

2024年03月22日

基本面短期走弱会导致春季行情结束吗？

定期报告

投资要点

- ◆ **春季行情结束主要受外部负面冲击、政策和流动性收紧所致，基本面走弱只是一个影响因素。**2010年以来存在7次明显的春季行情，行情结束的主要因素包括：（1）外部、政策及流动性等非基本面的负面冲击是春季行情结束的核心影响因素：一是外部负面冲击可能触发春季行情结束，如2011年福岛核电站泄露、2019年和2021年中美贸易摩擦、2023年硅谷银行暴雷等。二是政策的收紧也有明显影响，如2012年和2013年地产调控、2019年“调结构”、2021年不急转弯。三是流动性的收紧也是春季行情结束的核心原因，如2011年央行升准、2015年清理场外配资、2021年美联储加息预期上升、2023年美联储加息。（2）基本面走弱是导致春季行情结束的一个叠加因素：一是消费和出口增速的走弱对春季行情结束影响较大，7次中有4次是消费和出口的走弱；而地产、制造业投资、基建投资增速的走弱影响较小。二是年报和一季报的披露对春季行情结束的影响也较小。
- ◆ **当前来看，外部、政策和流动性等均无明显负面冲击，同时基本面仍处于修复趋势，本轮春季行情短期可能未完。**（1）外部、政策和流动性等非基本面冲击难有。一是外部风险来看：首先，中美关系处于改善趋势中，尽管有美国大选等导致的扰动，但未有大的冲击；其次，短期全球资本市场风险偏好维持上升趋势。二是政策来看：首先，两会将对财政政策定调积极，后续设备更新和以旧换新等政策实施和落地也大概率持续；其次，近期证监会进一步加强上市公司质量和减持监管、鼓励分红和长期资金入市，资本市场改革政策不断出台和实施。三是流动性来看：首先，短期内国内宏观流动性维持宽松；其次，融资和外资流入短期可能持续。（2）基本面角度：一是二季度新质生产力相关的制造业投资可能回升；二是1-2月消费和出口已经出现一定改善迹象，螺纹钢、石油沥青装置开工率在春节后均有回升。
- ◆ **春季行情未完，短期继续震荡。**（1）分子端延续弱修复。一是经济修复迹象显现：1-2月经济数据显示消费有所回升，地产投资降幅收窄，制造业投资增速改善。二是企业盈利延续回升趋势：从已披露的年报业绩来看，全A盈利增速继续回升。（2）汇率短期贬值难持续，股市资金短期继续边际改善。一是宏观流动性上，国内人民币汇率贬值难持续，国内仍有降准等宽松的空间。二是股市资金上，融资和外资短期可能继续流入，新发基金也可能低位改善。（3）风险偏好：政策不断落地短期将持续提振风险偏好；但美国选举触发中美关系可能出现一定小扰动。
- ◆ **短期均衡配置低估值价值和科技成长。**（1）复盘历史，春季行情结束后一个月新高景气以及一季报偏好的行业表现相对占优。当前来看，政策导向的行业主要指向新质生产力和设备更新相关的TMT、电新、机械、汽车、家电，国企改革相关的建筑、石化、金融等；高景气行业主要指向成长行业；已披露的一季报偏好的行业是非银、轻工、有色、电新等。（2）短期继续均衡配置：一是政策和产业趋势向上的传媒（KIMI等国产大模型的应用）、通信（算力、卫星互联网等）、计算机（算力、数据要素）、电子（半导体、消费电子）；二是超跌的新能源（电池、光伏）、汽车、食品饮料、军工等；三是央企国企相关的建筑、石化、银行、非银等。
- ◆ **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

情绪总体仍较高位收敛，新股预计延续结构性活跃分化并行-华金证券新股周报
2024.3.17

新质生产力可能是今年的主线 2024.3.16

震荡蓄势，新质主线——A股二季度策略展望
2024.3.12新股板块结构性分化特征凸显，业绩或逐渐成为投资重要关切-华金证券新股周报
2024.3.10预计两会后市场难大调整，成长占优
2024.3.9

内容目录

一、周度聚焦：基本面走弱是否导致春季行情结束？	3
（一）复盘历史，外部冲击和政策收紧等导致春季行情结束	3
（二）当前来看，春季行情短期难结束，结构性行情延续	4
二、周度策略：春季行情未完，短期继续震荡	6
（一）分子端：延续弱修复	6
（二）流动性：微观资金持续修复	7
（三）风险偏好：政策持续提振市场情绪	9
三、行业配置：关注 TMT、新能源、大消费	10
四、风险提示	14

图表目录

图 1：外部冲击和政策收紧是影响春季行情结束的核心因素	3
图 2：基本面走弱是导致春季行情结束的一个叠加因素	4
图 3：历年春季行情中年报与一季报盈利变化（%）	4
图 4：房地产开发投资增速有所回升	5
图 5：平板玻璃产量明显回升	5
图 6：螺纹钢厂开工率弱于季节性但有所回升	6
图 7：基建投资增速回升	6
图 8：消费者信心指数有所回升	7
图 9：投资增速有所回升	7
图 10：2023 年年报（预告/实际）披露情况	7
图 11：CME 预测 6 月降息概率有所回升	8
图 12：日本 GDP 增速相较其他重要经济体有所放缓	8
图 13：年初至今外资大幅流入银行、餐饮和电子等板块	9
图 14：本轮微观资金修复仍不及历史反弹期间内回流规模	9
图 15：年初至今获批偏股型基金产品多在等待发行中	9
图 16：7 次春季行情结束一个月后市场 TOP10 行业涨幅	10
图 17：7 次有春季行情年份一季报盈利 TOP10 行业	11
图 18：2024 年一季报盈利（预告/实际）披露情况（截止 2024/3/22）	12
图 19：2018 年-2022 年高速线缆快速发展	13
图 20：本周 DXI 指数回暖 2.9%	13
图 21：2 月计算机、通信、电子投资完成额增速创新高	13
图 22：2024 年 2 月国内市场手机出货量同比增长 68.1%	13
图 23：2023 年 12 月我国风电电源投资完成额累计同比小幅下滑至 27.5%	14
图 24：2023 年 12 月我国电网基本投资完成额增速小幅下滑至 5.4%	14
图 25：2 月冰箱、空调出口同比高增	14
图 26：挖机产量同比增速连续 2 月收窄	14

一、周度聚焦：基本面走弱是否导致春季行情结束？

（一）复盘历史，外部冲击和政策收紧等导致春季行情结束

春季行情结束主要受外部负面冲击、政策和流动性收紧所致，基本面走弱只是一个影响因素。如我们在报告《今年春季行情还存在吗？》中所述，观察前一年12月至一季度末期间的市场表现，可以看到2010年以来存在7次明显的春季行情，分别是：2011/1/25-2011/4/18、2012/1/4-2012/3/2、2012/12/3-2013/2/18、2015/2/9-2015/4/28、2019/1/4-2019/4/8、2020/12/25-2021/2/18、2022/12/26-2023/3/6，行情平均持续53个交易日左右。具体来看春季行情结束的影响因素：

外部、政策及流动性等非基本面的负面冲击是春季行情结束的核心影响因素。（1）外部负面冲击可能触发春季行情结束，如：2011年日本地震造成福岛核电站泄露，扰动A股市场情绪；2019年美对华商品开始加征关税，2021年特朗普政府通知包括英特尔在内的几家华为芯片供应商，将吊销华为出售产品的某些许可证，中美贸易摩擦加剧下同样对市场情绪产生剧烈影响；2023年初硅谷银行暴雷，对国内市场形成负面影响，春季行情终止。（2）政策的收紧也有明显影响，如：2012年两会对地产端的政策收紧；2013年“国五条”发布持续调控房地产市场；2019年政治局会议将经济刺激政策从“稳增长”转向“调结构”；2021年政策定调不急转弯等，均对当时市场情绪形成一定扰动，促使春季行情结束。（3）流动性的收紧则也是春季行情结束的核心原因，如：2011年在基本面大幅转弱下央行升准；2015年证监会清理场外配资；2021年美联储加息预期上升；2023年2月和3月美联储分别加息25BP，流动性收紧下春季行情告一段落。

图1：外部冲击和政策收紧是影响春季行情结束的核心因素

年份	开始时间	结束时间	期间上证涨跌幅(%)	流动性			外部冲击		政策
				央行货币政策	DR007	其他	地缘关系	其他	国内宏观政策
2011	2011/1/25	2011/4/18	13.41	央行升准	↓	-	-	福岛核泄漏	-
2012	2012/1/4	2012/3/2	11.88	央行降准	↓	-	-	-	两会地产政策收紧
2013	2012/12/3	2013/2/18	22.29	-	↓	-	-	-	《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》发布
2015	2015/2/9	2015/4/28	45.53	央行降准降息	↓	证监会清理场外配资	-	-	证监会清理场外配资
2019	2019/1/4	2019/4/8	31.67	央行降准	↓	-	中美贸易摩擦加剧	-	政治局会议将经济刺激政策从“稳增长”转向“调结构”
2021	2020/12/25	2021/2/18	9.28	-	↓	美联储加息预期上升	中美贸易摩擦加剧	-	政策定调不急转弯
2023	2022/12/26	2023/3/6	9.07	-	↓	美联储加息预期上升	-	硅谷银行暴雷	-

资料来源：华金证券研究所，wind（注：日频数据取春季行情起始日期当日数据进行比较）

基本面走弱是导致春季行情结束的一个叠加因素。（1）消费和出口增速的走弱对春季行情结束影响较大，7次中有4次是消费和出口的走弱导致春季行情结束，如2011、2015、2019、2023年，而地产、制造业投资、基建投资增速的走弱影响相对较小。（2）年报与一季报对春季行情结

束的影响较为局限。一是我们将历次春季行情结束时披露的年报盈利增速与其1个月前的年报盈利变化进行比较，发现：年报披露的正向提振不显著。一是过去7次春季行情中，有4次春季行情的年报盈利增速均为正增长，3次为负增长。即使在年报盈利的正向影响下春季行情更多受基本面数据不及预期影响而结束，如2011、2012、2023年春季行情结束前，年报盈利披露均是加速上行，而由于2011年的地产、社零、出口走弱，2012年的地产投资走弱、2023年基建投资等基本面数据走弱，偏正向的年报盈利仍难以继续提振春季行情；二是从有春季行情年份的一季报盈利增速来看，一季报盈利的正向提振不显著。过去7次春季行情中，仅有2012年一季报盈利增速同比为负，其他6次均为正，且2011年、2013年、2021年一季报显示了较强的盈利增长态势，偏正向的一季报盈利仍难以继续提振春季行情。

图2：基本面走弱是导致春季行情结束的一个叠加因素

年份	开始时间	结束时间	期间上证涨跌幅 (%)	基建		地产			制造业			消费		出口
				基建投资累计同比 (%)	石油沥青装置开工率 (%)	商品房销售累计同比 (%)	房屋新开工面积累计同比 (%)	地产完成投资累计同比 (%)	制造业PMI (%)	PPI当月同比 (%)	工业企业利润总额累计同比 (%)	CPI当月同比 (%)	社零增速当月同比 (%)	出口增速当月同比 (%)
2011	2011/1/25	2011/4/18	13.41	↓	-	↓	↓	↓	→	↑	↓	↑	↓	↓
2012	2012/1/4	2012/3/2	11.88	↑	-	↑	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↑	↑
2013	2012/12/3	2013/2/18	22.29	↑	-	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↓	↑
2015	2015/2/9	2015/4/28	45.53	↓	-	↑	↑	↓	↑	↓	↑	↑	↓	↓
2019	2019/1/4	2019/4/8	31.67	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓
2021	2020/12/25	2021/2/18	9.28	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↑
2023	2022/12/26	2023/3/6	9.07	↓	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↑	↓

资料来源：华金证券研究所，wind（注：月频数据取起始日期当月数据进行比较、周频数据取开始日期+10个交易日日均值与结束日期-10个交易日日均值进行比较）

图3：历年春季行情中年报与一季报盈利变化 (%)

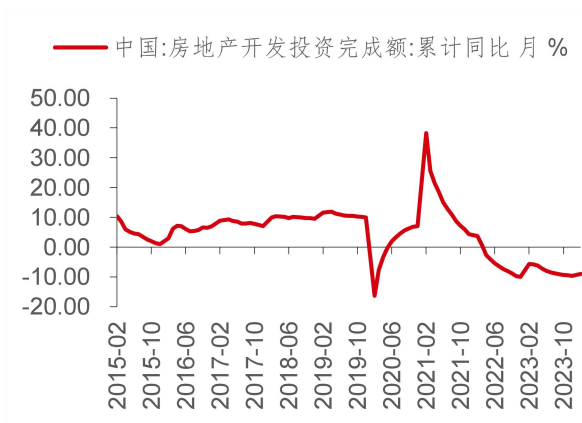
年份	披露率	年报盈利增速 (%)				一季报盈利 (%)
		前一个月	结束日	前一个月	结束日	
2011/4/18	60.1%	59.8	68.4	8.6	24.2	
2012/3/2	8.1%	27.7	36.1	8.5	-0.4	
2013/2/18	1.7%	-5.0	-14.0	-9.0	10.4	
2015/4/28	59.2%	-28.8	-13.0	15.8	3.5	
2019/4/8	26.4%	49.3	-4.3	-53.6	9.4	
2021/2/18	0.4%	68.9	33.7	-35.2	53.2	
2023/3/6	1.5%	-21.2	42.3	63.5	1.3	

资料来源：华金证券研究所，wind

（二）当前来看，春季行情短期难结束，结构性行情延续

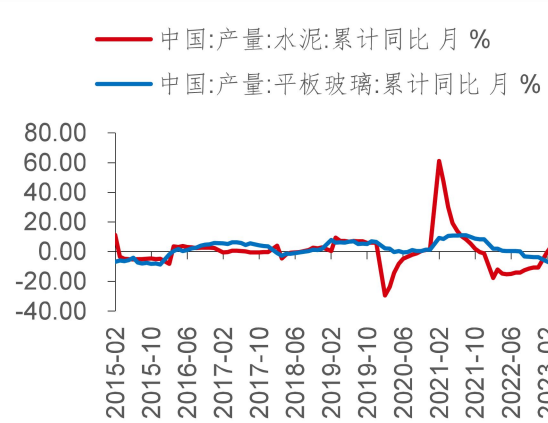
当前来看，外部、政策和流动性等均无明显负面冲击，同时基本面仍处于修复趋势，本轮春季行情短期可能未完。(1) 外部、政策和流动性等非基本面冲击难有。一是外部风险来看：首先，中美关系处于改善趋势中，尽管有美国大选等导致的扰动，美国大选两党候选人再次锁定特朗普和拜登，市场预期已经充分消化，但未有大的冲击；其次，短期全球资本市场风险偏好维持上升趋势。二是政策来看：首先，两会对财政政策定调积极，后续设备更新和以旧换新等政策实施和落地也大概率持续，市场情绪明显回升；其次，近期证监会也推出政策“组合拳”，大力整治违规行为，进一步加强上市公司质量和减持监管、鼓励分红和长期资金入市，资本市场改革政策不断出台和实施，投资者信心得到显著提振。三是流动性来看：首先，短期内国内宏观流动性维持宽松，当前利率水平较低，且国内货币政策配合财政政策发力下难大幅收紧，后续仍有概率进一步降准降息；其次，微观资金角度，融资和外资短期内可能维持流入趋势不变。(2) 基本面角度：一是两会定调“新质生产力”明确指向政策提振先进制造行业，并且在当前产业趋势持续上升的人工智能、数字经济等领域有望与政策形成合力，二季度新质生产力相关的制造业投资可能回升；二是 1-2 月消费和出口已经出现一定改善迹象，当前基建投资增速有所回升，且螺纹钢厂、石油沥青装置开工率在春节后均有明显改善，石油沥青装置开工率已经与去年同期（春节后三十个交易日内的平均开工率）表现相当。

图 4：房地产开发投资增速有所回升



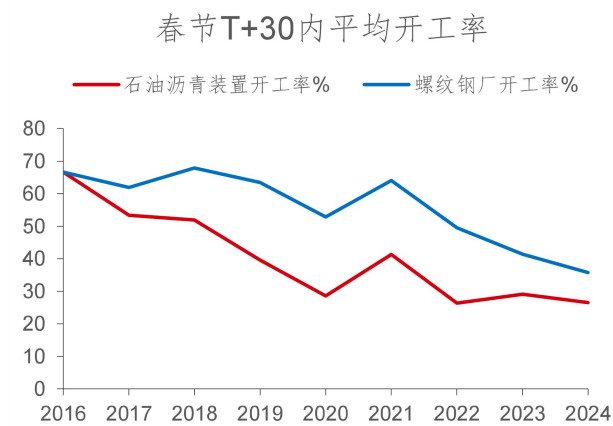
资料来源：华金证券研究所，wind

图 5：平板玻璃产量明显回升



资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：螺纹钢厂开工率弱于季节性但有所回升



资料来源：华金证券研究所，wind（注：图中T为交易日）

图 7：基建投资增速回升



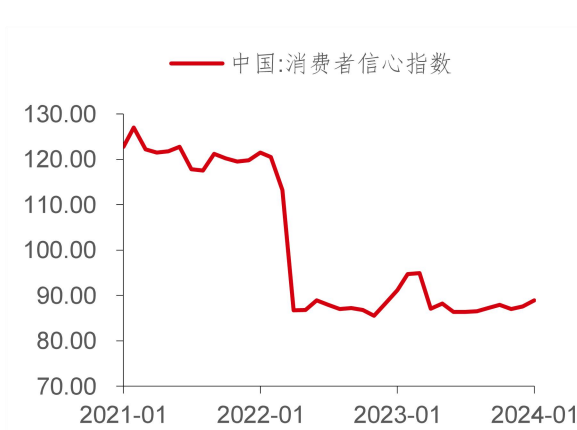
资料来源：华金证券研究所，wind

二、周度策略：春季行情未完，短期继续震荡

（一）分子端：延续弱修复

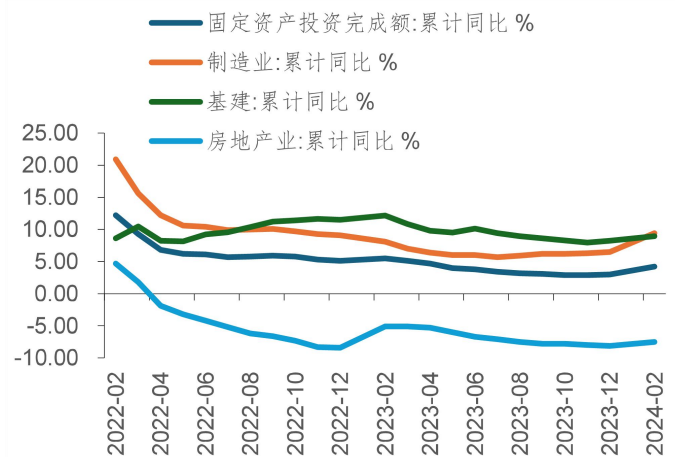
分子端延续弱修复，经济修复迹象显现。(1)消费有所回升。1-2月(下同)社零总额为81307亿元，同比增长5.5%。结构来看，线上消费表现相对较强，受益于传统销售数字化转型升级，今年前两个月的实物商品网上零售额同比大幅增长14.4%，此外受益于“以旧换新”等促消费政策影响，新能源乘用车零售量同比增长37.2%，家用电器和音像器材类、家具类零售额分别增长5.7%、4.6%，政策扩内需效果得到显著体现。后续来看支撑消费走强的逻辑有望延续，居民消费意愿有望持续改善，此外供给侧持续优化下内需有望持续提升。(2)投资来看，固定资产投资同比增长4.2%，略超出市场预期。结构上，制造业投资同比增速大幅上升至9.4%(前值为6.5%)，基建增速也小幅上升至8.96%(前值为8.24%)，地产端投资虽然仍为负但降幅已有所收窄，整体来看投资的走强可能受益于前期政策的大力支持，另外近期发改委表示将从以下三点施加更大力度、更实举措促进民间投资发展，着力稳定和扩大民间投资：一是完善制度环境、二是拓宽投资空间、三是强化要素保障，在政策支撑下我国投资增速有望持续回升。

图 8：消费者信心指数有所回升



资料来源：华金证券研究所，wind

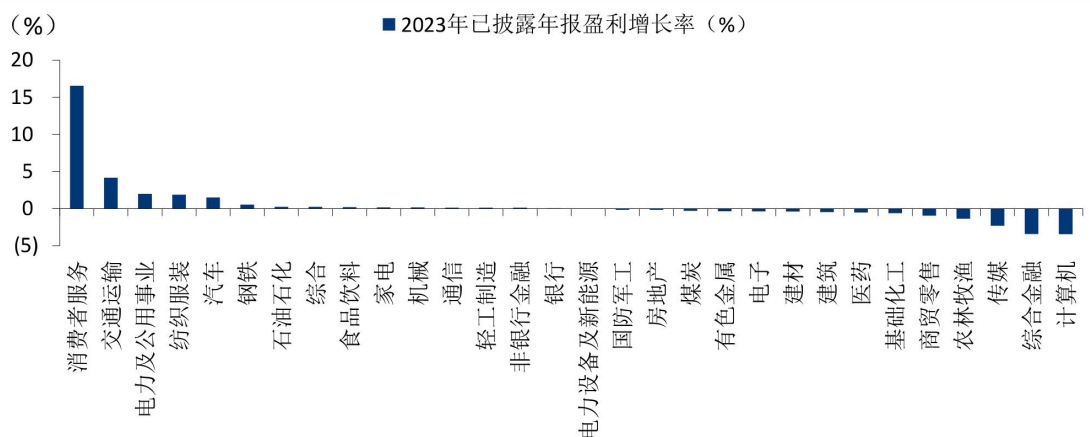
图 9：投资增速有所回升



资料来源：华金证券研究所，wind

年报披露显示盈利回升趋势延续，顺周期行业盈利优势继续扩大。截止 2024 年 3 月 21 日，结合 Wind 中全部 A 股公司预告与实际业绩披露情况，当前全部 A 股披露率为 65.1%，业绩预告喜率为 41.2%，全部 A 股 2023 年报业绩增速为 5%，高于 2022 年同期的-22%和前三季度全部 A 股净利润累计增速的-3%，整体上 A 股盈利水平处于回升修复趋势。分行业看，社服、交运、电力设备及公用事业、纺服、汽车、钢铁行业盈利增速较高，分别高达 1655.7%、418.5%、199.5%、184.1%、151.7%、55.0%。后续来看：其一以交运、电力设备为代表的低估值稳定类板块有望受益四季度出行带动铁路和航运修复，以及电网需求侧改革与需求侧响应强化维持较高盈利增速；其二，以社服、纺服行业为代表的顺周期有望受益国内消费回暖以及海外去库加快出口回暖，盈利进一步保持高增；其三以汽车为代表的成长性行业受益四季度汽车出海步伐加快，2023 年我国新能源汽车出口同比增长 77.6%，增速高于传统燃油车，成为中国汽车出口再上新台阶的重要推手，以及智能驾驶技术国内外共振下汽车维持盈利高增。

图 10：2023 年年报（预告/实际）披露情况



资料来源：华金证券研究所，wind

（二）流动性：微观资金持续修复

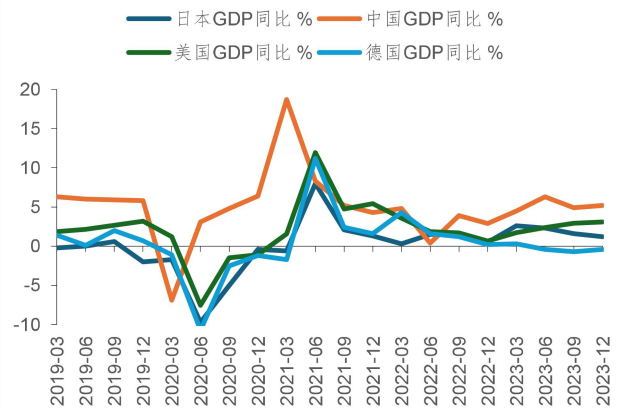
汇率短期贬值预期难持续。(1) 海外来看：一是美联储维持当前利率不变，符合市场一致预期，但从点阵图来看，今年年内很可能有三次降息，鲍威尔的表态也偏中性，美联储的下一步决策大概率取决于后续经济和通胀数据的表现，但从 CME 的预测来看 6 月首次降息的概率已有所回升至接近 70% 的位置，美联储的降息时点仍在博弈，流动性难进一步收紧；二是日本央行 17 年来首次加息，日本超宽松的货币政策环境或回归正常化来抵御受能源和原材料价格影响的通胀表现，但短期来看，日央行行长多次表示退出负利率政策后也将维持宽松的金融环境，货币政策正常化进程预计将缓慢推进，因此不易对市场形成明显负面冲击，且即便加息，当前日本仍与美国、欧洲存在极大利差，对短期海外流动性的影响只是暂时的。(2) 国内来看，人民币汇率贬值难持续。近期国内人民币汇率短期受美元走强影响有所回落，但基本面持续修复下汇率贬值难持续。另外可能受到基本面向好趋势明显，3 月 MLF 及 LPR 均未调整，但考虑当前信贷表现仍偏弱，下一阶段央行调降如 MLF 等政策利率仍有一定概率，进而引导银行降低存款利率，降低实体经济融资成本，后续宏观流动性仍维持稳中宽松。

图 11: CME 预测 6 月降息概率有所回升

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.4%	89.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	67.4%	25.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	37.2%	46.4%	12.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	30.9%	44.7%	19.1%	2.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	17.2%	37.9%	31.7%	10.6%	1.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	12.3%	31.5%	33.6%	17.1%	4.1%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.6%	7.0%	22.5%	32.6%	24.8%	10.2%	2.1%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	4.1%	15.5%	28.0%	28.4%	16.8%	5.8%	1.1%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.9%	8.8%	20.7%	28.2%	23.6%	12.3%	3.8%	0.6%	0.0%

资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool

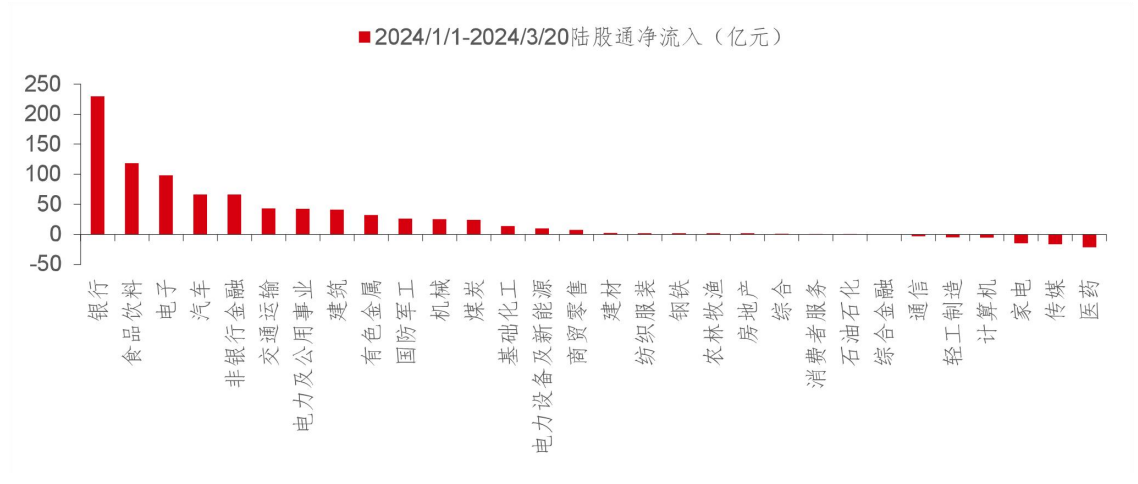
图 12: 日本 GDP 增速相较其他重要经济体有所放缓



资料来源：华金证券研究所，wind

融资和外资短期可能继续流入，新发基金也可能低位改善。(1) 外资来看，本周外资净流出 77.8 亿，较上周净流入超过 300 亿的规模明显下滑，原因可能在于本周市场行情偏震荡，且以结构性行情为主，但后续仍有充足流入空间。分行业来看，年初至今外资大幅流入银行（230 亿）、食品饮料（118 亿）、电子（98 亿）等行业，标的来看仍偏好配置核心资产龙头股（如贵州茅台、工商银行等）。后续来看，对比此前市场反弹期间外资的回补规模仍有流入空间，且考虑到年报和一季报业绩持续披露，龙头股大概率表现偏强下可能进一步吸引外资的流入。(2) 新发基金来看，本周新成立偏股型基金份额在 67 亿份左右，较上周规模有所提升（前值为 55 亿份），或受近期市场震荡偏强、基金净值有所回升所致。从获批产品发行进度来看，年初至今共有 31 只产品等待发行，且暂无发行失败的产品，后续新发基金规模有望持续回升。(3) 融资视角出发，当前融资仍在净流入，截至 2024/3/21 本周融资净流入 297.5 亿元，较上周环比改善 26%，且若从年后融资正式开始回流（2 月 19 日）之日开始算起，本轮融资已净流入超过 1200 亿，但不及往期融资余额大幅下降后回流规模的均值（2228 亿），因此后续在市场情绪持续改善下融资大概率保持净流入趋势不变。

图 13：年初至今外资大幅流入银行、食品和电子等板块



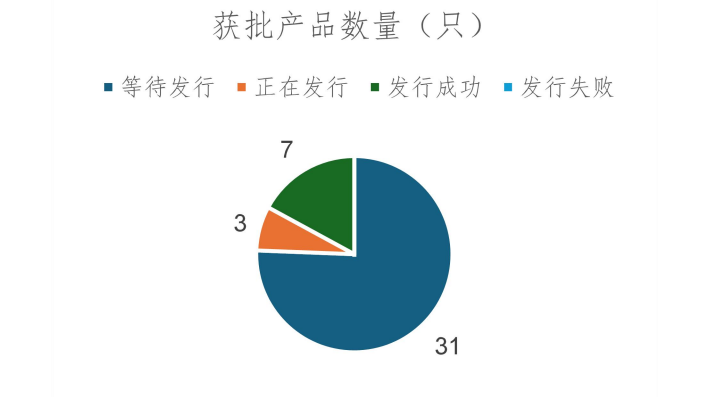
资料来源：华金证券研究所，wind

图 14：本轮微观资金修复仍不及历史反弹期间内回流规模

筑底时间	筑顶时间	外资净流入 (亿元)	融资净流入 (亿元)	偏股型基金成立份数 (亿份)
2005/7/11	2007/10/16	-	-	8530.08
2008/11/4	2009/8/4	-	-	1441.30
2010/7/5	2010/11/8	-	66.71	391.79
2014/5/21	2015/6/12	1144.08	18257.71	9519.98
2016/1/28	2018/1/24	2881.32	1461.30	6913.70
2019/1/3	2019/4/19	1158.71	2258.10	933.53
2020/3/23	2021/2/19	3175.84	4546.35	23017.59
2022/4/28	2022/6/28	951.19	506.46	414.72
2022/10/31	2023/5/8	2687.75	851.83	1957.84
2024/2/5	2024/3/21	814.20	407.67	253.87

资料来源：华金证券研究所，wind

图 15：年初至今获批偏股型基金产品多在等待发行中



资料来源：华金证券研究所，wind (注：图中统计为股票型和混合型基金)

(三) 风险偏好：政策持续提振市场情绪

政策持续发力提振风险偏好，但美国大选可能有小扰动。(1) 设备更新和以旧换新以及发展新质生产力等政策不断落地实施短期将持续提振风险偏好。首先，中央层面来看，近期国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，落实此前中央财经委员会第四次会议提出的目标，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，促进先进设备生产应用，对消费和投资均有望形成积极引导作用。其次，地方层面也在抓紧落实中央下达的精神，如江苏省工信厅和省财政厅近日联合印发了《江苏省制造业贷款财政贴息实施方案》，对符合条件的制造业企业设备购置更新实施贷款贴息；宁夏银川市近日举办了促进消费的以旧换新活动，提供消费券和企业优惠激发消费潜力。多项利好政策频繁出台下对市场情绪有明显提振。(2) 美国选举触发中美关系可能出现一定小扰动。据美国多家主流媒体测算和报道，特朗普锁定 2024 年美国大选总统选举共和党总统候选人提名，而拜登已获得民主党超过半数代表票，已锁定 2024 年美国大选总统选举民主党总统候选人提名，今年美国大选拜登和特朗普将再次对决，选举进程的不断推进或对风险偏好有一定扰动。

三、行业配置：关注 TMT、新能源、大消费

春季行情结束后政策导向，高景气以及一季报表现好的行业占优。通过复盘历次春季行情结束后一个月内 TOP10 占优的行业，我们发现：（1）政策导向性行业较为占优。历年春季行情结束后，政策风向吹动下仍然对占优行业形成一定指引。如 2011 年国内“进一步扩大内需”政策拉动下的食品饮料、电子、家电、轻工、商贸，电子，2012 年地产调控下的食品饮料、商贸零售、房地产，2013 年“加快建设新一代信息基础设施”下的电子、通信，2015 年“互联网+”政策下的计算机、通信、电子，2019 年家电下乡政策下的家电、食品饮料，2021 年双碳政策下的电力、煤炭，2023 年“加快建设现代化产业建设”、发展数字经济下的传媒、计算机、电子。（2）高景气行业也相对占优。如 2011 年新型城镇化趋势下的食品饮料、家电，2012 年地产周期下的地产、食品饮料，2013 年、2015 年移动互联网趋势下的电子、通信、轻工制造，2019 年猪周期下的农林牧渔，2021 年新能源周期下的电力，2023 年 AIGC 周期新一轮科技革命开启下的传媒。（3）一季报表现较好的行业相对占优。春季行情之后，市场逐步将对年报的业绩关注转移到一季报中。7 次春季行情结束后一个月，有 4 次一季报优胜行业出现在市场涨幅 TOP3 中，如 2011 年的纺服、2012 年的社服、食品饮料，2013 年的电力、2023 年的计算机、金融、社服，其一季报业绩增速分别高达 131.2%、73.3%、42.4%、148.5%、1833.6%、284.7%、160.3%。

图 16：7 次春季行情结束后一个月后市场 TOP10 行业涨幅

2011/4/18		2012/3/2		2013/2/18		2015/4/28	
食品饮料	2.0	综合金融	0.0	电力	5.8	轻工制造	35.0
电力	0.6	食品饮料	-3.5	电子	5.7	计算机	35.0
综合金融	0.0	商贸零售	-4.0	通信	3.7	国防军工	30.5
家电	-0.5	房地产	-4.6	轻工制造	3.5	通信	30.2
轻工制造	-2.4	社服	-4.7	医药	3.3	电子	29.2
纺织服装	-2.4	非银	-5.7	传媒	2.6	社服	25.5
医药	-3.0	纺织服装	-5.8	石油石化	2.1	机械	25.1
商贸零售	-3.5	银行	-5.9	计算机	1.8	纺织服装	25.0
房地产	-3.6	医药	-6.4	社服	1.3	农林牧渔	24.2
交通运输	-3.9	建筑	-6.9	综合金融	0.0	基础化工	23.2
2019/4/8		2021/2/18		2023/3/6			
食品饮料	-1.4	钢铁	20.0	传媒	20.2		
家电	-4.6	电力	13.6	计算机	18.9		
银行	-5.2	煤炭	10.9	电子	10.5		
医药	-9.3	建筑	9.1	通信	8.8		
煤炭	-9.6	综合	7.4	农林牧渔	1.4		
综合金融	-9.8	纺织服装	6.8	建筑	1.0		
农林牧渔	-10.4	房地产	6.7	商贸零售	-0.1		
社服	-10.7	综合金融	5.2	石油石化	-0.3		
电力	-10.8	商贸零售	3.7	食品饮料	-1.8		
石油石化	-12.3	交通运输	0.2	交通运输	-1.8		

资料来源：华金证券研究所，wind

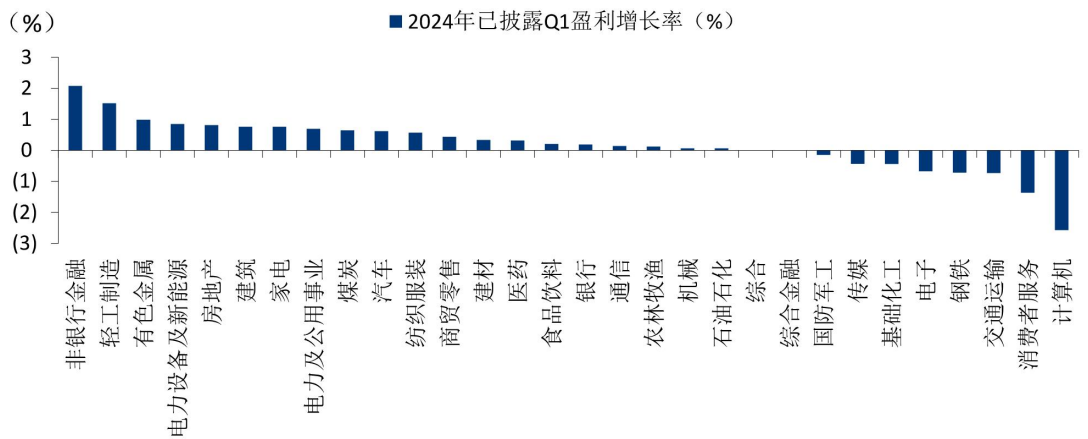
图 17：7 次有春季行情年份一季报盈利 TOP10 行业

2011/4/18		2012/3/2		2013/2/18		2015/4/28	
纺织服装	131.2	社服	73.3	钢铁	320.0	有色金属	149.5
建材	110.1	食品饮料	42.4	电力	148.5	非银	112.1
机械	81.6	综合	29.8	非银	52.4	交通运输	83.1
基础化工	80.1	电力	23.0	电子	40.7	综合	49.9
家电	42.1	银行	19.7	国防军工	40.1	社服	31.2
食品饮料	40.4	家电	10.1	房地产	39.6	纺织服装	30.8
传媒	36.0	电子	5.0	通信	36.9	电力	28.9
银行	32.8	煤炭	3.9	社服	28.5	计算机	27.6
商贸零售	31.8	通信	3.5	家电	27.1	电新	25.1
有色金属	28.7	综合金融	0.0	建筑	25.9	电子	24.4
2019/4/8		2021/2/18		2023/3/6			
通信	533.3	计算机	866.1	计算机	1,833.6		
国防军工	91.7	汽车	628.0	综合金融	284.7		
非银	75.8	交通运输	327.8	社服	160.3		
综合	64.7	有色金属	315.1	农林牧渔	75.9		
计算机	57.8	石油石化	296.4	非银	65.7		
社服	54.5	钢铁	248.6	电新	59.1		
机械	29.2	社服	248.1	商贸零售	46.4		
食品饮料	22.8	基础化工	226.2	电力	45.9		
电力	19.2	机械	183.8	传媒	26.5		
电新	16.6	电子	179.6	食品饮料	18.0		

资料来源：华金证券研究所，wind（灰色部分为同时出现在市场涨幅 TOP10 以及一季报 TOP10 的行业）

短期均衡配置低估值价值和科技成长。（1）比照历史经验，春季行情结束后一个月政策导向、高景气行业占优。当前来看，政策导向的行业主要指向新质生产力下“加快新型工业化、提高全要素生产率”相关的 TMT、新能源，“生产设备大规模更新换代”及“大宗消费以旧换新”相关的机械、汽车、家电，央企改革相关的建筑、石化、金融等行业；高景气行业主要指向当前产业趋势上行的 TMT、新能源、医药行业。（2）一季度业绩报告角度，非银、轻工制造、有色、电力设备以及地产占优。比照历史经验，春季行情结束后一个月后一季报表现好行业表现占优。当前来看，2024Q1 业绩报告结合预告披露率为 7.1%，全 A 盈利增长率为 7%。分行业来看，一是国企改革相关的低估值非银金融行业受益政策反馈力度强，二是受益美联储货币周期切换而提振铜金融属性的有色金属，三是受益 2023 年四季度基础设施项目发电量和上网电量高于同期的电力设备行业，四是受益万亿国债落地拉动基建以及家电补贴政策下的地产链相关家电、轻工行业，当前盈利增势有望维持。（3）经济和盈利修复下，外资可能回流，电新、医药、消费等核心资产也值得关注。当前我国经济基本面改善预期上升。一是政策来看，两会经济目标制定稳健积极，且财政政策明显加大力度，辅以货币政策配合有助于持续提升我国经济向好预期，另从大规模生产设备以旧换新角度也有望带动我国制造业转型升级，进而提振消费和投资增速。二是去年万亿国债增发，随着资金落实到地方且项目随之逐步落地，除了有效拉动基建投资之外，长期视角下的保障民生的意图也有望打通内需循环堵点，促进我国基金基本面企稳回升。而历史经验来看，经济修复下外资流入明显偏好核心资产类的行业，且重点配置龙头股，对应电新、医药、消费等核心资产也值得关注。（4）短期建议继续均衡配置：一是政策和产业趋势向上的传媒（KIMI 等国产大模型的应用）、通信（算力、卫星互联网等）、计算机（算力、数据要素）、电子（半导体、消费电子）；二是超跌的新能源（电池、光伏）、汽车、食品饮料、军工等；三是央国企相关的建筑、石化、银行、非银等。

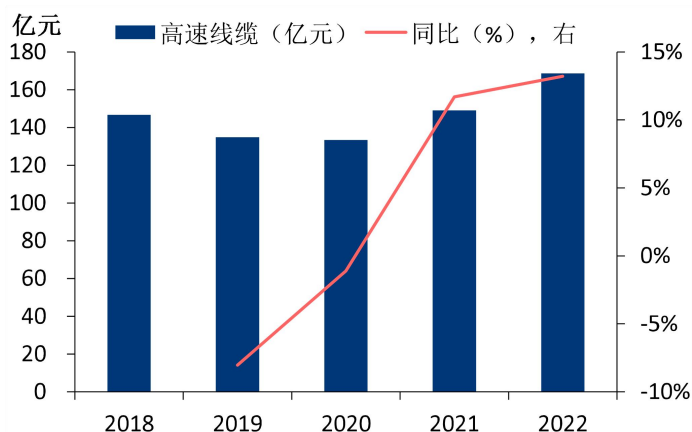
图 18: 2024 年一季报盈利 (预告/实际) 披露情况 (截止 2024/3/22)



资料来源: 华金证券研究所, wind (灰色部分为同时出现在市场涨幅 TOP10 以及一季报 TOP10 的行业)

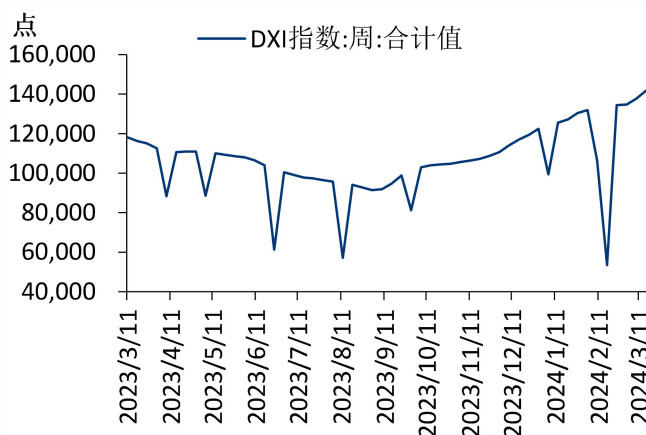
关注政策与产业趋势向上的 TMT。整体上,2月计算机、通信、电子投资完成额增速达 14.8%, 创自 2023 年 2 月以来新高, AI 科技周期与政策共振下 TMT 行业景气向上。(1) 传媒方面: AIGC 方面, 一是国外多模态技术性突破, SIMA 赋能 AIGC 新方向 “AI Agent”, 有望成为 AIGC 研究新方向; 二是国产化进程加速。首先, Kimi 实现质的飞跃, 无损长文表现亮眼, 文本技术有望深度赋能下游内容端需求, 为新质生产力提供持续输出。其次, 2023 年华为昇腾的模型和算力覆盖率、鲲鹏的应用覆盖率均快速提升, AI 应用所带的降本增效效果已逐步显现。(2) 通信方面: 一是高速线缆提速发展。数据中心催生高速线缆需求, 英伟达 GB200 发布, 使用 NVLink5.0 铜缆电连接。根据 LightCounting (LC) 发布的报告, 作为服务器连接以及在解耦合式交换机和路由器中用作互连的高速铜缆的销售不断增长, 预计从 2023 年到 2027 年高速铜缆的年复合增长率为 25%。二是卫星互联方面, 国外方面, SpaceX 星舰进行第三次轨道级飞行试验。星舰成功进入太空。国内方面, 火箭院研讨布局商业航天实践路径 加速推进商业航天新发展。(3) 电子方面: 一是智能手机供需两端延续边际改善的趋势, 根据中国信通院的数据显示, 2024 年 2 月国内市场手机出货量同比增长 68.1%。二是 DXI 指数环比上行 2.9%, AI 电子产品的持续创新突破下, 销量或将延续回暖趋势。(4) 计算机方面: PC 需求边际改善, 关注数据要素等细分方向。根据 IDC 数据显示, 全球市场来看, 2023 年第 4 季度全球桌面和移动工作站出货量同比增长 6.1%, 扭转了连续五个季度年出货量增长下滑的局面; 政策端, 发展新质生产力的背景下, 以数据要素为代表的计算机细分板块亦有望受益。估值角度, 计算机设备 (5.8%, 自 2005 年, 下同), 互联网媒体 (22.9%)、广告营销 (35.6%)、消费电子设备 (15.6%) 估值处于较低或中性位置。

图 19: 2018 年-2022 年高速线缆快速发展



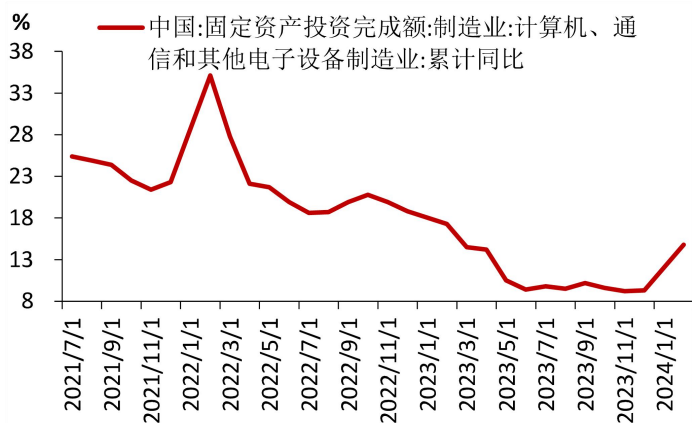
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 20: 本周 DXI 指数回暖 2.9%



