

相关研究

《立体投资策略周报-20240115》
2024.01.15

《近三年红利策略与历史的异同》
2024.01.13

《立体投资策略周报-20240109》
2024.01.09

分析师:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

联系人:刘颖

Tel:(021)23185665

Email:ly14721@haitong.com

历史大底的形态特征及背景分析

投资要点:

- 核心结论:** ①历史上大盘走出底部的形态为先磨底后抬升,市场右侧的信号是成交额占市值比重超1.5%。②历次全面性行情启动的背景是估值低+基本面/资金面改善+宏大叙事的情绪催化。③当前市场大概率处底部,后续应跟踪基本面、资金面变化节奏,结构上关注大金融、中期重视白马成长。
- 历史上市场走出底部有哪些特征?** 首先,历史上大盘走出底部需要一定时间,形态表现为先磨底后抬升。回顾2000年以来A股共经历的4次全面性行情,分别为05-07、08-09、14-15、19-21年,我们发现市场自底部起来到市场底部确认往往需要一个过程,表现为指数慢慢脱离底部。例如,05年上证指数脱离底部用时半年左右;08年指数走出底部用时2个月;14年指数底部盘整期近5个月;18年指数底部盘整期近3个月。同时,过去几次市场大底出现前指数往往已跌幅显著或是市场已经历了较长时期的调整。其次,市场成交额占市值比重超1.5%是底部右侧的风向标。过去四次市场自底部缓慢脱离期间成交额均仍在低位,指数走势也显得较为艰难。随着成交放量后,例如06/05市场成交额占总市值比重最高达1.8%、09/02达1.5%、14/09达1.6%、19/03达2.0%,市场右侧信号出现,指数才开启系统性的快速抬升。
- 历次全面行情开启需要哪些条件?** 借鉴历史经验看,历次全面行情启动的背景是估值低+资金面/基本面改善+情绪催化。从估值看,05、08、14、19年市场在底部盘整时均已处在估值底部,全部A股滚动三年PE(TTM)分位数最低均为0%。从推动因素看,资金面或基本面的改善是市场走出底部的必要条件:05、08、19年市场走出底部的背景是稳增长政策发力下基本面数据有所改善,14年市场自底部起来的背景是央行意外降息推动流动性改善。从情绪催化看,全面性行情启动往往还需要一个宏大叙事的情绪催化剂,以此来推动市场整体风险偏好的提升。例如,05年股权分置改革开启了我国股市的全流通时代,为资本市场稳步发展奠定基础;08年“四万亿”投资计划的推出鼓舞了投资者对中国经济的信心;14年9月李克强总理提出“大众创业、万众创新”,激发了民众的创新热情,也提振了市场情绪;19年我国能源革命加快推进,推升市场对实现能源革命、把握发展自主权的信心。
- 当前市场大概率已处在底部区域。** 从调整时空和估值来看,当前沪深300在调整空间上已接近历史均值水平,本轮沪深300下跌已持续35个月,最大跌幅达46%。同时,A股估值水平与历史大底时已经较为接近,截至24/01/19,全部A股PE、PB滚动三年分位数均已降至0%附近,其中PE(TTM)为15.7倍、处05年以来22%分位,PB(LF)为1.39倍、处0%分位。从市场后续走势看,应密切跟踪资金面和基本面变化的节奏,关注稳增长相关政策的具体措施落地,尤其是“三大工程”及其配套政策的落地见效。此外,还需关注正在酝酿的情绪催化剂,未来三中全会的召开有望提振市场对我国经济平稳发展的信心。结构上,阶段性关注大金融,中期重视白马成长。随着稳增长、防风险政策加码,今年以来估值承压的大金融或有阶段性表现。中期看,目前白马成长板块性价比逐渐凸显,借鉴历史A股盈利上行周期内白马成长板块业绩表现更优,具体重视以电子为代表的硬科技制造和医药。
- 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。

目 录

历史大底的形态特征及背景分析 5

图目录

图 1	2000 年以来 A 股共有 4 次全面性行情	5
图 2	06 年市场放量市场右侧确认	6
图 3	09 年初成交量放量行情启动	6
图 4	14 年下半年成交放量行情启动	6
图 5	19 年初放量后底部右侧确认	6
图 6	全部 A 股滚动三年 PE\PB 分位数	7
图 7	14 年央行意外降息推动流动性改善	7
图 8	05、08、19 年三轮均有基本面数据改善	7
图 9	A 股风险溢价率	8
图 10	A 股股债收益比	8
图 11	全部 A 股 PE 走势	8
图 12	全部 A 股 PB 走势	8
图 13	24 年全部 A 股归母净利润同比增速有望达到 5-10%	9
图 14	市场预期美联储于 24 年 3 月开启降息	9
图 15	当前银行和券商估值已处在历史底部	10
图 16	白马成长板块在 A 股盈利上行期表现较好	10
图 17	24 年电子盈利增速改善或更明显	10
图 18	23/24 年医药盈利有望向上	10

表目录

表 1	历史上各大指数底部第一波上涨后获利回吐幅度.....	7
表 2	历届三中全会聚焦改革目标.....	9

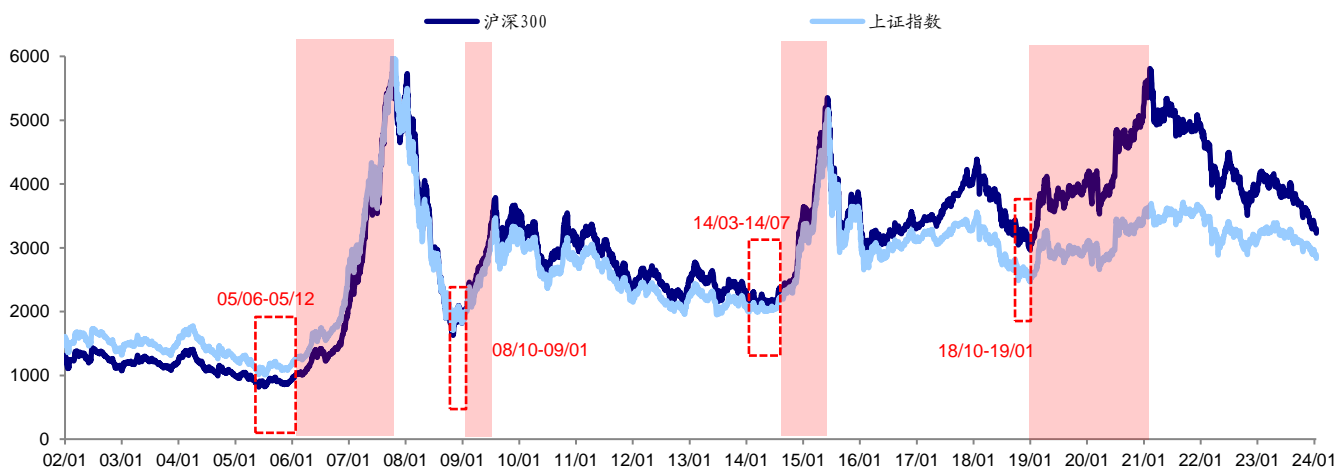
近一周期间市场整体磨底，上证综指跌破 22 年 4 月的前低，1 月 18 日日内低点跌至 2760 点。在此背景下投资者对市场底部讨论较多，那么历史上市场走出底部开启全面性的行情需要哪些条件呢？本文将通过复盘几次市场大底时的底部形态和背后原因，展望本轮市场未来的走势。

历史大底的形态特征及背景分析

历史上大盘走出底部需要一定时间，形态表现为先磨底后抬升。回顾 2000 年以来 A 股共经历 4 次全面性行情，分别为 05-07、08-09、14-15、19-21 年，我们发现市场自底部起来到市场右侧确认往往需要一个过程，因此历史底部形态往往表现为指数慢慢脱离底部。例如，05 年上证指数脱离底部用时半年左右，指数于 05/06 触底 998 点，但直至 05/12 底才开启上扬；08 年指数走出底部用时 2 个月，市场于 08/10 末触底 1664 点，但 09/01 才步入加速上行；14 年市场底部盘整期近 5 个月，14 年年内低点出现在 14/03 的 1974 点，但直至 14 年下半年才开启系统性抬升；18 年底市场脱离底部用时近 3 个月，指数于 18/10 触及年内低点 2449 点，此后市场进入底部盘整阶段，直至 19/01 创下新低后重启加速上扬。

