

## “螺蛳壳里做道场”行情特征

### 投资要点：

#### ➤ 低波动的“螺蛳壳里做道场”行情

2023年以来，市场行情整体呈现出低波动的特征，相关指标基本处于历史最低位。而这种行情又被称为“螺蛳壳里做道场”，即大盘在一个相对较窄的区间内震荡，既无明显的单边趋势，也没有大开大合的上下起伏。

#### ➤ “螺蛳壳里做道场”行情的主要特征

A股出现过4次类似的“螺蛳壳里做道场”行情，分别为2009年8月至2011年4月、2013年2月至2014年4月、2019年5月至11月以及2020年7月至2021年3月，大部分行情区间内全A的波动率都低于20%。这类行情多出现在PPI下行周期的尾声，且前期市场往往已触底反弹，有阶段性上涨。

#### ➤ “螺蛳壳里做道场”的历史经验

从历史上看，“螺蛳壳里做道场”的行情虽然在大盘上表现为窄幅波动、缺乏趋势，但此时往往是行情切换的重要时点，容易出现主题性投资机会。2013年2月至2014年4月这一段行情对于目前A股的走势具有一定的参考意义，彼时和此时市场都对经济二次探底、陷入通缩存有一定担忧，行情也都以TMT一枝独秀。

#### ➤ “螺蛳壳里做道场”的应对方法

在低波动的市场环境下，我们建议积极关注目前盈利周期处于历史底部，未来蕴含向上预期的行业板块，就市场整体而言，目前盈利处于底部的大行业板块主要在两个方向，一是TMT相关板块、二是盈利与PPI高度正相关的周期性板块。

#### ➤ 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。

### 团队成员

分析师 沈重衡

执业证书编号：S0210523060006

邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

分析师 燕翔

执业证书编号：S0210523050003

邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯

执业证书编号：S0210523060005

邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成

执业证书编号：S0210523060003

邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗

执业证书编号：S0210523060002

邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

### 相关报告

## 正文目录

|   |                        |   |
|---|------------------------|---|
| 1 | 低波动的“螺丝壳里做道场”行情 .....  | 1 |
| 2 | “螺丝壳里做道场”行情的主要特征 ..... | 2 |
| 3 | “螺丝壳里做道场”的历史经验 .....   | 3 |
| 4 | “螺丝壳里做道场”的应对方法 .....   | 6 |
| 5 | 风险提示 .....             | 7 |

## 图表目录

|                                                  |   |
|--------------------------------------------------|---|
| 图表 1: 万得全 A120 日振幅走势 .....                       | 1 |
| 图表 2: 万得全 A120 日波动率走势 .....                      | 1 |
| 图表 3: “螺丝壳里做道场”行情区间分布 .....                      | 2 |
| 图表 4: “螺丝壳里做道场”行情区间内万得全 A 的表现 .....              | 2 |
| 图表 5: “螺丝壳”行情区间内的风格表现 .....                      | 3 |
| 图表 6: PPI 同比走势与“螺丝壳”行情 .....                     | 3 |
| 图表 7: 2008 年 11 月至 2011 年 4 月间各大类风格的超额收益走势 ..... | 4 |
| 图表 8: 2011 年 4 月至 2014 年 4 月间各大类风格的超额收益走势 .....  | 5 |
| 图表 9: 2020 年 3 月至 2021 年 12 月间各大类风格的超额收益走势 ..... | 5 |
| 图表 10: 2022 年 11 月至今各大类风格的超额收益走势 .....           | 6 |
| 图表 11: 中国 CPI 和 PPI 同比走势 .....                   | 6 |
| 图表 12: 当前部分 TMT 相关板块的盈利处于底部 .....                | 7 |

## 1 低波动的“螺丝壳里做道场”行情

“螺丝壳里做道场”的原意是指做事受到束缚、施展不开拳脚，引申到股市的语境中即指大盘在一个相对较窄的区间内震荡，既无明显的单边趋势，也没有大开大合的上下起伏，而近期 A 股的走势就是这种情况。近半年 A 股的整体波动大幅降低，相关指标目前基本处于历史最低位。我们用 120 日振幅和波动率两个指标来刻画 A 股的波动，截至 7 月 24 日，万得全 A 的 120 日振幅为 7.5%，为 2003 年以来的最低值，波动率为 0.8%，处于 2003 年以来的 5%分位数。

图表 1：万得全 A120 日振幅走势



来源：Wind，华福证券研究所

图表 2：万得全 A120 日波动率走势



来源：Wind，华福证券研究所

## 2 “螺丝壳里做道场” 行情的主要特征

从历史上看，A 股出现过 4 次类似的“螺丝壳里做道场”（下称“螺丝壳”）行情，分别为 2009 年 8 月至 2011 年 4 月、2013 年 2 月至 2014 年 4 月、2019 年 5 月至 11 月以及 2020 年 7 月至 2021 年 3 月。历次行情区间内大盘波动都处于较低的水平，除了 2009 年那段区间外，其他区间内万得全 A 指数的波动率和振幅都低于 20%（参见图表 3）。

图表 3：“螺丝壳里做道场”行情区间分布



来源：Wind，华福证券研究所

图表 4：“螺丝壳里做道场”行情区间内万得全 A 的表现

| 起始时间    | 结束时间    | 时长(月) | 区间收益率(%) | 年化波动率(%) | 振幅(%) |
|---------|---------|-------|----------|----------|-------|
| 2009-08 | 2011-04 | 20.8  | 1.1      | 22.9     | 29.2  |
| 2013-02 | 2014-04 | 14.5  | -0.9     | 18.9     | 19.0  |
| 2019-05 | 2019-11 | 6.8   | 2.6      | 16.7     | 12.2  |
| 2020-07 | 2021-03 | 7.8   | 2.7      | 18.8     | 15.5  |
| 2023-02 | 2023-07 | 5.7   | -6.4     | 11.1     | 7.4   |

来源：Wind，华福证券研究所

风格上看，以科技医药为代表的成长风格在“螺丝壳”行情期间占优的概率更高，周期和金融地产等顺周期板块的表现则更差，其中 TMT 板块更是在过去 5 次“螺丝壳”行情中 3 次涨幅第一，而大小盘风格上没有明显差异。

**图表 5：“螺丝壳”行情区间内的风格表现**

| 起始时间    | 2009-08 | 2013-02 | 2019-05 | 2020-07 | 2023-02 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 结束时间    | 2011-04 | 2014-04 | 2019-11 | 2021-03 | 2023-07 |
| 周期      | 1.1     | -19.1   | -5.3    | 17.0    | -9.7    |
| 先进制造    | 26.9    | 19.0    | -3.8    | 16.8    | -12.1   |
| 消费      | 40.8    | 6.4     | 4.9     | 8.7     | -10.3   |
| 医药医疗    | 49.1    | 19.7    | 6.8     | -7.4    | -12.7   |
| 科技(TMT) | 19.1    | 55.6    | 11.4    | -14.7   | 6.9     |
| 金融地产    | -21.0   | -21.9   | 0.1     | 0.0     | -9.0    |
| 沪深 300  | -10.0   | -19.9   | 4.4     | 10.1    | -9.3    |
| 中证 500  | 31.8    | 13.3    | -1.1    | -3.4    | -7.1    |
| 中证 1000 | 44.6    | 31.7    | -3.1    | -9.3    | -7.6    |

来源：Wind，华福证券研究所

“螺蛳壳”的行情基本都出现在 PPI 下行周期的尾声，同时也是企业盈利周期的尾声（PPI 与企业盈利周期密切相关），2009 年、2013 年、2019 年和 2023 年都是如此，2020 年 7 月至 12 月这一区间内 PPI 虽已“掉头”上行，但仍处在负增长区间。

**图表 6：PPI 同比走势与“螺丝壳”行情**

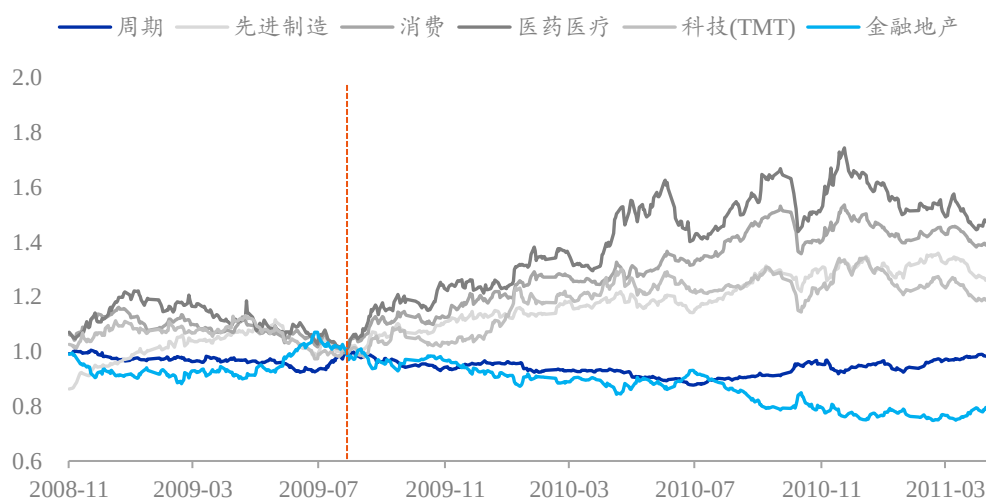

来源：Wind，华福证券研究所

### 3 “螺蛳壳里做道场”的历史经验

“螺蛳壳”行情本质上是市场在触底反弹后的一种短期盘整。由于市场通常早于盈利周期见底，因此“螺蛳壳”行情多出现在一段上涨之后，2009 年、2013 年、2019 年、2020 年以及 2023 年都是如此。该阶段行情虽然在大盘层面表现为窄幅波动、缺乏趋势，但却往往是行情切换的重要时点，容易出现主题性投资机会。在 2009 年 8 月至 2011 年 4 月这一区间中，行情主线从前期的有色、煤炭、汽车等顺周期板块切

换为消费电子、食品饮料以及医药生物，“喝酒吃药”接棒“煤飞色舞”；而 2013 年 2 月至 2014 年 7 月则是在手游、影视等概念主题的催化下，行情主线从前期大幅占优的金融地产转向了 TMT 板块，创业板一枝独秀，除此之外，该区间内还出现了两次主题行情，分别是 2013 年 8 月启动的“上海自贸区”和 2014 年 7 月启动的“一带一路”主题行情；2019 年则是 5G 板块爆发，TMT 走强而消费承压；2020 年 7 月至次年 3 月这一区间见证了消费行情的见顶，消费行情自 2018 年年末启动以来已持续了接近 3 年，此后超额开始一路下行；去年 11 月行情反转以来，市场始终缺乏清晰的主线，直到今年 2 月 ChatGPT 的出世点燃 AI 浪潮，带动 TMT 的超额一路上行至 6 月底，TMT 也成为今年以来唯一具有明显超额收益的板块。

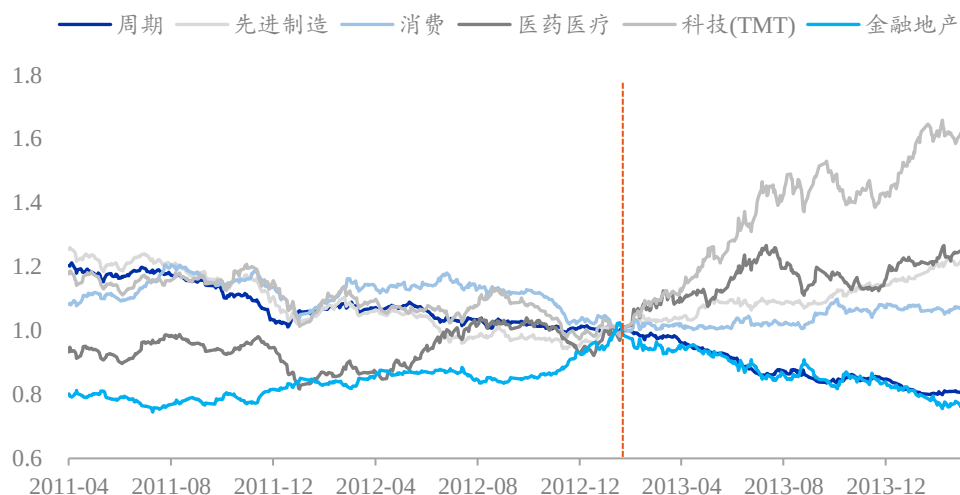
图表 7：2008 年 11 月至 2011 年 4 月间各大类风格的超额收益走势



来源：Wind，华福证券研究所

注：定基于 2009 年 8 月 3 日。

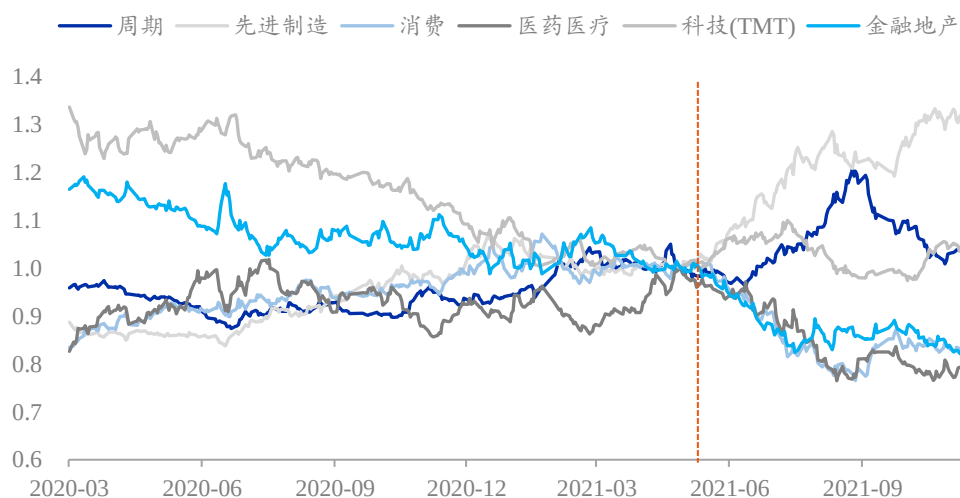
图表 8：2011 年 4 月至 2014 年 4 月间各大类风格的超额收益走势



来源：Wind，华福证券研究所

注：定基于 2013 年 2 月 7 日。

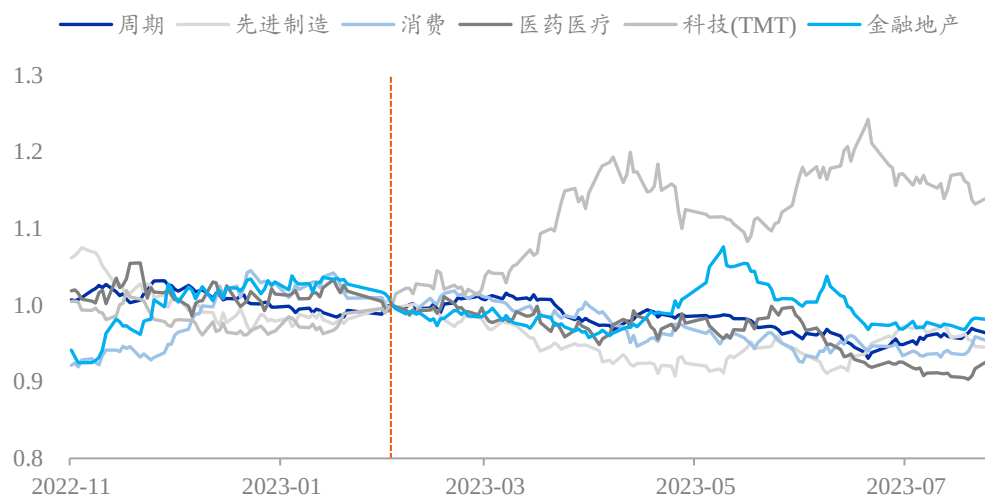
图表 9：2020 年 3 月至 2021 年 12 月间各大类风格的超额收益走势



来源：Wind，华福证券研究所

注：定基于 2021 年 5 月 17 日。

图表 10：2022 年 11 月至今各大类风格的超额收益走势

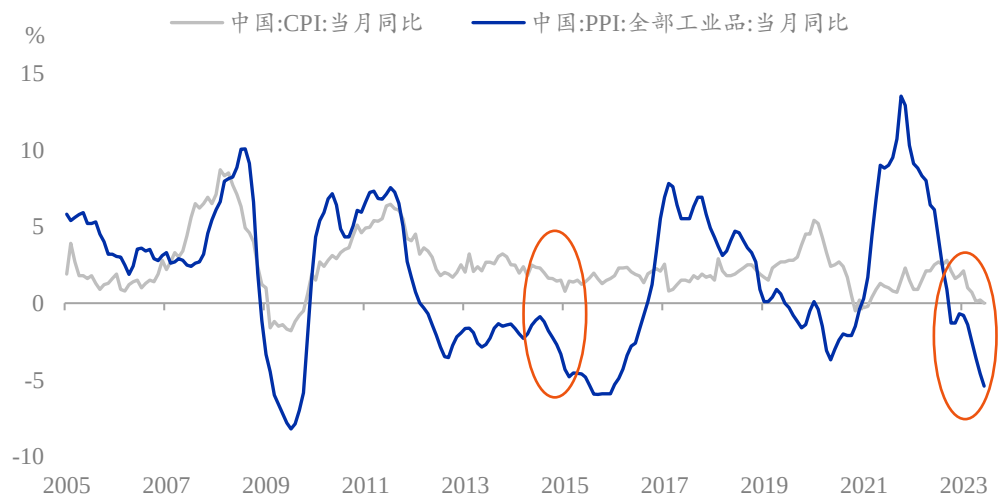


来源：Wind，华福证券研究所

注：定基于 2023 年 2 月 3 日。

这几段“螺丝壳”行情中，2013 年 2 月至 2014 年 7 月这一段对近期 A 股的走势具有一定的参考意义。彼时和此时有两大共同点：1) 市场对经济进一步恶化、二次探底形成通缩都存有一定的担忧；2) 行情上都是以 TMT 板块的亮眼表现作为显著特征，2013 年是围绕智能手机产业链，而今年的行情载体则是数字经济和 AI。

图表 11：中国 CPI 和 PPI 同比走势



来源：Wind，华福证券研究所

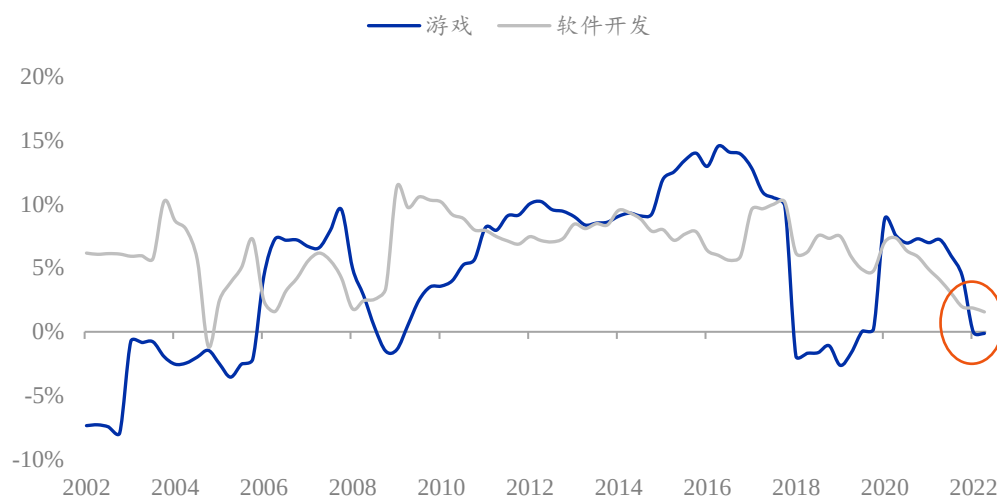
#### 4 “螺丝壳里做道场”的应对方法

在低波动的市场环境下，我们建议积极关注目前盈利周期处于历史底部，未来蕴含向上预期的行业板块，就市场整体而言，目前盈利处于底部的大行业板块主要在两



个方向，一是 TMT 相关板块、二是盈利与 PPI 高度正相关的周期性板块。

**图表 12：当前部分 TMT 相关板块的盈利处于底部**



来源：Wind，华福证券研究所

## 5 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。

## 投资评级说明

| 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