

市场双向震荡，短轮动和长主线结合

报告日期: 2023-07-09

分析师: 郑小霞

执业证书号: S0010520080007

电话: 13391921291

邮箱: zhengxx@hazq.com

分析师: 刘超

执业证书号: S0010520090001

电话: 13269985073

邮箱: liuchao@hazq.com

联系人: 任思雨

执业证书号: S0010121060026

电话: 18501373409

邮箱: rensy@hazq.com

联系人: 张运智

执业证书号: S0010121070017

电话: 13699270398

邮箱: zhangyz@hazq.com

相关报告

1. 策略月报《双向波动期，兼顾短轮动与长主线》2023-07-02
2. 策略周报《政策预期有顶有底，无需过忧风险》2023-06-25
3. 策略周报《政策期待逐步兑现，可以适当乐观一些》2023-06-18
4. 策略周报《政策期待期，走出惯性悲观》2023-06-11

主要观点:

● 市场观点: 市场双向震荡，短轮动和长主线结合

在估值高企、交易过热的环境下，7月第1周前期热门的泛TMT主线步入了调整冷却期，而其他行业则迎来了短暂而快速的轮动期。市场表现出双向波动，整体震荡。展望后市，经济层面增长放缓的势头有所减弱，但市场对经济前景的悲观预期不改；流动性维持充裕水平不变，但7月中旬降准降息概率偏小；风险偏好层面，其中内部仍在等待月底中央政治局会议的定调，当前预期较低。外部美联储经济数据和会议纪要偏强势，7月底加息25bp几成事实，但也同样在市场预期之内，目前尚未形成对9月议息会议再度加息的预期，因此对当前的外部风险偏好影响较小。总结而言，在增长放缓势头减弱，流动性维持充裕，风险偏好震荡的组合环境下，市场仍将维持双向波动态势，较为明确的方向或许等待月底的国内外两个大会定调落地后才能见分晓。

市场热点 1: 如何看待 7 月 FOMC 加息预期? 近期公布 6 月美联储会议纪要偏鹰派，从与会者表态看，7 月加息 25BP 已板上钉钉，但也已经在市场预期之内，市场更加关注 9 月是否再度加息。我们认为，除非美国失业率重回 3.5% 以下或核心 PCE 上破 4.75%，否则 9 月大概率不会进一步加息。

市场热点 2: 如何看待人民币汇率走势? 受美元走强影响，人民币兑美元汇率突破 7.2 关口。但后续来看，随着我国基本面环比企稳向好，央行干预概率明显增加，预计人民币短期内不会突破 2015 年“811”汇改以来的 7.3 历史关口，资本流出压力不会进一步增加，不会对 A 股形成显著压力。

● 行业配置: 快速轮动延续，短期关注催化剂预期和景气边际改善品种，中长期坚定科技、中特估与复苏主线

行业配置上，在估值过高、交易热度拥挤的当下，前期的主线板块暂时冷却降温，重新启动需要关注主线板块的催化剂出现，而在此期间行业将呈现非常显著的轮动特征。因此需在不同时间维度上，兼顾短期轮动与全年主线：（1）短期维度，站在前期跌幅较大+催化剂和前期跌幅较大+景气边际改善的角度选择有望迎来轮动的行业，如地产下游及景气边际修复的品种煤炭、有色金属、保险等。（2）立足中长期，继续把握科技、中特估与复苏的三条主线。具体地，①泛TMT行情7月预计以弱势为主，关注业绩、事件催化剂以及估值调整幅度，中长期角度继续加大对电子和通信的配置，计算机和传媒需待估值消化；②“中特估”主题投资继续布局，重点关注三个方向：能源保供、粮食安全；科技创新型央国企；建筑装饰央国企。③估值偏低，预期已经非常悲观，且下半年有望景气改善的医药生物、食品饮料板块，可进行战略性配置。

● 风险提示

美国经济衰退来临超预期；国内经济预测存在偏差；国内政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

正文目录

1 市场双向震荡，短轮动和长主线结合.....	3
1.1 市场热点 1：如何看待 7 月 FOMC 加息预期？.....	3
1.2 市场热点 2：如何看待人民币汇率走势？.....	4
2 行业配置：轮动延续，短期关注催化剂和景气改善，中长期继续坚定科技、中特估与复苏主线.....	5
2.1 短期市场有望延续快速轮动趋势，地产下游或迎轮动机会.....	5
2.2 立足中长期把握全年科技与复苏主线.....	6

图表目录

图表 1 大家电销售额同比持续上涨.....	6
图表 2 动力煤价格底部反弹.....	6
图表 3 电子、通信估值及百分位情况.....	7
图表 4 计算机、传媒估值及百分位情况.....	7
图表 5 我国海外新签合同额、完成营业额及同比均改善.....	8
图表 6 2023 年 1-4 月新增专项债券投向分布百分比，基建及住房类占比较多，支撑建筑建材企业业绩.....	8
图表 7 消费者信心持续修复.....	8
图表 8 医药生物估值百分位仅为 11%（2010 年以来）.....	8

1 市场双向震荡，短轮动和长主线结合

在估值高企、交易过热的环境下，7月第1周前期热门的泛TMT主线步入了调整冷却期，而其他行业则迎来了短暂而快速的轮动期。市场表现出双向波动，整体震荡。展望后市，经济层面增长放缓的势头有所减弱，但市场对经济前景的悲观预期不改；流动性维持充裕水平不变，但7月中旬降准降息概率偏小；风险偏好层面，其中内部仍在等待月底中央政治局会议的定调，当前预期较低。外部美联储经济数据和会议纪要偏强势，7月底加息25bp几成事实，但也同样在市场预期之内，目前尚未形成对9月议息会议再度加息的预期，因此对当前的外部风险偏好影响较小。总结而言，在增长放缓势头减弱，流动性维持充裕，风险偏好震荡的组合环境下，市场仍将继续维持双向波动态势，较为明确的方向或许等待月底的国内外两个大会定调落地后才能见分晓。

市场热点 1：如何看待 7 月 FOMC 加息预期？ 近期公布 6 月美联储会议纪要偏鹰派，从与会者表态看，7 月加息 25BP 已板上钉钉，但也已经在市场预期之内，市场更加关注 9 月是否再度加息。我们认为，除非美国失业率重回 3.5% 以下或核心 PCE 上破 4.75%，否则 9 月大概率不会进一步加息。

市场热点 2：如何看待人民币汇率走势？ 受美元走强影响，人民币兑美元汇率突破 7.2 关口。但后续来看，随着我国基本面环比企稳向好，央行干预概率明显增加，预计人民币短期内不会突破 2015 年“811”汇改以来的 7.3 历史关口，资本流出压力不会进一步增加，不会对 A 股形成显著压力。

1.1 市场热点 1：如何看待 7 月 FOMC 加息预期？

我们的观点：近期公布 6 月美联储会议纪要偏鹰派，从与会者表态看，7 月加息 25BP 已板上钉钉，但也已经在市场预期之内，市场更加关注 9 月是否再度加息。我们认为，除非美国失业率重回 3.5% 以下或核心 PCE 上破 4.75%，否则 9 月大概率不会进一步加息。

6 月美联储会议纪要偏鹰派，7 月加息已几无悬念。6 月新增非农就业 20.9 万，略低于市场预期 23 万，是过去 15 个月以来的首次低于市场预期，但仍然高于 20 万，表明美国就业增长维持强势、略有所放缓。本周美联储公布了 6 月议息会议纪要，整体上较市场预期更偏鹰派。一方面，尽管美联储将 2023 年的 PCE 和核心 PCE 同比预测下调，但依然认为现阶段通胀过高，大多数美联储官员认为政策利率仍有进一步上行的空间。预计年内至少加息一次，仍有加息两次甚至以上的可能性。另一方面，美联储预计美国经济大概率浅衰退或不衰退，并将经济可能在今年后期出现浅衰退作为基准情形，而经济避免衰退的概率与浅衰退的概率几乎相等。结合前期公布核心 PCE 同比以及 ISM-PMI 数据，在通胀压力存在的情况下，7 月底的 FOMC 会议

上继续加息 25BP 几无悬念，并且市场已经基本消化，非农数据公布后 CME 观测器显示市场对 7 月加息 25BP 押注概率提升至 93%。我们认为，**当前市场核心关注点已经转向 9 月是否再度加息，以及对市场风险偏好的扰动**。我们倾向于认为 7 月大概率是本轮加息尾声，9 月不会加息。因为在货币紧缩的滞后效应和银行业信贷环境的紧缩的考虑下，美联储可能不会采取太过激进的加息措施。除非美国失业率重回 3.5% 以下或核心 PCE 上破 4.75%。

1.2 市场热点 2：如何看待人民币汇率走势？

我们的观点：受美元走强影响，人民币兑美元汇率突破 7.2 关口。但后续来看，随着我国基本面环比企稳向好，央行干预概率明显增加，预计人民币短期内不会突破 2015 年“811”汇改以来的 7.3 历史关口，资本流出压力不会进一步增加，不会对 A 股形成显著压力。

美元强势拖累人民币，但目前来看短期内突破 7.3 概率不大。近期人民币持续贬值，主要源自于：①美联储加息预期走强。6 月以来，联邦基金期货隐含隔夜利率持续上行，反映市场加息预期不断升温，推动美元进一步走强。②LPR 调降后中美息差小幅扩大，中美 10 年期国债收益率之差达到 2022 年 11 月以来的最高水平。③稳增长政策力度不及预期，外资对中国经济增长前景有所担忧。但目前来看突破人民币兑美元突破 7.3 关口的概率不大。首先，7.3 是 2015 年“811”汇改以来的最低点，对应 2022 年 11 月是疫情扰动最严重、外资最悲观的时候，而当前中国经济复苏基础明显好于 2022 年 11 月。国内一系列稳增长政策有望逐步托底增加，央行二季度货币政策例会提出总量与结构工具并重，叠加国内经济延续内生复苏的大背景下，下半年的经济增速环比第二季度经济增速将明显提升，复苏动能有望进一步加速，从而实现今年 5% 的经济增长目标，预期年底中国十年期国债收益率随着经济的企稳回升而触底反弹，推动中美息差可能小幅收窄。此外，央行二季度货币政策例会对外汇重视程度明显增强，提出要“综合施策”，干预可能性也有所增加，货币政策工具箱储备较为充足。当前来看，央行逆周期调节因子对中间价影响已经明显加大，还或将启用外汇流动性调节工具以及跨境资本流动管理工具，例如动用下调外汇存款准备金率以增加境内银行体系美元流动性、上调外汇风险准备金率以减少企业和个人对远期购汇需求并遏制贬值预期、下调境内企业境外放款的宏观审慎调节系数以控制资本外流、上调企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数以鼓励资本流入等手段。

2 行业配置：轮动延续，短期关注催化剂和景气改善，中长期继续坚定科技、中特估与复苏主线

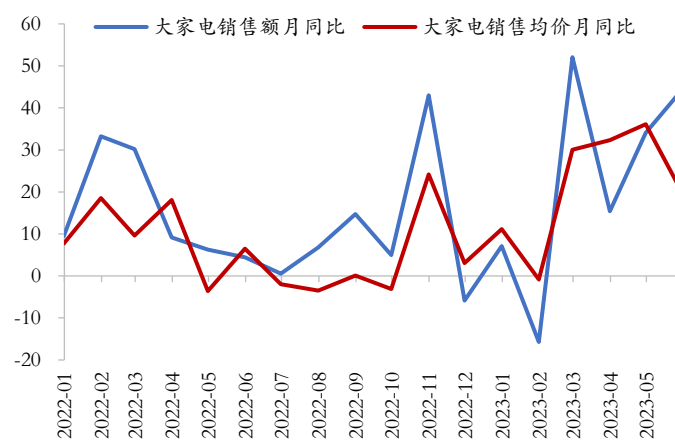
市场快速轮动的特征预计仍将延续，政策预期叠加景气边际改善下的家电、有色及煤炭或迎来短期轮动机会。中长期继续坚定把握科技与复苏的主线。在增长放缓势头减弱，流动性维持充裕，风险偏好震荡的组合环境下，市场仍将维持双向波动的大格局不变。而行业配置上，在估值过高、交易热度拥挤的当下，前期的主线板块暂时冷却降温，重新启动需要关注主线板块的催化剂出现，而在此期间行业将呈现非常显著的轮动特征。因此需在不同时间维度上，兼顾短期轮动与全年主线：（1）短期维度，站在前期跌幅较大+催化剂和前期跌幅较大+景气边际改善的角度选择有望迎来轮动的行业，如地产下游及景气边际修复的品种煤炭、有色金属、保险等。（2）立足中长期，继续把握科技、中特估与复苏的三条主线。具体地，①泛 TMT 行情 7 月预计以弱势为主，关注业绩、事件催化剂以及估值调整幅度，中长期角度继续加大对电子和通信的配置，计算机和传媒需待估值消化；②“中特估”主题投资继续布局，重点关注三个方向：能源保供、粮食安全；科技创新型央国企；建筑装饰央国企；③估值偏低，预期已经非常悲观，且下半年有望景气改善的医药生物、食品饮料板块，可进行战略性配置。

2.1 短期市场有望延续快速轮动趋势，地产下游或迎轮动机会

①市场对政策仍有预期，房地产下游预计短期还将演绎。

地产基本面羸弱，政策端仍有期待，但在“合理住房需求”大前提下，演绎预期以下游板块如家用电器为主，而非房地产本身。虽然近期销售数据略有好转，但整体数据显示当前房地产开发投资与销售依然承压。在房地产基本面羸弱的情况下，市场期待有关房地产的政策将有所放松。近期深市两家上市房企的再融资项目正式拿到了证监会批文，有利于房地产企业缓解资金压力。然而在地产政策大基调维持“促进合理住房需求释放以及化解房地产金融风险成为主要任务”下，需求端的政策放松仍要弱于市场预期，7 月重要会议落地之前，市场对地产政策的期待将会脉冲性演绎，但我们认为这种演绎将更多带动地产下游相关板块例如家用电器的轮动机会，而非房地产板块本身。

图表 1 大家电销售额同比持续上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 2 动力煤价格底部反弹



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 元/吨, %

②景气出现边际修复的品种，如煤炭、有色金属、保险等。

政策催化叠加景气修复，煤炭、有色轮动仍将持续。根据最新高频数据显示，周期的煤炭、基本金属（铜、锡）以及金融的保险出现反弹。周期中能源、基本金属等上游原材料部分品种出现修复。煤炭 6 月中旬价格由底部持续回升，截至 7 月上旬，价格已反弹近 10% 并还在持续，而铜、锡价格进入 6 月后持续反弹。此外，商务部、海关总署公告决定对镓、锗相关物项实施出口管制，功率半导体原材料等有色金属的管制收严。预计在政策催化叠加景气上行的推动下，有色金属的行情仍将持续一段时间。而保险方面，保费收入改善明显，5 月上市险企当月保费收入达 1877.24 亿元，当月同比增速为 9.78%，较 4 月同比的 6.44% 上升，上市险企收入同比增速持续下滑态势转变。此外，五大险企 5 月保费收入同比均较前月上涨。

2.2 立足中长期把握全年科技与复苏主线

主线一：7 月泛 TMT 行情弱势调整为主，关注业绩、事件催化剂以及估值已调整幅度，中长期角度继续加大对通信和电子的配置，计算机和传媒需待估值消化。

泛 TMT 弱势调整为主，关注业绩、事件催化剂及估值已调整幅度，中长期角度继续加大对通信和电子的配置，计算机和传媒需待估值消化。进入 7 月后，泛 TMT 整体板块除电子表现出韧性外，通信、计算机、传媒均进入调整。短期来看，流动性边际宽松可能性小，意味着泛 TMT 板块支撑不会进一步增强。当下需更多关注泛 TMT 相关板块的上市公司中报业绩披露或事件的催化，以及估值调整幅度。相较于 6 月初，电子、通信的估值百分位变化不大，当前分别在 47% 和 21% 水平，仍有继续进步的空间。而计算机估值百分位 81%、传媒 61%，均接近或高于历史可比天花板位置，

短期内仍有调整空间。因此中长期角度继续加大对通信和电子的配置，计算机和传媒需待估值消化。

图表 3 电子、通信估值及百分位情况



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 4 计算机、传媒估值及百分位情况



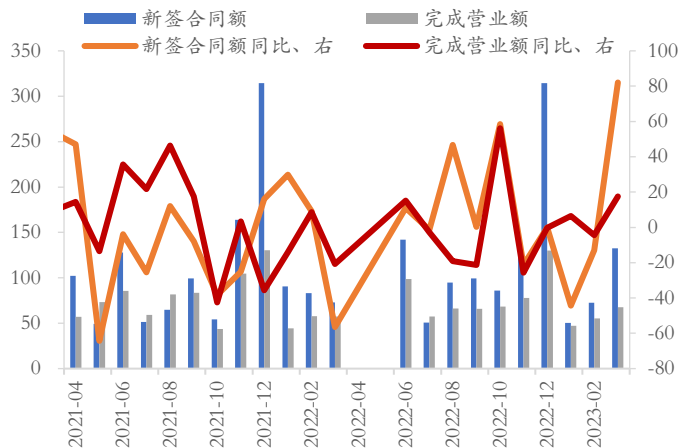
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

主线二：“中特估”主题投资继续布局，重点关注三个方向：能源保供、粮食安全；科技创新型央企；建筑装饰央企。

“中特估”行情年内仍有望不断演绎。今年一季度国资委发布新一轮国改行动内容，全面聚焦能源保供、粮食安全以及科技协同创新，央企投资思路将不再局限于单一企业及企业自身生产经营情况，而以产业视角找寻投资机会。重点关注：①能源保供、粮食安全。能源保供稳价、粮食安全及种业振兴涉及经济发展、生活生产大局，两者均处于重要战略地位，党中央政策持续落地、细化，强调持续推动央企做好能源资源、粮食安全托底；②科技创新。国资委强调对于未来改革主方向将紧盯央企自主创新深化改革，把解决“卡脖子”技术、关键核心技术放在更加突出重要的位置，科技型央企的吸引力正在持续提升。

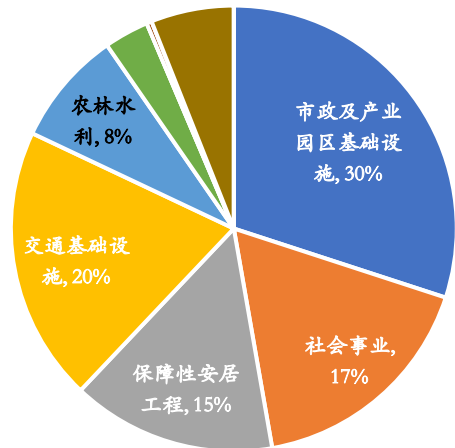
国企改革红利持续释放，国资委就提高央企控股上市公司质量持续展开部署。近期国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，提出中央企业要以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能。国资委着眼于提高央企控股上市公司质量并连续展开部署，国企改革持续深化下，央企盈利能力有望持续改善。有望为“中特估”主题提供催化。

图表 5 我国海外新签合同额、完成营业额及同比均改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿美元、%。

图表 6 2023 年 1-4 月新增专项债券投向分布百分比, 基建及住房类占比较多, 支撑建筑建材企业业绩

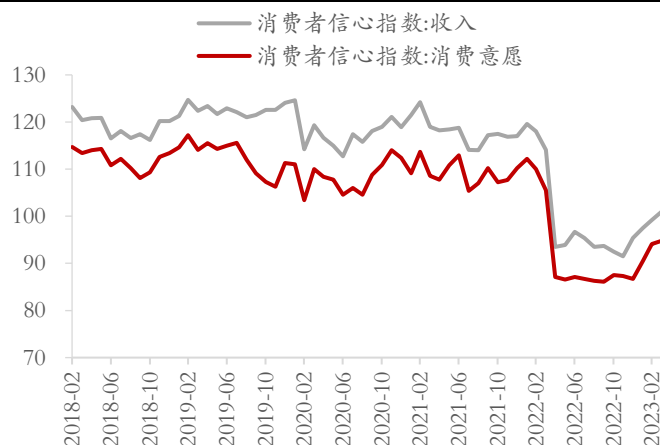


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

主线三: 估值偏低, 预期已经非常悲观, 且下半年有望景气改善的医药生物、食品饮料板块。

基本面较稳定叠加前期情绪释放调整后, 中长期具备配置价值的食品饮料及医药生物。当下市场陷入对消费风格相关行业的纠结期, 一方面是复苏大方向的确定性, 反之却是迟等不至的消费加速拐点。我们认为消费相比其它风格更具备确定性、业绩增速稳定, 部分行业经历“洗牌”后企业幸存者优势凸显、具备中长期配置价值。此外政策端仍在着重刺激支撑消费, “恢复和扩大消费”协商座谈会近期召开、部分地区发放消费券等细则持续落地, 因而建议立足中长期关注食品饮料及医药生物。

图表 7 消费者信心持续修复



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 8 医药生物估值百分位仅为 11% (2010 年以来)



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 指数点、%

风险提示:

美国经济衰退来临超预期; 国内经济预测存在偏差; 国内政策收紧超预期; 中美关系超预期恶化等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。