

## 策略周评 20230723

# 历史上 A 股大盘低换手率阶段的启示

2023 年 07 月 23 日

### ■ 积极因素累积，市场反应钝化，A 股延续调整

本周重磅政策接连出炉，针对市场担忧的经济扰动项，如人民币汇率、中美关系、消费刺激、存量贷款利率、民营企业、房地产等多个方面，均有政策安排，总体而言，积极因素正在累积，但股票市场延续震荡调整，投资者对上述积极因素的钝化反应表明交易情绪的低迷。

### ■ 全 A 换手率持续低于 2%，进入临界区域

7 月以来 A 股市场在内外宏观因素制约下继续调整，各大宽基指数多数下跌。日成交额自 7 月初万亿回落至 7000 亿元左右的水平。从换手率角度，7 月以来市场换手率多数交易日在 2% 以下，本周万得全 A 换手率平均值为 1.81%，处于历史低位区间，历史上来看，全 A 换手率 2% 是一个明显的分界点。

### ■ 历史上三次典型低换手率（2% 以下）区域都发生了什么？

2007 年至今共有三个时期出现明显的换手率小于 2% 的低位情况，分别是 2008 年、2013 年和 2018 年。

**2008 年金融危机，经济 H1 降速、Q4 失速，国内国外密集的宽松货币政策下，带来宽裕的宏观流动性，但对基本面的担忧使得短期微观股票市场流动性并未好转。**9 月以后央行先后五次下调金融机构存款准备金率，并未扭转 A 股下跌的走势，11 月“四万亿”计划出炉，强财政刺激扭转市场信心。2008 年市场的低迷的情绪主要来自全球金融危机后对基本面的信心不足。

**2013 年“钱荒”和美联储退出 QE 引起的国内国外流动性双双收紧，2011 年 Q3-2013 年 Q2 经济实体处于量价齐跌的衰退期，基本面向下情况下，市场期待强刺激政策保住高速增长，而政府定调经济由高增长进入中高速增长“新常态”，刺激预期落空。**2013 年市场的低迷情绪被内外流动性收紧放大，但实质还是经济换挡时期的高增长预期落空的作用。但不同于主板蓝筹的下行趋势，创业板走出独立牛市，4G 应用多点开花，市场一方面在经济换挡时期承压，一方面拥抱经济转型新兴产业崛起。

**2018 年“去杠杆”、“资管新规”叠加美联储加息周期，紧信用+紧货币同时出现，内外流动性收紧，3 月中美贸易摩擦正式开始，对宏观经济的预期、股市以及汇率都产生了明显的影响。**年初市场预期的“新周期”落空，叠加中美贸易摩擦，市场情绪持续低迷，呈现全面普跌行情。

### ■ 本次换手率再次面临 2% 考验，有何历史对比启示？

从基本面、流动性和外部环境来看，当前我们面临的问题似乎与回顾期间都有异同。

对应 08 年，相同点在于经济基本面预期弱，不同点在于 08 年国内外货币宽松，中国与全球经济一同迈入复苏，而当前海外经济仍具有韧性，美联储加息尚未结束，海外流动性偏紧。

对应 13 和 18 年，相同点都在于海外流动性偏紧，经济刺激政策预期落空，不同点在于 13 年金融严监管、18 年去杠杆，国内流动性趋紧，而当前国内流动性较宽松，且中美关系缓和，尚未出现重大突发事件影响。

