

策略周评 20230625

市场调整的原因、影响和应对策略

2023年06月25日

■ A股和全球市场调整的原因

A股节前最后一个交易日大跌，在节前收盘后，全球股票市场包含美股、欧股和亚太市场几乎全部下跌。此次下跌主要由于以下几个原因造成：

1) A股节前最后一个交易日大跌，一方面因为假期效应带来的交易博弈，A股历史上有较为明显的假期效应，即投资者为了规避假期间可能出现的不确定性因素，从而有“节前抛售”和“节后买回”的交易规律，而此类现象多出现在A股因假期休市而海外市场正常交易的情况下，由于A50期货指数会跟随海外市场正常交易，而A股宽基指数多数情况下会锚定假期间A50期货指数涨跌幅进行跳空高开或低开，因此为了规避这类的不确定性出现，交易型资金可能会提前减仓。另一方面，由于6月以来TMT成交额占比持续维持在40%以上的区间，TMT板块的情绪变化对市场情绪的影响较为关键，近期部分TMT公司的巨额减持对TMT情绪影响较大，叠加节前效应造成了较大幅度的波动。

2) 海外市场调整的主要原因一方面跟欧美国家公布的普遍低于预期的PMI数据有关，另一方面，跟近期欧洲部分国家超预期加息和美联储官员偏鹰派的表述有关。

6月23日公布的数据显示，无论是欧洲主要国家还是美国，PMI数据均不及预期，继续呈现出服务业PMI强于制造业PMI的现象，跟通胀数据结构相对应，并且出现了制造业走弱开始向服务业传导的迹象，这可能在未来几个月会持续演绎。此外，由于近期欧洲通胀数据显示出较强的韧性，英国央行于6月22日起超预期加息50个基点至5%，欧洲央行官员也多数延续继续加息的基调。都构成了海外市场近期调整的主要因素。

■ 对于A股的影响分析

第一，A股节前效应为短期博弈因素。而部分TMT公司的巨额减持可能对情绪产生一定影响，但板块的中期走势取决于产业趋势的不断验证。虽然近期TMT成交额占比继续维持在40%以上，但我们此前曾提出过，“拥挤度博弈”策略或将失效，“交易拥挤度”只是短期交易热度的评价指标，历史上“拥挤度博弈”策略失效的前提均是产业逻辑持续兑现和验证，本轮AI行情较以往各类主题行情，呈现出产品/服务落地更快、业绩兑现提前的特征，或使得传统由主题投资到基本面投资的过渡时长有所缩短。

第二，海外再次交易衰退的苗头刚开始出现，会不会成为A股新一轮波动的影响因素？我们认为可能性较低。近期人民币汇率的贬值主要跟近期国内降息后，带来的利差压力加大导致，近期十年期国债利率维持在2.6%-2.7%的区间，此前国内政策预期较为平淡的一大因素为利差，目前中美利差仍然在高位维持，国内政策的宽松对于汇率构成一定压力，因此我们认为，若海外衰退的交易压缩中美利差的空间，反而可能成为国内政策预期好转的促发因素。而海外进一步加息则可能成为国内政策的进一步掣肘，因此，跟踪海外通胀走势可能成为国内政策预期和汇率预期走向的关键因素，但从近期的数据来看，海外制造业PMI开始超预期走弱，韧性最强的服务业PMI也有走弱的迹象，通胀超预期下行可能很快临近，A股交易政策预期进一步好转的窗口期可能很快出现。此外，海外地缘政治事件出现了新变化，短期来看，部分因素有所缓和，但需要关注可能出现的进一步演绎和变化。

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

相关研究

《北上资金是否已重回流入？

——流动性跟踪周报》

2023-06-20

《除了AI,哪些有预期差的板块值得关注？》

2023-06-18

■ 应对策略

应对策略方面，第一，对于热门板块如 AI 等，在成交额占比较高（40%以上）前提下，交易博弈和波动在所难免，但由于产业趋势的深入发展和推进，短期逻辑证伪的可能性较低，未来板块的交易一方面继续在逻辑最硬的细分领域逐步验证落地进展，另一方面，由于当下阶段很难给出估值和业绩空间天花板准确预测，因此，对于相关板块是否“贵”的准确逻辑判断同样难以实现，顺着产业趋势交易扩散板块可能会成为应对策略之一。第二，对于非 AI 交易的投资者，我们建议关注有明显预期差的板块，如我们此前报告所述，部分新能源的细分板块如充电桩、部分汽车零部件、国内工商业储能以及电网 IT 等，以及光伏领域新技术放量如电池片端 N 型替代 P 型、组件端 TOPCon 加速渗透以及辅材端新技术等领域存在明显的预期差。大消费存在政策预期差，体现为海外交易衰退若开启，美债下行对于消费板块的估值分母端贡献，及中美利差收窄后，国内政策空间的打开。

■ 总结

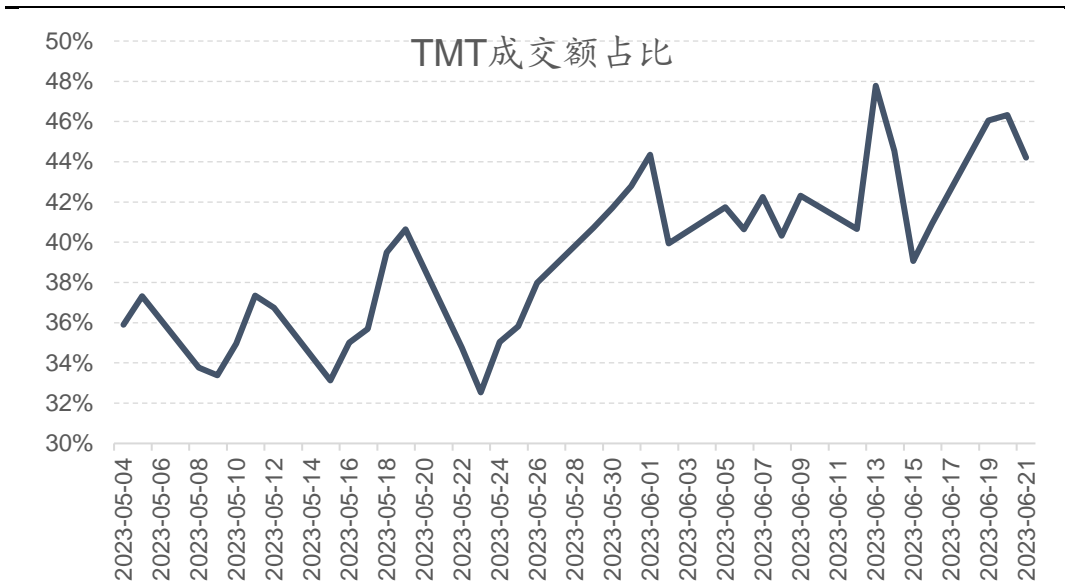
A 股节前最后一个交易日大跌，一方面因为假期效应带来的交易博弈，另一方面，跟近期部分 TMT 公司的巨额减持对 TMT 情绪影响较大有关。海外市场调整的主要原因跟欧美国国家公布的普遍低于预期的 PMI 数据以及欧洲部分国家超预期加息和美联储官员偏鹰派的表述有关。

对于 A 股的影响分析。第一，A 股节前效应为短期博弈因素。而部分 TMT 公司的巨额减持可能对情绪产生一定影响，但板块的中期走势取决于产业趋势的不断验证。第二，海外再次交易衰退的苗头刚开始出现，构成 A 股下跌理由的可能性较低，若海外衰退的交易压缩中美利差的空间，反而可能成为国内政策预期好转的促发因素。从近期的数据来看，海外制造业 PMI 开始超预期走弱，韧性最强的服务业 PMI 也有走弱的迹象，通胀超预期下行可能很快临近，A 股交易政策预期进一步好转的窗口期可能很快出现。此外，海外地缘政治事件出现了新变化，短期来看，部分因素有所缓和，但需要关注可能出现的进一步演绎和变化。

应对策略方面，第一，对于热门板块如 AI 等，由于产业趋势的深入发展和推进，短期逻辑证伪的可能性较低，顺着产业趋势交易扩散板块可能会成为应对策略之一。第二，对于非 AI 交易的投资者，我们建议关注有明显预期差的板块，如部分新能源的细分板块如充电桩、部分汽车零部件、国内工商业储能以及电网 IT 等，以及光伏领域新技术放量如电池片端 N 型替代 P 型、组件端 TOPCon 加速渗透以及辅材端新技术等领域存在明显的预期差。大消费存在政策预期差，体现为海外交易衰退若开启，美债下行对于消费板块的估值分母端贡献，及中美利差收窄后，国内政策空间的打开。

■ 风险提示：美联储持续加息；国内经济增速低于预期。

图1：5月以来 TMT 成交额占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：近期海外 PMI 数据普遍低于预期（单位：%）

单位：%		初值	前值	预期值
欧元区	综合 PMI	50.3	52.8	52.5
	服务业 PMI	52.4	55.1	54.5
	制造业 PMI	43.6	44.8	44.8
德国	综合 PMI	50.8	53.9	53.5
法国	综合 PMI	47.3	51.2	51
英国	综合 PMI	46.2	47.1	46.8
美国	综合 PMI	53	54.3	53.5
	Markit 制造业 PMI	46.3	48.4	48.5
	Markit 服务业 PMI	54.1	54.9	54

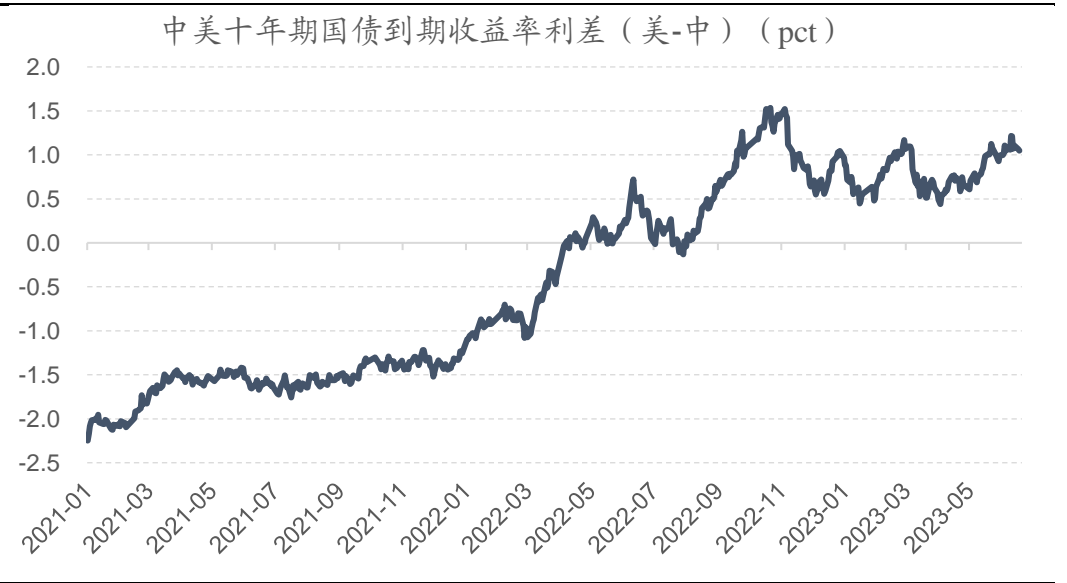
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 近期海外央行官员的表述偏鹰派

时间	机构/官员	事件/表态
6.23	欧洲央行管委埃尔南德斯德科斯	我们仍有进一步的工作要做, 我们将在7月再次提高利率, 之后还无法确定我们将采取什么行动。 核心通胀比预期更顽固。
6.22	英国央行	英国央行由九名成员组成的货币政策委员会表决, 以七票对两票的结果, 决定将利率提高至5%, 为2008年9月以来最高水平。
	英国央行行长贝利	如果有证据显示存在更多持续压力, 就必须进一步收紧货币政策, 降低英国的通货膨胀是央行的“绝对优先事项”, 货币政策委员会将采取必要措施, 争取让通胀回落到2%的目标水平。
	挪威央行	将基准利率从3.25%上调至3.75%, 很可能在8月份进一步上调利率。
	瑞士央行	将利率上调25个百分点至1.75%, 以应对通胀。通胀压力持续存在。如果不采取行动, 通胀压力将在中期显现出来。 不排除未来进一步上调利率, 以确保中期物价稳定。
	美联储理事鲍曼	为了遏制仍然高得令人无法接受的通胀, “有必要进一步提高政策利率”。
6.21	美联储主席鲍威尔	若经济表现符合预期, 支持年内再加息两次, 美国远未实现通胀目标。 未来按更加温和的幅度继续加息可能是合理的, 与2022年相比, 加息幅度不再那么重要。 如果经济表现符合预期, 再加息两次是“一个很好的猜测”。 预计短期内不会降息, 只有在确信通胀在走低后才可能行动。
	欧洲央行管委内格尔	利率尚未达到峰值, 必须将终端峰值保持较长时间, 直到通胀得到遏制。 没有看到信贷紧缩, 政策传导处于正常状态。 必须减缓经济活动以降低通胀水平。
6.20	欧洲央行管委 Simkus	如果官员在夏季过后再次加息, 我不会感到意外。 预计近期生产者价格的下跌不会很快体现在消费者通胀中。
6.19	欧洲央行管委卡齐米尔	欧洲央行应在7月再次加息, 进一步收紧货币政策是唯一合理的出路。 9月份的政策行动需要进行新的分析, 以衡量欧洲央行本轮加息周期的影响。
	欧洲央行管委斯图纳拉斯	加息可能会在今年结束。 重要的是要谨慎进行下一步动作, 这些步骤应该是渐进和有节制的。我们应该抑制通胀, 同时确保金融稳定, 避免经济陷入衰退。 不能排除进一步加息的可能性, 但现在无法确定。欧洲央行的货币政策将是数据驱动的。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 中美利差在高位维持 (单位: pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 主要股指过去四周涨幅

	证券简称	周涨幅0619-0623	周涨幅0612-0616	周涨幅0605-0609	周涨幅0529-0602
全球主要股指热力图 (%)	巴西IBOVESPA指数	0.18	1.49	3.96	1.49
	台湾加权指数	-0.50	2.38	1.07	1.22
	印度SENSEX30	-0.58	1.22	0.05	0.56
	标普500	-1.39	2.58	0.39	1.83
	纳斯达克指数	-1.44	3.25	0.14	2.04
	道琼斯工业指数	-1.67	1.25	0.34	2.02
	澳洲标普200	-2.10	1.81	-0.32	-0.09
	韩国综合指数	-2.12	-0.58	1.53	1.59
	深证成指	-2.19	4.75	-1.86	0.81
	上证指数	-2.30	1.30	0.04	0.55
	英国富时100	-2.37	1.06	-0.59	-0.26
	日经225	-2.74	4.47	2.35	1.97
	法国CAC40	-3.05	2.43	-0.79	-0.66
	德国DAX	-3.23	2.56	-0.63	0.42
	恒生指数	-5.74	3.35	2.32	1.08
A股宽基指数热力图 (%)	科技龙头指数	-1.22	4.63	-0.67	4.65
	中证1000	-1.81	2.67	-1.97	1.22
	中小100	-1.97	4.95	-1.62	0.95
	消费龙头	-2.25	6.16	-0.73	-0.65
	上证指数	-2.30	1.30	0.04	0.55
	沪深300	-2.51	3.30	-0.65	0.28
	中证100	-2.53	3.75	-0.88	0.61
	中证500	-2.56	2.30	-1.57	1.16
	创业板指	-2.57	5.93	-4.04	0.18
	上证50	-3.15	2.24	0.01	-0.63
A股大小盘风格热力图	证券简称	周涨幅0619-0623	周涨幅0612-0616	周涨幅0605-0609	周涨幅0529-0602
	小盘成长	-2.27	2.71	-3.23	1.93
	小盘价值	-2.66	-0.22	-0.54	0.61
	大盘价值	-2.77	-0.52	2.54	0.80
	中盘成长	-2.86	4.71	-2.44	0.00
	中盘价值	-3.22	0.14	-0.43	1.48
A股大类行业热力图 (%)	证券简称	周涨幅0619-0623	周涨幅0612-0616	周涨幅0605-0609	周涨幅0529-0602
	TMT	-1.66	4.65	-0.15	5.13
	周期	-1.68	3.14	-1.18	0.70
	科技100	-1.95	5.92	-3.70	0.67
	可选消费	-2.09	4.53	0.79	1.77
	金融	-2.53	-0.45	1.34	0.22
	医药生物	-3.16	0.60	-2.63	-2.07
A股一级行业热力图 (%)	证券简称	周涨幅0619-0623	周涨幅0612-0616	周涨幅0605-0609	周涨幅0529-0602
	国防军工	2.78	2.32	-3.69	0.38
	汽车	0.74	5.90	-0.88	0.71
	通信	0.26	7.00	2.95	6.26
	公用事业	0.07	-2.58	-0.09	-0.52
	机械设备	-0.02	6.51	-2.08	-0.59
	计算机	-0.13	6.06	-0.35	6.39
	家用电器	-0.53	5.32	2.45	-1.22
	环保	-1.35	-0.05	-1.56	-1.38
	电子	-1.57	3.99	-2.14	2.24
	电力设备	-1.91	5.95	-4.34	-1.71
	农林牧渔	-1.96	1.72	0.36	-1.38
	基础化工	-2.35	2.28	-2.67	0.38
	综合	-2.61	1.17	-0.96	0.96
	银行	-2.68	-2.21	2.66	0.00
	纺织服装	-2.81	0.90	-0.74	-0.48
	煤炭	-2.82	0.26	0.21	-2.84
	交通运输	-2.95	0.45	0.78	-0.52
	钢铁	-2.97	0.63	-1.44	-0.02
	轻工制造	-3.13	2.44	-0.52	1.24
	医药生物	-3.16	0.60	-2.63	-2.07
	石油石化	-3.17	-0.33	-0.52	2.54
	非银金融	-3.70	0.61	-0.33	0.16
	有色金属	-3.90	1.47	-1.56	3.42
	美容护理	-4.05	4.91	-3.89	-1.40
	建筑装饰	-4.13	0.32	0.55	2.42
	食品饮料	-4.13	7.49	-1.90	-1.15
社会服务	-4.31	2.85	1.71	2.13	
房地产	-4.68	0.23	1.23	2.65	
商贸零售	-5.09	3.75	-0.61	-0.50	
传媒	-5.98	4.53	2.82	9.67	
建筑材料	-6.01	2.66	0.48	0.95	
国债热力图 (%)	证券简称	周涨幅0619-0623	周涨幅0612-0616	周涨幅0605-0609	周涨幅0529-0602
	中证10+债	0.06	0.23	0.28	0.13
	中证7债	0.04	0.05	0.17	0.16
	中证全债	0.03	0.10	0.18	0.13
	中证50债	0.03	0.00	0.17	0.10
	中证10债	0.03	0.10	0.19	0.10
	中证综合债	0.03	0.09	0.16	0.12
	中证短债	0.01	0.04	0.06	0.06
	中证中期综合	0.01	-0.02	0.18	0.16
中证1债	0.01	0.03	0.06	0.06	
中证3债	0.00	0.05	0.11	0.13	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>