



Research and
Development Center

上涨的时间和空间

——策略周观点

2023年8月6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

上涨的时间和空间

2023年8月6日

核心结论: 较大级别的政策底后, 市场反弹或反转的过程中, 一旦出现“部分”宏观数据的反弹, 则上涨的时间大多能持续季度以上。2008年底、2012年底、2014年中, 指数进入较大级别反转期间, 均出现了阶段性的PMI回升, 即使是2014年下半年的流动性牛市, 在上涨的初期(2014年6-7月), 也能观察到明显的PMI回升。类似的情形在2018年底、2022年4月底、2022年10月底之后的季度反弹中也出现了。Q2的宏观数据整体偏弱, 不过近期能够明显看到, 经济走弱有所放慢, PMI连续两个月小回升, 7月下旬以来花旗中国经济意外指数有所企稳, 6月以来南华工业品价格指数也开始反弹。我们认为这些变化如果持续, 并和政策变化形成共振, 则上涨大概率至少是季度级别的, 如果幅度和力度上更强一些, 则有望成为库存周期见底的证明之一, 上涨的时间可能会更久。对于上涨空间, 我们认为, 即使是存量资金, 指数的空间也是不小的。A股历史上增量资金偏少的情况下, 指数在估值底部区域可以有20%-30%左右的腾挪空间。去年10月底以来万得全A涨幅只有11.72%, 存量资金往上可以腾挪的空间还很高。

- **(1) 政策底如果能和经济数据阶段性反弹结合, 上涨大多可以持续季度以上。**历史上, 较大级别的政策底后, 市场反弹或反转的过程中, 一旦出现“部分”宏观数据的反弹, 则上涨的时间大多能持续季度以上。2008年底、2012年底、2014年中, 指数进入较大级别反转期间, 均出现了阶段性的PMI回升, 即使是2014年下半年的流动性牛市, 在上涨的初期(2014年6-7月), 也能观察到明显的PMI回升。2010年下半年和2012年Q1长时间的反弹, 也伴随着PMI的回升。我们认为这些回升有些是趋势性的(比如2008年), 但即使不是趋势性的, 一旦阶段性反弹和政策底形成共振, 也可以带来季度级别的行情。类似的情形在2018年底、2022年4月底、2022年10月底之后的季度反弹中也出现了。背后有两种可能的解释:(1) PMI反弹期间, 盈利的利空暂时缓和, 政策预期对市场的影响会更大。(2) 政策变化对企业的信心会产生直接的影响, 这一影响不一定能改变长期趋势, 但很容易带来季度性的经济数据回升。
- **(2) 如果增量资金偏少, 最大上涨空间可以有多大?**目前投资者对上涨空间存在比较广泛的担忧是, 增量资金偏少的情况下, 指数上涨空间不大。但我们认为, 即使是存量资金, 指数的空间也是不小的。A股历史上增量资金偏少的情况下, 指数在估值底部区域可以有20%-30%左右的腾挪空间。2012年底-2013年、2016年1月底-2017年、2019年1-8月均是在增量资金偏少的情况下, 指数出现的上涨。
- **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：上涨的时间和空间.....	4
二、上周市场变化.....	8
风险因素.....	11

表目录

表 1：配置建议表.....	7
----------------	---

图目录

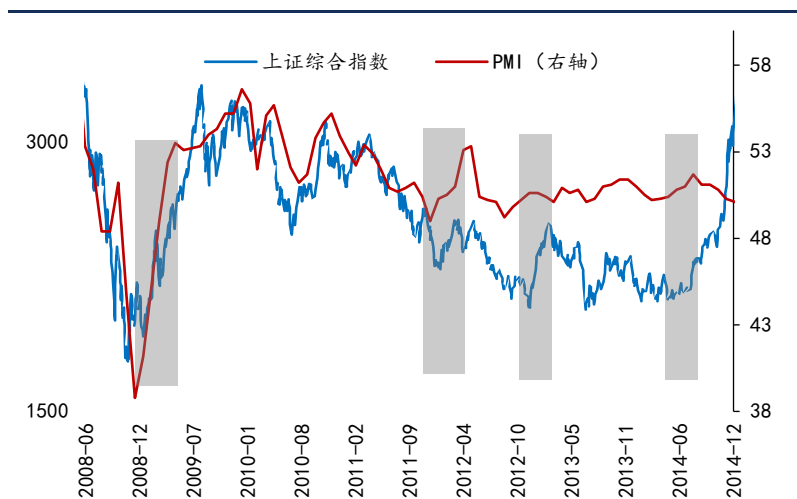
图 1：2008-2014 政策底后的反转多伴随 PMI 数据的反弹（单位：点数，%）.....	4
图 2：2018-2022 政策底后的反转也伴随 PMI 数据的反弹（单位：点数，%）.....	5
图 3：中国经济意外指数有可能正在企稳（单位：%）.....	5
图 4：6 月以来商品价格明显回升（单位：点数）.....	5
图 5：增量资金偏少，指数也能有不错的上涨空间（单位：点数，亿份）.....	6
图 6：增量资金偏少的牛市初期指数的波动（单位：%）.....	6
图 7：大势研判（单位：点数）.....	7
图 8：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 9：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 10：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）.....	8
图 11：概念类指数周涨跌幅（单位：%）.....	8
图 12：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 13：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）.....	9
图 14：2023 年全球大类资产收益率（单位：%）.....	9
图 15：沪股通累计净买入（单位：亿元）.....	9
图 16：融资余额（单位：亿元）.....	9
图 17：新发行基金份额（单位：亿份）.....	10
图 18：基金仓位估算（单位：%）.....	10
图 19：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）.....	10
图 20：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）.....	10
图 21：长期国债利率走势（单位：%）.....	10
图 22：各类债券与同期限债券利差（单位：%）.....	10

一、策略观点：上涨的时间和空间

较大级别的政策底后，市场反弹或反转的过程中，一旦出现“部分”宏观数据的反弹，则上涨的时间大多能持续季度以上。2008 年底、2012 年底、2014 年中，指数进入较大级别反转期间，均出现了阶段性的 PMI 回升，即使是 2014 年下半年的流动性牛市，在上涨的初期（2014 年 6-7 月），也能观察到明显的 PMI 回升。类似的情形在 2018 年底、2022 年 4 月底、2022 年 10 月底之后的季度反弹中也出现了。Q2 的宏观数据整体偏弱，不过近期能够明显看到，经济走弱有所放慢，PMI 连续两个月小回升，7 月下旬以来花旗中国经济意外指数有所企稳，6 月以来南华工业品价格指数也开始反弹。我们认为这些变化如果持续，并和政策变化形成共振，则上涨大概率至少是季度级别的，如果幅度和力度上更强一些，则有望成为库存周期见底的证明之一，上涨的时间可能会更久。对于上涨空间，我们认为，即使是存量资金，指数的空间也是不小的。A 股历史上增量资金偏少的情况下，指数在估值底部区域可以有 20%-30%左右的腾挪空间。去年 10 月底以来万得全 A 涨幅只有 11.72%，存量资金往上可以腾挪的空间还很高。

(1) 政策底如果能和经济数据阶段性反弹结合，上涨大多可以持续季度以上。历史上，较大级别的政策底后，市场反弹或反转的过程中，一旦出现“部分”宏观数据的反弹，则上涨的时间大多能持续季度以上。2008 年底、2012 年底、2014 年中，指数进入较大级别反转期间，均出现了阶段性的 PMI 回升，即使是 2014 年下半年的流动性牛市，在上涨的初期（2014 年 6-7 月），也能观察到明显的 PMI 回升。2010 年下半年和 2012 年 Q1 长时间的反弹，也伴随着 PMI 的回升。我们认为这些回升有些是趋势性的（比如 2008 年），但即使不是趋势性的，一旦阶段性反弹和政策底形成共振，也可以带来季度级别的行情。

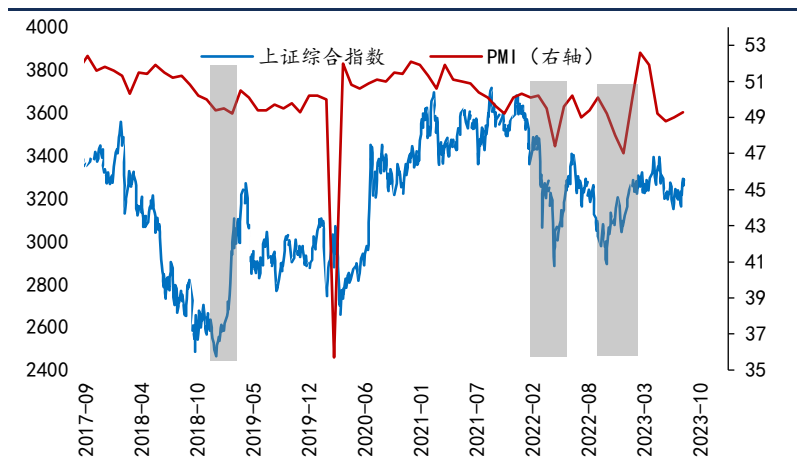
图 1：2008-2014 政策底后的反转多伴随 PMI 数据的反弹（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

类似的情形在 2018 年底、2022 年 4 月底、2022 年 10 月底之后的季度反弹中也出现了。背后有两种可能的解释：(1) PMI 反弹期间，盈利的利空暂时缓和，政策预期对市场的影响会更大。(2) 政策变化对企业的信心会产生直接的影响，这一影响不一定能改变长期趋势，但很容易带来季度性的经济数据回升。

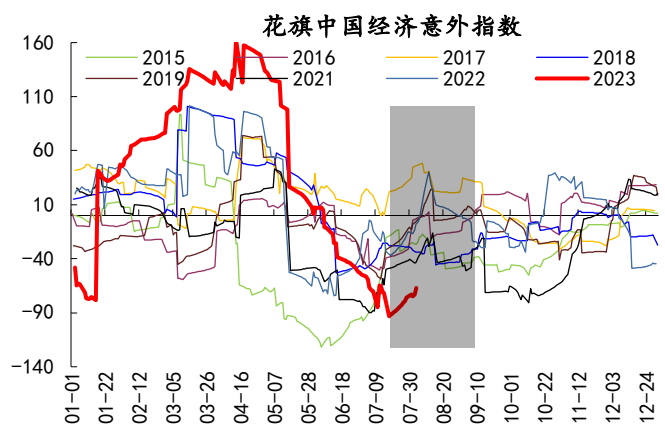
图 2：2018-2022 政策底后的反转也伴随 PMI 数据的反弹（单位：点数，%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

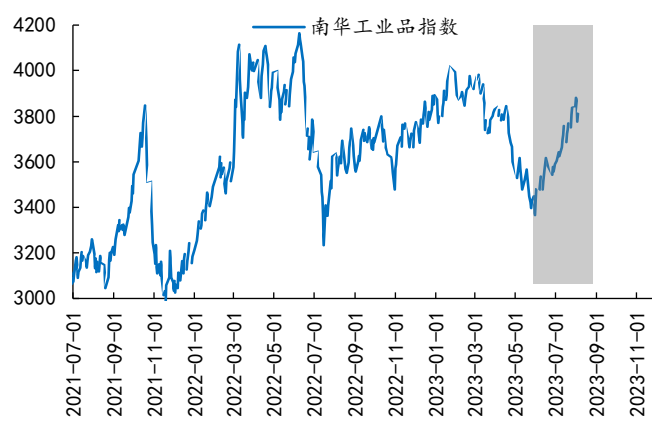
Q2 以来的宏观数据整体偏弱，近期能够明显看到，经济指标略有企稳，PMI 连续两个月小回升，7 月下旬以来花旗中国经济意外指数有所企稳，6 月以来南华工业品价格指数也开始反弹。我们认为这些变化如果持续，并和政策变化形成共振，则上涨大概率至少是季度级别的，如果幅度和力度上更强一些，则有望成为库存周期见底的证明之一，上涨的时间可能会更久。

图 3：中国经济意外指数有可能正在企稳（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

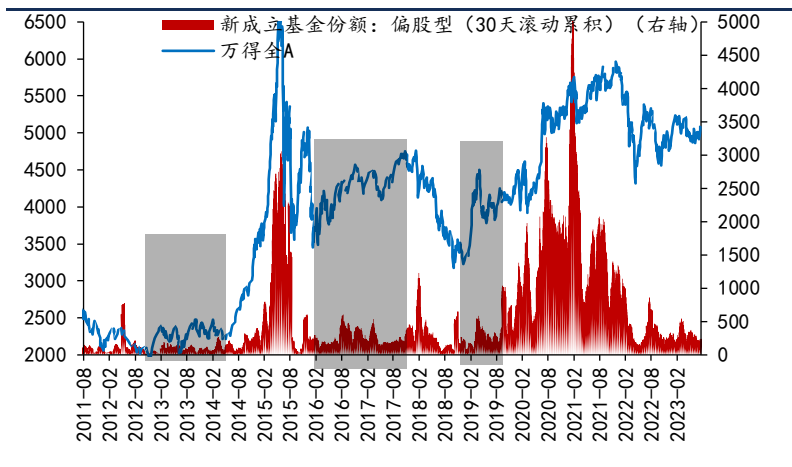
图 4：6 月以来商品价格明显回升（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 如果增量资金偏少，最大上涨空间可以有多大？ 目前投资者对上涨空间存在比较广泛的担忧是，增量资金偏少的情况下，指数上涨空间不大。但我们认为，即使是存量资金，指数的空间也是不小的。A 股历史上增量资金偏少的情况下，指数在估值底部区域可以有 20%-30%左右的腾挪空间。2012 年底-2013 年、2016 年 1 月底-2017 年、2019 年 1-8 月均是在增量资金偏少的情况下，指数出现的上涨。

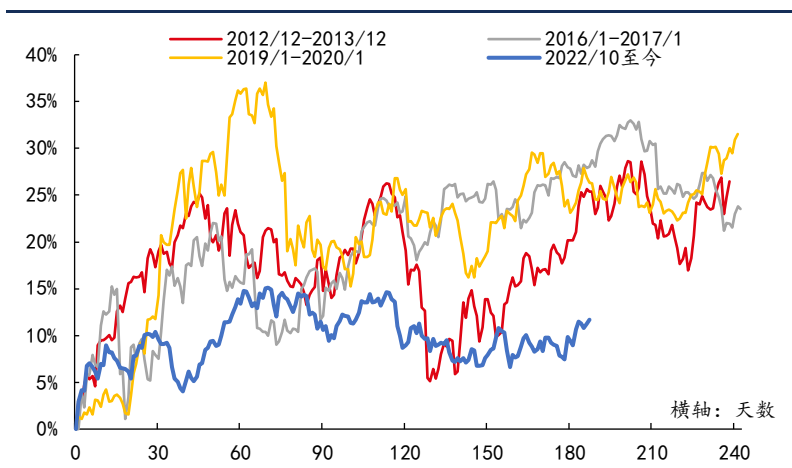
图 5：增量资金较少的情况下，指数也能有不错的上涨空间（单位：点数，亿份）



资料来源：万得，信达证券研发中心

这几次上涨都发生在熊市刚结束后第一年（或者可以说是牛市初期），是因存量资金仓位腾挪带来的上涨，最大涨幅大多数情况下能达到 20%-30%左右。把去年 10 月底以来万得全 A 的走势和这几个阶段对比，能够看到这一次底部以来，目前涨幅只有 11.72%，存量资金往上可以腾挪的空间还很高。

图 6：增量资金较少的牛市初期万得全 A 指数的波动（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 策略观点：底部已经形成，1-2 个季度内指数将会持续回升。 Q2 经济增速放缓、2-6 月汇率贬值、3-5 月商品价格的调整、投资者对中报的担心、Q2 以来房地产销售数据再次走弱，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。从长期的角度，上涨的最大动力是估值，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。从短期来看，上涨也有两个驱动因素：（1）始于 5 月底的政策变化，正在变得越来越强，特别是 7 月底以来，政策密度和力度均有所加强。（2）Q2 经济快速走弱后，Q3 随着商品价格反弹、去库存压力缓和，经济走弱速度大概率放慢，甚至有一定的可能出现季节性回升。

图 7：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，短期内先布局超跌地产链、消费链，中特估主题内部下半年起配金融类（证券银行），Q3 后期可能会进一步提高上游周期的配置重要性。（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，政策层面出现积极变化之后，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	证券、房地产、家电、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。8 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。近期由于政策调整速度较快，金融地产再次走强，证券可能是季度级别较大的机会，建议重点关注。

资料来源：信达证券研发中心

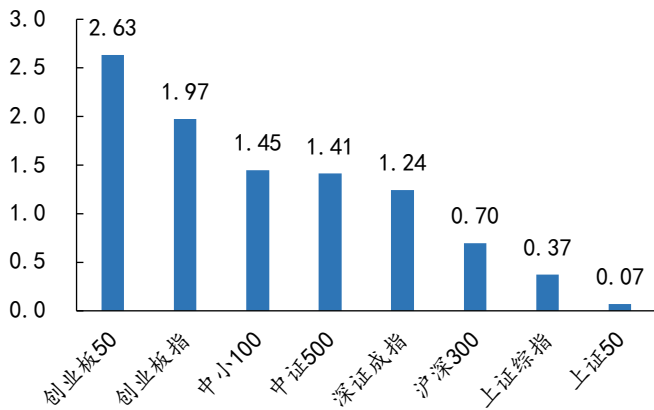
二、上周市场变化

上周 A 股主要指数均上涨，创业板 50 (2.63%) 涨幅最大，上证 50 (0.07%) 涨幅最小，申万一级行业本周涨跌不一，其中计算机 (4.09%)、非银金融 (4.07%)、传媒 (3.51%)、通信 (3.34%) 领涨，医药生物 (-2.75%)、煤炭 (-1.75%)、纺织服装 (-1.29%) 领跌。概念股中，远程办公 (15.74%)、互联网金融 (6.16%)、期货概念 (6.10%) 领涨，固态电池 (-25.21%) 领跌。

上周全球股市重要指数多数下跌，其中上证综指 (0.37%) 上涨，德国 DAX (-3.14%)、标普 500 (-2.27%) 领跌。上周商品市场涨跌不一，其中，玻璃 (6.72%)、LME 锌 (3.08%) 领涨，铁矿石 (-3.69%) 领跌。另外在 2023 年全球大类资产年收益率指标中，日经 225 (23.37%)、富时发达市场指数 (14.57%)、富时环球 (13.58%) 排名较高，而南华工业品指数 (-2.03%)、美元指数 (-1.44%)、布伦特原油 (0.28%) 排名靠后。

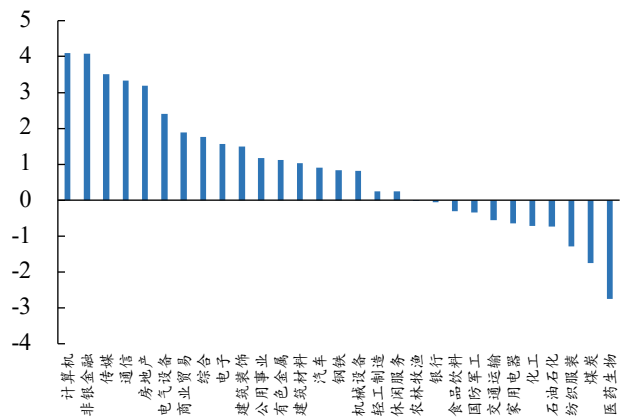
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入 (陆股通) 共计 124.67 亿元 (前值净流入 345.06 亿元)。上周央行公开市场操作逆回购投放 530 亿元，累计净回笼 3410 亿元。截至 2023 年 8 月 4 日，银行间拆借利率上周均值相比前期有所下降，十年期国债收益率上周均值相比前期有所上升。从公募机构股票持仓来看，普通股票型基金上周仓位均值相比前期有所上升，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期有所上升。

图 8: A 股主要指数周涨跌幅 (单位: %)



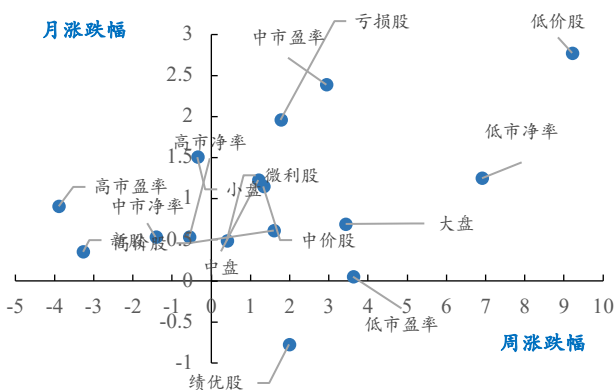
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 9: 申万一级行业周涨跌幅 (单位: %)



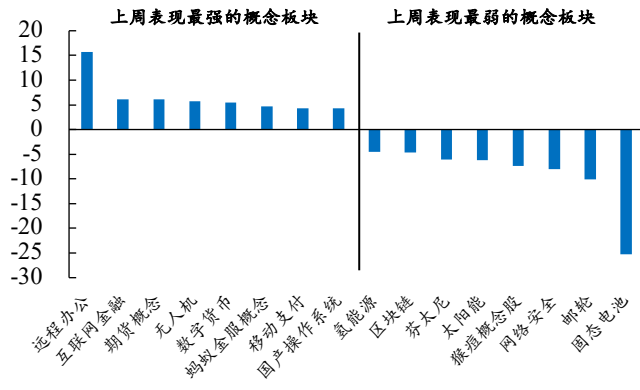
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 10: 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 11: 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 12: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)

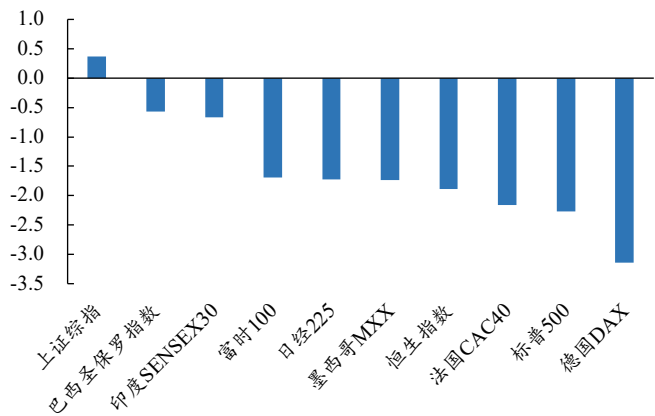
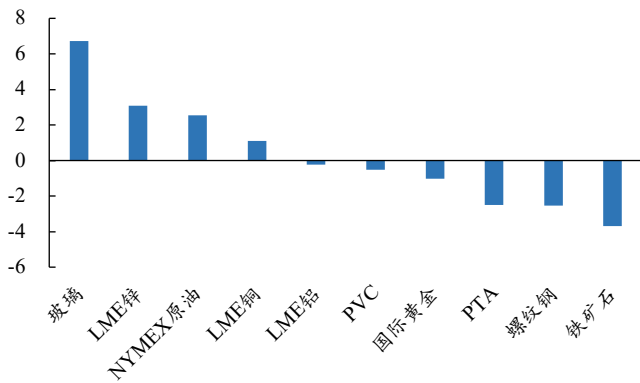


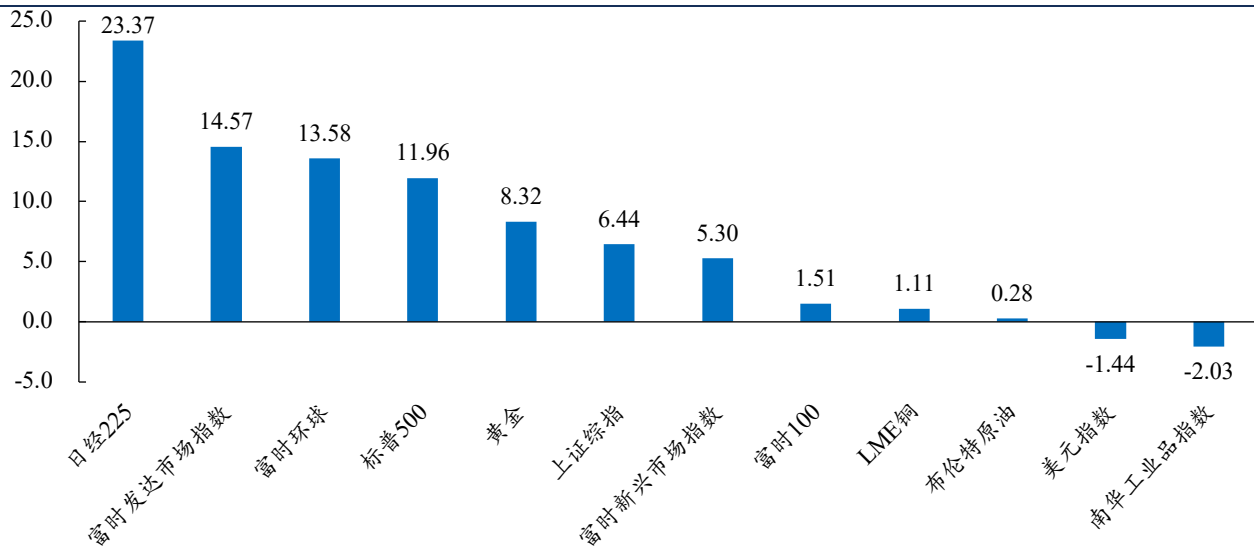
图 13: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)



资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 14: 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 15: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)



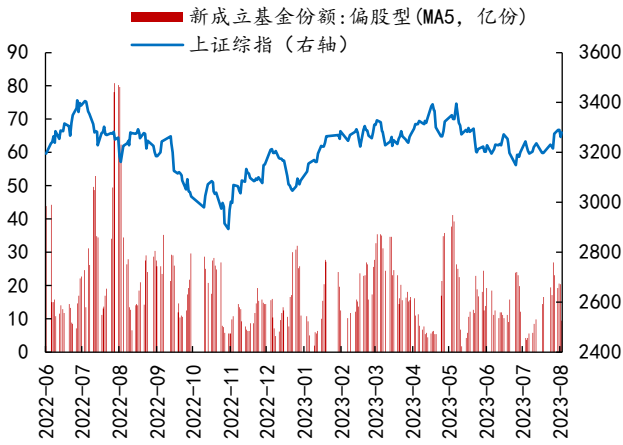
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 融资余额 (单位: 亿元)



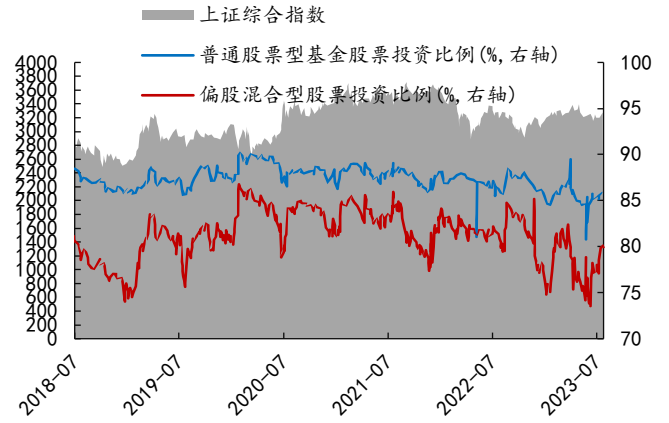
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 新发行基金份额 (单位: 亿份)



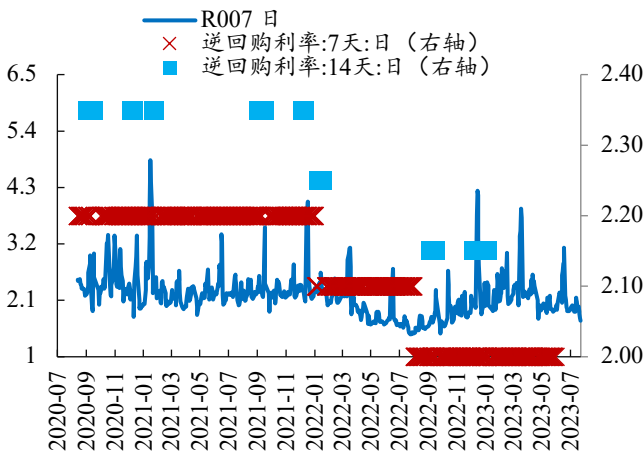
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 18: 基金仓位估算 (单位: %)



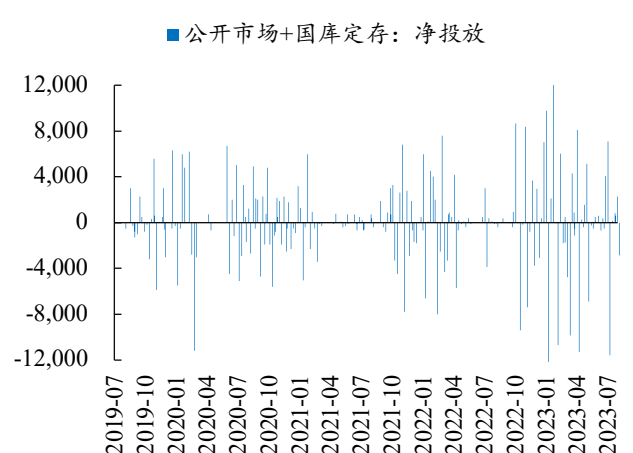
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 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 20: 央行公开市场和国库定存净投放 (单位: 亿元)



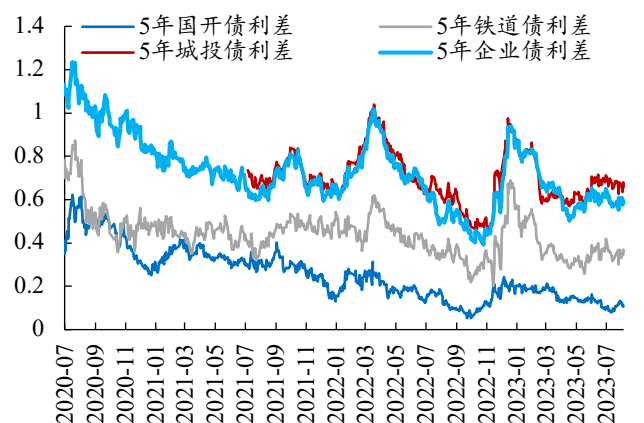
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 21: 长期国债利率走势 (单位: %)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 22: 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。	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。