整体而言，本次低换手率再临 2% 的主要原因在于预期转弱、外部流动性偏紧以及国际环境复杂化。

因当前的基本面、流动性和外部环境的组合为：

### ■ 内部基本面一致预期偏弱但积极因素正在累积，而市场反应钝化；

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs\_chenl@dwzq.com.cn

### 相关研究

《公募基金股票仓位下调，进一步超配 TMT——2023Q2 公募基金持仓分析》

2023-07-22

《外部流动性拐点出现后，人民币资产如何反应？——流动性系列（六）》

2023-07-18

- 外部流动性拐点已经出现（美债收益率见顶）；
- 中美关系季度级别以上的阶段性缓和。

参考历史阶段，更加类似于 2013 年年底和 2018 年年底。

#### ■ 历史映射当下：保持积极的战略，寻找增量的方向

在我们的中期策略《石以砥焉，化钝为利——2023 年下半年 A 股投资策略展望》中提到，当下与 2013-2014 年有三大相似性：宏观背景相似性，政策周期相似性和产业周期相似性，不同点在于国际环境更加复杂化以及政策约束加大。

新方向尚在酝酿、市场行情震荡调整时，我们应该积极去寻找未来的增量方向。

长期来看，技术自主替代、能源安全、科技持续进步三大方向需要继续挖掘，以及供给格局优化角度，可以从龙头市占率进一步提升逻辑寻找机会。

中短期看，中报行情启动下，关注盈利业绩高且景气度可持续外推的行业，如受益于产业链和出口的先进制造行业（光伏设备、汽车、轨交设备、工业机器人、工业自动化等），以及关注人工智能趋势下有业绩验证的板块，如通信光模块、传媒影视和游戏等。同时政策窗口期关注稳增长发力下的竣工链（建材、家电家具）和零售消费，以及中美利差收窄下的成长崛起逻辑，如新能源（独立逻辑的细分）、分母端边际变化驱动的医药（创新药）。

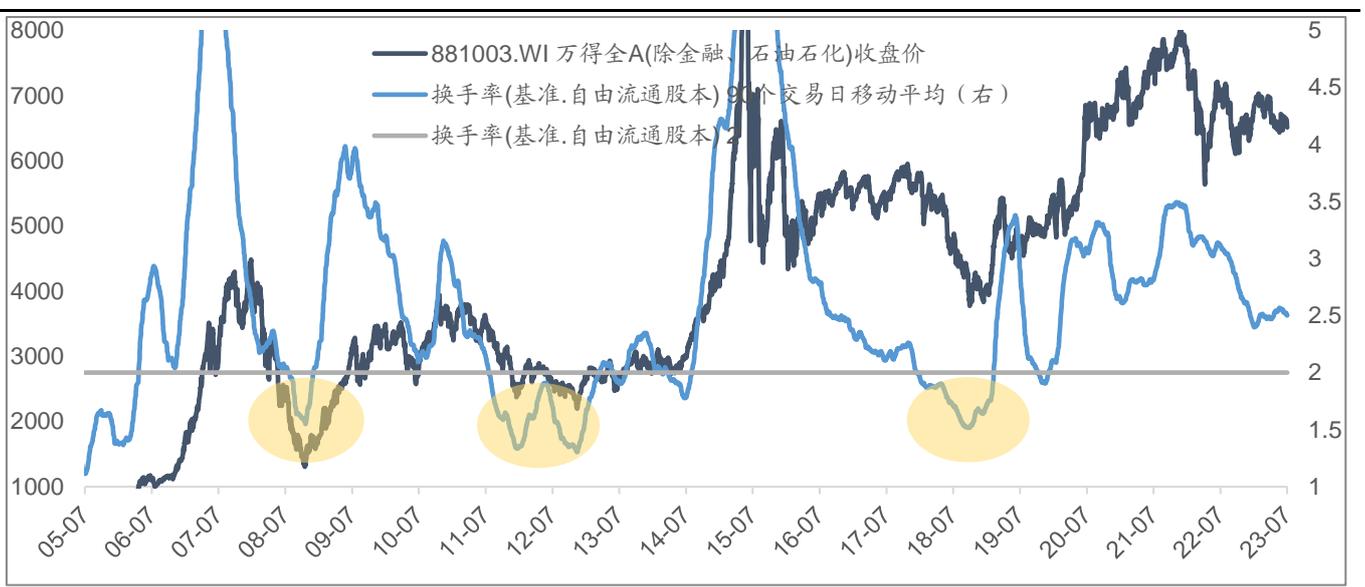
- 风险提示：美联储持续加息；国内经济增速低于预期。

表1: 当前与 08、13、18 年在基本面、流动性和产业周期上的对比情况

	2023 年	2018 年	2013 年	2008 年
基本面	经济复苏动能转弱，内需不足仍是堵点。	中美贸易摩擦，工企利润增速下滑 10.7%	2011 年 Q3-2013 年 Q2 经济实体量价齐跌	全球金融危机，经济 H1 降速，Q4 失速
内部流动性	M2 宽松，但社融-M2 同比增速差为负值	“去杠杆”、“资管新规”，紧信用+紧货币	政府加强金融监管、“钱荒”，紧货币	降准、“四万亿”，宽信用+宽货币
外部流动性	美联储加息周期，海外流动性紧缩	美联储加息周期，海外流动性紧缩	美联储退出 QE，海外流动性紧缩	美联储开启 QE，海外流动性宽松
产业周期	0-1 产业：人工智能	1-5 产业：科技创新	0-1 产业：互联网+	1-5 产业：基建

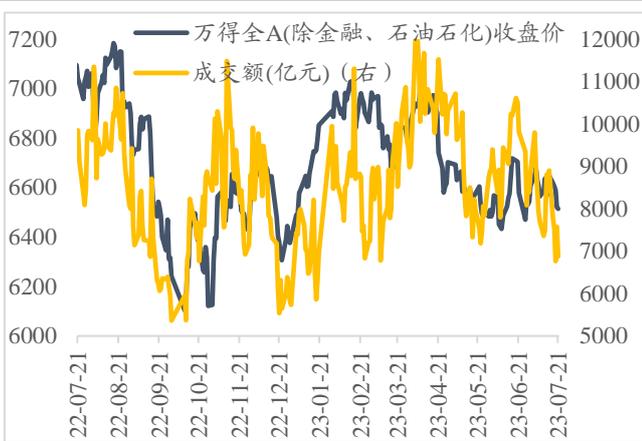
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1: 2007 年至今共有三个时期出现明显的换手率小于 2% 的低位情况 (单位: 点, %)



数据来源：wind，东吴证券研究所

图2: 日成交额自6月来回落至7000亿元以下(单位: 点, 亿元)



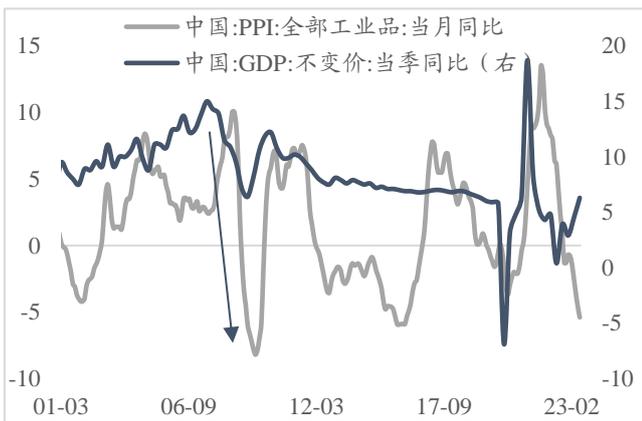
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图3: 7月市场换手率回落至2%以下(单位: 点, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图4: 2008年金融危机经济降速(单位: %, %)



