

# 打破箱体的条件日益成熟

## ——新繁荣牛市之三十一

### 核心观点

经历了 6 月以来的持续震荡，我们认为打破箱体的条件日益成熟。

#### □ 前言：久盘之后如何抉择

6 月我们发布系列报告提出夏季行情拉开帷幕，6 月以来指数走势一波三折，而这恰恰是行情初期的经典特征。具体来看，无论是 2-3 年的牛市，还是 2-3 个月的波段，指数层面拉升都是在行情后期，而相较于后期指数表现，初期和中期的个股和结构表现才是行情的重头戏。

经历了 6 月以来的持续震荡，我们认为打破箱体的条件日益成熟。值得注意的是，指数层面的启动都是渐进式，指数显著拉升通常出现在行情后期。随着近期强势股补跌，我们认为，指数将进入震荡上行阶段，结构层面建议跟随主线进行配置。也即，重视 AI 上游和低算力应用的龙头股，相关环节正跟随基本面展开有序上涨。

#### □ 复盘：打破箱体三大要素

我们借助历史上打破箱体的经验复盘对此分析。从波段角度，我们分别选择了 2019、2020、2021 年三段走出箱体的案例，从结构面、消息面、资金面展开。

复盘 2019 年、2020 年、2021 年市场打破箱体震荡的经验，就内因而言，个股和结构是指数的微观构成，主线跟随基本面线索发酵是核心驱动；就外因而言，消息面的催化，资金面的驱动，是边际催化。

具体来看，其一，结构面而言，指数突破箱体需要主线引领；其二，消息面而言，政策利好是催化；其三，资金面而言，北上资金是前瞻信号之一，在大部分时间可以观察到由净流出转为净流入。

#### □ 展望：打破箱体日益成熟

站在当前，我们认为市场打破箱体震荡的条件日益成熟。其一，结构面而言，受益于基本面线索催化，AI 上游和低算力应用的龙头股正展开有序上涨，行情正在从个股层面逐步发酵；其二，消息面而言，稳增长政策持续发力、全球风险偏好升温等利好正在累积；其三，资金面而言，前瞻指标北上资金、科创板 ETF 等都释放积极信号。

#### □ 风险提示

人工智能产业进展低预期；美国通胀数据持续超预期；历史统计规律下降。

分析师：王杨

执业证书号：S1230520080004

wangyang02@stocke.com.cn

#### 相关报告

1 《行情正值盛夏，主线主题交织——新繁荣牛市之三十》

2023.07.17

## 正文目录

<b>1 前言：久盘之后如何抉择</b> .....	<b>4</b>
<b>2 复盘：打破箱体三大要素</b> .....	<b>4</b>
2.1 2019 年复盘经验 .....	4
2.1.1 2019 年结构面线索 .....	5
2.1.2 2019 年资金面变化 .....	5
2.1.3 2019 年信息面催化 .....	6
2.2 2020 年复盘经验 .....	6
2.2.1 2020 年结构面线索 .....	7
2.2.2 2020 年资金面变化 .....	7
2.2.3 2020 年信息面催化 .....	8
2.3 2021 年复盘经验 .....	9
2.3.1 2021 年结构面线索 .....	9
2.3.2 2021 年资金面变化 .....	10
2.3.3 2021 年信息面催化 .....	11
<b>3 展望：打破箱体日益成熟</b> .....	<b>11</b>
3.1 AI 引领结构主线 .....	12
3.2 资金面释放信号 .....	12
3.3 消息面利好累积 .....	14
<b>4 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

图 1: 2019 年万得全 A 走势.....	4
图 2: 2019 年市场主线: 半导体和核心资产.....	5
图 3: 2018 年 6 月-2019 年 12 月期间外资净流入.....	6
图 4: 2019 年万得全 A 周成交额.....	6
图 5: 2020 年万得全 A 走势.....	7
图 6: 2020 年市场主线: 新能源和核心资产.....	7
图 7: 2018 年 6 月-2019 年 12 月期间股债性价比走势.....	8
图 8: 2019 年 7 月-2020 年 12 月期间回购预案数量.....	8
图 9: 2020 年 6 月-2021 年 12 月期间外资净流入.....	8
图 10: 2020 年万得全 A 周成交额.....	9
图 11: 2021 年万得全 A 走势.....	9
图 12: 2021 年市场主线: 新能源.....	10
图 13: 2020 年 6 月-2021 年 12 月期间回购预案数量.....	11
图 14: 2020 年 6 月-2021 年 12 月期间外资净流入.....	11
图 15: 2021 年万得全 A 周成交额.....	11
图 16: 2023 年外资净流入.....	12
图 17: 北上资金+科创板 ETF 情况.....	13
图 18: 通信配置与标配比例.....	13
图 19: 电子配置与标配比例.....	13
图 20: 传媒配置与标配比例.....	14
图 21: 计算机配置与标配比例.....	14
表 1: AI 上游细分环节.....	14

