



Research and
Development Center

超预期调整的原因

——策略周观点

2023年8月20日

证券研究报告

策略研究

策略周报

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
联系电话: +86 18817552575
邮箱: lichang@cindasc.com

张颖锐 联系人
邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

超预期调整的原因

2023年8月20日

核心结论:最近两周,市场出现了超预期的调整,这一调整的背后,有自上而下的原因(经济弱、汇率贬值),但考虑到近期顺周期的表现,能够明显看到,随着政策预期的变化,自上而下的逻辑正在逐渐偏强,这说明经济弱可能不是8月市场调整的主要原因。我们认为,主要原因可能是自下而上的,景气度投资过于深入人心,景气度以外的逻辑难以形成共识。类似的情况2014年上半年也出现过,2013年12月-2014年6月,指数偏弱调整,但跌幅并不大,但在此期间投资者情绪更弱。因为2006-2010年最流行的投资方法是自上而下的,以经济周期跟踪为主的投资方法。2014年上半年,部分投资者发现,从2011年到2014年上半年,经济相关类的板块持续走弱,中间只出现过季度的反弹。2013-2014年上半年指数虽然没有新低,但涨的板块(TMT)不是大部分投资者擅长的行业,所以投资者的情绪会比指数更悲观。事后来看,2014年上半年恰恰是市场战略性的底部。

- **(1) 超预期调整的原因: 景气度投资过于深入人心, 景气度以外的逻辑难以形成共识。**最近两周,市场出现了超预期的调整,这一调整的背后,有自上而下经济弱的原因,但考虑到近期顺周期的表现,能够明显看到,随着政策预期的变化,顺周期板块逐渐偏强,这说明经济弱的影响可能不是8月市场调整的主要原因。我们认为主要原因可能是自下而上的。2016-2021年景气度投资过于深入人心,景气度以外的逻辑难以形成共识,而年初以来大部分乐观的逻辑(AI、中特估、政策)都不是以业绩驱动为主的逻辑,一旦有阶段性上涨后,持续性往往不足。
- **(2) 类似情况 2014 年上半年也出现过, 投资者情绪比指数更弱。**2014年上半年,也出现了投资者情绪比指数更弱的情形。2013年12月-2014年6月,指数偏弱调整,但跌幅并不大,这一情况和2023年2月以来非常类似,但在此期间投资者情绪更弱。2006-2010年最流行的投资方法是自上而下的,以经济周期跟踪为主的投资方法。2014年上半年,部分投资者发现,从2011年到2014年上半年,经济相关类的板块持续走弱,中间只会出现季度的反弹。2013-2014年上半年指数虽然没有新低,但涨的板块(TMT)大多不是大部分投资者擅长的行业,所以投资者的情绪会比指数更悲观。
- **风险因素:**房地产市场超预期下行,美股剧烈波动。

目录

一、策略观点：超预期调整的原因	4
二、上周市场变化	9
风险因素	12

表目录

表 1：配置建议表	8
-----------------	---

图目录

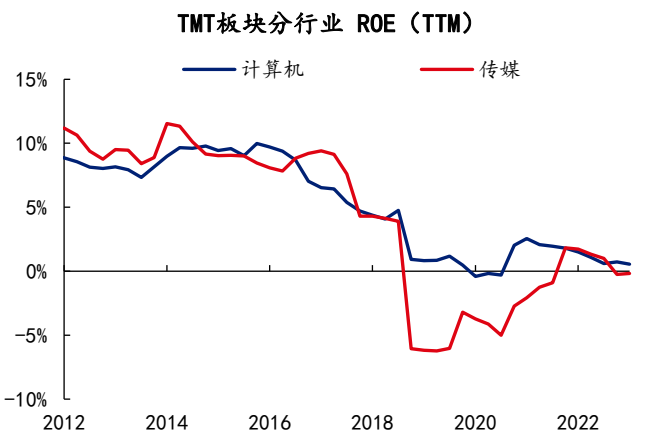
图 1：传媒计算机整体业绩尚未全面改善（单位：%）	4
图 2：金融地产也并没有强的业绩支撑（单位：%）	4
图 3：年初以来各行业涨跌幅（单位：%）	5
图 4：2014 年上半年投资者情绪比指数悲观很多（单位：点数，%）	5
图 5：事后来看，2014 年上半年是很强的牛市初期特征（单位：点数）	6
图 6：2014 年上半年对地方债的担心很多（单位：点数）	6
图 7：2014 年上半年对房地产的担心也很多（单位：点数）	6
图 8：2008 年政策底后的股市（单位：点数）	7
图 9：2018 年政策底后的股市（单位：点数）	7
图 10：大势研判（单位：点数）	7
图 11：A 股主要指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 12：申万一级行业周涨跌幅（单位：%）	9
图 13：申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）	9
图 14：概念类指数周涨跌幅（单位：%）	9
图 15：全球市场重要指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 16：重要商品指数周涨跌幅（单位：%）	10
图 17：2023 年全球大类资产收益率（单位：%）	10
图 18：沪股通累计净买入（单位：亿元）	10
图 19：融资余额（单位：亿元）	10
图 20：新发行基金份额（单位：亿份）	11
图 21：基金仓位估算（单位：%）	11
图 22：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）	11
图 23：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）	11
图 24：长期国债利率走势（单位：%）	11
图 25：各类债券与同期限债券利差（单位：%）	11

一、策略观点：超预期调整的原因

最近两周，市场出现了超预期的调整，这一调整的背后，有自上而下的原因（经济弱、汇率贬值），但考虑到近期顺周期的表现，能够明显看到，随着政策预期的变化，自上而下的逻辑正在逐渐偏强，这说明经济弱可能不是8月市场调整的主要原因。我们认为，主要原因可能是自下而上的，景气度投资过于深入人心，景气度以外的逻辑难以形成共识。类似的情况2014年上半年也出现过，2013年12月-2014年6月，指数偏弱调整，但跌幅并不大，但在此期间投资者情绪更弱。因为2006-2010年最流行的投资方法是自上而下的，以经济周期跟踪为主的投资方法。2014年上半年，部分投资者发现，从2011年到2014年上半年，经济相关类的板块持续走弱，中间只出现过季度的反弹。2013-2014年上半年指数虽然没有新低，但涨的板块（TMT）不是大部分投资者擅长的行业，所以投资者的情绪会比指数更悲观。事后来看，2014年上半年恰恰是市场战略性的底部。

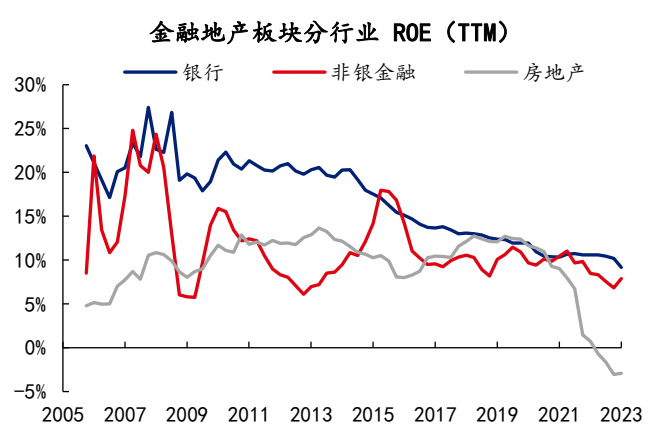
（1）超预期调整的原因：景气度投资过于深入人心，景气度以外的逻辑难以形成共识。最近两周，市场出现了超预期的调整，这一调整的背后，有自上而下经济弱的原因，但考虑到近期顺周期的表现，能够明显看到，随着政策预期的变化，顺周期板块逐渐偏强，这说明经济弱的影响可能不是8月市场调整的主要原因。我们认为主要原因可能是自下而上的。2016-2021年景气度投资过于深入人心，景气度以外的逻辑难以形成共识，而年初以来大部分乐观的逻辑（AI、中特估、政策）都不是以业绩驱动为主的逻辑，一旦有阶段性上涨后，持续性往往不足。

