情。这一波反弹持续到了 7 月初，万得全 A 累计上涨了 24.7%。在指数高点的前 10 个交易日，万得全 A 累计上涨 3.69%，消费相对占优并上涨 5.74%，相对而言金融/稳定表现落后。行业层面涨多跌少，领涨行业包括医药、农林牧渔与军工等，涨幅在 6% 以上，商贸零售、家电、食品饮料等消费行业亦相对领先，仅石油石化、建筑装饰与传媒行业微跌。

图 19：2022.4.27 起风格累计收益率



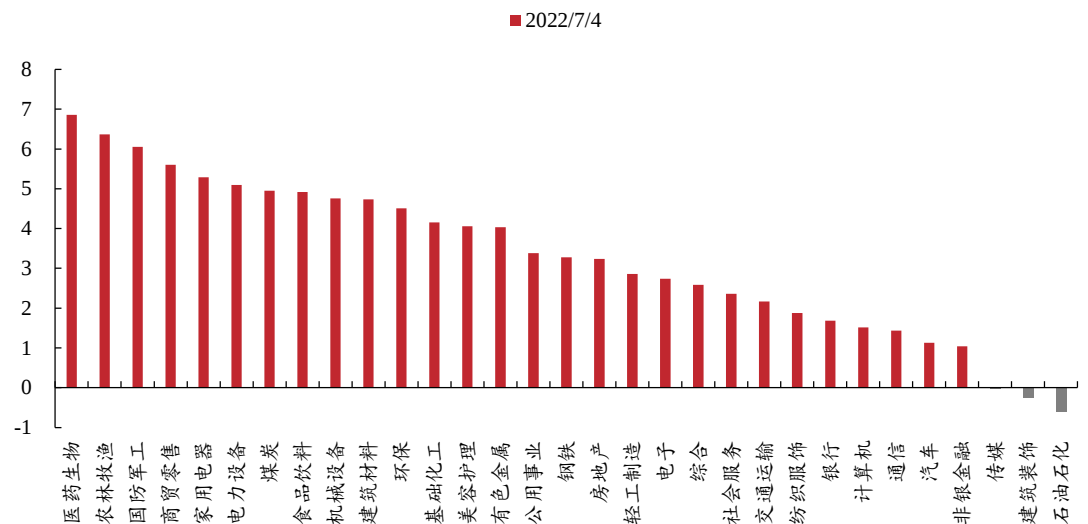
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 20：2022.4.27 起大类风格累计收益率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 21：2022 年 7 月指数高点前 10 个交易日行业涨跌幅（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、风险提示

政策推进不及预期，国内疫情反复超预期，海外经济衰退超预期，产业发展不及预期。

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。