



政策护航但增量不济 9月市场或波浪前进

2023年9月9日

齐盛股指交流会



温凯迪



投资咨询证号:Z0015210

目录

- 1 核心观点
- 2 核心逻辑（包括短期逻辑、中期逻辑）
- 3 策略建议



Part one

核心观点

核心观点-8月为何下跌？



政策激发预期后

存量很快加仓、耗完，

场外增量却不为所动。

外资连续抛售过程中引发散户恐慌。

历史上，这种先诱多、再破位、引发恐慌、随后见底的走法也比较多倒是，个人认为北向的引导有影响、政策不及预期也有影响，但应不是主因。

最大的问题，

增量不济。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

核心观点-9月能否破局？



经济：触底，但也没有太强的复苏。

政策：货币端可能大部分已兑现，
财政端可能还有化债方面的利好。

资本市场：个人预期到的基本兑现，
本月或经历一段空窗期。

增量资金从哪来？

印花税(2700)、减持新规(3500)、
IPO+再融资(16000)每月节省千亿。
这里不能马上体现，但拉长时间，
市场肯定能得到休养生息。

剩下的，就是场内高标至板块的赚钱效应发散了。

9月，高标出现、经历政策空窗期、经历节前效应，预计整体行情曲折向上。

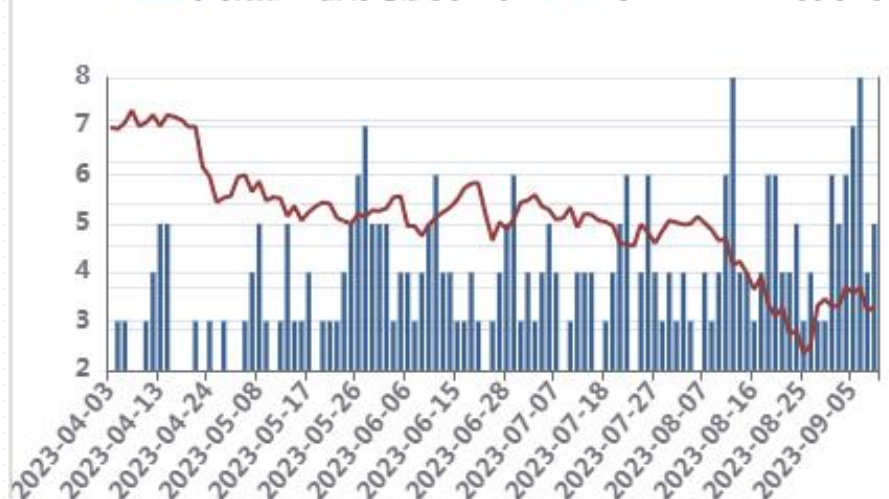
核心观点-9月



■ 断板实质空间高度(左) ● 沪深300指数(右1)



■ 自然连板高度(左) ● 中证1000(右1)



连板高标稍有突破。

断板处的8.5板怎么解释？时间在1个月前，而且是断档式的，目前还未演绎断档式，但起步强。

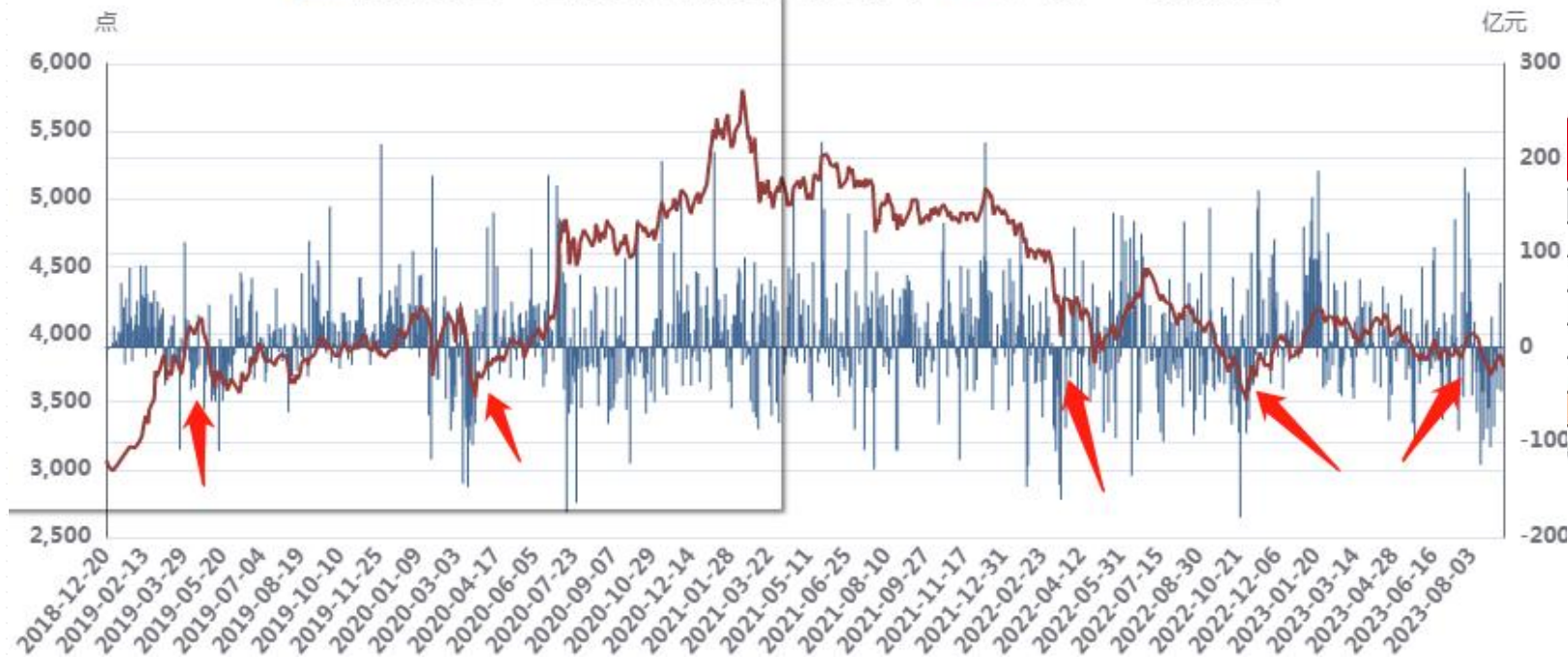
连板处的上次8连怎么解释？上次是20CM四连，本次是10CM八连，本次更高些。

总而言之，有小的突破，但幅度有限，未来还会继续突破。

至周五，已经可以算有比较实质的突破了。

核心观点-北向资金-变与不变

■ 北向资金：当日买入成交净额(右1) ● 沪深300指数(左)



