



Research and  
Development Center

# 券商上涨的特殊意义

——策略周观点

2023年7月30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

## 券商上涨的特殊意义

2023年7月30日

**核心结论:**历史上,熊市刚结束转换到新一轮牛熊周期初期时,券商行业大多会有一段明显的超额收益,超额幅度会高达50%左右,比如:2005年、2009年、2012年、2014年、2019年。但如果牛熊周期没转折,券商只是因为低估值+板块轮动,则超额收益幅度大多会在10%左右,比如2021年下半年-2022年的历次券商上涨均是如此。我们认为现在更接近熊转牛的初期,这一次超额收益的幅度可能会更大。近期银行板块也有所表现,短期逻辑是类似的,均是政策变化的受益板块。不过从长期来看,银行板块的beta更多来自风格,历史上银行板块的超额收益和价值股超额收益阶段非常类似。券商的超额收益和价值风格长期的走势并不一致,所以beta主要来自牛熊周期。我们认为,2023年是牛市初期,在此期间券商出现的波动需要重视,可能标志着牛市初期的判断开始被更多投资者认可。

- **(1) 熊市结束初期,券商大多会偏强,经常会出现超额收益高达50%左右的行情。**历史上,熊市刚结束转换到新一轮牛熊周期初期时,券商行业大多会有一段明显的超额收益,超额幅度会高达50%左右,比如:2005年、2009年、2012年、2014年、2019年。如果产业政策有积极变化,证券的超额收益在熊市还未结束的时候就已经开始出现了。比如2005年和2012年,均有利于证券行业的金融改革。2008年-2009年,由于有降低印花税、汇金增持等针对股市的政策支持,超额收益也有所提前。2014年Q4、2018年Q4-2019年Q1,均是出现在指数快速上涨期,也是牛熊转折阶段。
- **(2) 这一次券商行情高度,取决于当下市场状态是熊市反弹,还是熊转牛初期。**如果回顾最近几年券商的超额收益,能够明显看到,2021年下半年以来,券商出现过多次10%左右的超额收益。背后核心原因是经历过2019-2021年的牛市后,大部分板块估值均处在高位,2021年下半年以来,大部分时候券商的估值都比较便宜,不管是放在历史来看,还是跨行业比较。但是由于本身股市的环境偏熊市,所以每一次超额收益持续性均不强,比2019年Q1和2020年6-7月的两次超额收益弱很多。
- **(3) 银行板块的beta来自风格,券商的beta来自牛熊市。**近期银行板块也有所表现,短期逻辑是类似的,均是政策变化的受益板块。不过从长期来看,历史上银行板块的超额收益和价值股超额收益非常一致。而且银行板块的超额收益并不是类似券商脉冲式的,一旦有超额大多会持续较久,比如2005-2007、2011-2012、2015年下半年-2019年初。券商的超额收益和价值风格长期的走势并不一致,所以beta主要来自牛熊周期。
- **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：券商上涨的意义 .....	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

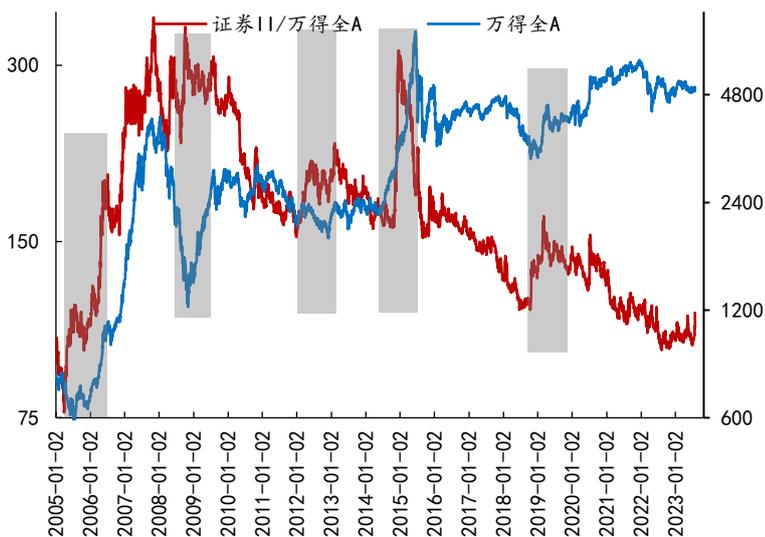
图 1：熊转牛初期是券商最容易有较大超额收益的阶段（单位：倍，%） .....	4
图 2：牛熊不同阶段证券超额收益的幅度（单位：%、点数） .....	5
图 3：银行与价值风格走势一致（单位：%、倍） .....	5
图 4：券商与价值风格走势不一致（单位：%、倍） .....	5
图 5：大势研判（单位：点数） .....	6
图 6：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%） .....	7
图 7：申万一级行业周涨跌幅（单位：%） .....	7
图 8：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%） .....	7
图 9：概念类指数周涨跌幅（单位：%） .....	7
图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%） .....	8
图 11：重要商品指数周涨跌幅（单位：%） .....	8
图 12：2023 年全球大类资产收益率（单位：%） .....	8
图 13：沪股通累计净买入（单位：亿元） .....	8
图 14：融资余额（单位：亿元） .....	8
图 15：新发行基金份额（单位：亿份） .....	9
图 16：基金仓位估算（单位：%） .....	9
图 17：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%） .....	9
图 18：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元） .....	9
图 19：长期国债利率走势（单位：%） .....	9
图 20：各类债券与同期限债券利差（单位：%） .....	9

## 一、策略观点：券商上涨的意义

历史上，熊市刚结束转换到新一轮牛熊周期初期时，券商行业大多会有一段明显的超额收益，超额幅度会高达 50% 左右，比如：2005 年、2009 年、2012 年、2014 年、2019 年。但如果牛熊周期没转折，券商只是因为低估值+板块轮动，则超额收益幅度大多会在 10% 左右，比如 2021 年下半年-2022 年的历次券商上涨均是如此。我们认为现在更接近熊转牛的初期，这一次超额收益的幅度可能会更大。近期银行板块也有所表现，短期逻辑是类似的，均是政策变化的受益板块。不过从长期来看，银行板块的 beta 更多来自风格，历史上银行板块的超额收益和价值股超额收益阶段非常类似。券商的超额收益和价值风格长期的走势并不一致，所以 beta 主要来自牛熊周期。我们认为，2023 年是牛市初期，在此期间券商出现的波动需要重视，可能标志着牛市初期的判断开始被更多投资者认可。

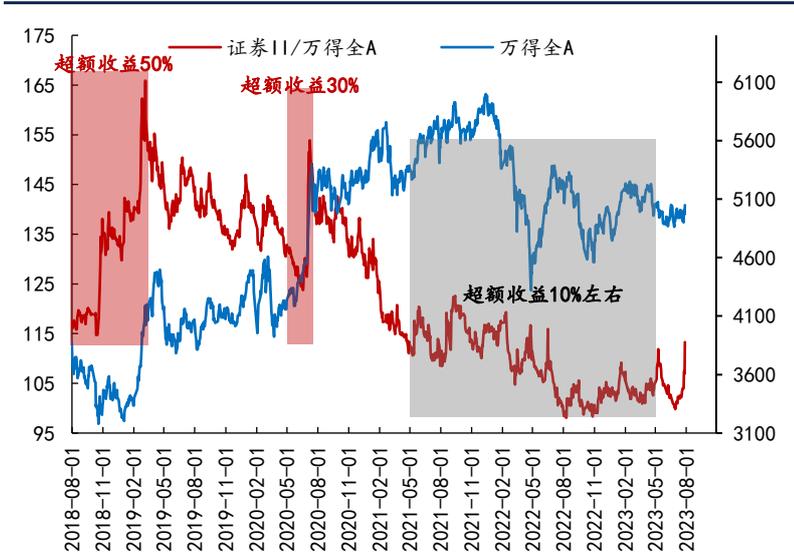
(1) 熊市结束初期，券商大多会偏强，经常会出现超额收益高达 50% 左右的行情。历史上，熊市刚结束转换到新一轮牛熊周期初期时，券商行业大多会有一段明显的超额收益，超额幅度会高达 50% 左右，比如：2005 年、2009 年、2012 年、2014 年、2019 年。如果产业政策有积极变化，证券的超额收益在熊市还未结束的时候就已经开始出现了。比如 2005 年和 2012 年，均有利于证券行业的金融改革。2008 年-2009 年，由于有降低印花税、汇金增持等针对股市的政策支持，超额收益也有所提前。2014 年 Q4、2018 年 Q4-2019 年 Q1，均是出现在指数快速上涨期，也是牛熊转折阶段。

图 1：熊转牛初期是券商最容易有较大超额收益的阶段（单位：倍，%）



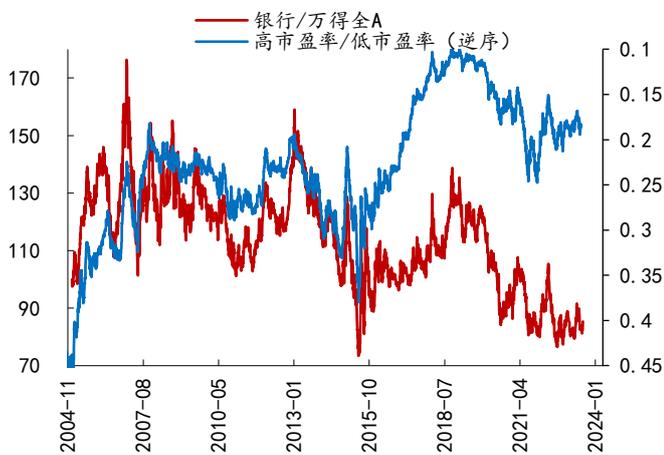
资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 这一次券商行情高度，取决于当下市场状态是熊市反弹，还是熊转牛初期。如果回顾最近几年券商的超额收益，能够明显看到，2021 年下半年以来，券商出现过多次 10% 左右的超额收益。背后核心原因是经历过 2019-2021 年的牛市后，大部分板块估值均处在高位，2021 年下半年以来，大部分时候券商的估值都比较便宜，不管是放在历史来看，还是跨行业比较。但是由于本身股市的环境偏熊市，所以每一次超额收益持续性均不强，比 2019 年 Q1 和 2020 年 6-7 月的两次超额收益弱很多。而展望下半年，我们认为现在更接近熊转牛的初期，这一次超额收益的幅度可能会更大。

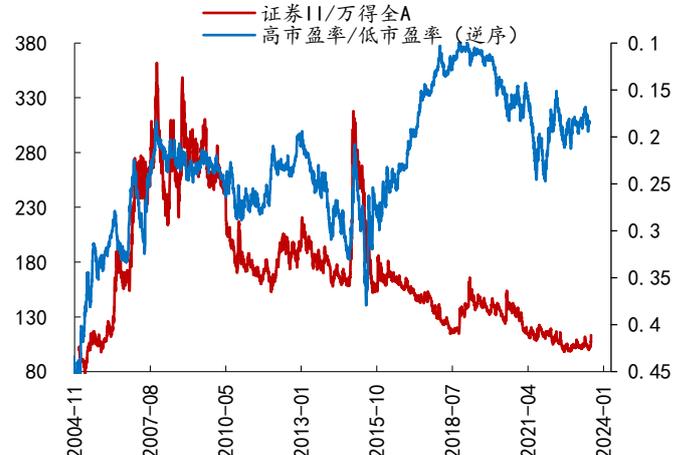
**图 2：牛熊不同阶段证券超额收益的幅度（单位：%、点数）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**(3) 银行板块的 beta 来自风格，券商的 beta 来自牛熊市。**近期银行板块也有所表现，短期逻辑是类似的，均是政策变化的受益板块。不过从长期来看，历史上银行板块的超额收益和价值股超额收益非常一致。而且银行板块股的超额收益并不是类似券商脉冲式的，一旦有超额大多会持续较久，比如 2005-2007、2011-2012、2015 下半年-2019 年初。券商的超额收益和价值风格长期的走势并不一致，所以 beta 主要来自牛熊周期。

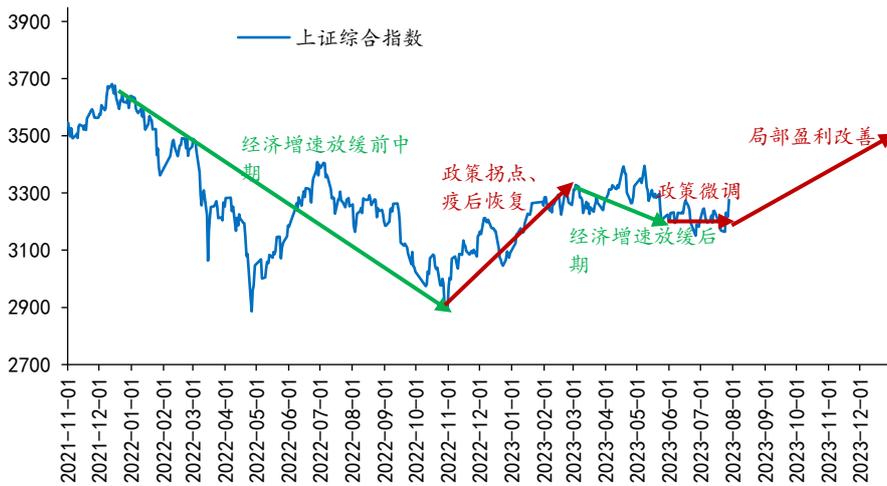
**图 3：银行与价值风格走势一致（单位：%、倍）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 4：券商与价值风格走势不一致（单位：%、倍）**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**(4) 策略观点：强势股补跌推迟了进攻，补跌后进攻会更顺畅。**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，很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30多个一级行业盈利下降的时间大多已经进入尾声，从周期的角度来看，下半年大概率会陆续有很多行业进入景气度上行周期。

**图 5：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，中特估主题中下半年持续超配金融和周期类。**（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。如果经济持续走弱，中特估中建筑公用事业会偏强，而如果经济预期逐渐企稳，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、有色金属
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。7 月季报附近，成长大概率会开始有分化。下一次机会估计要等三季报。
	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

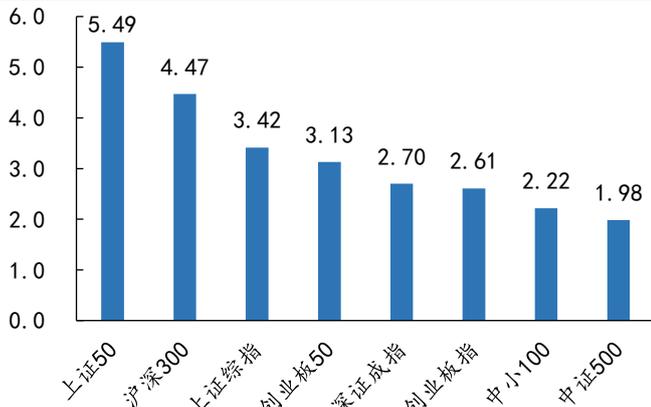
## 二、上周市场变化

上周 A 股主要指数均上涨，上证 50 (5.49%) 涨幅最大，中证 500 (1.98%) 涨幅最小，申万一级行业本周涨跌不一，其中非银金融 (11.44%)、房地产 (9.78%)、钢铁 (7.27%)、建筑材料 (6.73%) 领涨，通信 (-0.68%)、电子 (-0.88%)、传媒 (-3.08%) 领跌。概念股中，固态电池 (31.00%)、无人机 (11.49%)、川普概念股 (11.16%) 领涨，猴痘概念股 (-4.70%) 领跌。

