

2023年08月21日

底部区域，逢低布局

定期报告

投资要点

- ◆ 从国债收益率、上证 50 估值以及固定资产投资增速来看，当前市场对基本面的预期已足够悲观。（1）国债收益率已跌至 2003 年以来历史第二低水平。8 月 18 日 10 年期国债收益率已跌至 2.6%，历史分位数仅 0.3%，其预期的经济状况甚至差于 2008 年金融危机时，与疫情最严重时类似，这个预期过于悲观。（2）上证 50 估值反映的经济预期过于悲观。8 月 17 日上证 50 的 PE 已处于 2019 年以来的第三低位，已接近 2020 年 4 月和 2022 年 10 月的水平，预期的经济增长水平已接近疫情最严重时期，这个预期过于悲观。（3）固定资产投资增速难进一步大幅下行。7 月固定资产投资和房地产投资增速均创 2004 年以来新低（剔除疫情导致的极值），即使考虑疫情极值，当前的地产投资增速已经接近了；后续来看，在宽松政策和基建托底下，投资增速进一步大幅下行的概率较低。
- ◆ 盈利信用框架来看，当前处于盈利探底、信用上行阶段，市场走势应该是偏震荡，A 股下行空间有限。（1）盈利、信用的方向决定了市场是上行、震荡还是下行：一是当盈利、信用同步向上时，市场表现偏强；二是当盈利、信用同步向下时，市场表现偏弱；三是当盈利、信用不同向时，市场大概率偏震荡。（2）比照复盘，当前为盈利探底、信用上行阶段，走势应该偏震荡；目前估值处历史低位，股价在震荡市下沿，除非出现极端因素，否则进一步下行空间有限。
- ◆ 5 大市场指标显示 A 股当前已处历史低位，但不是最低。（1）换手率处于 6 次大底中第三低水平。（2）多数指数估值处于已处历次大底时水平，但不是最低；创业板指估值已处 6 次大底中第三低水平。（3）股权风险溢价（ERP）为 3.2%，仅高于 2016 年市场大底时的 3.0%，处 6 次大底时第五高水平。（4）当前 200 日均线以上个股占比为 40%左右，处 6 次大底时第五低水平，已低于 2020 年 3 月市场大底时的水平。（5）资金流出幅度远未达到 6 次大底时的水平。
- ◆ 经济和盈利继续弱修复，外资流出压力较大，风险偏好受政策支撑，A 股短期维持震荡筑底趋势。（1）分子端：经济修复仍偏弱，A 股盈利延续弱修复。7 月投资数据较弱，公用事业、交运、社服等行业中报盈利增速较高。（2）流动性：美国通胀压力仍在，国内流动性保持宽松；外资流出压力上升，后续可能弱修复。（3）风险偏好：经济和汇率偏弱压制情绪，但政策可能提升风险偏好。
- ◆ 行业配置角度，建议关注券商、次新、TMT、医药、新能源等行业。（1）根据历史复盘，缩量筑底期间产业趋势上行的 TMT 和低估值稳定类行业（银行、非银、地产、交运）占优。（2）政策导向角度，券商、次新股等板块有望受益。一是放松券商资本限制、降低融资保证金率、中证 1000ETF 期权等金融衍生品工具创设、活跃资本市场等将提升券商的盈利预期；二是 IPO 和再融资节奏放缓对次新股板块有利。（3）超跌后的医药、新能源等也值得逢低配置。在需求刚性下，医药反腐使得行业集中度和盈利水平提升，超跌后值得配置；中报业绩角度来看，盈利由上游向中下游转移，机械、电新、汽车等盈利增速回升。
- ◆ 风险提示：历史经验未来不一定适用，政策超预期变化，经济修复不及预期。

分析师

邓利军

SAC 执业证书编号：S0910523080001
denglijun@huajinsec.com

相关报告

资金博弈助推新股维持高热度，但隐忧或已现-华金证券新股周报 2023.8.20

市场信心有望提振，逢低布局 2023.8.20

市场底如何形成？ 2023.8.16

扭转悲观预期的关键是什么？ 2023.8.14

新股热度蹿升，上行周期尾端行情建议适当理性-新股周报 2023.8.13



内容目录

一、本周聚焦：A股当前处于什么位置？	4
(一) A股反映的基本面当前已足够悲观	4
1. 国债收益率已跌至2003年以来历史第二低水平	4
2. 上证50估值已跌至2019年以来的第三低位	4
3. 固定资产投资增速难进一步大幅下行	5
(二) 盈利-信用框架显示A股当前已处底部区域	6
1. 盈利、信用的方向而非力度决定市场的走势	6
2. 当前处于盈利筑底、信用上行阶段，A股向下空间有限	7
(三) 5大市场指标显示A股当前已处历史低位	8
1. 换手率处于6次大底中第三低水平	8
2. 创业板指估值已处6次大底中第三低水平	8
3. 股权风险溢价(ERP)处6次大底时第五高水平	9
4. 200日均线以上个股占比处6次大底时第五低水平	9
5. 资金流出幅度远未达到6次大底时的水平	10
二、本周策略：震荡筑底，逢低布局优质个股	11
1. 分子端：经济修复仍偏弱，A股盈利延续弱修复	11
2. 流动性：宏观流动性维持宽松，外资流出压力上升	13
3. 风险偏好：经济和汇率偏弱压制情绪，但政策可能提升风险偏好	15
4. 行业配置：关注券商、次新、TMT、医药、新能源等行业	15
三、风险提示	17

图表目录

图 1：国债收益率已跌至 2003 年以来历史第二低水平	4
图 2：上证 50 自 2004 年以来的估值历史分位数已行至第三低位	5
图 3：固定资产投资今年以来持续下行	5
图 4：除竣工稍有回升其余均继续走弱	6
图 5：房地产开发投资完成额累计同比持续走低	6
图 6：盈利信用周期各阶段与期间市场表现存在一定联系	7
图 7：6 月工业企业利润降幅收窄	7
图 8：PPI 领先指标拐点领先 PPI 拐点约 6 个月	7
图 9：当前股权风险溢价略高于 1 倍标准差	9
图 10：当前 200 日均线以上个股占比仍高于历次底部时的水平	10
图 11：固定资产投资完成额增速持续下降	11
图 12：地产端投资增速仍在下行	11
图 13：2023 年 7 月份社会消费品零售总额主要数据	12
图 14：中报披露情况显示公用事业、交运、社服等行业盈利同比增速较高	13
图 15：据 CME 预测美联储 9 月暂停加息概率为 89%	14
图 16：美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 出现分化	14
图 17：逆回购利率及 MLF 利率再次下调	14
图 18：8 月以来外资呈大幅流出趋势	15
图 19：本周外资净流出食品饮料、电新行业较多	15

图 20: 当前月度 IPO 数量相对稳定	16
图 21: 当前电气设备、银行、交通运输等行业估值偏低	17
表 1: 历次底部时各指数换手率分位数 (2005 年以来) 处于低位	8
表 2: 历次底部时各指数估值分位数 (2005 年以来) 处于低位	8
表 3: 历次市场大底时股权风险溢价均处于高位	9
表 4: 历次市场大底时 200 日均线以上个股占比均处于低位	10
表 5: 历次大底形成前融资和外资均大幅流出	11

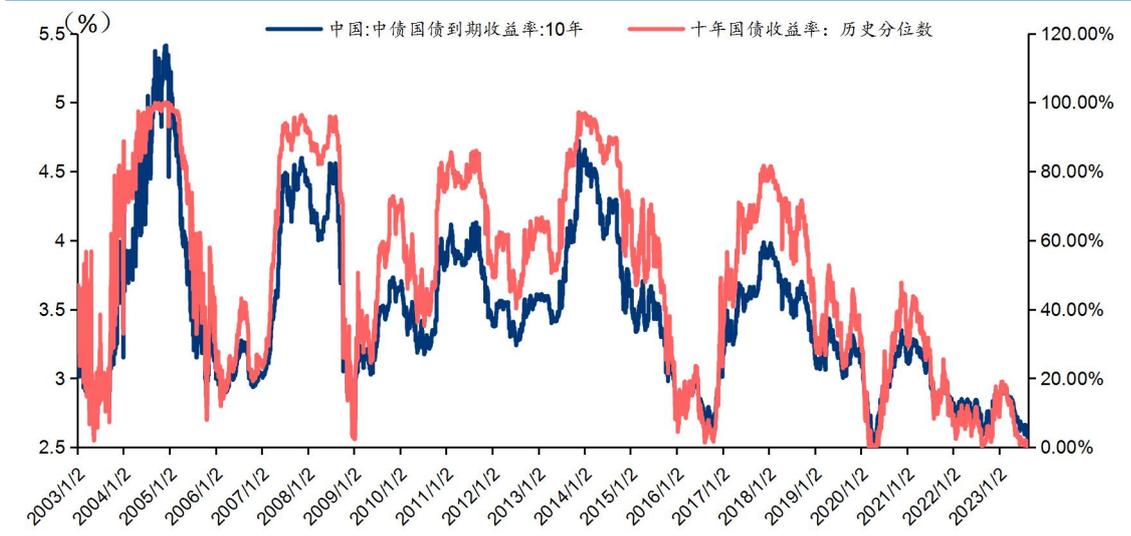
一、本周聚焦：A 股当前处于什么位置？

（一）A 股反映的基本面当前已足够悲观

1. 国债收益率已跌至 2003 年以来历史第二低水平

当前十年期国债收益率已跌至 2003 年以来历史第二低位。8 月 18 日，10 年期国债收益率为 2.6%，历史分位数为 0.3%（自 2003 年以来，下同），处于历史极低位置。历史经验来看，国债收益率探底主要还是对经济增长的担忧较重，如：2005 年 10 月 24 日，受国内收缩信贷政策，海外美联储加息（2005 年共 8 次加息）等因素影响，国债收益率最低下行至 2.793%，创 2003 年 5 月 16 日以来新低；笼罩在全球金融危机蔓延阴影下，2009 年 1 月 7 日的 10 年期国债收益率最低下行至 2.671%，历史分位数位于 2.4%；2016 年 10 月 21 日，由于国内供给侧改革和去杠杆，叠加海外美联储第六轮加息，国内经济预期偏弱，10 年期国债收益率下行至 2.645%，历史分位数低至 1.7%；2020 年 4 月 8 日，受疫情影响 10 年期国债收益率最低下行至 2.48%，创 2002 年 6 月 24 日以来新低；2022 年 8 月 18 日，10 年期国债收益率最低下行至 2.58%，创 2020 年 5 月 6 日以来新低，主要受当时疫情冲击反复、高温限电导致经济增长疲弱影响。当前来看，国债收益率已跌至历史第二低位，其预期的经济状况甚至差于 2008 年金融危机时，与疫情最严重时类似，我们认为这个预期过于悲观。

图 1：国债收益率已跌至 2003 年以来历史第二低水平



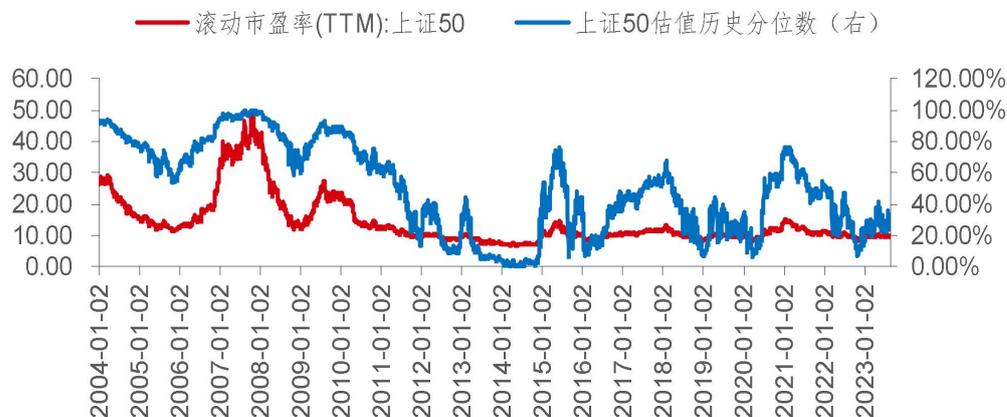
资料来源：华金证券研究所，Wind

2. 上证 50 估值已跌至 2019 年以来的第三低位

上证 50 估值下行至 2019 年以来的第三低位。从宽基指数的特点来看，上证 50 与国内经济相关性较强，因此我们使用上证 50 当前的历史分位数来判断当前经济运行位置。2023 年 8 月 17 日上证 50 的 PE-TTM 为 9.71，自 2004 年以来的历史分位数为 25.80%，已经处于较低位置；对比 2019 年以来的数据来看，当前上证 50 估值水平仅高于 2020 年 4 月和 2022 年 10 月，处于 2019 年以来的第三低位。回顾历史，2020 年 4 月上证 50 估值到低位主要受新冠疫情爆发冲

击、经济预期悲观影响；而 2022 年 10 月则受美联储加息、疫情反复等影响，对经济的预期同样较为悲观。对比来看，当前上证 50 估值处于 2019 年以来的第三低位，已接近 2020 年 4 月和 2022 年 10 月的水平，预期的经济增长水平已接近疫情最严重时期，我们认为这个预期过于悲观。

图 2：上证 50 自 2004 年以来的估值历史分位数已行至第三低位

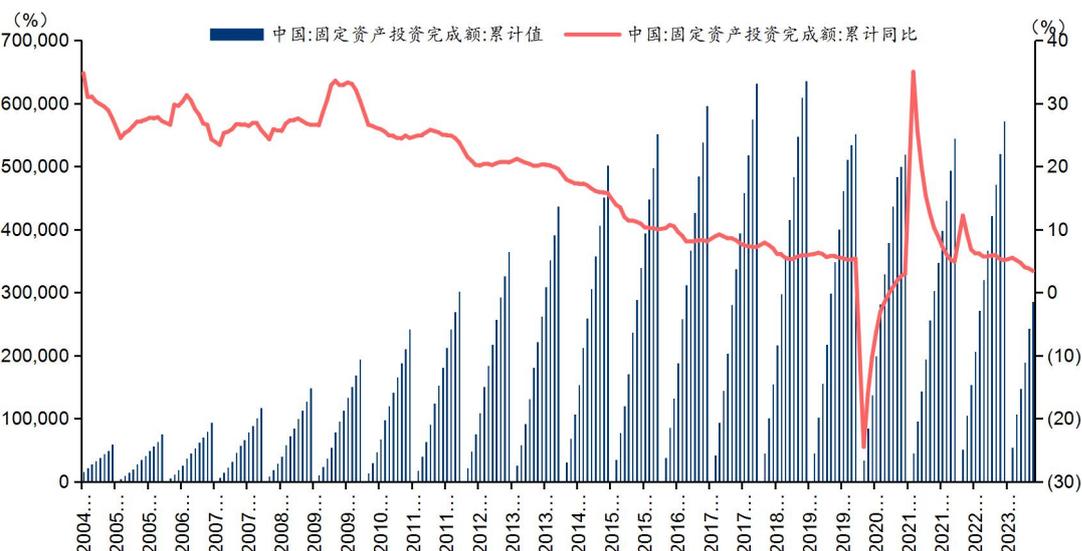


资料来源：华金证券研究所，Wind

3. 固定资产投资增速难进一步大幅下行

7 月固定资产投资增速创 2004 年以来新低（剔除疫情导致的极值），较为低迷。7 月固定资产投资完成额累计同比 3.4%，较 6 月回落 0.4pct，剔除 2021 年疫情影响下的极值，固定资产投资增速已经创了 2004 年以来的最低，投资端的疲软可见一斑。

图 3：固定资产投资今年以来持续下行

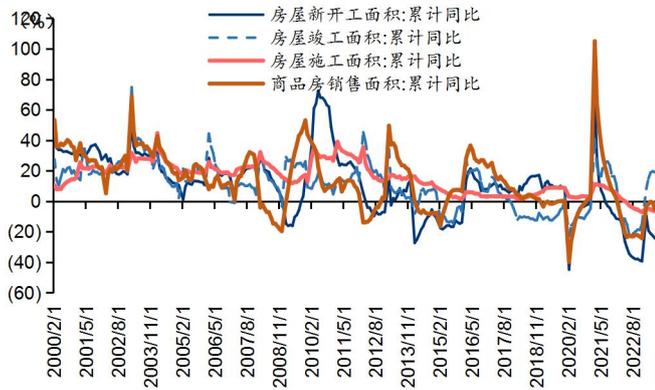


资料来源：华金证券研究所，Wind

其中占据主导的地产投资增速也继续下行，同样创了 2000 年以来（剔除疫情影响的极值）的新低。地产投资累计同比增速自 2022 年 3 月以来转为负，一路下探至 2022 年 12 月 -10%，为自 2000 年以来（剔除疫情极值）的最低点，主要是受疫情反复、收入预期下降导致地产销售低迷、房企信用风险事件频发等影响。

当前来看，投资增速进一步大幅下行的概率不高。首先，固定资产投资增速和地产投资增速来看，已经创了剔除疫情极值后的 2000 年以来的新低；即使考虑疫情极值，当前的地产投资增速已经接近了，这对投资的负面拉动效应我们认为已经达到了极致。其次，政治局会议不提“房住不炒”，各部委和地方政府不断出台地产放松政策，再加上基建投资增速上行的托底，我们认为后续固定资产投资增速进一步大幅下行的概率较低。

图 4：除竣工稍有回升其余均继续走弱



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 5：房地产开发投资完成额累计同比持续走低



资料来源：华金证券研究所，Wind

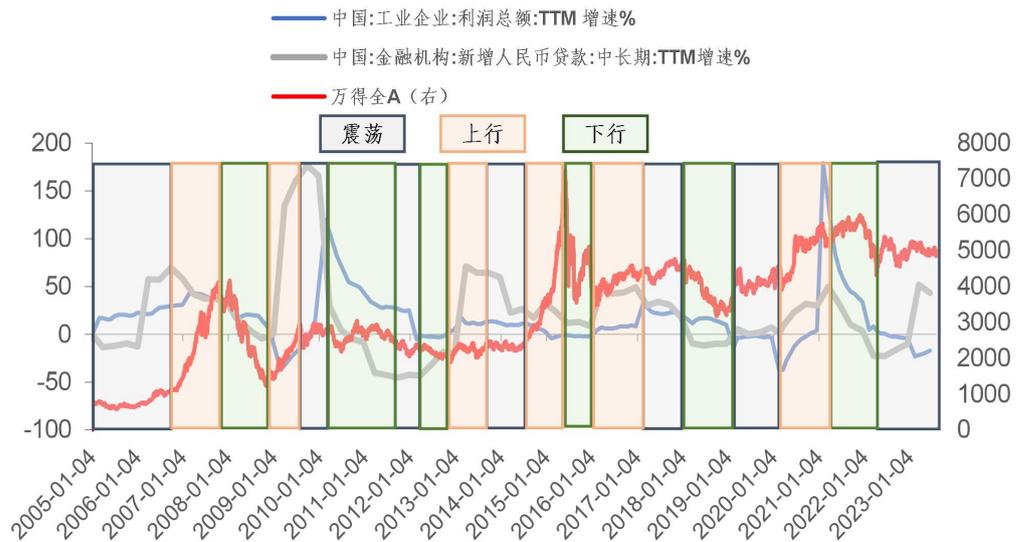
（二）盈利-信用框架显示 A 股当前已处底部区域

1. 盈利、信用的方向而非力度决定市场的走势

盈利、信用的方向决定了市场是上行、震荡还是下行。通过对历史数据的对比，我们认为工业企业利润增速与 A 股的盈利增速趋势一致，中长贷增速也与社融增速基本一致，因此我们将工业企业利润增速和社融增速分别代表盈利和信用两个指标。我们复盘了自 2005 年以来的万得全 A、工业企业利润增速、社融增速的走势，可以看到盈利、信用的方向决定了市场是上行、震荡还是下行：一是，当盈利信用同向且均处于上行周期内，期间市场表现普遍偏强，如 2006/8-2007/10、2008/12-2009/8、2012/11-2013/9、2014/6-2015/4、2016/1-2017/2、2020/2-2021/3。二是，当盈利信用同向且处于下行周期内，期间市场表现大概率偏弱，如：2007/11-2008/11、2010/2-2011/9、2012/4-2012/10、2015/5-2015/12、2018/1-2019/2、2021/4-2022/4。三是，当盈利、信用方向不一致时，期间市场大概率震荡，如：2005/1-2006/7、2009/9-2010/1、2011/10-2012/3、2013/10-2014/5、2017/3-2017/12、2019/3-2020/1、2022/5-至今。

盈利信用框架失效多源于非基本面因素。其中出现较大失效的时期主要在 2012 年与 2014-2015 年期间，均是源于框架外的非基本面因素：（1）2012 年下半年信用上而盈利下，本应为震荡市，但由于基本面偏弱同时对未来政策不确定性有担忧下出现较大回撤；（2）2014/6-2015/4 期间也是盈利下而信用上，本应为震荡市，但在金融创新背景下充裕的微观资金推动市场单边上行。

图 6：盈利信用周期各阶段与期间市场表现存在一定联系



资料来源：华金证券研究所，Wind

2. 当前处于盈利筑底、信用上行阶段，A 股向下空间有限

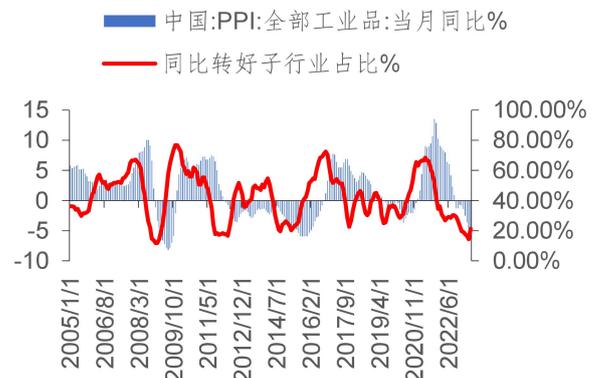
比照复盘，当下可能为盈利探底、信用上行阶段，市场走势应该是偏震荡，当前已处震荡市的下沿。一方面，如我们在报告：《扭转悲观预期的关键是什么？》中所述，当前盈利已经处于筑底阶段：（1）时间规律上，本轮盈利周期已行至末端。历史经验上来看，工业企业盈利周期平均为 40 个月左右，而本轮周期至 2023 年 5 月已经持续 40 个月，故判断二季度盈利筑底结束后有望迎来反弹。（2）领先指标上，一是库存拐点约领先企业盈利拐点 12 个月，本轮去库周期的顶点在 2022 年 4 月，因此判断盈利二季度盈利可能见底。二是国内的 PPI 周期与企业盈利周期基本同步；而在对 PPI 拐点的判断上，当月同比增速环比改善的子行业占比数领先 PPI 增速拐点约 6 个月，其底部在 2022 年 10 月，指向 2023 年二季度 PPI 增速拐点会出现，即二季度可能出现盈利底。另一方面，自 2022 年 5 月见底以来，中长贷增速持续回升，在当前经济存在明显压力的情况下，政策难收紧，信用（中长贷）继续维持上升趋势是大概率。因此，根据盈利信用框架，当前 A 股走势依然是偏震荡；而目前股价和估值均已经处于历史低位，已处震荡市的下沿，除非出现极端的超预期因素，否则市场进一步下行空间有限。

图 7：6 月工业企业利润降幅收窄



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 8：PPI 领先指标拐点领先 PPI 拐点约 6 个月



资料来源：华金证券研究所，Wind

（三）5 大市场指标显示 A 股当前已处历史低位

通过换手率、指数估值、股权风险溢价（ERP）、MA200 日均线以上个股占比、资金流出幅度等 5 个市场指标来看，当前 A 股已经处于历史低位。

1. 换手率处于 6 次大底中第三低水平

当前指数换手率处于历史相对低位。（1）上证综指和上证 50 当前的换手率历史分位数（2005 年以来，下同）分别为 38.2%、28.9%，低于 2005、2008、2020 年市场底时的水平。（2）沪深 300 当前换手率的历史分位数为 19.0%，低于 2005、2008、2016、2020 年市场底时的分位数。（3）中证 500 当前的换手率历史分位数为 17.3%，低于 2008、2016、2020 年市场底时的水平。（4）中证 1000 当前的换手率历史分位数为 16.5%，低于 2016 和 2020 年市场底时的水平。（5）创业板指当前的换手率历史分位数仅为 5.2%，已低于全部 6 大底时的分位数水平。整体来看，多数指数换手率已经处于 6 次大底中第三低的水平，创业板指最低，显示当前市场情绪已经较为低迷。

表 1：历次底部时各指数换手率分位数（2005 年以来）处于低位

低点日期	上证指数	上证 50	沪深 300	中证 1000	中证 500	创业板指
2005/7/11	56.5%	75.4%	67.0%	-	-	-
2008/11/4	58.2%	69.0%	63.3%	-	22.7%	-
2012/12/3	4.1%	22.8%	5.8%	-	2.0%	18.9%
2016/1/28	35.9%	27.2%	33.9%	60.8%	45.0%	58.7%
2018/12/27	11.5%	21.0%	14.7%	7.9%	3.4%	19.9%
2020/3/23	43.9%	35.2%	46.8%	66.9%	53.9%	67.8%
2023/8/17	38.2%	28.9%	19.0%	16.5%	17.3%	5.2%

资料来源：华金证券研究所，Wind

2. 创业板指估值已处 6 次大底中第三低水平

当前指数估值处于已处历次大底时水平，但不是最低。（1）大盘指数估值来看，上证指数、上证 50、沪深 300 当前的 PE-TTM 历史分位数（2005 年以来，下同）分别为 28.0%、27.3%、23.3%，均处于历史低位，已低于 2005 年和 2008 年两次大底时的水平，但仍高于 2012、2016、2018 和 2020 年四次大底时的估值分位数。（2）小盘指数来看，中证 1000、中证 500 以及创业板指当前的 PE-TTM 历史分位数分别为 27.1%、15.4%、3.2%，也处于历史低位，已低于 2016、2020 年大底时的水平；其中创业板指估值分位数仅 3.2%，已处于 6 次大底中第三低的水平，仅略高于 2012 年和 2018 年大底时的水平，显示创业板已经足够便宜。

表 2：历次底部时各指数估值分位数（2005 年以来）处于低位

低点日期	上证指数	上证 50	沪深 300	中证 1000	中证 500	创业板指
2005/7/11	64.4%	63.3%	42.7%	-	-	-
2008/11/4	32.1%	63.5%	38.5%	-	0.4%	-
2012/12/3	6.0%	9.5%	7.6%	-	28.5%	1.3%
2016/1/28	23.7%	7.9%	13.4%	78.9%	65.2%	51.8%
2018/12/27	10.3%	8.1%	10.0%	1.6%	0.1%	0.2%

低点日期	上证指数	上证 50	沪深 300	中证 1000	中证 500	创业板指
2020/3/23	13.5%	7.8%	13.6%	39.2%	21.0%	45.0%
2023/8/17	28.0%	27.3%	23.3%	27.1%	15.4%	3.2%

资料来源：华金证券研究所，Wind

3. 股权风险溢价（ERP）处 6 次大底时第五高水平

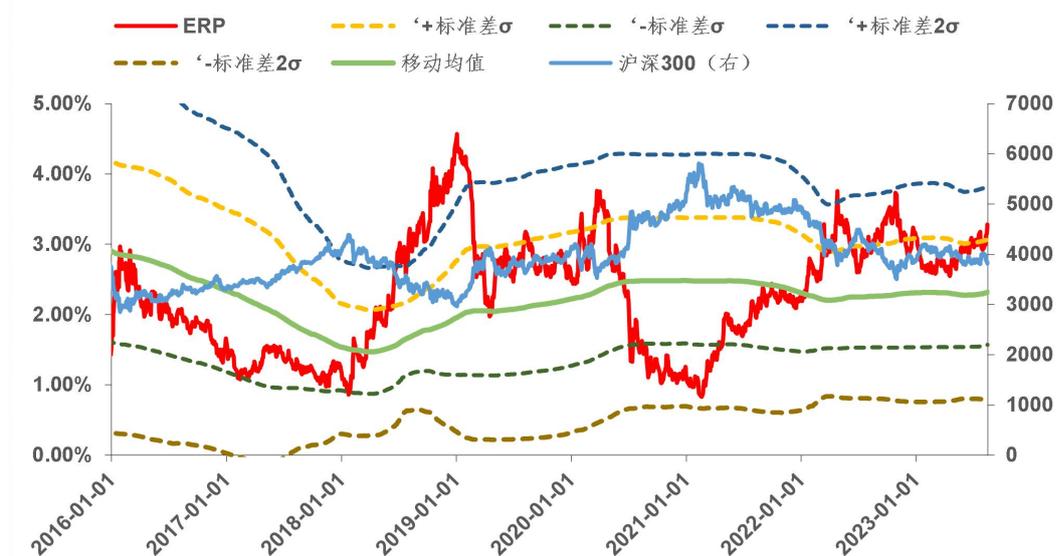
当前股权风险溢价处 6 次大底中的第五高水平，但也是历史高位。股权风险溢价（ERP，股指 PE 的倒数与 10 年期国债收益率的差）反映了股票相对于债券投资的性价比，当 ERP 越高时，则股票的性价比越高。当前来看，ERP 为 3.2%，位于一倍标准与二倍标准差之间，处于相对高位水平；但对比此前大底时的 ERP 来看，当前股权风险溢价仅高于 2016 年市场大底时 3.0% 的水平，均低于 2008（4.5%）、2012（4.9%）、2018（4.4%）、2020（3.8%）年大底时的水平，这显示当前股债性价比已经较高，但离历史底部时的性价比还不足够高。

表 3：历次市场大底时股权风险溢价均处于高位

低点日期	十年期国债收益率	沪深 300 PE-TTM	ERP
2005/7/11	3.3	12.9	-
2008/11/4	3.1	12.4	4.5%
2012/12/3	3.5	9.5	4.9%
2016/1/28	2.9	10.7	3.0%
2018/12/27	3.3	10.2	4.4%
2020/3/23	2.6	10.7	3.8%
2023/8/17	2.6	11.6	3.2%

资料来源：华金证券研究所，Wind

图 9：当前股权风险溢价略高于 1 倍标准差



资料来源：华金证券研究所，Wind

4. 200 日均线以上个股占比处 6 次大底时第五低水平

当前 200 日均线以上个股占比处 6 次大底时第五低水平，已低于 2020 年 3 月市场底时的水平。个股位置来看，当前 200 日均线以上个股占比为 43.4% 左右，明显低于今年 2 月市场表现

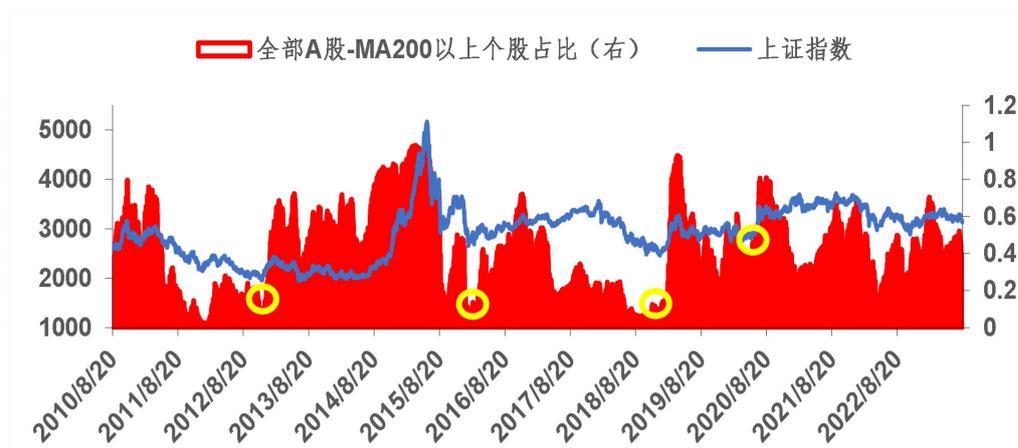
较强时 70%左右的位置，且较上月末 50%的水平也有明显回落，表明当前个股位置已经中性偏低。但对比历次大底来看，当前个股位置仅低于 2020 年 3 月市场底时的水平；还未达到其余几次大底出现时的低位，如 2008 年市场底时，全部 A 股的 200 日均线以上个股占比仅为 0.3%，处于极端低位；2012、2016、2018 年市场底时全部 A 股的 200 日均线以上个股占比均未超过 10%，也处于极低水平。

表 4：历次市场大底时 200 日均线以上个股占比均处于低位

	上证指数	创业板指	全部 A 股-MA200 以上个股占比%	创业板-MA200 以上个股占比%
2005/7/11	-	-	-	-
2008/11/4	1706.7	-	0.3%	-
2012/12/3	1959.8	593.7	6.0%	3.2%
2016/1/28	2655.7	1906.5	6.3%	6.9%
2018/12/27	2483.1	1248.1	7.4%	5.1%
2020/3/23	2660.2	1827.1	40.1%	45.6%
2023/8/17	3163.7	2147.1	39.4%	43.4%

资料来源：华金证券研究所，Wind

图 10：当前 200 日均线以上个股占比仍高于历次底部时的水平



资料来源：华金证券研究所，Wind

5. 资金流出幅度远未达到 6 次大底时的水平

当下资金流出幅度还远未达到 6 次大底时的水平。资金的流向及幅度往往能较好地反应市场的情绪的变化。我们观察融资及沪深股通资金的变动情况。本次下行阶段若以 2023/5/9 作为开始时间（上证综指点位为 3357.67），则至 2023/8/17 日（上证综指点位为 3163.74）融资、外资流出幅度和速度还远未达到历次大底时的水平：一是历次大底形成前，市场下行时间跨度较长，平均调整天数在 271 天左右，当前仅为 100 天。二是历次大底形成前融资流出幅度在 500 亿以上，融资日均流出达 20 亿左右；而当前日已流出 389 亿，日均流出仅-3.9 亿元。三是外资变动参考意义不大，历史经验来看并无规律可循，如 2018 年 6 月 A 股纳入 MSCI 指数正式生效使得 2018 年大底形成前外资大幅流入 2566 亿，但 2016 年及 2020 年两次大底形成前外资均出现净流出。

表 5: 历次大底形成前融资和外资均大幅流出

开始日期	结束日期	融资余额变动 (亿元)	外资净流入 (亿元)	调整时间 (天)	融资余额日均 变动量 (亿 元)	外资净流入日 均变动量 (亿元)
2004/4/9	2005/7/11	-	-	458	-	-
2007/10/19	2008/11/4	-	-	382	-	-
2012/5/7	2012/12/3	253.26	-	210	1.206	-
2015/6/12	2016/1/28	-13076.1	-238.6	230	-56.9	-1.0
2018/2/2	2018/12/27	-2974.9	2566.1	328	-9.1	7.8
2020/3/5	2020/3/23	-518.5	-818.0	18	-28.8	-45.4
2023/5/9	2023/8/17	-389.4	46.3	100	-3.9	0.5

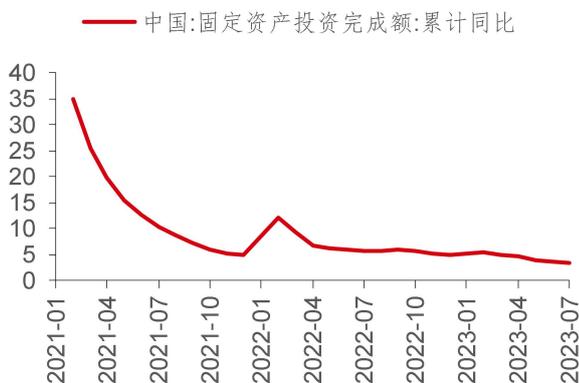
资料来源：华金证券研究所，Wind（注：表中调整时间天数为自然日）

二、本周策略：震荡筑底，逢低布局优质个股

1. 分子端：经济修复仍偏弱，A 股盈利延续弱修复

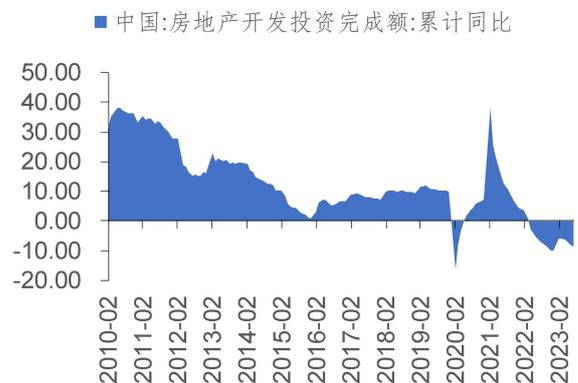
7 月投资数据偏弱，消费端有所回暖。投资方面来看，据统计局近期公布的数据显示，1-7 月份，全国固定资产投资（不含农户）**285898 亿元**，同比增长**3.4%**，较上月**3.8%**水平有所下行，房地产继续成为投资拖累，同时基建、制造业投资增速有所转弱。消费方面，7 月社会消费品零售总额**36761 亿元**，同比增长**2.5%**，环比下降**0.06%**，除汽车以外的消费品零售额**32906 亿元**，增长**3.0%**。7 月经济运行整体较为疲弱，工业、消费、投资、出口等领域增速普遍放缓，可能受疫情反复以及极端天气多方面因素影响。后续来看，积极稳妥推进房地产政策调控，统筹兼顾各方面需求能有效支撑投资端回暖。且从内需来看，消费整体情偏弱，但消费市场恢复态势仍在持续。预计 8 月之后，逆周期调节作用将进一步显现，经济将在波动中企稳回升。生产端、投资和消费需求都将得到一定改善。

图 11: 固定资产投资完成额增速持续下降



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 12: 地产端投资增速仍在下行



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 13：2023 年 7 月份社会消费品零售总额主要数据

2023年7月份社会消费品零售总额主要数据				
指标	7月		1—7月	
	绝对量	同比增长	绝对量	同比增长
	(亿元)	(%)	(亿元)	(%)
社会消费品零售总额	36761	2.5	264348	7.3
其中：除汽车以外的消费品零售额	32906	3.0	238083	7.5
其中：限额以上单位消费品零售额	13762	0.3	98982	6.4
其中：实物商品网上零售额	-	-	69856	10.0
按经营地分				
城镇	31920	2.3	229452	7.3
乡村	4841	3.8	34897	7.7
按消费类型分				
餐饮收入	4277	15.8	28606	20.5
其中：限额以上单位餐饮收入	1116	10.9	7365	21.4
商品零售	32483	1.0	235742	5.9
其中：限额以上单位商品零售	12646	-0.5	91617	5.3
粮油、食品类	1431	5.5	10595	4.9
饮料类	243	3.1	1674	1.3
烟酒类	391	7.2	3035	8.4
服装、鞋帽、针纺织品类	961	2.3	7776	11.4
化妆品类	247	-4.1	2315	7.2
金银珠宝类	218	-10.0	1905	13.6
日用品类	566	-1.0	4305	4.2
体育、娱乐用品类	91	2.6	676	9.4
家用电器和音像器材类	726	-5.5	4993	0.0
中西药品类	509	3.7	3820	10.1
文化办公用品类	305	-13.1	2199	-5.3
家具类	126	0.1	811	3.2
通讯器材类	447	3.0	3651	4.0
石油及制品类	1974	-0.6	13333	6.2
汽车类	3855	-1.5	26265	5.5
建筑及装潢材料类	122	-11.2	853	-7.3

资料来源：华金证券研究所，国家统计局

中报业绩披露情况来看，公用事业、交运、社服等行业盈利增速较高。（1）截至 2023 年 08 月 20 日，全部 A 股共 2564 家公司公布了 2023 年中报实际业绩/业绩快报/业绩预告，全 A 披露率为 48.77%，其中主板、创业板、科创板、北证的披露率分别为 59.51%、32.09%、34.89%、27.44%；可比口径下，盈利同比增速中正增长占比分别为 55.39%、55.85%、55.73%、59.32%。

（2）从上市板来看，整体法口径下，全部 A 股 2023 年 H1 盈利同比增速为-8.34%，较 2021 和 2022 年盈利均值增长-1.98%；主板、创业板、科创板、北证盈利增速（对比 2022 年）分别为-9.88%、10.83%、-12.59%、-05.9%，较 2022 和 2021 年中报盈利均值分别增长-2.71%、4.95%、3.25%、-2.01%。（3）从行业层面来看，公用事业（265.47%）、交通运输（224.05%）、社会服务（149.11%）、汽车（92.71%）、建筑装饰（84.87%）等盈利同比增速(对比 2021 年)较高；

社会服务（210.32%）、电力设备（86.88%）、公用事业（83.95%）、家用电器（49.85%）、汽车（45.07%）等盈利增速（对比 2020 和 2021 年均值）较高。

图 14：中报披露情况显示公用事业、交运、社服等行业盈利同比增速较高

上市板	有预告或已公布年报公司数	披露率	盈利同比正增长公司数	盈利同比正增长占比	盈利同比增速（对比2022）	盈利增速（对比2021和2022年均值）
全部A股	2564	48.77%	1424	55.63%	-8.34%	-1.98%
主板	1893	59.51%	1048	55.39%	-9.88%	-2.71%
创业板	420	32.09%	234	55.85%	10.83%	4.95%
科创板	194	34.89%	107	55.73%	-12.59%	3.25%
北证	59	27.44%	35	59.32%	-5.89%	-2.01%
行业	有预告或已公布年报公司数	披露率	盈利同比正增长公司数	盈利同比正增长占比	盈利同比增速（对比2022）	盈利增速（对比2021和2022年均值）
公用事业	76	59.38%	53	69.74%	265.47%	83.95%
交通运输	61	48.41%	35	57.38%	224.05%	26.91%
社会服务	54	70.13%	47	87.04%	149.11%	210.32%
汽车	134	48.38%	103	76.87%	92.71%	45.07%
建筑装饰	71	41.76%	43	60.56%	84.87%	-15.11%
商贸零售	68	65.38%	46	67.65%	48.73%	26.57%
家用电器	44	48.89%	32	72.73%	39.86%	49.85%
非银金融	49	55.68%	42	85.71%	39.54%	12.75%
电力设备	167	46.26%	110	65.87%	38.86%	86.88%
传媒	58	44.62%	35	60.34%	33.52%	-8.32%
美容护理	17	53.13%	13	76.47%	33.27%	27.97%
农林牧渔	66	60.00%	35	53.03%	22.51%	-1233.57%
食品饮料	70	56.45%	50	71.43%	18.70%	25.76%
计算机	154	44.51%	88	57.52%	14.16%	-12.64%
纺织服装	62	55.36%	40	64.52%	10.91%	-13.83%
通信	67	50.38%	41	61.19%	10.02%	18.18%
国防军工	56	41.48%	32	57.14%	8.36%	0.63%
环保	49	35.77%	27	56.25%	0.49%	6.17%
银行	7	16.67%	6	85.71%	-0.10%	5.97%
机械设备	216	39.49%	133	61.57%	-1.62%	1.18%
房地产	71	65.14%	35	49.30%	-11.52%	-69.95%
医药生物	212	43.44%	136	64.15%	-22.75%	-12.89%
石油石化	34	73.91%	12	35.29%	-27.01%	-10.90%
轻工制造	77	48.43%	41	53.25%	-28.92%	-61.59%
煤炭	22	57.89%	5	22.73%	-30.50%	-9.36%
有色金属	74	53.62%	21	28.38%	-43.04%	-21.40%
建筑材料	45	58.44%	20	44.44%	-50.21%	-50.13%
电子	211	45.57%	67	32.06%	-50.94%	-55.30%
基础化工	229	56.97%	59	25.76%	-60.82%	-56.58%
钢铁	29	64.44%	7	24.14%	-117.69%	-109.04%
综合	14	63.64%	9	64.29%	-429.98%	-4875.28%

资料来源：华金证券研究所，Wind（注：数据提取自 2023/8/20）

2. 流动性：宏观流动性维持宽松，外资流出压力上升

宏观流动性角度，美国通胀压力仍在，国内流动性保持宽松。（1）海外方面来看，非农数据缓和但美联储表态偏鹰，加息压力仍在。首先，美国非农就业增幅逐渐趋于平稳，7月失业率小幅下降至 3.5%（前值为 3.6%），美国十年期国债收益率小幅上升至 4.25%，总体从市场反应看该数据对紧缩预期有一定缓和。此外，美国制造业和服务业分化明显，由于劳动力市场的结构性紧缺，导致目前美国制造业景气度偏弱，而服务业偏强的分化仍然明显，7月美国制造业 PMI 为 46.4，弱于预期的 46.8，7月非制造业 PMI 为 52.7，虽然比预期值略低，但非农结构上仍然体现为服务业就业强于制造业。最后，从近期美联储的会议纪要中来看，多数美联储官员担心通胀上行风险仍在，可能需要采取进一步的紧缩行动，表态偏鹰，但从 CME 预测角度，9月不加

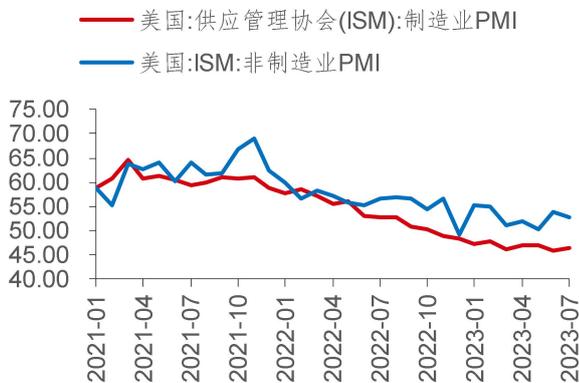
息概率仍维持在 90%左右，后续应持续关注有关政策动向。(2) 国内方面，近期货币政策表现积极，宏观流动性维持宽松。首先，继 6 月政策利率下调 10 个基点之后，8 月 7 天期逆回购利率、MLF 利率再分别下调 10 个基点和 15 个基点。且本次时隔两月的降息超出市场普遍预期，逆周期调节政策仍在发力，向市场释放积极信号，后续来看有望缓解信贷错配，降低企业融资成本。其次，MLF 的下调也带动了 LPR 同步调降，1 年期 LPR 降至 3.45%，有利于提振地产端需求，进一步促进房地产复苏回暖。

图 15: 据 CME 预测美联储 9 月暂停加息概率为 89%

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	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%	89.0%	11.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	63.9%	33.0%	3.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	59.7%	29.0%	2.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	21.3%	52.1%	22.5%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	10.2%	34.2%	39.7%	13.9%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.6%	22.4%	37.0%	26.5%	7.4%	0.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	16.5%	31.9%	30.2%	14.1%	3.0%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%	12.7%	27.3%	30.7%	18.9%	6.3%	1.0%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.2%	2.1%	10.1%	23.5%	29.8%	22.0%	9.6%	2.4%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.4%	7.1%	18.4%	27.4%	25.0%	14.3%	5.1%	1.1%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.9%	4.9%	14.1%	24.0%	25.9%	18.3%	8.6%	2.6%	0.5%	0.1%	0.0%

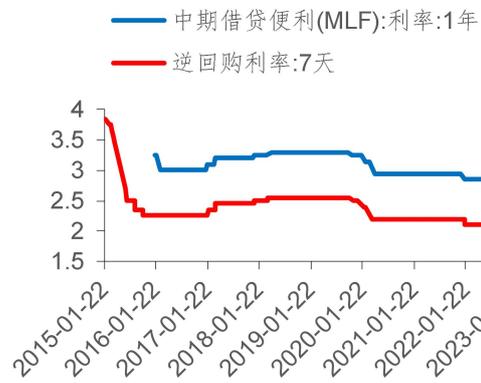
资料来源：华金证券研究所，CME FedWatch Tool（注：数据截取于 2023/8/19）

图 16: 美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 出现分化



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 17: 逆回购利率及 MLF 利率再次下调

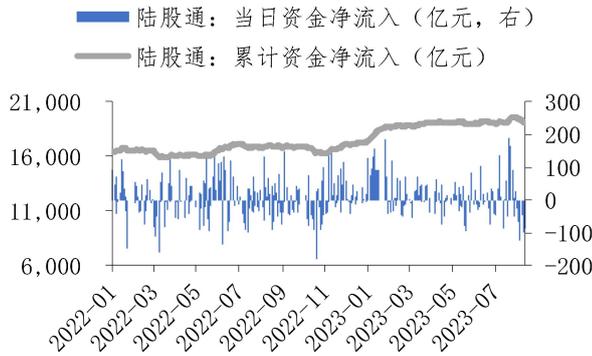


资料来源：华金证券研究所，Wind

微观流动性角度，当前外资流出压力上升，后续可能弱修复。(1) 本周陆股通连续五天均为净流出，共流出 291.16 亿，结合上周来看为连续 10 天净卖出，创历史最长连续净卖出天数纪录；其中 8 月 15 日当天，北向资金大幅流出近 100 亿（97.73 亿），是继上周 8 月 11 日之后的第二次大幅流出；主要原因可能是对国内经济预期偏悲观、人民币汇率出现贬值压力所致。行业上，本周所有中信一级行业外资均呈净流出趋势，其中食品饮料（-3474.94 亿元）、电新（-3003.73 亿元）流出居前两位。后续来看，外资长期流入依然看的是国内基本面，中期看的是海外的流动性，这两个因素均是偏正面的，因此中长期外资流入的趋势不变；我们由此判断，外资短期大幅流出后可能面临弱修复。(2) 本周融资净流出 16.88 亿，环比上周流出 26.96 亿降幅有所收窄。整体来看，市场持续筑底下情绪偏弱，但对比 6 月末单周融资余额下降超百亿的水

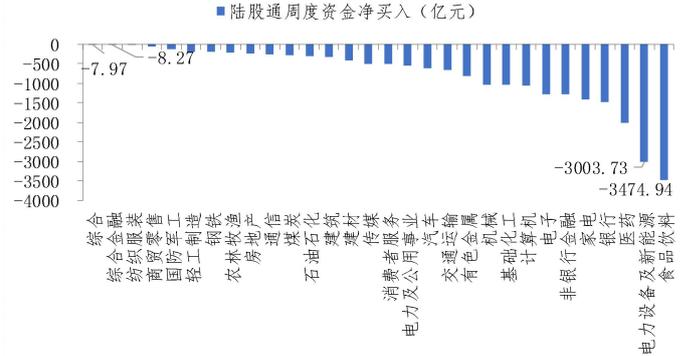
平仍有明显好转。后续来看融资持续下行空间有限，或将随政策落地显效有所修复。(3) 本周新成立偏股基金份额偏弱，为 29.93 亿，较上周有明显好转，环比上行 51.15%。基金净值低仍是新发基金偏弱的核心原因。但从中长期来看，居民储蓄配置权益资产的长期趋势不变，且证监会近日发布的相关利好政策有望逐步落地，带动新发基金规模上行，市场企稳回升后，新发基金有望出现弱修复。

图 18: 8 月以来外资呈大幅流出趋势



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 19: 本周外资净流出食品饮料、电新行业较多



资料来源：华金证券研究所，Wind

3. 风险偏好：经济和汇率偏弱压制情绪，但政策可能提升风险偏好

经济基本面和人民币汇率偏弱，但政策预期上行改善风险偏好。(1) 近期经济数据和人民币汇率仍偏弱，市场情绪有所压制。一是，当前宏观经济数据大多不及预期，7 月数据仍较为低迷，总量收缩，结构不佳。二是，在美元指数近期不断攀升的情况下（8 月份至今，美元指数已累计上涨约 1.51%），叠加国内基本面还未企稳，人民币汇率表现也偏弱。然而，从中长期维度来看，国内经济好转和人民币汇率企稳的确定性仍在。首先，在逆周期调节政策不断发力的情况下，当前国内基本面好转空间充裕，且底部信号已经较为明显，后续扭转可期。其次，随着美国通胀率的下行，美联储大概率不会继续激进地加息，加息周期可能接近尾声，支撑美元大幅走升的因素难以持续，人民币汇率企稳的确实性较高。(2) 政策有望不断出台落地提振风险偏好。一是，在近期央行发布的《2023 年第二季度中国货币政策执行报告》指出下阶段人民银行将加大宏观政策调控力度；二是，近期证监会就活跃资本市场、提振投资者信心推出一系列利好政策，如：将加强监管股东违规减持，维护资本市场秩序、加大各类中长期资金引入力度等积极政策进一步优化资本市场格局。对政策端的预期上升有望支撑后续市场风险偏好回暖。

4. 行业配置：关注券商、次新、TMT、医药、新能源等行业

当前来看，根据历史复盘经验，缩量筑底期间产业趋势上行的 TMT 和低估值稳定类行业（银行、非银、地产、交运）占优。(1) 产业趋势仍处于上行区间的 TMT 仍然占优。近期，人工智能相关的算力，算法，应用不断催化。重量级大模型以及高性能芯片不断发布，加速模型功能和硬件算力的提升，人工智能在各个领域的应用不断扩张。例如：在能源领域，在高算力新需求下，为应对未来数据中心建设高耗能、高耗水、运维复杂等挑战，华为基于技术创新和绿色实践，打造出绿色智能数据中心，引领产业低碳、智能化升级；电力模块 3.0 通过部件融合和关键节点优化，节省占地 40%。以及 AI 加持降低数据中心能耗 8%-15%，资源智能匹配，提升资源利用率

20%+。在医药领域，全国首个公开发布的中医 GPT—“聪宝素问”，在第九届中国中医药信息大会上正式上线 2.0 版本，中医与人工智能的结合，一方面通过持续优化算法和安全机制，形成可控的生成式大模型，另一方面帮助大语言模型更好地理解中医理论知识，面对中医类问题时能够有效推理。人工智能在各个领域加速落地，产业周期仍在上行，调整后仍具备配置价值。(2) 极度缩量筑底期间低估值稳定类行业相对抗跌，仍可逢低配置。当下估值低、偏稳定的行业建议关注银行 2.3%，2005 年以来市盈率分位数，下同)、电气设备 (3.0%)、交通运输 (10.0%) 等行业。

政策导向角度，券商、次新股等板块有望受益。(1) 两个方面可能提升券商估值：一是放松券商资本限制、降低融资保证金率、中证 1000ETF 期权等金融衍生品工具创设等将直接提升券商的盈利预期，券商估值可能上升；二是政策总体上目的是活跃资本市场、提振投资者信心，A 股成交额有望上升提升券商盈利水平，另外二级市场活跃后券商相关的投行业务也有望受益。(2) IPO 和再融资节奏放缓对次新股板块有利。在问答中证监会明确表态控制 IPO 和再融资节奏，短期新股发行量可能有所下滑，优质次新股稀缺性上升，可能会受到场内存量资金配置的青睐。

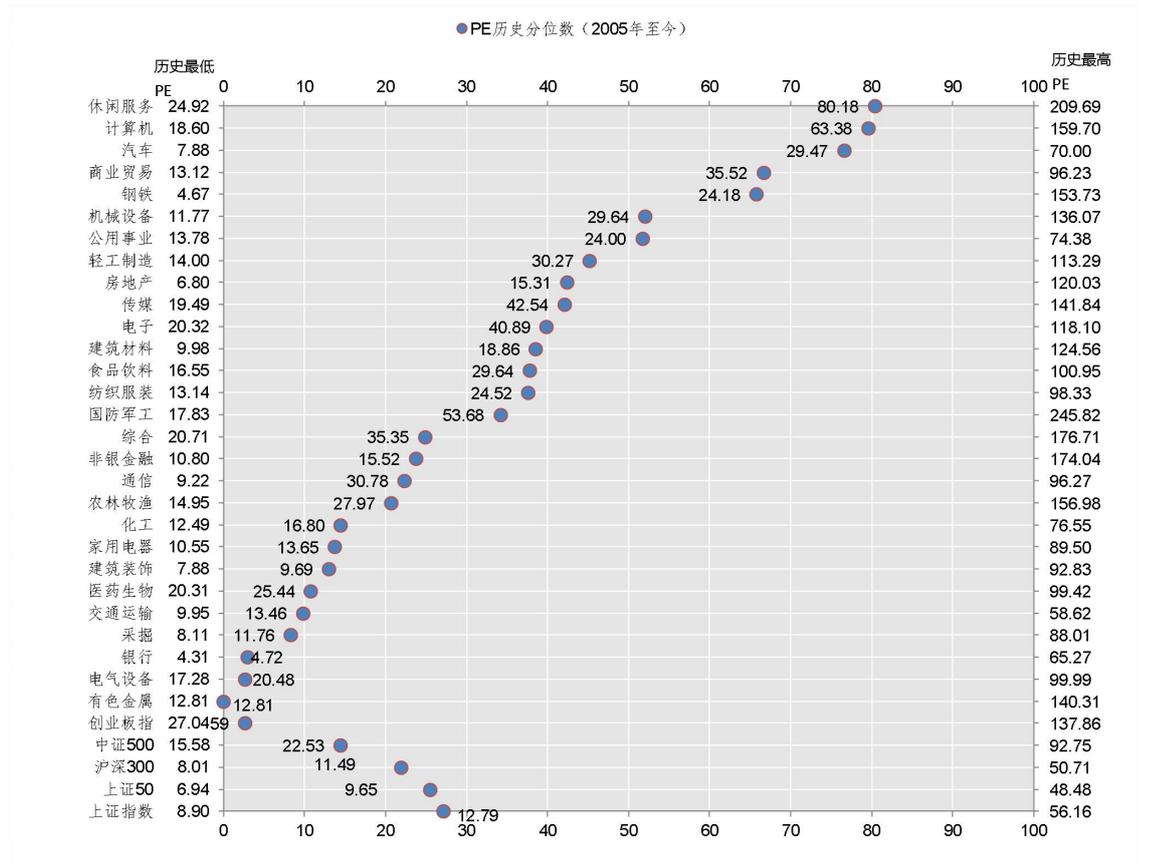
图 20：当前月度 IPO 数量相对稳定



资料来源：华金证券研究所，wind

超跌后的医药、新能源也值得逢低配置。(1) 受医药反腐败影响，医药板块出现较大的调整，已行至历史估值低位；但由于供需关系稳定，尤其是社会老龄化趋势日渐明显，需求刚性下有望维持平稳增长。长期来看，对医疗领域腐败问题的集中整治让医药行业销售成本大幅度下降，有望提升行业集中度和盈利水平。(2) 新能源受原材料价格下行以及供需结构调整的影响，目前处于估值低位。后续来看，首先从政策支持方向来看：为扩大新能源汽车消费，促进乡村全面振兴，到 2025 年，浙江全省将累计建成充电桩 230 万个以上、乡村不少于 90 万个，其中建成公共充电桩 12 万个、乡村不少于 2 万个，满足 400 万辆以上新能源汽车充电需求；新能源汽车年销量达到 100 万辆以上，建成新能源汽车维保服务网点超 500 家；全省车桩比降至 1.5:1。(3) 中报业绩角度来看，盈利继续由上游向中下游转移，机械、电力、设备、汽车、公共事业等行业盈利增速显著回升。因此，建议关注超跌后新能源板块的配置机会。

图 21：当前电气设备、银行、交通运输等行业估值偏低



资料来源：华金证券研究所，Wind

三、风险提示

历史经验未来不一定适用，政策超预期变化，经济修复不及预期。

分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn