

2023 年 08 月 12 日

政策与经济的“交谊舞”，又到关键节点

——申万宏源策略一周回顾展望(23/08/07-23/08/12)

相关研究

《“政策想象空间”在，“夏季躁动”就在-申万宏源策略一周回顾展望(23/07/31-23/08/05)》——2023/8/5

《新时代，新趋势——2023 年夏季 A 股投资策略报告》——2023/7/4

证券分析师

傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

黄子函 A0230520110001
huanqzh2@swsresearch.com

联系人

程翔
(8621)23297818x
chengxiang@swsresearch.com

本期投资提示：

- **一、短期市场交易的关键变量是“政策想象空间”，而这是一个脆弱的变量：市场可以交易管理层加码稳增长的决心，却不容易发酵政策快速见效的预期。这种情况下，市场上涨透支乐观预期/符合预期的政策出台后“卖兑现”/短期政策兑现存在心理落差等都可能压制“政策想象空间”。**
- 我们在 8 月 5 日发布的一周回顾与展望报告《“政策想象空间”在，“夏季躁动”就在》中讨论了，市场正在交易管理层加码稳增长的决心，却不容易发酵政策快速见效的预期。所以，“夏季躁动”行情的关键变量是“政策想象空间”。如果出现了“最重磅政策”“最后一个政策”的预期，或者出现了政策催化低于预期的情况，市场可能很快面临调整。
- **二、政策与经济的“交谊舞”，又到关键节点：7 月社融信贷总量和结构均偏弱 + 个别信托公司信用风险发酵，都在指示政策加码迫在眉睫。未来一段时间，政策是否及时有力，仍是决定市场方向的关键。短期，市场再次反映了长期问题和一些过度悲观的预期。中期震荡市的判断不变，短期已接近震荡区间下限，后续政策预期修复，反弹仍可期。**
- 政策博弈，又到了关键节点。这里我们做 3 点讨论：1. 7 月社融信贷总量和结构均偏弱。居民提前偿还房贷的意愿仍较强。个别信托公司信用风险发酵。这些都在指向政策加码迫在眉睫。2. 面临偏弱的数据验证和风险事件的发酵，市场对短期政策落地的力度和及时性都会提出更高的要求。3. 一些长期问题的反思卷土重来。同时，对短期政策落地也确实有一些过度悲观的预期，而实际上，政治局会议政策导向明确变化后，后续政策加码持续催化才是基准假设。
- **三、近期的顺周期以及券商股表现其实也是主题思维主导。下一阶段更看好一带一路和中特估。中期继续看好 AI 应用端拓展(机器人、汽车智能化、游戏)的投资机会。**
- 在经济弱周期，稳增长效果难有弹性的背景下，暂时没有足够业绩兑现的方向可能继续占优。近期的政策博弈，其实也是主题思维主导。7 月以来，绝大部分申万一级行业，都是低价股因子和低 ROE 因子占优。短期，一些脉冲式表现的小主题活跃(比如超导)，其实也是中期市场特征延续的一种体现。
- 下一阶段，我们更看好一带一路和中特估：活跃资本市场，中特估是应有之意。一带一路相关的先进制造板块本就是二季报高景气验证 + 容易外推的方向，在二季报验证行业比较中排名靠前。叠加一带一路峰会主题催化临近，是下一阶段机会较为确定的方向。
- 科技主题方面，数字经济小幅反弹后，仍是短期性价比最高的方向。中期继续看好 AI 应用端拓展(机器人、汽车智能化、游戏)的投资机会。
- 风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期



申万宏源研究微信服务号

图表目录

图 1：7 月社融信贷总量和结构均偏弱	4
图 2：量化情绪指标跟踪.....	5
图 3：重点 ETF 跟踪	8

一、短期市场交易的关键变量是“政策想象空间”，而这是一个脆弱的变量：市场可以交易管理层加码稳增长的决心，却不容易发酵政策快速见效的预期。这种情况下，市场上涨透支乐观预期/符合预期的政策出台后“卖兑现”/短期政策兑现存在心理落差等都可能压制“政策想象空间”。

我们在 8 月 5 日发布的一周回顾与展望报告《“政策想象空间”在，“夏季躁动”就在》中讨论了，市场正在交易管理层加码稳增长的决心，却不容易发酵政策快速见效的预期。所以，“夏季躁动”行情的关键变量是“政策想象空间”。如果出现了“最重磅政策”“最后一个政策”的预期，或者出现了政策催化低于预期的情况，市场可能很快面临调整。

实际情况是，“政策想象空间”确实是一个脆弱的变量，三种情况出现，都会压制“政策想象空间”：

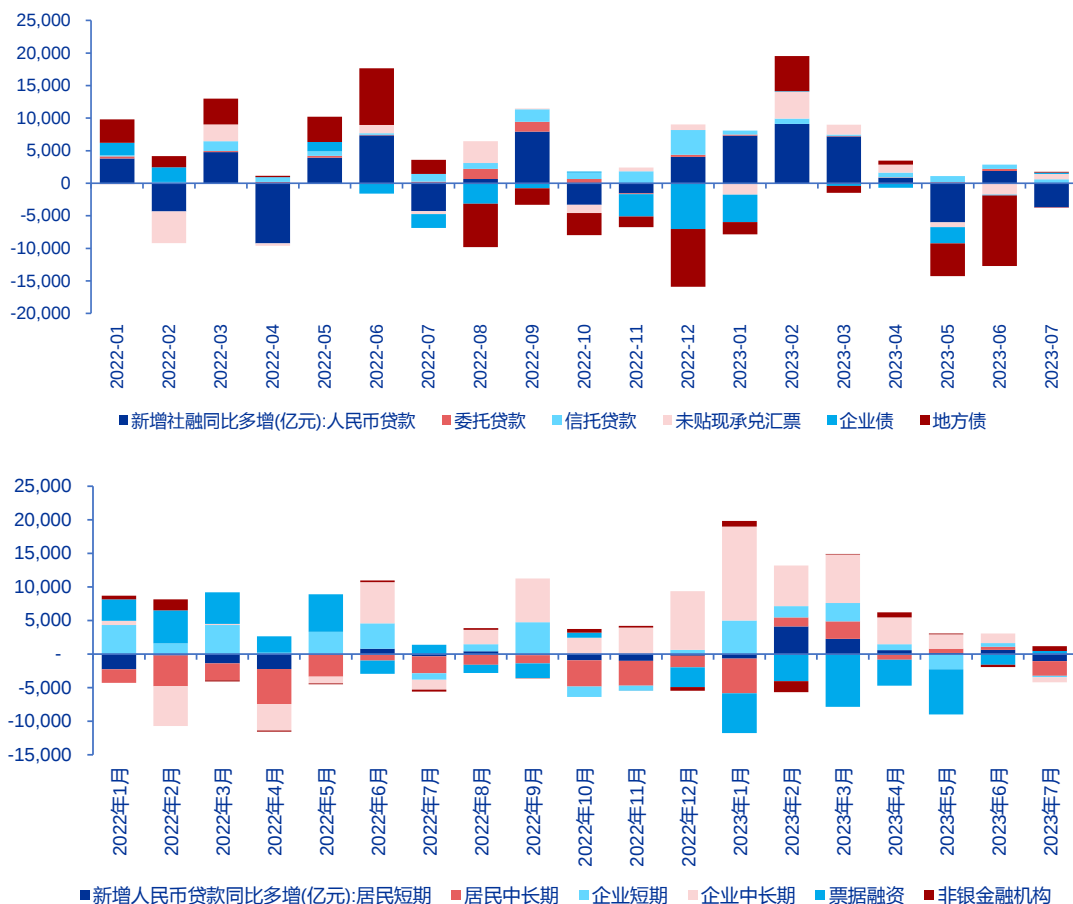
1. 股价上涨，反映了较多的政策乐观预期，本身就是对“想象空间”的侵蚀。
2. 符合预期的政策兑现，市场会“买预期，卖兑现”，也会消耗“想象空间”。

3. 短期政策兑现存在心理落差，也会影响“想象空间”。比如，最终能够实际落地的活跃资本市场政策，本就与部分市场人士建议的有所不同。这种心理落差，最终体现为市场做出调整。

二、政策与经济的“交谊舞”，又到关键节点：7 月社融信贷总量和结构均偏弱 + 个别信托公司信用风险发酵，都在指示政策加码迫在眉睫。未来一段时间，政策是否及时有力，仍是决定市场方向的关键。短期，市场再次反映了长期问题和一些过度悲观的预期。中期震荡市的判断不变，短期已接近震荡区间下限，后续政策预期修复，反弹仍可期。

政策博弈，又到了关键节点。这里我们做 3 点讨论：1. 7 月社融信贷总量和结构均偏弱。居民提前偿还房贷的意愿仍较强。个别信托公司信用风险发酵。这些都在指向政策加码迫在眉睫。

图 1：7 月社融信贷总量和结构均偏弱



资料来源：Wind 申万宏源研究

2. 面临偏弱的数据验证和风险事件的发酵，市场对短期政策落地的力度和及时性都会提出更高的要求。市场认为有效的政策，可能是改变居民收入预期，居民资产端收益率和负债端成本的比价关系(比如，存量房贷置换有效推进)，还有各种形式的“货币化”。而政策布局需要时间，短期可能还有心理落差。

3. 一些长期问题的反思卷土重来。同时，对短期政策落地也确实有一些过度悲观的预期，而实际上，政治局会议政策导向明确变化后，后续政策加码持续催化才是基准假设。不论是房地产刺激，还是活跃资本市场，都是如此。优化 A 股投资功能，为长期资金提供更多底仓，也是中期活跃资本市场的应有之意。

中期仍是震荡市，也只是震荡市。短期已接近震荡区间下限，后续震荡区间下限夯实，继而政策预期修复，反弹仍可期。

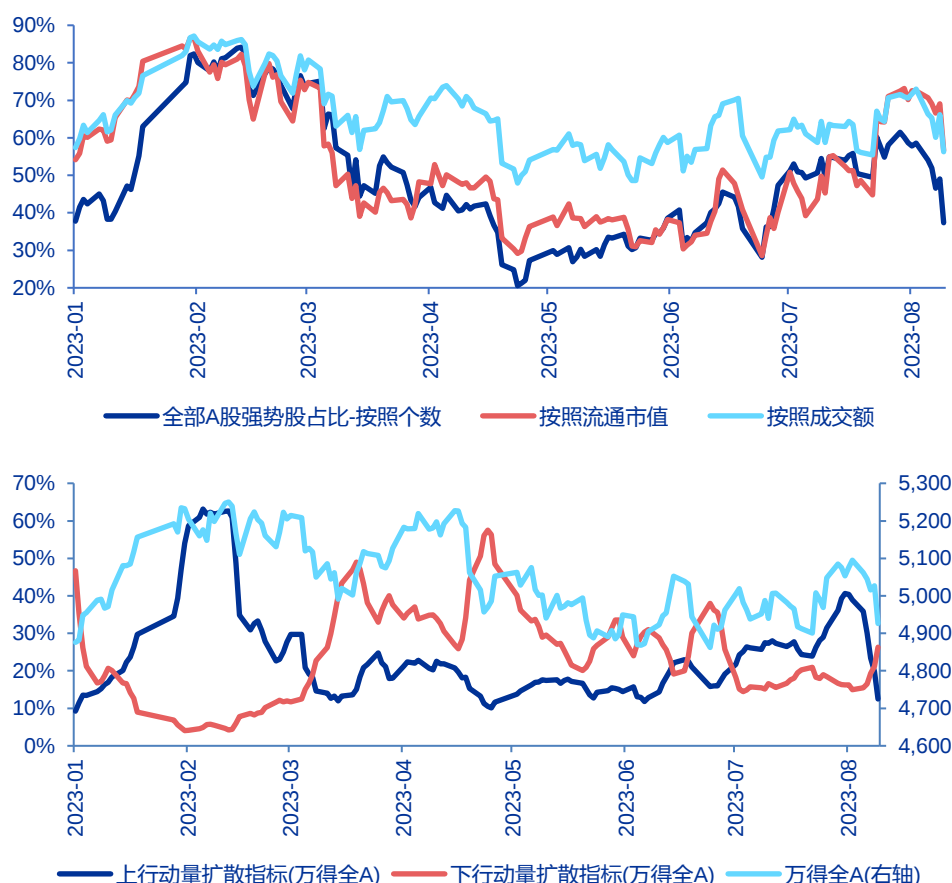
三、近期的顺周期以及券商股表现其实也是主题思维主导。下一阶段更看好一带一路和中特估。中期继续看好 AI 应用端拓展(机器人、汽车智能化、游戏)的投资机会。

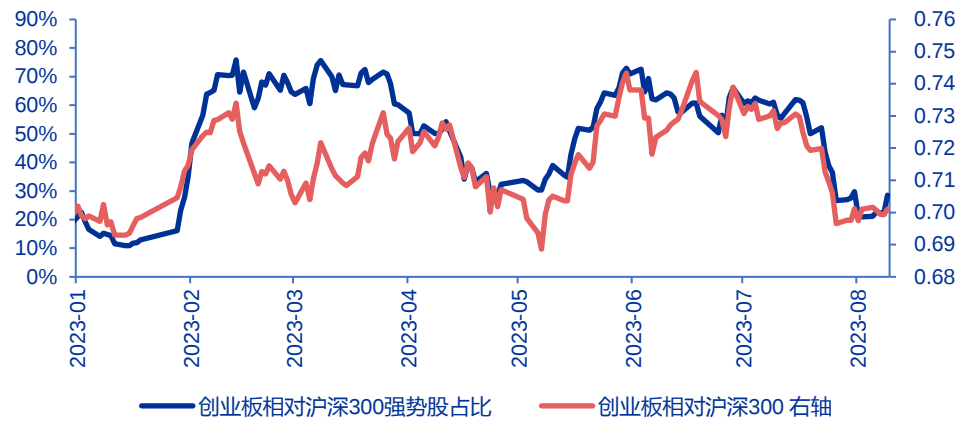
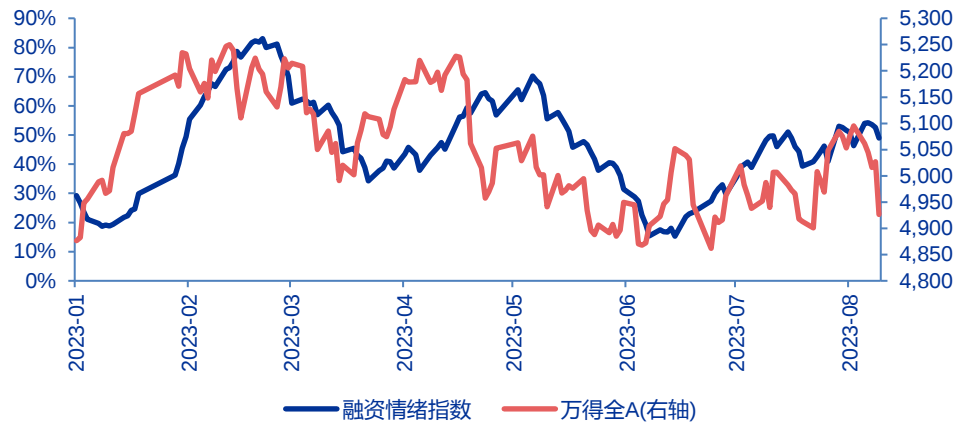
历史上，暂时没有足够业绩兑现的方向，上涨并跑赢市场，通常都是持续 2-3 年的大波段(具体逻辑推荐阅读我们 7 月 4 日发布的 2023 年夏季 A 股投资策略报告《新时代，新趋势》)，这一次相对收益 2021 年初就已见底，但绝对收益从 22 年 9 月开始。在经济弱周期，稳增长效果难有弹性的背景下，暂时没有足够业绩兑现的方向可能继续占优。近期的政策博弈，其实也是主题思维主导。7 月以来，绝大部分申万一级行业，都是低价股因子和低 ROE 因子占优。短期，一些脉冲式表现的小主题活跃(比如超导)，其实也是中期市场特征延续的一种体现。

下一阶段，我们更看好一带一路和中特估：活跃资本市场，中特估是应有之意。一带一路相关的先进制造板块本就是二季报高景气验证 + 容易外推的方向，在二季报验证行业比较中排名靠前。叠加一带一路峰会主题催化临近，是下一阶段机会较为确定的方向。

科技主题方面，数字经济小幅反弹后，仍是短期性价比最高的方向。中期继续看好 AI 应用端拓展(机器人、汽车智能化、游戏)的投资机会。

图 2：量化情绪指标跟踪





赚钱效应扩散指标 20230811	按照个数	相比 20230728	按照市值	相比 20230728	按照成交额	相比 20230728	状态
银行	92%	-5%	95%	-2%	94%	-5%	全面收缩
非银金融	88%	-3%	97%	-3%	99%	-1%	全面收缩
房地产	82%	-5%	92%	-4%	97%	-2%	全面收缩
石油石化	72%	-15%	73%	-3%	74%	-7%	全面收缩
钢铁	68%	-27%	72%	-27%	72%	-25%	全面收缩
建筑材料	60%	-36%	79%	-19%	63%	-34%	全面收缩
轻工制造	59%	-23%	72%	-17%	71%	-18%	全面收缩
沪深300	57%	-17%	70%	-11%	64%	-15%	全面收缩
商贸零售	55%	-24%	45%	-43%	55%	-34%	全面收缩
交通运输	54%	-21%	52%	-23%	66%	-14%	全面收缩
农林牧渔	54%	-26%	57%	-34%	69%	-17%	全面收缩
煤炭	51%	-23%	30%	-34%	45%	-15%	全面收缩
建筑装饰	50%	-30%	63%	-22%	58%	-28%	全面收缩
食品饮料	50%	-25%	80%	-6%	64%	-18%	全面收缩
有色金属	47%	-26%	62%	-12%	61%	-14%	全面收缩
美容护理	44%	-19%	31%	-22%	44%	-39%	全面收缩
社会服务	44%	-8%	60%	-7%	69%	-6%	聚焦龙头
中证500	43%	-24%	45%	-22%	53%	-25%	全面收缩
主板	43%	-23%	61%	-16%	61%	-17%	全面收缩
环保	42%	-32%	50%	-36%	48%	-33%	全面收缩
汽车	40%	-30%	62%	-27%	64%	-27%	全面收缩
基础化工	37%	-31%	55%	-23%	55%	-17%	全面收缩
纺织服饰	37%	-29%	42%	-30%	50%	-20%	全面收缩
医药生物	37%	3%	30%	-3%	48%	13%	继续扩散
全部A股	37%	-21%	57%	-16%	56%	-17%	全面收缩
家用电器	29%	-31%	47%	-37%	40%	-26%	全面收缩
创业板	26%	-19%	37%	-16%	46%	-16%	全面收缩
公用事业	25%	-30%	42%	0%	37%	-11%	全面收缩
计算机	24%	-15%	32%	-12%	46%	-12%	全面收缩
机械设备	22%	-28%	33%	-35%	39%	-28%	全面收缩
通信	21%	-19%	27%	-36%	31%	-33%	全面收缩
电力设备	19%	-25%	48%	-16%	39%	-22%	全面收缩
科创板	18%	-10%	19%	-12%	29%	-2%	全面收缩
传媒	17%	-6%	23%	-9%	26%	-7%	全面收缩
电子	17%	-27%	27%	-30%	25%	-26%	全面收缩
国防军工	9%	-19%	5%	-38%	10%	-41%	全面收缩

资料来源：Wind 申万宏源研究

图 3：重点 ETF 跟踪

ETF类型	代码	简称	最新份额/亿份	份额变化%		涨跌幅%		折溢价率%	近一周净值走势
				5个交易日	今年以来	5个交易日	今年以来	最新	
电气设备	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	134.41	1.2	34.5	-1.09	-16.94	0.18	
采掘	515220.OF	国泰中证煤炭ETF	14.90	-2.0	-29.9	-1.14	-2.17	0.34	
医药生物	516080.OF	易方达中证创新药产业ETF	4.89	2.5	30.8	-1.17	-11.76	0.23	
医药生物	515120.OF	广发中证创新药产业ETF	58.97	3.3	143.6	-1.87	-12.99	-0.28	
机械设备	159886.OF	富国中证细分机械设备产业ETF	1.10	1.1	92.6	-1.54	-7.38	0.16	
周期	510410.OF	博时自然资源ETF	3.69	3.9	1.4	-1.66	7.56	0.36	
医药生物	159837.OF	易方达中证生物科技主题ETF	32.67	-1.4	24.0	-1.84	-13.23	-0.08	
化工	159870.OF	鹏华中证细分化工产业主题ETF	48.67	-4.8	307.6	-2.12	-8.18	-0.13	
主题	516160.OF	南方中证新能源ETF	80.10	-0.1	180.1	-2.19	-14.97	-0.05	
计算机	515400.OF	富国中证大数据产业ETF	15.98	14.8	121.4	-2.31	23.68	-0.11	
指数	159915.OF	易方达创业板ETF	192.26	2.2	112.6	-2.46	-6.40	-0.19	
主题	515030.OF	华夏中证新能源汽车ETF	80.13	1.6	44.4	-2.49	-10.49	-0.08	
指数	159949.OF	华安创业板50ETF	185.77	0.2	71.4	-2.52	-9.33	0.02	
指数	512550.OF	嘉实富时中国A50ETF	1.87	-	-10.5	-2.55	2.55	0.02	
有色金属	512400.OF	南方中证申万有色金属ETF	46.51	2.4	69.9	-2.59	-1.02	-0.08	
风格	159907.OF	广发中小板300ETF	0.99	-	53.8	-2.68	-3.13	-0.06	
主题	515150.OF	富国中证国企一带一路ETF	5.70	-0.3	-8.7	-2.68	11.47	0.15	
主题	512650.OF	汇添富中证长三角一体化发展ETF	4.63	0.4	-0.9	-2.71	3.75	-0.09	
指数	512150.OF	汇安富时中国A50ETF	0.41	-2.4	-6.8	-2.72	1.10	0.13	
医药生物	512290.OF	国泰中证生物医药ETF	50.46	0.6	54.6	-2.73	-10.34	-0.14	
主题	159819.OF	易方达中证人工智能ETF	49.08	3.4	139.4	-2.82	26.15	-0.37	
指数	159902.OF	华夏中小企业100ETF	1.97	-	4.1	-2.84	-3.39	0.11	
主题	515090.OF	博时可持续发展100ETF	0.52	-	-59.1	-2.88	3.92	0.08	
指数	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	268.48	14.3	36.3	-2.93	2.08	-0.23	
指数	510310.OF	易方达沪深300ETF	136.10	5.0	50.6	-2.93	2.45	-0.19	
指数	515800.OF	汇添富中证800ETF	25.25	14.5	44.7	-2.93	2.62	-0.01	
指数	159919.OF	嘉实沪深300ETF	65.27	7.9	22.5	-2.94	2.20	-0.11	
指数	510330.OF	华夏沪深300ETF	77.74	13.8	22.9	-2.95	2.20	-0.19	
风格	159990.OF	银华巨潮小盘价值ETF	0.51	-2.9	-22.8	-3.28	5.98	0.10	
计算机	516510.OF	易方达中证云计算与大数据ETF	11.01	5.3	282.4	-3.28	34.71	-0.25	
主题	510810.OF	汇添富中证上海国企ETF	88.25	-0.6	5.1	-3.29	8.12	0.13	
科技	159939.OF	广发中证全指信息技术ETF	42.10	5.2	82.5	-3.39	12.47	0.46	
主题	516800.OF	华宝智能制造ETF	2.19	-	-13.4	-3.87	9.86	0.48	
主题	515050.OF	华夏中证5G通信主题ETF	77.53	1.5	-26.8	-4.09	24.36	0.03	
主题	512970.OF	平安粤港澳大湾区ETF	0.62	-	-4.6	-4.27	-1.54	0.36	
电子	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	266.40	2.45	30.36	-4.55	0.54	0.14	
科技	515000.OF	华宝中证科技龙头ETF	25.30	4.3	-10.1	-4.75	6.07	0.27	
钢铁	515210.OF	国泰中证钢铁ETF	12.19	-3.9	15.6	-4.96	2.02	-	

资料来源：Wind 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swsresearch.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的 6 个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内,行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系,如果您对我们的行业分类有兴趣,可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。