



Research and
Development Center

顺周期，不只是政策催化

——行业配置主线探讨

2023年8月1日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 策略分析师
执业编号: S1500523070001
联系电话: +86 18817552575
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

顺周期，不只是政策催化

2023年8月1日

- **核心结论:** 6-7月稳增长政策出现积极变化，预期抬升带来领涨板块结构的变化。从历史经验来看，2021年以来重要政策节点后的第1个月，金融类板块政策敏感性更高，往往表现较强，地产链（房地产、建材、家电）和银行大部分情况下超额收益居前，消费板块也有不错的超额收益，TMT中只有传媒大概率会领涨。周期和成长板块通常表现偏弱。我们认为，在牛市周期中，第一年下半年大概率会出现风格的变化，下半年或可关注价值风格，不只是政策催化带来的上涨。第一，从库存周期的角度看，今年下半年可能见到底部，经济增速放缓或进入后期。在经济下行的后段到回升的初段，市场处于牛市初期，均有利于金融类板块的上涨。第二，年度风格可能偏向低估价值，2023年Q2经济出现二次走弱，但价值风格相对于成长风格并没有大幅跑输。随着经济弱的冲击进入尾声，估值、政策变化和年度风格可能形成共振，有望带动下半年市场风格变化，价值风格可能会比较强。第三，中报临近，从业绩兑现的角度看，2023年上半年消费板块景气预期持续走强，周期板块中可关注钢铁、石油石化。
- **未来3个月配置建议:** 金融地产（政策敏感性高+牛市初期beta+低估值）>消费（估值中等偏低+超跌反弹+关注经济企稳相关）>周期（长期逻辑好+大宗商品价格下跌或逐渐接近尾声）>硬科技（供需错配缓解+短期超跌反弹机会）>软成长（长期逻辑好+前期涨幅高+中报后根据业绩分化）。
- **金融地产:** 近期稳增长政策出现较多积极变化，随着经济增速放缓进入后期，股市有望进入牛市初期，预期抬升带来金融类板块第一波上涨。后续随着经济的企稳、中特估政策推进、股市流动性恢复，金融类板块存在系统性估值修复的可能性。
- **消费:** 疫后修复链，估值抬升远超业绩兑现，随着疫后进入第二个季度，疫后修复速度变慢，机会变少。消费升级的长期逻辑暂时没有更多的证明，未来1年主要机会来自低估值+1年内受益于经济企稳的细分行业。
- **成长:** TMT可能成为牛市中新赛道。但TMT年初以来始终偏强，估值已经回升到历史中等水平，性价比边际变弱，Q2波动加大。硬科技（新能源、光伏等）长期需求逻辑较好，但年度供需错配的情况较2021年减少。短期可关注超跌反弹机会。
- **周期:** 周期股长期逻辑好，2023年Q3-2024年可能会有较大的机会。当大宗商品价格触底，经济上行周期启动后，市场可能会开始对周期股重新定价，届时可能会出现比较大级别战略性机会。
- **一级行业具体配置方向:** (1) 金融建议关注: 非银金融（政策敏感性高）>银行（持续性好）&房地产; (2) 消费: 家电&医药生物（超跌修复）、纺织服装（长期逻辑好）; (3) 成长: 新能源可能月度反弹，计算机传媒等待业绩验证; (4) 周期: 短期关注超跌的钢铁、建材，长期关注产能格局好的有色、石油石化。
- **风险因素:** 经济下行超预期，稳增长政策不及预期。

目录

| | |
|---|----|
| 一、 市场主线风格探讨..... | 5 |
| 1.1 大类板块配置建议..... | 5 |
| 1.2 申万一级行业长期&短期供需格局分析及配置建议..... | 9 |
| 1.2.1 金融地产：长期估值偏低，存在系统性估值修复的可能性..... | 10 |
| 1.2.2 消费：关注超跌反弹机会，未来一年可能受益于经济企稳..... | 11 |
| 1.2.3 成长：TMT 波动加大，中报后可能根据业绩兑现分化..... | 11 |
| 1.2.4 周期：长期逻辑好，Q3 开始关注战略性机会的形成..... | 11 |
| 1.3 PB-ROE 模型度量行业估值性价比..... | 12 |
| 二、 市场表现跟踪..... | 14 |
| 2.1 市场表现回顾：金融表现较强，成长表现偏弱..... | 14 |
| 2.2 市场交易情绪跟踪：行业间涨跌分化整体收窄，房地产交易热度上升..... | 15 |
| 三、 宏观中观基本面跟踪..... | 19 |
| 3.1 投资..... | 19 |
| 3.2 外需..... | 19 |
| 3.3 工业..... | 20 |
| 3.4 通胀..... | 20 |
| 3.5 上游：资源品..... | 21 |
| 3.6 中游：建材、机械设备..... | 21 |
| 3.7 下游：房地产、消费..... | 22 |
| 风险因素..... | 23 |

表目录

| | |
|---|----|
| 表 1：2021 年以来重要政策节点后的第一个月板块表现（单位：%）..... | 6 |
| 表 2：大类行业基本面情况及季度配置顺序..... | 8 |
| 表 3：申万一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态..... | 9 |
| 表 4：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）..... | 12 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1：7 月 PMI 环比回升，但仍在荣枯线之下（单位：%）..... | 5 |
| 图 2：Q2 花旗中国经济意外指数持续低于预期（单位：点）..... | 5 |
| 图 3：2022 年 6 月开始产成品库存同比增速即下降（单位：点，%）..... | 7 |
| 图 4：成长价值风格 2-3 年左右会出现一次年度级别的切换（单位：点，%）..... | 7 |
| 图 5：周期板块盈利预测得到上调的个股数量占比（单位：%）..... | 8 |
| 图 6：消费板块盈利预测得到上调的个股数量占比（单位：%）..... | 8 |
| 图 7：金融板块盈利预测得到上调的个股数量占比（单位：%）..... | 8 |
| 图 8：成长板块盈利预测得到上调的个股数量占比（单位：%）..... | 8 |
| 图 9：7 月金融板块表现较好，成长表现偏弱（单位：倍）..... | 14 |
| 图 10：7 月大盘指数涨幅最高（单位：%）..... | 14 |
| 图 11：7 月沪深 300 涨幅居前（单位：%）..... | 14 |
| 图 12：绩优股指数涨幅居前，新股指数跌幅居前（单位：%）..... | 14 |
| 图 13：7 月一级行业涨跌幅（单位：%）..... | 15 |
| 图 14：7 月一级行业 2023 年盈利预测调整幅度（单位：%）..... | 15 |
| 图 15：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）..... | 15 |
| 图 16：7 月领涨的板块估值偏低（单位：%）..... | 15 |
| 图 17：一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差持续下降（单位：%）..... | 16 |
| 图 18：一级行业涨跌幅标准差有所下降（单位：%）..... | 16 |
| 图 19：新能源车日均换手率（单位：%、倍）..... | 16 |
| 图 20：半导体日均换手率（单位：%、倍）..... | 16 |
| 图 21：计算机日均换手率（单位：%、倍）..... | 17 |
| 图 22：传媒日均换手率（单位：%、倍）..... | 17 |
| 图 23：医药生物日均换手率（单位：%、倍）..... | 17 |
| 图 24：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）..... | 17 |
| 图 25：采掘（煤炭）日均换手率（单位：%、倍）..... | 17 |
| 图 26：有色金属日均换手率（单位：%、倍）..... | 17 |

| | |
|---|----|
| 图 27: 银行日均换手率 (单位: %, 倍) | 18 |
| 图 28: 房地产日均换手率 (单位: %, 倍) | 18 |
| 图 29: 7 月北向资金持仓占流通市值比例环比变化 (单位: pct) | 18 |
| 图 30: 7 月持仓占比变化前五行业的持仓比例变化趋势 (单位: pct) | 18 |
| 图 31: 7 月核心资产上涨股票数占比持续上升 (单位: %) | 18 |
| 图 32: 核心资产估值企稳且小幅反弹 (单位: 倍) | 18 |
| 图 33: 2023 年 6 月房地产制造业投资下滑, 基建投资小幅回升 (单位: %) | 19 |
| 图 34: 2023 年 6 月中下游利润率小幅回升 (单位: %) | 19 |
| 图 35: 美国 6 月 CPI 同比增速降至 3.0% (单位: %) | 19 |
| 图 36: 2023 年 6 月我国出口金额同比增速继续下降 (单位: %) | 19 |
| 图 37: 2023 年 6 月工业增加值当月同比小幅上升 (单位: %) | 20 |
| 图 38: 7 月高炉开工率较 6 月小幅下降 (单位: %) | 20 |
| 图 39: 6 月 CPI 同比增速小幅回落 (单位: %) | 20 |
| 图 40: 6 月 PPI 同比增速继续下降 (单位: %) | 20 |
| 图 41: 蔬菜价格小幅回落, 猪肉价格企稳 (单位: 元/公斤) | 20 |
| 图 42: 鸡蛋价格开始回升, 白条鸡价格企稳 (单位: 元/公斤) | 20 |
| 图 43: 煤炭库存震荡, 螺纹钢库存企稳 (单位: 万吨) | 21 |
| 图 44: 铜铝库存下降, 锌库存有所回升 (单位: 万吨) | 21 |
| 图 45: 水泥价格下行, 玻璃价格继续下降 (单位: 元/吨, 点) | 21 |
| 图 46: 6 月挖掘机销量同比增速继续下降, 石油沥青小幅下降 (单位: %) | 21 |
| 图 47: 6 月大中城市商品房成交面积同比增速持续下降 (单位: 万平方米, %) | 22 |
| 图 48: 6 月社会消费品零售总额当月同比增速下降 (单位: %) | 22 |
| 图 49: 6 月汽车销量同比增速回落, 6 月重卡销量同比增速大幅下降 (单位: %) | 22 |
| 图 50: 6 月新能源车销量同比增速持续回落, 渗透率回升到 30.7% (单位: %) | 22 |

一、市场主线风格探讨

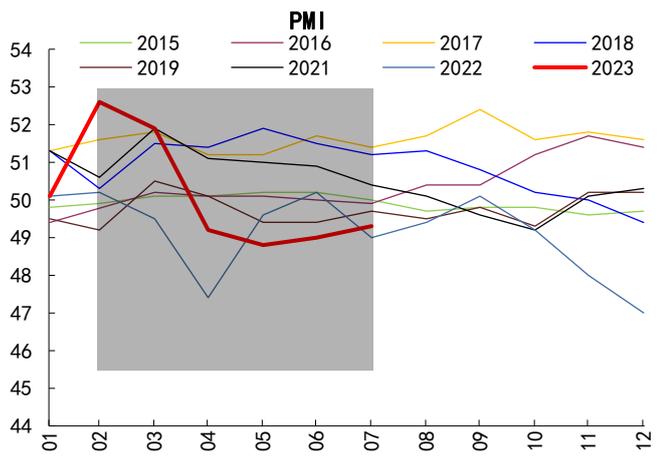
1.1 大类板块配置建议

6-7月稳增长政策出现积极变化，预期抬升带来领涨板块结构的变化。从历史经验来看，2021年以来重要政策节点后的第1个月，金融类板块政策敏感性更高，往往表现较强，地产链（房地产、建材、家电）和银行大部分情况下超额收益居前，消费板块也有不错的超额收益，TMT中只有传媒大概率会领涨。周期和成长板块通常表现偏弱。我们认为，在牛市周期中，第一年下半年大概率会出现风格的变化，下半年或可关注价值风格，不只是政策催化带来的上涨。第一，从库存周期的角度看，今年下半年可能见到底部，经济增速放缓或进入后期。在经济下行的后段到回升的初段，市场处于牛市初期，均有利于金融类板块的上涨。第二，年度风格偏向低估价值，2023年Q2经济出现二次走弱，但价值风格相对于成长风格并没有大幅跑输。随着经济弱的冲击进入尾声，估值、政策变化和年度风格可能形成共振，有望带动下半年市场风格变化，价值风格可能会比较强。第三，中报临近，从业绩兑现的角度看，2023年上半年消费板块景气预期持续走强，周期板块中可关注钢铁、石油石化。

未来3个月配置建议：金融地产（政策敏感性高+牛市初期beta+低估值）>消费（估值中等偏低+超跌反弹+关注经济企稳相关）>周期（长期逻辑好+大宗商品价格下跌或逐渐接近尾声）>硬科技（供需错配缓解+短期超跌反弹机会）>软成长（长期逻辑好+前期涨幅高+中报后根据业绩分化）

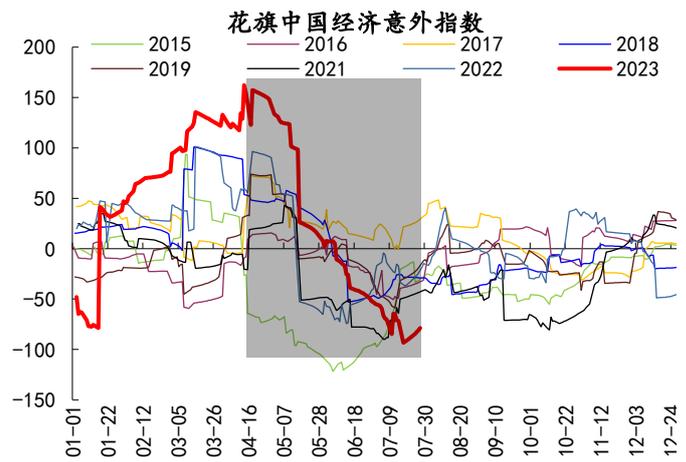
(1) 6-7月稳增长政策出现积极变化，预期抬升带来领涨板块结构的变化。二季度GDP增速、投资、消费、信贷、PPI等经济指标整体均偏弱，7月PMI环比回升，但仍低于荣枯线，花旗中国经济意外指数也持续走弱。二季度的经济二次走弱可以部分解释TMT和中特估主题的活跃。但我们认为，Q2经济恢复波折带来的负面影响已经逐渐被消化。6-7月稳增长政策出现了较多积极的变化，例如6月降息、7月国务院发布“民营经济31条”、房地产领域国常会部署推进超大特大城市城中村改造、住建部表态进一步落实好降低首付比例和贷款利率、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。7月政治局会议对经济存在问题定性较为充分，对房地产、消费、资本市场的政策方向表述均积极。

图 1：7月PMI 环比回升，但仍在荣枯线之下（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：Q2 花旗中国经济意外指数持续低于预期（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

市场在政策变化后，领涨的板块结构也会发生变化，金融、消费板块往往表现较强。从历史经验来看，2021年以来重要政策节点后的第1个月，金融类板块政策敏感性更高，往往表现较强，地产链（房地产、建材、家电）和银行大部分情况下超额收益居前。食品饮料、美容护理、商贸零售等消费板块受益于经济企稳预期增强，通常也能领涨。但如果内需偏弱，且扩内需政策不及预期（比如2021年12月），也可能领跌。周期和成长板块通常表现偏弱，TMT中只有传媒大概率会领涨，电子、军工、电力设备等硬科技板块通常超额收益偏弱。稳定类（公用事业、交通运输）板块超额收益通常也比较弱。

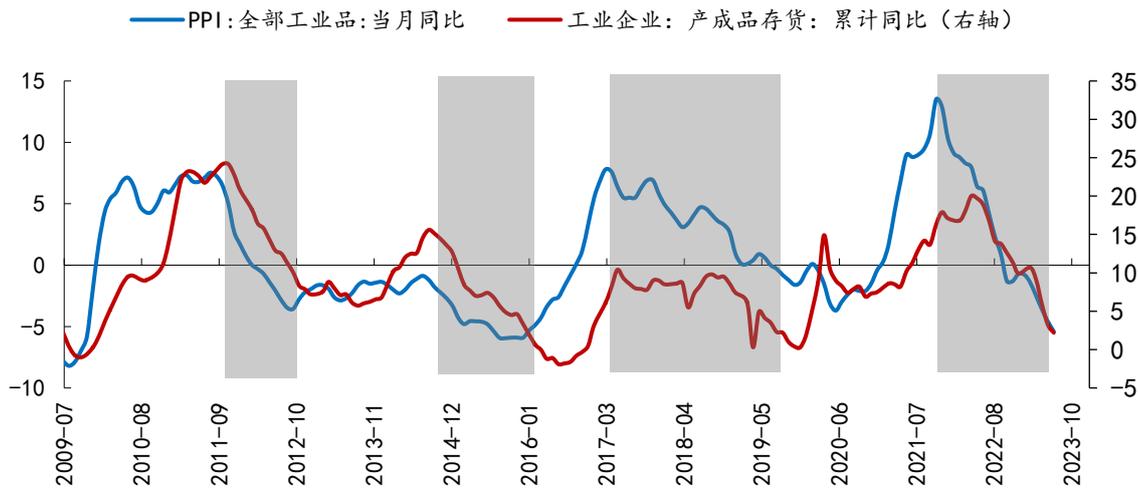
表 1：2021 年以来重要政策节点后的第一个月板块表现（单位：%）

| 重要政策&会议 | 2021 年 12 月政治局会议&中央经济工作会议 | 2022 年 3 月金稳委会议 | 2022 年 10 月底 疫情防控优化（11 月出台二十条） | 2022 年 12 月中央经济工作会议 |
|---------------|---------------------------|-----------------|--------------------------------|---------------------|
| 起始时间 | 2021/12 | 2022/03 | 2022/10 | 2022/12 |
| 结束时间 | 2022/01 | 2022/04 | 2022/11 | 2023/01 |
| 持续时间(月) | 会后 1 个月 | | | |
| 风格超额收益 | | | | |
| 价值风格 | 4.72% | 6.43% | 2.57% | -1.32% |
| 成长风格 | -2.17% | -4.14% | -3.25% | -0.47% |
| 大盘风格 | -0.47% | 0.08% | 0.25% | 0.29% |
| 小盘风格 | 2.49% | -5.50% | -1.42% | -4.23% |
| 板块超额收益 | | | | |
| 金融板块 | 2.99% | 7.65% | 5.74% | 0.35% |
| 周期板块 | 1.91% | -0.99% | -0.97% | -3.69% |
| 消费板块 | 2.33% | 2.12% | 2.39% | -0.24% |
| 成长板块 | -4.16% | -11.68% | -5.37% | -3.62% |
| 行业超额收益 | | | | |
| 涨幅排名靠前的申万一级行业 | 传媒(18.03%) | 房地产(22.28%) | 房地产(14.69%) | 非银金融(2.21%) |
| | 社会服务(11.77%) | 煤炭(21.43%) | 建筑材料(9.11%) | 食品饮料(2.18%) |
| | 综合(10.95%) | 银行(8.95%) | 传媒(7.01%) | 美容护理(1.67%) |
| | 农林牧渔(10.64%) | 钢铁(6.18%) | 非银金融(6.25%) | 银行(1.20%) |
| | 轻工制造(10.24%) | 建筑材料(5.80%) | 食品饮料(6.21%) | 传媒(0.76%) |
| | 建筑材料(9.36%) | 商贸零售(5.02%) | 社会服务(4.62%) | 建筑材料(0.26%) |
| | 家用电器(8.81%) | 美容护理(4.86%) | 银行(3.95%) | 家用电器(0.04%) |
| | 房地产(8.75%) | 农林牧渔(4.84%) | 商贸零售(3.83%) | 轻工制造(-0.55%) |
| | 石油石化(8.06%) | 交通运输(3.85%) | 建筑装饰(3.08%) | 医药生物(-1.07%) |
| | 建筑装饰(7.97%) | 食品饮料(3.38%) | 家用电器(2.51%) | 电力设备(-1.42%) |
| 涨幅排名靠后的申万一级行业 | 煤炭(1.34%) | 轻工制造(-4.17%) | 美容护理(-1.98%) | 基础化工(-5.21%) |
| | 基础化工(0.58%) | 公用事业(-4.71%) | 农林牧渔(-2.61%) | 环保(-5.33%) |
| | 电子(-0.34%) | 汽车(-5.52%) | 机械设备(-2.88%) | 煤炭(-5.41%) |
| | 商贸零售(-0.43%) | 环保(-6.95%) | 交通运输(-3.35%) | 商贸零售(-5.45%) |
| | 食品饮料(-1.04%) | 机械设备(-7.44%) | 电子(-3.73%) | 交通运输(-5.86%) |
| | 国防军工(-2.48%) | 通信(-11.03%) | 计算机(-4.65%) | 电子(-6.35%) |
| | 美容护理(-4.39%) | 国防军工(-12.38%) | 通信(-5.61%) | 建筑装饰(-6.50%) |
| | 汽车(-4.47%) | 计算机(-13.10%) | 煤炭(-5.63%) | 国防军工(-6.75%) |
| | 有色金属(-6.36%) | 电子(-14.12%) | 电力设备(-7.73%) | 综合(-6.82%) |
| 电力设备(-9.34%) | 电力设备(-15.66%) | 国防军工(-11.63%) | 房地产(-7.14%) | |

