

## 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

首席经济学家:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxx12750@haitong.com

证书:S0850521070001

分析师:余培仪

Tel:(021)23185663

Email:ypy13768@haitong.com

证书:S0850523040002

联系人:陈菲

Tel:(021)23185707

Email:cf15315@haitong.com

# 反弹的时空和亮点

## 投资要点:

- 核心结论:** ①历史上市场走出大底需多个因素配合: 历时 3-6 个月、基本面改善、情绪回暖。②当前行情定性为市场大底的第一波反弹, 也契合春季行情特征, 时空仍可观。③历史上这个阶段往往普涨, 这次考虑微观资金面和政策面, 关注白马股和国企改革。
- 历史上大盘走出底部需要多条件配合。** 我们回顾 2000 年以来 A 股走出底部区域时的形态表现, 发现在 05-07、08-09、14-15、19-21 年四次全面行情启动前, 大盘往往会经历相似的反复磨底过程。那么历史上市场走出底部、进入右侧的标志为何? 回顾历史, 我们发现成交放量、情绪回温是走出底部的右侧信号, 历次市场走出大底开启全面性行情往往伴随着成交额的迅速上升, 同时基本面数据不断好转、与行情回暖相互验证。历史上市场脱离底部的前提条件: 调整显著、估值低、政策/基本面催化。从调整时空看, 市场大底出现前指数往往已跌幅显著。此外市场底部的另一个特征是估值已处于明显低位。从推动因素看, 政策放松或基本面催化是市场走出底部的必要条件, 05、08、19 年政策发力下基本面数据改善, 14 年降息推动流动性改善。
- 当前或正处底部第一波反弹行情。** 我们认为, 从前期的调整时空和估值性价比维度综合来看 A 股或已在筑底, 叠加近期资金面和政策面的积极因素不断积累, 市场或迎来底部的第一波反弹行情。具体而言, 对比历史来看本次行情调整时空已较大, 同时从估值和资产比价指标层面看当前市场已在历史底部。往后看, 政策及资金层面望迎来边际持续改善。政策层面, 随着重要会议临近, 积极的稳增长政策还将持续发力, 国内基本面或逐步修复。资金层面, 过去一段时间以融资交易为代表的 A 股活跃资金净流出已较明显, 后续或有望逐渐回补。此外, 受益于海外流动性转松, 未来人民币汇率或逐步企稳, A 股外资有望回流。综上, 我们认为当前市场已在筑底过程中, 未来行情的时空或可借鉴历史底部第一波反弹及春季躁动。
- 历史大底第一波反弹期间行业涨幅较均衡, 本轮行情中白马望占优。** 历史大底第一波反弹期间行业涨幅往往较均衡。从结构层面看, 回顾历史上市场低点的第一波反弹, 可以发现期间市场往往呈现各行业普涨特征, 同时成长价值风格也较均衡。借鉴历史经验, 本次行情或也将迎来普涨, 我们认为中期来看尤其需要关注白马板块表现: 从跌幅和估值看, 白马板块的前期估值压力消化已较充分; 从微观资金面看, 未来白马股或迎来外资等边际增量资金。行业层面重视两方面: 一是以电子为代表的硬科技制造, 二是医药。此外, 关注上市公司治理改善带来的投资机会, 1 月以来管理层围绕提升上市公司质量做出了多项重要部署, 未来上市公司面临更多以并购重组为代表的提质机会, 相关投资机会值得关注。
- 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

---

反弹的时空和亮点 ..... 4

## 图目录

图 1	历史上大盘走出底部前需要反复磨底.....	4
图 2	06 年、09 年初市场放量标志右侧确认.....	5
图 3	14 年下半年、19 年初成交量放量行情启动.....	5
图 4	全部 A 股滚动三年 PE\PB 分位数.....	5
图 5	05、08、19 年三轮均有基本面数据改善.....	5
图 6	A 股风险溢价率.....	6
图 7	A 股股债收益比.....	6
图 8	当前融资净买入速度已降至均值向下两倍标准差.....	6
图 9	A 股大盘和 M1 增速相关.....	6
图 10	历史大底第一波反弹期间成长价值风格较为均衡.....	8
图 11	历史底部第一波反弹期间行业涨跌离散度较低.....	8
图 12	今年以来大金融板块涨跌幅排名靠前.....	9
图 13	白马板块估值处于历史低位.....	9
图 14	基金重仓股估值处于历史中低水平.....	9
图 15	白马板块在 A 股盈利上行期表现较好.....	9

## 表目录

表 1	历史上全面性行情开启前各大指数的调整时空及全 A 估值水平.....	5
表 2	过去四次全面性行情开启后的第一波反弹行情.....	7
表 3	2002-2023 年春季行情市场表现.....	7

春节前市场一改前一周的颓势，连续三日上涨，当周上证综指最大涨幅达 8.8%。随着监管层面对资本市场持续释放暖意，维持资本市场平稳运行举措频出，A 股行情开始回暖，投资者开始讨论本轮反弹的可持续性，市场筑底后第一波行情的时空如何？行情亮点何在？以史为鉴，本篇报告将就本轮行情的性质及后续可能走向进行分析。

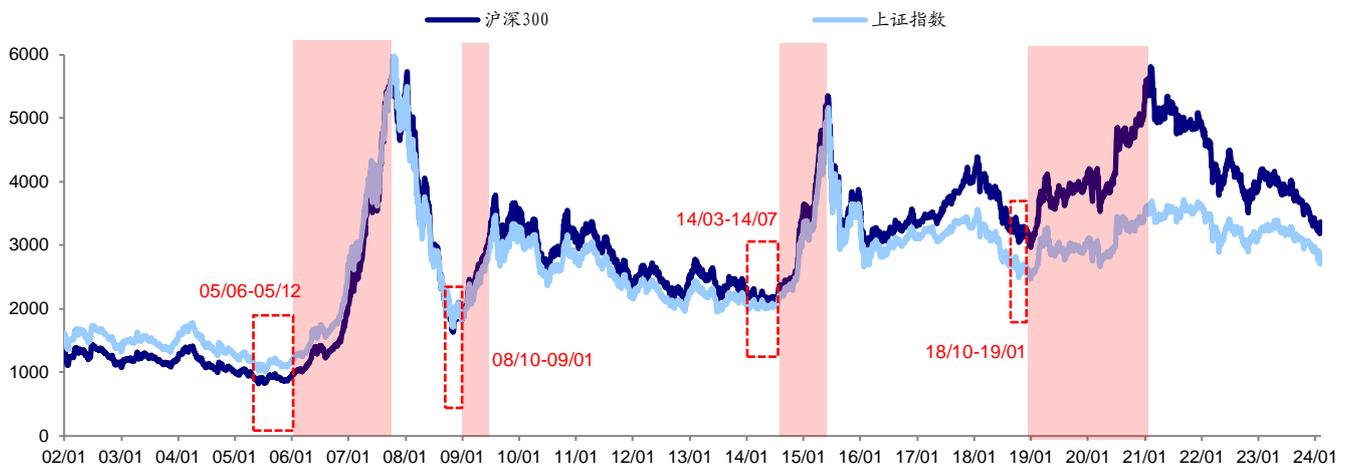
## 反弹的时空和亮点

**历史上全面行情启动前需要反复磨底，大盘走出底部需要多条件配合。**2024 年以来 A 股市场的走势较纠结，投资者关心市场何时会走出底部。我们在《历史大底的形态特征及背景分析-20240120》中回顾了 2000 年以来 A 股走出底部区域时的形态表现，发现在 05-07、08-09、14-15、19-21 年这四次全面行情启动前，大盘往往会经历相似的反复磨底过程。例如，05 年上证指数于 05/06 触底 998 点后用时半年左右直至 05/12 底才开启上扬；08 年指数于 08/10 末触底 1664 点后用时 2 个月于 09/01 才真正走出底部；14 年市场底部盘整期近 5 个月，直至 14 年下半年才开启系统性抬升；18 年底上证指数于 18/10 触及年内低点，此后直至 19/01 创下新低后重启加速上扬。那么历史上市场走出底部、进入右侧的标志为何？我们发现成交量、情绪回温是走出底部的右侧信号，历次市场走出大底开启全面性行情往往伴随着成交额的迅速上升（成交额占市值比重突破 1.5%，详见图 2、3），同时基本面数据不断好转、与行情回暖相互验证。

**历史上市场脱离底部的前提条件：调整显著、估值低、政策/基本面催化。**分析 05、08、13-14、19 年市场大底的特征，从调整时空看，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前期牛市高点最大跌幅达 73%；亦或是市场已经历了较长时间的调整，例如 05 年市场触底前已经历 4 年调整、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行情高点已过去近 4 年、最大跌幅 53%。此外市场底部的另一个特征是估值已处于明显低位，滚动三年视角下 05、08、14、19 年市场大底对应的全部 A 股 PE (TTM) 及 PB (LF) 历史分位数均为 0%，且已在 0% 附近持续较长时间。

