

研究所

证券分析师：胡国鹏 S0350521080003

hugp@ghzq.com.cn

证券分析师：袁稻雨 S0350521080002

yuandy@ghzq.com.cn

PMI 触底回升阶段应如何布局？

——策略专题研究报告

最近一年走势



相关报告

《——策略专题研究报告：2023 年十大关键词*胡国鹏，袁稻雨》——2023-01-01

《——策略专题研究报告：年末年初市场风格如何演绎？*胡国鹏，袁稻雨》——2022-12-25

《——国内政策与海外之声第 21 期：国内政策重在提信心，美联储紧缩进入下半场*胡国鹏》——2022-12-22

《——策略专题研究报告：如何看中字头的崛起？*胡国鹏，袁稻雨》——2022-11-27

《——策略专题研究报告：债市波动加大，对股票市场有何影响？*胡国鹏，袁稻雨》——2022-11-20

投资要点：

- 回顾历史，2005 年以来国内 PMI 触底回升的情形可分为两类，一是突发事件冲击结束后的 V 型反转，例如 2008 年和 2020 年，与当前的可比性较低；二是经济磨底复苏阶段的企稳回升，例如 2011 年至 2012 年、2015 年至 2016 年、2018 年至 2019 年，与当前情形较为类似。
- 在经济磨底复苏的情形下，PMI 多存在二次探底的现象，伴随第二个底部的确认 A 股市场多将企稳回升，且回升行情的持续性与 PMI 表现正相关。
- 市场风格层面，在 2012 年 8 月、2016 年 2 月、2019 年 2 月 PMI 二次触底前后，市场风格均出现了“先大盘后小盘、先价值后成长”的轮动，从中期维度来看，在弱复苏环境下小盘成长风格具备更高胜率，反之，大盘价值风格延续性更强。
- 受疫情影响，2021 年以来 PMI 已三次探底，当前国内经济正逐步迈向复苏，后续 PMI 指数大概率将触底回升，但受海外经济下行等因素影响，本轮经济总量复苏力度或将偏弱。
- 市场方面，当前市场对于国内经济企稳复苏的趋势已形成预期，疫情政策的转向或已导致大盘价值板块估值修复行情提前演绎，后续市场风格有望向小盘成长转向，经济成色将为影响行情持续性的关键。全年维度来看，参考 2013 年与 2019 年，在弱复苏背景下市场大概率为结构市，成长风格均表现占优，建议关注双创板块的投资机会。
- 摘要：
 - 1、回顾历史，2005 年以来国内制造业 PMI（本文 PMI 均指制造业 PMI）触底回升的情形可分为两类，一是突发事件冲击结束后的 V 型反转，例如 2008 年和 2020 年，与当前的可比性较低；二是经济磨底复苏阶段的企稳回升，例如 2011 年至 2012 年、2015 年至 2016 年、2018 年至 2019 年，与当前情形较为类似。PMI 指数在经济磨底复苏阶段的企稳回升，或受海内外需求变化影响，或为政策的逆周期调节导致。此类 PMI 的底部分别发生于 2011 年 11 月、2012 年 8 月、2015 年 1 月、2016 年 2 月、2018 年 2 月、2019 年 2 月、2021 年 10 月、

2022 年 4 月，分别位于 2011 年至 2012 年、2015 年至 2016 年、2018 年至 2019 年以及 2021 年以来的四轮经济由下行至企稳的周期中。

