

周观点 (0821-0825) : 三大视角看历史上的“市场底”

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号: S0210523050003
邮箱: yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌
执业证书编号: S0210522050001
邮箱: zb3762@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《“回购潮”昭示“市场底”》
2023.08.21
- 2、《“政策底”到“市场底”有多远?》
2023.08.14
- 3、《政策底再度夯实》
2023.08.06

投资要点:

- “市场底”是指A股指数，在一段时间内下跌趋势走完后，自然形成的一个股票底部。
- 在经历了7月底的上涨之后，A股市场自8月初以来再次有所调整。近期美元走强、人民币波动等因素导致市场风险出现了集中释放，过去一周外资净流出224亿元，截至本周四，北向资金连续13天呈现净流出状态，上证综指也再度靠近3000点。可以说，当下A股已经处在一个“市场底”的区间。
- 从估值角度来看，目前市场处于估值相对较低位置，虽然没有到绝对最低水平，但也距离估值底不远。截至本周五，股债相对回报率再次到三年高位，从赔率角度来看，A股已经进入了一个非常便宜的区间。
- 从流动性角度看，市场底部之所以不断抬升，除了盈利情况，还跟全社会流动性密切相关。社融增速近似代表了整个国家的资产负债表扩张速度。因此，全部A股上市公司也近似以社融增速扩张。我们以社融为流动性指标衡量全部上市公司总资产资产负债表扩张情况，用前一次“市场底”和当时对应社融增速估算对应“社融底”点位，以此估算出每一个“市场底”位置所对应的万得全A估算的“社融底”情况。可以看到，近三年来，“市场底”十分靠近“社融底”附近，当下万得全A指数点位也再次来到“社融底”附近，也从流动性角度反映A股当下处在一个非常便宜的区间。
- 从经济基本面情况看，当下经济数据虽然在周期谷底位置，但进一步向下空间和可能性都很小。从价格水平看，PPI有见底的迹象。7月份我国工业品价格PPI同比下降4.4%，自去年10月开始便停留在负增长区间，但是环比上行到了-0.2%，较5月份的-0.9%已经显著回升。同时，上半年中国工业企业利润总额累计同比下降16.8%，但较1-3月的-21.4%的降幅，有显著收窄。整体看，上市公司盈利与PPI关联度极高，因此，PPI同比在负增长区间对上市公司盈利形成了制约压力，也是影响行情表现的重要基本面原因。从出口数据来看，6月份-12.4%以及7月份-14.5%增速的背后，是当前全球经济处在周期谷底，欧元区和美国的制造业PMI分别只有42.7和46.4，都在荣枯线以下。
- 风险提示：一是经济复苏的动能不及预期，二是政策的出台不及预期，三是美国经济衰退风险超预期。

正文目录

一、	本周观点：三大视角看历史上的“市场底”	1
二、	本周要闻回顾	3
三、	本周市场行情	3
3.1	本周大类资产价格回顾	3
3.2	股市流动性追踪	5
3.3	风格与估值	8
四、	风险提示	10

图表目录

图表 1：历次万得全 A“市场底”时，社融增速与对应估算的“社融底”情况	2
图表 2：股债相对回报率已接近三年高位	2
图表 3：PPI 与 A 股非金融公司盈利增速密切相关	2
图表 4：近期重大政策事件及未来一周重点关注	3
图表 5：近期大类资产涨跌幅（%）	4
图表 6：近期宽基指数涨跌幅（%）	4
图表 7：近期风格指数涨跌幅（%）	5
图表 8：近期中信一级行业涨跌幅（%）	5
图表 9：近期央行公开市场操作情况	6
图表 10：近期主要利率变动情况（%）	6
图表 11：近期国债收益率走势情况（%）	7
图表 12：近期新发基金情况（亿份）	7
图表 13：近期杠杆资金变化情况（亿元）	8
图表 14：本周北上资金流入情况（亿元）	8
图表 15：本周宽基指数、风格指数变动情况	9

图表 16：本周行业盈利预测及交易集中度	10
-----------------------------------	-----------

一、 本周观点：三大视角看历史上的“市场底”