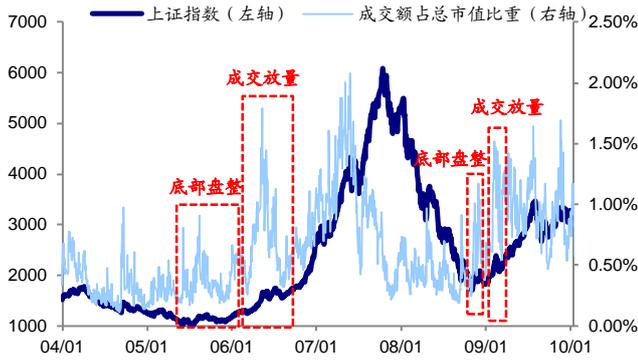
从推动因素看，政策放松或基本面催化是市场走出底部的必要条件。05、08、19 年市场走出底部的背景是稳增长政策发力下基本面数据有所改善，例如 06 年初我国工业增加值当月同比由 06/01 的 12.6% 回升至 06/02 的 20.1%、08 年底逆周期政策发力下工业增加值当月同比从 09/01 的 -2.9% 快速回升至 09/02 的 11.0%、19 年初工业增加值当月同比从 19/02 的 3.4% 上升至 19/03 的 8.5%；14 年市场自底部起来的背景是降息推动流动性改善，推动股市资金面好转。

图1 历史上大盘走出底部前需要反复磨底



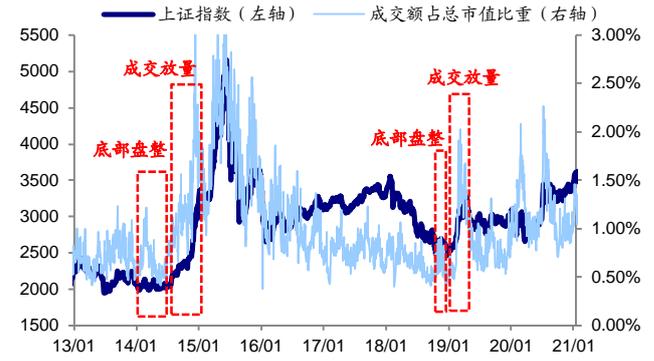
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/2/8

图2 06年、09年初市场放量标志右侧确认



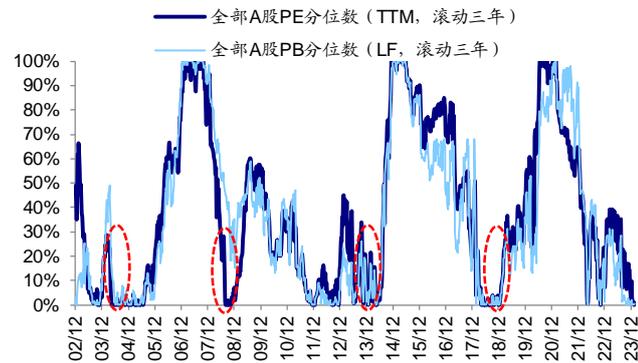
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 14年下半年、19年初成交量放量行情启动



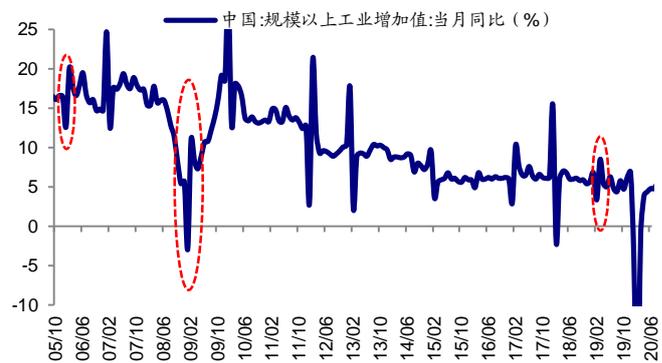
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 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, 截至 2024/2/8

图5 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, 截至 2024/2/8

**当前或正处底部第一波反弹行情。**2024年春节前一周市场明显上扬,创业板指、上证、沪深300的最大涨幅分别达19.0%、8.8%、8.2%。我们认为,从前期的调整时空和估值性价比维度综合来看A股或已在筑底,叠加近期资金面和政策面的积极因素不断积累,市场或迎来底部的第一波反弹行情。

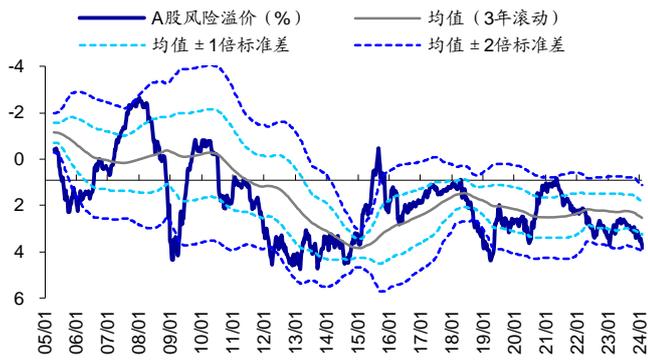
具体而言,对比历史来看前期市场调整时空已较大:以沪深300为例,除08年市场急跌外,历史上全面性行情开启前指数调整持续时间在30-40个月,最大跌幅在45%左右,而本轮(截至24/02/08)沪深300下跌时长36个月、最大跌幅48%,调整时空均接近历史均值水平,此外上证综指和创业板指的调整数据也指向类似的结论(详见表1)。同时从估值和资产比价指标层面看当前市场已在历史底部,截至24/02/08,全部A股PE滚动三年分位数均已降至0%附近,以风险溢价率(1/全部A股PE-10年期国债收益率)来衡量的A股风险偏好也已超过3年滚动视角下的均值+2倍标准差水平。

表1 历史上全面性行情开启前各大指数的调整时空及全A估值水平

年份	上一轮全面性行情高点	本轮全面性行情低点	下跌时间(月)			最大跌幅(%)			全A滚动三年PB分位数
			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	-	-	0%
2008年	2007/10/16	2008/10/28	12.6	12.8	-	-72.8	-72.7	-	0%
2014年	2010/11/11	2013/6/25	31.9	31.9	23.8	-42.0	-43.1	-52.8	0%
2019年	2015/6/12	2019/1/4	43.4	43.5	41.1	-52.9	-47.6	-70.7	0%
均值	-	-	41.2	37.7	32.5	-50.1	-45.4	-61.7	0%
2024年	2021/2/18	至今	36.2	36.2	31.0	-29.4	-47.6	-58.5	0%

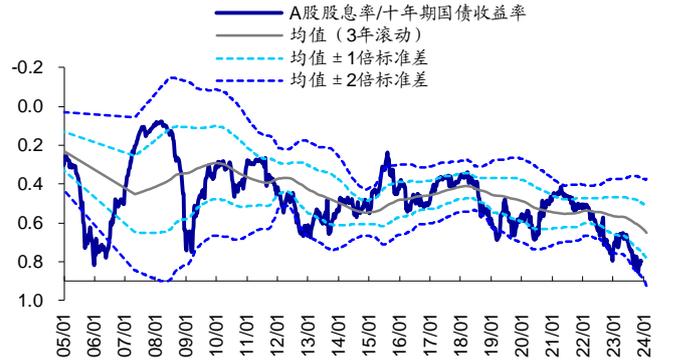
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/2/8; 注: ①市场全面性行情的起点和终点由上证综指刻画, 其中2008年这一轮全面性行情牛市终点用创业板指刻画; ②2014年全面性行情的低点实际上出现在13年; ③我们在求均值时剔除2008年金融危机背景下市场急跌的情况

图6 A股风险溢价率



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/2/8

图7 A股股债收益比



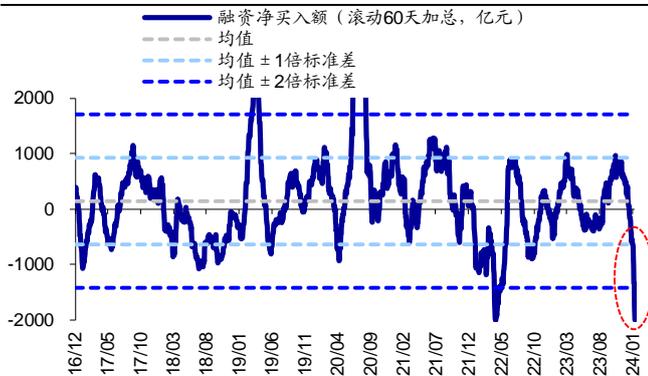
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/2/8

展望未来, 政策及资金层面望迎来边际持续改善。政策层面, 一季度往往是国内重大会议召开时间窗口, 自 23 年中央经济工作会议以来政策环境整体较优, 呵护资本市场政策频出, 例如 2 月 6 日证监会宣布暂停新增转融券规模。此外宏观稳增长政策持续落地生效, 在此背景下, 24 年 1 月金融数据实现“开门红”, 1 月新增社融 6.5 万亿元, 创历史新高; M1 增速大幅回升至 5.9%, 超 Wind 一致预期。往后看, 我们预计随着重要会议临近, 积极的稳增长政策还将持续发力, 国内基本面或逐步修复。

资金层面, 受近期行情影响, 23 年年底以来活跃资金明显净流出, 以数据较透明的融资交易为例, A 股融资余额自 2023/12/13 高点至今 (截至 24/02/07, 下同) 累计净流出 2077 亿元, 滚动 60 天视角下, 当前融资净买入速度已经降至 17 年以来均值向下两倍标准差的低位水平 (如图 8 所示); 同时融资买入额占 A 股成交额的比重目前已降至 5.8%、处 13 年以来的 3% 分位。综合而言, 过去一段时间以融资交易为代表的 A 股活跃资金净流出已较明显, 后续或有望逐渐回补。此外, 2024 年年内美联储有望开启降息周期, 受益于海外流动性转松的大趋势, 往后看人民币汇率或逐步企稳, A 股外资有望回流。

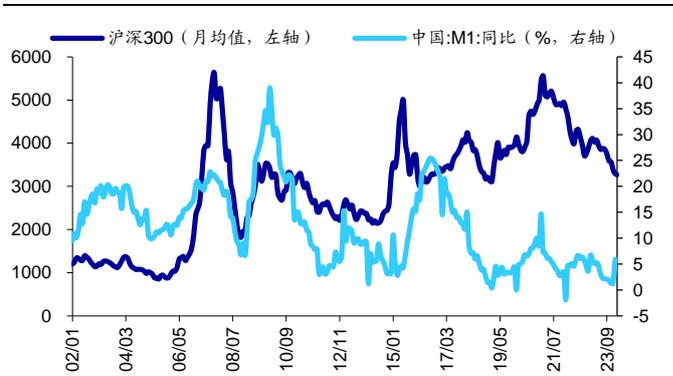
综上, 我们认为当前市场已在筑底过程中, 借鉴历史经验市场彻底自底部起来走到右侧确认往往需要一个过程, 后续仍需密切跟踪基本面修复及市场成交回暖程度。目前而言, 春节假期期间海外市场普遍上涨, 2/09-2/16 期间恒生指数最大涨幅 6.1%、标普 500 最大涨幅 2.4%, 或有利于 A 股节后情绪回暖。对于未来行情的持续时间和高度, 或可以借鉴历史底部第一波反弹及春季躁动行情: 回顾 05、08、13-14、19 年四次大盘筑底的第一波反弹行情, 行情往往持续 3 个月左右, 指数涨幅 25%-30% 左右 (详见表 2); 此外从季节性规律看, 当前是数据空窗、政策频发的春季躁动期, 历史上 A 股春季行情持续时长平均超 2 个月, 期间上证综指及沪深 300 的涨幅平均超 20% (详见表 3)。

图8 当前融资净买入速度已降至均值向下两倍标准差



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2024/2/7

图9 A股大盘和 M1 增速相关



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2024/2/8

表 2 过去四次全面性行情开启后的第一波反弹行情

年份	上证指数第一波反弹 (市场底部低点-第一波反弹后高点)	上涨交易天数(天)	上证指数涨幅(%)
2005年	998-1223	77	22.6
2008年	1664-2100	31	26.2
2013-14年	1849-2270	58	22.7
2019年	2440-3288	61	34.7
<b>均值</b>	<b>-</b>	<b>57</b>	<b>26.6</b>

年份	沪深 300 第一波反弹 (市场底部低点-第一波反弹后高点)	上涨交易天数(天)	沪深 300 涨幅(%)
2005年	807-971	76	20.3
2008年	1606-2107	26	31.2
2013-14年	2023-2527	58	24.9
2019年	2935-4126	71	40.5
<b>均值</b>	<b>-</b>	<b>58</b>	<b>29.2</b>

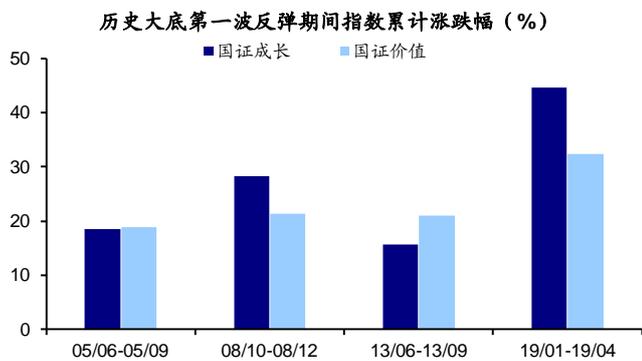
资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 2002-2023 年春季行情市场表现

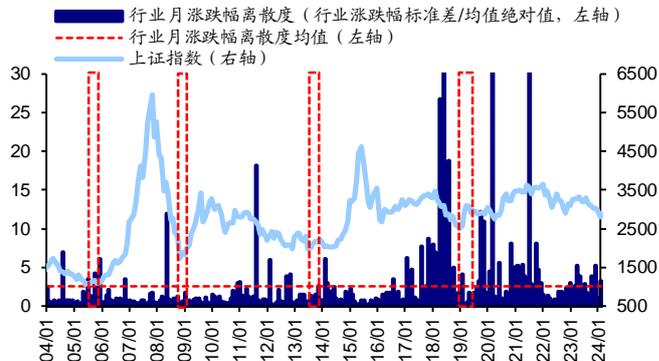
年度	岁末年初行情时间	沪深 300 最大涨幅	上证综指 最大涨幅	期间交易天数(天)
2002	2002/1/21-2002/3/21	25.0%	26.5%	34
2003	2003/1/6-2003/4/16	21.8%	25.8%	66
2004	2003/11/18-2004/4/6	30.5%	35.4%	92
2005	2005/1/21-2005/2/25	9.6%	11.9%	19
2006	2005/11/16-2006/3/1	24.8%	21.8%	67
2007	2007/2/6-2007/5/29	89.6%	70.6%	71
2008	2007/11/29-2008/1/14	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
<b>汇总平均值</b>	<b>/</b>	<b>22.9%</b>	<b>21.3%</b>	<b>44</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

**历史大底第一波反弹期间行业涨幅往往较均衡。**从结构层面看，回顾历史上市场低点的第一波反弹，可以发现期间市场往往呈现各行业普涨特征，同时成长价值风格也较均衡。以国证成长和国证价值指数来衡量，05/06-05/09 期间成长/价值累计涨 18%/19%，08/10-08/12 期间涨 28%/21%，13/06-13/09 期间涨 16%/21%，19/01-19/04 期间涨 45%/32%，即成长和价值的走势并未明显分化。我们进一步比较历次市场大底后第一波反弹期间各行业月涨跌幅的离散度（以行业月涨跌幅标准差/均值绝对值计算），可以发现 05、08、13-14、19 年第一波反弹期间申万一级行业月涨跌幅离散度分别为 2.4、0.9、1.0、1.7，均低于 02 年以来 2.6 的均值，可见大底后第一波反弹期内行业涨幅较为均衡。

**图10 历史大底第一波反弹期间成长价值风格较为均衡**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图11 历史底部第一波反弹期间行业涨跌离散度较低**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**本轮行情中白马板块有望占优。**借鉴历史经验，本次行情或也将迎来普涨，我们认为中期来看尤其需要关注白马板块表现。从跌幅和估值看，白马板块的前期估值压力消化已较充分。年初以来，大金融板块在行业普跌的背景下表现亮眼，2024/1/1-2024/2/8 期间银行、保险累计涨幅分别达 6.8%、6.3%，与我们之前“阶段性关注大金融”的判断一致；但也应该注意到，年初以来白马板块表现偏弱，事实上白马板块跑输已久，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，若以茅指数作为白马板块的代表，截至 24/02/08，茅指数自 21/02 以来涨跌幅为-45%，跑输万得全 A 指数 20 个百分点。随着白马板块行情走弱，板块整体估值已降至历史低位：截至 24/02/08，茅指数 PE (TTM, 下同) 为 18.0 倍，处 16 年以来 22%分位，已回落至 19 年初水平；以基金重仓股来衡量的白马组合 PE 为 28.3 倍、处 16 年以来 28%分位，30 只成分股的 PE 中位数为 19.1 倍、处 4%分位。

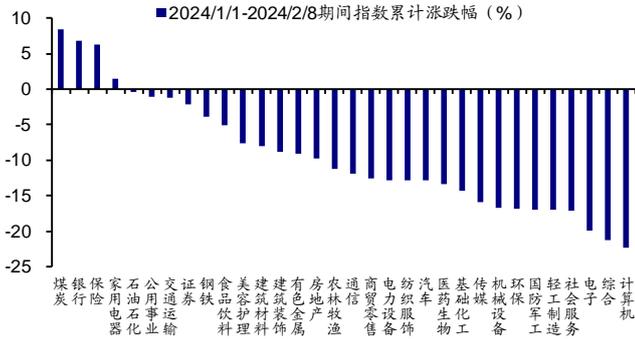
从微观资金面看，未来白马股或迎来外资等边际增量资金。如前所述，我们认为受政策及基本面积积极催化、海外流动性转松等因素影响，未来活跃资金及海外资金等增量资金将有望持续入场。前者主要投资于中小盘，而中小盘在过去一个月出现明显调整，以万得微盘股指数衡量中小盘表现，2024/1/8-2024/2/8 期间万得微盘股指数最大跌幅达 49.1%，跑输万得全 A 指数 32 个百分点。我们预计在经历了本轮中小盘调整压力后，活跃资金或将边际转向安全边际更明确的白马板块；而外资本身更加偏好绩优的白马板块，历史上 A 股盈利修复期白马板块业绩往往更优，因此我们预计基本面更优的白马板块有望得到更多增量资金的回补。

**行业层面重视硬科技制造及医药。**具体行业上重视两方面：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，我们认为具体要聚焦以下三个领域：1) 半导体周期回升背景下的电子；2) 或受益于财政发力的数字基建和数据要素；3) 政策支持和技术突破下的 AI 应用。二是医药。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和基金配置有望趋于均衡，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%。

此外，关注上市公司治理改善带来的投资机会。1 月以来，管理层围绕提升上市公司质量做出了多项重要部署：一方面完善上市公司质量评价标准，突出回报要求，督促和引导上市公司更加积极开展回购注销、现金分红；另一方面支持上市公司注入优质资产、市场化并购重组，2 月 5 日证监会专门召开支持上市公司并购重组座谈会，提出多

措并举活跃并购重组市场。在此背景下，未来上市公司面临更多以并购重组为代表的提质机会，相关投资机会值得关注。

图12 今年以来大金融板块涨跌幅排名靠前



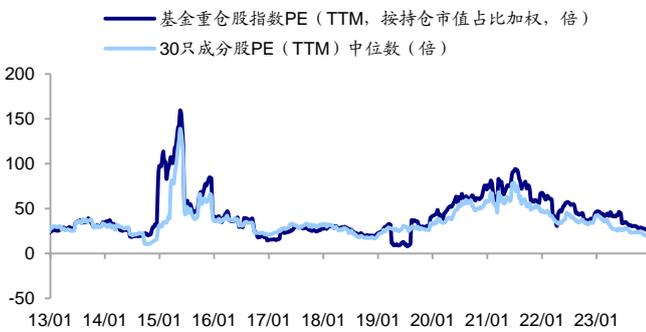
资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 白马板块估值处于历史低位



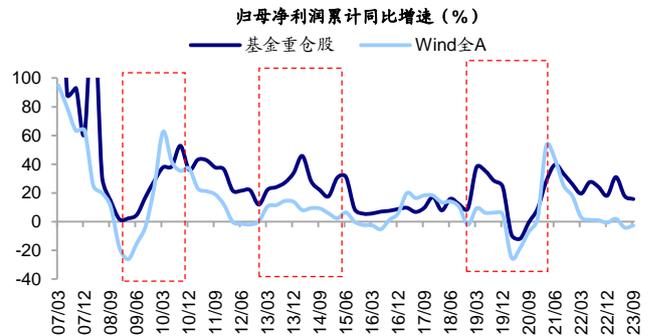
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/2/8

图14 基金重仓股估值处于历史中低水平



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/2/8

图15 白马板块在 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

**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  
吴信坤 策略研究团队  
余培仪 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。