



美联储降息再延期，多元 化配置、多一点耐心



HWABAO SECURITIES / 撰写日期：2023年9月29日



分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）
研究助理：郝一凡（执业证书编号：S0890122070027）
研究助理：何帅辰（执业证书编号：S0890122080046）

销售服务电话：021-20515355

► 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观策略主要观点	
国内外宏观主线	➢ 美债收益率上行风险尚未消除，对全球资产仍形成压制 ➢ 国内经济企稳，主要呈波浪式慢修复特征，后续政策节奏、政策效果仍需观察
A股	➢ 厚积薄发——四季度震荡仍是常态，机会需耐心等待“质变”型政策： ◆ 国内经济基本面：呈“波浪式慢修复”特征，影响偏中性； ◆ 资金面：内资悲观情绪缓和，外资仍有流出压力，影响偏利空； ◆ 政策面：宏观仍处于发力阶段，政策加码带来边际利好，但政策节奏及效果的可预测性偏弱； ◆ 外部环境：欧美央行加息结束但维持高利率水平，对国内偏利空但影响力较弱。 ◆ 四季度系统性下行风险不高，但市场信心恢复并非一蹴而就，震荡仍是常态。 ◆ “质变”型政策：对居民收入改善起到更大且更直接作用的政策，或能有效促进增量资金入市的政策。
逻辑与策略	➢ 市场短期可预测性减弱，分散化、多元化配置必要性上升： • 内外部政策具有“边走边看”，依赖数据动态调整的特征，变化相对频繁，长期预测的有效性显著减弱，增加了市场波动风险及投资难度。在预测路径不够明确的环境下，稳健优于激进，分散化、多元化配置的必要性上升。 ➢ 美联储降息利好“延期”，大类资产短期普遍缺乏明确机会，积蓄“弹药”，耐心等待： • 外部主要市场三季度普遍走平，美联储降息预期这一利好再度“延期”，全球股市走平的状态或将延续，黄金也将承压。再通胀风险、美国罢工及政府停摆等扰动频繁出现，短期内大类资产普遍缺乏明确的机会空间，近期可适当增加现金类资产储备，积蓄“弹药”，待预测路径更加清晰后在选择明确方向进行增配。

大类资产配置观点							
利率债	标配	港股	低配	美债	标配	黄金	低配
信用债	标配	美股	标配	美元	标配	A股	标配

风险提示：国际形势演变超预期，地缘风险；海外金融风险/加息超预期；国内经济复苏不及预期，政策效果不及预期。

内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

05 资产配置观点展望



大类资产表现回顾：全球股市普遍调整



2023年9月大类资产表现特征回顾：

- 全球多数股市出现不同程度下跌，其中港股美股跌幅较大；债市出现小幅调整；黄金走弱、美元走强。
- A股继续调整，跌幅有所收窄。北向资金继续流出，叠加节前效应市场情绪不高，资金相对偏保守，大盘继续调整。
- 美债收益率上行压制风险资产价格。美债收益率持续上行压制全球风险资产价格，全球多数股市继续走弱。此外，美国政府再次面临停摆风险，使得美股承压。
- 供给压力较大，油价继续上行。OPEC+主要成员国持续减产及缩减原油出口，原油供给端压力进一步抬升，国际油价继续走强。
- 美元走强、黄金承压。在能源价格上涨的带动下，叠加美国劳动力市场紧俏，美国通胀略高于市场预期，美联储议息释放高利率将维持更久的信号。美元走强、美债收益率上行，黄金价格承压。
- 9月债市有所调整。9月受到季节性流动性扰动，稳增长政策持续发力、化债等因素影响，叠加债市止盈情绪较重，债市持续调整。

资产类别		区间涨跌幅			
		2023年9月份	2023年8月份	2023年以来	2023年上半年
A股	Wind全A	-1.38	-5.61	-1.04	3.06
	上证指数	-0.40	-5.20	1.40	3.65
	沪深300	-1.72	-6.21	-3.43	-0.75
	中证500	-1.13	-5.73	-2.82	2.29
	中证1000	-1.15	-6.32	-3.61	5.10
	创业板指	-4.58	-6.00	-14.21	-5.61
港股	恒生指数	-4.19	-8.45	-8.72	-4.37
	恒生中国企业指数	-4.15	-8.22	-6.60	-4.18
	恒生科技指数	-8.27	-8.14	-3.33	-5.27
海外股市	标普500	-5.17	-1.77	12.52	15.91
	纳斯达克指数	-6.71	-2.17	26.23	31.73
	德国DAX	-4.58	-3.04	11.73	15.98
	日经225	-0.76	-1.67	24.17	27.19
	英国富时100	2.07	-3.38	3.12	1.07
	法国CAC40	-3.35	-2.42	10.98	14.31
债券	中债总财富指数	-0.42	0.65	3.35	2.64
	中债信用债指数	-0.08	0.44	3.45	2.73
	中证转债指数	-1.02	-1.66	2.41	3.37
商品	南华商品指数	0.26	4.27	8.92	-3.49
	ICE布油	11.34	1.48	9.22	-12.80
	COMEX黄金	-3.44	-1.63	0.00	4.96
汇率	美元指数	2.97	1.72	2.05	-0.11
	美元兑人民币	0.25	2.01	5.02	4.47

A股行业风格回顾：9月价值风格微涨，成长走弱



- 9月风格表现不一，价值微涨、成长走弱。

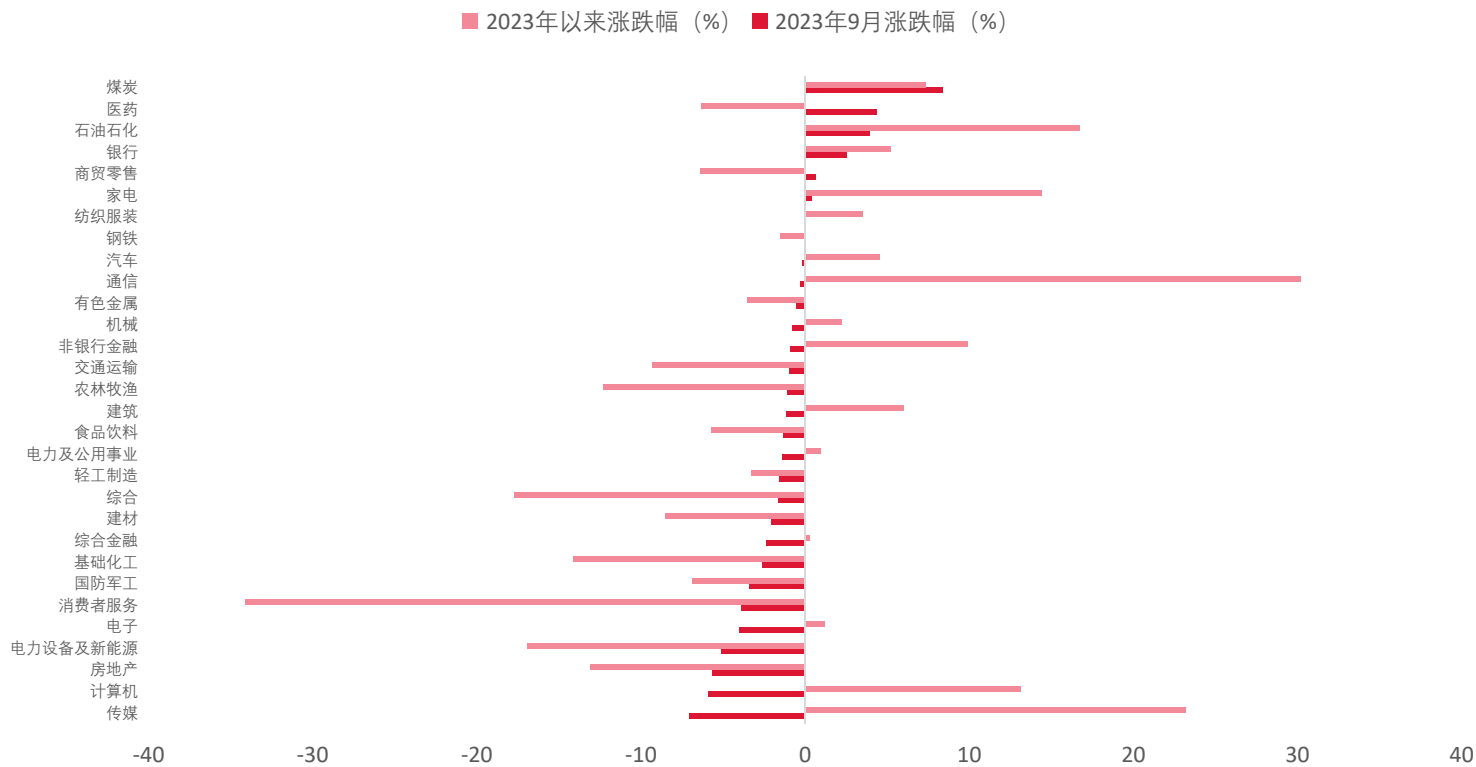
在A股主线尚不清晰，赚钱效应偏弱的背景下，外资继续流出，内资偏谨慎，9月A股延续弱震荡走势。风格方面，价值风格表现优于成长风格。

行业方面，9月能源、医药表现较好。

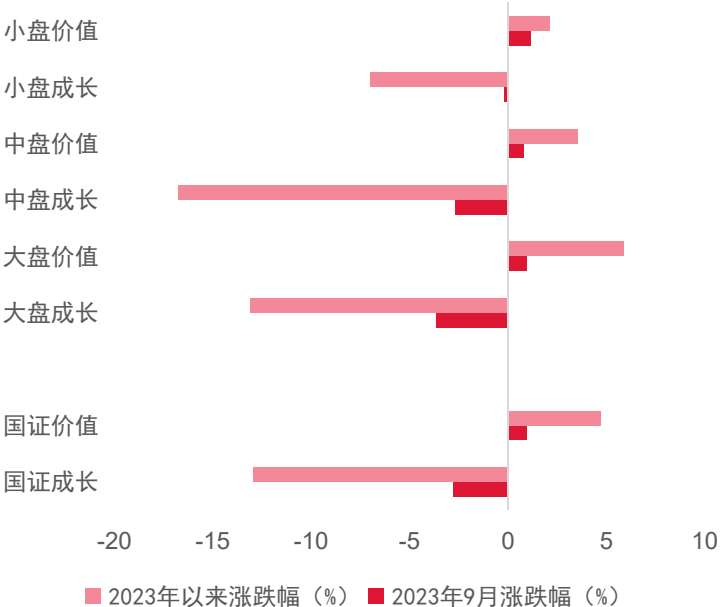
9月受到全球油价大幅上涨影响，煤炭、石油石化等能源板块均出现较为明显上涨。此外，受到基本面利空出尽影响，医药板块也表现较为亮眼。