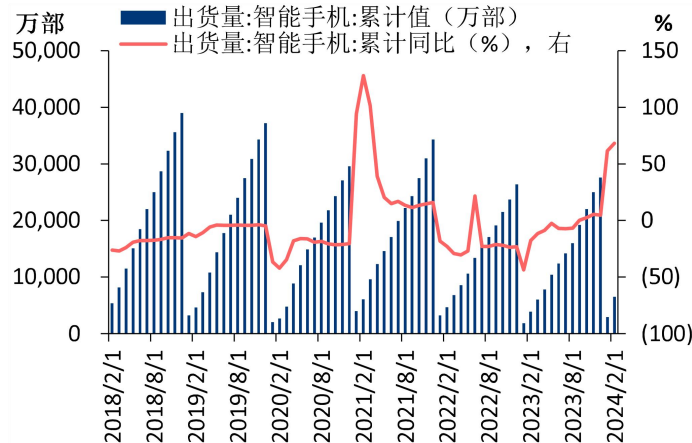
资料来源: 华金证券研究所, wind

图 21: 2 月计算机、通信、电子投资完成额增速创新高



资料来源: 华金证券研究所, wind

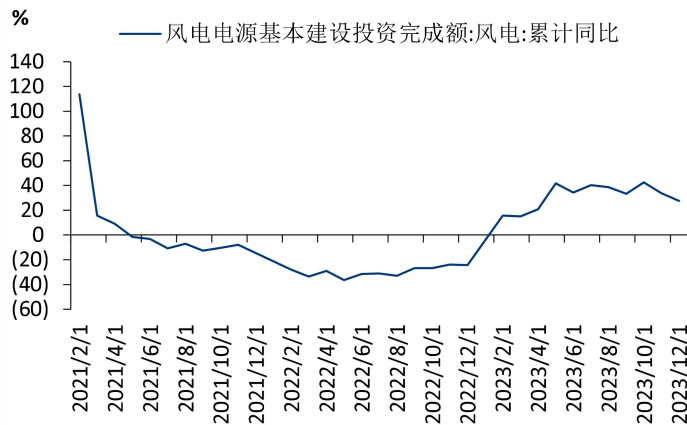
图 22: 2024 年 2 月国内市场手机出货量同比增长 68.1%



资料来源: 华金证券研究所, wind

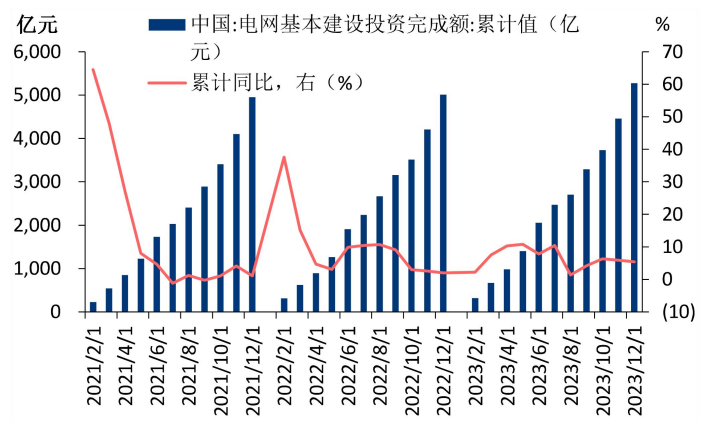
关注估值低位和景气边际改善的电新行业。一是风电老旧机组改造提速。政策端，近期河北、浙江省陆续启动老旧风场改造升级和退役申报，均提出对运行超过 15 年或单台机组容量小于 1.5 兆瓦的风电场开展改造升级，2023 年 12 月我国风电电源投资完成额累计同比小幅下滑至 27.5%，预计旧设备更新推动需求回暖；行业协会数据显示，“十五五”期间运行达到 15 年的老旧风电装机规模将达到约 3000 万千瓦，技改升级市场空间广阔；二是电力设备需求回暖。国网计量设备 2024 年第 1 批招标公告发布，共 7 个分标，378 个标包，招标设备总数量达 4653 万只，相较于去年同期的 2650 万只大增 76%。2023 年 12 月我国电网基本投资完成额增速小幅下滑至 5.4%，新一批大型电网计量设备招标下预计行业需求回暖。

图 23：2023 年 12 月我国风电电源投资完成额累计同比小幅下滑至 27.5%



资料来源：华金证券研究所，wind

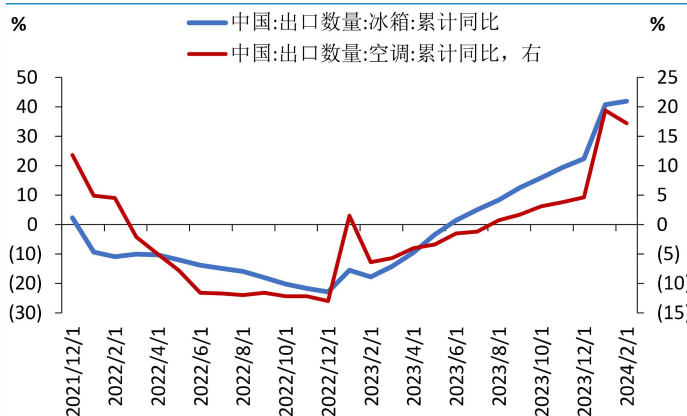
图 24：2023 年 12 月我国电网基本投资完成额增速小幅下滑至 5.4%



资料来源：华金证券研究所，wind

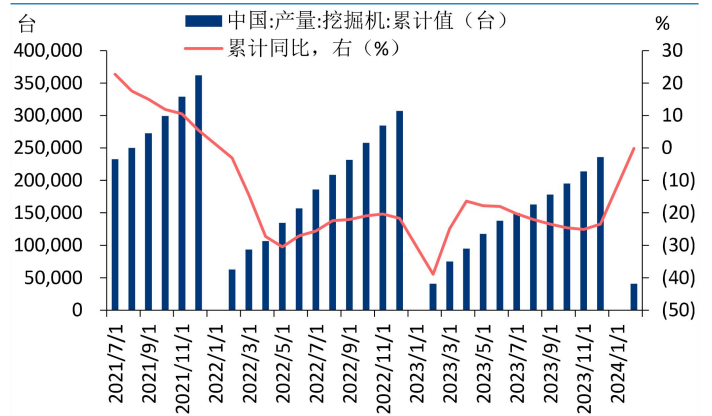
关注大规模以旧换新下的汽车、家电、机械等行业。家电方面，1-2 月白电出口表现较好，空调、冰箱 2 月出口数量同比分别为 17.2%，41.9%。1-2 月白电、彩电产量高增，冰箱、洗衣机、彩电产量分别同比增长了 12.8%、18.5%、4.5%。大规模以旧换新下需求向上趋势有望延续；汽车方面，需求边际改善且出口表现相对强劲，2024 年 1 至 2 月，乘用车出口 68.6 万辆，同比增长 31.5%，设备更新及以旧换新政策刺激下，顺周期方向有望充分受益；机械方面，政策端，近期上海发布《2023 年度上海市智能机器人标杆企业与应用场景推荐目录》，政策支持下机器人产业链加速发展。行业方面，Figure 智能化程度进展超预期，AI 大模型的持续加持有望加速人形机器人 C 端商用化进程；挖机方面，1-2 月份合计挖机国内产量同比-0.2%，降幅连续 2 月收窄，工程机械拐点渐行渐近。估值角度，目前厨房电器（0.3%）、白色家电（6.9%）、小家电（27.3%）、食品（22.9%）估值处于较低或中性位置，具高景气兼具低估值的配置性价比。

图 25：2 月冰箱、空调出口同比高增



资料来源：华金证券研究所，wind

图 26：挖机产量同比增速连续 2 月收窄



资料来源：华金证券研究所，wind

四、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.com