

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

分析师:吴信坤

Tel:021-23154147

Email:wxxk12750@haitong.com

证书:S0850521070001

联系人:刘颖

Tel:(021)23185665

Email:ly14721@haitong.com

## 关注积极的信号

### 投资要点:

- 核心结论:** ①宏观经济数据出现积极变化，两会后政策加快出台落地，市场对积极因素的关注度显著提升。②政策发力下积极信号仍在累积，借鉴历史本轮反弹行情或未结束，但短期市场上涨节奏或有放缓。③短期反弹中行业结构较为均衡，短期关注行业补涨机会，中期重视白马股及国企改革。
- 关注积极的信号。** 2月5日低点以来，市场风险偏好经历持续修复，市场情绪出现了趋势性的回暖，随着近期经济数据的公布，市场对于积极信号的关注度正在提升。基本面看，年初经济数据亮点颇多，宏观经济已现积极变化。在稳增长政策发力背景下，宏观经济诸多方面均有边际改善，不少数据好于市场预期：一是工业增加值和制造业投资走势相对较强，或显示当前经济修复的内生动力已在积累中；二是消费增速回升，服务消费表现亮眼；三是出口超预期走强。政策面看，近期一系列政策密集出台对市场信心提振明显。宏观层面，近期政策已经在逐渐落地，其中大规模设备更新、消费品以旧换新成为政策亮点。与此同时，资本市场层面改革政策频出，促进市场健康发展。资金面看，近期外资及活跃资金已在逐渐回流中，成为本轮行情的重要增量。此外，本轮行情中杠杆资金也明显回流。
- 当前仍处在底部第一波向上反弹行情中。** 2月5日低点以来，市场风险偏好修复较为显著，市场对于积极信号的关注度也已明显提升。宏观层面为实现5%的增长目标，预计今年稳增长政策仍将进一步发力，加强宏观政策的逆周期和跨周期调节。随着后续进入业绩披露窗口，市场焦点或重回基本面验证，应密切跟踪基本面边际变化情况。本轮行情目前持续约1.5个月，上证综指自低点最大涨幅为17%，沪深300为16%，万得全A为25%。对比时长期往往持续2-3个月左右、指数涨幅25%-30%左右的历史行情来看，本轮行情或尚未结束。但本轮行情上涨速率明显较快，市场也积累了一定的获利盘压力，短期市场上涨节奏或有放缓。
- 短期关注行业补涨轮涨机会，中期维度关注白马。** 底部第一波反弹期间，驱动市场上涨的动力往往是情绪修复，因此结构上往往出现各行业普涨、轮涨。历史上该时期的行业涨跌幅离散度均明显较低，因此短期应关注前期滞涨行业的补涨机会。从更长时间的维度看，24年政策或进一步加码，宏观基本面有望逐步改善，在此过程中白马股的弹性或更大。本轮反弹至今白马股的估值有所修复，但仍处于历史低位，后续仍有较大空间。从白马股内部来看，当前在经济复苏需巩固，海外降息再延后，市场风偏待修复的背景下，白马稳定或更稳健。若着眼中长期维度，在强调发展新质生产力的政策背景下，白马成长是未来的长期主线。未来应当重视受益于两会政策催化的硬科技制造及医药，硬科技制造重点关注电子、数字基建和数据要素、AI应用，医药重点关注24年业绩有望占优的创新药/血制品/高值耗材。此外，今年政府工作报告提出“增强资本市场内在稳定性”，证监会出台的多项政策着力提升上市公司质量和投资价值，从而增强资本市场内在稳定性。并购重组是提升上市公司质量和投资价值的重要方式，而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，后续或可逐步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。

## 目 录

---

关注积极的信号..... 5

## 图目录

图 1	工业增加值同比明显改善 .....	5
图 2	制造业投资对投资形成支撑 .....	5
图 3	餐饮消费恢复至 19 年前水平 .....	6
图 4	高新技术产品出口回升 .....	6
图 5	2 月以来北上资金大幅回流 A 股 .....	7
图 6	2 月以来回流北上资金主要以外资托管为主 .....	7
图 7	本轮行情中融资余额回升 .....	7
图 8	目前市场仍预计美联储大概率 6 月降息 .....	7
图 9	历史底部第一波反弹期间行业涨跌离散度较低 .....	8
图 10	白马板块估值处于历史低位 .....	8
图 11	24 年电子盈利增速改善或更明显 .....	9
图 12	23/24 年医药盈利有望向上 .....	9

## 表目录

---

表 1	两会后出台的相关政策梳理.....	6
表 2	过去四次大底后的第一波反弹行情.....	8

最新经济数据公布，显示宏观经济不少方面出现积极变化，与此同时，两会后多项具体政策层面有进一步进展，市场情绪也有一定修复。在此背景下近期不少投资者对这些积极因素的关注度有显著提升，对此我们展开一些讨论。

## 关注积极的信号

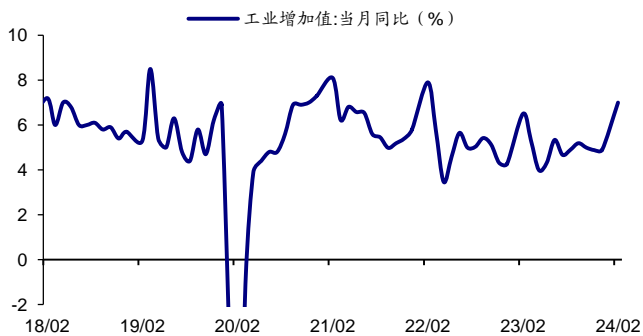
2月5日低点以来市场风险偏好经历持续修复，市场情绪出现了趋势性的回暖，随着近期经济数据的公布，市场对于积极信号的关注度正在提升，为此我们从基本面、政策面和资金面等维度对近期出现的积极变化做一个梳理。

**基本面看，年初经济数据亮点颇多，宏观经济已现积极变化。**在稳增长政策发力背景下，宏观经济诸多方面均有边际改善，不少数据好于市场预期，整体看有以下几个亮点：一是工业增加值和制造业投资走势相对较强，或显示当前经济修复的内生动力已在积累中。1-2月工业增加值当月同比增速为7.0%，超过Wind一致预测的4.3%。1-2月制造业投资增速为9.4%，也高于预期的7.4%，显示当前制造业企业信心有一定的提升；

二是消费增速回升，服务消费表现亮眼。1-2月社零总额同比增长5.5%，高于预期的5.4%。由于社会零售总额没有将除餐饮外的服务消费纳入统计范围，实际春节效应下的消费热度或更高，1-2月服务零售额同比增长12.3%。值得注意的是，今年年初餐饮消费增速已恢复至19年之前的水平，但节后消费复苏态势的持续性仍需进一步观察。

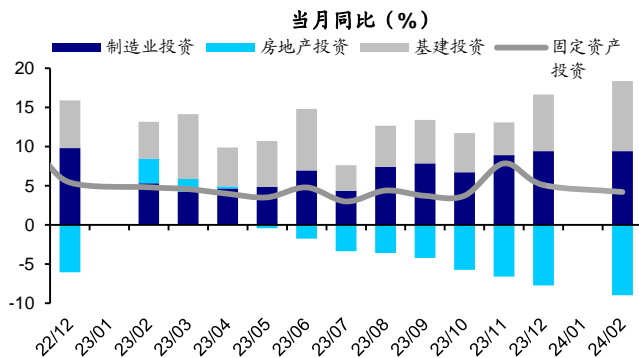
三是出口超预期走强。1-2月出口表现强势，美元计价下出口总额同比增速7.1%，明显高于前值2.3%，为23年4月以来的高点。当前海外需求或仍有支撑，且我国产业链具备韧性，出口产品中高新技术产品1-2月出口同比已由负回正。整体而言，近期经济的边际改善释放了积极的信号，未来政策效果或有望进一步显现。

图1 工业增加值同比明显改善



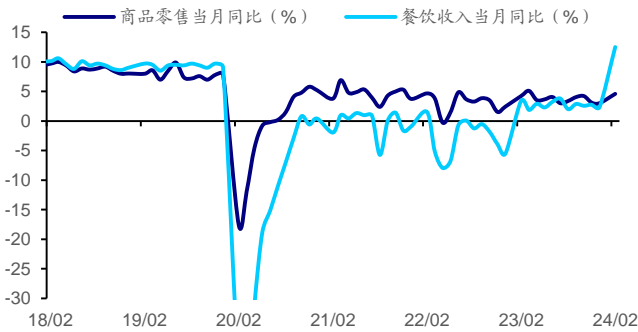
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 21-23年数据为四年年化平均

图2 制造业投资对投资形成支撑



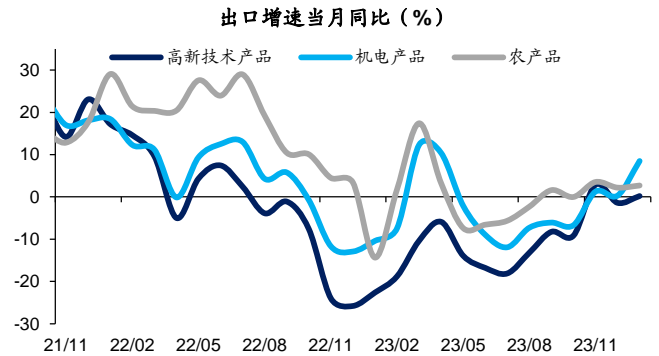
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 21-23年数据为四年年化平均

图3 餐饮消费恢复至19年前水平



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 21-23年数据为四年年化平均

图4 高新技术产品出口回升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**政策面看, 近期一系列政策密集出台对市场信心提振明显。**今年两会报告明确宏观政策的取向, 随着会后政策发力方向更加明确, 政策的落地情况也随之成为市场关注重点。宏观层面, 近期政策已经在逐渐落地, 其中大规模设备更新、消费品以旧换新成为政策亮点。3月13日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 促进先进设备生产应用, 推动高质量耐用消费品更多进入居民生活, 我们认为, 本轮大规模设备更新、消费品以旧换新或加速经济内生动力修复。3月21日, 央行副行长表示我国法定存款准备金率仍有下调空间, 下阶段将推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。3月22日国务院总理李强主持召开国常会, 提出要进一步优化房地产政策, 系统谋划相关支持政策。

与此同时, 资本市场层面改革政策频出, 促进市场健康发展。3月15日证监会集中发布四项政策文件, 围绕严把发行上市准入关、加强上市公司监管、加强证券公司和公募基金监管、以及加强证监会自身系统建设等方面推出一揽子政策措施, 进一步增强和完善资本市场的内在稳定性建设, 向市场释放了稳定资本市场健康运行的决心。我们认为, 未来政策将着力提升上市公司质量, 并在基础制度、市场机制、机构服务、监管执法等多方面持续推进改革, 进一步增强投资者获得感。

表1 两会后出台的相关政策梳理

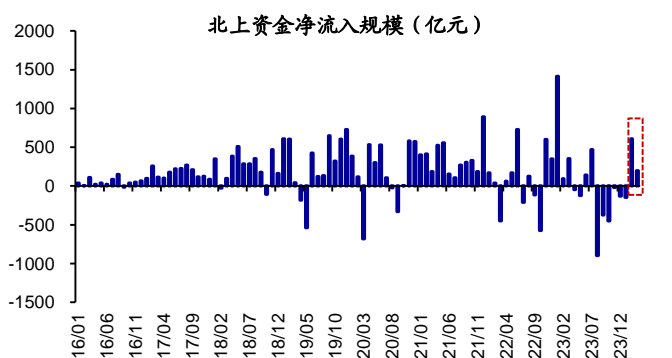
日期	部门/会议	具体内容
3月13日	国务院	提出实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动。
3月13日	金融监管总局	防范化解金融风险, 促进金融与房地产良性循环, 配合防范化解地方债务风险, 指导银行保险机构按照市场化方式开展债务重组、置换; 把服务新质生产力作为关键着力点; 加大对建设现代化产业体系的金融支持; 推动小微、民营企业贷款增量扩面。
3月13日	国资委	以更加务实的举措推动中央企业新旧发展动能转换, 把发展新质生产力同做强做优主业、提高经营业绩考核导向性精准性、调动企业领导和科技人才积极性等重点工作紧密结合起来。
3月14日	中国人民银行	保持稳健的货币政策灵活适度、精准有效, 保持流动性合理充裕, 促进社会综合融资成本稳中有降; 聚焦稳妥有效防范化解重点领域风险, 做好金融支持地方政府债务风险化解工作。
3月15日	发改委	促进国家级新区高质量建设行动计划。努力打造高质量发展引领区、改革开放新高地、城市建设新标杆。
3月16日	财政部	要科学谋划新一轮财税体制改革。在保持宏观税负和基本税制稳定前提下, 研究优化税制结构, 健全地方税体系, 完善绿色税收制度, 推进非税收入改革。
3月19日	国务院	扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案
3月21日	央行	我国法定存款准备金率仍有下调空间; 下阶段将推动企业融资和居民信贷成本稳中有降
3月22日	国常会	国务院总理李强提出要进一步优化房地产政策, 系统谋划相关支持政策。
3月13日	证监会	持续抓好重点领域风险防范化解, 妥善存量、严防增量; 要依法从严监管市场, 抓紧谋划严把IPO入口关、加强上市公司和证券基金期货机构监管等方面的政策措施, 健全监管执法制度机制, 坚决打击财务造假等违法违规行为, 切实保护投资者特别是中小投资者合法权益。
3月15日	证监会	发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》等4项政策文件, 突出“强本强基”和“严监严管”, 着力稳信心、稳预期。

资料来源: 新华社, 证券日报, 新华网, 人民日报, 中国人大网, 中国政府网, 中国人民银行, 金融监管总局, 中国证券监督管理委员会, 央广网, 人民网, 海通证券研究所

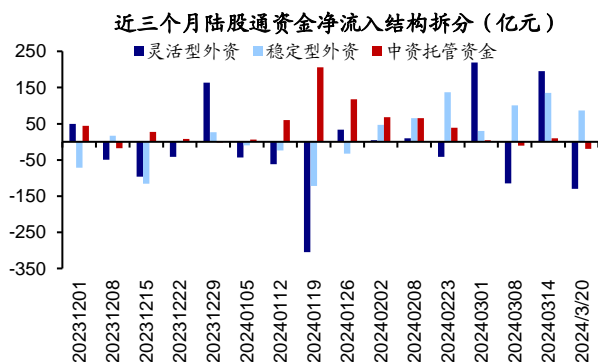
**资金面看, 近期外资及活跃资金已在逐渐回流中。**近期A股资金的交易活跃度正在明显提升, 24年2月至今(截止2024/03/21, 下同)A股的日均成交额从1月的约

7400 亿元升至 9960 亿元，本周更是连续五日突破万亿成交量。具体而言，外资是本轮行情的重要增量，2 月以来至 3 月 22 日 A 股北上资金累计净流入额达到了 773 亿元。拆分结构来看，1 至 2 月期间净流入的北上资金以中资托管资金为主，但 3 月以来该类资金流入逐渐放缓，而由外资托管的稳定型和灵活型北上资金在 2 月开始逐渐回流 A 股，2 月底以来逐渐代替中资托管资金成为本轮北上流入的主力，其中稳定型外资节后至今累计净流入 556 亿元，灵活型外资 139 亿元、中资托管资金 88 亿元。往后看，24 年年内美联储有望开启降息，3 月美联储议息会议维持当前利率不变，点阵图显示近 9 成以上成员认为年内至少降息 25 个 BP，海外流动性转松的大趋势下或利好后续外资进一步回流。

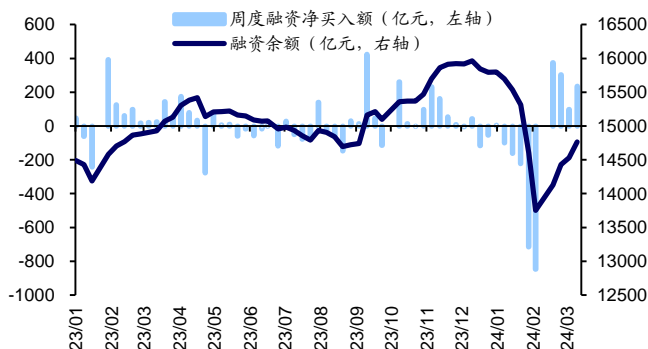
此外，本轮行情中杠杆资金也明显回流。2/19-3/21 期间融资净买入额累计约 1311 亿元，融资余额已回到今年 1 月底时的水平；融资买入额占 A 股成交额比重由此前的低点 5.6% 上升至当前的 9.5%。

**图5 2月以来北上资金大幅回流 A 股**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图6 2月以来回流北上资金主要以外资托管为主**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2024/3/22

**图7 本轮行情中融资余额回升**


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/3/20

**图8 目前市场仍预计美联储大概率 6 月降息**

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.7%	88.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	62.8%	29.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	34.0%	46.9%	15.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	27.9%	44.3%	21.7%	3.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	14.9%	35.7%	33.5%	12.8%	1.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	10.7%	29.3%	34.2%	19.2%	5.1%	0.5%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.5%	6.1%	20.4%	31.9%	26.4%	11.8%	2.7%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	3.5%	13.8%	26.5%	28.9%	18.6%	6.9%	1.4%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.6%	7.8%	19.2%	27.6%	24.5%	13.6%	4.6%	0.8%	0.1%

资料来源：CME，海通证券研究所

**当前仍处在底部第一波向上反弹行情中。**我们在《策略周报-反弹的时间和空间-20240218》中首次提出，随着政策面和资金面的积极因素不断积累，市场或已迎来底部的第一波反弹行情。2/5 低点以来市场风险偏好已修复较为显著，市场对于积极信号的关注度也已明显提升。往后看，宏观层面为实现 5% 的增长目标，我们预计今年稳增长政策仍将进一步发力，加强宏观政策的逆周期和跨周期调节。随着后续进入业绩披露窗口，市场焦点或重回基本面验证，后续应密切跟踪基本面边际变化情况。

对于后市行情的持续性，我们认为可以借鉴历史底部第一波反弹：回顾过去四次大盘筑底的第一波反弹行情，行情往往持续 2-3 个月左右、指数涨幅 25%-30% 左右。本轮行情目前持续约 1.5 个月，上证综指自低点最大涨幅为 17%，沪深 300 为 16%，万得全 A 为 25%，对比历史来看本轮行情或尚未结束。但我们认为，对照历史本轮行情上涨速率明显较快，市场也积累了一定的获利盘压力，接下来也应注意，短期市场上涨节奏或有放缓。

表 2 过去四次大底后的第一波反弹行情

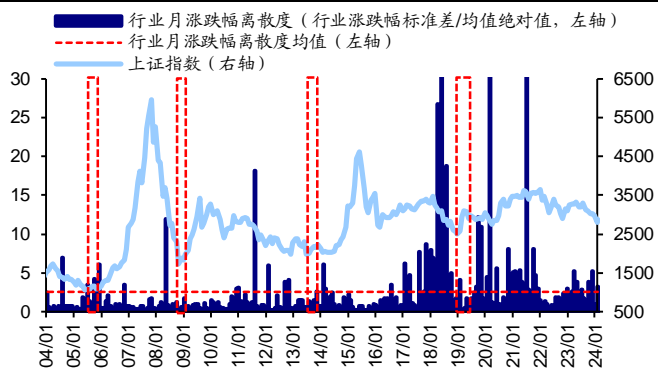
年份	上证指数				沪深 300				万得全 A			
	第一波上涨 (熊市低点-修复后高点)	上涨时间 (天)	涨幅 (%)	上涨速率 (点/日)	第一波上涨 (熊市低点-修复后高点)	上涨时间 (天)	涨幅 (%)	上涨速率 (点/日)	第一波上涨 (熊市低点-修复后高点)	上涨时间 (天)	涨幅 (%)	上涨速率 (点/日)
2005 年	998-1224	106	22.6	2	808-972	105	20.3	2	577-748	63	29.6	3
2008 年	1665-2101	42	26.2	10	1607-2108	35	31.2	14	1207-1634	37	35.3	12
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

**短期关注行业补涨轮涨机会，中期维度关注白马。**参考历史经验，由于底部第一波反弹期间驱动市场上涨的动力往往是情绪修复，因此结构上往往呈现各行业普涨、轮涨，历史上该时期的行业涨跌离散度均明显较低，短期应关注前期滞涨行业的补涨机会。从更长时间的维度看，24 年政策或进一步加码，宏观基本面有望逐步改善，在此过程中白马股的弹性或更大。本轮反弹至今白马股的估值有所修复，但仍处于历史低位，茅指数 PE (TTM) 仅处于近五年 8% 的历史分位，后续仍有较大空间。从白马股内部来看，当前在经济复苏需巩固，海外降息再延后，市场风偏待修复的背景下，白马稳定或更稳健。

若着眼中长期维度，24 年政府工作报告强调要发展新质生产力，为未来产业发展指明方向，我们认为白马成长是未来的长期主线。3 月 13 日中共中央政治局常委、国务院总理李强在北京调研，指出要“推进科技创新和产业创新深度融合”、“为人工智能产业发展营造更加宽松的环境”，政策对新质生产力的重视程度不言而喻。我们认为，未来应当重视受益于两会政策催化的硬科技制造及医药，硬科技制造重点关注电子、数字基建和数据要素、AI 应用，医药重点关注 24 年业绩有望占优的创新药/血制品/高值耗材。此外，今年政府工作报告指出要“增强资本市场内在稳定性”，近期证监会出台多项政策着力提升上市公司质量和投资价值，并购重组是提升上市公司质量和投资价值的重要方式，而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，后续或可逐步关注上市公司治理改善带来的投资机会。

图 9 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

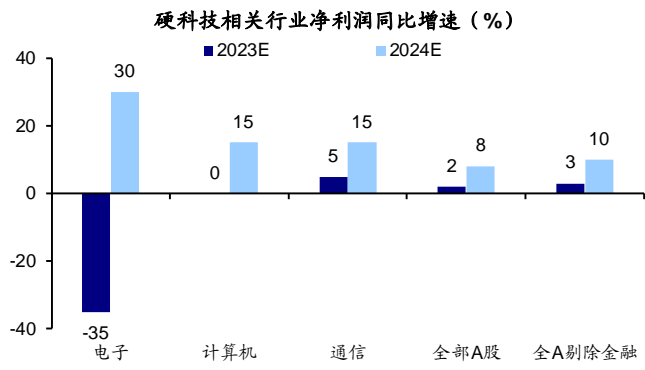
图 10 白马板块估值处于历史低位



资料来源: Wind, 海通证券研究所

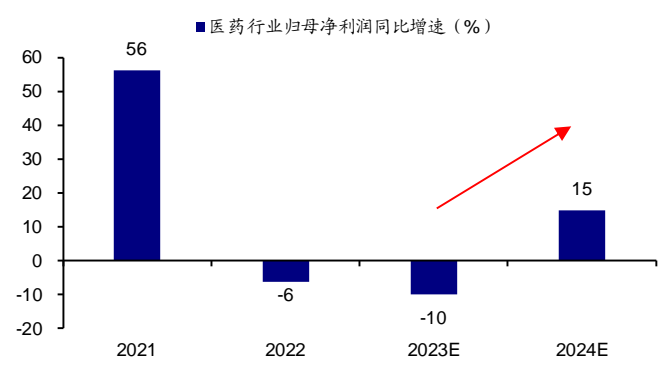


图11 24年电子盈利增速改善或更明显



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

图12 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
<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。