

国都证券研究所晨报 20230704

【财经新闻】

- 多部门密集发声 透露下半年四大政策“风向”
- 无惧万亿元逆回购到期 7月流动性宽松态势不改
- A股公司新陈代谢速率加快 市场生态优化

【行业动态与公司要闻】

- 探索产业协同发展新模式 我国多地崛起食品产业集群
- 多指标回升显示物流业持续向好

【国都策略视点】

- 策略观点：稳增长政策工具与力度有待确认，预期差决定市场结构主线

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3243.98	1.31
沪深300	3892.88	1.31
深圳成指	11091.56	0.59
中小板综指	11920.88	0.38
恒生	19306.59	2.06
国企	6590.82	2.58
恒生AH溢价	137.79	0.17
标普500	4455.59	0.12
NASDAQ	13816.77	0.21
MSCI新兴市场	1005.11	1.58

昨日A股行业

排名	行业名称	成交量 (百万)	涨跌%
1	非银金融	2592.47	2.45
2	交通运输	2334.66	2.36
3	食品饮料	840.81	2.35
4	社会服务	1023.72	2.28
5	石油石化	1061.81	2.09

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	70.12	-0.47
纽约期金	1929.20	0.07
伦敦期铜	8380.0	0.78
伦敦期铝	2161.0	0.44
波罗的海干散货	1068.00	-2.11

资料来源：iFind、Wind、国都证券

研究员：傅达理

电话：010-84183343

Email：fudali@guodu.com

执业证书编号：S0940519040003

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 多部门密集发声 透露下半年四大政策“风向”

【上海证券报】近期，国家发展改革委、财政部、工业和信息化部等多部门密集发声，释放出加大宏观政策调控力度，稳增长、稳预期的积极信号。尤其是在扩大投资、促进消费、发展科技、稳定就业等四方面，多部门透露了下半年重点发力的政策风向。

进一步扩大民间投资准入范围

国家统计局数据显示，今年前5个月全国固定资产投资同比增长4.0%。其中基础设施投资增长7.5%，但增速较此前放缓。

多部门明确提出，要“积极扩大有效投资”。比如，交通运输部提到，今年以来，交通投资高位运行，为推动经济回升向好提供了有力保障，下一步要做好政策储备，千方百计稳住交通投资“基本盘”。

国家发展改革委主任郑栅洁提出，优化中央预算内投资结构，集中力量办大事、办难事、办急事，有力有序推进“十四五”规划102项重大工程建设；破除制约民营企业公平参与市场竞争的制度障碍，进一步扩大民间投资准入范围，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程项目和补短板项目建设。

全国政协经济委员会副主任、中国国际经济交流中心副理事长宁吉喆认为，要坚持推动民间投资、民营企业大政方针政策尽快落地。针对投资领域下滑、工业领域滞后的问题，要把现代产业体系放在重要的位置，将数字经济和实体经济相结合，促进低碳、绿色经济的发展，吸引社会投资。

抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策

从多部门近期部署来看，大宗消费等仍是下半年提振消费的重心，一批恢复和扩大消费的政策将抓紧出台。

国家发展改革委明确，抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策，持续改善消费环境，释放服务消费潜力；稳定汽车消费，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造，大力推动新能源汽车下乡。

商务部新闻发言人束珏婷也提到，推动出台支持恢复和扩大消费的一系列政策措施。同时，立足商务职能定位，围绕促进汽车、家居、品牌消费和餐饮业高质量发展，出台针对性配套措施，增强政策的组合性、协同性、有效性，并抓好贯彻落实。

“消费已经是推动我国经济增长的首要动力。”植信投资首席经济学家兼研究院院长连平认为，中央财政应加大转移支付，支持地方财政发放更大规模的消费补贴，如购物券、购车补贴、购房补贴等；可探索设立消费再贷款，再贷款利率可设定在1.75%以下，支持银行大幅下调信用贷、装修贷、车贷等的利率，加大消费贷款投放力度，提升居民资金的可获得性，稳定居民预期，降低防御性储蓄水平。

“专精特新”中小企业上市培育工程将实施

持续加大对科技创新的支持力度是下半年政策着力点。

工业和信息化部副部长徐晓兰透露，接下来将促进“专精特新”发展，培育更多优质中小企业，引导创新资源向中小微企业聚集，推动大中小企业协同创新发展，有效提升中小微企业的核心竞争力。

在拓宽中小企业融资渠道方面，工业和信息化部将进一步引导金融机构加大对中小微企业的支持力度，推动持续提高信用贷、首贷和中长期贷款比例。开展“一链一策一批”中小微企业融资促进行动，实施“专精特新”中小企业上市培育工程，完善融资担保降费奖补政策，发挥国家中小企业发展基金政策引导作用，促进中小企业融资。

中国人民银行货币政策委员会明确，继续加大对绿色发展、科技创新等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，落实好加大力度支持科技企业融资行动方案。财政部将符合条件行业企业研发费用税前加计扣除比例由75%提高至100%的政策作为制度性安排长期实施。

在中国人民大学经济研究所联席所长、中诚信国际首席经济学家毛振华看来，当前物联网、大数据、新材料、新能源等新兴技术与制造业的融合能力较强，应当抓住机遇推动制造业的数字化转型。对于处于中下游且不具备资金优势的制造业企业，需加大金融支持力度，如提高供应链金融领域的服务质量和水平。

启动青年就业服务攻坚行动

下半年，多部门还将围绕稳就业出台一揽子举措。

近日，人力资源和社会保障部印发通知，部署启动2023年高校毕业生等青年就业服务攻坚行动，7月底前，省级人力资源社会保障部门对接教育部门和高校，完成未就业毕业生信息移交，建立2023届未就业毕业生帮扶台账。

人力资源社会保障部部长王晓萍表示，要紧抓政策落实，畅通就业政策申领通道，撬动更多市场化就业岗位开发，稳定扩大政策性就业岗位规模；要紧抓服务落地，全面落实实名制就业服务，对困难毕业生实施“一人一档”“一人一策”精准帮扶，确保就业服务不断线、在身边；要紧抓权益维护，依法打击虚假招聘、中介乱象、培训贷等违法行为，切实维护高校毕业生等青年合法权益。

国家发展改革委近期就加强居民增收工作作了研究部署，要求地方发展改革部门加大稳就业工作力度，发挥好最低工资、工资集体协商、工资指导线等机制作用，强化重点群体支持帮扶，增加低收入者收入，积极探索促进居民增收有效路径。

“要将青年人的就业问题作为一个独立项目，而不是其他稳增长措施的延伸项目来处理，也就是针对青年人就业要有新的专门的解决措施，专门设立一些针对大学生的新型以工代赈项目。此外，失业救济、失业保险和社会安全网救助等方面的财政支出也要再上一个台阶。”上海财经大学校长刘元春表示。

■ 无惧万亿元逆回购到期 7月流动性宽松态势不改

【上海证券报】跨季之前，央行为呵护市场流动性，每日加量进行逆回购操作。跨季之后，尽管有万亿元逆回购到期，但在银行不缺乏资金的背景下，多数业内人士预计7月资金面仍会维持宽松。

同时，随着资金面波动，短债也在二季度末走出一波行情。分析人士称，这波短债行情可能已经提前被市场预期，其潜在博弈空间还需要看后续资金面走势。

7月流动性仍宽松无忧

据上海证券报记者统计，本周逆回购到期量共11690亿元。尽管如此，资金面仍旧边际转松。

这首先体现在利率走势上。截至7月3日收盘，相较上周五，DR007加权平均利率下行43.11个基点，报1.7505%，DR001加权平均利率下行36.51个基点，报1.0381%，GC001下行141.3个基点，报2.747%。

银行融出资金量也显示银行间市场并不缺乏流动性。据广发证券统计数据显示，银行体系净融出资金有所上升。上周银行体系日均净融出5.04万亿元，大幅高于前周的3.76万亿元，也高于3月跨季净融出均值4.6万亿元，周内净融出量先上后下，上周三达到5.3万亿元的高位，上周五收于5万亿元。

另外，票据利率走势也显示银行间市场资金充裕。6月30日相较6月21日，1个月期、3个月期和6个月期票据利率分别下行67个基点、43个基点和33个基点。“7月票据到期量非常大，加之要撑当月信贷规模，所以7月票据市场利率会有较大下行压力。”一位票据从业者对记者表示。

短债走出季节性行情

在资金面平稳跨季的情况下，投资者对三季度流动性预期偏宽松，因此对于中短端利率债的买入意愿较强，收益率曲线再度走陡，短债走出一波行情。

截至7月3日收盘，1年期国债收益率较上周五下行3个基点，报1.82%；2年期国债收益率较上周五下行2.5个基点，报2.03%。

一位银行理财投资经理表示，短债通常有季节性行情，短债收益率与资金利率共振，跨季之后资金利率会下行，因而会带动短债行情。

“这往往能赚到几个基点的收益。”上述人士说。

德邦证券研究所固收宏观利率组长徐亮也表示，在整体政策基调宽松的背景下，三季度资金面有较大可能性会进一步宽松。“但在经历一波利率下行后，可以把资金价格当作中短债定价的基准，中短端利率债利率水平所体现资金面情况偏松，后续可以观察中短端利率债的定价在7月是否偏贵，即实际资金价格是否低于投资者预期水平，如果资金面继续宽松，中短端债券则值得继续持有。”徐亮说。

■ A股公司新陈代谢速率加快 市场生态优化

【中国证券报】今年上半年44家公司锁定退市，16家已完成退市，其中6月份有9家公司完成退市。退市紫晶、退市泽达将于7月7日被上交所终止上市暨摘牌。

市场人士认为，A股新陈代谢速率不断加快。重大违法类、财务类、规范类退市等情形逐渐增多，主动退等渠道不断畅通，市场生态持续优化。

退市类型多元化

今年以来，A股“退市潮”延续，退市类型包括财务类、规范类、交易类及重大违法类，呈现多元化特征。

截至7月3日，已有21家公司因期末净资产为负值，净利润为负且营收低于1亿元，年报被出具非标审计意见等，锁定财务类退市标准。

重大违法类退市案例明显增多。历史上因欺诈发行、财务造假而被以重大违法退市程序强制退市的公司只有5家，今年已有8家公司因触及重大违法退市标准被强制退市或实施退市风险警示。其中，退市泽达、退市紫晶、计通退（已退市）均触及重大违法退市标准。

低于1元面值的交易类退市条件让退市选择逐渐市场化。截至7月3日，今年已有20家A股公司涉及“1元退市”。除已退市摘牌的*ST宜康、*ST金洲、*ST荣华、*ST西源等公司外，*ST海投、ST阳光城等公司，因股票收盘价连续20个交易日低于1元，触及退市红线，锁定交易类退市。

“退市公司数量增多，主要是部分上市公司业绩不理想，加之近期市场波动，使得因财务指标、交易因素等被强制退市的公司数量有所增加，其中‘面值退’尤其突出。”申万宏源证券首席市场专家桂浩明说。

投资趋于理性

在退市常态化和全面注册制落地双重影响下，越来越多的投资者认识到跟风“炒差”不可取，投资趋于理性。

一方面，劣质公司炒作风险显著增大，“炒小”“炒差”之风有所遏制。从近期进入退市整理期的公司股价表现来看，相关公司退市整理期首日股价“腰斩”甚至暴跌成为普遍现象。常态化退市机制的运行，一定程度上促使投资者提升了风险意识。

“全面注册制改革背景下，‘壳’资源稀缺性不再，市场尾部公司出清速度有望加快，ST/*ST面临的退市风险增大。建议投资者理性看待股票价值，关注A股相关公司退市进展。”中金公司研究部策略分析师、董事总经理李求索说。

另一方面，个别公司试图保壳、规避退市，受到监管部门关注。如，光一退在退市整理期获自然人张源举牌。6月27日晚间，光一退公告显示，公司6月6日召开董事会，审议董事会改选暨提名董事候选人的议案，张源正是4名董事候选人之一。6月28日晚间，深交所就光一退延迟披露此事发出监管函。6月28日，张源再度增持光一退股份。7月3日，光一退再收关注函，深交所就董事会改选暨提名事项，追问董事候选人之间是否构成一致行动关系，并要求核实说明近期披露的权益变动信息是否准确，是否影响公司控制权归属。

“注册制全面实施后，市场交易逻辑进一步回归基本面，资金向头部、优质、蓝筹标的集中。”招商基金研究部首席经济学家李湛表示，个人投资者应以中长线视角看待国内经济基本面与企业估值。

相关机制持续完善

专家认为，《上市公司退市管理办法》已被纳入证监会2023年度立法工作计划，未来常态化退市机制有望持续完善，退市制度执行力度将进一步强化。

在退市力度加大背景下，投资者保护力度有望强化。“设置与退市公司风险状况相匹配的投资者准入要求，与交易所退市整理期安排有序衔接，防范风险向不具备风险承受能力的投资者扩散。”证监会此前发布的《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》提出。

稳固优胜劣汰机制，投资者保护同步推进。监管部门通过强化*ST公司信披，加大退市风险信息披露，向投资者不断提示退市风险。同时，完善投资者民事赔偿机制，涉及财务造假等重大违法违规的退市公司，在确定退市后都会受到投资者的民事追责。

股票退市后，投资者在确权登记过程中遇到的问题或困难也受到有关部门关注。据悉，中国证券投资者保护基金公司近期向证券公司投行部门征询了对退市公司挂牌转让相关制度的看法和意见、实践中存在的问题及建议，从而评估退市有关制度实施情况，为监管部门提供政策参考。此外，关于将券商主动承接退市公司主办券商业务纳入分类评价机制，投保基金征询了券商的看法及建议。

【行业动态与公司要闻】

■ 探索产业协同发展新模式 我国多地崛起食品产业集群

【经济参考报】食品工业是我国国民经济的传统优势产业，疫情背景下，我国食品工业整体保持稳健增长态势，展现出抵御风险的韧性。与此同时，巨大内需市场对高质量食品的需求增长和供给模式的转变，促进了食品工业以市场为导向

的创新变革，加速了新技术、新方法、新业态的创新应用。

近年来，一批食品产业集群在我国多地崛起，并成为各地经济发展的亮点。探索新型产业集群协同发展模式，也成为我国食品行业现代化发展的新方向。力争到“十四五”末，培育1至2个世界级食品产业集群。

探索集群协同发展模式

“集群协同，推动食品工业集聚发展。”前不久，第五届中国食品产业发展大会在广东佛山市三水区举行，中国轻工业联合会会长张崇和在大会上说。

张崇和说，近年来，中国轻工业联合会高度重视轻工产业集群工作。轻工产业集群年营业收入占轻工总量40%以上，部分行业的集群产量占全行业总量50%以上。未来几年，中国轻工业联合会将开展“332”专项工程，推动30个规模300亿元以上的产业集群率先向先进制造业集群迈进，形成超2万亿规模的产业集群第一方阵。

但目前我国食品行业产业集群不足50个，年营业收入仅占食品工业总量10%，整体上规模小、数量少，规模最小的不到10亿元。

规模比较大的是山东临沂食品产业集群，年营业收入超过1500亿元。四川泸州的“中国酒城”，规上企业124家，年营业收入超过1200亿元，从业人员超过20万。位于佛山三水的“中国食品饮料产业基地”，规模也比较大，规上企业186家，年营业收入超过770亿元，从业人员3.5万。

“食品产业集群为促进就业和地方经济贡献了力量，为食品行业集聚发展作出了示范引领。”张崇和认为，食品行业五十强企业，要发挥领头雁作用，带动产业补短板、强优势，力争到“十四五”末，培育1到2个世界级食品产业集群。

通过发展食品产业集群，不断塑造发展新动能新优势。张崇和说，2022年，我国研发投入突破3万亿元，研发投入强度达到2.55%，但食品工业不到0.7%。食品行业需加大研发投入，力争两年内研发投入强度提升1%。未来要开发功能食品、特殊膳食、预制食品、特色食品和未来食品；加强产学研用结合，突破关键技术难点，实现核心技术高水平自立自强，不断推动食品工业科技创新发展。

集群式发展带动食品企业做大做强

《中国轻工业产业集群发展报告》显示，截至2022年3月，全国食品相关产业集群已发展到43个，涉及酿酒、食品综合、焙烤、罐头、发酵、乳制品等行业，遍及全国17个省和自治区，山东省和四川省位居数量前列。

其中，食品综合和酿酒是自2016年以来集群数量增长最快的两个行业，共增加18个产业集群，规模效应逐步显现。其中，既有位于福建省漳州市的“中国罐头之都”、四川省“中国（宜宾）白酒之都”为代表的几经复评、历久弥新的产业龙头企业聚集发展区，更有已经声誉卓著的行业头部企业主导形成的产业聚集地“中国啤酒之都·青岛”“中国酱香白酒核心产区（仁怀）”“中国黄酒之都·绍兴”“中国醋都·镇江”等。

数据显示，2021年全国酿酒规上企业1761家，与2020年1887家相比，数量减少了6.7%，但全行业销售额与效益均实现两位数的增长，表明酒类产业的集中度不断提高，产业集群建设成效明显，对中国酒业整合发展发挥了积极作用。

“三水将加快打造千亿级食品饮料产业集群，推动产业链条从制造向研发、销售两端延伸。”佛山市三水区委书记李军说，2022年，佛山市食品饮料行业实现产值1305.6亿元，而佛山水都饮料食品产业园就实现产值超770亿元，成为佛山打造3000亿级食品饮料产业集群的主攻手。

佛山水都饮料食品产业园经过15年的发展，形成集生产、销售、检测、包装、物流运输于一体的食品饮料特色产业集聚区，聚集了百威、红牛、健力宝、嘉士伯、可口可乐、益力多等食品饮料及相关企业173家。其中，超千万元的企业有46家，饮料与酒制造业产值超亿元企业占1/3，成为全省首个食品饮料特色产业园、全国最大食品饮料产业集聚基地。

四川宜宾正规划打造世界级优质白酒产业集群。2022年，宜宾市规上白酒企业实现营业收入1757亿元，同比增长7.5%；利润总额395亿元，同比增长8.2%。宜宾白酒以产量不到全国1/12的占比，实现全国白酒1/4的营收、1/6的利润。

目前宜宾市已形成以五粮液集团为龙头，49户规模以上白酒企业，270余户中小酿酒企业、120余户配套企业组成的集原粮种植、研发、基酒储存、包装材料、罐装、销售、物流为一体的千亿级产业集群。

宜宾市规划到2026年，培育形成一批千亿级、500亿级、50亿级以及十亿元级、亿元级企业，基本形成白酒企业梯次化发展新格局。

食品产业集群式发展，也带动了我国食品企业的做大做强。数据显示，我国食品工业规模以上工业企业超过39000家，占轻工行业31%以上。

加强科创和集群建设

今年3月，工业和信息化部等11部门发布关于培育传统优势食品产区和地方特色食品产业的指导意见。意见提出，到

2025年，传统优势食品产区规模不断壮大，地域覆盖范围进一步拓展，地方特色食品产业发展质量和效益不断提升，供应链保障能力明显改善，一二三产融合水平持续优化，产业链现代化水平大幅提升，“百亿龙头、千亿集群、万亿产业”的地方特色食品发展格局基本形成。

“加强科技创新和产业集群建设，推进轻工业高质量发展。”张崇和说，建设食品行业特色区域和产业集群，是我国食品行业与各级政府深化改革开放、发展特色经济的创新举措，是促进行业和地方经济高质量发展的重要工作抓手。

2022年，我国食品行业平稳增长，规模以上企业营业收入9.8万亿元，同比增长5.6%；利润6815.4亿元，同比增长9.6%。食品行业以轻工业37.4%的资产，实现了40.8%的营业收入，创造出44.6%的利润，为经济社会发展做出积极且重要的贡献。

张崇和说，在看到成绩的同时，也要看到，国际粮食安全形势严峻，内需市场动力不足，企业利润空间减少，农产品加工与农业现代化发展还不适应，多元化食物供给体系不够完善。食品行业要主动求变，积极作为，努力推动食品工业行稳致远。

“食品行业发展后劲足，食品工业更具韧性。”中轻食品工业管理中心主任于学军说，2022年，食品工业保持整体稳健，实现全年有效增长。今年一季度，农副食品加工业投资增速继续保持10%的两位数增长。

“2022年，食品行业整体保持了稳定增长，与中国经济总体趋势大体相同。食品企业亏损面降到了20%以下，产业主体活跃度保持住了。”于学军说，“与其他外向型行业不同，食品行业一直以来以国内市场为主，但过去的一年，面对世界经济持续走弱，以及疫情的影响，食品产业动能逐渐恢复，国内市场和出口增长，特别是出口交货值的后劲，让我们看到国内外市场双循环的增长潜能。”

“经历了新冠疫情，大量食品线下业态受影响，但食品线上销售增长和社区团购、无人值守销售等等的弥补，特别是在这个过程中成长的众多品牌和预制食品产业的发展，显现出困难环境下行业的底蕴和韧性。”于学军说，食品工业的未来在于推动产业的高质量发展。中国进入创新型国家行列，食品工业同样需要创新，同时不可摒弃传统。

数据显示，今年1至3月，我国食品工业营业收入利润率达6.5%，高于同期轻工行业平均利润率1.3个百分点。

于学军认为，随着内需市场不断扩大，国内外市场双循环后劲增强。预计2023年我国食品工业继续稳健发展，全年规模以上企业营业收入可增长7%左右，利润增长10%左右。

■ 多指标回升显示物流业持续向好

【经济参考报】行业景气指数较上月回升0.2个百分点，业务总量指数环比回升0.2个百分点，全国物流新订单指数环比回升0.7个百分点……7月3日，中国物流与采购联合会发布6月中国物流业景气指数，多个分项指标纷纷回升，物流业持续恢复向好明显。

7月2日，首列满载榴莲的“泰国-老挝-郑州”水果冷链回程班列抵达中铁联集郑州中心站，河南首次打通直达RCEP国家的水果进口冷链专列物流大通道。而在前一天，攀西首列（西昌-重庆）生鲜冷链测试班列，在成都铁路西昌南站首发，开往重庆唐家沱站。

一条条新开通的线路，一班班新装载的列车，展现了我国物流需求和供给能力的稳步改善。

中国物流与采购联合会数据显示，6月，中国物流业景气指数为51.7%，较上月回升0.2个百分点；库存周转次数指数环比回升0.8个百分点，设备利用率指数环比回升0.1个百分点；铁路运输业、航空运输业和多式联运领域业务活动预期指数分别达到57.9%、62.5%和57.1%，物流业务活动预期指数已连续6个月在55%左右高景气区间。

中国物流与采购联合会总经济师何辉表示，6月份，从业人员指数为51.2%，环比回升2.3个百分点，显示出物流岗位需求明显增加。

在信心企稳的同时，投资也加快了脚步。数据显示，6月份，物流业投资增长势头未减，固定资产投资完成额指数环比回升0.2个百分点。分行业看，除航空运输业外，其他行业均保持回升态势，交通物流枢纽重点项目建设进度加快，铁路运输、水上运输、航空运输和仓储业固定资产投资完成额指数连续两个月位于景气区间。

“冷链成为现阶段物流行业投资的热门选项。”中国物流信息中心分析师胡焱表示，从投资来看，今年前5个月，我国冷链物流基础设施投建总额超过140亿元，同比增长6.6%。

业内人士表示，物流业恢复向好势头还需继续巩固，随着经济活力继续提高，稳增长、扩内需等工作进一步落实，物流业仍有增长空间。

【国都策略视点】

■ 策略观点：稳增长政策工具与力度有待确认，预期差决定市场结构主线

1、稳增长压力显现，政策组合拳有望陆续落地。4月以来制造业 PMI、PPI 连续走弱，新增社融信贷不及预期，工业、投资与消费增速低于预期，表明疫后经济恢复转入内生动力偏弱的第二阶段：房地产偏弱、居民耐用品消费不振、工业去库存及出口贸易下行等四大压力的叠加共振之下，稳增长压力显现。其中，提振企业投资、居民消费信心与能力为经济稳增长之关键。

近期下调政策利率及随后 MLF、LPR 商业银行负债、资产两端利率的下调，有望降低企业、居民贷款成本，提高投资实际回报率，从而提振企业、居民两大主体扩张信用，实现“宽货币-宽信用-稳增长”的传导效果。

为疏通宽货币向宽信用效果的传导机制与效果（此前宽货币政策向宽信用传导不畅），预计在下调政策利率、贷款利率的同时，需要房地产行政调控政策的进一步优化、财税政策的协助激励、产业政策的鼓励支持等政策组合拳共同发力，以提振企业投资、居民消费的意愿与信心；如一线城市房地产政策的进一步优化调整、新能源汽车为首的消费财税激励政策、政策性金融机构加大对智能绿色产业、数字基建、民生环保等领域结构性信贷支持等。

近期国常会研究部署推动经济持续回升向好的一批政策措施，围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施；并强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。

2、政策力度有待确认，预期差决定结构主线

我们认为，6月 LPR 对称式降息 10bp，1/5 年期 LPR 降幅各位于市场预期上限、下限，或预示本轮稳增长政策重点发力促消费稳增长，而非强刺激房地产。

结合此次 1、5 年期 LPR 等幅下调且各自位于市场预期上限、下限来看，我们认为：

一反应“房住不炒”政策总基调未变，也预示不以强刺激楼市作为稳增长政策工具；

二反应当前房地产行业触底企稳，23 年以来房地产住宅销售面积累计同比已转正、房价同比降幅已趋于收窄至零附近，均较 22 年显著好转，房地产行业下行最大压力期已过；

三预示本轮稳增长政策工具或重点发力促消费、稳投资、扩内需为主，居民消费贷、企业经营贷或 5 年以内的投资贷款利率参考基准的 1 年 LPR 降幅位于上限，反应利率政策重点发力最大限度降低居民短期贷款、企业投资中期贷款成本，以提振大件商品（如新能源汽车、家装家具家电等）消费与制造业投资。

近期展望，随着 7 月下旬中央政治局会议对下半年政策大定调，预计一揽子稳增长政策举措将逐步确认，届时政策工具与力度预期差，将决定市场结构主线。若以我们预期的以促消费、稳投资、扩内需中性政策力度落地，则可选消费（新能源汽车、家装家具家电）与 TMT 科技板块有望成为市场结构主线；若一二线城市楼市政策实质性放松，以期扭转房地产销售与投资低迷状况，则地产系（房地产、建材、机械、家电、银行、保险等）有望成为市场结构主线。

3、中期市场周期研判：当前处于熊末牛初转承阶段。21 年内各指数相继见顶转为趋势下行，大盘指数于 22 年 4、10 月二次探底，23 年创业板指最后探底，期间主要指数与行业调整幅度普遍达 35-40%，各板块调整时长普遍已达 2-2.5 年，对比前 20 年四轮大调整期的跌幅与时长，本轮 A 股调整程度已超过历次均值。过去两年半 A 股的趋势下行与底部反复震荡，已对美元超预期加息、国内疫情反复、地缘冲突、经济下行等四大压力因素消化殆尽。

22 年末随着国内防疫政策的调整，经济恢复预期骤升，提振指数显著反弹 2-3 个月；但 23 年 3-6 月，疫后经济恢复强弱快速变化、稳增长政策力度的不确定、中期经济增长中枢的担忧等多重因素约束，23 年上半年主要指数仍处于底部反复盘整阶段；而随着 23 年下半年国内一揽子稳增长政策有望出台、美元加息步入尾声及 A 股盈利曲线触底在即，当前 A 股正处于熊末牛初转承阶段。

从盈利曲线来看，统计近十年 A 股上市公司的 ROE 变化曲线，经历了两轮上行、三轮下行周期，且每轮上行、下行周期平均约两年左右；目前 A 股主要指数的 ROE 处于自 21Q2 见顶下行周期，下行时长普遍已达 7 个季度，大概率位于下行底部末端。

风险提示：国内房地产持续下行、美国通胀持续高位难下、地缘政治冲突恶化、海外市场大幅震荡等风险。

（数据来源：Wind，国都证券）

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上