- **2、在经济磨底复苏的情形下，PMI 多存在二次探底的现象，伴随第二个底部的确认 A 股市场多将企稳回升，且回升行情的持续性与 PMI 表现正相关。**具体来看，2012 年 8 月、2016 年 2 月以及 2019 年 2 月均为经济下行阶段中 PMI 二次触底的时点，其中 2012 年 Q4 市场先磨底再回升，2016 年 Q1 与 2019 年 Q1 全 A 指数均由跌转升。PMI 的二次探底回升改善了市场对于经济的预期，是市场企稳回升的重要因素之一。与此同时，三轮市场回升的持续性亦与 PMI 表现正相关。2013 年与 2019 年 PMI 回升斜率较缓且过程曲折，市场回升行情的持续时间均为一个季度左右，2016 年至 2017 年，国内经济复苏动能较强，在 PMI 持续回升的背景下，A 股市场亦迎来了持续性的修复。
- **3、市场风格层面，在 2012 年 8 月、2016 年 2 月、2019 年 2 月 PMI 二次触底前后，市场风格均出现了“先大盘后小盘、先价值后成长”的轮动，从中期维度来看，在弱复苏环境下小盘成长风格具备更高胜率，反之，大盘价值风格延续性更强。**从短期维度来看，在经济复苏初期，市场的探底回升多为估值修复驱动，受益于市场经济预期的改善，前期在经济下行阶段估值受损的大盘价值板块通常率先反弹，并带动指数的回升，例如 2012 年 12 月、2016 年 2 月和 2019 年 1 月。随后，伴随经济数据的验证以及市场风险偏好的回升，小盘与成长板块将接力上涨，例如 2013 年 1 月、2016 年 3 至 4 月和 2019 年 2 至 3 月。从中期维度来看，虽然在经济复苏阶段市场整体下行风险较小，但是经济复苏的强弱对于市场风格仍有较明显的影响。在弱复苏环境下，例如 2013 年与 2019 年，小盘成长风格胜率较高，在经济增长动能较强的时期，例如 2016 至 2017 年，大盘价值风格延续性更强。
- **4、受疫情影响，2021 年以来 PMI 已三次探底，当前国内经济正逐步迈向复苏，后续 PMI 指数大概率将触底回升，但受海外经济下行等因素影响，本轮经济总量复苏力度或将偏弱。**2021 年以来，在疫情反复、地产疲弱等因素的影响下，国内 PMI 指数分别在 2021 年 6 月至 10 月、2022 年 2 月至 4 月以及 9 月至 12 月经历了三轮下行。现阶段，伴随防疫政策的放开以及稳地产措施的持续出台，国内经济正逐步迈向复苏，后续 PMI 指数大概率将触底回升。但受制于海外激进加息后欧美经济的下行压力，以及疫情影响下居民消费、投资信心的回落，本轮经济复苏力度或将偏弱，与 2013 年 Q1 以及 2019 年 Q1 的情形或较为相似。
- **5、市场风格方面，当前市场对于国内经济企稳复苏的趋势已形成预期，疫情政策的转向或已导致大盘价值板块估值修复行情提前演绎，我们认为今年一季度市场风格有望向小盘成长转向，后续经济成色是影响回升行情持续性的关键因素。**全年维度来看，参考 2013 年与 2019 年，在弱复苏背景下市场大概率将结构市，成长风格均表现占

优，建议关注双创板块的投资机会。

- **风险提示：**全球疫情反复、海外通胀超预期、美联储继续鹰派、地缘政治扰动加剧、产业政策推进速度不及预期、比较研究的局限性、历史数据仅供参考、重点关注公司业绩不达预期风险等。

内容目录

1、 PMI 触底回升阶段应如何布局？	6
1.1、 2011 年至 2012 年	7
1.2、 2015 年至 2016 年	9
1.3、 2018 年至 2019 年	11
1.4、 本轮 PMI 触底回升应如何布局？	13
2、 三因素关键变化跟踪及首选行业	15
2.1、 经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化	15
2.2、 1 月行业配置：计算机、国防军工、医药生物	16
3、 风险提示	18

图表目录

图 1: 2005 年以来的 PMI 回升可分为突发事件导致的 V 型反转和经济周期波动中的企稳回升两种类型	6
图 2: 2011 年至 2012 年国内经济复苏一波三折, 主要原因在于国内经济修复不牢固叠加欧债危机冲击	8
图 3: 2012 年 Q4 起经济各部门共振回暖	8
图 4: 2012 年 12 月初至 2013 年 2 月中旬市场呈现反弹态势, 期间金融、成长占优	9
图 5: 2014 年 7 月-2016 年 7 月, 我国制造业 PMI 持续疲弱	10
图 6: 2014 年 7 月-2016 年 7 月, 我国房地产投资先恶化后改善	10
图 7: 2014 年 7 月-2016 年 7 月, 我国出口和消费逐渐走弱	11
图 8: 2016 年 3-5 月, 市场风格偏向“小盘+成长”	11
图 9: 2018-2019 年, 中美贸易摩擦和国内金融去杠杆, 我国外需和内需走弱	12
图 10: 2018 年 1 月-2019 年 2 月, 我国消费和投资疲弱	12
图 11: 2018 年 1 月-2019 年 2 月, 我国信贷增速先降后升	13
图 12: 2018 年 2 月 28 日-2019 年 4 月 19 日, 消费主导市场	13
图 13: 在 PMI 二次触底后 A 股市场多企稳回升, 且回升行情的持续性与 PMI 表现正相关	14
图 14: 在 PMI 触底回升阶段, 市场风格多出现“由大盘到小盘、先价值后成长”的轮动	15
表 1: 1 月重点关注行业及标的	17
表 2: 1 月行业配置表	18