近五年北向资金的5次明显流出

时间	净流出(亿)	累计流出交易日	主要原因
2019.5	-536.74	16	短期快速上涨后的获利兑现
2020.3	-678.73	13	全球疫情冲击，叠加流动性危机
2022.3	-450.83	16	美联储加息和地缘冲突影响
2022.10	-573.00	11	人民币汇率承压，疫情持续
2023.8	-748.27	14	人民币汇率承压，国内经济弱复苏
平均	-597.51	14	-

来源：Wind，好买基金研究中心；数据日期：2018.8-2023.8，其中最新截至2023.8.23

汇率对北向资金影响很大？

2019年5月之前，北向资金整体很有“前瞻性”，高抛低吸，对顶底的把握很精准。这期间，其买卖与人民币汇率并无明显的关系。

2019年5月之后，北向资金突然成为“反指”。市场永远在变，个人无法轻信“显而易见”的规律

齐

齐盛期货
QISHENG FUTURES

核心观点

季级：近期经济数据疲软，完成年度GDP目标的压力加大，对政策的预期可以适度抬高，但短期降存量房贷、降存款利率兑现后，货币端政策应已兑现大部分，财政端尚有化债等政策预期。资本市场方面政策护航态度明显，措施实质，中期有一定安全边际，但本月或经历一段空窗期。

月级：情绪指标在修复初期，高标初步突破，本月整体在传导初期，考虑月内要经历政策空窗期和节前效应，预计情绪对指数的带动作用比较一般，月内指数或波浪前进。

风险点：

1、月度资金、情绪评估系统可以理解为择时工具以往绝大多数情况下情绪底即指数底，但情绪复苏初期较为敏感，有利空冲击也会导致情绪底被击穿的情况。可预测的部分在于情绪底之后有较长修复期，不可预期的部分是情绪底能否被击穿、击穿幅度多大，需严格控制杠杆率、预留定回撤空间。



Part two

短期逻辑

资金分析：近期资金流向



反弹至今经历十多个热点轮动，华为-卫星通信-天通卫星，初步形成主线持续热点。

虽然，指数还比较弱，经验上，高标、热点走在指数前面，本月会吸引增量，指数可能震荡反复式偏上，不确定有多少空间，但整体风险应不大。

齐

齐盛期货
QISHENG FUTURES

资金分析：外资态度转变



外资整体有所改善。

未来美债收益率升值的空间应该不大，人民币不会持续贬值。



资金分析：内资加速进场



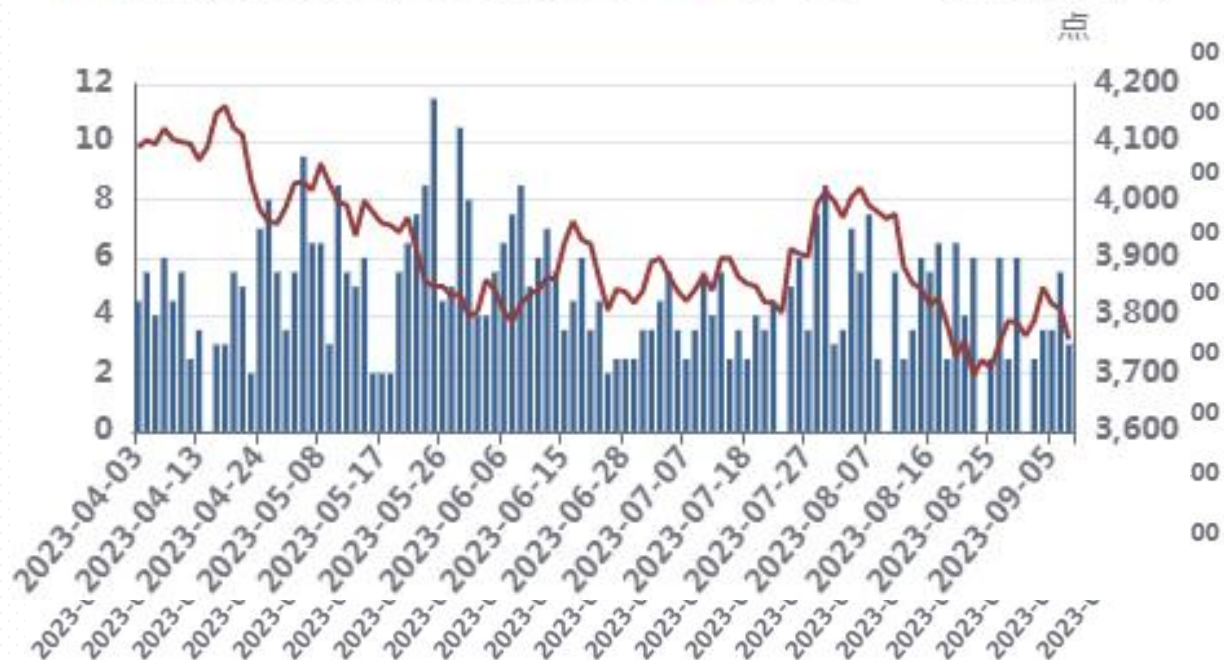
ETF基金更多是中长线信号。

● 股票型ETF总份额(左) ● 沪深300指数(右1)

