



宏观专题

分歧之下，如何选择方向？

市场资金观察（二）

证券分析师

芦哲
资格编号：S0120521070001
邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

潘京
资格编号：S0120521080004
邮箱：panjing@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **日历效应的分歧**：在春节后的交易中，外资和内资的交易行为再次出现分歧，本质上是投资观念的差异：外资在全球范围内继续以战略型资金进行新兴市场的配置，11月以来各新兴市场均出现一定程度的反弹；而内资则在经历过市场宏观波动叠加负债端赎回压力增加的情况下更倾向于波段性投资为主，因此，一季度的市场可能比我们之前预期的波动率更大，不同的风格切换的过程会导致内资有偏向的各方向都经历一次轮涨。以11月初为起点，行业风格经历了地产链-消费链-新能源-TMT的轮动，轮动的时间为2周至4周不等，整体来看，11月风格在地产和消费，12月轮动至消费，1月则已经切换至分散的TMT、周期和新能源，对于波动性时间终点的确认可能也会在一轮一轮的行业验证中逐渐提前。从时间维度来看，在过往的交易中，往往在两会后至4月份市场大概率会形成较为稳定的风格，而随着学习效应的增强，今年确认风格的时间节点也有可能更早出现。
- **估值和交易逐渐扩散**：从一二级行业的扩散程度对比来看，一级行业从2022年11月起开始分化程度又有所增强，说明一级行业间的估值极化程度有所增强，这与我们看到的外资单边买入消费和核心资产导致行业估值快速扩张有关，但二级行业的标准差下移后并未形成向上拐点，说明前期估值偏高的行业和部分补涨的二级行业的估值水平差距在逐渐缩小，也反映了内外资的分歧逐渐增加的过程。从交易拥挤度来看，各行业的交易拥挤度在各时间维度的分位值触及历史较高水平（大于70%），但与2022年10月相比已经都有较大程度的下行。近三周交易日变动的过程显示，部分前期热门消费行业出现了连续的拥挤度下降，而成长和周期行业则均出现了连续的拥挤度上升，说明行业风格的轮动和扩散正在近期不断发生，市场交易的风格正在由外资单边引导的单一风格转向风格均衡化。
- **短风格和长风格的博弈**：基于2016年以来的投资范式，无论是“核心资产”还是“景气投资”，本质都是寻找盈利确定性的过程，风格不断轮换意味着没有找到合适的锚（盈利锚）或者对于盈利锚的根源因素仍然产生怀疑，从宏观角度对于消费-收入、地产-经济增长等悬而未决的问题过渡到微观盈利角度上的落实，盈利边际好转和长期预期稳定的天平始终无法平衡，因此，目前阶段市场对于盈利锚的预期始终不稳固，也是目前无法形成合力上行的重要原因。
- 短期内没有明显驱动风格确定的因素出现，因此风格的不断轮换在整个一季度内还是存在，行业的轮动和扩散的好处是能够将估值水平稳定在合适区间，优点仍然是基于景气投资范式的盈利估值性价比。从年度的维度来看，如果不过度着眼于长期问题的解决，2023年的确定性其实更多仍然在边际好转的行业确认上，无论是消费还是成长，在2023年的内、外宏观相对稳定的情况下（尤其是上半年），可以对市场更有信心一些。从外汇、股票、债券、大宗商品等各资产维度，我们都已经发现了“做多中国”的交易线索，基于目前估值扩散度高、拥挤度相对偏低、行业风格相对均衡、政策预期和短期数据仍然较强的结果，当前可以避开消费中前期涨幅较大的出行链（受益于疫情开放的线下板块），在调整一段时间后，消费行业（含医药）仍然是年内可以配置的方向。目前来看，资金蓄力在成长，也形成了均衡风格的一股力量，基于景气投资和概念投资的逻辑仍然有发挥空间，数字经济主题、安全主题引导的TMT和成长方向暂时还没有突破性性价比安全边界，一季度仍然可以参与。
- **风险提示**：经济修复不及预期，业绩大幅不及预期，地缘政治变化，海外流动性收紧外资再次回撤

