

做多一致预期拐点

——新繁荣牛市之三十四

核心观点

存量博弈的结构牛市背景下，每次形成较强一致预期之际便是拐点之际，当前情绪底部反转在即。

□ 前言：做多一致预期拐点

展望8-9月，我们认为本轮行情将迎来第二阶段。一则，趋势维度，2023年是存量博弈特征的结构牛市，不同于2018年或2022年，具备走出结构牛市的基础；二则，波段维度，综合消息面和结构面，新一轮行情将启动，本周结构面信号有近端次新活跃和强势股补跌。而针对近期市场关注的7月社融和北上资金等，我们借助复盘对其分析，认为影响有限。

展望8-9月，经济温和修复的背景下，TMT预计引领中小成长占优，产业线索重视算力扩散行情（服务器、交换机、PCB等）和低算力应用（游戏、办公软件、工业软件等）。与此同时，如果接下来稳增长政策超预期或经济复苏信号显现，顺周期有望延续修复并向资源品扩散。主题方面，关注近端次新、人形机器人和自动驾驶。

□ 趋势：存量博弈结构牛市

整体而言，2023年市场是存量博弈特征的结构牛市，既有机会又有挑战。一方面，结合经济阶段，2023年跟2018年或2022年有本质区别，市场不具备系统风险。另一方面，结合资金和结构，2023年呈现结构牛市特征，类似于2009-2010年或2016-2017年的新老主线分化，不同于2013-2015年或2019-2020年的轮动普涨。

□ 波段：新一轮行情将启动

在存量博弈的结构牛市背景下，展望未来2-3个月，我们认为市场仍处上涨窗口。一则，消息面，分母端风险偏好改善仍在途，稳增长政策组合拳持续发力；分子端经济企稳信号有望逐步显现。二则，结构面，本周近端次新活跃和前期强势股补跌，都释放了积极信号，而情绪监测指标也预示着情绪反转将至，平均换手率最新达2.23%，接近下阈值2.00%。三则，针对市场关注的7月社融和北上资金，借助复盘分析，对后续行情的展开影响并不大。

□ 风险提示

宏观经济压力超预期；市场风险偏好大幅波动；统计规律的有效性下降。

分析师：王杨

执业证书号：S1230520080004

wangyang02@stocke.com.cn

相关报告

1 《近端次新：春江春暖鸭先知》 2023.08.10

2 《流动性估值跟踪：北上资金近期加仓了什么？》 2023.08.09

3 《夏季攻势：进入高风偏阶段》 2023.08.06

正文目录

1 前言：做多一致预期拐点	4
2 趋势：存量博弈结构牛市	4
3 波段：新一轮行情将启动	6
3.1 如何看 7 月社融	6
3.2 如何看北上资金	7
3.3 情绪底反转在即	7
4 风险提示	8

图表目录

图 1: 2000 年以来万得全 A 和 GDP 走势	4
图 2: 万得全 A 历史走势和股债溢价率	5
图 3: 剩余流动性 (M2 同比-名义 GDP 同比) 和万得全 A 走势	5
图 4: 社融数据和指数表现	6
图 5: 万得全 A 走势和北上资金月度净流入	7
图 6: 换手率降至低位	8

1 前言：做多一致预期拐点

展望 8-9 月，我们认为本轮行情将迎来第二阶段。一则，趋势维度，2023 年是存量博弈特征的结构牛市，不同于 2018 年或 2022 年，具备结构行情的基础；二则，波段维度，综合消息面和结构面，新一轮行情将启动，本周结构面信号有近端次新活跃和强势股补跌。而针对近期市场关注的 7 月社融和北上资金等，我们借助复盘对其分析，认为影响有限。

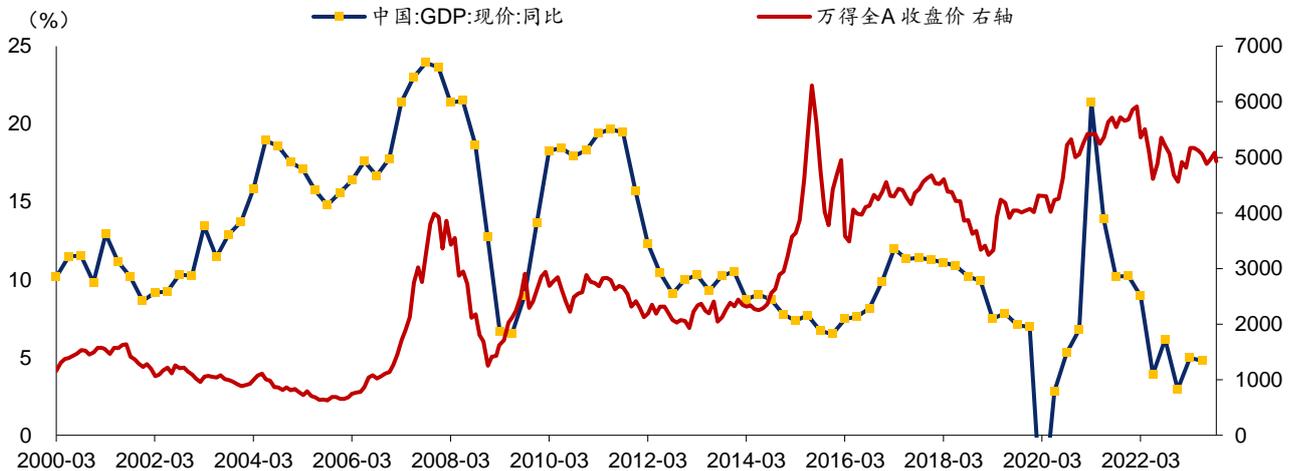
展望 8-9 月，经济温和修复的背景下，TMT 预计引领中小成长占优，产业线索重视算力扩散行情（服务器、交换机、PCB 等）和低算力应用（游戏、办公软件、工业软件等）。与此同时，如果接下来稳增长政策超预期或经济复苏信号显现，顺周期有望延续修复并向资源品扩散。主题方面，关注近端次新、人形机器人和自动驾驶。

2 趋势：存量博弈结构牛市

2022 年 12 月 25 日我们发布《底部右侧，坚定看多》，系统性论述了 2023 年的市场特征。针对大势研判，理论基础在于 A 股在库存周期主导下存在规律性的 3-4 年大势周期，实践中市场底通常领先经济底。

进一步复盘 2005、2008、2012、2018 年四轮市场底，估值水平、宏观环境、季节规律存在共性。结合这些共性，市场自 2022 年 12 月底开启新一轮新周期。

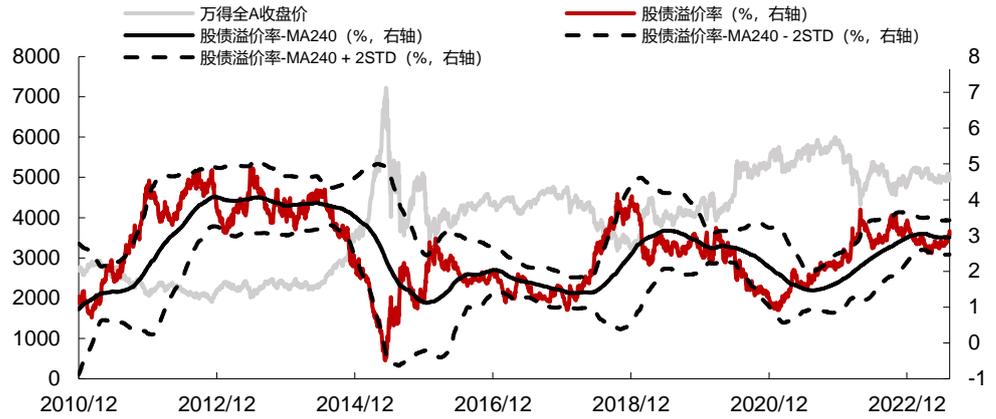
图1：2000 年以来万得全 A 和 GDP 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

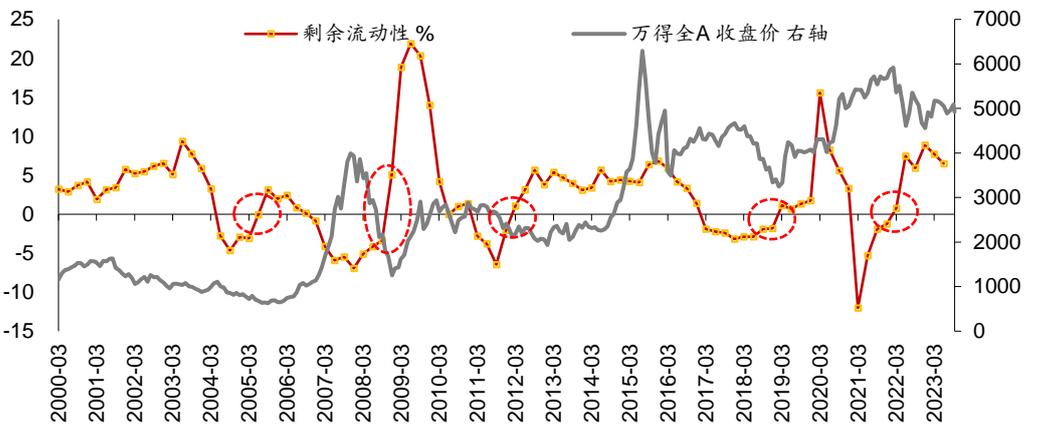
回顾行情，2022 年 4 月是底部左侧，12 月是底部右侧，新一轮大势周期已经运行近三个季度。其一，估值维度，股债溢价率通常在 240 日移动平均的 2 倍标准差内运行，该指标在 2022 年 4 月和 12 月底运行至极值，释放反转信号。其二，宏观维度，剩余流动性，也即“M2 同比-名义 GDP 同比”，自 2022Q1 由负转正，这意味着 2022 年 4 月已经具备底部反转条件。其三，季节维度，复盘 2000 年以来市场，底部右侧通常出现在 1 月附近。

图2: 万得全 A 历史走势和股债溢价率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 剩余流动性 (M2 同比-名义 GDP 同比) 和万得全 A 走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

整体而言，2023 年市场是存量博弈特征的结构牛市，既有机会又有挑战。一方面，结合经济阶段，2023 年跟 2018 年或 2022 年有本质区别，市场不具备系统风险。另一方面，结合资金和结构，2023 年呈现结构牛市特征，类似于 2009-2010 年或 2016-2017 年的新老主线分化，不同于 2013-2015 年或 2019-2020 年的轮动普涨。

3 波段：新一轮行情将启动

在存量博弈的结构牛市背景下，展望未来 2-3 个月，我们认为市场仍处上涨窗口。

一则，消息面，分母端风险偏好改善仍在途，稳增长政策组合拳持续发力；分子端经济企稳信号有望逐步显现。二则，结构面，本周近端次新活跃和前期强势股补跌，都释放了积极信号。三则，针对市场关注的 7 月社融和北上资金，我们认为影响并不大。

3.1 如何看 7 月社融

7 月社会融资规模增量为 5282 亿元，比上年同期少 2703 亿元，社融增速较前值回落 0.1 个百分点至 8.9%，拖累最大的项目是信贷和股票融资。

市场担心 7 月社融扰动，但参考历史，单月社融对行情指引意义有限。复盘 2010 年以来的社融走势，2014 年 7 月、2016 年 7 月社融同样陷入低迷，2014 年 7 月社会融资规模增量 2737 亿元、2016 年 7 月社会融资规模增量 4791 亿元，均低于 2023 年 7 月的 5282 亿元。考虑到 7 月社融数据在 8 月公布，我们统计万得全 A 8 月至 10 月表现，2014 年 8 月至 10 月、2016 年 8 月至 10 月万得全 A 分别上涨 15.1%、6.2%。

背后的原因或与政策呵护有关。2014 年 8 月 14 日，国务院办公厅发布《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》强调，继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具组合，维持流动性平稳适度，为缓解企业融资成本高创造良好的货币环境；2014 年 9 月 18 日下调正回购利率等。2016 年 8 月 16 日，国务院批准《深港通实施方案》，深港通准备工作正式启动；2016 年 9 月 30 日，证监会发布《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》。

站在当前，一则，7 月社融总量及结构略低于预期，货币政策稳中偏松的基调大概率延续；二则，7 月政治局会议提出“要活跃资本市场”。

图4：社融数据和指数表现



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 如何看北上资金

近期北上资金阶段流出，市场担心其扰动，但复盘可知，北上资金是前瞻指标，行情展开后反而流入放缓。具体来看，借助 2019 年 7 月、2020 年 7 月、2021 年 5 月三轮走出箱体震荡的样本，一方面，北上资金是前瞻信号，比如 2019 年 4 月到 5 月北上资金净流出 180 亿、537 亿而 6 月净流入 426 亿，2020 年和 2021 年也类似。另一方面，市场向上突破后，北上资金通常边际放缓，比如 2019 年 8-9 月、2020 年 8-9 月、2021 年 7-8 月。

我们于 2023 年 7 月 23 日发布的《打破箱体的条件日益成熟》指出，市场逐步震荡向上，北上资金从 4-5 月净流出开始在 6 月转为净流入。随着行情展开，北上资金流入放缓，这也契合了历史特征。

图5：万得全 A 走势和北上资金月度净流入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3 情绪底反转在即

我们于 2023 年 8 月 10 日发布的《近端次新：春江水暖鸭先知》提示近端次新机会。本周近端次新已经开始活跃，近端次新指数周涨幅近 4%，港通医疗、金凯生科、开创电气等个股周涨幅超 30%。

经验上，近端次新既是小盘股行情的前瞻信号，也是每轮行情的高弹性板块。原因在于，赛道红利和交易红利共振，近端次新容易成为活跃资金青睐的板块。一则，新股天然的时代感，继而具备赛道红利；二则，近端次新股通常具流通盘小和换手率高，继而具备交易红利。

与此同时，情绪监测指标也接近阈值，预示着情绪反转将至。截至 8 月 11 日，平均换手率（基于万得全 A 自由流通市值的每日换手率 20 日均值）为 2.23%，接近下阈值 2.00%。

图6： 换手率降至低位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 风险提示

- 1、 宏观经济压力超预期；
- 2、 市场风险偏好大幅波动；
- 3、 统计规律的有效性下降。

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>