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：红色字体代表大概率领涨，绿色字体代表大概率领跌，黄色字体代表可能领涨可能领跌。

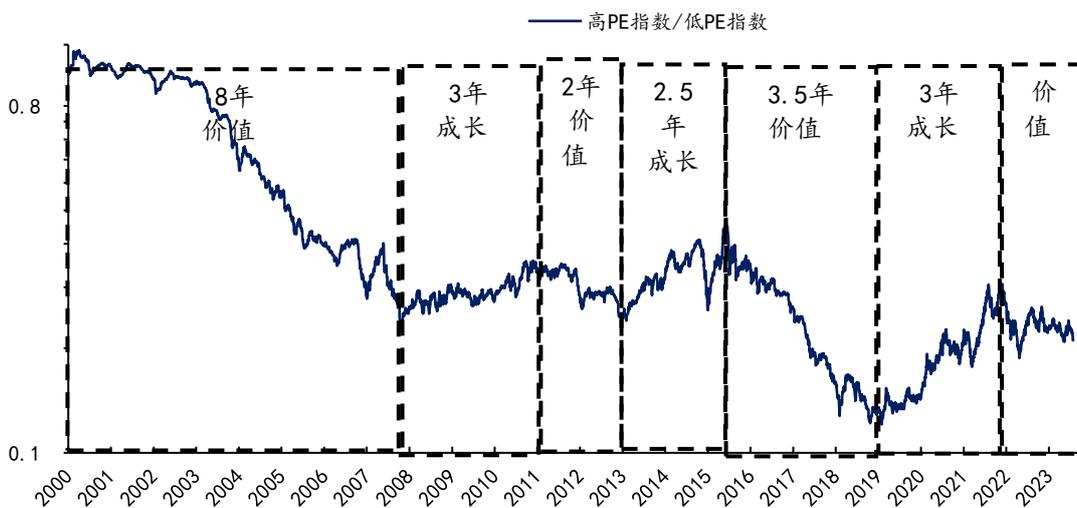
(2) 从库存周期的角度看，今年下半年可能见到底部，经济增速放缓或进入后期。产成品库存同比增速从 2022 年 6 月开始下降，企业主动去库存导致去年底以来的经济恢复持续性并不好。从时间上看，这一次库存下行已经持续了 14 个月，如果这一次库存下降周期的时长不是历史上最长的，且部分行业有提前进入被动去库存机会，那么今年下半年库存增速就有见底的可能，经济增速放缓或进入后期。

图 3：2022 年 6 月开始产成品库存同比增速即下降（单位：点，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

在经济下行的后段到回升的初段，市场处于牛市初期，均有利于金融类板块的上涨。根据历史经验，银行板块的超额收益通常出现在经济下行后期到经济上行前期。在经济下行前段，市场处于熊市阶段，银行板块超额收益通常较弱，在市场熊转牛的初期，银行板块通常表现比较强。例如 2012 年 10 月-2013 年 2 月和 2018 年 7 月-10 月，银行板块均领先于大盘见底。在牛市初期，券商板块产生季度超额收益的概率提高，且弹性更大，超额收益幅度大多在 50% 以上。

(3) 年度风格已经偏向低估价值，随着经济弱的冲击进入尾声，估值、政策变化和年度风格可能形成共振。2000 年至今成长和价值风格 2-3 年左右会出现一次年度级别的切换，风格大级别的切换多出现在牛熊转折点，可能与 ROE 拐点同步出现。我们认为，2022 年初开始，随着市场牛熊转变，长期风格或已经转向价值。全 A 盈利下行期，也有利于低估价值风格表现。2023 年 Q2 经济出现二次走弱，但价值风格相对于成长风格并没有大幅跑输。我们认为一方面是因为中特估主题长期逻辑较好，另一方面是因为稳定、周期类板块产能格局较好，市场的整体风格反而是由产能格局导致的。2023 年 Q3 以来，随着政策的积极变化，经济弱的冲击进入尾声，估值、政策和年度风格可能形成共振，有望带动下半年市场风格变化，价值风格可能会比较强。

图 4：成长价值风格 2-3 年左右会出现一次年度级别的切换（单位：点，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(4) 中报临近，关注可能有业绩兑现的板块，消费板块景气预期持续走强，周期中可关注钢铁、石油石化。我们计算不同行业中盈利预测得到上调的个股数量占比，以此衡量行业分析师对所在行业景气度的乐观程度。消费板块中食品饮料、纺织服饰、商贸零售、医药生物、美容护理等行业的盈利预期得到较大幅度的上调，仅家用电器、农林牧渔的景气预期持续走低。成长板块分化较为严重，计算机、传媒的盈利预期上调，电力设备、电子的盈利预期则转弱。周期板块中，多数行业盈利预期都转弱，但需要注意的是2023年上半年钢铁行业盈利预期持续走高，成为上半年盈利预期上调个股占比最高的行业，石油石化的盈利预期则底部回升。

图 5：周期板块盈利预测得到上调的个股数量占比（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：消费板块盈利预测得到上调的个股数量占比（单位：%）



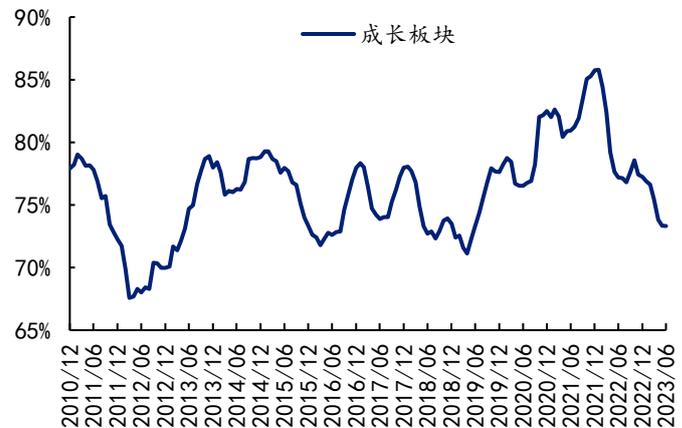
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：金融板块盈利预测得到上调的个股数量占比（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：成长板块盈利预测得到上调的个股数量占比（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：大类行业基本面情况及季度配置顺序

| 行业 | 长期基本格局 | 未来 1 年供需格局 | 估值状态 |
|------|------------------------------------|--|------|
| 金融地产 | 受到地产长期下行压制； | 稳增长持续发力，虽然不能把行业长期格局完全扭转，但可以排除经济出现失速风险的可能，对 ROE 预期稳定和存量资产重估，均有利。房地产销售、投资数据可能触底回升。 | 低 |
| 消费 | 这一次需求下降只是短期的受疫情影响？还是受人口、收入等长期因素影响？ | 疫情达峰后需求回补基本完成；经济预期恢复大方向有利于景气改善；产业链库存和价格竞争格局尚好。 | 中等偏低 |
| 周期 | 碳中和长期压制产能，之前 10 年产能建设不足 | 国内需求预期逐渐改善；海外需求弱可能接近尾声。 | 低 |

| | | | |
|-----------|--|--------------------------------|------|
| 硬科技 | 国产替代、新能源需求爆发 | 需求依然健康、产能进入密集释放期。 | 中等偏低 |
| 软成长 | AI、元宇宙、国产替代、互联网监管 | 监管负面因素在预期之内，不存在供给问题；新赛道孕育新的需求。 | 中等 |
| 未来3个月配置建议 | 金融地产（政策敏感性高+牛市初期beta+低估值）>消费（估值中等偏低+超跌反弹+关注经济企稳相关）>周期（长期逻辑好+大宗商品价格下跌或逐渐接近尾声）>硬科技（供需错配缓解+短期超跌反弹机会）>软成长（长期逻辑好+前期涨幅高+中报后根据业绩分化） | | |

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素

1.2 申万一级行业长期&短期供需格局分析及配置建议

表 3：申万一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态

| 板块 | 行业 | 长期基本面格局 | 未来 1 年供需格局 | 综合评价 |
|----|------|-----------------------------------|--------------------------------------|--|
| 周期 | 煤炭 | 长期资本开支不足，但年度有产能释放。 | 美国经济依然有衰退的风险，全球库存周期依然在下降。 | 短期关注超跌的钢铁、建材，长期关注产能格局好的有色、石油石化。 周期股长期逻辑好，2023 年 Q3-2024 年可能会有较大的机会。Q1 周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题性的机会，这一过程 Q2 暂告一段落，周期板块有所调整。当大宗商品价格触底，经济上行周期全面开启后，市场可能会开始对周期股重新定价，届时可能会出现比较大级别战略性机会。 |
| | 石油石化 | 长期资本开支不足。 | 美国经济依然有衰退的风险，全球库存周期依然在下降。 | |
| | 基础化工 | 中国产能的全球替代。 | 全球库存周期依然在下降，等待国内需求企稳。 | |
| | 钢铁 | 国内政策对产能控制。 | 全球库存周期依然在下降，等待国内需求企稳。 | |
| | 有色金属 | 长期产能不足，新能源带来增量需求，年度新增产能也很少。 | 美国经济依然有衰退的风险，稳增长可能带来需求预期恢复。 | |
| | 建筑材料 | 国内政策对产能控制。 | 等待国内需求企稳。 | |
| | 机械设备 | 存量替换大周期告一段落，新兴行业有增量。 | 等待国内需求企稳。 | |
| 消费 | 汽车 | 新能源车加速了中国汽车产业链的进口替代 | 行业受库存周期影响，补贴政策影响结束。 | 建议关注：家电（估值下降幅度远超 ROE 下降幅度）、医药生物（超跌修复）、纺织服装（长期逻辑好） 随着疫后进入第二个季度，疫后修复速度变慢，机会变少。消费升级的长期逻辑目前暂时没有更多的证明，未来 1 年主要机会来自低估值+1 年内受益于经济企稳的细分行业。 |
| | 家用电器 | 出口竞争力强，小家电消费升级，传统家电受制于房地产长期下行。 | 成本压力缓解，稳增长下地产周期可能触底。 | |
| | 社会服务 | 疫情加快部分子行业集中度整合，但核心壁垒还在构建。 | 疫情后产能优化，需求反转。 | |
| | 食品饮料 | 品牌壁垒强，高 ROE，但连续高估值带来竞争加剧。 | 库存较健康，疫情缓解后需求恢复。 | |
| | 医药生物 | 人口老龄化，进口替代，集采常态化。 | 全球创新药融资下降，疫情后医疗需求恢复。 | |
| | 农林牧渔 | 行业集中度提升，规模化养殖替代散养。但这一轮猪周期去产能力度不够。 | 前期猪价持续下降，推动行业产能去化，有利于猪周期反转。猪价开始底部回升。 | |
| | 商贸零售 | 国产品牌替代，直播等新渠道重构产业结构。 | 关注疫情后的消费需求恢复。 | |
| | 纺织服饰 | 国产品牌替代，毛利率较低。 | 关注消费需求恢复。 | |
| | 轻工制造 | 地产长期下行压制需求增量，存量依赖消费升级和集中度提升。 | 关注下半年可能会出现经济企稳 | |

| | | | | |
|------|------|---|---|--|
| 稳定 | 建筑装饰 | 长期增长空间不大, ROE 中枢缓慢下降。 | 稳增长发力, 订单增加。 | 建议关注: 非银金融 (政策敏感性高) > 银行 (持续性好) & 房地产 近期稳增长政策出现较多积极变化, 随着经济增速放缓进入后期, 股市有望进入牛市初期, 预期抬升带来金融类板块第一波上涨。后续随着经济的企稳、中特估政策推进、股市流动性恢复, 金融类板块存在系统性估值修复的可能性, 可类比 2014-2015 年的“一带一路”行情。 |
| | 交通运输 | 航空疫后产能出清, 航运超级周期可能已结束。 | 关注疫情后的需求恢复。 | |
| | 公用事业 | 长期空间关注电价改革等政策。 | 成本压制有所缓解, 期待政策支持。 | |
| 金融地产 | 非银金融 | 股市注册制、财富管理, 但由于加杠杆难度大, 基本面稳步回升, 弹性小。保险受到代理人去产能和去杠杆负面影响可能也到了尾声了。 | 熊市进入后期, 短期基本面压制接近尾声。 | |
| | 银行 | 金融去杠杆, 房住不炒, 压制收入和利差。 | 稳增长促使信贷扩张。 | |
| | 房地产 | 房住不炒, 人口周期下行。 | 各地房地产政策不断宽松, 地产销售可能企稳回升。 | |
| 成长 | 电力设备 | ESG、碳中和等政策长期有利于新能源, 新能源车渗透率快速提升。长期需求强。 | 行业资本开支在 2021 年之后快速提升, 产能密集释放期尚未消化完成。上游涨价&补贴减少, 整车降价, 可能会压制年度需求增速。 | 配置建议: 新能源有月度反弹的可能, 计算机传媒等待业绩验证 TMT 可能成为牛市中新赛道, 但 TMT 板块 Q1 涨幅较大, Q2 受季节性因素和业绩兑现的影响, 波动较大。Q2-Q3 的行情投资者更加关注业绩兑现, 成长大概率会有分化, 关注有产业创新逻辑的板块业绩兑现的时间和持续性。 硬科技 (新能源、光伏、半导体等) 长期需求逻辑较好, 但年度供需错配的情况较 2021 年减少。 |
| | 国防军工 | 中美关系越来越复杂, 国防现代化建设进入重要阶段, 部分重要装备进入放量阶段。 | 需求增长稳定, 但缺乏爆发性, | |
| | 通信 | 5G 基站建设也已出现一段高速增长, 但 5G 应用尚在探索普及阶段。 | 运营商资本开支少, 利润稳定。 | |
| | 电子 | 半导体国产替代仍有较大的发展空间, VR/AR 还处在产业初期, 还不是重点增长点, 汽车电子国产替代速度快。 | PC、手机出货量逐渐见顶, 半导体需求周期性下行, 消化库存和产能的时间还不充分。 | |
| | 计算机 | ChatGPT 代表的 AI 技术突破性发展, 数字经济高速发展。 | 传统计算机下游需求和经济相关性强, AI 对盈利的影响方向确定, 节奏不确定。 | |
| | 传媒 | AI 应用空间广泛, 元宇宙空间广阔。监管政策整体偏严, 但有边际转松的趋势。 | AI 赋能游戏、教育等新应用形态落地可期, 线上需求受宏观经济影响小, 平台经济监管常态化, 互联网大厂裁员有利于未来利润释放。 | |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

注: 红色字体代表利好因素, 绿色字体代表利空因素

1.2.1 金融地产: 长期估值偏低, 存在系统性估值修复的可能性

经济增速放缓或已进入后期, 预期抬升带来第一波上涨, 经济企稳后存在系统性估值修复的可能性。从 PB-ROE 视角来看, 我们认为当前“中特估”行情的本质是板块长期估值偏低。从历史情况来看, 每当一个板块的偏离度处于历史偏高或者偏低水平之后, 大概率会出现较明显的估值回归。稳定类、金融类板块估值已经从底部有了一定的回升, 但从长期来看估值仍然偏低。典型如: 金融、稳定、周期板块的偏离度在 2014 年 6 月达到历史较低位置, 随后这三个板块的估值在 2014 年下半年至 2015 年上半年明显修复, 这些风格的偏离度也一度回归到 1 倍以上。近期稳增长政策出现较多积极变化, 随着经济增速放缓进入后期, 股市有望进入牛市初期, 预期抬升带来金融类板块第一波上涨。后续随着经济的企稳、中特估政策推进、股市流动性恢复, 金融类板块存在系统性估值修复的可能性, 可类比 2014-2015 年的“一带一路”行情。

1.2.2 消费：关注超跌反弹机会，未来一年可能受益于经济企稳

2月中旬以来，消费板块股价和估值持续下行，原因可能在于，第一，疫后修复链在从去年10月底开始的反弹中，估值抬升远超业绩兑现，随着疫后进入第二个季度，疫后修复速度变慢，机会变少。第二，消费升级的长期逻辑暂时没有更多的证明。由于Q2高频经济数据和预期整体偏弱，消费板块短期催化较少。但随着消费板块的调整，大部分板块的估值均下滑到2010年以来中等偏下的水平。未来1年的主要机会来自于两个方面，第一是受益于稳增长政策的推进和经济预期的提升，估值调整较多，盈利相对稳健的部分消费板块或有超跌反弹的机会。第二是1年内受益于经济企稳的细分行业，需要经济预期转好和消费高频数据持续兑现。

纺织服装或成为消费板块中少数可长期持有的行业。纺织服装板块在2016-2017以及2019-2021年的牛市中表现均偏弱，主要原因可能在于过去纺织服装板块毛利率偏低，市场更倾向于按周期板块而非消费板块给予估值，导致板块估值整体偏低。但纺织服装板块长期逻辑正在变强，国产服饰品牌受益于国货消费热情提高，国产替代契机下，正在逐渐构建品牌壁垒。我们认为，如果经济企稳，纺织服装有可能出现估值重构。

1.2.3 成长：TMT波动加大，中报后可能根据业绩兑现分化

年度层面上，几乎每一轮牛市都会有新的成长赛道走出来，2023年是关注新赛道的重要年份。(1)过去2-3年表现相对较弱的成长，比如计算机、传媒、港股互联网等板块受宏观经济下行、行业监管政策等因素影响，成长性被压制。这些行业供给端出清较为充分，需求端存在长期成长性。传统业务的年度景气度正在反转，AI的产业变化增加了未来的想象空间，有可能成为牛市中新赛道。

(2)短期来看，TMT板块Q1涨幅较大，Q2受季节性因素和业绩兑现的影响，波动较大。年度来看计算机、传媒需要验证业绩才能成为牛市中新的赛道。我们认为随着AI创新的落地应用，传媒、计算机等板块的业绩不会继续变差，但考虑到和2013年相比没有并购的影响，以及当前产业发展初期利润兑现速度会比较慢，导致2023年的TMT行情将可能弱于2013年，但会好于2019年。中报之后，投资者更加关注业绩兑现，成长大概率会有分化，关注有产业创新逻辑的板块业绩兑现的时间和持续性。AI板块中，应用端发展速度较快，可以关注AI在游戏、教育、纺服、环保等领域的应用扩散，聚焦商业模式能够快速落地产生收入的标的。半导体板块受益于国产替代加速推进，存储、算力芯片、服务器等细分行业后续可能存在业绩兑现。

(3)硬科技（新能源车、光伏等）板块虽然长期产业逻辑通顺，但年度供需错配仍需消化，产能压力仍然需要出清，年度供需基本面逻辑不是很强。不过，短期机会在于，在估值调整到历史偏低水平后，可能有超跌反弹的机会。

1.2.4 周期：长期逻辑好，Q3开始关注战略性机会的形成

周期长期逻辑好，短期防御可关注钢铁。周期股从2020年以来ROE出现较大幅度的抬升，但PB估值抬升幅度却比较有限，背后的主要原因是，市场担心ROE的抬升是周期性的，而不是系统性的。Q1周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题的机会。这一过程Q2暂告一段落，周期板块有所调整。2021年Q4以来，全球商品价格虽然下降，但商品价格下降的幅度要小于周期股估值下滑的幅度，考虑到周期行业的产能格局较好，我们认为股市对周期股的定价可能出现偏差。受全球经济衰退的影响，大宗商品价格可能还有最后一跌，而当大宗商品价格触底，经济上行周期全面开启后，市场可能会开始对周期股重新定价，届时可能会出现比较大级别的战略性机会。从时间上来看，我们认为2023年下半年-2024年，宏观需求存在回升的可能，周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑，需求、供给和估值可能会共振。行业上短期可关注前期表现偏弱，估值低的钢铁、有色金属。

1.3 PB-ROE 模型度量行业估值性价比

我们用 PB-ROE 模型度量行业在可比盈利水平下基于长期盈利能力低估或高估的程度。我们采用 5 年期和 10 年期 PB 和 ROE 历史分位数，剔除不同行业的盈利和估值绝对水平差异的影响。ROE 分位数-PB 分位数越高，说明相对于历史上较高的盈利水平，该行业当前被低估程度较高。反之，ROE 分位数-PB 分位数越低，说明相对于历史上较低的盈利水平，该行业当前被高估的程度较高。

(1) 周期板块估值继续下滑，整体仍低估。周期板块估值继续下降，但估值下降的幅度仍小于盈利下降的幅度，因此整体仍处于低估的状态。截至 7 月 30 日，周期板块中估值历史分位最低的是建筑材料，PB 估值处于过去 5 年后 6% 的历史分位。

(2) TMT 估值有所下降，计算机、传媒高估情况进一步加强。截至 7 月 30 日，TMT 板块过去 5 年估值分位有所下降，计算机、传媒高估情况小幅缓解。电力设备、军工等硬科技板块，估值相对稳定。

(3) 消费板块估值有所提升，家电、食品饮料、农林牧渔、纺织服装处于低估状态。除医药外，消费板块 2023 年一季报业绩兑现均较稳定，除了医药盈利明显下滑外，消费板块 ROE 均有提升。但消费板块估值整体下降较多，家电、食品饮料、农林牧渔、纺织服装均低估。

(4) 金融地产估值有所回升，仍然保持一定程度的高估。截至 7 月 30 日，金融地产板块估值较上月提高，但仍然保持一定程度的高估。

表 4: PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况 (单位: %)

| 板块 | 行业 | PB, 过去 10 年分位数 (%) | PB, 过去 5 年分位数 (%) | ROE, 过去 10 年分位数 (%) | ROE, 过去 5 年分位数 (%) | ROE 分位数-PB 分位数 (10 年) | ROE 分位数-PB 分位数 (5 年) |
|----|------|--------------------|-------------------|---------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|
| 周期 | 煤炭 | 28.5 | 44.9 | 90.2 | 80.9 | 61.72 | 35.97 |
| | 石油石化 | 16.1 | 32.2 | 87.8 | 85.7 | 71.75 | 53.51 |
| | 基础化工 | 21.5 | 41.1 | 80.4 | 61.9 | 58.88 | 20.80 |
| | 钢铁 | 34.1 | 44.2 | 39.0 | 4.7 | 4.89 | (39.53) |
| | 有色金属 | 25.1 | 42.7 | 90.2 | 80.9 | 65.09 | 38.20 |
| | 建筑材料 | 3.1 | 6.1 | 14.6 | 4.7 | 11.54 | (1.44) |
| | 机械设备 | 41.7 | 54.6 | 65.8 | 52.3 | 24.14 | (2.28) |
| 消费 | 汽车 | 53.9 | 71.3 | 14.6 | 28.5 | (39.26) | (42.81) |
| | 家用电器 | 21.6 | 18.8 | 73.1 | 85.7 | 51.50 | 66.90 |
| | 社会服务 | 29.1 | 41.6 | 14.6 | 28.5 | (14.54) | (13.13) |
| | 食品饮料 | 60.3 | 24.4 | 75.6 | 66.6 | 15.35 | 42.24 |
| | 医药生物 | 3.6 | 7.2 | 19.5 | 38.0 | 15.90 | 30.79 |
| | 农林牧渔 | 11.8 | 16.1 | 36.5 | 42.8 | 24.74 | 26.72 |
| | 商贸零售 | 41.7 | 71.0 | 14.6 | 28.5 | (27.08) | (42.52) |
| | 纺织服装 | 25.6 | 49.8 | 26.8 | 52.3 | 1.19 | 2.55 |
| 稳定 | 轻工制造 | 33.7 | 64.0 | 9.7 | 4.7 | (24.04) | (59.31) |
| | 建筑装饰 | 19.4 | 39.0 | 19.5 | 38.0 | 0.06 | (0.99) |
| | 交通运输 | 32.2 | 42.3 | 14.6 | 28.5 | (17.60) | (13.79) |
| 金融 | 公用事业 | 33.3 | 65.1 | 14.6 | 28.5 | (18.71) | (36.59) |
| | 非银金融 | 11.1 | 22.2 | 7.3 | 14.2 | (3.76) | (7.98) |
| | 银行 | 3.9 | 7.8 | 9.7 | 19.0 | 5.80 | 11.17 |
| 成长 | 房地产 | 11.3 | 22.8 | 2.4 | 4.7 | (8.94) | (18.05) |
| | 电力设备 | 45.2 | 42.7 | 97.5 | 95.2 | 52.35 | 52.45 |
| | 国防军工 | 51.6 | 58.2 | 82.9 | 66.6 | 31.34 | 8.40 |
| | 通信 | 39.9 | 60.5 | 97.5 | 95.2 | 57.57 | 34.73 |

| | | | | | | | |
|----|-----|------|------|------|------|---------|---------|
| | 电子 | 11.1 | 22.3 | 43.9 | 38.0 | 32.78 | 15.70 |
| | 计算机 | 25.8 | 43.9 | 4.8 | 9.5 | (20.95) | (34.44) |
| | 传媒 | 39.5 | 76.5 | 29.2 | 57.1 | (10.32) | (19.40) |
| 其他 | 综合 | 11.0 | 22.1 | 19.5 | 38.0 | 8.46 | 15.86 |

注：PB 为截至 2023 年 7 月 30 日数值，ROE 为 2023 年一季报数值。

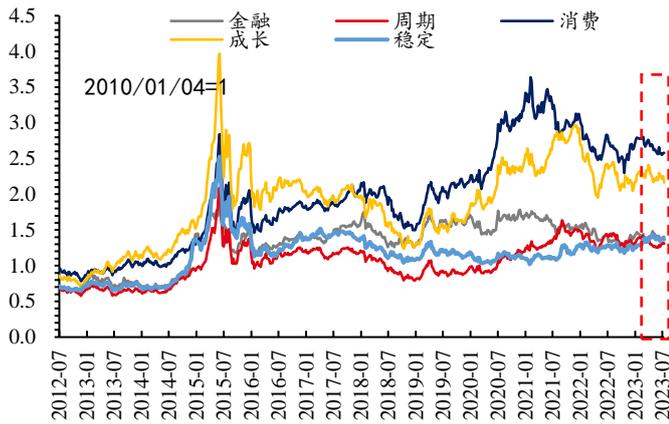
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、市场表现跟踪

2.1 市场表现回顾：金融表现较强，成长表现偏弱

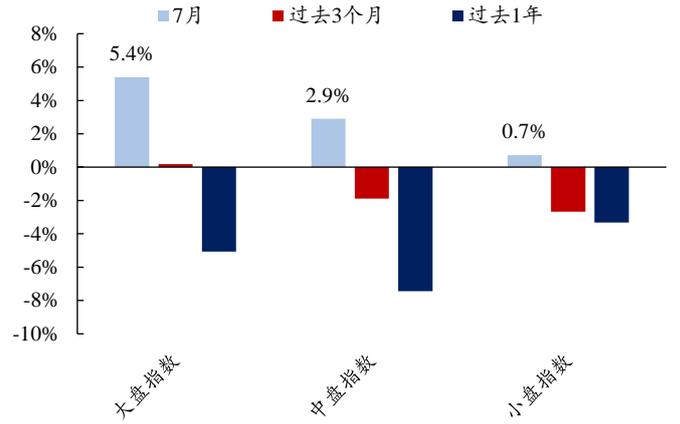
从市场风格来看，7月金融板块较强，成长板块表现偏弱。主要风格板块中，金融板块涨幅13.15%，涨幅第一。成长板块跌幅1.43%，表现偏弱。从大小盘风格来看，7月大盘指数涨幅5.4%，涨幅最高。7月主要指数涨跌不一，沪深300涨幅5.0%，涨幅最高，中证1000跌幅0.1%，跌幅最高。绩优股指数涨幅居前，新股指数跌幅居前。

图 9：7月金融板块表现较好，成长表现偏弱（单位：倍）



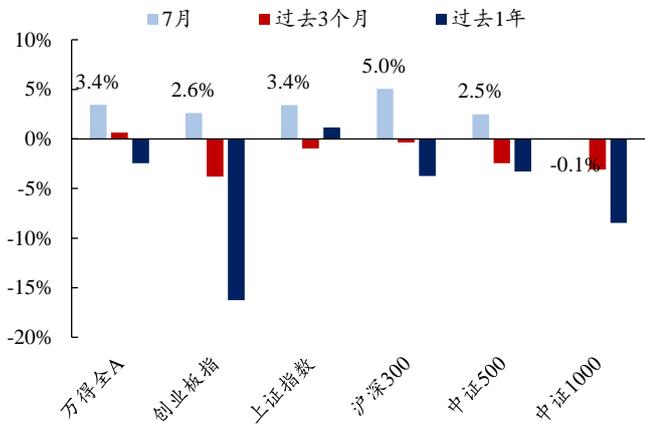
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：7月大盘指数涨幅最高（单位：%）



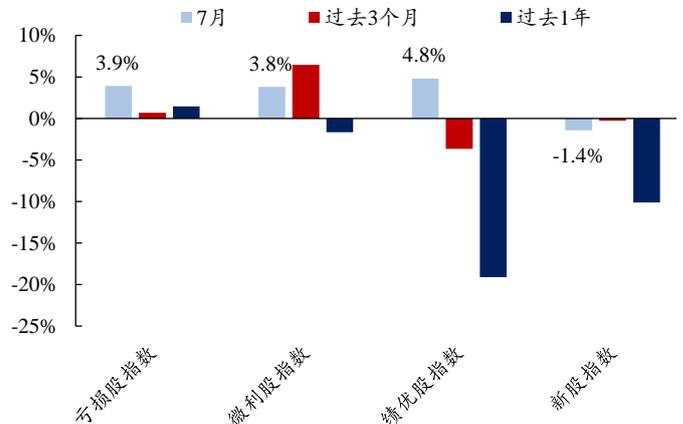
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：7月沪深300涨幅居前（单位：%）



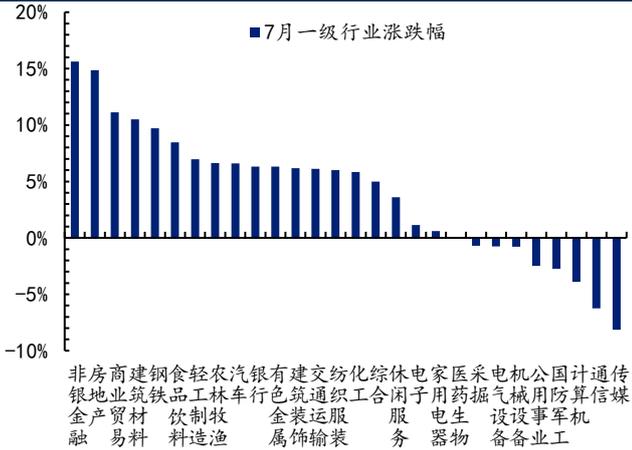
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：绩优股指数涨幅居前，新股指数跌幅居前（单位：%）

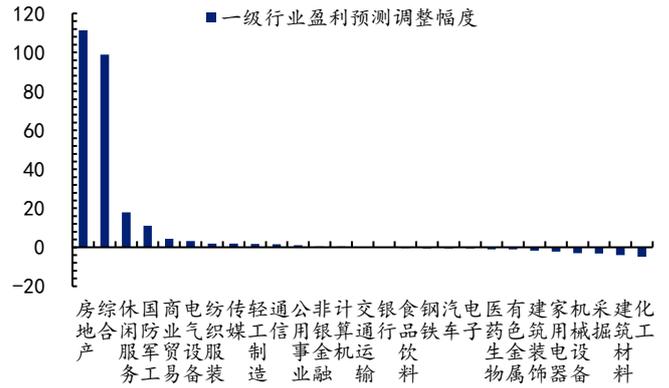


资料来源：万得，信达证券研发中心

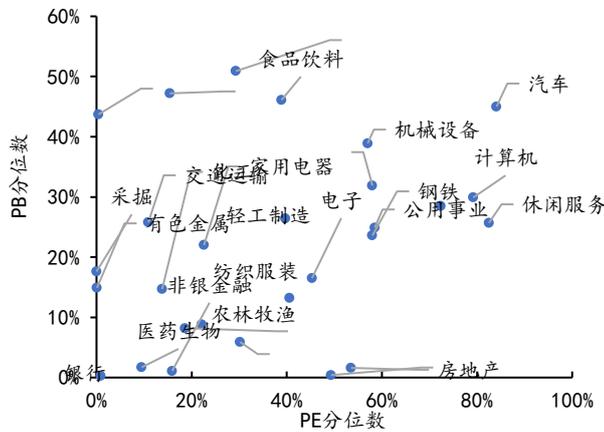
行业表现方面，7月一级行业中，非银金融、房地产、商业贸易、建筑材料、钢铁等金融、周期类板块领涨。TMT跌幅居前。截至7月末，房地产、综合和休闲服务行业2023年盈利预测上调幅度居前，化工2023年盈利一致性预期下调幅度居首。

图 13：7 月一级行业涨跌幅（单位：%）


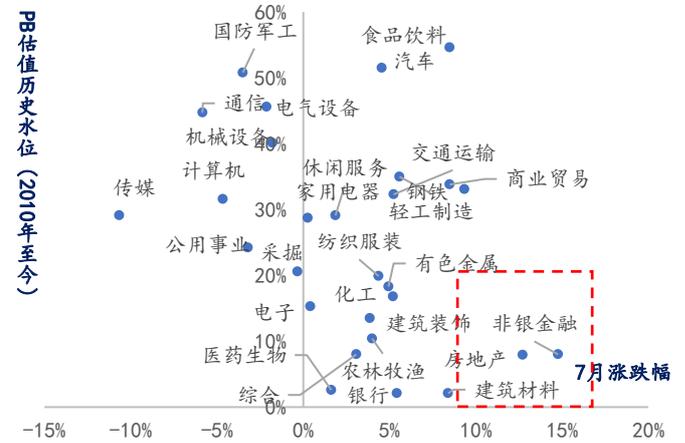
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：7 月一级行业 2023 年盈利预测调整幅度（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）


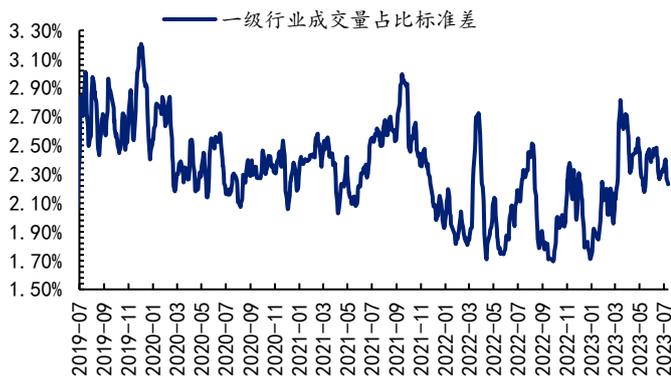
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：7 月领涨的板块估值偏低（单位：%）


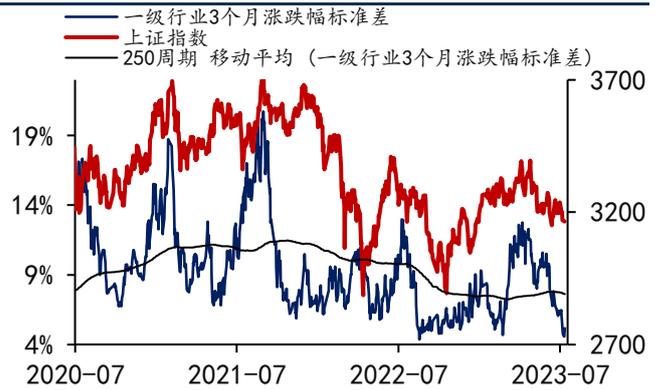
资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 市场交易情绪跟踪：行业间涨跌分化整体收窄，房地产交易热度上升

7 月一级行业成交量标准差月初到月末持续回落，涨跌幅差异度有所下降。7 月行业间整体涨跌分化收窄。一级行业成交量占比标准差月初到月末持续回落，一级行业涨跌幅标准差有所下降。

图 17：一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差持续下降（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

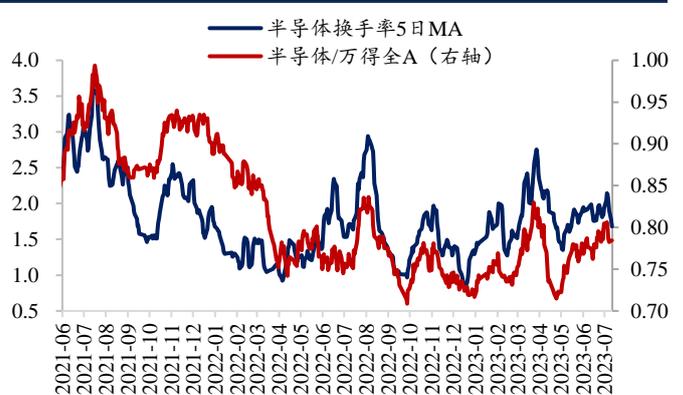
图 18：一级行业涨跌幅标准差有所下降（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

从换手率来看，7 月 TMT 交易热度下降较明显，房地产板块交易热度上升明显。（1）成长赛道中，截至 7 月 26 日，新能源车换手率（5 日 MA）上升至 1.32%，处于 2010 年以来 34.90%的分位水平。半导体换手率（5 日 MA）1.62%，处于 2010 年以 29.90%的分位水平。计算机换手率（5 日 MA）回落至 2.15%，处于 2010 年以来 41.30%的分位水平。传媒换手率（5 日 MA）回落至 2.78%，处于 2010 年以来 81.30%的分位水平。（2）消费板块交易拥挤度小幅上升但仍在历史偏低水平。截至 7 月 6 日，食品饮料换手率（5 日 MA）上升至 1.27%，处在 2010 年以来 50.40%的分位水平。医药生物换手率（5 日 MA）0.88%，处在 2010 年以来 13.30%的分位水平。（3）周期板块交易热度下降。截至 7 月 26 日，采掘行业换手率（5 日 MA）0.63%，处于 2010 年以来 31.30%的分位水平；有色金属换手率（5 日 MA）上升至 1.06%，处于 2010 年以来 27.90%的分位水平。（4）金融地产稳定板块交易热度有所回升。截至 7 月 26 日，银行行业换手率（5 日 MA）为 0.14%，处于 2010 年以来 39.10%的分位水平；房地产行业换手率（5 日 MA）为 3.73%，处于 2010 年以来 98.30%的分位水平。

图 19：新能源车日均换手率（单位：%、倍）

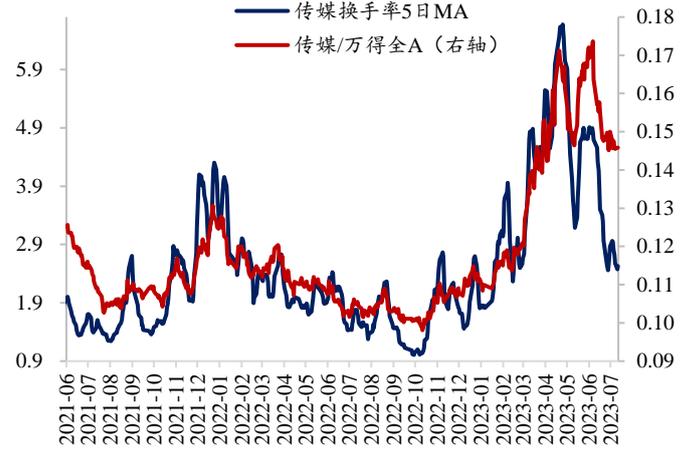

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：半导体日均换手率（单位：%、倍）


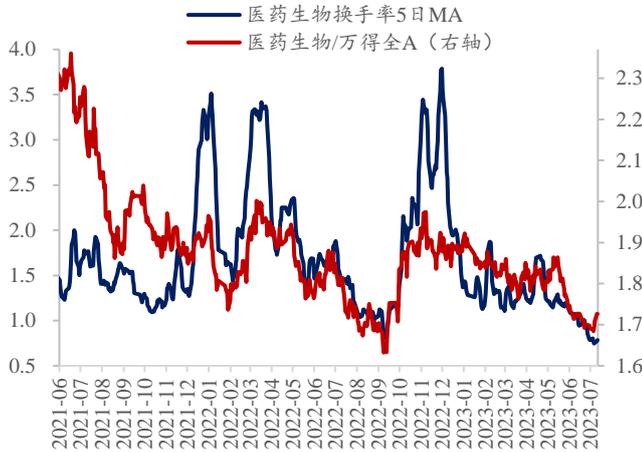
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21: 计算机日均换手率 (单位: %, 倍)

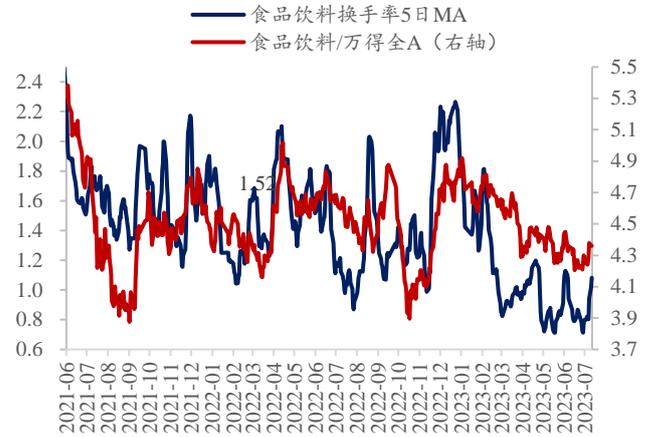

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 22: 传媒日均换手率 (单位: %, 倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 医药生物日均换手率 (单位: %, 倍)


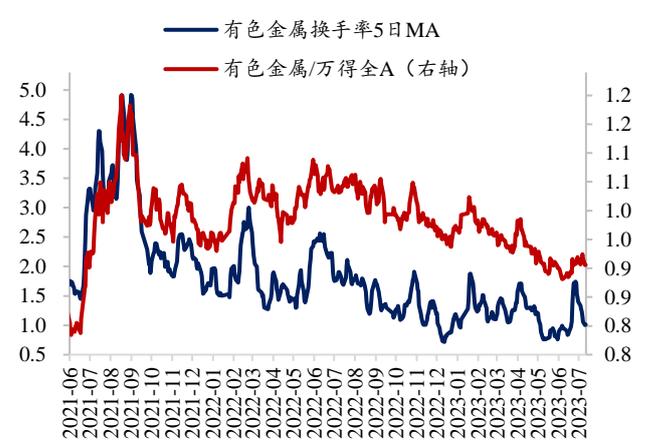
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 24: 食品饮料日均换手率 (单位: %, 倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 采掘(煤炭)日均换手率 (单位: %, 倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 26: 有色金属日均换手率 (单位: %, 倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

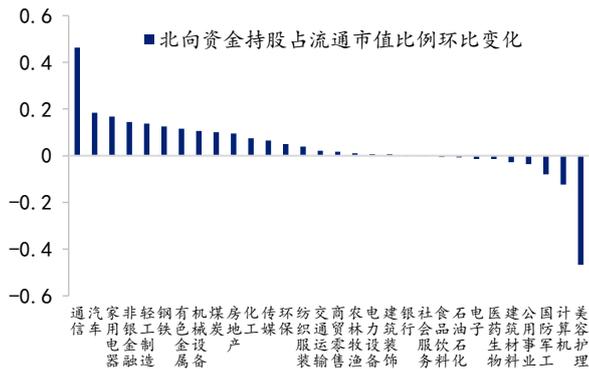
图 27：银行日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

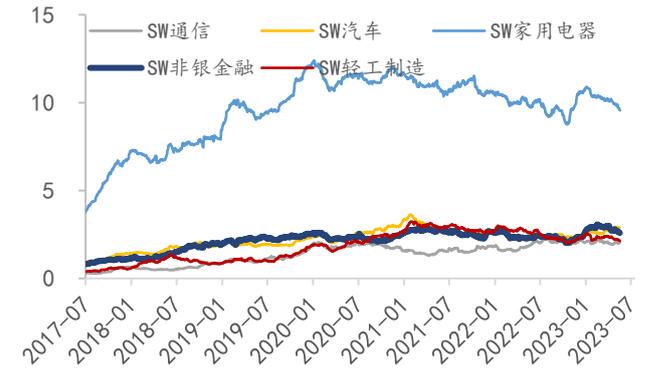
图 28：房地产日均换手率（单位：%、倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

北向资金主要加仓通信、汽车、家用电器、非银金融、轻工制造和钢铁。7月北向资金持仓占流通市值比例增加较多的行业主要为通信、汽车、家用电器、非银金融、轻工制造和钢铁等行业。7月持仓占比变化前五的行业中，家用电器持仓占比较高，轻工制造持仓占比较低。

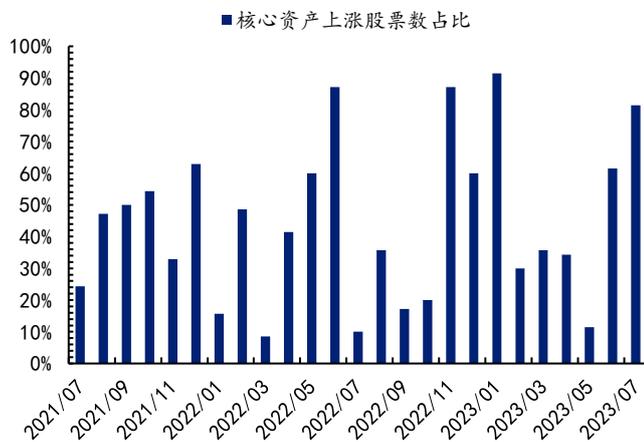
图 29：7月北向资金持仓占流通市值比例环比变化（单位：pct）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：7月持仓占比变化前五行业的持仓比例变化趋势（单位：pct）


资料来源：万得，信达证券研发中心

核心资产估值7月企稳且小幅反弹，7月上涨股票数占比上升。7月核心资产上涨股票数占比为85.7%，和6月相比有所上升。核心资产估值开始企稳。

图 31：7月核心资产上涨股票数占比持续上升（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

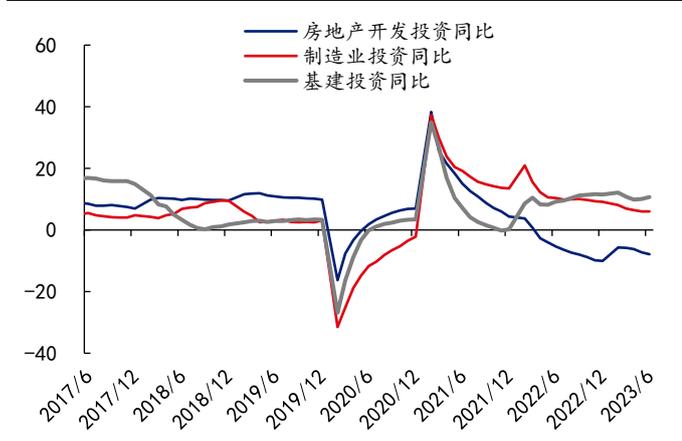
图 32：核心资产估值企稳且小幅反弹（单位：倍）


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、宏观中观基本面跟踪

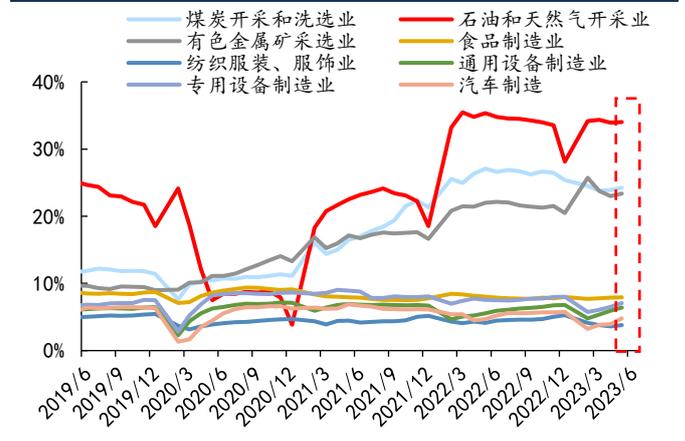
3.1 投资

图 33：2023 年 6 月房地产制造业投资下滑，基建投资小幅回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

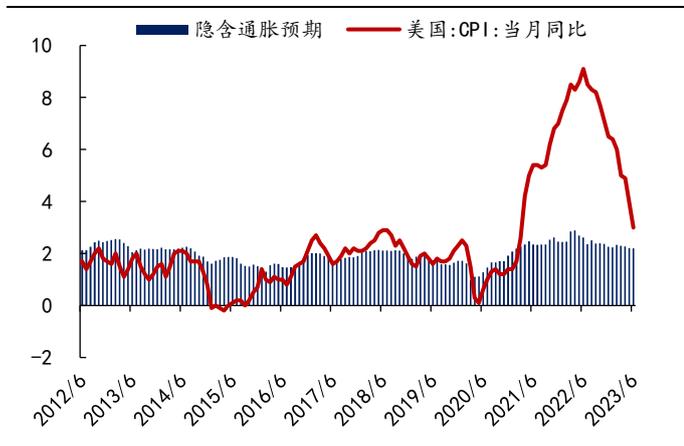
图 34：2023 年 6 月中下游利润率小幅回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 外需

图 35：美国 6 月 CPI 同比增速降至 3.0%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

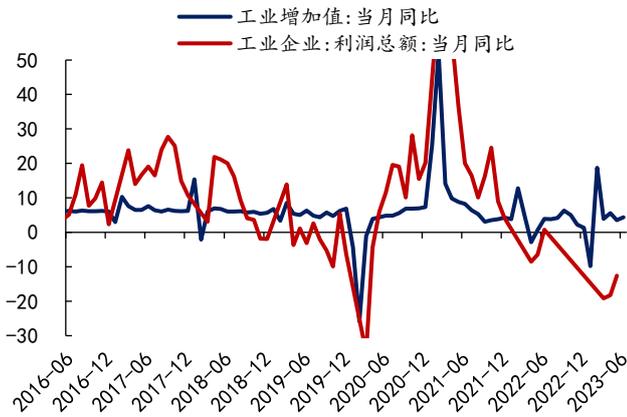
图 36：2023 年 6 月我国出口金额同比增速继续下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.3 工业

图 37: 2023 年 6 月工业增加值当月同比小幅上升 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

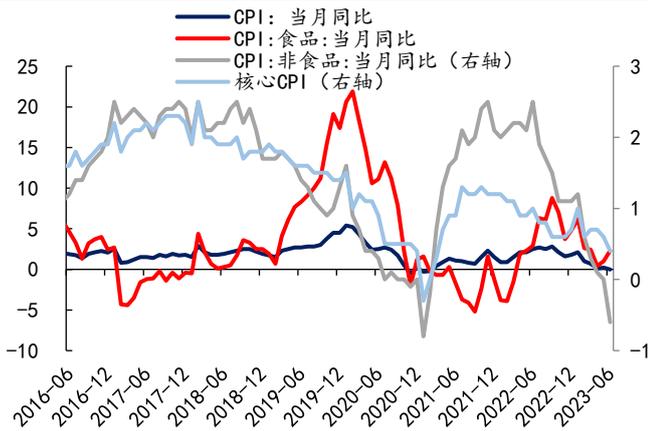
图 38: 7 月高炉开工率较 6 月小幅下降 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

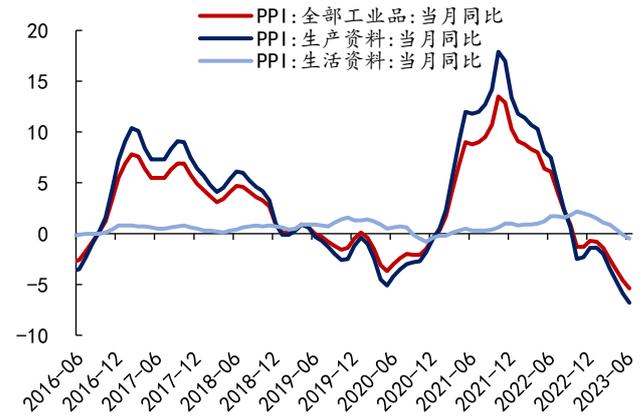
3.4 通胀

图 39: 6 月 CPI 同比增速小幅回落 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 40: 6 月 PPI 同比增速继续下降 (单位: %)



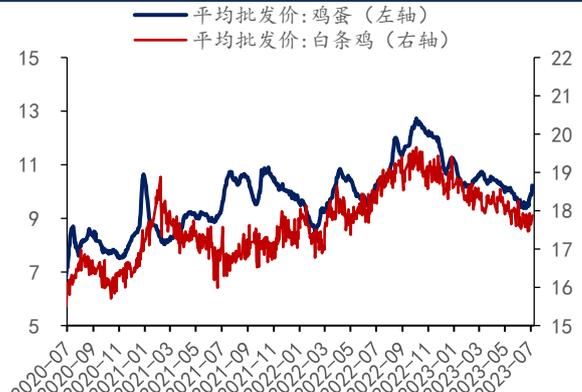
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 41: 蔬菜价格小幅回落, 猪肉价格企稳 (单位: 元/公斤)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 42: 鸡蛋价格开始回升, 白条鸡价格企稳 (单位: 元/公斤)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

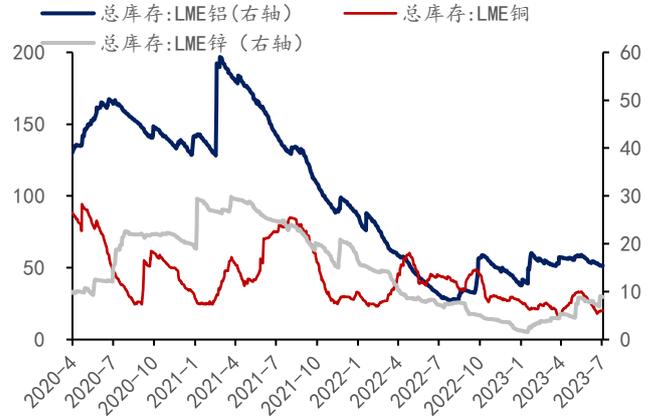
3.5 上游：资源品

图 43：煤炭库存震荡，螺纹钢库存企稳（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：铜铝库存下降，锌库存有所回升（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

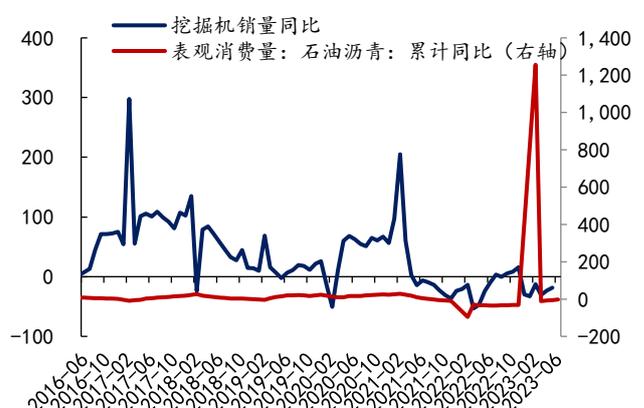
3.6 中游：建材、机械设备

图 45：水泥价格下行，玻璃价格继续下降（单位：元/吨，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

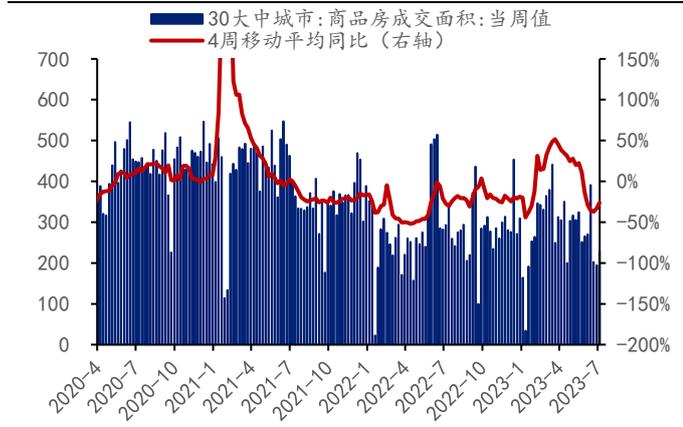
图 46：6月挖掘机销量同比增速继续下降，石油沥青小幅下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

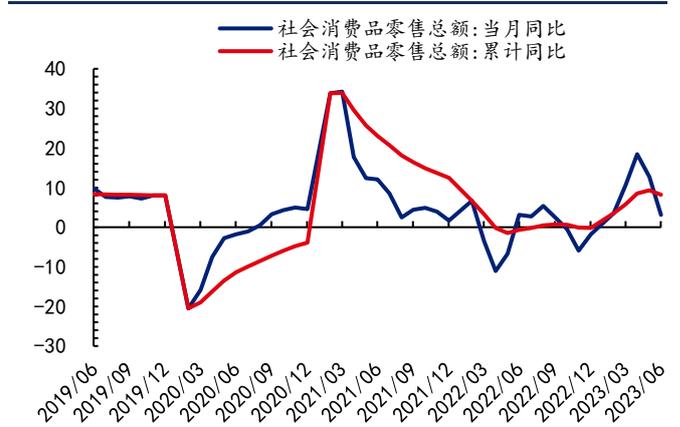
3.7 下游：房地产、消费

图 47：6 月大中城市商品房成交面积同比增速持续下降，降幅有所收窄（单位：万平方米，%）



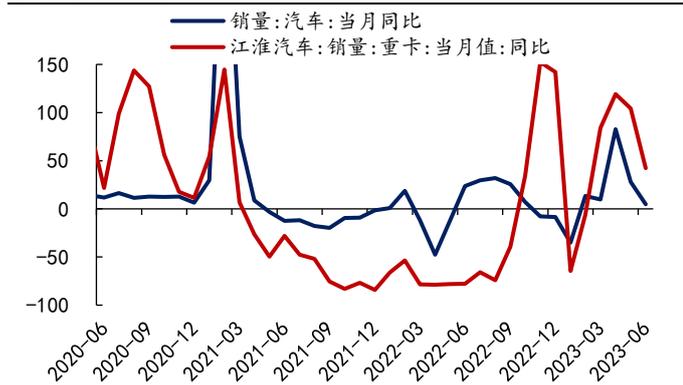
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 48：6 月社会消费品零售总额当月同比增速下降（单位：%）



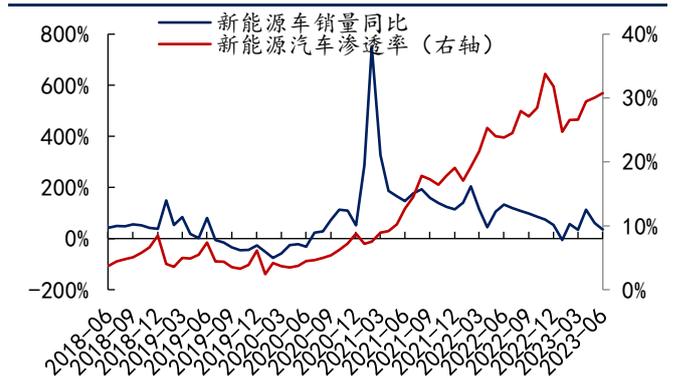
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 49：6 月汽车销量同比增速回落，6 月重卡销量同比增速大幅下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 50：6 月新能源车销量同比增速持续回落，渗透率回升到 30.7%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

经济下行超预期，稳增长政策不及预期。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。代表观点：2021年12月《V型大震荡》，2022年4月《V型反转》，2022年12月《先Beta，再Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。