

如何理解开年以来A股行情特征

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号: S0210523050003
邮箱: yx30128@hfzq.com.cn

投资要点:

➤ 2023年A股市场行情特征概述

2023年开年以来A股市场整体走势一波三折,截至5月26日收盘,Wind全A指数累计上涨1.9%、上证综指上涨4.0%、创业板指下跌5.0%、偏股混合基金指数下跌2.8%。行情的结构性方向大体有如下特点:第一,从行业表现看,TMT板块一枝独秀、建筑公用也相对较好、消费和地产相对最弱。第二,从市场风格看,小盘股表现明显好于大盘股。

➤ 行情关键在于理解“温和复苏”

相比于“强复苏”或者“快复苏”,我们理解“温和复苏”的主要区别特征就在于大宗商品价格会不会明显起来。价格因素起不来,就会导致经济复苏的过程中,整体经济的名义经济增速上行速度和斜率较为缓慢。对股票市场而言,上市公司的盈利本质上是一个包含价格因素名义变量,与“名义GDP”的联系程度要远高于“实际GDP”。

从名义经济增速角度看,“温和复苏”对应的是“L型”形态(右边一横略往上斜率),金融危机之后,2013年、2019年都是类似的“L型”经济走势。而与之对比,2017年、2021年则都可以认为是“强复苏”“快复苏”,对应的是名义经济增速的“V型”走势。2023年大概率也是一个名义经济增速“L型”走势的“温和复苏”,回过去再去看看2013年、2019年股市行情特征,再来看当下的A股市场行情,或许就不会感到特别陌生。

➤ 后续展望:下半年行情好于上半年

综上,我们认为,经济复苏的快慢影响市场上行的速度和斜率,但无论如何,在去年盈利快速下行期已基本结束后,2023年市场再出现熊市的可能性很小。在4月和5月已经出现一定下跌调整之际,当下对市场行情应该更加乐观和有信心,我们判断下半年市场行情会显著好于上半年、6月到三季度上涨行情可期,结构上更多关注成长和中小盘风格。

➤ 风险提示:

地缘政治风险超预期、宏观经济不及预期、海外市场大幅波动等。

相关报告

正文目录

1	2023 年 A 股市场行情特征概述	1
2	行情关键在于理解“温和复苏”	2
3	后续展望：下半年行情好于上半年	3
4	风险提示	5

图表目录

图表 1：2023 年年初至今各行业板块涨幅比较	1
图表 2：2023 年年初至今各主要宽基指数涨幅	2
图表 3：名义经济增速“L”型还是“V”型判断是关键	3
图表 4：上市公司盈利快速下行阶段在 2022 年底告一段落	4
图表 5：国内无风险利率不断下行流动性宽松仍将持续	4
图表 6：2021 年起 A 股市场大小盘风格走势出现变化	5

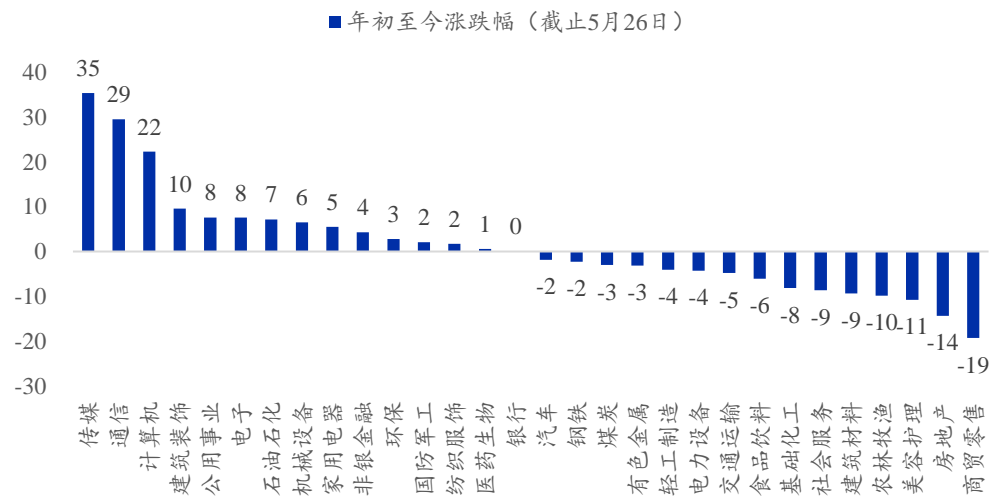
1 2023 年 A 股市场行情特征概述

有一种别扭在 2023 年 A 股市场，明明是复苏，为什么行情不那么强势，为什么风格偏成长偏主题。

2023 年开年以来 A 股市场整体走势一波三折，截至 5 月 26 日收盘，Wind 全 A 指数累计上涨 1.9%、上证综指上涨 4.0%、创业板指下跌 5.0%、偏股混合基金指数下跌 2.8%。行情的结构性方向大体有如下特点：

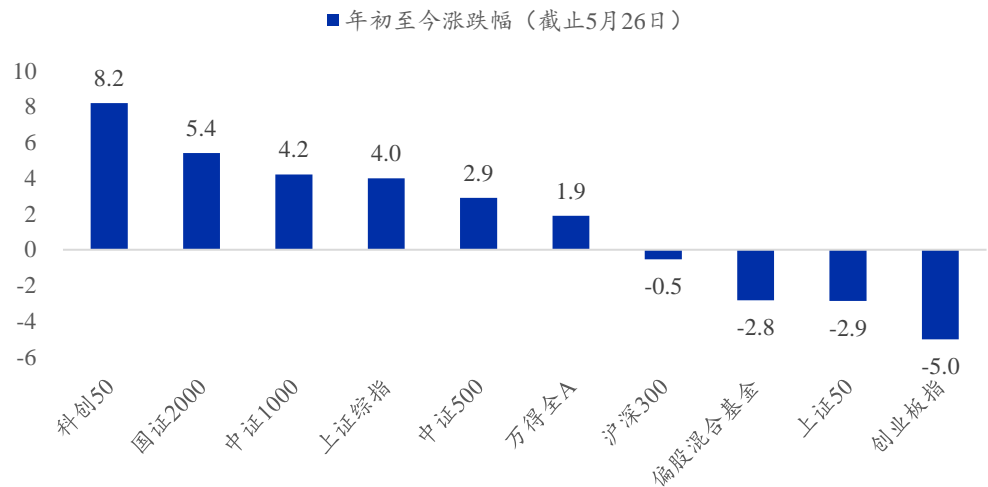
第一，从行业表现看，TMT 板块一枝独秀、建筑公用也相对较好、消费和地产相对最弱。截至 5 月 26 日收盘，TMT 板块中的传媒、通信、计算机年初至今涨幅均超过 20%，美容护理、房地产、商贸零售行业年初至今跌幅超过 10%。

图表 1：2023 年年初至今各行业板块涨幅比较（%）



来源：Wind，华福证券研究所

第二，从市场风格看，小盘股表现明显好于大盘股。截至 5 月 26 日收盘，代表大盘股的上证 50 指数下跌 2.9%、沪深 300 下跌 0.5%，代表中小盘的中证 500 指数上涨 2.9%、中证 1000 上涨 4.2%、国证 2000 上涨 5.4%。

图表 2：2023 年年初至今各主要宽基指数涨幅（%）


来源：Wind，华福证券研究所

2 行情关键在于理解“温和复苏”

总体而言，市场投资者感觉开年以来 A 股市场偏主题性质板块表现相对更好。如何理解当下的 A 股市场行情特征，我们认为，核心主要就在如何理解经济的“温和复苏”特征。

2023 年以来，随着生产生活秩序加快恢复，中国经济增长呈现出明显的企稳回升势头。2023 年一季度中国实际 GDP 同比增长 4.5%，比 2022 年四季度加快 1.6 个百分点。对于今年的中国经济复苏，很多时候市场会把它定义为是“温和复苏”或者叫“慢复苏”。相比于“强复苏”或者“快复苏”，我们理解“温和复苏”的主要区别特征就在于大宗商品价格会不会明显起来。

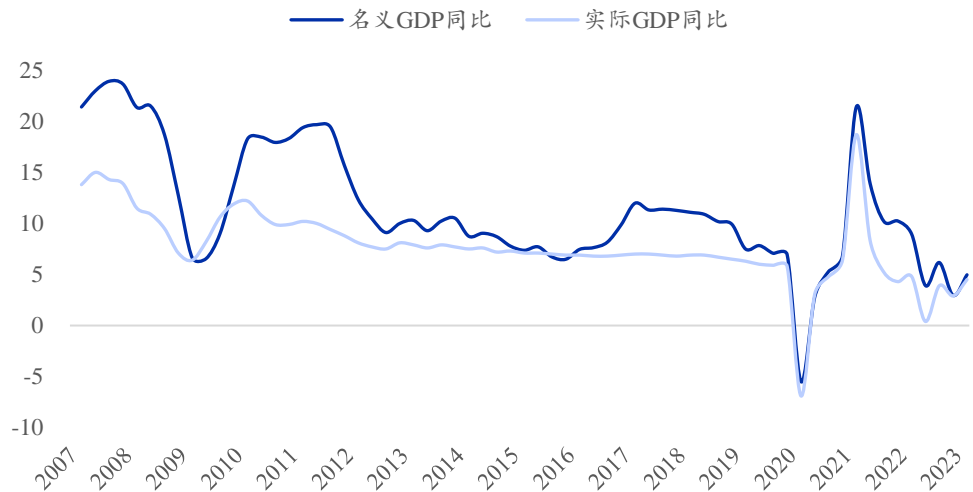
价格因素起不来，就会导致经济复苏的过程中，整体经济的名义经济增速上行速度和斜率较为缓慢。对股票市场而言，上市公司的盈利本质上是一个包含价格因素名义变量，与“名义 GDP”的联系程度要远高于“实际 GDP”。当下我们看到的正是这种情况，在一季度实际 GDP 明显回升的背景下，国内 PPI 同比仍是负增长，由此甚至引发了对通缩的广泛争论。中国经济到底有没有通缩，在很大程度上也是一个定义标准的问题，但无疑，价格因素导致了名义经济增速和上市公司盈利增速的回升，都是比较缓慢的。

因此，从名义经济增速角度看，“温和复苏”对应的是“L 型”形态（右边一横略往上斜率），金融危机之后，2013 年、2019 年都是类似的“L 型”经济走势。而与之对比，2017 年、2021 年则都可以认为是“强复苏”“快复苏”，对应的是名义经济增速的“V 型”走势。2023 年大概率也是一个名义经济增速“L 型”走势的“温和复苏”，回过去再去看看 2013 年、2019 年股市行情特征，再来看当下的 A 股市场行情，或许就不会感到特别陌生。

如果是一种两分法，就是要么上、要么下，就会感觉今年的股市行情有点别扭，明明是复苏，为什么市场行情又不怎么太强结构又偏成长偏主题。但如果用一种三

分法的眼光去看中国经济，在经济下行期和经济上行期中间，还存在一种“温和复苏”“L型”的状态，即盈利周期快速下行阶段已经结束、但是新一轮快速上行阶段还没有到来的中间阶段，或许更容易理解和接受当下的市场行情特征。

图表 3：名义经济增速“L”型还是“V”型判断是关键（%）



来源：Wind，华福证券研究所

3 后续展望：下半年行情好于上半年

从这个角度出发，对后续市场行情，我们有如下判断：

第一，2023年再出现熊市可能性很小。2022年A股市场出现不小幅度的小跌，究其原因，核心在于经历了一轮盈利增速快速下行周期（盈利下行主跌浪）。在A股的历史经验中，盈利快速下行周期是市场出现熊市的充分且必要条件，即每一轮盈利快速下行周期中（如2008年、2011年、2018年、2022年），市场都会出现幅度不小的下跌，且反之亦然，熊市都只出现在盈利下行主跌浪。很多时候市场投资者会纠结流动性收紧问题，但单纯流动性收紧从来就没有催生过熊市行情，多数情况下流动性收紧出现在经济上行周期，即使不在上行周期，比如2013年股市也没有出现熊市。

到2022年年底，本轮盈利快速下行已经基本接近尾声，无论后续盈利增速是“L”型磨底，或者是“V”型快速反转，都不太可能再出现新一轮快速下行。要有新一轮盈利快速下行周期，首先要有新一轮盈利上行周期。因此，我们判断2022年的熊市行情在2022年底已经结束，2023年市场出现熊市的可能性很小。

或问，现在有不少观点担心通缩，如果企业盈利在当前位置二次探底怎么办？我们认为，股票资产是久期无限长的资产，在一定条件下，市场会不再因短期基本面进一步恶化而继续下跌。这个“一定条件下”我理解就是在盈利增速到0%以下。换言之，当基本面盈利增速从高位回落时（比如增速从50%下降至30%），对股价的杀伤力很大，但是在0%以下再继续下滑时（比如从-10%下降到-30%），对股价的负面影响就没那么大了。

2023年不太会是熊市这个判断，在当下市场短期调整背景中，尤为重要。我们

认为 A 股市场在经历了 4 月和 5 月的下跌调整之后，6 月到三季度会出现一波上涨行情，下半年市场行情会显著好于上半年。

图表 4：上市公司盈利快速下行阶段在 2022 年底告一段落（%）



来源：Wind，华福证券研究所

第二，市场风格成长优于价值、小盘优于大盘。在 2023 年整体环境中，我们认为总体而言成长风格会好于价值风格。一方面，在盈利快速下行周期过后，市场整体风险偏好会明显抬升。这个过程中，价值风格总体上偏顺周期与宏观经济关联度较高，在“温和复苏”“L 型”经济走势中，盈利上行弹性没有那么大，而逆周期属性更强的成长板块会相对更加占优。另一方面，在“温和复苏”过程中，相对宽松的政策仍将持续，无风险利率有望进一步下行。从目前的情况来看，本轮美联储加息周期告一段落已经基本板上钉钉，后续是否会马上降息目前存在分歧，但全球流动性边际改善的拐点已经出现。

图表 5：国内无风险利率不断下行流动性宽松仍将持续（%）

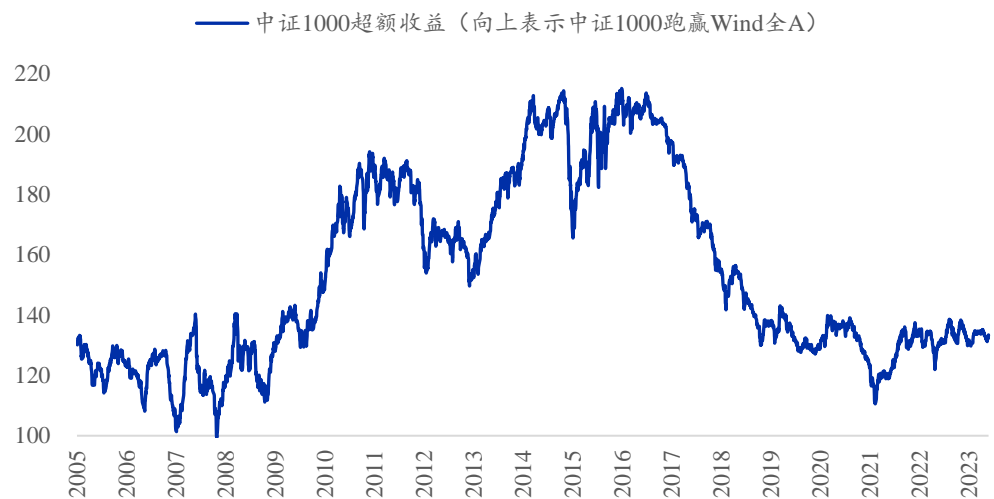


来源：Wind，华福证券研究所

大小盘风格与成长价值风格，概念上本来并不是一回事，大小盘是一个事前可以明确定义投资的范畴，成长价值却不是。但在 A 股的历史经验中，我们会发现，但凡数据层面小盘占优的时间段、感官层面会认为是成长表现更好，今年开年以来的市场行情亦是如此。相反，数据层面大盘占优的阶段感官层面也会认为是价值表现更好。换言之，在实践经验中，A 股市场较少出现小盘价值的行情风格。

A 股市场在 2016 年至 2020 年风格层面是大盘股显著占优，在 2021 年 3 月后风格开始转向中小盘。我们认为，以 2021 年为起点，中小盘占优或是后续三到五年的市场风格，其背后的判断逻辑包括：第一，产业逻辑支持。到 2020 年底时，供给侧改革后龙头公司市占率提高的逻辑基本上讲完了，相关公司的估值也已经提升到位。而与此同时，新兴产业和“专精特新”当下方兴未艾。第二，中小盘投资的赛道资金并不拥挤。目前市场上以中小盘为特色的投资产品占比仍然相对较少。第三，中小盘股相对估值仍处于历史较低位置。中证 1000 和中证 500 与沪深 300 的相对估值目前仍处在历史相对低位。

图表 6：2021 年起 A 股市场大小盘风格走势出现变化（%）



来源：Wind，华福证券研究所

综上，我们认为，经济复苏的快慢影响市场上行的速度和斜率，但无论如何，在去年盈利快速下行期已基本结束后，2023 年市场再出现熊市的可能性很小。在 4 月和 5 月已经出现一定下跌调整之际，当下对市场行情应该更加乐观和有信心，我们判断下半年市场行情会显著好于上半年、6 月到三季度上涨行情可期，结构上更多关注成长和中小盘风格。

4 风险提示

地缘政治风险超预期、宏观经济不及预期、海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn