

相关研究

《反弹值得期待》2023.07.14

《中国消费并非在降级》2023.07.01

《未来可期——中国经济和资本市场展望-20230620》2023.06.20

行情上涨还能持续吗？

投资要点：

- **核心结论：**①本轮上涨行情走得较为纠结，主因宏观信号不一致，经济数据喜忧参半，资金存量格局延续，外资仍在流出。②当前A股估值仍在底部，海内外积极因素正在出现，历史规律显示每年通常有岁末年初行情，本轮尚未结束。③历史上年底结构再平衡概率较大，这次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。
- **本轮行情为何纠结？**今年10月24日以来（截至2023/11/24）A股市场行情有所回暖，但涨势并不强劲，主要体现以下方面：首先从弹性看各大指数涨幅有限，其次从节奏看本轮行情走势较为犹豫，最后从结构看本轮上涨行情也缺乏强有力的动能。行情纠结的原因1：基本面看，宏观信号不一致，经济数据喜忧参半。11月陆续公布的经济数据给出的宏观信号并不一致，这就导致市场难以就经济复苏形成较强的一致预期，也部分解释了大盘股表现弱以及顺周期行业涨幅落后的现象。行情纠结的原因2：资金面看，存量格局延续，外资仍在流出。在宏观预期不稳定的情况下，资金面也呈现出明显的存量格局，投资者在不确定性仍强时更多选择观望。内资方面，公募基金仓位已经处于历史高位，然而新发基金依然难有起色，近期杠杆资金活跃度有所提升，但杠杆资金难以撑起大盘上涨。外资方面，近期人民币大幅升值，但本轮上涨期间北向资金依然在流出，只是流出速度放缓。
- **行情上涨还能持续吗？**尽管本轮行情涨势并不凌厉，但行情往往都在犹豫中展开，哪怕是去年10月底开启的行情也不是一马平川的。展望后市，我们认为本轮行情尚未结束，岁末年初行情正在徐徐展开。首先，在A股历史上哪怕是震荡市或者熊市期间，年度视角下依然存在至少两次10-15%左右涨幅的上涨机会，我们认为随着国内宏观基本面逐渐修复，且在海内外积极因素的催化下，后续A股有望迎来年内第二波机会。其次，从历次岁末年初躁动行情回顾来看，岁末年初行情通常每年都有，背后的原因源自于岁末年初往往是重大会议召开时间窗口，同时11月到3月A股基本面数据披露少，开年投资者的风险偏好相对更高。当前A股估值、情绪等指标依然处于历史低位。往后看，海内外积极因素有望进一步催化行情展开。
- **年底结构或再平衡。**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。从全部行业的角度看，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+弱市场环境，催化剂是政策或事件。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。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。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。
- **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:郑子勤

Tel:(021)23219733

Email:z zx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:王正鹤

Tel:(021)23219812

Email:wzh13978@haitong.com

证书:S0850523060001

目 录

1. 市场策略：行情上涨还能持续吗？	5
1.1 本轮行情为何纠结？	5
1.2 行情上涨还能持续吗？	7
1.3 年底结构或再平衡	10
2. 估值跟踪：银行、煤炭等估值较低	12
3. 市场概览与外资流入	13

图目录

图 1	本轮上涨行情弱于此前两轮	5
图 2	本轮行情小盘股更为强势	5
图 3	本轮行情更多停留在反弹层面	5
图 4	10 月 PMI 再次回落	6
图 5	10 月出口增速小幅回落	6
图 6	社融和货币数据有喜有忧	6
图 7	生产和消费数据表现较好	6
图 8	公募基金发行规模依然较少	7
图 9	杠杆资金活跃度有所上升	7
图 10	近期人民币大幅升值	7
图 11	外资依然流出 A 股	7
图 12	11、18、22 年 A 股依然有 2 波行情	8
图 13	熊市年份中 A 股历年年内均有 2 波行情	8
图 14	A 股风险溢价率	9
图 15	A 股股债收益比	9
图 16	市场预期美联储可能在 2024/5/1 降息	10
图 17	近期美债利率已自高点回落	10
图 18	基金重仓行业年底超额收益往往相对不佳	10
图 19	05 年以来行业收敛度	10
图 20	05 年以来年底行业结构收敛度分布	11
图 21	四季度基金重仓行业减仓带来超额收益收敛	11
图 22	当前大金融板块估值已低	12
图 23	四季度银行板块上涨概率较大	12
图 24	医药基本面有望迎来改善	12
图 25	23Q3 基金持股中科技板块占比边际下降	12
图 26	半导体产业周期有望迎来向上	12
图 27	我国智能网联汽车市场规模快速增长	12

表目录

表 1 2002-2023 年岁末年初行情市场表现	8
---------------------------------	---

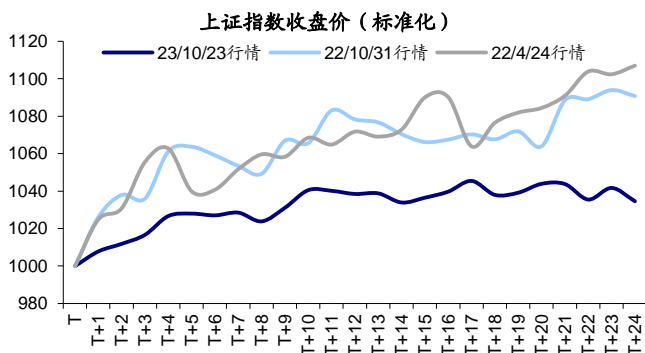
我们在前期报告中分析过,本轮自 10 月 24 日启动的上涨行情背景是 A 股调整已显著,估值、资产比价指标处历史低位,外资大幅流出趋势明显缓和。但是回过头看,本轮行情走得比较纠结,并未出现投资者期待的凌厉涨势,后续行情能否会持续成为市场关心的话题,本篇报告将就此进行分析。

1. 市场策略: 行情上涨还能持续吗?

1.1 本轮行情为何纠结?