上周全球股市重要指数多数上涨，其中恒生指数 (4.41%)、上证综指 (3.42%)、墨西哥 MXX (2.31%) 领涨，巴西圣保罗指数 (-0.02%)、印度 SENSEX30 (-0.79%) 领跌。上周商品市场多数上涨，其中，NYMEX 原油 (4.67%)、PVC (4.64%) 领涨，铁矿石 (-3.38%) 领跌。另外在 2023 年全球大类资产年收益率指标中，日经 225 (25.54%)、富时发达市场指数 (17.30%)、富时环球 (16.25%) 排名较高，而布伦特原油 (-1.35%)、南华工业品指数 (-1.43%)、美元指数 (-1.71%) 排名靠后。

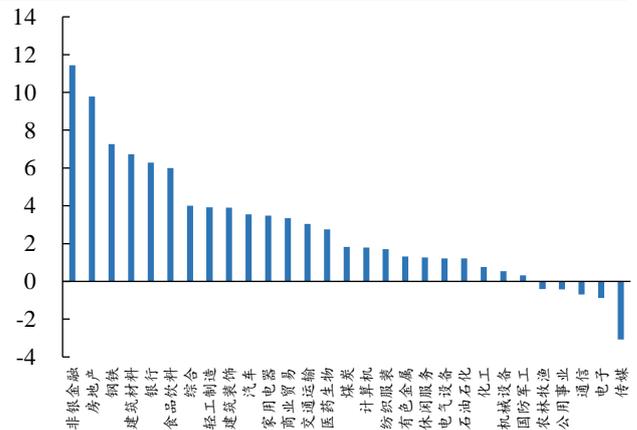
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入 (陆股通) 共计 345.06 亿元 (前值净流出 75.25 亿元)。上周央行公开市场操作逆回购投放 3410 亿元，累计净回笼 2290 亿元。截至 2023 年 7 月 28 日，银行间拆借利率上周均值相比前期有所上升，十年期国债收益率上周均值相比前期有所上升。从公募机构股票持仓来看，普通股票型基金上周仓位均值相比前期有所上升，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期有所上升。

图 6: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



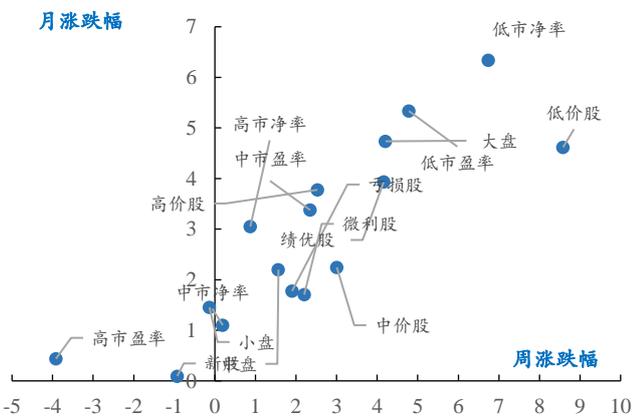
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 7: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



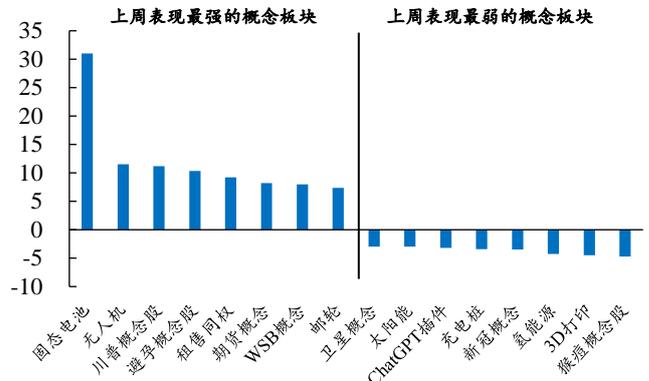
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 8: 申万风格指数周/月涨跌幅 (单位: %)

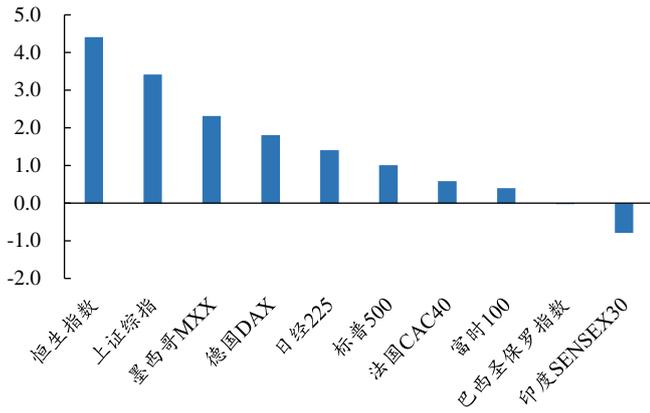


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

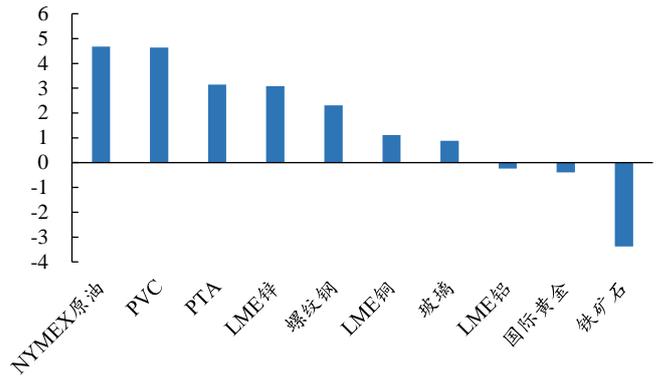
图 9: 概念类指数周涨跌幅 (单位: %)



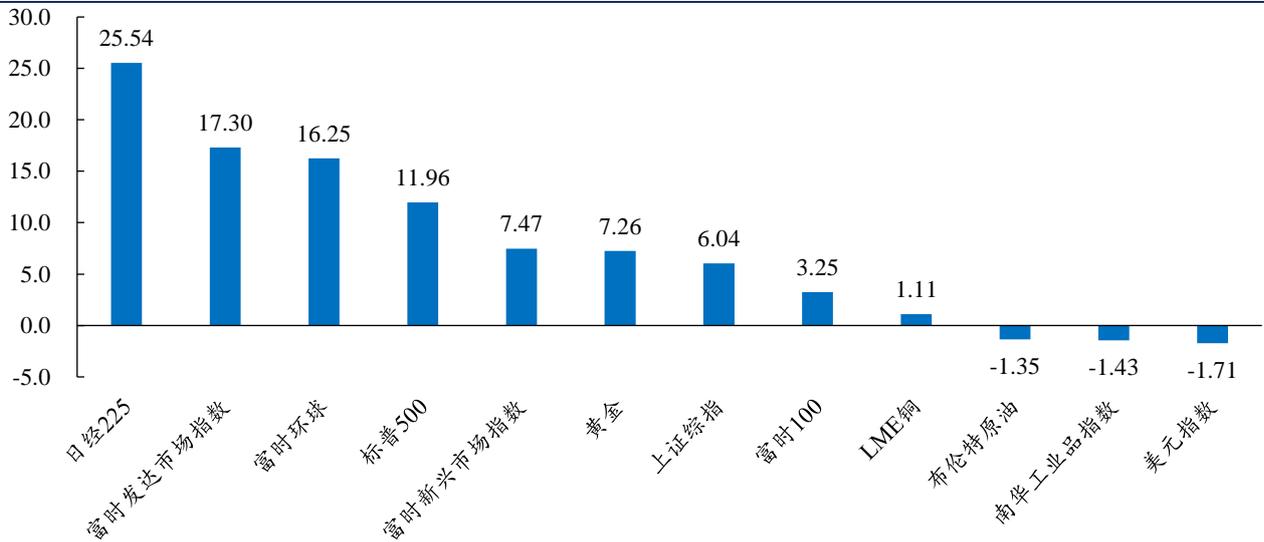
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**图 10：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）**