“市场底”是指 A 股指数，在一段时间内下跌趋势走完后，自然形成的一个股票底部。

在经历了 7 月底的上涨之后，A 股市场自 8 月初以来再次有所调整。近期美元走强、人民币波动等因素导致市场风险出现了集中释放，过去一周外资净流出 224 亿元，截至本周四，北向资金连续 13 天呈现净流出状态，上证综指也再度靠近 3000 点。可以说，当下 A 股已经处在一个“市场底”的区间。

从估值角度来看，目前市场处于估值相对较低位置，虽然没有到绝对最低水平，但也距离估值底不远。截至本周五，股债相对回报率再次到三年高位，从赔率角度来看，A 股已经进入了一个非常便宜的区间。

从流动性角度看，市场底部之所以不断抬升，除了盈利情况，还跟全社会流动性密切相关。社融增速近似代表了整个国家的资产负债表扩表速度。因此，全部 A 股上市公司也近似以社融增速扩表。我们以社融为流动性指标衡量全部上市公司总资产资产负债表扩表情况，用前一次“市场底”和当时对应社融增速估算对应“社融底”点位，以此估算出每一个“市场底”位置所对应的万得全 A 估算的“社融底”情况。可以看到，近三年来，“市场底”十分靠近“社融底”附近，当下万得全 A 指数点位也再次来到“社融底”附近，也从流动性角度反映 A 股当下处在一个非常便宜的区间。

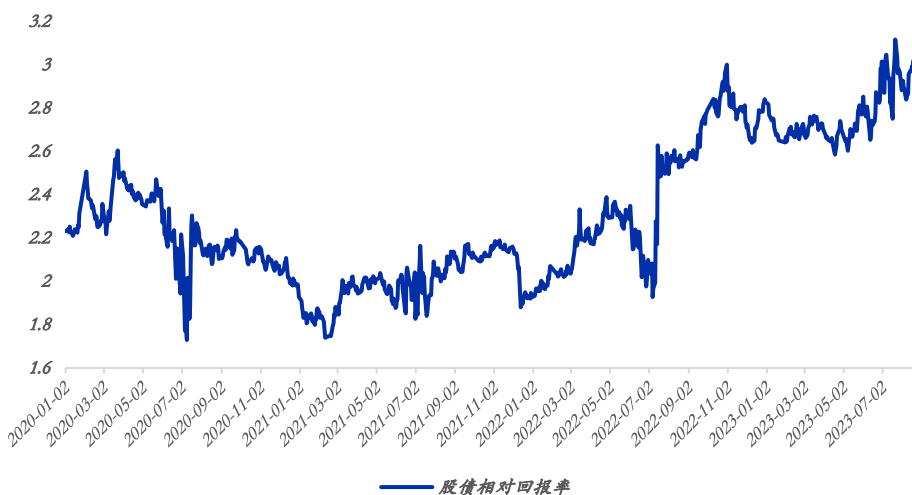
从经济基本面情况看，当下经济数据虽然在周期谷底位置，但进一步向下空间和可能性都很小。从价格水平看，PPI 有见底的迹象。7 月份我国工业品价格 PPI 同比下降 4.4%，自去年 10 月开始便停留在负增长区间，但是环比上行到了 -0.2%，较 5 月份的 -0.9% 已经显著回升。同时，上半年中国工业企业利润总额累计同比下降 16.8%，但较 1-3 月的 -21.4% 的降幅，有显著收窄。整体看，上市公司盈利与 PPI 关联度极高，因此，PPI 同比在负增长区间对上市公司盈利形成了制约压力，也是影响行情表现的重要基本面原因。从出口数据来看，6 月份 -12.4% 以及 7 月份 -14.5% 增速的背后，是当前全球经济处在周期谷底，欧元区 and 美国的制造业 PMI 分别只有 42.7 和 46.4，都在荣枯线以下。

图表 1：历次万得全 A “市场底”时，社融增速与对应估算的“社融底”情况

时间	收盘点位	市盈率	PE分位数 (近三月)	当时社融增速	社融估算 的市场底
2012-12-03	1905.1	11.9	0.00	19.1	-
2014-04-28	2212.9	11.6	0.00	14.3	2302.3
2016-01-28	3450.7	17.1	0.00	13.1	2744.9
2018-10-16	3246.3	13.4	0.00	10.8	4840.9
2020-03-23	3923.2	15.6	0.00	11.5	3787.5
2022-04-26	4319.3	15.2	0.00	10.2	4803.1
2022-10-31	4560.8	15.8	1.72	10.3	4499.4
2023-08-25	4669.8	16.7	0.00	8.9	4896.6

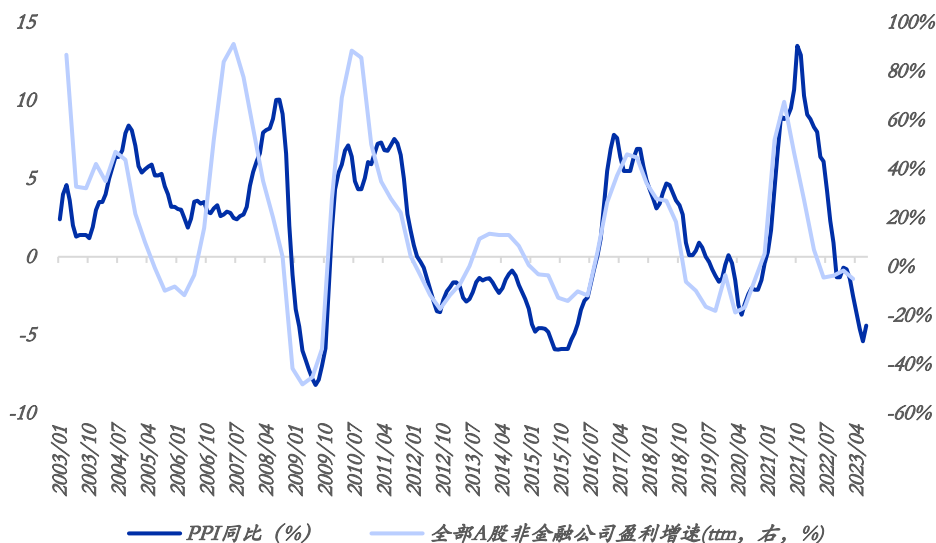
数据来源：Wind、，华福证券研究所

图表 2：股债相对回报率已接近三年高位



数据来源：Wind、，华福证券研究所

图表 3：PPI 与 A 股非金融公司盈利增速密切相关



数据来源：Wind、，华福证券研究所

二、 本周要闻回顾

图表 4：近期重大政策事件及未来一周重点关注

日期	本周重要事件与经济数据回顾
8月21日	1) 习近平离京赴约翰内斯堡出席金砖国家领导人第十五次会晤并对南非进行国事访问。 2) 中国8月LPR再现“非对称”降息：1年期LPR报3.45%，下调10个基点；5年期以上品种报4.20%，维持不变。
8月22日	国家统计局公布数据显示，2022年我国经济发展新动能指数为766.8，比上年增长28.4%，其中，网络经济指数增长最快，对总指数增长的贡献最大。
8月23日	国资委正积极部署央企产业焕新行动和未来产业启航行动，支持央企战略性新兴产业发展的一揽子政策将加快出台。
8月24日	美国正寻求将《中美科技合作协定》延长6个月，以便与中国政府洽谈并“强化”该协议。
8月25日	李强主持召开国务院常务会议，审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023—2025年）》、《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023—2025年）》和《关于规划建设保障性住房的指导意见》。
日期	下周重要事件与经济数据
8月29日	美国公布7月非农职位空缺数（季调）
8月31日	中国公布8月PMI
9月1日	美国公布8月Markit制造业PMI:季调

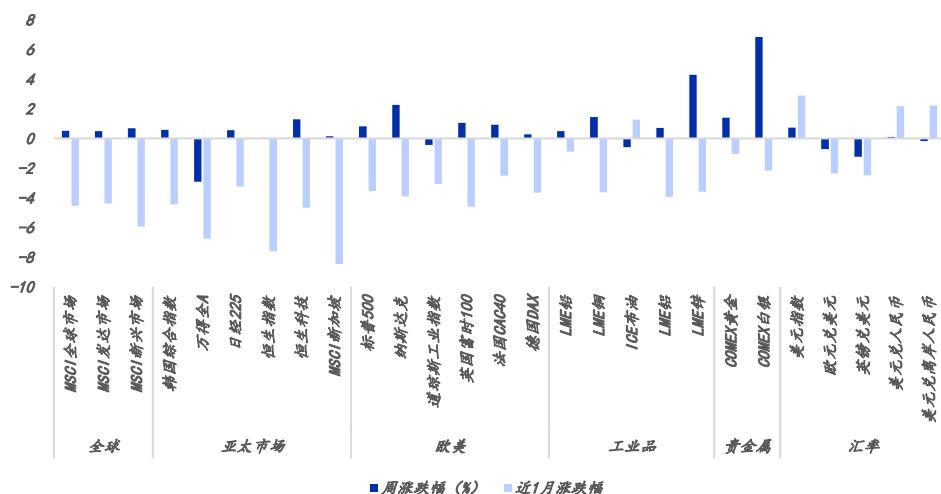
数据来源：Wind、中国政府网、国家统计局、金融界、中国青年网等，华福证券研究所

三、 本周市场行情

3.1 本周大类资产价格回顾

本周，全球大类资产涨多跌少，其中 MSCI 全球市场指数（-0.5%），MSCI 发达市场（0.5%），MSCI 新兴市场（0.7%）均有上涨。亚太市场主要指数中：万得全 A（-2.9%），恒生指数（0.0%）、恒生科技（1.3%）、日经 225（0.6%）悉数下跌；欧美市场主要指数中：标普 500（0.8%）、纳斯达克（2.3%）、道琼斯工业指数（-0.4%），英国富时 100（1.0%）、法国 CAC40（0.9%）、德国 DAX（0.3%）上涨居多；工业品与贵金属中：ICE 布油（-0.6%）、LME 铜（1.4%），COMEX 黄金（1.4%）、COMEX 白银（6.8%）；汇率方面：美元指数（0.7%）本周上涨，美元兑离岸人民币（-0.2%）本周下跌。

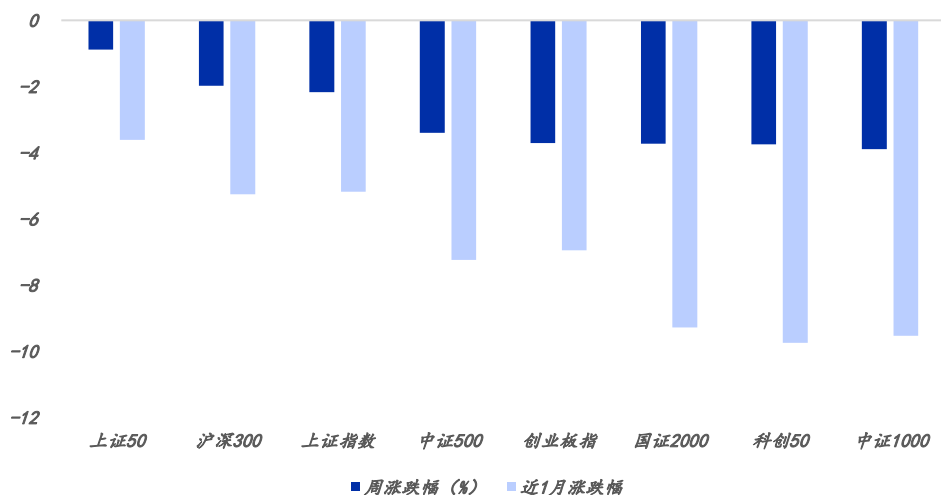
图表 5：近期大类资产涨跌幅（%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