## 1 前言：久盘之后如何抉择

6月我们发布系列报告提出夏季行情拉开帷幕，6月以来指数走势一波三折，而这恰恰是行情初期的经典特征。具体来看，无论是2-3年的牛市，还是2-3个月的波段，指数层面拉升都是在行情后期，而相较于后期指数表现，初期和中期的个股和结构表现才是行情的重头戏。

经历了6月以来的持续震荡，我们认为打破箱体的条件日益成熟。值得注意的是，指数层面的启动都是渐进式，指数显著拉升通常出现在行情后期。随着近期强势股补跌，我们认为，指数将进入震荡上行阶段，结构层面建议跟随主线进行配置。

我们将借助历史上打破箱体的经验复盘对此分析。从波段角度，我们分别选择了2019、2020、2021年三段走出箱体的案例，从结构面、消息面、资金面等维度展开。

## 2 复盘：打破箱体三大要素

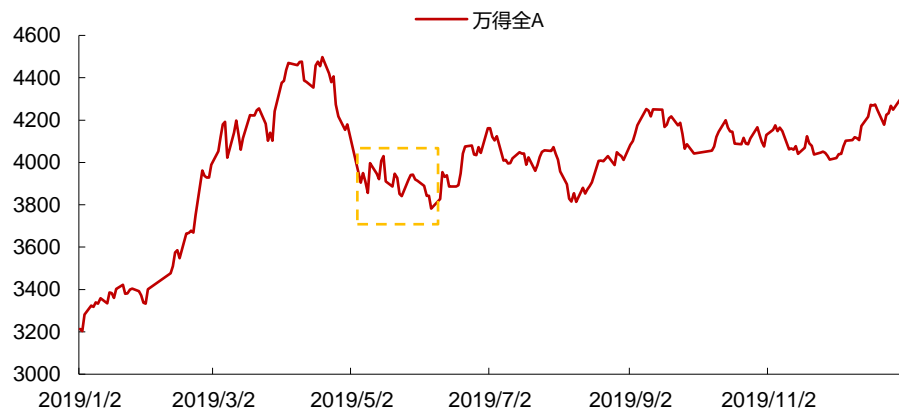
复盘2019年、2020年、2021年市场打破箱体震荡的经验，就内因而言，个股和结构是指数的微观构成，主线跟随基本面线索发酵是核心驱动；就外因而言，消息面的催化，资金面的驱动，是边际催化。

具体来看，其一，结构面而言，指数突破箱体需要主线引领；其二，消息面而言，政策利好是催化；其三，资金面而言，北上资金是前瞻信号之一，在大部分时间可以观察到由净流出转为净流入。

### 2.1 2019年复盘经验

2019年市场经历Q1大涨后，于5月开始进入震荡格局，并于7月附近走出箱体震荡。

图1：2019年万得全A走势

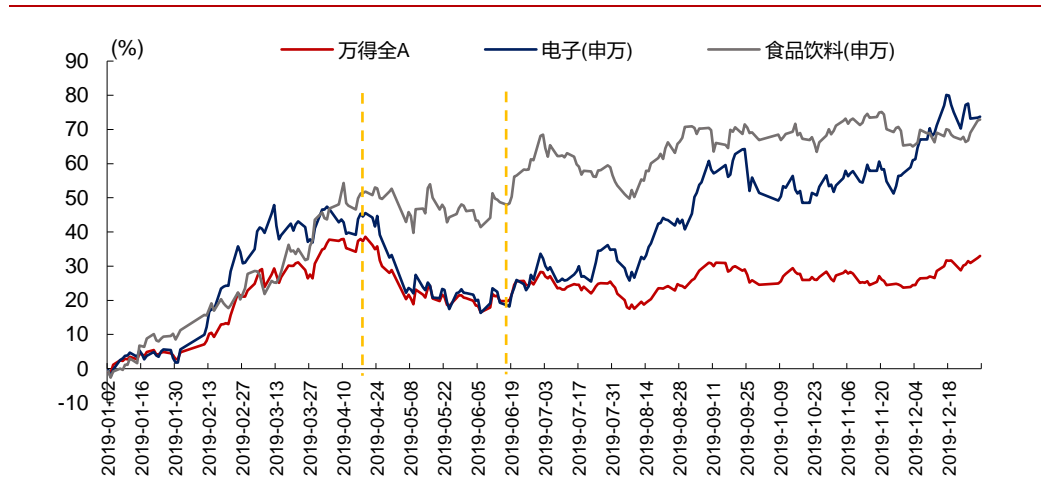


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.1.1 2019 年结构面线索

就结构主线而言，2019 年由半导体和核心资产引领。观察电子和食品饮料等代表指数，2019 年电子、食品饮料超额收益分别达 41%、40%。节奏来看，受益于半导体订单、白酒中报等基本线索，半导体和白酒的启动是先个股再指数，随着主线的指数行情启动，驱动市场走出箱体震荡格局。