过去几次市场大底出现前指数往往已跌幅显著，例如 08 年市场触底时上证指数较牛市高点最大跌幅达 73%；或是市场已经经历了较长时期的调整，例如 05 年市场触底前已经历了 4 年的调整、最大跌幅 56%，14 年开启全面性行情前市场已处下行震荡阶段超过 3 年、最大跌幅 42%，18 年底市场较上一轮全面性行情高点已过去近 4 年、最大跌幅 53%。

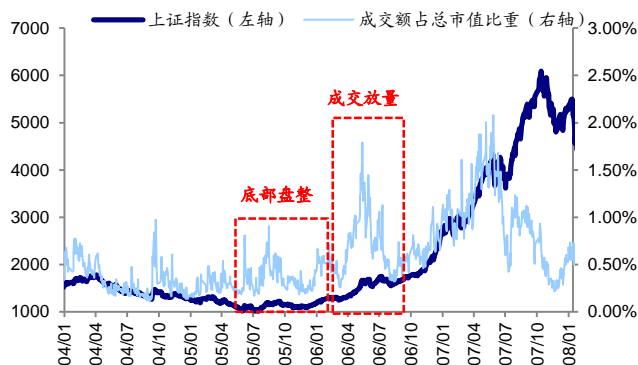
图1 2000 年以来 A 股共有 4 次全面性行情



资料来源：Wind，海通证券研究所

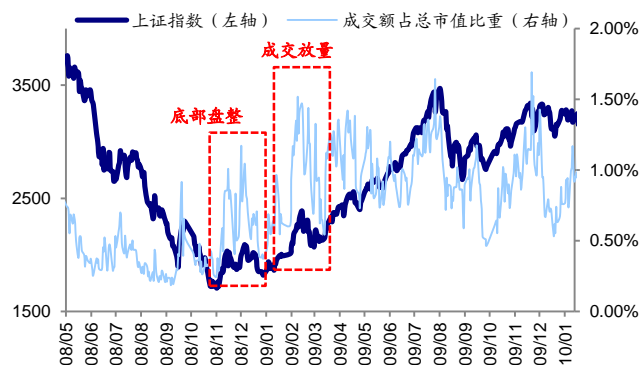
底部右侧的风向标：市场成交额占市值比重往往超 1.5%。 尽管历史上市场底部盘整的过程有长有短，但历次市场走出大底开启全面性的行情往往伴随着成交额的迅速上升。05/06-05/12（底部盘整期间市场成交额占总市值比重最低为 0.2%、区间均值为 0.4%，下同）、08/10-09/01（0.2%、0.6%）、14/03-14/07（0.4%、0.6%）、18/10-19/01（0.4%、0.6%）四次市场自底部缓慢脱离期间成交额均仍在低位，指数走势也显得较为艰难。过去四次市场自底部脱离的信号是成交额占市值比重突破 1.5%：伴随着成交放量后，例如 06/05 市场成交额占总市值比重最高达 1.8%、09/02 达 1.5%、14/09 达 1.6%、19/03 达 2.0%，市场右侧信号出现，指数才开启系统性的快速抬升。

图2 06年市场放量市场右侧确认



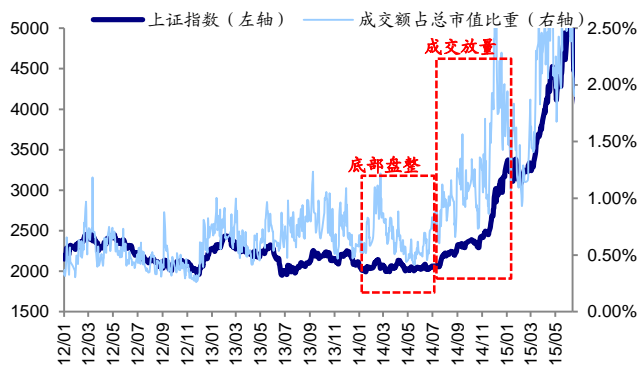
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 09年初成交量放量行情启动



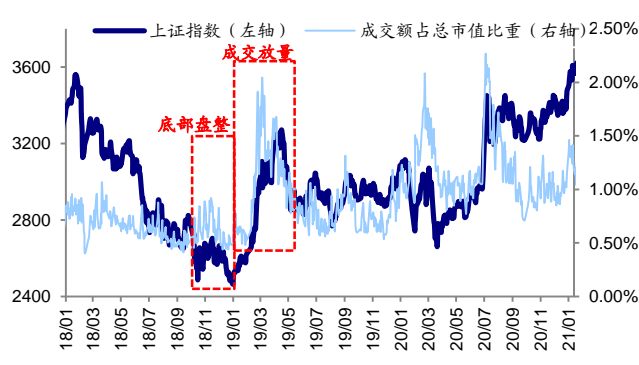
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 14年下半年成交量行情启动



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 19年初放量后底部右侧确认

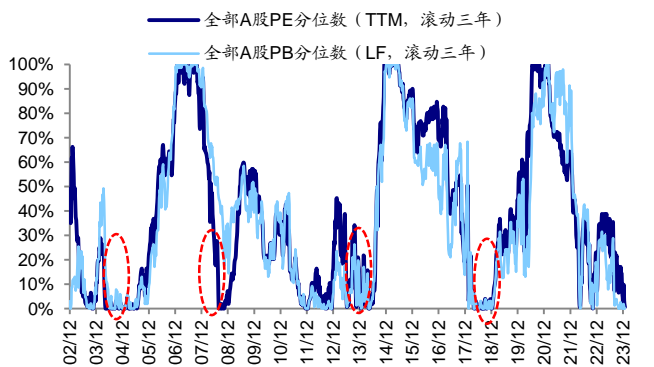


资料来源: Wind, 海通证券研究所

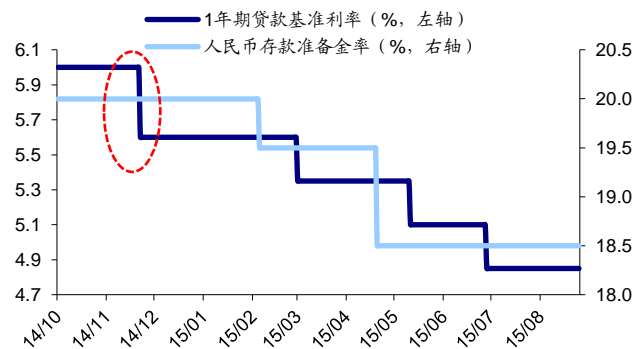
全面行情启动的背景：估值低+资金面/基本面改善+情绪催化。从估值看，05、08、14、19年市场在底部盘整时均已处在估值底部，全部A股滚动三年PE（TTM）分位数最低均为0%，其中05、14、19年全部A股滚动三年PB（LF）分位数为0%，且全面行情启动之前全部A股滚动三年估值分位数在0%附近持续的时间已相对较长。

从推动因素看，资金面或基本面的改善是市场走出底部的必要条件：05、08、19年市场走出底部的背景是稳增长政策发力下基本面数据有所改善，例如06年初我国工业增加值当月同比由06/01的12.6%回升至06/02的20.1%、08年底逆周期政策发力下工业增加值当月同比从09/01的-2.9%快速回升至09/02的11.0%、19年初工业增加值当月同比从19/02的2.4%上升至19/02的8.5%；14年市场自底部起来的背景是降息推动流动性改善，14/11央行意外宣布降息，标志着货币政策转向宽松，推动股市资金面好转。

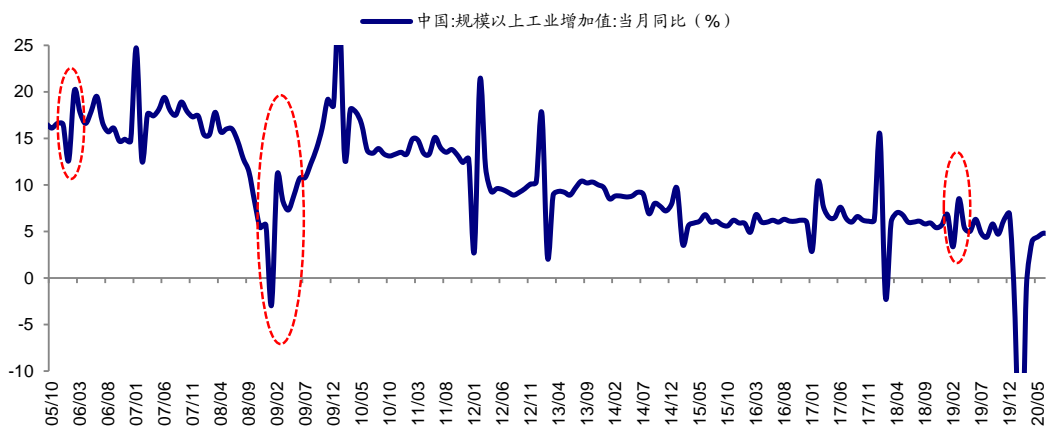
从情绪催化看，我们认为全面性行情启动往往还需要一个宏大叙事的情绪催化剂，以此来推动市场整体风险偏好的提升。例如，05年股权分置改革消除流通与非流通股的长期制度差异，开启了我国股市的全流通时代，为我国资本市场的开放和稳步发展奠定了基础；08年“四万亿”投资计划的推出鼓舞了投资者对中国经济的信心；14年9月李克强总理提出“大众创业、万众创新”，激发了民众的创新热情，也提振了市场情绪；19年我国能源革命加快推进，推升市场对实现能源革命、把握发展自主权的信心。

图6 全部A股滚动三年PE/PB分位数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 14年央行意外降息推动流动性改善


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 05、08、19年三轮均有基本面数据改善


资料来源: Wind, 海通证券研究所

当前市场大概率已处在底部区域。我们认为,当前A股市场估值、资产比价指标已处在历史底部,各大指数调整时空也均已显著,且内外部政策环境逐步改善下基本面、资金面后续也有望出现积极变化,往后看市场有望逐渐走出底部。

本轮调整时空已显著, A股估值已处历史底部。从调整时空来看,当前沪深300在调整空间上已接近历史均值水平。历史上全面性行情开启前,指数往往经历了长期的调整,或是较大的跌幅。除了08年市场急跌外,沪深300调整持续时间在30-40个月,最大跌幅在45%左右。本轮沪深300下跌已持续35个月,最大跌幅达46%,对比历史看这次调整时空已显著。此外,上证指数在调整时间上也已接近历史水平。

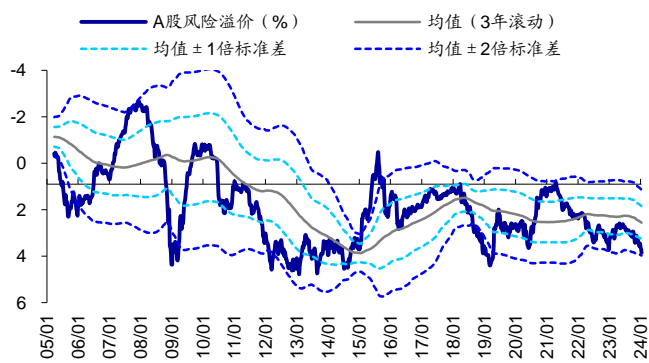
从估值来看, A股估值水平与历史大底时已经较为接近,截至24/01/19,全部A股PE、PB滚动三年分位数均已降至0%附近,其中PE(TTM)为15.7倍、处05年以来22%分位, PB(LF)为1.39倍、处0%分位。从大类资产比价指标看,当前市场的风险偏好也已处在历史低位,如A股风险溢价率为3.82%、接近05年以来均值+2倍标准差(3年滚动)。

表1 历史上各大指数全面性行情底前的调整时空

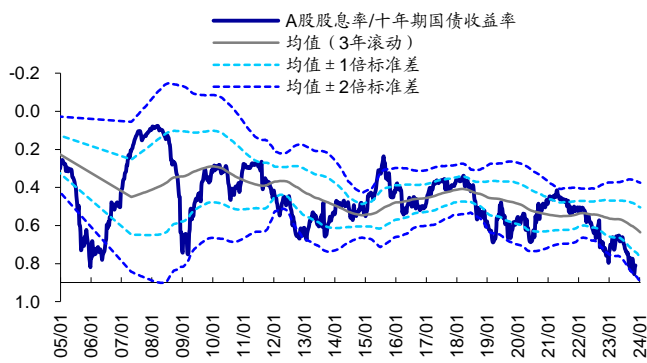
年份	上一轮全面性行情高点	本轮全面行情低点	下跌时间(月)			最大跌幅(%)		
			上证综指	沪深300	创业板指	上证综指	沪深300	创业板指
2005年	2001/6/14	2005/6/6	48.4	-	-	-55.5	-	-
2008年	2007/10/16	2008/10/28	12.6	12.8	-	-72.8	-72.7	-
2014年	2010/11/11	2013/6/25	31.9	31.9	23.8	-42.0	-43.1	-52.8
2019年	2015/6/12	2019/1/4	43.4	43.5	41.1	-52.9	-47.6	-70.7
均值	-	-	41.2	37.7	32.5	-50.1	-45.4	-61.7

2024 年	2021/2/18	至今	35.4	35.4	30.3	-24.1	-45.6	-52.5
--------	-----------	----	------	------	------	-------	-------	-------

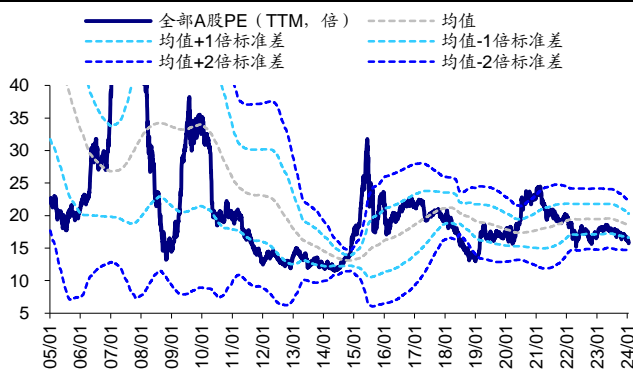
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/1/19, 注: ①市场全面性行情的起点和终点由上证综指刻画, 其中 2008 年这一轮全面性行情牛市终点用创业板指刻画; ②2014 年全面性行情的低点实际上出现在 13 年; ③我们在求均值时剔除 2008 年金融危机背景下市场急跌的情况

图9 A股风险溢价率


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/1/19

图10 A股股债收益比


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/1/19

图11 全部A股PE走势


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/1/19

图12 全部A股PB走势

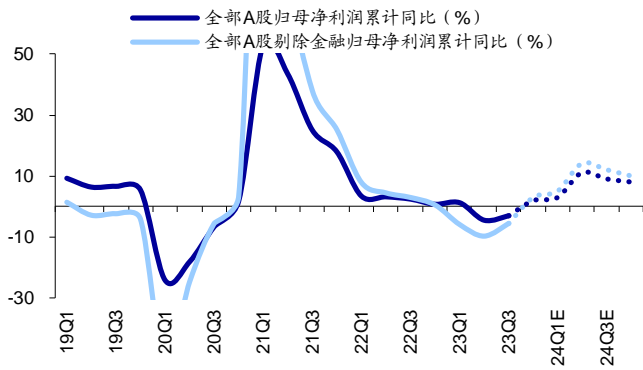

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/1/19

后续应密切跟踪基本面和资金面变化的节奏。从基本面看, 1月17日公布的经济数据显示 23Q4 实际 GDP 累计同比增速为 5.2%, 取四年年化增速后, 四季度 GDP 增速与三季度持平, 为 4.7%。往后看, 国内基本面进一步回暖仍需稳增长政策的发力。23 年 12 月中央经济工作会议定调积极, 近期稳增长政策已在逐步出台落地。未来应跟踪相关政策的具体措施落地, 以及经济数据的验证, 我们预计积极财政政策和稳健货币政策不断发力, 以“三大工程”为抓手, 国内基本面或迎来逐步改善。落实到微观层面, 预计 24 年全 A 归母净利增速有望达到 5%-10%。

从资金面看, 中美关系缓和、美债利率下行后外资或逐步回流。一方面, 近期中美关系出现进一步缓和迹象, 1月11日商务部部长王文涛与美国商务部长雷蒙多举行通话, 中美先后在多个领域恢复对话。另一方面, 美债利率已进入下行通道, 目前市场预期美联储大概率在 5 月降息。随着未来美联储逐渐进入降息, 美国长债利率大概率还要震荡回落, 叠加中美关系边际缓和, 外资有望出现积极动向, A 股资金面有望迎来积极变化。

此外, 情绪催化剂或已在酝酿。历史规律显示三中全会往往每隔 5 年召开, 回顾 78 年以来历届三中全会, 会议往往聚焦改革目标, 未来二十届三中全会召开有望对我国的发展提出新的改革目标, 提振市场对我国经济平稳发展的信心。

图13 24年全部A股归母净利润同比增速有望达到5-10%



资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

图14 市场预期美联储于24年5月开启降息

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	97.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	46.2%	52.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	33.1%	50.9%	15.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	31.8%	50.2%	16.7%	0.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	27.7%	47.8%	21.1%	2.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	25.0%	45.8%	23.8%	4.6%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	15.2%	37.4%	32.6%	12.3%	2.0%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.2%	12.2%	33.0%	33.6%	16.3%	4.1%	0.5%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 2023/1/19

表 2 历届三中全会聚焦改革目标

会议	时间	会议标题
十一届三中全会	1978年12月18日-22日	讨论把全党工作的着重点转移到社会主义现代化建设上来
十二届三中全会	1984年10月20日	《中共中央关于经济体制改革的决定》
十三届三中全会	1988年9月26日-30日	《关于价格、工资改革的初步方案》、《中共中央关于加强和改进企业思想政治工作的通知》
十四届三中全会	1993年11月11日-14日	《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》
十五届三中全会	1998年10月12日-14日	《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》
十六届三中全会	2003年10月11日-14日	《中共中央关于完善市场经济体制若干问题的决定》
十七届三中全会	2008年10月9日-12日	《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》
十八届三中全会	2013年11月9日-12日	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》

资料来源: 中国政府网, 海通证券研究所

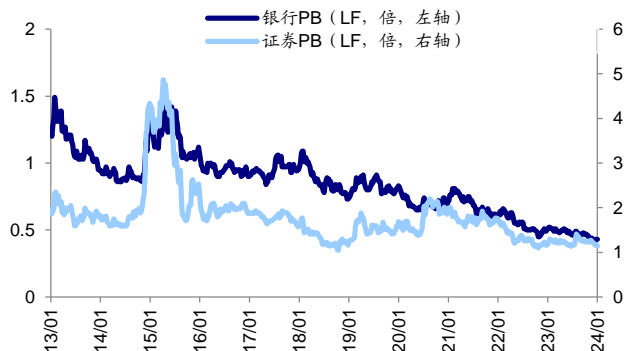
结构上, 阶段性关注大金融, 中期重视白马成长。随着稳增长、防风险政策加码, 大金融或有阶段性表现。今年以来市场对宏观环境的预期走弱使得大金融板块的估值承压, 截至 24/01/18, 银行 PB (LF, 下同) 为 0.44 倍、处 13 年以来 1.7% 分位, 证券为 1.11 倍、处 0.6%。23 年中央金融工作会议提出“优化中央和地方政府债务结构”、“活跃资本市场”。若 24 年一季度上述相关政策能出台落地, 则银行和券商可能受益。

中期白马成长或将占优, 关注电子相关硬科技以及医药。伴随着 23 年公募基金跑输大盘, 过去广受机构投资者青睐的白马成长板块也表现不佳。但从估值角度来看, 目前白马成长板块性价比逐渐凸显。我们在《风格: 白马成长或将更优——24 年 A 股展望系列 2-20231229》中指出, 借鉴历史 A 股盈利上行周期内白马成长板块业绩表现更优, 具体重视两方面:

一是以电子为代表的硬科技制造。习总书记强调要加快形成新质生产力, 我们认为要重视以下三个领域: 一是半导体周期回升背景下的电子; 二是或受益于财政发力的数字基建和数据要素; 三是政策支持和技术突破下的 AI 应用。

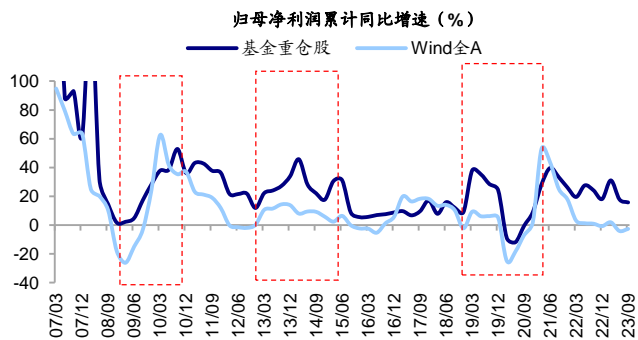
二是医药。目前医药生物板块的估值和基金配置仍处于较低水平。往后看, 医疗反腐对行业的影响逐渐过去, 并且中期来看我国人口老龄化正在加深, 医疗需求将持续增加, 未来一段时间医药的估值及公募基金等机构的持仓有望趋于均衡, 结合行业分析师预测, 可以关注创新药/血制品/高值耗材, 24 年归母净利润有望分别达到 30%/15%/15%。

图15 当前银行和券商估值已处在历史底部



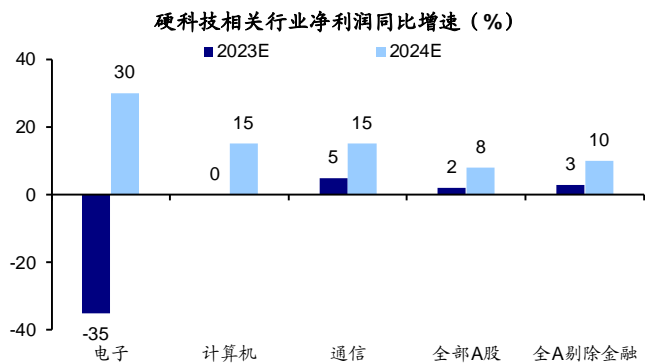
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 白马成长板块在 A 股盈利上行期表现较好



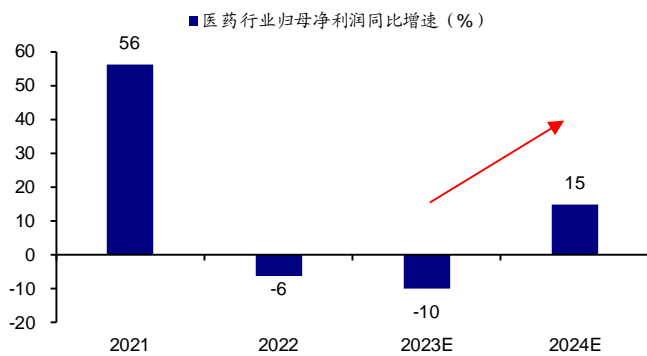
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 基金重仓股组合为公募前 30 大重仓股按市值加权拟合

图17 24 年电子盈利增速改善或更明显



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

图18 23/24 年医药盈利有望向上



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

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

荀玉根 策略研究团队
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。