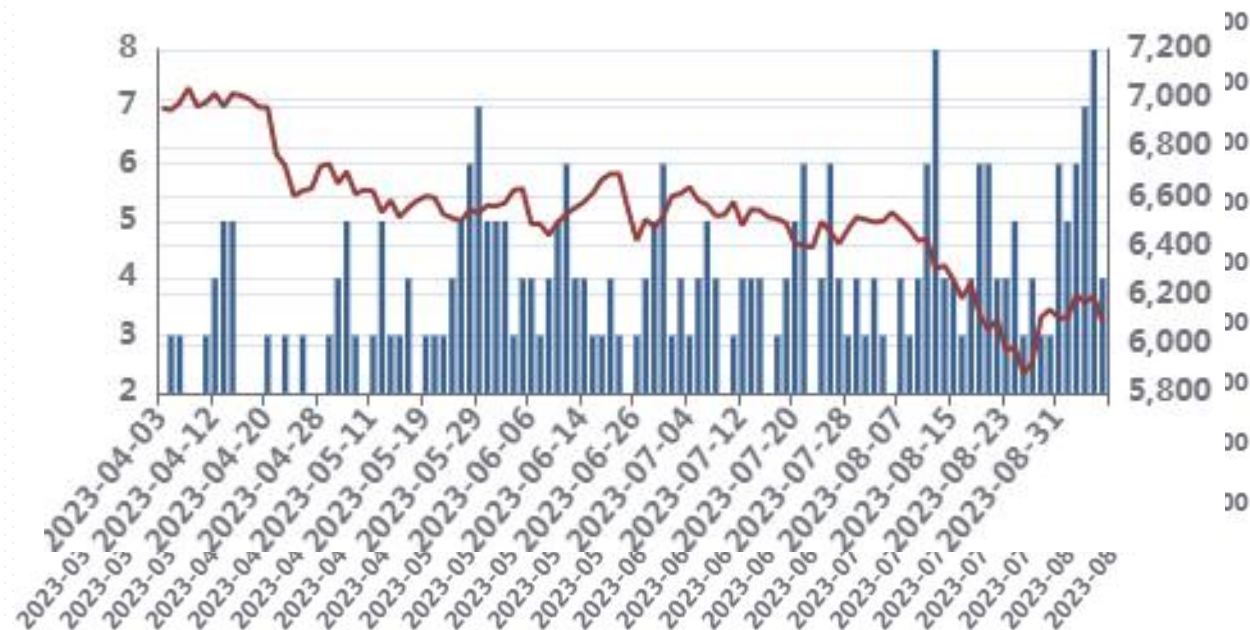


情绪分析：初次突破壁垒

■ 断板实质空间高度(左) ● 沪深300指数(右1)



■ 自然连板高度(左) ● 中证1000(右1)



连板高标稍有突破。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

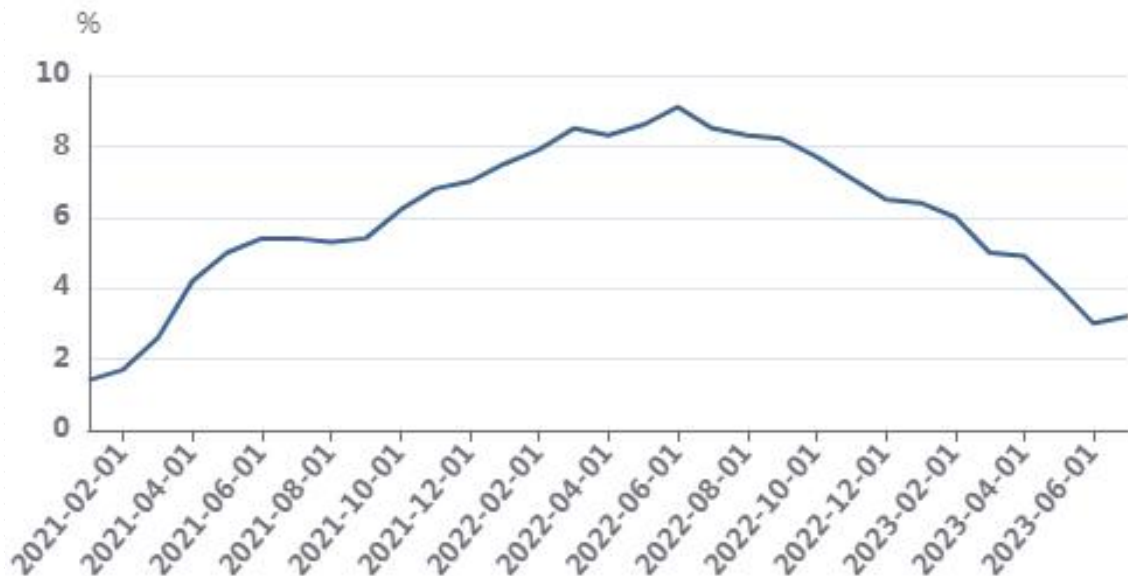


Part three

中期逻辑

中期逻辑：盈利端

● 美国CPI当月同比



● 10年美债收益率(左) ● 美国Markit制造业PMI(右1)
● PMI(右1)



7月可能是美联储最后一次加息，9月、11月待定。

美债收益率在去年10月首次触顶，近期受新发1.2万亿美债、通胀反复、经济韧性等短逻辑影响再破前高，长逻辑紧缩尾声、居民超额储蓄下降影响下后期美债收益率应整体下降。