图2：2019 年市场主线：半导体和核心资产

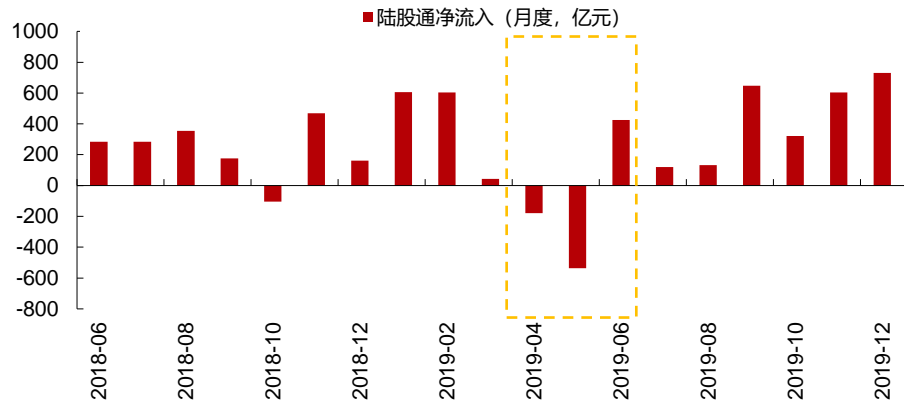


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.1.2 2019 年资金面变化

就 2019 年资金面来看，在盘整结束之前，“北向资金”发出明显信号。根据 Wind 数据，我们统计各月度 A 股北向资金净流入规模，可以发现，在 2019 年盘整结束之前，北上资金开始入场。在 2019 年 6 月行情快速拉升之前，就陆股通月度净流入规模来看，2019 年 6 月外资从净流出转向净流入。具体数据来看，2019 年 4 月到 2019 年 5 月外资分别净流出 180 亿、537 亿，2019 年 6 月外资净流入 426 亿。

图3： 2018 年 6 月-2019 年 12 月期间外资净流入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.1.3 2019 年信息面催化

消息面而言，中美关系缓和、科创板开板是打破箱体的催化剂。一则，6月13日，科创板正式开板；二则，6月中美经贸摩擦边际缓和。自5月5日特朗普发推特将对中国加征关税后，6月18日中美元首首通电话。利好催化下，市场的风险偏好提升。以万得全A的周成交额为例，4月成交额跌落至单周1.14万亿，随后逐步企稳回升。

