

国都证券研究所晨报 20230706

【财经新闻】

- 地方财政密集催债，财政暂付款清理难题待解
- 流动性“半年考”波澜不惊，7月资金面料稳中偏松
- 中证报头版：QFII入市二十年，A股国际化机构化进程提速

【行业动态与公司要闻】

- 多指标回升显示物流业持续向好
- 直面“烤”验，央企护航迎峰度夏

【国都策略视点】

- 策略观点：熊末牛初转承阶段，基本面磨底待回暖

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3222.95	-0.69
沪深300	3868.81	-0.77
深证成指	11029.30	-0.91
中小综指	11875.27	-1.01
恒生指数	19110.38	-1.57
恒生中国企业指数	6489.94	-1.87
恒生沪深港通AH股溢价	139.69	1.02
标普500	4446.82	-0.20
纳斯达克指数	13791.65	-0.18
MSCI新兴市场	1001.12	-0.69

数据来源：iFind

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	71.83	2.44
纽约期金	1922.70	-0.34
伦敦期铜	8541.00	-0.10
伦敦期铝	2237.00	-0.98
波罗的海干散货	994.00	-4.79

数据来源：iFind

研究员：王双

电话：010-84183312

Email：wangshuang@guodu.com

执业证书编号：S0940510120012

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】

■ 地方财政密集催债，财政暂付款清理难题待解

地方财政非预算安排支出——财政暂付款受到中央严监管，2023年正迎来一波清理高潮。

为了防范财政风险，规范预算管理，财政部早在2018年就发文，要求地方2018年底前形成的暂付性款项，原则上应在2023年底前消化完毕。在这一时间倒逼下，今年以来，不少地方密集加速开展财政暂付款清零工作，力争在今年底完成这项任务。比如正是在这一大背景下，近期武汉市财政局在媒体上公开催收借款，引起关注。

所谓财政暂付款，主要是指各级财政部门借出、暂付所属预算单位或其他单位临时急需的款项，属于非预算安排支出。它一般由财政临时出借给预算单位应急等，按规定不得长期挂账，应及时清理结算。不过实际清理并不容易。

最近审计署重点审计54个地区财政收支管理情况发现，财政暂付款亟待清理。54个地区至2022年底暂付款余额达1481.39亿元，比上年增加83.63亿元。6个地区违规向企业出借资金281.81亿元。12个地区不得不上级超预算额度调拨库款、由银行垫款或对外借款280.72亿元来维持基本运转。

辽宁大学地方财政研究院院长王振宇对第一财经表示，2018年所设想的用5年时间对财政暂付款“清零”难以达到预期，近3年疫情势必加大个别地区国库暂付款的额度。国库暂付款大量存在，降低了基层财政真实支付能力，某种程度上构成了隐性债务。理性的选择，就是要遏制增量，对历史存量进行分类施策，能收回的要应收尽收，形成呆坏账的予以核销，属于隐性债务的要通过债务置换使之显性化，从根本上还原基层国库的真实面貌。

财政暂付款密集清理

财政暂付款主要由借出款项和其他应收款为主。由于前些年一些地方预算约束不强，财政暂付款规模比较高，给地方财政运行带来风险隐患。早在2014年财政部就发文要求全面清理已经发生的财政借垫款，严格控制新增财政对外借款。

2018年财政部发布《关于严格规范地方财政暂付性款项管理的通知》，要求严格控制暂付款增量，并要求各地对2018年底前形成的暂付款全面摸底，并制定消化方案，2018年底前形成的暂付款原则上应在2023年底前消化完毕。

在这一要求下，江苏、河北、河南等不少省市发文清理财政暂付款，一些地方取得一定成效。

比如，新疆维吾尔自治区财政厅近日公开表示，当地按照财政部上述要求，严格控制暂付款新增规模，逐步消化暂付款存量，截至去年5月末，全区已消化暂付款存量44.56亿元。江西省财政厅称去年22个县实现了暂付性款项动态清零，今年将在新余、宜春两个市本级和14个县开展新一轮2023年暂付性款项动态清零试点。湖南省财政厅去年7月披露数据显示，当地增量势头得到有效遏制，存量规模下降46%，占支出比重下降至5%以内。

长期关注政府预算的上海财经大学教授邓淑莲告诉第一财经，暂付款是一个比较笼统的科目，是预算执行过程当中使用的一种过渡性科目。当财政经济形势较好、财政管理较松的时候，暂付款问题并不突出。而随着近些年预算管理强化，严肃财经纪律，当一些资金难以通过其他科目花出去时，就以暂付款这种笼统性的科目支出，这其实是地方政府绕过严格财政管理的一种手段。从前述审计署报告可以看出，一些地方财政暂付款规模增加。

中国社会科学院财经战略研究院研究员汪德华告诉第一财经，从前述审计发现的财政暂付款问题，可能是部分地区还没有适应强化预算约束的要求，也可能反映了地方财政运转困难，只能暂时“以借代支”的现实。

湖北恩施州审计局李明锋在一篇分析文章中指出，大量财政出借资金问题的发生，主要原因在于预算约束不力，超预算、无预算拨款，超出政府预算收入来源安排征地拆迁、项目建设和国有企业注资等支出，形成财政借款支出。其次，市

县一级地方政府国有企业、融资平台公司和政府部门政企不分，政府与市场边界职责不清，企业自身盈利能力不强，公司运转主要靠财政无预算拨款，也是财政出借资金金额偏大的重要原因。

“三年疫情及复杂国际形势使得经济下行压力加大，也拖累地方财政收入增长。而财政暂付款占用了部分地方政府财政资金，会威胁到地方政府平稳运行。在部分地方财政困难下，地方也就会想尽一切办法来增收，其中就包括清理暂付款，收回借款。”邓淑莲说。

但财政暂付款清理工作并不容易。

一位负责暂付款清理的地方财政人士告诉第一财经，当地财政暂付款清理工作比较麻烦，难以消化。有些历史借款很难追回，事实上已经是坏账，最终在履行必要的追缴程序后，如果仍收不回，只能核销。比如一些地方公开催债的部分企业单位实际上已经破产注销，很难再追回借款。

多招破解难题

控制增量、清理存量，强化监管，成为规范财政暂付款的重要内容。

一些地方财政暂付款规模过大，会造成地方库款被挤占，会给地方财政运行和“保基本民生、保工资、保运转”带来风险隐患。

为了遏制财政暂付款增量，财政部此前设定了一条“红线”：即2019年以后新增形成的暂付款累计余额，不得超过同级财政一般公共预算和政府性基金预算本级支出的5%。

另外，财政部也明确，财政借款一般仅限于临时性资金周转或应对社会影响较大的突发事件的临时急需垫款，只能借给本级一级预算单位，且不能借给或转借给企业，借款期限不超过一年。借款还需要报本级人民政府常务会议审查批准。

不少地方按照上述要求强化监管。

比如，新疆维吾尔自治区财政厅对未完成存量暂付款年度消化任务整改工作和新增暂付款规模超过财政部规定上限整改工作的，要约谈相关领导，并通过扣减转移支付预算等方式，督促区县加强暂付性款项清理力度。湖南省财政厅对未实现年度清理目标的市县进行通报；对清理成效显著市县进行财力性补助。

邓淑莲认为，可对财政暂付款科目用途、借款时间、支付范围等进一步严格规范，在满足合理需求的同时，避免暂付款资金被滥用。

根据不少地方政府清理财政暂付款文件，目前存量财政暂付款采取“谁借款谁收回”的原则，对确已无法收回的坏账、死账，按照规定程序报经同级政府审批同意后，属于财政支出范围的，通过补列预算或冲减当年预算指标方式进行核销。对预算单位的财政借款，督促提醒各单位及时归还，未归还的通过财政拨款抵扣归还；对其他企业的财政借款，由财政催债，未能按时归还的，通过司法手段追偿。

上述财政人士表示，对于一些当年因财力无法支撑但确实需要支出而造成的财政暂付款，在确定无法收回时，也可以通过将其转化为财政支出来逐步核销，暂付款就相当于财政支出提前了。当然不是所有暂付款都能这样操作。

财政部此前要求各地建立暂付款动态监测机制、预警督导机制、核查检查机制，严格暂付款管理。湖南坚持市县暂付款“一月一报一调度”，及时掌握市县清理暂付款消化进度，对新增情况进行动态监控预警。

邓淑莲建议，可考虑通过预算公开详细披露暂付款科目和资金明细，来加强社会监督，推动问题解决。

(来源：证券时报)

■ 流动性“半年考”波澜不惊，7月资金面料稳中偏松

7月4日，央行以利率招标方式开展20亿元逆回购操作。随着资金面平稳跨季，央行公开市场操作规模随即减少。

专家表示，虽然受季节性因素影响，7月仍存在一定流动性缺口，但压力可控，资金面或稳中偏松。央行将继续开展灵活操作，保持流动性合理充裕，为经济恢复向好创造适宜的货币金融环境。

资金面平稳跨季

7月3日至4日，央行分别开展50亿元和20亿元7天期逆回购操作，公开市场操作重回“地量”状态。

按照以往规律，临近月末、季末、半年等时点，央行往往会加大流动性投放力度。6月16日起，央行公开市场逆回购操作量稳步增加，6月20日起连续保持在千亿元量级。6月7天期债券质押式回购利率（DR007）中枢基本维持在1.9%附近。

6月上旬，资金利率较为宽松，质押式回购成交量破历史新高。6月中旬后，虽有降息加持，但受税期、缴准等因素影响，资金利率收紧。6月下旬后，央行加大对资金面的呵护力度，资金利率重新回落。

6月政策利率齐降，月末公开市场操作明显放量，表明央行呵护资金面的态度依旧。6月资金面波动幅度和资金分层现象弱于季节性，符合央行当前的货币政策取向。

利率走势也印证了资金面重回宽松的判断。截至7月4日收盘，DR007加权平均利率报1.73%，较前一交易日下行1.82个基点。

7月流动性缺口不大

展望7月流动性，专家认为，在跨过半年时点后，7月资金面的短期扰动因素的影响将有所减弱，但仍有一定流动性缺口。

在政府存款方面，参考部分地区公布的地方债发行计划和国债发行规律，预计7月政府债整体净融资约1500亿元。7月作为季初月，通常财政收入会超过支出，考虑到目前经济修复仍有政策加力空间，政府部门也在积极推动减税降费，预计财政收入增速有所放缓。

“财政收支将向市场回笼部分资金。考虑到政府债融资情况，预计7月政府存款将增加约3500亿元，给流动性带来一定压力。”明明表示，排除中期借贷便利（MLF）以及逆回购到期等因素后，产生的流动性缺口更多是季节性因素所致，与往年的情况相比整体影响不大，压力可控。

从资金面看，在跨季结束后，7月资金面或重回稳中偏松状态，预计7天期回购利率（R007）中枢在1.8%至1.9%附近。

宽货币工具落地值得期待

专家认为，央行将继续灵活运用多种工具开展流动性调节，保持流动性合理充裕，为经济恢复向好创造适宜的货币金融环境。

日前召开的中国人民银行货币政策委员会2023年第二季度例会提出，进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

“5月经济和金融数据显示，我国经济修复斜率有所放缓，需要包括货币政策在内的各项政策工具加码支持。”当前稳增长政策力度尚未超预期，流动性不具备快速收紧的基础，仍需保持在合理充裕水平。考虑到下半年MLF到期压力较大，降准等宽货币工具落地值得期待。

（来源：中证报）

■ 中证报头版：QFII入市二十年，A股国际化机构化进程提速

2003年7月，瑞银通过合格境外机构投资者（QFII）完成外资购买A股股票第一单，QFII正式在我国证券市场上参与投资。20年来，QFII持仓市值从7亿元一跃增至1659亿元，逾700家外资机构生根发芽。

业内人士表示，QFII制度作为我国资本市场对外开放最早，也是最重要的制度安排之一，促进了中国资本市场投资者结构的多元化，助推了国内金融体制机制的发展完善。随着我国资本市场对外开放力度不断加大，中国资产对外资的吸引力逐步增强，越来越多的QFII机构将入场，A股国际化与机构化进程将提速。

制度不断优化

回顾历史，QFII相关制度规定不断优化。

2002年11月，证监会和人民银行联合颁布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，QFII制度正式建立。2003年7月，QFII制度正式启动，包括瑞银在内的海外机构获得首批资格。2012年7月，证监会发布《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法〉有关问题的规定》，修改了QFII投资范围，并将其持股比例限制由20%放宽至30%。2019年1月，外汇管理局将QFII投资额度提升至3000亿美元。2019年9月，外汇管理局取消QFII投资总额度限制，同时也取消了QFII单家投资额度备案和审批。

“20年来，监管部门持续推动QFII制度优化与完善，各项配套规则以及投资便利化举措相继落地，准入条件大幅放宽，投资额度限制取消，准入流程进一步简化，可投资范围有序扩容。得益于这些措施，QFII制度逐步走向成熟。”汇丰银行（中国）有限公司证券服务部总监钟咏苓说。

在瑞银全球金融市场部中国主管房东明看来，QFII制度的建立和发展是中国资本市场持续开放的重要标志之一。“2016年之后是QFII制度的高速发展期。2019年QFII投资额度限制取消，扫除了此前存在的额度和准入方面的一些障碍，QFII投资者可参与金融衍生品交易品种有所增加。”房东明说。

行业配置特征明显

QFII自起步以来，一直因出众的盈利能力被视为A股市场的投资风向标，也被市场看作海外“聪明钱”的代表。

“QFII多为海外成熟机构投资者，具备清晰的大类行业配置思路、较强的择时能力以及行业研究水平。”钟咏苓表示，监管部门持续推动相关制度优化完善，助推QFII成为A股稳定的增量资金之一。

Wind数据显示，在QFII入市首年——2003年底，QFII重仓股共17只，持股市值近7亿元。截至今年一季度末，QFII共计重仓持股718家，持股市值合计为1659亿元。

从投资板块情况看，QFII在行业配置方面呈现出顺应经济发展阶段的特征。财通证券首席策略分析师李美岑表示，2003年至2008年，中国经济高速增长，QFII配置周期类行业较多。2009年至2017年，消费类行业受到青睐，占据QFII重仓股中最大比重。2018年至2022年，消费类行业估值较高，部分QFII兑现浮盈离场，配置占比下滑，科技创新方向成为QFII主要行业配置方向。“整体而言，QFII资金行业配置呈现出明显的顺应经济发展阶段特征。”李美岑说。

投资范围拓宽

随着资本市场对外开放力度加大，QFII 投资范围不断拓宽。

“扩大合格境外投资者投资范围，是落实在岸市场制度改革、进一步扩大境内证券期货市场开放重要举措。”南开大学金融发展研究院院长田利辉说，此举将为境外投资者提供更多避险产品和配置工具，有助于吸引更多境外资金，提高境内资本市场国际影响力。

证监会副主席方星海近日透露，将继续稳步扩大期货特定品种开放，拓宽 QFII、RQFII 投资范围。吸引更多境外机构充分参与我国初级产品期货品种定价，提升我国期货价格的代表性和影响力，为产业企业提供更准确的价格信号。

QFII 机构阵容不断壮大。今年以来，城堡投资亚洲有限公司等多家机构 QFII 资格获批。证监会最新数据显示，截至 6 月 9 日，已有 770 家外资机构获批 QFII 资格。

展望未来，钟咏苓认为，可进一步探索扩大投资品种对外开放、优化业务模式及相关流程。例如，在统筹全局前提下，开放债券期货、适当放宽对于托管行结算模式的限制等。“这些举措有助于促进 QFII 增加对中国资本市场的投资，提升境外资本参与中国市场的热情和积极性，加快人民币国际化。”钟咏苓说。

市场预期，伴随 QFII 持续增资，外资长钱入市渐入佳境。“中国经济基本面稳健，内生动能强，不仅参与中国市场的海外投资者越来越多，各种类型投资策略的进入也使市场更为丰富，包括中长线、多策略、绝对收益型、对冲型等。结合国际三大指数持续纳入 A 股，A 股国际化与机构化进程将不断提速。”房东明说。

（来源：中证报）

【行业动态与公司要闻】

■ 多指标回升显示物流业持续向好

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，在成昆铁路西昌南站首发，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。

(来源：经济参考报)

■ 直面“烤”验，央企护航迎峰度夏

国资委7月3日消息，6月30日，国资委召开中央企业能源电力保供工作推进会，对中央企业带头做好迎峰度夏能源电力保供工作进行再部署再安排。

会议要求，各中央企业要进一步提高政治站位，增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”，全力以赴做好能源电力保供工作。要立足眼前、主动作为，千方百计确保迎峰度夏的安全和保供。发电企业要应发尽发、多发满发，煤炭企业要全力保障电煤供应，电网企业要坚决守住民生用电和安全生产底线。

业内人士认为，在一系列保供政策支持下，我国煤炭、电力供应在迎峰度夏期间总体有保障。

多部门密集部署能源保供

为做好迎峰度夏，近日，多部门密集部署相关工作。

6月30日，国资委召开中央企业能源电力保供工作推进会。6月28日，国家能源局消息，国家能源局党组成员、副局长任京东近日表示，要全力做好迎峰度夏能源保供，扎实开展频繁停电专项整治，推动能源高质量发展、不断满足人民群众对美好生活用能需求。

为提升跨省区应急协调能力，做好迎峰度夏等重要时段电力突发事件应对工作，6月15日，国家能源局在华东区域举办跨省区大面积停电事件应急演练。

6月14日，国家发改委主要负责人组织召开全国电视电话会议，安排部署2023年能源迎峰度夏工作。全面分析研判能源迎峰度夏供需形势，对今年迎峰度夏能源保供各项工作进行再部署再安排，全力确保迎峰度夏能源电力供应保障平稳有序。

“在一系列保供政策支持下，预计迎峰度夏期间，我国煤炭、电力供应总体有保障。”厦门大学中国能源经济研究中心教授孙传旺说。

电网工程加快投用

中国证券报记者从国家电网了解到，我国多个迎峰度夏重点电网工程近日建成投运。6月28日，北京东1000千伏变电站扩建工程完成调试并投入运行，新增京津唐地区受电能力350万千瓦，显著提高了电网安全可靠。来自内蒙古的澎湃电能通过“拓宽”后的“电力高速公路”直抵京畿大地，为迎峰度夏电力供应再添一道保障。

同日，四川成都西500千伏变电站220千伏配套工程成功送电，标志着2023年四川电网15项迎峰度夏重点工程全部建成投运。6月23日，白鹤滩—浙江±800千伏特高压直流工程全面投产，输电能力提升至800万千瓦。至此，由白鹤滩—浙江、白鹤滩—江苏±800千伏特高压直流工程组成的白鹤滩水电站电力外送通道工程全面投产，共具备1600万千瓦输

电能力。

谈及后续的迎峰度夏电力保供工作，国家发改委新闻发言人孟玮日前表示，下一步，国家发改委将加强燃料供应保障。持续组织做好煤炭、天然气生产供应，督促各地和发电企业将电厂存煤稳定在较高水平，保障顶峰发电所需的煤电高热值煤、气电用气和水电蓄能。促进各类发电机组应发尽发。确保高峰时段火电出力水平好于常年。

（来源：中证报）

【国都策略视点】

■ 策略观点：熊末牛初转承阶段，基本面磨底待回暖

1、大盘指数估值已调整至历史偏低位置。过去两年半的趋势震荡下行后，当前（截至 6/29）市场估值普遍下修至近十年偏低分位数，主要指数的滚动 PE 普遍回落至近十年分位数的 20-40%，万得全 A、万得全 A（剔除金融石油石化）、沪深 300、中证 500、创业板指、科创 50 的滚动 PE 分别为 17.5、28.6、11.6、22.9、32.0、42.0 倍，分别位于近十年历史分位数的 39.3%、42.6%、27.1%、22.1%、4.2%、18.1%；创业板指估值已调整指近十年底部。

行业估值分布来看，近六成一级行业的滚动 PE 降至近十年分位数 40% 下方，尤其有色金属、煤炭、锂电池、电气设备及新能源、银行、半导体、交运、保险、医药生物等周期价值与科技成长行业滚动 PE 已位于近十年分位数的 10% 下方；而滚动 PE 位于近十年分位数 60-80% 较高区间的房地产、传媒、公用事业、休闲服务、计算机、汽车，主要系当前盈利能力位于低谷期所致，其 PB 普遍位于近十年分位数的 20-45% 偏低区间。

2、稳经济效果：有待“PPI 企稳好转—企业盈利回升—居民收入预期改善”。近两个月的经济放缓压力，主要源自企业、居民的信用扩张能力与意愿降低所致，体现为民间资本投资增速持续回落甚至转负、房企投资低迷态势难以扭转、房地产销售回暖短暂、居民消费恢复以回补服务消费而大件商品消费偏弱等。

以上宽货币政策下的企业、居民信用扩张动力偏弱的原因？从市场主体投资与消费的理性决策来看，主要取决于资产收益率与负债成本的利差或资产负债利差。通俗来讲，决定企业扩大还是缩小投资，主要取决于投入资本回报率（ROIC）与融资成本差值，决定居民购房意愿高低，主要取决于房价涨幅与房贷利率差值以及未来还贷能力预期或收入预期。

近中期企业、居民信用扩张能力或意愿的提升，在降低贷款成本的同时，更需要提升企业的 ROIC、居民对于房价上涨预期及其还贷能力收入预期的改善。5 月国内 PPI 同比跌幅已扩大至 -4.6%，预计 6 月仍处于磨底阶段，7、8 月 PPI 同比跌幅有望逐步收窄至 -3%、-2% 附近，9-12 月 PPI 有望进一步收窄至 -1.5% 附近。综合判断，下半年工业企业盈利有望逐步回升，企业盈利回升，则企业投资活动有望扩张，企业招聘有望回暖，职工收入相应提升，从而改善当前企业与居民信用扩张低迷的现状，最终实现经济稳增长效果。

3、市场驱动力：指数方向以 ROE 变化为周期核心动力。驱动股市的两大核心变量为业绩与估值，且盈利能力 ROE 变化为决定中长期指数运行的核心动力，而估值升降为市场周期变化中的先行放大器，反应逆周期政策调整预期的流动性松紧变化与盈利预期曲线变化的提前计入。统计近 25 年前五轮牛熊转换指数周期的运行规律（A 股一轮完整牛熊周期平均 4-5 年），皆以核心驱动因素，即以上市公司盈利能力 ROE 变化预期为根本，且指数曲线波动一般领先盈利曲线升降 1-2 个季度。

回顾最近一轮 A 股牛熊转换周期曲线来看，主要指数的牛市发轫于 18Q4-19Q1，指数趋势上涨至 21Q1-Q4，各指数牛市周期 2-2.5 年不等，随后各指数见顶下行至 22Q4-23Q2 底部，由指数顶端至底部的熊市回调周期普遍已达 2 年左右。盈利能力 ROE 曲线变化来看，19Q1-20Q1 触底回升，并相继于 21Q2 前后见顶回落，指数曲线变化领先 ROE 曲线 1-2 个季度。

4、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