

2023年12月27日

不悲观，迎接春季行情

事件点评

事件：2023年12月27日上证综指上涨0.6%，A股近4000只个股上涨。

- ◆ **当前的股价大概率已经反映了市场的悲观预期，进一步下行空间有限。**（1）估值和情绪指标处于历史低位：一是与经济预期最相关的上证50的PE（TTM）历史分位数（2005年起）当前仅为12.1%，处于历史低位；上证50换手率当前仅为9.6%左右，为历次市场大底时的最低水平。二是全部A股200日均线以上个股占比当前仅为23.8%左右，为历次市场大底时第五低水平。三是上证50ERP也处于历次市场大底时的水平。（2）大类资产价格反映当前大概率就是底部：一是汇率来看，当前人民币汇率位置较低，且已出现企稳回升趋势；二是国债收益率来看，当前十年期国债收益率（2.58%）已处于历史低位，进一步下行空间有限；三是金银比价来看，当前看金银比价处于高位，已反映经济悲观预期，后续可能回落。
- ◆ **我们预计当前大概率就是底部，迎接春季行情。**（1）盈利信用框架来看当前可能已处于周期底部，后续上行空间充足。首先根据我们的盈利-信用框架来看，当前盈利自身的周期、以及其领先指标均指向盈利底已经出现，且后续大概率延续上升趋势不变，而信用维持高位难快速下行，市场震荡偏强是大概率。（2）影响春季行情的核心在于基本面>流动性>估值情绪>政策和外部事件，当前看春季行情可期：一是基本面延续修复趋势，年初季节效应影响下社零、基建投资、信贷投放增速等可能偏强，万亿国债相关项目的进一步落实可能带动基本面持续改善；二是流动性维持宽松，美国通胀明显缓和，海外流动性偏宽松，国内来看近期十债收益率位置较低，且明年初可能有一定降准降息概率，流动性维持稳中偏松的趋势不变；三是如前所述，当前市场估值和情绪位置较低，有望支撑春季行情；四是政策和外部事件角度看也难对市场形成压制，首先保增长政策预期进一步上升，其次美光科技公司和中企福建晋华在全球范围互相原谅，中美芯片制造业之间关系的缓和可能有所提振市场信心。（3）基本面、流动性和风险偏好可能边际改善开启春季行情：一是分子端11月利润总额同比快速上行至29.5%，预计明年初盈利有望在低基数效应下迎来持续增长；二是年末国内短期市场利率波动较大，年初央行为呵护流动性可能进一步实施降准、降息；三是当前逐步回升的基本面和宽松的流动性环境均有望提振市场情绪，叠加中美关系的修复可能利于后续风险偏好的改善。
- ◆ **筑底反弹期间逢低配置TMT、新能源、消费等行业。**（1）短期内成长占优：根据我们宏观多维指标的判别框架，当前至一季度处于盈利上行、信用筑顶、流动性边际宽松的环境中，指向成长占优。（2）比照历史经验，市场筑底反弹期间，产业趋势向上、政策导向以及低估值稳定类行业占优。当前来看，产业趋势向上的行业指向TMT、新能源、医药等成长性行业，而政策导向的行业指向数字经济和人工智能、国产化相关的TMT以及保增长政策相关的顺周期，低估值稳定类行业则是保增长政策下的建筑、建材、非银。（3）短期继续逢低配置：一是政策和产业趋势向上的计算机（数据要素、国产化、工业互联网）、电子（智能驾驶、半导体）、通信（数据要素、卫星互联网等）、传媒（AI在教育、营销、影视等应用）；二是超跌的高成长行业如新能源（储能、电池）、医药（创新药）等；三是保增长政策和消费旺季下相关的建筑建材、纺服、家电、社服、食品饮料等行业。
- ◆ **风险提示：历史经验未来不一定适用，政策超预期变化，经济修复不及预期。**

