

资本市场快评

三大因素共振支撑，坚定看好资本市场

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

评论：

2023年已经跨入收官之季，纵观中国资本市场的运行，总体表现为冲高回落态势，与年初市场投资者的乐观预期相比，二、三季度的资本市场表现弱于预期。以股指变化来看，前三季度基本呈现为：一季度冲高，二季度回落，三季度盘整的变化态势。

上半年股指的这种冲高回落走势与经济基本面变化态势基本相匹配。伴随去年底我国防疫政策优化，并顺利度过了疫情感染高峰，今年开年以来以消费为代表的中国经济出现了一轮修复式增长。这也引发了开年以来市场投资者对于资本的市场乐观预期。乐观的预期可能忽略了一些客观性规律或经验，即从其他国家经验来看，疫后年份的消费往往会出现不稳定性波动，并带动经济增长出现波动。这种经济波动相对于刚刚形成的乐观预期而言，具有较强的冲击力，从而造成了资本市场的波动加大。

在一季度经济开门红后，二季度经济增速出现波折，虽然GDP增速高达6.3%，但是考虑到基数效应，二季度经济增速相较一季度出现了明显放缓，进而带动了股指呈现出冲高回落的局面。

但是进入三季度以来，可以观察到许多方面已经出现了积极变化，虽然还未形成预期共识之势，但是已经展现出徐徐曙光。我们坚定的认为三大方面已经出现了积极变化，这包括政策有力支撑经济波动见底回暖、股票估值优势进一步凸显以及中长期产业周期顺利更迭。

多因素回暖共振酝酿、产生在三季度，预计在四季度将推动资本市场积极向好，股指有望摆脱二季度以来的低迷态势，重返稳步回升的牛市格局。

◆ 经济底已过，政策呵护有力

根据国信证券宏观研究团队测算，4、5、6月实际GDP的两年复合同比分别为2.8%、3.0%、4.2%，逐月上升，显示二季度整体经济动能虽较一季度有所下降，但仍处于向上修复进程中；7、8月实际GDP的两年复合同比分别为3.6%、4.3%，明显高于二季度3.3%的水平，体现三季度以来国内经济稳中有升。

我们坚定的认为，2023年第二季度是本轮经济波动的底部，三季度GDP增速预计为4.5%，折合两年复合增速为4.2%（采用两年复合同比是为了剔除去年基数异常波动的影响，令比较结果更加科学、客观），比第二季度GDP的两年复合增速（3.3%）出现了明显回升。经济摆脱二季度的低迷，自三季度以来出现回暖，这既有经济内生性复苏的原因，也离不开国内政策环境的有力呵护。

二季度以来，货币政策维持宽松态势，央行多次进行了降准降息操作。6月13日中央银行公开市场操作逆回购利率下调10BP，6月15日中期借贷便利MLF利率下调10BP，8月15日逆回购利率再度下调10BP，同期MLF利率下调15BP。9月15日中央银行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，释放长期流动性约5000亿元。

年初以来，财政政策持续积极发力，支持国内经济增长。2023年1-8月国内基建投资累计同比增速约为9.0%，明显高于2018-2021年的平均增速2.2%，对国内需求构成有力的支撑。

中国证监会也于8月18日表示将从六大方面来活跃资本市场，主要涉及加快投资端改革、提高上市公司投资吸引力、优化完善交易机制、激活市场机构活力、支持中国香港市场发展、加强跨部委协同。

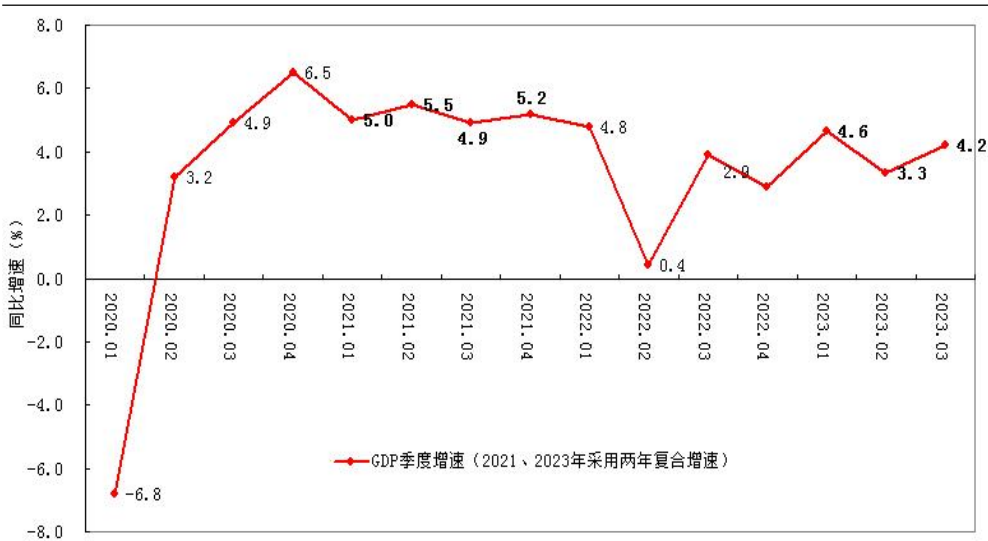
10月11日晚间，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行集体发布公告，接到控股股东中央汇金投资

有限责任公司（简称“汇金公司”）的通知，汇金公司于10月11日通过上海证券交易所交易系统增持其A股股份。汇金公司拟在未来6个月内（自本次增持之日起算），以自身名义继续在二级市场增持四大行股份中央银行、财政部、中国证监会等各部门的一系列政策措施，有效的对冲了经济下行的压力，也提振着投资者信心。

在政策有力支持和经济内生性动能不断恢复的假设下，国信宏观研究团队预计2023年四季度中国GDP增速将有望恢复到5%上方，2023年全年经济增速将略高于年初既定的5%的目标。

而展望2024年，预计中国社会消费品零售总额增速有望从当前2.5%左右的水平向6%左右的名义GDP增速靠拢，从而支持国内经济运行在合理的增长区间。预计2024年一季度中国实际GDP增速约为4.0%左右，二季度上升至5%左右，下半年稳定在5%左右的水平，2024年全年中国实际GDP增速或在5.0%附近，将进一步夯实稳定的基础。

图1: GDP 增速出现改善回暖



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ A 股估值优势进一步凸显

从估值角度来看，A 股主要宽基指数处在全球估值洼地，具备较高的配置价值。上证指数处在 2015 年以来 30.68%分位水平，而美国 SPX 指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数、韩国综合指数、印度 SENSEX30 指数各处同期 68.65%、80.69%、80.99%、79.83%和 38.96%分位点。

图2：国内外主要股票指数估值对比

分类	指数名称	PE (TTM)			分位数		
		本周	上周	变化	2015	2018	年初至今
国内	上证指数	13.10	13.07	0.02	30.68	45.79	44.32
	万得全A	17.38	17.33	0.05	25.70	38.71	19.46
	沪深300	11.59	11.52	0.06	13.79	18.71	11.89
	中证100	12.96	12.90	0.06	78.14	75.00	57.30
	中证1000	38.07	38.01	0.06	44.14	66.14	95.14
	创业板指	29.66	29.37	0.28	3.38	5.14	8.65
	科创50	39.56	38.99	0.57	8.42	8.42	13.51
港股	恒生指数	8.96	8.62	0.34	12.50	8.58	28.04
	恒生科技	23.44	22.15	1.29	2.15	2.15	8.99
海外	纳斯达克	42.17	41.05	1.13	80.99	73.45	69.23
	标普500	23.81	23.41	0.39	68.65	55.61	58.72
	道琼斯工业指数	25.47	24.86	0.61	80.69	70.67	68.46
	日经225	16.84	16.64	0.20	30.42	46.44	55.79
	德国DAX	12.26	12.20	0.06	4.52	6.89	5.56
	法国CAC40	13.24	13.13	0.11	6.27	9.53	30.30
	英国富时100	9.46	10.30	-0.84	0.23	0.34	2.55
	韩国综合指数	18.38	18.45	-0.07	79.83	72.95	95.74
	印度SENSEX30	22.84	22.51	0.33	38.96	25.11	59.07

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

分行业来看，中游制造、下游必选消费和环保公用中细分的部分行业估值处在历史较低位置。同样以2015年为分界线，31个一级行业中有12个行业当前估值水平处在近九年的20%分位点以下，占到全行业比例的38.71%，历史序列纵向来看，多个行业已经跌到了性价比较高的配置区间。

图3：产业链上中下游、各行业估值立体对比

大类风格	申万行业	PE (TTM)			分位数			PB (整体法)			PS (整体法)		
		本周	上周	变化	2015	2018	年初至今	本周	上周	变化	本周	上周	变化
上游资源	石油石化	15.45	15.92	-0.47	39.75	60.54	87.57	1.30	1.34	-0.04	0.469	0.486	-0.02
	煤炭	7.57	7.71	-0.14	15.20	23.16	90.27	1.28	1.31	-0.03	1.010	1.028	-0.02
	有色金属	15.19	14.87	0.32	8.44	12.86	78.38	2.19	2.15	0.04	0.789	0.776	0.01
	钢铁	25.02	25.06	-0.04	70.92	98.50	88.65	0.96	0.96	0.00	0.387	0.386	0.00
	基础化工	21.07	21.02	0.05	39.77	60.57	91.35	1.94	1.94	0.00	1.566	1.566	0.00
	建筑材料	19.60	20.08	-0.48	60.69	92.36	83.78	1.37	1.40	-0.03	1.111	1.138	-0.03
	机械设备	28.58	28.92	-0.34	32.41	49.36	4.86	2.26	2.29	-0.03	2.026	2.059	-0.03
中游制造	建筑装饰	8.83	9.11	-0.28	6.31	9.61	1.08	0.80	0.83	-0.03	0.210	0.217	-0.01
	电力设备	18.01	18.04	-0.03	0.47	0.71	5.41	2.67	2.68	-0.01	1.599	1.602	0.00
	国防军工	51.08	51.31	-0.23	1.85	2.82	6.22	3.02	3.04	-0.02	3.891	3.910	-0.02
	汽车	28.23	27.25	0.98	68.71	55.36	24.32	2.25	2.17	0.08	1.072	1.034	0.04
	家用电器	13.27	13.39	-0.12	7.39	11.25	2.16	2.39	2.41	-0.02	1.105	1.116	-0.01
下游可选消费	轻工制造	29.78	30.29	-0.51	57.25	84.75	22.97	1.91	1.94	-0.03	1.566	1.597	-0.03
	商贸零售	31.91	32.68	-0.77	53.85	78.79	1.62	1.76	1.80	-0.04	0.727	0.748	-0.02
	社会服务	61.07	62.98	-1.91	52.53	45.36	1.62	3.01	3.10	-0.09	3.946	4.080	-0.13
	美容护理	37.73	38.19	-0.46	41.82	37.61	0.54	3.96	4.00	-0.04	4.346	4.398	-0.05
	食品饮料	27.96	28.11	-0.15	16.16	9.00	1.62	5.80	5.83	-0.03	5.617	5.650	-0.03
下游必选消费	纺织服装	23.01	23.56	-0.55	23.15	35.25	1.62	1.72	1.77	-0.05	1.360	1.390	-0.03
	医药生物	27.84	27.50	0.34	19.79	30.14	87.57	2.88	2.85	0.03	2.740	2.709	0.03
	农林牧渔	31.48	31.84	-0.36	44.04	52.50	46.49	2.62	2.65	-0.03	0.996	1.007	-0.01
TMT	电子	48.31	46.12	2.19	62.95	85.57	100.00	2.74	2.62	0.12	2.405	2.318	0.09
	计算机	64.48	63.00	1.48	69.18	75.64	42.70	3.50	3.42	0.08	3.443	3.387	0.06
	通信	30.73	30.40	0.33	10.98	16.71	51.89	2.34	2.32	0.02	1.752	1.725	0.03
	传媒	39.65	40.12	-0.47	58.63	77.57	31.35	2.40	2.46	-0.06	2.901	2.964	-0.06
	银行	4.72	4.71	0.01	3.73	5.68	27.57	0.47	0.47	0.00	1.775	1.742	0.03
大金融	非银金融	15.74	15.75	-0.01	47.70	55.07	47.84	1.15	1.15	0.00	1.712	1.701	0.01
	房地产	13.70	14.05	-0.35	55.93	85.18	32.16	0.80	0.82	-0.02	0.506	0.519	-0.01
环保公用	公用事业	22.54	22.47	0.07	46.06	55.71	4.32	1.55	1.55	0.00	1.341	1.338	0.00
	交通运输	14.17	14.38	-0.21	18.27	27.82	88.65	1.34	1.36	-0.02	0.578	0.587	-0.01
	环保	20.03	20.27	-0.24	12.98	19.76	1.89	1.44	1.45	-0.01	2.102	2.127	-0.03
	综合	41.56	41.92	-0.36	36.44	55.50	27.03	1.36	1.37	-0.01	0.790	0.798	-0.01

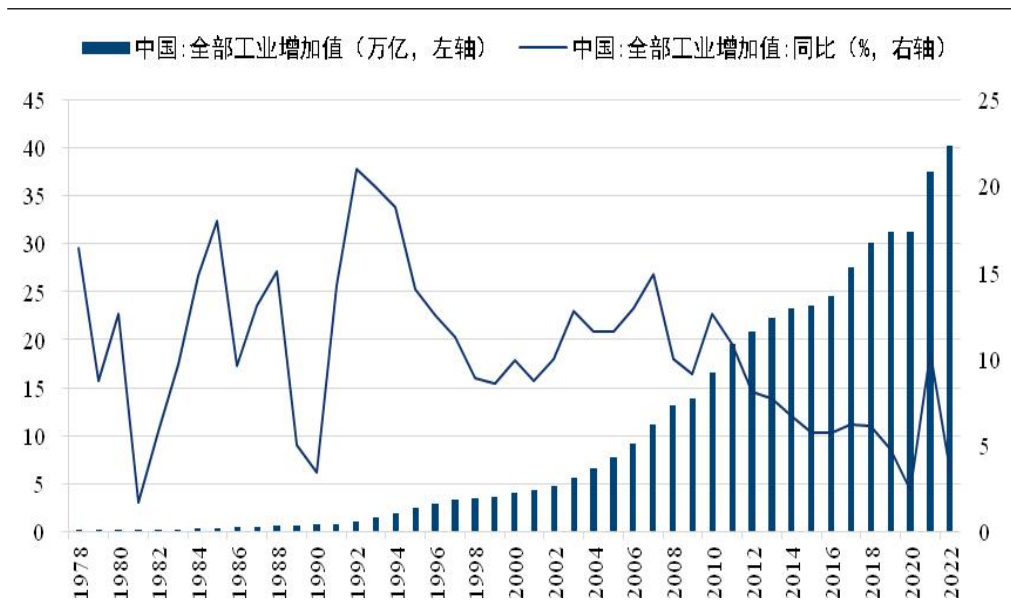
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 现代化产业体系初具规模，提质增效实质进展

除去短期的经济波动、政策扶持以及估值优势外，更为重要的是经过若干年的改革与发展，我国的产业体系建设正步入快车道，这是支撑资本市场长期向好的最根本力量。

首先表现为产业规模持续壮大，产业体系更加完备健全。我国制造业增加值从 2012 年的 16.98 万亿元增加到 2022 年的 33.5 万亿元，占全球制造业比重由 20% 增加至 30%，制造业规模连续 13 年居世界首位。

图4：中国工业增长不断加速



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

更为重要的是产业结构实现质的提升。近年来，我国以高端制造为导向，以结构性改革为突破，持续加快产业结构的转型升级步伐，目前已涌现一批以新能源汽车、高铁、电力装备、船舶、工程机械、通信设备等为代表的优势产业，在民用客机、生物医药、高强度钢、数控机床和工业机器人等领域取得重要突破，在量子计算、量子通信、人工智能等新兴领域也形成了世界领先的研发、制造与应用能力。另外，在 5G 通讯、北斗、新一代核电技术等战略性新兴产业领域，以及航天、造船、钢铁、基建等传统制造业领域，中国的产业能力也都达到了世界先进水平

这是我国长期以来坚持改革，坚持自主创新，构建现代化产业体系的重要成果，我国现代化产业体系建设已经从量变逐渐进入到质变过程中。

“短期经济波动见底回升且政策呵护有力、A 股估值优势进一步凸显、现代化产业体系建设进入质变”这三大因素共振，不仅会短期内稳定资本市场信心，更重要的是会推升投资者的长期预期。由此我们坚定看好资本市场，预计股票市场整体将进入上行轨道。

在策略方面，我们建议结合估值和景气度两个指标来看，筛选估值适宜同时前期超跌的行业，挖掘结构机会。根据一季报发布结束、年中报尚未披露的股价表现来看，景气度靠前但股价下行的煤炭、有色等行业在后续披露期出现过区间补涨。当前正处于三季报披露期间，股价和基本面表现差异的个股仍在酝酿结构性机会。边际改善显著的行业包括轻工制造、建筑材料、建筑装饰、有色金属等。

中长期角度来看，经济发展的着力点从数量到质量变迁，推动高质量发展、加快建设现代化产业体系、推进新型工业化是市场发展当前阶段的必然要求。可以关注战略新兴产业（新能源、新材料、先进制造、电子信息）、未来产业（人工智能、量子计算、工业互联网、卫星互联网、机器人等），上述部分产业在本轮 A 股调整中估值已经到了相对合理位置，建议关注价值投资视角下的长期机会。

◆ 风险提示

外部金融市场波动。

相关研究报告：

《宏观经济数据前瞻-2023 年 9 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-10-08

《双节假期海外金融市场事项快评-美债利率上升影响全球多数股指和商品价格下跌》 ——2023-10-08

《9 月 PMI 数据解读-“秋旺”带动 PMI “双扩张”》 ——2023-09-30

《2023 年 8 月财政数据快评-收入探底，支出提速》 ——2023-09-18

《宏观经济数据前瞻-2023 年 8 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-09-04

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032