9月能源行业表现较优（%）

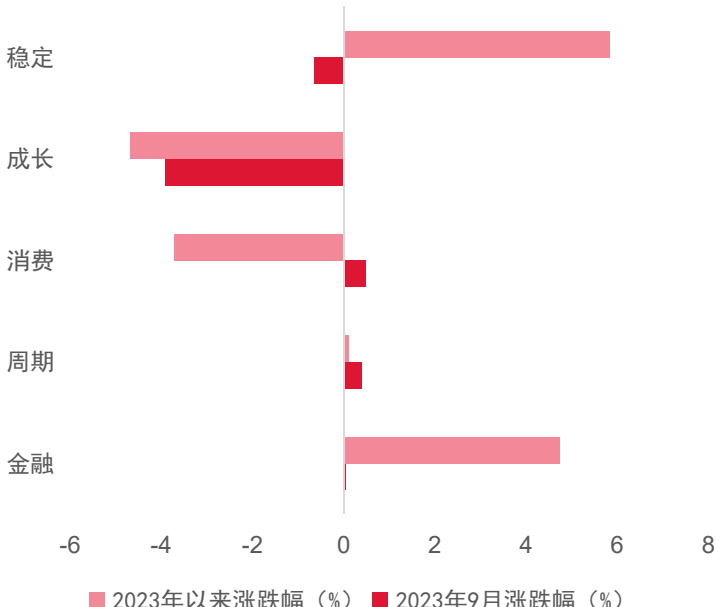
不同行业2023年9月份以及2023年以来表现（中信一级行业分类）



9月价值表现优于成长（%）



9月消费、周期板块微涨（%）



内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

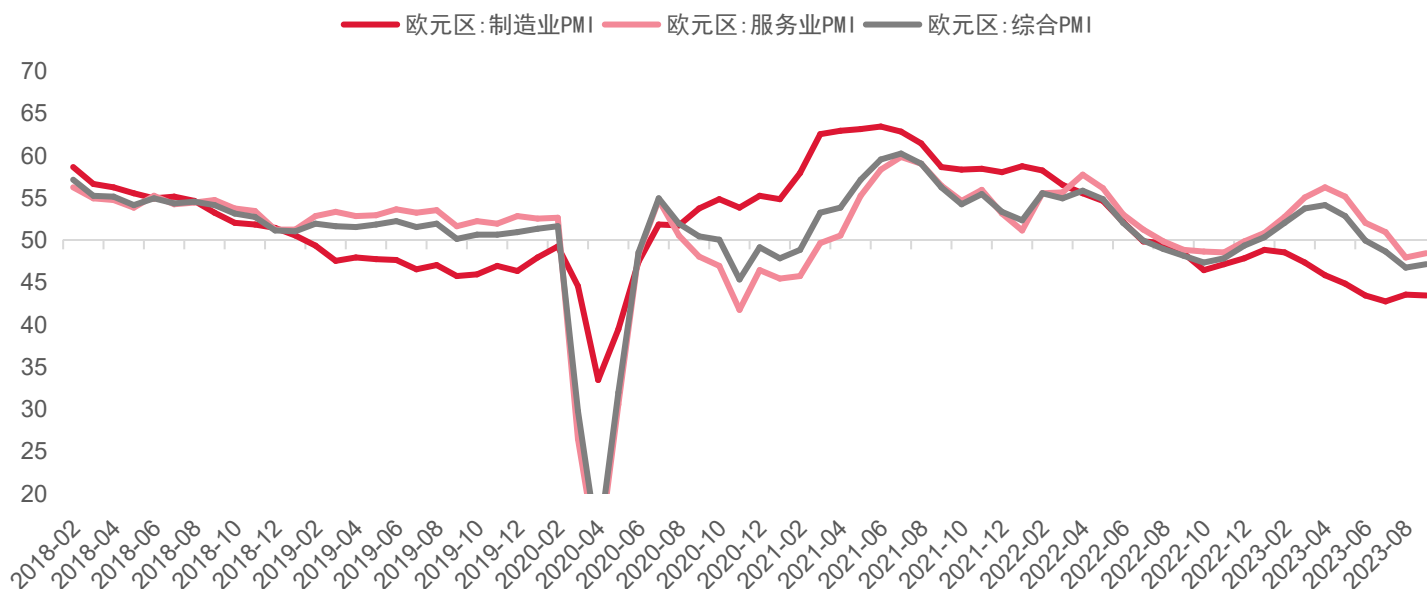
05 资产配置观点展望



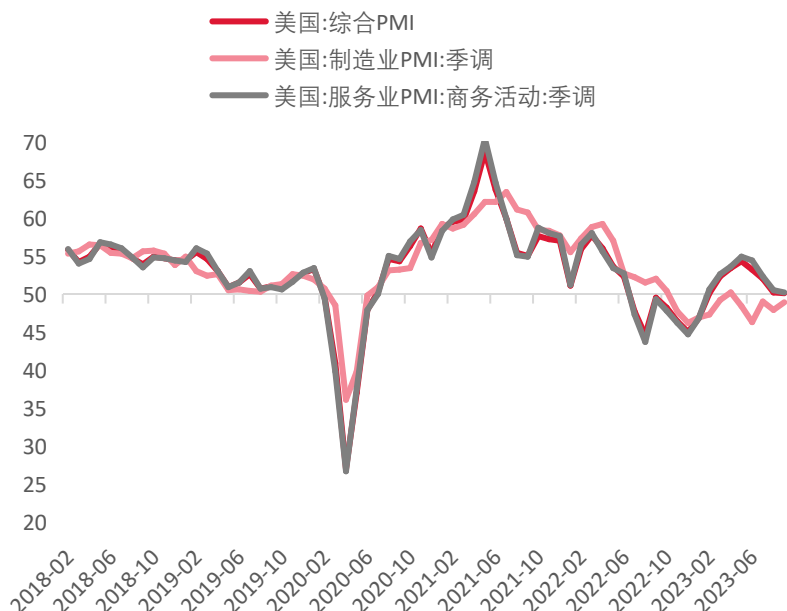
欧美经济：美欧经济前景分化，美国韧性更强

- **欧元区经济收缩困境难解：**9月欧元区PMI初值为47.1，制造业PMI为43.4，服务业PMI为48.4，三项数据均处于收缩区间，其中制造业PMI已连续15个月低于荣枯线。欧洲两大经济“引擎”纷纷熄火，法国9月PMI大幅不及预期，德国制造业PMI仍低于40，欧元区经济收缩困境难解。
- **美国增长动能放缓：**9月美国Markit制造业PMI连续第五个月萎缩，服务业PMI 50.5创今年1月以来最低，综合PMI 50.1，创今年2月以来最低值，但仍处于扩张区间。
- **美国居民超额储蓄将耗尽：**高利率、信贷收紧的情况下，美国经济一直保持韧性，其中关键点就在于超额储蓄支撑起个人消费。而根据美联储的最新研究，预计居民超额储蓄在三季度耗尽，居民消费动能势将放缓。但汽车业罢工事件也可能意味着在超额储蓄耗尽后，美国居民有望通过罢工带来薪资增速的再度回升，也令美国经济整体韧性较强。

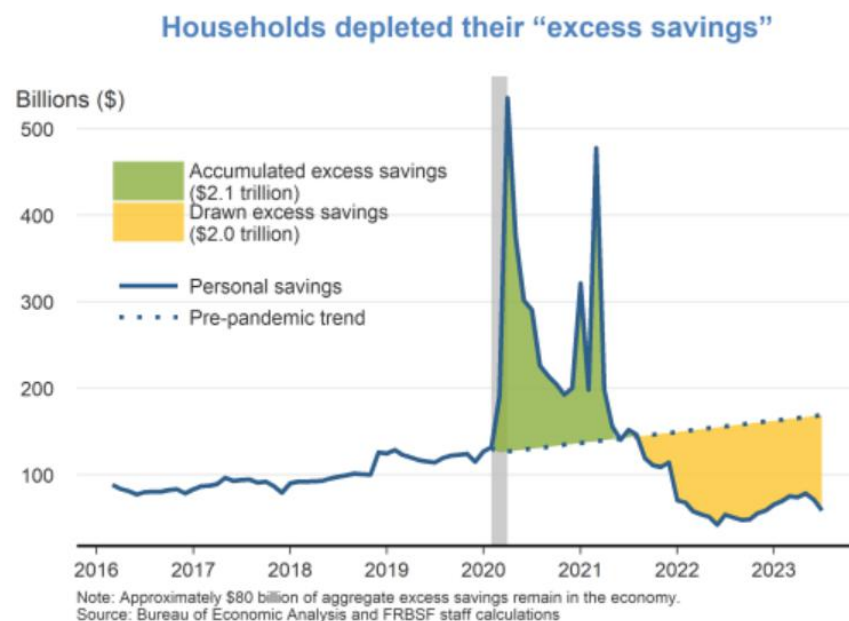
欧元区经济动能持续收缩 (%)



美国PMI数据转弱 (%)



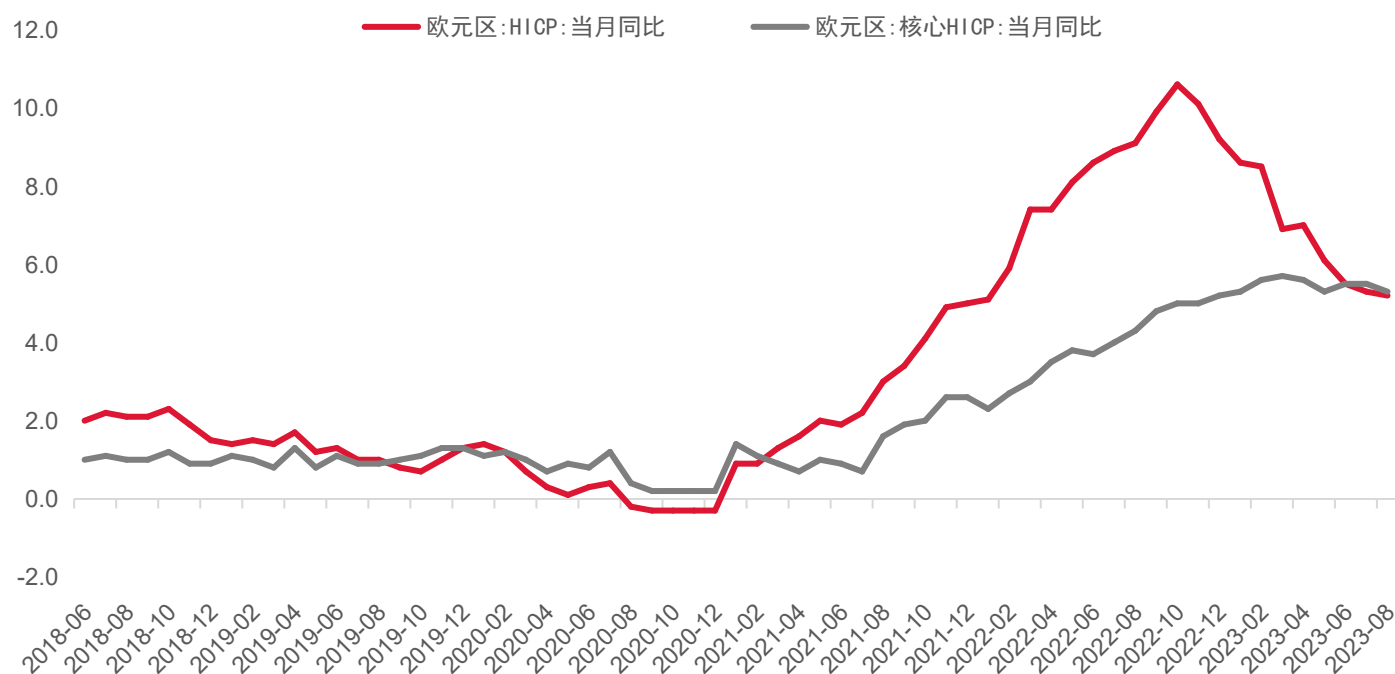
美国居民超额储蓄将耗尽(十亿美元)



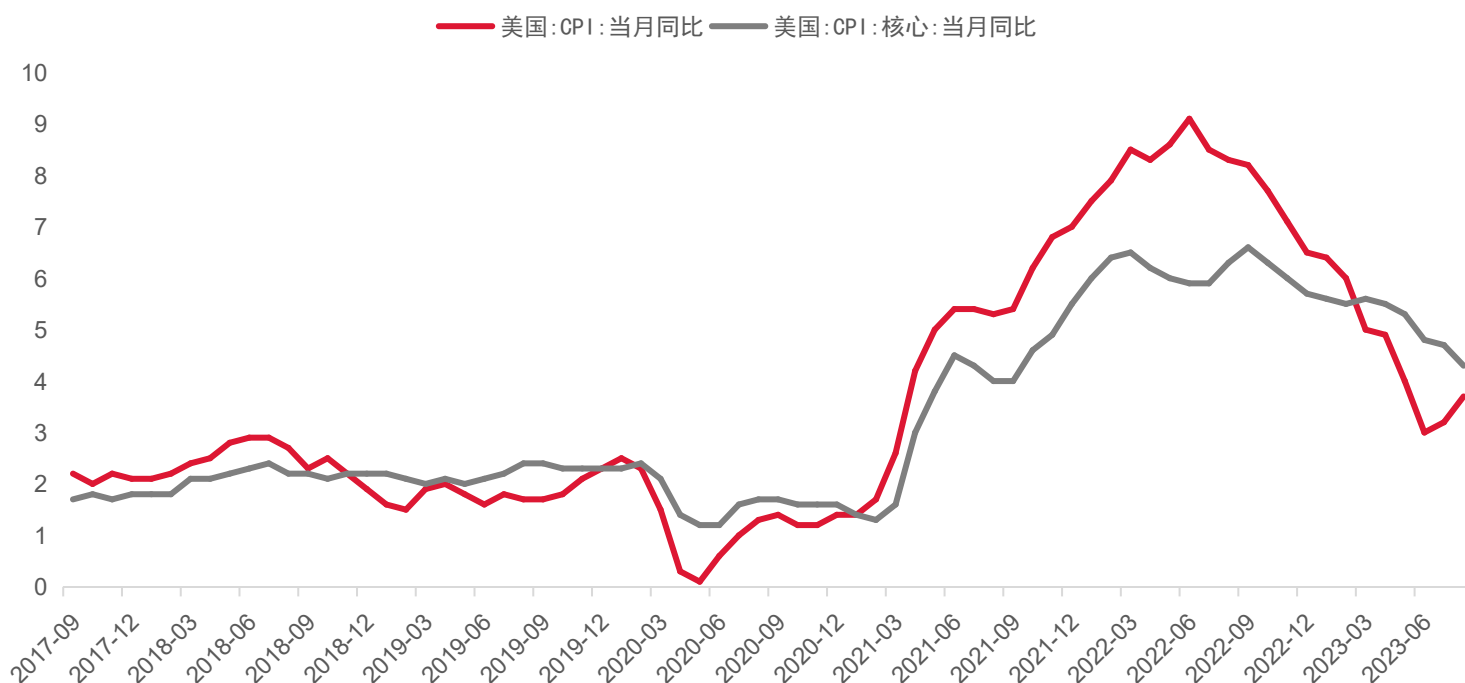
欧美通胀：通胀下行速度放缓

- **欧洲通胀下行速度放缓：**8月欧元区通胀为5.3%高于预期，与7月的数据持平；核心通胀小幅回落至5.3%，仍处于高位。
- **美国通胀压力再升温：**8月美国CPI环比大幅反弹至0.6%，同比超预期走高至3.7%，核心CPI环比也略高于预期，通胀整体压力升温。从当前美国通胀的结构来看，能源价格的上涨是美国CPI的主要拉动项，考虑到OPEC+维持减产可能到年底、四季度取暖需求上升等，原油价格在四季度可能维持高位，美国通胀回落速度可能较为缓慢。

欧元区核心通胀下行趋缓 (%)



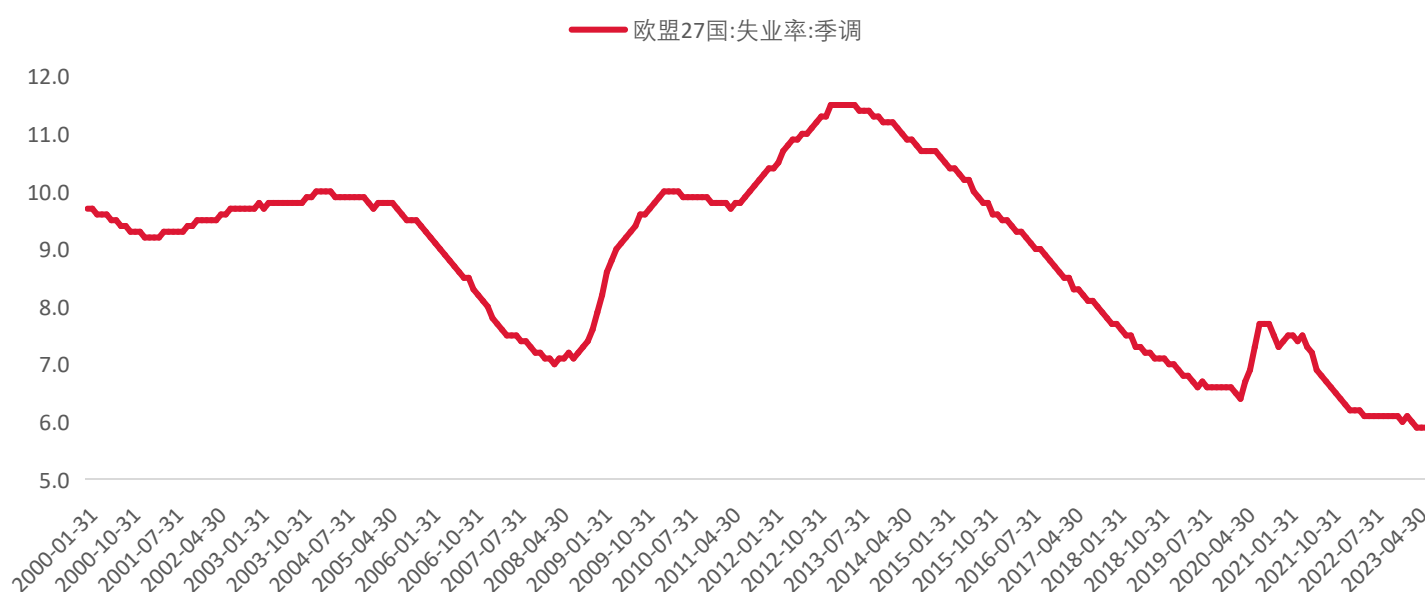
美国名义通胀反弹 (%)



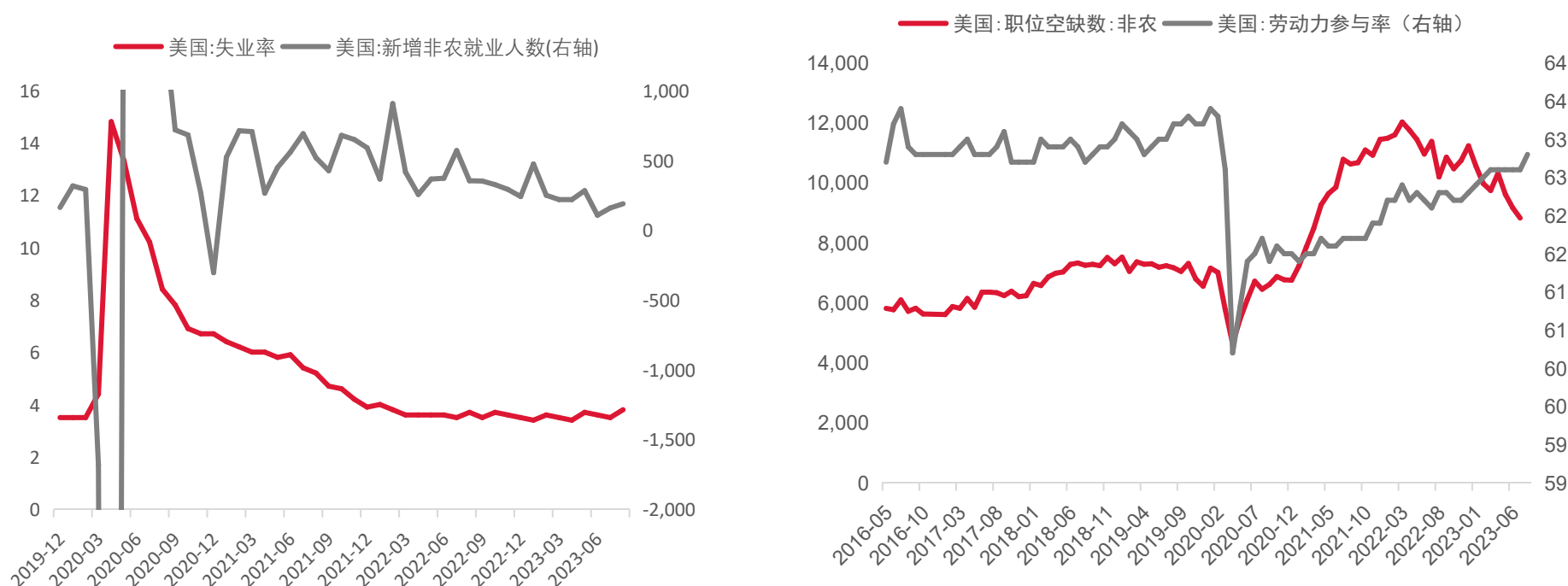
欧美就业：劳动力供需缺口有所收窄，薪资增长韧性较强

- **欧洲就业市场保持紧俏：**尽管经济放缓，但劳动力市场仍然相对火热，7月份欧盟27国失业率为5.9%，保持在4月创下的历史最低水平，工人拥有较强的议价能力，工资上涨推动核心通胀较顽固。
- **美国就业市场有所降温，但仍具韧性：**美国新增非农就业人数连续三个月处于20万以下，处于2021年以来最低；美国失业率低位有所回升，劳动参与率上升至63%左右的高位，均表明劳动力供需缺口有所收窄。但是，美国平均时薪仍维持在4.3%左右的高位，且近期美国汽车工人罢工潮进一步扩大，双方争论的焦点是提高薪资，未来薪资增速仍具有上行动力。

欧洲失业率维持历史低位（%）



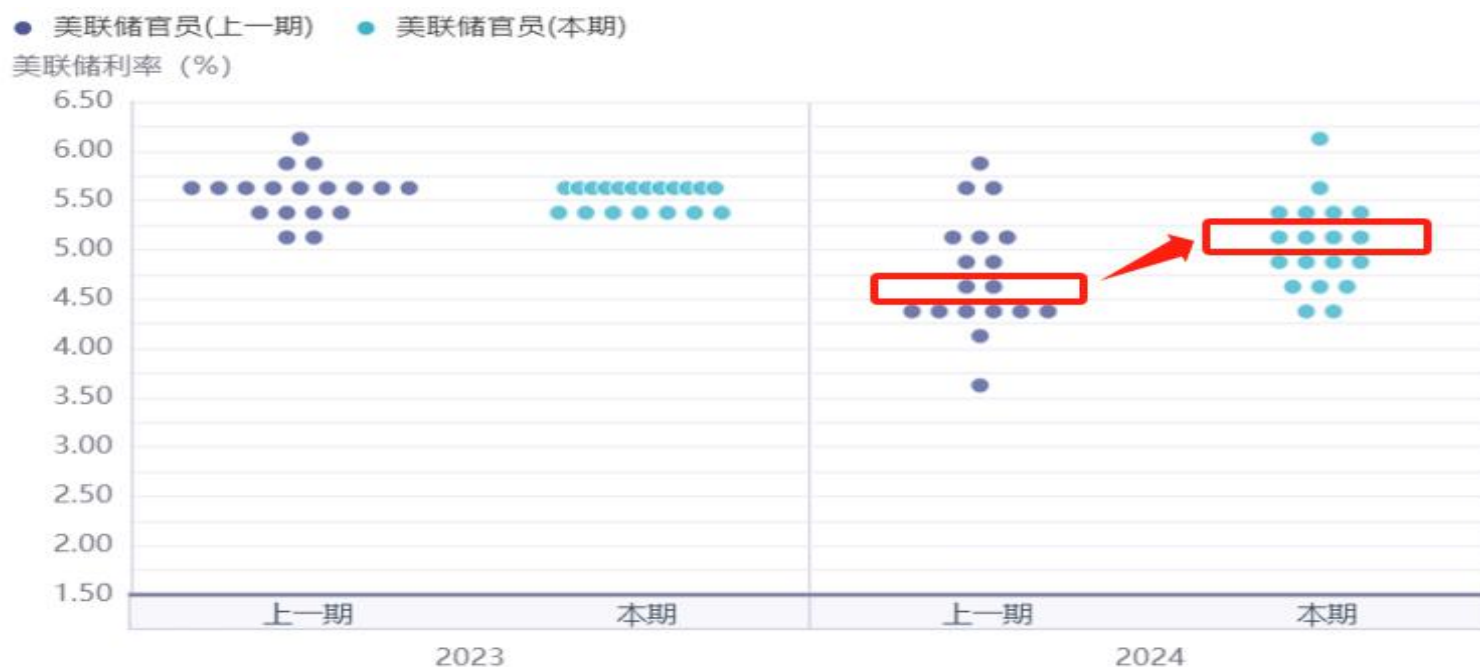
劳动力供需缺口有所收窄（千人，%）



货币政策：高利率环境更久，年内难显宽松预期

- **欧央行加息周期已至尾声：**欧央行在9月的货币政策会议上继续加息25BP。本月的决议直接表示关键利率已达到限制性水平，且能为通胀回归目标做出重要贡献，鉴于欧元区明显更为脆弱的经济基本面，我们认为本轮欧央行加息周期已至尾声。与此同时随着欧央行上调明年通胀预期，顽固的通胀无疑使得欧洲央行年内几无可能降息。
- **美联储降息距离尚远，高利率环境维持更久：**美联储9月FOMC会议维持联邦基金区间在5.25%-5.5%之间不变。与6月会议相比，本次会议点阵图变化不大，委员们意见分歧逐渐减弱，大部分委员认为2023年还需要加息一次。此外，将2024年的利率中枢上调了50BP，降低降息预期。展望未来，我们预计，美联储立场或将维持偏鹰的态度，美债收益率偏强，且中期来看将在高位维持更久，四季度对权益市场及非美货币仍形成一定的压力。

点阵图预测显示明年降息空间缩减



美债收益率维持高位 (%)



内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

05 资产配置观点展望



国内经济：呈现出企稳迹象，或呈波浪式慢修复特征

华宝证券
HWABAO SECURITIES

- 政策不断加码的背景下，统计局公布的8月经济数据总体上呈企稳态势，不过需求偏弱的问题仍待改善，地产复苏的持续性尚需观察。经济的修复大概率将呈现波浪式慢修复特征。
- 生产端：2023年8月规模以上工业增加值同比增速回升0.8个百分点至4.5%。
- 需求端：消费、基建、制造业均出现较为明显改善。此外，在基数效应下，出口增速有所回升。不过地产供需双弱局面尚未好转，地产投资仍存进一步下行风险。

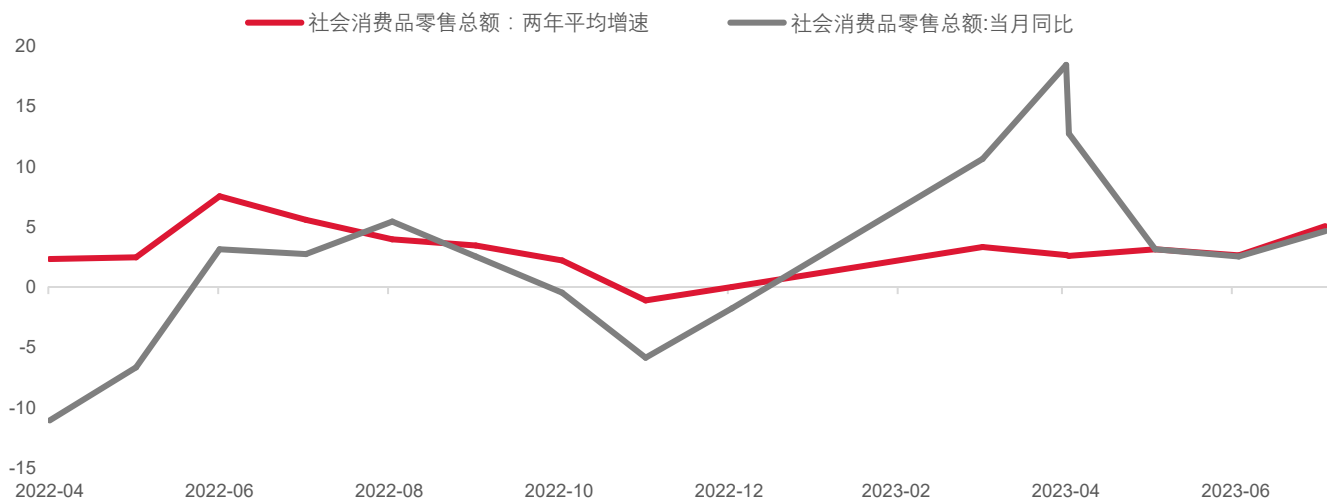
国内经济供需表现

两年平均增速	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口
2023年8月	4.5	6.8	-8.8	5.9	9.0	4.6	-3.3
2023年7月	3.7	5.7	-8.5	5.7	9.4	2.5	-9.2
2023年6月	4.4	6.8	-7.9	6	10.2	3.1	-8.3
2023年5月	3.5	11.7	-7.2	6	10.1	12.7	-0.8
2023年4月	5.6	13.5	-6.2	6.4	9.8	18.4	16.8
2023年3月	3.9	9.2	-5.8	7	10.8	10.6	23.4
2023年1-2月	2.4	5.5	-5.7	8.1	12.2	3.5	0.9
2022年12月	1.3	-0.8	-10	9.1	11.5	-1.8	-0.5
2022年11月	2.2	-1.9	-9.8	9.3	11.7	-5.9	0.7
2022年10月	5	0.1	-8.8	9.7	11.4	-0.5	7.0
2022年9月	6.3	1.3	-8	10.1	11.2	2.5	10.7
2022年8月	4.2	1.8	-7.4	10	10.4	5.4	11.8
2022年7月	3.8	0.6	-6.4	9.9	9.6	2.7	23.9
2022年6月	3.9	1.3	-5.4	10.4	9.3	3.1	22.0
2022年5月	0.7	-5.1	-4	10.6	8.2	-6.7	15.3
2022年4月	-2.9	-6.1	-2.7	12.2	8.3	-11.1	1.9
2022年3月	5	-0.9	0.7	15.6	10.5	-3.5	12.9
2022年1-2月	7.5	4.2	3.7	20.9	8.5	6.7	6.2
2021年12月	5.8	5.3	-3	11	1.6	3.9	19.5
2021年11月	5.4	5.6	3	11.2	-0.7	4.4	21.2
2021年10月	5.2	5.5	3.3	6.9	1.6	4.6	18.7
2021年9月	5	5.3	4	6.4	-0.7	3.8	18.4
2021年8月	5.4	4.4	5.9	6.1	-0.3	1.5	17.0

消费有所回暖，收入端改善仍是关键

- 8月消费回暖，可选消费、餐饮表现较强。8月社会消费品零售总额同比增长4.6%（前值2.5%），8月社零的两年平均增速也较上月回升2.42个百分点至5.02%。从分项来看，8月必选消费表现不及上月，可选消费中，除与地产相关的可选消费外，其余项均有不同程度上涨，其中化妆品类（+13.8%至9.7%）、金银珠宝类（+17.2%至7.2%）、通讯器材类（5.5%至8.5%）增长较为显著。或是受到两个因素影响：1）暑期出行人数较多，餐饮消费仍有一定支撑，8月餐饮收入当月同比12.4%（前值15.8%），考虑到去年同期基数较高，整体保持韧性；2）居民购房需求较弱的环境下，能够释放部分资金用于非地产相关的消费。
- 居民收入预期尚未完全恢复，消费持续性仍需观察。需求有效恢复的核心影响因素仍在于居民收入端的明显改善，由于居民对于未来收入预期的改善是个相对较慢的变化，短期内消费改善的幅度仍然受到一定制约，需求恢复的强度和持续性还需继续观察。政策需要继续针对收入及终端需求领域继续发力，以促进总需求的有效、可持续改善。

