

2023 年 09 月 09 日

相关研究

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

短期没那么好，但后续没那么差

——申万宏源策略一周回顾展望(23/09/04-23/09/09)

本期投资提示：

- 一、短期 A 股市场的调整压力主要来自于海外：短期美国经济延续韧性，美联储保持加息威胁，美元和美债收益率反弹，压制全球风险资产表现。中期展望强调两个判断：1. 美国就业市场正在加速回归供需平衡，薪酬增速、消费倾向和通胀压力仍将继续回落。2. 制造业回流还无法支撑美国就业市场重新走强。对 A 股而言，海外紧缩仍是压制因素，但不构成创新低的驱动因素。
- 短期 A 股市场似乎又出现了“政策刺激落地，但对市场提振作用有限”的状态，一些过度悲观的预期，又有卷土重来的迹象。而我们对市场的拆解是，短期 A 股调整压力主要来自于海外。国内稳增长交易的演绎仍在预期中。能够推演持续效果的政策其实还没有落地，但后续还有政策催化是稳定预期。叠加国内经济出现了阶段性内生改善，国内经济和政策预期的组合，并不支持短期市场显著调整。
- 短期美国经济延续韧性，主要来自于美国财政发力和制造业回流对经济的积极影响显现。这是美联储保持加息威胁的基础(11 月再加息 25bp 概率升至 42%)。短期美元和美债收益率反弹，陆股通北上资金持续流出。A 股承压是全球风险资产短期承压的一部分。
- 二、国内稳增长交易“短期没那么好，但后续没那么差”：市场能够推演可持续效果的政策其实还没落地。但政策不断加码的方向明确，短期效果不佳，后续再加码是绝对大概率。在政策效果仍有待跟踪的情况下，即将推出的政策比已经落地的政策更有价值。
- 国内稳增长交易“短期没那么好，但后续没那么差”。一线城市认房不认贷，市场活跃度提升立竿见影，但政策效果的持续性仍存疑，且难以期待效果向后线城市扩散。所以，不论是地产股的上涨，还是涨价周期的行情扩散，短期行情昙花一现在预期之内。但后续政策不断加码的方向明确，房贷利率下行已经被放入了一线城市刺激房地产的工具箱。后续买房条件，普通住宅认定标准都可能调整。中期，我们依然关注，存量房贷置换政策进一步加码的可能性。市场普遍对政策效果的显现有超出平日水平的耐心，往往愿意先跟踪再应对。这种情况下，即将推出的政策比已经落地的政策更有价值。市场未有效脱离低位区域，主要受到海外紧缩的影响。国内稳增长交易未结束，底部区域，后续不必悲观。
- 三、结构上，暂时没有清晰的主线板块，是短期市场低位震荡的一个原因。现阶段把握确定性，军工是二季度改善，且可外推的方向。着眼于中期重大拐点布局，电子是最值得布局困境反转的方向。继续提示，博弈政策的最优抓手仍是房地产。继续看好中特估和数据要素，受益于总体风险偏好稳中有升。
- 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

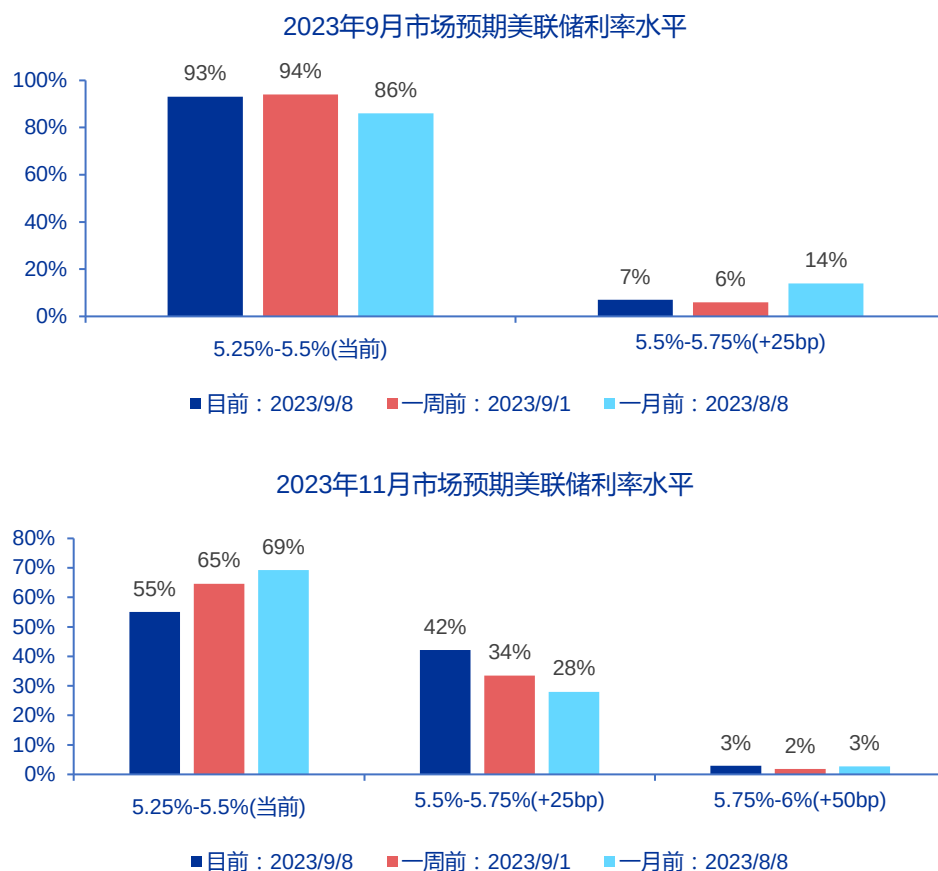
图 1：美联储年内再加一次息已经成为大概率.....	3
图 2：近期美债收益率反弹，期限利差稳中有升，反映经济韧性.....	4
图 3：近期美元指数震荡向上，陆股通北上资金持续回落.....	4
图 4：量化情绪指标跟踪.....	6
图 5：重点 ETF 跟踪.....	8

一、短期 A 股市场的调整压力主要来自于海外：短期美国经济延续韧性，美联储保持加息威胁，美元和美债收益率反弹，压制全球风险资产表现。中期展望强调两个判断：1. 美国就业市场正在加速回归供需平衡，薪酬增速、消费倾向和通胀压力仍将继续回落。2. 制造业回流还无法支撑美国就业市场重新走强。对 A 股而言，海外紧缩仍是压制因素，但不构成创新低的驱动因素。

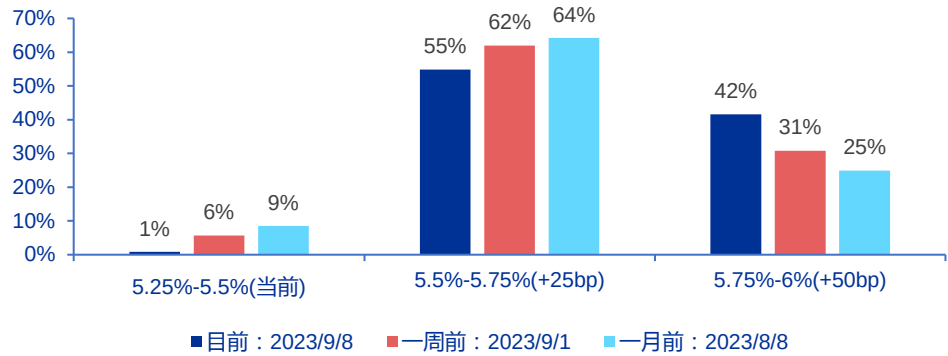
短期 A 股市场似乎又出现了“政策刺激落地，但对市场提振作用有限”的状态，一些过度悲观的预期，又有卷土重来的迹象。而我们对市场的拆解是，短期 A 股调整压力主要来自于海外。国内稳增长交易的演绎仍在预期中。能够推演持续效果的政策其实还没有落地，但后续还有政策催化是稳定预期。叠加国内经济出现了阶段性内生改善，国内经济和政策预期的组合，并不支持短期市场显著调整。

短期美国经济延续韧性，主要来自于美国财政发力和制造业回流对经济的积极影响显现。这是美联储保持加息威胁的基础(11 月再加息 25bp 概率升至 42%)。短期美元和美债收益率反弹，陆股通北上资金持续流出。A 股承压是全球风险资产短期承压的一部分。

图 1：美联储年内再加一次息已经成为大概率

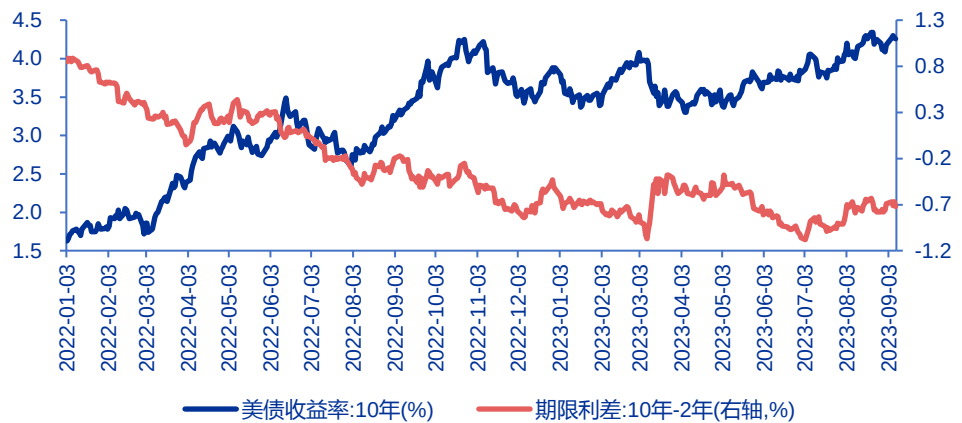


2023年12月市场预期美联储利率水平



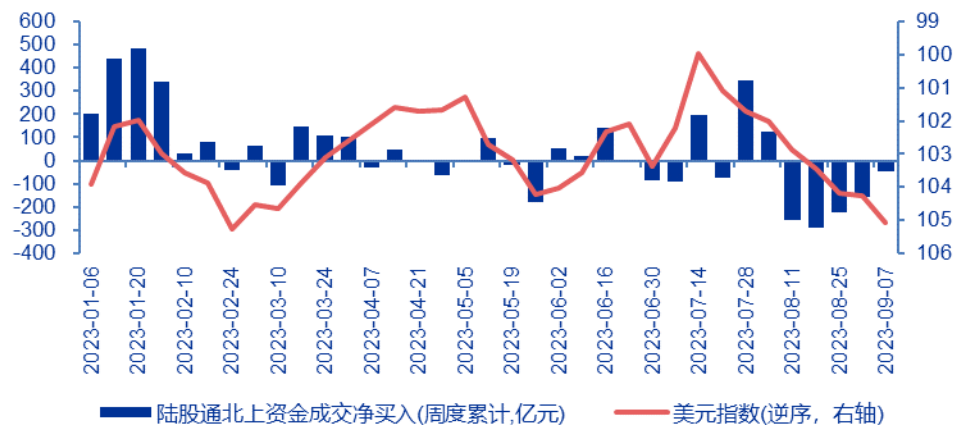
资料来源：Wind 申万宏源研究

图2：近期美债收益率反弹，期限利差稳中有升，反映经济韧性



资料来源：Wind 申万宏源研究

图3：近期美元指数震荡向上，陆股通北上资金持续回落



资料来源：Wind 申万宏源研究

展望中期，我们重点强调两个判断：1. 7-8 月美国就业市场出现了劳动参与率上行，职位空缺率下行的组合，指向供需正在加速回归均衡。后续薪酬增速，消费倾向和通胀压力，都可能进一步回落。后续美国消费服务端边际下行的确定性仍较高。美国经济总体仍处于走弱趋势中。2. 尽管制造业回流的积极影响开始显现，但美国就业市场的短期韧性，仍主要来自于服务业的新增就业。现在讨论制造业回流驱动新增就业重新走强还为时尚早。目前，这只是一个值得关注的风险点。如果这种情况出现，将出现全球再通胀交易，PPI 再通胀将更持续，CPI 也可能环比季节性提升，这是成长风格的短期下行风险。