分析师

邓利军

SAC执业证书编号：S0910523080001
denglijun@huajinsec.com

相关报告

一二级情绪背离暂未继续收敛，但微观活跃资金关注或有升温-华金证券新股周报
2023.12.24

春季行情依然可期 2023.12.23

探寻2024新股择股路径（二）：从沉积设备论半导体设备的国产化加速机遇-华金证券新股主题报告 2023.12.20

探寻2024年新股择股路径（三）：新能源车出口在欧洲崛起可能带来的主题投资机会探讨-华金证券新股主题报告 2023.12.19

新股一二级情绪背离现象或略有改善，观察变化能否展开-华金证券新股周报
2023.12.17



内容目录

一、当前大概率就是底部，不必过分悲观	3
（一）当前股价已充分反映悲观预期	3
（二）春季行情可期	4
二、行业配置：筑底反弹期间关注 TMT、新能源、消费	5
三、风险提示	7

图表目录

图 1：当前市场估值、情绪位置极低	3
图 2：当前人民币汇率处于较低位置	4
图 3：当前十债收益率位置较低	4
图 4：当前金银比价位置较高	4
图 5：11 月工业企业盈利增速大幅抬升	5
图 6：盈利仍处上行周期不变	5
图 7：美国消费者信心指数有回升	5
图 8：近期市场利率波动较大	5
图 9：中国场内交易规模占比 2022-2025E 年将提升 8%	6
图 10：2021Q1-2022Q1L2 自动驾驶乘用车渗透率大幅提高	6
图 11：水泥价格指数自 10 月以来大体保持提升趋势	7
图 12：9 月以来酒、饮料和精制茶制造业累计同比保持上升	7

事件：2023年12月27日上证综指上涨0.6%，A股近4000只个股上涨。

一、当前大概率就是底部，不必过分悲观

（一）当前股价已充分反映悲观预期

当前的股价大概率已经反映了市场的悲观预期，进一步下行空间有限。（1）从市场情绪指标来看，当前估值、情绪位置已经较低，进一步下行空间有限。我们对历史大底时的估值、换手率、股权风险溢价、200日均线以上个股占比等指标发现，当前已接近历史极低位置，进一步下行空间有限：当前与经济预期最相关的上证50 PE-TTM历史分位数（2005年起，下同）约为12.1%，位置较低，表明当前上证50指数估值已充分反映较为悲观的经济预期；上证50换手率来看，当前为9.6%左右，为历次市场大底最低水平；当前全部A股MA200日均线以上个股占比约为23.8%，为历次市场大底第五低水平；最后上证50 ERP来看，也处于历次市场大底时的水平。（2）大类资产价格反应当前大概率就是市场底部。一是汇率来看，当前人民币汇率位置较低，但已出现企稳回升趋势，汇改后人民币汇率表现多与市场表现趋同，因此或指向后续市场可能回升；二是国债收益率来看，十债收益率多与基本面以及股市表现呈正相关关系，但当前十年期国债收益率位置较低（2.58%），因此判断后续回升空间充足，不易进一步下行；三是金银比价角度，金银比价能较好地反映基本面的表现，因金银比价剔除了商品金融属性的影响，与经济呈现明显的负相关关系，当前看金银比价仍高位震荡，已经反应济悲观预期，后续可能回落。

图1：当前市场估值、情绪位置极低

	上证50 PE-TTM自2005年以来历史分位数 (%)	上证50换手率自2005年以来历史分位数 (%)	全A MA200日均线以上个股占比 (%)	上证50ERP (%)
2005/7/11	64.00%	75.90%	-	4.75%
2008/11/4	64.20%	69.60%	0.29%	5.01%
2012/12/3	9.30%	22.70%	5.95%	7.93%
2016/1/28	7.70%	27.20%	6.31%	9.02%
2018/12/27	7.90%	20.80%	7.45%	8.51%
2020/3/23	7.60%	35.70%	40.08%	9.30%
2023/12/26	12.10%	9.60%	23.82%	8.50%

资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：当前人民币汇率处于较低位置



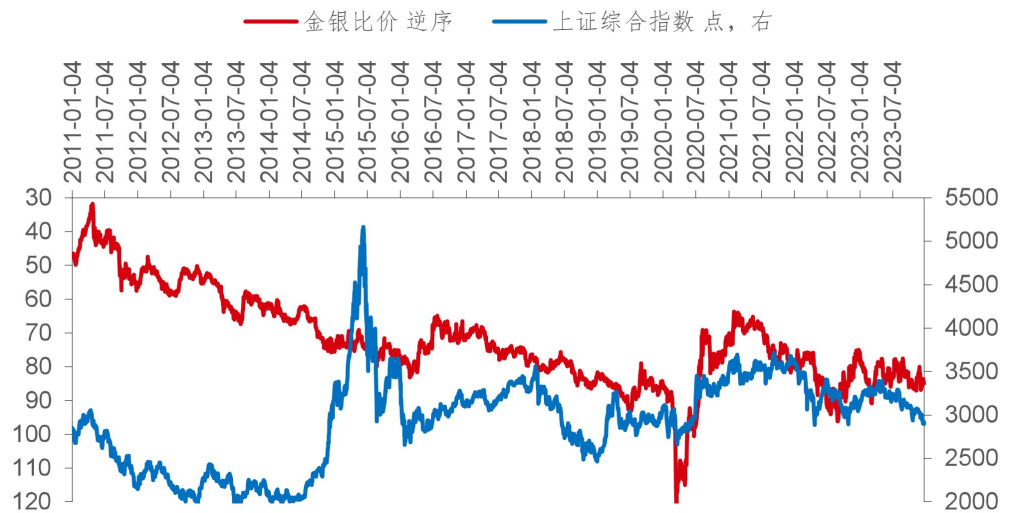
资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：当前十债收益率位置较低



资料来源：华金证券研究所，wind

图 4：当前金银比价位置较高



资料来源：华金证券研究所，wind

（二）春季行情可期

我们预计当前大概率就是底部，迎接春季行情。（1）盈利信用框架来看当前可能已处于周期底部，后续上行空间充足。首先根据我们的盈利-信用框架来看，当前盈利自身的周期、以及其领先指标（库存、PPI）的位置均指向盈利底已经出现，且后续大概率延续上行趋势不变（从 11 月大幅改善的工业企业利润增速也能加以印证），而信用维持高位难快速下行，市场震荡偏强是大概率。（2）影响春季行情的核心在于基本面>流动性>估值情绪>政策和外部事件，比照来看明年春季行情可期。一是基本面延续修复趋势：除了年初季节效应影响下社零、基建投资、信贷投放增速等可能偏强之外，万亿国债相关项目的进一步落实可能带动基本面持续改善。二是流动性维持宽松：海外来看受益于近期油价、住房价格等开始下行，美国通胀明显缓和，海外流动性偏宽松；国内来看近期十债收益率位置较低，且明年初可能有一定降准降息概率，流动性维持稳中

偏松的趋势不变。三是如前所述，当前市场估值和情绪位置较低，有望支撑春季行情。四是政策和外部事件角度看也难对市场形成压制：首先明年宽财政相关政策的进一步落实预期较强，且地产端仍需政策助力企稳，保增长政策预期进一步上升；其次当前地缘关系持续回暖，美光科技公司和中企福建晋华在全球范围互相原谅，中美芯片制造业之间关系的缓和可能有所提振市场信心。

(3) 基本面、流动性和风险偏好可能边际改善开启春季行情。一是分子端看，制造业受益于油价大跌降低成本，工业企业盈利明显回升，11月利润总额同比快速上行至29.5%（前值为2.7%），预计明年初盈利有望在低基数效应下迎来持续增长。二是流动性看，年末国内短期市场利率波动较大，2023/12/26 DR007自2015年以来的历史分位数接近98%，且在2023/12/22的利率历史分位数仅为不到20%，波动非常明显，因此从上述视角来看，年初央行为呵护流动性可能进一步实施降准、降息。三是当前逐步回升的基本面和宽松的流动性环境均有望提振市场情绪，叠加中美关系的修复可能利于后续风险偏好的改善。