消费有所回暖（%）



可选消费出现较为明显改善（%）

	2023年7月份两年平均增速	2023年8月份两年平均增速	2023年8月份两年平均增速较7月份变化
必选消费			
粮油、食品类	7.2	7.7	0.5
饮料类	2.1	3.9	1.8
烟酒类	9.7	8.9	-0.8
服装鞋帽针纺织品类	0.9	4.5	3.6
日用品类	1.3	4.7	3.4
中西医药品类	5.6	6.1	0.5
可选消费（地产相关）			
家用电器和音像器材类	-1.0	-0.4	0.6
家具类	-4.3	-2.4	1.9
建筑及装潢材料类	-12.0	-11.0	1.0
可选消费（非地产相关）			
化妆品类	1.6	4.5	2.9
金银珠宝类	3.6	6.4	2.7
文化办公用品类	0.3	0.9	0.7
通讯器材类	5.5	5.3	-2.2
石油及制品类	6.1	10.9	4.8
汽车类	7.3	12.0	4.6

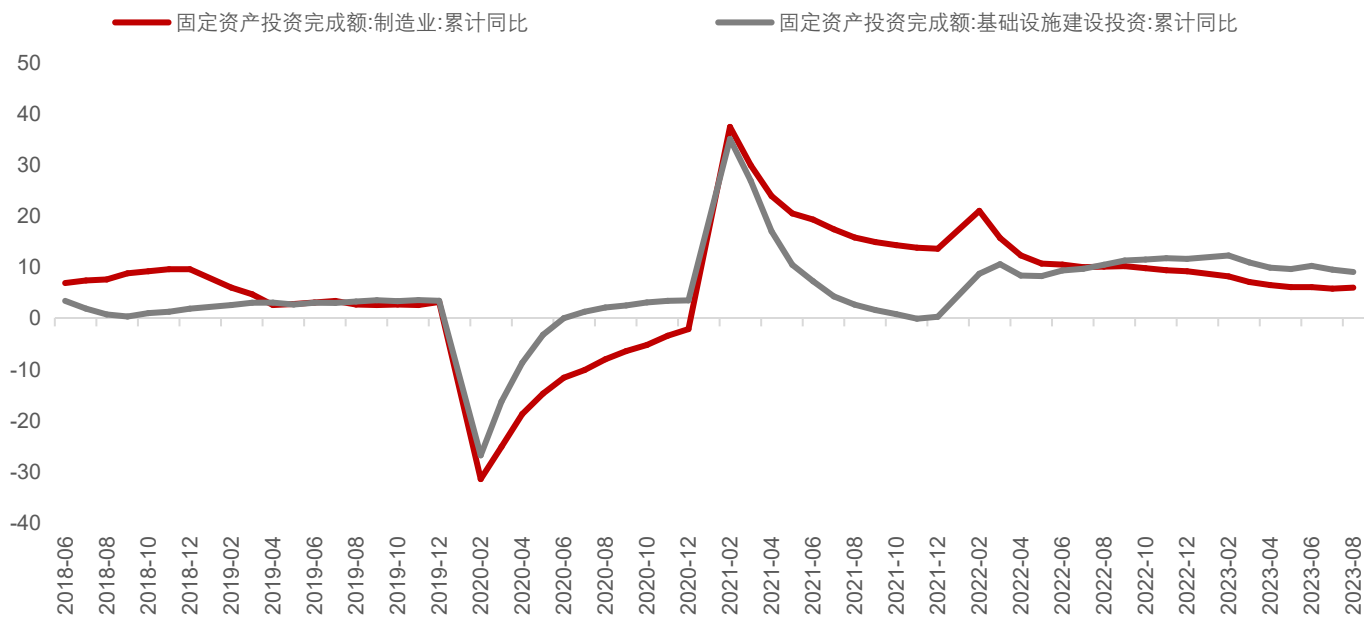
8月社零回暖，商品消费改善较为明显（%）



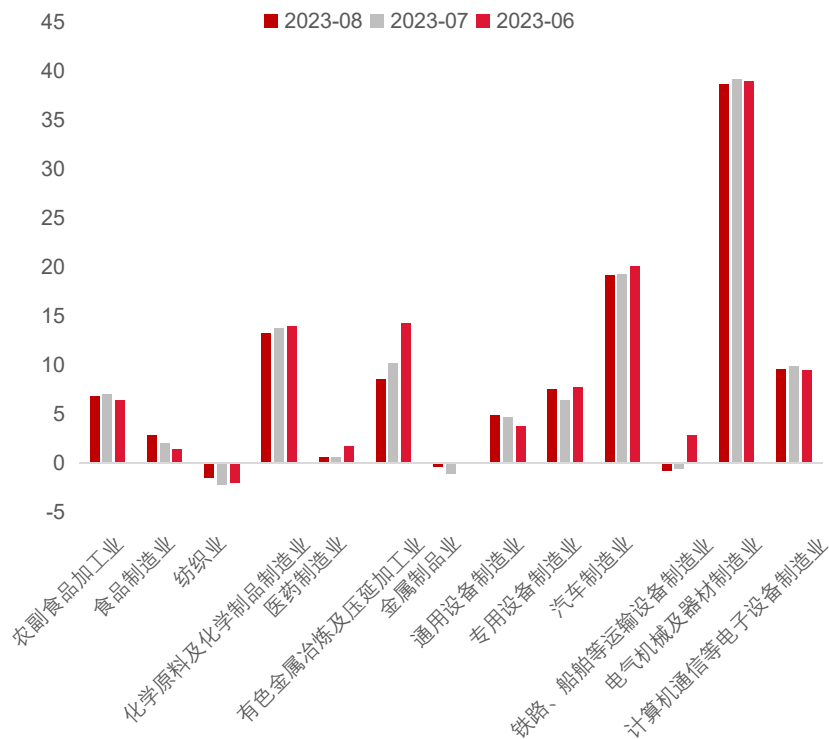
固定资产投资增速小幅改善

- 8月固定资产投资增速小幅改善，制造业投资有所回升，基建投资韧性较强。
- 专项债发行明显提速，基建韧性较强。 8月狭义基础设施投资（不含电热水）同比增长6.4%，较上月继续回落0.4个百分点，广义基础设施投资（含电热水）同比增长8.96%（前值9.41%）。都放政府专项债发行加速给基建提供一定支撑。
- 制造业投资增速小幅回升，高质量行业投资维持较高增长。制造业投资增速出现小幅回升，高质量行业投资维持较高增长。1-8月制造业投资增长5.9%，其中高技术制造业延续高增长（11.2%）。

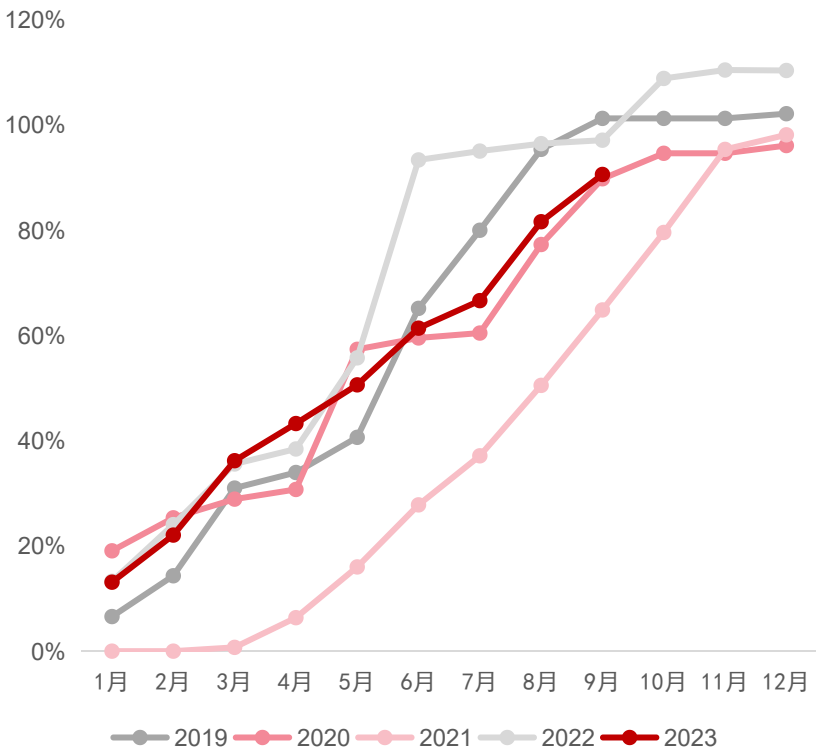
制造业投资小幅回升，基建投资保持韧性（%）



高质量行业投资韧性较强（%）



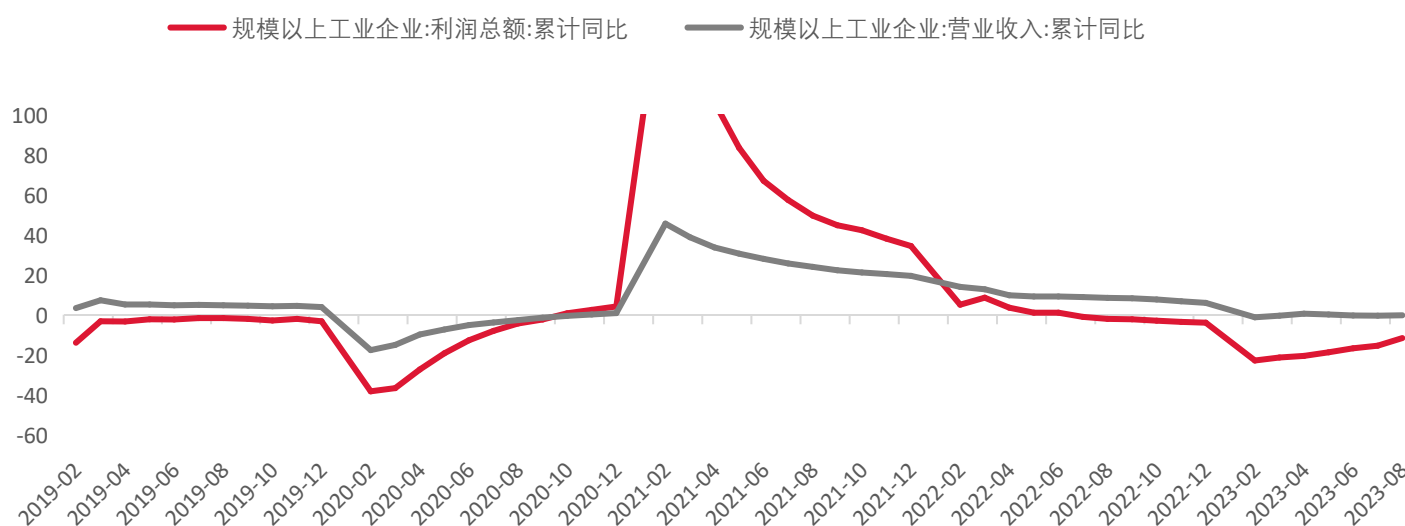
2023年9月专项债发行继续提速



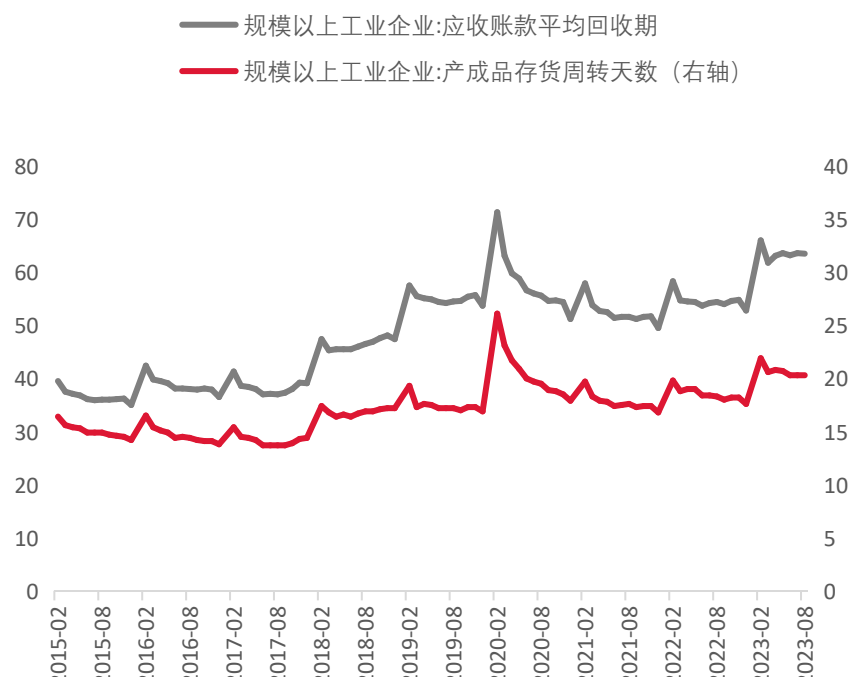
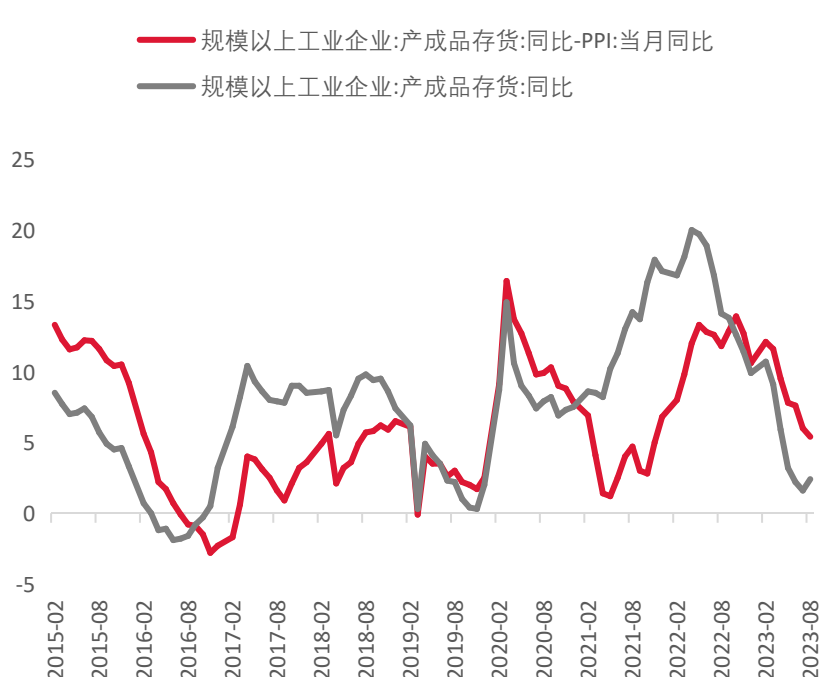
库存仍在去化，盈利大幅改善能否持续？