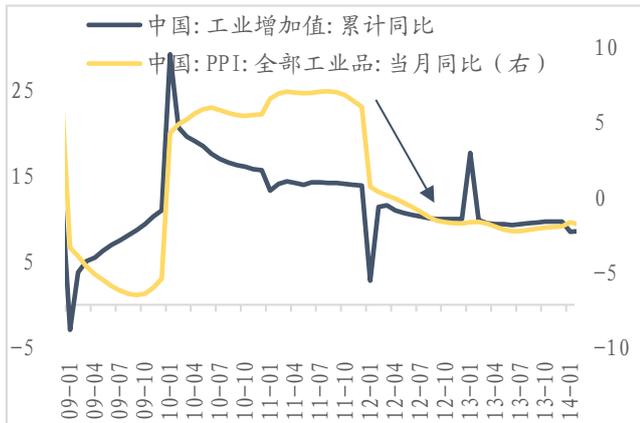
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图5: “四万亿”计划注入流动性(单位: %, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图6: 2011 年 Q3-2013 年 Q2 经济实体量价齐跌 (单位: %, %)



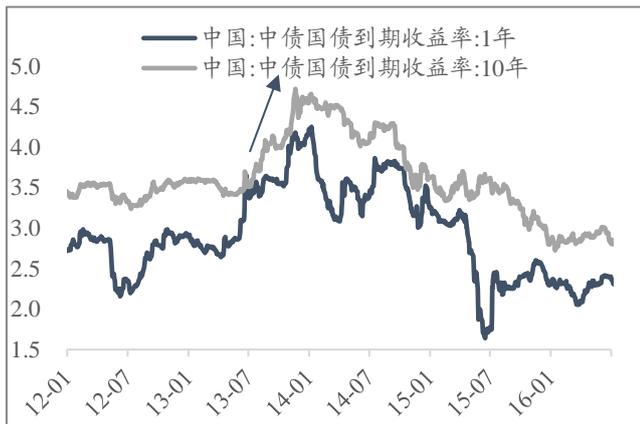
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图7: 2013 年 5 月开始, 美国退出 QE, 海外流动性紧缩 (单位: %, %)



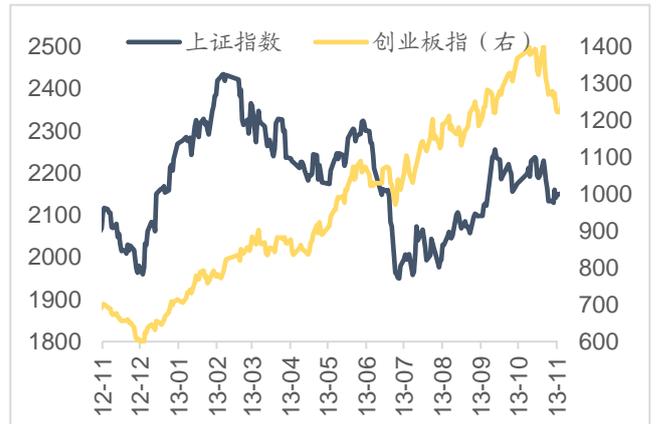
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图8: 2013 年受“钱荒”事件影响, 1 年期国债收益率快速上行 (单位: %, %)



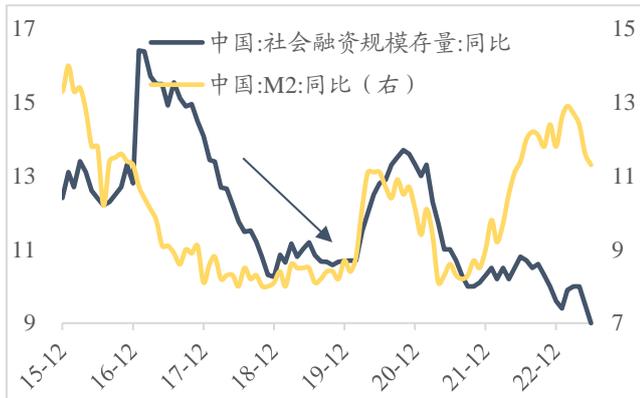
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图9: 2013 年创业板走出独立牛市 (单位: 点, 点)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图10: “去杠杆”政策下, 2018年国内流动性收紧(单位: %, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图11: 2018年美联储加息, 海外流动性收紧(单位: %, 1973年3月=100)



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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>