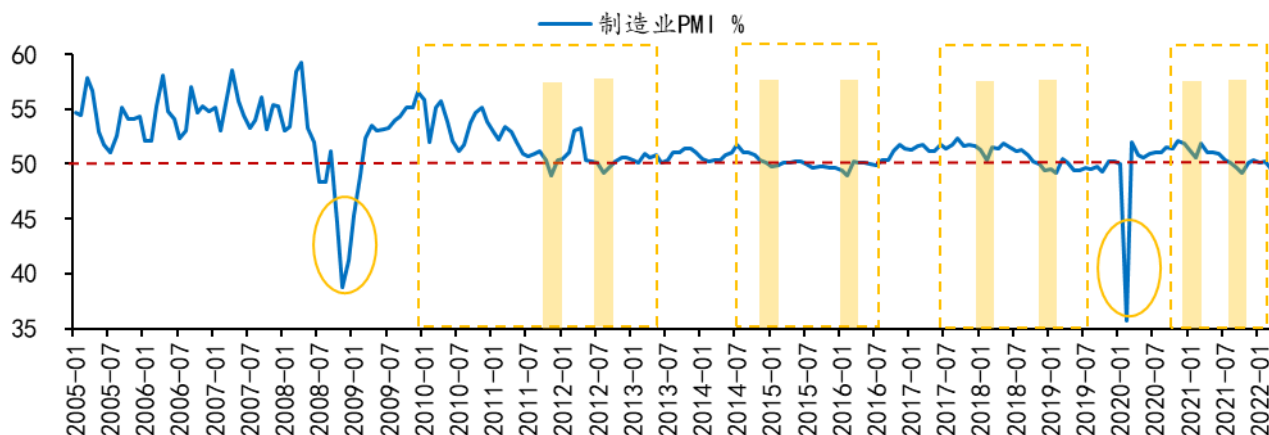
1、PMI 触底回升阶段应如何布局？

自 2022 年 9 月以来，制造业 PMI 数据已呈现出连续三个月的回落态势，而随着中央经济工作会议定调，积极的财政、货币政策有望配合春节后的复工复产带动经济数据探底回升。2022 年 12 月 31 日国家统计局发布数据显示，12 月份中国制造业采购经理指数(PMI)为 47%，比上月下降 1 个百分点，并出现连续三个月的下滑，总的来看 2022 年 Q4 经济下行压力不断增加。随着 2022 年年底的中央经济工作会议定调，春节过后企业生产经营活动有望在 2 月和 3 月持续释放动能，今年一季度经济有望探底回升，同时 PMI 大概率实现企稳回升。

回顾历史，2005 年以来国内制造业 PMI 触底回升的情形可分为两类，一类是突发事件冲击结束后的 V 型反转，例如 2008 年和 2020 年，与当前的可比性较低。2008 年是金融危机，2020 年是新冠疫情，皆导致了全球需求的共振下行，因此带来了国内制造业 PMI 数据的断崖式回落，两次 PMI 数据低点分别为 38.8%和 35.7%。随着海内外政策的积极应对，2008 年国内“四万亿”政策的实施以及 2020 年美联储的大规模量化宽松，推动制造业 PMI 数据迎来快速的 V 型反转。无论是从基本面冲击程度，以及 PMI 探底的空间来看，这两次 V 型反转与当前的制造业 PMI 的回升路径并不具备类比性。

另一类是经济磨底复苏阶段的企稳回升，这一类回升或受海内外需求变化影响，或为政策的逆周期调节导致，与当前情形较为类似。具体来看，此类制造业 PMI 的底部分别发生于 2011 年 11 月、2012 年 8 月、2015 年 1 月、2016 年 2 月、2018 年 2 月、2019 年 2 月、2021 年 10 月、2022 年 4 月，分别位于 2011 年至 2012 年、2015 年至 2016 年、2018 年至 2019 年以及 2021 年以来的四轮经济由下行至企稳的周期中。本篇报告将重点复盘前三轮和本轮经济磨底复苏阶段中 PMI 企稳回升的路径以及 A 股市场表现，以启迪投资者如何把握当下的投资机会。