图 5：11 月工业企业盈利增速大幅抬升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：盈利仍处上行周期不变



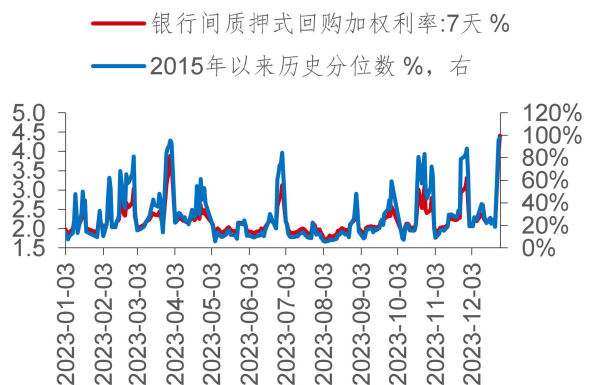
资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：美国消费者信心指数有回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：近期市场利率波动较大



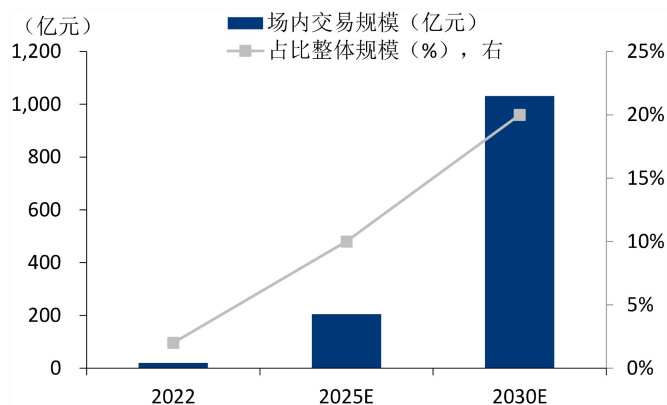
资料来源：华金证券研究所，wind

二、行业配置：筑底反弹期间关注 TMT、新能源、消费

短期成长风格占优，继续逢低配置 TMT、新能源、消费等行业。(1) 短期成长风格占优：根据我们宏观多维指标的判别框架，当前处于盈利上行、信用筑顶、流动性边际宽松的环境中，

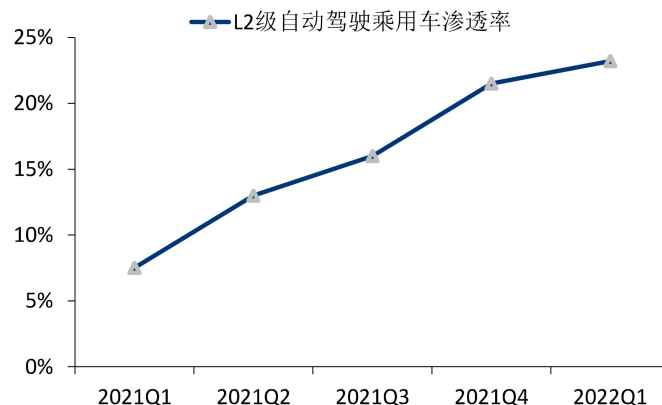
成长占优。具体来看，盈利层面，本轮盈利周期在7月已经筑底，23Q3全A归母净利润回升1.53pct，一季度盈利筑底上行趋势确立；信用层面，本轮中长贷上行周期的起点是2022年1月，而一季度是传统的信贷高峰，信用大概率保持筑顶态势；流动性层面，国外方面，结合有所回调的美元指数和美债收益率，以及一季度临近降息周期，海外流动性保持宽松。国内方面，政治局会议与中央经济工作会议定调宽松，且开年市场的流动性需求通常会有所上升，国内流动性大概率保持宽松。因此，当盈利向上、信用筑顶，流动性边际宽松指向成长风格；（2）比照历史经验，市场筑底反弹期间，产业趋势向上、政策导向性以及低估值稳定类行业占优。当前来看，产业趋势向上的行业指向TMT、新能源、医药等成长性行业，而政策导向的行业指向数字经济和人工智能、国产化相关的TMT以及保增长政策相关的顺周期，低估值稳定类行业则是保增长政策下的建筑、建材、非银。具体来看，一是当前“数据要素×”相关政策指导意见出台、AI迭代催化大模型落地、工业互联网面向先进制造业“智改数转网联”升级以及国内外卫星互联实验加速共同推升计算机、通信行业的景气度；二是智能驾驶行业奇点临近，国外特斯拉以神经网络与人工智能为代表的自动驾驶技术更新，国内政策端L3/L4试点落地，产业端主要车企计划发布近300个城市NOA的催化下电子、汽车行业景气上行；三是医药行业反腐出清格局改善，政策支持下创新药医保谈判成功高达92%，如吡咯替尼、艾贝格司亭α注射液F627、PD-1等创新药加速出海有望催化医药行业；四是国内保增长政策下，各省持续加大消费补贴，海外去库进程加快外需回暖下关注家电、纺织、轻工等行业。稳地产政策下，水泥价格自10月以来保持上升趋势，后续在地方政府化债逐步落地及明年配套资金边际好转下，基建实物需求落地有望拉动建筑、建材行业走强；五是岁末年初传统消费旺季下的季节效应显现，11月社零环比提升(+2.5%)预示居民消费信心边际转暖，关注食品饮料、家电等大消费行业。（3）短期继续逢低配置：一是政策和产业趋势向上的计算机（数据要素、国产化、工业互联网）、电子（智能驾驶、半导体）、通信（数据要素、卫星互联网等）、传媒（AI在教育、营销、影视等应用）；二是超跌的高成长行业如新能源（储能、电池）、医药（创新药）等；三是保增长政策和消费旺季下相关的建筑建材、纺服、家电、社服、食品饮料等行业。

图 9：中国场内交易规模占比 2022-2025E 年将提升 8%



资料来源：华金证券研究所，中国信通院，上海数据交易所

图 10：2021Q1-2022Q1L2 自动驾驶乘用车渗透率大幅提高



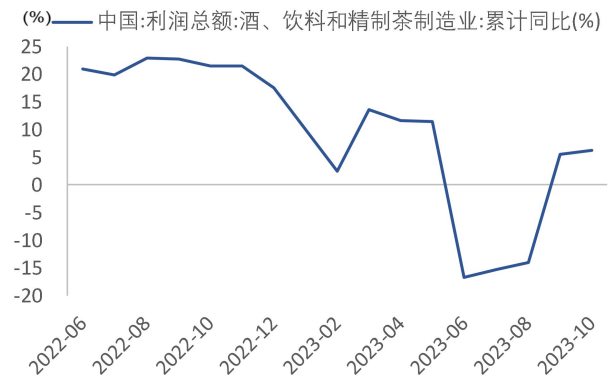
资料来源：华金证券研究所，ASKCI

图 11: 水泥价格指数自 10 月以来大体保持提升趋势



资料来源: 华金证券研究所, wind

图 12: 9 月以来酒、饮料和精制茶制造业累计同比保持上升



资料来源: 华金证券研究所, wind

三、风险提示

- 1.历史经验未来不一定适用: 文中相关复盘具有历史局限性, 不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响, 过去的表现仅供参考。
- 2.政策超预期变化: 经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期, 从而影响当下分析框架下的投资决策。
- 3.经济修复不及预期: 受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素, 经济修复进程可能有所波动, 从而影响当下分析框架下的投资决策。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn