

责任编辑：

周颖

☎：010-80927635

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

要闻

鲍威尔重磅讲话：如果适宜，美联储准备继续加息，并维持利率在高位

证监会等部门连发四条政策：降印花税，收紧 IPO，控制股东减持，降低融资保证金

香港或酝酿取消印花税，特首李家超发声：将研究增加股市流动性

中国 7 月规模以上工业企业利润同比降 6.7%，连续五个月降幅收窄

国常会：加快补齐我国高端医疗装备短板，推进保障性住房建设

三部门推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施

银河观点集萃：

- **宏观：** Jackson Hole 会议暗示紧缩周期更长。短期 2%通胀目标不会变化，灵活的缩表工具是 2024 年的关注点。资产继续计入紧缩预期，美债和美元短期有上行风险但中枢不易长期保持高位：CME 联邦基金利率观察工具显示对 9 月份加息的预期为 20%，而对 11 月份加息的概率接近 60%，对首次降息时间的判断也进一步推迟，美联储的鹰派态度进一步见效。不能排除在个别超预期数据的扰动下十年美债收益率暂时达到 4.5%的可能，但大幅走高并保持的难度亦较大。美元短期继续受到美欧经济与利率预期差的双重支持。
- **宏观：** 工业企业利润降幅连续收窄，但从斜率来看仍然明显不足；特别是下游需求端依然低迷，汽车、电子等关键性行业边际放缓；工业企业资产负债表已经开始试探性扩张，但力度还需观察。当前宏观政策已经开始发力，但经济恢复效果还需要持续性支持。对于资本市场而言，市场情绪、国内流动性、全球流动性、企业盈利四要素都处于探底状态。但如果终端需求（内需或外需）持续改善，则可以起到一顺百顺的引领性作用。
- **策略：** 美联储偏鹰表态对大类资产价格的影响：（1）债券：近期美债利率快速攀升。（2）外汇：若美联储鹰派政策持续时间拉长，由于欧洲央行、英国央行的鹰派程度与其旗鼓相当，从而欧元、英镑贬值压力相对较小；但日元、人民币将继续承压。（3）大宗商品：随着美联储延长限制性政策维持时间、降息时间不确定，美元指数上涨、美债利率上行，均使金价进一步承压；叠加产油国减产，油价未来或将继续宽幅震荡。（4）海外股市受到一定压制：一是美联储加息预期进一步增强，权益资产估值受到压制；二是 8 月欧美经济景气程度下行，企业盈利端压力增大，但还需要更多数据进行确认；三是面对不确定性较强的欧美央行政策，市场风险偏好下降，但下降程度有限。（5）A 股：美联储强硬加息政策，将从估值和资金两个方面影响 A 股市场。
- **金工：** 根据宏观择时策略，建议当前继续超配债券。7 月社融不及预期，经济复苏与就业的压力仍不容忽视，但货币宽松、财政发力等系列稳增长政策已在路上，美联储加息预计接近尾声，期待股票市场未来将触底回升。

银河观点集锦

宏观：Jackson Hole 会议暗示紧缩周期更长

1、核心观点

利率仍会上升，紧缩预期继续保持：鲍威尔发言后，美国市场出现动荡，不同资产反映对美联储的紧缩路径仍存在分歧。在紧缩周期延长的大前提下，我们倾向于美联储仍会在 9 月加息，而如果 9 月不出现加息，则观测数据更多的 11 月是合适时点。年内美联储在控通胀立场下仍不会明示紧缩的终止，以加强对市场的预期管理。在美国短期经济韧性过强的情况下，尚不能排除利率终值再度超市场预期可能。

发言要点 - 通胀、经济增长、劳动市场与风险：(1) 美联储将通胀降低至 2% 的目标没有改变；(2) 强调对核心 PCE 的关注，核心服务由于对利率相对不敏感且受到紧凑的劳动市场支撑而展露粘性，对商品和居住成本担忧相对较小；(3) 对经济增长和劳动市场的展望，主要强调金融市场的收紧对经济增长构成压力，但高于潜在增速的 GDP 可能需要货币政策进一步收紧，劳动市场在逐渐正常化，但实际薪资收入压力尚在且如果就业的缓和不能持续则也要考虑加息；(4) 风险方面，美联储认为需要坚持 2% 通胀目标且对中性利率的水平并不确定，缩表的滞后效应可能进一步显现，贝弗里奇曲线目前高职位空缺与低失业的组合是反常的，需要警惕在菲利普斯曲线陡峭化背景下“严重过剩”的需求对通胀构成上行压力；(5) 美联储会基于所有数据和不断演变的前景与风险对进展做出评估，在决定是否进一步加息上谨慎行事。