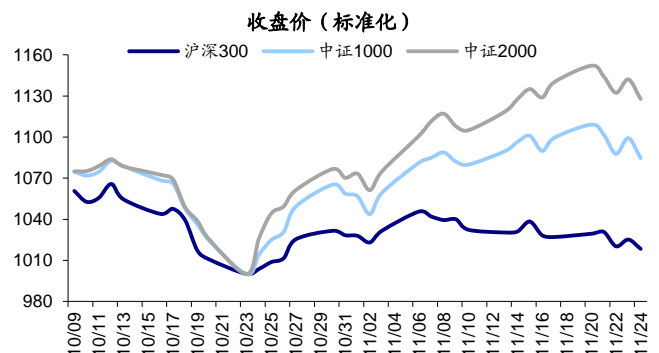
本轮上涨行情表现从弹性、节奏和结构上看均显纠结。今年 10 月 24 日以来(截至 2023/11/24,下同)A 股市场行情有所回暖,但涨势并不强劲,主要体现以下方面:首先,从弹性看,各大指数涨幅有限,自低点以来上证指数累计涨幅为 3.5%、沪深 300 为 1.8%、创业板指为 3.9%,万得全 A 为 5.6%;同时,如果对比此前两轮行情,即 2022/4/26 和 2022/10/31 开启的上涨,本轮行情表现也显得不够强劲(如图 1)。其次,从节奏看,本轮行情走势较为犹豫,其中 11 月 6 日沪深 300 和创业板指达到阶段性高点后便开始回落,回吐大部分涨幅;与此同时,上证指数和万得全 A 虽未显著回调,但也开始横盘震荡,指数表现显著分化但整体而言都较为弱势。最后,从结构看,本轮上涨行情的动能和持续性欠佳:一方面,权重股表现落后,小盘行情特征明显,例如以沪深 300 为代表的大盘股涨幅不大且早早开始回调,相反以中证 1000 或中证 2000 为代表的中小股涨幅更大且仍在持续(如图 2),由此说明市场动能尚不足以支撑大盘股上涨,也是指数表现弱的原因;另一方面,本轮行情更多停留在反弹层面,缺乏持续上涨的主线,我们将申万一级行业自 2023/5/9(上证指数阶段性见顶)以来的最大跌幅和 2023/10/24 以来的最大涨幅做对比分析(如图 3),可以发现两者呈现显著的正相关关系,相关系数近 0.6;如果看过去 5 周各行业涨跌幅的排名,没有行业能够持续排在前十位,仅医药有 4 周涨幅排名前 10 位,多数行业的上涨没有持续性。

图1 本轮上涨行情弱于此前两轮



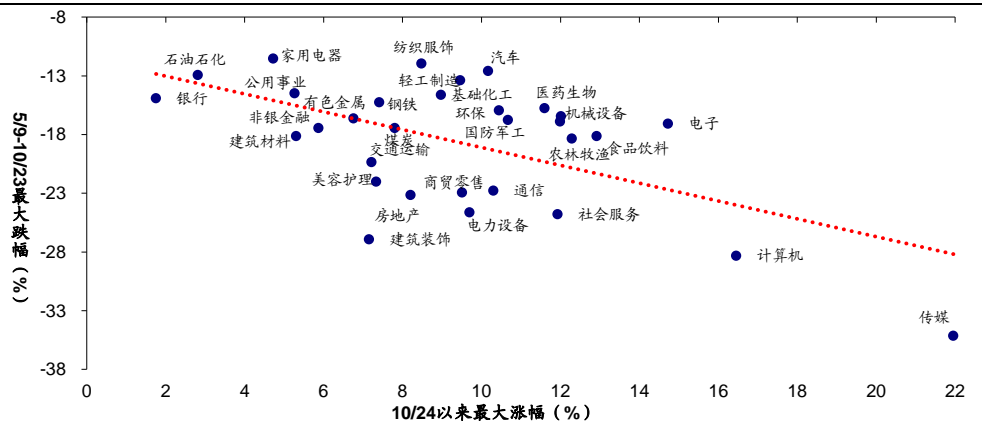
资料来源: Wind, 海通证券研究所, T 表示指数阶段性低点当天

图2 本轮行情小盘股更为强势



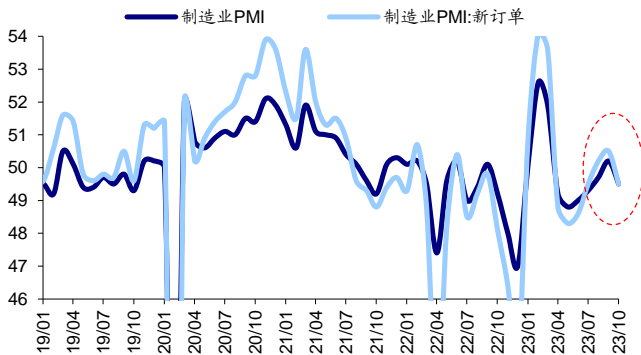
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/11/23

图3 本轮行情更多停留在反弹层面

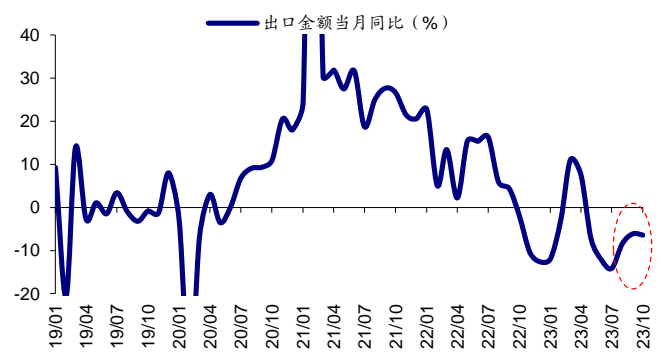


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023/11/23

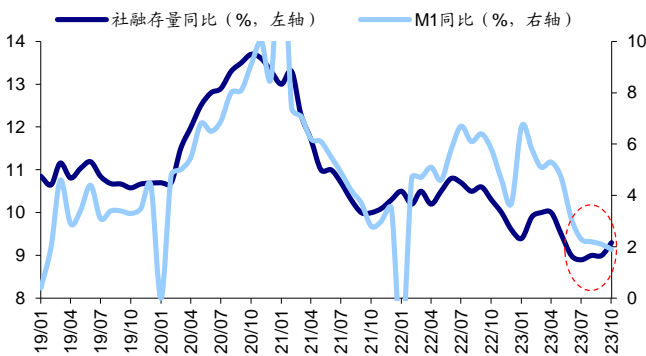
行情纠结的原因 1: 基本面看, 宏观信号不一致, 经济数据喜忧参半。本轮行情较弱与宏观经济复苏强度有关, 当前中国经济恢复是“波浪式发展、曲折式前进”。首先, 11月上旬公布的出口和通胀数据有不同程度回落。10月按美元计价的出口金额同比下行6.4%, 相较9月下滑0.3个百分点, 低于预期(Wind一致预测, 下同)的-3.1%; 10月CPI同比为-0.2%, 相较9月下滑0.2个百分点, 低于预期的-0.1%; PPI同比为-2.6%, 相较9月下滑0.1个百分点, 与预期持平。其次, 11月中公布的金融数据喜忧参半。10月新增社融1.85万亿元, 同比多增9108亿元, 高于预期的1.83万亿元, 社融存量同比增速回升0.3个百分点至9.3%, 但社融强劲主要依靠政府债大幅多增, 居民和企业中长期贷款依然平淡; 另外, 反映企业和居民资金活跃度的M1同比继续回落0.2个百分点至1.9%。最后, 10月中公布的经济数据改善明显, 但部分源于基数低。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, 主要由于去年10月基数走低; 生产方面, 10月工业增加值同比增速为4.6%, 较9月小幅回升, 一定程度上受基数走低影响。总的来看, 11月陆续公布的经济数据给出的宏观信号并不一致, 这就导致市场难以就经济复苏形成较强的一致预期, 也部分解释了大盘股表现弱以及顺周期行业涨幅落后的现象。

图4 10月PMI再次回落


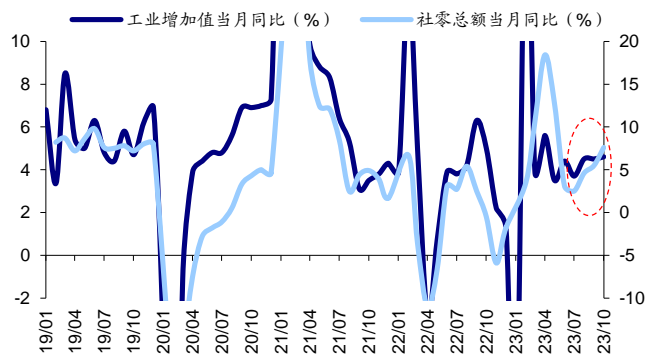
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 10月出口增速小幅回落


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 社融和货币数据有喜有忧


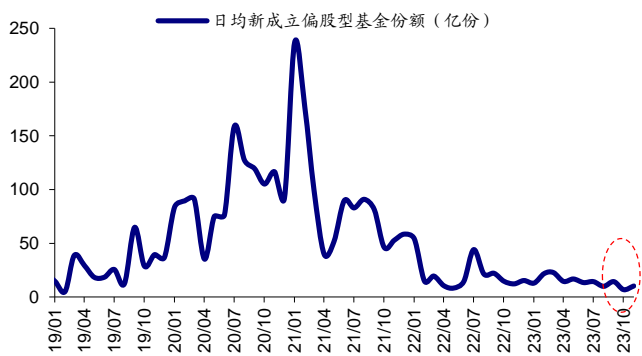
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 生产和消费数据表现较好


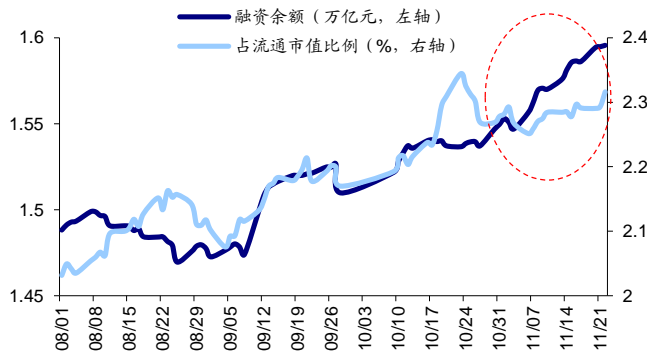
资料来源: Wind, 海通证券研究所

行情纠结的原因 2: 资金面看, 存量格局延续, 外资仍在流出。在宏观预期不稳定的情况下, 资金面也呈现出明显的存量格局, 投资者在不确定性仍强时更多选择观望。从市场成交额看, 10月23日全A成交额萎缩到7217亿元, 随着市场开始上涨, 成交额一度放大至11月6日的1.07万亿, 但此后下滑至9000亿上下波动, 也正是由于成交额没能持续放大, 市场在11月6日之后便陷入了震荡偏弱的格局。市场流动性停滞不前的原因在于股市缺乏更多资金流入。我们在前期报告《再融资新规如何影响股市资金面? -2023/11/11》中分析过, 随着活跃资本市场的政策持续落地, 股市资金流出已经放缓, A股资金面供求失衡的压力得到缓解。但是资金流入依然缓慢, 内资方面, 公募

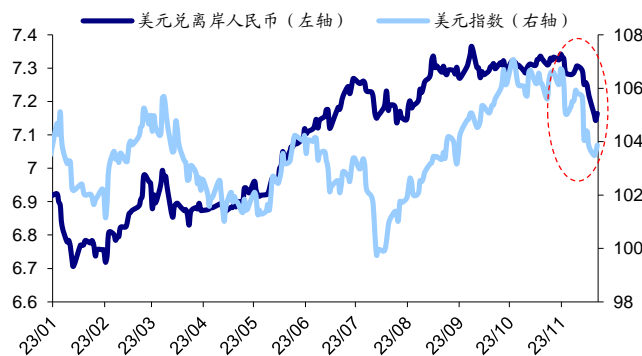
基金仓位已经处于历史高位，23Q3 普通股票型基金的权益仓位为 88.8%，偏股混合型基金为 87.1%，然而新发基金依然难有起色，10 月和 11 月日均新成立偏股型基金份额仅为 6.9 亿份和 10.3 亿份，仍然处于过去 5 年低位。不过，近期杠杆资金活跃度有所提升，融资余额从 10 月 23 日的 1.54 万亿元增长 590 亿元至 11 月 22 日的 1.60 万亿元，但杠杆资金难以撑起大盘上涨，更多与上文所述的小盘股行情有关。外资方面，近期美联储降息预期升温，导致美元大幅贬值，人民币相应大幅升值，但未能吸引更多外资流入 A 股，相反本轮上涨期间北向资金依然在流出，只是流出速度放缓，10 月 24 日以来北向净流出 148 亿元。

图8 公募基金发行规模依然较少


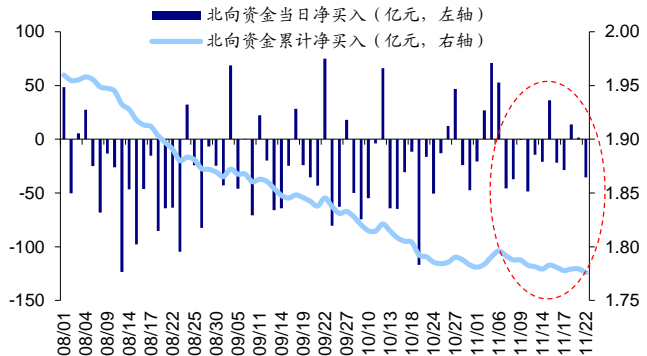
资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 杠杆资金活跃度有所上升


资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 近期人民币大幅升值


资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 外资依然流出 A 股


资料来源：Wind，海通证券研究所

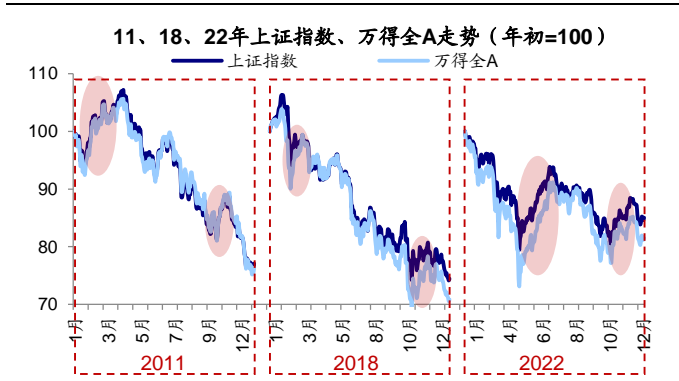
1.2 行情上涨还能持续吗？

借鉴历史经验，A 股年内至少有 2 波行情，岁末年初行情仍然值得期待。尽管本轮行情涨势并不凌厉，但行情往往都在犹豫中展开，哪怕是去年 10 月底开启的行情也不是一马平川的，期间上证指数中途经历过 8 次 2% 以上的回撤，4 次 3% 以上的回撤，最大的一次回撤超过 6%。而本轮行情开启以来上证指数最大回撤仅 1.8%，涨势温和反而有利于行情健康发展。

展望后市，我们认为本轮行情尚未结束，岁末年初行情正在徐徐展开。首先，在 A 股历史上哪怕是震荡市或者熊市期间，年度视角下依然存在至少两次 10-15% 左右涨幅的上涨机会，例如 2011 年、2018 年和 2022 年。而反观今年，截至 2023/11/25 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 月初的结构行情，因此，结合历史规律来看，我们认为随着国内宏观基本面逐渐修复，且在海内外积极因素的催化下，后续 A 股有望迎来年内第二波机会。其次，当前已至岁末年初时，投资者很关心和期待岁末年初股市的行情。从历次岁末年初躁动行情回顾来看，岁末年初行情通常每年都有，背后的原因源自于岁末年初往往是重大会议召开时间窗口，同时 11 月到 3 月 A 股基本面数据披露少，开年投资者的风险偏好相对更高。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月中旬下旬或2月初）。由于今年5-10月A股表现较弱，本轮岁末年初行情或较早启动。

图12 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13 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

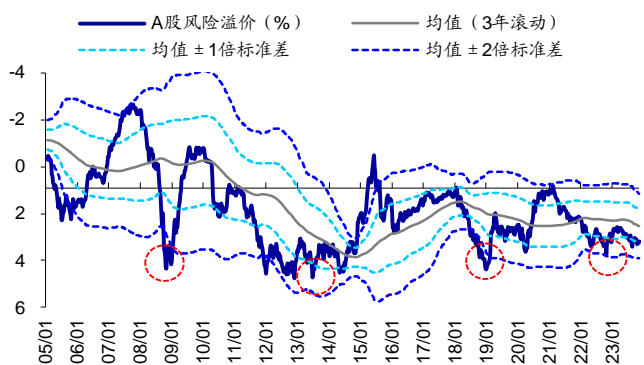
年度	岁末年初行情时间	沪深 300 最大涨幅	上证综指 最大涨幅	期间交易天数(天)
2002	2002/1/21-2002/3/21	25.0%	26.5%	34
2003	2003/1/6-2003/4/16	21.8%	25.8%	66
2004	2003/11/18-2004/4/6	30.5%	35.4%	92
2005	2005/1/21-2005/2/25	9.6%	11.9%	19
2006	2005/11/16-2006/3/1	24.8%	21.8%	67
2007	2007/2/6-2007/5/29	89.6%	70.6%	71
2008	2007/11/29-2008/1/14	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

当前 A 股估值已处在底部，海内外多重积极因素有望催化岁末年初行情继续展开。当前 A 股估值、情绪等指标依然处于历史低位。从估值来看，A 股 PE/PB 估值水平与历史大底时已经较为接近。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 A 剔除金融为 24.9 倍、处 35%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，全 A 剔除金融为 1.9 倍、处 11%分位。从大类资产比价指标看，当前市场的风险偏好也已处在历史低位。2023/10/23 时 A 股风险溢价率（1/全部 A 股 PE-10 年期国债收益率）为 3.4%、处 05 年以来从高到低 18%分位，已经高于 05 年以来均值+1 倍标准差（3 年滚动）；A 股股债收益比（全部 A 股股息率/10 年期国债收益率）为 0.84、处 05 年以来从高到低 0%分位，达 05 年以来均值+2 倍标准差（3 年滚动）附近。

