

拐点已现，时不我待——A股投资策略（2023年8月）

证券分析师：陈刚

执业证书编号：S0600523040001

邮箱：cheng@dwzq.com.cn

证券分析师：陈李

执业证书编号：S0600518120001

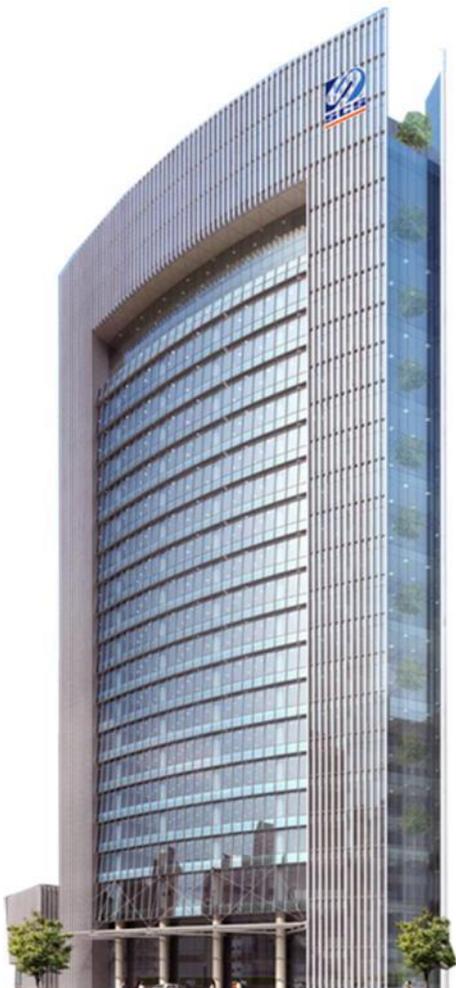
邮箱：yjs_chenl@dwzq.com.cn

2023年7月30日

8月A股策略：拐点已现，时不我待，新一轮资本市场政策周期开启

- ✓ **观点回顾：**我们在7月月策略《拐点或现，兵马以待》中提出7月“两大因素驱动，拐点或现”、“关键因素一：利差和汇率”、“中美利差可能已经到一个极致的区间”，实际走势来看中美两年期利差月初2.79%降至2.66%（7月26日），中美利差筑顶进行中，汇率随之震荡走强。“关键因素二：政策预期，7月政治局会议比较关键”，实际来看，7月底A股市场走强与政治局会议的定调直接关联。“7月可能是一个重要的拐点月份，震荡向上的可能性更大，利差的收窄、政策预期的进一步好转都会构成市场向上的动力”，整体判断跟实际演绎大体一致。
- ✓ **8月策略观点：拐点已现，时不我待，新一轮资本市场政策周期开启**
 - 进入8月，我们认为在两大因素（美债、政策预期）均出现转机前提下，市场拐点确认，将进入上行期。
 - 从美债走势来看，随着7月公布的美国6月份通胀数据好于预期，美债筑顶之势已成，我们在上月月度策略已经研究过，美债走势是影响过去一年多人民币汇率的最大因素，随着美债的筑顶，中美利差回落，同时内部预期好转，均对于汇率走强构成支撑。
 - 从政策预期来看，7月政治局会议多个表述超出预期，特别是对于稳增长以及对于资本市场定调的表述，明显超出市场预期，以上两点也是市场关注的核心因素。稳增长表述中，“逆周期调节”近三年多以来首次出现，房地产领域定调也超预期。对资本市场表述中，“活跃资本市场”历史上首次出现，“提振投资者信心”类似表述早在2008年12月中央经济工作会议出现过，本次对资本市场的定调表述为历史最高，需要充分理解本次定调变化背后的政策深意。
- ✓ **8月行业配置观点：**
 - 政策周期视角：关注金融板块估值的提升，政治局会议对资产市场定调极高，金融板块估值提升空间打开。
 - 中观景气视角：半导体周期已接近尾声，支持电子产品消费政策出台进一步提振行业景气度；家电家具受益于原材料成本下行、汇兑收益和出口韧性，国内促家居消费政策出台进一步增厚利润。
 - 产业趋势视角：中期继续关注数字经济、AI及AI+方向；电力新能源方向：关注电网IT、工商业储能、高压快充、光伏N型电池、虚拟电厂；新增汽车智能化方向：关注智能驾驶渗透、车企技术授权变现、汽车零部件国产化

风险提示：经济复苏不及预期、海外衰退超预期、地缘政治事件黑天鹅等。



■ 7月A股市场复盘：指数和行业

■ 8月A股大势研判：拐点已现，时不我待

■ 8月行业和产业趋势配置：

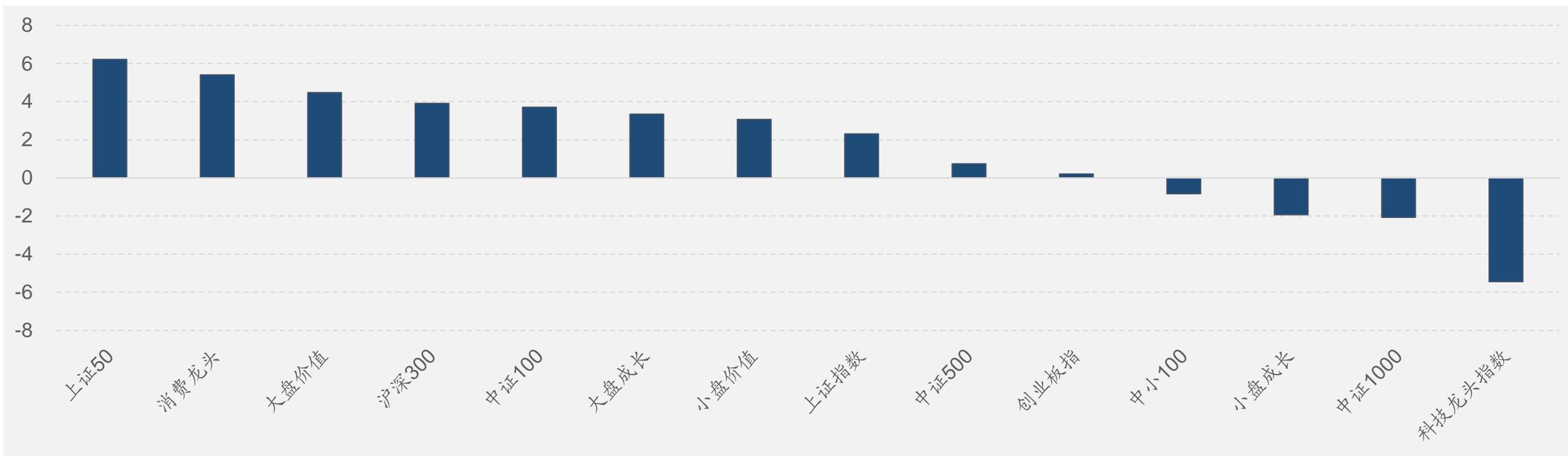
■ 风险提示

市场复盘：7月市场呈现“W”型走势，大盘指数相对更强

✓ 宽基指数和风格指数复盘：7月A股市场呈现出一定分化格局，整体为W走势，大市值走势更强：

- 宽基指数中，随着50、沪深300、中证100等涨幅居前，中证1000等跌幅居前。
- 风格指数中，大盘风格表征指数明显强于小盘指数。
- 从涨跌原因来看，7月政治局会议带来政策好转，带动金融、地产链、顺周期等板块上涨。

7月A股宽基指数和风格指数涨跌幅（单位：%）

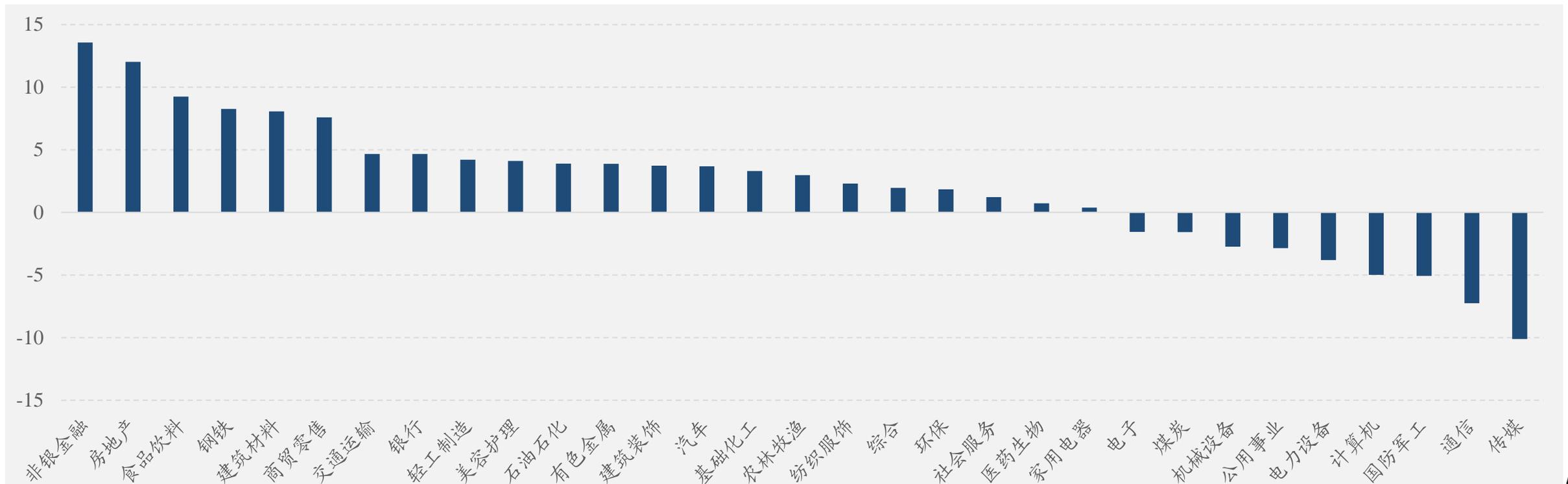


市场复盘：TMT领跌，金融地产顺周期方向领涨

✓ 行业指数复盘：7月A股行业指数呈现TMT领跌，金融地产顺周期方向领涨的走势：

➤ 金融地产、部分消费、顺周期板块领涨主要因为7月政治局会议相关表述超预期；TMT领跌一方面前期涨幅较高，另一方面，金融地产风格崛起对TMT风格表现出风格轮动的翘翘板效应。

7月申万一级行业指数涨跌幅（单位：%）





7月A股市场复盘：指数和行业

8月A股大势研判：拐点已现，时不我待

8月行业和产业趋势配置：

风险提示

内部政策预期转变：本次政治局会议对资本市场的定调极高

- ✓ 2016年以来的政治局会议中，五次出现资本市场表述，前四次表述均为“健康发展”、“平稳运行”等
- ✓ 涉及“投资者信心”的表述上一次在2008年12月的中央经济会议。——“加强资本市场基础性制度建设，提高上市公司质量和治理水平，加强资本市场监管，增强投资者信心”。

2016年以来政治局会议关于资本市场的表述



内部政策预期转变：回顾过往的几轮政策周期，历史总是惊人的相似

✓ 回顾历史，国家对股票市场的支持存在周期性规律。2004年中小板设立，2009年创业板上市，2014年沪股通上线，2018年底中央经济会议描述资本市场“牵一发而动全身”，次年推出科创板，再到时下政治局会议首次提出“活跃资本市场，提振投资者信心”，5年一度的资本市场政策周期即将来临。

图：资本市场政策周期再临（单位：点）

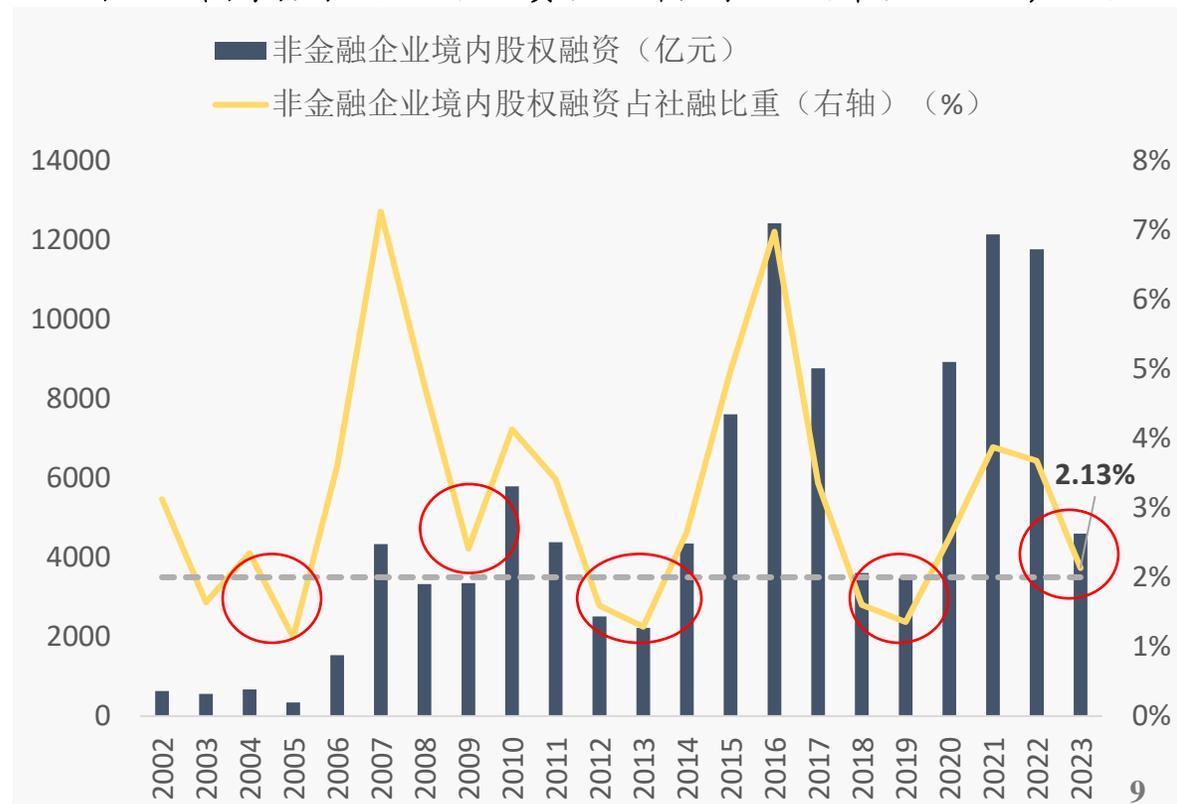
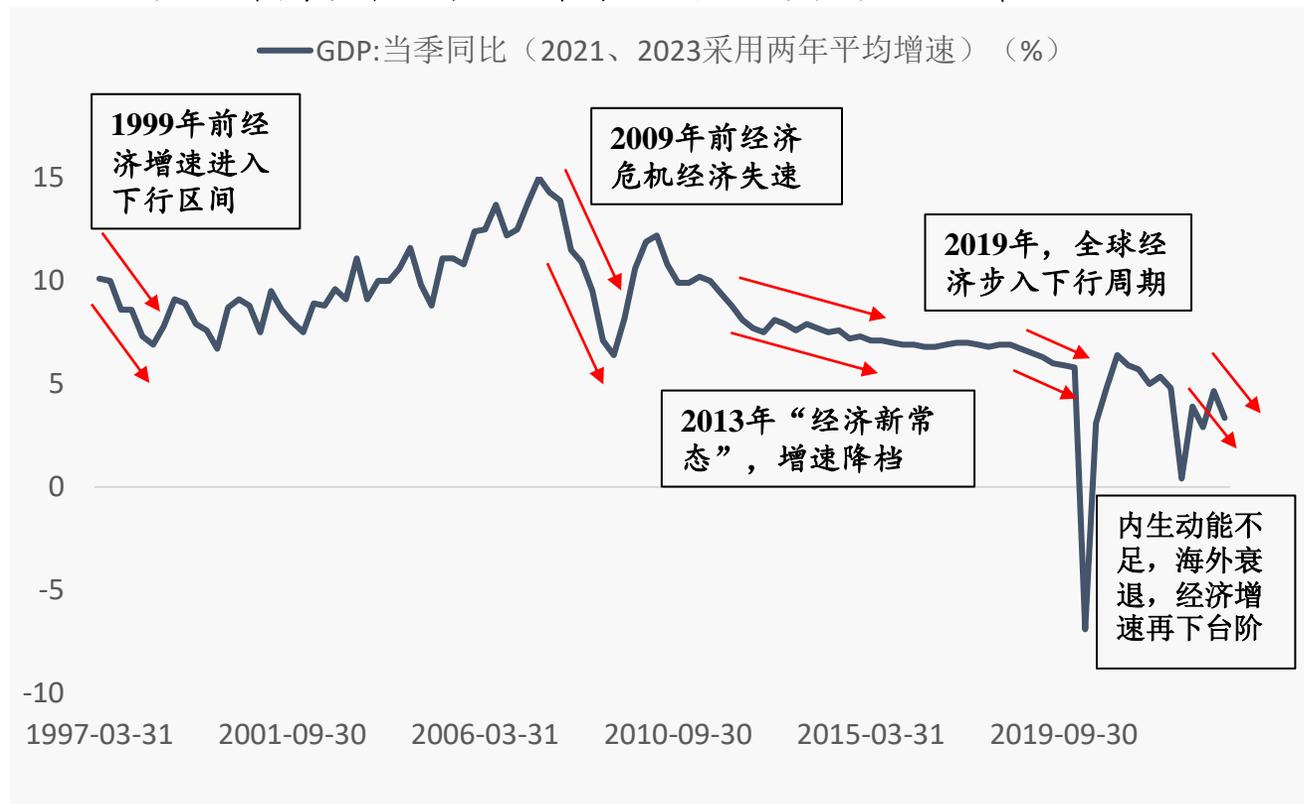


内部政策预期转变：回顾过往的几轮政策周期，历史总是惊人的相似

- ✓ 从宏观背景来看，除2004年高投资高增长模式下经济过热，其余时期经济增速均有明显降档。今年内生需求偏弱，海外衰退导致出口疲弱，逆周期动能不足，经济面临类似的压力。
- ✓ 从融资环境来看，政策周期前后，宽货币开启但向宽信用传导不畅。股权融资占比均达到阶段性低位，突破2%临界线。当下直接融资占比再次触及2%。
- ✓ 从技术周期来看，技术爆发带来新产业，进而产生新融资需求，因此与政策周期较为重叠。

图：政策周期开启前，经济均面临较大的下行压力（单位：%）

图：政策周期前后，股权融资占比都低于2%（单位：亿元；%）



中国经济再次经历挑战，政策周期重启： 复盘过去5轮政策周期，展望新一轮政策周期政策和市场行情

政策周期	宏观环境	融资环境	技术周期	资本市场融资导向	主要政策和板块设立	后续市场行情
第一轮政策周期始于 1999	国内经济下行，国外金融危机爆发	7次降息，信贷增速仍快速回落	互联网	助力中小企业融资	“搞活市场六项政策”，改革股票发行体制、保险资金入市、逐步解决机构的合法融资渠道、允许证券公司发行债券、扩大证券投资基金的规模、允许部分B股及H股公司回购股票。	“519”行情，科技股领涨
第二轮政策周期始于 2004	高投资高增长模式下经济过热	融资结构畸形，成长型企业融资难	-	助力中小企业融资	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国九条）扩大直接融资、鼓励合规资金入市、拓展中小企业融资渠道、推出中小板等	催化反弹，为后续牛市奠定基础
第三轮政策周期始于 2009	次贷危机下宏观环境内外交困	新兴产业融资难，市场流动性承压	3G时代	助力新兴产业融资	创业板设立	10年电子、计算机行情，13年TMT牛市
第四轮政策周期始于 2014	钱荒导致实体经济面临下行压力，宽货币向宽信用传导受阻	外汇占款减少，货币政策转向宽松	4G时代	开放资本市场，助力实体融资，对冲经济下行压力	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（新国九条）扩大资本市场开放，推出沪股通、加快多层次股权市场建设、提高直接融资比重、鼓励市场化并购重组，支持互联网企业参与资本市场	15年大牛市
第五轮政策周期始于 2019	全球经济进入下行周期，基本面承压	股权融资比例低迷，宽信用不见起色	5G时代	助力中小企业融资	科创板设立	消费科技双轮驱动的结构牛市行情
第六轮政策周期已经开启	内生动能偏弱，海外衰退，经济修复不及预期	社融超预期，结构仍待改善，实体融资意愿不足	人工智能	解决“卡脖子”难题	政治局会议首次提出“活跃资本市场，提振投资者信心”	行进中的AI+、TMT板块行情

内部政策预期转变：中国经济再次经历挑战，宏观基本面走弱

✓ 中国经济再次经历挑战，主要经济数据进入底部区间。

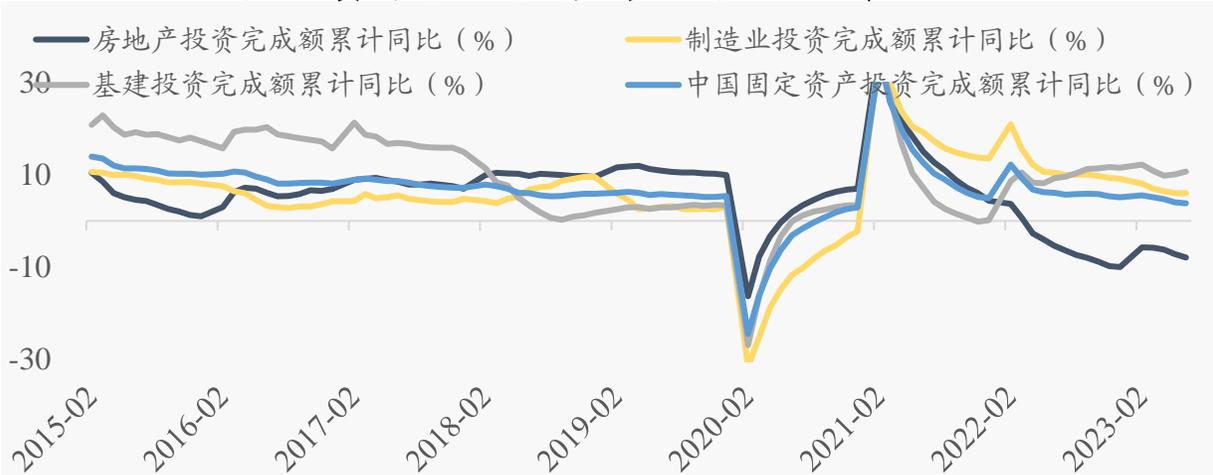
图：PPI和CPI的差值能够很好反映供需矛盾（单位：%）



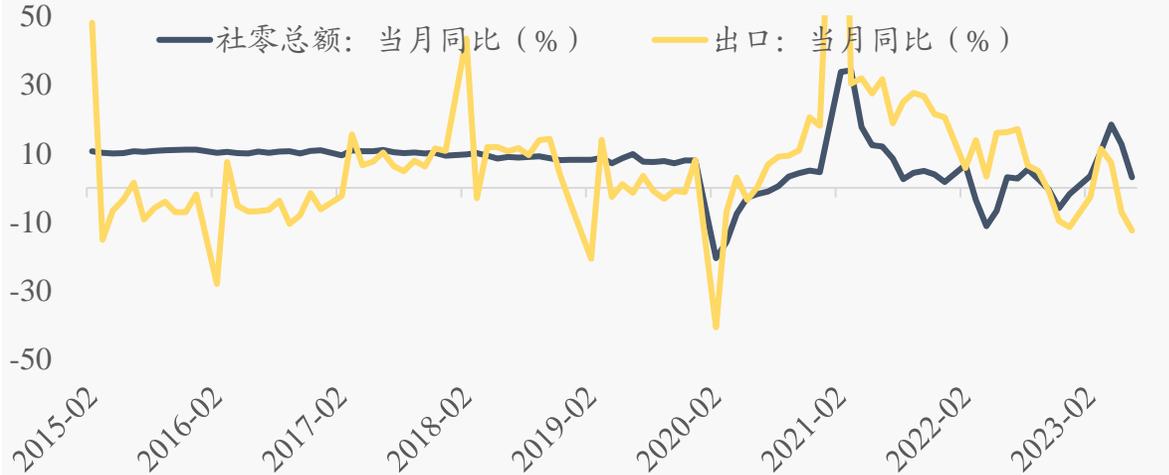
图：PMI环比回升但仍位于枯荣线下，低基数下工增弱修复（单位：%）



图：投资增速放缓，房地产拖累明显（单位：%）



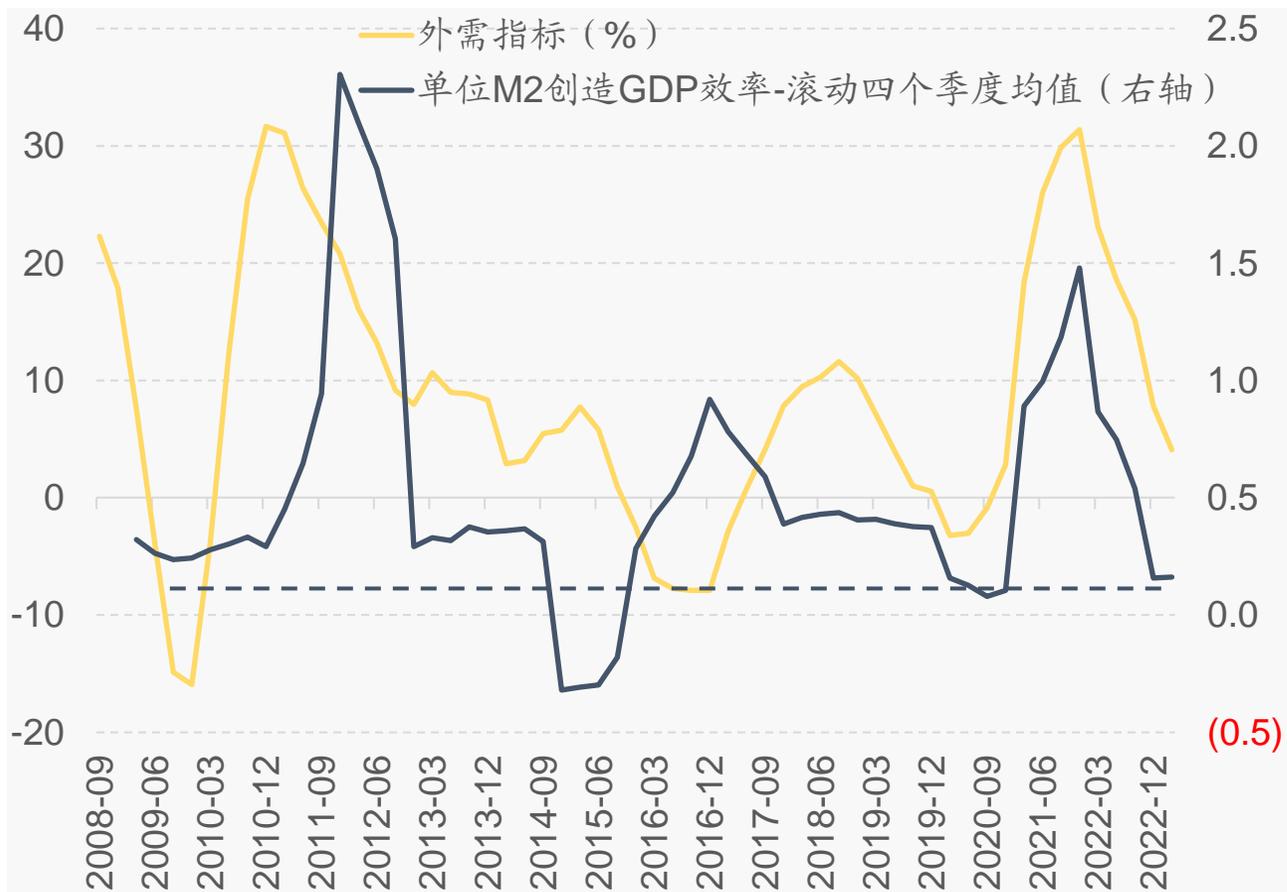
图：社零、出口疲弱，内外需难以形成共振（单位：%）



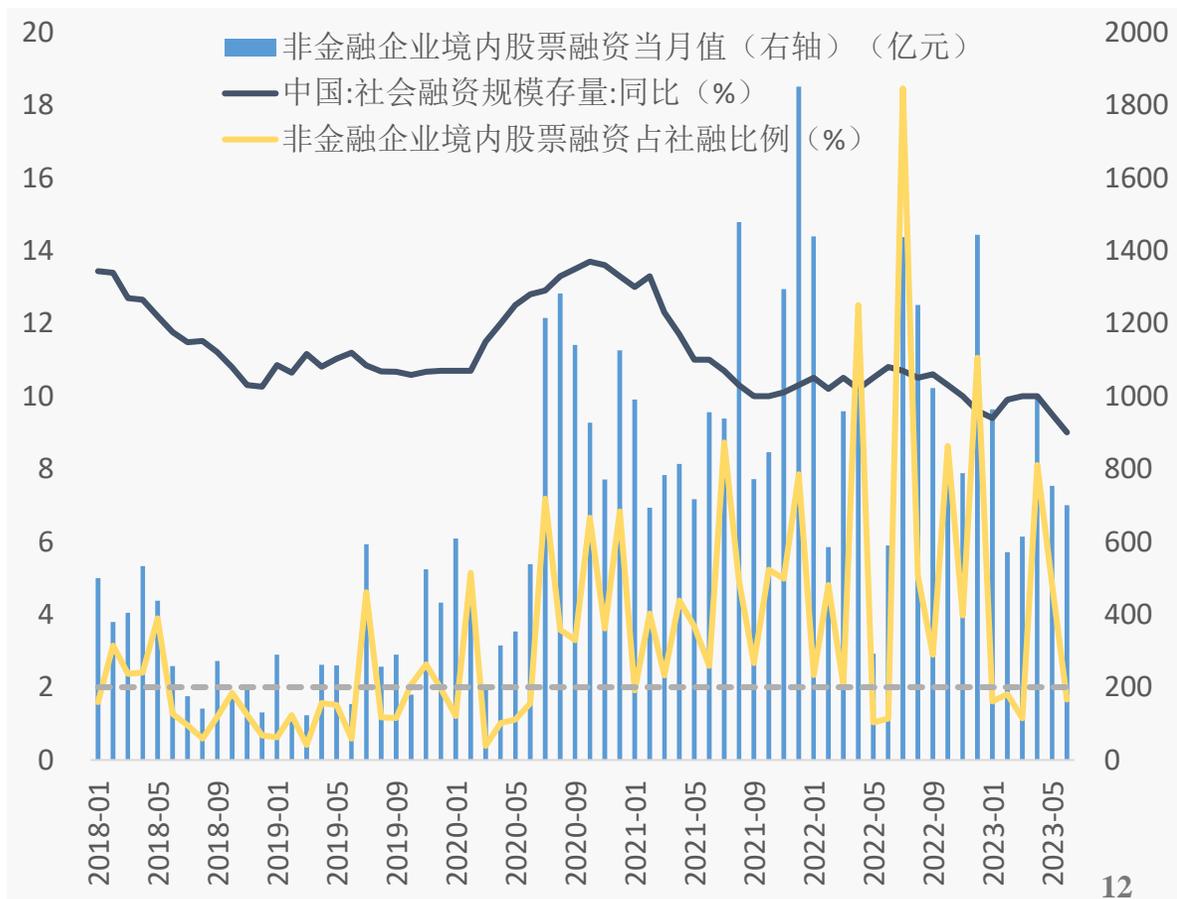
内部政策预期转变：中国经济再次经历挑战，资本市场需要更好地发挥作用

- ✓ 当前，我们的货币政策效率又到了一个比较低的位置，类似2014年前后，当下流动性陷阱的状态将依赖于需求扩张特别是内需的扩张。
- ✓ 社融增速降低，直接融资占比触及临界线。资本市场需要更好地发挥融资功能。