宽基指数方面，本周指数整体调整。上证50（-0.9%）跌幅较少，中证1000（-3.9%）跌幅居前。

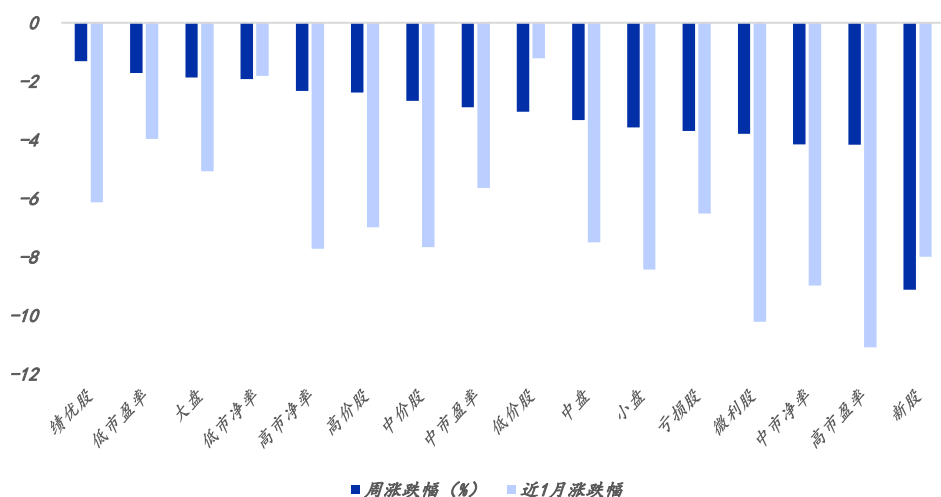
图表 6：近期宽基指数涨跌幅（%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

风格指数中，本周仅新股（-9.1%）下跌居多。大盘（-1.9%）、中盘（-3.3%）、小盘（-3.6%）下跌。

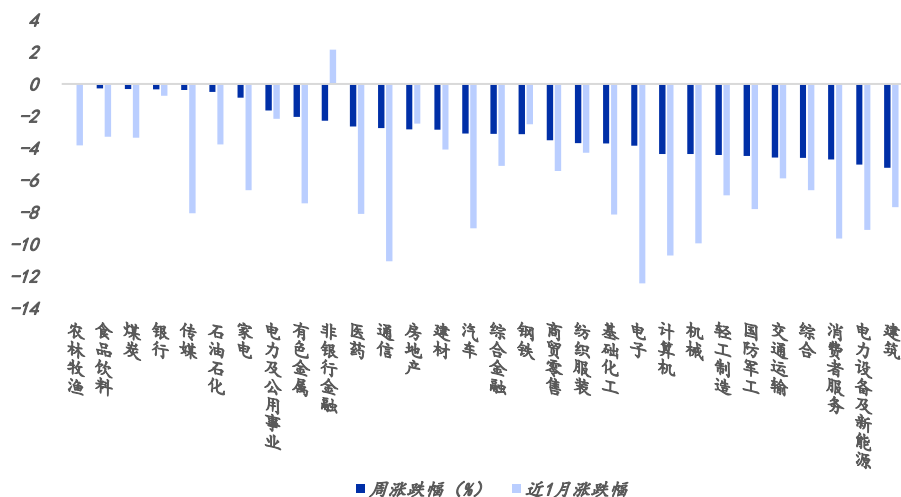
图表 7：近期风格指数涨跌幅（%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

