

2023年9月4日 总第218期

每周市场洞察报告

每周一图	02
数据纵览	03
市场观察	05
投资视角	08
其他观察	09
趋势跟踪	10

每周一图：半导体国产或替代加速，自主可控行业中长期确定性较高

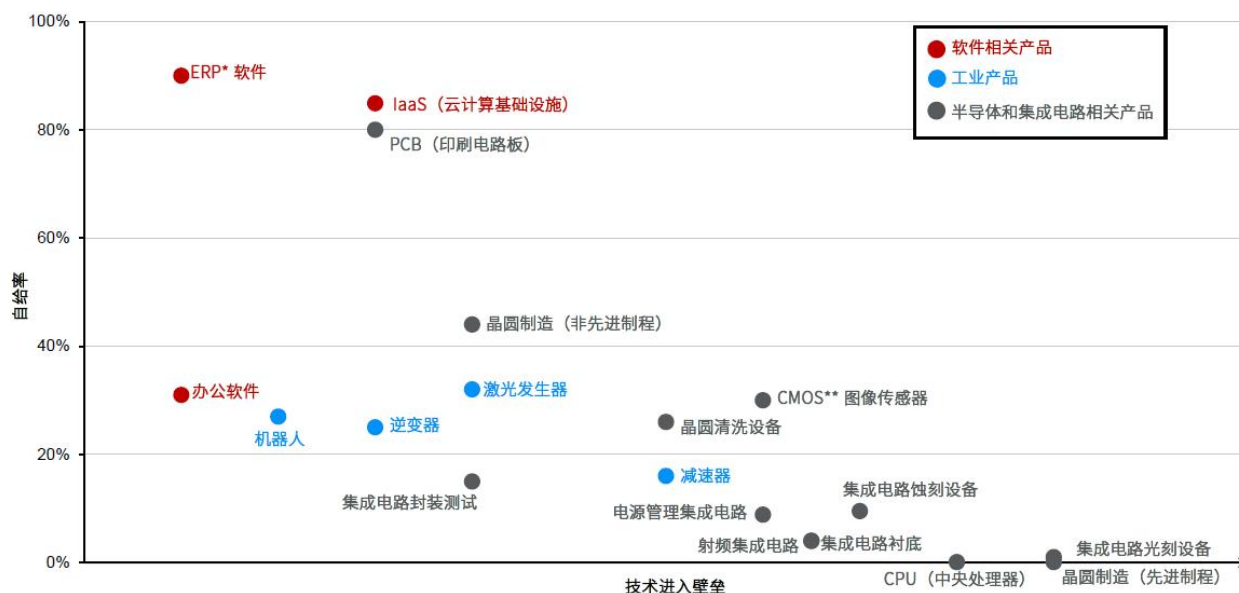
本图表摘自于 第三季度《环球市场纵览 — 中国版》



中国经济：科技自给率

中国版 15

主要科技产品自给率



资料来源：摩根资产管理。
基于摩根资产管理2022年10月31日的估算。
*ERP为Enterprise Resource Planning (企业资源计划系统) 的缩写。
**CMOS为Complementary Metal-Oxide-Semiconductor (互补金属氧化物半导体) 的缩写。
《环球市场纵览—中国版》。反映截至2023年6月20日的最新数据。

半导体国产替代或加速，自主可控行业中长期确定性较高

尽管地产政策持续加码以便稳定短期经济和预期，但中长期来看，经济转型和产业升级才是大势所趋，而半导体可谓工业发展的基石。

自主可控行业的中长期确定性较高，如半导体设备、工业母机等偏上游行业技术壁垒较高，未来有望逐步实现国产替代。

摩根
资产管理

数据纵览：全球主要资产表现回顾

全球股票指数

(%)	过去一周	今年至今	过去一年	过去三年
MSCI全球	2.5	13.5	13.0	16.8
MSCI发达市场	2.7	14.9	14.5	21.2
MSCI新兴市场	1.5	3.1	1.0	-12.0
MSCI亚太不含日本	2.3	0.6	-0.1	-11.8
MSCI欧洲	1.8	9.4	22.3	15.0
标普500	2.5	17.6	13.8	28.0
上证综指	2.3	1.4	-1.6	-8.1
英国	1.7	0.2	4.4	27.3
德国	1.3	13.8	25.4	22.1
香港	2.4	-7.1	-6.2	-27.0
日本	3.4	25.4	18.3	41.4
澳大利亚	2.3	3.4	6.3	22.3
韩国	1.8	14.6	6.1	9.1
台湾	1.0	17.7	12.5	31.0
印度	0.8	7.5	11.3	68.1
俄罗斯	2.3	50.0	32.1	8.6
巴西	1.8	7.4	6.8	15.4

债券指数

	收益率	过去一周	过去一月	今年至今
10年美债收益率 (bps)	4.18	-7.00	13.00	30.00
10年中债收益率 (bps)	2.59	1.48	-7.57	-25.03
中证全债指数 (%)	-	-0.1	0.4	1.8
中证国债指数 (%)	-	-0.2	0.4	1.9
中证国开债指数 (%)	-	-0.2	0.2	0.9
AAA信用债指数 (%)	-	0.0	0.0	0.0
AA信用债指数 (%)	-	0.0	0.0	0.0
中证转债(%)	-	1.1	-1.0	3.8

大宗商品和另类

(%)	过去一周	过去一月	过去三月	今年至今
布伦特原油	6.0	4.8	19.8	3.6
伦铜	1.6	-1.6	3.0	1.4
CRB商品指数	0.4	-1.9	1.7	-0.4
COMEX黄金	1.4	-0.6	-1.5	7.7
COMEX白银	1.3	0.9	2.3	2.1
富时发达市场REITs	0.9	-2.5	-0.5	-0.4

外汇

(%)	过去一周	过去一月	过去三月	今年至今
离岸人民币兑美元	-0.3	1.2	2.3	5.1
美元指数	0.1	2.0	0.7	0.8

资料来源：Wind, Bloomberg; 数据截至 2023/9/1

数据纵览：中国主要指数及行业表现回顾

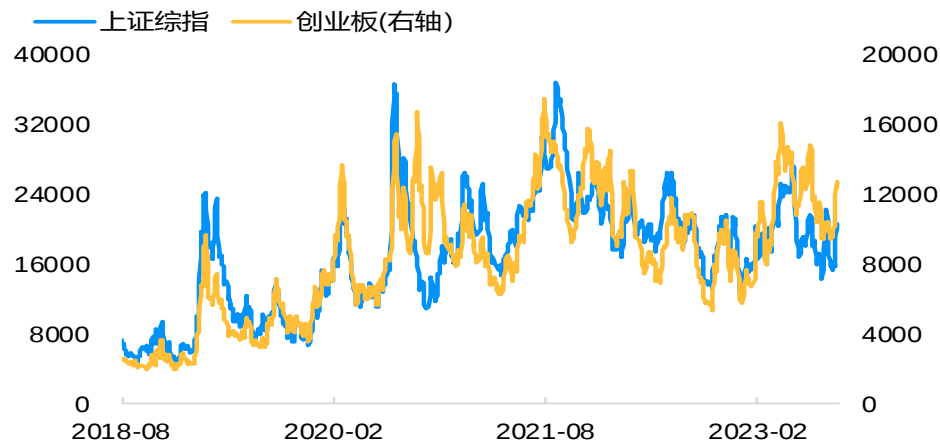
市场指数

(%)	过去一周	今年至今	过去一年	过去三年
上证综指	2.3	1.4	-1.6	-8.1
沪深300	2.2	-2.1	-6.2	-21.7
中证800	2.4	-2.0	-6.2	-20.1
中证500	3.0	-1.9	-6.1	-14.3
中小板指	3.4	-8.7	-15.9	-27.4
创业板指	2.9	-10.5	-17.1	-23.6
恒生指数	2.4	-7.1	-6.2	-27.0
恒生国企	2.5	-5.6	-6.1	-36.8
中概股1)	8.6	8.5	-1.5	-45.7
MSCI中国	3.0	-6.1	-7.8	-41.3

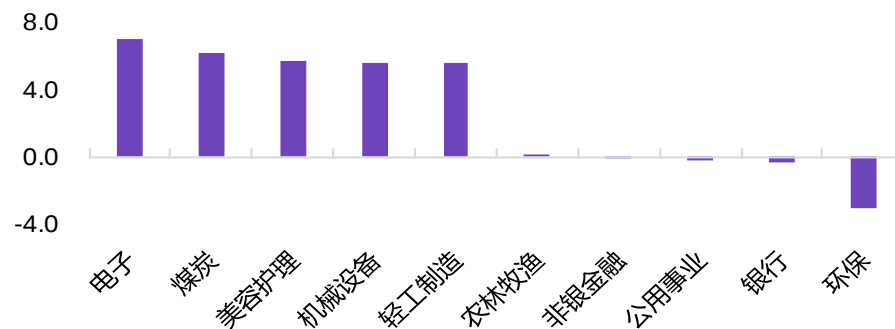
风格指数²⁾

(%)	过去一周	今年至今	过去一年	过去三年
大盘成长	2.8	-9.4	-16.0	-25.9
大盘价值	1.4	6.1	5.6	-8.5
中盘成长	3.7	-14.0	-19.9	-24.7
中盘价值	2.3	4.1	-0.5	-9.2
小盘成长	4.3	-6.6	-15.0	-16.5
小盘价值	1.4	1.8	-2.3	-1.3

上周成交量 (亿元)



上周行业涨跌幅 (%)



资料来源：Wind；1) 纳斯达克中国金龙指数；2) 巨潮风格系列指数。数据截至2023/9/1

市场观察(1) A股

政策组合拳振奋投资信心，中国资产全线反弹

- **政策振奋投资信心，中国资产全线反弹：**上周可谓重磅政策迭出，在包括下调证券交易印花税、优化IPO及再融资监管安排、规范减持行为、地产降首付比例、认房不认贷等一系列政策组合拳提振下，主要指数全面反弹、以“假阴线”收涨，行业层面涨多跌少，电子行业叠加事件性因素驱动而领涨。除了A股之外，人民币、港股、中概股、商品期货等其他中国资产也受到政策加码的提振而上涨。
- **相对美股处30逾年底部，A股中长期配置价值突出：**不断升级加码和扩围的货币、财政政策，彰显了政府对于资本市场的呵护之情，有助改善预期、提振信心，也可以有效降低交易成本，活跃资本市场，夯实中国股市的底部。以上证综指/标普500来衡量，A股相对美股已处于1991年以来的底部，中长期配置价值突出。

重磅政策迭出，提振市场信心

政策宣布日期	主要内容
9月1日	上海、北京“认房不认贷”
8月31日	存量首套房贷利率及首付比例下调等
8月30日	广州、深圳等城市“认房不认贷”
8月28日	下调证券交易印花税、优化IPO及再融资监管安排、规范减持行为等
8月21日	贷款市场报价利率（LPR）降息
...	中期借贷便利（MLF）降息

A股相对美股已处1991年以来的底部，配置价值突出



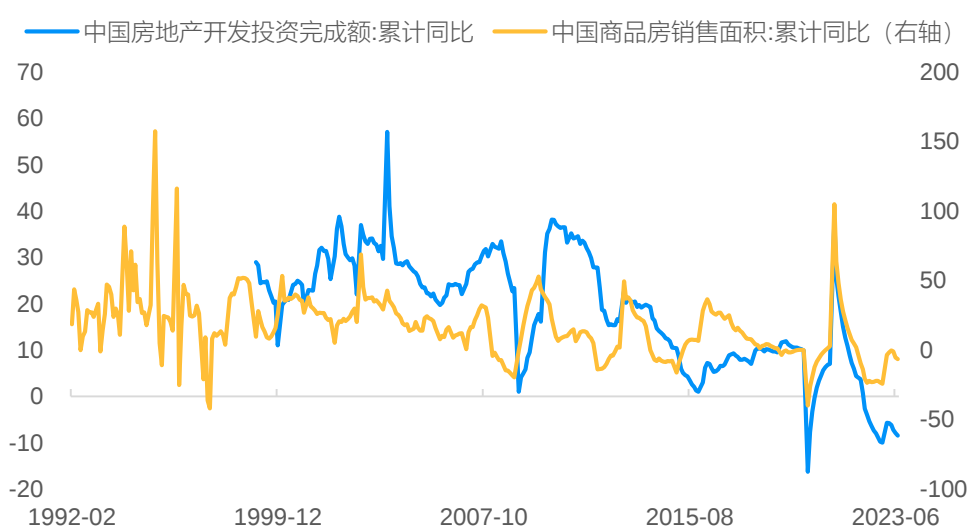
资料来源：万得，（左）根据新闻整理；（右）数据区间1990.12-2023.08

市场观察(2) 中国宏观

地产重磅政策迭出，商品指数创历史新高

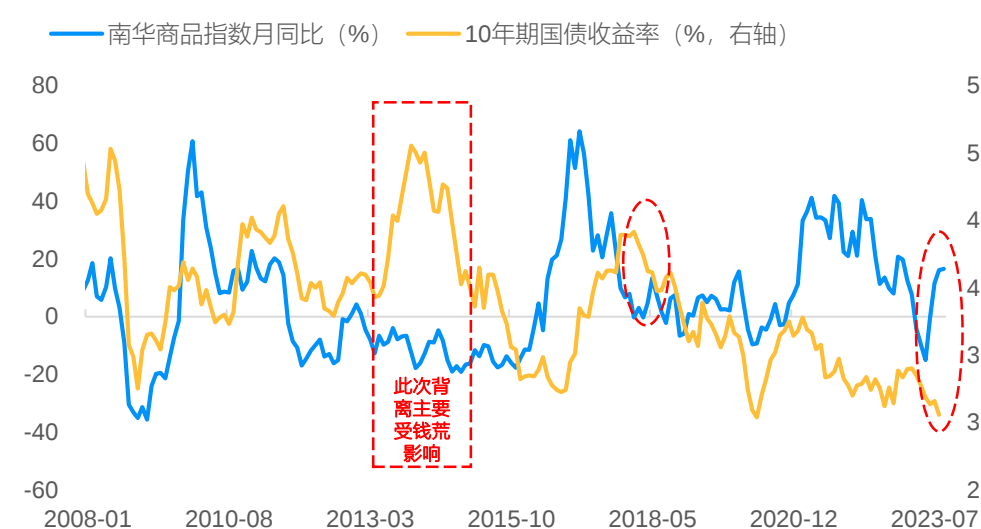
- **地产重磅政策迭出，商品期货展现更高敏感性：**为进一步稳定经济与预期，包括降低首付比例、存量房贷利率下调、“认房不认贷”等房地产相关政策在上周纷至沓来。从市场表现来看，**定价逻辑反映中远期前景的股票市场的相关板块，表现弱于反映短中期供求的商品期货市场；而在股市的地产产业链内部，轻工制造（家具家居）和家电等有存量更新逻辑的环节表现更佳。**
- **商品指数创历史新高，无风险利率下行或受阻：**实际上自6月政策（预期）加码以来，商品期货市场展现出了明显更高的敏感性和更强的反映，南华商品指数连续三个月大涨后于9月的第一个交易日创出历史新高，而国债收益率则继续向下、与历史经验形成背离，前次类似背离发生在2018上半年。从乐观的角度看，它可能意味着短期经济有望边际企稳，与8月制造业PMI的反弹趋势一致，国债收益率短期下行空间受限，部分债市资金或转向A股；而股市/商品期货以及地产产业链内部的表现差异，**可能意味着经济转型、产业升级是未来高质量发展的主要路径，高端制造、国产替代等中长期结构性机会值得持续关注。**

地产销售与投资历史底部徘徊，政策加码正当时



资料来源：万得；（左）数据区间1992.02-2023.07；（右）数据区间2008.01-2023.08

国债收益率与南华商品指数走势出现明显背离

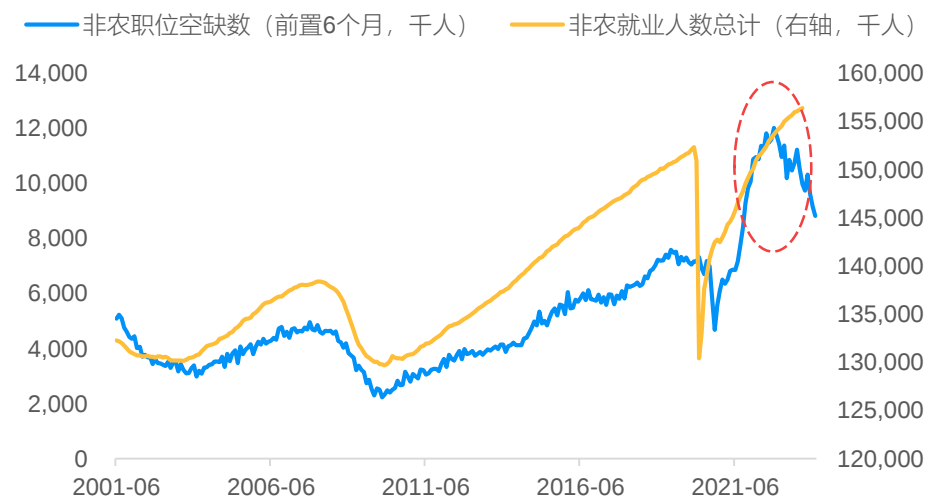


市场观察(3) 海外

美就业走软暗示周期尾声将近，关注固收类资产投资机会

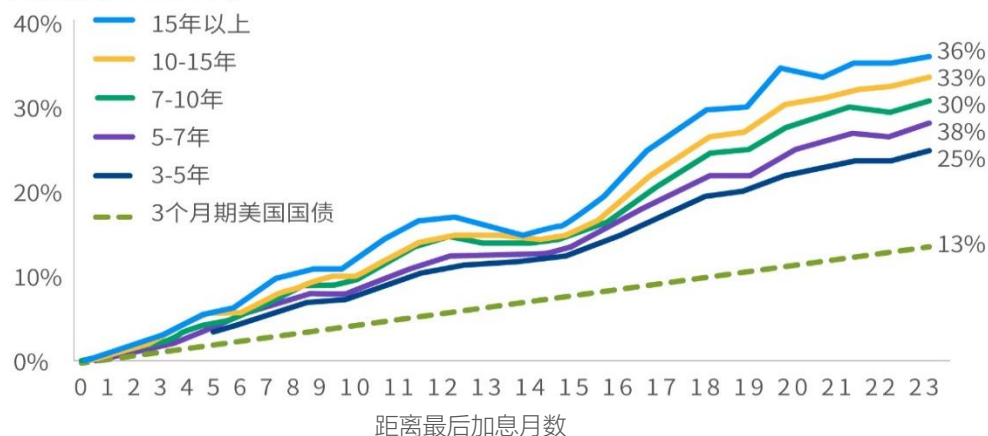
- **美国就业数据走软，市场风险偏好改善：**上周披露的美国最新经济数据大都不及预期，推动11月降息预期回落、美债收益率和实际利率一度回落，推动风险偏好回升，全球股市齐涨。库存回落导致美国第二季度经济环比年率被下修至增长2.1%，低于初值的2.4%；而更能提振市场情绪的数据来自美国7月职位空缺降至883万，创近两年半以来的最低水平，而此前市场预期为自6月的917万回升至940-950万人。
- **过往加息周期结束后两年，固收资产平均回报超现金14%：**作为今年美国最为坚挺的经济数据之一，职位空缺的回落和8月失业率的上升极大地提振了市场关于降息周期尾声将近的信心。展望后市，尽管无人能够确切知晓美联储及其他央行结束加息周期的时间，以及其设定的终端利率（指加息周期结束时的利率水平），但当利率见顶后，现金的收益往往会跑输其他投资；**纵观过去美联储的七个加息周期中，于最后一次加息后的两年内，固定收益资产的表现平均累计能高出现金14%，固定收益资产的表现该期间从未落后于现金。**

领先6个月，职位空缺数据暗示美国就业或已见顶



过往7个月加息周期结束后两年，固收资产大幅跑赢现金

自1981年以来的过去七个加息周期中，按美联储最后一次加息后计算美国国债的平均总回报（按存续期列示，%）



资料来源：（左）万得，数据区间2001.06-2023.08；（右）摩根大通私人银行、彭博财经。数据截至2023年7月。1981年、1984年、1995年、2000年、2006年和2018年国债指数的累计回报。

投资视角：政策底或已显现，经济基本面尚在筑底



任翔

摩根资产管理中国基金经理

资料来源：摩根资产管理

本轮债市上行周期始于2021年初，持续时间较长。去年11月以来，经济复苏的强弱变化，亦牵动投资者不断改变久期策略。**以史为鉴，虽然较难从基本面、政策面和情绪面找到历史上完全一致的时期，但分开来看，都有相似阶段。**我们对现阶段债市各个维度看法如下：

基本面：近似2015年。彼时，房价和地产销售出现一定回落，相关行业存在一定产能过剩，PPI（生产者物价指数）处于负值区间，利率下行，和当下较为类似。

政策面：呈现新形势与新思路。近几年来，我国在重视经济增速的基础上，增加了对经济发展质量的关注。因此，我们预计政策指引或将更加侧重于稳增长。

情绪面：一方面，近似2020年，投资者对经济扩张的信心不足；另一方面，近似2016年年中阶段，利率持续下行，债市热度高涨，投资者情绪较乐观。

当下来看，政策底或已显现，经济基本面尚在筑底。展望债市后市，我们的看法兼具乐观和谨慎。谨慎的理由如下：

由于经济回暖政策的持续落地，可能会对债券市场造成持续扰动。因此，获取较高的债券收益率也非易事。

从估值角度看，目前十年期国债收益率已接近2020年疫情期间的水平，十年期国开债甚至已低于2020年低点。**因此，利率后续的下行空间或较有限。**

当前公募基金所持债券久期处于相对历史高位，买卖分歧度处于历史低位。因此，未来市场的调整，可能会带来较显著的趋同交易现象，这一潜在风险值得注意。

净值化转型可能会放大客户的申赎交易次数，从而放大债券市场的波动。

综上所述，从债券配置角度而言，现阶段我们会在重点关注组合流动性的同时，在久期上进行一些适当的波段交易。

其他观察

● 美国8月失业率升至3.8%创去年2月来新高，时薪同比增幅降至4.3%，暂停加息预期升温

美国8月非农就业人数增加18.7万人超过预期，但6、7月就业数据合计较修正前低11万人；失业率上升幅度超出预期，意外飙升0.3个百分点，达到3.8%，创去年2月以来新高；8月平均每小时工资同比4.3%，低于前值4.4%，环比增0.2%，不及预期的0.3%及前值0.4%；劳动力参与率62.8%，创2020年2月以来最高。数据发布后，互换市场显示年内美联储再度加息的可能性下降。

● 库存减少导致美国第二季GDP被下修，但第三季初增长势头似乎回升

美国第二季度经济环比年率被下修至增长2.1%，低于上月报告的初值2.4%，因企业清理库存，但本季度初经济增长势头似乎有所回升，因劳动力市场吃紧支撑消费者支出。美国商务部周三的报告也证实，上一季度通胀压力有所缓解。剔除食品和能源的核心个人消费支出(PCE)物价指数增长3.7%，低于之前报告的增长3.8%，较第一季的4.9%大幅放缓。此外，ADP全国就业报告显示，8月民间就业岗位增加17.7万个，增幅较前月放缓，但劳动力市场依然吃紧。

● 美国7月消费者支出创六个月最大增幅，但储蓄率下降发出警示信号

美国商务部公布，7月消费者支出增长0.8%，创下六个月来最大增幅，民众购买了更多商品和服务，但物价环比涨幅放缓巩固了美联储9月将维持利率不变的预期。经通胀调整后，7月实际消费支出环比增长0.6%，也是1月以来最大增幅；7月储蓄率降至3.5%的2022年11月以来最低，消费支出前景并不乐观。

● 中国楼市政策持续加码

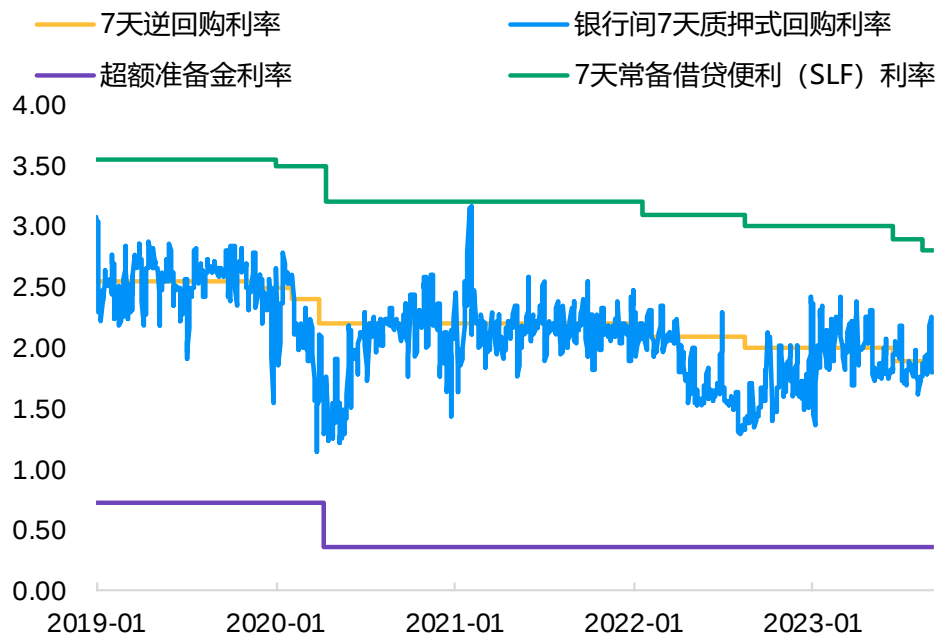
中国央行周四宣布降低存量首套住房贷款利率，自9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。同时，统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限，不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限统一为分别不低于20%和30%。

资料来源：路透，彭博

趋势跟踪：市场利率下行，国债收益率上行

- 截至2023/9/1，存款类机构7天质押式回购利率较前一周下行15.0bps
- 10年期国债和国开债收益率分别较前一周上行1.5个bps和下行4.8个bps

