



Research and
Development Center

进攻可能只是被补跌推迟了

——策略周观点

2023年7月23日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
联系电话: +86 18817552575
邮箱: lichang@cindasc.com

张颖锐 联系人
邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

进攻可能只是被补跌推迟了

2023年7月23日

核心结论: 最近 2 个月, 政策层面出现了一些乐观的变化, 但股市并没有积极的表现, 整体表现低于我们的预期。从历史经验来看, 其实这种现象是很常见的。2008 年底、2012 年底、2018 年底、2022 年 4 月底、2022 年 10 月底, 股市在最初的政策变化之后, 会出现半个月-1 个月的反弹, 但随后由于投资者对政策信心不足, 股市大多还会再次走弱, 并且大多会同时出现之前半年内最强势的板块补跌。这背后的核心原因可能是政策变化和投资者需求需要一个过程从量变到质变, 另一个交易层面的原因是, 政策拐点之前, 投资者往往会配置防御或与经济相关性弱的板块, 但政策拐点后, 配置方向可能会有些调整, 由此会带来强势股的补跌, 导致指数见底时间滞后。我们认为, 近期 TMT 板块的补跌可能标志着市场调整已经接近尾声, 政策拐点对市场的影响正在由量变产生质变。

- **(1) 政策不断出现乐观信号, 但股市反应较弱, 是每一次股市底的正常现象。** 最近 2 个月, 政策层面出现了一些乐观的变化, 但股市并没有积极的表现。从历史经验来看, 其实这种现象是很常见的。2008 年和 2018 年的政策底后, 股市均先有月度以内的反弹, 随后二次探底, 略创新低后市场完全见底。从政策底之后, 各类政策利多不断出现, 但股市刚开始对政策反应很弱, 直到更多的政策累积。
- 2011 年底和 2012 年的政策底过后, 股市也是类似的走势。特别需要强调的是 2012 年底, 2012 年 9-10 月期间, 证监会、发改委、国资委和汇金公司均出台了乐观的政策, 经济指标也出现了回升, 但股市投资者依然对经济信心不足, 并且担心创业板的减持压力, 所以在 11 月十八大后反而继续调整, 直到 12 月初才真正反转。其实 12 月经济和政策层面的大部分利多在 10 月都已经出现了, 新增的利多主要是 IPO 的暂停。去年的两次底部分别是 2022 年 4 月底和 10 月底, 在市场企稳之前, 我们均能够看到政策已经开始有积极变化了, 股市趋势性反转均略滞后于最早的政策变化。
- **(2) 强势股补跌是股市底略滞后政策底的原因之一。** 同时, 历史上重要底部附近, 大多会出现强势板块补跌。2022 年 1-4 月, 指数不断下跌, 但最强的房地产 1-4 月中还能创新高, 在指数见底之前的 4 月下旬房地产开始快速补跌。2022 年 Q1-Q3 最强的煤炭, 也是在 10 月补跌。这两个补跌的阶段均是政策底到股市底的阶段。
- **风险因素:** 房地产市场超预期下行, 美股剧烈波动。