图1：传媒计算机整体业绩尚未全面改善（单位：%）



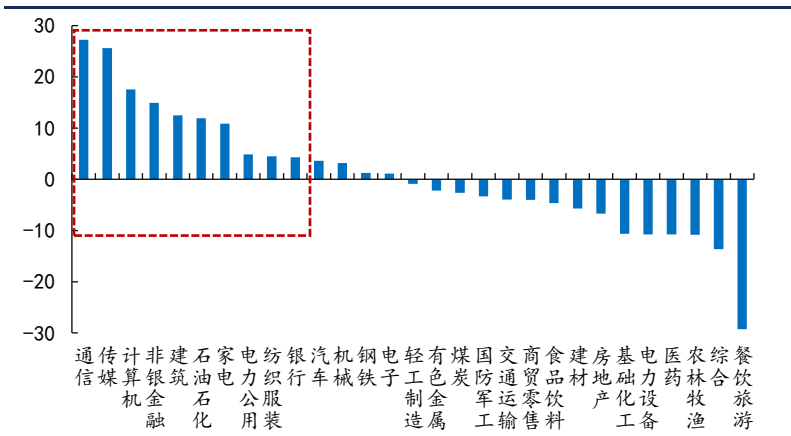
资料来源：万得，信达证券研发中心

图2：金融地产也并没有强的业绩支撑（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

而且年初以来，虽然整体指数走平，也有约一半的行业收涨，但投资者的情绪反而比去年10月底更谨慎，这是因为大部分能跑赢指数的板块都不是2016-2021年的价值成长核心赛道股。所以市场的赚钱效应下降速度比指数更快。这些自下而上的原因导致，虽然自上而下的政策利多正在不断增加，但投资者的情绪更多来自核心赛道的逻辑、业绩和赚钱效应。2021年以来，虽然指数大幅下台阶的熊市只出现在2022年1-4月，但大部分基金偏好的行业已经走弱2年半了。这种情绪的修复需要时间，所以对政策的反应并不积极。

图 3：年初以来各行业涨跌幅（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 类似情况 2014 年上半年也出现过，投资者情绪比指数更弱。 2014 年上半年，也出现了投资者情绪比指数更弱的情形。2013 年 12 月-2014 年 6 月，指数偏弱调整，但跌幅并不大，这一情况和 2023 年 2 月以来非常类似，但在此期间投资者情绪更弱。2006-2010 年最流行的投资方法是自上而下的，以经济周期跟踪为主的投资方法。2014 年上半年，部分投资者发现，从 2011 年到 2014 年上半年，经济相关类的板块持续走弱，中间只会出现季度的反弹。2013-2014 年上半年指数虽然没有新低，但涨的板块（TMT）大多不是大部分投资者擅长的行业，所以投资者的情绪会比指数更悲观。

图 4：2014 年上半年投资者情绪比指数悲观很多（单位：点数，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

事后来看，2014 年上半年就是情绪的最低点，下半年迎来了较强的牛市。其实如果不考虑主观的投资者情绪，2014 年上半年的指数是很强的，但是在此期间，房地产投资开启新一轮下行周期，由此导致 2014-2015 年经济和上市公司盈利下台阶。但股市跌了半年却比 2012 和 2013 年的低点都高，说明股市虽然依然受到宏观经济的影响，但影响幅度正在变小。投资者情绪虽然很悲观，但指数韧性正在变强。

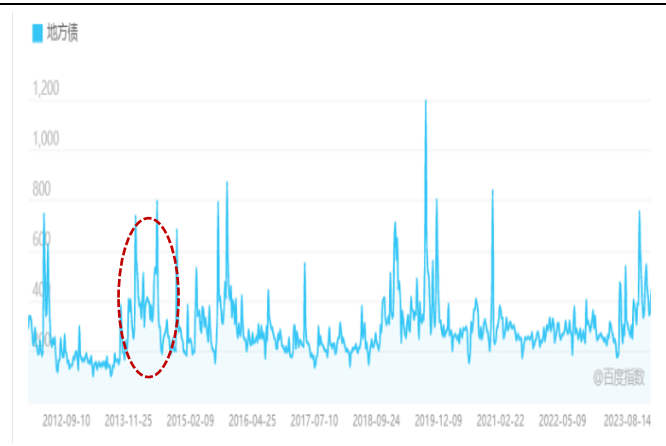
图 5：事后来看，2014 年上半年是很强的牛市初期特征（单位：点数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

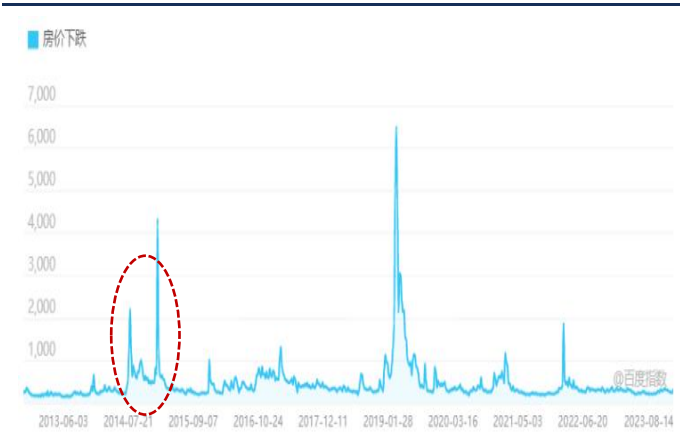
2014 年上半年，从经济和盈利的角度是很难不悲观的，期间房地产量价齐跌，投资者对地方债和劳动力人口见顶的担心很多，事后来看，这些担心都是对的。但股市 2014 年下半年却是在估值、政策和流动性的推动下出现了一次牛市。由此，我们认为当下市场的情绪比去年 10 月底还弱，是可以类比 2014 年中的战略性低点。

