

相关研究

《立体投资策略周报-20230529》

2023.05.29

《市场调整的性质和进程》2023.05.27

《立体投资策略周报-20230522》

2023.05.22

年底结构看均衡还是看分化？

投资要点：

- **核心结论：**①历史上年底结构再平衡概率较大，发生背景多是年底博弈+弱市环境，催化剂是政策或事件。②这次需多维度思考，既要重视可能再平衡的大金融及医药，又要重视政策和技术双轮驱动的科技。③本轮行情的背景是 A 股估值处底部+海内外积极因素显现，目前行情上行的核心驱动力仍在。
- **结构年底再平衡的概率较大。**借鉴历史，年底行业再平衡和基金重仓行业超额收益收敛概率较大。从基金重仓行业角度看，年底基金重仓超额收益往往出现收敛。05 年以来，历年 1-10 月基金重仓行业年化超额收益均值为 23.1 个百分点，而 11-12 月仅为 -5.0 个百分点。从全部行业的角度来看，历史上约 6 成年份年底行业结构出现再平衡，仅 2 成左右延续分化。结构再平衡的背景多是年底公募基金博弈+弱市环境，催化剂是政策或事件。历史上结构发生再平衡往往具有一定的共性背景：一是年底公募基金博弈因素增多，机构持仓或转向低配行业；二是当市场较弱时，投资者偏好具有更高安全边际的机会。同时，年底结构收敛还需要一定的政策或事件催化。例如，18/12 中美两国领导人会晤，同意停止加征新的关税；22 年消费板块逆袭受益于防疫和地产政策优化，出行人数迅速恢复。
- **此次需多维度思考。**一方面，年底行情重视再平衡，关注大金融和医药。具体来看：大金融方面，积极政策缓解市场担忧，低估的大金融有望迎来修复行情。截至 2023/11/15，银行 PB (LF, 下同) 为 0.44 倍、处 13 年以来 0.0%分位，证券为 1.27 倍、处 14.7%分位；近期中央金融工作会议及后续政策有望缓解市场对金融板块的疑虑。此外，低估低配的医药也有望迎来再平衡。目前，医药 PE 处 13 年以来 19.0%分位，23Q3 基金对医药超配比处 13 年以来 45%分位；往后看，医疗反腐对行业的影响逐渐过去，并且中期来看我国人口老龄化正在加深，未来医疗需求将持续增加，市场对医药行业基本面预期有望扭转。另一方面，政策和技术驱动有望推动科技行情展开，滞涨的电子或更优。在科技的细分方向上，结合政策导向和技术进展，我们认为可重视以下三个方向：一是前期滞涨的电子等硬科技制造；二是财政政策发力下的数字基建；三是技术变革的 AI 应用。
- **岁末年初行情运行中。**从本轮行情背景来看，一是 A 股估值已处在底部。今年 10 月末市场低点至今（截至 2023/11/17）A 股市场行情已有所回暖，自低点以来上证指数涨幅为 5.4%、沪深 300 为 5.4%、创业板指为 10.6%。历史上在 A 股哪怕是单边熊市期间，年度视角下依然存在至少两次 10%以上涨幅的机会，例如，08、11、18、22 年，而今年年内仅有一波行情，因此本轮 10 月末以来的行情也符合年内至少两波行情的历史规律。二是海内外积极因素进一步催化行情。本轮市场上涨的驱动是基本面回暖：目前市场上涨的核心逻辑未变，地产宽松政策、降息降准、化债举措等一系列政策落地正在推动经济持续修复，10 月社会消费品零售总额同比增长 7.6%、工业增加值同比增速为 4.6%。与此同时，当前海内外积极因素也正在显现，有望进一步催化行情展开。国内方面，预计活跃资本市场相关政策或将加速落地；海外方面，中美关系已出现积极变化叠加美联储加息周期或已近尾声，或催化行情继续展开。
- **风险提示：**稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zpx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

联系人:刘颖

Tel:(021)23185665

Email:ly14721@haitong.com

目 录

1. 市场策略：年底结构看均衡还是看分化？	5
1.1 借鉴历史，结构年底再平衡的概率较大	5
1.2 这一次要多维度考虑	7
1.3 岁末年初行情运行中	9
2. 估值跟踪：银行、房地产等估值较低	11
3. 市场概览与外资流入	12

图目录

图 1	基金重仓行业年底超额收益往往相对不佳	5
图 2	05 年以来行业收敛度	5
图 3	05 年以来年底行业结构收敛度分布	6
图 4	四季度基金重仓行业减仓带来超额收益收敛	6
图 5	12Q3 工业企业利润回升	6
图 6	14/11 央行意外降息	7
图 7	22 年底防疫政策优化人流迅速恢复	7
图 8	当前大金融板块估值已低	8
图 9	四季度银行板块上涨概率较大	8
图 10	消费子行业的归母净利增速有望迎来改善	8
图 11	医药基本面有望迎来改善	8
图 12	23Q3 基金持股中科技板块占比边际下降	9
图 13	当前行业超额收益相较 23Q2 已明显变化	9
图 14	半导体产业周期有望迎来向上	9
图 15	我国智能网联汽车市场规模快速增长	9
图 16	11、18、22 年 A 股依然有 2 波行情	10
图 17	熊市年份中 A 股历年年内均有 2 波行情	10
图 18	市场预期美联储大概率在 24 年 5 月降息	11
图 19	近期美债利率已自高点回落	11
图 20	预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上	11
图 21	23 年 A 股 ROE 有望持续改善	11

表目录

表 1	2002-2023 年岁末年初行情市场表现.....	10
-----	----------------------------	----

今年前十个月行业表现分化明显，TMT 和高股息行业表现较好，电力设备等重仓行业表现不佳。历史上行情在年底 2 个月曾出现过突变，如 12 年 12 月、14 年 11-12 月，这也引发投资者对年底行情的关注。那么今年最后两个月行情结构将如何变化？对此我们将展开分析。

1. 市场策略：年底结构看均衡还是看分化？

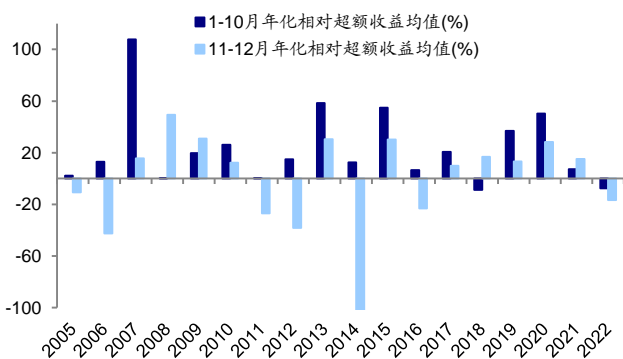
1.1 借鉴历史，结构年底再平衡的概率较大

历年年末投资者都较为关心行情结构如何变化：行情是延续前期的热点，强者进一步拉开领先优势？还是前期滞胀的补涨/领涨的补跌，行情开始走向收敛？我们首先回顾了历年年底 2 个月行业结构的走向，发现年底行业结构再平衡相对于延续分化出现概率更大，但结构收敛发生往往需要一定的背景和催化剂。

历史规律显示年底行业再平衡和基金重仓行业超额收益收敛概率较大。我们分别从基金重仓和全部行业层面出发，考察了 05 年以来年底行情结构的走向规律。从基金重仓行业角度看，年底基金重仓超额收益往往出现收敛。基金重仓行业一般指公募基金绝对持仓占比较大且大幅超配的行业，我们选取了满足以下标准的行业：①三季度基金持仓市值占比在前 30% 的行业；②基金持仓相对于自由流通市值的超配比例在前五的行业。我们发现历史上尽管多数年份前期公募基金能跑赢大盘，但年底公募基金重仓行业超额收益往往相对不佳，轻仓的行业表现反而相对较好，历年 1-10 月基金重仓行业年化超额收益均值为 23.1 个百分点，而 11-12 月仅为 -5.0 个百分点。

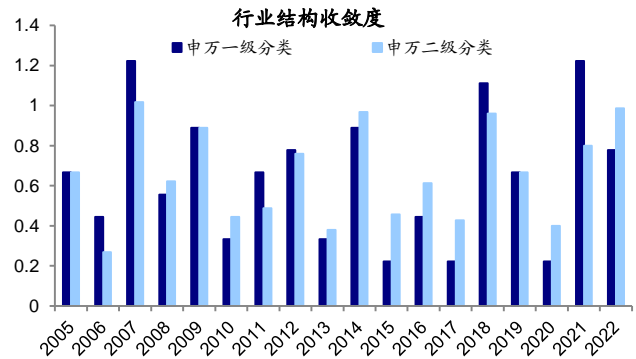
为了更为全面的研究，我们再从全部行业的角度来看，历史上约 6 成年份年底行业结构出现再平衡，仅 2 成左右延续分化。由于行业的情况更为复杂，我们构建了更为精细的行业收敛度指标，用“年底 2 个月表现在前 30% 的行业在前 10 个月表现在后 30% 的占比+年底 2 个月表现在后 30% 的行业在前 10 个月表现在前 30% 的占比”来衡量行业结构的变化情况，申万一级行业分类下 05 年以来年底行业结构收敛度大于 0.6 的年份占比为 56%（二级行业分类下为 61%，下同），收敛度小于 0.4 的年份占比为 28%（17%），收敛度在 0.4-0.6 之间的年份占比为 16%（22%）。我们发现 05 年以来年底行业结构再平衡的现象在六成年份中存在，较为典型的如 07、09、12、14、18、21、22 年等，年底行业结构收敛度均较大；而行业结构延续仅发生在少数年份，包括 10、13、15、17、20 年；此外还有部分年份年底行业结构变化特征并不明显。

图1 基金重仓行业年底超额收益往往相对不佳



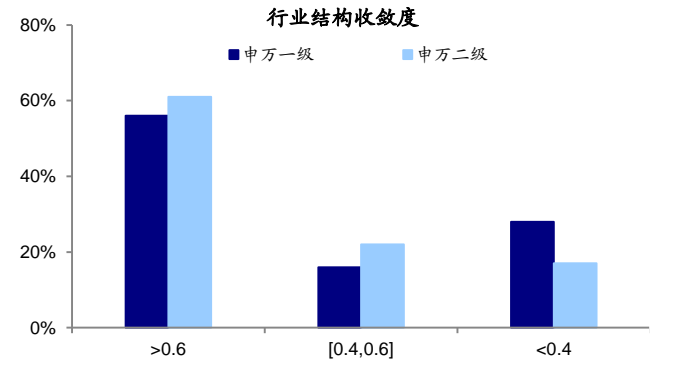
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 05年以来行业收敛度



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 05年以来年底行业结构收敛度分布

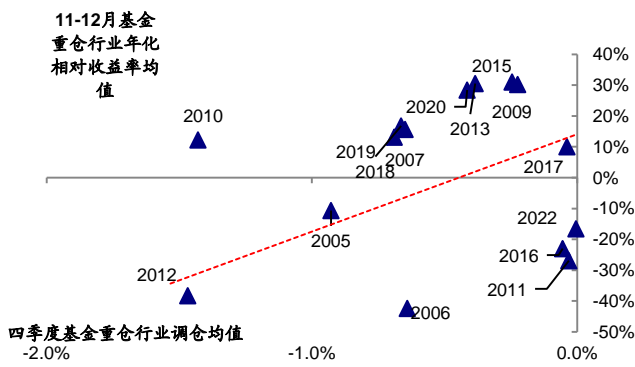


资料来源: Wind, 海通证券研究所

结构再平衡的背景多是年底公募基金博弈+弱市环境，催化剂是政策或事件。历史上结构发生再平衡往往具有一定的共性背景：一是年底公募基金博弈因素增多，机构持仓或转向低配行业。我们在前文中提出，公募基金重仓行业年底超额收益往往有所收敛，其背后或源于历史上公募基金往往选择在四季度减仓前期重仓行业（05年以来历年基金重仓行业四季度超配比例变动均值都为负向）并转而博弈低配行业机会。历史上重仓行业四季度往往会减仓，且减仓幅度较大行业表现越差（详见图4）；二是当市场较弱时，投资者偏好具有更高安全边际的机会。由于弱市环境下投资者风险偏好相对更低，滞涨行业具有更高的安全边际，因此其年底上涨概率更大。具体来看，在年底行业结构再平衡较为明显的年份中，市场大多处于弱市，例如07年、09年、21年底，市场都经历牛市后转入调整下跌，12、18、22年市场全年基本处于熊市环境。

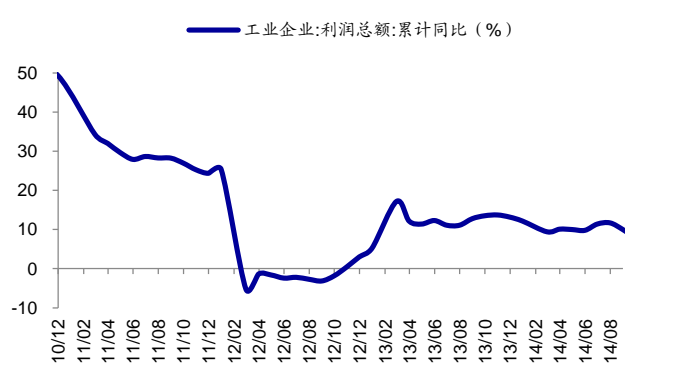
年底结构收敛还需要一定的政策或事件催化。随着三季报披露完毕，年底2个月市场进入业绩真空期，政策利好和预期改善也是弱势行业完成逆袭的必要条件。我们以几次较为典型的结构收敛年份为例，行情收敛的催化剂都是政策和事件：12年底银行板块大涨的催化剂是12/08以来工业企业利润企稳回升叠加12/12习近平总书记向邓小平铜像敬献花篮等一系列事件推动改革预期升温；14年底银行地产大涨的催化剂是流动性充裕，宏观上14/11央行意外宣布降息，标志货币政策转向宽松，微观上政策鼓励下融资融券业务快速发展；18年通信板块领涨的催化剂是中美关系改善，18/12中美两国领导人会晤，同意停止加征新的关税；22年消费板块逆袭受益于防疫和地产政策优化，出行人数迅速恢复。

图4 四季度基金重仓行业减仓带来超额收益收敛

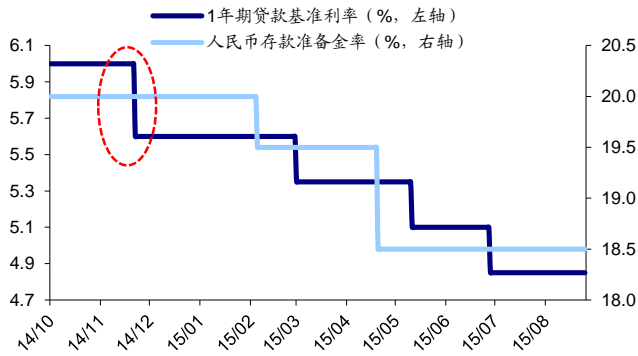


资料来源: Wind, 海通证券研究所

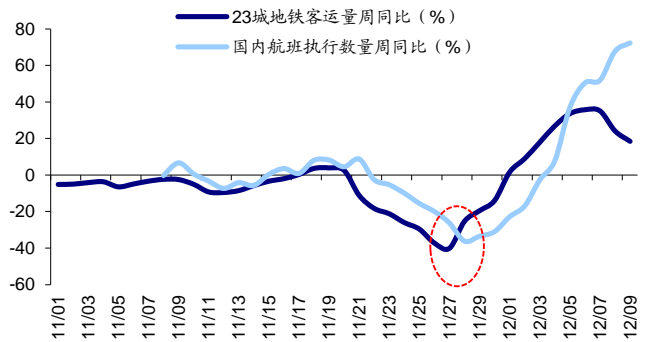
图5 12Q3工业企业利润回升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 14/11 央行意外降息


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 22年底防疫政策优化人流迅速恢复


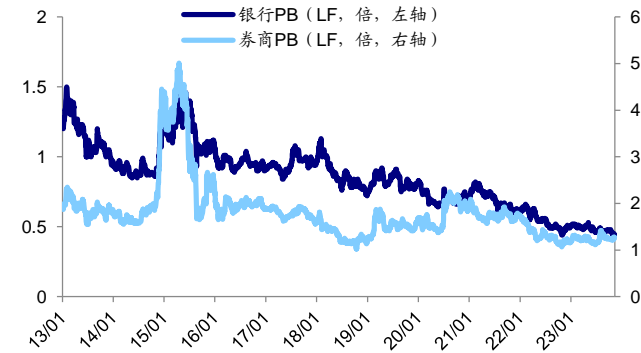
资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.2 这一次要多维度考虑

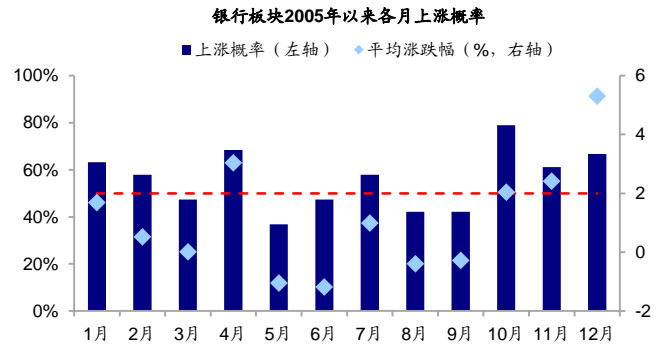
站在当前时点,我们认为,一方面要借鉴历史年底行情再平衡的经验,今年5月以来市场走势相对偏弱,政策催化下前期滞涨的大金融及医药有望迎来向上。另一方面,前期科技板块超额收益已经有所收敛,随着新质生产力加快发展叠加自身产业周期向上,科技主线也值得重视。

年底行情重视再平衡,关注大金融和医药。正如前文所述,历史上结构再平衡的背景往往是年底公募基金博弈增加和市场环境相对较弱,今年以来A股行情相对偏弱,5月初后上证指数陷入调整、最大回撤约15%,在此背景下低估的大金融和医药可能成为年底公募基金博弈的对象,具体来看:大金融方面,积极政策缓解市场担忧,低估的大金融有望迎来修复行情。今年以来市场对宏观环境的预期走弱使得大金融板块的估值承压,截至2023/11/15,银行PB(LF,下同)为0.44倍、处13年以来0.0%分位,证券为1.27倍、处14.7%分位。近期中央金融工作会议及后续政策有望缓解市场对金融板块的疑虑,银行、券商估值有望迎来修复。银行方面,中央金融工作会议提出“优化中央和地方政府债务结构”,近期特殊再融资债券发行逐渐落地,我们认为除了债务置换外的其他化债举措或将逐渐出台,或推动低估的银行板块估值修复。券商方面,中央金融工作会议提出活跃资本市场,培育一流投资银行和投资机构,我们认为随着政策落地推动股市交投回暖,券商业绩和未来发展有望受益。此外,从历史规律看,岁末年初大金融板块多异动,以银行为例,我们统计05年1月以来,每月银行涨跌概率,发现银行板块上涨概率分别为10月83%、11月61%、12月67%。

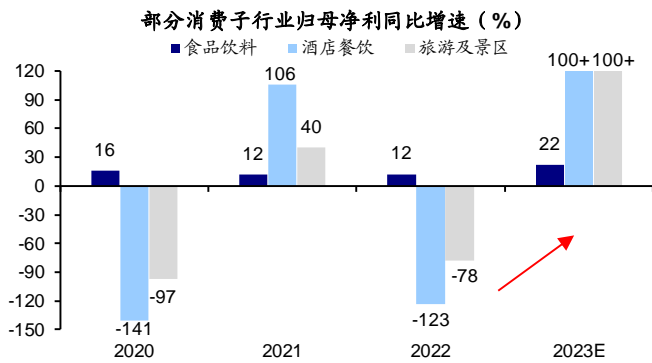
此外,低估低配的医药也有望迎来再平衡。目前医药生物板块的估值和基金配置仍处于较低水平,其中医药PE处13年以来19.0%分位,23Q3基金对医药超配比例处13年以来45%分位。往后看,医疗反腐对行业的影响逐渐过去,并且中期来看我国人口老龄化正在加深,未来医疗需求将持续增加,市场对医药行业基本面预期有望扭转,未来一段时间医药的估值及公募基金等机构的持仓有望趋于均衡,前期跌幅较明显的医药生物板块有望受益,结合行业分析师预测,医药子领域中创新药/医疗器械/血制品23年归母净利润有望达到35%/20%/20%。

图8 当前大金融板块估值已低


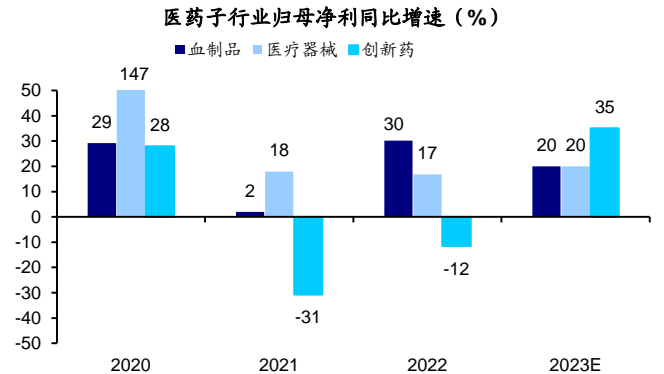
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 四季度银行板块上涨概率较大


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/10/31

图10 消费子行业的归母净利增速有望迎来改善


资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

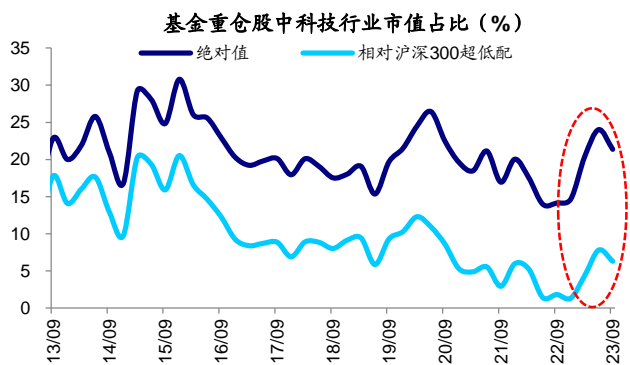
图11 医药基本面有望迎来改善


资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

政策和技术驱动有望推动科技行情展开，滞涨的电子或更优。虽然今年前十个月科技板块在大类行业中领涨，申万大类行业分类下 TMT 今年前 10 个月涨幅为 11%，但经济转型大背景下科技产业已成为新质生产力的重要支撑，叠加自身产业周期正迎来向上，在此背景下我们认为科技板块也有望成为主线。当前科技创新已成为经济转型的重要驱动，近期习近平总书记指出要“积极培育新能源、新材料、先进制造、电子信息等战略性新兴产业，积极培育未来产业，加快形成新质生产力，增强发展新动能”。新质生产力正是指以科技创新为主的生产力，往后看我们认为科技产业政策或将持续出台落地，加速形成新质生产力。此外，今年三季度以来科技板块超额收益和基金超配力度已明显收敛：从超额收益看，截至目前，跌幅最大时计算机行业已回吐此前涨幅的 88%、通信为 62%、传媒为 72%；从基金持仓力度看，基金重仓股中科技板块市值占比已由 23Q2 的 24% 下降至 23Q3 的 21%，相对沪深 300 超配比例同期由 7.8 个百分点下降至 6.3 个百分点。综合来看，当前科技板块超额收益趋势和基金超配力度已有所再平衡，政策催化和产业周期向上有望驱动科技行情展开。

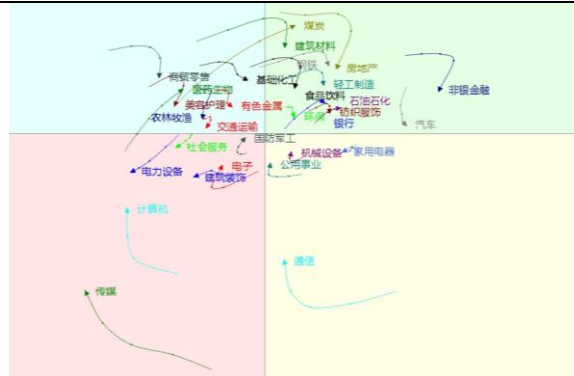
在科技的细分方向上，结合政策导向和技术进展，我们认为可重视以下三个方向：一是前期滞涨的电子等硬科技制造，今年以来电子在 TMT 板块中相对滞涨，今年前 10 个月电子中半导体涨跌幅仅为 -2.3%，往后看，随着全球半导体周期回升叠加华为产业链向上突破，我国以半导体为代表的电子制造有望受益；二是财政政策发力下的数字基建，中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，未来财政政策或更加积极，而数字基建作为稳增长和调结构的重要抓手，有望成为政府支出的重点。根据中国通服基建产业研究院的《中国数据中心产业发展白皮书（2023 年）》，预计“十四五”期间我国数据中心产业规模复合增速将达到 25%。三是技术变革的 AI 应用，例如在智能化技术进步的推动下，国产新能源车加速渗透，23 年 9 月小鹏汽车共交付新车 15310 台，环比增长 12%，同比增长 81%，连续 8 个月保持强劲增长。根据华经情报网的数据，预计 2025 年我国智能网联汽车市场规模将达 2262 亿元，22-25 年间 CAGR 为 23.2%。

图12 23Q3 基金持股中科技板块占比边际下降



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 当前行业超额收益相较 23Q2 已明显变化



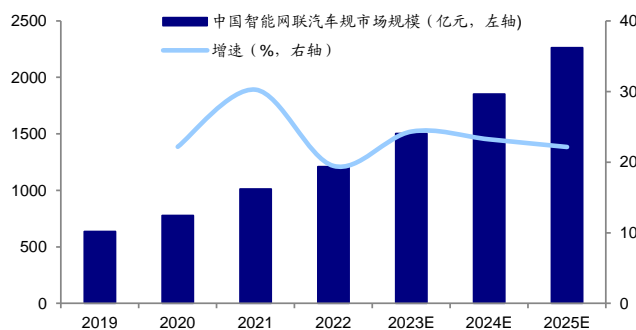
资料来源: Uqer, Optuma, 海通证券研究所

图14 半导体产业周期有望迎来向上



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 我国智能网联汽车市场规模快速增长

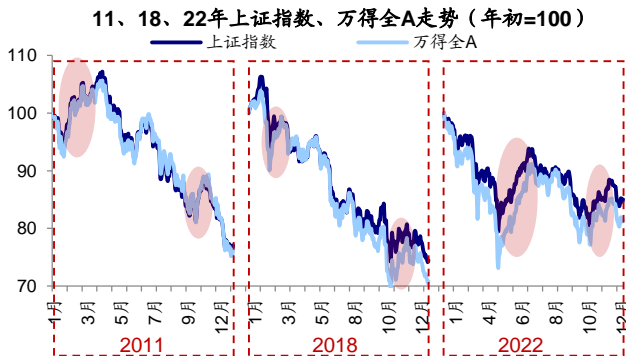


资料来源: 华经情报网, 海通证券研究所

1.3 岁末年初行情运行中

本轮行情背景是 A 股估值已处在底部，且历年年内至少有两波机会。我们曾在《迎接转机——23 年四季度 A 股展望-20231007》等多篇报告中指出，当前 A 股估值、情绪等指标处于历史低位，随着稳增长政策落地叠加基本面好转，四季度市场有望迎来转机。目前看市场走势已基本印证了我们的判断，今年 10 月末市场低点至今（截至 2023/11/17）A 股市场行情已有所回暖，自低点以来上证指数涨幅为 5.4%、沪深 300 为 5.4%、创业板指为 10.6%。回顾这轮行情展开的背景，可以发现 10 月底时 A 股估值、资产比价指标降至历史低位，股市调整幅度已经显著。从估值来看，今年 10 月低点（2023/10/23，下同）时全部 A 股 PE（TTM，下同）为 16.3 倍、处 05 年以来从高到低 24%分位，全部 A 股 PB（LF，下同）为 1.47 倍、处 05 年以来从高到低 1%分位，已与历史大底时较为接近。从大类资产比价看，今年 10 月低点时 A 股风险溢价率已高于 05 年以来均值以上 1 倍标准差（3 年滚动），A 股股债收益比已达 05 年以来以上 2 倍标准差（3 年滚动）附近。

历史上在 A 股哪怕是单边熊市期间，年度视角下依然存在至少两次 10%以上涨幅的机会，例如，08、11、18、22 年。而今年年内仅有一波行情，包括去年 10 月底至今年 1 月底的整体性行情，以及今年 2 月至 5 月初的结构性行情，因此本轮 10 月末以来的行情也符合年内至少两波行情的历史规律。此外，当前已至岁末年初时，历史规律看岁末年初行情通常每年都有，春季行情具体的启动时间早晚往往与上年三四季度行情有关，若三四季度行情较弱，则春季行情启动偏早（10 月下旬或 11 月初），若三四季度行情较好，则春季行情启动较晚（1 月中下旬或 2 月初），详见下表。由于今年 5-10 月 A 股表现较弱，本轮岁末年初行情或已较早启动。

图16 11、18、22年A股依然有2波行情


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 熊市年份中A股历年年内均有2波行情

年份	上证指数			万得全A指数		
	起点日期	终点日期	期间最大涨幅 (%)	起点日期	终点日期	期间最大涨幅 (%)
2011年	2011/1/25	2011/4/18	15.3	2011/1/25	2011/3/9	14.3
	2011/10/24	2011/11/4	10.0	2011/10/24	2011/11/15	11.1
2018年	2018/2/9	2018/2/26	8.9	2018/2/9	2018/3/12	12.2
	2018/10/19	2018/11/19	10.4	2018/10/19	2018/11/19	14.5
2022年	2022/4/27	2022/7/5	19.6	2022/4/27	2022/7/5	26.9
	2022/10/31	2022/12/7	11.8	2022/10/31	2022/12/9	11.7

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 2002-2023 年岁末年初行情市场表现

年度	岁末年初行情时间	沪深 300 最大涨幅	上证综指 最大涨幅	期间交易天数 (天)
2002	2002/1/21-2002/3/21	25.0%	26.5%	34
2003	2003/1/6-2003/4/16	21.8%	25.8%	66
2004	2003/11/18-2004/4/6	30.5%	35.4%	92
2005	2005/1/21-2005/2/25	9.6%	11.9%	19
2006	2005/11/16-2006/3/1	24.8%	21.8%	67
2007	2007/2/6-2007/5/29	89.6%	70.6%	71
2008	2007/11/29-2008/1/14	21.0%	15.1%	31
2009	2008/12/31-2009/2/17	36.2%	32.4%	28
2010	2010/2/3-2010/4/15	8.1%	10.0%	46
2011	2011/1/25-2011/4/18	14.7%	15.3%	53
2012	2012/1/6-2012/2/27	17.0%	16.2%	32
2013	2012/12/4-2013/2/8	30.2%	25.3%	46
2014	2014/1/20-2014/2/20	5.7%	9.7%	19
2015	2014/11/20-2015/1/9	45.8%	39.7%	35
2016	2016/1/29-2016/4/15	13.4%	17.4%	50
2017	2017/1/16-2017/4/7	6.0%	8.2%	53
2018	2017/12/28-2018/1/26	9.2%	9.5%	21
2019	2019/1/4-2019/4/8	35.7%	34.7%	61
2020	2019/12/2-2020/1/14	9.6%	9.4%	31
2021	2020/12/11-2021/2/18	18.8%	12.2%	44
2022	2021/11/10-2021/12/13	8.2%	7.6%	24
2023	2022/10/31-2023/1/30	22.1%	14.7%	60
汇总平均值	/	22.9%	21.3%	44

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

本轮市场上涨的驱动是基本面回暖，海内外积极因素进一步催化行情。近期稳增长政策密集落地叠加宏观基本面回暖，为本轮行情提供了核心的支撑。目前来看，市场上涨的核心逻辑未变，地产宽松政策、降息降准、化债举措等一系列政策落地正在推动经济持续修复，10月经济数据延续了修复趋势：消费方面，10月社会消费品零售总额同比增长7.6%，较前一月的5.5%提高2.1个百分点；生产方面，10月工业增加值同比增速为4.6%，较上月小幅回升。往后看，在经济回暖的背景下，我们预计Q4 A

股盈利将继续复苏，23 年全 A 归母净利润同比增速有望接近 5%。

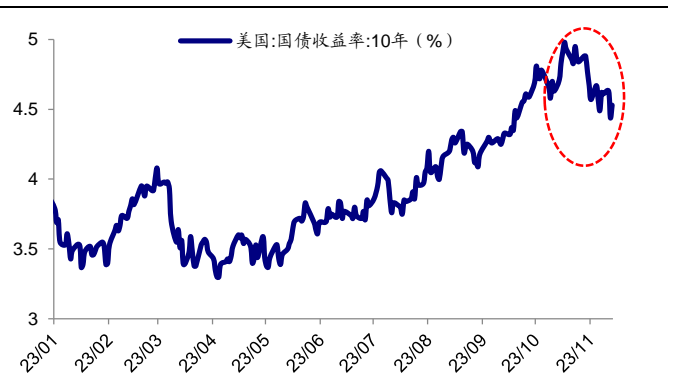
与此同时，当前海内外积极因素也正在显现，有望进一步催化行情展开。国内方面，10 月 30 日-31 日中央金融工作会议在北京召开，会议要求“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”，同时再次强调“活跃资本市场”，我们预计活跃资本市场相关政策或将加速落地。11 月 8 日 2023 金融街论坛年会上央行行长潘功胜表示下一阶段货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节，必要时还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性支持。11 月 16 日国家发改委召开新闻发布会，会上表示将做好明年政策靠前发力的各项准备工作。海外方面，外部环境正迎来多重利好：一是近期中美关系已出现积极变化，当地时间 11 月 15 日中美双方高层举行会晤，两国元首同意推动和加强中美各领域对话合作，包括建立人工智能政府间对话、明年早些时候大幅增加航班等，未来中美关系有望步入新阶段；二是美联储加息周期或已近尾声，10 月美国 CPI 超预期降温，市场预期美联储大概率在明年 5 月降息，近期长短端美债利率已从高位回落。综合来看，海内外多重利好下，A 股市场情绪和风险偏好有望得到提振，或催化行情继续展开。

图18 市场预期美联储大概率在 24 年 5 月降息

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.8%	48.2%	39.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	34.1%	42.6%	15.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	23.3%	39.1%	26.7%	6.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.9%	16.4%	33.3%	31.3%	13.9%	2.4%
2024/11/7	0.0%	1.6%	10.2%	25.5%	32.2%	21.8%	7.6%	1.1%
2024/12/18	1.0%	7.1%	20.0%	29.8%	25.6%	12.8%	3.5%	0.4%

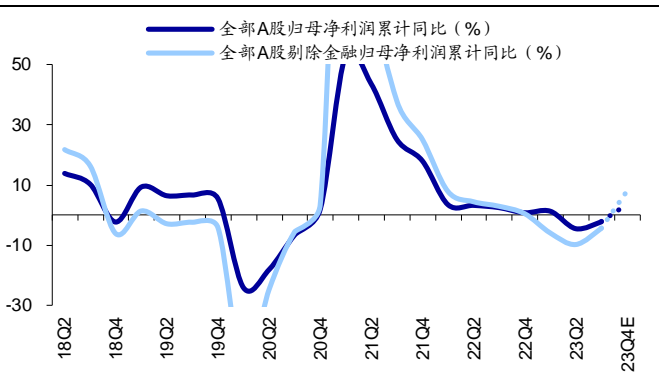
资料来源：CME，海通证券研究所

图19 近期美债利率已自高点回落



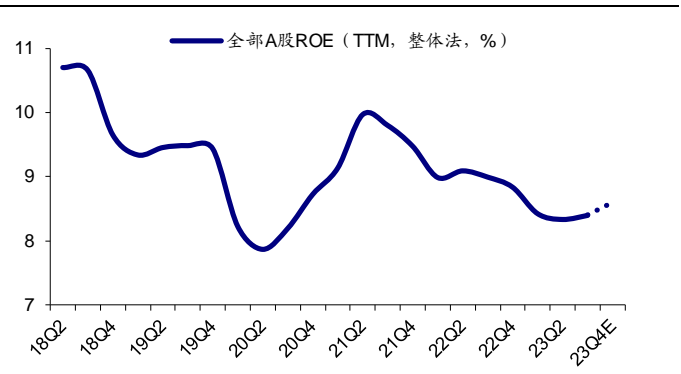
资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 预计 23 年全 A 盈利增速逐级向上



资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图21 23 年 A 股 ROE 有望持续改善



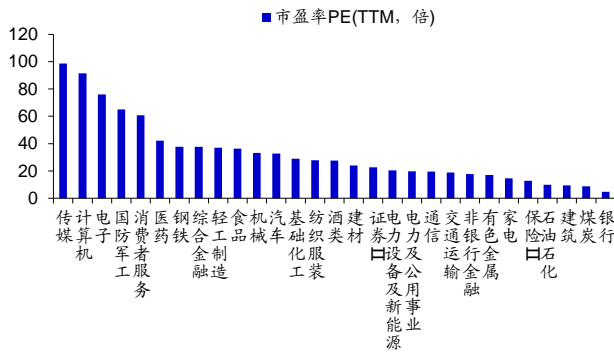
资料来源：Wind，海通证券研究所测算

2. 估值跟踪：银行、房地产等估值较低

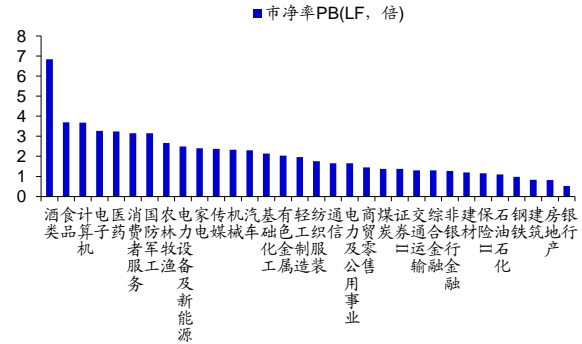
行业估值绝对值来看，截至 2023 年 11 月 17 日（下同），PE（TTM，下同）历史分位水平处于 05 年以来 10% 以下的行业有电力设备及新能源、石油石化、银行；处于 10%-20% 的行业有通信、有色金属、煤炭、家电、建筑、保险；处于 20%-40% 的行业有电力及公用事业、基础化工、机械、交通运输、纺织服装、酒类；处于 40% 以上的行业有国防军工、综合金融、食品、证券、轻工制造、建材、医药、消费者服务、计算机、汽车、钢铁、电子、传媒。PE（TTM）绝对值最低的行业是银行（4.7 倍）、煤炭

(8.7 倍)、建筑 (9.3 倍)，最高的行业是传媒 (98.6 倍)、计算机 (91.4 倍)、电子 (76.0 倍)。

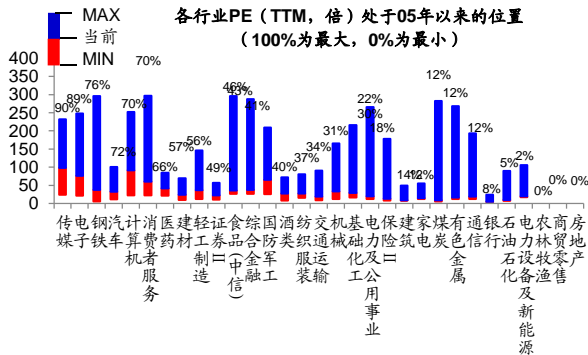
依据 PB (LF, 下同) 衡量, PB 历史分位水平处于 05 年以来 10% 以下的行业有建材、建筑、房地产、银行、保险、医药、综合金融、食品、通信、有色金属、纺织服装、农林牧渔、交通运输; 处于 10%-20% 的行业有基础化工、轻工制造、商贸零售、消费者服务、证券、钢铁、家电、电力及公用事业; 处于 20%-40% 的行业有传媒、石油石化、机械、计算机、电力设备及新能源、电子、国防军工; 处于 40% 以上的行业有酒类、汽车、煤炭。PB 绝对值最低的行业是银行 (0.5 倍)、房地产 (0.8 倍)、建筑 (0.8 倍)，最高的行业是酒类 (6.8 倍)、食品 (3.7 倍)、计算机 (3.7 倍)。

图22 各行业 PE 最新值 (TTM)


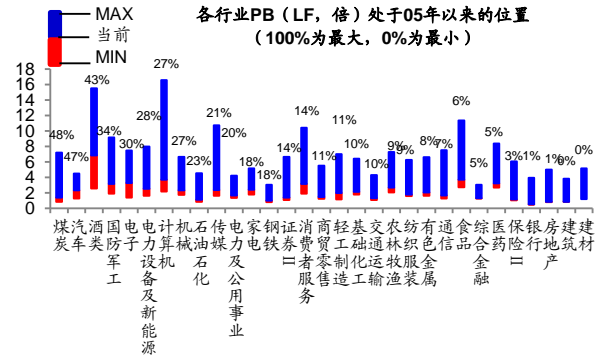
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 截至 2023/11/17。

图23 各行业 PB 最新值 (LF)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 截至 2023/11/17。

图24 各行业 PE 历史分位水平 (05 年以来)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 截至 2023/11/17。

图25 各行业 PB 历史分位水平 (05 年以来)


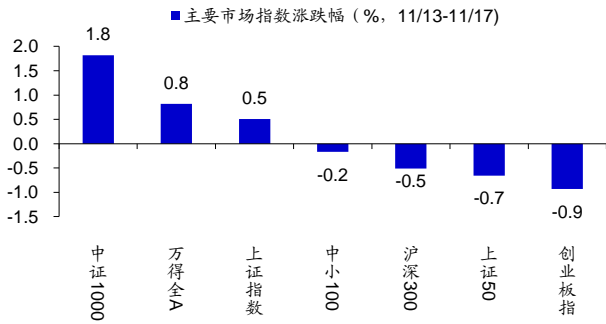
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 截至 2023/11/17。

3. 市场概览与外资流入

市场指数小幅回暖，主要行业指数涨多跌少。上周 (2023/11/13-2023/11/17, 下同) 创业板指涨跌幅为-0.9%，万得全 A 涨跌幅为 0.8%，中证 1000 涨跌幅为 1.8%，中小 100 涨跌幅为-0.2%，上证指数涨跌幅为 0.5%，沪深 300 涨跌幅为-0.5%，上证 50 涨跌幅为-0.7%。行业中涨幅较大的有计算机 (4.1%)，汽车 (3.9%)，通信 (2.9%)，跌幅较大的有食品饮料 (-1.3%)，电力设备及新能源 (-0.6%)，农林牧渔 (-0.4%)。

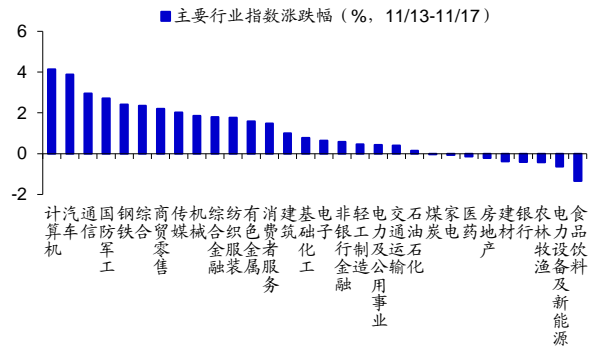
北上资金上周净流出，通信、计算机、电子净流入居前。上周陆港通北上资金合计净流出 49.8 亿元人民币，过去 4 周周均净流出 32.0 亿元人民币，16 年底陆港通全面开通以来周均净流入 46.1 亿元人民币。分行业来看，上周北上资金净流入的行业有通信、计算机、电子、钢铁、农林牧渔、国防军工等；上周北上资金净流出的行业有非银行金融、传媒、交通运输、电力设备及新能源、食品饮料、基础化工等。

图26 主要市场指数涨跌幅表现（%，11/13-11/17）



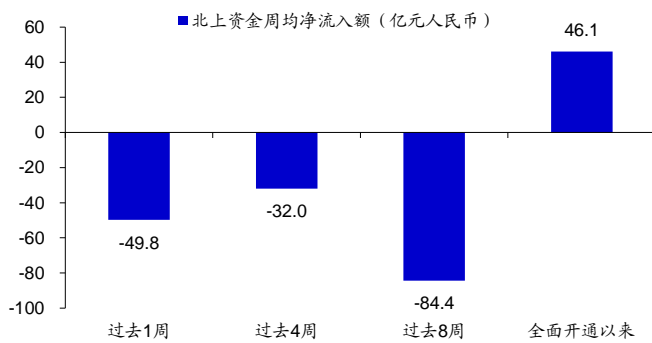
资料来源：Wind，海通证券研究所

图27 主要行业指数涨跌幅表现（%，11/13-11/17）



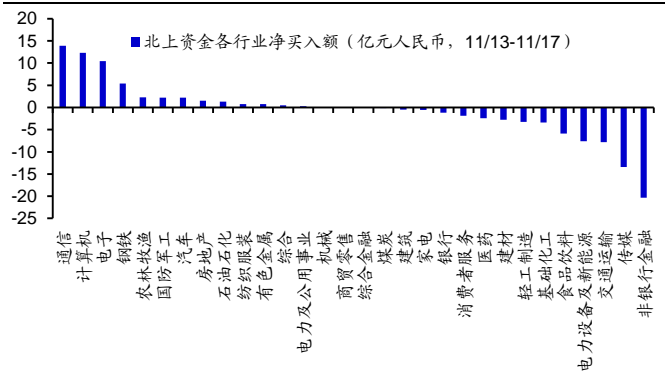
资料来源：Wind，海通证券研究所

图28 陆港通北上资金周均净流入额（亿元人民币，11/17）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图29 上周北上资金各行业净买入额（亿元，11/13-11/17）



资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

信息披露

分析师声明

郑子勋 策略研究团队

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。

投资评级说明

	类别	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；	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。
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。	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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com

邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com

荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com

汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com

孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓泮莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张黎黎(021)23185652 zlr13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
联系人
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 yniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com
孟陆(010)56760096 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 ppt13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fufy11758@haitong.com
联系人
余玫翰(021)23185617 ymh14040@haitong.com
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜(021)23185683 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbc14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业

张晓飞 zxf15282@haitong.com
李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com
薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com
联系人
文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
邴奕滢 lyy15347@haitong.com
张 幸 zx15429@haitong.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com
孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com
李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com
李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com
何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
联系人
曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com
联系人
曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com
郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com

军工行业

张恒昞 zhx10170@haitong.com
联系人
刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com
刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com
联系人
吕浦源 lpy15307@haitong.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com
联系人
朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com
杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com
于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com
洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com
联系人
杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com
夏思寒 xsh15310@haitong.com
杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com
陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com
罗月江(010)56760091 ljy12399@haitong.com

机械行业

赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com
赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com
联系人
刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

农林牧渔行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com
冯 鹤 fh15342@htesc.com

银行业

林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com
联系人
董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com
徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

造纸轻工行业

郭庆龙 gq113820@haitong.com
吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com
高翩然 gpr14257@haitong.com
王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com

电力设备及新能源行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
房 青(021)23219692 fangq@haitong.com
徐柏乔(021)23219171 xbj6583@haitong.com
马天一 02123219171 mty15264@haitong.com
胡惠民 hhm15487@haitong.com
联系人
姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com
马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com
吴志鹏 wzp15273@haitong.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
联系人
夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com
徐 卓 xz14706@haitong.com

纺织服装行业

梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com
盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com
联系人
王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

食品饮料行业

颜慧菁 yhj12866@haitong.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com
联系人
张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
联系人
毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com
王祎婕(021)23185687 wyj13985@haitong.com

环保行业

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com
联系人
杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧 阳 梦 楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金珪(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高 瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚 坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com