

持续调整后，A股已经初具布局信号

投资策略周报

· 市场回顾：

A股主要指数连续三周下跌，本周上证指数、深证成指、创业板指均创年内新低，上证指数一度下探至3050点附近。行业表现方面，除环保板块外，其他申万一级行业均下跌。资金面，本周北向资金净流出224亿元，为首次连续三周净流出金额超200亿元；A股融资资金连续三周净卖出；权益类基金发行仍处于近年来低位；股票型ETF净申购较积极。外汇方面，本周美元指数上行，离岸人民币兑美元汇率有所企稳。

· **市场展望：持续调整后，A股已经初具布局信号。**8月以来A股持续调整且跌幅较快，一方面是国内7月经济、金融数据低于市场预期，投资者对企业盈利增长的持续性产生担忧；另一方面，美联储超预期鹰派，作为“全球资产定价之锚”的美债利率在本月持续上行并突破前高，中美利差走阔下外资持续流出，北向资金一度连续13个交易日净卖出780亿元。展望后市，市场底部的布局信号开始逐渐显现，A股即使处于调整的过程，也可能在某个阶段出现“超跌反弹”：1) A股日均成交额已将至7300亿左右，换手率也降至了年内低位；2) A股股权风险溢价升至近三年均值+1倍标准差上方，与2022年4月底水平接近；3) 近期公募基金自购与上市公司回购频现，这也往往是市场构筑底部的信号之一，有利于稳定市场情绪。以下几个方面是近期市场关注的重点：

1) **杰克逊霍尔央行年会美联储延续鹰派，鲍威尔表示考虑进一步加息。**全球央行年会中鲍威尔再次重申2%的通胀目标，为此美联储准备在适当的情况下进一步加息，并将货币政策维持在限制性水平，直至有信心通胀率朝着设定的目标持续下降。本次鲍威尔发言与此前市场预期相符合，美债收益率未出现明显上行，市场对年内加息预期有所上调。根据CME“美联储观察”显示，市场预期9月仍暂停加息，但对11月的加息概率升至47%。

2) **国内经济动能仍有些偏弱，后续政策组合拳仍有望陆续出台。**7月中央政治局会议奠定本轮A股“政策底”，复盘A股历次“政策底”后的1-2个月，政策组合拳通常持续出台。8月16日，国务院总理李强主持召开国务院第二次全体会议指出“对做好下一步工作进行再部署、再推进，确保完成全年目标任务，扎实推动高质量发展”，并强调“大力提升行政效能、国务院各部门要强化全局观念、坚持一切从实际出发”等；资本市场政策方面，近期证监会推出“活跃资本市场、提振投资者信心”一揽子政策措施，并召开机构投资者座谈会提出“为养老金、保险资金等中长期资金参与资本市场提供更加有力的支持保障”，预计后续稳增长和活跃资本市场政策将加快落地。

3) **地产政策再松绑，三部门推动落实“认房不认贷”政策。**7月政治局会议明确表态“适时调整优化房地产政策”后，国内楼市政策进一步松绑。8月25日，财政部等三部门发文延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策；近日住建部、央行、金融监管总局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施；地方层面，浙江嘉兴市住建局发布21条新政，全面取消限购限售等。货币政策方面，8月一年期LPR下降10BP，五年期保持不变，超出市场预期。在商业银行息差压力较大的背景下，后续存量房贷利率调整的落地情况更值得关注。

4) **上市公司回购、公募基金密集自购等有助于稳定市场信心。**8月18日，证监会表示“修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购”。根据Wind数据，8月至今，已有68家上市公司股东、实控人提议回购股份。机构行为来看，根据我们统计，8月21日-24日，24家公募基金、券商、券商资管宣布自购金额超13亿元。公募基金开启自购潮将向A股注入增量资金，同时彰显机构信心，有助于构筑A股“市场底”。