经验上美债收益率领先全球制造业一年，今年四季度制造业或企稳，但回升空间有限。



中期逻辑：盈利端



美加息尾声、经济预期放缓，美元指数或走弱。国内有复苏预期，但初期动力不强。

国家外汇局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5，以往多对应贬值尾声。

外汇存准率下调。

未来人民币汇率或企稳，甚至升值。



中期逻辑：盈利端



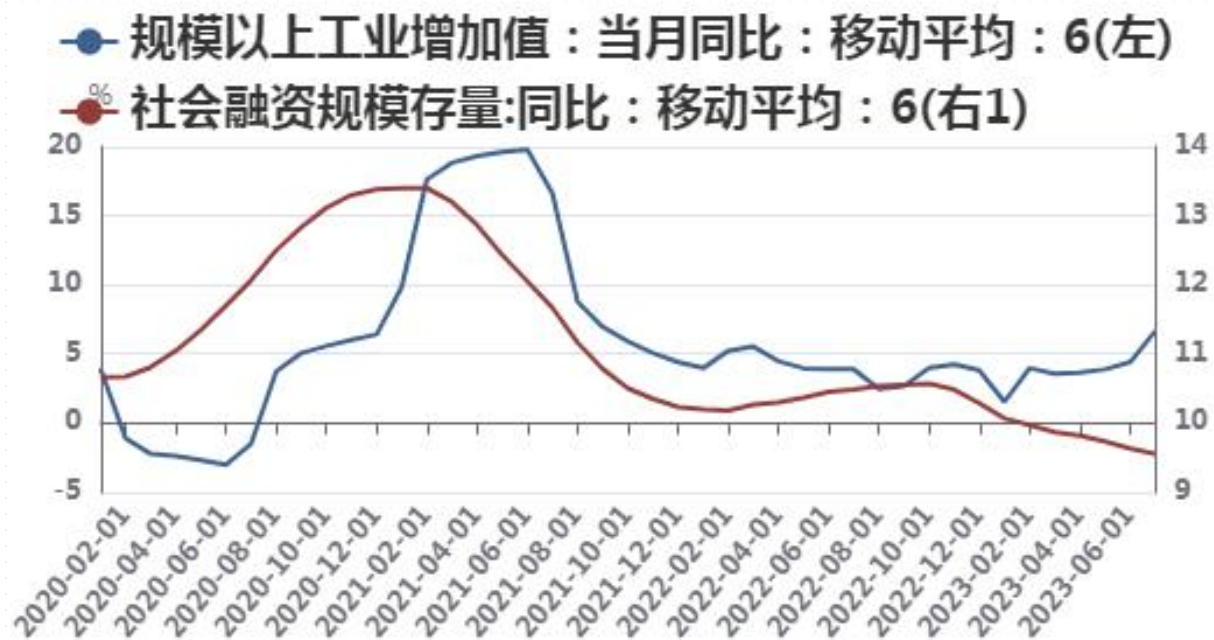
政府工作报告，“国内生产总值增长5%左右”。

二季度两年复合增速3.3%，下半年两年复合增速需达到4.0%可完成全年目标。

没有特别事件冲击目标都会完成。抛开过程，只看结果，三四季度经济肯定要比二季度好，二季度就是二轮复苏的起点。



中期逻辑：盈利端



金融底领先经济底，社融一般领先GDP两个季度左右。

背后的逻辑是融资增加会传导至投资，从而拉动经济回升。

具体而言，前几轮稳增长基本都是首先依靠基建+地产投资拉动，而制造业投资则相对滞后很难起到逆周期调节作用。

经济的全面回升则要等到出口、消费等终端需求的恢复。

稳增长——稳投资——稳地产、基建



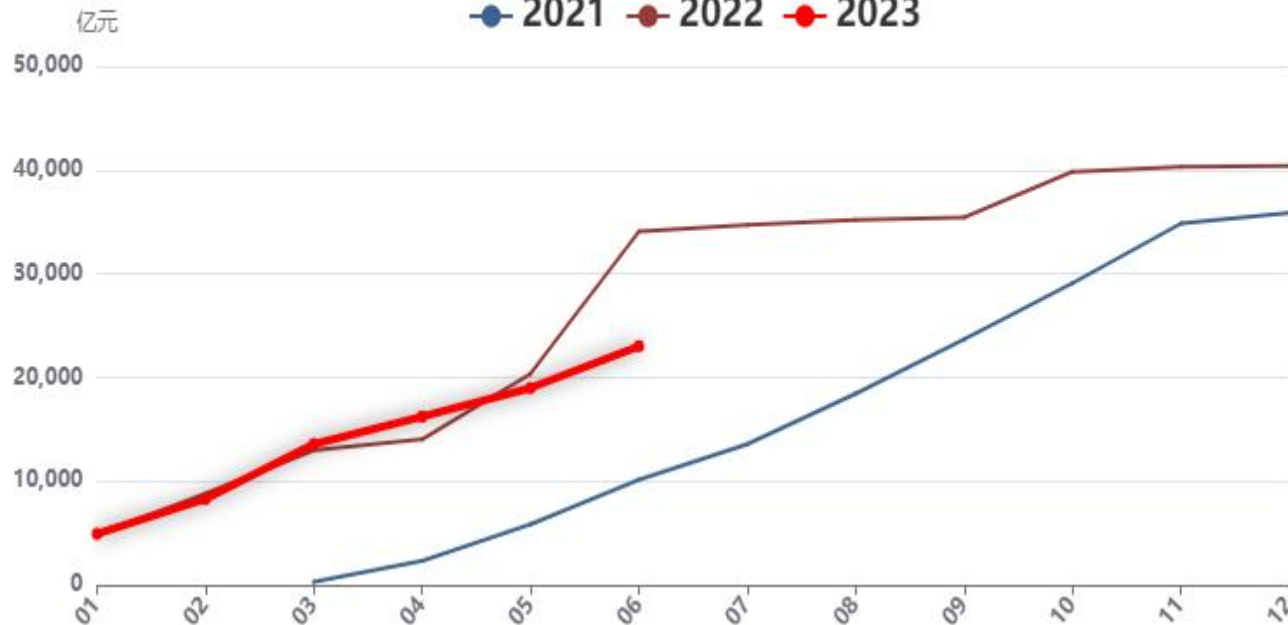
中期逻辑：盈利端

● 社会融资规模存量:同比 ● 固定资产投资资金来源:合计:累计同比
● 房地产开发资金来源:合计:累计同比



地方政府专项债-新增专项债券累计值

● 2021 ● 2022 ● 2023



社融增速虽近期下滑，但年初的高增量正逐渐在投资、地产端反映，即使没有政策，地产端下半年本身也有复苏动力（虽然力度不大）。

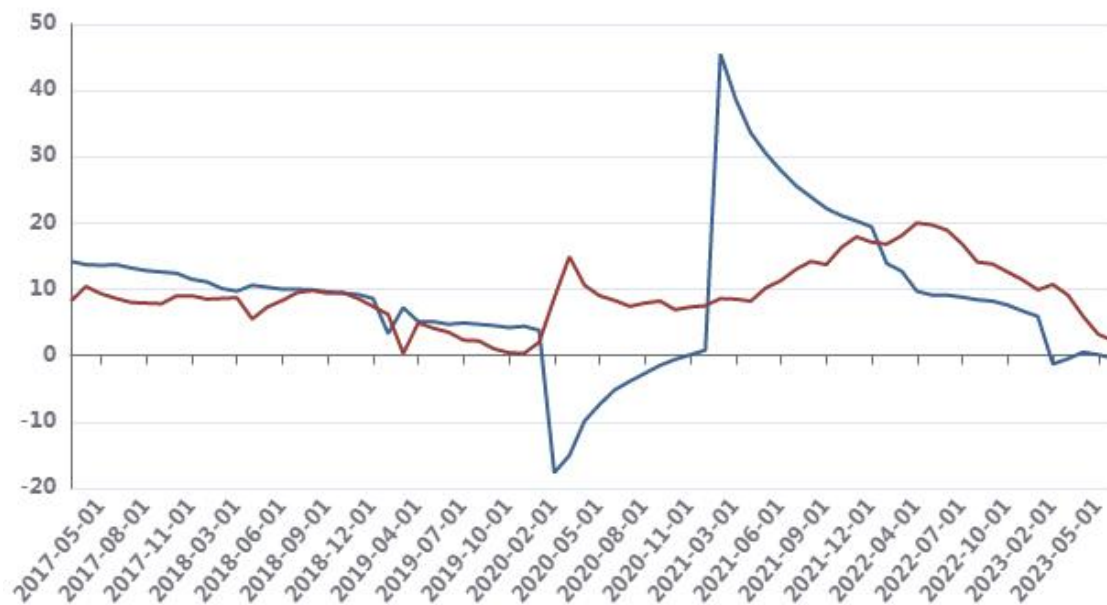
上半年专项债发行速度较以往缓慢，占全年预算安排新增专项债限额的57.15%，而上年同期的发行进度为81.75%。下半年本身也会有加速。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

中期逻辑：盈利端

● 工业企业:营业收入:累计同比 ● 工业企业:产成品存货:累计同比



● 工业企业:利润总额:累计同比



库存周期的四阶段：主动补库存→被动补库存→主动去库存→被动去库存。

当前阶段企业营收下降，库存下降但降速放缓，还处于主动去库阶段，应该很快进入被动去库环节（部分行业已经在此环节），按照以往时间经验，被动去库、库存底可能就在三、四季度。



齐盛期货
QISHENG FUTURES

中期逻辑：盈利端

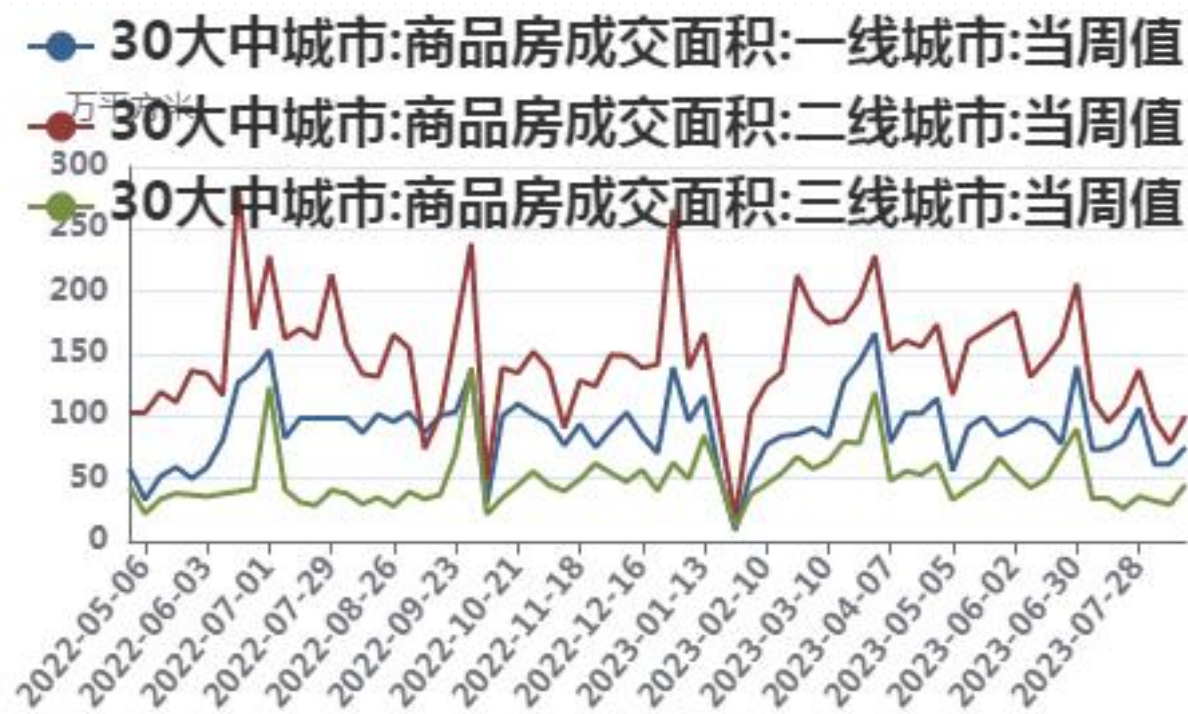
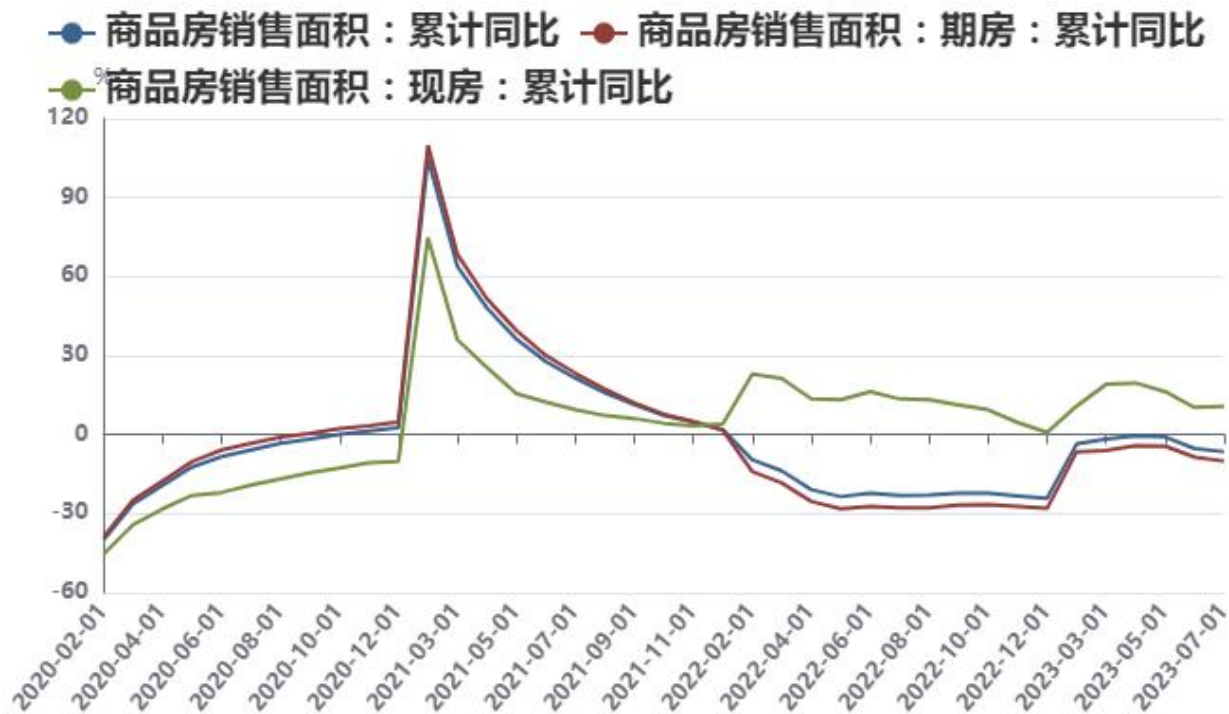


PPI一般领先存货3-5个月，商品指数领先PPI 1-2个月。

去年下半年PPI低基数，商品指数已经上涨，6月应该就是PPI底。

9月后或见库存底。

中期逻辑：盈利端

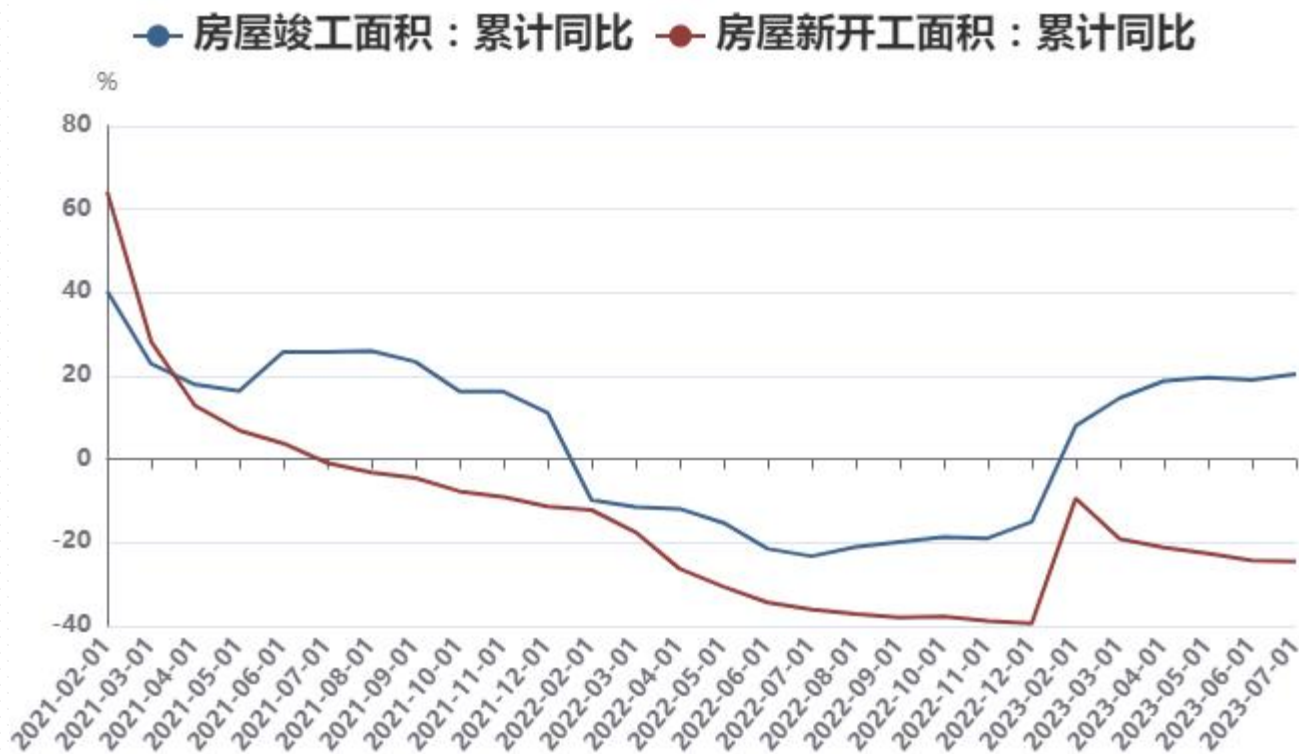
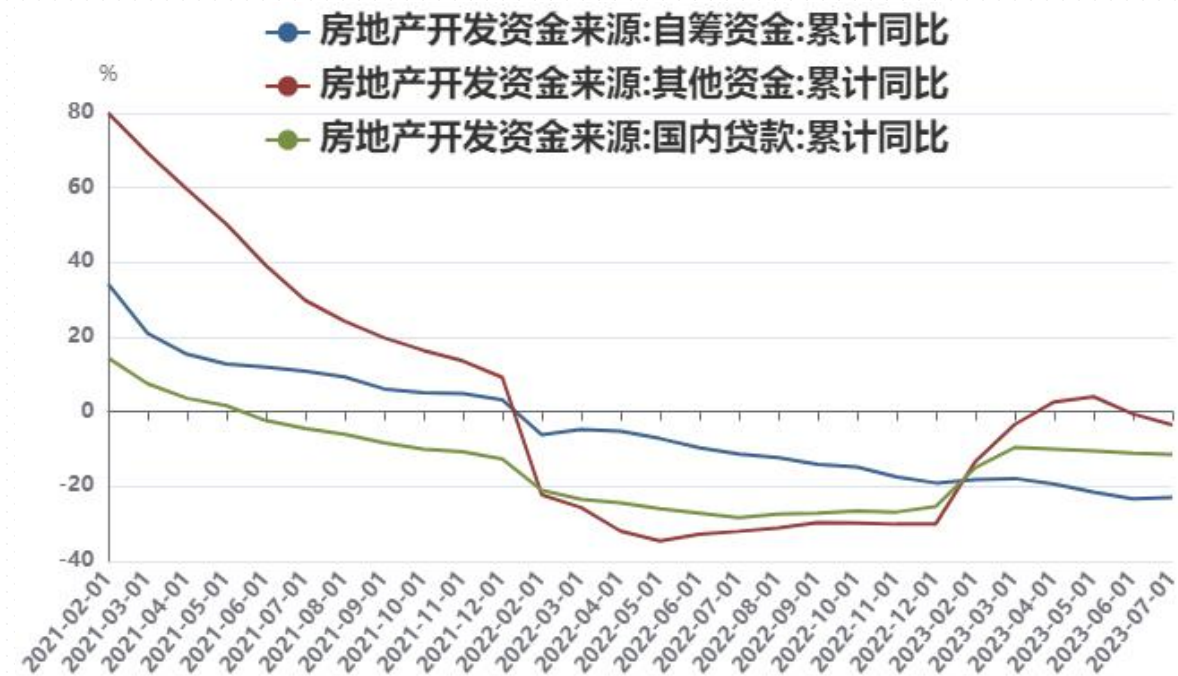


7月份地产销售再度转弱，8月至今的高频数据暗示销售端并无明显好转。

结构上，现房销售持续好于期房，一线销售好于二三线，暗示居民信心、需求不足。

地产销售的改善仍需时间。

中期逻辑：盈利端



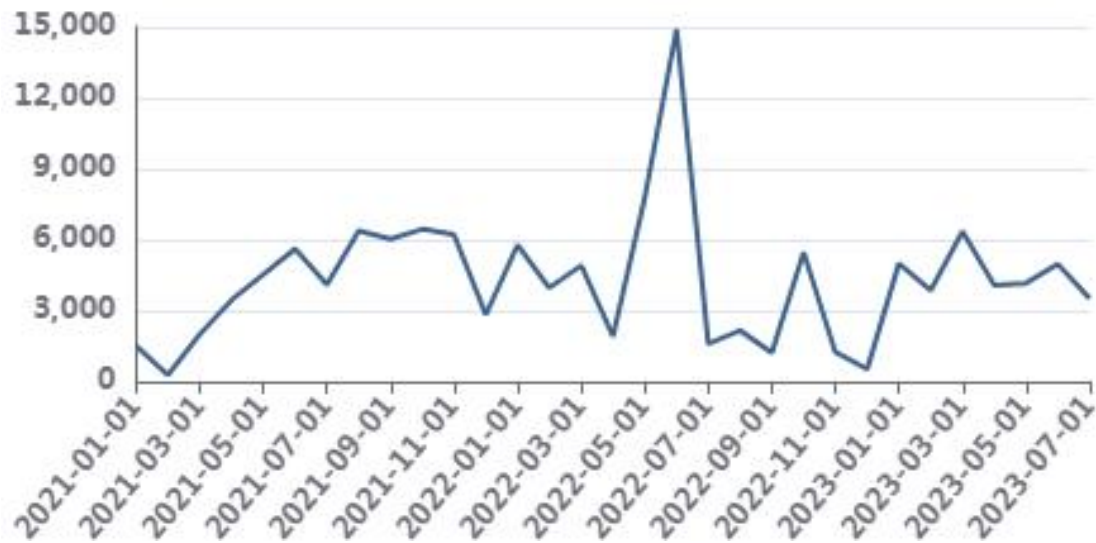
至7月份数据，

房地产开发资金来源面临压力，尤其是自筹方面的压力。资金承压的背景下，保交楼压力下向竣工端倾斜，新开工持续低迷，终究会向施工、竣工端传导。

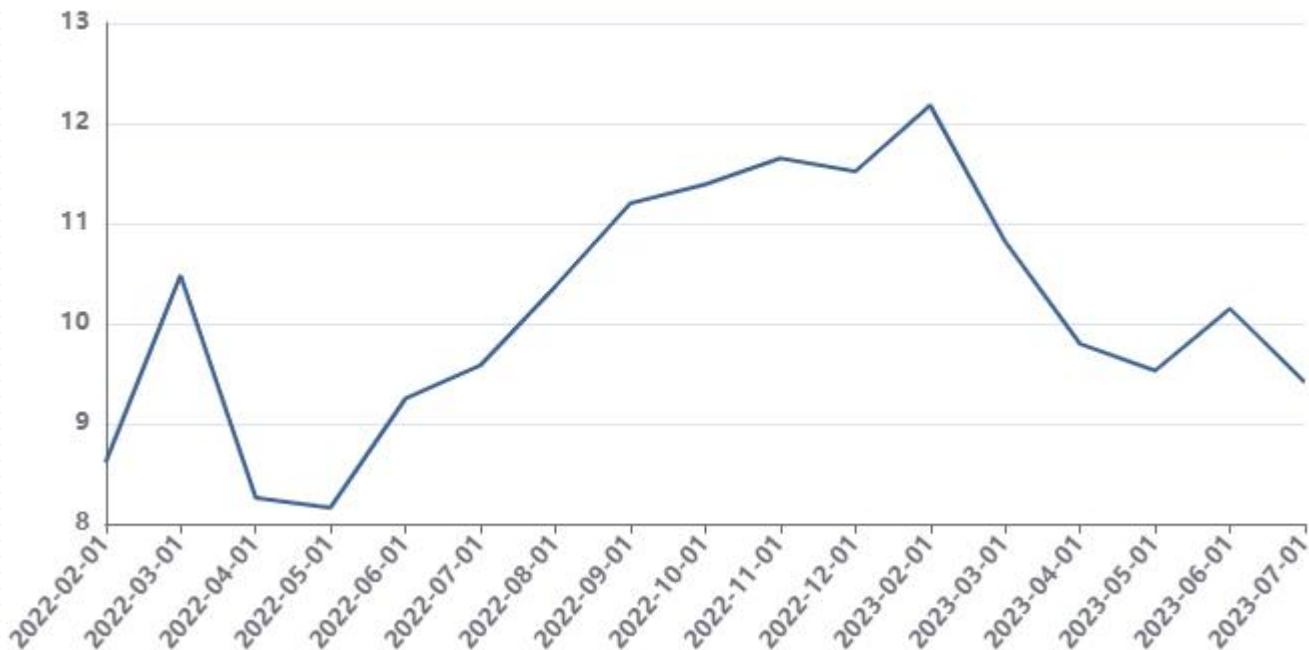
市场面临着一定压力，政策的传导需要一定时间。

中期逻辑：盈利端

● 地方政府债券发行额:专项债券:当月值



● 固定资产投资完成额:基础设施投资:累计同比

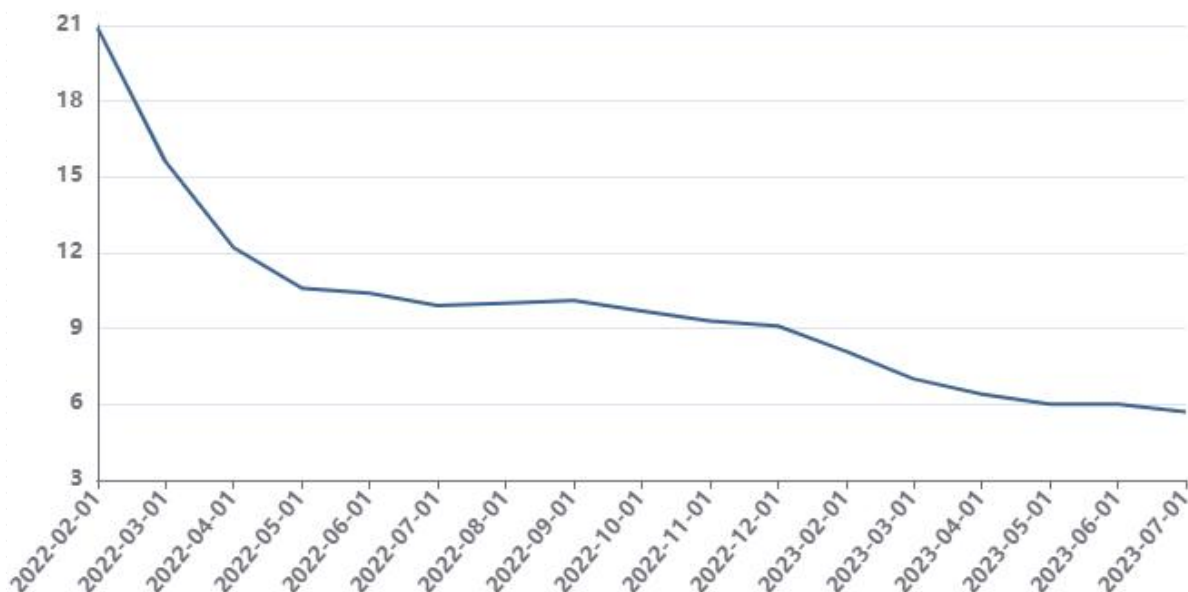


1~6月，新增专项债券累计发行23008亿元，剔除1288亿元中小银行资本金专项债后，今年上半年用于项目建设的新增专项债发行规模达21720亿元，占全年预算安排新增专项债限额的57.15%，而上年同期的发行进度为81.75%。