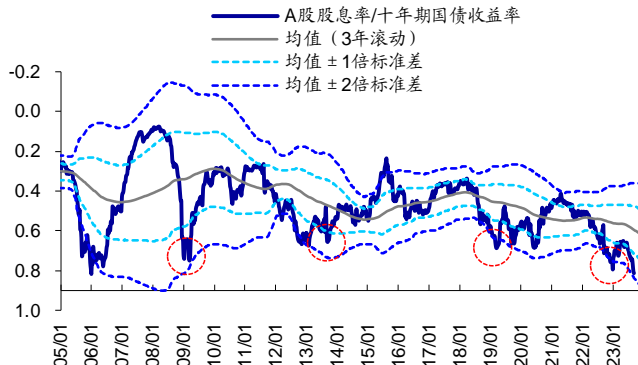
往后看，海内外积极因素有望进一步催化行情展开。国内方面，10 月 30 日-31 日中央金融工作会议在北京召开，会议要求“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”，同时再次强调“活跃资本市场”，我们预计活跃资本市场相关政策或将加速落地。11 月 8 日 2023 金融街论坛年会上央行行长潘功胜表示下一阶段货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节，必要时还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性支持。11 月 17 日央行、金融监管总局、证监会联合召开金融机构座谈会，提出要统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长；要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。11 月 20 日国务院总理李强主持召开中央金融委员会会议，强调要着力提升金融服务经济社会发展的质量水平，在保持货币政策稳健性的基础上，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。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，美国当地时间 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，截至 2023/11/24 市场预期美联储可能在明年 5 月 1 日的会议上宣布降息，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14 A 股风险溢价率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 A 股股债收益比



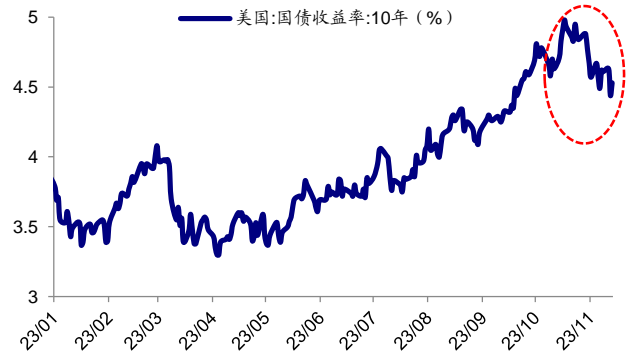
资料来源：Wind，海通证券研究所

图16 市场预期美联储可能在 2024/5/1 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	550-575
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	99.5%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	93.3%	6.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	24.6%	70.7%	4.6%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	10.8%	44.7%	41.9%	2.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	27.6%	43.3%	22.4%	1.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	17.6%	36.2%	31.8%	10.8%	0.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.8%	11.7%	28.8%	33.6%	19.2%	4.7%	0.2%
2024/11/7	0.0%	0.9%	6.6%	19.9%	31.1%	26.7%	12.2%	2.5%	0.1%
2024/12/18	0.6%	5.0%	16.3%	28.1%	27.9%	16.1%	5.2%	0.8%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至 2023/11/24

图17 近期美债利率已自高点回落



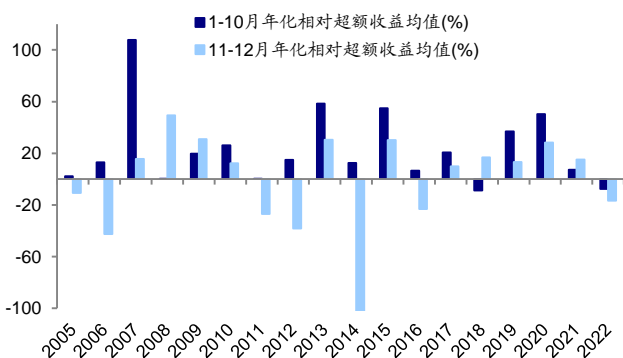
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 年底结构或再平衡

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。我们在前期报告《年底结构看均衡还是看分化？-20231118》中分析过，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。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。从全部行业的角度看，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。如果用“年底2个月表现前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%）。

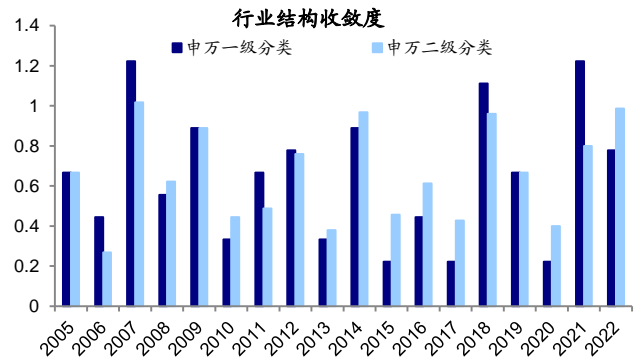
结构再平衡的背景多是年底公募基金博弈+弱市环境，催化剂是政策或事件。历史上结构发生再平衡往往具有一定的共性背景：一是年底公募基金博弈因素增多，机构持仓或转向低配行业。公募基金重仓行业年底超额收益往往有所收敛，其背后或源于历史上公募基金往往选择在四季度减仓前期重仓行业（05年以来历年基金重仓行业四季度超配比例变动均值都为负向）并转而博弈低配行业机会。历史上重仓行业四季度往往会减仓，且减仓幅度较大的行业表现越差；二是当市场较弱时，投资者偏好具有更高安全边际的机会。由于弱市环境下投资者风险偏好相对更低，滞涨行业具有更高的安全边际，因此其年底上涨概率更大。此外，年底结构收敛还需要一定的政策或事件催化。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。

图18 基金重仓行业年底超额收益往往相对不佳



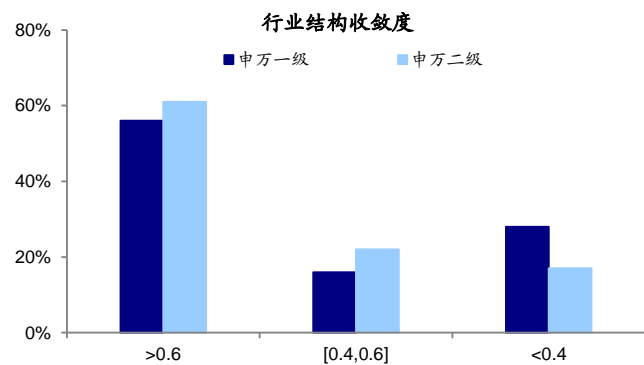
资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 05年以来行业收敛度