图4： 2019 年万得全 A 周成交额

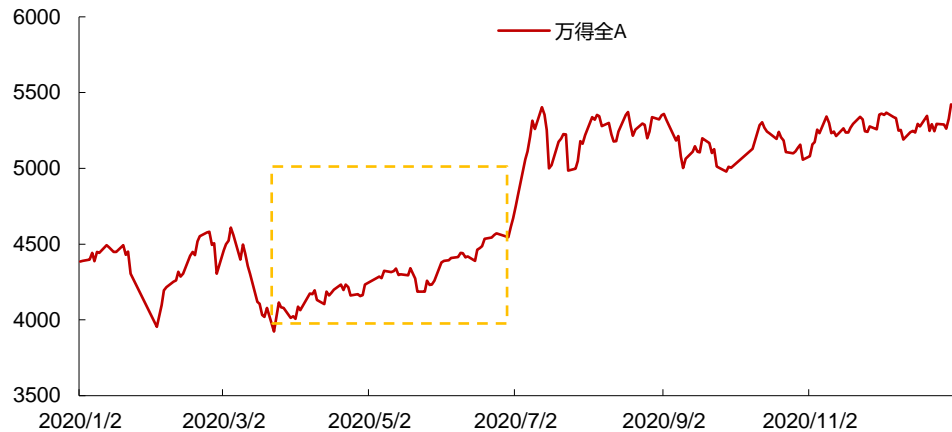


资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.2 2020 年复盘经验

2020 年 7 月市场打破箱体震荡的格局。2020 年 Q1 市场调整后，于 Q2 进入震荡盘整格局，并于 7 月前后迎来箱体突破。

图5：2020年万得全A走势

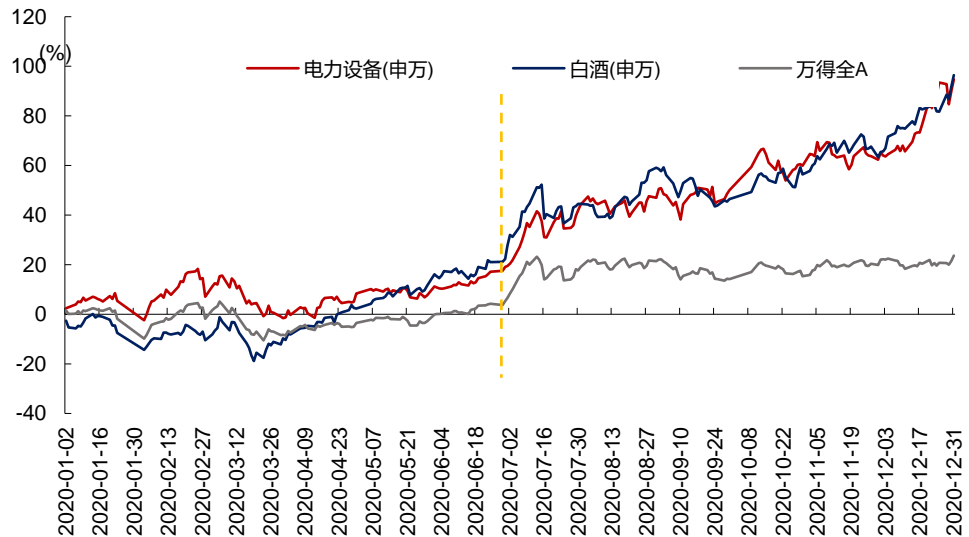


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.2.1 2020年结构面线索

就结构来看，2020年由新能源和核心资产引领。观察代表指数，2020年电力设备、白酒超额收益分别为71%、73%。节奏来看，新能源产业线索发酵，叠加流动性利好，新能源和核心资产先个股启动再指数启动，并带领指数走出震荡格局。

图6：2020年市场主线：新能源和核心资产



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.2.2 2020年资金面变化

就2020年资金面来看，在盘整结束之前，“股债性价比”、“回购预案数”、“北向资金”三项指标均发出明显信号。

其一，我们以“万得全 A 近 12 个月股息率减 1 年期中债收益率”定义“股债性价比”，可以发现，2020 年期间，万得全 A 在 6 月突破此前盘整上界，且向上斜率快速拉升，而股债性价比指标则在 4 月底出现见顶回落。

其二，根据 Wind 数据，我们统计各月度 A 股预案回购案例数量，可以发现，在 2020 盘整结束之前，A 股回购数明显增加。在 2020 年 6 月行情快速拉升之前，其已提前在 4 月预案回购数量已出现明显增长。

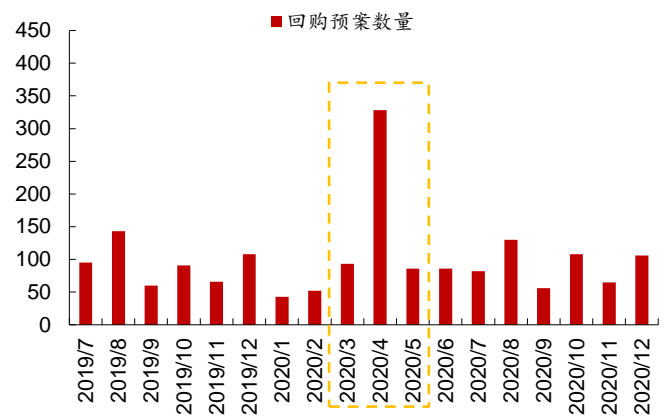
其三，根据 Wind 数据，我们统计各月度 A 股北向资金净流入规模，可以发现，在 2020 盘整结束之前，外资入场明显提速。在 2020 年 6 月行情启动之前，4 月外资由流出转为流入，2020 年 3 月外资净流出 679 亿，4-5 月分别净流入 533 亿和 301 亿。

图7： 2018 年 6 月-2019 年 12 月期间股债性价比走势



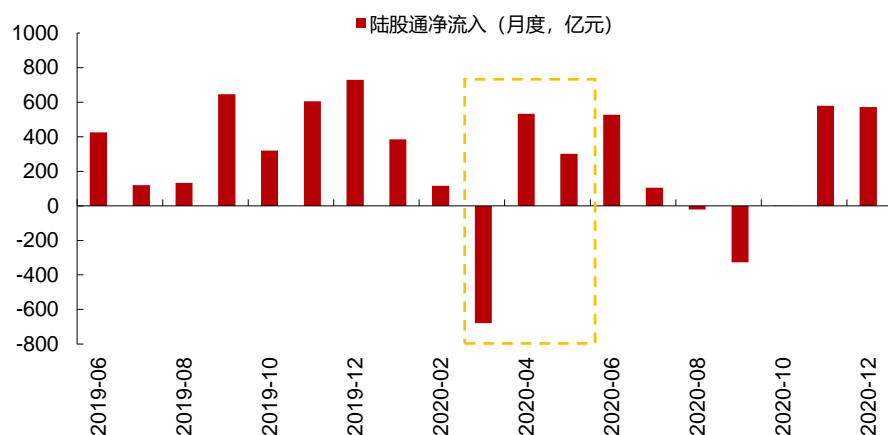
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8： 2019 年 7 月-2020 年 12 月期间回购预案数量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9： 2020 年 6 月-2021 年 12 月期间外资净流入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.2.3 2020 年信息面催化