中国利率走廊



中国10年期国债收益率

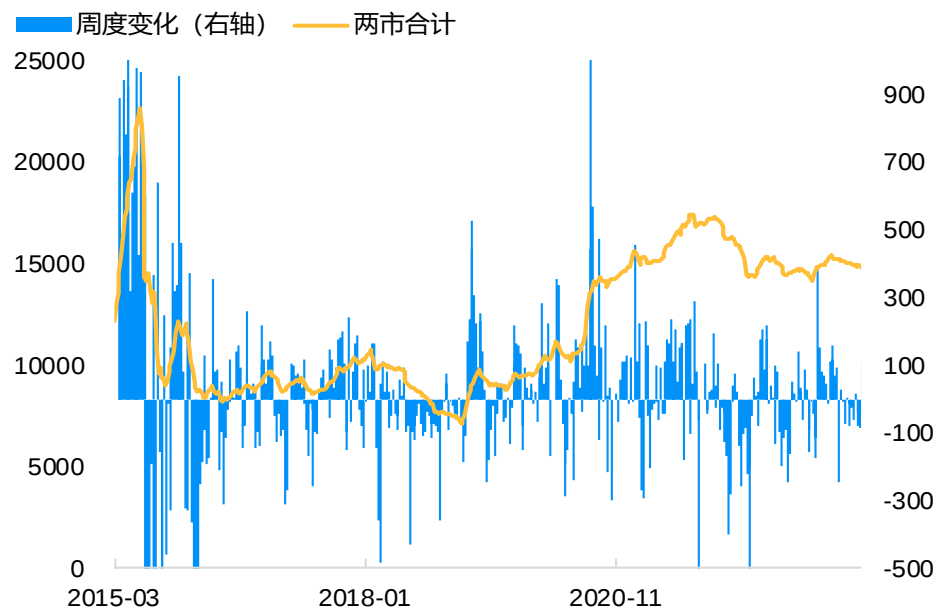


资料来源：Wind, Bloomberg；数据截至 2023/9/1

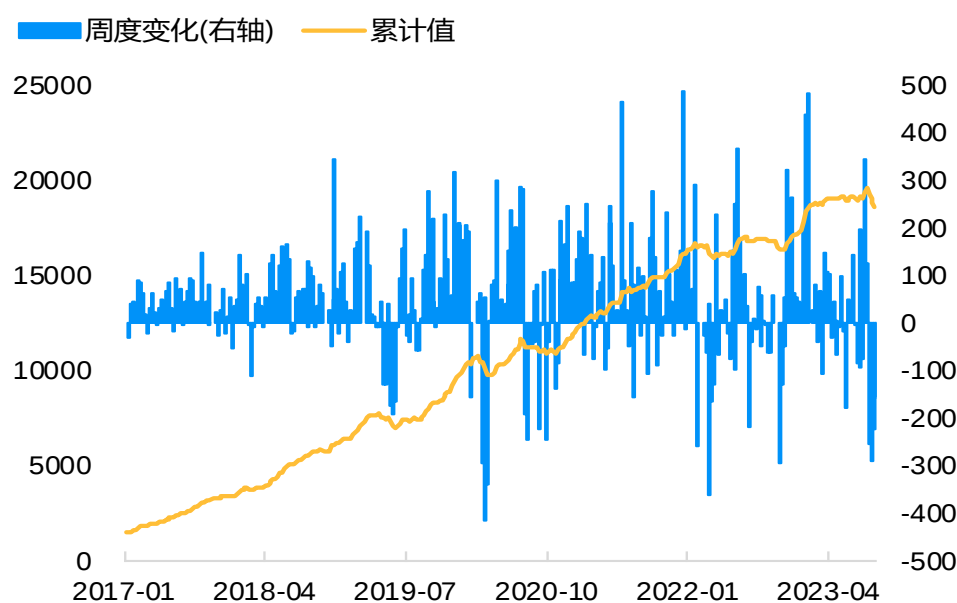
趋势跟踪：融资余额下降，北上资金净流出

- 截至2023/9/1，融资余额较前一周下降18.6亿元
- 沪深港通北上资金上周净流出156.87亿元

融资余额（亿元）



北上资金（亿元）



资料来源：Wind, Bloomberg; 数据截至 2023/9/1

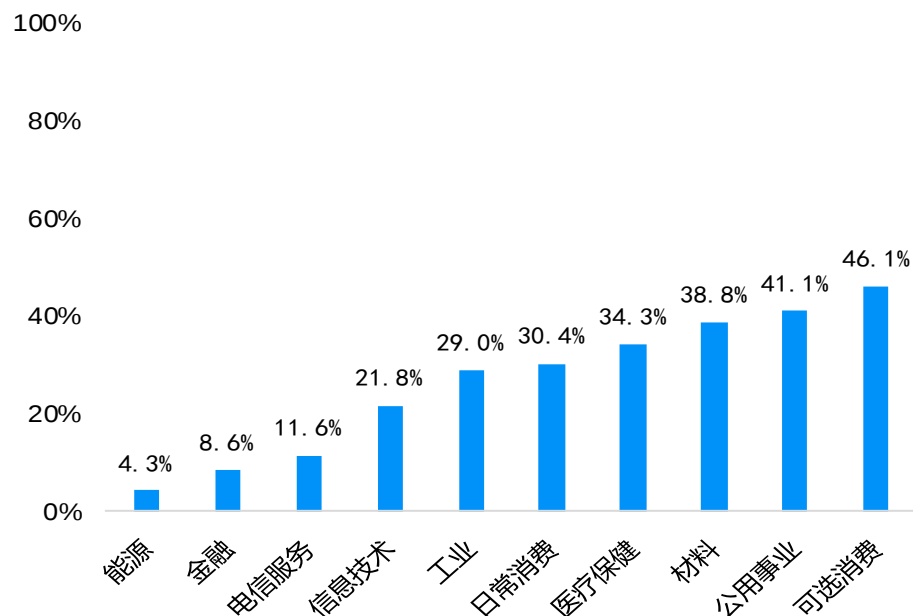
趋势跟踪： A股估值结构分化

- 截至 2023/9/1 ， 中证800指数估值为13.03倍
- 能源、金融和电信服务等行业估值仍在相对低位

中证800指数估值（倍）



A股主要行业动态市盈率分位数*



资料来源：Wind，右图行业分类为万得一级行业；数据区间：1999.12.31- 2023/9/1 ；*注释：右图市盈率分位数的测算方式为以过去20年行业的历史最低估值为0%，并以最高估值为100%建立坐标轴。按照当前估值给予分位数。

2023年三季度焦点基金 波动中宜稳健航行，聚焦中长期结构性机遇

聚焦长线潜力，把握结构性机遇

新兴动力混合 A类:377240；C类:014642	高集中高成长 聚焦新兴产业
健康品质生活混合 A类:377150；C类:015346	挖掘消费升级潜力 引领健康品质生活
动力精选混合 A类:006250；C类:013137	关注新能源等赛道 近3年排名领先*

被动投资，把握贝塔机遇

恒生科技ETF（QDII） 证券代码：513890	聚焦资讯科技行业 网罗港股科技龙头
标普港股通低波红利指数 A类：005051；C类：005052	震荡市减震利器 一键布局港股优质红利股

智慧互联股票 A类:001313；C类:016919	专注互联网主题投资 拥抱智慧生活
阿尔法混合 A类:377010；C类:015637	关注个股性价比 追求长期超额收益

闲钱理财，中低风险之选

瑞益纯债债券 A类:007329；C类:007330	精“益”求精择债 远离股市波动
-------------------------------	--------------------

退休储备，一站式解决方案

锦程均衡养老三年持有混合FOF A类:007221；Y类:017342
--

科技前沿混合 A类:001538；C类:014964	聚焦科技蓝海 网罗景气龙头
大盘蓝筹股票 A类:376510；C类:016401	汇聚细分领域龙头 分享中国增长红利

行稳致远，追求绝对收益#

强化回报混合 A类:372010；B类:372110	权益占比不高于20% 稳中求进
安隆回报混合 A类:004738；C类:004739	权益占比不高于 30% 追求稳健收益
安荣回报混合 A类:012366；C类:012367	权益类占比不高于50% 进退从“荣”

*排名数据来自银河证券，截至2023.06.30；动力精选基金在银河证券为“偏股型基金（股票上下限60%-95%）”，近3年同类排名为35/569；摩根锦程均衡养老三年持有混合FOF对每份基金份额设置了3年的最短持有期限，在最短持有期限内不可办理赎回及转换转出业务。基金名称中包含“养老”字样，并不代表收益保障或其他任何形式的收益承诺。养老产品不保本，可能发生亏损。Y份额是本基金针对个人养老金投资基金业务设立的基金份额。#绝对收益指本基金力争为投资人带来绝对回报，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。

摩根

资产管理

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

摩根基金管理（中国）有限公司

网址：am.jpmorgan.com/cn

客服电话：400 889 4888 电话：021-20628000

地址：上海浦东新区富城路99号震旦大厦25楼 邮编：200120

关注官方微信号，了解更多



上投摩根基金管理有限公司于2023年4月正式更名为摩根基金管理（中国）有限公司。摩根基金管理（中国）有限公司在中国内地使用「摩根资产管理」及「J.P. Morgan Asset Management」作为对外品牌名称，与JPMorgan Chase & Co.集团及其全球联署公司旗下资产管理业务的品牌名称保持一致。摩根基金管理（中国）有限公司与股东之间实行业务隔离制度，股东不直接参与基金财产的投资运作。

风险提示：投资有风险，在进行投资前请参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》和《基金产品资料概要》等法律文件。基金名称中包含“养老”字样，并不代表收益保障或其他任何形式的收益承诺。养老产品不保本，可能发生亏损。本资料为仅为宣传用品，不作为任何法律文件。基金管理人承诺以诚实信用，勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对基金业绩表现的保证。上述资料并不构成投资建议，或发售或邀请认购任何证券、投资产品或服务。所刊载资料均来自被认为可靠的信息来源，但仍请自行核实有关资料。观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。