

股指：短期风格趋向均衡

一德期货 陈畅 投资咨询号：Z0013351

上周受八月 PMI 数据回落带来对经济增长下行的担忧，市场对稳增长政策的预期升温。因此资产价格上表现为债券利率有所回落，A 股市场则呈现出较为明显的“高低切换”特征：二三季度大幅上涨的成长板块内部出现分化，低位的金融地产则有所表现。出现这种现象的原因一方面在于成长赛道交易拥挤度过高，另一方面在于部分板块的短期基本面预期出现变化。由于八月 PMI 数据不及预期，市场对稳增长政策托底经济预期升温，使得强周期板块基本面出现改善。从历史经验看，在经济增长步伐放缓，而逆周期调节政策仍未明显发力的阶段，指数层面表现往往较为平淡。稳增长政策将在何时以何种方式、何种力度和节奏出现将成为短期影响市场趋势和结构的关键。

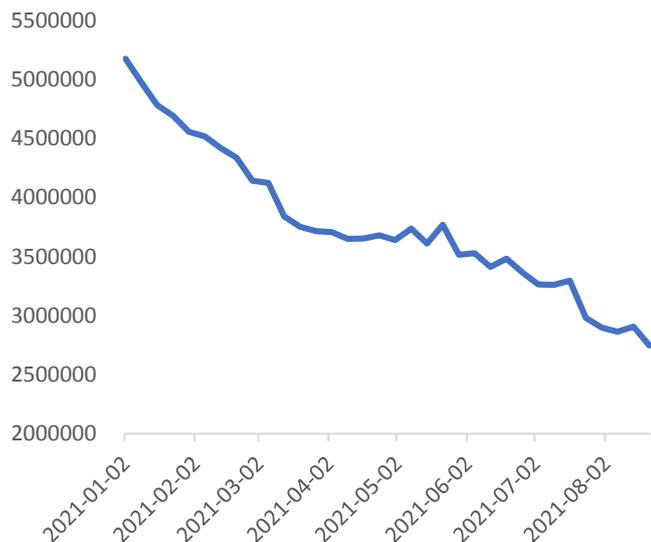
美债无视非农数据，年内仍有上行空间

上周五晚间美国劳工部公布八月就业数据：其中新增非农就业人数为 23.5 万人，显著低于前值 105.3 万人；失业率 5.2%，降至疫后最低水平，前值 5.4%；劳动参与率 61.7%，与前值持平；时薪环比增速为 0.6%，同比高达 4.3%。我们认为，非农数据低于预期主要源于七月下旬 delta 毒株引发的疫情反弹约束了美国民主的就业意愿。由于美国非农数据一般取至当月月中，并在公布次月就业报告时做修正，因此八月非农就业数据对应的是 8 月 14 日当周的就业情况。而从图 1 可以看出，美国续请失业金人数于 8 月 14 日当周出现反弹，但在 8 月 21 日当周再度回落并创疫后新低。由此可见，在美国财政刺激基本结束的前提下，疫情反复虽然干扰了就业节奏但并非核心矛盾。

由于疫情后的经济复苏呈现出较为明显的“K 型复苏”特征，为了防止中低收入群体集中失业引发系统性风险，美国财政先后实施了三轮直接派发现金的转移支付。目前来看，美国政府发放的疫情失业补助福利即将在 9 月 6 日到期，届时有超过 1100 万美国人无法再获得该福利，或每周获得的补助金额减少。从这个角度来看，美联储至少需要观察九月美国各州就业恢复的情况，以排除财政刺激对美国就业恢复的干扰。如果财政刺激停止后能够促使中低收入群体回归就业市场，并且疫情对经济的影响逐渐消退时，美联储就会给出 taper 时间表，预计这一时点大概率会出现在四季度。

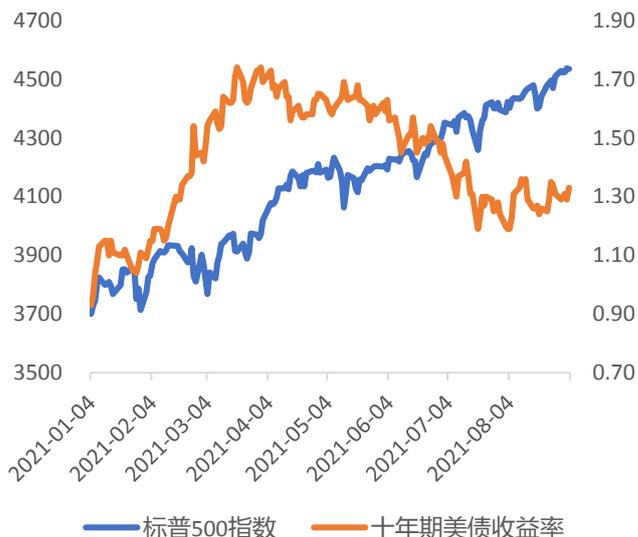
从盘面来看，尽管非农数据低于预期，但数据公布后美债收益率却出现反弹，表明市场已经意识到疫情反复虽然干扰了就业节奏但并非影响就业的核心矛盾。今年以来，美联储多次就 taper 问题反复铺垫沟通，使得市场对于 taper 的关注度和预期相比 2013 年更为充分，叠加 7 月 30 日召开的中央政治局会议强调“要增强宏观政策自主性”，因此预计本次 taper 对市场影响会低于 2013 年。但是考虑到 9 月 20 日当周美国开始接种加强针将有助于缓解疫情的形势、当下美国进入被动补库存阶段的状况，以及美联储需要为明年中期选举预留政策空间，我们预计除非通胀预期再次升温，否则年内美债收益率仍有上行空间。短期建议投资者关注十年期美债收益率能否突破 1.35% 以及突破后 A 股和美股各自的反应情况。

图 1：美国持续领取失业金人数：季调



资料来源：wind，一德期货

图 2：标普 500 与十年期美债收益率 (%)



资料来源：wind，一德期货

价值成长分化收敛，市场风格趋向均衡

从 A 股市场近期盘面走势来看，我们发现以下两点特征：

第一，成交额不断放大。统计数据显示，自 7 月 21 日以来，沪深两市成交额已经连续 34 个交易日超过 1 万亿元。而上周两市日均成交金额进一步超过 1.55 万亿元，周三单日成交额则放大至 1.7 万亿元，接近去年七月峰值。值得注意的是，此次两市成交额的上升是在各大主要指数并未创出新高，且增量资金并未显著增加的背景下出现的。而去年七月两市成交额放大的背后则是以北上资金和新发基金为代表的增量资金入市、推动指数层面出现大幅上涨所带来的交投情绪升温。因此，A 股近期成交额的放大，更多是由于行业轮动加速背景下资金存量博弈加剧，机构大幅调仓和散户频繁交易所致。此外，两融余额上升、“房住不炒”背景下资金流入股票市场和量化交易规模增长可能也是导致成交额增长的部分原因。

第二，板块轮动加快。八月初以来，随着新能源、光伏、半导体等前期热门板块交易拥挤度过高，市场风格开始由极端分化转为相对均衡。近两周板块快速轮动的现象进一步加剧，成长制造、上游资源品、金融地产、消费医药之间轮动效应明显，显示存量资金在不同板块之内频繁调仓和交易。从上周盘面情况来看，随着中报行情落下帷幕，市场出现了较为明显的高低切换状态：二三季度大幅上涨的成长板块内部出现分化，低位的金融地产则有所表现。出现这种现象的原因一方面在于成长赛道交易拥挤度过高，另一方面在于部分板块的短期基本面预期出现变化。由于八月 PMI 数据不及预期，市场对稳增长政策托底经济预期升温，使得强周期板块基本面出现改善。此外，美国财政补助结束后，中低收入群体将回归就业市场，若未来一段时间美国疫情形势得到有效控制，则美债收益率仍有上行空间。在此背景下，成长板块估值修复的动力将有所减弱。

在两市成交额居高不下、板块轮动加快的背景下，我们认为短期 A 股市场很难再出现一致性的抱团预期。此外，从基本面角度来看，由于八月 PMI 回落至 50.1%，非制造业中的服务业 PMI 回落至 45.8%、是自去年三月以来首次跌破荣枯线，这一方面使得市场产生八月经济数据或将继续偏弱的预期，另一方面也促使市场对于稳增长政策预期升温。综上所述，我们预计短期的市场风格将趋向于均衡状态。稳增长政策将在何时以何种方式、何种力度和节奏

出现将成为短期影响市场趋势和结构的关键。操作上，建议前期多 IC 空 IH 跨品种套利止盈离场，关注国内稳增长政策进展以及美债收益率走势。