

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

崔紫涵

研究助理

cuizihan@sczq.com.cn

电话：86-10-81152670

相关研究

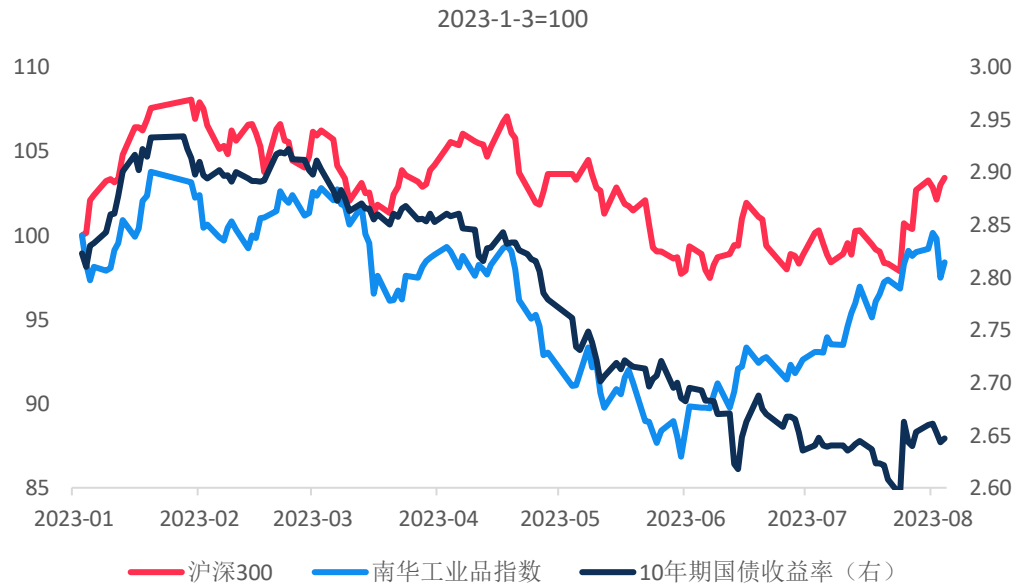
- 近期宏观经济和市场形势 2023 年 8 月
- 7 月 PMI 数据点评：低位企稳，耐心等待
- 7 月 FOMC 会议点评：符合预期，仍有变数

- 上周公布的 PMI 数据显示，经济仍延续底部向上弱修复的趋势。在政策预期边际改善初期，资本市场主要围绕着政策不断博弈，上周市场走势较为“纠结”。政策预期向好主导股市走强，近期 A 股与美股差距明显收窄。同时在降准预期抬升叠加近期资金面宽松的影响下，债市也偏强运行，但商品受美债利率抬升影响大跌。
- 自 7 月政治局会议召开以来，股市情绪高涨，成交量和换手率均明显上升，但仍不及前期高点。历史上万得全 A 筑底时，股权风险溢价 (ERP) 分位数往往超 90%，目前 ERP 为 80%，仍处于高位，反映出目前股市赔率较低，整体仍处于底部区间。统计规律显示，万得全 A 跳空高开收阳后，未来一个月累计涨幅中位数和均值均为 6%，胜率 71%，截至 8 月 4 日，万得全 A 已累计上涨 1.7%，未来可能仍有上涨空间。
- 目前股市仍处于上涨初期，较为火热的板块主要集中在金融相关行业和地产产业链，行业轮动仍不明显，估值分位数整体低于 4 月 18 日水平。其中非银、综合金融、汽车可能存在一定超涨，已经明显高于 4 月 18 日点位，其余行业则可能仍有空间。
- 复盘 2010 年以来的六轮政策底和市场底可以看出，尽管政策底往往领先市场底 1-2 个月，但原因各异，不应据此形成一致预期，后续走势需要结合市场具体行情判断。参考与目前背景较为类似的 2012 年，当时未来政策的不确定性较高，同时市场对经济的预期持续悲观，对政策端多次利好反应不敏感。尽管 2012 年底政治局会议后市场走出一轮行情，但可能主因是 2012 年全年走熊，万得全 A 前期累计跌幅约为 20%，而今年上半年万得全 A 基本走平，后续大幅上涨的可能性相对有限。
- 伴随暑运进入高峰期，地铁客运量、执行航班量等居民出行数据高位平稳，但房地产市场依然低迷，地产放松政策的落地有一定滞后性，对销售刺激效果不佳。值得注意的是，沥青开工率在暴雨影响下，仍然超季节性上行，可能反应基建投资的边际转好，后续可持续性有待进一步观察。
- 往后看，当前的股指已经接近 4 月下跌之前的点位，而且 A 股与美股的背离已在最近明显收窄，如果没有强力政策出台，股指大幅上涨的难度很大，预计股指将随着基本面的温和修复而小幅震荡向上。债券市场近期表现偏强，短期内看，经济回升和风险偏好增强对债市利空，但货币宽松的预期对债市利多，债券市场延续震荡的概率较大。
- 风险提示：1) 地缘政治风险超预期；2) 稳增长政策不及预期；3) 美联储加息超预期。

1 股债偏强，政策博弈延续

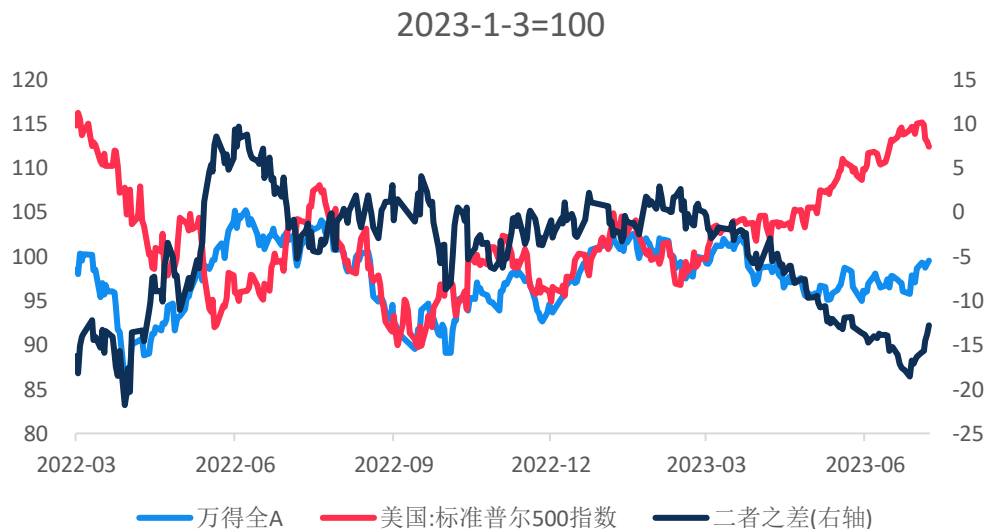
上周公布的 PMI 数据显示，经济仍延续底部向上弱修复的趋势。在政策预期边际改善初期，资本市场主要围绕着政策不断博弈，上周市场走势较为“纠结”。政策预期向好主导股市走强，近期 A 股与美股差距明显收窄。同时在降准预期抬升叠加近期资金面宽松的影响下，债市也偏强运行，但商品受美债利率抬升影响大跌。

图 1：股债偏强，但商品大跌（右轴单位%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

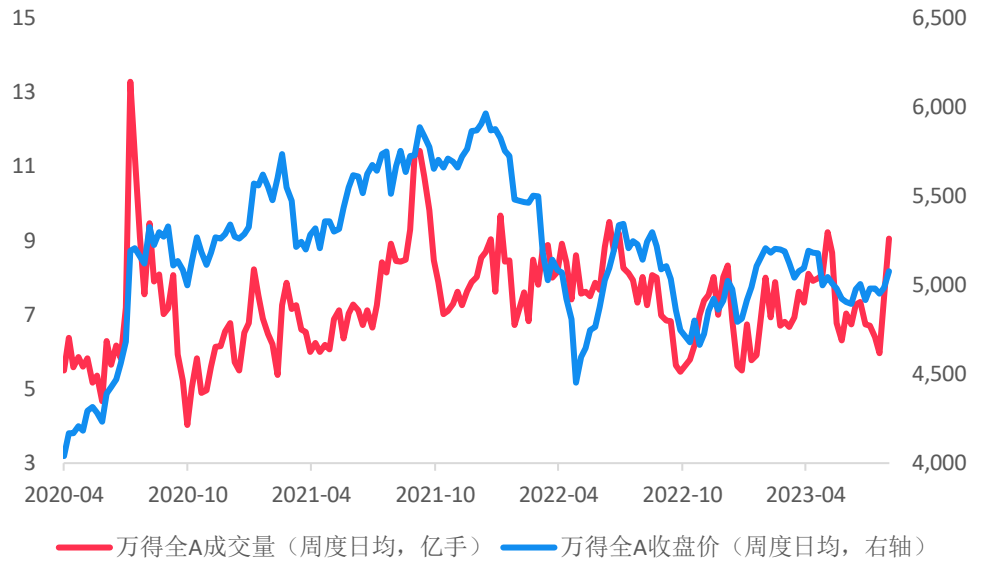
图 2：A 股美股差距明显收窄



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

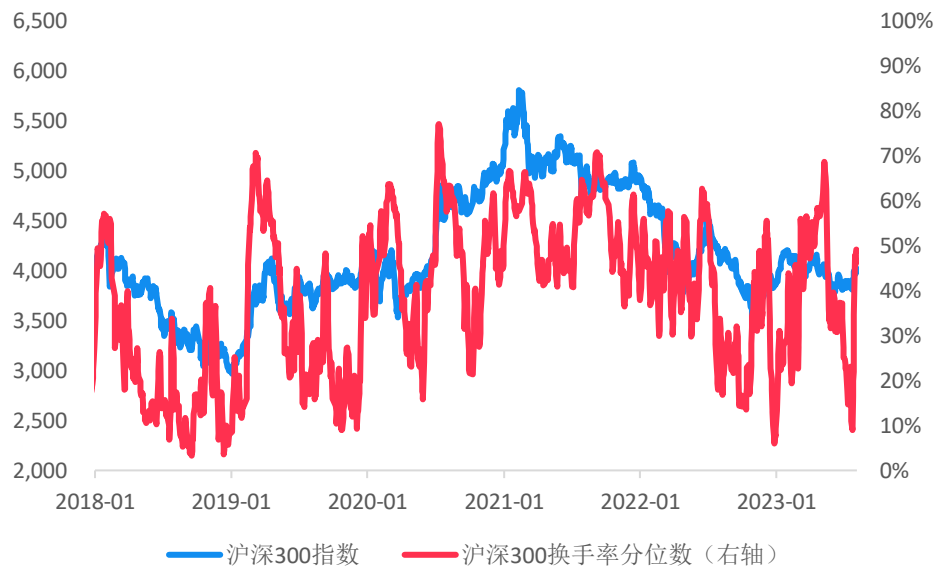
自 7 月政治局会议召开以来，股市情绪高涨，万得全 A 成交量和沪深 300 换手率均明显上升，但仍不及前期高点。

图 3：万得全 A 成交量走高



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

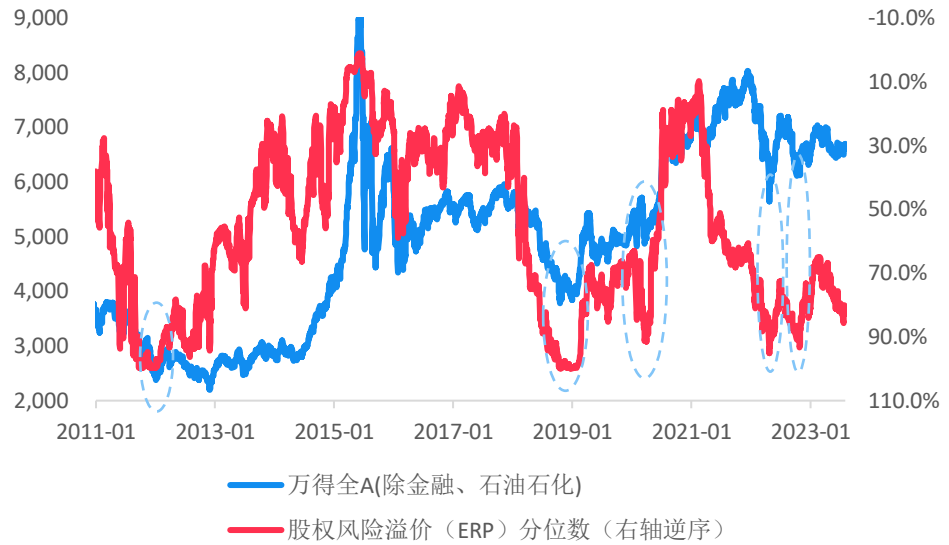
图 4：沪深 300 换手率走高 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

历史上万得全 A（除金融、石油石化）筑底时，股权风险溢价（ERP）分位数往往超 90%，目前 ERP 为 80%，仍处于高位，反映出目前股市赔率较低，整体仍处于底部区间。