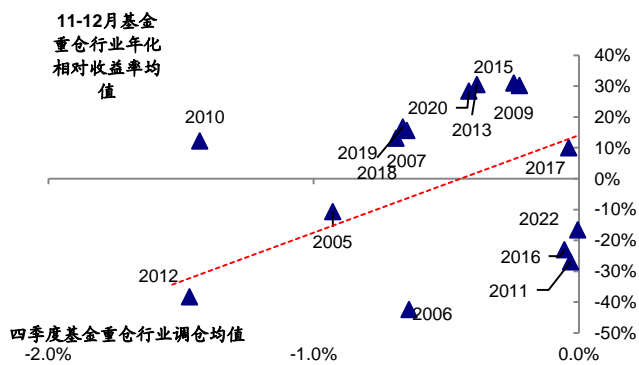
资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 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

图21 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

年底行情重视再平衡，关注大金融和医药。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2023/11/24，银行PB(LF, 下同)为0.44倍、处13年以来0.4%分位，证券为1.25倍、处12.8%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%。

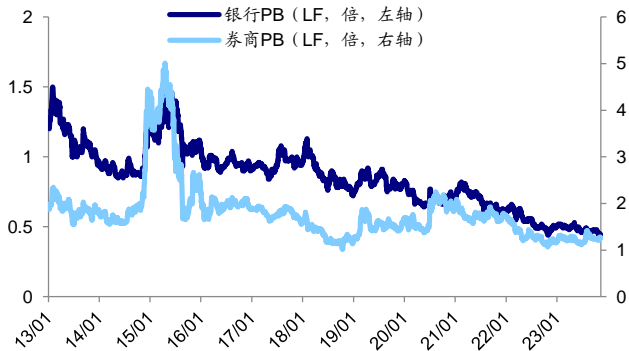
此外，低估低配的医药也有望迎来再平衡。目前医药生物板块的估值和基金配置仍处于较低水平，其中医药PE处13年以来19.0%分位，23Q3基金对医药超配比例处13年以来45%分位。往后看，医疗反腐对行业的影响逐渐过去，并且中期来看我国人口老龄化正在加深，未来医疗需求将持续增加，市场对医药行业基本面预期有望扭转，未来一段时间医药的估值及公募基金等机构的持仓有望趋于均衡，前期跌幅较明显的医药生物板块有望受益，结合行业分析师预测，医药子领域中创新药/医疗器械/血制品23年归母净利润有望达到35%/20%/20%。

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今年前十个月涨幅为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。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，将在经济转型过程中发挥更重要的作用。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。映射到股市上，当前科技板块超额收益趋势和基金持仓力度已明显收敛，且在政策催化下，科技板块有望成为股市主线。

科技具体细分方向上，结合政策导向和技术进展，我们认为科技中可重视以下三个方向：一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%。二是硬科技制造，全球半导体周期回升叠加华为产业链向上突破，我国硬科技制造有望受益。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

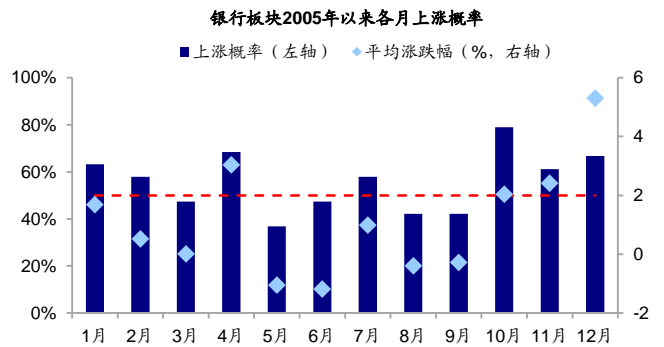
年9月小鹏汽车共交付新车15310台，环比增长12%，同比增长81%，连续8个月保持强劲增长。根据华经情报网的数据，预计2025年我国智能网联汽车市场规模将达2262亿元，22-25年间CAGR为23.2%。

图22 当前大金融板块估值已低



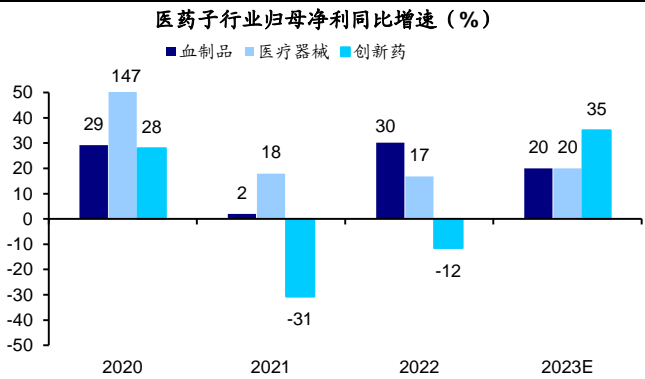
资料来源：Wind，海通证券研究所

图23 四季度银行板块上涨概率较大



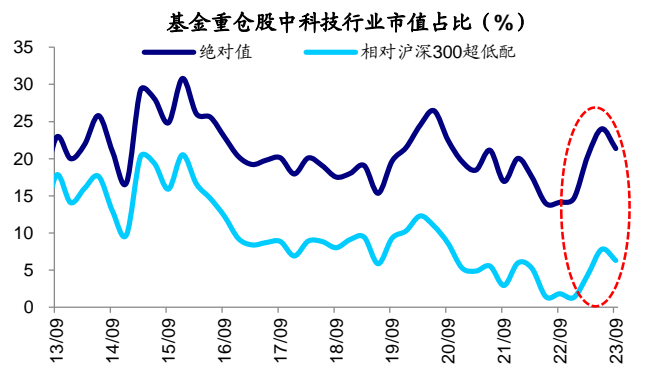
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/10/31

图24 医药基本面有望迎来改善



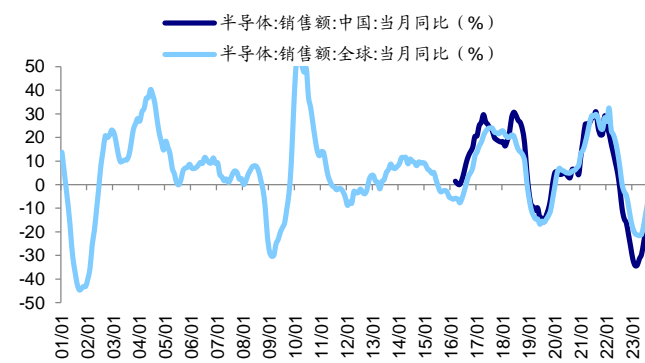
资料来源：Wind，海通证券研究所预测

图25 23Q3 基金持股中科技板块占比边际下降



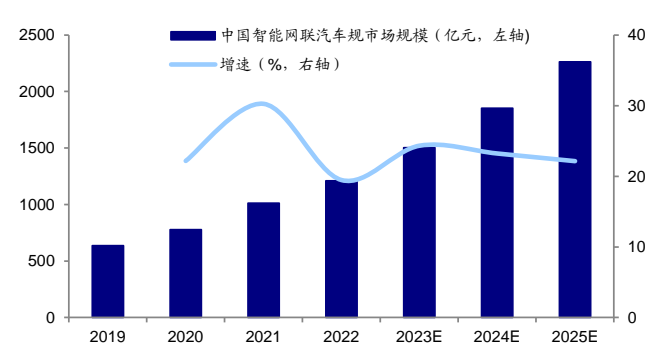
资料来源：Wind，海通证券研究所预测

图26 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27 我国智能网联汽车市场规模快速增长



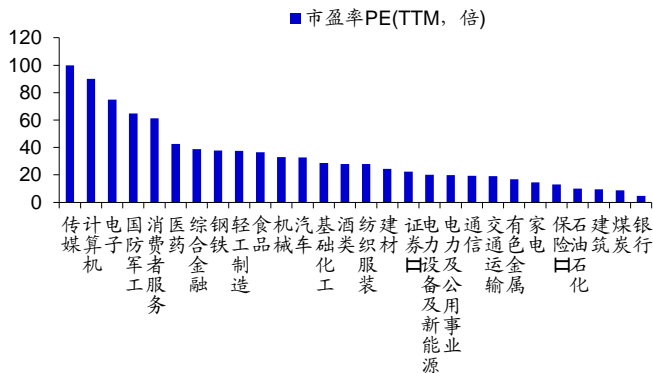
资料来源：华经情报网，海通证券研究所

2. 估值跟踪：银行、煤炭等估值较低

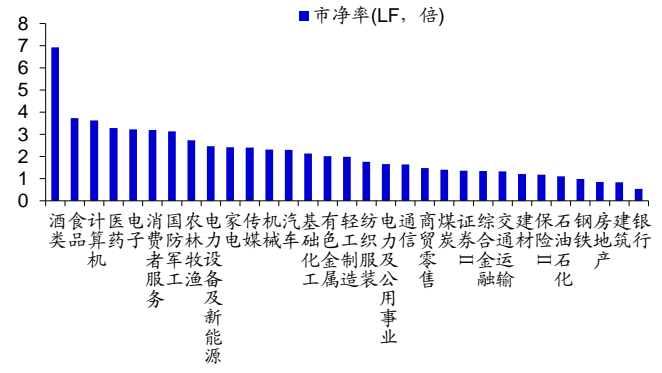
行业估值绝对值来看，截至2023年11月24日（下同），PE（TTM，下同）历史分位水平处于13年以来10%以下的行业有商贸零售、房地产、农林牧渔、电力设备及新能源、通信、石油石化；处于10%-20%的行业有有色金属、银行、机械、家电、煤炭；处

于 20%-40% 的行业有建筑、保险、交通运输、电力及公用事业、基础化工、纺织服装、国防军工；处于 40% 以上的行业有证券、酒类、综合金融、计算机、食品、轻工制造、医药、消费者服务、建材、汽车、钢铁、传媒、电子。PE (TTM) 绝对值最低的行业是银行 (4.7 倍)、煤炭 (8.8 倍)、建筑 (9.4 倍)，最高的行业是传媒 (99.8 倍)、计算机 (90.0 倍)、电子 (74.9 倍)。

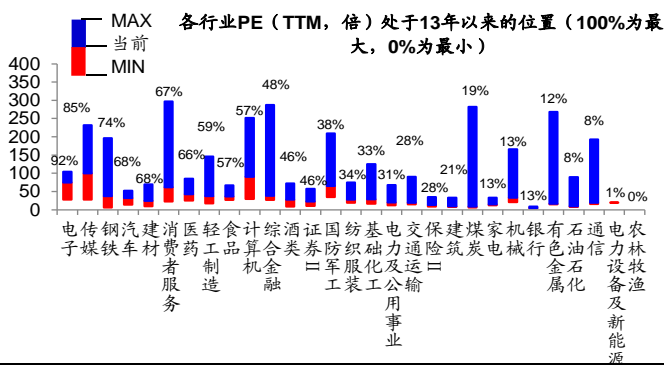
依据 PB (LF, 下同) 衡量, PB 历史分位水平处于 13 年以来 10% 以下的行业有建材、建筑、食品、房地产、银行、医药、轻工制造、保险、有色金属、通信; 处于 10%-20% 的行业有综合金融、消费者服务、农林牧渔、纺织服装、交通运输、基础化工、家电、证券、电子; 处于 20%-40% 的行业有钢铁、计算机、商贸零售、电力及公用事业、传媒、机械、电力设备及新能源、石油化工、国防军工; 处于 40% 以上的行业有汽车、酒类、煤炭。PB 绝对值最低的行业是银行 (0.5 倍)、建筑 (0.8 倍)、房地产 (0.8 倍)，最高的行业是酒类 (6.9 倍)、食品 (3.7 倍)、计算机 (3.6 倍)。

图28 各行业 PE 最新值 (TTM)


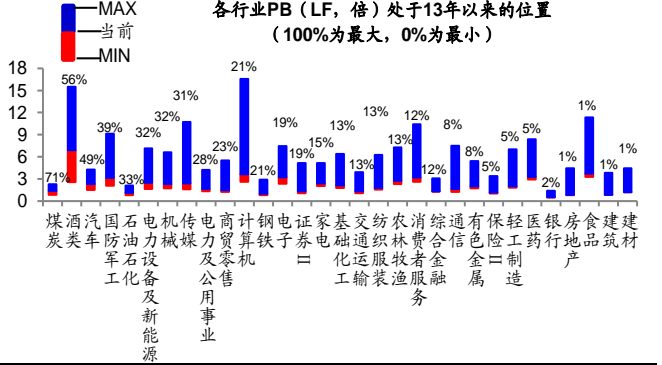
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/11/24

图29 各行业 PB 最新值 (LF)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/11/24

图30 各行业 PE 历史分位水平 (13 年以来)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/11/24

图31 各行业 PB 历史分位水平 (13 年以来)


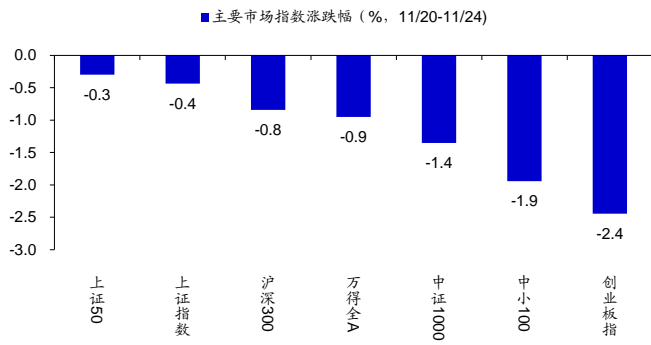
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/11/24

3. 市场概览与外资流入

市场指数全面下跌, 主要行业指数多数下跌。 上周 (2023/11/20-2023/11/24 下同) 上证 50 跌幅为 0.3%, 上证指数跌幅为 0.4%, 沪深 300 跌幅为 0.8%, 万得全 A 跌幅为 0.9%, 中证 1000 跌幅为 1.4%, 中小 100 跌幅为 1.9%, 创业板指跌幅为 2.4%。行业中涨幅较大的有房地产 (3.9%), 农林牧渔 (3.5%), 煤炭 (2.4%), 跌幅较大的是计算机 (-4.2%), 通信 (-3.9%), 电子 (-3.3%)。

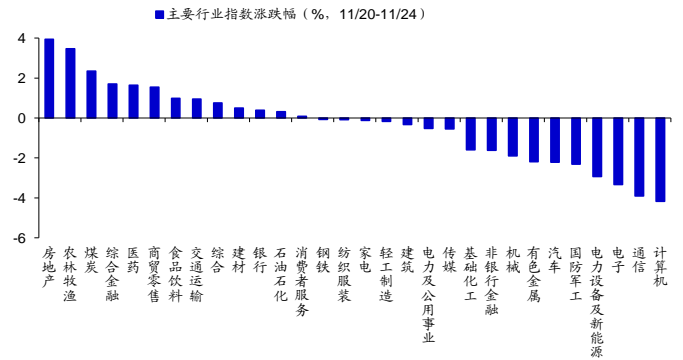
北上资金上周净流入, 汽车、医药、交通运输净流入居前。 上周陆港通北上资金合计净流入 30.3 亿元人民币, 过去 4 周周均净流出 23.3 亿元人民币, 16 年底陆港通全面开通以来周均净流入 46.1 亿元人民币。分行业来看, 上周北上资金净流入的行业有汽车、医药、交通运输等; 上周北上资金净流出的行业有电子、电力设备及新能源、非银行金融等。

图32 主要市场指数涨跌幅表现（%，11/20-11/24）



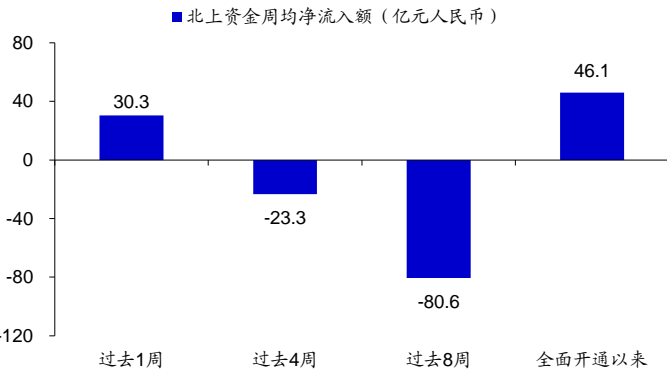
资料来源：Wind，海通证券研究所

图33 主要行业指数涨跌幅表现（%，11/20-11/24）



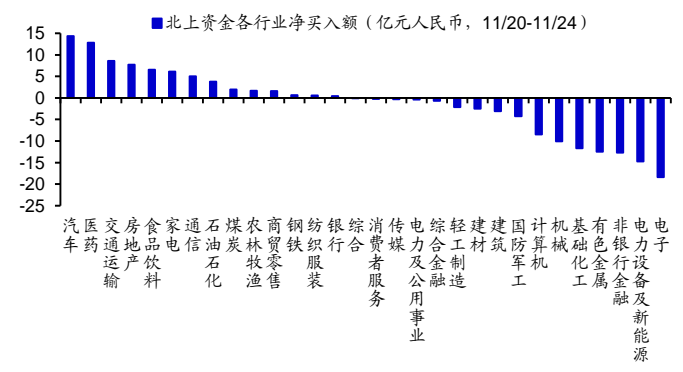
资料来源：Wind，海通证券研究所

图34 陆港通北上资金周均净流入额（亿元人民币，11/24）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图35 上周北上资金各行业净买入额（亿元，11/20-11/24）



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
王正鹤 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
应镓娴(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
卓滢莹 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 tj13580@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

姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@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 ymniu@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 lgk12371@haitong.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 ppt3606@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 fuf11758@haitong.com
联系人
余玫翰(021)23185617 ywh14040@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 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbq14692@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 02123219406 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 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@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	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 x bq6583@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
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	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 夏恩寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@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
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	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 lyj12399@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
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	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	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@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	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	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
军工行业 张恒昶 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com	银行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@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 wj13985@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	造纸轻工行业 郭庆龙 gql13820@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@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