下半年基建有同比加速预期。

中期逻辑：盈利端

● 固定资产投资完成额:制造业:累计同比



制造业

5.7

其中：农副食品加工业

7.0

食品制造业

2.0

纺织业

-2.3

化学原料和化学制品制造业

13.7

医药制造业

0.6

有色金属冶炼和压延加工业

10.2

金属制品业

-1.1

通用设备制造业

4.6

专用设备制造业

6.4

汽车制造业

19.2

铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业

-0.6

电气机械和器材制造业

39.1

计算机、通信和其他电子设备制造业

9.8

细分行业上的亮点：航空航天器及设备制造业、新能源汽车及电池、信息技术、工业控制及计算机系统、多晶硅。

工业高端化、智能化和绿色化。

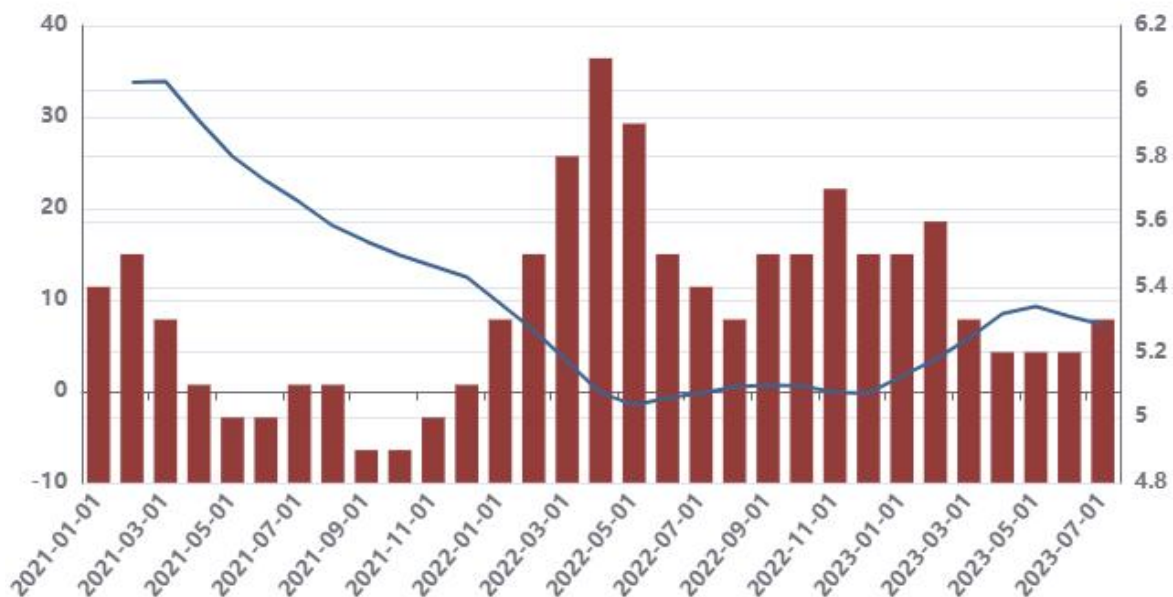
增速保持高位，结构持续优化。



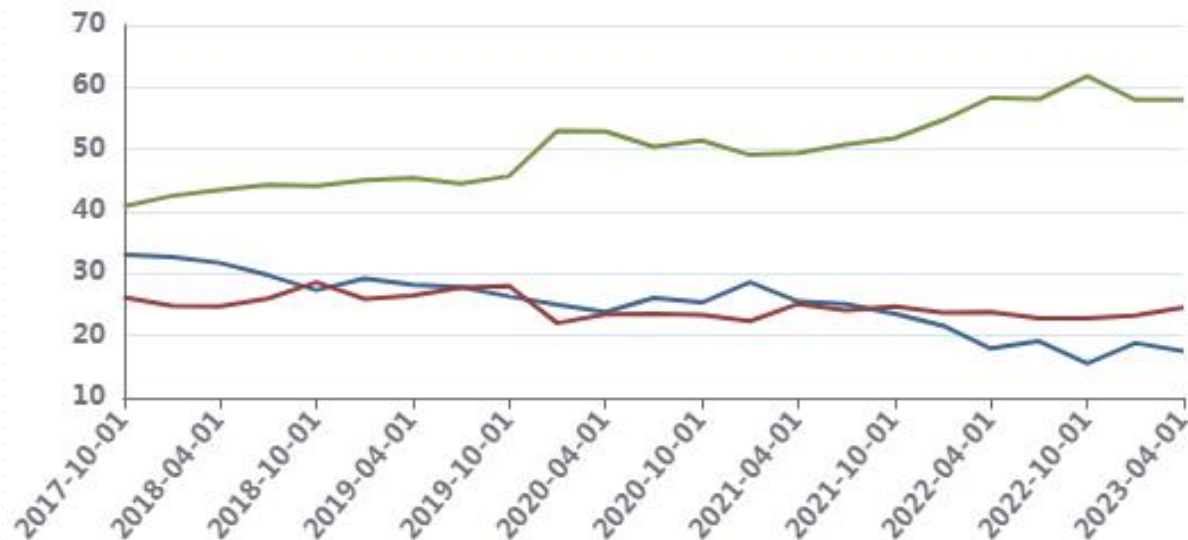
齐盛期货
QISHENG FUTURES

中期逻辑：盈利端

● 社会消费品零售总额:累计同比(左) ■ 城镇调查失业率(右1)



● 更多投资占比 ● 更多消费占比 ● 更多储蓄占比



消费目前总体在低位，近年储蓄率大幅提升，投资率大幅度下降，居民收入增速放缓、信心不足。

直接将储蓄转化为消费有一定难度，储蓄转化为投资相对更容易一些。

“活跃资本市场，提振投资者信心”，增加财产性收入，也是刺激消费的途径。



Part four

策略建议

核心观点

季级：近期经济数据疲软，完成年度GDP目标的压力加大，对政策的预期可以适度抬高，但短期降存量房贷、降存款利率兑现后，货币端政策应已兑现大部分，财政端尚有化债等政策预期。资本市场方面政策护航态度明显，措施实质，中期有一定安全边际，但本月或经历一段空窗期。

月级：情绪指标在修复初期，高标初步突破，本月整体在传导初期，考虑月内要经历政策空窗期和节前效应，预计情绪对指数的带动作用比较一般，月内指数或波浪前进。

风险点：

1、月度资金、情绪评估系统可以理解为择时工具以往绝大多数情况下情绪底即指数底，但情绪复苏初期较为敏感，有利空冲击也会导致情绪底被击穿的情况。可预测的部分在于情绪底之后有较长修复期，不可预期的部分是情绪底能否被击穿、击穿幅度多大，需严格控制杠杆率、预留定回撤空间。



免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分内容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为山东齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。



齐策微信平台

利他即自利

格局定未来



THANKS

利 他 即 自 利 · 格 局 定 未 来