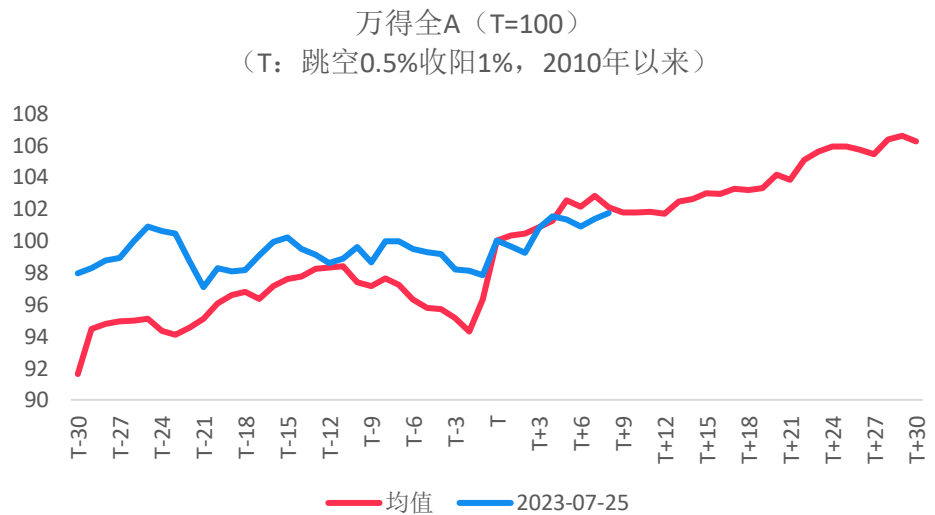
图 5：股权风险溢价处于低位



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

7月24日政治局会议召开后，7月25日万得全A跳空高开收阳，统计规律显示，未来一个月延续上涨趋势的概率较大。2010年以来，万得全A跳空高开收阳（跳空0.5%，收阳1%）的样本有17个，未来一个月盈利的胜率71%（12/17），未来一个月累计涨幅中位数和均值均为6%。剔除2015-2016年后，胜率为83%（5/6），累计涨幅中位数和均值均为6%。截至8月4日，万得全A已累计上涨1.7%，未来可能仍有上涨空间。

图 6：万得全 A 跳空高开收阳后一个月平均上涨 6%



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

目前股市仍处于上涨初期，较为火热的板块主要集中在金融相关行业和地产产业链，行业轮动仍不明显，估值分位数整体低于4月18日水平。其中非银、综合金融、汽车可能存在一定超涨，已经明显高于4月18日点位，其余行业则可能仍有空间。

图 7：目前各板块距离 4.18 点位仍有空间

	7.25以来涨跌幅	最新估值分位数	4.18估值分位数	目前较4.18距离
非银行金融	16.7%	13.3%	16.4%	10.9%
房地产	13.8%	10.1%	10.2%	2.9%
综合金融	8.8%	6.3%	70.0%	6.9%
建材	8.8%	22.2%	16.2%	-3.9%
钢铁	8.2%	20.2%	15.9%	-1.0%
银行	6.5%	0.4%	0.4%	5.6%
食品饮料	6.4%	55.2%	61.2%	1.7%
消费者服务	5.7%	88.4%	95.6%	-17.8%
建筑	5.6%	4.3%	5.5%	-2.8%
汽车	5.3%	48.1%	44.6%	11.8%
综合	4.6%	55.7%	45.4%	-4.4%
电力设备及新能源	4.5%	24.6%	34.1%	-3.8%
计算机	4.3%	61.3%	76.4%	-7.0%
有色金属	4.2%	11.7%	13.1%	-8.2%
轻工制造	4.0%	39.0%	41.9%	0.6%
商贸零售	3.7%	18.6%	17.1%	0.0%
家电	3.5%	15.9%	16.7%	2.8%
交通运输	2.3%	6.3%	5.7%	-5.3%
基础化工	2.0%	24.6%	20.0%	-7.0%
通信	1.7%	16.8%	21.8%	1.6%
纺织服装	1.5%	30.8%	23.9%	5.1%
电子	1.2%	69.8%	73.0%	-9.0%
农林牧渔	1.2%	42.0%	72.9%	-6.5%
煤炭	1.1%	0.9%	2.0%	-5.6%
机械	1.0%	53.0%	52.8%	0.5%
电力及公用事业	0.9%	30.1%	28.7%	2.8%
石油石化	0.7%	4.9%	5.6%	-4.0%
传媒	0.3%	36.2%	38.9%	-2.4%
国防军工	-0.5%	81.9%	83.7%	-4.6%
医药	-1.2%	48.7%	50.0%	-11.6%

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

复盘 2010 年以来的六轮政策底和市场底可以看出，尽管政策底往往领先市场底 1-2 个月，但原因各异，不应据此形成一致预期，后续走势需要结合市场具体行情判断。

参考与目前背景较为类似的 2012 年，当时未来政策的不确定性较高，同时市场对经济的预期持续悲观，对政策端多次利好反应不敏感。尽管 2012 年底政治局会议后市场走出一轮行情，但可能主因是 2012 年全年走熊，从 2 月高点至 12 月低点万得全 A 累计跌幅约为 20%，而今年上半年万得全 A 基本走平，后续大幅上涨的可能性相对有限。

表 1：历次政策底和市场底复盘

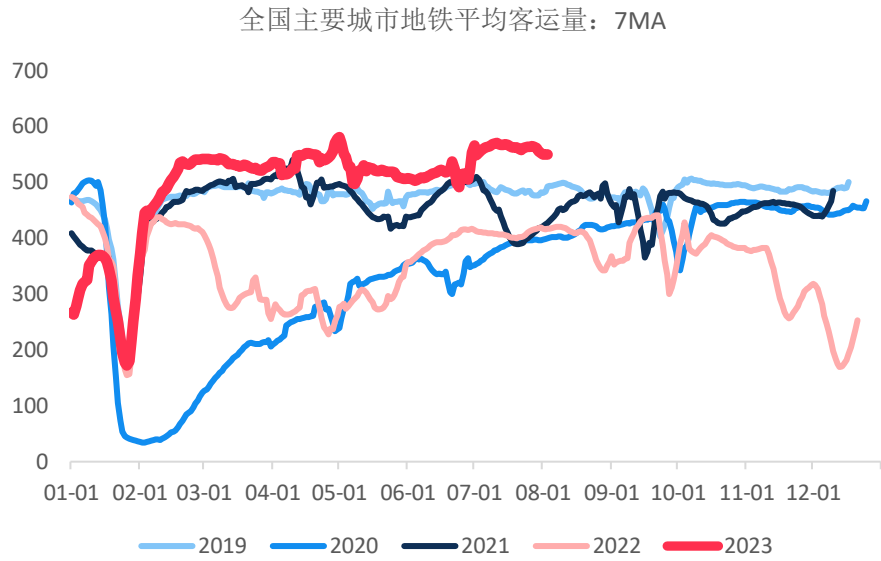
2012/4/30	政策底（降低 A 股交易的相关收费标准，总体降幅为 25%）
2012/5/18	下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2012/6/8	央行下调金融机构人民币存贷款基准利率 25bp
2012/6/20	证监会将放宽持股比例限制，将所有境外投资者的持股限制由 20% 提高到 30%
2012/7/6	央行下调金融机构人民币存贷款基准利率 25bp 和 31bp
2012/9/28	多家保险巨头三天加仓超过 100 亿元；汇金公司在二级市场增持四大行股份
2012/11/16	IPO 暂停
2012/12/4	市场底（中央政治局会议明确“稳中求进”的 2013 年经济总基调）
2016/1/7	政策底（交易所暂停熔断，证监会发布减持新规）
2016/1/26	中央财经领导小组第十二次会议研究供给侧结构性改革方案
2016/1/27	市场底（供给侧改革）
2018/10/19	政策底（刘鹤副总理、一行三会表态、疏通股权质押风险）
2018/11/1	召开民营企业座谈会，提出解决民营企业融资难融资贵问题
2018/11/5	宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制
2018/11	受中美摩擦再度反复影响，A 股市场又开始磨底
2019/1/4	市场见底（央行宣布全面降准 1 个百分点）
2020/1/30	政策底（五部门印发《进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》）
2020/2/3	央行开展 1.2 万亿公开市场操作；证监会当晚暂停期货夜盘交易
2020/3/15	新冠疫情在海外扩散，外围市场暴跌，美联储开始实施 QE 资产购买
2020/3/19	A 股见底（美联储宽松政策，美股见底）
2022/3/16	政策底（金融稳定发展委员会会议）
2022/3	俄乌冲突叠加上海疫情，A 股继续走低
2022/4/25	央行全面降准
2022/4/27	市场底（4.29 政治局会议定调稳定市场情绪）
2022/10/20	证监会放宽涉房企业融资，允许房企在 A 股市场融资（第二支箭）
2022/10/31	市场底（小作文行情）
2022/11/10	政策底（防疫政策的重大转向）
2022/11/23	金融 16 条
2022/11/28	差异化住房信贷政策（第三支箭）

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 地产仍弱，沥青开工率明显上行

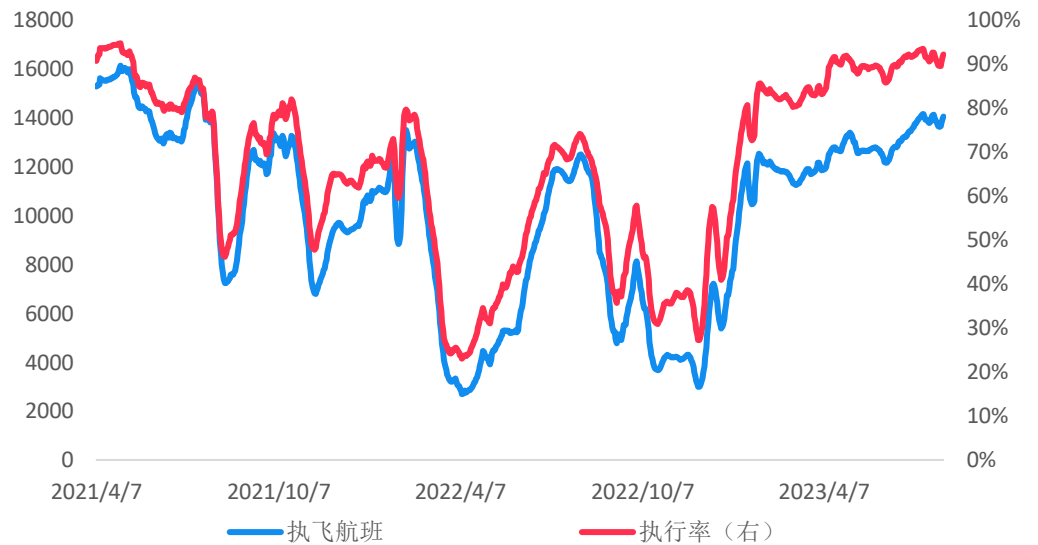
伴随暑运进入高峰期，地铁客运量、执行航班量等居民出行数据高位平稳，但房地产市场依然低迷，地产放松政策的落地有一定滞后性，对销售刺激效果不佳。值得注意的是，沥青开工率在暴雨影响下，仍然超季节性上行，可能反应基建投资的边际转好，后续可持续性有待进一步观察。

图 8：全国主要城市地铁平均客运量：7MA（万人次）



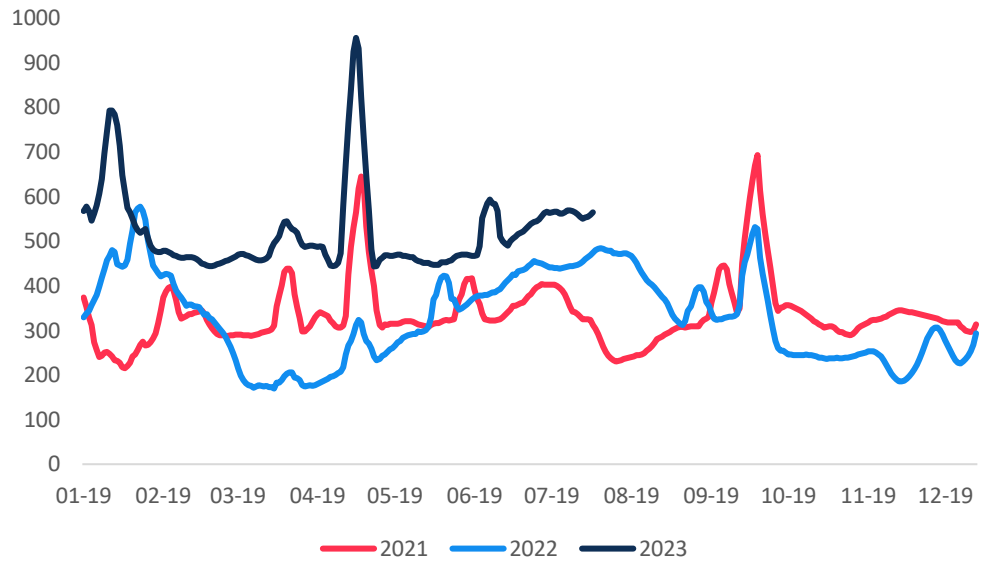
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 9：国内航班执飞量（架次）和执行率



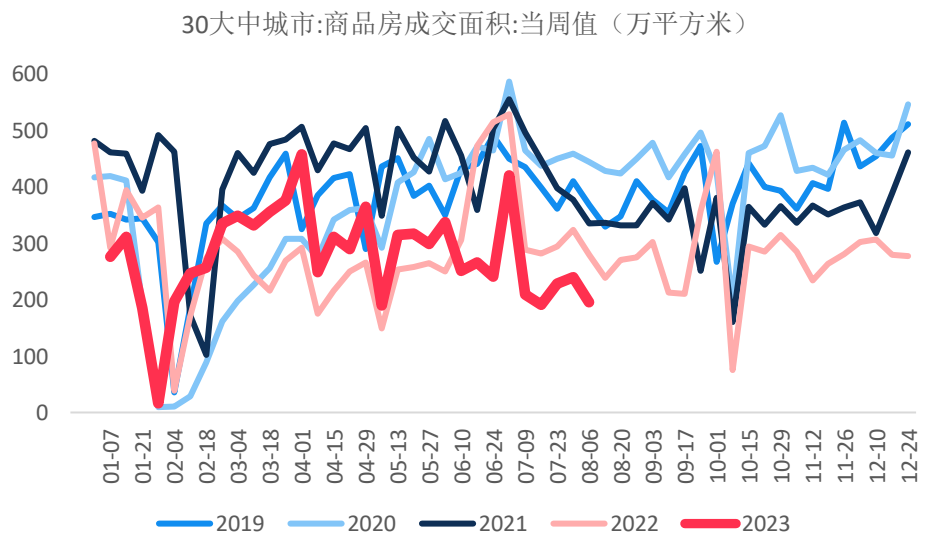
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10: 百度迁徙指数



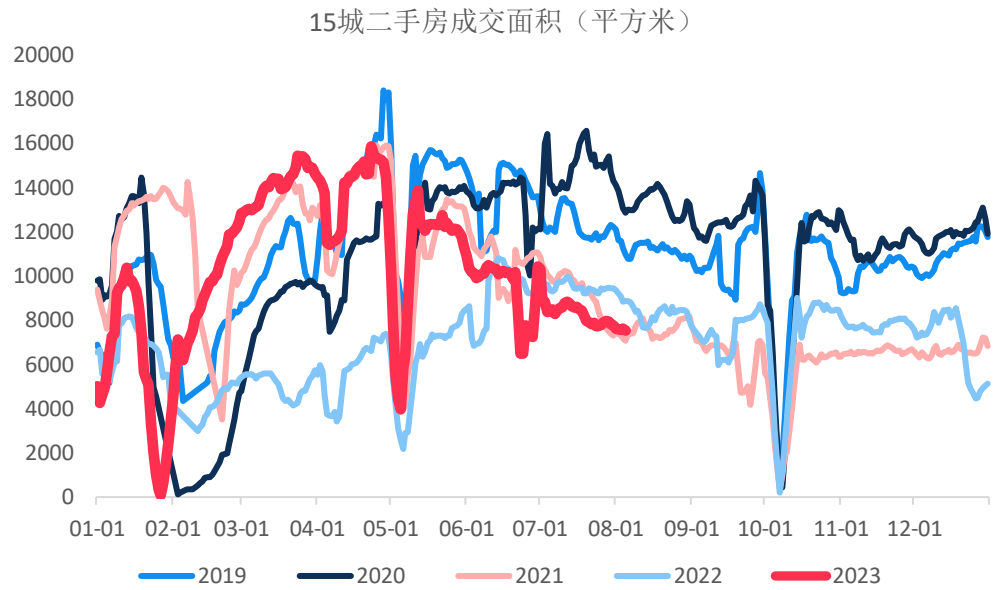
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 11: 30大中城市:商品房成交面积:当周值(万平方米)



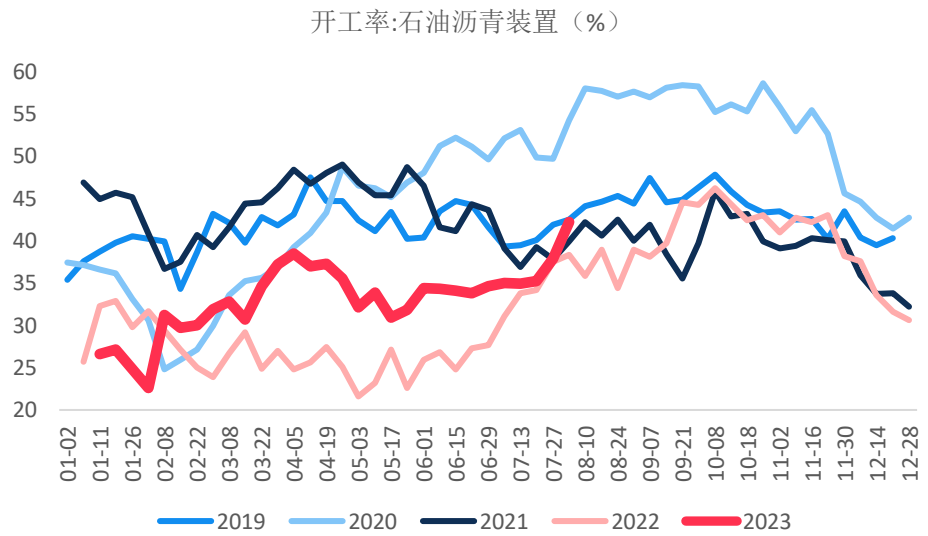
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 15 城二手房成交面积 (平方米)



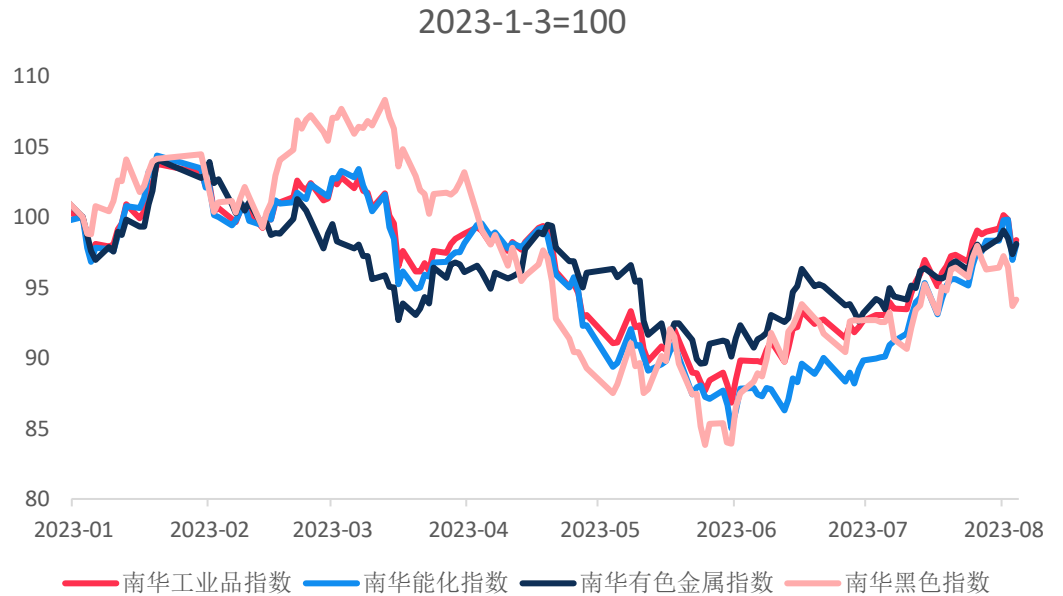
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 开工率:石油沥青装置 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14：南华商品指数



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

往后看，当前的股指已经接近4月下跌之前的点位，而且A股与美股的背离已在最近明显收窄，如果没有强力政策出台，股指大幅上涨的难度很大，预计股指将随着基本面的温和修复而小幅震荡向上。债券市场近期表现偏强，短期内看，经济回升和风险偏好增强对债市利空，但货币宽松的预期对债市利多，债券市场延续震荡的概率较大。

4 风险提示

- 1) 地缘政治风险超预期；
- 2) 稳增长政策不及预期；
- 3) 美联储加息超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现