

# 宏观

证券研究报告

2023 年 07 月 29 日

## 三季度的交易逻辑

今年年初市场的逻辑是复苏预期强共振，而 3 季度或将迎来复苏现实的弱共振。两端交易存在一定的相似性，我们预计 7-8 月的复苏交易将会带来指数层面的修复。行业上，政策利好的方向（基建、汽车等）和基本面占优的行业（出口链有韧性，部分消费持续恢复）有望录得超额收益。

**风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧**

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

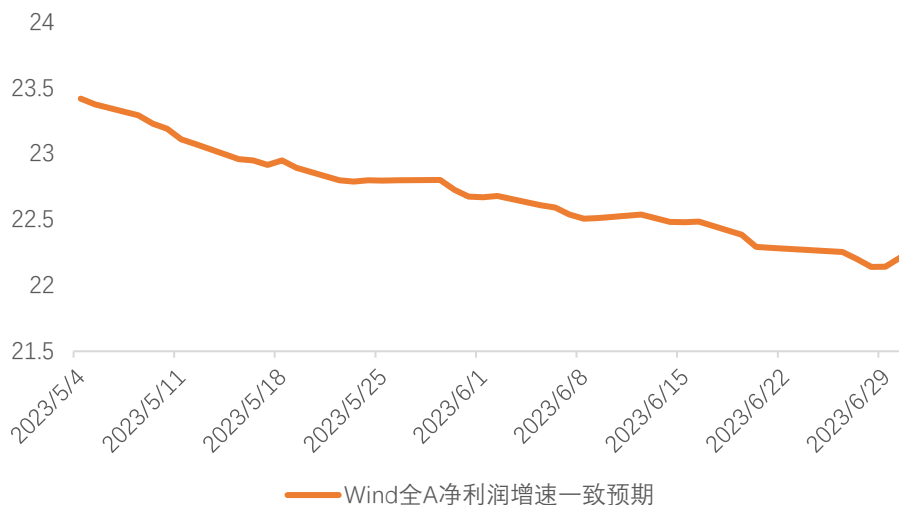
**林彦** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522100002  
linyan@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观七日谈 001-如何看待当前的经济形势？》2023-07-26
- 2 《宏观报告：宏观报告-逐字逐句解读 7 月政治局会议》2023-07-25
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 7 月第 4 周》2023-07-23

三季度，A 股市场的四个定价因子都相比二季度出现好转，虽然幅度都不大，但可贵的是，弱现实的改善正在发生共振。二季度权益市场降温明显，Wind 全 A 下跌 3.2%，下跌的一部分原因是盈利预期的下修，四月年报季过后，2023 年 Wind 全 A 的净利润同比增速从 23.4%（5 月初）下调至 22.2%（6 月底）。

图 1：经济的悲观预期主导了盈利预期的下修（单位：%）



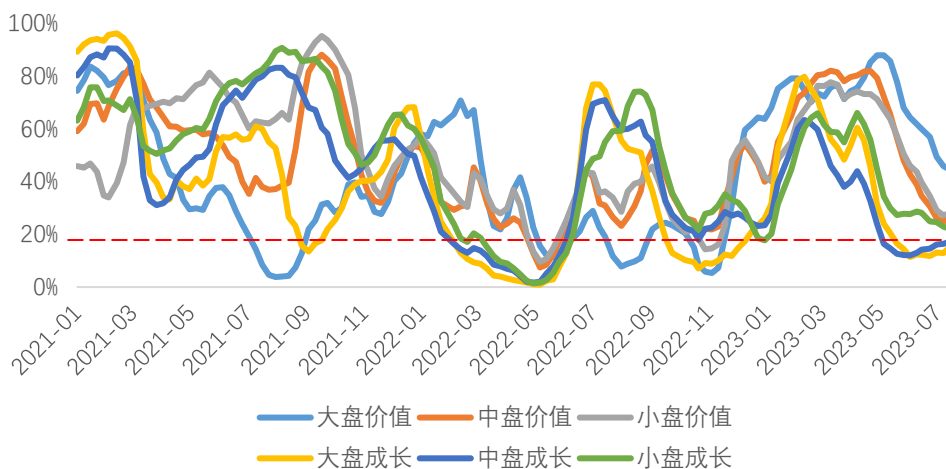
资料来源：Wind，天风证券研究所

剔除疫情的外生冲击，自 21 年下半年地产开始转弱之后，经济去地产化导致的内需中枢下行趋势早就明朗（详见《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》，2022 年 10 月 22 日）。但是市场预期并未充分定价（认为疫后经济能回到疫情前的水平），这就导致了市场对疫后修复持续性抱有过的期望，当一切回归现实，落差就造成了市场对基本面预期的反转。

另一方面，四月 PMI 回落到荣枯线下方时，市场对政策定力估计也相对不足，寄希望于转弱的经济数据会驱动稳增长政策加码。但四月底的政治局会议延续了两会的政策态度，保持了较强的政策定力，政策预期也开始快速降温。（详见《逐字逐句解读 4 月政治局会议》，2023 年 4 月 29 日）

基本面和政策预期同时发生变化无法支持一季度较高的市场交易拥挤度，逐渐接近去年 5 月初和 11 月初的水平。随着拥挤度低位企稳，交易性的机会也就浮出水面。

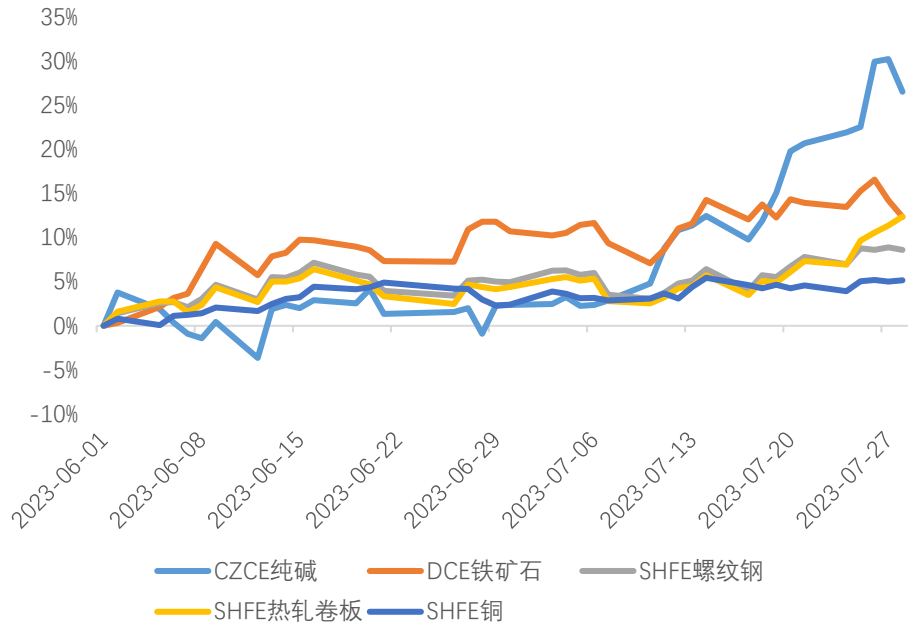
图 2：交易拥挤度开始逐渐企稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

目前市场对经济和政策的预期降低之后，边际利好带来的微弱曙光就在漫长的隧道中开始显现。3 季度，基本面、政策面、汇率、外部环境（风险偏好）四个方面方向都有望发生积极变化，产生弱共振，市场情绪大概率将企稳回升。

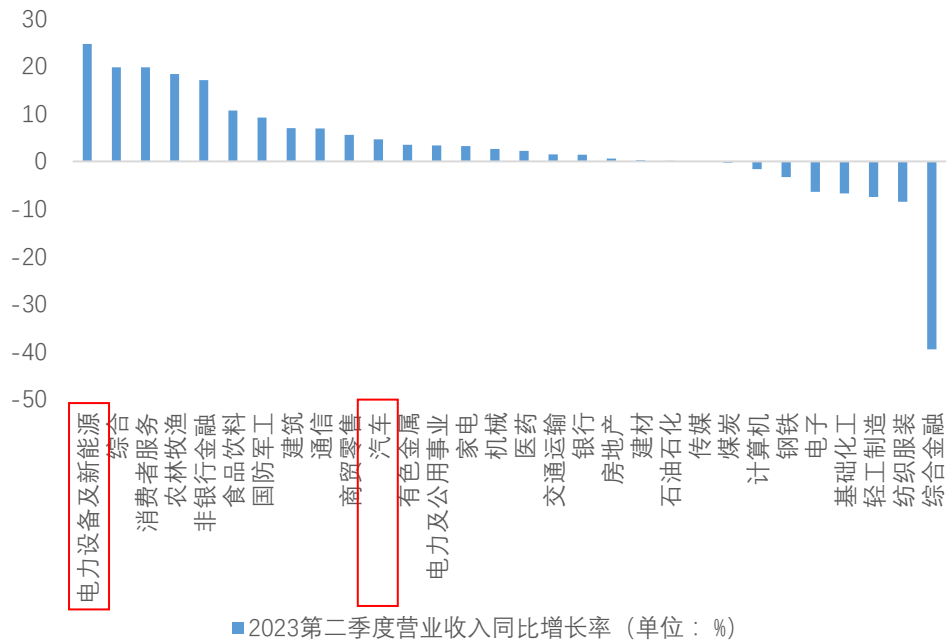
图 3：顺周期商品从 6 月初就已经开始积极定价（6 月初至今涨跌幅，单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

今年年初市场的逻辑是复苏预期强共振，而 3 季度或将迎来复苏现实的弱共振。两端交易存在一定的相似性，我们预计 7-8 月有望重启复苏交易。行业上，政策利好的方向（基建、汽车等，详见《从 616 国常会至今都有哪些政策出台？》，2023 年 7 月 10 日）和基本面占优的行业（出口链有韧性，部分消费持续恢复，详见《二季度经济数据中的亮点》，2023 年 7 月 20 日）有望录得超额收益。

图 4：今年出口链中电新、家电和汽车 23Q2 营收同比增速排名相对靠前



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com