对 A 股总体来说，海外紧缩短期仍是一个压制因素，但还无法构成创新低的驱动力。

二、国内稳增长交易“短期没那么好，但后续没那么差”：市场能够推演可持续效果的政策其实还没落地。但政策不断加码的方向明确，短期效果不佳，后续再加码是绝对大概率。在政策效果仍有待跟踪的情况下，即将推出的政策比已经落地的政策更有价值。

国内稳增长交易“短期没那么好，但后续没那么差”。一线城市认房不认贷，市场活跃度提升立竿见影，但政策效果的持续性仍存疑，且难以期待效果向后线城市扩散。所以，不论是地产股的上涨，还是涨价周期的行情扩散，短期行情昙花一现在预期之内。但后续政策不断加码的方向明确，房贷利率下行已经被放入了一线城市刺激房地产的工具箱。后续买房条件，普通住宅认定标准都可能调整。中期，我们依然关注，存量房贷置换政策进一步加码的可能性。市场普遍对政策效果的显现有超出平日水平的耐心，往往愿意先跟踪再应对。这种情况下，即将推出的政策比已经落地的政策更有价值。市场未有效脱离低位区域，主要受到海外紧缩的影响。国内稳增长交易未结束，底部区域，后续不必悲观。

三、结构上，暂时没有清晰的主线板块，是短期市场低位震荡的一个原因。现阶段把握确定性，军工是二季度改善，且可外推的方向。着眼于中期重大拐点布局，电子是最值得布局困境反转的方向。继续提示，博弈政策的最优抓手仍是房地产。继续看好中特估和数据要素，受益于总体风险偏好稳中有升。

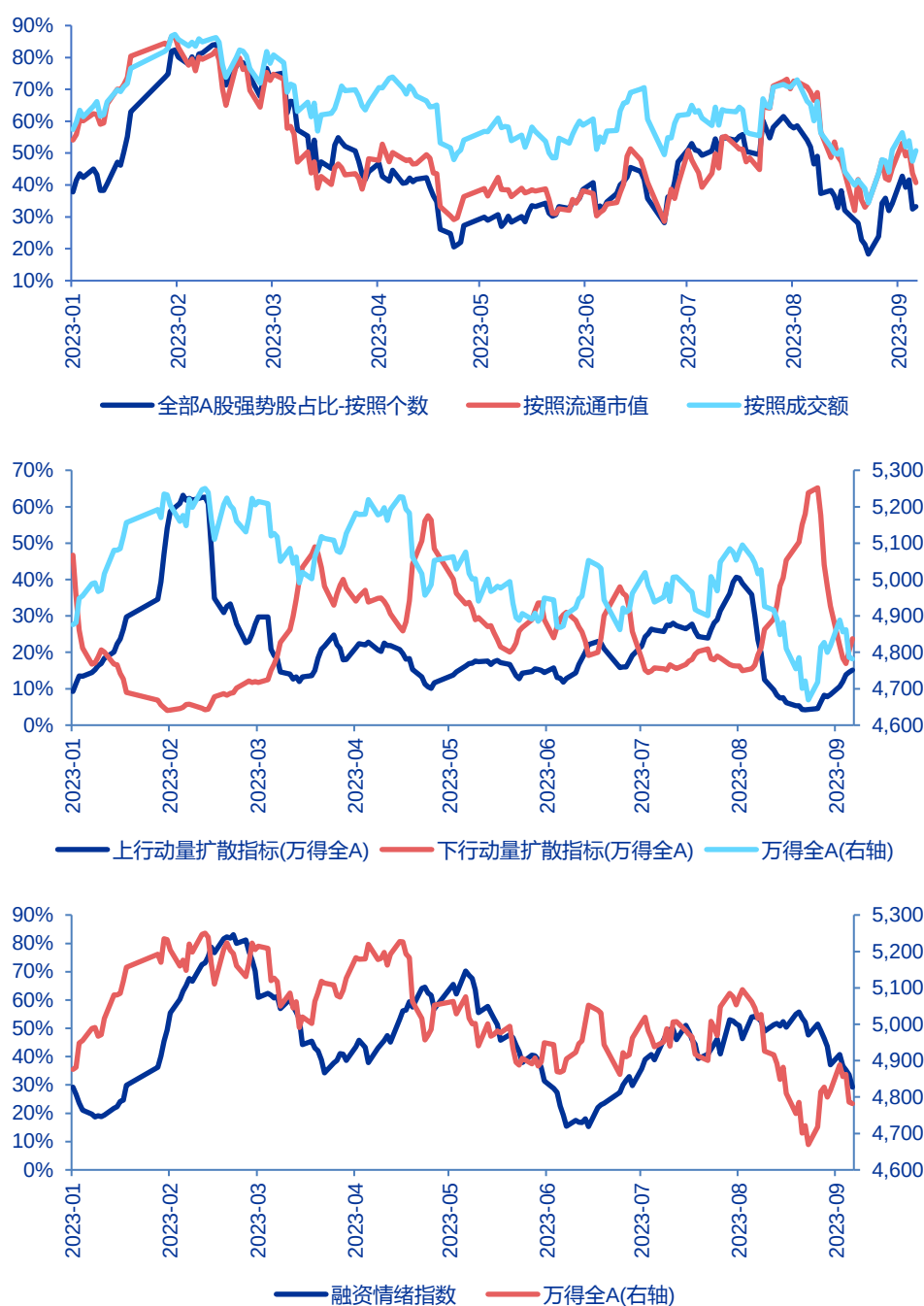
短期市场低位震荡还有一个重要原因，是主线板块不清晰，改善逻辑能有效外推的方向稀缺。这意味着，除了寻找短期确定性机会，还要积极布局潜在的中期机会。我们提示，现阶段把握确定性，国防军工是二季度改善，后续订单补充，景气改善可外推的方向。着眼于中期重大拐点布局，我们认为，电子的二季报提供了积极线索，业绩增速不再恶化，存货周转率见底回升。后续华为链创新，消费电子换机周期，AI 驱动全球半导体周期，都可能成为启动电子行情的线索。

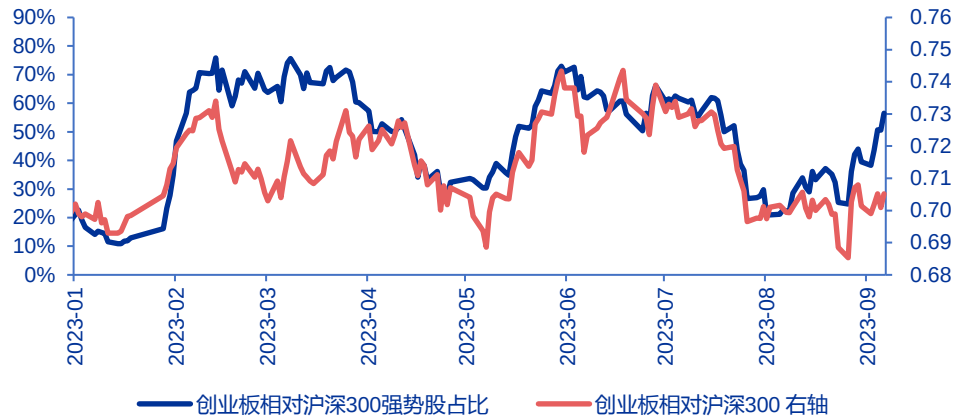
继续提示，博弈政策的最优抓手仍是房地产。涨价周期也是轮动的重要环节，基于国内政策催化的行情仍偏向于短期脉冲，更大级别的周期机会，还是要重点跟踪后续全球再通胀验证情况。

继续看好中特估和数据要素，受益于总体风险偏好稳中有升。中期继续关注AI应用端拓展的美股映射，重点是机器人、汽车智能化、游戏。

风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期

图 4：量化情绪指标跟踪





赚钱效应扩散指标 20230908	按照个数	相比 20230901	按照市值	相比 20230901	按照成交额	相比 20230901	状态
煤炭	74%	8%	90%	0%	89%	-2%	-
石油石化	63%	2%	71%	6%	81%	13%	继续扩散
银行	55%	-3%	52%	1%	52%	-12%	全面收缩
轻工制造	55%	-8%	63%	5%	76%	-4%	全面收缩
电子	50%	22%	36%	5%	65%	26%	继续扩散
国防军工	48%	25%	48%	19%	69%	30%	继续扩散
纺织服饰	45%	-7%	46%	5%	54%	-5%	全面收缩
基础化工	45%	8%	49%	2%	61%	10%	继续扩散
建筑材料	42%	-11%	53%	-16%	58%	-16%	全面收缩
美容护理	41%	-7%	19%	-27%	34%	-23%	全面收缩
创业板	40%	6%	30%	-7%	59%	12%	继续扩散
家用电器	39%	-4%	31%	-44%	45%	-28%	全面收缩
有色金属	38%	-4%	55%	3%	52%	-13%	全面收缩
非银金融	37%	-21%	62%	-17%	65%	-19%	全面收缩
计算机	36%	9%	22%	6%	59%	18%	继续扩散
通信	35%	13%	32%	5%	41%	18%	继续扩散
沪深300	35%	-6%	48%	-7%	36%	-15%	全面收缩
机械设备	34%	0%	34%	5%	52%	1%	聚焦龙头
全部A股	33%	-1%	41%	-4%	51%	0%	全面收缩
科创板	33%	1%	35%	0%	47%	4%	继续扩散
钢铁	32%	-5%	46%	0%	52%	-5%	全面收缩
主板	31%	-3%	42%	-4%	47%	-5%	全面收缩
交通运输	31%	1%	25%	-4%	35%	-9%	-
汽车	31%	-10%	37%	-6%	56%	5%	聚焦龙头
商贸零售	31%	-4%	27%	5%	47%	7%	聚焦龙头
食品饮料	29%	-9%	63%	-5%	52%	-1%	全面收缩
房地产	29%	-17%	51%	-12%	62%	-14%	全面收缩
社会服务	28%	4%	26%	10%	52%	12%	继续扩散
中证500	27%	-3%	32%	-3%	41%	-5%	全面收缩
建筑装饰	25%	-10%	12%	-5%	35%	-3%	全面收缩
环保	25%	-18%	15%	-24%	45%	-14%	全面收缩
公用事业	24%	1%	49%	3%	29%	-4%	-
农林牧渔	19%	-12%	11%	-7%	40%	-17%	全面收缩
医药生物	16%	-11%	17%	-8%	24%	-15%	全面收缩
传媒	13%	-9%	18%	-12%	19%	-24%	全面收缩
电力设备	13%	0%	7%	-19%	15%	-11%	全面收缩

资料来源：Wind 申万宏源研究

图 5：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	
采掘	515220.OF	国泰中证煤炭ETF	13.52	8.8	-36.4	6.17	8.89	-0.09	
周期	510410.OF	博时自然资源ETF	3.56		-2.2	3.04	8.93	0.04	
主题	510810.OF	汇添富中证上海国企ETF	88.79	0.0	5.7	0.89	2.22	0.02	
有色金属	512400.OF	南方中证申万有色金属ETF	46.40	1.1	69.5	0.80	4.50	-0.05	
钢铁	515210.OF	国泰中证钢铁ETF	12.52	2.8	18.8	0.74	0.26	0.05	
风格	159990.OF	银华巨潮小盘价值ETF	0.51		-22.8	0.08	8.17	-	
指数	512150.OF	汇安富时中国A50ETF	0.41		-6.8	-0.13	1.06	-0.03	
化工	159870.OF	鹏华中证细分化工产业主题ETF	44.01	1.3	268.5	-0.14	2.67	-0.15	
指数	512550.OF	嘉实富时中国A50ETF	1.89	0.5	-9.6	-0.17	0.62	0.08	
风格	159907.OF	广发中小板300ETF	0.99	3.0	53.8	-0.31	5.19	0.10	
指数	515800.OF	汇添富中证800ETF	48.26	5.5	176.5	-0.64	1.06	0.10	
指数	510310.OF	易方达沪深300ETF	157.82	1.2	74.6	-0.66	1.23	-0.09	
指数	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	313.00	0.2	59.0	-0.66	1.62	-0.12	
指数	159919.OF	嘉实沪深300ETF	76.39	1.0	43.4	-0.67	1.51	-0.13	
指数	510330.OF	华夏沪深300ETF	85.76	0.3	35.5	-0.67	1.51	-0.09	
主题	515090.OF	博时可持续发展100ETF	0.49	2.0	-61.5	-0.95	0.48	0.20	
电子	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	278.23	0.19	36.15	-1.06	1.42	0.07	
主题	515150.OF	富国中证国企一带一路ETF	5.73	0.7	-8.2	-1.18	2.67	-0.06	
主题	512650.OF	汇添富中证长三角一体化发展ETF	4.61		-1.3	-1.37	0.75	0.01	
主题	512970.OF	平安粤港澳大湾区ETF	0.63	1.6	-3.1	-1.37	5.54	0.07	
科技	159939.OF	广发中证全指信息技术ETF	41.10		78.2	-1.89	2.42	0.13	
主题	516800.OF	华宝智能制造ETF	2.17		-14.2	-2.03	6.29	0.09	
指数	159902.OF	华夏中小企业100ETF	1.97		4.1	-2.23	9.65	0.08	
指数	159915.OF	易方达创业板ETF	202.26	0.8	123.7	-2.52	12.29	-0.01	
主题	515030.OF	华夏中证新能源汽车ETF	75.31	3.1	35.7	-2.55	9.81	-0.07	
科技	515000.OF	华宝中证科技龙头ETF	25.73	0.8	-8.5	-2.99	2.09	0.08	
指数	159949.OF	华安创业板50ETF	206.52	1.7	90.5	-3.26	16.03	-0.03	
主题	516160.OF	南方中证新能源ETF	87.95	3.4	207.6	-3.51	16.33	0.11	
机械设备	159886.OF	富国中证细分机械设备产业ETF	1.06	1.1	86.3	-3.67	16.04	0.05	
主题	515050.OF	华夏中证5G通信主题ETF	81.79	2.5	-22.8	-3.74	16.21	0.15	
医药生物	512290.OF	国泰中证生物医药ETF	50.38	1.2	54.3	-3.85	13.73	-0.10	
医药生物	516080.OF	易方达中证创新药产业ETF	4.87		30.2	-3.88	16.41	0.12	
计算机	515400.OF	富国中证大数据产业ETF	13.98	0.9	93.7	-3.89	13.38	-0.11	
计算机	516510.OF	易方达中证云计算与大数据ETF	10.18	5.3	253.6	-3.92	22.78	-0.06	
医药生物	159837.OF	易方达中证生物科技主题ETF	33.36	2.6	26.6	-3.96	17.13	0.10	
医药生物	515120.OF	广发中证创新药产业ETF	62.33	3.3	157.5	-4.04	16.99	-0.17	
主题	159819.OF	易方达中证人工智能ETF	50.87	9.6	148.1	-4.07	16.08	-0.08	
电气设备	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	133.11	0.8	33.2	-5.29	16.55	0.22	

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@swwhysc.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swwhysc.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swwhysc.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。