消息面而言，政策刺激是本轮行情打破箱体的催化剂。比如 6 月 17 日，国常会继续强调“推动金融系统向各类企业合理让利”，并首次明确全年让利规模达 1.5 万亿元。

市场风险偏好在二季度逐渐改善。以万得全 A 周成交额为例，5 月初曾跌落至单周 2.1 万亿，随后逐步企稳回升。

图10：2020 年万得全 A 周成交额

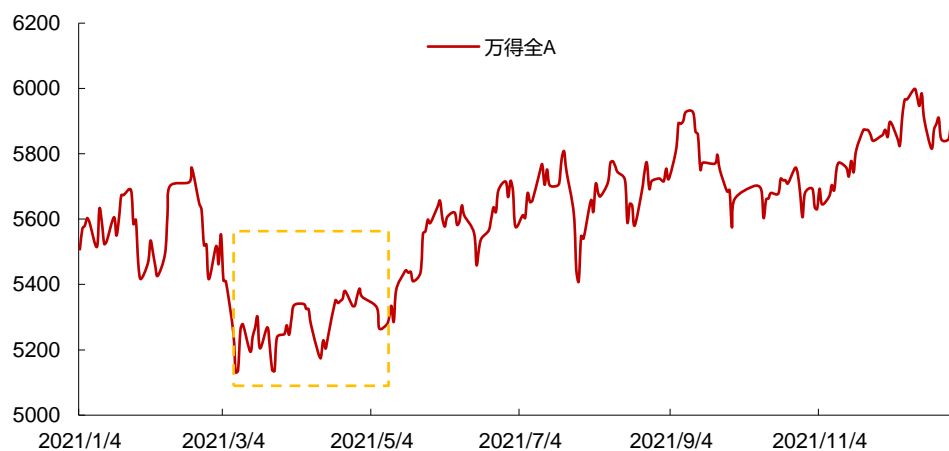


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.3 2021 年复盘经验

2021 年 5 月市场打破箱体震荡的格局。2021 年初市场调整后，于 3-4 月进入震荡盘整区间，于 5 月迎来箱体突破。

图11：2021 年万得全 A 走势

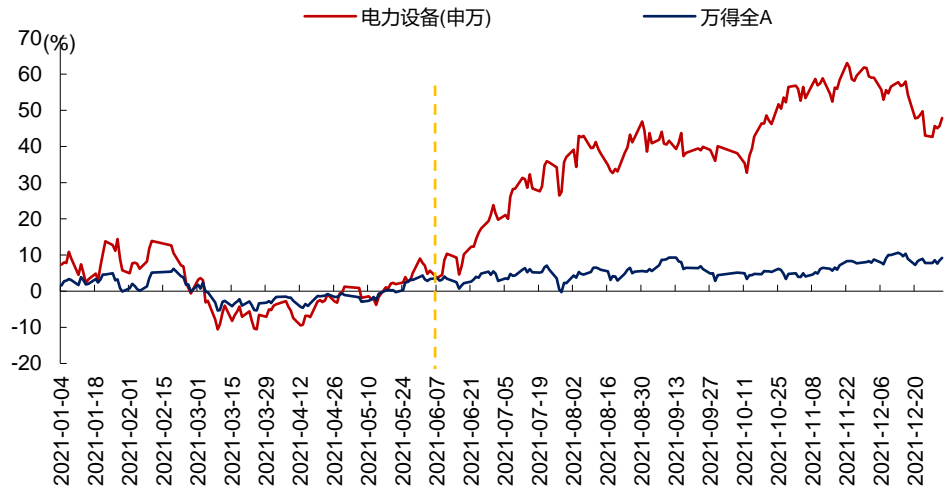


资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 2.3.1 2021 年结构面线索

就结构来看，2020年由新能源引领，2021全年电力设备超额收益达39%。节奏来看，受益于产业基本面线索，新能源板块先个股再指数陆续启动，并引领市场走出震荡。

图12：2021年市场主线：新能源



资料来源：Wind，浙商证券研究所

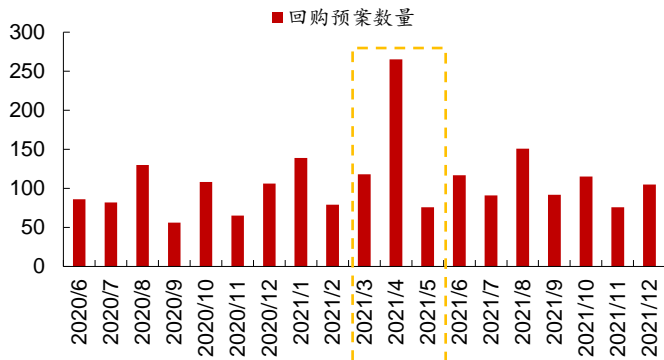
### 2.3.2 2021年资金面变化

就2019年资金面来看，在盘整结束之前，“回购预案数”和“北向资金”发出明显信号。

其一，根据Wind数据，我们统计各月度A股预案回购案例数量，可以发现，在2021盘整结束之前，A股回购数量多有明显增加。在2021年6月行情启动之前，其已提前在4月出现明显增长。

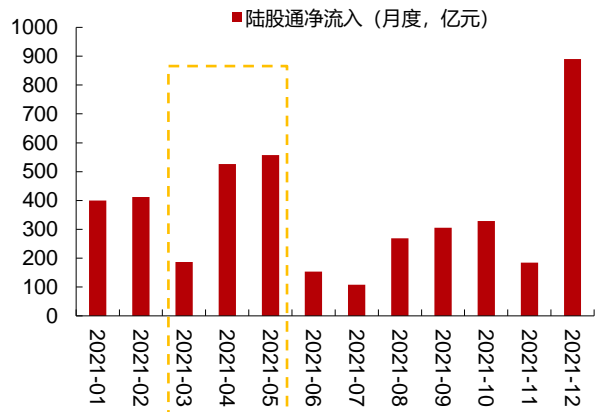
其二，根据Wind数据，我们统计各月度A股北向资金净流入规模，可以发现，在2021盘整结束之前，外资入场明显提速。在2021年6月行情启动之前，外资连续8个月维持净流入，且在4月份加速入场。具体数据，2021年3至5月分别净流入187亿、526亿、558亿。

图13: 2020年6月-2021年12月期间回购预案数量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 2021年外资净流入



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 2.3.3 2021年信息面催化

消息面来看, 4月底中央政治局会议, 以及A股盈利高增等是边际催化。

市场风险偏好显著提升, 观察万得全A的周成交额, 5月初跌落至单周1.7万亿低点, 随后缓慢开始回升。

图15: 2021年万得全A周成交额



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 3 展望: 打破箱体日益成熟

站在当前, 我们认为市场打破箱体震荡的条件日益成熟。其一, 结构面而言, 受益于基本面线索催化, AI上游和低算力应用的龙头股正展开有序上涨, 行情正在从个股层面逐步发酵; 其二, 消息面而言, 稳增长政策持续发力、全球风险偏好升温等利好正在累积; 其三, 资金面而言, 前瞻指标北上资金、科创板ETF等都释放积极信号。

### 3.1 AI 引领结构主线

我们认为，夏季攻势的主线在于以 AI 上游和低算力应用，现阶段核心特征在于，TMT 指数慢涨，但龙头股受益于基本面线索驱动超额收益持续扩大。

针对板块运行特征，4 月 23 日我们发布《慢就是快：TMT 主升段将展开》提出，主升段初期的核心特征在“慢就是快”，相较于第一波预期驱动的指数急涨，进入基本面线索驱动阶段，指数慢涨，但明星股超额将开始持续扩大。

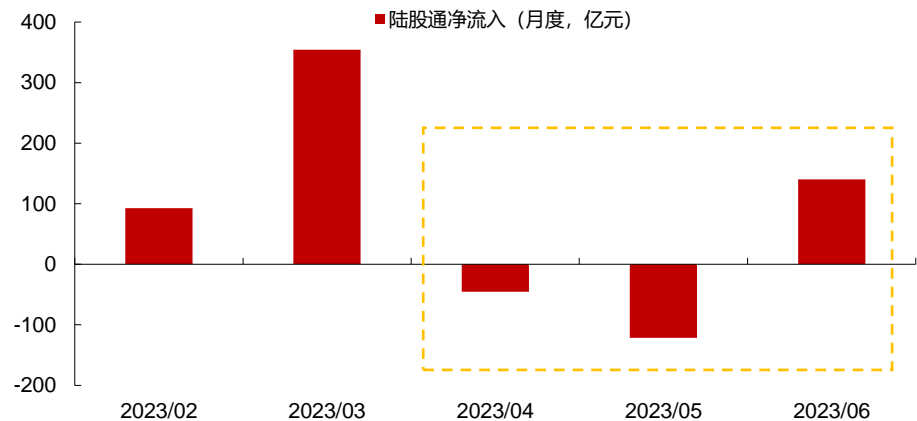
针对公司选股策略，5 月 28 日我们发布《择优而取：AI 明星股超额开始扩大》提出，相较于 5 月之前的题材股占优，现阶段应聚焦算力、数据、大模型等环节的龙头股。4 月下旬以来，TMT 走势较为契合上述特征。

具体来看，上证指数和 TMT 指数放缓，但以 AI 上游和低算力应用为代表的龙头股，受益于基本面线索的催化，正展开有序上涨。

### 3.2 资金面释放信号

就资金面而言，外资在近期由净流出逐渐转向净流入。2023 年 4-5 月北上资金分别净流出 46 亿、121 亿，而 6 月北上资金净流入 140 亿。外资从净流出转为净流入，资金面逐渐呈现改善的迹象。

图16：2023 年外资净流入



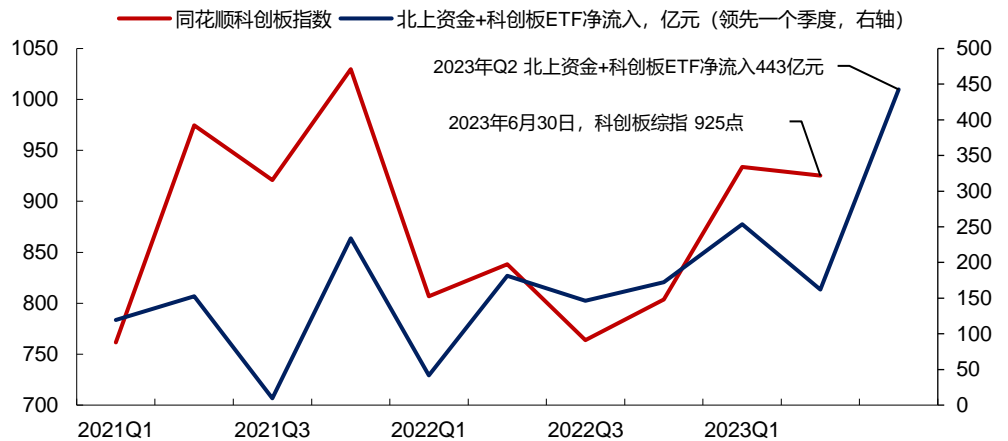
资料来源：Wind，浙商证券研究所

宽基指数中科创 50 是本轮 TMT 的代表指数，科创板二季度资金面释放积极信号。具体来看，按照历史规律来看，北上资金和科创板 ETF 净流入均对科创板行情有一定领先意义，通常领先一个季度，两者加总对科创板行情的指示效果最好。自科创板 ETF 于 2020 年

Q4 发布以来，基本能指导行情的走势。Q2 以来北上资金+ETF 净流入规模相较 Q1 明显扩大，对 Q3 科创板走势释放积极信号。

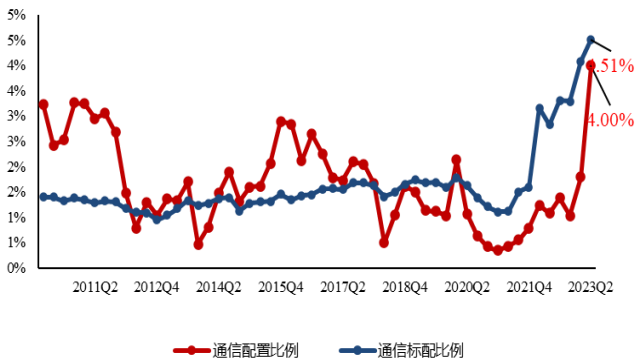
此外，基金持仓角度来看，公募基金正在增配 TMT。2023Q2 公募 TMT 持仓占比持续提升，通信、电子加仓幅度最大，传媒次之，计算机微降。具体来看，通信配置比例自 1.80% 上升至 4.00%，低配 0.51%；电子配置比例自 9.10% 上升至 10.93%，超配 3.11%；传媒配置比例自 1.08% 上升至 1.43%，低配 0.36%；计算机配置比例自 8.26% 下降至 7.61%，超配 2.87%。

图17: 北上资金+科创板 ETF 情况



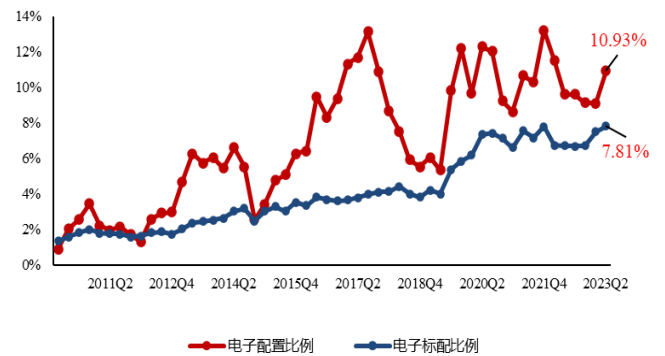
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 通信配置与标配比例



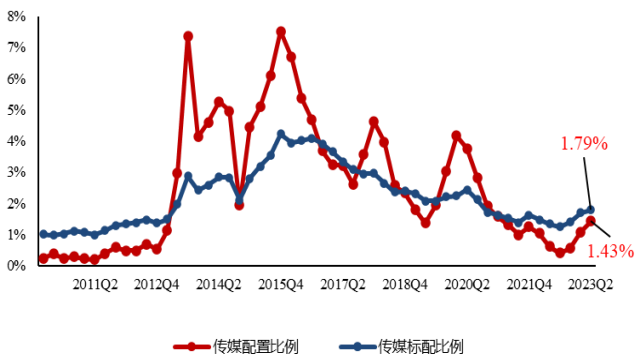
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 电子配置与标配比例



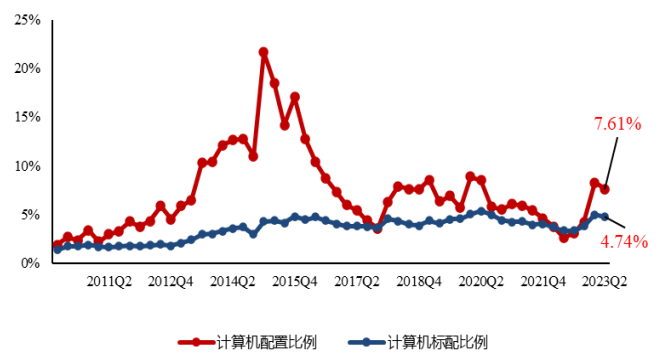
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 传媒配置与标配比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 计算机配置与标配比例



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3.3 消息面利好累积

就政策面而言，稳增长政策不断落地。2023年7月19日，中共中央、国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》，包括持续优化民营经济发展环境、加大对民营经济政策支持力度。7月21日，国家发改委等部门印发《关于促进汽车消费的若干措施》，进一步稳定和扩大汽车消费，促进消费持续恢复。国务院常务会议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，旨在改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展。

人工智能政策方面，7月13日国家网信办联合国家发展改革委、教育部、科技部等7部门公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》。国家网信办有关负责人表示，《办法》提出国家坚持发展和安全并重、促进创新和依法治理相结合的原则，采取有效措施鼓励生成式人工智能创新发展，对生成式人工智能服务实行包容审慎和分类分级监管。

就业绩面而言，中报季开启，《2023年中报前瞻》中我们结合业绩季节性、工业企业高频数据、分析师预期调整等三条维度对上市公司2023年中报业绩进行前瞻，TMT中计算机、电子和传媒均有可能业绩出现改善。

表1: AI上游细分环节

产业链	细分赛道	相关公司
芯片链	EDA/IP	华大九天、概伦电子、广立微、芯原股份
	Chiplet	通富微电、长电科技、芯原股份
	零部件	茂莱光学、富创精密、江丰电子、神工股份、新莱应材
	半导体设备	晶盛机电、北方华创、华海清科、芯源微、精测电子、万业企业、长川科技、华峰测控、拓荆科技-U、盛美上海
	半导体材料	大全能源、鼎龙股份、沪硅产业-U、立昂微、彤程新材、雅克科技
	晶圆厂	中芯国际
	ASIC	寒武纪-U、澜起科技
	CPU/GPU	海光信息、中国长城、景嘉微
	FPGA	安路科技-U、复旦微电、紫光国微
	存储	北京君正、兆易创新、澜起科技

软件链	中间件	东方通、宝兰德、普元信息
	信创软件	远光软件、润和软件、科蓝软件、致远互联
	系统软件	远光软件、中国软件
	工业软件	宝信软件、中望软件、中控技术、华大九天、鼎捷软件、能科科技、科远智慧、川仪股份、汉得信息、用友网络
	操作系统	中国软件、诚迈科技、太极股份、麒麟信安、中科曙光、软通动力
算力和通信	光芯片	源杰科技、仕佳光子、光迅科技、长光华芯
	光模块	中际旭创、新易盛、天孚通信、光迅科技、
	交换机	锐捷网络、工业富联、中兴通讯、紫光股份
	液冷	英维克、申菱环境
	网络设备	中兴通讯、创维数字
	光缆光纤	长飞光纤、亨通光电
	PCB	沪电股份、深南电路、兴森科技、生益科技、胜宏科技
	服务器	浪潮信息、中科曙光、拓维信息、工业富联、中兴通讯、紫光股份
	IDC 及运营商	奥飞数据、数据港、宝信软件、光环新网、润泽科技、万国数据、中国电信、中国联通、中国移动
	边缘算力承载平台	美格智能、广和通、移远通信
数据链	数据安全	安恒信息、奇安信-U、电科网安、美亚柏科、深信服、安博通、信安世纪、三未信安、三二零、启明星辰、绿盟科技
	数据要素	云赛智联、浙数文化、拓尔思、易华录、超图软件、深桑达 A、零点有数、太极股份、三维天地、上海钢联、山大地纬
	数据可视化	浩瀚深度、恒为科技、中新赛克
	boss 系统	亚信科技、天源迪科、东方国信
大模型	大模型	三二零、昆仑万维、科大讯飞

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4 风险提示

- 1、人工智能产业进展低预期；
- 2、美国通胀数据持续超预期；
- 3、历史统计规律下降。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>