

## 策略点评 20230507

# 又见“大象起舞”，这次如何演绎？

2023年05月07日

### ■ 低估值风格占优，已经持续了6个月

虽然2023年以来，科技股的表现更加强势，但从风格指数走势来看，并没有出现成长股占优的局面。无论是自2022年10月31日市场见底以来，还是自2023年初以来，均呈现出低估值风格占优走势，而本周两个交易日出现了四大行集体上涨的走势，令投资者不禁回忆起2014年年底的“大象起舞”行情。

从涨幅来看，自2022年10月31日以来，大盘价值/低市盈率指数/高分红指数/上证指数等典型的低估值表征指数明显跑赢了创业板指/高市盈率指数/小盘成长/大盘成长等成长或小盘表征指数，起点市盈率分别为5.5/5.6/4.7/11.4 VS 17.4/21.2/91.3/37.4，涨幅对比分别为28.3%/21.2%/20.3%/15.2% VS 4.9%/1.1%/0.9%/0.1%。

### ■ 历史上的五次低市盈率风格占优

历史上，若按照滚动6个月低市盈率指数跑赢高市盈率指数20%以上、且低市盈率指数区间内绝对收益为正来定义，则曾5次出现比较明显且持续时间达一个季度以上的低估值风格占优的情形，比较明显的占优阶段集中于2003.5-2004.4, 2006.5-2007.12, 2014.12-2015.4, 2017.1-2018.3, 2022.1-2022.4（滚动6个月的收益率差达到目标区间的阶段）：

阶段一：2003.5-2004.4——投资驱动下经济高增，五朵金花行情（钢铁、汽车、金融、石化、电力）；  
 阶段二：2006.5-2007.12——汇改、股改红利加经济高增长；  
 阶段三：2014.12-2015.4——经济增速下滑，流动性宽松，一带一路、国企改革催化；  
 阶段四：2017.1-2018.3——供给侧结构性改革，全球经济复苏，上游盈利高增；  
 阶段五：2022.1-2022.4——2021年前三季度PPI高增后，上游盈利高增。

因此，我们发现，低估值风格占优往往为两种情形：其一是低估值品种盈利高增，典型如以上阶段一/二/四/五，其次为经济增速下滑流动性边际宽松叠加主题事件催化，典型如以上阶段三。

### ■ 本次“大象起舞”，相对而言更加类似于2014年

我们认为，本次低估值风格的崛起，更加类似于2014年下半年的开始低估值风格行情，理由如下：

**第一，催化类似**，无论是一带一路还是中特估，事件性催化类比相似性较高，并且逻辑无法短期证伪，尽管国际环境可能有所差异。

**第二，经济环境一定程度上类似**，2014年各项经济指标加速下行，但绝对基数尚可，2023年由于低基数效应，增速不低，但若交易2019年以来的复合增速或2024年经济同比增速，则增速中枢明显下行，而低估值板块的估值处于历史低位，高增速（成长板块）-低增速（低估值板块）增速差的明显收敛成为低估值风格估值中枢抬升的核心原因。但不能忽视的是，投资者有可能低估经济短期恢复能力，尽管中长期增速还在下台阶，但接下来两个季度经济数据若环比超预期，则顺周期逻辑对低估值板块依然构成正面支撑。

**第三，流动性环境类似**，2014年从定向降准到全面降息，流动性边际不断放松，2023年基础流动性充裕，但继续边际宽松的作用有限。当前经济面临的是“流动性陷阱”的困境，A股面临的是无法从宏观流动性到A股资金面的顺利传导，因此A股年初以来呈现存量博弈特征，如年初几路资金中，融资余额新增800亿，重要股东净减持1044亿，新发基金（股票+混合）1012亿，IPO再融资流出4411亿，北上净流入1806

证券分析师 陈刚

执业证书：S060052304001

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

### 相关研究

《预备进攻——A股投资策略（2023年5月）》

2023-05-03

《5月度金股：“一带一路”》

2023-04-28

亿，净额增量为-1837亿，个股平均成交额也处于2021年9月以来的下降通道，似乎和充裕的流动性环境不太匹配，因此A股面临的是无法从宏观流动性到A股资金面的顺利传导，即资金面无法形成正反馈带来增量资金的困扰。

#### ■ A股后续行情胜负手：资金面能否形成正反馈

对于A股而言，季度级别的胜负手在于资金面能否形成正反馈，推演几种可能的情形：

**第一，本轮中特估带动指数上行**，触发因素可能是5月以后一带一路主题的诸多催化，资金面正反馈在赚钱效应的好转下形成，公募仓位已经较高（2023Q1主动偏股型整体股票仓位为85.23%，达到2012年以来历史最高水平），存量加仓的空间有限，一季度新增十万亿居民存款是增量资金的来源，但在正反馈效应形成过程中，风格轮动可能发生，类比于2014年12月是资金面形成正反馈效应的关键月份（当月TMT指数（8841646.WI）下跌10.43% VS 低市盈率指数（801823.SI）上涨28.3%）。

**第二，外资开始快速流入**，我们在此前5月策略《预备进攻》中提出，5月以后，北上资金可能会从年初交易国内疫后复苏向交易内外经济增速差的逻辑转变，外资流入带动公募重仓品种的上涨也将会带来的资金面正反馈效应。

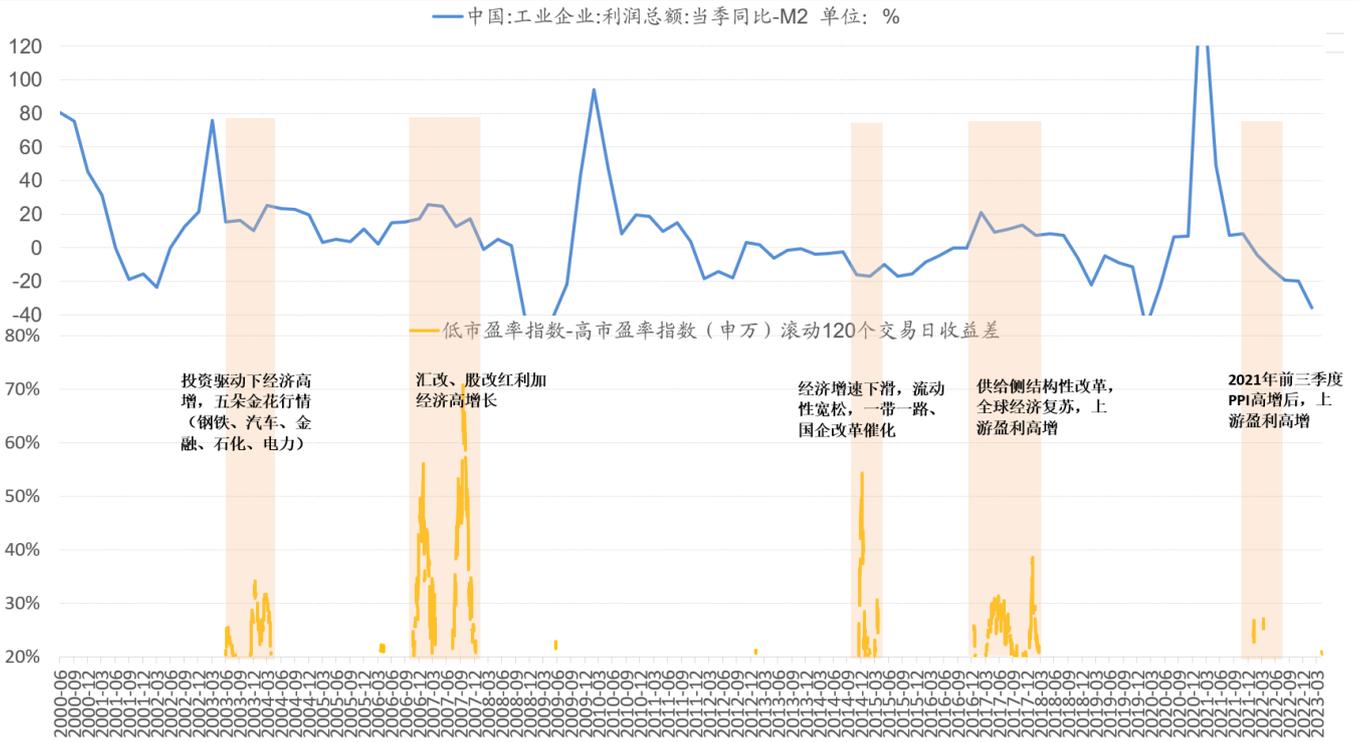
**第三，正反馈效应无法形成**，则两大主线科技和中特估都无法形成更大级别行情，毕竟当前TMT板块成交额比例达到40%左右，已经到达较为极致的区间，而中特估的进一步上涨也依赖于市场成交额的进一步提升。

我们认为以上情形，一、二各自单独发生或者同时发生的累计概率更大，三可能性较小。

整体而言，此轮大象起舞行情再起，和2014年底有诸多类似，经济环境、事件催化、流动性环境均有其相似之处，不同的是相比于2014年，当前经济增速中枢更低，国际环境也有所差异，但最核心的差异在于2014年是流动性边际不断宽松带来增量资金，而当前属于流动性宽松但缺乏资金面的正反馈效应。因此，行情演绎的胜负手在于资金面能否形成正反馈，正反馈的形成大概率来自于中特估在一系列催化下带动赚钱效应以及海外资金重新快速流入，全年而言，科技股行情贯穿全年，但在2023年剩余时间内，科技股更大级别行情高度的大小则取决于资金面正反馈能否形成以及形成后增量资金流入的规模，而中特估在完成带动指数上行的角色前，从估值增速匹配的角度看，可能仍然拥有较为可观的上涨空间。

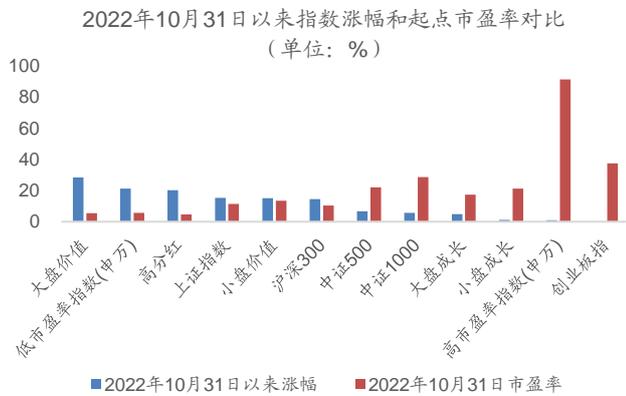
#### ■ 风险提示：美联储持续加息；国内经济增速低于预期。

图1: 历史上的五次低市盈率风格占优



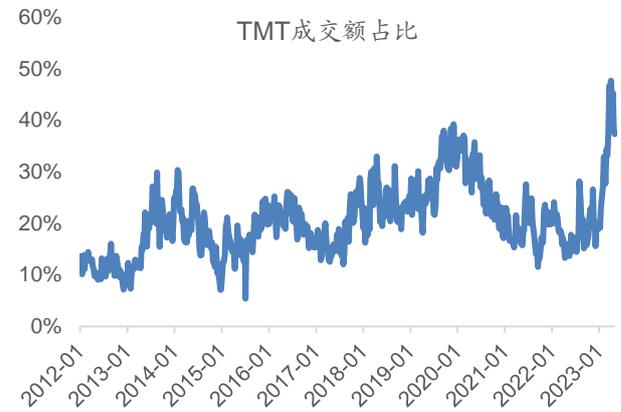
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 低估值风格占优, 已经持续了6个月



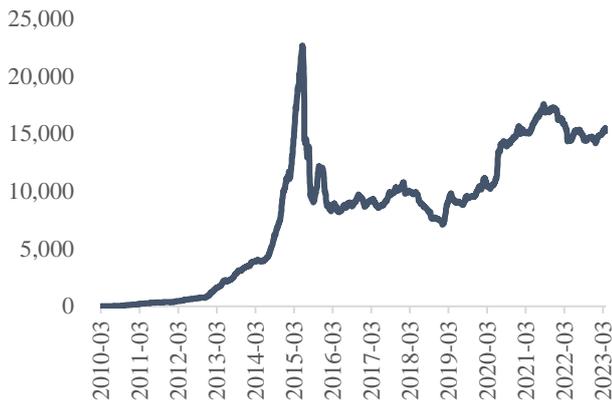
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: TMT 成交额占比突破十年高点



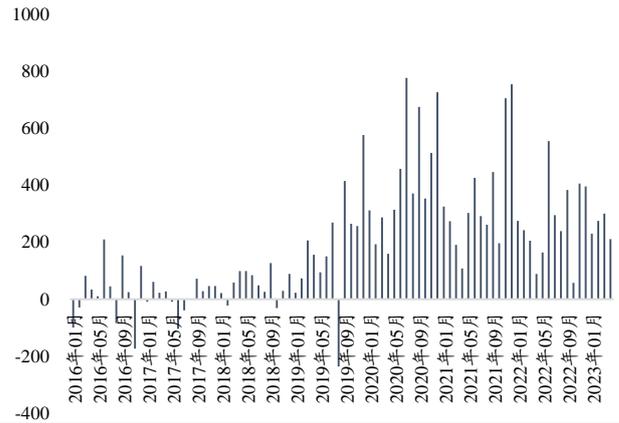
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 融资余额 (单位: 亿元)



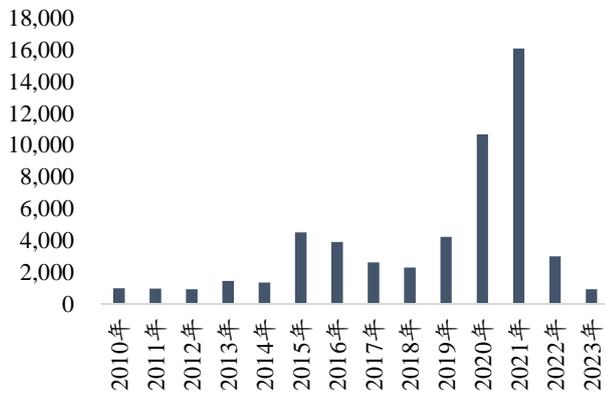
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 净减持净额 (单位: 亿元)



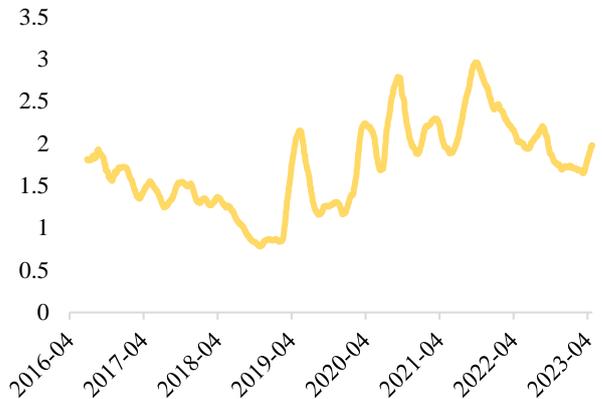
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 股票型基金+混合型基金新发份额 (单位: 亿份)



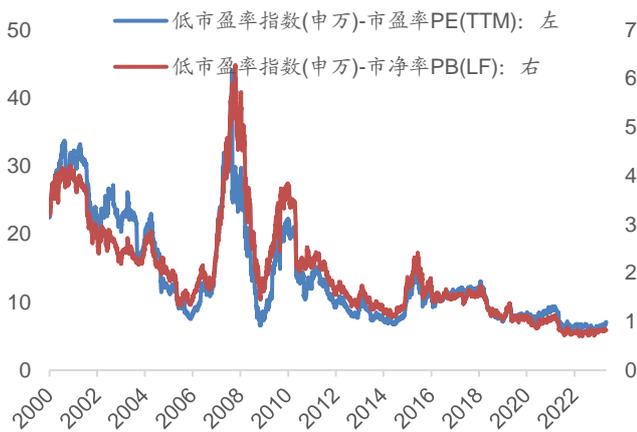
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 单个上市公司平均成交额 (滚动 60 个交易日均值) (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 低市盈率指数的 PE/PB 均处于历史低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