图 1：2005 年以来的 PMI 回升可分为突发事件导致的 V 型反转和经济周期波动中的企稳回升两种类型



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.1、2011 年至 2012 年

2011 年至 2012 年国内经济复苏一波三折，主要原因在于国内经济修复不牢固叠加欧债危机冲击。2011 年至 2012 年我国正处于后金融危机及国内经济酝酿转型的重叠期。一方面，2011 年 Q4 经济增长压力加大下稳增长成为首要任务，基建同比增速于 Q4 触底回升，同期地产政策进入宽松周期，但在经济转型升级政策指引下，本阶段地产政策调整未突破限购限价等政策红线，地产基本面仍处于长期下行周期，叠加消费、出口疲软，基建独木难支，国内经济修复基础不牢固；另一方面，2012 年欧债危机呈现加深趋势，外需走弱下我国出口同比增速于 2012 年 Q2 快速下滑，拖累国内经济表现。

2012 年 Q4 起制造业 PMI 确立温和回升态势，各经济部门的共振回暖是后续经济持续修复的主要原因。2012 年国内经济出现二次探底风险后，稳增长政策力度加码。内需来看，2012 年 Q2 发改委核准项目数激增，基建投资再提速，同期地产政策跟随式宽松，地产投资于 Q3 企稳。经济修复预期增强下，社零同比增速也于本阶段触底。外需来看，2012 年 10 月 8 日，“欧洲稳定机制”正式生效，美联储也于 9 月开始实施第三轮 QE，欧债危机进一步恶化的预期减弱，出口逐步走出底部区间。国内经济部门的共振，叠加欧债危机事件的缓和，推动我国经济进入持续修复区间。

2012 年四季度制造业 PMI 触底回升，市场迎来最后一跌后，于 12 月初至 2013 年 2 月中旬呈现反弹态势，期间金融、成长占优，后续伴随金融领域政策收紧，市场整体风格切换至成长。市场整体表现来看，制造业 PMI 触底回升初期，市场于 2012 年 9 月至 11 月迎来最后一跌，随着 10 月、11 月制造业 PMI 站上荣枯线，且连续四个月呈现上升趋势，经济呈现企稳态势；叠加 12 月初政治局会议审议“八项规定”，改革预期强烈，市场整体于 12 月至 2013 年 2 月中旬呈现反弹态势，期间沪深 300、创业板指分别上涨 28%、38%。风格及行业表现来看，本轮反弹期间金融及成长板块涨幅均超过 35%，国防军工、非银金融、银行及环保行业涨幅均超过 40%。值得注意的是，随着 2 月下旬地产政策收紧预期升温、3 月银保监“8 号文”出台，金融板块进入调整区间，市场风格逐步切换至成长。

图 2：2011 年至 2012 年国内经济复苏一波三折，主要原因在于国内经济修复不牢固叠加欧债危机冲击

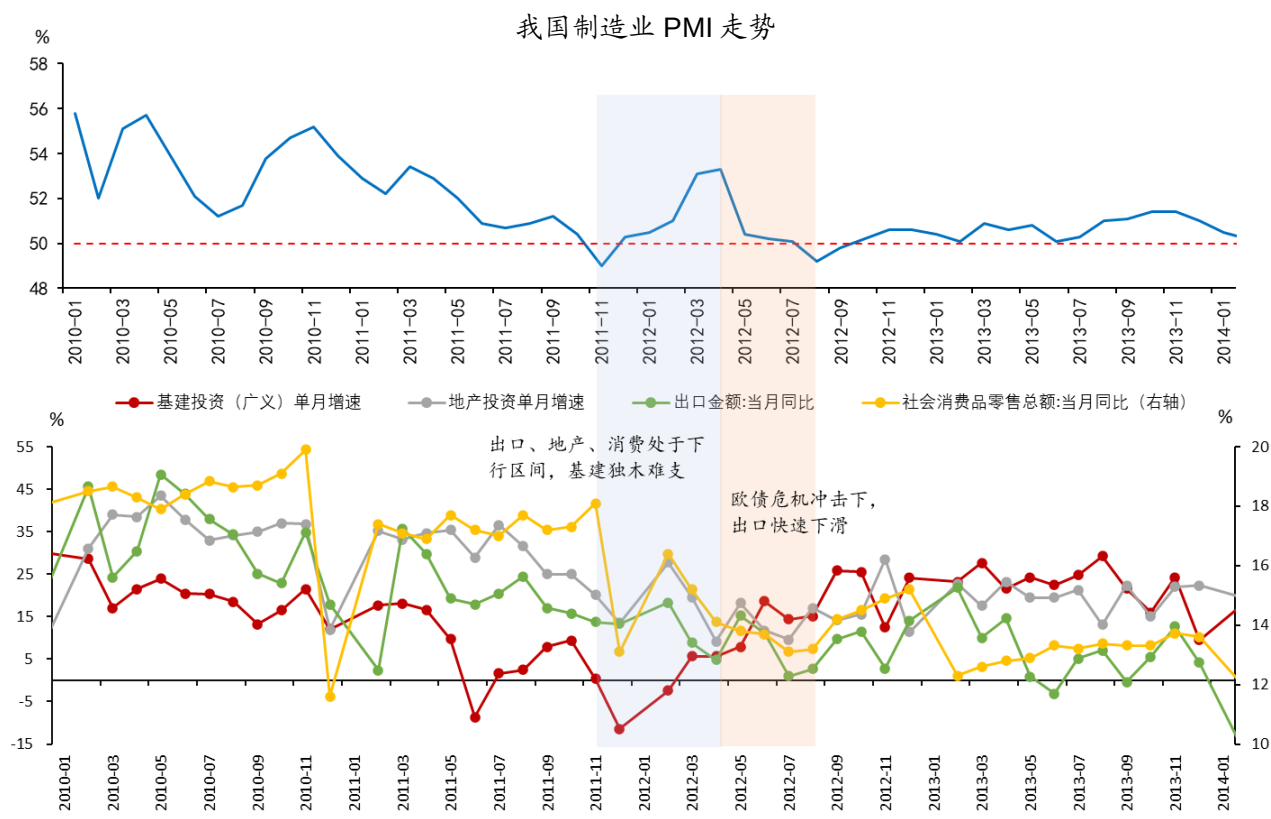


图 3：2012 年 Q4 起经济各部门共振回暖

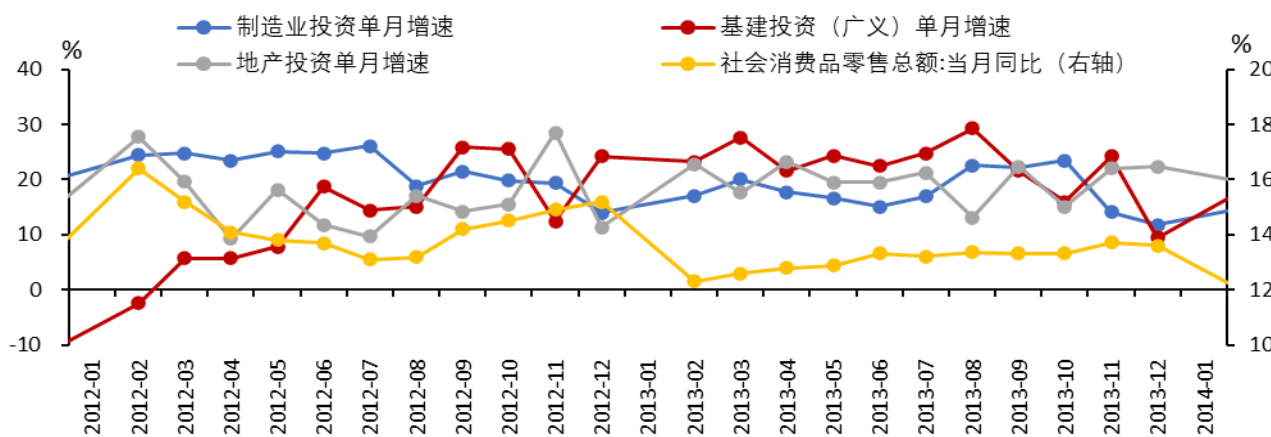
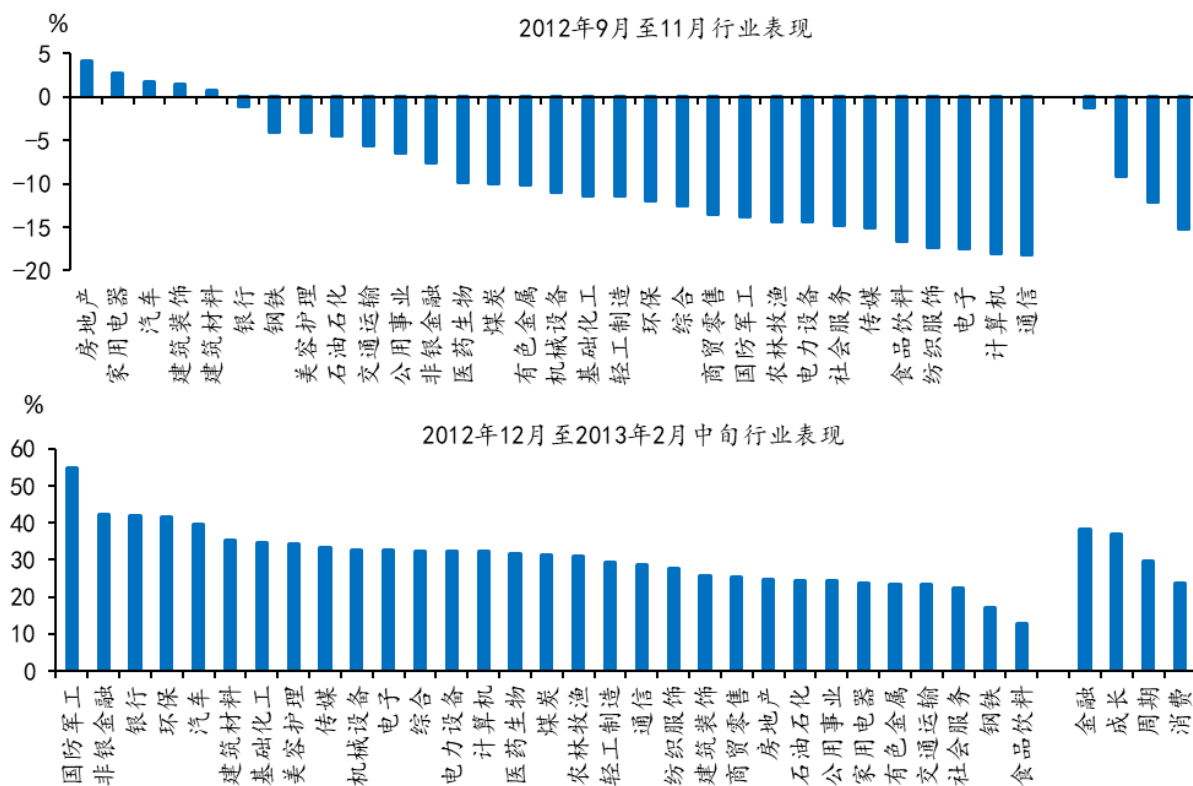


图 4：2012 年 12 月初至 2013 年 2 月中旬市场呈现反弹态势，期间金融、成长占优



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、2015 年至 2016 年

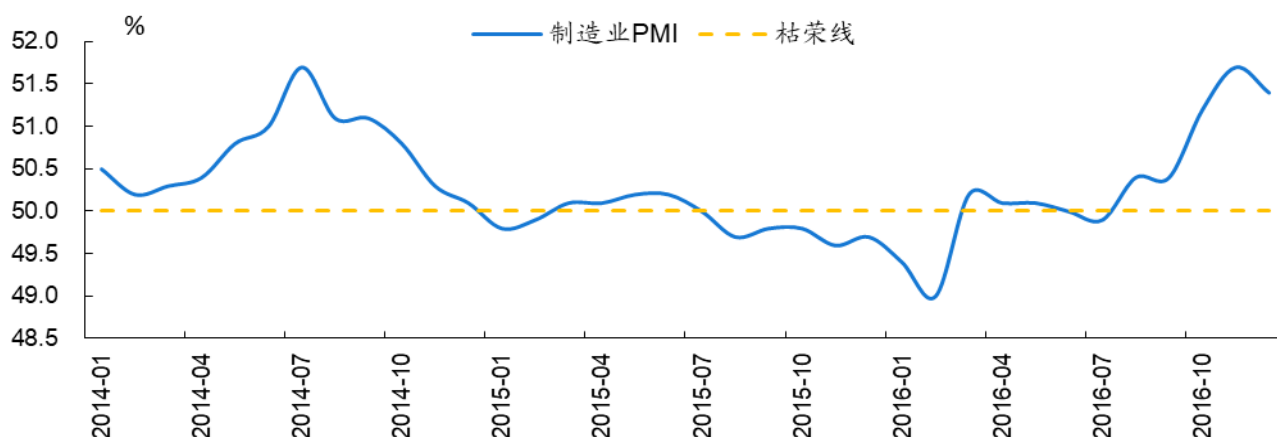
2015 年至 2016 年，国内经济持续疲弱，在外需和内需上均面临较大下行压力。

第一，我国出口同比持续负增长。2015 年至 2016 年，我国出口持续疲弱，尤其是在 2015 年后持续维持负增长，在钢铁等低端制造业产能过剩的环境下，我国 PPI 同比持续负数，在价格上对出口形成拖累。第二，内需方面房地产和制造业投资疲弱。我国房地产投资在 2015 年持续疲弱，制造业投资同比先在产能过剩的影响下持续回落，后在供给侧改革“去产能、去库存”政策的推动下继续下滑。第三，在经济增速阶梯式下滑的环境下，我国社零总额当月同比中枢也在此期间发生下移。

2016 年 2 月，我国制造业 PMI 触底并在 3-5 月逐步企稳回升，主要原因是宽信用。2016 年 3-5 月，我国制造业 PMI 回升至 50%以上，分别为 50.2%、50.1%和 50.1%。说明 2016 年 2 月 2 日央行将非限购城市首套房首付比例下调至 20%后，在 2016 年 1-2 月房地产投资同比由负转正的环境下，央行 3 月 1 日降准 50BP 对经济起到较强的支撑作用。同时，房地产投资的企稳带动消费的企稳回升。因此，2016 年 3-5 月，我国经济从原本的“内外需双弱”变为“外需不足+内需企稳”。

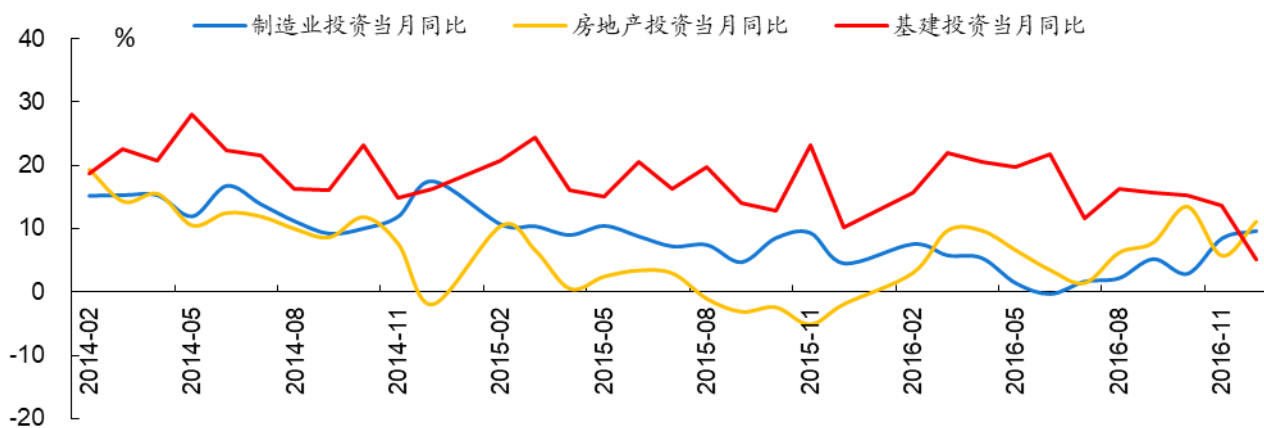
2016 年 2 月底 PMI 触底后，市场企稳回升，风险偏好改善下市场风格偏向“小盘+成长”。第一，国内宽信用和地产投资逐步企稳。3 月 1 日降准进一步助推国内流动性持续改善，2 月房地产投资同比由负转正。第二，2 月 22 日政治局会议和 3 月两会对“十三五规划”进行展望，市场对中国经济预期改善。第三，2016 年二季度美国联邦基金目标利率维持在 0.25%-0.5% 的区间，与 2015 年 12 月加息后的水平相同，流动性迎来边际宽松。因此，市场在基本面和流动性迎来双重利好，风险偏好改善，同时 2016 年二季度供给侧改革的作用并没有见效，市场风格偏向“小盘+成长”。

图 5：2014 年 7 月-2016 年 7 月，我国制造业 PMI 持续疲弱



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6：2014 年 7 月-2016 年 7 月，我国房地产投资先恶化后改善



资料来源：Wind、国海证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/396220142115010211>