图：目前货币政策效率降至低位



图：直接融资占比触及2%，有进一步下探可能（单位：亿元；%）

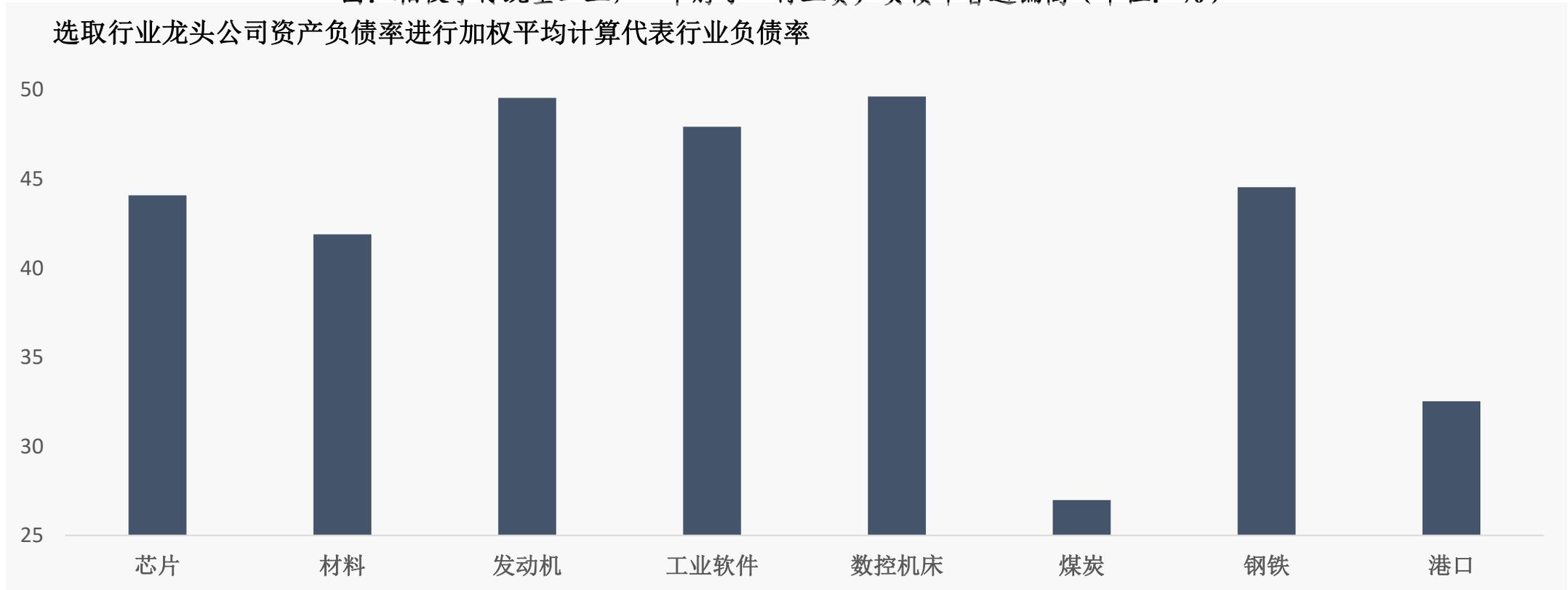


内部政策预期转变：本轮政策周期对资本市场的诉求在哪？

✓ 解决“卡脖子”难题，融资助力核心技术自主研发。

- 不同于传统钢铁，煤炭等重工业的重资产属性，新技术领域如芯片、新材料、发动机、工业软件等行业由于技术研发存在较大的不确定性，整体风险较高，难以有效吸引资金，导致间接融资相对困难，资产负债率也相对偏高，依靠资本市场融资成为其有效融资手段，直接融资中，债券融资对基本面要求较高，因此，股权融资成为可行方式。

图：相较于传统重工业，“卡脖子”行业资产负债率普遍偏高（单位：%）

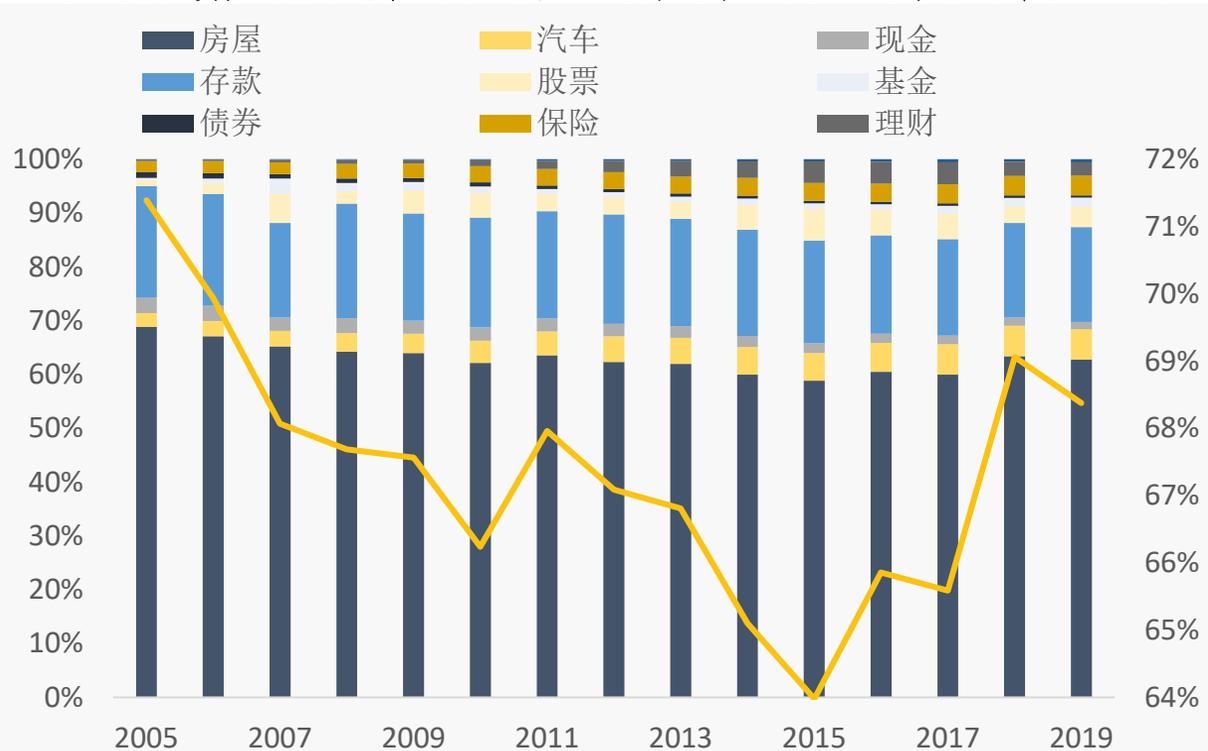


内部政策预期转变：本轮政策周期对资本市场的诉求在哪？

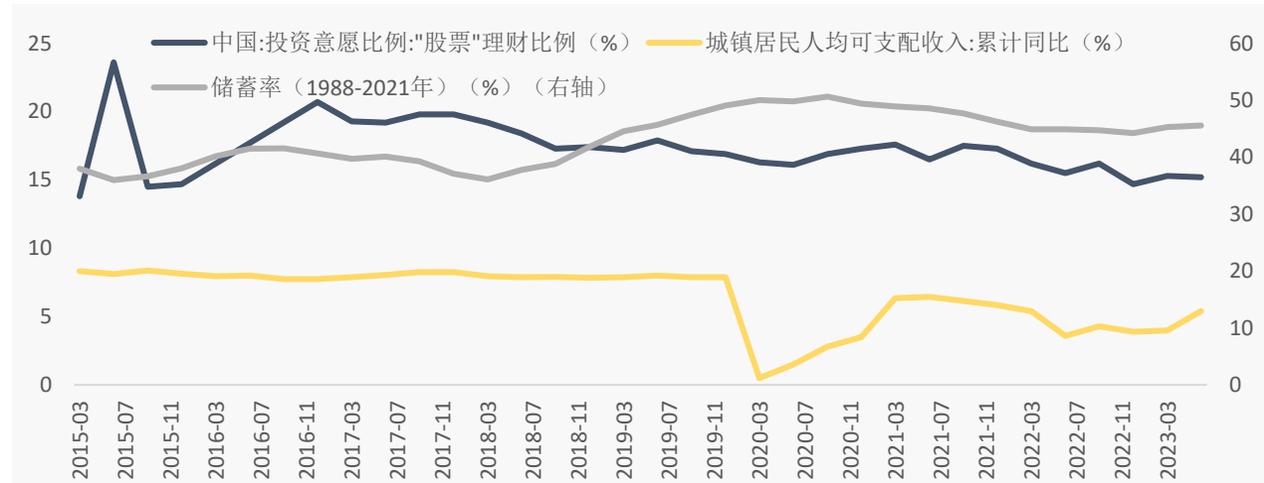
✓ 给居民带来财富效应，促进消费。

➤ 随着房地产进入下行周期，居民财富增值要逐渐过渡到通过股票市场来实现。当下股市“缺乏赚钱效应”，叠加宏观经济下行，居民风险偏好不断降低，财产净收入增速大幅回落，最终导致消费动能不足。

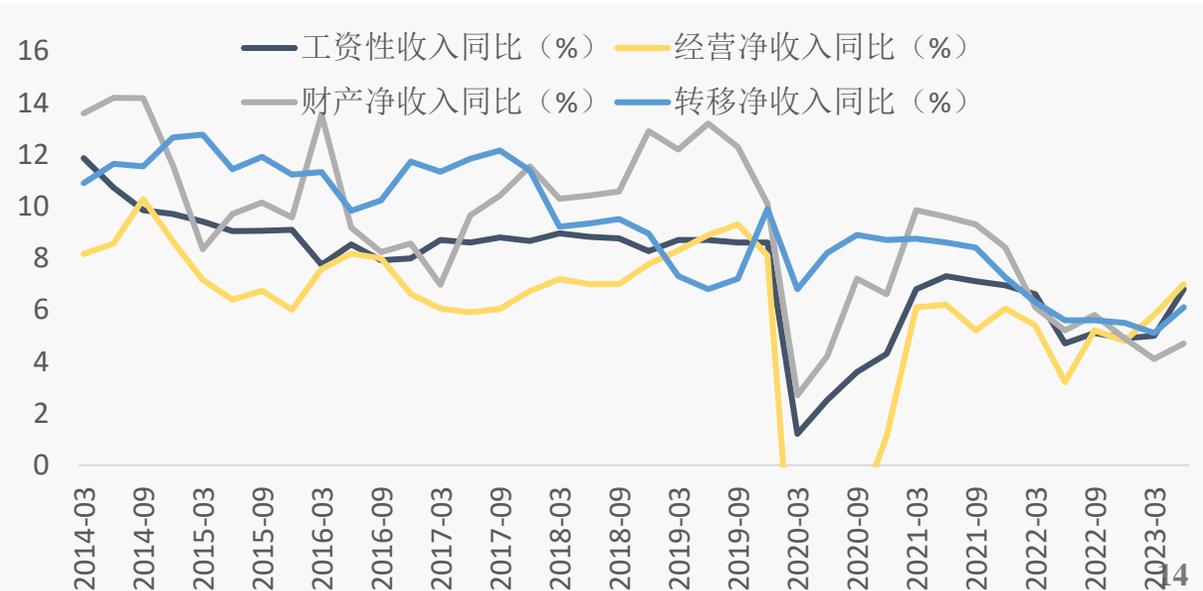
图：实物资产仍然是中国居民家庭财富的最主要组成部分（单位：%）



图：居民风险偏好不断降低，人均可支配收入增速下行（单位：%）



图：财产净收入增速回落最为明显（2021年为两年平均）（单位：%）

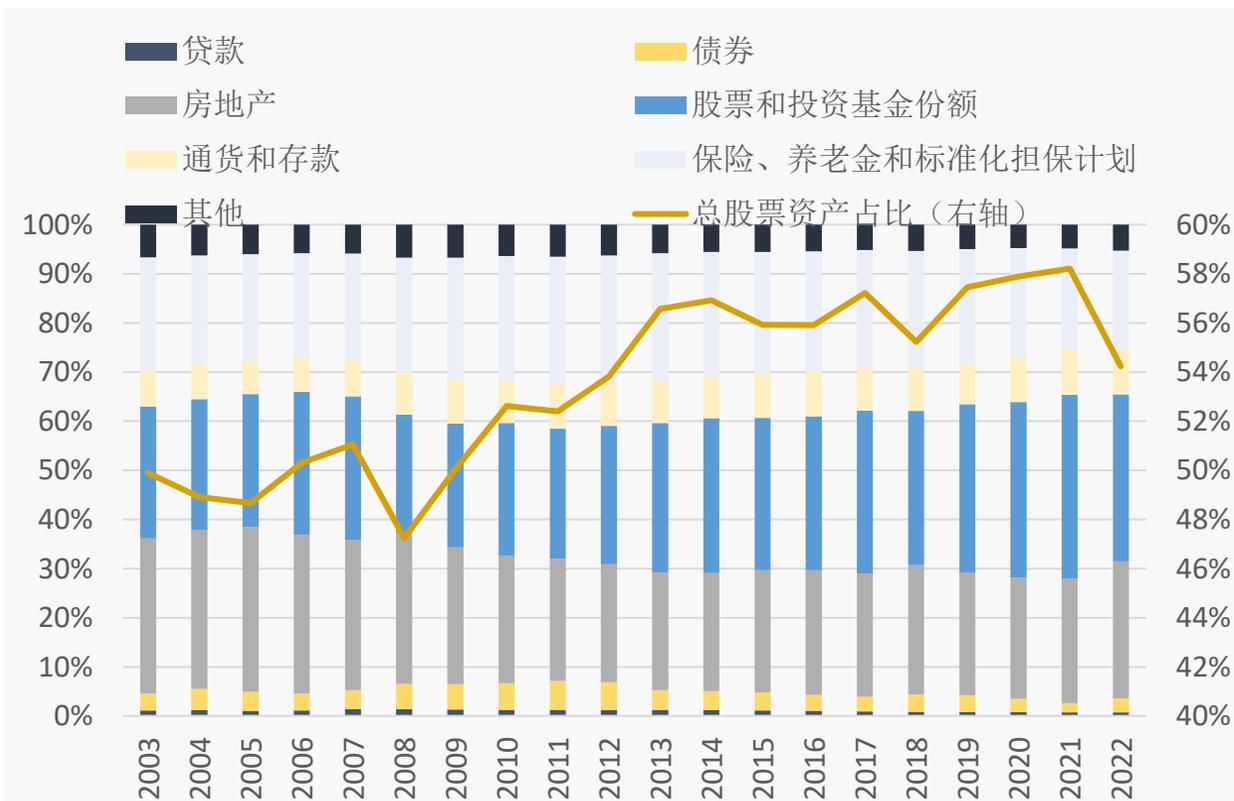


内部政策预期转变：本轮政策周期对资本市场的诉求在哪？

✓ 对比美国，我国股市难以对居民财富积累起到太大的帮助。

➤ 股市是美国经济的“发动机”。美国居民部门超过30%资产直接配置在股票市场，算上间接持有比例甚至超过一半，因此股市给居民带来了较大的财富增值，而房地产资产占比不到30%。因此，美国股市走强对于居民的消费有明显的支撑作用。

图：美国居民和非营利部门资产组成中股票占比较大（单位：%）



图：美国股市对居民消费有较强的支撑（单位：%；点）



内部政策预期转变：政策周期开启后，A股或将迎来向上行情

- ✓ 政策周期和技术周期驱动下，股市或重演金融、科技、消费共振。
 - 政策周期刚启动之前，由于市场较长时间内处于低迷状态，投资者倾向于对于政策预期反应钝化。
 - 历史规律而言，技术周期的迭代孕育新产业和新融资需求，政策出台助力资本市场发展。后续政策支持科技板块、宽流动性背景下的成长股有较好的收益。
 - 中美库存周期明年形成共振补库，或将对新时代资本市场有更多的诉求，股市走强加速居民财富积累，财富效应增强居民消费信心。

图：重磅政策出台后，投资者有明显反应（单位：点）



图：关注新一轮全球半导体周期（单位：%）



图：中美库存周期将迎来共振补库（单位：%）



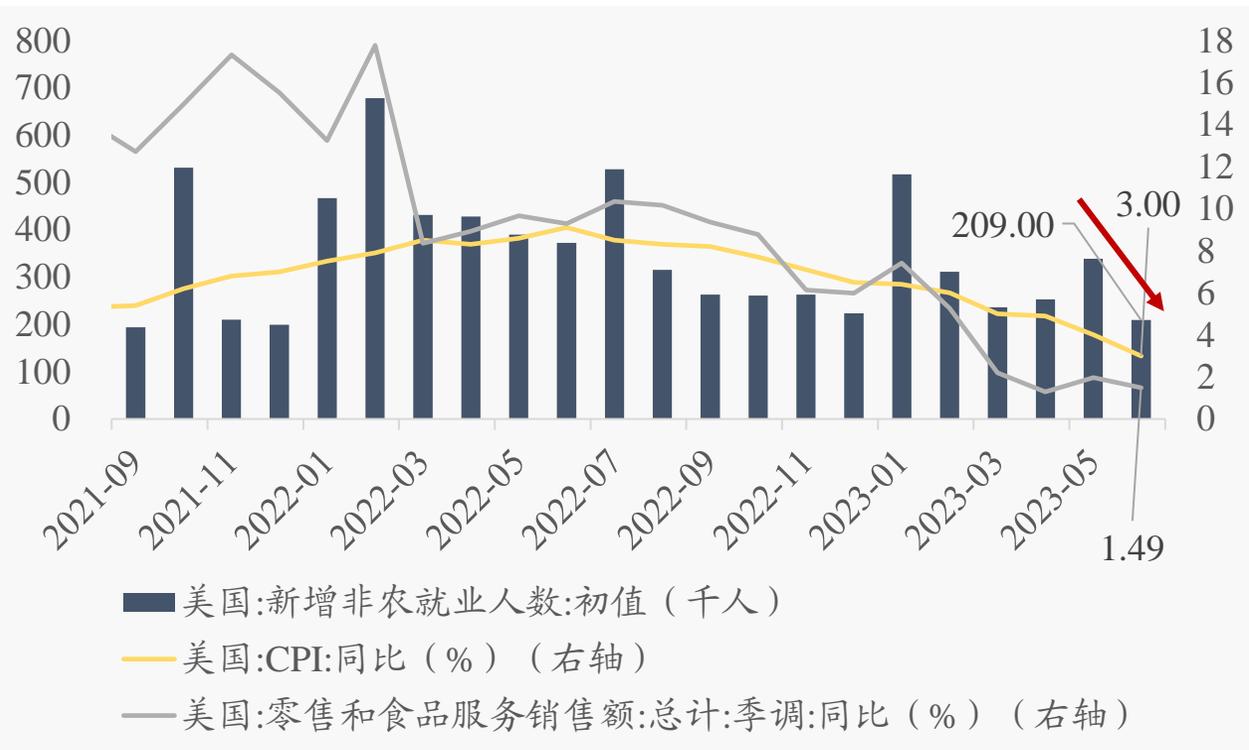
宏观经济行至相似区间，政策周期将重启，A股或迎来新一轮行情

- ✓ 政治局会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”可能是新一轮政策支持周期开启的信号。
 - 2004年国九条、中小板。
 - 2009年创业板。
 - 2014年“新国九条”、沪股通。
 - 2018年底中央经济会议描述资本市场“牵一发而动全身”，2019年推出科创板，
 - 时下政治局会议首次提出“活跃资本市场，提振投资者信心”。
- ✓ 宏观经济行至相似区间。
 - 宏观环境方面，内生需求偏弱，海外衰退导致出口疲弱，逆周期动能不足，经济面临下行压力。
 - 融资环境方面，货币政策低效，直接融资占比再次触及2%临界线。
 - 技术周期方面，人工智能时代来临，全球半导体周期处于底部。
- ✓ 新时代对资本市场诉求有新要求：
 - 解决“卡脖子”行业融资难问题，助力核心技术自主研发。
 - 房地产财富效应时代已过，股票市场需要通过给居民带来财富效应的方式促进消费需求。
- ✓ 后续A股市场行情会如何演绎？
 - 宽流动性背景下成长风格占优，有望迎来科技牛。
 - 中美共振补库下，2024年有望迎来总量β行情。
 - 股市或重演2014或者2018年以后的行情。

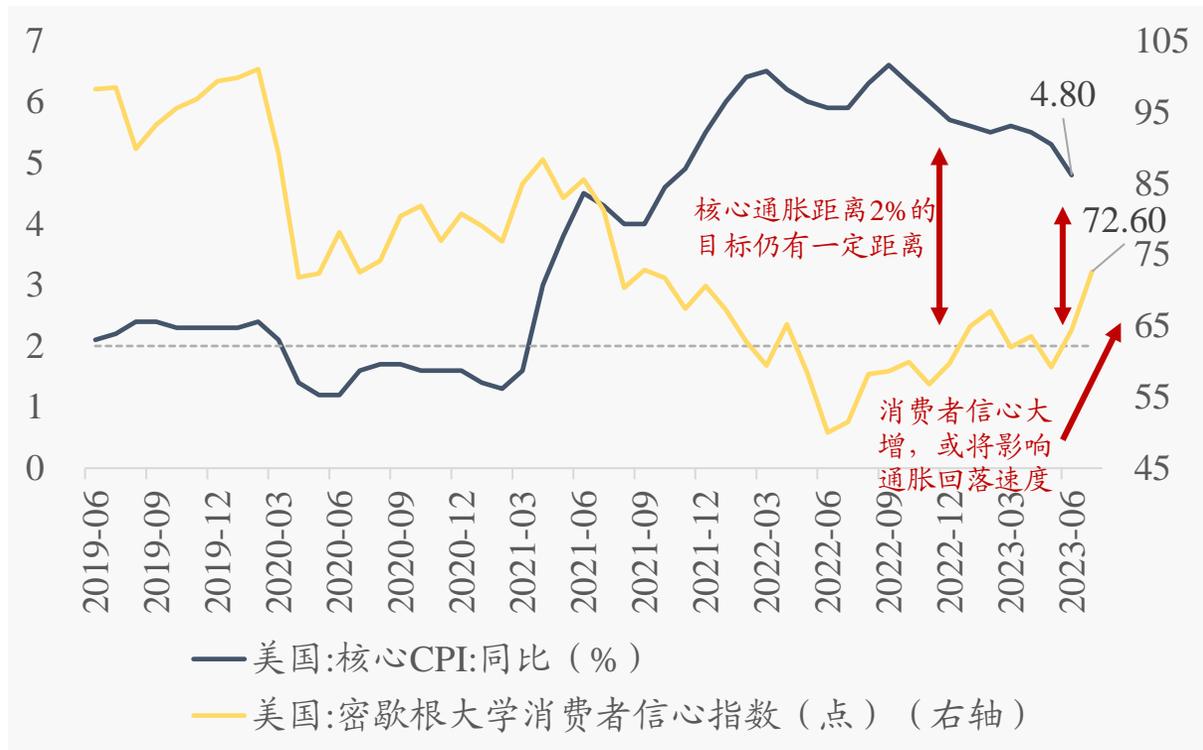
外部因素：经济数据仍具韧性，7月美联储如期重启加息

- ✓ 低基数效应下6月通胀数据超预期降温，非农就业人数明显减少，零售销售额温和回落，说明通胀已经处于快速回落通道。对美联储而言，这是好消息，但可能还不够。
- ✓ 6月美国核心通胀依然坚挺、就业市场供不应求、房地产边际回暖，二季度GDP折年率增长2.4%，好于2%的市场普遍预期，经济数据仍有一定韧性验证了美联储7月加息的合理性。

图：6月非农就业人数、CPI同比、零售销售同比均超预期下滑（单位：千人；%）



图：6月核心通胀依然坚挺，7月消费者信心大增或将影响通胀回落速度（单位：%；点）



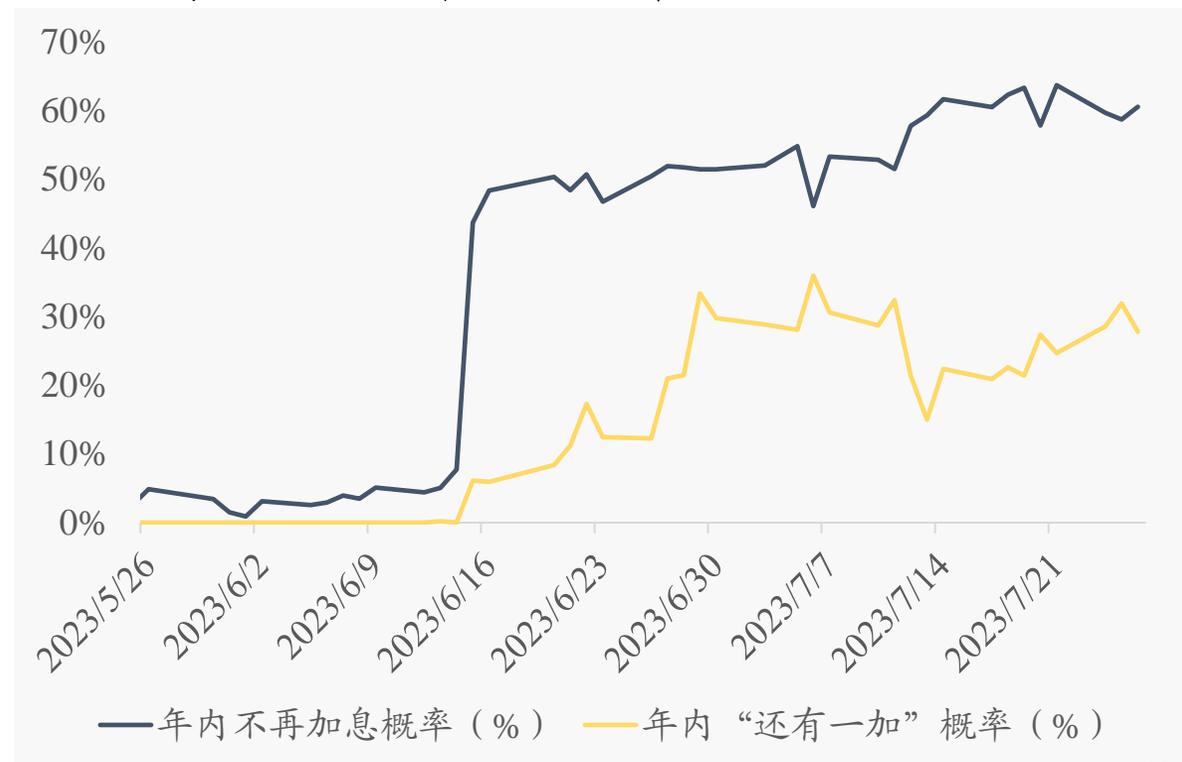
7月加息已是“意料之中”，博弈点在于年内是否“还有一加”

- ✓ 7月加息早已是“意料之中”。市场对7月加息预期充分定价，加息靴子落地后美债波动有限，后续市场博弈点在于9或11月是否仍将再次加息。
- ✓ 鲍威尔坚持“数据依赖”，否认年内降息的可能性，但未提及6月点阵图的指引。
- ✓ 市场普遍押注7月是“最后一加”。

图：议息会议前，利率期货已将7月加息25bp充分定价（单位：%）



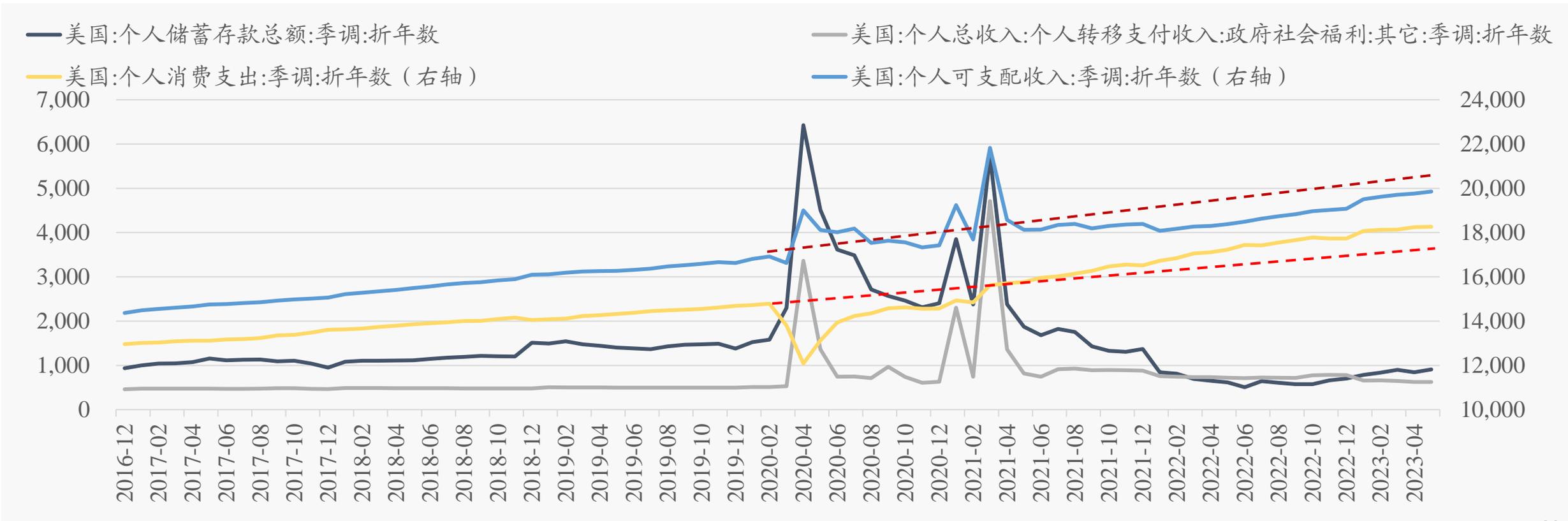
图：截至7月26日，利率期货价格隐含年内“还有一加”的概率为28%（单位：%）



我们认为，加息预期进一步提升的可能性较小

- ✓ 疫情期间，美国政府对居民转移支付带来超额储蓄的消耗是判断通胀、经济和就业数据的关键；
- ✓ 至21年底三轮补贴，通过转移支付推算仅现金补助达0.95-1.1万亿美元，带来总超额储蓄2.64万亿美元，至2023年6月已经回落至0.64万亿美元，考虑通胀带来的购买力损失，超额储蓄实际剩余更少。
- ✓ 补贴对消费的支撑可能已经到了最后阶段，因此加息预期进一步提升的可能性较小。

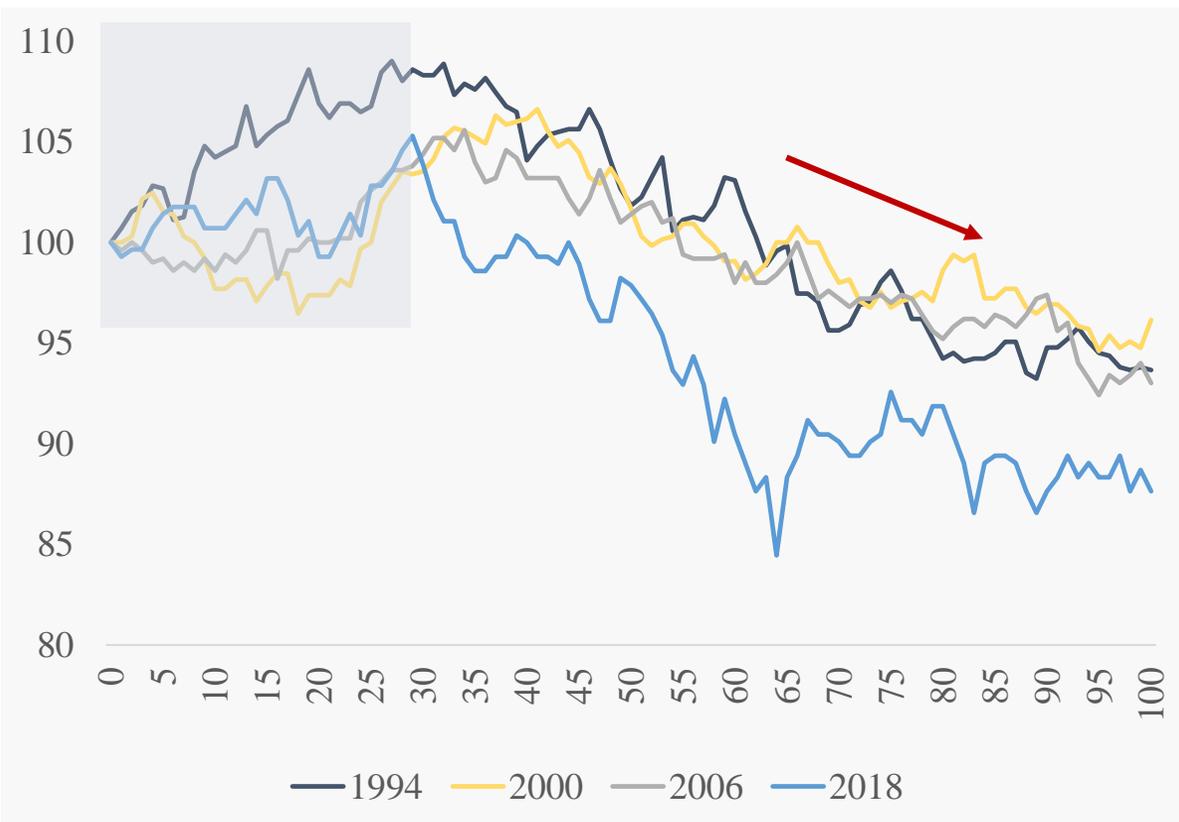
图：目前超额储蓄已经大幅下降（单位：十亿美元）



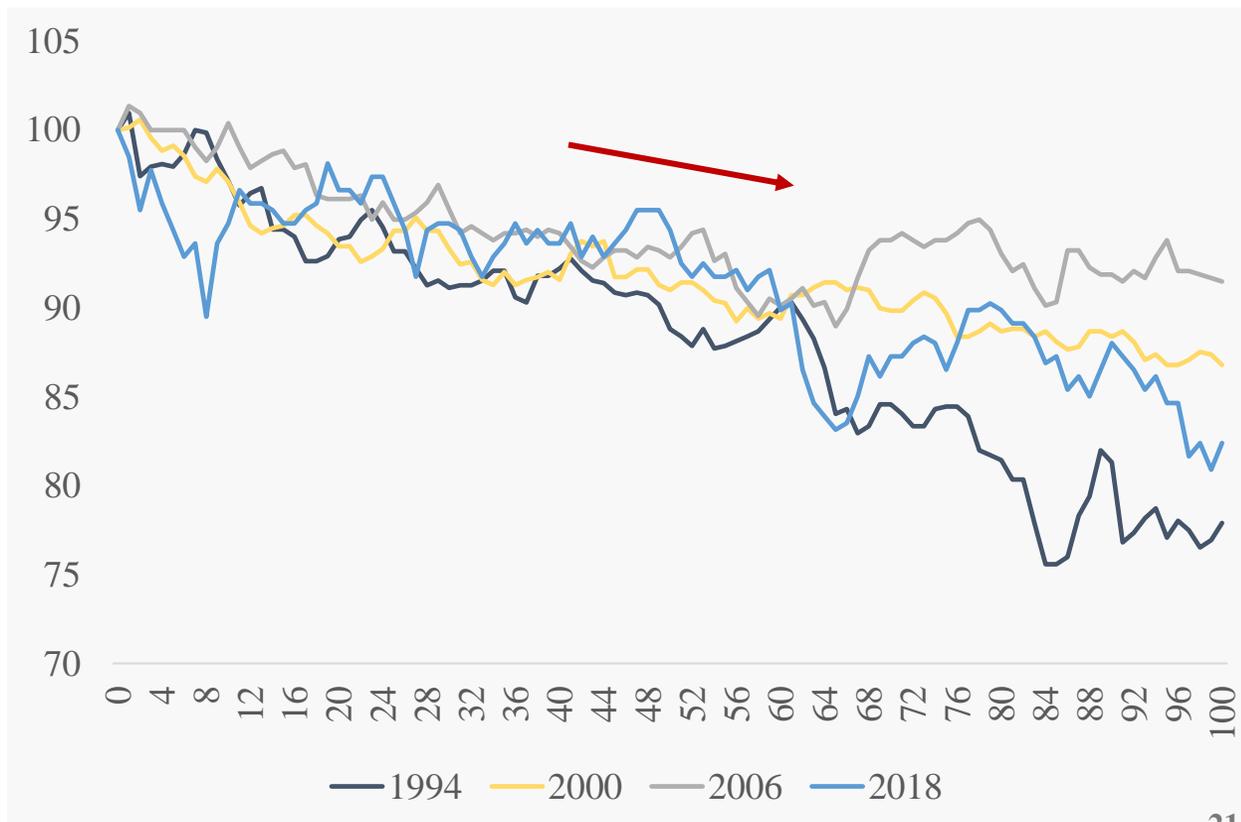
历史上美联储“还有一加”或“最后一加”，美债走势如何？

- ✓ “还有一加”时，美债先震荡后下行；“最后一加”时，美债坚定回落。
- ✓ 当前，美联储加息进入尾声，美债已经走到较为极致的区间，即使后续加息节奏与预期存在偏差，美债也已经是“强弩之末”，阶段性的扰动不改整体大势，外部流动性的拐点已经出现。

图：美联储“还有一加”时，美债收益率指数在前25个交易日震荡走高，其后回落（单位：点）



图：美联储“最后一加”时，美债收益率指数呈现下行趋势（单位：点）



美债和中美利差筑顶，构成A股向上的外部流动性环境

- ✓ 中美国债利差转正以来，A股和利差几乎互为镜像关系。
- ✓ 利差和经济预期构成了汇率贬值以及A股下跌走势。
- ✓ 加息预期提升有限的背景下，美债进入见顶区间，外部流动性的拐点已现，为A股资金面提供有力支撑。

图：利差转正以来，跟A股互为镜像关系



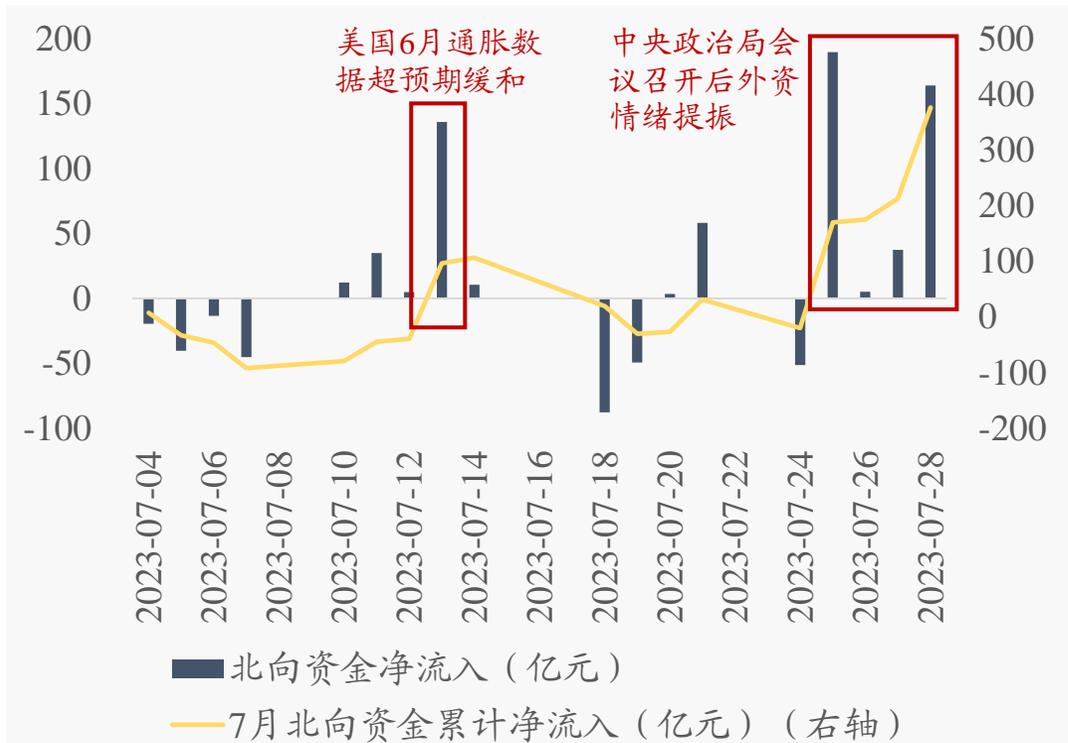
图：汇率贬值阶段，A股多数下跌



外部流动性拐点为外资流入“铺平道路”，国内政策力度成重要变量

- ✓ 外部流动性拐点的出现已为北向流入“铺平道路”，政治局会议后国内政策的有力信号初步释放，外资情绪明显好转，具体政策出台后北向资金的持续性大规模回流值得期待。
- 海外流动性的边际改善为外资流入非美市场提供有力支撑。
- 7月政治局会议关于资本市场及房地产的表态提振外资投资中国的信心，北向拐点已经出现！

图：7月北向资金累计净流入达377亿元，环比提升169%（单位：亿元）



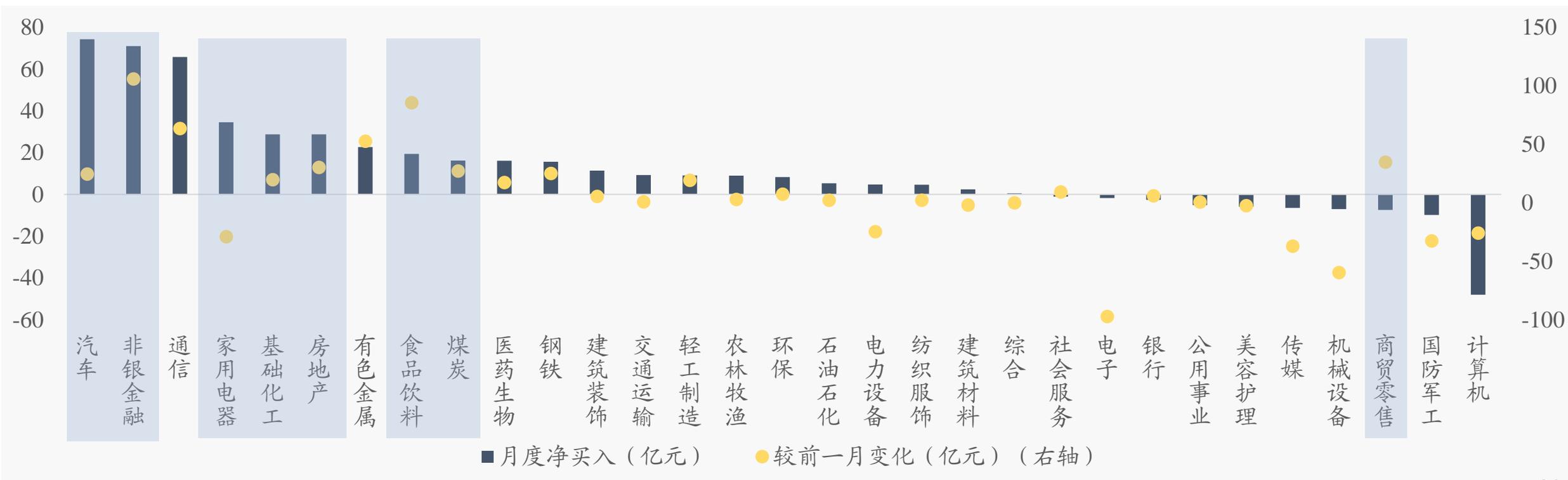
图：北向资金净流入15周移动平均（单位：亿元）



7月北向以复苏为主线，主要流向政策引导下的顺周期板块

- ✓ 7月，北向资金净流入377亿元，环比提升169%，主要流向政策引导下的顺周期板块。
- 政治局会议引导下非银金融和房地产板块颇受青睐，汽车、家电等前期政策催化的板块热度仍然较高。
- ✓ 展望8月，“活跃资本市场”及房地产宽松政策有望落地，预计北向将继续以复苏为交易主线，加大配置有政策支撑的顺周期板块。

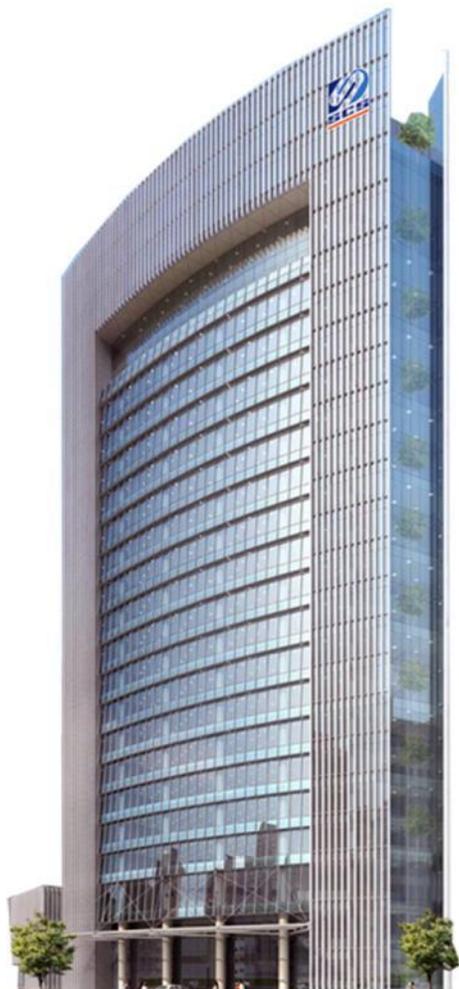
图：7月北向资金大量流入政策引导下的顺周期板块（单位：亿元）



8月A股策略：拐点已现，时不我待，新一轮资本市场政策周期开启

- ✓ 8月策略观点：拐点已现，时不我待，新一轮资本市场政策周期开启
- 进入8月，我们认为两大因素（美债、政策预期）均出现转机，市场拐点确认，将进入上行期。
- 从政策预期来看，7月政治局会议多个表述超出预期，特别是对于稳增长以及对于资本市场定调的表述，以上两点也是市场关注的核心因素。
 - 稳增长表述中，“逆周期调节”近三年多以来首次出现，房地产领域定调也超预期。
 - 对资本市场表述中，“活跃资本市场”历史上首次出现，“提振投资者信心”类似表述早在2008年12月中央经济工作会议出现过，本次对资本市场的定调表述为历史最高，需要充分理解本次定调变化背后的政策深意。
- 从美债走势来看，随着7月公布的美国6月份通胀数据好于预期，美债筑顶之势已成，我们在上月月度策略已经研究过，美债走势是影响过去一年多人民币汇率的最大因素，随着美债的筑顶，中美利差回落，同时内部预期好转，均对于汇率走强构成支撑。

外部流动性拐点出现，为北向流入“铺平道路”。海外流动性的边际改善为外资流入非美市场提供有力支撑。7月政治局会议关于资本市场及房地产的表态提振外资投资中国的信心，北向拐点已经出现，具体政策出台后北向资金的持续性大规模回流值得期待。



7月A股市场复盘：指数和行业

8月A股大势研判：拐点已现，时不我待

8月行业和产业趋势配置：关注金融、半导体、新能源
独立逻辑细分、汽车智能化等方向

风险提示

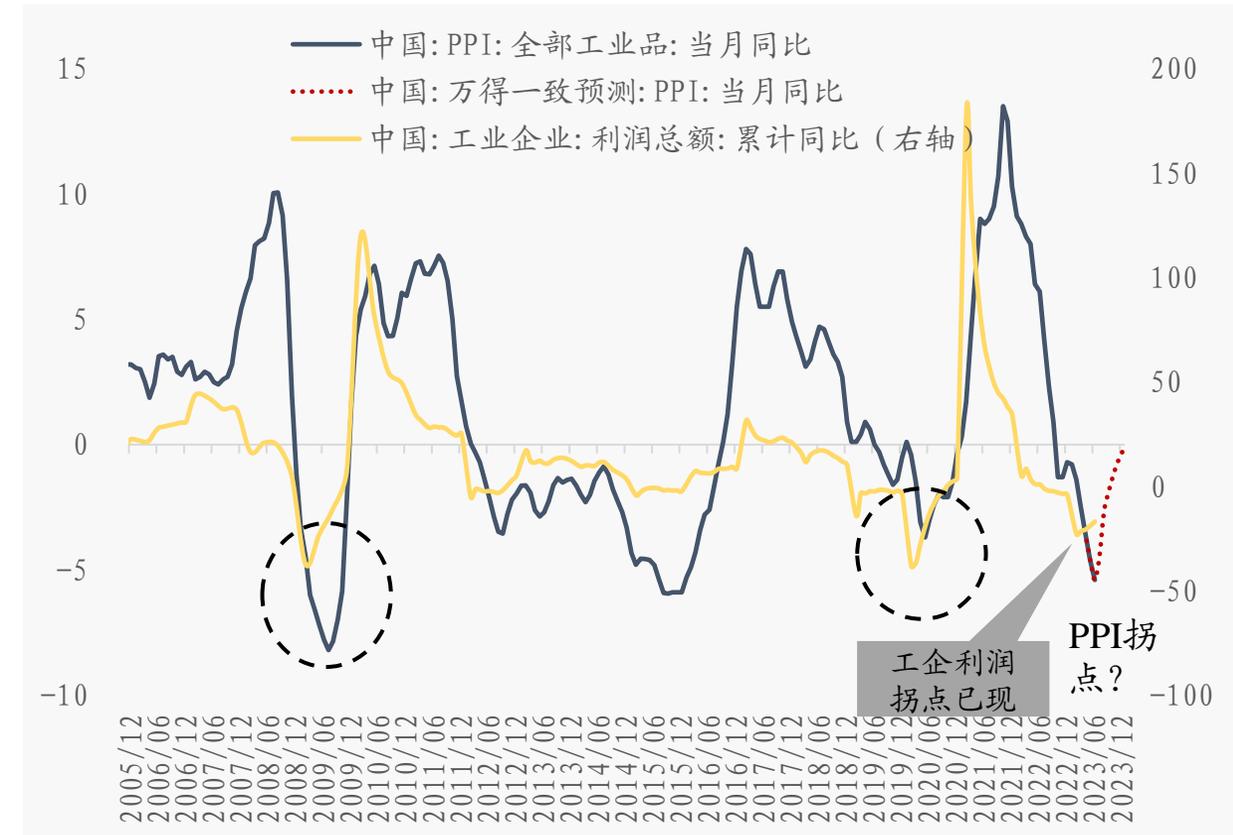
历轮资本市场政策周期开启后，非银板块当年的涨幅

政策周期	主要政策和板块设立	政策周期开启当年非银涨幅
第一轮政策周期始于 1999	“搞活市场六项政策”，改革股票发行体制、保险资金入市、逐步解决机构的合法融资渠道、允许证券公司发行债券、扩大证券投资基金的规模、允许部分B股及H股公司回购股票。	26.6%
第二轮政策周期始于 2004	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国九条）扩大直接融资、鼓励合规资金入市、拓展中小企业融资渠道、推出中小板等	-28.1%
第三轮政策周期始于 2009	创业板设立	103.84%
第四轮政策周期始于 2014	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（新国九条）扩大资本市场开放，推出沪股通、加快多层次股权市场建设、提高直接融资比重、鼓励市场化并购重组，支持互联网企业参与资本市场	121.16%
第五轮政策周期始于 2019	科创板设立	45.51%
第六轮政策周期已经 开启	政治局会议首次提出“活跃资本市场，提振投资者信心”	——

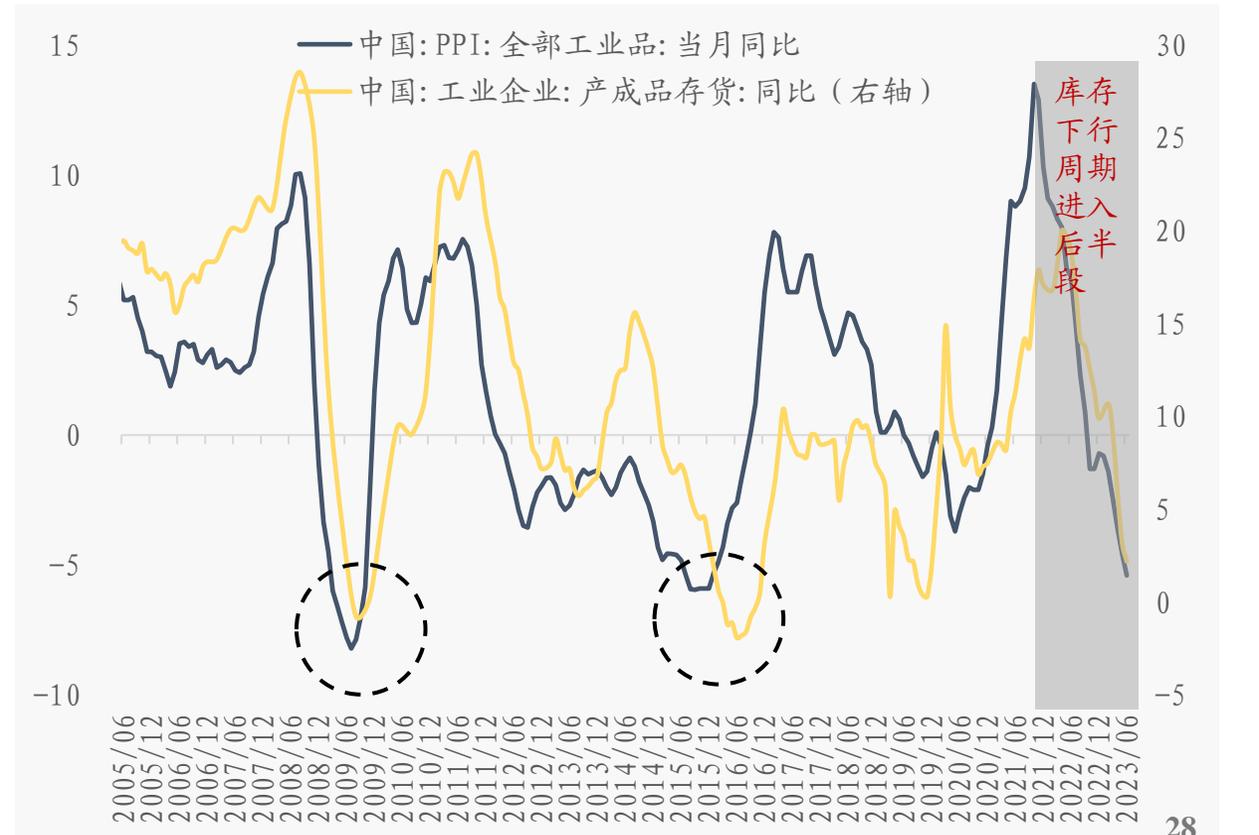
企业盈利下半年趋于稳定，PPI周期拐点或已经出现

- ✓ PPI周期与企业盈利高度相关，工企利润已触底回升，本轮PPI下行周期或已经于6月结束，拐点已现；
- ✓ 国内库存周期进入下行期后半段，一旦库存周期见底，将成为盈利上行的动力之一。

图：PPI周期与企业盈利高度相关，拐点在6月或已经出现
(单位：%，%)



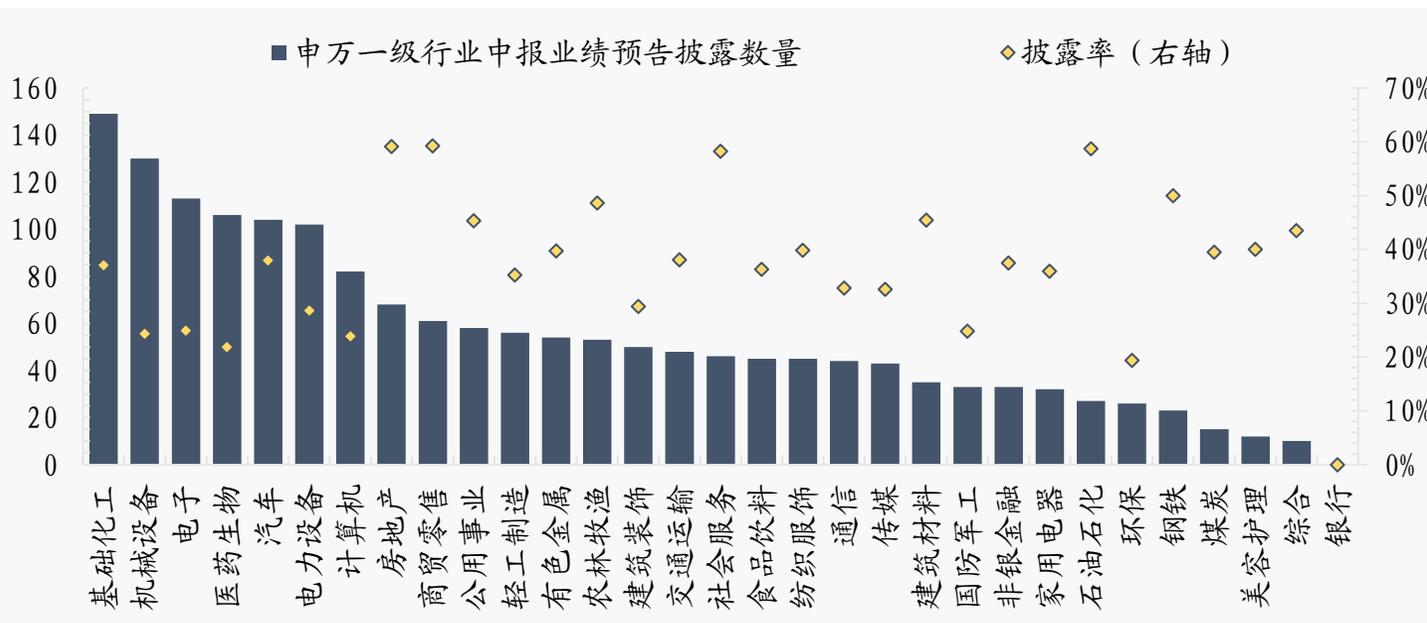
图：本轮国内去库周期进入下行期后半段，PPI拐点将领先于库存拐点 (单位：%，%)



业绩利润：关注销量、出口、成本利好的汽车链、新能源和家电

- ✓ 中报预告指向中游制造和下游可选消费H1业绩增速较高，且Q2环比增速有韧性；
- ✓ 其中，**汽车行业**“出海”高增，需求超预期；**新能源行业光伏**继续保持出口高增速，技术迭代升级；**家电行业空调**销售和排产增加，需求回暖；
- ✓ 同时，三个行业共同受益于原材料下降、汇率和海运下跌。

图：申万一级行业中报业绩预告披露情况（单位：个，%）

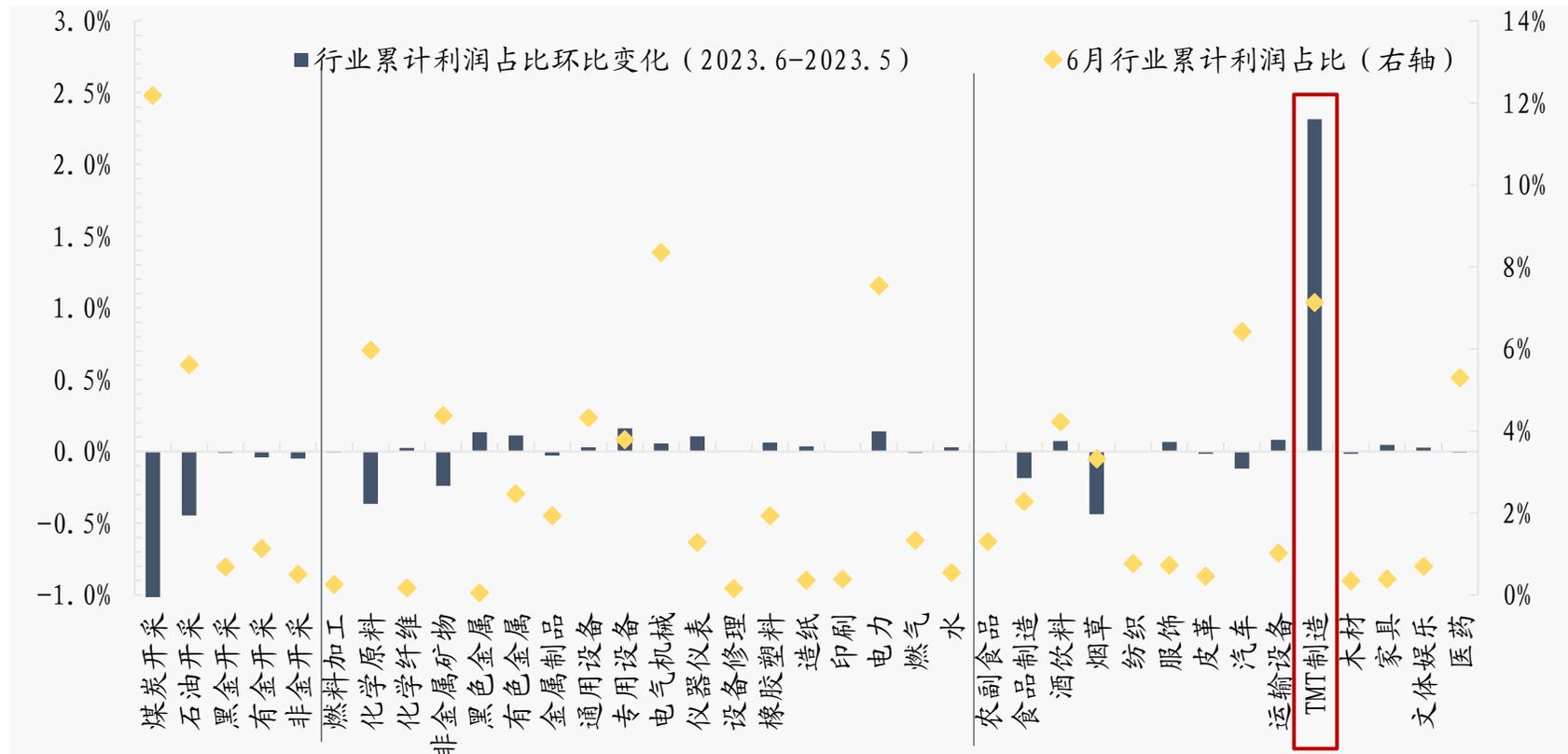


大类行业	申万一级	披露率	H1同比增速	Q2环比增速
消费	食品饮料	36.29%	15% ~ 18%	-41% ~ -37%
	农林牧渔	48.62%	17% ~ 36%	-74% ~ -12%
	家用电器	37.08%	44% ~ 68%	-8% ~ 24%
	商贸零售	59.22%	91% ~ 152%	-67% ~ -25%
	社会服务	59.49%	118% ~ 156%	-39% ~ 298%
	医药生物	22.27%	-48% ~ -40%	-31% ~ -3%
	美容护理	40.00%	14% ~ 26%	-21% ~ -3%
	汽车	37.96%	85% ~ 130%	38% ~ 97%
	轻工制造	35.22%	-167% ~ -100%	136% ~ 200%
	纺织服饰	40.71%	308% ~ 556%	-100% ~ -39%
成长	电子	25.39%	-84% ~ -68%	79% ~ 370%
	电力设备	28.93%	36% ~ 59%	10% ~ 46%
	国防军工	25.56%	4% ~ 25%	172% ~ 251%
	计算机	24.42%	-1% ~ 150%	-302% ~ -149%
	传媒	32.58%	52% ~ 96%	-40% ~ 6%
	通信	32.84%	10% ~ 38%	92% ~ 168%
	机械设备	25.09%	-13% ~ 6%	62% ~ 118%
周期	煤炭	39.47%	-35% ~ -31%	-34% ~ -23%
	石油石化	58.70%	-92% ~ -87%	408% ~ 539%
	钢铁	52.17%	-165% ~ -158%	-242% ~ -193%
	基础化工	37.81%	-76% ~ -70%	-42% ~ -7%
	有色金属	41.18%	-51% ~ -47%	-26% ~ -10%
	建筑材料	45.45%	-70% ~ -63%	560% ~ 646%
	建筑装饰	30.00%	-21% ~ 36%	-409% ~ -123%
金融	非银金融	37.50%	192% ~ 226%	-45% ~ -27%
	房地产	58.26%	-14% ~ 31%	-439% ~ -187%
其他	公用事业	45.31%	673% ~ 852%	45% ~ 102%
	交通运输	38.10%	290% ~ 454%	49% ~ 155%
	环保	19.40%	-28% ~ 45%	50% ~ 305%
综合	43.48%	-253% ~ -197%	-211% ~ -146%	

库存周期：关注库存切换同时去化良好的消费电子和通信设备

- ✓ 2023年以来TMT制造持续去库，6月数据显示TMT制造库存周期向上，被动去库切换为主动补库；
- ✓ 6月TMT制造累计利润占比环比提升2.3%，底部回暖信号显著，行业库存去化接近尾声，关注前期去库较为良好的消费电子和通信设备行业。

图：6月工企数据反映的行业累计利润占比情况（单位：%、%）



表：2023年以来库存阶段变化情况

工企行业	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
化学纤维	被动去库	被动去库	被动去库	主动去库
黑色金属	主动去库	主动去库	主动去库	被动去库
金属制品	被动去库	被动去库	被动去库	被动去库
专用设备	主动去库	主动补库	主动补库	主动补库
仪器仪表	主动去库	被动去库	被动去库	主动补库
设备修理	主动补库	主动补库	被动去库	被动去库
橡胶塑料	被动去库	被动去库	被动去库	被动去库
纺织	主动补库	主动去库	被动去库	被动去库
橡胶塑料	被动去库	被动去库	被动去库	被动去库
农副食品	主动去库	主动去库	主动去库	主动去库
食品制造	被动去库	被动去库	被动去库	被动去库
纺织	主动补库	主动去库	被动去库	被动去库
皮革	被动去库	主动补库	主动补库	主动去库
汽车	主动去库	被动去库	被动去库	主动补库
运输设备	主动补库	被动补库	被动去库	主动补库
TMT制造	主动补库	被动去库	被动去库	被动去库
家具	被动去库	主动补库	被动去库	被动去库
医药	主动补库	主动补库	主动去库	被动补库

注：表格筛选得分50分以上的行业，标黄部分表示当前处于被动去库或主动去库阶段。

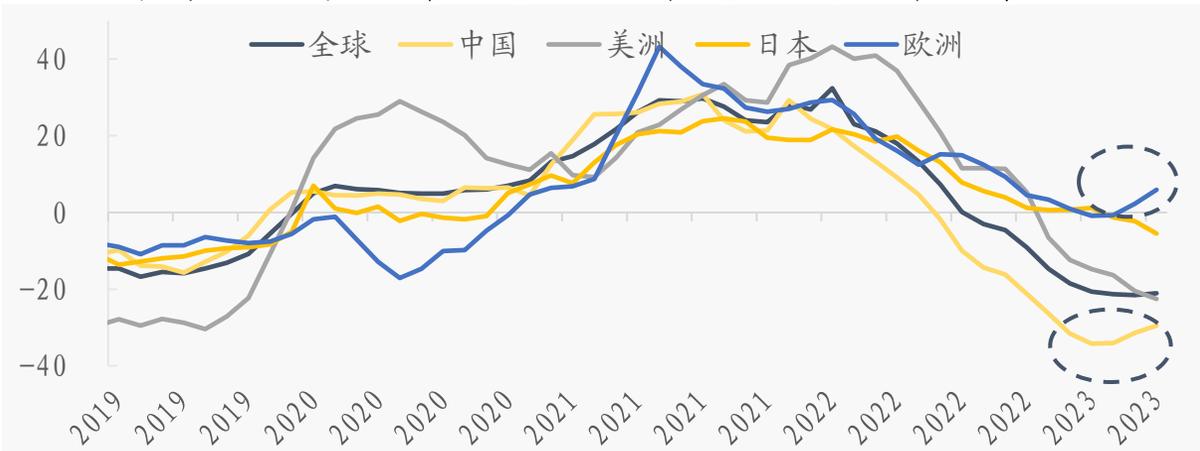
中观景气：关注下行周期尾声的半导体和受益于政策促进的家电家具

- ✓ **半导体**下行周期已接近尾声，支持电子产品消费政策出台进一步提振行业景气度；
- ✓ **家电家具**受益于原材料成本下行、汇兑收益和出口韧性，国内促家居消费政策出台进一步增厚利润。

图：半导体周期接近尾声，拐点或现（单位：%、%）



图：半导体销售，中国和欧洲率先见底回升（单位：%）



图：地产链下游的白电和家具产量同比回升（单位：%）



表：7月以来，政府围绕扩大内需部署重点消费领域

时间	单位	内容
7月18日	商务部	《关于促进家居消费若干措施的通知》
7月21日	国家发改委	《关于促进汽车消费的若干措施》
7月21日	国家发改委	《关于促进电子产品消费的若干措施》
7月24日	政治局会议	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费

产业趋势：从供给侧创新视角关注新能源、AI、汽车部分环节

- ✓ 我们在中期策略报告中提出供给时钟模型，并建议关注新供给投资机会
- ✓ 我们在7月月报中，根据供给时钟模型逻辑，提出关注：
 - 新能源板块中有独立逻辑的细分环节
 - AI赋能新业态升级下的行业结构性机遇
- ✓ 本月上上述板块产业动态持续活跃，我们梳理如下边际变化：
 - 数字经济、AI及AI+方向：持续关注算力、算法、数据三基石，AIGC应用、AI赋能机器人
 - ① 算力需求驱动先进封装扩产
 - ② 地方落实数据要素“三权分置”监管实践
 - ③ 大模型开源加速AIGC垂类应用落地
 - ④ 人形机器人产业化提速
 - 电力新能源方向：关注电网IT、工商业储能、高压快充、光伏N型电池、虚拟电厂
 - ① 电车快充技术迭代，充换电设施向高压快充倾斜为大势所趋
 - ② 蔚来充电桩接入国网虚拟电厂
 - ③ 电力需求侧响应政策持续完善
 - 新增汽车智能化方向：关注智能驾驶渗透、车企技术授权变现、汽车零部件国产化
 - ① 我国车企开启智能化技术输出
 - ② 智能网联汽车“新国标”发布，人机共驾权责有望进一步完善

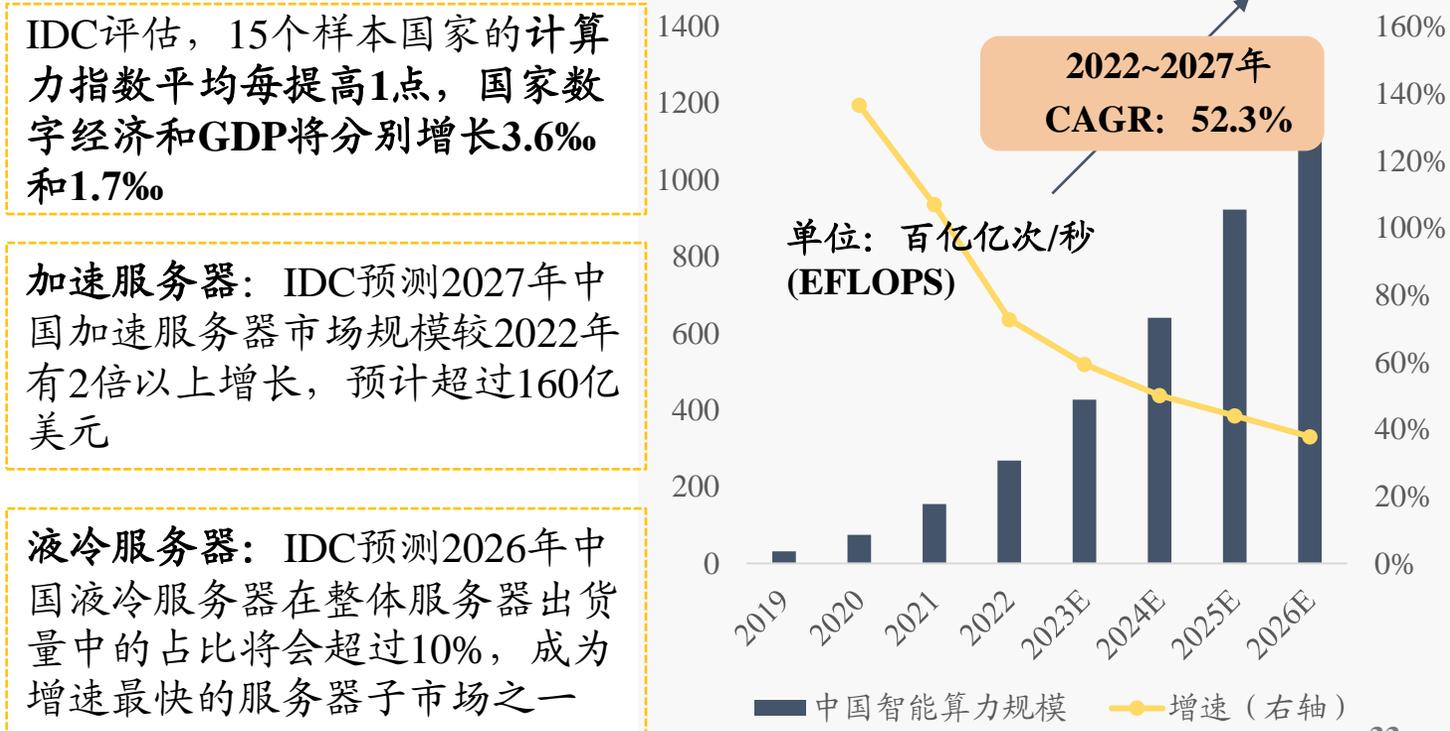
数字经济与AI：台积电扩产先进封装，算力需求持续紧俏

- ✓ 算力与数据双向促进，筑经济内生增长新动能
- ✓ 数据与算力的关系：数据爆发式增长激发算力需求攀升，算力增加又产生新的海量数据
- 数字经济中，算力需求包括数字产业化和产业数字化两个层次
- 中长期算力需求空间：IDC预计未来五年算力规模CAGR达52.3%
- 近期算力需求持续紧俏：国内AI芯片需求半年时间里增长10倍以上台积电积极扩产先进封装

表：算力需求紧俏、算力建设推进

算力需求紧俏	7月19日消息，台积电CoWos先进封装产能缺口高达10-20%，台积电 正积极扩大CoWoS产能
	7月20日，华为首席供应官应为民表示，国内AI芯片需求半年时间里增长10倍以上
算力产业动态跟踪	北京市经信局局长姜广智表示北京市经信局将按季度迭代推出大模型应用成果，首期预计支持不低于 4000万元算力券补贴模型伙伴企业
	2023中国算力大会新闻发布会上，工信部表示计划出台推动算力基础设施高质量发展的政策文件提出加强CPU、GPU和服务器等重点产品研发
	7月24日消息，台积电与高力、英伟达合作开发AI GPU浸没式液冷系统
	7月12日，中国电子与华为决定共同打造同时支持鲲鹏和飞腾处理器的“鹏腾”生态

图：IDC预测中国算力规模将高速增长



数字经济与AI：数据确权监管探索开启，数据要素建设全方位推进

- ✓ “数据二十条” 提出数据确权“三权分置”的指导思路，近期地方加速探索数据确权监管
- 深圳率先实践“三权分置”，北京、广州出台数据要素政策、推动数字红利释放
- 数据确权产品落地：人民网正式面向全国发放数据“三证”，“人民云区块链”经过中央网信办审核
- 投资关注：数据确权服务平台、数据交易所、优质数据资产持有方、数据安全服务、数据加工等环节

表：数据要素监管实践逐步落地，数据确权产品正式发布

时间	政策/事件及内容	点评
2022年12月	中共中央、国务院印发《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（“数据二十条”）	提出数据资源持有权、数据加工使用权、数据产品经营权“三权分置”的数据确权指思路
7月13日	七部委联合发布《生成式人工智能服务管理暂行办法》，明确了训练数据处理活动和数据标注等要求	数据要素市场化建设加速
6月29日	深圳市发改委印发《深圳市数据产权登记管理暂行办法》，明确数据登记主体的数据持有、使用和经营权，并确认数据交易和入表的依据	延续了《数据二十条》中对数据确权问题提出的“三权分置”指导思路，成为地方层面对数据确权的领先实践
7月21日	广州市政务服务数据管理局发布《广州市数据条例（征求意见稿）》，推动数据要素纳入国民经济核算体系，鼓励企业将数据资源纳入企业财务报表	探索数据要素纳入GDP核算和企业财务报表，助力完善数据要素流通体系、促进释放数据红利、推动数据要素价值重估
7月18日	北京市经济和信息化局印发《北京市公共数据专区授权运营管理办法（征求意见稿）》，鼓励公共数据专区探索市场自主定价模式，以模型、核验等产品和服务等形式向社会提供服务	在全国开启以公共数据专区为抓手，来规范推进公共数据授权运营的地方实践先例，鼓励探索市场自主定价模式，推动数字红利共享
7月11日	人民网正式面向全国发放数据“三证”：“数据资源持有权证书”、“数据加工使用权证书”“数据产品经营权证书”，着力打造全国性的数据交易服务平台	人民网搭建全国统一大平台，解决各级大数据交易所之间存在的“数据孤岛”问题，推动数据要素的全国无障碍流转
7月27日	人民网自研人民链已经过中央网信办审核，作为基础设施服务链面向全国提供数据上链、存证、确权、交易服务工作	数据确权产品加速落地

数字经济与AI：开源大模型Llama2加速AI大模型迭代与应用落地

- ✓ 7月18日Meta发布可商用大模型Llama 2，与微软云服务Azure及高通芯片展开合作，我们认为此举有望：
 - **加速AI垂类应用创新**：开源社区降低大模型商用成本
 - **提升推理算力需求**：AIGC爆款应用出现的必然结果
 - **推动边缘计算升级**：Llama 2将能在高通芯片上运行，AI终端硬件或迎迭代
 - **建议关注**：①AIGC应用：AI+游戏、AI+办公、AI+影视、AI+教育等；②推理算力③边缘计算

表：Llama2相关信息

图：近期AI应用端动态更新

规格	较Llama1实现较大升级，训练token翻一倍至2万亿，覆盖70亿、130亿和700亿参数的模型版本，上下文窗口从2048个标记扩展到4096个字符，能力接近GPT-3.5
商业模式	与微软云服务Azure合作，向全球开发者首发基于Llama 2模型的云服务，Meta计划从主要云计算公司的Llama2人工智能大型语言模型转售中获利，国内阿里云机器学习平台PAI在国内率先对Llama2系列模型进行深度适配
合作	Meta与高通宣布，Llama 2将能够在高通芯片上运行，打破市场上英伟达、AMD处理器对AI产业的垄断
竞争	7月26日，财联社援引国外科技媒体报道，OpenAI为了对抗微软和Meta合作开发的开源模型Llama 2，目前内部正在开发代号为“G3PO”的新开源模型

7月24日消息，“妙鸭相机”小程序走红，可根据用户上传的照片生成数字分身，并基于数字分身生成AI图片。制作数字分身的限时特惠价是9.9元
7月22日，OpenAI在推特宣布，下周将发布ChatGPT安卓APP，即日起可以在谷歌商店预约下载
7月18日，微软宣布Office 365 Copilot的定价，将向企业收取每个用户30美元/月的服务费用，比普通版的22美元/月高出约36%
7月13日， 国家网信办等七部门联合公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》 ，2023年8月15日起施行，对生成式人工智能服务实行包容审慎和分类分级监管对训练数据及基础模型合法合规性提出具体要求

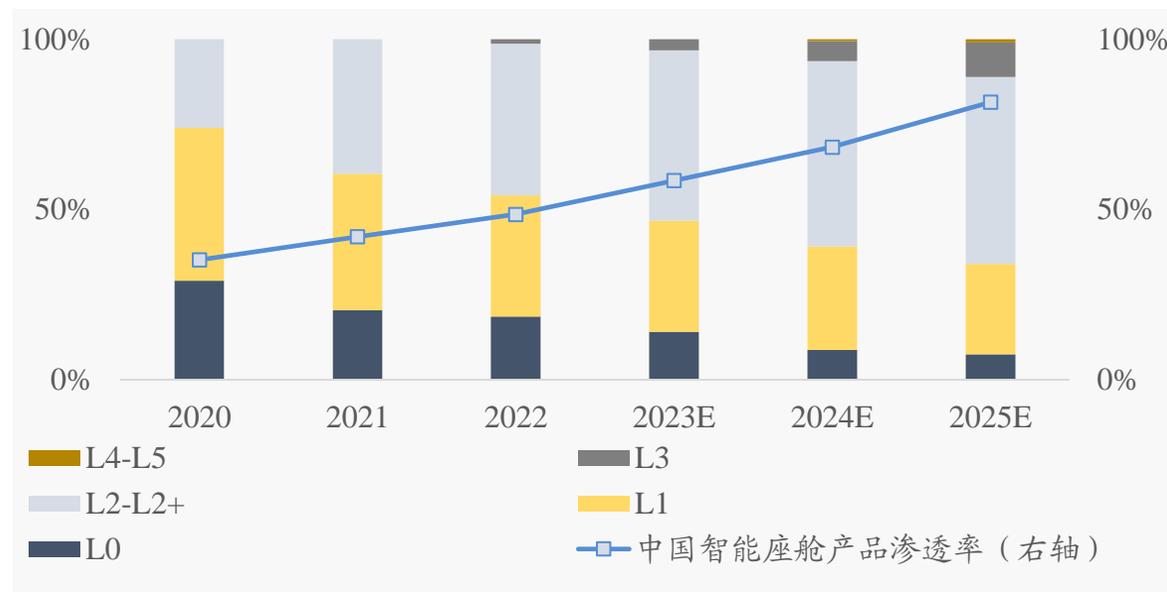
智能驾驶：“新国标”发布，智能驾驶加速质变

- **智能驾驶持续渗透**：高工智能汽车统计2023年5月L2+级别智能驾驶渗透率达33.9%，较2022年提升+4.5 pp
- **智能网联汽车“新国标”发布**：两部门印发《国家车联网产业标准体系建设指南（2023版）》，明确人机共驾的权责的政策法规有望逐步完善，加速L3及以上智能驾驶落地
- **2023为城市NOA落地元年**，小鹏、蔚来、理想、华为等NOA（导航辅助驾驶）方案纷纷落地
- 特斯拉Q2业绩透露，FSD Beta累计行驶里程已超过3亿英里，仅Q2单季度提升约1亿英里

表：2023年部分车企城市NOA落地情况

车企	车型	方案	落地时间	付费模式
小鹏	G9	Xpilot3.0/全场景 XNGP	2023年3月	MAX版标配
	G6		2023年6月	MAX版标配
蔚来	ET7	城市NOP+	2023年7月	NOP+订阅380元/月
理想	L8	城市NOA	2023Q2	全系标配
长城	蓝山	城市NOH	2023Q3	——
问界	M5智驾版	ADS2.0	2023年4月	ADS2.0 高阶包一次性购买 3.6 万元，订阅(全年 7200 元、包月 720 元)
阿维塔	阿维塔11	ADS2.0	2023年4月	全系标配

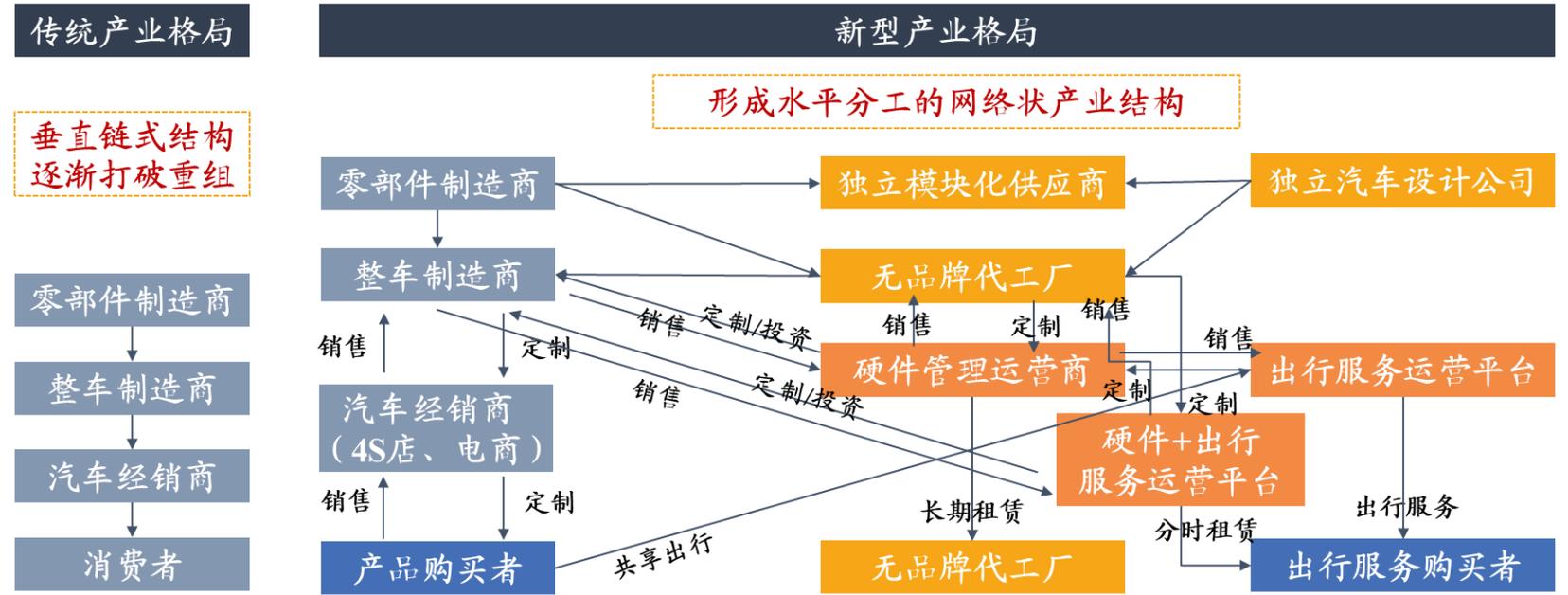
图：灼识咨询预计2025年L2+渗透率或达59.39%



智能驾驶：中外合作深化，本土车企智能化技术出海

- ✓ 大众汽车以7亿美元参股小鹏汽车，并签署长期合作技术框架协议，我们认为此举意味着：
 - **本土车企开启技术输出、全球汽车竞争格局重塑**：本次合作一改往昔外方技术中方制造的模式，小鹏汽车将贡献整车平台以及智能座舱和智能驾驶系统，大众汽车提供全球领先的工程和供应链能力
 - **新产业生态构建：智能化授权获利成为全新出海商业模式**
 - **汽车零部件国产化有望提速**：本次深度合作或助力国产汽配打入合资或外资品牌

图：汽车智能网联化，产业生态发生重大变革



传统的汽车供应链实行 Tier3→Tier2→Tier1的垂直供应模式，整车厂主要与 Tier1 供应商直接合作



智能网联汽车的产业生态中，整车厂的核心角色将由系统集成商向软件平台开发商转变，原 Tier1 厂商将演变成围绕整车厂软硬件平台来提供联合开发服务的服务商

机器人：人形机器人产业化提速

7月初2023世界人工智能大会：

- 傅利叶智能发布首款通用人形机器人GR-1，已具备商业化落地的能力
- 达闼科技展示最新发布的海睿AGI平台、机器人多模态大模型RobotGPT和服务机器人应用成果
- 马斯克预测下一阶段机器人与人的比例将会超过1:1

7月20日特斯拉Q2业绩交流：

- Tesla Bot已生产 10 台左右，有望明年在工厂中率先投入使用
- 公司考虑将人形机器人与 Neuralink（脑机接口公司）结合，为残障人士提供义肢

图：达闼科技服务机器人Cloud Ginger 2.0



达闼科技首创“云端机器人”，可基于“融合智能”云端大脑的实时多模态深度学习、基于云脑业务调度平台实现多机协同

GR-1通用人形机器人采用电驱动技术、整体成本可控，并采用自研FSA高性能一体化执行器系列，确保行动灵活性

图：傅利叶智能通用人形机器人GR-1

姓名
Fourier GR-1

身高 165cm 体重 55kg 步速 5km/h

全身控制算法
40个全身自由度

机械关节模组
全身由40个FSA关节构成
最大模组峰值扭矩300NM



新型电力系统：储能降本增利推进，电力需求侧响应政策密集出台

- 储能盈利空间扩大：①成本端下行：碳酸锂期货上市，7月28日电池级碳酸锂价格下行至28.15万元/吨
- ②营收端经济性凸显：7月共19省市峰谷电价差超过0.7元，欧洲负电价增大峰谷套利收益
- 政策持续发力，农村电网改造提升电网IT、变压器需求
- 国内车企首次接入国家电网虚拟电厂

时间	近期新型电力系统产业跟踪
7月28日	工信部等部门印发《轻工业稳增长工作方案（2023—2024年）的通知》，提出加快铅蓄电池、锂离子电池、原电池等领域关键技术及材料研究应用， 大力发展高安全性锂离子电池、铅炭电池、钠离子电池等产品 ，扩大在新能源汽车、储能、通信等领域应用
7月26日	国家发展改革委经济运行调节局负责人关鹏表示将加快推动印发《电力需求侧管理办法》，鼓励各类经营主体积极参与市场化需求响应，通过自主降低用电负荷来获取相应收益。 预计到2025年，各省需求响应能力达到最大用电负荷的3%—5%；其中年度最大用电负荷峰谷差率超过40%的省份，需求响应能力将超过5%。
7月24日	上海市经信委经济运行处(电力处)副处长肖明卫表示上海市一天用电量峰值需求接近8亿度，如果按照峰谷差的削减来算，至少需要储能1亿千瓦时； 到目前为止，用户侧需求响应资源和虚拟电厂已全部纳入上海市的需求响应机制
7月20日	蔚来宣布推出20kW V2G充电桩，具备向电网反向放电功能，能够实现车辆和电网之间的互动。电动汽车作为电网储能单元，其动力电池可以在电网负荷较低时充电吸纳电能，在电网负荷高峰时向电网放电，帮助电网实现调峰调频等功能，提升电网运行效率。 蔚来换电站目前已经参与到浙江的电网峰谷调节，成为国内首家接入到国家电网虚拟电厂的车企
7月14日	国家发展改革委等部门发布《关于实施农村电网巩固提升工程的指导意见》，提出到2025年，农村电网网架结构更加坚强，装备水平不断提升，数字化、智能化发展初见成效；到2035年，基本建成安全、可靠、智能开放的现代化农村电网
7月13日	国家能源局召开会议，强调将全面加快建设全国统一电力市场体系， 研究制定电力市场“1+N”基础规则制度 ，深化辅助服务市场机制； 加强电力调度交易与市场秩序监管 ，规范调度运行、交易组织、电费结算、信息披露等
7月11日	中央深改委会议审议通过了《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》、《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》，要深化电力体制改革， 加快构建清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统
7月初	欧洲夏季光伏发电量激增、电力供应阶段性过剩，7月初欧洲电力市场出现接近一整天负电价的情况，储能峰谷套利收益有望增加

新能源：光伏装机、充电桩建设维持景气，高压快充加速演绎

- 光伏装机高景气：国家能源局统计，1-6月光伏新增并网同比增长154%
- 充电桩持续高增：2023年6月国内新增公共充电桩6.5万台，同比增长40.6%，
- 电车快充技术持续升级，充换电基础设施向快充倾斜趋势明确
- 建议持续关注N型电池、大功率快充等环节

表：新能源近期产业动态

时间	动态跟踪
7月28日	国内首台800V 10kW薄膜型水加热器量产交付，标志着我国在 低温快充领域实现重大技术突破
7月28日	爱旭股份拟定增60亿元加码 N型ABC高效太阳能电池项目
7月25日	与理想汽车合作首发4C快充麒麟电池，预计4C快充技术会占据较为可观的市场份额
7月27日	国家能源局公布， 上半年光伏新增并网容量78.42GW，同比增长154%
7月24日	国家发改委发布的《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》指出， 鼓励民间资本参与清洁能源等有利于推动高质量发展的细分行业
7月21日	国家发展改革委等部门印发《关于促进汽车消费的若干措施》，提出 推动居民小区内公共充换电设施用电实行居民电价，推动对执行工商业电价的充换电设施用电实行峰谷分时电价政策；推动提供充电桩单独装表立户服务；鼓励充换电设施运营商阶段性降低充电服务费，鼓励地方对城市公交车辆充电给予优惠；到2030年前，对实行两部制电价的集中式充换电设施用电免收需量（容量）电费
7月17日	国家统计局发布2023年上半年能源生产情况。上半年电力生产保持增长，发电量41680亿千瓦时，同比增长3.8%，其中太阳能发电增长 7.4%
6月29日	深圳市宣布正式启动建设“超充之城”， 计划2025年将建设超充站300座，“超充/加油”数量比达1:1，2035年，超充站规模达2000座以上
6月29日	小鹏新车型G6上市， 标配800V快充技术

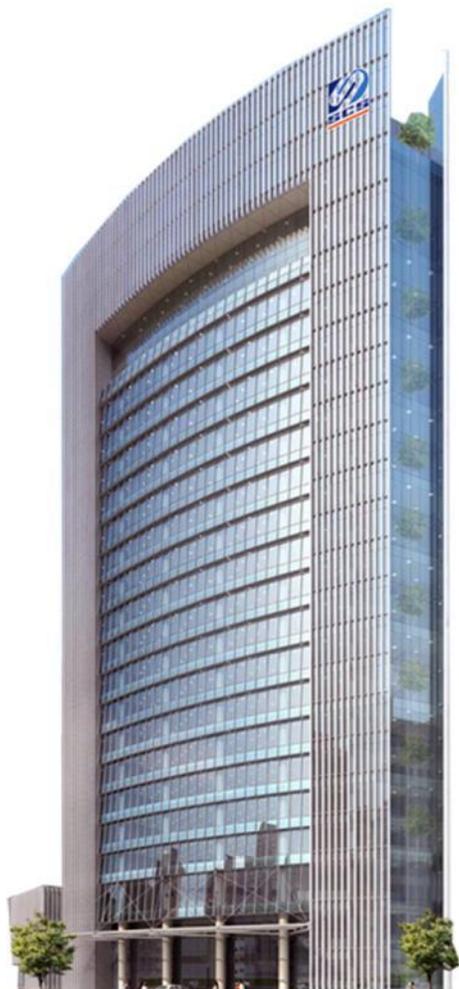
表：7月26日光伏产业链价格更新

本周硅料价格小幅上涨、硅片价格持稳，组件因终端项目尚未大规模启动小幅下跌，集邦新能源预计后续随着终端项目陆续启动，组件价格有望迎来反弹

多晶硅(Per KG)	高点	低点	均价	涨跌幅
单晶复投料(RMB)	72.00	67.00	70.00	1.45%
单晶致密料(RMB)	70.00	65.00	68.00	1.49%
N型料(RMB)	83.00	75.00	78.00	1.30%
硅片	高点	低点	均价	涨跌幅
M10单晶硅片-182mm/150μm(RMB)	2.90	2.70	2.80	0.00%
G12单晶硅片-210mm/150μm(RMB)	3.90	3.70	3.80	0.00%
电池片(Per Watt)	高点	低点	均价	涨跌幅
M10单晶PERC电池片(RMB)	0.76	0.74	0.74	0.00%
G12单晶PERC电池片(RMB)	0.73	0.72	0.73	1.39%
M10单晶TOPCon电池片(RMB)	0.80	0.79	0.80	0.00%
组件(Per Watt)	高点	低点	均价	涨跌幅
182mm单面单晶PERC组件(RMB)	1.35	1.25	1.30	-2.26%
210mm单面单晶PERC组件(RMB)	1.38	1.27	1.33	-1.48%
182mm双面双玻单晶PERC组件(RMB)	1.35	1.25	1.31	-2.96%
210mm双面双玻单晶PERC组件(RMB)	1.38	1.28	1.34	-2.19%
光伏玻璃	高点	低点	均价	涨跌幅
2.0 mm镀膜(RMB)	18.00	17.00	18.00	0.00%
3.2 mm镀膜(RMB)	25.50	25.00	25.50	0.00%

✓ 8月行业配置观点：

- **政策周期视角：**关注金融板块估值的提升，政治局会议对资产市场定调极高，金融板块估值提升空间打开。
- **中观景气视角：**半导体周期已接近尾声，支持电子产品消费政策出台进一步提振行业景气度；家电家具受益于原材料成本下行、汇兑收益和出口韧性，国内促家居消费政策出台进一步增厚利润。
- **产业趋势视角：**中期继续关注数字经济、AI及AI+方向；电力新能源方向：关注电网IT、工商业储能、高压快充、光伏N型电池、虚拟电厂；新增汽车智能化方向：关注智能驾驶渗透、车企技术授权变现、汽车零部件国产化。



■ 7月A股市场复盘：指数和行业

■ 8月A股大势研判：拐点已现，时不我待

■ 8月行业和产业趋势配置：

■ 风险提示

- 经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性；
- 海外衰退超预期：或将影响国内进出口及相关产业链；
- 地缘政治事件黑天鹅：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园