图 6：2014 年上半年对地方债的担心很多（单位：点数）



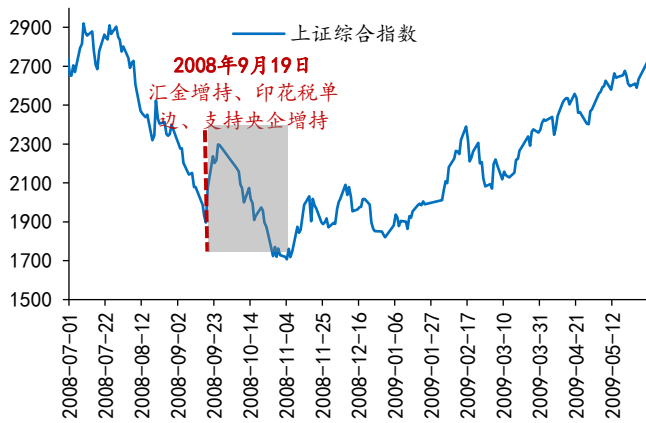
资料来源：百度指数，信达证券研发中心

图 7：2014 年上半年对房地产的担心也很多（单位：点数）



资料来源：百度指数，信达证券研发中心

(3) 政策不断出现乐观信号，但股市反应较弱，是每一次股市底的正常现象。最近 2 个月，各种乐观的政策小变化很多，但股市并没有积极的表现。如果以历史上比较重要的底部经验来看，其实这种现象是很常见的。2008 年和 2018 年的政策底后，股市均先有月度以内的反弹，随后二次探底，略创新低后市场完全见底。从政策底之后，各类政策利多不断出现，但股市刚开始对政策反应很弱，直到更多的政策累积。

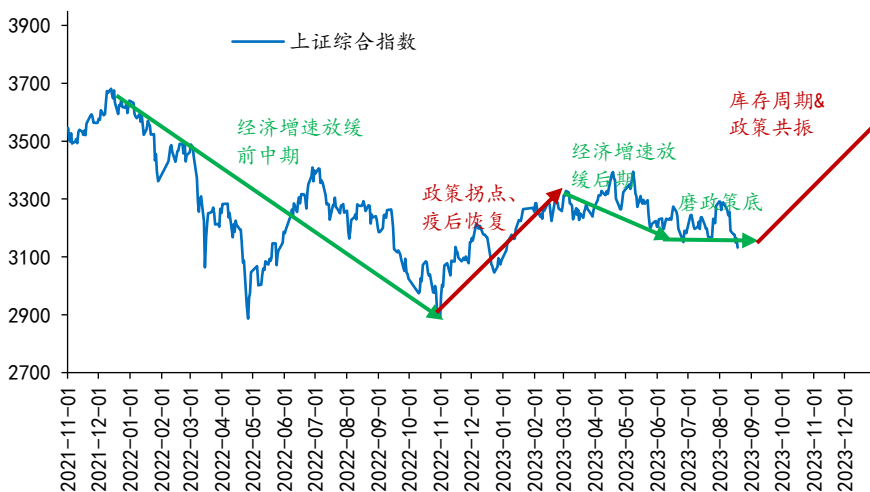
图 8：2008 年政策底后的股市（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：2018 年政策底后的股市（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 策略观点：调整略超预期，大概率是战略性底部。5月以来，市场不断预期政策，7月底政治局会议后股市有两周乐观的表现，之后因为对政策进度的分歧、汇率贬值、中报等因素，股市开启了调整。我们认为，这一调整虽然略超预期，但并没有改变当下是战略性底部的判断。经济虽然一直偏弱，但已经是一轮经济下行的末期了，后续大概率会出现一次库存周期，即使是最弱的库存周期，也会对未来1年内的经济数据有拖底的影响，政策层面，7月的政策基调意味着半年内政策大概率会不断超预期，短期政策力度大小不是重点，政策力度还存在加强的可能性。

图 10：大势研判（单位：点数）


资料来源：万得，信达证券研发中心

行业配置建议：配置风格偏向顺周期，中特估主题内部下半年超配金融类（证券银行），Q3后期可能会进一步提高上游周期的配置重要性。（1）消费链、地产链：虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续可能会出现政策微调，大概率存在超跌后预期修复的上涨。（2）中特估&TMT：这些板块前期的调整主要是交易拥挤后的调整，从战略上，由于经济尚未恢复，大部分板块盈利验证一般，所以有长期逻辑的中特估和TMT依然会有机会，不过由于中报临近，或不宜追涨，相对低位的中特估可以持续关注。如果经济持续弱，中特估中建筑公用事业会偏强，而如果经济预期逐渐企稳，中特估中金融和周期会更强。（3）Q3建议关注周期：周期股当下受到全球库存周期下行的影响，整体偏弱，但随着库存周期下降进入尾声，2023年Q4-2024年，宏观需求存在回升的可能。我们认为，考虑到长期产能建设不足，需求、供给和估值可能会共振。



表 1：配置建议表

	配置类型	配置建议
配置建议	绝对收益	高仓位
	相对收益	证券、房地产、家电、有色金属
行业配置观点	周期	2022 年的周期股分化很大，上游资源煤炭、石油石化涨幅较大，也和国内房地产链相关的周期跌幅较大。从当下展望 2023 年全年，国内经济的逻辑正在变得比海外经济的逻辑更强，受全球经济影响的大宗商品价格半年内可能还会下降。Q1 周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题的机会。这一过程 Q2 告一段落并有所调整，Q3 后期，随着库存周期下降进入尾声，周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。
	消费	消费板块大概率会有超额收益，因为：（1）经过 1 年半的估值消化后，整体估值较为合理；（2）疫情和稳增长政策大概率继续往好的方向发展，有利于年度盈利预期的修复。虽然今年的经济恢复波折很多，但我们认为无需过度悲观，后续可能会出现政策微调，大概率存在超跌后预期修复的上涨。
	成长	新能源车、光伏、半导体等行业，长期需求逻辑较好，但由于供需错配相比 2021 年有所减少，所以 2022 年以来的波动明显加大。2023 年是牛市的第一年，大概率会有新的产业方向逐渐成长为新赛道，建议重点挖掘新赛道，关注计算机、传媒互联网、机械设备等。中报之后，成长大概率会有分化。下一次机会估计要等三季报。
	金融地产	银行地产的超额收益大多出现在经济下降后期到经济回升早期，在经济确定改善之前，反而更容易产生超额收益。近期由于政策调整速度较快，金融地产再次走强，证券可能是季度级别较大的机会，建议重点关注。

资料来源：信达证券研发中心

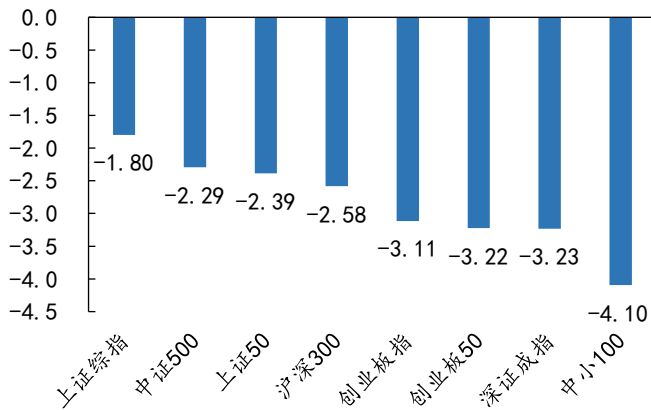
二、上周市场变化

上周A股主要指数均下跌，中小100（-4.10%）跌幅最大，上证综指（-1.80%）跌幅最小，申万一级行业本周涨跌不一，其中纺织服装（0.70%）、轻工制造（0.54%）、国防军工（0.47%）领涨，传媒（-4.06%）、计算机（-4.26%）、电子（-4.77%）领跌。概念股中，ST板块（2.73%）、大麻（1.94%）、自由贸易港（1.70%）领涨，充电桩（-14.31%）领跌。

上周全球股市重要指数多数下跌，其中恒生指数（-5.89%）、富时100（-3.48%）、日经225（-3.15%）领跌。上周商品市场涨跌不一，其中，铁矿石（4.95%）、LME锌（3.08%）领涨，NYMEX原油（-2.15%）领跌。另外在2023年全球大类资产年收益率指标中，日经225（20.53%）、标普500（11.96%）、富时发达市场指数（11.12%）排名较高，而布伦特原油（-1.26%）、南华工业指数（-1.30%）、富时100（-2.54%）排名靠后。

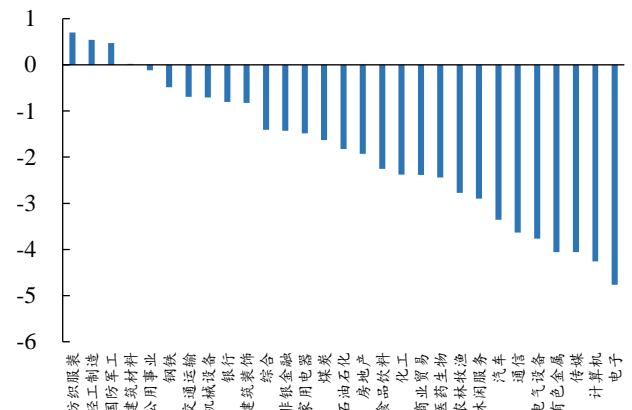
A股市场资金方面，上周北上资金净流出（陆股通）共计291.16亿元（前值净流出255.80亿元）。上周央行公开市场操作逆回购投放7750亿元，累计净回笼7220亿元。截至2023年8月11日，银行间拆借利率上周均值相比前期有所上升，十年期国债收益率上周均值相比前期有所下降。普通股票型基金上周仓位均值相比前期有所下降，偏股混合型基金上周仓位均值相比前期有所上升。

图 11: A股主要指数周涨跌幅（单位：%）



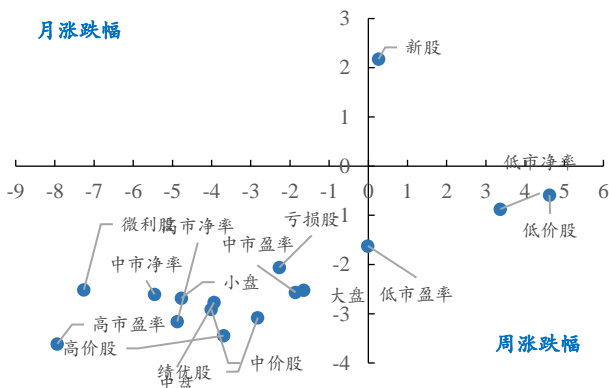
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 12: 申万一级行业周涨跌幅（单位：%）



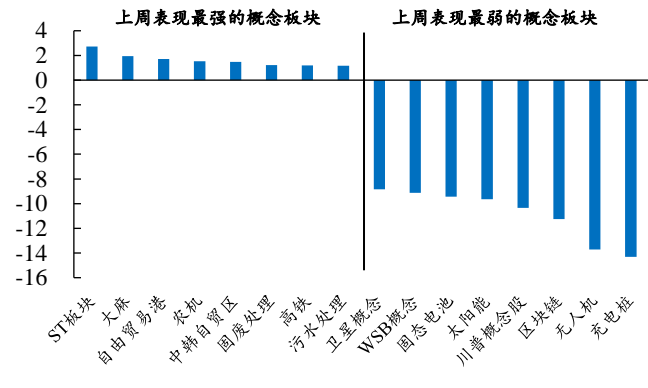
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 13: 申万风格指数周/月涨跌幅（单位：%）

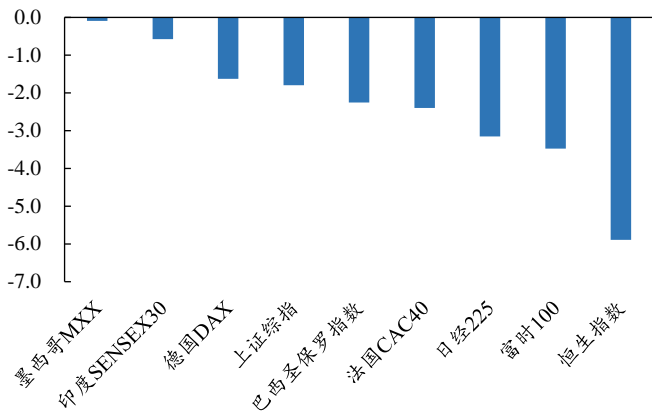


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

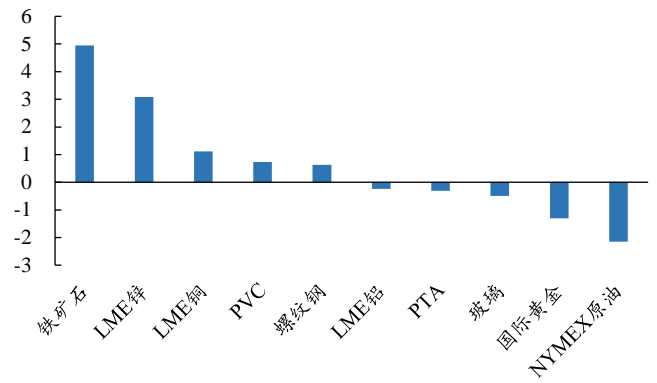
图 14: 概念类指数周涨跌幅（单位：%）



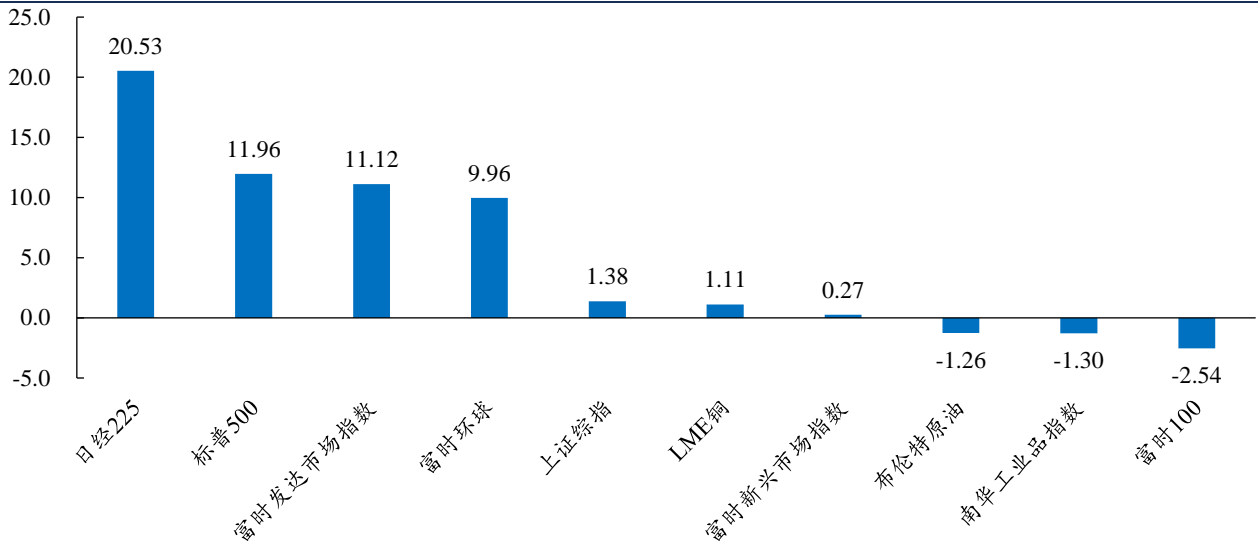
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 15: 全球市场重要指数周涨跌幅 (单位: %)


资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

图 16: 重要商品指数周涨跌幅 (单位: %)


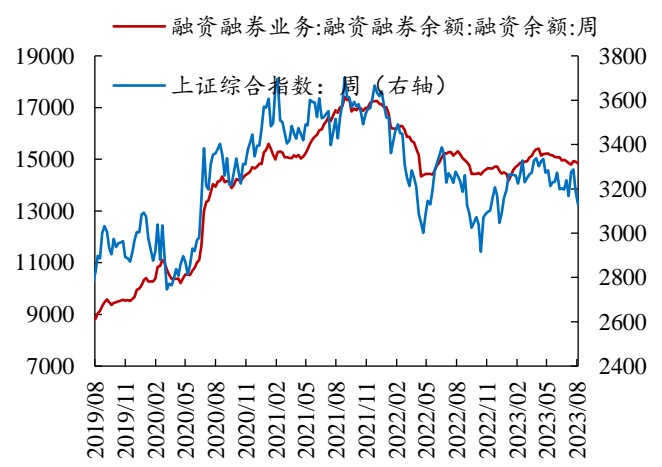
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 17: 2023 年全球大类资产收益率 (单位: %)


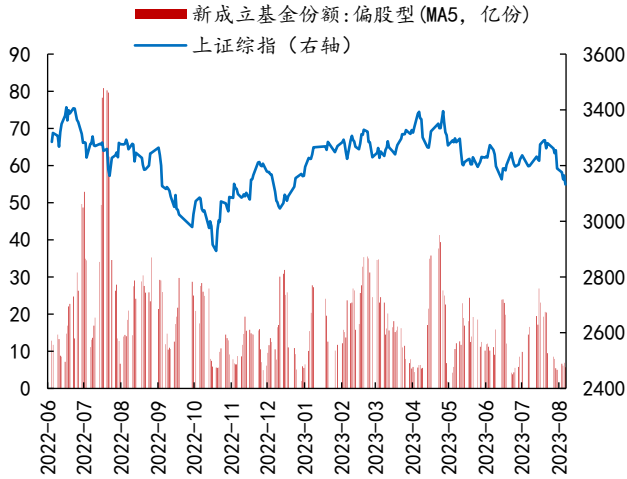
资料来源: 万得, iFinD, 信达证券研发中心

图 18: 沪股通累计净买入 (单位: 亿元)

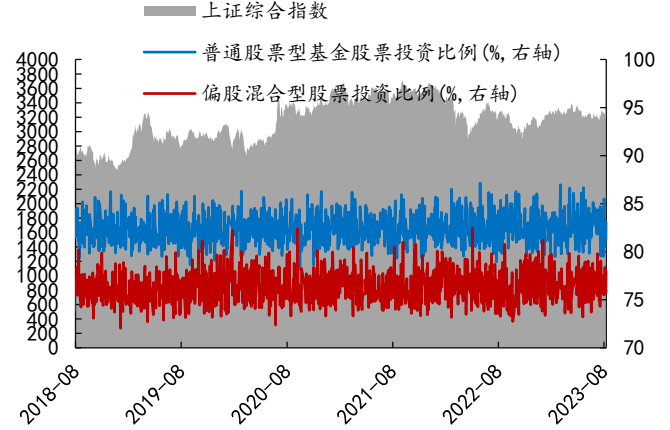

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 19: 融资余额 (单位: 亿元)


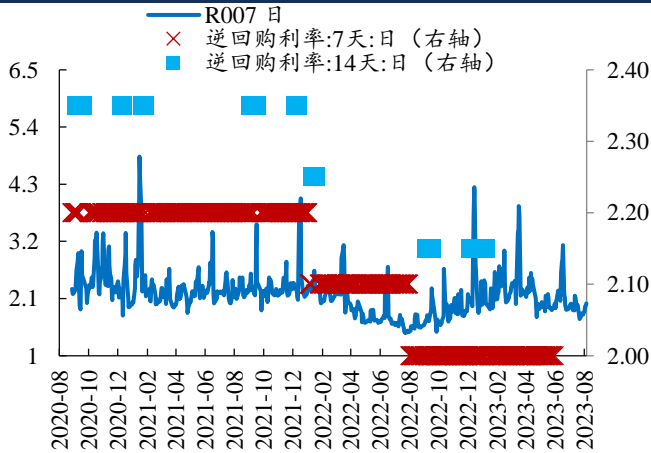
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 20：新发行基金份额（单位：亿份）


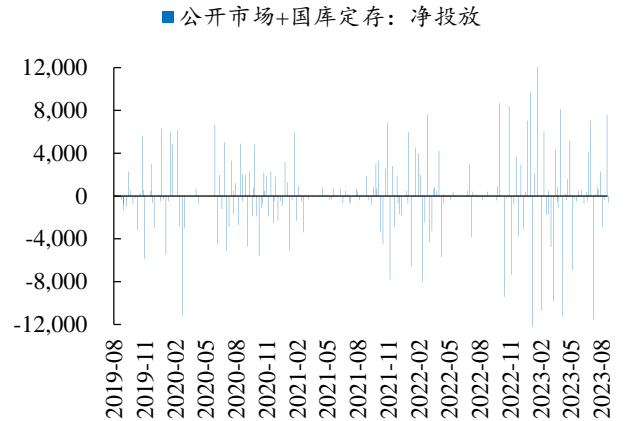
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 21：基金仓位估算（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：银行间拆借利率和公开市场操作（单位：%）


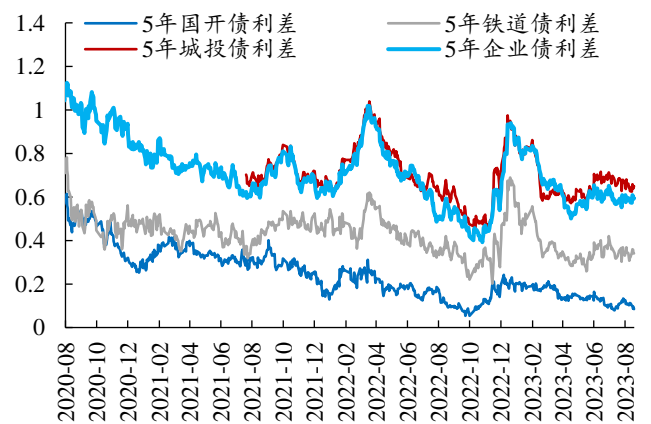
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 23：央行公开市场和国库定存净投放（单位：亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 24：长期国债利率走势（单位：%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 25：各类债券与同期限债券利差（单位：%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

风险因素

房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。