目录

一、策略观点：进攻可能只是被补跌推迟了.....	4
二、上周市场变化.....	7
风险因素.....	10

表目录

表 1：配置建议表.....	6
----------------	---

图目录

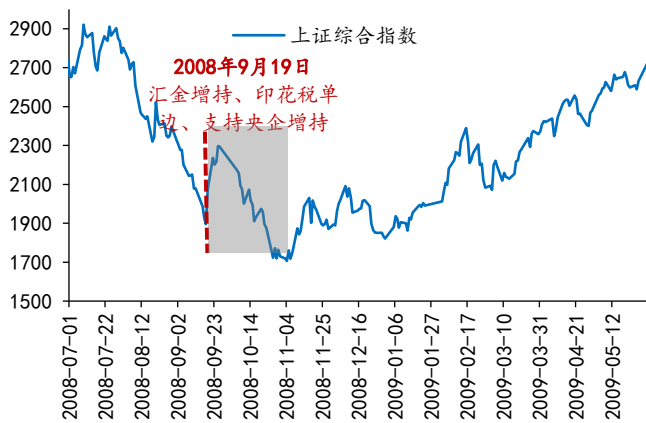
图 1：2008 年政策底后的股市（单位：点数）.....	4
图 2：2018 年政策底后的股市（单位：点数）.....	4
图 3：2011-2012 年政策底后的股市（单位：点数）.....	4
图 4：2022 年政策底后的股市（单位：点数）.....	4
图 5：2022 年 1-4 月最强的房地产在 4 月下旬补跌（单位：1）.....	5
图 6：2022 年 Q3 最强的煤炭 10 月开始补跌（单位：1）.....	5
图 7：2018 年 12 月下旬上证 50 补跌（单位：点数）.....	5
图 8：2012 年 11 月创业板补跌（单位：点数）.....	5
图 9：大势研判（单位：点数）.....	6
图 10：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	7
图 11：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	7
图 12：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	7
图 13：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	7
图 14：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 15：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 16：2023 年全球大类资产收益率（单位：%）.....	8
图 17：沪股通累计净买入（单位：亿元）.....	8
图 18：融资余额（单位：亿元）.....	8
图 19：新发行基金份额（单位：亿份）.....	9
图 20：基金仓位估算（单位：%）.....	9
图 21：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	9
图 22：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	9
图 23：长期国债利率走势（单位：%）.....	9
图 24：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	9

一、策略观点：进攻可能只是被补跌推迟了

最近2个月，政策层面出现了一些乐观的变化，但股市并没有积极的表现，整体表现低于我们的预期。从历史经验来看，其实这种现象是很常见的。2008年底、2012年底、2018年底、2022年4月底、2022年10月底，股市在最初的政策变化之后，会出现半个月-1个月的反弹，但随后由于投资者对政策信心不足，股市大多还会再次走弱，并且大多会同时出现之前半年内最强势的板块补跌。这背后的核心原因可能是政策变化和投资者需求需要一个过程从量变到质变，另一个交易层面的原因是，政策拐点之前，投资者往往会配置防御或与经济相关性弱的板块，但政策拐点后，配置方向可能会有些调整，由此会带来强势股的补跌，导致指数见底时间滞后。我们认为，近期TMT板块的补跌可能标志着市场调整已经接近尾声，政策拐点对市场的影响正在由量变产生质变。

(1) 政策不断出现乐观信号，但股市反应较弱，是每一次股市底的正常现象。最近2个月，政策层面出现了一些乐观的变化，但股市并没有积极的表现。从历史经验来看，其实这种现象是很常见的。2008年和2018年的政策底后，股市均先有月度以内的反弹，随后二次探底，略创新低后市场完全见底。从政策底之后，各类政策利多不断出现，但股市刚开始对政策反应很弱，直到更多的政策累积。

图 1：2008 年政策底后的股市（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

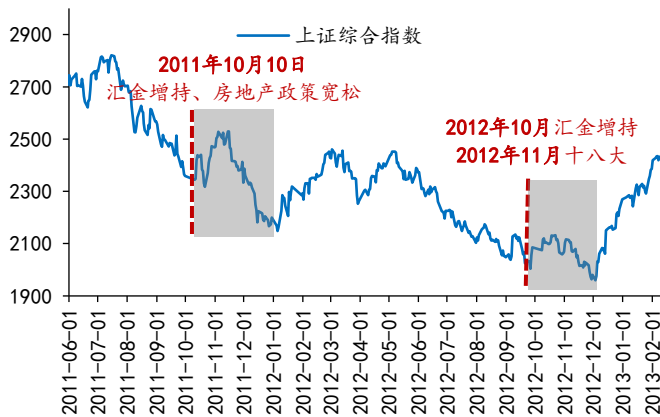
图 2：2018 年政策底后的股市（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

2011年底和2012年的政策底过后，股市也是类似的走势。特别需要强调的是2012年底，2012年9-10月期间，证监会、发改委、国资委和汇金公司均出台了乐观的政策，经济指标也出现了回升，但股市投资者依然对经济信心不足，并且担心创业板的减持压力，所以在11月十八大后反而继续调整，直到12月初才真正反转。其实12月经济和政策层面的大部分利多在10月都已经出现了，新增的利多主要是IPO的暂停。

图 3：2011-2012 年政策底后的股市（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：2022 年政策底后的股市（单位：点数）



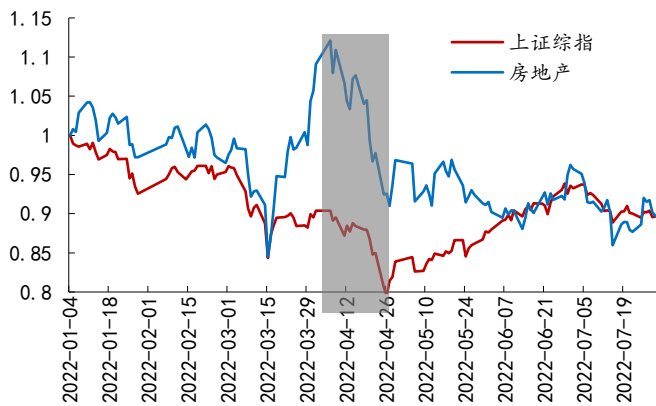
资料来源：万得，信达证券研发中心

去年的两次底部分别是2022年4月底和10月底，在市场企稳之前，我们均能够看到政策已经开始有积极
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 4

变化了，股市趋势性反转均略滞后于最早的政策变化。这背后核心原因可能是，政策拐点初期的时候，往往最先出一些分歧不大，容易执行的政策，大级别的政策往往需要更长的酝酿时间，同时政策改变投资者预期也需要些时间。另一个交易层面的原因是，政策拐点之前，投资者往往会配置防御或与经济相关性弱的板块，但政策拐点后，配置方向可能会有些调整，由此会带来强势股的补跌，导致指数见底时间滞后。

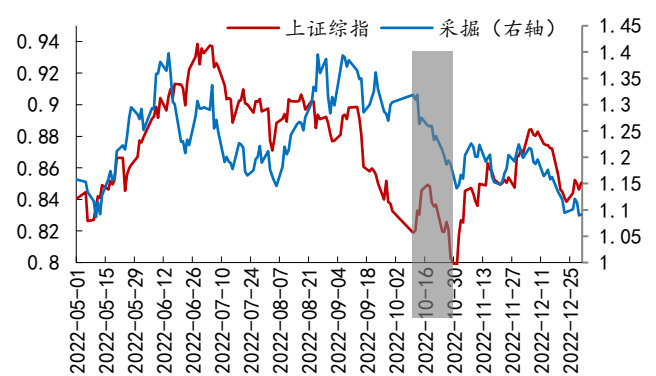
(2) 强势股补跌是股市底略滞后政策底的原因之一。同时，历史上重要底部附近，大多会出现强势板块补跌。2022年1-4月，指数不断下跌，但最强的房地产1-4月中还能创新高，在指数见底之前的4月下旬房地产开始快速补跌。2022年Q1-Q3最强的煤炭，也是在10月补跌。这两个补跌的阶段均是政策底到股市底的阶段。

图 5：2022 年 1-4 月最强的房地产在 4 月下旬补跌（单位：1）



资料来源：万得，信达证券研发中心

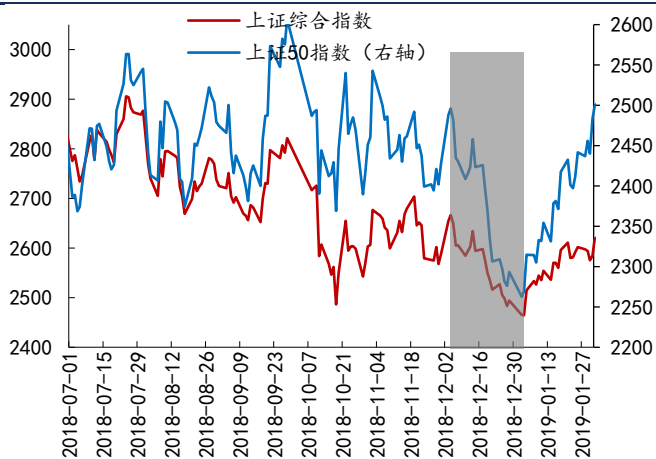
图 6：2022 年 Q3 最强的煤炭 10 月开始补跌（单位：1）



资料来源：万得，信达证券研发中心

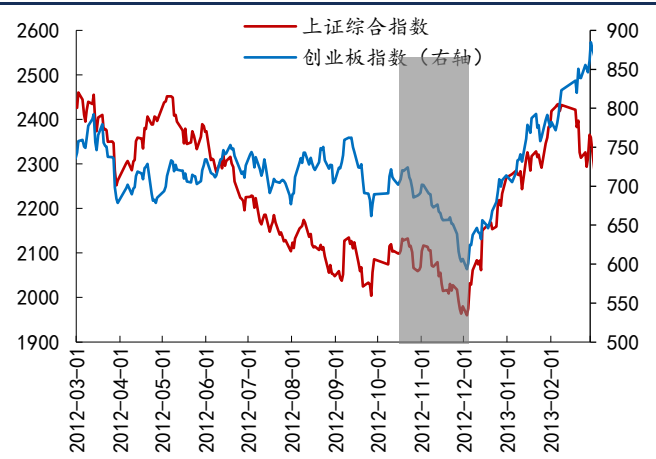
2018年，经济下降的过程中，几乎大部分板块都出现了盈利的下滑，投资者只能通过配置低估值的板块防御，所以上证50指数在7-11月相对较强，但当市场接近反转的最后半个月，上证50指数出现了补跌。同样2012年4-11月，由于投资者对经济持续担心，和经济相关性弱的创业板指反而较强，但9-10月政策底出现后，创业板指开始走弱，并且在11月出现较快补跌。

图 7：2018 年 12 月下旬上证 50 补跌（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：2012 年 11 月创业板补跌（单位：点数）



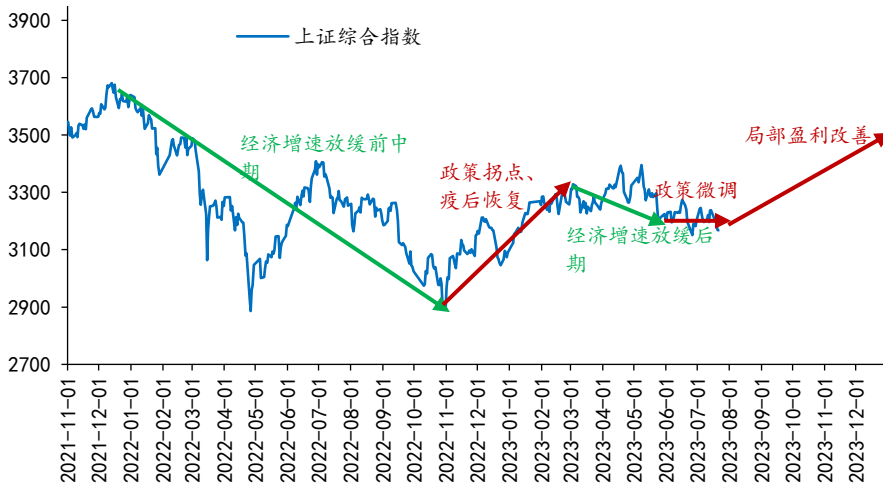
资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 策略观点：强势股补跌或推迟了进攻，补跌后进攻可能会更顺畅。3月初以来万得全A指数整体是震荡下行的，是去年底熊市结束后，指数的第一次长时间回撤，其性质可以类比历史上牛市初期的战术性调整

(2013年2-6月、2016年4-5月、2019年4-7月)。Q2经济增速放缓、2-6月汇率贬值、3-5月商品调整、市场对一季报和中报的担心、房地产再次走弱，这些利空虽然并没有完全扭转，但从调整时间、幅度和市场情绪来看，我们认为，调整大概率已经充分，未来1-2个季度，较难再出现投资者超预期的利空了，股市大概率已经进入新的上涨趋势，这一次上涨速度不会很快，但时间可能不短。我们认为，上涨的最大动力是估值，历史

上判断 A 股底部最有效的指标大多是估值，而不是宏观指标，因为股市大多是经济的领先指标。第二大动力是多数行业的盈利下行也在步入尾声。从历史经验来看，大部分行业 ROE 下行持续时间的中位值是 2 年左右。结合本轮多数行业景气度的下行拐点出现在 2021Q2-2021Q4，下半年大概率会陆续有很多行业进入景气度上行周期。

图 9：大势研判（单位：点数）



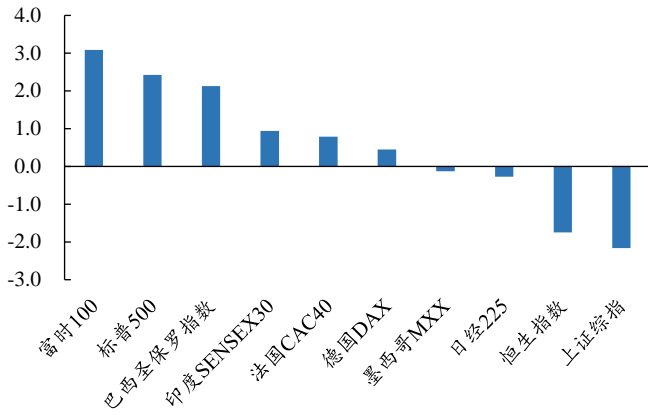
资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：配置风格或可偏向进攻，先布局超跌消费链、地产链，Q3 重点关注周期，中特估主题内部关注金融和周期类。（1）消费链、地产链：虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续可能会出现政策微调，大概率存在超跌后预期修复的上涨。（2）中特估&TMT：这些板块前期的调整主要是交易拥挤后的调整，从战略上，由于经济尚未恢复，大部分板块盈利验证一般，所以有长期逻辑的中特估和 TMT 依然会有机会，不过由于中报临近，或不宜追涨，相对低位的中特估可以持续关注。如果经济持续弱，中特估中建筑公用事业会偏强，而如果经济逐渐企稳，中特估中金融和周期会更强。（3）Q3 建议关注周期：周期股当下受到全球库存周期下行的影响，整体偏弱，但随着库存周期下降进入尾声，2023 年 Q4-2024 年，宏观需求存在回升的可能。我们认为，考虑到长期产能建设不足，需求、供给和估值可能会共振。

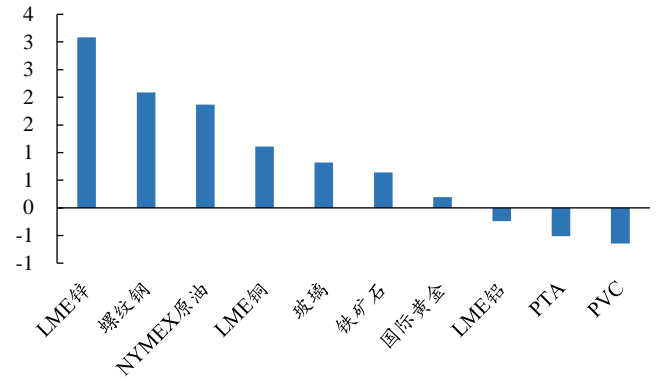
表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	绝对收益	高仓位
	相对收益	纺织服装、家电、房地产、电力设备
行业配置观点	周期	2022 年的周期股分化很大，上游资源煤炭、石油石化涨幅较大，但和国内房地产链相关的周期跌幅较大。从当下展望 2023 年全年，国内经济的逻辑正在变得比海外经济的逻辑更强，受全球经济影响的大宗商品价格半年内可能还会下降。Q1 周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题的机会。这一过程 Q2 告一段落并有所调整，Q3 后期，随着库存周期下降进入尾声，周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。
	消费	消费板块大概率会有超额收益，因为：（1）经过 1 年半的估值消化后，整体估值较为合理；（2）疫情和稳增长政策大概率继续往好的方向发展，有利于年度盈利预期的修复。虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续可能会出现政策微调，大概率存在超跌后预期修复的上涨。
	成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑较好，但由于供需错配相比 2021 年有所减少，所以 2022 年以来的波动明显加大。2023 年是牛市的第一年，大概率会有新的产业方向逐渐成长为新赛道，建议重点挖掘新赛道，关注计算机、传媒互联网、机械设备等。中报附近，成长大概率会开始有分化。
	金融地产	银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益。

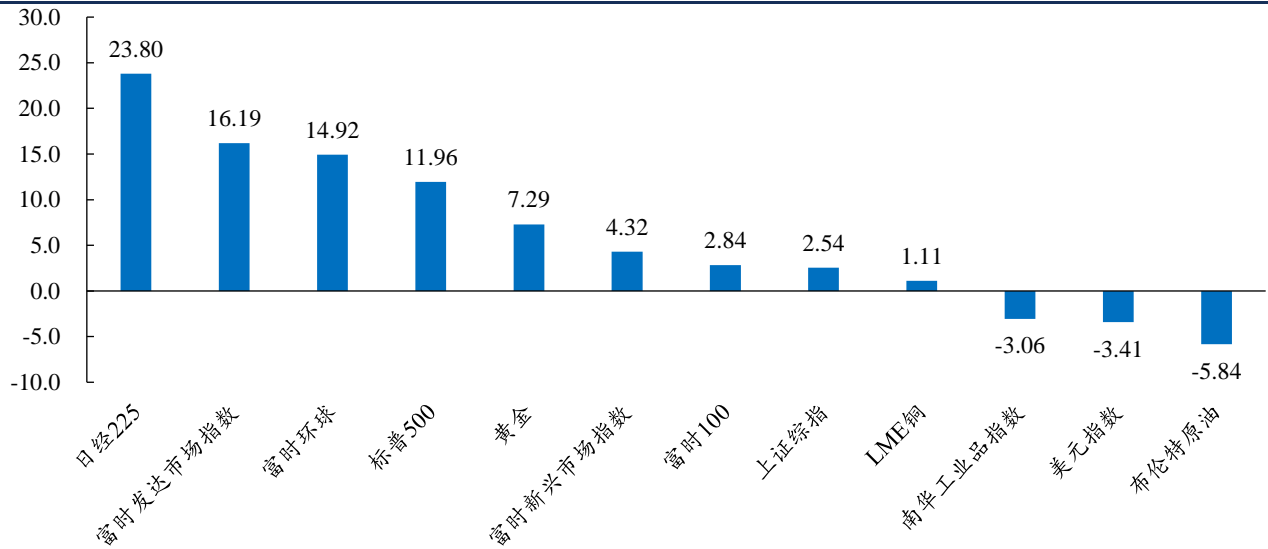
资料来源：信达证券研发中心

图 14: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


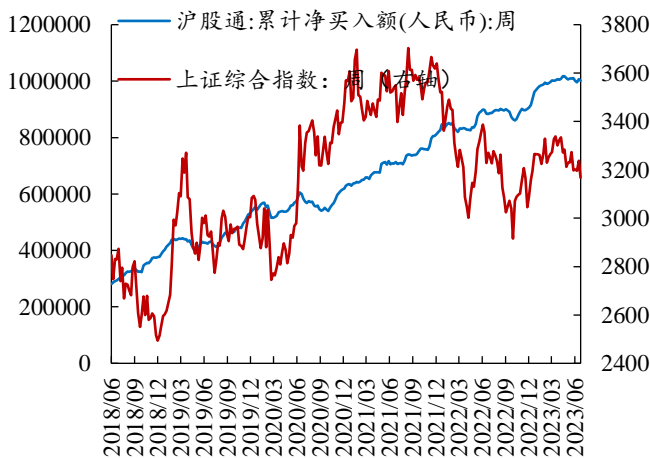
资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 2023 年全球大类资产收益率 (单位: %)


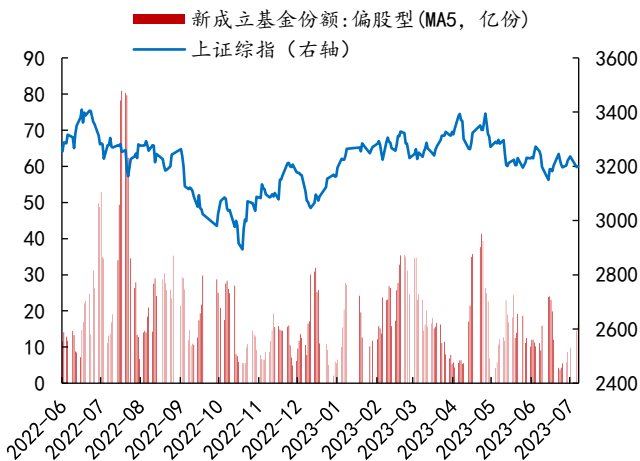
资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)


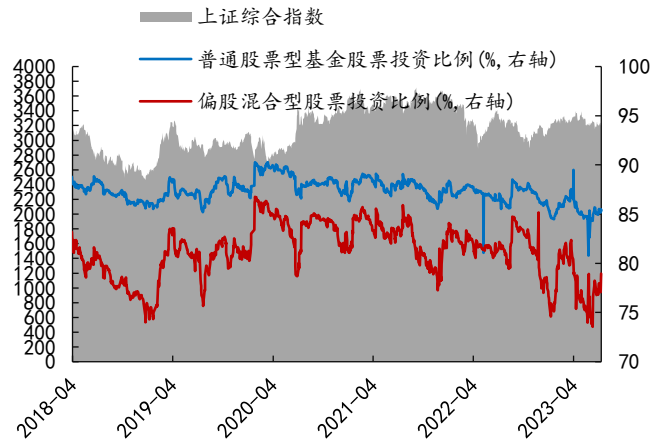
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 融资余额 (单位: 亿元)

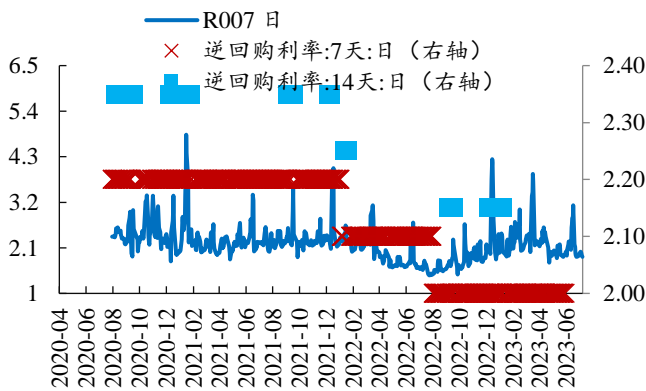

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 新发行基金份额 (单位: 亿份)


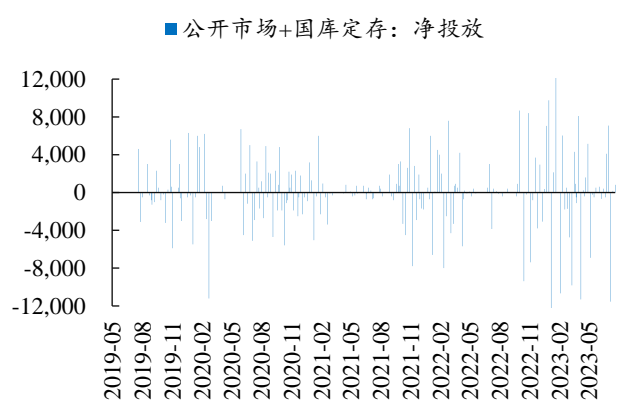
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20: 基金仓位估算 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)


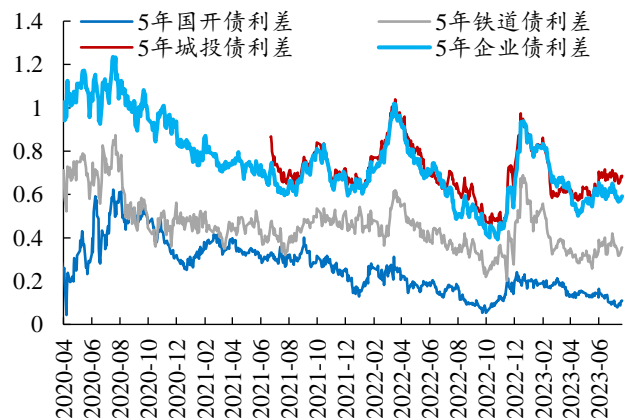
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 23: 长期国债利率走势 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 24: 各类债券与同期限债券利差 (单位: %)


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。