中信一级行业中，本周行业板块大多出现调整，建筑（-5.2%）、电力设备及新能源（-5.0%）、消费者服务（-4.7%）调整较多。

图表 8：近期中信一级行业涨跌幅（%）

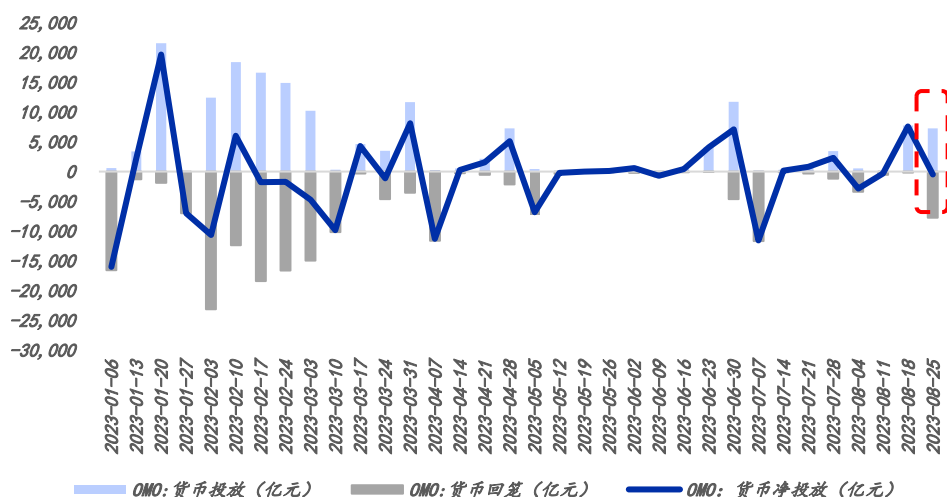


数据来源：Wind，华福证券研究所

3.2 股市流动性追踪

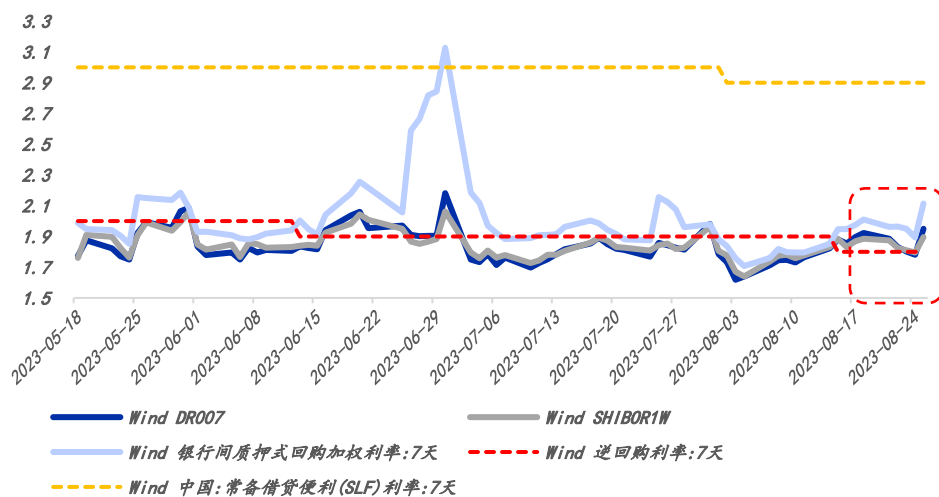
宏观流动性方面：本周央行公开市场净回笼货币 470 亿元，上周净投放 7570 亿元；利率方面，本周利率阶段性回升，其中 7 天银行间质押式回购加权利率至 2.11%，DR007 至 1.95%。

图表 9：近期央行公开市场操作情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 10：近期主要利率变动情况 (%)



数据来源：Wind，华福证券研究所

本周，十年期国债到期收益率为 2.57%，一年期国债到期收益率为 1.90%，期限利差进一步减小。

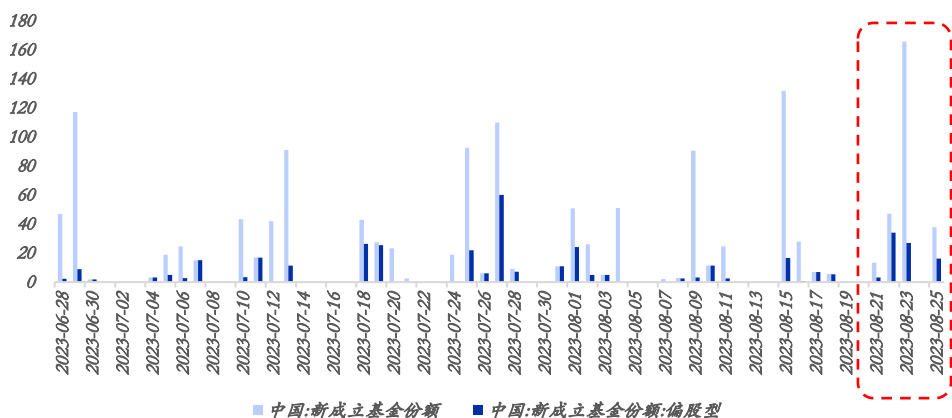
图表 11：近期国债收益率走势情况（%）



来源：Wind，华福证券研究所

资金方面：本周新成立基金 263.9 亿份（上周 172.1 亿份），其中偏股型基金 80.6 份（上周 29.9 亿份）。

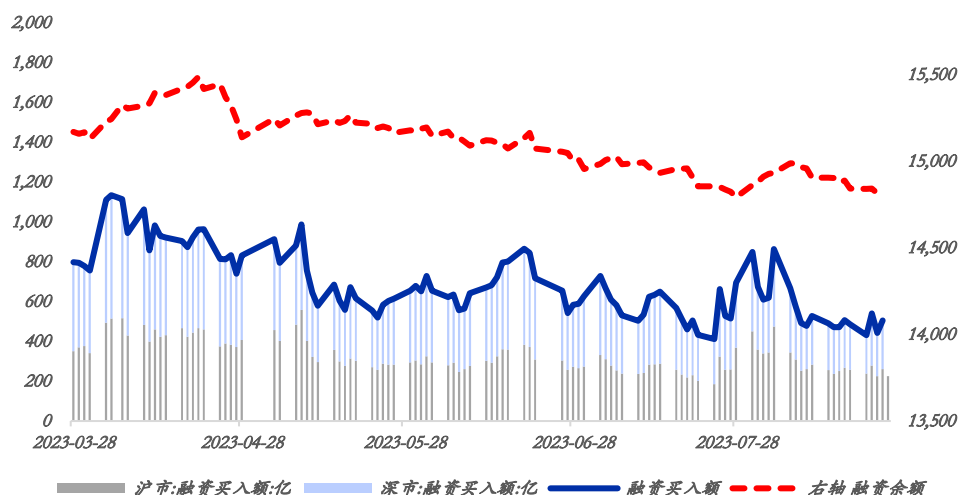
图表 12：近期新发基金情况（亿份）



数据来源：Wind，华福证券研究所

截止 2023 年 8 月 24 日，两融余额为 15678.49 亿元，占 A 股流通市值 2.40%，两融成交金额为 559.65 亿元，占 A 股成交额 7.56%。

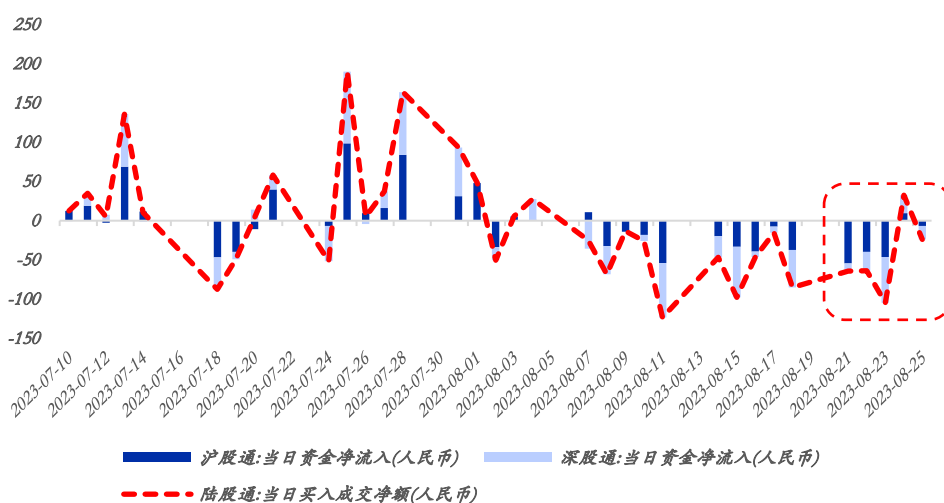
图表 13：近期杠杆资金变化情况（亿元）



数据来源：Wind，华福证券研究所

本周，北上资金净流出 224.2 亿元。其中沪股通流出 137.3 亿元，深股通流出 86.9 亿元。

图表 14：本周北上资金流入情况（亿元）



数据来源：Wind，华福证券研究所

3.3 风格与估值

本周宽基指数、风格指数估值如下：

图表 15：本周宽基指数、风格指数变动情况

	本周PE (TTM)	上周PE (TTM)	本周PE变动	PE分位数 (2010年起)
WIND全A	16.69	17.04	-2.05%	33.93
上证指数	12.64	12.79	-1.20%	34.53
深证成指	21.74	22.33	-2.65%	37.58
创业板指	29.11	30.59	-4.83%	1.59
科创50	37.96	39.56	-4.06%	2.03
沪深300	11.36	11.49	-1.14%	28.02
中证500	22.00	22.53	-2.32%	13.69
中证1000	33.78	34.32	-1.57%	24.98
国证2000	42.02	43.10	-2.51%	43.22
万得双创	48.44	51.09	-5.19%	0.57
大盘	12.86	13.11	-1.91%	33.23
中盘	17.22	17.82	-3.37%	4.40
小盘	22.93	23.74	-3.41%	10.68
金融	7.09	7.17	-1.11%	16.89
周期	17.91	17.96	-0.28%	21.02
消费	30.25	30.92	-2.18%	34.92
成长	39.53	41.14	-3.92%	17.28
稳定	15.71	16.02	-1.92%	44.33
低市盈率	5.91	6.02	-1.83%	0.48
高市盈率	97.49	101.80	-4.23%	41.07

数据来源：Wind，华福证券研究所

本周，商贸零售、传媒处在较高的估值分位数（自 2010 年起），综合金融 ROE（2023E）有明显改善，非银金融交易活跃度较高。

图表 16：本周行业盈利预测及交易集中度

行业	PE (TTM ，剔除负数)	PE分位数 (2010年起)	本周ROE (2023E)	上周ROE (2023E)	本周盈利预 测变化	本周交易拥 挤度
非银行金融	16.12	32.30	9.08	9.17	-1.03%	8.56%
房地产	12.75		1.41	1.34	5.21%	6.16%
钢铁	14.78	76.13	5.75	5.93	-3.02%	1.74%
建材	17.27	63.78	8.08	8.83	-8.50%	1.21%
银行	4.71	9.83	11.17	11.20	-0.22%	3.49%
食品饮料	29.13	39.78	20.57	20.55	0.10%	1.24%
消费者服务	45.55	84.78	8.96	9.19	-2.47%	0.81%
建筑	7.86	21.83	8.95	9.00	-0.50%	5.31%
综合	27.11		-3.03	-2.92	3.51%	0.43%
综合金融	17.26	37.89	7.73	6.30	22.75%	0.24%
汽车	23.82	74.91	8.28	8.15	1.53%	3.66%
轻工制造	21.01	40.62	8.67	8.77	-1.12%	1.74%
家电	14.62	21.53	16.58	16.57	0.09%	0.83%
交通运输	9.75	80.84	9.22	9.25	-0.28%	3.18%
医药	24.55	24.20	9.90	9.95	-0.49%	4.81%
纺织服装	18.99	51.24	7.61	7.49	1.52%	1.16%
煤炭	6.00	0.91	17.59	17.94	-1.95%	1.20%
有色金属	13.85	0.88	14.40	14.68	-1.92%	2.87%
电力设备及新能源	18.54	0.00	14.59	14.71	-0.83%	4.61%
石油石化	9.18	9.44	11.65	11.75	-0.83%	1.27%
商贸零售	16.58	98.62	2.10	2.14	-2.18%	2.15%
计算机	43.89	67.25	7.46	7.59	-1.77%	8.28%
基础化工	18.41	12.94	11.42	11.82	-3.43%	4.50%
电力及公用事业	20.45	54.40	9.46	9.45	0.12%	5.82%
机械	26.40	27.11	8.72	8.75	-0.34%	5.77%
国防军工	44.90	27.59	7.82	7.79	0.34%	1.18%
农林牧渔	23.64	55.93	6.17	6.86	-10.04%	2.47%
通信	18.81	7.78	8.96	8.97	-0.08%	3.15%
电子	35.84	63.92	7.29	7.36	-0.88%	4.94%
传媒	27.09	92.90	6.53	6.57	-0.63%	5.82%
万得全A	13.42	33.93	10.18	10.25	-0.75%	100.00%

数据来源：Wind，华福证券研究所

四、 风险提示

一是经济复苏的动能不及预期，二是政策的出台不及预期，三是美国经济衰退风险超预期。

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。

投资评级声明

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