

少即是多

——策略研究框架

荀玉根（首席经济学家，首席策略分析师）

SAC号码：S0850511040006

2023年7月30日

1、认识市场，认识自己

2、辨识宏观，尊重趋势

3、深耕产业，长久之计

4、恪守纪律，知行合一

分析师是什么职业？是这个？

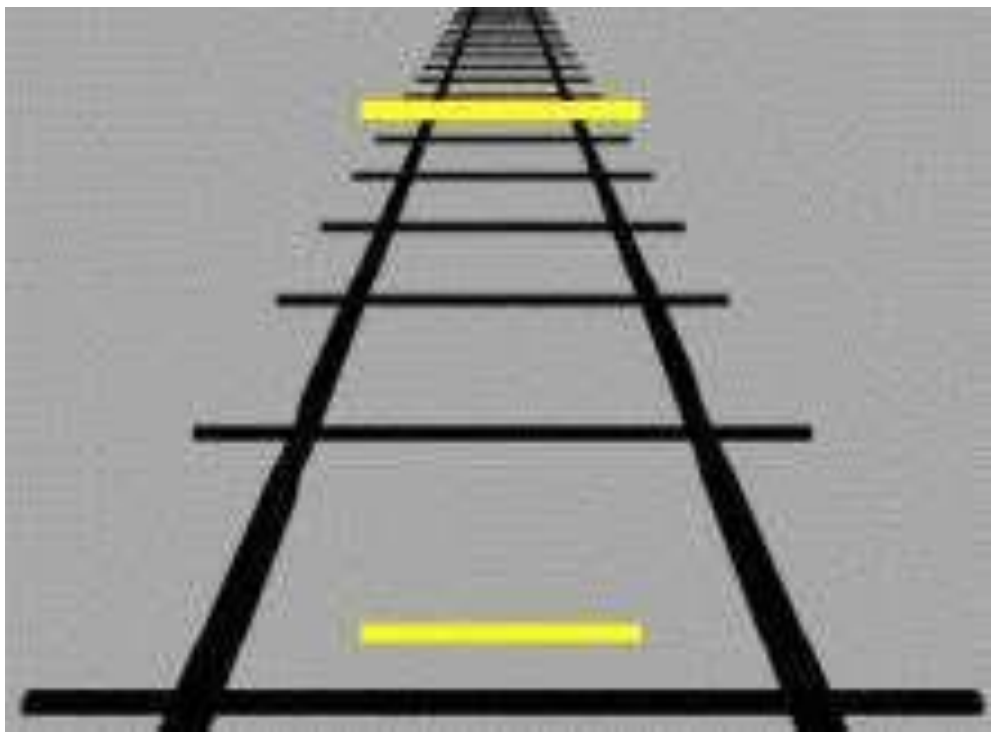


或者是这个？



预判市场很难：人只是有限理性

- ✓ 左图：哪条黄线长？
- ✓ 右图：碗盘正面朝上还是背面朝上？



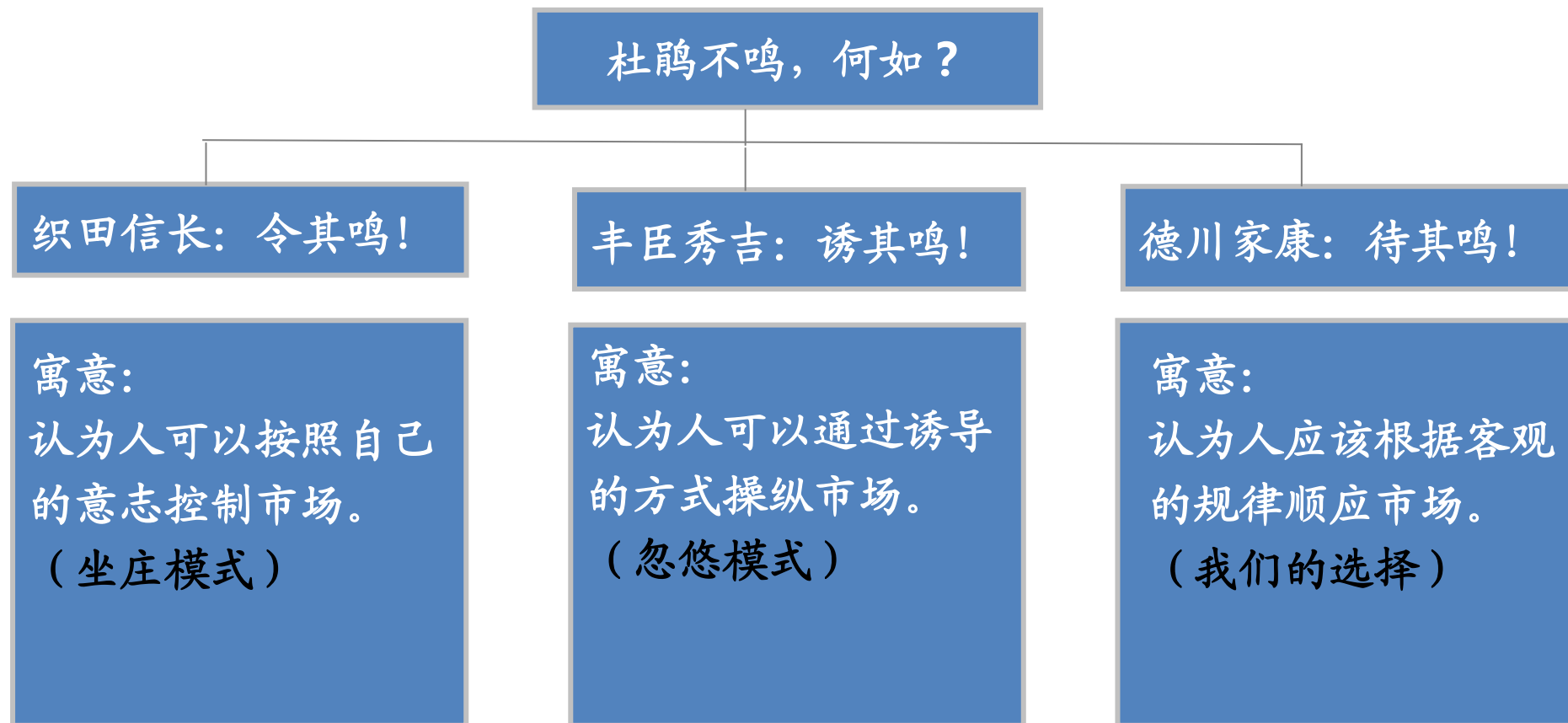
预判市场很难：市场不完全可知

✓ 哈耶克：“市场十分复杂，取决于众多个体行为，可能有许多情况，几乎不可能全部充分了解和计算。” 《1974年诺贝尔奖演讲》

《三体》：“射手假说”、“农场主假说”。

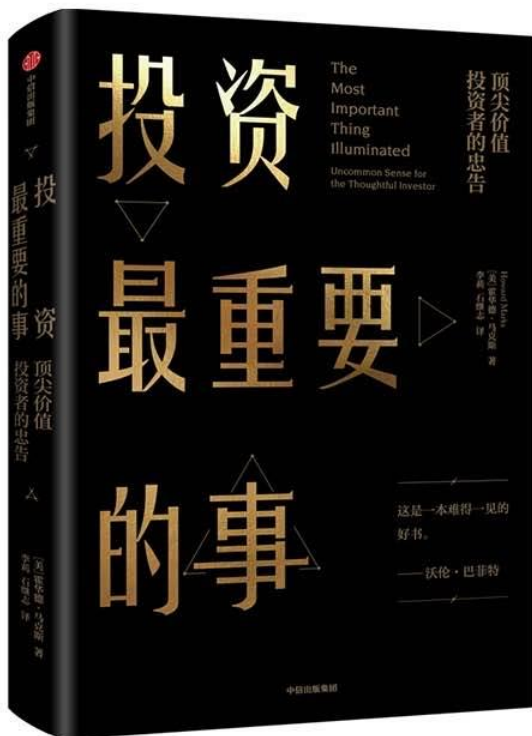
寓言故事：盲人摸象





让历史预测未来

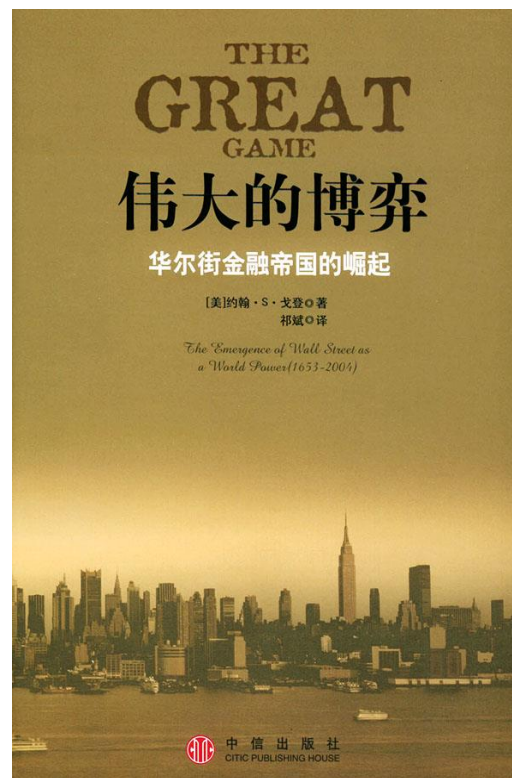
- ✓ 马克·吐温：“历史不会重演细节，过程却会重复相似。”
- ✓ 黑格尔：“我们从历史中得到的唯一教训就是我们从没有从历史中得到过教训。”



资料来源：《投资最重要的事》（霍华德·马克斯），《周期》（霍华德·马克斯），
天猫，海通证券研究所

学习历史，敬畏市场

- ✓ 中国证券市场历史：《闲不住的手》、《荣辱二十年》。
- ✓ 美国证券市场历史：《伟大的博弈》、《似火牛年》。



知轻重，懂取舍：少即是多

✓ 市场无法被完全认知，我们只能无限接近市场的本质。

基本面分析：价值投资、成长投资

技术面分析：价量指标、波浪理论

行为金融学：心理预期

——都是接近真实市场的方法

✓ 知轻重：抓主要变量，聚焦大概率事件。

✓ 懂取舍：守住能力圈，不做什么和做什么一样重要。

1、认识市场，认识自己

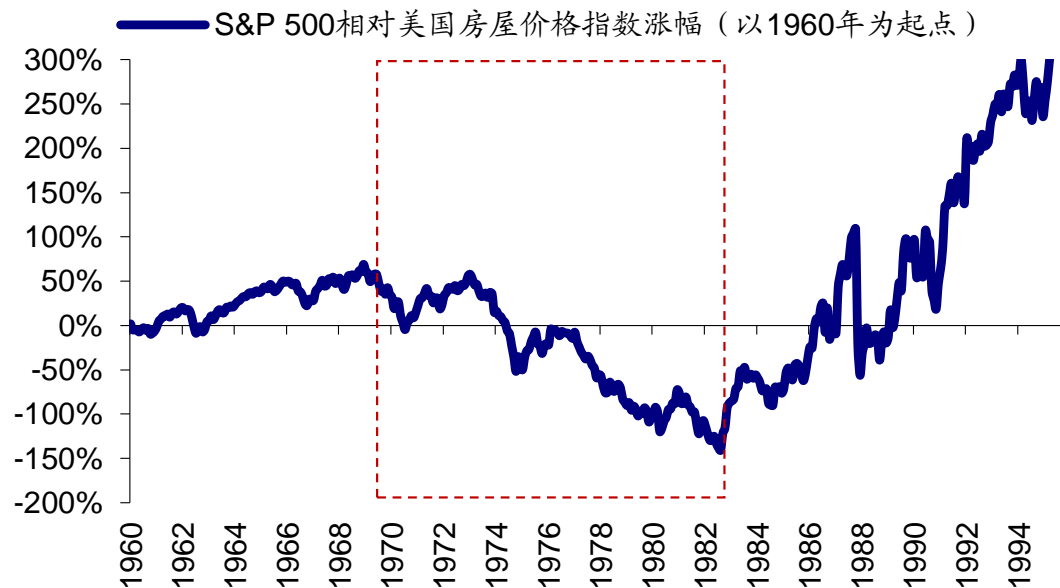
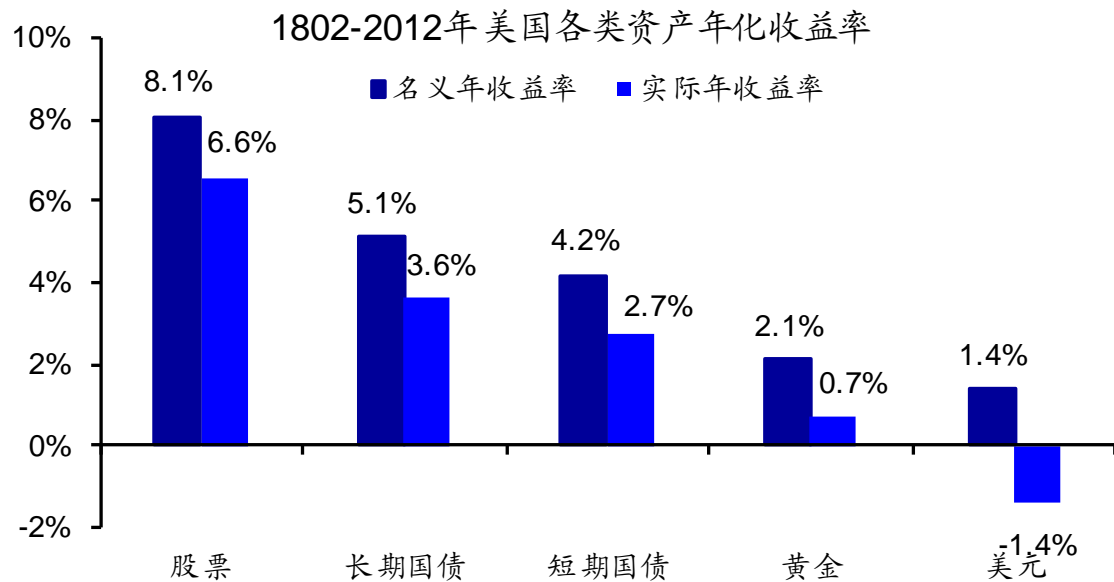
2、辨识宏观，尊重趋势

3、深耕产业，长久之计

4、恪守纪律，知行合一

长期看，股市占优

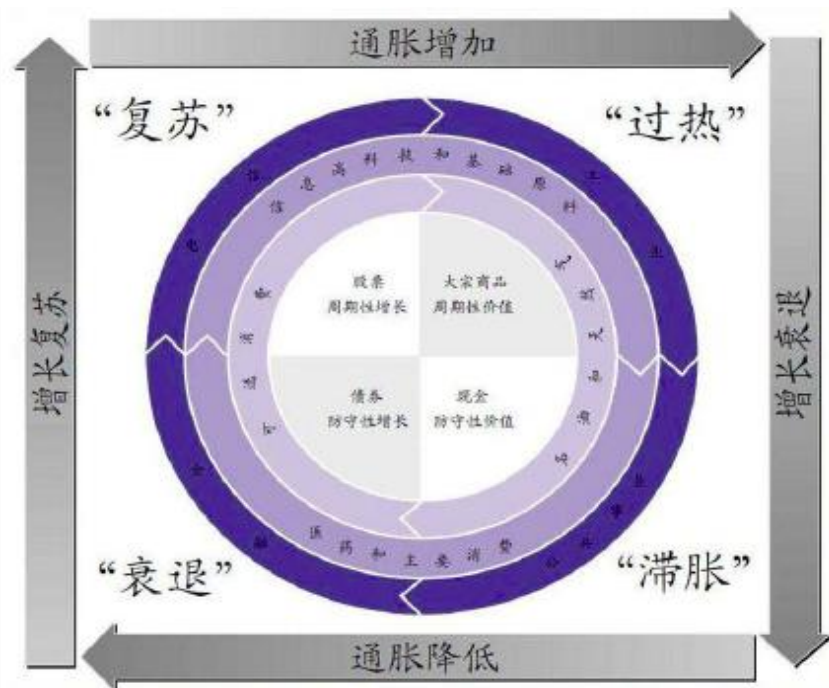
✓ 1802年的1美元，投黄金2012年为86.4美元，投长期国债为3.4万美元，投资股市为1348万美元。



中短期资产轮动：美林投资时钟

美林《The Investment Clock》2004/11/10

- ✓ 首次提出利用宏观经济周期进行资产配置的方法
- ✓ 以经济增长、通胀将经济周期分为：复苏（Recover）、过热（Overheat）、滞胀（Stageflation）、衰退（Recession）