· **行业配置上：**关注低估值高股息率、现金流充裕、有一定护城河的板块，如“公用事业、高速公路、石油开采、化工、有色”等。

风险提示：地缘风险、海外市场大幅波动、海外黑天鹅事件等。

分析师：李立峰

邮箱：lilif@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520090003

分析师：张海燕

邮箱：zhanghy5@hx168.com.cn

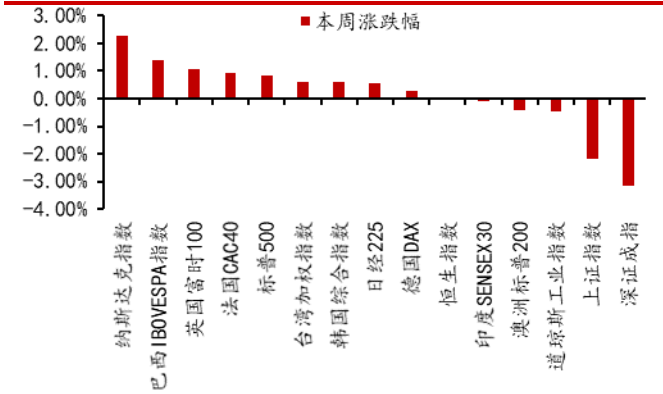
SAC NO: S1120521040002

图表目录

图 1 全球主要股指本周涨跌幅(8/21-8/25)	3
图 2 大宗商品与主要汇率本周涨跌幅(8/21-8/25)	3
图 3 A股主要指数本周涨跌幅(8/21-8/25)	3
图 4 申万一级行业本周涨跌幅(8/21-8/25)	3
图 5 中信风格指数：本周成长、稳定风格领跌(8/21-8/25)	3
图 6 大盘指数表现好于小盘指数	3
图 7 1年期、10年期国债收益率	4
图 8 2年、5年、10年期美债利率	4
图 9 中美利差处于历史高位	4
图 10 8月1年期LPR下调10个基点	4
图 11 本周美元指数上行，人民币汇率震荡	4
图 12 鲍威尔讲话后，年内再加息预期升温	4
图 13 本周北向资金净流出224亿元	5
图 14 本周权益类基金发行份额81亿份	5
图 15 本周A股融资余额下降50亿元	5
图 16 8月至今，股票型ETF净申购1127亿元	5
图 17 8月至今，A股IPO融资规模542亿元	5
图 18 8月至今，重要股东净减持234亿元	5
图 19 A股整体PE(TTM)、A股(除金融、石油石化)PE(TTM)	6
图 20 A股主要行业最新估值PE(TTM)	6
图 21 A股主要行业最新估值PB(LF)	6
图 22 本周A股风险溢价上行	6

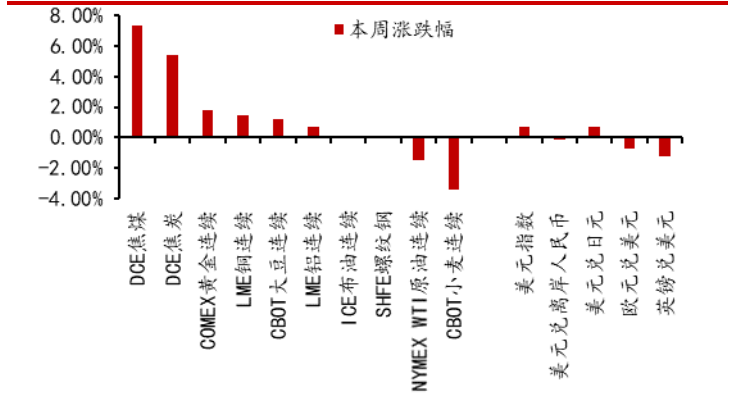
市场回顾

图 1 全球主要股指本周涨跌幅(8/21-8/25)



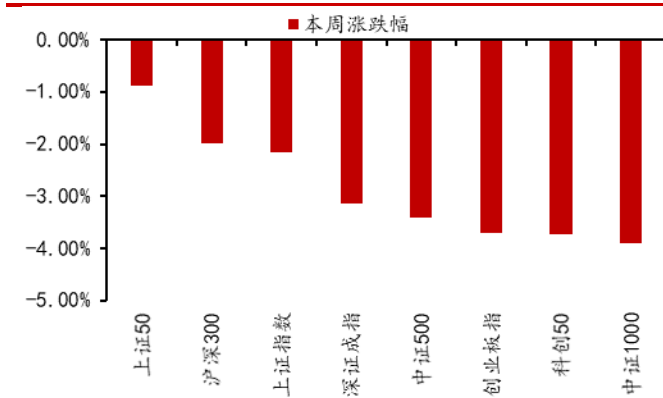
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 大宗商品与主要汇率本周涨跌幅(8/21-8/25)



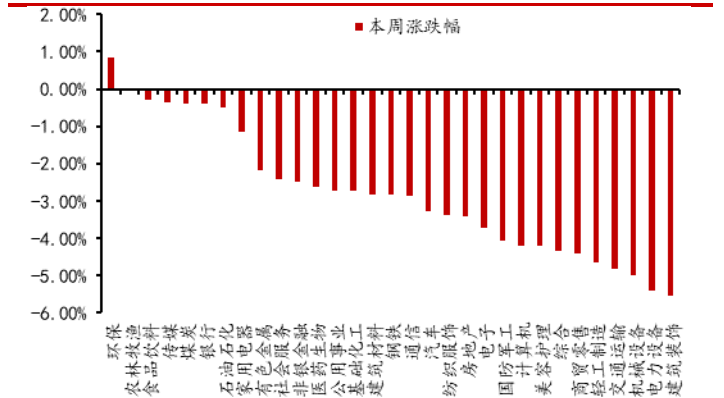
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 A股主要指数本周涨跌幅(8/21-8/25)



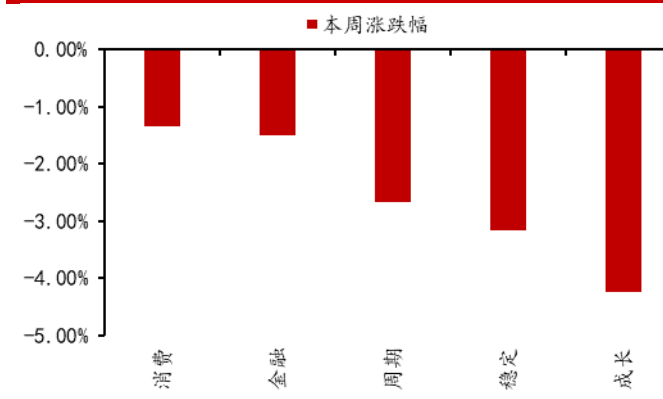
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 申万一级行业本周涨跌幅(8/21-8/25)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 中信风格指数: 本周成长、稳定风格领跌(8/21-8/25)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

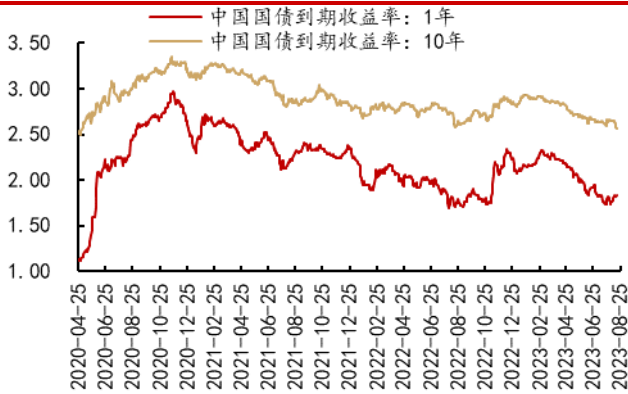
图 6 大盘指数表现好于小盘指数



资料来源: Wind, 华西证券研究所

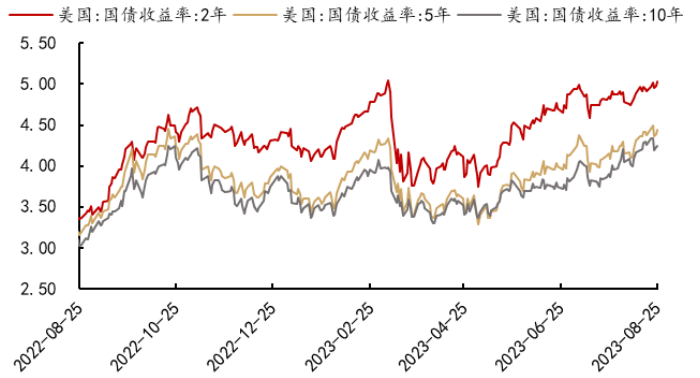
资金面与流动性

图 7 1 年期、10 年期国债收益率



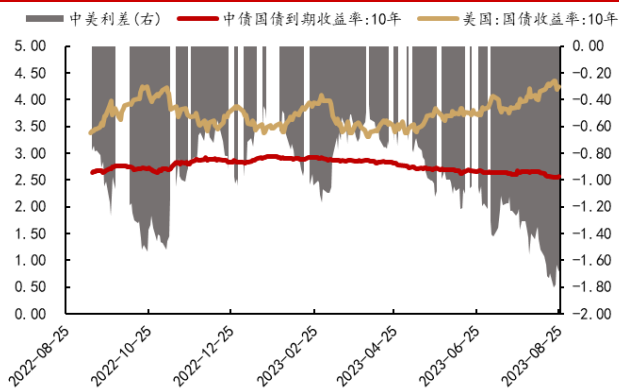
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 2 年、5 年、10 年期美债利率



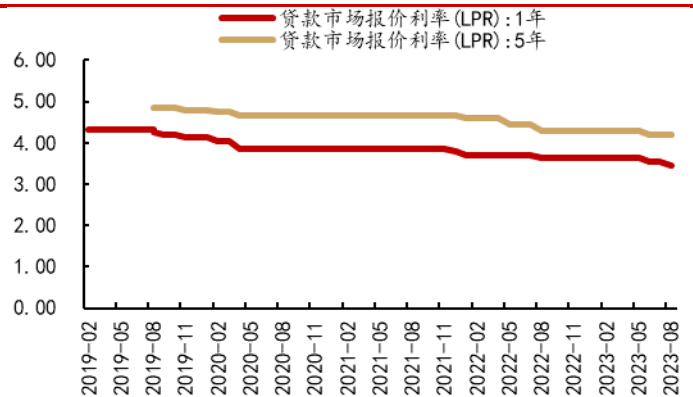
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 中美利差处于历史高位



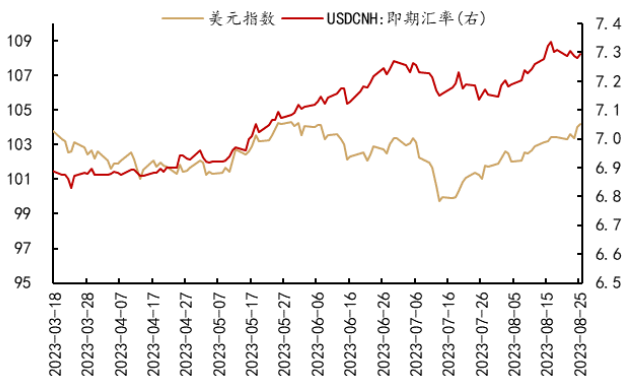
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 8 月 1 年期 LPR 下调 10 个基点



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 本周美元指数上行，人民币汇率震荡



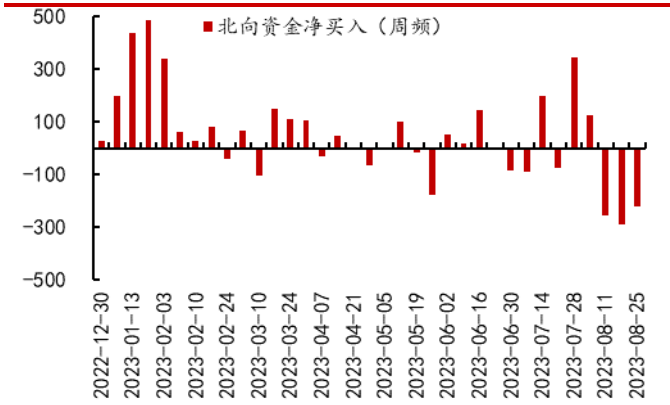
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 鲍威尔讲话后，年内再加息预期升温

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES										
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.5%	46.7%	8.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	44.5%	45.2%	8.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.0%	44.6%	39.9%	7.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	19.0%	43.2%	30.1%	5.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	30.1%	37.2%	18.7%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.0%	20.9%	33.9%	27.2%	10.1%	1.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.3%	16.1%	29.8%	29.3%	15.5%	4.1%	0.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.5%	13.5%	26.8%	29.4%	18.6%	6.6%	1.2%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.2%	2.4%	10.0%	22.1%	28.5%	22.4%	10.8%	3.1%	0.5%	0.0%
2024/12/18	0.2%	1.8%	7.9%	18.9%	26.8%	24.0%	13.9%	5.2%	1.2%	0.2%	0.0%

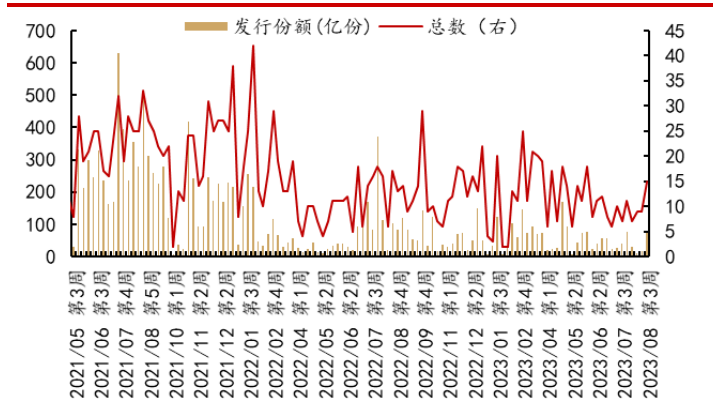
资料来源：CME，华西证券研究所

图 13 本周北向资金净流出 224 亿元



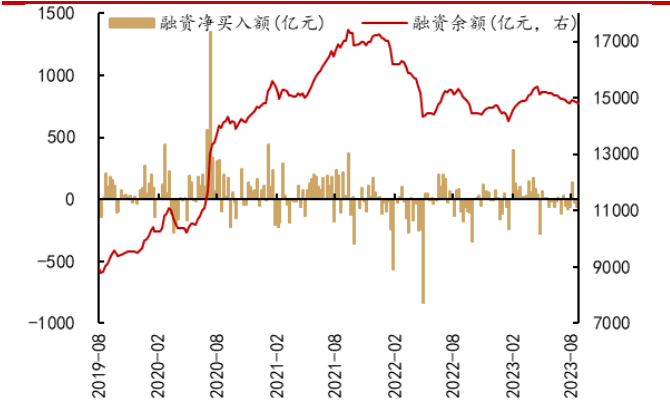
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 本周权益类基金发行份额 81 亿份



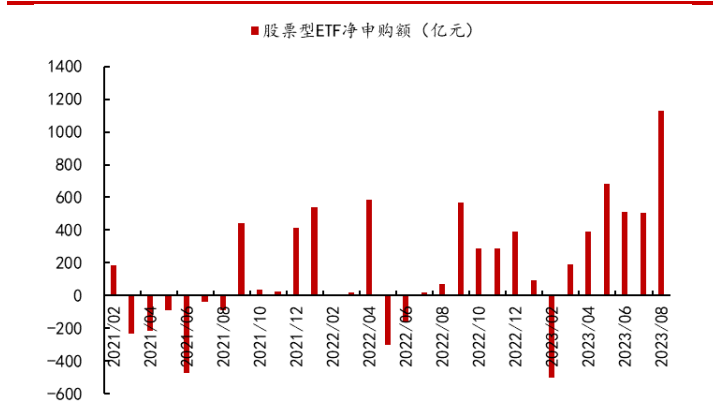
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 本周 A 股融资余额下降 50 亿元



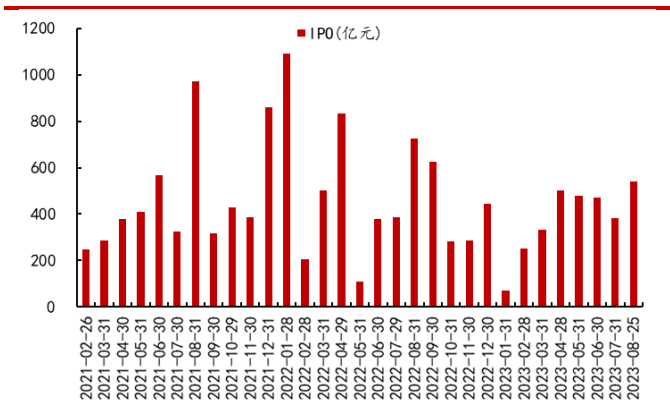
资料来源：Wind，华西证券研究所，截至 8 月 24 日

图 16 8 月至今，股票型 ETF 净申购 1127 亿元



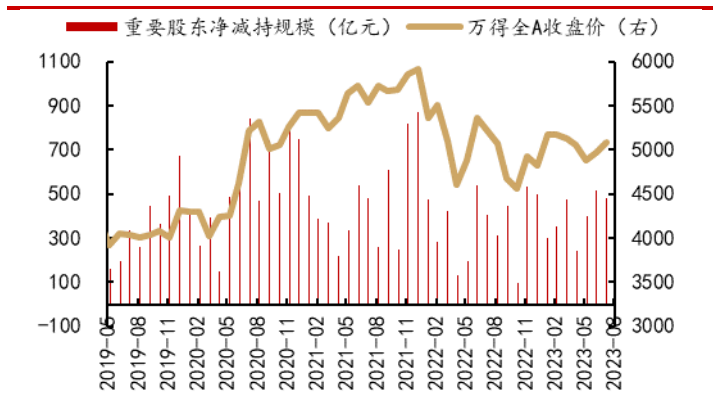
资料来源：Wind，华西证券研究所，截至 8 月 25 日

图 17 8 月至今，A 股 IPO 融资规模 542 亿元



资料来源：Wind，华西证券研究所，截至 8 月 25 日

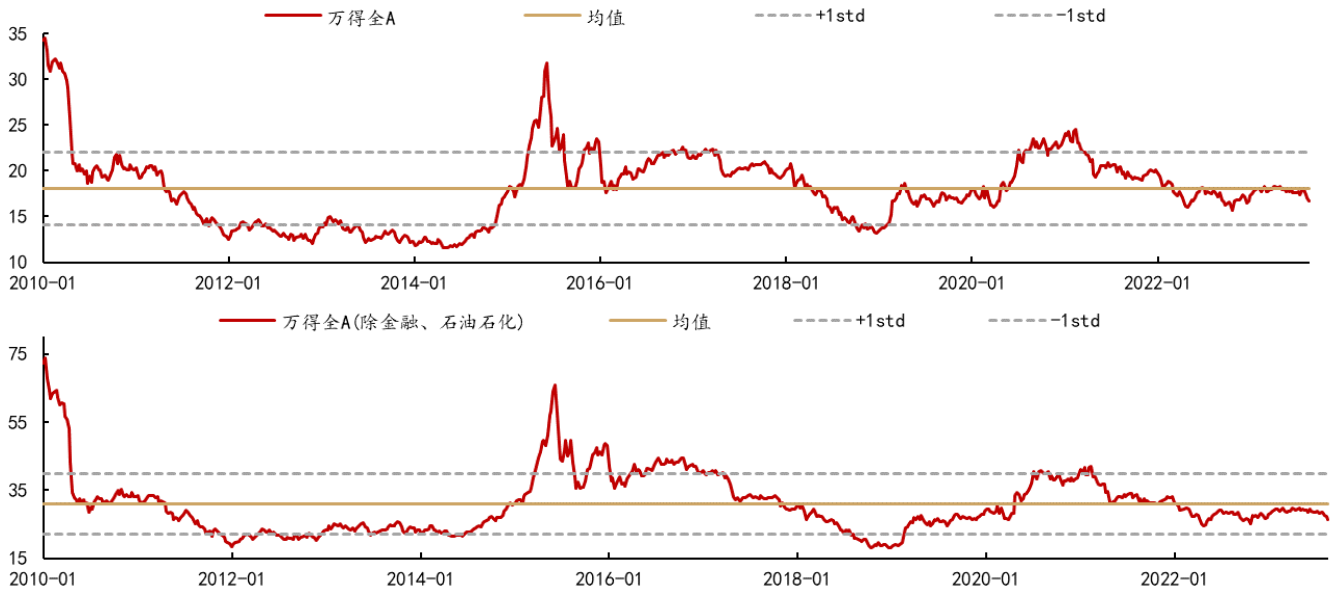
图 18 8 月至今，重要股东净减持 234 亿元



资料来源：Wind，华西证券研究所，截至 8 月 25 日

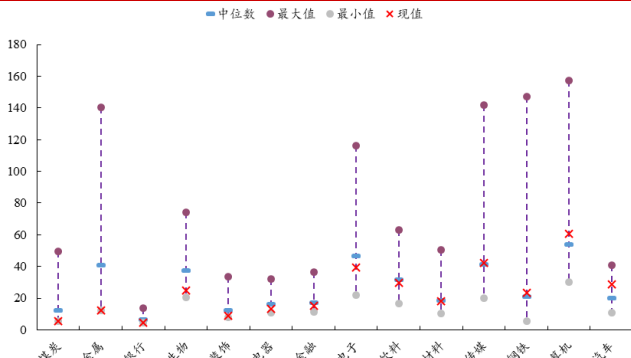
A 股估值与风险溢价

图 19 A 股整体 PE (TTM)、A 股(除金融、石油石化) PE (TTM)



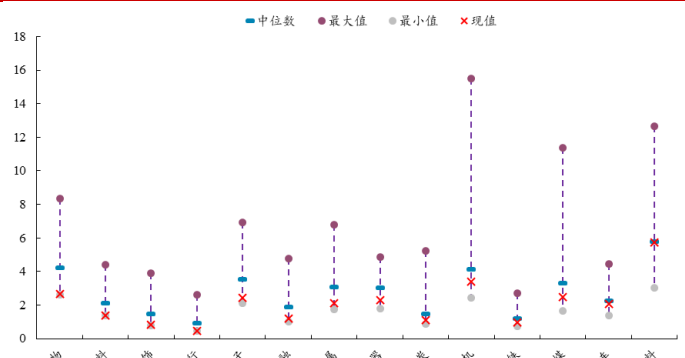
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 A 股主要行业最新估值 PE (TTM)



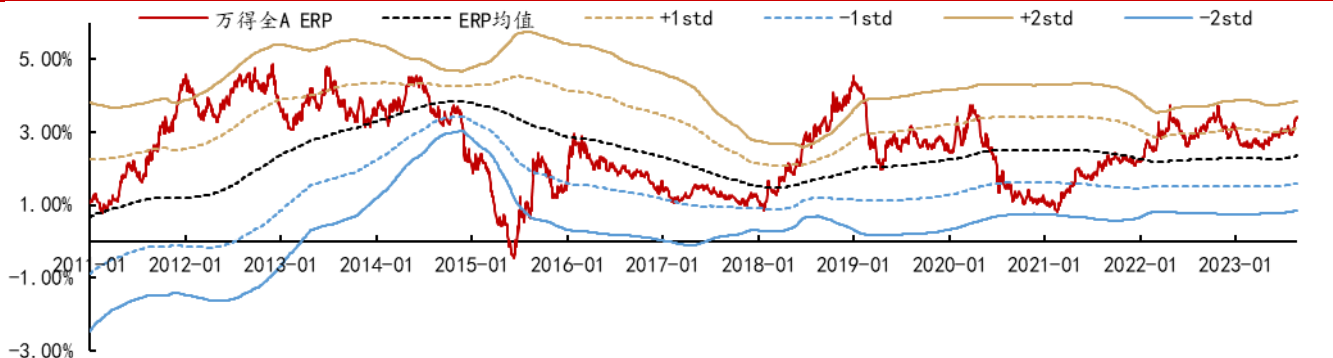
资料来源: Wind, 华西证券研究所, 按照分位数升序排列, 自 2010 年 1 月起, 截至 2023 年 8 月 25 日

图 21 A 股主要行业最新估值 PB (LF)



资料来源: Wind, 华西证券研究所, 按照分位数升序排列, 自 2010 年 1 月起, 截至 2023 年 8 月 25 日

图 22 本周 A 股风险溢价上行



资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

李立峰：华西证券研究所副所长，策略首席分析师。硕士研究生，10年证券从业经验。四大行总行A股策略培训核心专家库成员，分别连续荣获“第九届、十届、十一届”水晶球策略最佳分析师团队，公募组第一名。先后任职东方证券研究所宏观策略组、银河基金宏观、策略及金融&家电研究员，国金证券研究所首席策略分析师。

张玮：华西证券研究所策略分析师，曾任昆仑健康保险资管首席宏观研究员，兼研究部负责人。擅长宏观策略、大类资产配置、利率债及股票二级市场研究。毕业于中国社会科学院金融系，具有中国社会科学院金融研究所10年工作经验，主修货币政策。同时被《银行家》、《英大金融》等聘为特约撰稿人；任《经济观察报》《证券日报》等多家主流媒体外聘专家；以及新浪金融、网易金融、凤凰金融等财经智库成员。

张海燕：华西证券研究所策略分析师，东华大学世界经济学硕士，曾任东方财富证券研究所策略研究员，2021年3月加入华西证券研究所策略团队。

冯逸华：中国社会科学院研究生院金融硕士，2021年7月加入华西证券研究所策略团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。