- **企业盈利大幅改善能否持续？** 1-8月，规模以上工业企业利润累计同比从上月的-15.5%小幅回升至-11.7%，8月企业利润当月同比由上月的-6.7%大幅回升至17.2%。根据官方解读“近期部分工业品出厂价格持续回升，带动企业营收改善，而原材料为前期购入，价格相对较低，促进企业单位成本下降，盈利空间扩大。”因此8月企业利润大幅改善或主要为暂时性因素，且企业营收、物价水平修复仍然偏慢，需求仍待进一步改善，后续企业盈利或仍将回归慢修复状态。
- **库存慢去化。** 名义库存同比回升，但剔除价格因素后实际库存仍在去化。企业存货周转天数仍处于历史同期高位，且已连续三个月持平，表明企业库存去化周期仍然偏长，因而库存或仍处于“U”型底部区间。

企业营业收入和利润降幅收窄 (%)



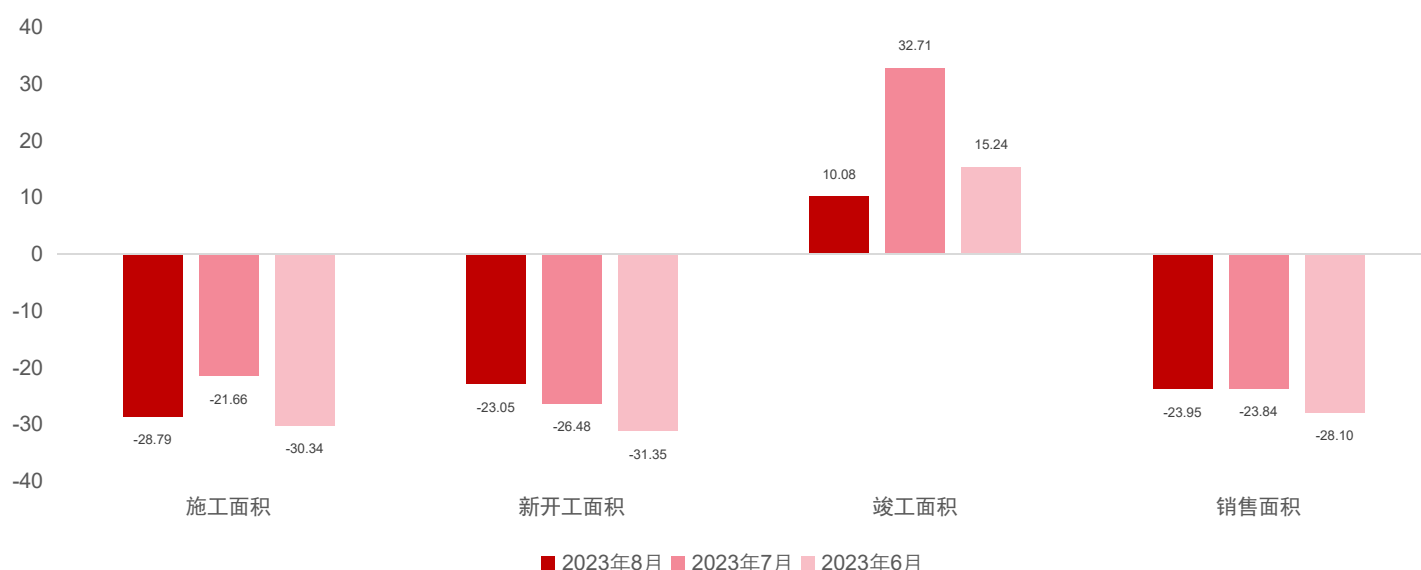
库存同比继续回落，但实际同比降幅放缓 (%) 存货周转天数及应收账款回收期仍处高位 (天)



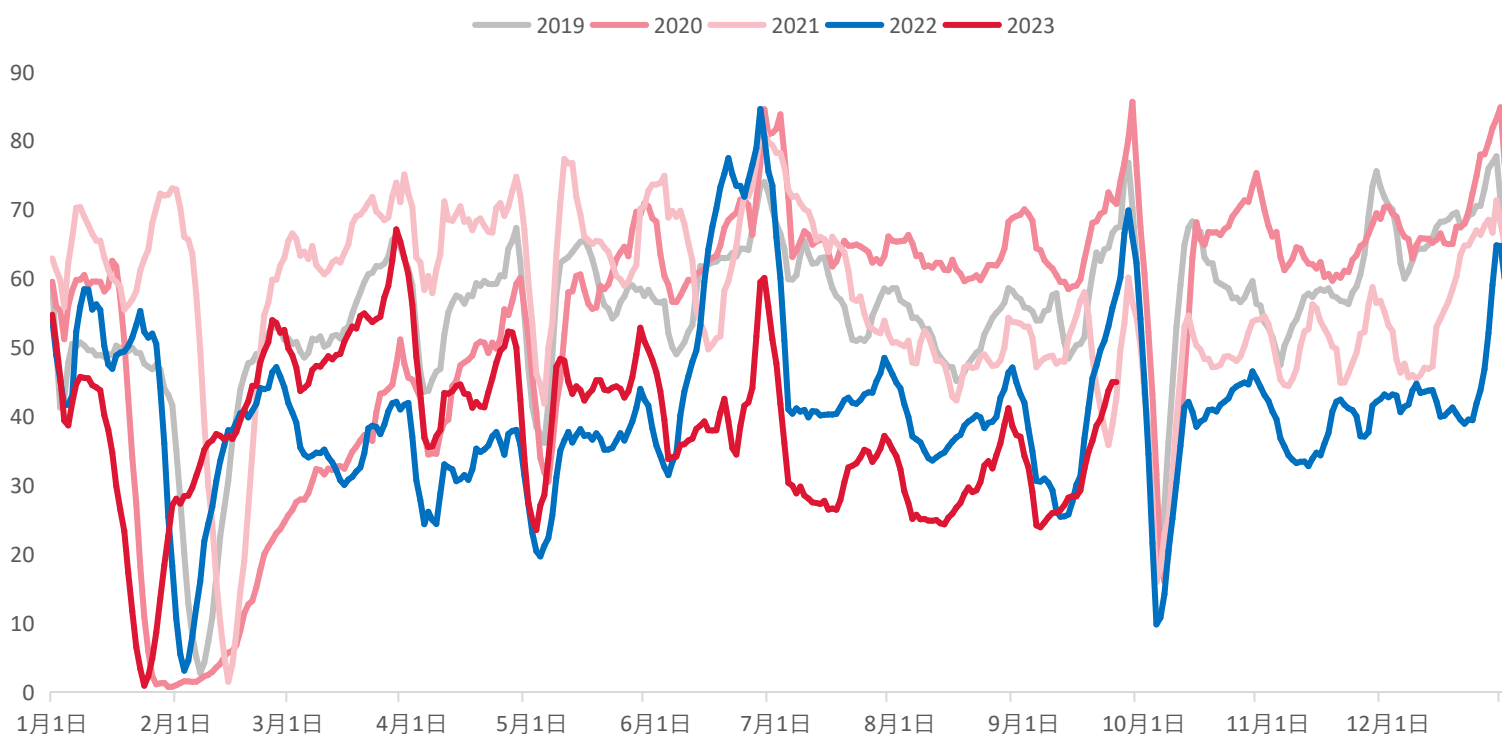
地产供需双弱局面尚未扭转

- **地产供需双弱局面尚未扭转。**2023年1-8月份，全国房地产开发投资同比下降8.8%（前值下降8.5%）。根据分项来看，房地产新开工、施工面积当月同比增速延续负增长，分别为-23.05%和-28.79%（前值分别为-26.58%和-21.65%），其中新开工面积出现微幅改善。8月竣工面积当月同比有所回落，为10.08%，对地产投资的支撑作用继续减弱。此外，地产销售仍偏弱，1-8月份，商品房销售面积73949万平方米，同比下降7.1%（前值-6.5%），8月当月销售面积同比下滑23.95%（前值-23.84%）。
- **地产销售偏弱核心问题是居民收入及地产模式的转变。**最新地产政策的优化仍是鼓励居民加杠杆，在增收方面力度不强，对地产的影响或偏短期需求释放，而非长期持续性改善。近期地产销售环比改善，但相比于2022年及2019年同期仍然较弱，后续地产需求复苏的强度和持续性有待观察。

开工、施工、销售继续走弱（当月同比，%）



30城地产销售面积（万平方米）



短期市场处于预测有效性下降阶段

现阶段政策变化是关键变量，但政策的可预测性下降：

一、海外货币政策仍处于“边走边看”模式，依赖于数据变化动态调整货币政策路径，可预测性减弱：此前市场基于长期稳定预期的研判容易频繁出现误判，市场也在逐渐适应这一模式，对于远期因素的计价减弱。三季度海外市场已普遍转向震荡走平也反映出市场缺乏明确方向的指引。

二、国内市场对短期经济、政策的预测有效性下降：我国处于经济结构转型阶段，受地产发展模式变化、疫后疤痕效应、居民收入预期变化、地方政府化债等复杂因素影响，基于过去经验框架对经济复苏节奏，政策节奏及效果预测的准确性下降。这也意味着增加了市场波动及投资难度。

三、美联储降息利好“延期”，全球股市走平：三季度海外股市多数已经走平，美联储降息预期的进一步延后导致全球权益市场的潜在利好再度“延期”，展望四季度，或仍难以出现有效的上行动能，大概率将延续宽幅震荡走平的趋势。

大类资产短期普遍缺乏明确机会，多元化配置，多一点耐心：

分散化、多元化配置必要性上升：在预测路径不够明确的环境下，稳健优于激进，分散化、多元化配置的必要性上升。押注单一经济体、单一资产的波动风险显著增加，可通过多元化配置（多资产、多策略、全球化）分散风险、增厚收益。

大类资产短期普遍缺乏明确机会，积蓄“弹药”，耐心等待：美联储降息预期这一重要利好因素再度“延期”，油价反弹带来再通胀压力、美国罢工及政府停摆风险等短期扰动时有发生，短期内大类资产普遍缺乏明确的方向及机会空间。近期可适当增加现金类资产储备，积蓄“弹药”，待预测路径更加清晰后在选择明确方向进行增配

内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

05 资产配置观点展望

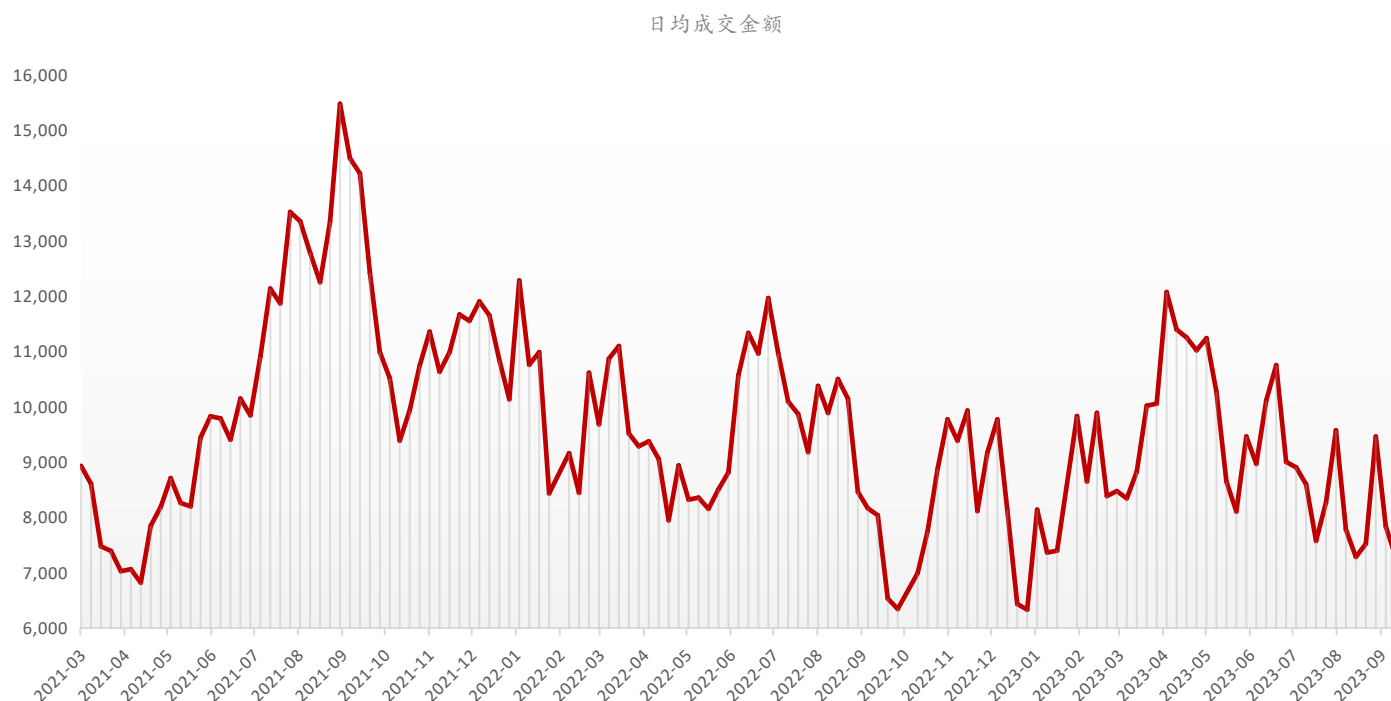


A股活跃度：交易活跃度降至历史低位

市场交投活跃度降至历史低位，整体风险偏好依旧不高。

- ✓ 两市成交额：9月份以来沪深两市日均成交额继续回落，期间市场成交额一度下破6000亿再创年内地量。
- ✓ 换手率：上证A股换手率呈现低位回落的走势，截至9月25日A股换手率位于近3年历史分位数的17%左右，整体换手率处在历史偏低水平。

市场交投活跃再度回落



市场风险偏好：避险情绪高位小幅回落

- **股/债性价比高于正两倍标准差：**截至9月25日，沪深300股息率/十年期国债收益率1.12（前值1.18），高于2010年以来的正两倍标准差水平（1.10），股票性价比维持高位。
- **风险溢价率高位小幅回落：**截至9月25日，万得全A风险溢价率为3.07（前值3.17），市场避险情绪高位小幅回落，风险偏好小幅改善。

股票性价比处在历史高位



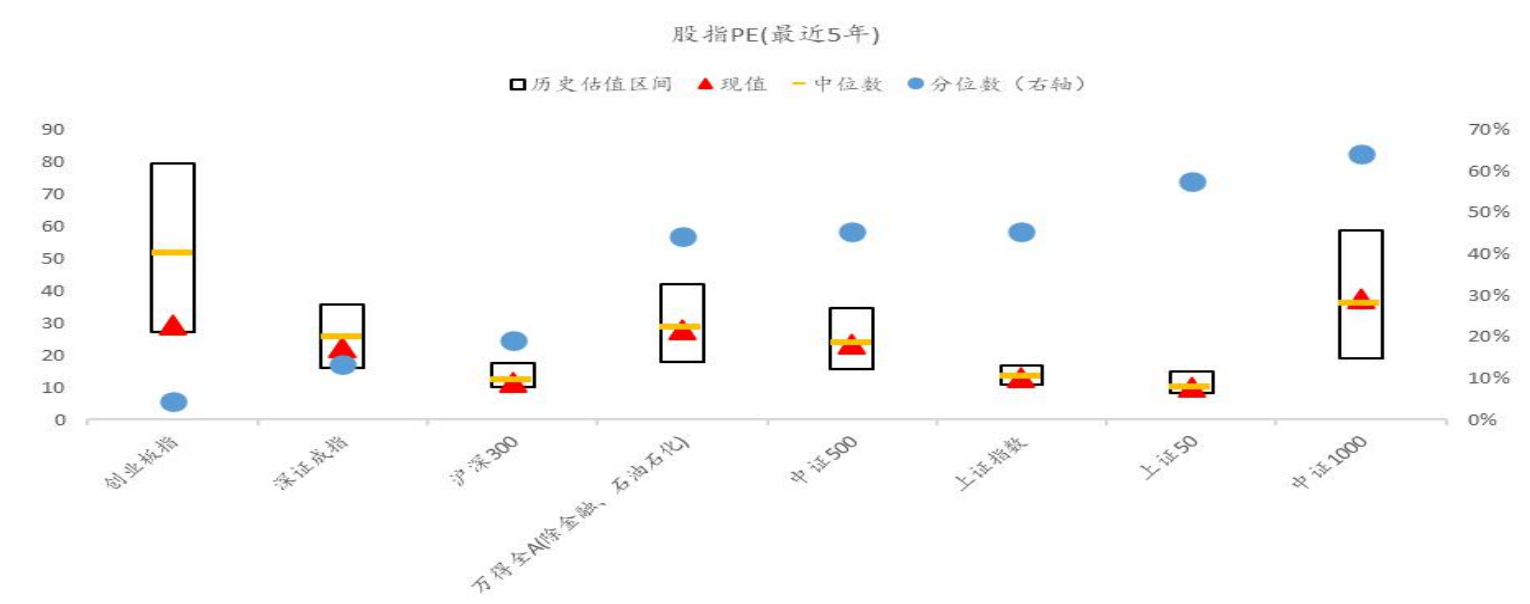
风险溢价率高位小幅回落



股指估值：多数下行

- 9月，跟踪的8个股指估值多数下跌，**上证指数、上证50**估值分位数有所上行。
- 沪深300、深证成指**估值继续小幅下行，估值分位数回落至下1/4分位数以下区间；其中**中证1000**估值小幅回落，但分位数仍处在中位数以上区间。
- 跟踪PE的8个股指中，6个位于中位数以下区间，其中3个处于下1/4分位数以下区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



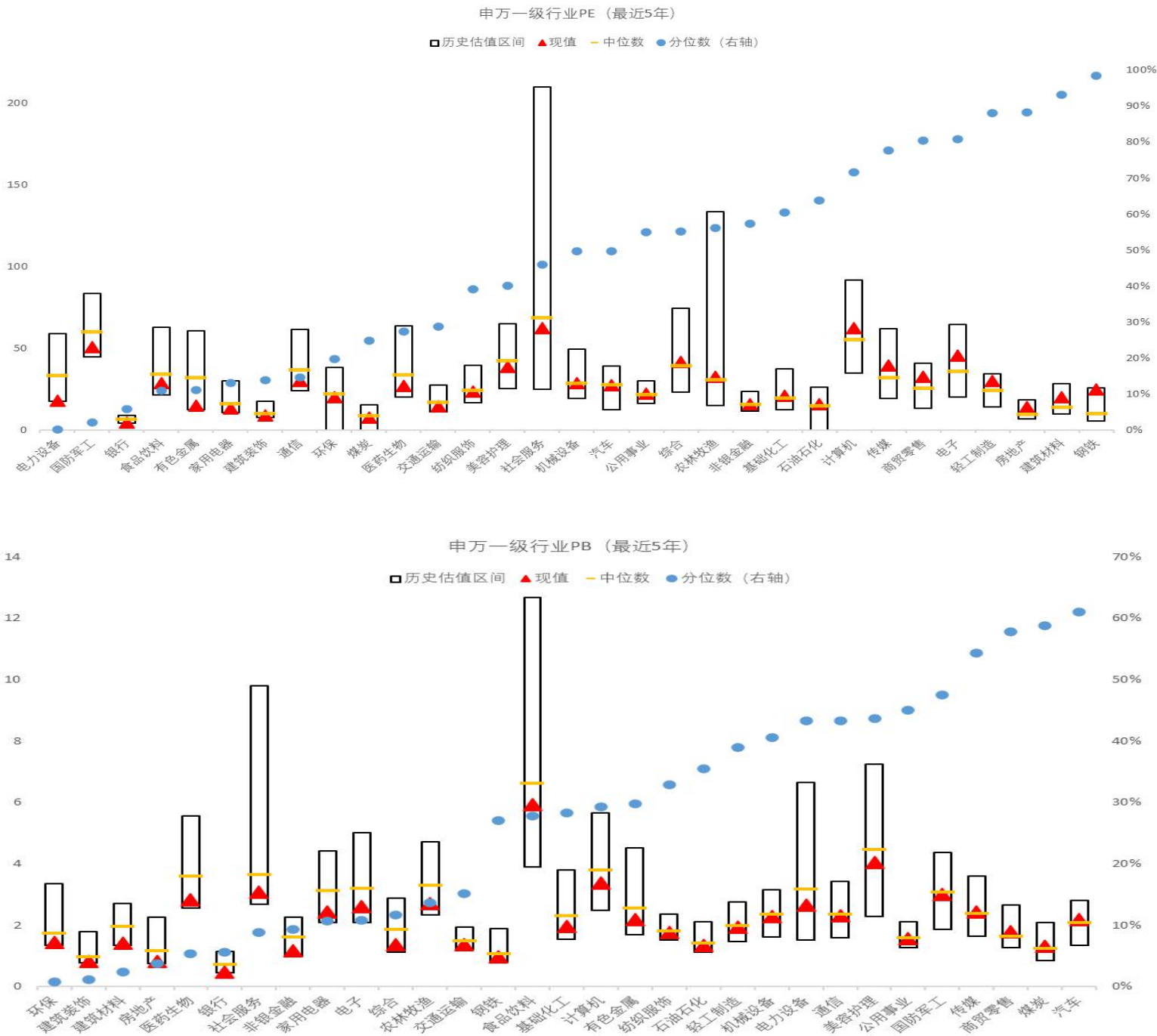
	本月涨跌幅 (%)	今年以来涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	-5.36	-15.21	29.43	4.24
深证成指	-3.44	-8.68	22.24	13.42
沪深300	-1.92	-4.62	11.62	19.24
万得全A(除金融、石油石化)	-2.17	-3.41	27.98	44.22
中证500	-1.62	-3.71	23.35	45.30
上证指数	-0.56	0.42	13.10	45.44
上证50	0.12	-4.62	10.23	57.43
中证1000	-1.77	-4.55	37.73	64.25

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。单位：%
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2023/9/25

行业估值：涨跌互现，高股息相关板块估值上升较快

- 9月，跟踪PE的23个一级行业中，估值涨跌互现，其中基础化工、非银金融、交通运输、电子等行业估值涨幅最为显著。环保、美容护理、纺服、环保等几个行业的估值跌幅居前。
- 跟踪PB的8个行业中，煤炭、石油石化行业估值上行显著，建筑装饰、传媒等行业的估值下行较大。
- 当前观察PE的23个行业中，7个行业处于下1/4分位数以下区间，5个行业位于上1/4分位数以上区间。
- 当前观察PB的8个行业中，3个行业处于下1/4分位数以下区间，2个行业位于中位数以上区间。

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化；行业标注蓝色代表估值无明显变化。



注：历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。单位：%

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部注：数据截至2023/9/25

A股交易结构：轮动降速，行业间超额收益收窄



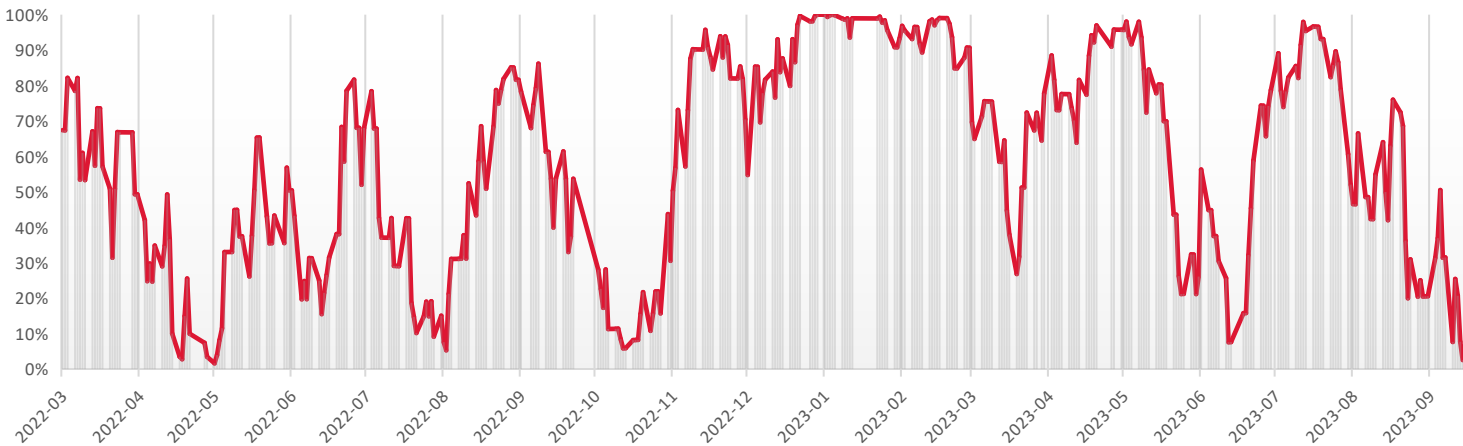
9月行业轮动明显降速；行业间超额收益回落，显示出9月市场整体交易情绪依旧不高。

- ✓ 行业轮动：9月行业轮动速度较8月继续降速，轮动速度处于历史底部区间。
- ✓ 行业收益分布差：9月A股市场整体呈缩量下跌态势。在板块方面存在明显的慢速轮动特征，行业间彼此收益分化不明显，体现为行业间收益标准差持续缩小。
- ✓ 行业拥挤度：9月交易热度明显提升的行业主要集中在两大方向：1) 受益于能源价格上涨预期的板块，主要包括煤炭、石油石化等；2) 受HUAWEI事件催化的相关产业链板块，如卫星通信、电子等。

往后看，股市成交或难以在短期显著回升，但红利和新兴科技板块热度有望强于其他板块，杠铃型组合或仍然具备较高吸引力。

行业轮动降速

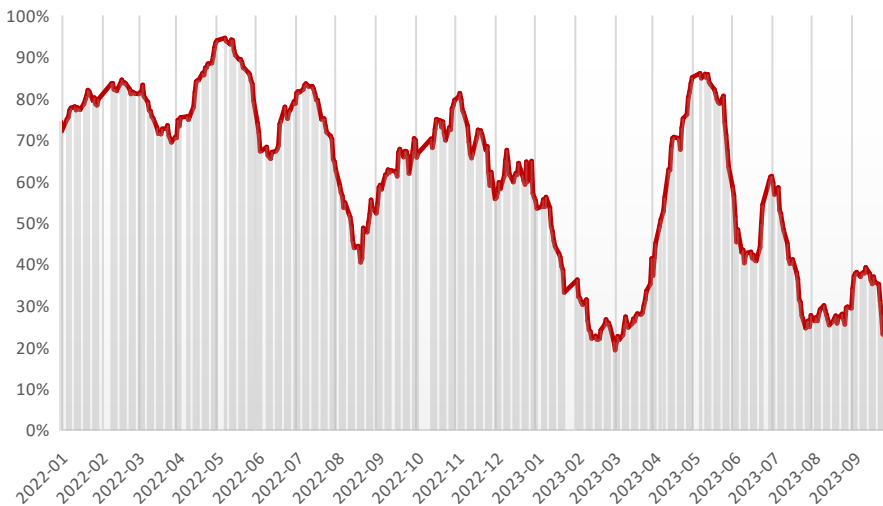
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异回落

行业间收益差异



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

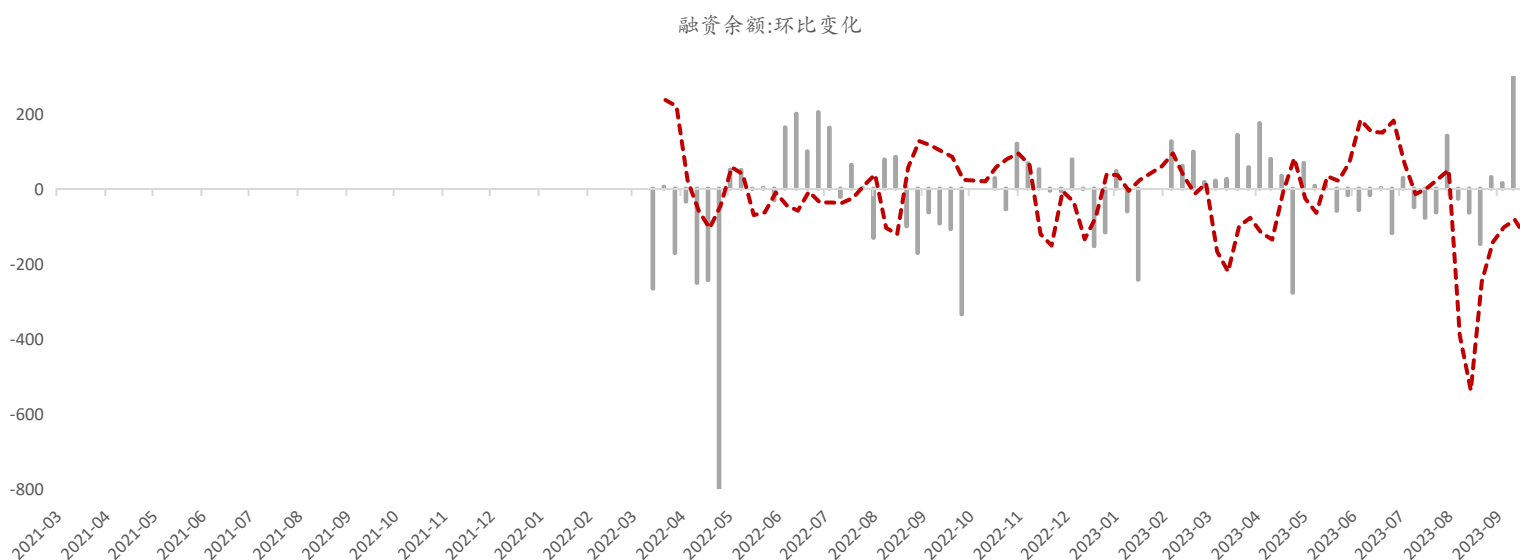
行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
环保	91.8%	-5.0%
机械设备	91.2%	16.0%
汽车	89.7%	8.6%
社会服务	86.4%	7.4%
计算机	86.0%	-4.3%
通信	80.0%	6.9%
国防军工	78.2%	45.1%
房地产	77.9%	-4.1%
煤炭	77.5%	45.4%
商贸零售	72.8%	0.8%
传媒	70.6%	-18.5%
轻工制造	69.7%	-5.4%
建筑装饰	62.9%	-14.4%
美容护理	62.7%	-10.2%
石油石化	56.4%	38.0%
非银金融	56.2%	-42.8%
银行	51.3%	7.6%
电子	50.7%	43.1%
电力设备	43.6%	-2.9%
交通运输	39.2%	6.1%
钢铁	38.8%	11.8%
家用电器	38.3%	30.3%
纺织服装	36.7%	8.3%
公用事业	28.3%	7.9%
医药生物	26.0%	-18.9%
食品饮料	22.6%	2.2%
有色金属	16.2%	12.2%
基础化工	8.7%	2.1%
建筑材料	8.3%	1.3%
农林牧渔	8.1%	-6.2%
综合	4.0%	-1.3%

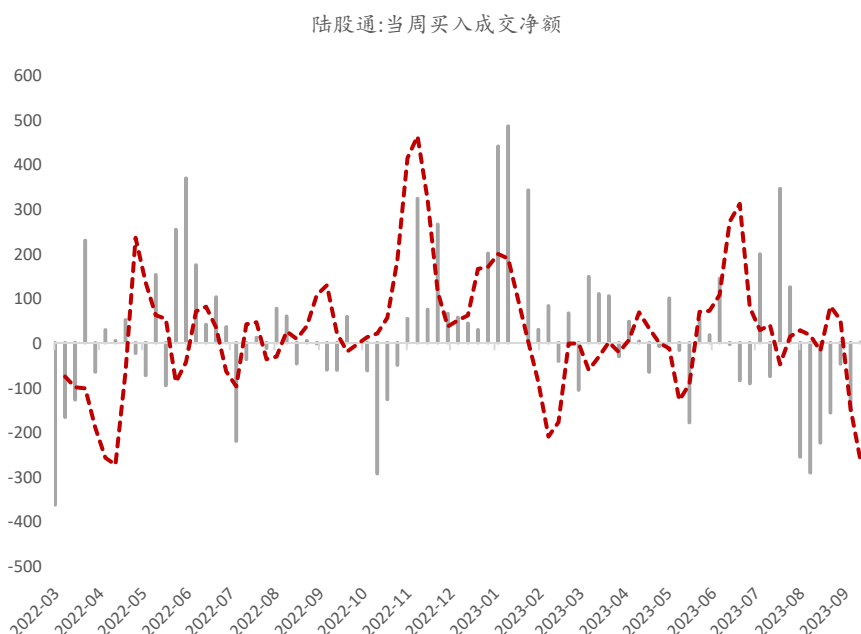
A股资金面：内资情绪改善，外资仍存流出压力

- **内资方面：受益于融资保证金比例降低，融资资金转为大幅净流入**
 - ✓ 从资金结构来看，杠杆资金方面，9月11日是融资保证金比例下调实施首日，两市融资余额单日暴增255.33亿元，创出年内单日增加额新高。降低融资保证金比例有效降低资金入市成本，但预计内资情绪的持续改变仍需看到更明确的赚钱效应，或基本面预期的显著改善。
- **美债收益率强势，外资视角下A股性价比不高，仍存净流出压力**
 - ✓ 9月北向资金在上月单月净卖出额创历史新高后延续净流出态势。近期美债收益率持续维持高位，或许也是北向资金流出的重要原因之一。把股债收益差模型中的10年期中国国债利率替换成美债利率，A股与美债性价比再度逼近+2倍标准差附近，对外资来说A股性价比不高，因而北向资金或仍存在净流出压力。

融资资金转为净流入(亿元)



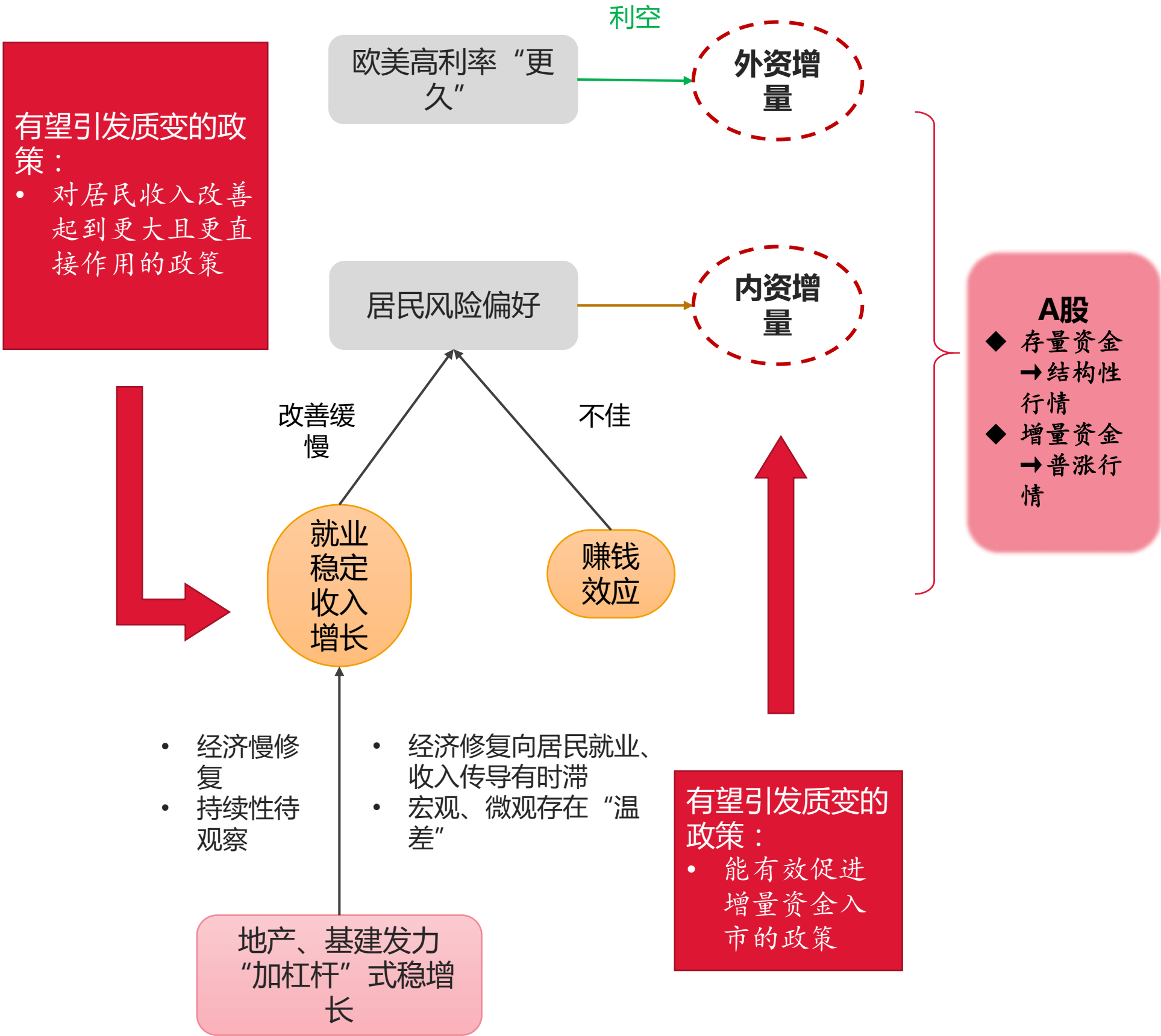
北向资金延续流出 (亿元)



美债-A股收益差维持高位



当下影响A股的关键——增量资金从何而来



行业比较：存量市“杠铃型”组合兼顾稳定和弹性

- 低波、高股息：
 - 在当前市场处于筑底、未来有望逐步回升的阶段，长期方向明确但短期仍有波动，现阶段具备高确定性特点的资产适宜作为优质的配置底仓。
 - 主要关注煤炭、公用事业、石油石化、通信运营商等高分红的央企。
- 新兴科技成长：
 - 中长期视角来看，人工智能是重要的全球技术变革。科技成长板块在市场进入上行趋势后，作为我国产业升级及经济转型的重要助推器，在结构性行情有望相对占优，在未来市场进入上行趋势后也具备更高的弹性。
 - 在当前存量市场下，更需挖掘相关板块内部细分领域的机会。主要关注AI、数据要素（数据资产入表）、无人驾驶、华为产业链（自主可控）等细分领域。

截至9月25日行业交易拥挤度和估值分位

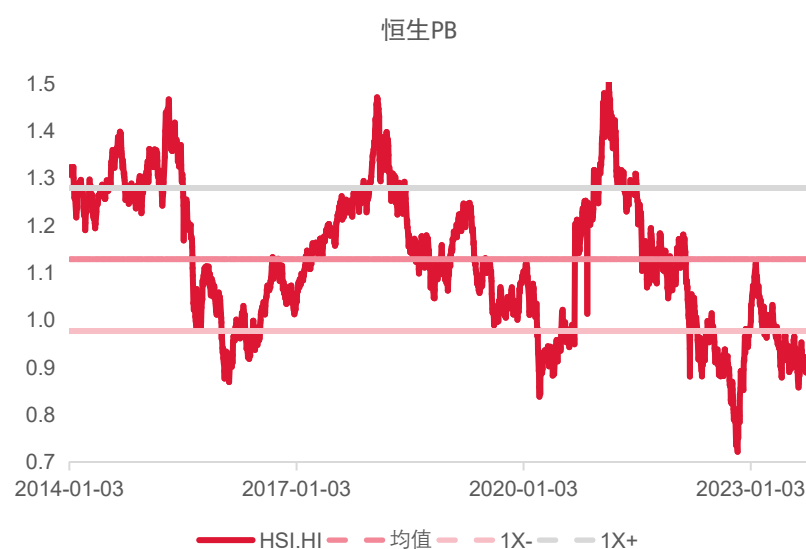


注：估值、拥挤度数据计算方式为10天滚动平均的3年历史分位数
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部 注：数据截至2023/9/25

港股：短期外部风险因素偏多，保持谨慎

- 9月AH股溢价率仍维持高位。
- 9月A股、H股均呈下跌走势，其中H股跌幅明显大于A股，AH股溢价率小幅走弱，但仍处在均值和正一倍标准差之间水平。
- 港股估值偏低，但需关注外部扰动：
- 虽港股估值仍处低位，但考虑到美债收益率持续走强，对于港股压制作用较为明显，港股短期或存波动风险，建议保持适当谨慎。