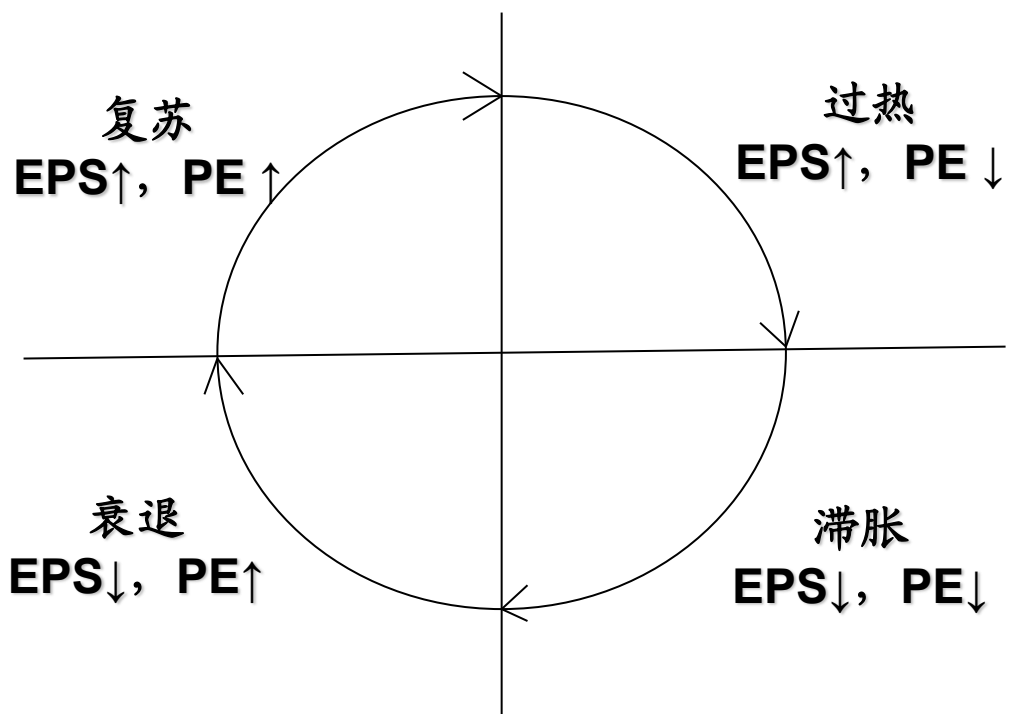


	债券	股票	大宗商品	现金
衰退	9.8%	6.4%	-11.9%	3.3%
复苏	7.0%	19.9%	-7.9%	2.1%
过热	0.2%	6.0%	19.7%	1.2%
滞胀	-1.9%	-11.7%	28.6%	-0.3%

资料来源：《The Investment Clock》（美林证券），海通证券研究所，右表为1973年4月-2004年7月美国各类资产年化收益

中国的运用：2001-12年基本符合

✓ 根据2001-12年经济增长和通胀数据划分中国经济周期阶段，大类资产轮动基本符合投资时钟规律。

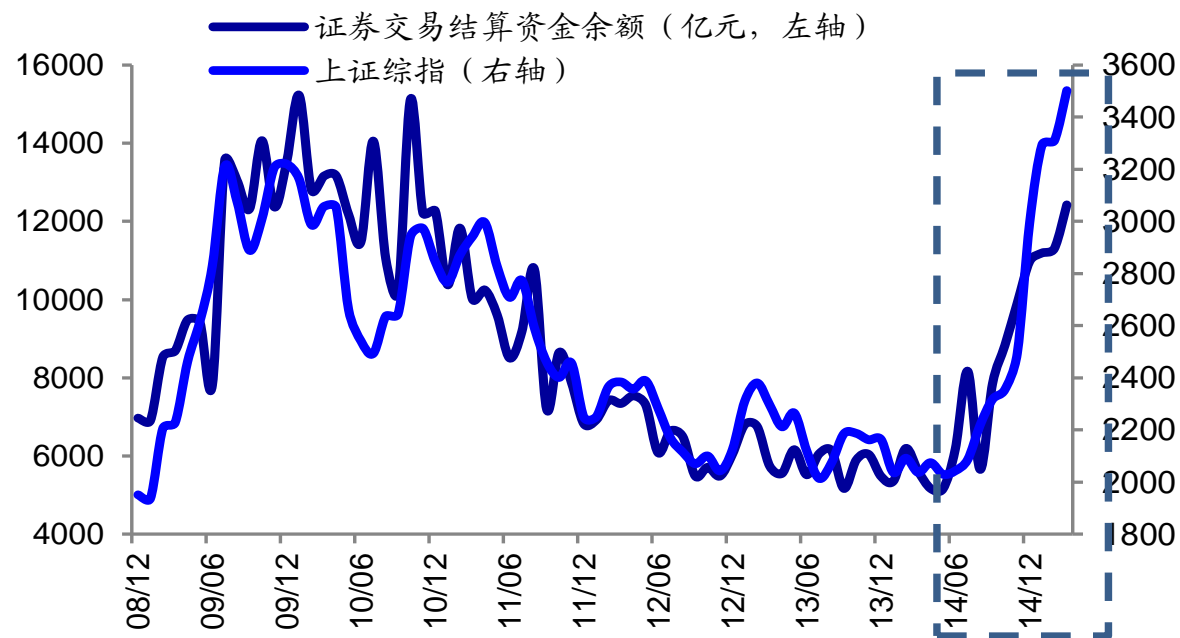
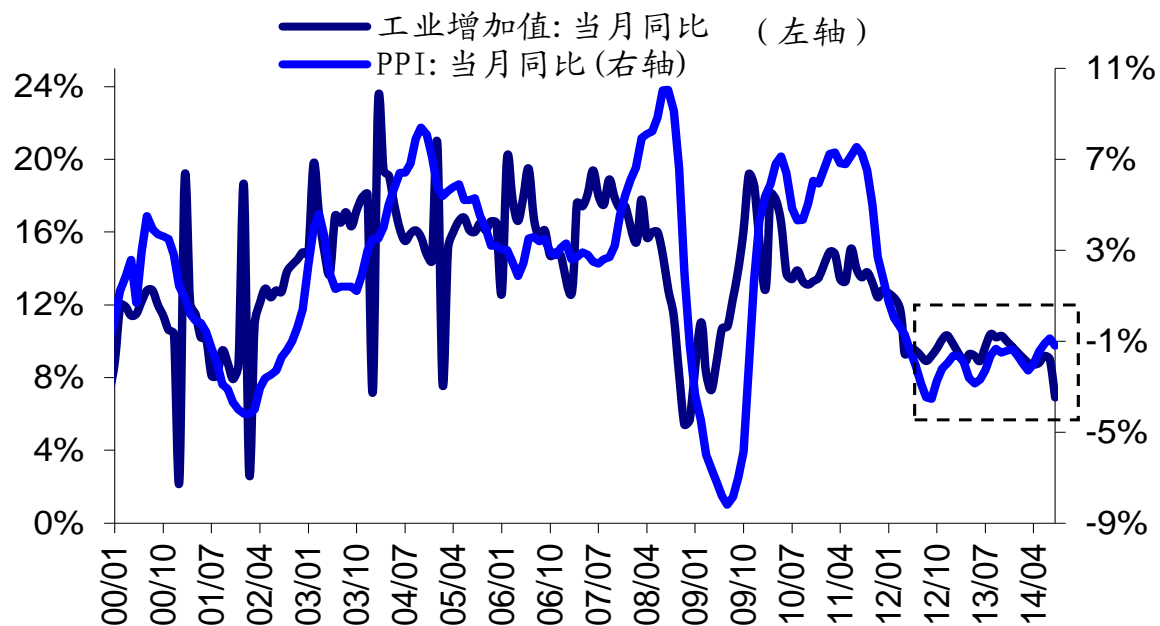


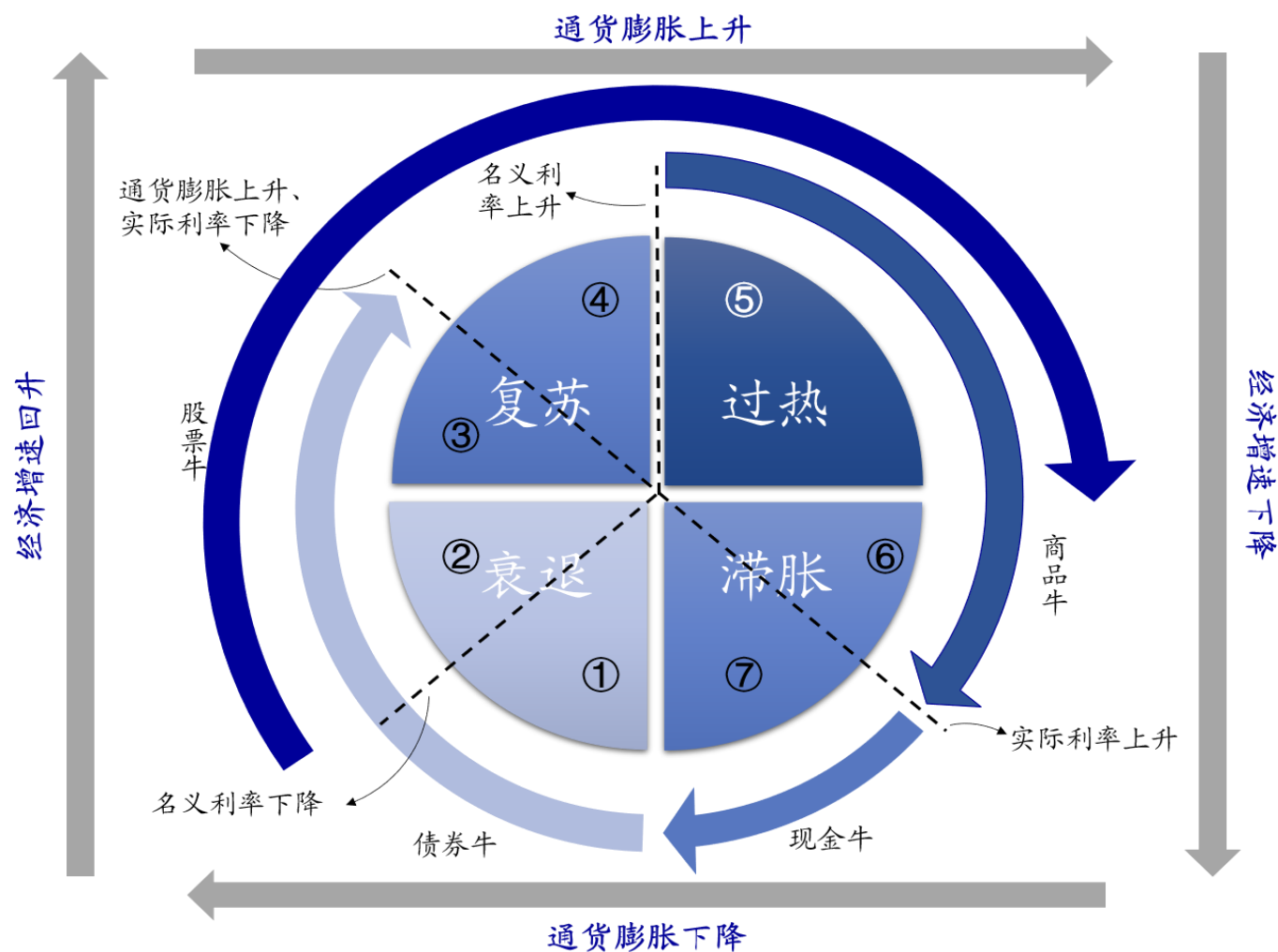
经济周期	中债综合指数	上证综指	CRB指数	1年期存款利率
衰退	4.63%	-26.47%	-15.72%	3.01%
复苏	2.38%	15.97%	22.01%	2.17%
过热	0.79%	59.26%	15.58%	2.38%
滞胀	0.54%	-39.08%	18.99%	3.38%

冲击：12年-14年，无效果到看不懂

✓ 12年-14年中巷战，无效果：经济走平，股市区间波动。

✓ 14年下半年增量趋势市，看不懂：经济向下、股市向上？





改进版投资时钟更符合中国现实

✓ 改进版投资时钟：股票牛市开始于衰退后期，结束于过热期。

经济阶段	平均资产表现（对应指数年化涨跌幅，%）		
	债券 （以中债总全价指数刻画）	股票 （以万得全A刻画）	商品 （以南华商品指数刻画）
衰退前期（①）	11	-60	-38
衰退后期（②）	5	28	-12
复苏前期（③）	3	50	12
复苏后期（④）	-3	80	13
过热期（⑤）	-4	72	21
滞胀前期（⑥）	0	-25	29
滞胀后期（⑦）	-4	-37	-5

追根溯源，历史会告诉你答案

✓ 回顾二战后美、英、德、日、中国香港、中国台湾、A股历史，以DDM模型为框架，追溯影响股价的核心变量。《海内外牛市基因探秘系列1-3》



利率下行或低位是牛市必要条件



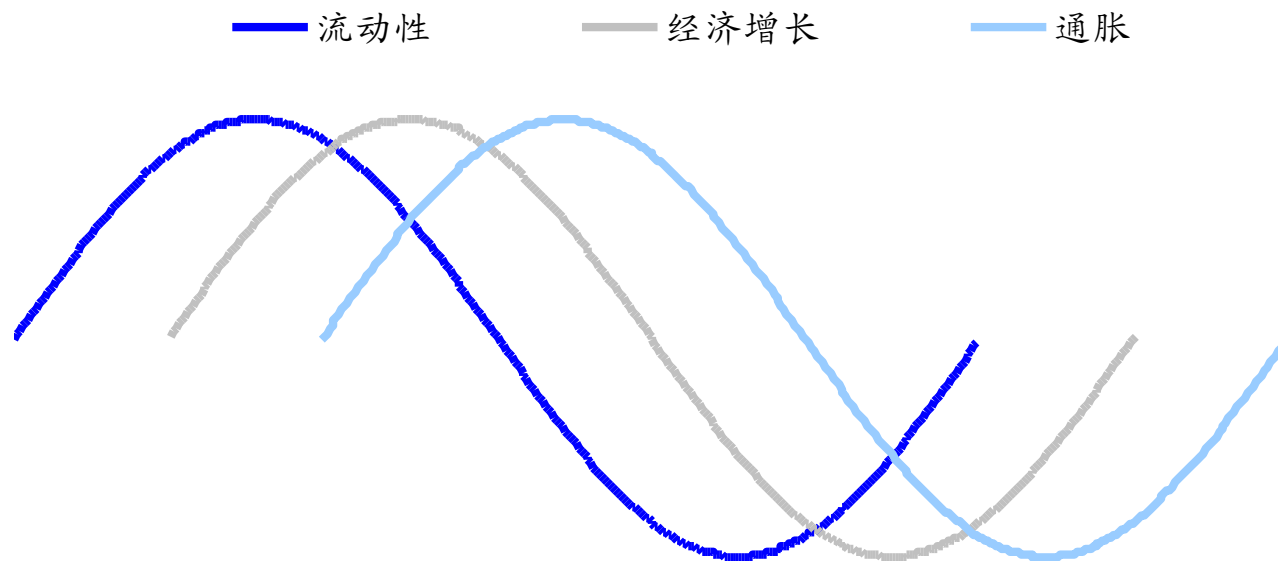
盈利改善可以来自经济增长，也可依靠改革转型、技术创新



股市制度建设推升风险偏好

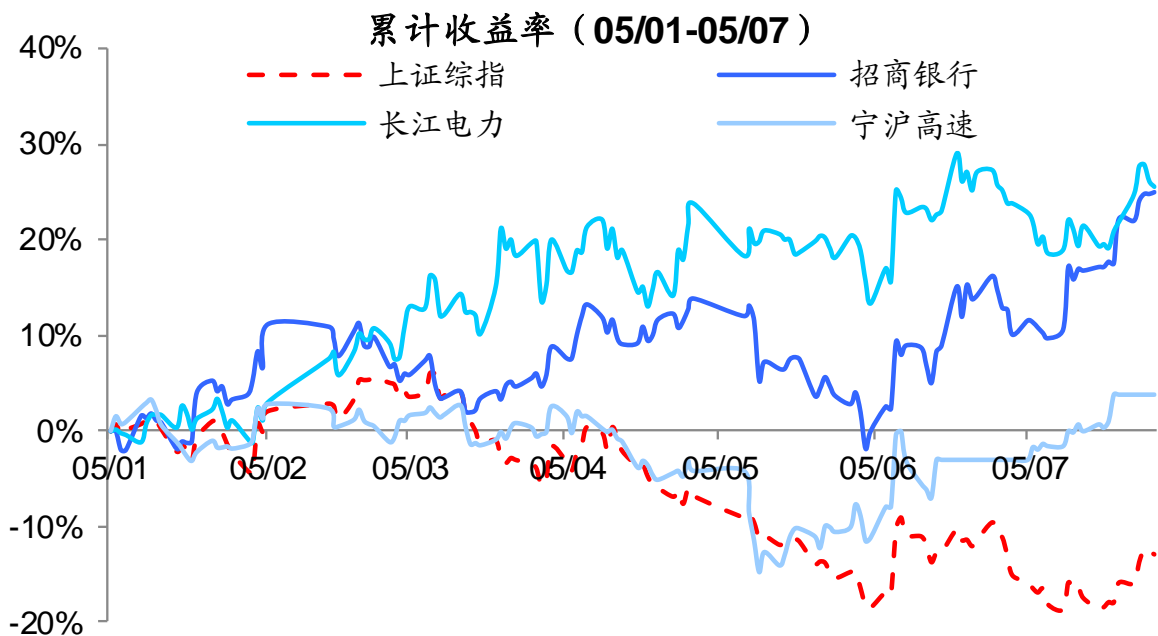
1: 流动性往往是故事的开端

- ✓ 量：M1、M2、社融总量增速、新增信贷。
 - ✓ 价：存贷款利率、国债利率、回购利率、理财信托利率。
- 《水从何来？——资金与情绪分析框架-20200827》



密切关注高股息率股

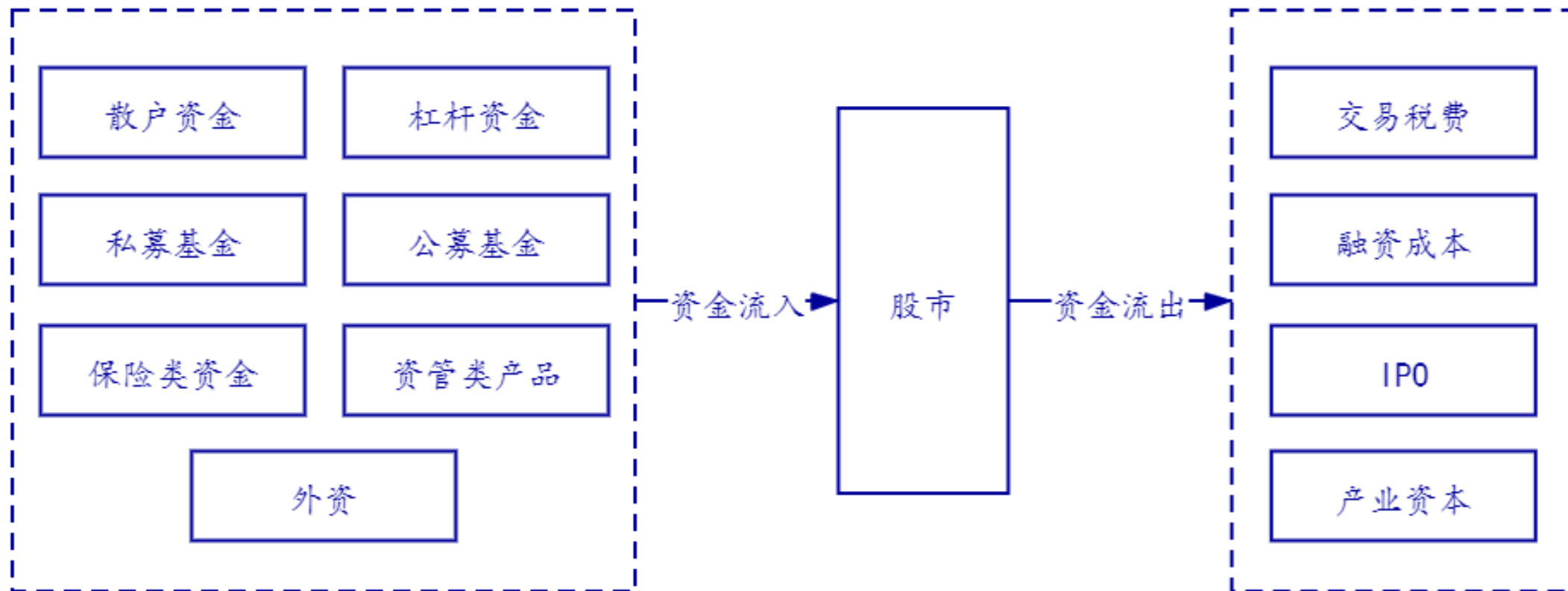
- ✓ 历史上市场底有两个盘面信号：一是高股息类传统价值股领先指数3-6月企稳，二是白马股补跌30%左右。
- ✓ 案例：19/1/4，上证综指2440点市场反转。《现在类似2005年-20190217》



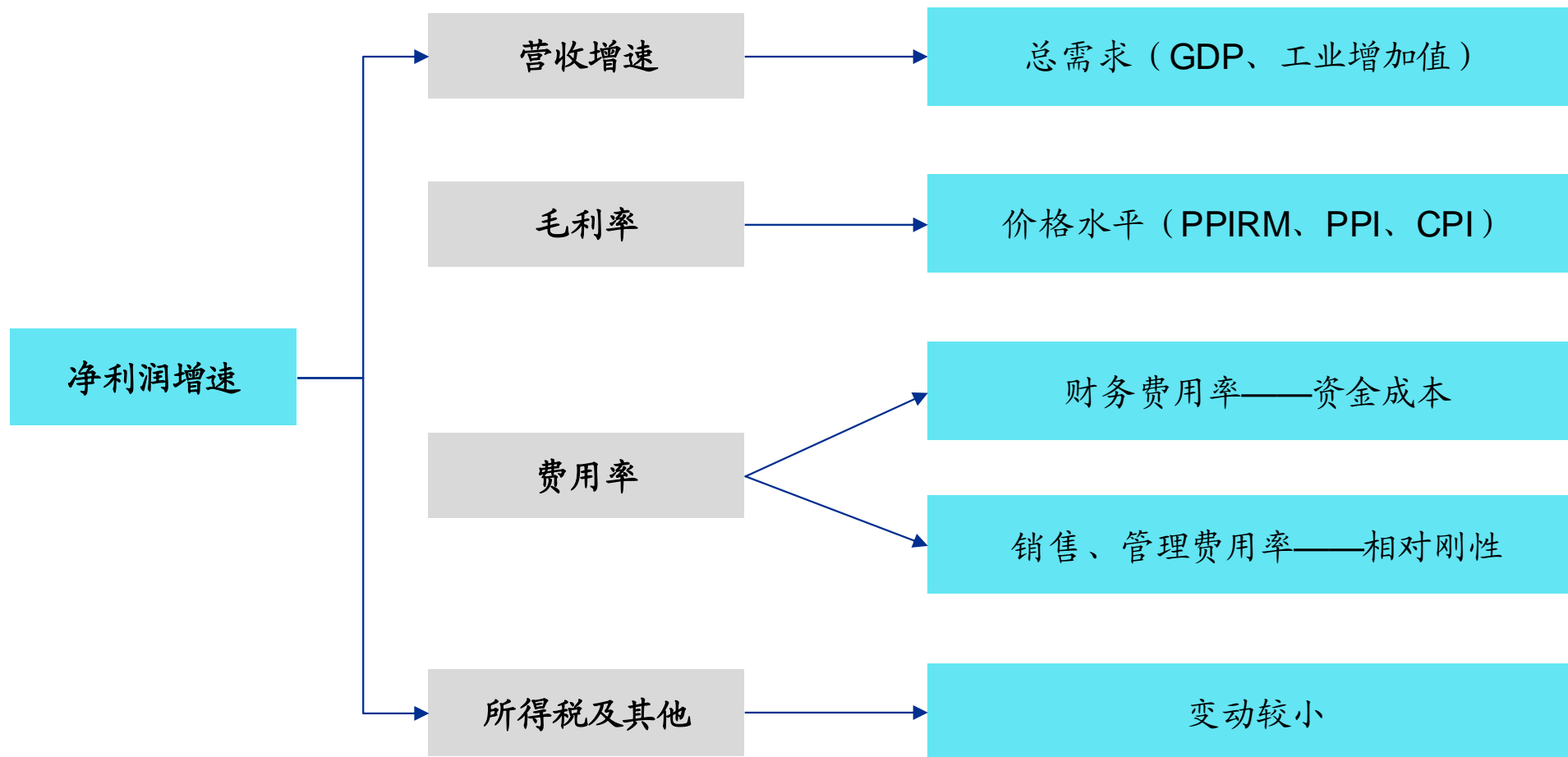
	股票	区间内最大跌幅 (%)
2005/3-2005/6	贵州茅台	-26.9
	万华化学	-40.9
	云南白药	-25.8
	苏宁易购	-26.4
2013/9-2014/6	歌尔股份	-36.6
	海康威视	-33.8
	云南白药	-30.3
	伊利股份	-27.4
2018/6-2019/2	贵州茅台	-35.8
	美的集团	-41.3
	恒瑞医药	-40.2
	伊利股份	-34.3

股市微观资金供求

- ✓ 《以史为鉴：牛市的资金入市节奏-20190703》分析牛市资金入市情况，每周一《立体投资策略周报》跟踪高频数据。



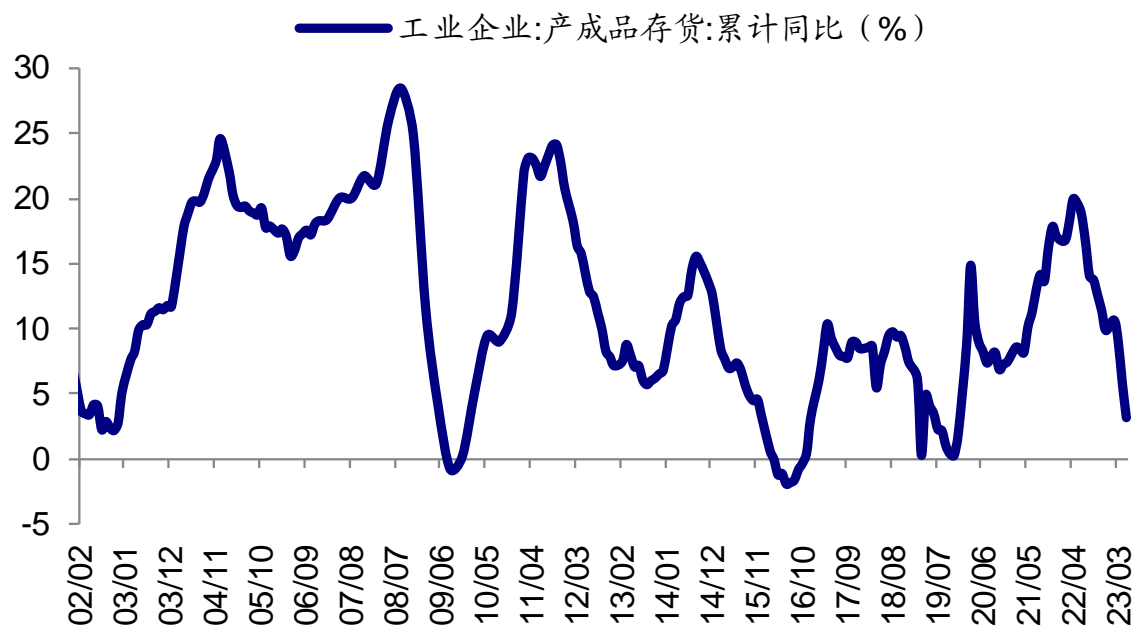
2: 盈利是股市的根基



根据经济周期分析盈利拐点

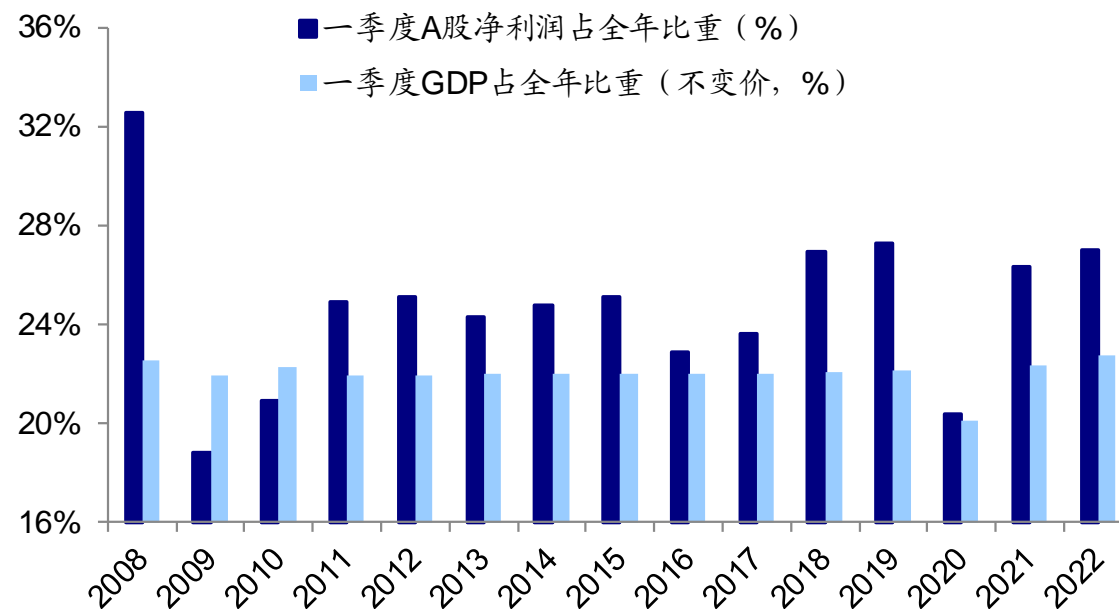
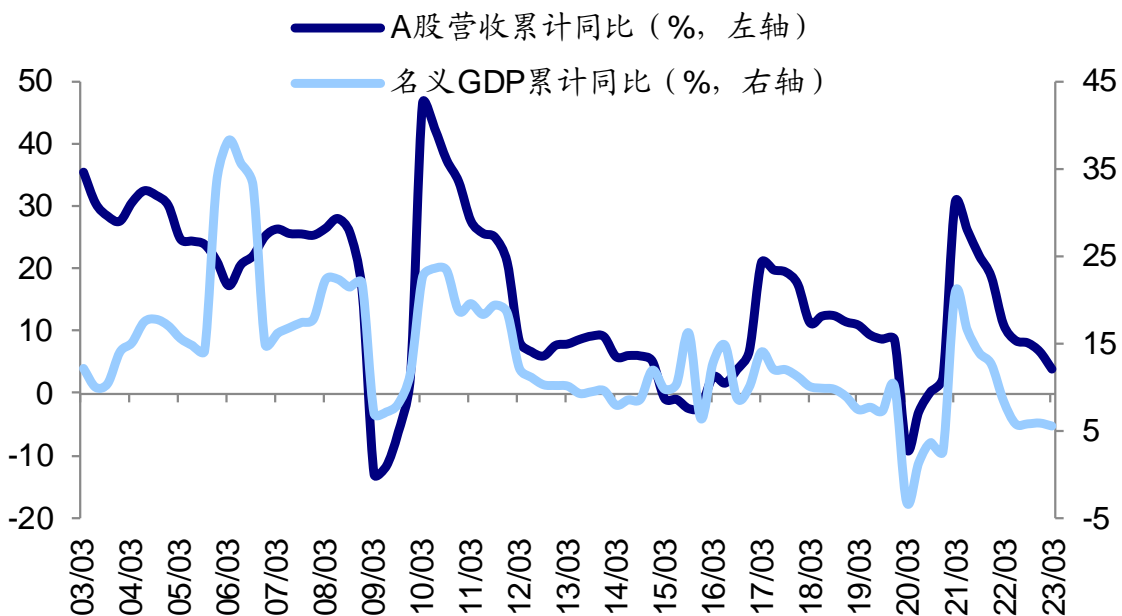
✓ 企业盈利与库存周期对应，工业企业利润、PPI都可以高频跟踪。

《如何预测跟踪盈利趋势？-20190919》、《“盈”在起点——企业盈利分析框架-20200820》



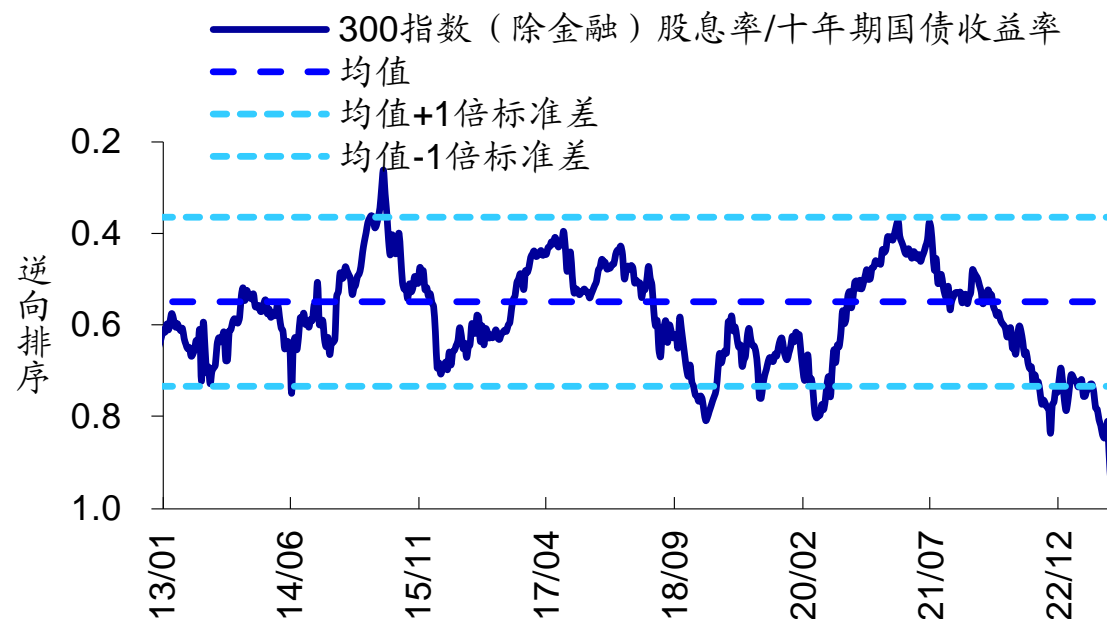
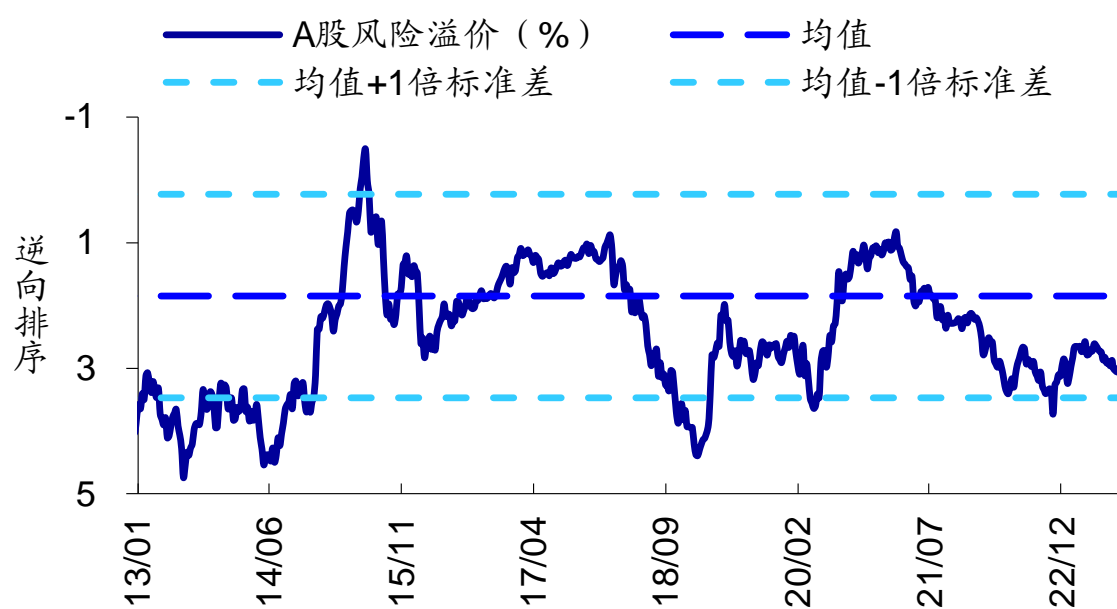
自上而下估算盈利数据

- ✓ 根据影响盈利的宏观变量得出回归函数，估算盈利预测数据。
- ✓ 季度数据公布后，根据季度盈利占比，校正估算全年数据。



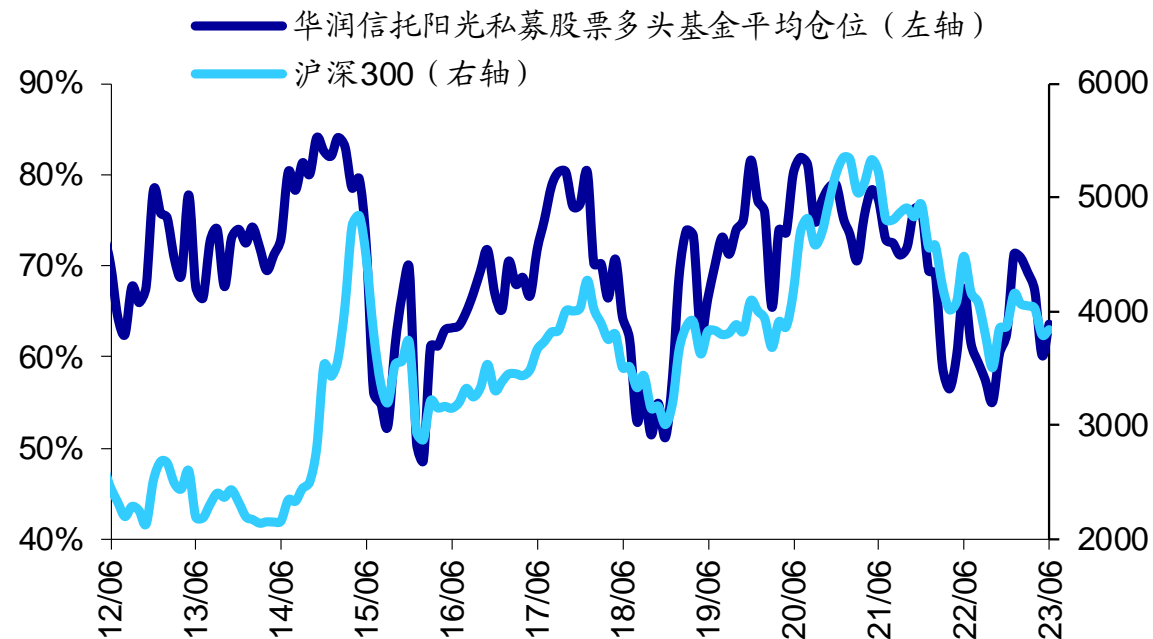
3: 风险偏好测试市场热度

✓ 风险溢价率（股价回报率减无风险利率）、股债收益比等。



人性变化慢，情绪周而复始

- ✓ 情绪指标：换手率、涨停公司占比、基金仓位、融资交易占比、分级基金溢价率等。《立体投资策略周报》



市场拐点跟踪基本面领先指标



✓ 借鉴历史，底部确认信号：五大类基本面领先指标中3个及以上企稳回升。

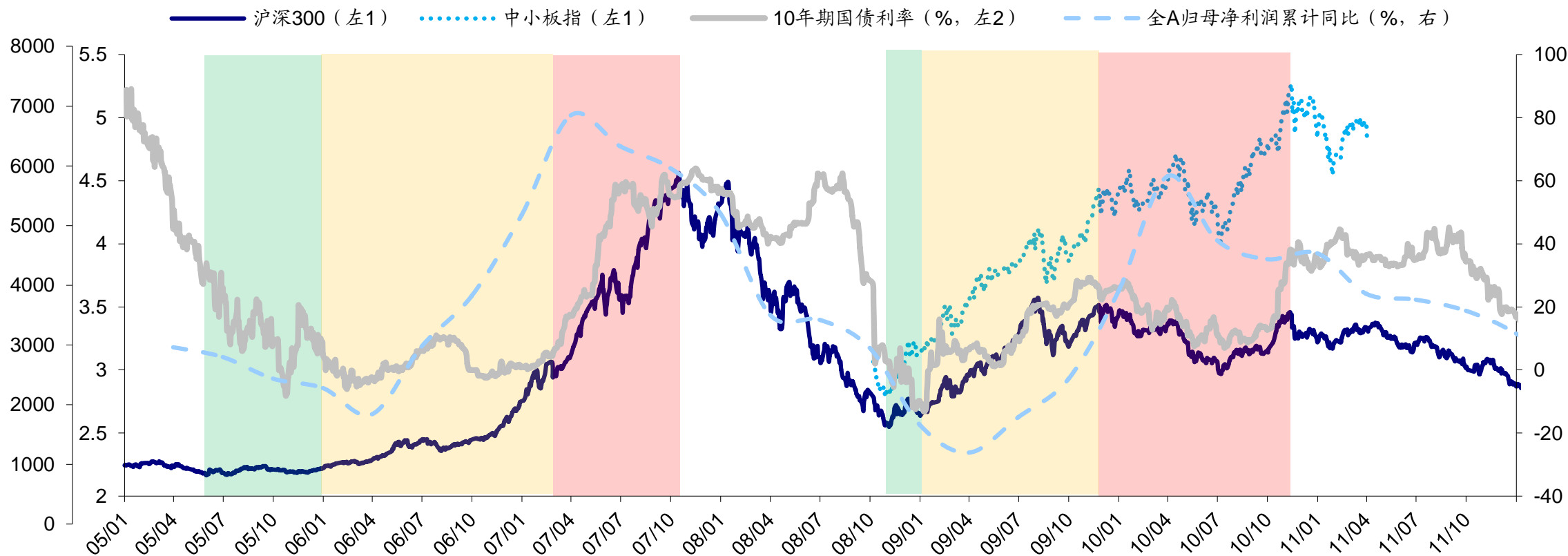
各指标见底时间

领先指标	上证综指	05/6/6	08/10/28	12/12/4 (13/6/24)	16/1/27	19/1/4	22/4/27 (22/10/31)
1.货币政策	各项贷款余额同比	05/05	08/06	12/01	14/09	18/05	22/04
	M2同比	04/10	08/11	12/01	15/04	18/10	21/11
2.财政政策	基建投资累计同比	05/05	08/02	12/02	16/02	18/09	21/11
3.制造业景气度	PMI指数	05/07	08/11	12/08	16/02	19/02	22/4 (22/12)
	PMI新订单	05/07	08/11	12/08	16/02	19/01	22/04
4.早周期-地产	商品房销售面积累计同比	04/12	08/12	12/02	15/03	19/02	22/12
5.早周期-汽车	汽车销量累计同比	05/02	09/01	12/01	15/08	19/01	22/05

资料来源：Wind，海通证券研究所
注：黄色为市场底出现时已经见底企稳的领先指标

牛市分三个阶段

✓ 参考历史，牛市运行一般分三个阶段：孕育期、爆发期、疯狂期。



1、认识市场，认识自己

2、辨识宏观，尊重趋势

3、深耕产业，长久之计

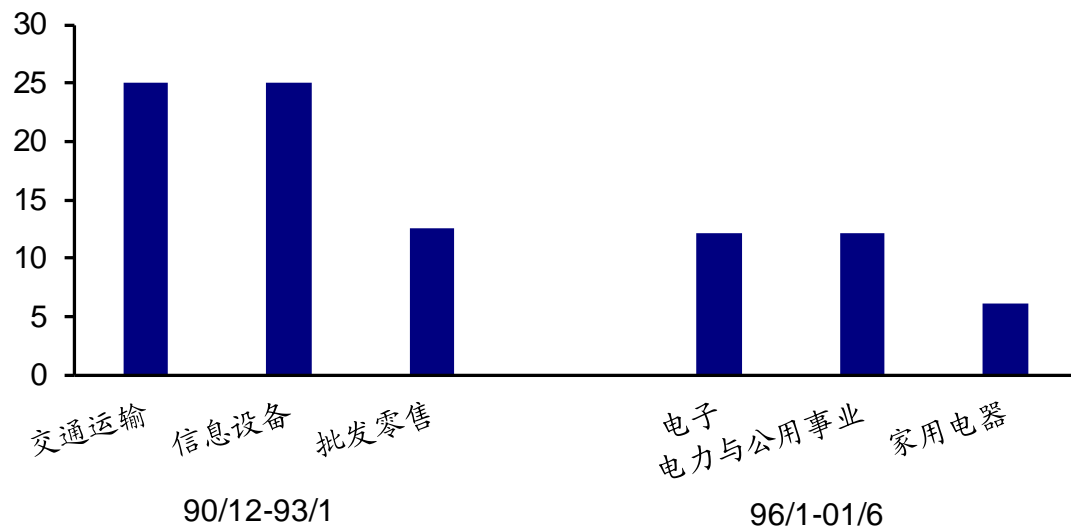
4、恪守纪律，知行合一

认清时代，顺应趋势

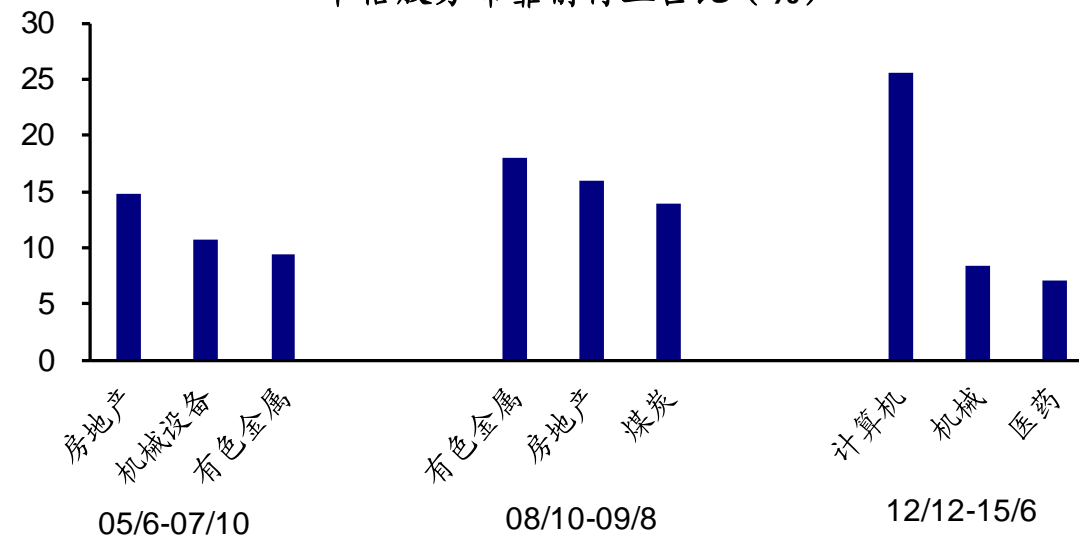
✓ 每轮牛市中十倍股的行业分布背后是产业更迭。

《十倍股有哪些特别基因？-20160830》、《十年一片天：产业周期跨越股市牛熊-20160225》

十倍股分布靠前行业占比 (%)



十倍股分布靠前行业占比 (%)

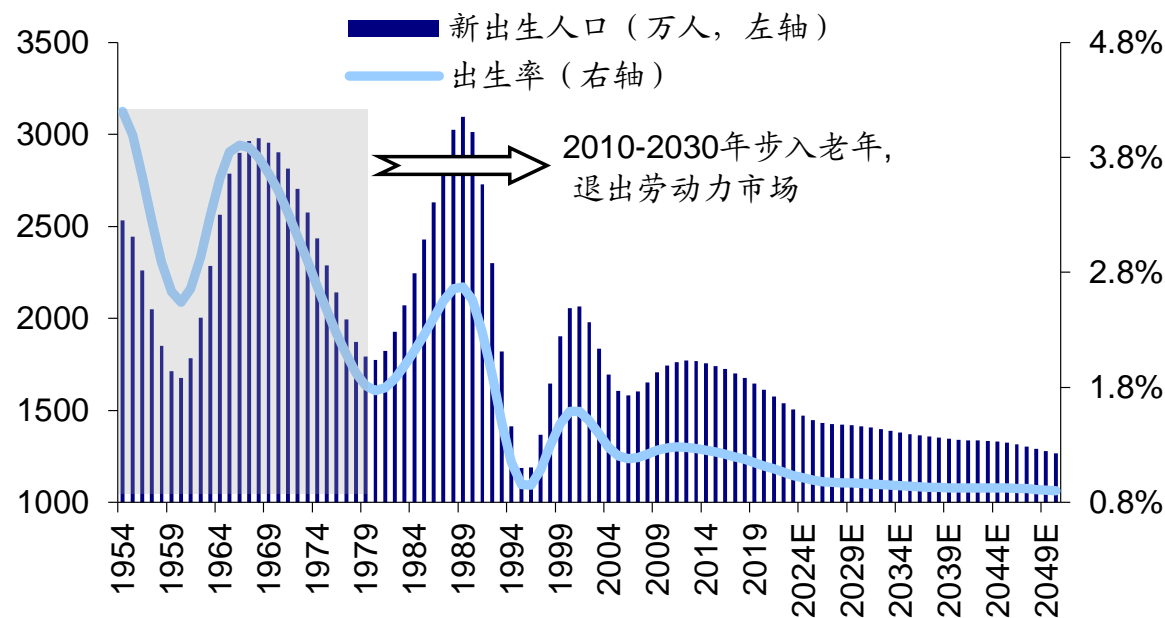
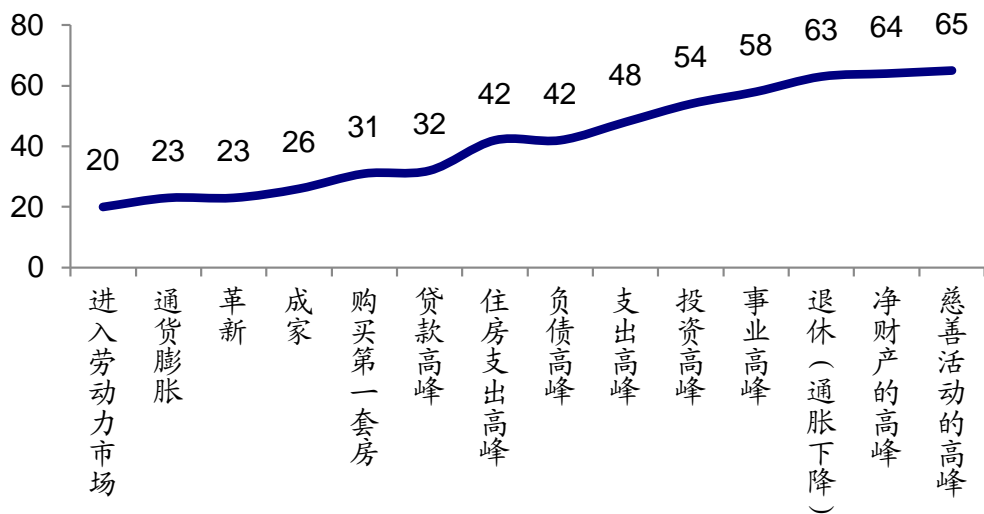


趋势1：逃不开的人口周期

✓ 中老年人口占比快速上升，90后新兴消费群体崛起。

《养老产业系列1-3》、《如何应对加速的老龄化？-20200527》

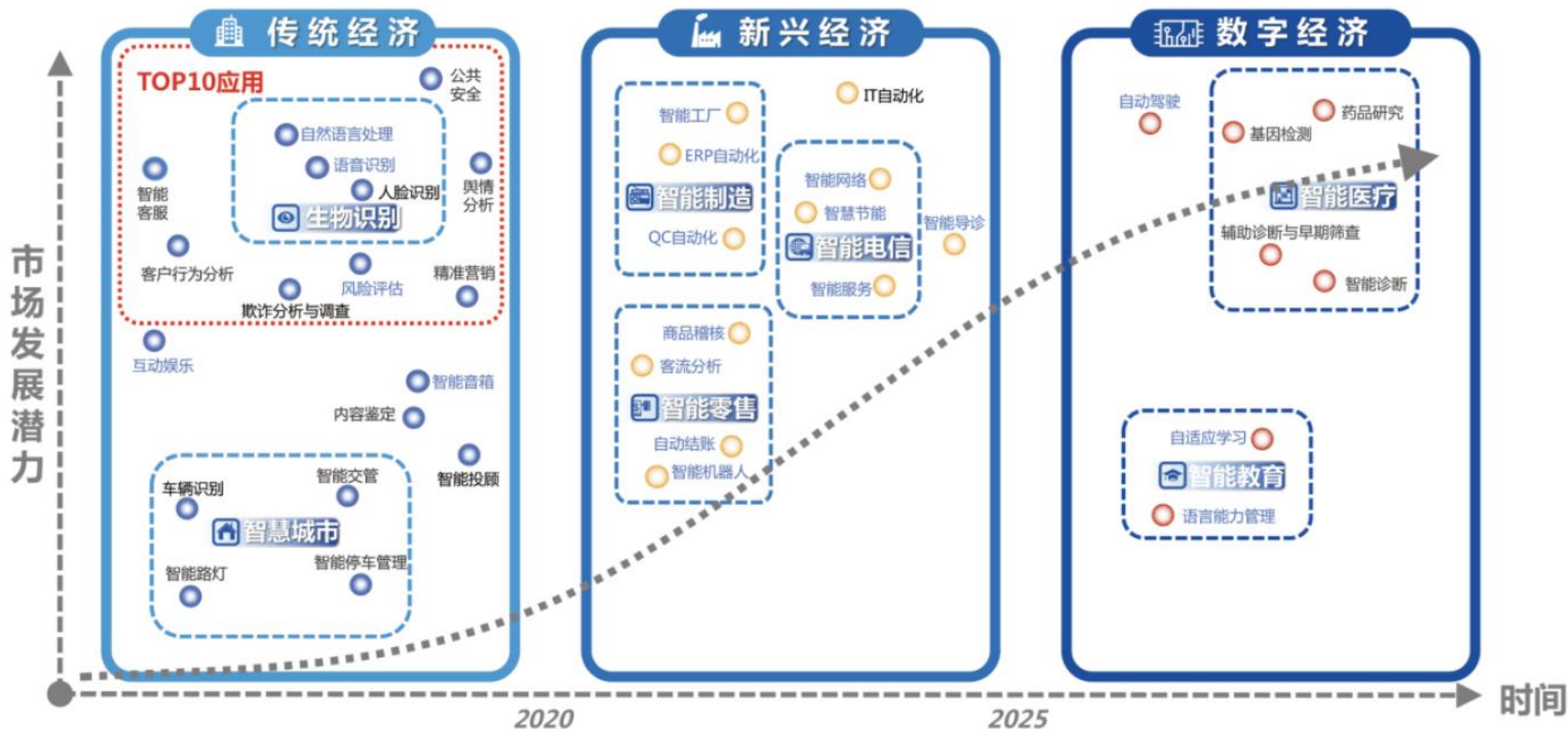
对经济产生重要影响的关键年龄（岁）



资料来源：《下一个大泡泡（哈里·S·登特）》，Wind，海通证券研究所，注：左图纵轴为平均年龄

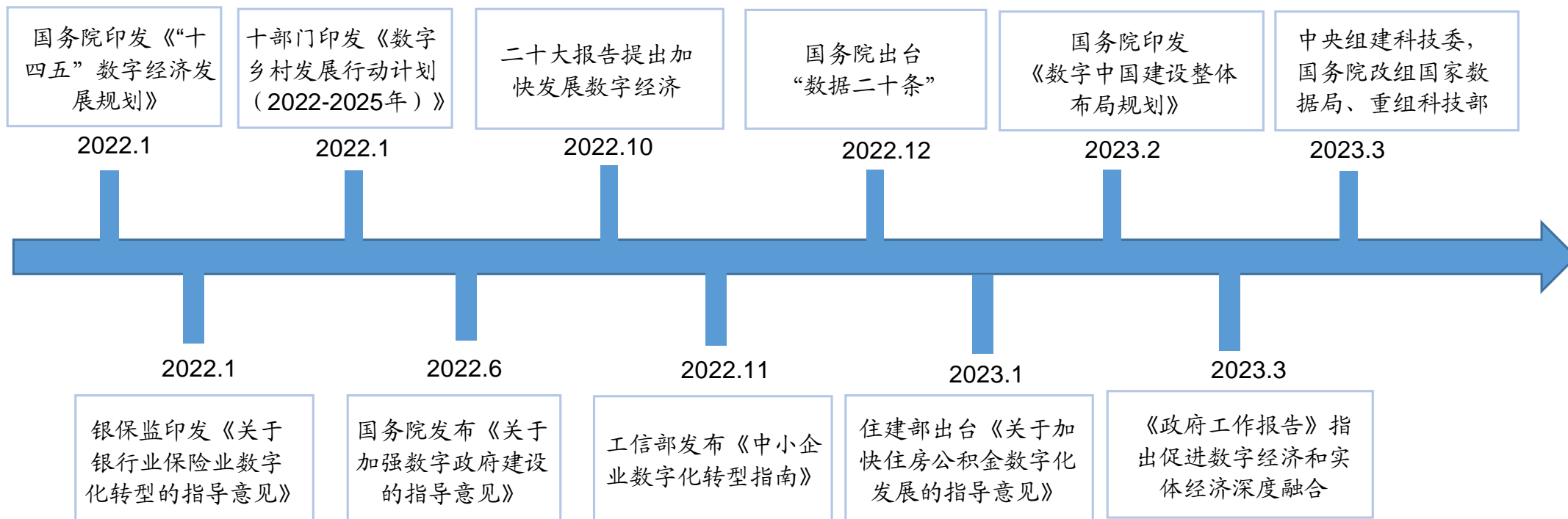
趋势2: 挡不住的技术渗透

✓ 科技改变生活，5G革命性的意义在于与工业设施、医疗仪器、交通工具等的融合，最终实现万物互联。



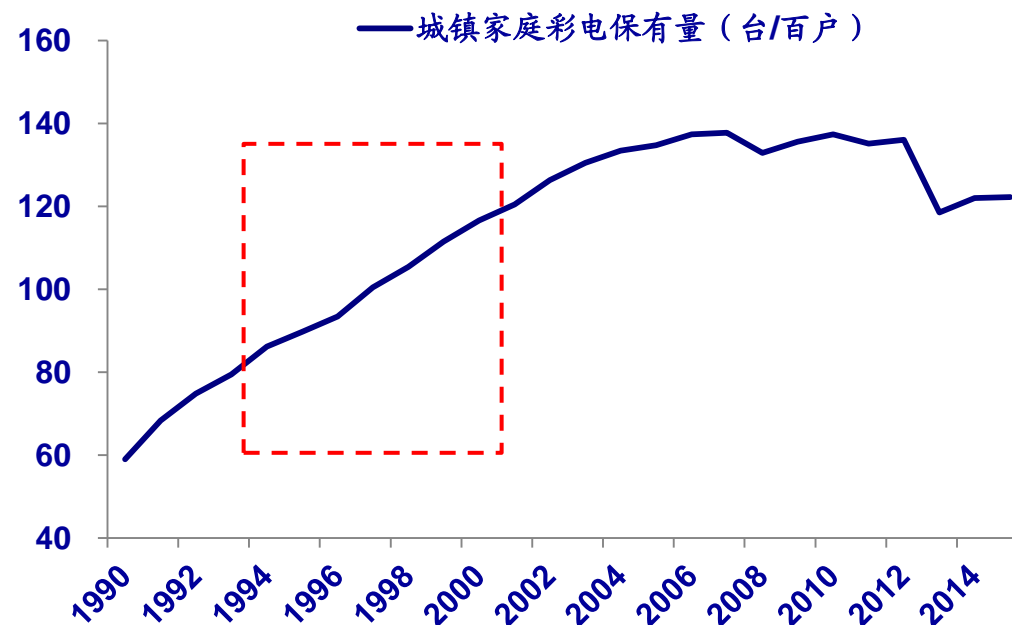
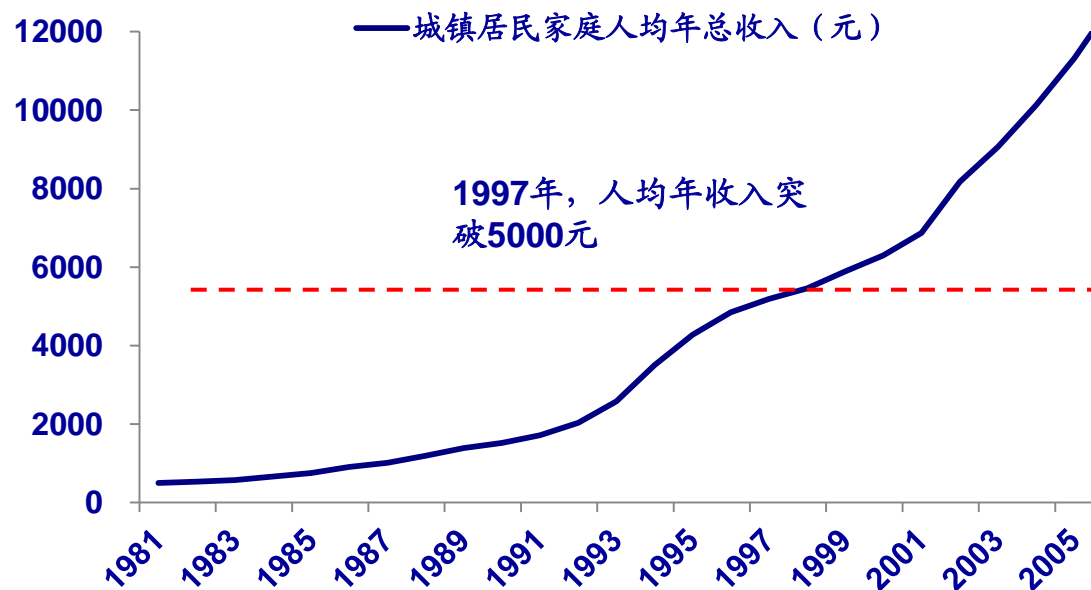
趋势3: 少不了的产业政策

✓ 借鉴美国1980年代经验，扩大直接融资，政策支持科技行业发展。



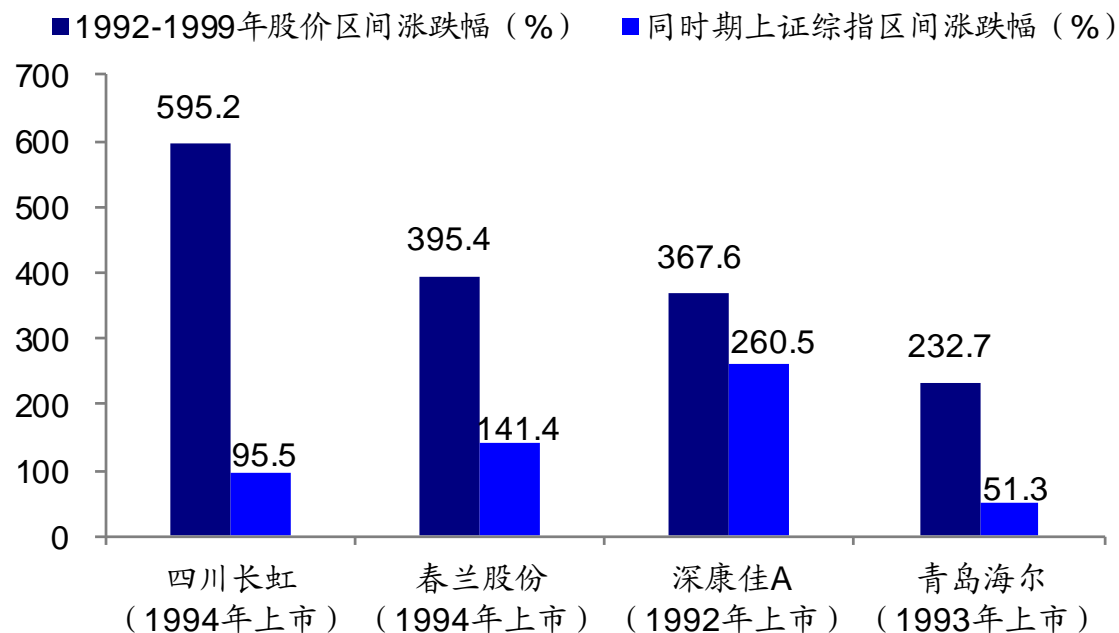
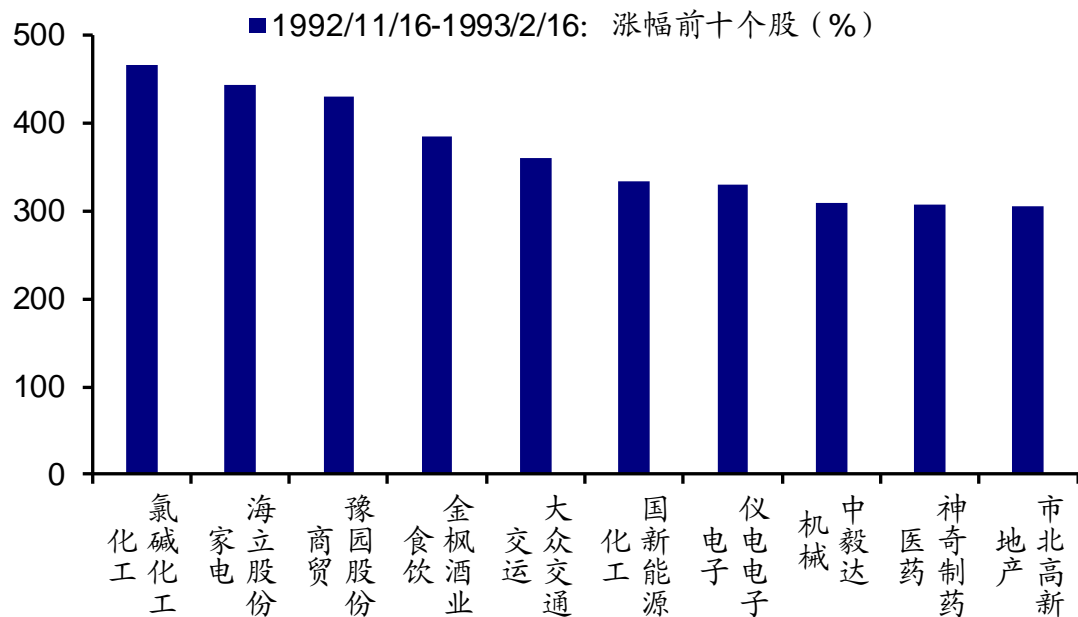
1990-2000年：消费制造时代

- ✓ 1990年初建立市场经济体制，日用消费品需求旺盛，90年代中收入提升推动城乡居民消费升级，家电普及。



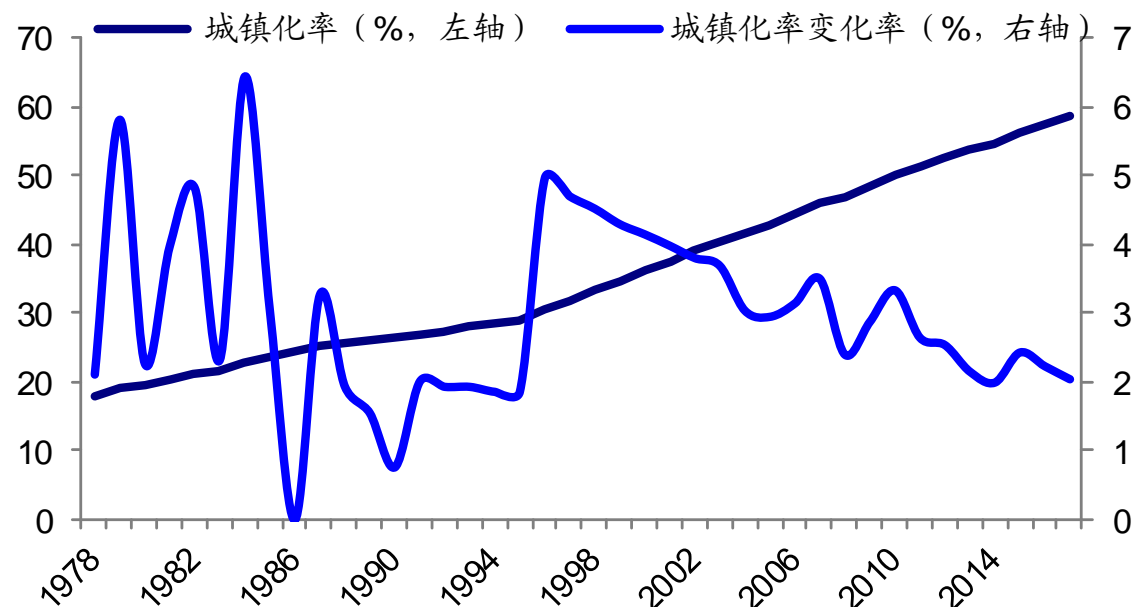
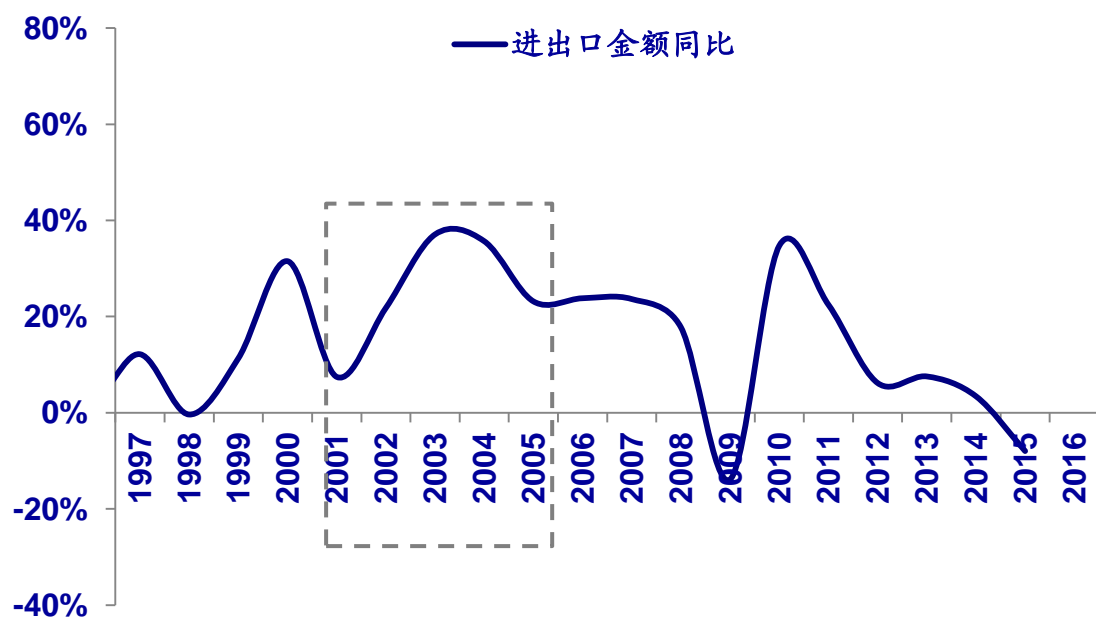
前半段百货，后半段家电

✓ 91-93年的牛市中，百货商品得到了广泛青睐。96-01年牛市中，家电相关产业是龙头。



2000-2010年：工业制造时代

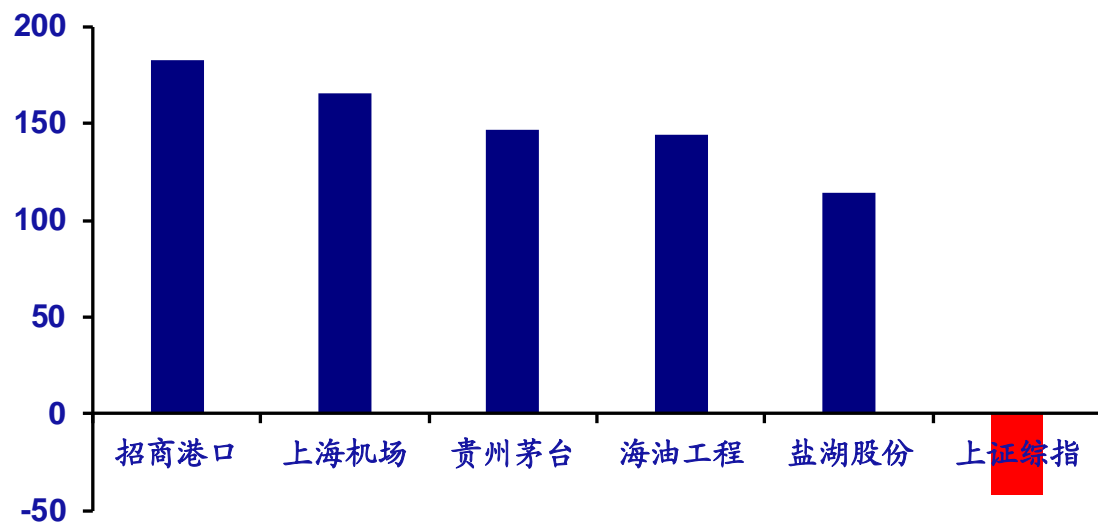
✓ 2001年12月加入WTO，融入全球分工，工业制造大发展，城镇化加速，房地产需求爆发。



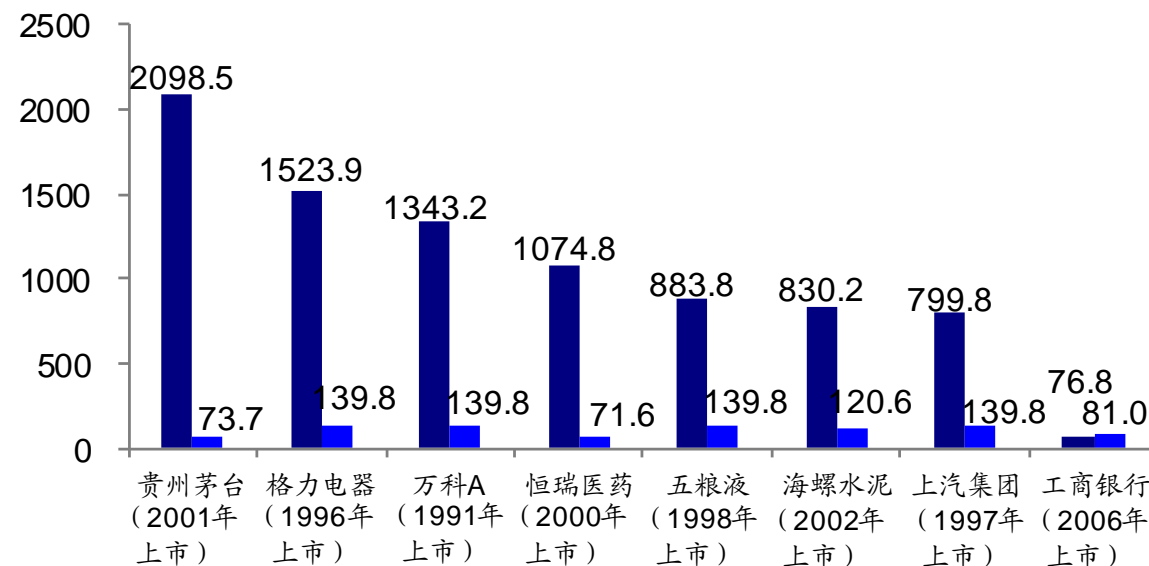
前半段出口链，后半段地产链

✓ 入世带动进出口企业收益，如上海机场等。05-07年、08年底-09年牛市，地产产业链全面发酵。

2001年12月-2005年6月涨幅前5个股 (%)



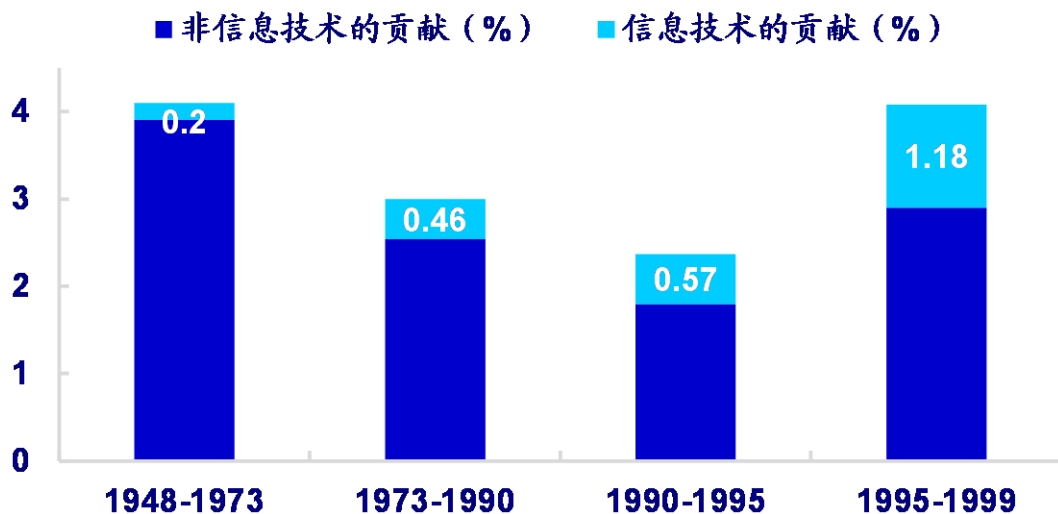
■ 2000-2017年股价区间涨跌幅 (%) ■ 同时期上证综指区间涨跌幅 (%)



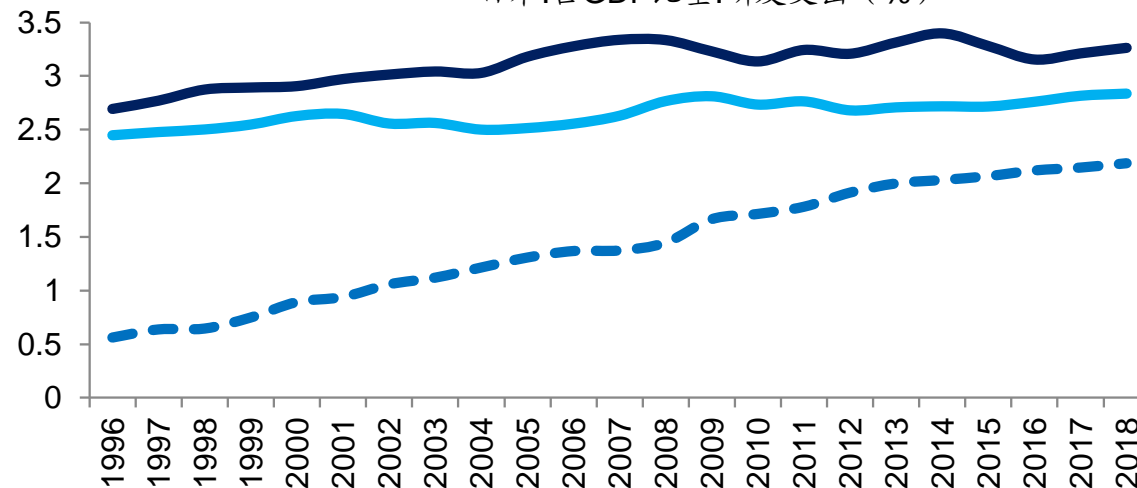
2010年代：先进制造时代

- ✓ 美国：从要素驱动切换到创新驱动，2009年推出创新战略1.0、2015年2.0。
- ✓ 中国：2015年《中国制造2025》，创新是引领发展的第一动力。

美国信息技术对GDP增速的贡献



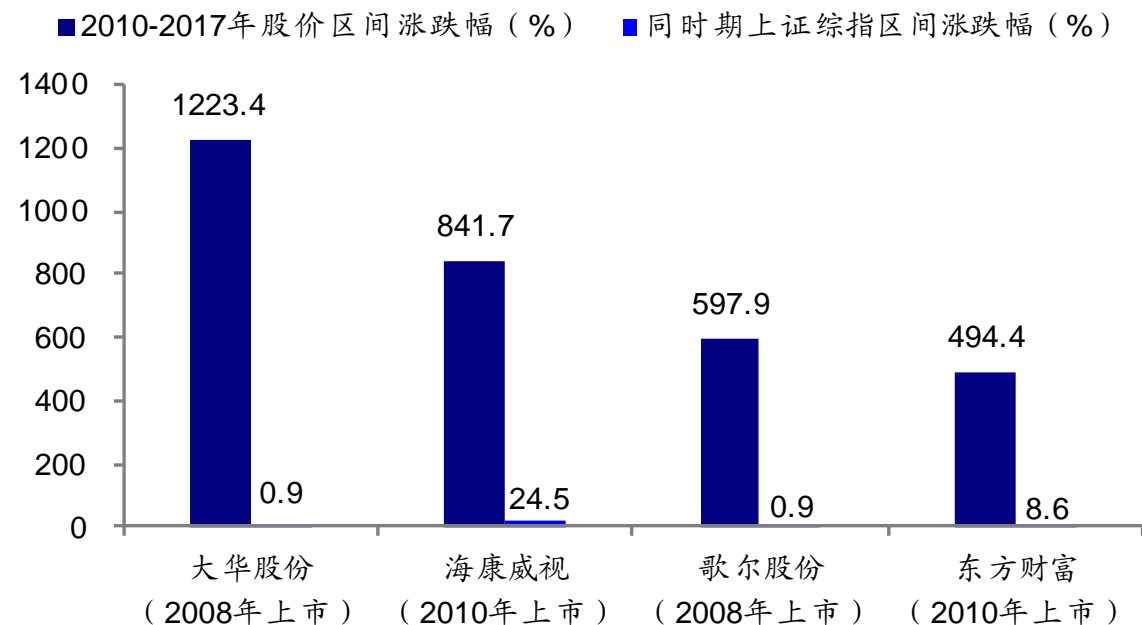
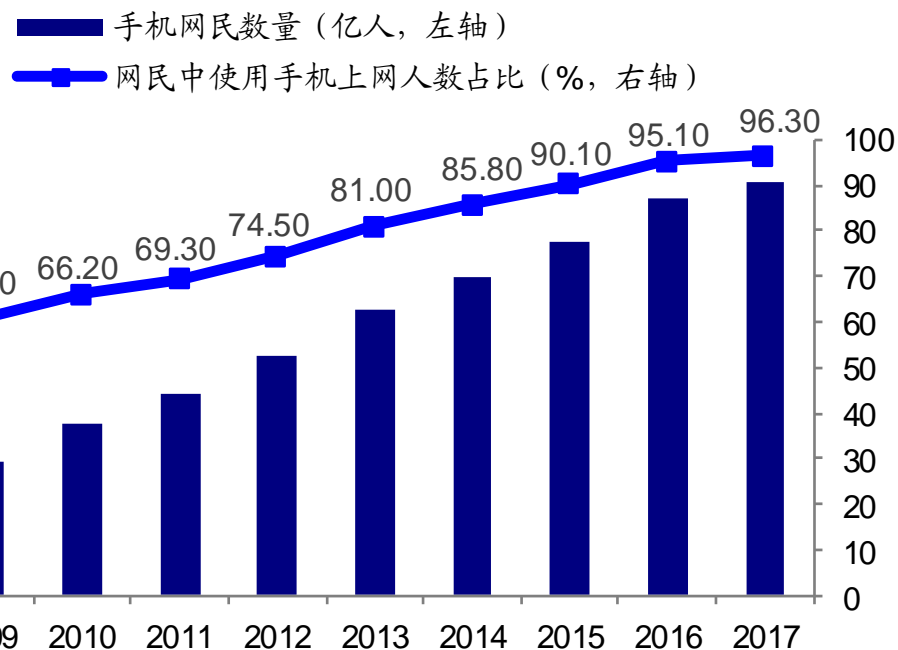
--- 中国:占GDP比重:研发支出 (%)
— 美国:占GDP比重:研发支出 (%)
— 日本:占GDP比重:研发支出 (%)



资料来源：Information Technology and the U.S. Economy (DW Jorgenson,2001), Wind, 海通证券研究所

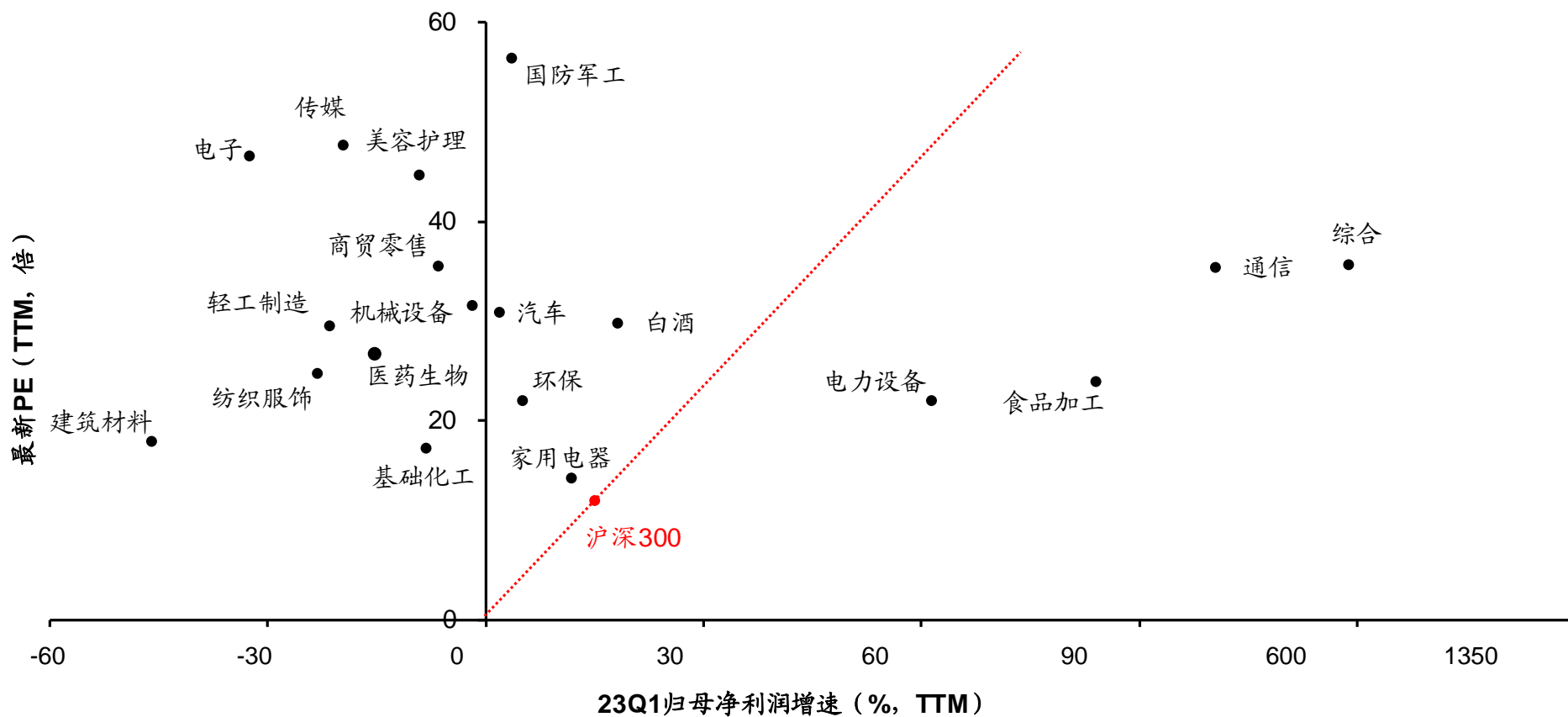
智能手机引爆移动互联浪潮

✓ 智能手机普及带动了TMT走牛：10-12年硬件设备、13年游戏内容、14-15年互联网。



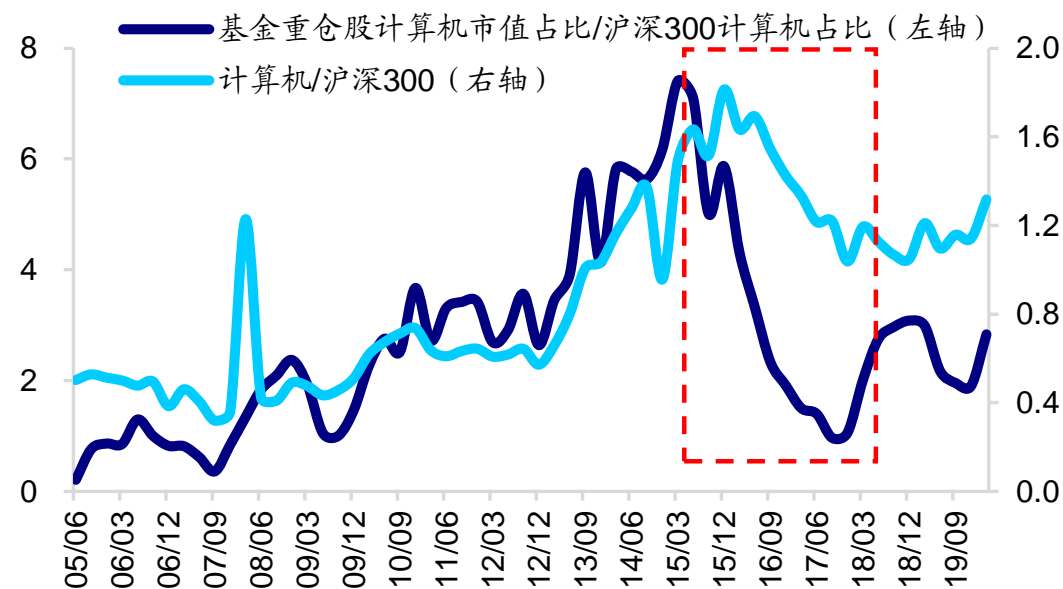
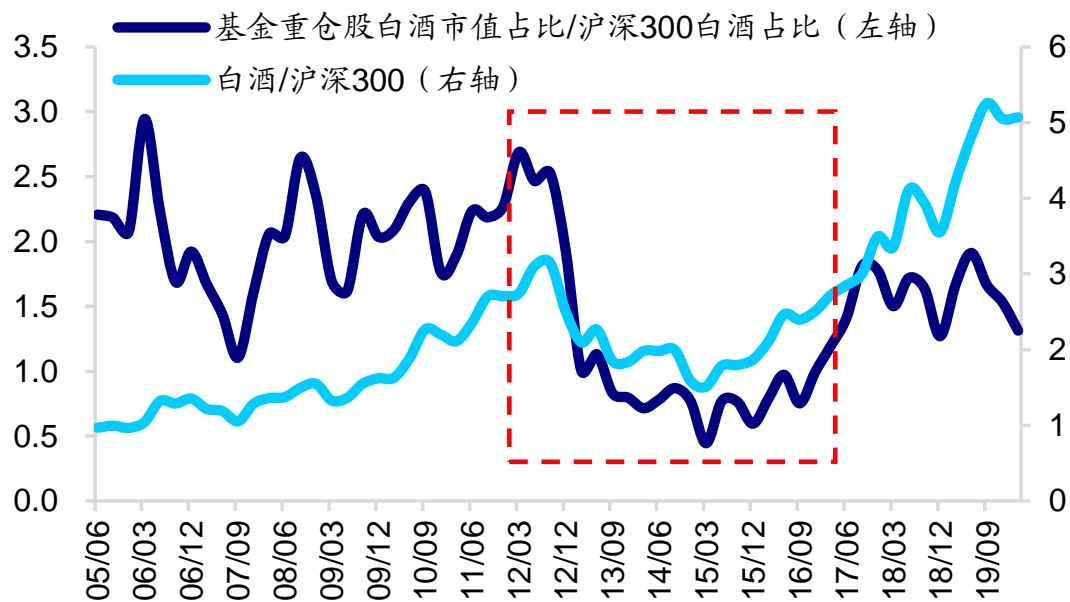
中短期行业比较：估值盈利匹配

✓ 根据估值盈利对比关系看估值盈利匹配，尤其是消费类、科技类行业。



中短期行业比较：基金持仓情况

✓ 根据公募基金季报分析，各个行业的配置情况，配置比例变化与行业相对收益高度相关，注意处于历史极高值、极低值。



1、认识市场，认识自己

2、辨识宏观，尊重趋势

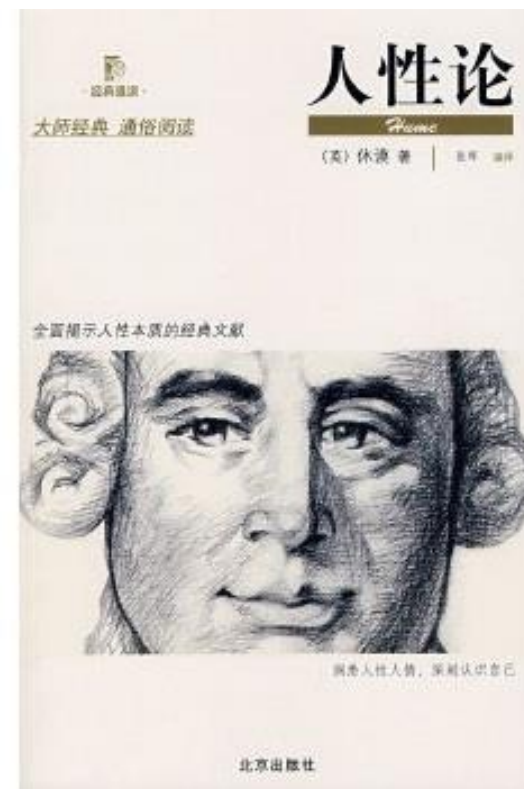
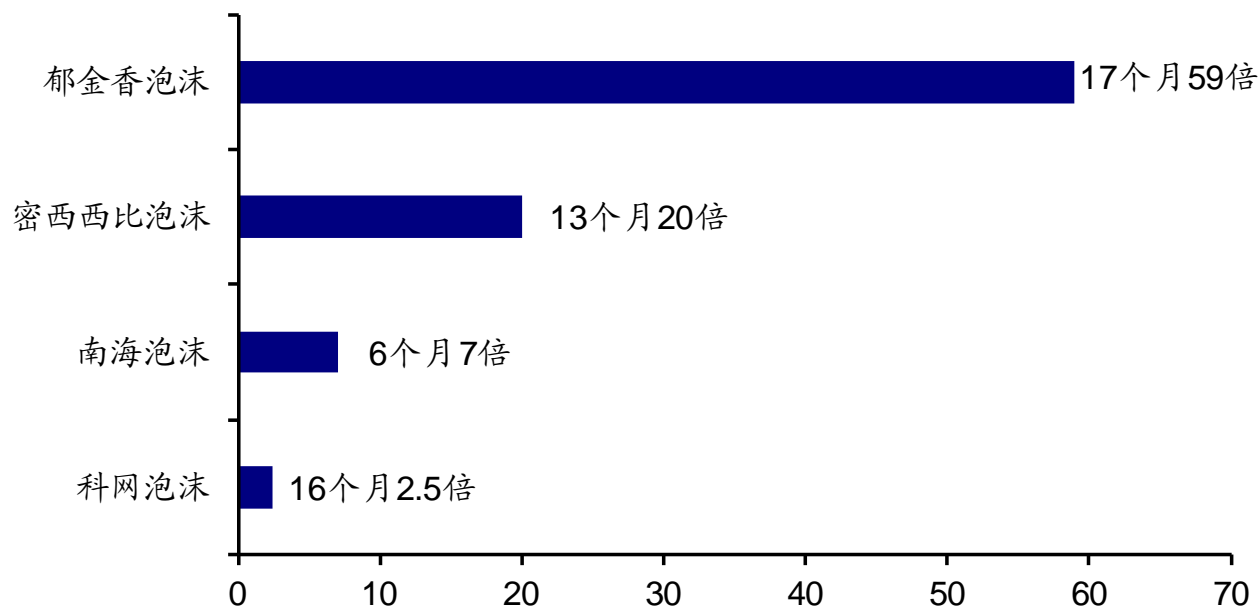
3、深耕产业，长久之计

4、恪守纪律，知行合一

股票市场没有新鲜事

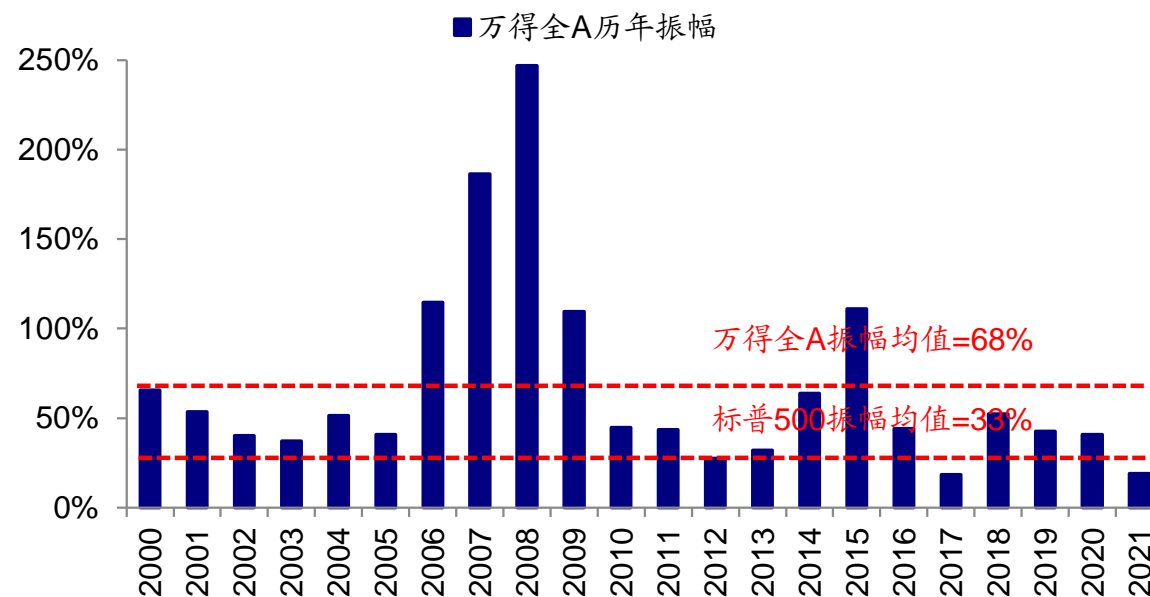
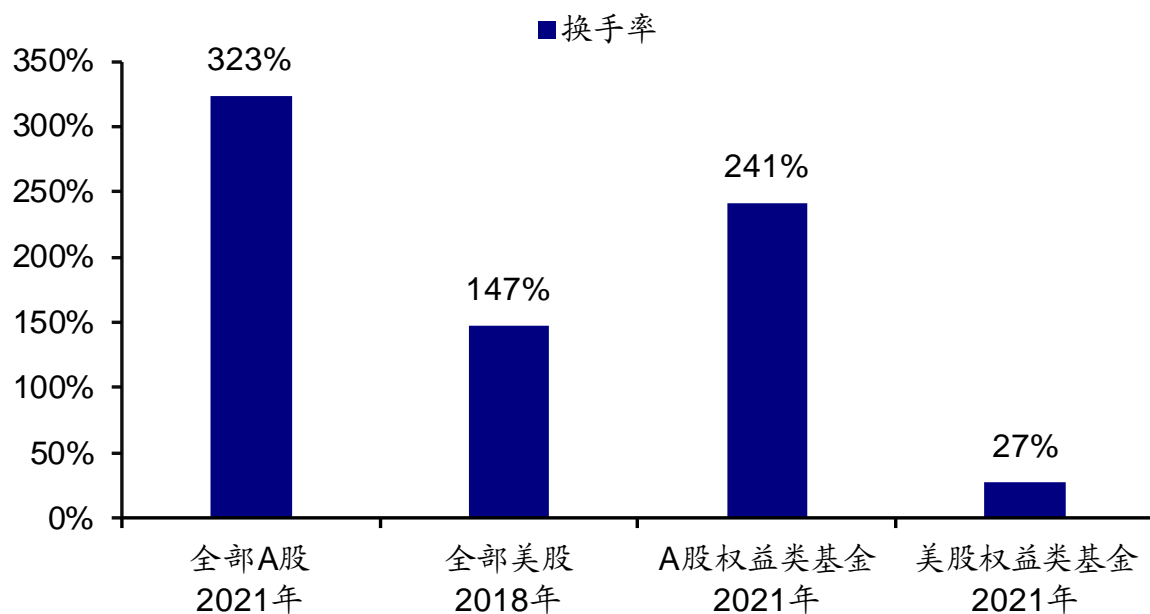
- ✓ 牛顿：“我可以预测天体运动的轨迹，却无法预测人性的贪婪。”
- ✓ 大卫·休谟《人性论》：“人类永远无法克服自身或者他人狭隘的灵魂，人人短视近利，只顾眼前。这就是人性，不要妄想去更改。”

历次泡沫上涨倍数



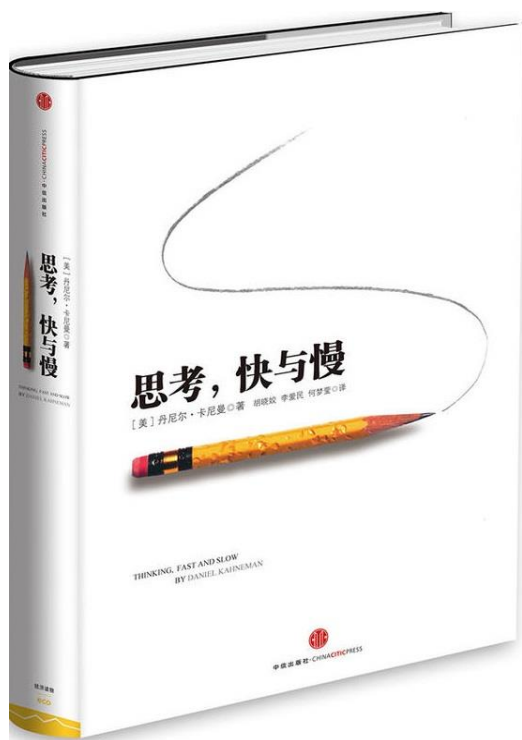
A股波动更大，先活下来

- ✓ 沃伦·巴菲特：“第一不要亏损，第二永远记住第一条！”
- ✓ 凯恩斯：“市场保持非理性的时间，比你保持不破产的时间更长。”



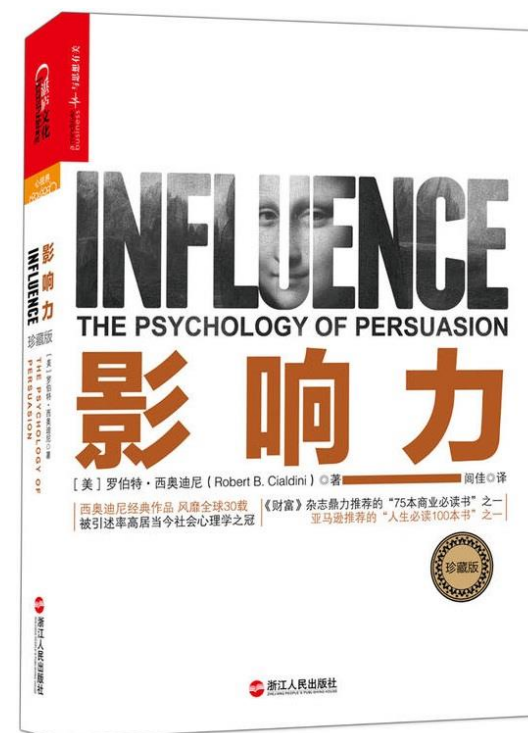
理性人假设不可靠

- ✓ 丹尼尔·卡尼曼，第一位获得诺贝尔经济学奖的心理学家，开创了行为经济学。
- ✓ 利用非直觉系统（慢思考）对直觉系统（快思考）进行理性检验。



认知陷阱：错误的心理倾向

- ✓ 承诺与一致陷阱：对已经作出的决策，“屁股决定脑袋”。
- ✓ 小数定律陷阱：从少量信息得出结论，“逢八危机”=守株待兔？
- ✓ 沉没成本陷阱：不愿意处理浮亏操作，“已经被套就拿着吧”。



收益率陷阱：涨跌的不对称性

- ✓ 下跌20%需要上涨25%才能回本。
- ✓ 投资组合A：每年涨10%，投资组合B：第一年涨40%，第二年跌20%，以此循环，最后的收益率差异很大。

股价跌幅	-10%	-20%	-30%	-40%	-50%
回到原点所需涨幅	11%	25%	43%	67%	100%

	累计收益率					年化收益率
	第二年	第四年	第六年	第八年	第十年	
投资组合A	21%	46%	77%	114%	159%	10%
投资组合B	12%	25%	40%	57%	76%	6%

投资纪律是投资者的盔甲

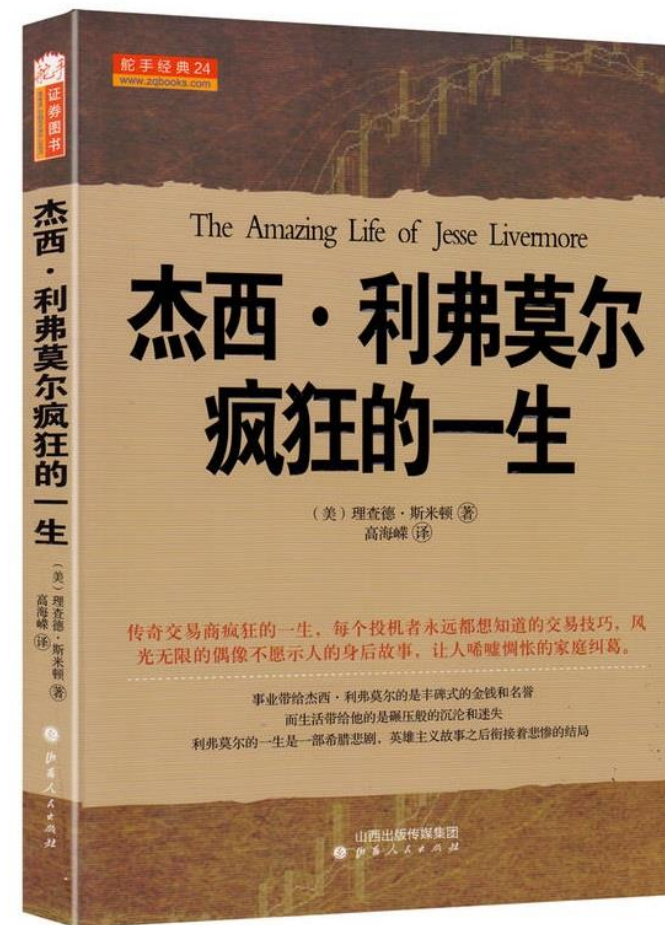
✓ 股谚：“会买的是徒弟，会卖的是师傅，会空仓的才是大师。”

✓ 时机选择：警惕当日反转、观察带头股票

✓ 资金管理：分批建仓、设定止损点

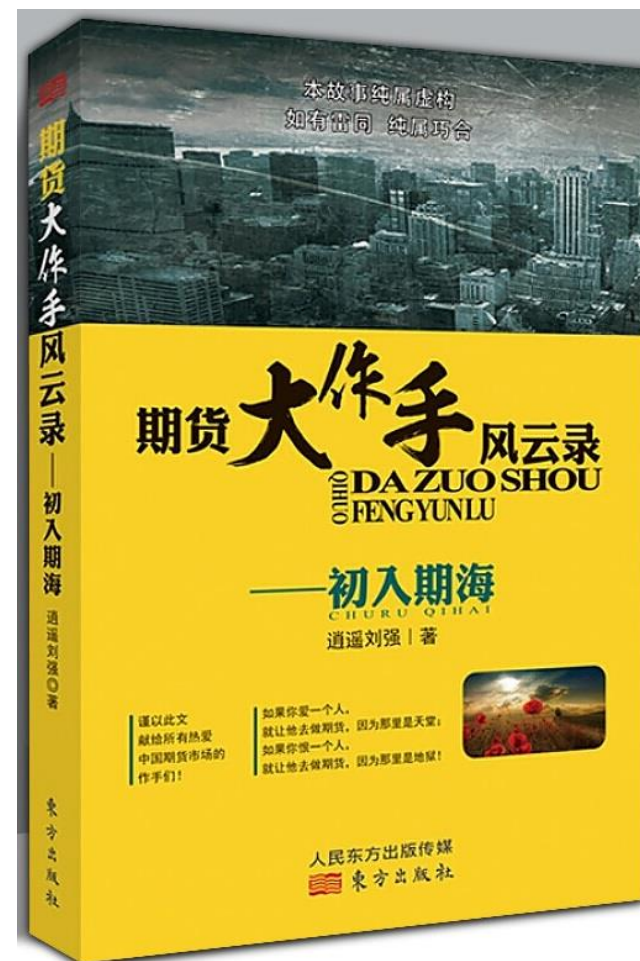
✓ 情绪控制：永远别和纸带争对错

✓ 利弗莫尔：“赚钱不是靠怎么想，而是坐下来等。”



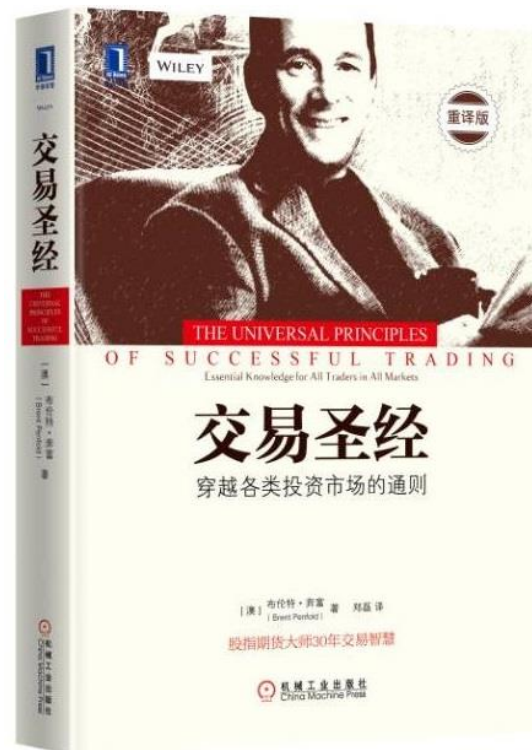
《期货大作手风云录》：

- ✓ 等待是期货作手一生修炼的法门
- ✓ 鳄鱼有足够的耐心、信心、狠心
- ✓ 放鱼头，弃鱼尾，吃鱼肚
- ✓ 不要在亏损单上加仓，是期货的基本原则之一
- ✓ 不和市场较劲，做一名无为的期货做手
- ✓ 人生的幸福指数是个长方体



通过交易法则克制非理性

✓ 以长远眼光看待交易，避免结果偏好，相信正期望值威力。



资料来源：《海龟交易法则》（柯蒂斯·费思），《交易圣经》（布伦特·奔富），百度百科，天猫，海通证券研究所

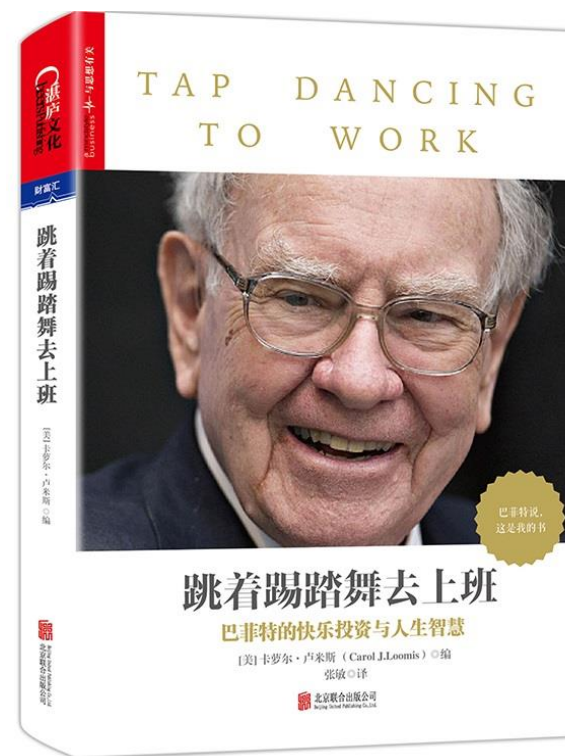
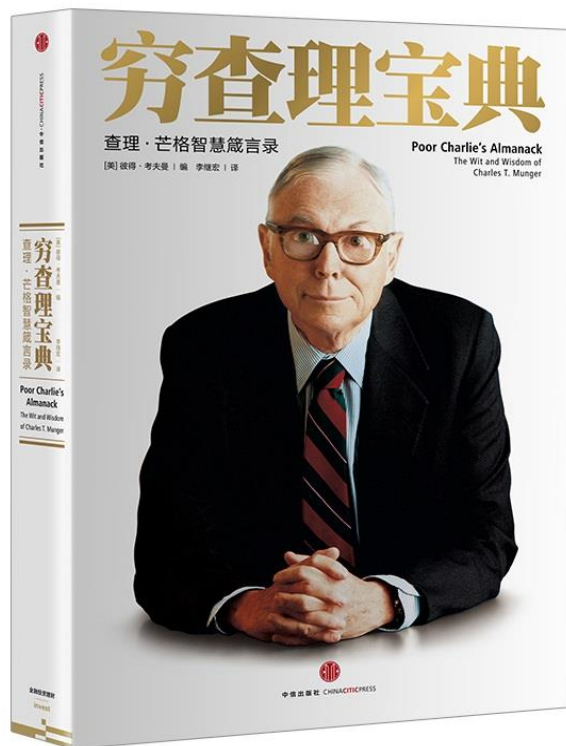
尊重市场，感受市场

- ✓ 注意：下跌趋势中利空出现不跌，上涨趋势中利好出现不涨。
- ✓ 案例：2013年8月乌龙指，2019年1月底创业板业绩爆雷下降跌不动。



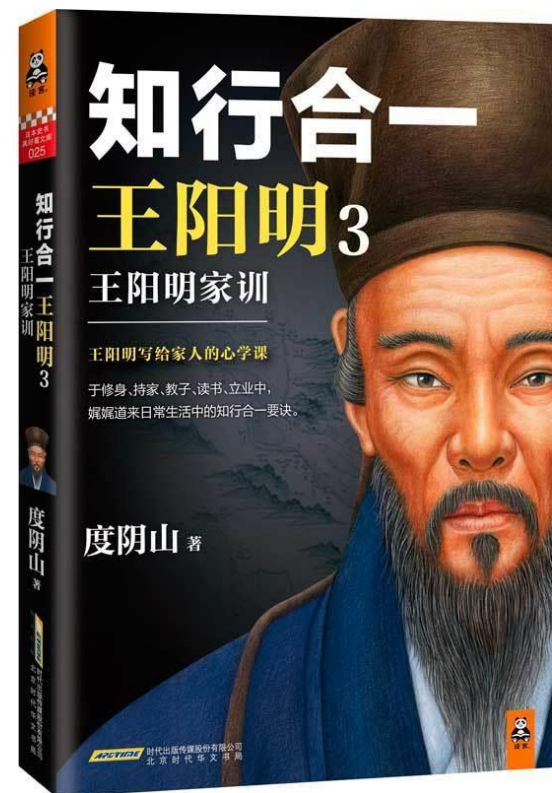
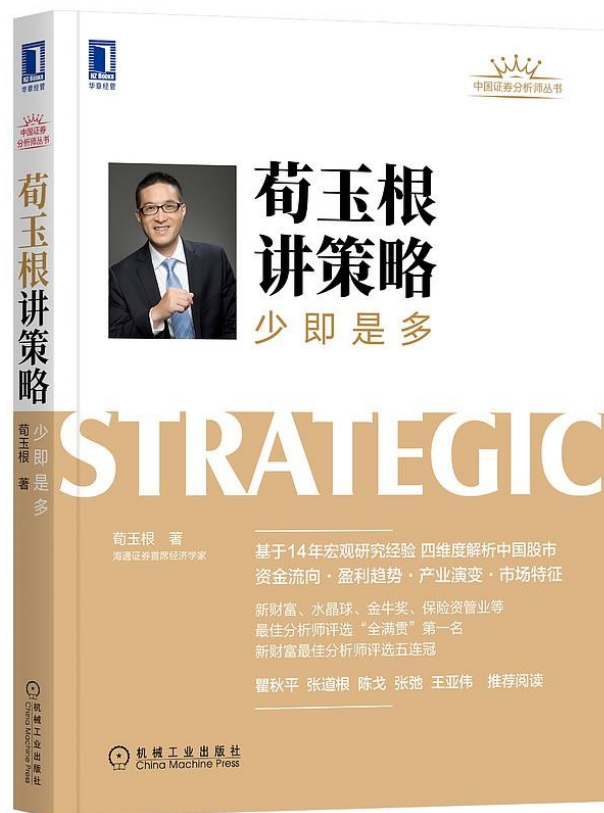
建立自己的投资信仰

- ✓ 信仰是桥上的栏杆，走过的时候不用扶，可是没有它会害怕。
- ✓ 康德：“什么是哲学家？在理性指导下保持自我克制的人。”



结束语：做更好的自己

✓ 投资是一场修行，收益最终是认知的变现。



资料来源：《知行合一王阳明3:王阳明家训》（度阴山），《荀玉根讲策略：少即是多》（荀玉根），百度百科，天猫，海通证券研究所

风险提示：理论与现实存在差异。

分析师声明和研究团队



分析师声明

荀玉根

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姓名	职级	SAC执业证书编号	联系电话	邮箱
荀玉根	首席经济学家	S0850511040006	021-23185715	xyg6052@haitong.com
郑子勋	联席首席分析师	S0850520080001	021-23219733	zzx12149@haitong.com
吴信坤	联席首席分析师	S0850521070001	021-23154147	wxk12750@haitong.com
高上	资深分析师	S0850515090002	021-23185662	gs10373@haitong.com
杨锦	高级分析师	S0850523030001	021-23185661	yj13712@haitong.com
余培仪	高级分析师	S0850523040002	021-23185663	ypy13768@haitong.com
王正鹤	高级分析师	S0850523060001	021-23185660	wzh13978@haitong.com
刘颖	联系人		021-23185665	ly14721@haitong.com
陈菲	联系人			cf15315@haitong.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;

2. 市场基准指数的比较标准:

A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类别	评级	说明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。