

震荡下沿底蓄势，风物长宜放眼量

报告日期：2023-08-27

主要观点：

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

分析师：任思雨

执业证书号：S0010523070003

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

● 市场观点：震荡下沿底蓄势，风物长宜放眼量

8月市场高开低走、整体弱势调整，主要是受国内经济和政策力度不及预期、海外货币政策继续紧缩担忧加剧的影响，出现了外资持续快速流出。展望9月，美联储货币政策紧缩担忧仍然存在，11月再加息预期有所升温；国内经济延续弱修复态势，加速修复拐点尚未到来，对增长基本面信心亟需政策提振；货币政策保持偏宽松不变，有降准概率，但大幅宽松受人民币汇率压力掣肘明显。因此A股所面临的整体环境较8月预计难以出现明显改善。最终走势取决于市场对美联储货币政策预期以及国内政策预期的演绎，在上述两个因素尤其是外部风险制约解除之前，市场预计仍将在震荡下沿筑底蓄势，但无需忧虑出现持续大跌。除非宏观政策落地力度和效果强于预期，或宏观经济数据对增长基本面改善给出更加清晰明确的支撑。

经济延续弱修复态势，加速修复拐点尚未到来。7月经济数据不及预期，8月高频数据显示延续弱复苏，其中服务业依然维持较快修复，商品需求与生产小幅改善，而地产销售颓势未改。预计8月社零同比4%，固投累计同比3.3%，其中制造业5.6%、基建6.9%、房地产-8.6%，出口同比-10%，CPI同比0.2%，PPI同比-3.8%。

货币延续偏宽松，但人民币汇率制约依旧明显，9月降准存概率。央行二季度货币政策执行报告强调“加大宏观政策调控力度”的政策总基调，但货币政策进一步宽松面临较大的汇率制约，因此后续主要看点在于降准以及结构性工具。汇率贬值压力仍存，北向资金流出压力尚在。

国内托底政策继续出台，但难以显著改善风险偏好，9月美联储大概率不加息，但需警惕美联储鹰派表态对11月加息预期的扰动。当前位置，市场对政策期待极低，因此国内政策影响下的内部风险偏好易提振难恶化，9月有望继续出台托底政策，但显著提振风险偏好的难度较大。9月议息会议美联储大概率不加息，但需警惕美联储维持鹰派表态，关注11月是否再度加息。

● 行业配置：沿弹性充足的结构TMT及景气上行布局，关注出行热与“一带一路”主题机会

在经历持续一个月的调整后，市场到达震荡区间的下沿位置，A股9月无需过度悲观，市场没有持续大跌风险，预计仍延续蓄势磨底或弱势幅度反弹。更坚实的反弹需要政策落地力度证实或经济基本面出现更积极的反馈。行业配置上沿三条主线与两个主题展开，其中三条主线包括：（1）经过较大幅度调整后以及国内超预期降息，泛TMT板块弹性已然充足，但反弹契机需等待催化剂事件出现，中长期角度看**电子、通信**的配置价值凸显，尤其是**电子**；（2）景气指标持续改善的板块，主要围绕价格持续上涨的**基础化工、农林牧渔**；（3）估值底部及中长期投资预期（包括反腐预期已经明确和充分计入）将迎来拐点的**医药生物**。两个主题包括：（1）十一黄金周将是疫情后首个也是假期时日长的假期，受此预期带动下的**出行链条、餐饮、旅游、酒店以及机场航空有望受益**；（2）“一带一路”峰会即将召开催化下的**建筑装饰央国企**。

● 风险提示

美国加息预期强化超预期；国内经济预测存在偏差；国内政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

相关报告

1. 策略周报《市场震荡下沿磨底，配置短景气+长科技》2023-08-20
2. 策略周报《震荡下沿有支撑，等待政策应对》2023-08-13
3. 策略周报《市场中枢震荡上行延续，但结构机会迎变化契机》2023-08-06
4. 策略月报《旧篇别过一时新》2023-07-30

正文目录

1 震荡下沿底蓄势，风物长宜放眼量.....	3
1.1 经济延续弱复苏态势，亟需政策发力提振修复中枢.....	5
1.2 货币延续偏宽松，但人民币汇率制约依旧明显，9月降准存概率.....	7
1.3 国内托底政策难以显著提振风险偏好，9月美联储大概率不加息，但需警惕美联储鹰派表态，关注11月加息预期扰动.....	9
2 行业配置：沿弹性充足的结构 TMT 及景气上行布局，关注出行热与“一带一路”主题.....	10
2.1 泛 TMT 板块弹性充足，把握电子、通信的中长期配置价值.....	10
2.2 景气指标持续改善的基础化工和农林牧渔.....	11
2.3 估值底部及医疗反腐预期已经明确的医药生物.....	12
2.4.1 “十一”黄金周预期带动，出行链条迎来演绎机会.....	12
2.4.2 “一带一路”下建筑装饰央企国企机会.....	13

图表目录

图表 1 9月全行业投资逻辑总览.....	3
图表 2 乘用车销量批发同比小幅增加，零售同比增速依然偏弱.....	5
图表 3 小商品价格和柯桥价格指数小幅上升.....	5
图表 4 汽车全钢胎开工率稳中略有下降.....	6
图表 5 粗钢产量整体企稳.....	6
图表 6 食品价格7月底开始反弹明显.....	6
图表 7 原油有所反弹、有色金属价格略有下行.....	6
图表 8 建材价格低位企稳.....	7
图表 9 8月30城商品房周销售面积同比降幅略有扩大.....	7
图表 10 9月MLF到期量与8月持平，存降准置换概率.....	8
图表 11 DR007与逆回购利率持续下降.....	8
图表 12 10Y国债预计在2.5%附近博弈.....	8
图表 13 人民币汇率贬值压力仍存，北向资金流出压力尚在.....	8
图表 14 电子、通信估值及百分位情况.....	11
图表 15 英伟达二季度营收增速和利润增速超预期.....	11
图表 16 MDI 价格持续上涨.....	11
图表 17 尿素价格上涨.....	11
图表 18 玉米、小麦价格上涨.....	12
图表 19 猪价7月底以来持续涨价.....	12
图表 20 北京、上海一线城市五一后客运量明显增加.....	13
图表 21 暑期航班班次持续上升.....	13
图表 22 我国海外新签合同额、完成营业额及同比均改善.....	13
图表 23 二季度中国化学、中国电建以及中国能建海外新签合同占比明显较一季度提升.....	13

1 震荡下沿底蓄势，风物长宜放眼量

8月市场高开低走、整体弱势调整，主要是受国内经济和政策力度不及预期、海外货币政策继续紧缩担忧加剧的影响，出现了外资持续快速流出。展望9月，美联储货币政策紧缩担忧仍然存在，11月再加息预期有所升温；国内经济延续弱修复态势，加速修复拐点尚未到来，对增长基本面信心亟需政策提振；货币政策保持偏宽松不变，有降准概率，但大幅宽松受人民币汇率压力掣肘明显。因此A股所面临的整体环境较8月预计难以出现明显改善。最终走势取决于市场对美联储货币政策预期以及国内政策预期的演绎，在上述两个因素尤其是外部风险制约解除之前，市场预计仍将在震荡下沿筑底蓄势，但无需忧虑出现持续大跌。除非宏观政策落地力度和效果强于预期，或宏观经济数据对增长基本面改善给出更加清晰明确的支撑。

经济延续弱修复态势，加速修复拐点尚未到来。7月经济数据不及预期，8月高频数据显示延续弱复苏，其中服务业依然维持较快修复，商品需求与生产小幅改善，而地产销售颓势未改。预计8月社零同比4%，固投累计同比3.3%，其中制造业5.6%、基建6.9%、房地产-8.6%，出口同比-10%，CPI同比0.2%，PPI同比-3.8%。

货币延续偏宽松，但人民币汇率制约依旧明显，9月降准存概率。央行二季度货币政策执行报告强调“加大宏观政策调控力度”的政策总基调，但货币政策进一步宽松面临较大的汇率制约，因此后续主要看点在于降准以及结构性工具。汇率贬值压力仍存，北向资金流出压力尚在。

国内托底政策继续出台，但难以显著改善风险偏好，9月美联储大概率不加息，但需警惕美联储鹰派表态对11月加息预期的扰动。当前位置，市场对政策期待极低，因此国内政策影响下的内部风险偏好易提振难恶化，9月有望继续出台托底政策，但显著提振风险偏好的难度较大。此外9月美联储大概率不加息，但需警惕美联储维持鹰派表态，关注11月是否再度加息。

图表1 9月全行业投资逻辑总览

风格	行业	支撑或压制逻辑
成长	电力设备	需求增速下降、厂商竞争格局加剧的压力下，仍有大量资金淤积，中长期角度电力设备预计仍面临较大的下行压力。
	国防军工	行业特殊情况，订单跟踪难以透明化，同时由于2022年业绩基数较高，因此市场普遍担心军工企业的盈利释放能力。
	电子	具备良好的中长期配置价值： 一方面电子作为TMT上游的算力支持概念引入且目前仍有较大短缺，从而承接TMT行情的估值扩散机会。同时也是政策长期鼎力支撑的科技创新方向，催化剂不断；二方面根据报告《泛TMT行情的关键、制约与空间》中的估值百分位天花板位置，当前电子行业估值百分位距离历史可比天花板仍有充足的上涨空间，因此电子行情未来仍有估值继续提升的上涨支撑；三方面电子既可以受益于估值单方面提升，又能受益于盈利的支撑；四方面受益于全球半导体产业周期见底。市场普遍共识认为当前已经处于电子行情的景

		气周期底部，有望在下半年迎来景气的上行周期，也将为估值提升后的行情重新提供基本面支撑动能。
	通信	具备良好的中长期配置价值： 一方面通信行情后续仍有望面临持续不断的催化剂，如 AI、数字经济等方面海内外发展进程、新闻、政策、海外龙头业绩等，甚至也会受到国企改革、中特估等催化；二方面通信行业的业绩相对其他 TMT 行业而言更显稳定；三方面当前时点通信行业的估值历史百分位仍处于低位区间，距离历史可比天花板仍有非常充分的空间；四方面受益于全球半导体产业周期见底。因此通信行业下半年仍有望继续受益于估值提升的逻辑。
	计算机	后续仍有估值消化后的阶段性行情。一方面估值能否有提升契机（靠催化剂）以及估值能有多大提升空间（天花板）决定了计算机、传媒行情的上涨空间和性价比。二方面下半年 AI、数字经济、数字中国等仍有持续不断的催化剂出炉，因此计算机、传媒也会出现阶段性行情，但预计短期情绪调整趋势仍将持续，等待催化剂的到来。
	传媒	
消费	食品饮料	增长修复节奏缓慢，食品饮料中对龙头公司业绩超预期的演绎已过。
	农林牧渔	当下猪肉、仔猪价格已开始上行，农产品中受暴雨及热夏等极端天气影响，农作物供给压力增加，此外日本排核污催化下国内水产等渔业收益。农林牧渔具备配置价值。
	家用电器	重要会议政策定调略超市场预期，但房地产基本面拐点仍在延迟，下游家用电器支撑减弱。
	汽车	受制于大件消费力度还弱，但整体景气已缓慢开启反弹。此外无人驾驶当下进入技术落地推广阶段，下半年预计存在脉冲式行情。
	社会服务	暑期出行热有望延续至疫后第一个“十一”黄金周假期，餐饮、酒店、旅游以及机场航空受益。
	纺织服饰	Q2 外需逐步走弱，出口同比增速或将逐步走弱，但 Q4 订单情况尚好。
	医药生物	具备战略配置价值。一是、经过集采、美国制裁、医药反复等各种因素的压制，医药生物整体估值已经处于历史底部的水平，行业出清后上市公司“幸存者”优势凸显；二是，医药生物当前估值基本上已经反应了各种各样过度悲观的预期，市场预期再继续下修的可能性很低，叠加政策表述已有所松动；三方面，疫情结束后，待经济恢复常态化，医药生物的需求有望重新恢复至疫情之前的状态。
	轻工制造	房地产基本面尚未迎来明确拐点，出口压力尚存。
	商贸零售	需等待经济预期和收入预期明显改善，当下大行情迹象未现。
	美容护理	需等待经济预期和收入预期明显改善。
周期	煤炭	煤价反弹，热夏电力需求提高，但当下煤炭价格有所回落。
	公用事业	夏季用电高峰已过，制约短期火电配置价值。
	交通运输	港口航运主要受全球经济弱势的影响，景气预计将继续回落；快递主要受消费的影响，消费在经济企稳前预计也难以见到显著起色，带弱快递需求；但机场航空有望受益于出行热。
	石油石化	国际原油价格震荡概率更大。
	有色金属	生产恢复节奏缓慢，工业金属需求回升转缓。此外市场对美联储加息路径年内是否修改仍存在不确定性，贵金属面临波动。
	基础化工	化工品 CPI 景气指数已经持续反弹，多品种价格收涨，具备配置价值。
	钢铁	基建用钢需求和建筑用钢需求疲弱，同时库存影响下，工业用钢需求也处于疲弱状态，因此整体需求不足的矛盾较为明显。然而当下市场关注已转移到供给端，或存在短期行情的可能，但持续性较差。
	机械设备	传统工程机械当前仍然处于机械设备的大的景气下行周期之中。人工智能爆发下，自动化设备机器人、工业母机支线支撑增强，但当下距离实际落地仍有距离，催化因素减少。
	建筑材料	有效需求难以持续改善，预计景气弱势难改。
	建筑装饰	9、10 月“一带一路”论坛举行，主题性投资机会迎来演绎并带来催化剂行情，而出海业务

		受益的建筑装饰央国企是最传统最受认可的“一带一路”主题概念。
金融	房地产	重要会议落地后市场对政策预期或调高，但当下房地产基本面拐点未至，演绎行情或持续性较差。
	非银金融	“活跃资本市场”下券商演绎“急来急去”。上市险企收入同比增速持续增加，五大险企收入同比均改善，但当下市场对此已较为充分计价。
	银行	经济复苏斜率较预期更慢，贷款增速下滑。

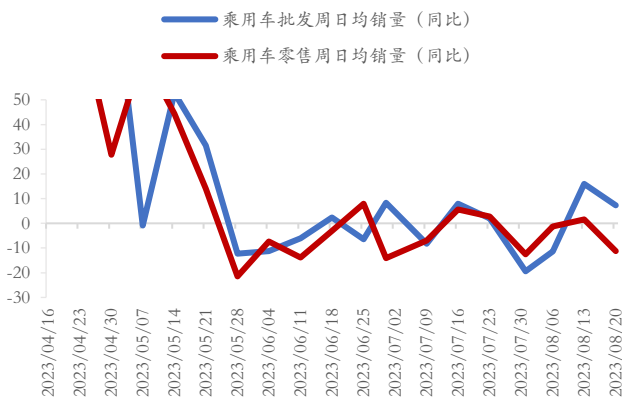
资料来源：华安证券研究所整理。

1.1 经济延续弱复苏态势，亟需政策发力提振修复中枢

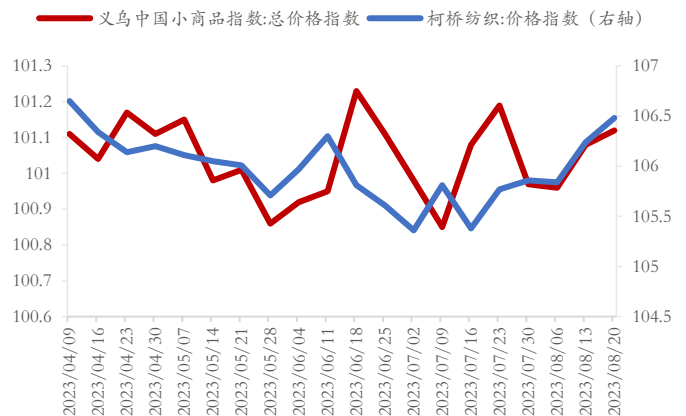
经济延续弱修复态势。7月宏观经济数据不及预期、整体弱势，8月高频数据显示经济延续弱复苏。从高频数据看，服务业依然维持较快修复，商品需求与生产小幅改善，地产销售颓势未改。预计8月社零同比4%，固投累计同比3.3%，其中制造业投资5.6%、基建投资6.9%、房地产开发投资-8.6%，出口同比-10%，CPI同比0.2%，PPI同比-3.8%。

汽车消费增速小幅走强，服务消费维持较快增长。8月前3周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为4.9万辆和4.7万辆，同比分别上涨6%和4%，同比增速较上月小幅增长。典型消费品价格稳中略有上升：义乌小商品指数8月较上月持平于101.1附近，柯桥纺织价格指数小幅上升至106.5。服务类消费继续向好，8月暑期旅游出行人数延续火爆、中国旅游研究院预计7、8月国内旅游人数达13.31亿人次，同时电影票房收入较去年同比大增104.7%，同比维持较高增速。考虑到基数效应后，预计8月份商品消费同比增速仍有望小幅走强，预计在4%左右。随着居民就业和收入稳步向好，失业率逐步向5%回归，消费延续内生复苏。服务类消费继续向好，出行受暑期旅游活动恢复提振明显，其余服务消费也仍然处于复苏通道，预计8月服务业生产指数同比较7月基本持平。

图表 2 乘用车销量批发同比小幅增加，零售同比增速依然偏弱 图表 3 小商品价格和柯桥价格指数小幅上升



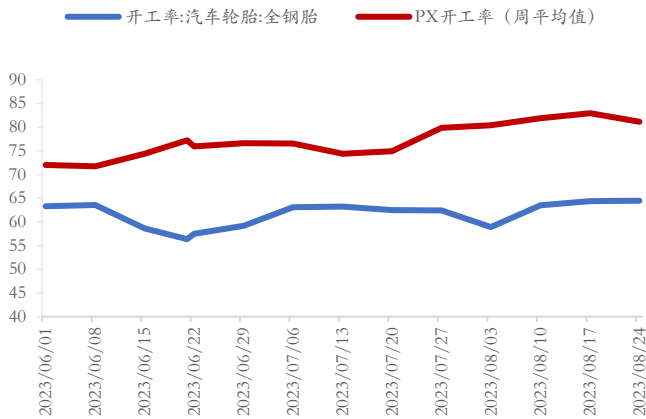
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

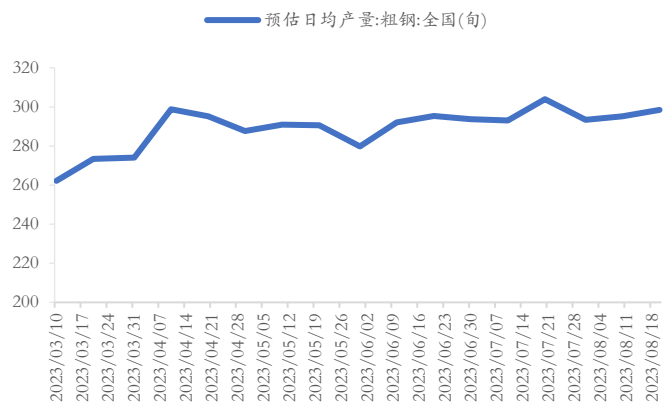
库存去化速率趋缓，生产端延续恢复态势。汽车全钢胎开工率整体趋稳、小幅反弹至 65%，PX 开工率仍在 80% 以上，表明企业生产端继续修复。8 月钢材预估日产量较 7 月基本持平于 295 万吨/天，与去年同期相比增长约 6.3%，表明基建类项目开工有望提速。预计 8 月工业增加值同比较 7 月小幅提升。

图表 4 汽车全钢胎开工率稳中略有下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

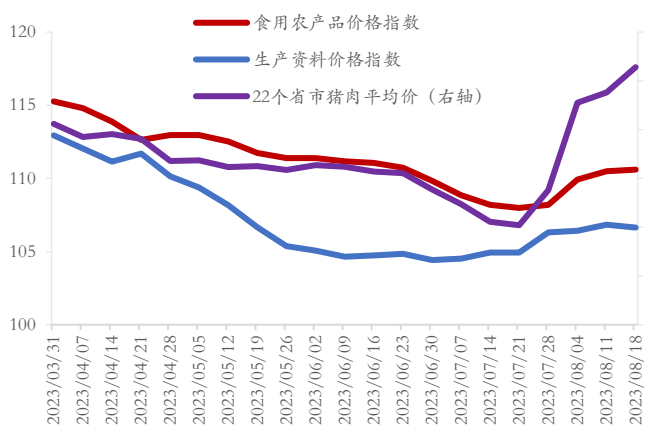
图表 5 粗钢产量整体企稳



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 万吨/天

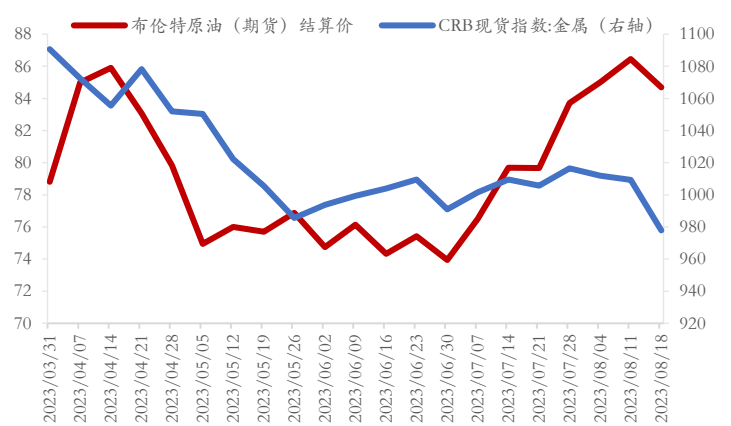
通胀方面，猪肉价格反弹、基数下行推动 CPI 回正，成本端反弹拉动 PPI 降幅继续收窄。猪肉价格低位反弹，8 月前 3 周价格均值 21.86 元/公斤，与 7 月周价格均值 19.35 元/公斤相比明显反弹，与去年 8 月均值同比下降 24.4%，降幅明显收窄。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，8 月蔬菜价格指数同比下跌 8.9%，与上月基本持平。服务类价格在出行、酒店等领域依旧提升动力，叠加食品、燃油价格有所反弹，综合来看，预计 8 月 CPI 在 0.2% 左右，食品价格维持低位使得 CPI 难以大幅反弹。在沙特超预期减产以及美联储 9 月不加息为大概率事件的影响下，原油有所反弹、有色金属价格略有下行。国内 Q5500 煤炭价格小幅下降至 835 元/吨。考虑到去年基数继续减弱，受此影响，预计 8 月 PPI 同比降幅收窄至 -3.8% 左右。

图表 6 食品价格 7 月底开始反弹明显



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %、元/公斤

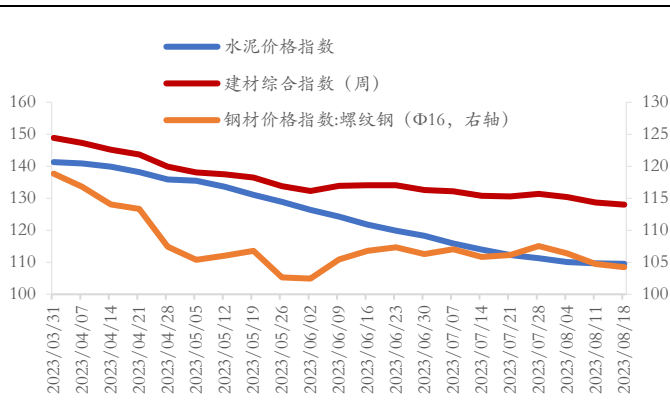
图表 7 原油有所反弹、有色金属价格略有下行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/桶、指数点

地产投资仍在下行期，地产销售同比降幅有所扩大。8月，钢材、水泥等建材价格延续缓慢下行、低位企稳。房地产销售同比仍明显走弱，降幅在26%左右较7月略有扩大，地产形势依旧不容乐观（但由于30城口径调整，一线城市外的数据可比性减弱）。我们认为，地产投资仍在下行周期，地产调控政策优化力度对后续地产销售影响较大。虽然7月24日中央政治局会议公报中强调适应地产新形势，适时调整房地产政策，有望在二套房认定、限购等领域进行优化，从而托底房地产。然而，近期地产调控放松政策传言较多但均未被证实，市场预期的调控政策大幅放松并未出现，部分城市如郑州、福州等放松了“认房又认贷”的标准，市场对此反应偏向于悲观。因此，地产投资仍然以内生的渐进式修复为主，我们认为拐点可能需要在调控政策优化具体举措明朗、力度有所加码后才会出现。

图表8 建材价格低位企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

图表9 8月30城商品房周销售面积同比降幅略有扩大

指标(8月各周)	第4周	第3周	第2周	第1周	7月均值
成交面积(万平方米)	-	201.30	174.69	191.90	252.79
同比	-	-26.74	-27.59	-26.09	-26.21
其中：一线	-	46.20	41.74	46.81	71.08
同比	-	-40.23	-31.13	-33.96	-12.77
二线	-	118.29	88.41	106.88	131.98
同比	-	-6.49	-31.68	-20.69	-33.62
三线	-	36.81	44.55	38.22	49.73
同比	-	-48.15	-13.09	-29.21	-20.12

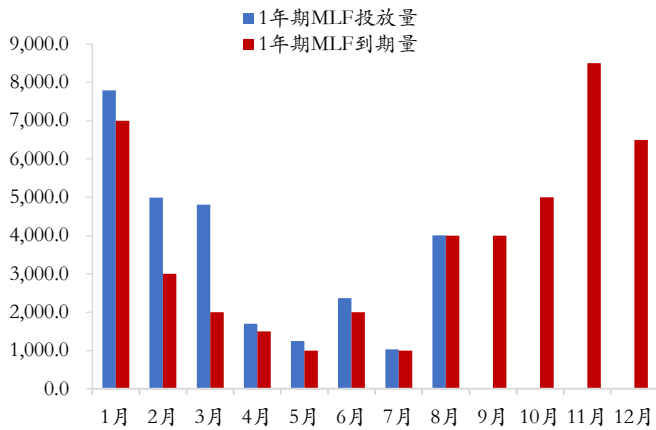
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，二线、三线城市同比与此前可比性弱化。

1.2 货币延续偏宽松，但人民币汇率制约依旧明显，9月降准存概率

货币延续偏宽松，但人民币汇率制约依旧明显，9月降准存概率。央行二季度货币政策执行报告延续了政治局会议精神，强调“加大宏观政策调控力度”的政策总基调，并指出发挥“货币政策工具的总量与结构性功能，稳固支持实体经济发展”。受限于美联储维持较高政策利率，以及近期10Y美债利率维持较高位置，8月5年期LPR并未跟随MLF调降已充分表明货币政策进一步宽松面临较重的人民币汇率制约。因此，货币政策后续托底经济的主要看点在于降准以及结构性工具。①央行在二季度货币政策执行报告专栏3中首次对结构性工具设立、退出、延续的标准以及“有进有退”的具体内涵做了详细解释，上半年结构性工具只退不进的情况有望改观，增加

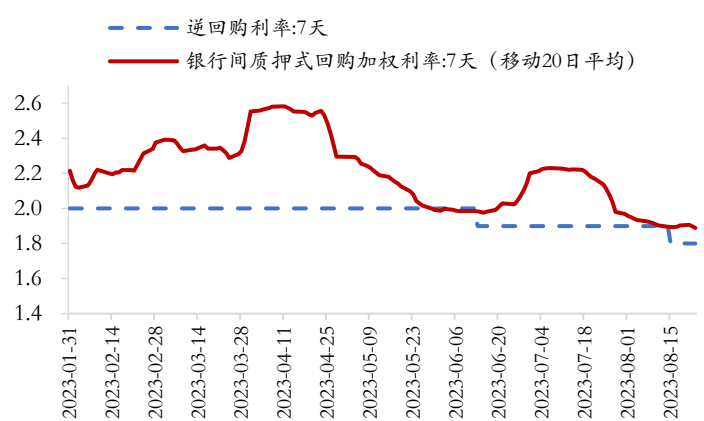
对科创、绿色、小微等支持力度。②关于房地产，央行强调要“落实好金融 16 条、保持房地产融资平稳有序、加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度”，“延续实施保交楼贷款支持计划至 2024 年 5 月末”。此外，后续调降房贷 LPR 加点、各地方政府优化二套房贷认定规则等值得期待。③9 月 MLF 到期量达 4000 亿，与 8 月基本持平，同时考虑专项债发行有望提速，央行以降准置换到期 MLF 概率进一步提升。

图表 10 9 月 MLF 到期量与 8 月持平，存降准置换概率



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿元

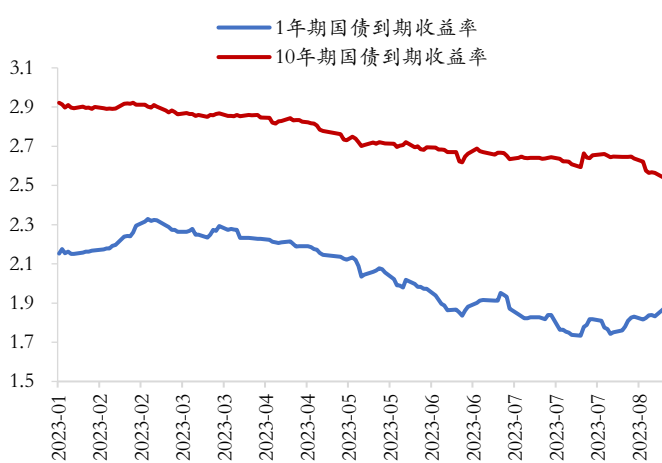
图表 11 DR007 与逆回购利率持续下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

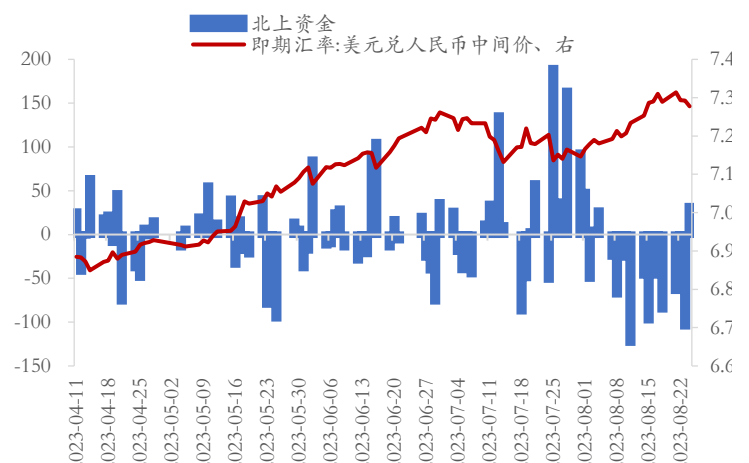
长端利率下破 2.6% 后短暂企稳, 利率上行仍需要更多经济基本面向好予以支撑。当前经济基本面仍维持弱势, 下半年完成 5% 目标压力仍存, 基本面缺乏长端利率上行支撑。尤其是 7 月社融与经济数据明显走弱对长端利率形成明显向下推动力, 在 7 月 7 月经济数据公布后 10Y 国债突破 2.6% 阻力位。展望后市, 短期内利率上行概率不大, 低利率环境依然延续, 预计长端利率在 2.5% 附近震荡, 仍需关注专项债发行提速以及稳增长政策走向可能带动利率上行动力。

图表 12 10Y 国债预计在 2.5% 附近博弈



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 13 人民币汇率贬值压力仍存, 北向资金流出压力尚在



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿元、USD/CNY。

人民币贬值压力仍存，北向资金流出压力尚在。中央政治局会议强调“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，央行二季度货币政策执行报告在专栏 4 中新增了“综合施策、稳定预期，用好各项调控储备工具，调节外汇市场供求，对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”的表述，汇率预期管理信号作用强烈。但目前来看，人民币汇率压力依然存在，一方面国内经济延续弱复苏态势，另一方面近期美债收益率因多重因素上行，尤其是美国经济数据强于市场预期、年内衰退概率降低，7 月美联储会议纪要强调经济和通胀韧性、整体基调偏鹰派，美国财政部增加国债发行等，短期内 10Y 美债利率难以回落、中美利差恐继续小幅扩大。展望 9 月，美联储大概率不会进一步加息，但不排除继续维持鹰派态度继续拉高美债收益率，同时国内经济复苏仍需要更多政策发力以及宏观数据予以验证，因此人民币贬值压力尚在，北向资金仍有继续流出压力，需密切关注。

1.3 国内托底政策难以显著提振风险偏好，9 月美联储大概率不加息，但需警惕美联储鹰派表态，关注 11 月加息预期扰动

9 月稳增长政策有望陆续推出，但预计难以显著提振风险偏好。7 月中央政治局会议定调偏积极，8 月市场对于促进经济复苏、活跃资本市场等期望较高，但市场期待较高的政策（如降低印花税等）并未真正落地。我们认为，当下对政策无需过度悲观。①对外资普遍关心的地方政府债务风险、房地产风险、金融机构风险防范化解，年初以来一直是决策层关心的重要问题，中央政治局会议也强调了对上述债务风险的重视，因此后续政策有望继续发力、推动上述风险有序稳妥化解。②当前国内政策展现出一定的数据决策以及跨周期调节特点，一旦国内经济基本面出现明显走弱的迹象，政策工具箱储备充足，后续将陆续推出托底经济。③近期决策层要求专项债发行提速，预计下半年投资端将逐步发力，形成稳增长的有力支撑。④9 月“一带一路”高峰论坛将举办，有望释放一定利好。因此，一方面，在当前位置，市场从前期中央政治局会议对政策的较高预期，转向对政策极低预期，我们认为，当下国内政策预期影响下的风险偏好易提振难恶化。另一方面，9 月托底政策有望推出但难以显著提振风险偏好。

9 月美联储大概率不加息，但需警惕美联储维持鹰派表态，关注 11 月是否再度加息。年内美联储继续加息概率偏低。主要是，7 月议息会议纪要中显示美联储官员对是否加息的决定有小幅分歧，绝大部分与会者支持 7 月加息，但也有几位与会者倾向于 7 月暂停加息，同时美联储在会议纪要中也强调“平衡加息过多及加息不足可能导致的风险”。除非就业和通胀数据出现明显反弹，否则我们仍然倾向于认为年内美联储不会继续加息。CME 利率观测器显示，美联储 9 月不加息的概率为 80%。但对

于当前市场而言，仍需警惕美联储维持鹰派表态对市场风险偏好的抑制。8月25日晚间，美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 上表态，“准备在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策维持在一个限制性水平，直到确信通胀正在朝着目标持续下降”，对于未来展望则是“谨慎行事，决定是进一步收紧货币政策还是保持政策利率不变并等待进一步数据”，这意味着降息时间点恐进一步推迟，11月加息不能完全排除。鲍威尔讲话后，CME 观测器显示11月加息与不加息概率分别为46.7%和44.5%，而市场押注2024年美联储首次降息25BP推迟至2024年7月。因此，后续仍需密切关注市场对美联储11月是否加息的预期扰动，及其对市场风险偏好的影响。

2 行业配置：沿弹性充足的结构 TMT 及景气上行布局，关注出行热与“一带一路”主题

8月市场弱势调整。虽然央行超预期降息，但增长修复较预期更缓，而投资者对后续的政策预期有所减弱。海外美国二季度经济数据强劲，汇率承压严重下外资持续流出。展望9月，虽然国内经济修复较为缓慢，但“宽货币”后其余政策落地预计将继续推进；而鲍威尔近期在全球央行年会上强调后续美联储路径将更多依据增量信息，反映出当下9月美加息概率较小。而在经历持续一个月的调整后，**市场无需过度悲观，A股9月有望迎来弱势幅度反弹。更坚实的反弹需要政策落地力度证实或经济基本面出现更积极的反馈。**行业配置上可重点关注三条主线与两个主题，其中三条主线包括：（1）泛TMT板块弹性充足，电子、通信的中长期配置价值凸显，而计算机和传媒需待催化剂出现；（2）景气指标转向积极的板块，围绕价格持续上涨的基础化工、农林牧渔增加配置；（3）估值底部及中长期投资预期有望迎来拐点的医药生物。而两个主题则是：（1）受十一黄金周出行旅游预期带动的出行链条，包括餐饮、旅游、酒店以及机场航空等；（2）“一带一路”峰会催化下的建筑装饰央企有望受益。

2.1 泛TMT板块弹性充足，把握电子、通信的中长期配置价值

板块弹性充足，但反弹需催化剂进行触发，但电子、通信的中长期价值凸显。泛TMT板块经历了7、8月连续两个月的弱势调整后，随着国内超预期降息，当下弹性更为充足。作为全球半导体龙头，英伟达二季度业绩报告的营收和盈利均超市场预期，对于第三季度的业绩指引也较为积极。全球半导体产业周期在今年三季度有望触底反弹。国内流动性偏宽松的加持下，成长风格或将迎来资金回流，预计以泛TMT板块为最，中长期角度电子、通信配置价值更高，其中电子更为凸显。当下时点，更需挖掘相关板块细分领域。通信方面，通信设备、通信服务均有充分提升空间；电子方面，当前半导体、元件、消费电子的估值具有充分提升空间，此外电子化学

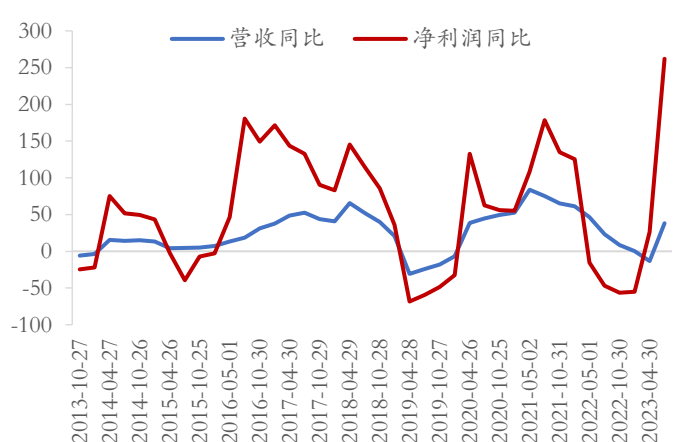
品也有一定的估值提升空间。后续逻辑上重点关注：①国内半导体国产替代的设备和材料；②消费类半导体的周期见底反弹。

图表 14 电子、通信估值及百分位情况



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 15 英伟达二季度营收增速和利润增速超预期

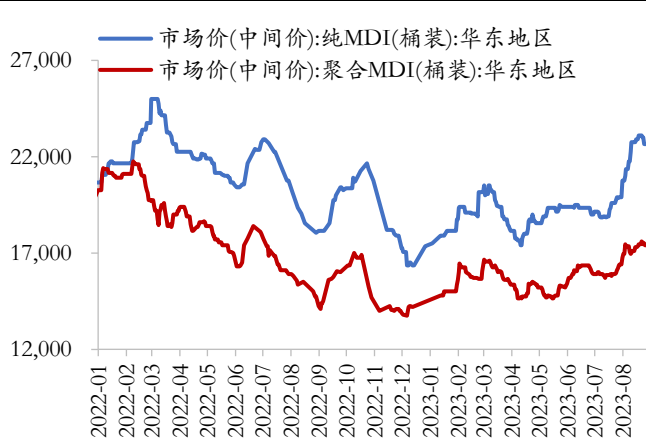


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

2.2 景气指标持续改善的基础化工和农林牧渔

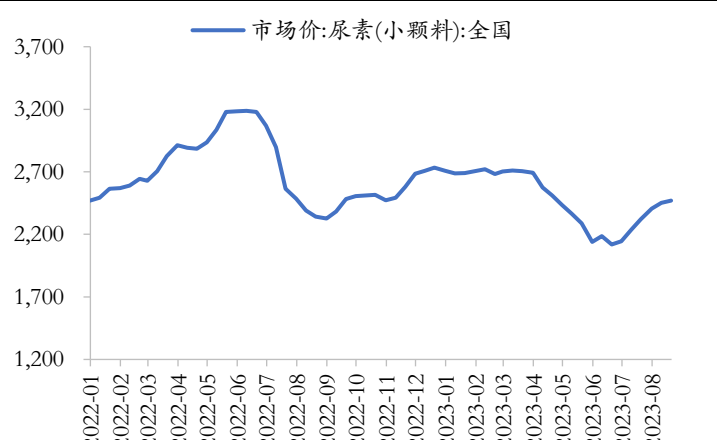
景气近期持续改善的基础化工。当下基础化工指数 CCPI 仍处于由 6 月底以来的反弹大趋势中。其中 MDI、尿素等品种出现明显反弹。此前在疫情影响下，基础化工上市公司部分新增产能的扩建有所延后，也意味着在经济逐步修复、需求逐步恢复下基础化工企业的供给压力相对较大。而在海外市场随着库存恢复正常，叠加海运费已经跌到了比疫情前更低的水平，出口订单也在快速恢复。国内外需求共同推动行业景气向好，上市公司业绩也将实现同步修复。此外当下基础化工板块整体估值相对较低，已具备配置价值。

图表 16 MDI 价格持续上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/吨

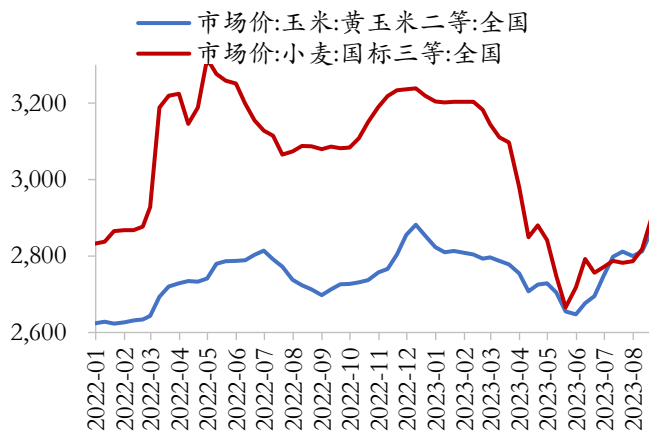
图表 17 尿素价格上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/吨

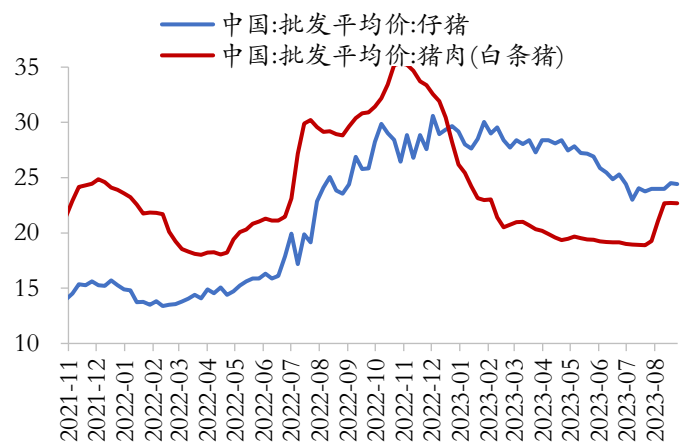
景气回暖、季节性支撑增强且有事件催化的农林牧渔。7月底在台风暴雨极端天气及生猪季节性供给短缺影响下猪价快速上涨，出栏均重由降转升，证实后续猪价支撑增强。另外多个区域近期出现强降水和涝渍，主要覆盖多个产粮大省。其中受强降水影响较重的华北、东北地区多个省份如河北、河南、山东、黑龙江等均为我国重要的玉米产区，已经因强降水而出现玉米倒伏情况。受此影响下，农作物价格也有所上升。短期极端天气对养殖业和种植业后续的价格都将产生支撑。叠加受日本排核污影响，我国全面暂停日本进口水产品，进口需求有望转化至国内，国内水产企业后续业绩受益，渔业改善也将对农林牧渔形成强劲支撑。农林牧渔后续表现值得关注。

图表 18 玉米、小麦价格上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 元/吨

图表 19 猪价 7 月底以来持续涨价



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 元/公斤。

2.3 估值底部及医疗反腐预期已经明确的医药生物

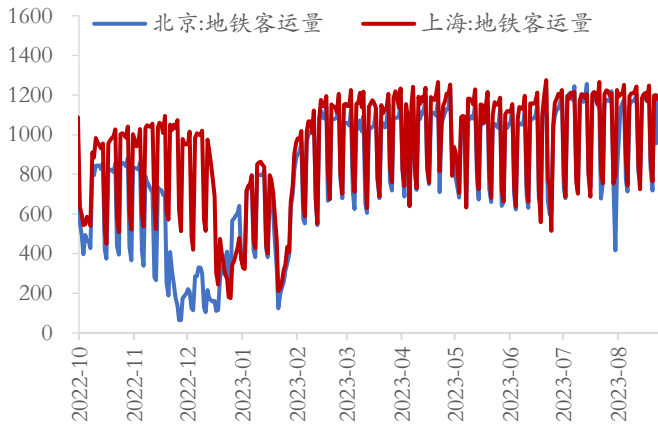
市场对医药反腐已近乎充分计价，板块存在超跌机会，估值底部、预期明朗后医药生物值得关注。受医药反腐影响，医药生物板块持续调整、整体回撤较高。但反腐事件影响偏中短期，不会影响行业自身发展逻辑。且当前市场对医药反腐也已较为充分计价。医药当前处在历史估值区间底部且机构持仓也较低。而政策层面来看，政策表述在边际完善和缓和，国家医保局公布《谈判药品续约规则》表明关于集采的“语调”在逐步缓和。而当下市场对医药板块的反应也存在超跌机会。预计后续创新方向优于诊疗，例如CXO、科研服务等相对表现可能更强。行业长期角度看创新周期、投资数据处在大周期底部，当下值得关注。

2.4.1 “十一”黄金周预期带动，出行链条迎来演绎机会

暑期出行数据修复，十一黄金周旅游热有望持续，餐饮、旅游、酒店以及机场航空受益。当前高频数据显示7月民航出行数据和热门城市机票酒店预订量超越2019年同期水平，8月铁路旅客出行需求旺盛。7月份以来，国内热门城市机票预订量较2019年增长四成，国内热门城市酒店预订量较2019年增长1.4倍。暑期旅游

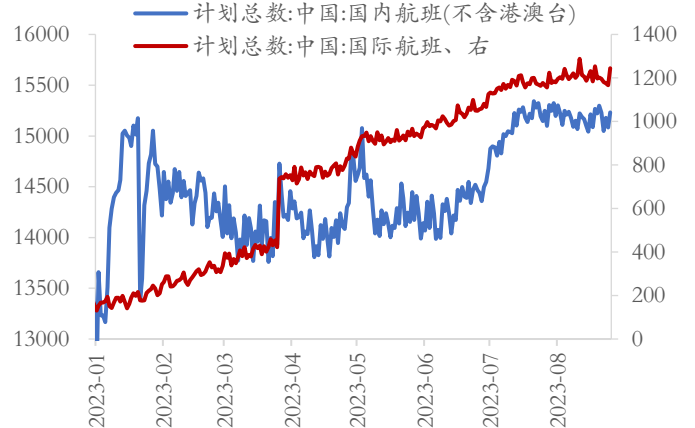
行业景气显著上行。疫后首个暑期中往年积压的假期出游需求爆发，此外在今年“淄博烧烤”的出圈影响下，各地旅游业态出现夜游、“特种兵式打卡”、沉浸式等各类旅游新业态。而我们认为当下暑期旅游热有望延续至首个疫后“十一”黄金周，受此带动下餐饮、旅游、酒店和机场航空受益。

图表 20 北京、上海一线城市五一后客运量明显增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万人次。

图表 21 暑期航班班次持续上升

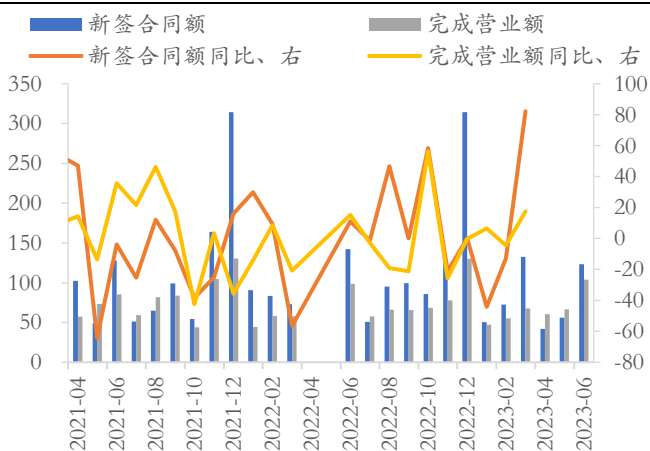


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：架次。

2.4.2 “一带一路”下建筑装饰央国企机会

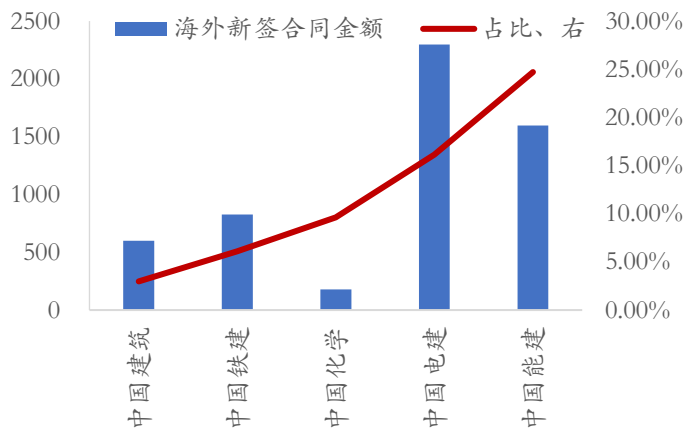
高峰论坛在即，“一带一路”催化下建筑装饰央国企再迎机会。7月底重要会议中强调要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境。要精心办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。第八届“一带一路”高峰论坛即将于9月中旬在港举办，第三届“一带一路”国际合作高峰论坛预计也将在年内举办。两项盛会预计将为“一带一路”主题投资下的建筑装饰央国企带来事件性、阶段性的机会，事件催化下的行情值得期待。

图表 22 我国海外新签合同额、完成营业额及同比均改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元、%。

图表 23 二季度中国化学、中国电建以及中国能建海外新签合同占比明显较一季度提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、亿元。

风险提示:

美国加息预期强化超预期; 国内经济预测存在偏差; 国内政策收紧超预期; 中美关系超预期恶化等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。