

相关研究

《立体投资策略周报-20231211》
2023.12.11

《海通研究 12月精选组合周报（12月08日）》2023.12.11

《海通研究 12月精选组合周报（12月01日）》2023.12.07

谈谈反弹的持续性

投资要点:

- 核心结论:** ①历史上大盘走出底部需3-6个月，本轮行情性质是底部第一波反弹，当前上涨速率较快但时空仍不及历史。②支撑行情向上的积极因素仍在积累中，春节数据提振信心，政策环境偏暖、资金面边际改善。③历史上第一波反弹常出现行业普涨，结合当前政策面和资金面，更应关注白马股和国企改革。
- 本轮行情是市场底部的第一波大反弹。** 借鉴历史经验看，历次全面行情启动的背景是调整显著、估值低、政策/基本面催化。从调整时空看，以沪深300为例，本轮沪深300调整时空已接近历史均值水平。从估值看，全部A股PE、PB滚动三年分位数均已降至0%附近。在此背景下，近期基本面和政策积极因素积累，推动市场迎来底部的第一波反弹行情。同时，在行情可持续性方面，回顾历次反弹行情中指数的上涨时空，可以发现上证综指最大涨幅均值为27%、沪深300为29%，万得全A为35%，时间持续2-3个月左右。而近期反弹行情上涨速度较快，以上证综指为例，2月5日低点以来指数涨幅速率明显超过历史均值，未来行情节奏或有所放缓。但从行情的时空来看，本轮反弹行情中上证综指最大涨幅为14%、沪深300为13%、万得全A为17%，行情持续不到一个月，较历史可比时期仍有一定差距。此外，本轮行情也契合春季躁动行情规律，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%。
- 当前支撑行情的积极因素仍在积累。** 春节以来我国基本面数据整体向好，叠加近期政策面和资金面的积极因素仍在不断积累，目前看市场上涨的核心逻辑未变。从基本面看，春节数据亮点颇多，出行和消费数据进一步恢复。以消费为例，春节假期期间全国服务相关消费日均销售收入同比增长52.3%，旅游、住宿、餐饮服务消费快速增长。从政策面看，近期一系列积极政策密集出台。例如，5年期以上LPR下调25个bp至3.95%；本轮PSL累计净新增5000亿元；消费促进政策频发。后续随着重要会议的临近，积极的稳增长政策还将持续发力。同时，资本市场改革政策频出，呵护投资者信心。例如证监会于18-19日召开多场系列座谈会就市场热点问题展开讨论。资金面看，近期A股资金面已经出现了积极变化。一方面，以融资交易为代表的活跃资金已开始逐渐回补，自低点至今（2024/2/21，下同）已增加134亿元；另一方面，近期北向资金已有回流迹象，02/06以来外资累计净流入达257亿元。
- 短期行业或将普涨，中期重视白马股。** 一方面，历史上市场低点的第一波反弹往往呈现出各行业普涨的特征。在该期间，以行业月涨跌幅标准差/均值绝对值计算的各行业月涨跌幅离散度均低于02年以来均值。另一方面，中期来看尤其需要关注白马板块表现。从跌幅和估值看，白马板块前期的估值压力消化已较充分。从微观资金面看，受益于海内外积极因素以及自身较高的安全边际和盈利能力，白马板块有望得到更多增量资金的回补。具体行业上重视两方面，一是以电子为代表的硬科技制造，可以聚焦以下三个领域：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。此外，近期管理层致力于提高上市公司质量，未来产业并购正在成为上市公司并购重组主流和监管重点支持方向，关注上市公司治理改善带来的投资机会。
- 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:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wzk12750@haitong.com

证书:S0850521070001

联系人:刘颖

Tel:(021)23185665

Email:ly14721@haitong.com

目 录

谈谈反弹行情的持续性..... 5

图目录

图 1	历史上大盘走出底部前需要一定时间	5
图 2	24 年春运客流或创历史新高	8
图 3	百度迁徙规模指数明显高于同期	8
图 4	春节期间旅游人次和收入同比增长	8
图 5	春节假日期间日均观影人次和票房保持回升	8
图 6	融资交易资金已逐渐回流	8
图 7	滚动 60 天视角下北上资金净流入已回到历史均值	8
图 8	历史底部第一波反弹期间行业涨跌离散度较低	9
图 9	白马板块估值处于历史低位	9
图 10	24 年电子盈利增速改善或更明显	9
图 11	23/24 年医药盈利有望向上	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	过去四次大底后的第一波反弹行情	6
表 3	2002-2023 年春季行情市场表现	6