内容目录

1. 春节日历效应的分歧.....	4
1.1. 日历效应的表现.....	4
1.2. 日历效应的分歧.....	6
1.2.1. 节后优势行业与历年主线的分歧.....	6
1.2.2. 今年日历效应的时间分歧.....	7
2. 日历效应分歧下，市场如何选择风格？.....	9
2.1. 行业逐渐扩散.....	9
2.1.1. 一、二级行业估值分化程度背离.....	9
2.1.2. 交易拥挤度显示风格逐渐均衡化.....	9
2.2. 短风格和长风格的博弈.....	10
3. 风险提示.....	11

图表目录

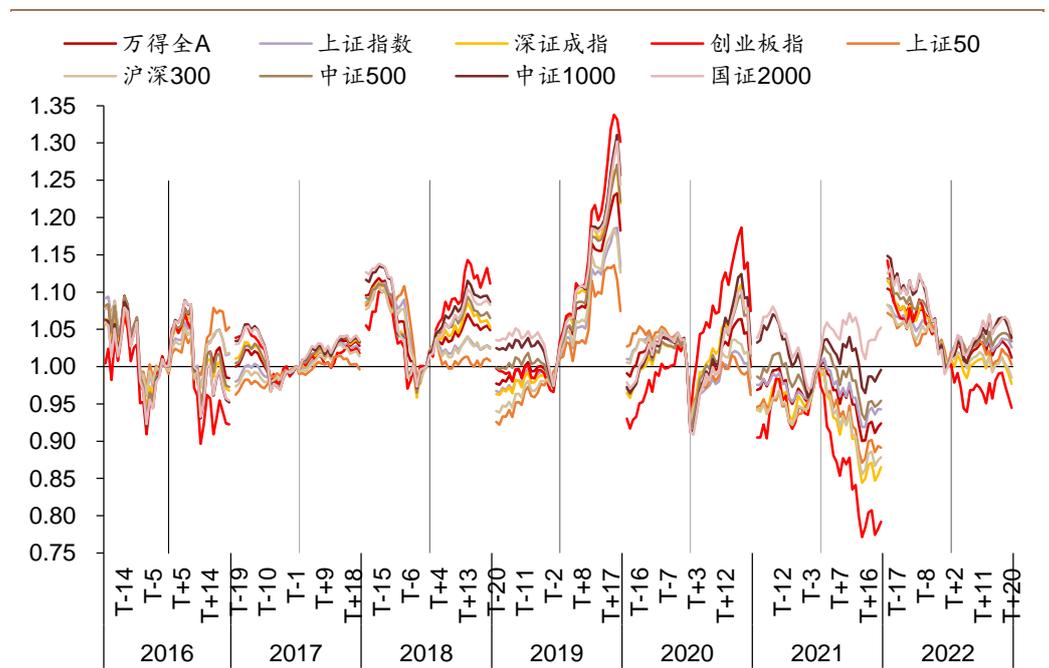
图 1: 2016 年以来春节前后指数存在明显的日历效应	4
图 2: 2016 年至 2022 年各宽基指数春节前后表现中位数 (%，区间内涨跌幅)	4
图 3: 2016 年至 2022 年一级行业日历效应中位数 (%，区间内涨跌幅)	5
图 4: 2016 年至 2022 年国证风格日历效应中位数 (%，区间内涨跌幅)	5
图 5: 2016 年至 2022 年申万风格日历效应中位数 (%，区间内涨跌幅)	5
图 6: 2016 年至今风格轮动 (黄色为大消费包含医药汽车，红色为 TMT，粉色为金融地 产，褐色为大制造，橙色为新能源，按行业季度涨跌幅排序，截至 2023 年 2 月 2 日)	6
图 7: 2021 年以后春节日历效应与当年主线风格匹配度有提升 (%，以区间内涨跌幅计) 7	
图 8: 2022 年 11 月至今二级行业轮动 (黄色为大消费包含医药，红色为金融地产链，橙 色为 TMT，浅灰色为制造业交运，深灰色为上游周期，按周度行业涨幅前十和后十排名)	8
图 10: 一级行业估值分化程度大幅上升	9
图 11: 二级行业估值分化程度下降	9
图 11: 行业拥挤度较为分散	10
图 12: 2016 年至 2022 年节后行业上涨概率	11

1. 春节日历效应的分歧

1.1. 日历效应的表现

从主要宽基指数的表现上看，2016年至2022年，A股在春节期间存在明显的日历效应。以历年春节前20/15/10/5个交易日持有至除夕前最后一个交易日和节后持有5/10/15/20个交易日的区间收益观察，2016年以来，各大指数大多呈现出越临近春节收益越稳定和节后市场躁动放大的两大特征。无论是从趋势、均值还是中位数表现来观察，随着时间的推移，大部分年份中，国证2000、中证1000、中证500收益率均在节后呈现领跑趋势。从时间维度来看，节后日历效应的持续大约在持续15个交易日后达到峰值。

图 1：2016 年以来春节前后指数存在明显的日历效应



资料来源：wind，德邦研究所，其中 T-1 为历年除夕前最后一个交易日（下同），纵轴将此日期的指数点位标准化为 1

图 2：2016 年至 2022 年各宽基指数春节前后表现中位数（%，区间内涨跌幅）

16-22中位数	T-20	T-15	T-10	T-5	T+5	T+10	T+15	T+20
万得全A	-0.24	-2.17	-3.24	-0.08	1.41	2.21	3.38	1.20
上证指数	-0.18	-3.52	-3.82	0.63	1.88	2.23	2.88	2.24
深证成指	-1.33	-3.08	-1.98	1.80	1.30	2.01	3.79	2.80
创业板指	-3.62	-0.75	-2.28	1.88	4.57	0.60	2.11	1.81
上证50	-1.79	-5.01	-2.71	-0.29	0.24	0.22	0.99	0.27
沪深300	0.33	-3.57	-3.45	0.60	0.82	1.56	2.68	1.39
中证500	-0.74	-2.74	-2.18	0.76	2.50	2.18	4.02	3.39
中证1000	-3.70	-5.36	-3.59	-0.06	2.49	3.97	5.58	3.24
国证2000	-3.84	-5.10	-4.24	-0.90	4.32	4.49	5.33	4.56

资料来源：wind，德邦研究所

从行业表现上看，春节后 15 个交易日的时间维度内，历年表现较好的行业呈现出不同的特征。其中，前三位来看，历年最为占优行业如下：22 年有色、煤炭、化工；21 年钢铁、环保、煤炭；20 年计算机、电子、通信；19 年通信、电子、非银；18 年计算机、电子、通信；17 年建材、家电、美容护理；16 年煤炭、有

色、银行。整体来看，2016年至2022年中位数显示春节后15个交易日，煤炭、有色、钢铁行业的收益超7%，传媒、银行和家电相对表现较弱。与历年的行业主线相比，春节后日历效应所显现的主线特征并不清晰，大部分还是以延续节前的上一年行业轮动为主。

从风格上看，2016年至2022年，春节后15个交易日的中位数显示成长优于价值，分大中小盘来看，节后大盘成长优于大盘价值，中小盘价值优于中小盘成长。小盘风格在春节后各个交易日维度都优于中盘和大盘，高市盈率指数也有明显相对其他风格的超额收益。

图 3：2016 年至 2022 年一级行业日历效应中位数（%，区间内涨跌幅）

16-22中位数	T-20	T-15	T-10	T-5	T+5	T+10	T+15	T+20
农林牧渔	-2.52	-4.69	-4.01	0.92	1.78	3.69	3.83	2.21
基础化工	-2.03	-2.51	-2.98	-0.08	3.94	2.79	6.58	3.44
钢铁	-0.71	-3.20	-1.75	-1.49	2.53	5.25	7.68	4.36
有色金属	-1.82	-2.65	-4.43	-0.18	6.00	4.17	8.09	4.96
电子	-6.58	-3.31	-3.37	2.31	1.75	1.89	3.40	3.26
家用电器	-1.00	-2.24	-2.96	3.00	0.91	-0.51	1.57	-0.69
食品饮料	-2.18	-2.26	-2.28	1.76	0.31	-0.08	3.05	0.73
纺织服饰	-4.32	-5.65	-3.62	-0.67	4.03	4.35	3.91	4.31
轻工制造	-2.82	-4.73	-4.33	0.39	2.63	1.73	3.82	1.18
医药生物	-1.54	-1.14	-1.42	2.51	3.14	1.98	3.72	2.34
公用事业	-4.06	-4.55	-5.04	-1.37	4.22	4.66	6.23	6.20
交通运输	-2.81	-3.27	-2.91	-0.29	3.42	3.96	2.01	3.60
房地产	-2.49	-5.50	-2.59	0.84	1.91	2.38	2.89	1.15
商贸零售	-4.94	-5.10	-3.28	-1.03	5.00	4.38	2.45	2.64
社会服务	-1.78	-4.42	-3.71	3.13	1.74	0.52	2.74	3.58
综合	-5.16	-5.28	-3.61	1.01	3.83	2.27	6.55	5.08
建筑材料	0.03	-3.31	-3.07	0.51	3.09	3.53	6.37	5.64
建筑装饰	-1.90	-4.52	-2.96	-1.23	4.47	5.84	4.92	4.49
电力设备	-2.49	-2.73	-1.74	1.77	1.78	2.16	3.39	1.67
国防军工	-10.67	-6.18	-6.22	-0.64	3.05	1.33	4.43	1.68
计算机	-4.93	-6.16	-3.41	0.62	4.19	2.30	3.48	3.27
传媒	-3.28	-3.93	-5.12	-1.37	3.24	2.15	0.73	1.25
通信	-7.76	-6.18	-4.86	-0.58	3.81	4.72	5.57	4.21
银行	2.31	-0.54	0.54	-0.33	-1.02	0.15	1.11	0.57
非银金融	-6.61	-5.69	-3.49	-1.15	1.67	1.45	2.05	0.02
汽车	1.04	-1.13	-3.78	0.47	2.28	1.40	3.07	1.75
机械设备	-1.86	-3.50	-4.47	0.15	2.67	2.95	4.44	1.16
煤炭	-2.88	-5.29	-5.47	-3.12	1.81	5.23	8.40	6.22
石油石化	0.66	-1.70	-2.79	0.49	2.71	2.03	4.17	3.28
环保	-3.32	-4.73	-3.75	0.36	5.59	5.78	6.60	6.51
美容护理	-1.30	-4.47	-4.06	1.51	2.65	2.81	6.06	3.01

资料来源：wind，德邦研究所

图 4：2016 年至 2022 年国证风格日历效应中位数（%，区间内涨跌幅）

16-22中位数	T-20	T-15	T-10	T-5	T+5	T+10	T+15	T+20
国证成长	-0.13	-1.81	-2.78	1.22	0.72	1.27	2.59	1.09
国证价值	-1.87	-4.68	-2.38	0.55	1.11	1.81	1.88	1.26
大盘成长	1.24	-2.49	-2.87	1.50	0.12	1.45	3.05	0.58
大盘价值	-0.11	-2.97	-0.31	-0.46	0.03	1.25	0.57	0.39
中盘成长	-1.25	-2.51	-0.79	1.08	1.16	1.96	3.04	2.90
中盘价值	-1.21	-6.02	-5.29	0.56	2.88	2.99	4.11	2.98
小盘成长	-3.81	-3.03	-2.20	1.32	1.68	2.13	2.66	1.68
小盘价值	-1.77	-2.83	-4.27	0.21	4.00	3.10	3.64	2.66

资料来源：wind，德邦研究所

图 5：2016 年至 2022 年申万风格日历效应中位数（%，区间内涨跌幅）

16-22中位数	T-20	T-15	T-10	T-5	T+5	T+10	T+15	T+20
大盘指数	1.99	-1.13	-0.58	0.94	0.55	0.66	3.16	1.52
中盘指数	0.13	-1.24	-1.01	1.54	3.00	1.45	5.48	2.18
小盘指数	-3.07	-3.89	-3.02	0.56	4.27	3.28	6.08	2.76
高市盈率指数	-2.06	-1.49	-2.43	1.83	4.57	3.17	7.85	5.15
中市盈率指数	-0.41	-2.04	-2.25	2.72	3.59	0.93	4.84	1.35
低市盈率指数	-0.26	-1.99	-1.37	1.01	0.57	1.22	1.96	1.10

资料来源：wind，德邦研究所

1.2. 日历效应的分歧

1.2.1. 节后优势行业与历年主线的分歧

除 2020 年以外，春节后 20 个交易日几乎跨越至两会期间，因此，在春节日历效应的后期，基于政策托底、对经济基本面预期未被证伪，行业轮动的特征往往都呈现主题性、政策驱动型为主，对资金敏感程度更高的小盘股往往也更加活跃。两会及政治局会议后，市场往往面临基本面和政策预期差的第一次修正，对于主线以及投资思路的把控才能形成新的合力。

从历史上看，2016 年至今，投资主线也经历了思路上的调整，2016 年至 2017 年传统行业受益于投资周期再起，经济复苏以及供给侧结构性改革，业绩明显改善，行业集中度提高的白马龙头风格持续强化，海外资金持续青睐的消费风格引领市场，2018 年在贸易摩擦的阴影之下，市场下行的过程中，也仍然是现金流稳定、业绩稳定的龙头风格跌幅较小，投资主线集中于“核心资产”和大消费板块。2019 年后，利率水平逐渐下行，贸易摩擦逐渐缓解，TMT 行业中受影响较为严重的行业龙头解除了估值压制，与消费行业共舞，市场仍然以龙头行情为主，直至 2020 年初，新冠疫情冲击导致国内经济波动加剧，市场再度抱团确定性，TMT、消费行业的龙头估值不断提升，估值逐渐泡沫化。在确定性的盈利稳定和估值性价比匹配程度大幅下降之后，市场投资的锚从“盈利稳定性”向“未来盈利的稳定性”，市场抱团资金共同涌向新能源等行业，催生了“景气投资”的模式，新旧能源的交替成为近两年行业交易的主线，而这条主线也同样受到资金抱团的影响导致行业估值大幅提升。在 2022 年一系列国内外大幅的宏观波动下，泡沫化程度较高的行业再次经历了杀估值和盈利兑现的考验。

从历年春节日历效应中的优势行业和历年的主线对比，我们可以发现在 2016 年至 2020 年，节后的优势行业和主线几乎不匹配，但 2021 年春节后的表现较好的行业，如钢铁、公用事业、煤炭、环保，都跟主线行情相关度较高，2022 年在宏观波动较大、主线不完全清晰的情况下，年初涨幅较强的煤炭、美容护理、综合板块也在后期有较好的表现，说明市场的学习效应和抱团效应在近几年仍然在加强，在近两年市场投资行为指引没有出现大的框架变化的情况下，春节后的市场行业风格表现有可能会透露出一部分指引全年主线风格的线索，但如果学习效应和抱团行为继续加强，有可能会造成风格快速切换的情况，这一点我们将在资金行为的部分中继续进行讨论。从时间维度来看，除了 2019 年我们发现市场在两个时间段内均呈现所有行业的上涨外，全年的行业涨跌幅度线索在春节后至两会期间（20 个交易日左右）也并不能完全代表市场后续行情的走向，因此，我们也需要重点关注产生重大转折的时间节点，在过往的交易中，往往在两会后至 4 月份市场大概率会形成较为稳定的风格，而随着学习效应的增强，今年确认风格的时间节点也有可能更早出现。

图 6：2016 年至今风格轮动（黄色为大消费包含医药汽车，红色为 TMT，粉色为金融地产，褐色为大制造，橙色为新能源，按行业季

度涨跌幅排序，截至 2023 年 2 月 2 日)

2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023 年初至今	
银行	食品饮料	食品饮料																											

资料来源: wind, 德邦研究所

图 7: 2021 年以后春节日历效应与当年主线风格匹配度有提升 (%，以区间内涨跌幅计)

行业	2022		2021		2020		2019		2018		2017		2016	
	T+20	春节至全年	T+20	春节至全年	T+20	春节至全年	T+20	春节至全年	T+20	春节至全年	T+20	春节至全年	T+20	春节至全年
农林牧渔	4.29	-7.16	-7.13	-14.76	8.25	23.23	37.43	38.00	2.21	-14.97	1.25	-10.08	1.68	18.15
基础化工	6.83	-9.49	-7.30	17.11	-0.16	35.18	15.73	20.69	5.65	-26.75	3.44	-2.19	-1.57	23.92
钢铁	7.38	-17.73	17.59	31.15	-4.51	11.74	13.91	-7.16	5.99	-33.42	4.22	12.89	4.36	21.16

资料来源: wind, 德邦研究所

1.2.2. 今年日历效应的时间分歧

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51874

