

进入7月之后，A股似乎失去了向上的动力。

A股主要指数7月以来全线下跌。

数据来源：Wind

427以来的反弹，不是涨得好好的吗？为何突然就刹车了呢？

其实从今年4月27日A股反弹开始算起，一直到6月27日，在40个交易日时间里，代表A股整体表现的万得全A指数涨了23.19%。

这样的快速上涨，在A股历史上并不常见。

（不含本轮上涨），一共只出现过**10次**：

2002年4月1日、2005年9月5日、  
2006年2月10日、2008年12月22日、  
2010年11月8日、2013年1月29日、  
2014年12月12日、2015年10月30日、  
2019年3月1日、2020年7月8日。

注：以上日期为涨幅超20%的当日

相似的剧情，可能也会重复同样的故事。

从历史上看，A股快速上涨的背后，有着怎样的背景和特征？

短期快速上涨后，行情往往怎么走？

这一次快速上涨后，A股会如何？

### 快速上涨的推动因素

#### 1、常见于经济景气下行末期或复苏初期

用PMI（制造业采购经理指数）

作为经济景气的代理变量

之一，发现10段快速上涨（2002年没有数据）

中，有7段发生在PMI为52的历史均值以下，而且常常处于下行已久或者刚刚改善时。

根据最新公布的数据，六月份PMI指为50.2。

10 段快速上涨(2002 年无数据)中

有7 段发生在PMI52 历史均值以下

红线：40日累计超过20%(首次)；蓝线：PMI

资料来源：Wind，申万宏源研究

#### 2、宽信用、宽货币

宽货币和宽信用共振给行情带来比较大的弹性。

用“10年期国债利率下行”定义宽货币，用“社融同比多增”定义宽信用。

10段行情(2002年未有社融数据)

当月，90%都出现了社融同比多增、平均规模达到500多亿；55%出现了无风险利率下行。

### 3、危机部分解除

危机部分解除的预期是历史上快速上涨行情的重要推手。

回顾10次快速上涨之前，往往都发生了“危机”导致的市场大幅下跌，例如2002-2006年担忧国有股减持

、2008年的金融危机、2010年的欧债危机

、2012-2014年传统经济刺激方法失灵、2015年“股灾”、2018年中美贸易摩擦、2020年新冠疫情等。

市场之所以能够快速反弹，也与这些危机的部分解除相关。

#### 快速上涨后3个月：震荡概率更大

以10次快速上涨行情之后的点位为起点，未来3个月内：有6次跌破了起点，有4次能保持继续上涨。

有5次的命运是“圆弧顶”，即以月为单位，后1-3个月内行情还能略有上涨，但最终会跌破起点。

有3次盘整后开启牛市，即未来6个月内行情涨超20%。

有2次呈现“尖顶”，即马上开始回调。

快速上涨之后的点位为起点，

未来3个月内，50%的命运是“圆弧顶”

资料来源：Wind，申万宏源研究

是什么原因带来“圆弧”，造成市场略有上涨后、还是会回调？

### 哪些因素导致快速上涨后的回调？

宽信用效果进入验证阶段+政策更理性克制，是快速上涨之后市场陷入震荡下跌的最大推手。

历史数据显示，在市场快速上涨之后的下一个月，PMI有70%的概率下行，也就是“宽信用”不一定能持续在经济数据上取得效果。

另外，在“危机缓和”预期且股价有所恢复后，监管层往往会选择适时纠偏、或者继续推进资本市场改革，给市场预期增添了不确定性。

例如2019年4月之后，再提去杠杆和房住不炒；2020年8月之后，明确“三条红线”，紧信用预期再度加强。

但也不必悲观。

在快速上涨之后，从累计涨幅达到20%为起点，看半年，以月度为单位，历史样本中最大回调幅度大约在22%以内(发生在2016年初)，平均来看回调在6%左右。

快速上涨之后，

月度层面未来半年最大回调幅度（为负）

资料来源：Wind，申万宏源研究

回调幅度不大的原因在于，市场在快速上涨后仍有韧性。

### 市场保持韧性的理由

## 1、宏观流动性或仍在

尽管基本面迎来不确定性，但快速上涨之后A股还有韧性，是因为宏观流动性环境的转好趋势尚在，宽货币和宽信用一般不会同时证伪。

如果快速上涨之后没有特别重大的政策约束（利空），那么市场估值端仍然有支撑。

## 2、股市流动性或仍在

当最悲观的时候已经过去，A股的股市流动性往往会缓慢改善，而且即便行情有所波动，不会马上“回到解放前”，为行情提供韧性。

我们用两个指标度量股市流动性，一个是“单月偏股基金发行规模环比改善”，一个是“换手率相比市场上涨起点的百分比变化”。

观察后发现：

- 1) 快速上涨达到20%的当月，55%的样本出现了基金发行环比规模提升。
- 2) 当月换手率相比3个月前提升的平均幅度达到60%，而且在未来的半年内，尽管快速上涨的趋势有所放缓，但换手率平均来看，都能维持在比此前高20%以上的水平。

不过值得注意的是，相比于历史，2022年6月的快速上涨暂时没有伴随基金发行的大幅改善，市场换手率的提升也仅有6%左右。表明这一次在疫情冲击下，股市流动性的恢复节奏更加缓慢。

公募基金发行份额（月度，亿份）

201801-202207

数据来源：Wind

## 这一次，可能还是圆弧顶

7月以来，万得全A指数震荡下跌，背后的原因也在于“验证期到来”+“政策更理性克制”。

7月地产销售数据走弱、国内疫情再次反复等再次让大家对经济增长产生担忧；而7月20日总理发言“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施”，体现的恰好是“政策更理性克制”的特征。

另一方面，在经济增长仍有较大压力的情况下，宏观流动性转好的趋势仍在，再加上市场整体的估值本身偏低，A股或仍有韧性。

注：万得全A截止7月22日市盈率估值17.58倍，处于历史由低到高27%分位。

## 这次牛市前的等待或更长

### 1、A股走牛条件：基本面改善+走出危机

远期看，A股走牛的条件是基本面确认改善+“走出危机”。这轮行情可能没这么快达到这一步。

通过10个快速上涨案例发现，A股在快速上涨之后，再往后看第4到6个月，市场企稳回升或开启牛市主升浪的情况占据多数。

行情驱动因素各有不同。

基本面改善是止跌回升的核心。

历史的10个案例中，7个案例在快速上涨的半年内，出现了基本面的进一步验证改善、仅1个出现了基本面继续走弱。

不过流动性的改善没那么常见，1个案例出现了宏观流动性的继续改善、4个案例出现股市流动性的继续改善。

另外，“国内经济刺激政策终归会见效、海外紧缩终究有边界、政策纠偏最终仍是呵护市场”也是上涨主要原因。

## 2、这次牛市前等待的时间可能更长

### 1) 从经济周期

角度，这一次刺激政策进场相对早、不代表经济复苏到来会更早，更多是托底不发生系统性风险、以时间换空间。

### 2) 从危机解除角度，

这一次我们遭遇的疫情和

能源变局均为史上少有，

下一轮牛市的条件可能包括：新冠病毒毒性减弱或防疫效率提升、国内居民收入预期稳定之后。

### 当前A股市场

已快速上涨、迎来震荡，远期的牛市何时到来、牛市内核是什么，也取决于这一次克服困难的<sup>效果</sup>何时显现。

### 再往后

看，对远期的

走出危机并不悲观，这一次

牛市的内核可能是以中国能源

相对低成本为基础、统一大市场提高资源效率为契机，从而形成的先进制造业优势。

### 主要参考资料

申银万国《快速上涨后为何常见圆弧顶？——万得全A指数40天内涨超20%案例复盘》20220721