货币政策的框架与值得关注的表述：(1) 美联储货币政策的框架没有明显变化，核心依然是通胀路径以及影响它的经济增长和劳动市场紧张程度。(2) 美联储对来自劳动市场的通胀风险特别警惕。职位空缺率缓慢降低下失业率保持了低位的背后是劳动需求的严重过剩，且实际工资增速回升值得担忧。(3) 从对通胀结构的拆解看，商品压力不大，居住成本大概率延续下行，PCE 核心服务部分的走平是美联储最担忧部分，7、8 月份 PCE 核心服务在 CPI 与之对应的部分有反弹的情况下值得关注。(4) 美国 GDP 增速 2023 年全年大概率高于 1.8%。这种增速不符合美联储判断的使通胀回落至 2% 的条件，即一段时间内“低于趋势的经济增长”，因此支持继续紧缩。

短期 2% 通胀目标不会变化，灵活的缩表工具是 2024 年的关注点：首先，鲍威尔本次否认了短期调整通胀目标的可能性，中性利率 r^* 的判断难度和美联储信誉问题都不允许当下调整目标。我们认为虽然短期通胀目标不易调整，但如果通胀在 3% 下方稳定且菲利普斯曲线斜率抬升进一步确认，则美联储有概率在 2024 年二季度开始与市场重新沟通通胀目标。第二，美联储强调了缩表的滞后效应，这在此前的会议中并不常见。缩表作为灵活紧缩工具的重要性在上升，即使 2024 年降息开始，美联储也可以通过量化紧缩 (QT) 收紧流动性，且可以根据物价稳定和经济状况相机抉择调整，对冲货币政策放松的效果，促进收益率曲线的向正常化方向迈进。

资产继续计入紧缩预期，美债和美元短期有上行风险但中枢不易长期保持高位：CME 联邦基金利率观察工具显示对 9 月份加息的预期为 20%，而对 11 月份加息的概率接近 60%，对

首次降息时间的判断也进一步推迟，美联储的鹰派态度进一步见效。不能排除在个别超预期数据的扰动下十年美债收益率暂时达到 4.5% 的可能，但大幅走高并保持的难度亦较大。美元短期继续受到美欧经济与利率预期差的双重支持。

风险提示：

1. 美国经济超预期上行的风险。
2. 通胀意外反弹的风险。
3. 对政策理解和估算产生偏差的风险。

(分析师：章俊)

宏观：改善以原材料加工业为主——7月工业企业利润分析

1、核心观点

8月27日国家统计局发布，1-7月规模以上工业企业利润累计同比-15.5%（前值-16.8%）；营业收入累计同比-0.50%（前值-0.4%）。

一、分量、价来看，工业生产依旧受制于总需求不足，7月生产降速，PPI 环比仍为负。生产方面，7月工业增加值同比增长+3.7%（前值+4.4%），环比增长 1.3%（前值+0.68%）。价格方面，PPI 在7月触底回升至-4.4%（前值-5.4%），但环比-0.2%（前值-0.8%）。目前房地产行业趋于下行，未来要看政策组合效果能否带动下游消费回暖以及房地产止跌。目前预计明年二季度 PPI 转正，与美联储停止加息后全球经济见底可能同期发生，届时工业企业利润能有明显修复。

二、7月当月工业企业营业收入与利润增速降幅都有所收窄。1-7月营业收入累计同比-0.5%（前值-0.4%），两年复合增速 4.15%（前值 4.35%），当月同比-4.96%（前值-8.36%），营收当月同比增速连续两月收窄降幅。1-7月利润累计同比-15.5%，从6月的-16.8%进一步收窄。分所有制来看，私营、股份制和外资企业都进一步收窄降幅，但国有企业改善斜率更平。

三、行业上主要关注上游，国家统计局表示“受部分工业行业供求关系改善等因素推动，原材料制造业当月利润降幅明显收窄”。中游制造业之中电气机械与器材制造业利润加速，但汽车制造业在经历三个月高增速之后开始边际递减，计算机通信和电子设备利润仍处于负增长状态。下游消费品制造业依然普遍低迷，食品饮料、医药、纺织服装、文体娱乐用品等都处于负增长状态。总体而言，7月工业利润改善主要是上游供求关系改善所致，下游需求与中游电子、汽车等关键性行业还需要进一步修复。

四、库存周期继续探底。1-7月工业产成品存货累计同比+1.6%（前值 2.2%）。库存周期

接近见底，但能否回升？回升斜率，都还要看终端需求的恢复情况，目前 PPI、地产销售、出口等指标的边际变化更为重要。

五、工业企业资产负债表试探性扩张。7 月末规模以上工业企业整体负债同比增长 6.8%（前值 6.7%）；资产同比 6.5%（前值 6.6%）。工业企业负债增速小幅上升，反映出随着货币政策的调整，企业对扩大信贷和投资的观望态度可能有所变化，已经试探性扩张。

总体而言，工业企业利润降幅连续收窄，但从斜率来看仍然明显不足；特别是下游需求端依然低迷，汽车、电子等关键性行业边际放缓；工业企业资产负债表已经开始试探性扩张，但力度还需观察。当前宏观政策已经开始发力，但经济恢复效果还需要持续性支持。对于资本市场而言，市场情绪、国内流动性、全球流动性、企业盈利四要素都处于探底状态。但如果终端需求（内需或外需）持续改善，则可以起到一顺百顺的引领性作用。

风险提示：

- 1.PPI 持续为负的风险。
- 2.政策时滞的风险。

（分析师：高明）

策略：大类资产价格趋势如何？——杰克逊霍尔全球央行年会释放了哪些信号？

1、核心观点

美国经济、就业、通胀：（1）美国二季度 GDP 同比增长 2.7%（环比折年率为 2.4%），主要支撑因素是私人消费与投资、政府消费与投资。8 月美国经济景气程度有所下降，但总体仍然处于扩张区间，主要得益于非制造业的强劲表现。（2）美国劳动力市场持续超预期强劲，使人们对经济避免衰退的前景更加乐观。（3）美国 7 月通胀小幅反弹，但 CPI 仍低于预期。核心通胀相对较高，主要是住宅、其他商品与服务等通胀较高。

杰克逊霍尔全球央行年会上鲍威尔讲话要点：（1）通胀已从峰值回落，但仍然较高，美联储 2% 的通胀目标保持不变。（2）美联储加息做得太少可能会让高于目标的通胀变得根深蒂固，做得太多也可能对经济造成不必要的伤害。（3）在即将举行的会议上，将根据整体数据以及不断变化的前景和风险来评估进展，谨慎并灵活地决定是否加息。在通胀持续放缓之前，将采取限制性政策；如果劳动力市场没有放缓，美联储准备进一步提高利率。

美联储偏鹰表态对大类资产价格的影响：（1）债券：近期美债利率快速攀升，8 月 25 日，鲍威尔演讲后，美债 10 年期国债收益率上升至 4.25%，美债 2 年期国债收益率上升至 5.03%；

中美货币政策周期错位程度加剧，中国 10 年期国债收益率为 2.57%，中美利差扩大至为 1.6798%，较上年末扩大 63.51BP。(2) 外汇：若美联储鹰派政策持续时间拉长，由于欧洲央行、英国央行的鹰派程度与其旗鼓相当，从而欧元、英镑贬值压力相对较小；但日元、人民币将继续承压。(3) 大宗商品：随着美联储延长限制性政策维持时间、降息时间不确定，美元指数上涨、美债利率上行，均使金价进一步承压；叠加产油国减产，油价未来或将继续宽幅震荡。

(4) 海外股市受到一定压制：一是美联储加息预期进一步增强，权益资产估值受到压制；二是 8 月欧美经济景气程度下行，企业盈利端压力增大，但还需要更多数据进行确认；三是面对不确定性较强的欧美央行政策，市场风险偏好下降，但下降程度有限。(5) A 股：美联储强硬加息政策，将从估值和资金两个方面影响 A 股市场。关于估值，美联储加息推动美债利率上行，A 股估值将承压；关于资金流向，从美元兑人民币汇率即可看出。美联储加息，部分程度将促进资金流出 A 股；但国内经济复苏，则促进资金流入 A 股。因此，美联储加息将使 A 股承压，但 A 股走势主要取决于国内经济复苏情况。加之，当前 A 股估值处于绝对低位，受美联储是否加息影响程度极为有限。

风险提示：海外加息超预期风险，国内政策落地效果不及预期风险，市场情绪超预期低迷风险。

(分析师：杨超)

金工：择时策略表现平稳，金融地产配对表现亮眼

1、核心观点

ETF 宏观择时策略表现稳定

我们改良美林投资时钟并将其应用于大类资产配置，以 ETF 作为投资标的构建可交易的 ETF 宏观择时策略。我们构建经济指数与流动性指数，并将经济状态划分为四个周期，以 ETF 在不同周期的历史均值收益作为观点矩阵输入 Black-Litterman 模型计算 ETF 的配置权重，该策略可获得稳健收益率。2023 年 7 月 20 日至本月 18 日，策略实现收益率 0.48%。

ETF 动量择势策略表现：商品 ETF 回暖，策略小幅回撤

两融 ETF 规模继续扩大，其中商品 ETF、债券 ETF 表现较好，境外 ETF 收益率大幅回落。2023 年 7 月 20 日至本月 18 日，基于动量和拥挤度构建的动量择势 ETF 策略实现收益率-3.21%。

配对交易策略表现：量价策略延续上行，基本面策略表现亮眼

配对交易策略分别基于量化和基本面两种方式在金融地产板块公司中挑选多空两只股票进行配对交易。自 2023 年 7 月 20 日至本月 18 日，量化配对、基本面配对策略收益率分别为

2.83%、3.48%。

两融市场回顾：融资融券余额先升后降，转融通费率波动加剧

本报告期，融资、融券余额先升后降。截至本月18日，融资余额14755.35亿元，比上月同期-0.42%。融券余额888.21亿元，比上月同期-2.72%。非银金融、医药生物等行业融资净买入额较高，机械设备、电子、计算机等行业融券净卖出额较高。近期转融券费率波动性较大。

资产配置观点

根据宏观择时策略，建议当前继续超配债券。7月社融不及预期，经济复苏与就业的压力仍不容忽视，但货币宽松、财政发力等系列稳增长政策已在路上，美联储加息预计接近尾声，期待股票市场未来将触底回升。

风险提示：历史数据不能外推，本文仅提供数据统计和以历史数据测算提供的判断依据，不代表投资建议。

(分析师：马普凡)

FICC&固收：美债破高、降息预期推迟，国内非对称降息——大类资产与金融市场监测周报 20230825

1、核心观点

本报告提及本周指2023年8月18日-8月24日。

影响市场核心信息：海外美、欧、英8月PMI数据；中国8月LPR调降，金砖国家峰会，大国关系等。

大类资产表现：美债利率略降，美元指数上涨，整体资产表现较上周分化。焦煤领涨，美元指数>人民币>美债>中国国债，创业板指领跌；CRB指数转涨，全球权益市场表现不一，A股下跌、美股多数小幅上涨。

全球央行利率变化及预期：美国、英国8月制造业PMI不及预期，而欧元区8月制造业PMI略高于预期但仍在荣枯线以下较低位置；挪威加息25BP并暗示将继续加息；中国1年期LPR降息10BP。

本周加息预期波动，短期内全球多数国家及地区仍预期小幅加息。美国、欧元区等主要加息利率预期均变动较小，当前对于3M内政策利率预期美国+11BP到5.49%、欧元区+13BP到3.88%、英国+44BP到5.69%，相较于上周：美国+4BP、欧元区-1BP、英国+15BP。

美国加息路径预测：市场加息预期较上周变化不大，但降息预期推迟，美债收益率飙升，

关注周五晚杰克逊霍尔全球央行年会上鲍威尔表态。市场仍然支持 2023 年利率继续按兵不动，预计 9 月大概率再次停止加息并维持利率至 2024 年，但上周美联储会议纪要偏鹰，美通胀担忧回升，10Y 美债利率突破 4.28%，降息预期推迟至最早可能在 2024 年 5 月发生，预期降 25BP 至 5-5.25% 区间。而对于美联储主席鲍威尔的鹰派表态担心使美债遭猛烈抛售，10Y 美债收益率突破近 16 年新高 4.34%，关注周五晚鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上的发言或将为货币政策提供新线索。

美国长期通胀预期和市场隐含政策利率预期：本周 10 年期美债 TIPS 隐含通胀预期基本持平在 2.32%；6M 隐含利率小幅上行至 5.45%，上周 5.41%。

国际流动性监测

美债供给、流动性和央行操作：美联储继续缩表 66.6 亿美元，美联储持有美债规模转为小幅扩张 4.2 亿美元。外国央行本周继续减持 89 亿美债至 30057 亿美元。未偿债规模在债务上限协议落地后在 8 月 2 日当周首次转跌之后，随后未偿债规模再度回升，本周涨幅继续扩大 788 亿美元左右，主要仍是公众持有的未偿债规模继续上行且幅度扩张。美债流动性指数持续上行但周四回落收于 1.92% 左右，继续关注美债供给增加带来的流动性影响

美元流动性：资金利率利差基本持平，美元流动性相对稳定不变。

金融条件：花旗经济意外指数显示美、欧、日本均下调，中国小幅上涨；芝加哥联储数据（滞后一周）继续向下显示金融环境仍在宽松区间。

资本流动与风险偏好：

1、全球 ETF 资金流向：资金净流入前三中国、美国、日本，净流出前三是以色列、亚太（除日本）、欧元区。

2、美国金融市场资金博弈：美国金融市场杠杆交易本周继续回落，市场活跃度有所下行，市场风险偏好下降。

3、中国权益市场资金：北向本周净流出 285 亿元；南向本周净流入 127 亿元；融资买入占比在 6.86% 左右略回落。

国内债市：资金利率中短期波动略下行；本周资金转为净回笼，国库现金券到期 600 亿元；国债收益率曲线中短期更平坦，长期基本持平；信用债收益率多数下行，较高等级短期略有回升，信用利差、等级利差下行。

风险提示：海外通胀超预期回升、美债流动性风险、地缘政治风险。

(分析师：高明)

医药：“窥一斑而知全豹”，内窥镜行业大有可为

1、核心观点

中国内窥镜行业高速发展，打破外资垄断加速国产替代。中国内窥镜市场空间广阔，2015-2020年我国医用内窥镜市场规模从131亿元增长到254亿元（CAGR=14.16%），高于全球增速，受益于国家政策扶持和临床需求的增加，未来将持续高速增长；国产内镜企业通过性价比、功能差异化等优势抢占中低端市场份额，打破完全进口垄断的局面，突破底层技术后国产替代进程加速。

微创手术蓬勃发展带动硬镜设备需求，硬镜功能不断丰富提高诊疗效果。中国微创外科近年来高速发展，微创外科手术数量从2015年的580万台增长到2021年的1,860万台（CAGR=18.05%），渗透率从2016年的8.8%增长到2021年的14.2%。通过中美对比可以发现，中国的微创外科拓展空间广阔。硬镜作为微创手术必不可少的手术器械，微创外科的发展必然会带动内镜需求的快速增长；硬镜厂商注重研发不断更新内镜功能从而提高诊疗效果，包括4K成像技术、3D成像技术和荧光技术等。4K技术在硬镜的应用较为成熟，国内大多品牌都有推出具备4K技术的硬镜。荧光技术方面，国产品牌海泰新光全球领先。硬镜相较软镜集成度较低，国产产品性能比肩国际品牌，国产品牌快速打入中低端医院，并逐步抢占三级医院市场份额，未来将率先完成国产替代。

消化道肿瘤早筛率提升带动软镜需求，一次性内镜有望会成为未来发展趋势。中国消化道疾病高发，胃癌5年生存率（20%）远低于日本（92%），主要源于中国消化道肿瘤早筛早诊渗透率不足，中国胃镜（1,650/10万人）肠镜（500/10万人）开展率低于发达国家水平。随着人们早筛早诊意识提升，开放软镜诊疗医院数量增多等因素，中国软镜市场规模将持续扩容。此外，一次性内窥镜具有防止二次感染、低成本等优势，将成为软镜镜头未来发展的趋势。2020年全球一次性内窥镜市场规模为5.28亿美元，2016-2020 CAGR为48.58%。国内正值发展初期，至2023年年中国内已有48款一次性内镜产品获批。

2、投资建议

国内内窥镜市场的持续增长和国产产品的进口替代给行业龙头带来良好的投资机会，随着国产硬镜和软镜新型技术如3D、荧光技术、4K技术等持续突破，国产龙头将有持续较好的业绩表现，我们推荐国产专业内窥镜企业澳华内镜、开立医疗、海泰新光，并推荐内镜业务占比虽小但高速增长的迈瑞医疗。

风险提示：研发进度不及预期的风险，行业竞争加剧至降价过快的风险、海外销售拓展不及预期的风险等。

(分析师：程培)

地产：三部门明确“认房不认贷”，刚需和改善需求受益

1、核心观点

事件：2023年8月25日，新华网报道，住房和城乡建设部、中国人民银行和金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》。

明确“认房不认贷”：通知明确：居民家庭（包括借款人、配套及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。政策纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。我们认为该通知主要具有如下意义：1) 首套房的认定门槛下降，贷款记录不再作为首套房认定的标准，仅需满足家庭在当地城市名下无房即可执行首套住房信贷政策；2) 认定范围提到居民家庭和家庭成员；3) 该政策纳入“一城一策”工具箱，便于地方因城施策，各地具有自主选用的空间。

刚需和改善需求受益：此次“认房不认贷”主要对置换等刚需、改善性住房需求的购房者的支持力度较大。按照此次政策规定，名下有贷款记录的购房者若将家庭名下当地唯一住房置换，即满足家庭名下无房，则新购房时满足首套房认定标准，以全国统一的非限购区域的首付标准为例，首付比例由此前的30%（二套的首付比例）最低降至20%（首套的首付比例），相应的按揭贷款利率从二套购房的标准下调至首套购房的标准。首付比例和房贷利率均下降，有效降低购房者的购房成本。

目前部分核心城市“认房又认贷”：根据我们不完全统计，截至2023年8月25日，北京、上海、广州、深圳、长沙、厦门、成都等10个核心城市按照“认房又认贷”执行首套房信贷标准，另有部分城市如泉州按照“认贷不认房”的标准执行首套房信贷标准。由于部分城市尚未披露最新数据，我们统一按照统计局口径的2021年商品住宅销售面积这一指标计算，如上9个城市（由于厦门数据披露不完整，将其剔除）2021年全年商品住宅销售面积合计为1.13亿方，我国2021年全年商品住宅销售面积为15.65亿方，如上9座城市销售面积占全国总销售面积比例为7.21%。若以上城市按照“认房不认贷”认定首套房，或对市场整体产生一定的影响。

2、投资建议

此次住建部、央行和金融监管总局三部门联合印发《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，并将此项政策纳入“一城一策”政策工具箱，我们认为后续各城市有望逐步因城施策，更好的满足当地居民刚需和改善性住房需求。房企方面，我们看好稳健经营、长期布局核心城市的优质房企，同时关注物管头部公司、代建龙头公司、中介龙头公司。建议关注：1) 优质开发：招商蛇口、保利发展、滨江集团、华润置地、中国海外发展、万科A、金地集团；2) 优质物管：招商积余、华润万

象生活、中海物业；3) 代建龙头：绿城管理控股；4) 中介龙头：贝壳-W。

风险提示：因城施策不及预期、房屋销售不及预期、宏观经济不及预期、房屋价格大幅波动、信用修复不及预期。

(分析师：胡孝宇)

轻纺：“认房不认贷”政策发布，静待金九银十家居消费表现

1、核心观点

事件：近日，住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《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”的政策措施。

地产政策持续发布，看好未来落地改善。7月24日，政治局会议明确表达对地产的支持态度，指出要适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形式，适时调整优化房地产政策。后续各部门及地方陆续发声，地产松绑政策纷纷发布。继住建部提及后，多部门联合印发《通知》，将“认房不用认贷”纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用，未来落地有望促进潜在合理需求释放：居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。

竣工维持亮眼表现，支撑后续家居需求。伴随保交楼政策的落地实施，前期积累的大量未完工项目加快完工，竣工面积实现快速修复。2023年1~7月，全国房屋累计竣工面积达到3.84亿平方米，同比增长20.5%。其中，7月单月快速复苏，实现竣工面积0.45亿平方米，同比增长33.14%。竣工亮眼表现将贡献未来家居需求，B端精装工程率先受益，未来C端零售将逐步实现复苏。

家居消费短期略有走弱，看好金九银十表现。整体来看，22年延期需求在Q1集中释放，4~5月以来终端销售有所走弱，家居消费呈现前高后低趋势。2023年1~7月，家具类零售额为811亿元，同比增长3.2%，增速放缓0.6pct。其中，7月单月为126亿元，同比增长0.1%。展望后续，伴随政策出台，消费信心有望得到提振，进而带动家居需求复苏，在金九银十消费旺季实现亮眼表现。同时，22年低基数背景下，全年有望维持稳健增长。

2、投资建议

地产&消费政策陆续出台，看好未来落地带动家居需求复苏，且当前家居龙头估值处于历史较低位置，投资性价比突出。建议关注定制龙头【欧派家居】、【索菲亚】、【志邦家居】及【金

牌厨柜】；软体龙头【顾家家居】、【慕思股份】。

风险提示：房地产市场表现不及预期的风险；经济增长不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险。

(分析师：陈柏儒)

分析师简介及承诺

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫆玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn