



## 宏观专题

# 东方欲晓

## ——渐行渐近的“市场底”

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

### 联系人

戴琨

资格编号: S0120123070006

邮箱: daikun@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点:

- **“政策底”确认后，“市场底”正逐渐走实：**年初以来，A股走势较为波折，其背后是预期与现实的不断拉锯。站在当前位置，基于本文聚焦于赔率-胜率-资金面的分析，我们认为“市场底”已在逐步夯实的进程中，投资者或许可以对四季度及明年的权益市场更加乐观一些。
- **高赔率已确定：**首先，当前全A ERP仍在高位，由于其均值回归的特性，ERP显示市场加速下跌的可能性已然不大。同时，横向比较来看，A股相对美股也已经走到了相对便宜的位置，中美ERP之差已经来到历史高位。**高赔率+低热度**共同构成了较强的安全边际，显示A股是性价比较高的资产，在交易层面并不拥挤，具备较高的大类资产配置价值。
- **胜率拐点亦渐近：**1) **现实层面：**强政策环境已经促成了经济数据的边际好转，同时也确保了市场情绪虽弱但还不至于极度悲观。同时，对于股市本身而言，“活跃资本市场”仍是中长期的政策基调。2) **预期层面：**当前经济修复仍然处在内生动能修复期，回升态势需要不断巩固和加强，对四季度和明年的政策预期仍强，对于股票这种重预期的资产将形成进一步支撑，汇金10月11日的增持行为已向市场释放平准或“准平准”可能存在的信号，而中美关系近期也在边际上出现了一定的回暖预期，当前重点关注后续的宽财政预期及对应的拐点性事件。
- **待资金合力破局：**1) **内资方面，**A股的资金供求关系边际改善，资金需求端已有所收敛。而对于资金供给端，内资力量尚待形成合力，当前的亮点在于，一是**杠杆资金力量并不弱；二是被动指数型基金对资金面的支撑较强。**同时，年内市场对**ETF基金的净申购同样保持较高热情。**2) **外资方面，**北向资金对A股的边际影响可能仍强，但已经有减弱的迹象。由于国内基本面处于阶段性底部，叠加美债利率走高制约，人民币汇率近期承压，北向资金近期的大幅流出有其客观因素在，但对中国经济长期问题的片面理解和转型问题的认知错位也是外资在短期内低配中国的重要原因。**边际定价权的回归取决于北向和其余外资对于中国经济长期性问题和部分风险事件的认知纠偏，规模性回流或提示市场拐点。**
- **行业配置思路：结构上，建议逐渐重赔率，轻趋势：**1) 首先重点关注**低估品种、错杀品种**的估值回归；2) 同时兼顾**筹码结构**，尤其要关注**北向敞口**风险已释放较充分或**风险暴露较小**的行业；3) 名义库存拐点初现、实际库存继续去化，关注**库存周期逻辑支撑下的顺周期资产修复**，重点关注**整体低估低配的大消费板块以及部分出口链条**，优选**细分子行业**；4) 在由**胜率交易范式向赔率交易范式**的调整过程中，建议投资者仍可以保留一部分**优质的红利类资产**作为底仓；5) 在中长期内仍应当关注**泛科技行业**，短期警惕个别主题交易的高拥挤风险。此外，随着节后**Q3业绩预告**高峰期临近，关注相关业绩指引，其中的超预期部分仍可能带来不错的交易机会。
- **风险提示：**内外需不确定性仍存；政策强度不及预期；地缘政治风险加剧。

## 内容目录

1. “政策底”确认后，“市场底”正逐渐走实 .....	5
2. 高赔率已定，胜率拐点渐近 .....	6
2.1. A股目前已具有较强的安全边际 .....	6
2.2. 宏观胜率的拐点也越来越近 .....	8
2.2.1. 现实层面：强政策环境下，经济边际改善 .....	8
2.2.2. 预期层面：政策预期仍强，重点关注宽财政 .....	10
3. 资金合力是破局关键 .....	11
3.1. 内资供求关系边际改善 .....	11
3.2. 外资回流或提示拐点 .....	13
4. 行业配置思路 .....	15
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

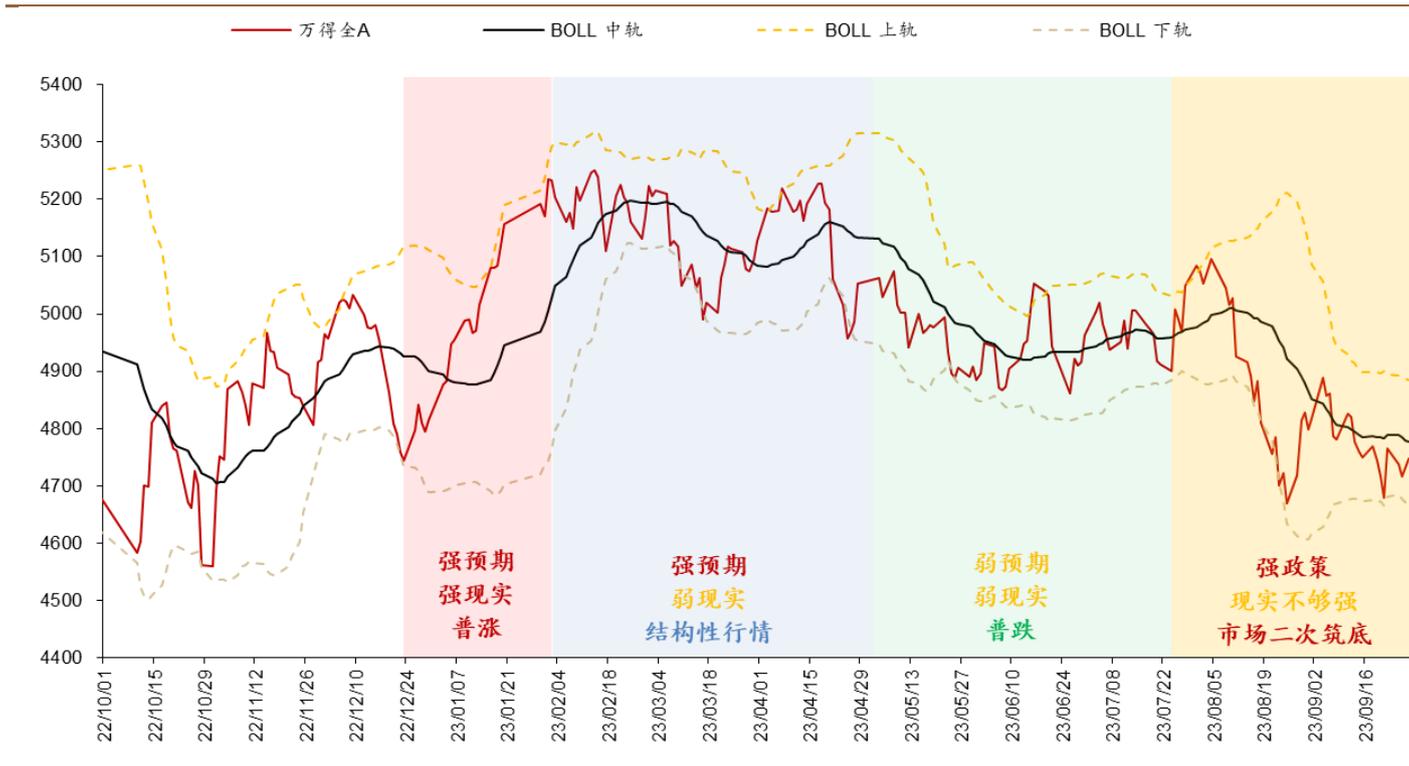
图 1: 今年以来权益市场走势.....	5
图 2: 基于 PE (TTM) 倒数计算的全 A ERP.....	6
图 3: 基于股息率计算的全 A ERP .....	6
图 4: 中美 ERP 之差 (基于股息率计算) .....	7
图 5: 基于 PE (TTM) 倒数计算的全 A ERP.....	7
图 6: 基于股息率计算的全 A ERP .....	7
图 7: 724 政治局会议前后部分政策信息时间轴.....	8
图 8: PMI 回升至扩张区间 .....	9
图 9: 制造业 PMI 及主要分项 (%) .....	9
图 10: “活跃资本市场”相关政策梳理.....	9
图 11: 今年财政支出较为谨慎.....	10
图 12: 近年来中央财政是新增赤字的主要承担者 (亿) .....	10
图 13: 重要股东净减持被压制在年内低位 .....	11
图 14: IPO 节奏近期放缓 .....	11
图 15: 再融资也在同步放缓 .....	11
图 16: 再融资中的增发项放缓明显 .....	11
图 17: 公募新发处于底部修复区间 (亿) .....	12
图 18: 公募仍面临着下半年较强的负债端压力 .....	12
图 19: 杠杆资金力量并不弱 .....	12
图 20: 被动指数型基金在偏股基金中占比有所提升 .....	12
图 21: 年内 ETF 基金净申购热度较高 .....	13
图 22: ETF 净申购行为表现较为逆市 .....	13
图 23: 近期北向日度净流入与大盘涨跌相关性较高 .....	13
图 24: 北向资金 60 日滚动累计净流出来到历史极端水平 .....	13
图 25: 中国主权债 CDS 与北向进出 .....	14
图 26: 中国经济政策不确定性指数 (EPU) 与北向进出 .....	14
图 27: 人民币汇率与美元指数走势 .....	14
图 28: 前后排基金年初至今业绩差距并不大 (%) .....	15
图 29: 下半年行业轮动再加速.....	15
图 30: 北向持仓在自由流通市值中占比变动 (08/01-09/28) .....	16
图 31: 主动偏股基金 22Q4 及 23H1 行业配置比例.....	16
图 32: 主动偏股基金行业持仓相对全 A 超/低配 .....	16

图 33: 工业产成品名义库存拐点初现、实际库存继续去化.....17

## 1. “政策底”确认后，“市场底”正逐渐走实

年初以来，A股走势较为波折，其背后是预期与现实的不断拉锯。在经历了年初至春节前的普涨行情（“强预期”+“强现实”）以及春节后至5月初的结构性情（“弱预期”+“弱现实”）后，预期与现实的拉锯逐渐同向，AI引领的对科技浪潮远景的题材交易也偃旗息鼓，A股迎来预期与现实的双转弱，市场开始走向回调。在这一进程中，7月中下旬以来的稳增长组合拳与“活跃资本市场”政策轮番发力，强政策环境助力市场在短期走出一波幅度不小的反弹，但随后再度转为弱势，市场开启二次筑底进程。

图1：今年以来权益市场走势



资料来源：Wind，德邦研究所；BOLL带参数=（20DMA，±2std），数据截至2023/09/28。

“政策底”确认后，“市场底”正逐渐夯实。回过头看，7月24日召开的中央政治局会议提出“要加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强”。自724政治局会议召开以来，各重点领域政策信息频出、政策密度较大，“政策底”得到确认，这也同时为大盘带来了两个交易周的上涨。但“政策底”归根结底只是政策发力下市场预期和市场情绪的脉冲，而基本面与市场预期的角力才决定了后续底部的位置，这也“市场底”滞后于“政策底”出现的主要原因，而其间的时间长短则因现实经济金融环境的不同而各不相同。由于本轮政策底附近还叠加了诸如医疗反腐、信托暴雷、碧桂园债务违约、美国对华科技投资禁令等一系列或大或小的利空，大盘在短暂上涨后再度大幅回撤，进入二次筑底过程。

但站在当前位置，基于本文聚焦于赔率-胜率-资金面的分析，我们认为，伴随着经济内生动能的自我修复，多项经济数据其实已经迎来了明确的边际改善，同时，叠加前期稳增长组合拳效能在年内持续释放，“市场底”已在逐步夯实的进程中，投资者或许可以对四季度及明年的权益市场更加乐观一些。

## 2. 高赔率已定，胜率拐点渐近

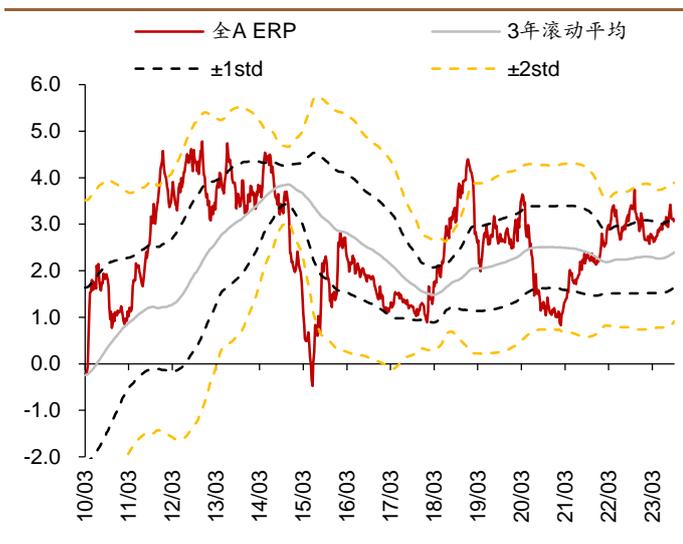
熬底部，需要耐心也更需信心，其背后是观望者们和做空力量与多头的博弈，在这一蓄势过程中需要及时扭转悲观的情绪惯性。在近期报告《“观望”与“蓄势”》中，我们指出，近期市场表现纠结的背后是“观望”、也是“蓄势”，因仍处在市场底部反弹前夕合理的混沌期，“是否还有最后一跌”的迷思对多头力量形成了一定掣肘，但中秋国庆双节后这部分较悲观的情绪惯性或有望得以扭转，真正的“市场底”或已渐近。从基本的赔率-胜率视角来看：

### 2.1. A股目前已具有较强的安全边际

首先，当前全 A ERP 仍在高位，由于其均值回归的特性，ERP 显示市场加速下跌的可能性已然不大，但需要注意的是，两种 ERP 均未触及通道极值，磨底过程中的下行风险仍存。

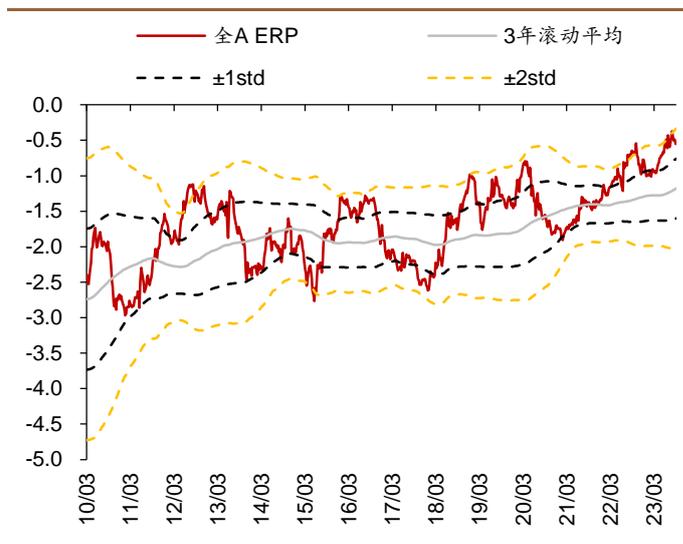
具体而言，在滚动 3 年视角下，截至节前最后一个交易日（09/28），全 A ERP 较前一周小幅回升，权益市场整体风险偏好边际回落。以万得全 A PE（TTM）倒数-10 年国债到期收益率衡量的 ERP 录得 3.09%，较前一周的 3.06% 小幅回升，目前接近 3YMA+1std 上沿；而以万得全 A 股息率-10 年国债到期收益率衡量的 ERP 录得-0.54%，较前一周的-0.55% 同样小幅回升，目前低于 3YMA+2std 上沿。

图 2：基于 PE（TTM）倒数计算的全 A ERP



资料来源：Wind，德邦研究所

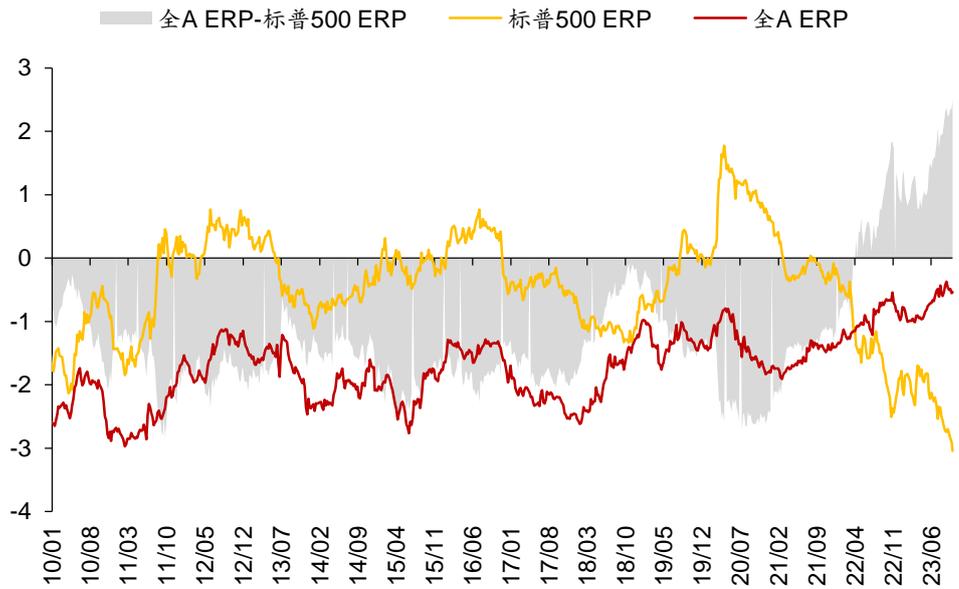
图 3：基于股息率计算的全 A ERP



资料来源：Wind，德邦研究所

同时，横向比较来看，A 股相对美股也已经走到了相对便宜的位置，中美 ERP 之差已经来到历史高位。截至 09/28，基于股息率计算的中美 ERP 之差录得 2.50%，较前一周反弹，已超过 05 年以来的历史极值 2.41%，中美 ERP 差值继续大幅上冲的空间或已不大，这也意味着 A 股距离阶段性底部可能已然不远。

图 4：中美 ERP 之差（基于股息率计算）



资料来源：Wind，德邦研究所；中美无风险利率分别取 10 年国债收益率与 10 年美债收益率。

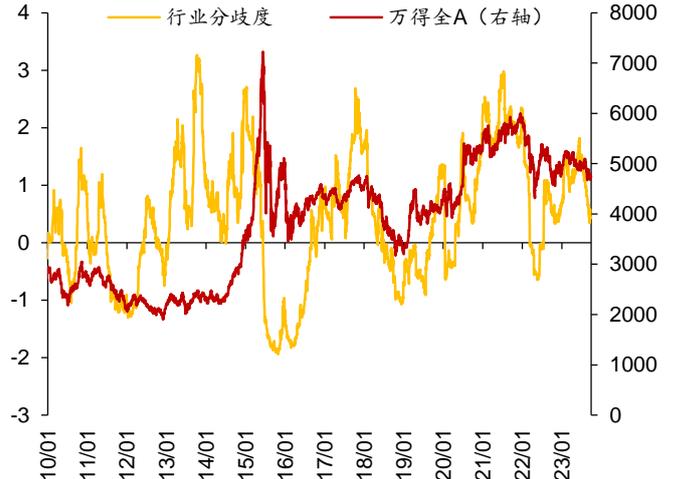
其次，从情绪和交易层面看，当前阶段全 A 市场热度渐冷，同时分歧有限，盘面热点较为匮乏，高赔率+低热度共同构成了较强的安全边际，显示 A 股是性价比较高的资产，在交易层面并不拥挤，具备较高的大类资产配置价值。具体而言，一是交易渐冷，市场热度接近 20 年年初的水平，处于 2010 年以来 27% 的分位数位置，市场交投热情明显不足；二是行业分歧度整体处在下行通道中，接近 22 年 12 月中旬的水平，处于 2010 年以来 47% 的分位数位置，各行业间的绝对收益差距并没有明显拉开，或显示目前盘面并未出现有较高持续性的题材或板块，短期内多为游击式的轮动交易。

图 5：基于 PE (TTM) 倒数计算的全 A ERP



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：基于股息率计算的全 A ERP



资料来源：Wind，德邦研究所

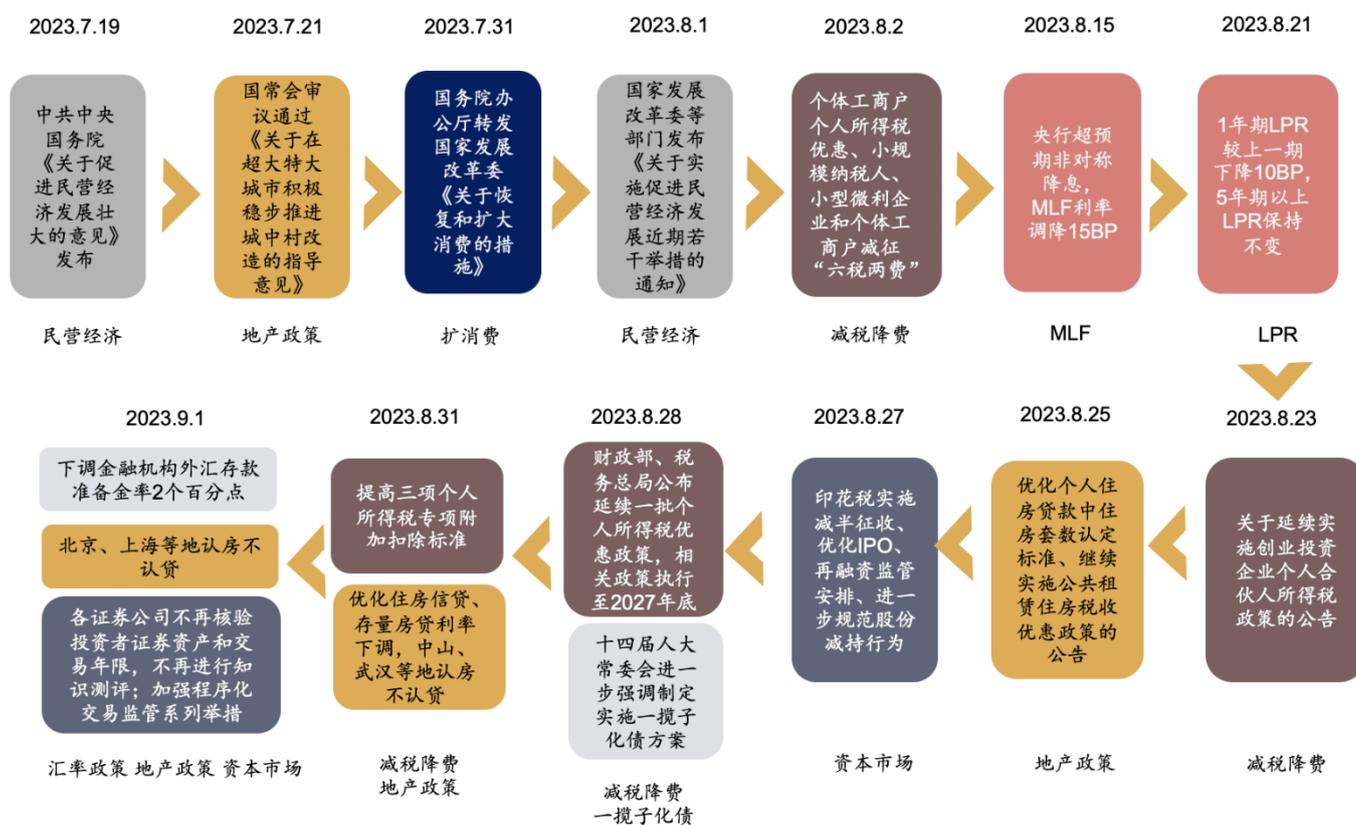
## 2.2. 宏观胜率的拐点也越来越近

高赔率保证了当前 A 股的安全边际，而从胜率角度看，我们认为，伴随着强政策环境和对四季度及明年继续较强的政策预期，并考虑到诸多经济现实边际向好的信号，宏观胜率的拐点也越来越近。

### 2.2.1. 现实层面：强政策环境下，经济边际改善

首先，强政策环境已经促成了经济数据的边际好转，同时也确保了市场情绪虽弱但还不至于极度悲观。在“政策底”走向“市场底”的过程中，经济数据好转的广度与持续性是决定磨底时间的二者相对高度的关键因素。从宏观层面看，724 政治局会议以来，稳增长组合拳效能持续释放，叠加经济内生修复，8-9 月经济动能已经呈现不可忽视的边际改善态势。

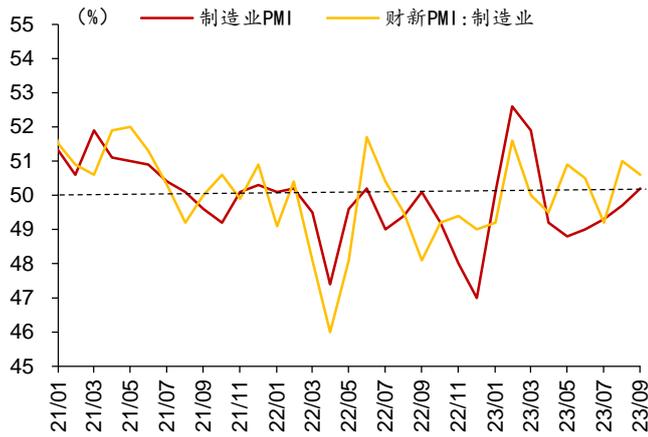
图 7：724 政治局会议前后部分政策信息时间轴



资料来源：中国人民银行，国家发改委，财政部，证监会，中国政府网，央视新闻等，德邦研究所整理

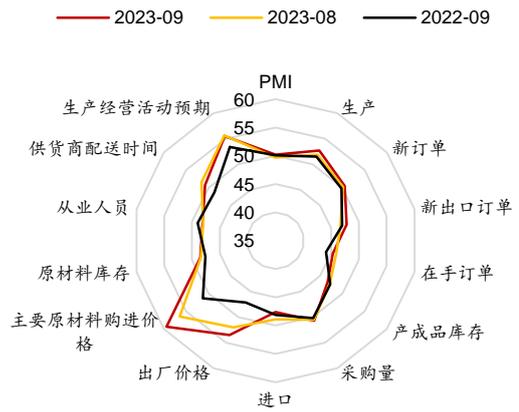
官方制造业 PMI 显示工业产需环比确定性改善，同时不少高频数据也出现了边际改善的迹象。9 月官方制造业 PMI 指数回升至 50.2% 的扩张区间，较上月上升 0.5 个点；财新制造业 PMI 较上月回落 0.4 个点至 50.6%，仍在扩张区间。其中，官方制造业 PMI 已经连续四个月回升，自 4 月以来首次回到扩张区间，各项主要指标也多数同步回升，意味着 9 月工业产需环比已经确定性改善。同时，在工业生产、消费、投资、外贸等主要领域中，不少高频数据也出现了边际改善的迹象，如汽车零售在高基数基础上依然多增、义乌部分小商品价格表现坚挺、主要城市商品房销售降幅收窄、二手房销售边际回暖等，我们认为三季度的经济环比增速将显著高于二季度，这将在一定程度上促进权益资产宏观胜率的边际提升。

图 8: PMI 回升至扩张区间



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 9: 制造业 PMI 及主要分项 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

同时, 对于股市本身而言, “活跃资本市场”仍是中长期的政策基调, 市场活跃度所受到的政策呵护也有助于支撑四季度对明年的预期交易以及随后的春季躁动行情。724 政治局会议首提“活跃资本市场”, 相对去年 4 月政治局会议“保持资本市场平稳运行”的表述更积极主动。政治局会议后, 证监会于 2023 年系统年中工作座谈会继续提出要“从投资端、融资端、交易端等方面综合施策”, 三端并举提升市场活跃度, 资本市场政策环境也已在不断完善和成熟。

图 10: “活跃资本市场”相关政策梳理

领域	涉及方面	时间	政策或表态
融资端	优化 IPO	8月18日	证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问时表示, 证监会加强一、二级市场的逆周期调节, 更好地促进一二级市场协调平衡发展
		8月27日	《证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》
		9月15日	证监会有关部门负责人答记者问表示近期阶段性收紧IPO节奏, 但不存在IPO、再融资“关停”的情况
	规范减持行为	8月27日	《证监会进一步规范股份减持行为》
		9月15日	证监会通报于范易及其一致行动人违规减持“我乐家居”股票; 东方时尚实际控制人、董事长徐雄因涉嫌操纵证券市场罪, 经上海市人民检察院第一分院批准逮捕
		9月26日	《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》、《北京证券交易所上市公司持续监管指引第8号——股份减持和持股管理》
	提高投资吸引力	8月18日	证监会答记者问上, 监管部门已提出要强化分红导向, 深化上市公司并购重组市场化改革
		9月15日	《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则(征求意见稿)》
		9月19日	《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》《上市公司章程指引》
	债券市场基础制度改革	9月8日	《公司债券发行与交易管理办法》和《公开发行公司债券的公司信息披露内容与格式准则第24号——公开发行公司债券申请文件》
9月15日		沪深北交易所就起草修订的公司债券(含企业债券)五项业务规则公开征求意见	
投资端	公募基金费率改革	7月8日	证监会发布公募基金费率改革工作安排
		8月26日	证监会正式批准三大类浮动费率基金的募集申请
		9月8日	《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》
		9月15日	《优化公募基金管理人证券交易模式的通知》
	引导中长期资金入市	7月28日	中金所发布2023年中长期资金风险管理计划(“长风计划”)
交易端	提升交易便利性	8月3日	《中国结算将进一步降低股票类业务最低结算备付金缴纳比例, 实施差异化备付金调降安排》
		8月18日	《关于调整股票交易经手费收费标准的通知》
		8月28日	《关于减半征收证券交易印花税的公告》
	优化交易机制	8月27日	《证券交易所调降融资保证金比例, 支持适度融资需求》
		9月1日	《关于高质量建设北京证券交易所的意见》
		9月1日	《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》

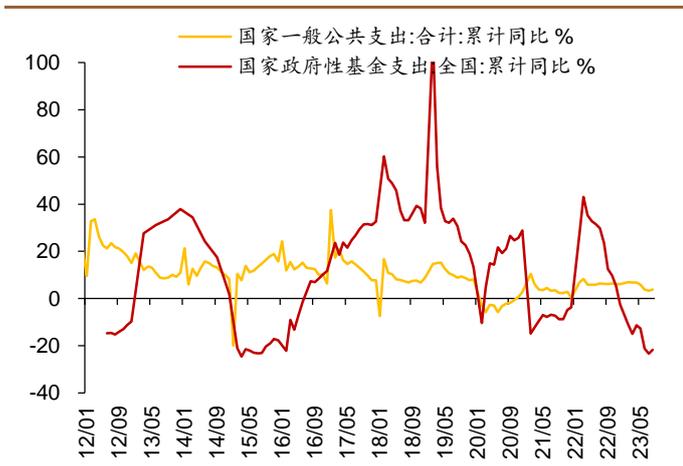
资料来源: 证监会, 上交所, 深交所, 北交所, 中金所, 德邦研究所整理

### 2.2.2. 预期层面：政策预期仍强，重点关注宽财政

其次，当前经济修复仍然处在内生动能修复期，回升态势需要不断巩固和加强，对四季度和明年的政策预期仍强，对于股票这种重预期的资产将形成进一步支撑，重点关注宽财政预期及对应的拐点性事件。随着 724 政治局会议后稳增长政策持续发力，现实的基本面信号正渐次好转，PMI 重回扩张区间指向稳增长组合拳效能逐步显现，市场能够计入的悲观预期正被持续压缩。而与此同时，一些增量乐观预期也在累积，如平准基金入市、中美关系阶段性缓和以及潜在的宽财政空间等，前期政策落地实效和后期政策跟进的预期将同步助力宏观胜率逐步稳固。其中，汇金 10 月 11 日的增持行为已向市场释放平准或“准平准”可能存在的信号，而中美关系近期也在边际上出现了一定的回暖预期，当前重点关注后续的宽财政预期，稳增长仍需财政进行协同发力，而“地方控杠杆、中央加杠杆”或成为关键的政策选择。

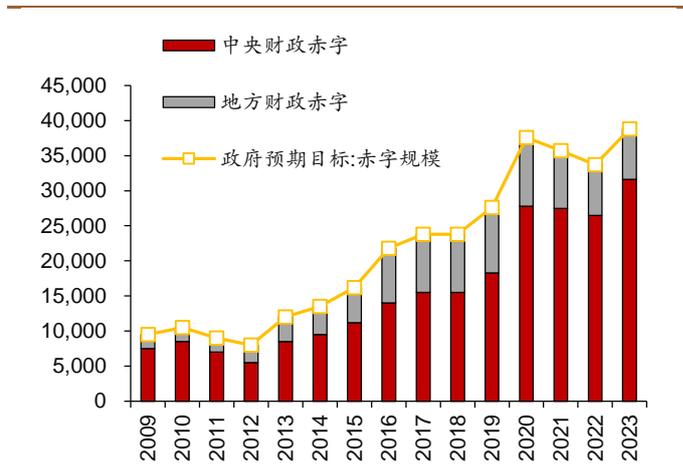
回顾来看，今年的财政支出相对来说并不积极，前 8 个月一般公共预算支出增速仅为 3.8%，低于 5.6% 的全年目标；政府性基金支出同比下降 21.7%，远低于 +6.7% 的预算目标。其原因一是受限于收入，财政一二本账收入增速均低于年初预算目标；二是今年 5% 的经济增长目标较为保守，不必依赖财政扩张达成。但随着增长压力的加大，四季度和明年的财政支出可能也会相应出现更积极的变化。此外，自 724 政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”以来，地方控杠杆的态度十分明确，预计后续稳增长和加杠杆主要由中央财政进行发力。近年来中央财政是新增赤字的主要承担者，2013-2019 年，新增财政赤字中，中央财政赤字大约贡献三分之二，地方财政赤字贡献三分之一。但 2020 和 2023 年，赤字分别增加了 1 万亿和 5100 亿，其增量几乎都来自于中央财政，中央财政对新增赤字的贡献分别达到 95% 和 100%。

图 11：今年财政支出较为谨慎



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：近年来中央财政是新增赤字的主要承担者（亿）



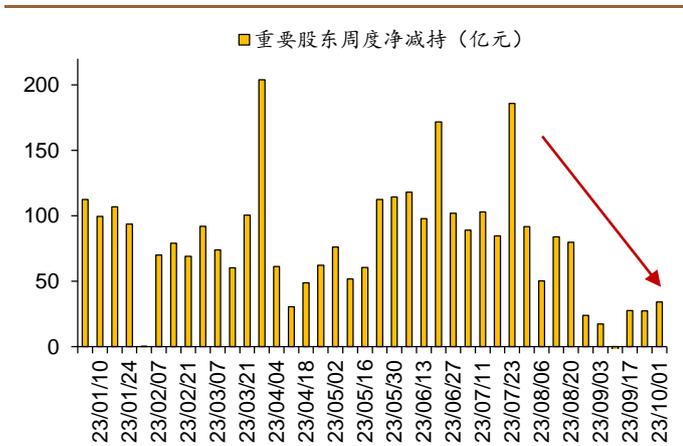
资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 资金合力是破局关键

#### 3.1. 内资供求关系边际改善

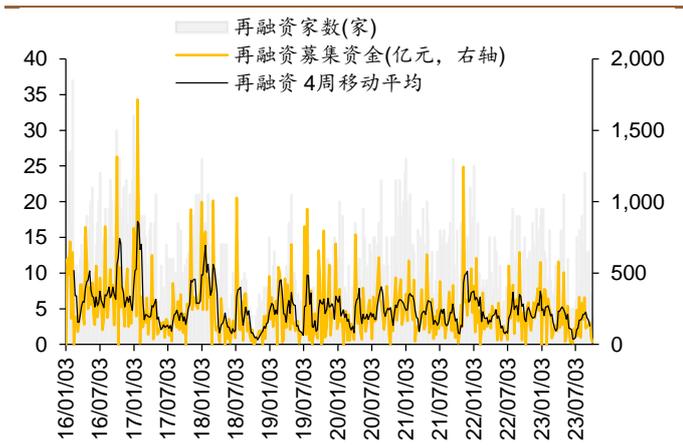
从资金面上看，随着活跃资本市场政策的陆续出台和官方密集表态，目前 A 股的资金供求关系边际改善，资金需求端已有所收敛。在“减持新规”的保驾护航下，“节流”方面，产业资本减持近期受到明显规范，8 月以来重要股东净减持已被压制在年内相对低位。同时，对于一级市场而言，IPO 和增发等再融资的融资节奏也已在同步放缓。按上市日计，9 月 IPO 181 亿、再融资 370 亿（其中增发 227 亿），相对 8 月的 IPO 576 亿、再融资 969 亿（其中增发 580 亿）出现明显的环比放缓。往后看，资金面的持续改善离不开“活跃资本市场”相关政策的持续呵护。同时，随着政策效果不断显现，完善的资本市场制度也将吸引更多中长期资金入市，成为资本市场长期性的增量资金活水。

图 13：重要股东净减持被压制在年内低位



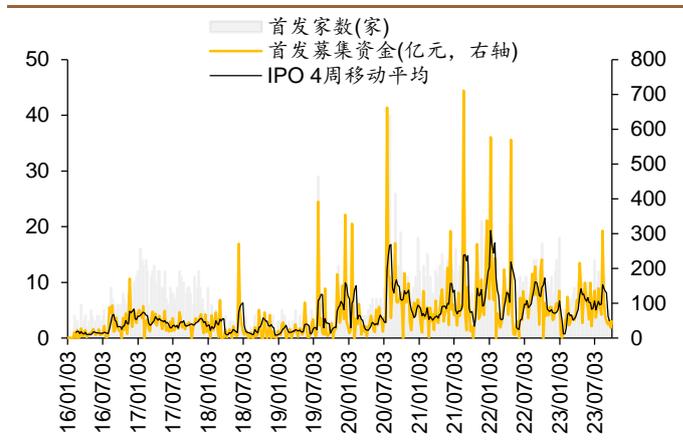
资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：再融资也在同步放缓



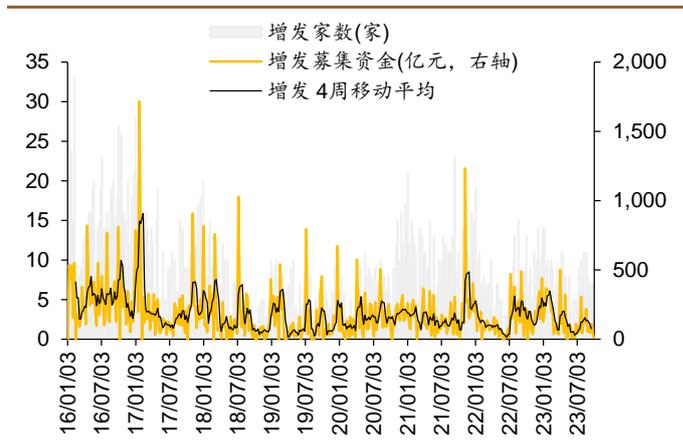
资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：IPO 节奏近期放缓



资料来源：Wind，德邦研究所

图 16：再融资中的增发项放缓明显

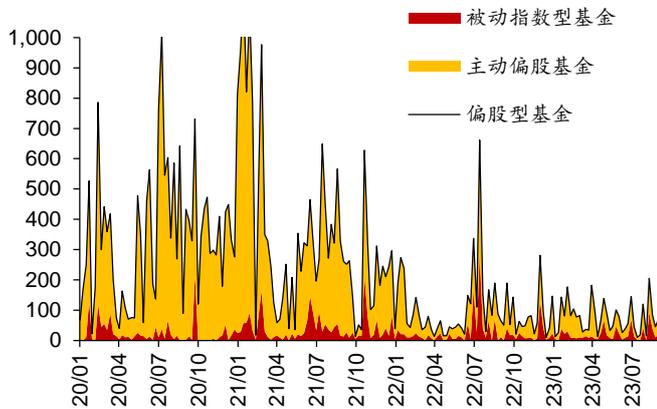


资料来源：Wind，德邦研究所

对于资金供给端而言，内资力量尚待形成合力，但其中亦存在一些亮点。在政策实效不断显现、政策预期偏强的环境下，基金发行料将回暖、仓位也将逐步回补，杠杆资金等趋势性力量也将在右侧跟随接力，内资加力值得期待。内资方面，公募基金新发目前仍处在底部修复区间，同时，由于预估基金申赎比在今年下半年多数时候小于 1，公募仍然面临着下半年较强的负债端压力，短期内加力面临一定掣肘。

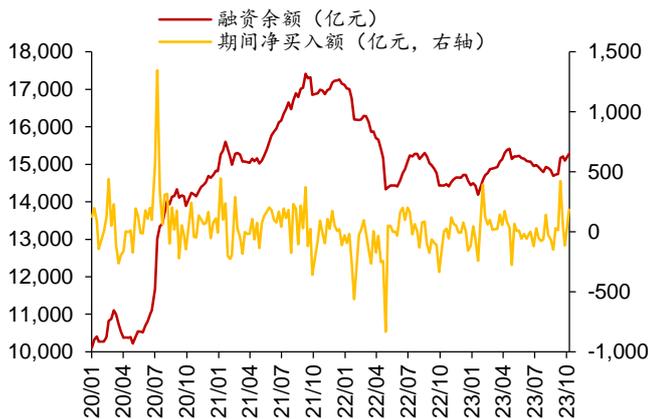
但当前的亮点在于，一是杠杆资金力量并不弱，边际上甚至出现一些加速流入的迹象；二是被动指数型基金对资金面的支撑较强。2020 以来的被动指数型基金发行份额呈稳步提升态势，在偏股型基金新发中占比有所提升，在当前主动型偏股基金发行遇冷的大环境下，指数基金产品尤其是宽基指数产品的发行成为了基金新发的中坚力量。

图 17：公募新发处于底部修复区间（亿）



资料来源：Wind，德邦研究所；周度统计，以基金成立日计。

图 19：杠杆资金力量并不弱



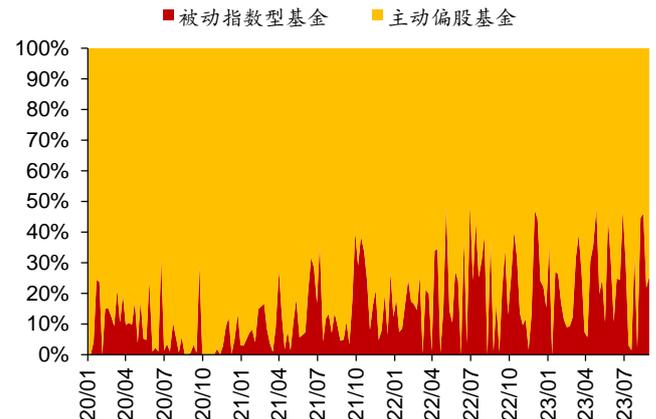
资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：公募仍面临着下半年较强的负债端压力



资料来源：Choice，德邦研究所

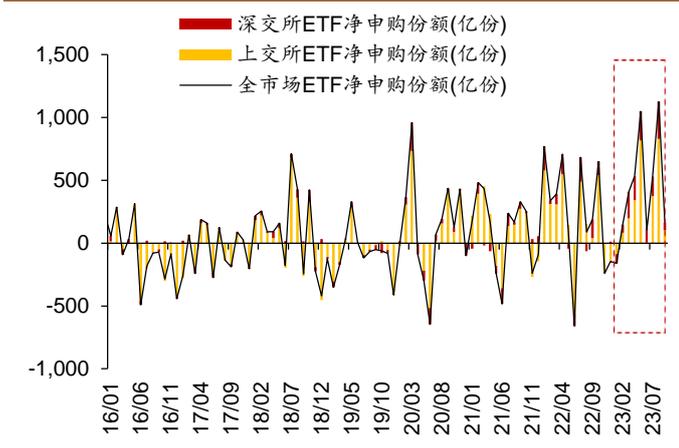
图 20：被动指数型基金在偏股基金中占比有所提升



资料来源：Wind，德邦研究所

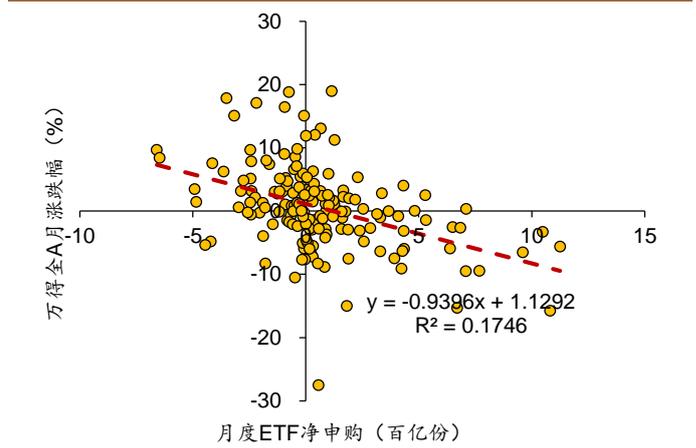
同时，年内市场对 ETF 基金的净申购同样保持较高热情。1-9 月全市场 ETF 净申购份额达 3899 亿份，其中 8 月净申购 1125 亿份，对资金面形成有力支撑。如果以万得全 A 月度涨跌幅代表市场整体的阶段性表现，可以发现，ETF 的净申购份额与市场大势呈现明显负相关的关系，这意味着 ETF 的申赎具有一定的逆市特征，体现出 ETF 投资者尤其是其中的机构投资者在弱市场环境下的逆向配置思维，这一行为同样也是市场逐步走出阶段性底部的关键之一。

图 21：年内 ETF 基金净申购热度较高



资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：ETF 净申购行为表现较为逆市

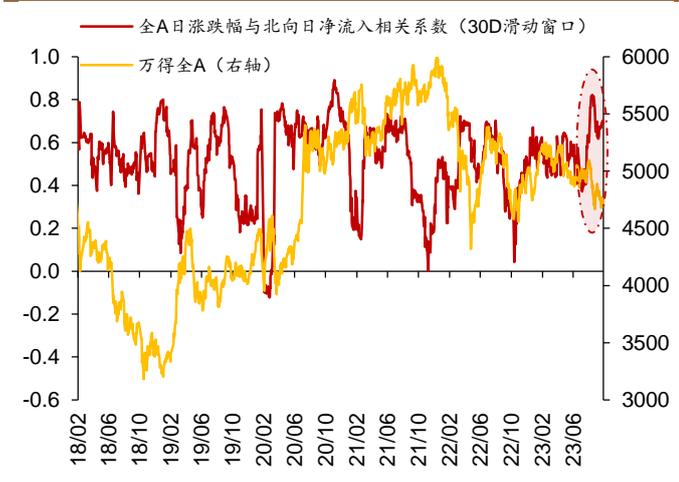


资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.2. 外资回流或提示拐点

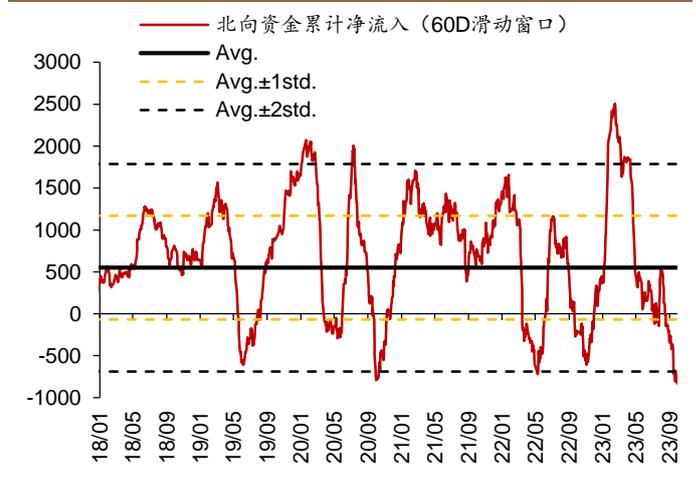
外资方面，北向资金对 A 股的边际影响可能仍强，但已经有减弱的迹象。北向资金以全 A 日涨跌幅与北向资金日净流入的 30 日滚动相关系数观察，我们发现二者的日度相关性自 7 月底以来迅速上升，并在 08/16 录得阶段性高点 0.82，接近历史极值（2020/11/05 该值为 0.89），这一相关性的提升指向近期北向资金对于 A 股的定价权或在高位。由于中美利差、汇率以及外资认知偏差等因素的影响，北向资金近两个月持续大规模净流出，60 日滚动累计净流出当前已来到历史极端水平，近期已向下突破历史均值减两倍标准差。

图 23：近期北向日度净流入与大盘涨跌相关性较高



资料来源：Wind，德邦研究所

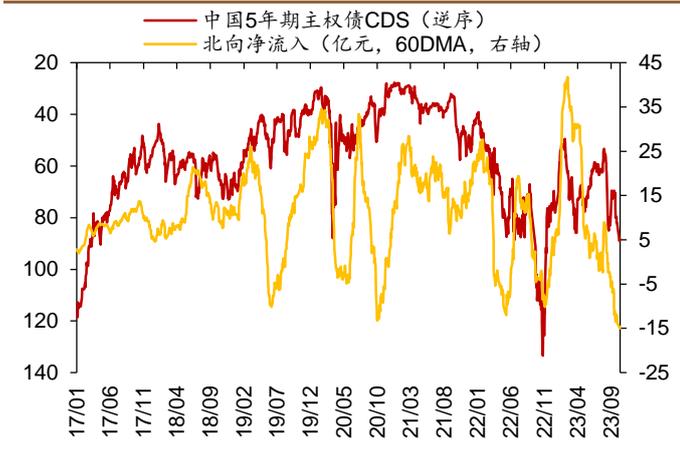
图 24：北向资金 60 日滚动累计净流出来到历史极端水平



资料来源：Wind，德邦研究所；均值与标准差计算自 15/02/16-23/09/28。

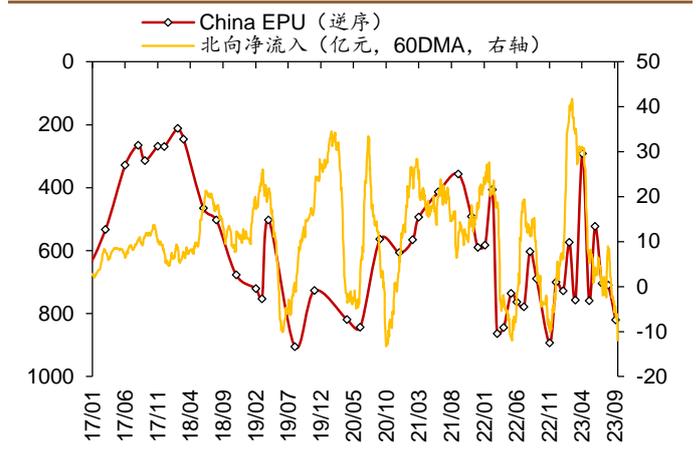
我们认为，由于国内基本面处于阶段性底部，叠加美债利率走高制约，人民币汇率近期承压，北向资金近期的大幅流出有其客观因素在，但对中国经济长期问题的片面理解和转型问题的认知错位也是外资在短期内低配中国的重要原因。以中国 5 年期主权债 CDS 和中国经济政策不确定性指数（EPU）两个指标观察，二者与北向资金的阶段性进出具有明显的负相关关系。主权债 CDS 反映了市场对中国的主权信用预期，其是外资投资中国时所要求的违约风险溢价，而 EPU 则反映了中国经济和政策的不确定性。其中，中国 5 年期主权债 CDS 自 8 月初以来上行较多，同时中国经济政策不确定性指数（EPU）也连续 3 个月上升，这也是北向资金净流出较大且较迅速的时间窗口。

图 25: 中国主权债 CDS 与北向进出



资料来源: Bloomberg, Wind, 德邦研究所

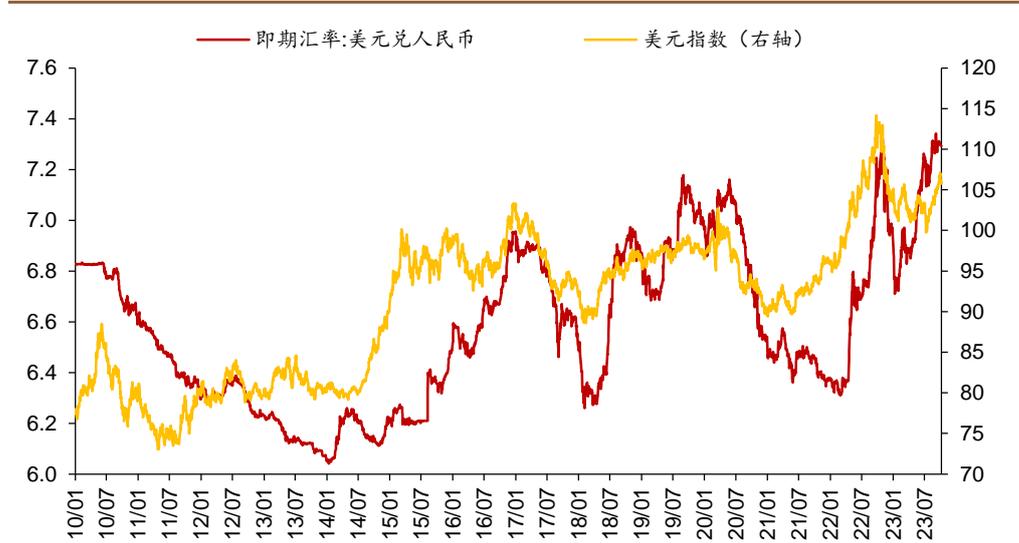
图 26: 中国经济政策不确定性指数 (EPU) 与北向进出



资料来源: Scott R. Baker, 德邦研究所

我们在前期报告《感知权益市场运行的“仪表盘”——WOMAL 五维大势研判框架》中提及，边际定价权的回归取决于北向和其余外资对于中国经济长期问题和部分风险事件的认知纠偏，规模性回流或提示市场拐点。站在当前时点看，经济数据中较多的边际好转信号对中国基本面形成支撑，同时，在央行和外汇局的诸多政策和表态的作用下，人民币空头力量受到明显抑制，汇率超调风险较小，人民币汇率逐渐在边际企稳。同时，近期中美经济领域工作组成立等事件以及 11 月 APEC 会议上两国领导人可能的会面都将使得近期中美关系阶段性缓和的预期回温，后续汇率和外资风险偏好大幅波动的概率较小，外资流出对市场的负面影响或将逐渐消退，其规模性回流或提示市场拐点。在市场整体反弹继而恢复上行后，正常市场中的边际定价权将自然切换，各主体资金力量对中国权益资产的信心也将逐渐恢复，悲观循环也将会因此被打破。

图 27: 人民币汇率与美元指数走势



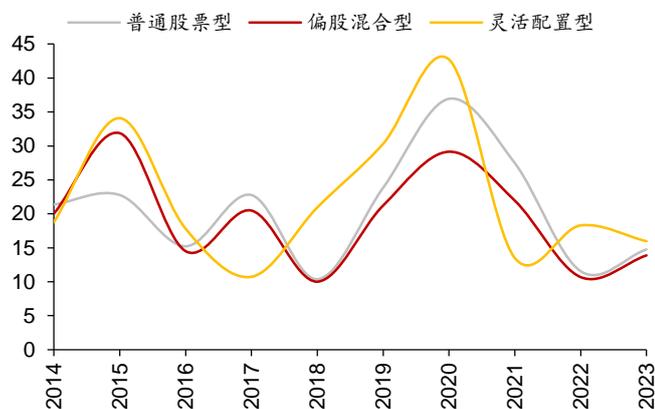
资料来源: Wind, 德邦研究所

## 4. 行业配置思路

结构上，建议逐渐重赔率，轻趋势。从结构上看，熊市/震荡市中稳定性的胜率交易（防御型）可能已经较为拥挤，而在未来一年左右的时间维度内，面对临近的海内外基本面、流动性、稳增长政策托底经济、地方政府债务化解等一系列拐点，足够大的上行空间（整体确定的高赔率）叠加已然较小的下行风险（不低的宏观胜率），对熊市/震荡市末期拐点来临前行业赔率的追求或更加重要，尤其要重视前期被错杀较多的行业。

1) 首先，重点关注低估品种、错杀品种的估值回归。年初至今（09/28），按区间年化收益观察普通股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金三类主动偏股基金，可以发现前后排基金的业绩差异并不大，这是震荡市下纠结与博弈的产物。同时，年初的高轮动速度在回落于下半年再度抬头，在四季度最后冲刺的起跑线前，潜在的交易机会将被继续充分挖掘，竞争博弈的气氛或不会减弱。在这样的情形下，建议首先重视低估品种尤其是错杀品种的估值回归。

图 28：前后排基金年初至今业绩差距并不大（%）



资料来源：Wind，德邦研究所；前后排基金表现分别以区间年化收益的 25% 和 75% 分位数作为代表，数据自年初开始，截至 09/28。

图 29：下半年行业轮动再加速



资料来源：Wind，德邦研究所；轮动范围基于申万一级行业。

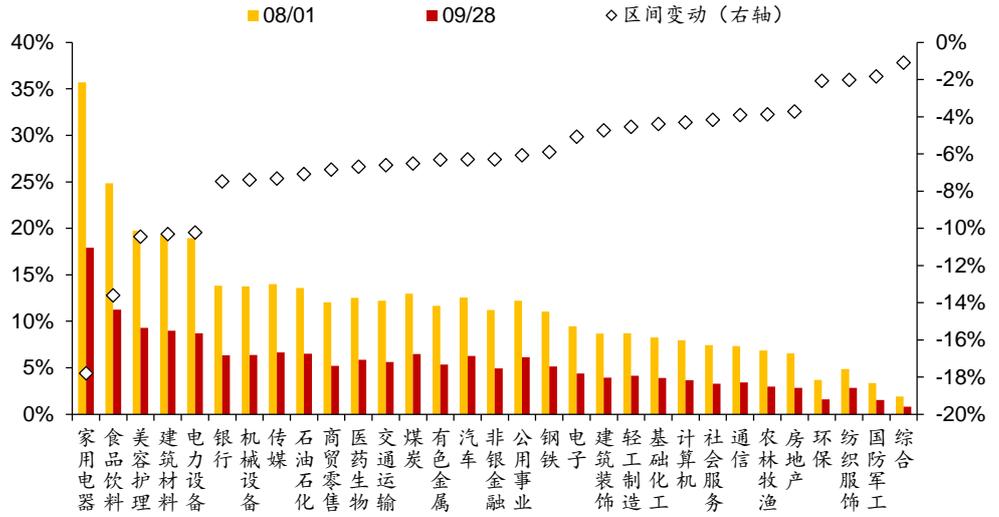
2) 同时，存量市需兼顾筹码结构，当前尤其要关注北向敞口风险已释放较充分或风险暴露较小的行业。分内外主要资金力量的仓位情况考虑：

① 外资方面，本轮北向资金的抛压已绵延两个月左右，其持仓占市值比（以自由流通市值计）已被压缩较多，尽管这一进程短期而言难言终结，但仍然可以重点关注北向行业持仓占市值比回落较大的行业。

从资金流向上看，08/01 是年内北向资金累计净流入的高点，而截至 09/28，多数行业的持仓占市值比均回落了五成左右，占比收缩较大的多集中在传统行业，包括家用电器、食品饮料、美容护理、建筑材料、电力设备等；而北向风险暴露较小的行业为国防军工、纺织服饰、农林牧渔、通信、社会服务等。

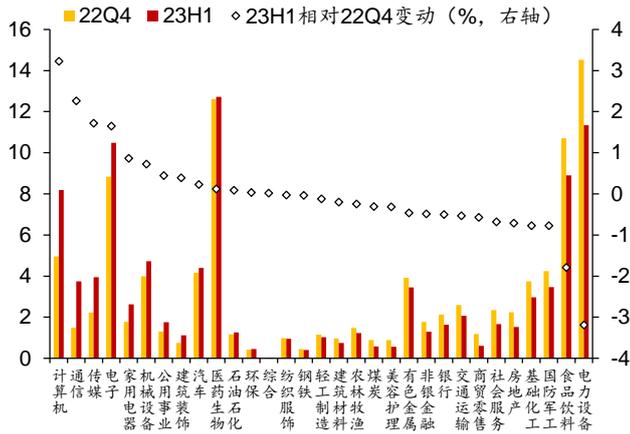
② 内资方面，以全部持股视角观察公募持仓，相对 22Q4 而言，23H1 主动偏股基金（包括普通股票型、偏股混合型和灵活配置型）整体明显继续切仓 TMT，而相对全 A 行业市值占比，前 5 大低配行业为银行、非银金融、石油石化、公用事业、交通运输，超/低配比例回落较大的前 5 大行业为电力设备、国防军工、食品饮料、社会服务、银行。

图 30：北向持仓在自由流通市值中占比变动（08/01-09/28）



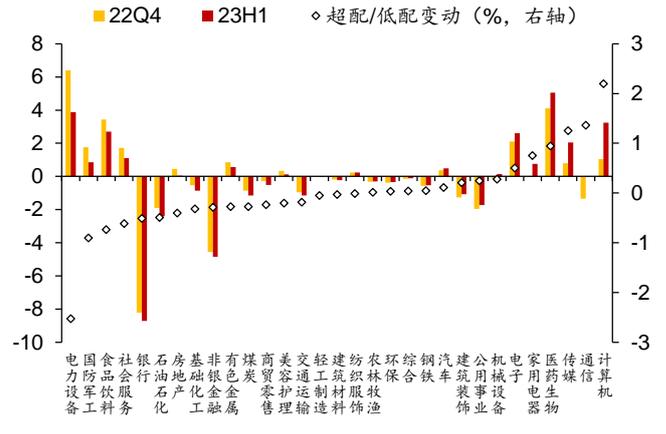
资料来源：Wind，德邦研究所

图 31：主动偏股基金 22Q4 及 23H1 行业配置比例



资料来源：Wind，德邦研究所

图 32：主动偏股基金行业持仓相对全 A 超/低配

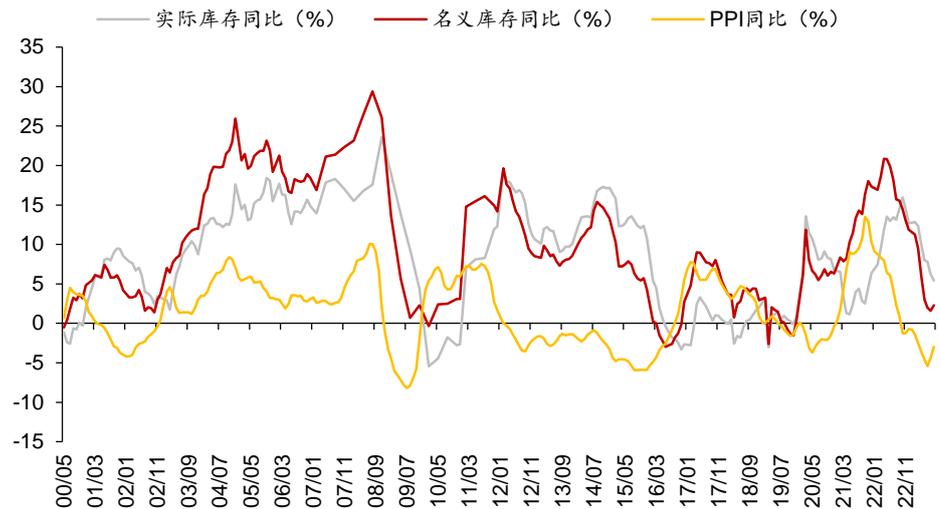


资料来源：Wind，德邦研究所

3) 其次，名义库存拐点初现、实际库存继续去化，关注库存周期逻辑支撑下的顺周期资产修复。但要注意到，补库周期的开启需要需求端持续牵引，对库存周期的交易其实也是一种赔率交易，不过前文所述的宏观胜率的边际提升为这种赔率交易增添了保障，当前能够计入的悲观预期已经不多，顺周期资产的交易价值或将逐步提升。

在顺周期交易中，重点关注整体低估低配的大消费板块，如食品饮料、社会服务、医药生物等行业，但对细分子行业行业需要优选，仍旧参考当前最重要的低估值、轻筹码逻辑。另外，在中美库存周期共振和全球制造业复苏的预期下，要重视部分出口链条，如家用电器、机械设备等行业。

图 33：工业产成品名义库存拐点初现、实际库存继续去化



资料来源：Wind，德邦研究所；实际库存基于 PPI 调整。

4) 当然，在由胜率交易范式向赔率交易范式的调整过程中，建议投资者仍可以保留一部分优质的红利类资产作为底仓。经济自阶段性底部复苏尚需时日，哑铃型策略有效性仍存，如大金融、石油石化、煤炭、公用事业、交通运输等行业，真正优秀的红利资产可以成为持仓的“安全垫”。

5) 最后，在中长期内仍应适当关注泛科技行业，短期警惕个别主题交易的高拥挤风险。虽然经前期爆炒后的业绩不及预期使得部分 AI 相关行业已出现较大回撤，但国家政策支持与技术进步浪潮仍支撑科技行业长期走势，其本身也具备适时反弹的倾向，关注半导体周期复苏以及“华为链”支撑的电子、通信、汽车等行业。此外，随着节后 Q3 业绩预告高峰期临近，关注相关业绩指引，其中的超预期部分仍可能带来不错的交易机会。

## 5. 风险提示

- (1) 内外需不确定性仍存；
- (2) 政策强度不及预期；
- (3) 地缘政治风险加剧。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

潘京，德邦证券宏观分析师。武汉大学金融学，诺欧商学院投资专业硕士，4 年宏观策略研究经验。2021 年加入德邦证券研究所。擅长从宏观视角出发研究产业（5G、半导体、新基建、新零售等）代际变迁，探讨宏观议题对市场影响的传导机制进行大势研判和资产配置，结合行业景气 and 盈利估值等中微观数据预判行业轮动和市场风格。

戴琨，德邦证券宏观助理研究员。上海财经大学经济学学士、金融硕士。研究方向为权益市场大势研判、行业配置及主题策略等相关宏观策略和大类资产配置研究，致力于建立自上而下的投资框架，追求数据驱动下的体系完备与逻辑自洽。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。