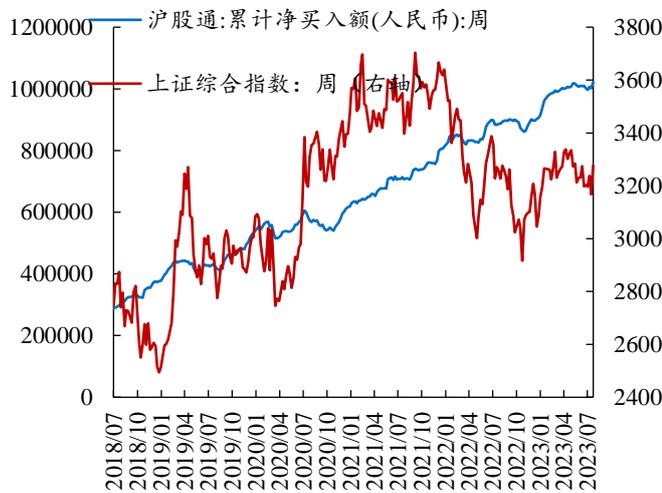
资料来源：万得，iFinD，信达证券研发中心

**图 11：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 12：2023 年全球大类资产收益率（单位：%）**


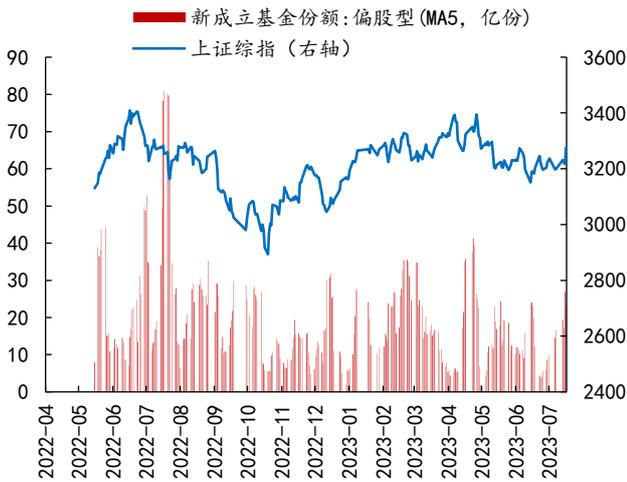
资料来源：万得，iFinD，信达证券研发中心

**图 13：沪股通累计净买入（单位：亿元）**


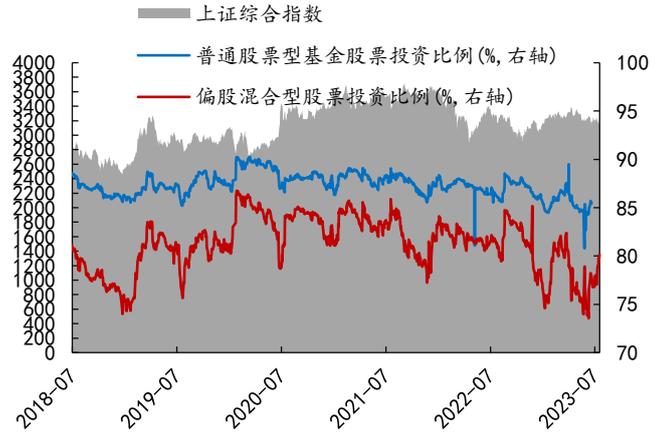
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 14：融资余额（单位：亿元）**

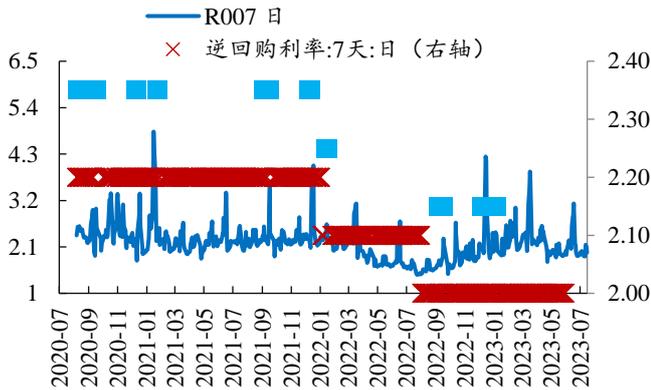

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

**图 15: 新发行基金份额 (单位: 亿份)**


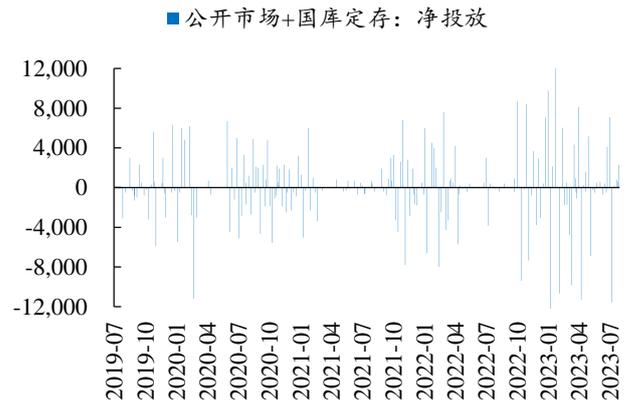
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 16: 基金仓位估算 (单位: %)**


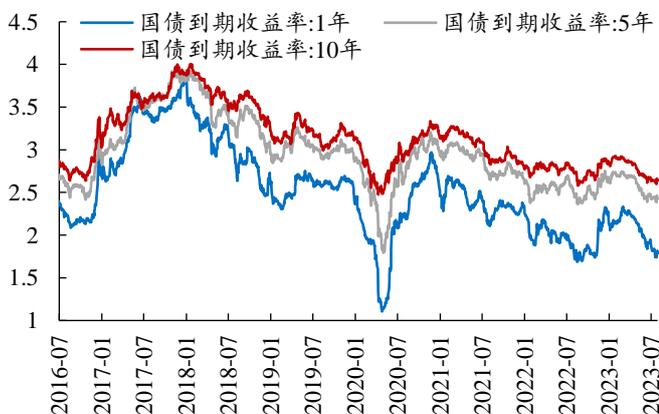
资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

**图 17: 银行间拆借利率和公开市场操作 (单位: %)**


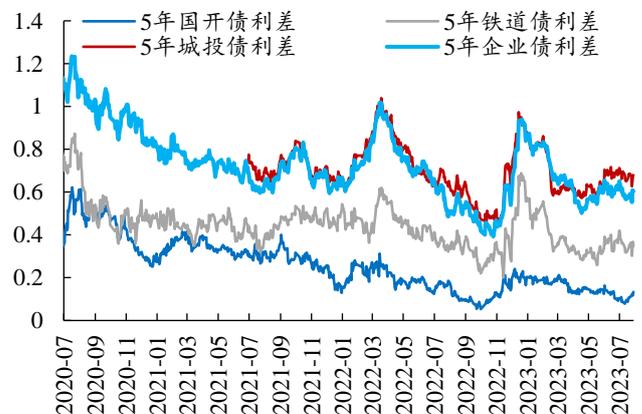
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 18: 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 19: 长期国债利率走势 (单位: %)**


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

**图 20: 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。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。