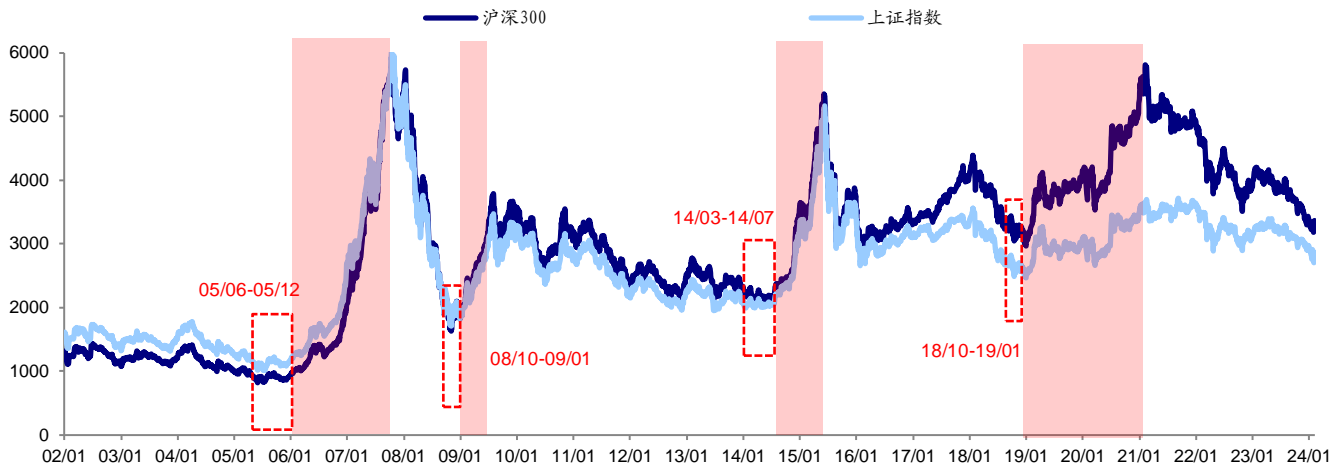
本周市场延续了节前上涨的态势，上证综指更是实现了八连阳，自 2 月 5 日低点以来最大涨幅达到 14.2%。在此背景下有很多投资者较为担忧本轮行情的持续性不好。那么如何看待本轮反弹行情后续走向？本文将通过复盘过去几次市场筑底后开启的第一波反弹行情，对以上问题做一个分析。

谈谈反弹的持续性

本轮行情的性质？底部第一波反弹。 借鉴历史经验，我们发现 05、08、14、19 年四次市场开启全面性抬升的行情前，均经历一个反复磨底的过程，持续时间 3-6 个月。那么历史上市场脱离底部的前提条件是什么呢？四次全面性行情开启的背景是调整显著、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，如 08 年，亦或是市场已经历了较长时间的调整，如 05、14、18 年。从估值看，四次市场大底对应的全部 A 股滚动三年 PE 分位数均为 0%。从推动因素看，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改善，14 年背景是降息推动流动性改善。那么何时我们可以确认走出底部了呢？四次行情右侧的标志是成交量、情绪回温。伴随着成交额的迅速上升，同时基本面数据不断好转，此时指数才开启系统性抬升。

从上述经验判断，我们认为本轮上涨行情的性质是底部第一波大反弹。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：从调整时空看，当前市场调整已显著，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，本轮沪深 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。从估值看，全部 A 股 PE、PB 滚动三年分位数均已降至 0% 附近。在此背景下，近期基本面和政策面的积极因素积累，推动市场迎来底部的第一波反弹行情。但要注意的是，市场完全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。

图1 历史上大盘走出底部前需要一定时间



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/2/8

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 PE 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 2024/2/5? 36.1 36.1 30.9 -29.4 -47.6 -58.5 0%

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/2/22, 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

本轮行情的持续性? 可参考历史底部第一波反弹和春季行情。对于这一轮反弹行情的持续时间和高度的判断, 我们认为, 可以借鉴历史上可比时期指数上涨的时空, 看这次行情的进程如何。首先, 我们在前文中指出, 当前或已处在底部第一波大反弹行情中, 回顾 05 年、08 年、14-15 年、19 年四次市场底部第一波反弹行情的时间和空间, 可以发现上证综指最大涨幅均值为 26.6%、沪深 300 为 29.2%, 万得全 A 为 34.9%, 时间持续在 2-3 个月左右, 指数平均上涨速率在 6-8 点/日左右。而近期反弹行情上涨速度较快, 以上证综指为例, 2 月 5 日低点以来指数涨幅速率达到 20 点/日, 明显超过历史均值, 未来行情节奏或有所放缓。但从行情的时空来看, 本轮反弹行情中上证综指最大涨幅为 13.6%、沪深 300 为 12.6%、万得全 A 为 17.0%, 行情持续不到一个月, 较历史可比时期仍有一定差距。

此外, 我们也可借鉴季节性的规律, 当前是数据空窗、政策频发的春季躁动期。复盘历次春季躁动行情, 可以发现 2002 年以来春季行情基本每年都有, 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)。

表 2 过去四次大底后的第一波反弹行情

年份	上证指数				沪深 300				万得全 A			
	第一波上涨 (熊市低点-修复后高点)	上涨时间 (天)	涨幅 (%)	上涨速率 (点/日)	第一波上涨 (熊市低点-修复后高点)	上涨时间 (天)	涨幅 (%)	上涨速率 (点/日)	第一波上涨 (熊市低点-修复后高点)	上涨时间 (天)	涨幅 (%)	上涨速率 (点/日)
2005 年	998-1224	106	22.6	2	808-972	105	20.3	2	577-748	63	29.6	3
2008 年	1665-2101	42	26.2	10	1607-2108	35	31.2	14	1207-1634	37	35.3	12
2013-14 年	1849-2270	79	22.7	5	2023-2527	79	24.9	6	1879-2480	112	32.0	5
2019 年	2441-3288	94	34.7	9	2936-4126	108	40.5	11	3170-4525	94	42.7	14
均值	-	80	26.6	7	-	82	29.2	8	-	76.5	34.9	9

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
汇总平均值	/	22.9%	21.3%	44

资料来源：Wind，海通证券研究所测算

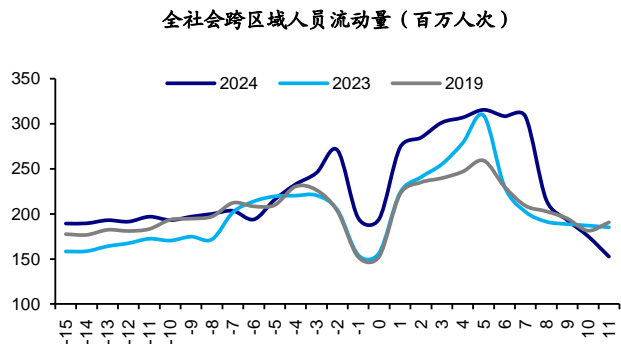
支撑行情展开的积极因素仍在积累。春节以来我国基本面数据整体向好，推动投资者信心转向积极，叠加近期政策面和资金面的积极因素均在不断积累中，市场情绪也已明显回暖，目前看市场上涨的核心逻辑未变。

基本面看，春节数据亮点颇多，宏观经济已在稳步修复中。出行方面，根据交通运输部公众号，今年春运前 27 天（截至 2024/2/21），全社会跨区域人员流动量约 61 亿人次，较 23 年、19 年同期分别增长 13.3%、11.8%。从百度迁徙规模指数看，节前一周以来指数周平均数明显上升，今年春节人员流动高于往年水平。消费方面，各种消费需求集中释放：全国服务相关消费日均销售收入同比增长 52.3%，旅游、住宿、餐饮服务消费快速增长；日均观影票房较 23 年、19 年分别增长 0.9%、19.4%，日均观影人次分别增长 6.3%、7.8%；根据文化和旅游部数据中心测算，春节假期期间全国国内旅游出游总花费较 23 年、19 年分别增长 47.3%、7.7%。

政策面看，年初以来一系列积极政策密集出台，显著提振了市场信心。2 月 20 日，5 年期以上 LPR 下调 25 个 bp 至 3.95%，进一步降低居民融资成本，助力房地产市场平稳健康发展；本轮 PSL 累计净新增已达 5000 亿元，我们预计投放或大概率支撑“三大工程”项目落地；2 月 23 日，总书记主持召开中央财经委员会第四次会议，强调推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，今年除财政政策发力外，扩内需促消费政策有望进一步激发消费潜力。与此同时，资本市场改革政策频出，监管环境仍然温暖，呵护投资者信心。例如，2 月 18-19 日，证监会召开系列座谈会，就加强资本市场监管、防范化解风险、推动资本市场高质量发展广泛听取各方面意见；2 月 20 日，沪深交易所宣布量化交易报告制度平稳落地，向市场释放了维护资本市场稳定运行的决心。一季度往往是国内重大会议召开时间窗口，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。

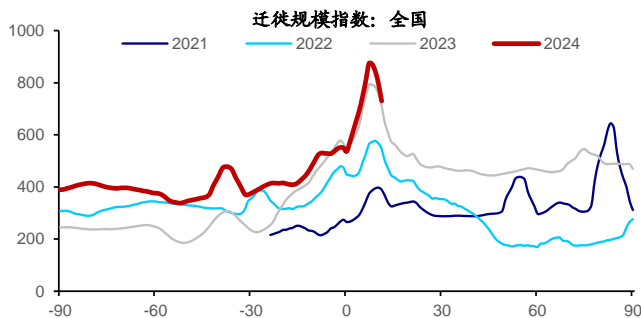
资金面看，近期 A 股资金面已经出现了积极变化。23 年年底以来活跃资金明显净流出，A 股融资余额自 2023/12/13 高点减少 2545 亿元，而近期随着行情回暖，以融资交易为代表的活跃资金已开始逐渐回补，自低点至今（2024/2/21，下同）增加 134 亿元；融资买入额占 A 股成交额比重由此前的低点 5.6% 上升至当前的 9.1%。此外，近期北向资金已有回流迹象，02/06 以来外资累计净流入达 257 亿元，滚动 60 天视角下，当前北上资金净流入速度已经自低位回到了 18 年以来的均值水平。2024 年年内美联储有望开启降息周期，受益于海外流动性转松的大趋势，往后看人民币汇率或逐步企稳，A 股外资有望回流。

图2 24年春运客流或创历史新高



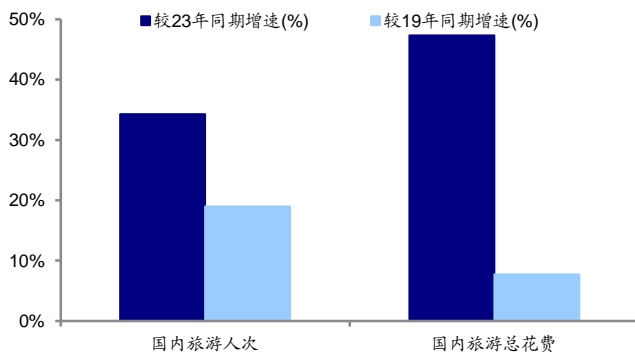
资料来源：交通运输部公众号，海通证券研究所，注：横坐标轴为距春节天数

图3 百度迁徙规模指数明显高于同期



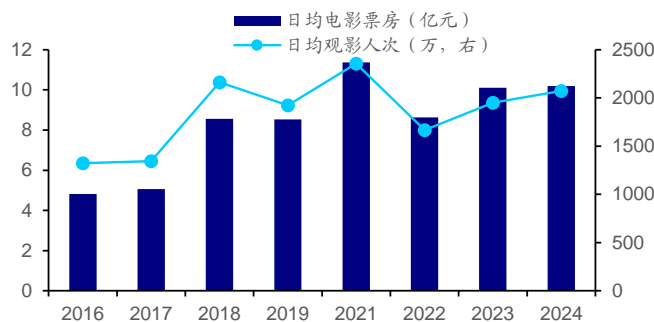
资料来源：同花顺，海通证券研究所，注：横坐标轴为距春节天数

图4 春节期间旅游人次和收入同比增长



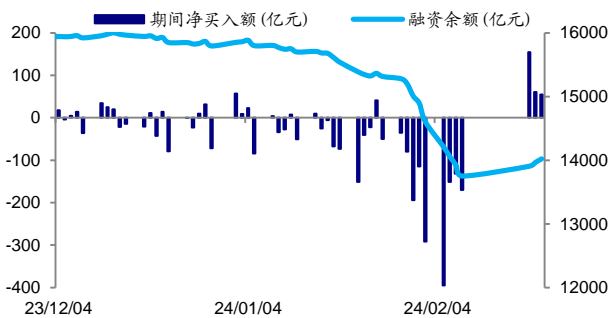
资料来源：文化和旅游部、中国旅游网、人民日报，海通证券研究所

图5 春节假日期间日均观影人次和票房保持回升



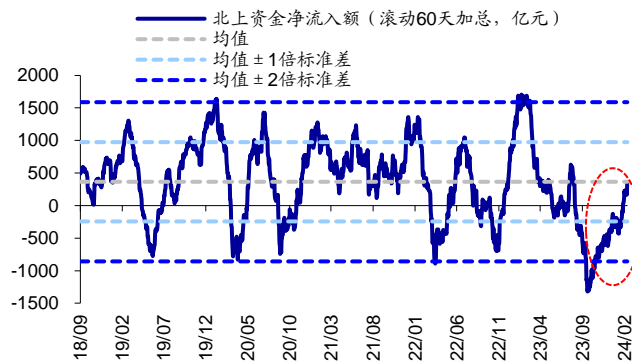
资料来源：Wind，海通证券研究所，注：春节法定假日为初一至初八

图6 融资交易资金已逐渐回流



资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 滚动60天视角下北上资金净流入已回到历史均值



资料来源：Wind，海通证券研究所

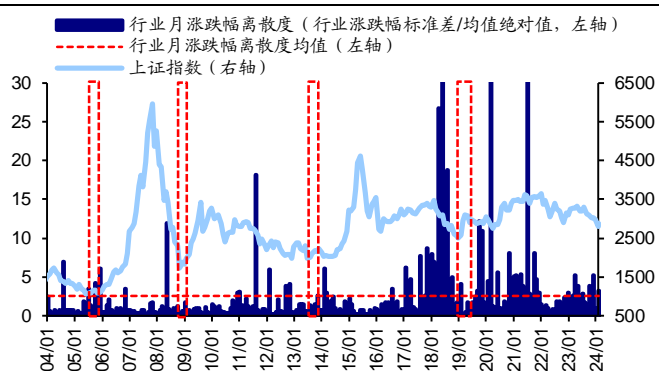
短期行业或将普涨，中期重视白马股。回顾历史上市场低点的第一波反弹，可以发现期间市场往往呈现各行业普涨特征，我们用各行业月涨跌幅的离散度（以行业月涨跌幅标准差/均值绝对值计算）来衡量，可以发现四次第一波反弹期间申万一级行业月涨跌幅离散度均低于 02 年以来均值，可见大底后第一波反弹期内行业涨幅较为均衡，本次行情或也将迎来普涨。

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。白马板块跑输大盘已相对较久，若以茅指数作为白马板块的代表，截至 24/02/22，茅指数自 21/02 以来涨跌幅为-49%，跑输万得全 A 指数 23 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 24/02/22，茅指数 PE (TTM, 下同) 为 18.4 倍，处 16 年以来 25%分位。从微观资金面看，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，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，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。

白马中可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。

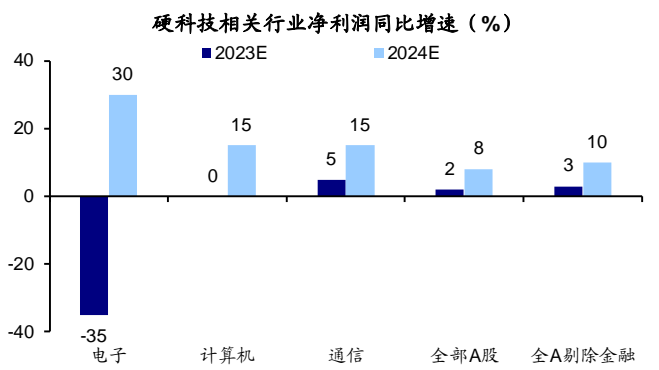
此外，近期管理层围绕提高上市公司质量做出多项部署，未来产业并购正在成为上市公司并购重组主流和监管重点支持方向，关注上市公司治理改善带来的投资机会。

图8 历史底部第一波反弹期间行业涨跌离散度较低


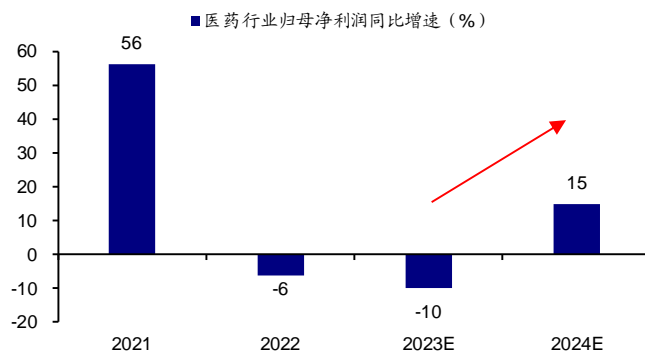
资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 白马板块估值处于历史低位


资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 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11 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

吴信坤 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。