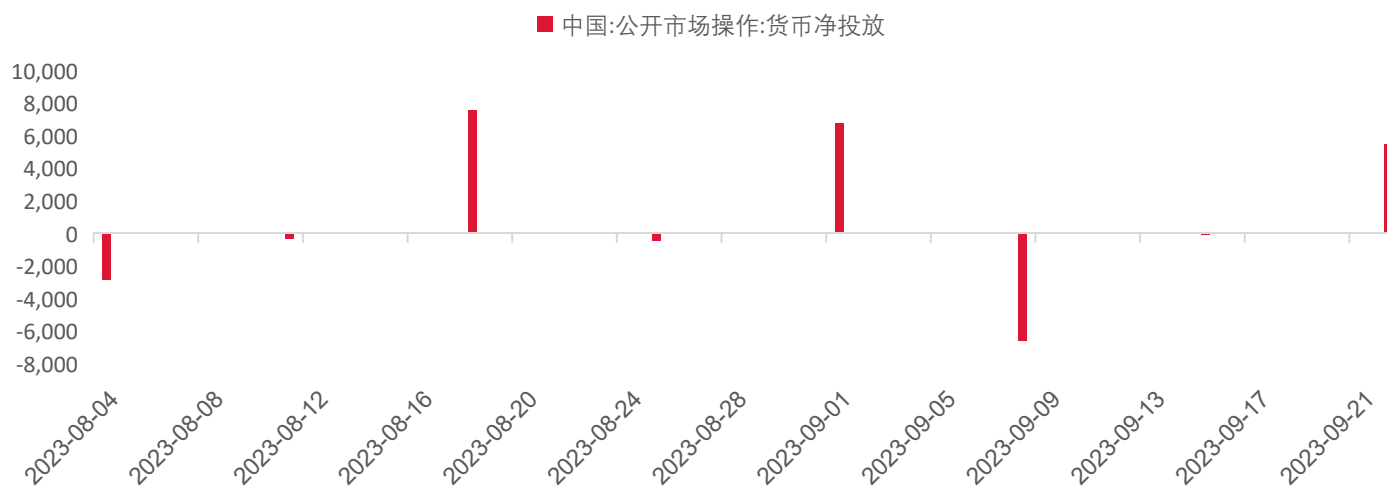
AH股溢价率仍较高水平



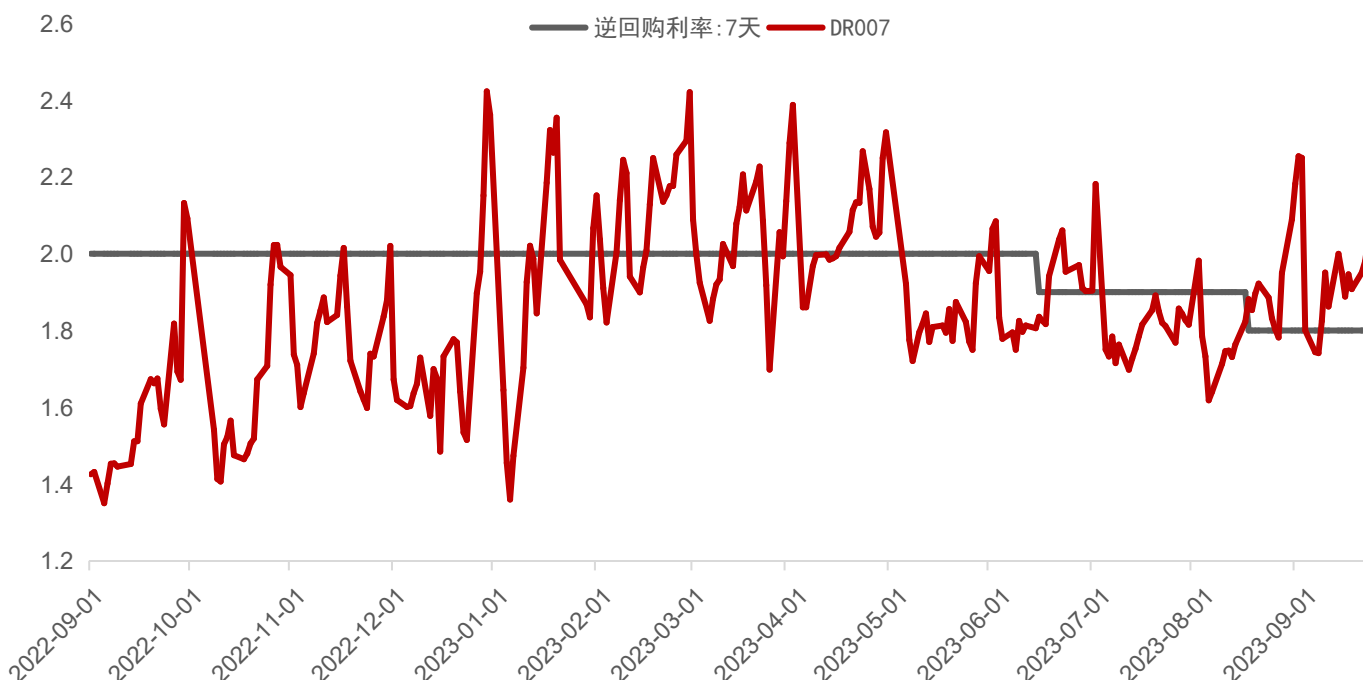
债市：资金面遇负面扰动，政策延续偏松基调

- **9月资金面迎来季节性扰动，资金利率抬升。**9月资金面偏紧，资金利率明显高于政策利率水平，降准也未带来明显缓解。主要是因为：1) 债券供给增加，9月是专项债发行高峰，以及计划外国债发行等因素，资金需求加大；2) 跨季因素导致资金面偏紧。
- **政策延续稳中偏松基调。**央行通过下调金融机构存款准备金率(-0.25%)、14天逆回购利率(-20BP至1.95%)，加大投放量，继续呵护流动性维持在合理充裕水平。同时，央行三季度货币政策委员会提出，要加大已出台货币政策实施力度，搞好逆周期和跨周期调节，着力扩大内需、提振信心。后续经济复苏仍需货币政策持续发力。
- **后续市场利率或维持在政策利率附近。**往后看，随着地方政府化债推进，可能对流动性造成扰动，不过进入10月，跨季因素影响消退，再加上政策延续偏松表态，将继续向市场适度投放流动性，市场利率或维持在政策利率附近。

9月央行继续向市场提供充足流动性（亿元）



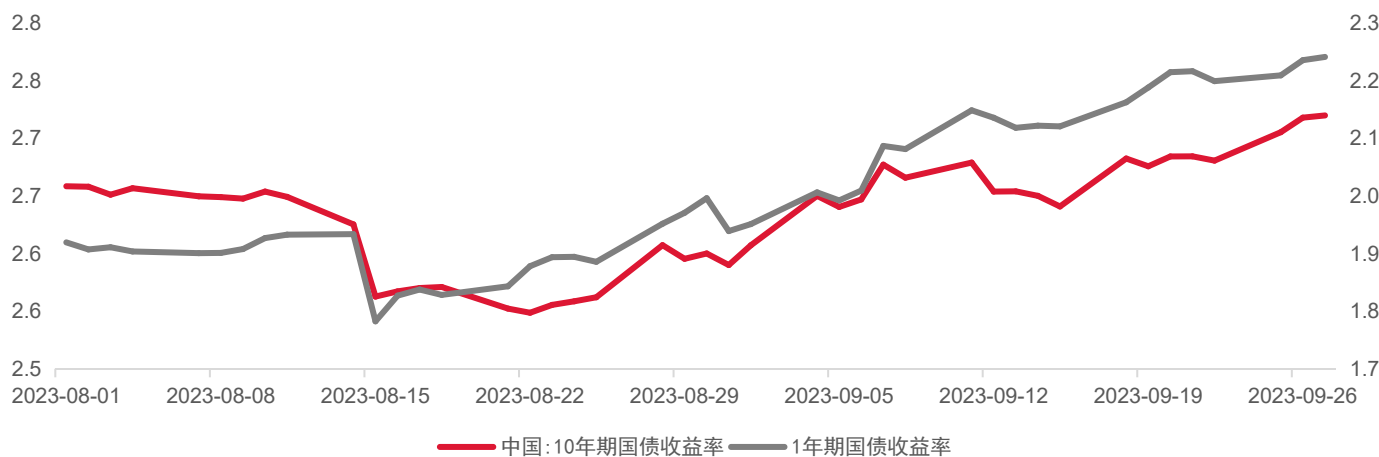
9月资金面继续收紧（%）



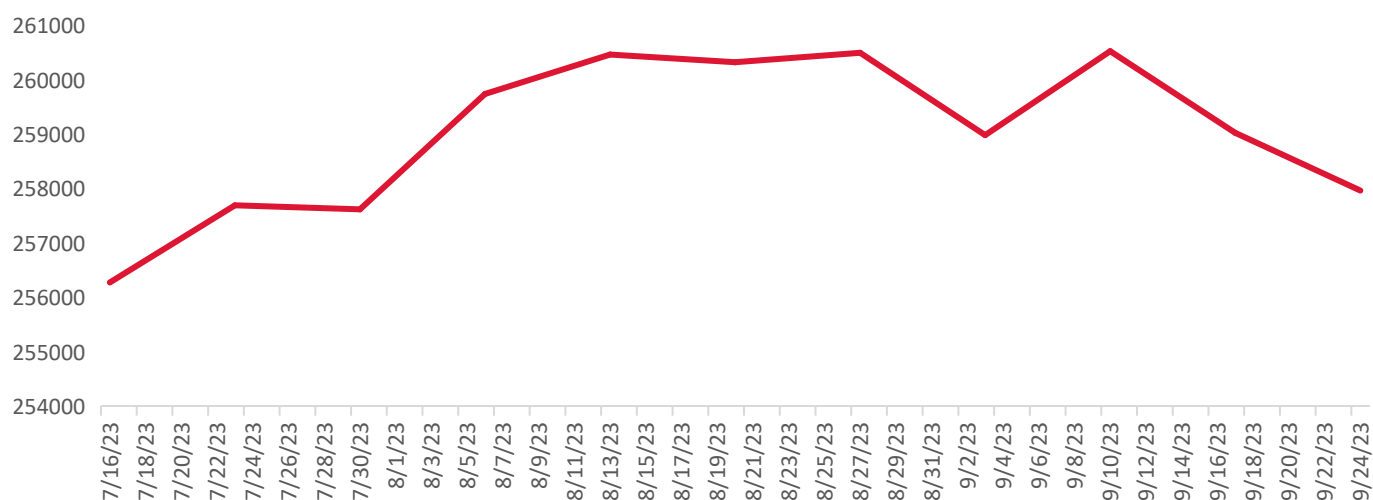
债市：短期震荡，需关注后续政策节奏及效果

- 8月中旬以来，债市开始调整，主要是受到以下几个方面因素影响：
 - 1) 自政治局会议后，一揽子政策相继推出，包括地产、专项债、地方政府债务化解、活跃资本市场等方面。一方面，政府化债、专项债发行加速或对流动性造成一定压力，另一方面，当前处于政策落地期，后续或有进一步政策出台的可能性；
 - 2) 近期宏观数据均出现边际好转，经济基本面阶段性筑底；
 - 3) 今年以来债市整体表现超预期，市场止盈情绪较重，债市当前波动风险有所抬升，机构或持观望态度；
 - 4) 2022年11月理财“赎回潮”后，投资者风险偏好进一步降低，近期债券市场波动加大，理财出现赎回迹象。
- 债市短期无明显机会，需关注后续政策节奏及效果。**四季度随着政府化债具体措施逐步落地，叠加稳经济、地产、资本市场等方面政策的继续发力，债市波动风险偏大。但经济偏弱运行预期尚未扭转，政策仍然要维持市场流动性相对合理充裕，短期无明显机会，但风险相对可控。当前理财赎回压力犹存，机构止盈情绪偏浓。需关注后续政策节奏以及经济能否摆脱“弱复苏”预期。短期建议适当止盈并观察政策落地节奏及力度。

8月中旬以来，国债收益率持续抬升（%）



银行理财存续规模（亿元）



内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

05 资产配置观点展望



FICC配置观点——全球化配置



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
港股	➤ 美债收益率维持强势，压制权益市场风险偏好 ➤ 国内经济仍偏慢修复，积极因素仍在积累阶段，尚不支撑港股走牛 ➤ 恒指今年处于震荡下行的通道中，技术面形态较差，配置价值不高 ➤ 恒指短期偏弱势震荡，中期配置价值不高，建议低配。	低配
美股	➤ 美债收益率维持强势，压制权益市场风险偏好 ➤ 政府停摆、罢工等事件影响下，对美股盈利预期偏利空 ➤ 近期油价走强，AI基本面催化，石油股盈利预期向好，科技股长期确定性较强，形成支撑力量 ➤ 短期偏弱势震荡，中长期仍有配置价值，建议标配。	标配
美债	➤ 美债收益率上行压力未现拐点，价格仍有下行风险 ➤ 美债收益率将在更长时间维持高位，持有收益较高，仍具备较好的中期配置价值 ➤ 长期视角下，明年末或开启降息周期，具备趋势走牛的空间 ➤ 短期价格偏弱势，中长期配置价值较好，维持标配。	标配
美元	➤ 美国实际利率趋于上升，中国实际利率趋于下降，中期看人民币仍存贬值压力； ➤ 央行坚定防范汇率超调风险，减轻人民币的持续贬值压力； ➤ 美元指数调至标配。 ➤ 全球货币政策接近变局期，各国汇率发生趋势性变动可能性提升，但由于当前全球央行“数据依赖”的货币政策模式下，可预测性降低，建议分散配置。 ➤ 可增加现金类资产储备，对美元、欧元、英镑、日元等主流货币适度分散配置。	标配

FICC配置观点——债市及黄金



资产类别		核心逻辑观点	配置建议
债券	利率债	➤ 化债进程推进，特殊再融资债券发行等，对债市仍有扰动 ➤ 宏观政策发力、经济数据逐步企稳，约束债市上行空间 ➤ 中期角度看，政策效果有待观察，后续若经济仍然未能脱离弱复苏局面，则债市仍有配置机会。 ➤ 短期债市上下行空间均受限，趋于横盘震荡，维持标配。 ➤ 四季度能否走出新的趋势取决于对政策效果的观察——经济改善幅度以及持续性，改善幅度较大、且展现出持续性，则债市趋于走弱；否则债市将震荡偏强运行。	标配
	信用债	➤ 由于利率债趋于震荡，信用债价格变化机会降低，但票息策略仍具吸引力 ➤ 优质信用债供不应求、“资产荒”环境下，刚性配置需求较高为中高评级信用债提供支撑 ➤ 地方债务进入处置化解阶段，违约风险下降，中短久期信用下沉性价比提升 ➤ 信用债维持标配，中短久期可信用下沉。	标配
商品	黄金	➤ 美债收益率强势未止，仍有上行风险，压制金价 ➤ 美债收益率将在更长时间维持高位，黄金趋势性机会延后导致配置价值有所降低 ➤ 黄金的配置机会需要等待美联储确认加息终点且态度转向鸽派、罢工等事件对美国经济冲击明显加大以及其他风险事件发生 ➤ 短期承压，中期配置价值有所降低，调至低配。	低配

FICC配置观点——A股策略



资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	➤ 厚积薄发——四季度震荡仍是常态，机会需耐心等待“质变”型政策： ◆ 国内经济基本面：呈“波浪式慢修复”特征，影响偏中性； ◆ 资金面：内资悲观情绪缓和，外资仍有流出压力，影响偏利空； ◆ 政策面：宏观仍处于发力阶段，政策加码带来边际利好，但政策节奏及效果的可预测性偏弱； ◆ 外部环境：欧美央行加息结束但维持高利率水平，对国内偏利空但影响力较弱。 ◆ 四季度系统性下行风险不高，但市场信心恢复并非一蹴而就，震荡仍是常态。 ◆ “质变”型政策：对居民收入改善起到更大且更直接作用的政策，或能有效促进增量资金入市的政策。	标配
行业/风格	➤ “杠铃型”组合——红利（防御），新兴科技成长（进攻、弹性） ◆ 大盘趋势上行的拐点尚未明确，在偏左侧区间，短期仍有波动和反复，适宜将红利策略作为组合中防御性配置； ◆ 以AI、机器人、数字要素、半导体自主可控等为代表的新兴科技成长板块仍是发展空间更大、中长期确定性更强的方向，结构性行情下新兴科技成长方向形成合力的可能性更高，且具备较高的弹性。 ➤ 行业： ◆ 行业方面，建议关注：1) 数字要素、机器人、AI、智能驾驶、华为产业链等具备政策利好、较大产业成长空间、自主可控相关行业；2) 石油石化、煤炭、公用事业、交通运输等高股息行业。	“杠铃型”组合
策略工具	➤ 策略工具方面： 短期来看，在震荡慢修复行情中，建议继续关注网格交易策略，把握偏震荡行情的高抛低吸机会； 中长期来看，宏观层面投资回报率趋于降低，可预测性下降，不确定性增多，通过多策略、多资产组合分散投资风险，包括增加低波红利、通过QDII增加全球化多资产配置等。	网格交易策略 多策略、多资产组合

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美联储货币政策紧缩超预期强化；
- 欧美经济衰退风险；
- 海外高息环境下金融领域风险；
- 政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明



分析师承诺：

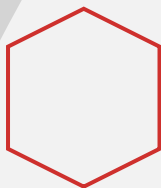
本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES