

行情在犹豫中展开

——中信建投策略 20230806

核心观点

我们认为市场上行行情仍在初期，后续一个阶段将迎来政策与基本面共振增强，且风险偏好不断修复，A股有望逐步转为增量行情，某种程度上A股可以和14年四季度或者19年一季度作类比。海外方面，美国7月非农不及预期，就业市场持续降温，加息预期回落、港股上行趋势显著。近期重点关注行业：券商、保险、地产链（地产/建材/钢铁）、建筑、汽车、有色/石油等。

和14年四季度与19年一季度的比较与启示：复盘历史两轮行情，政策催化下券商股率先上攻，本次“活跃资本市场”运用的政策工具更加多元、更为注重政策节奏。以2014年和2019年初行情为例，1）2014年下半年以降准降息形式，持续降低社会融资成本；“930”新政，二套房认定“认贷不认房”，商贷首套房最低首付比例30%且利率下限为基准利率0.7倍，政策力度相较于，对比下行行情有微观资金面的有力支撑。2）2019年年底中央经济工作会议指出，“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，2019年1月4日央行全面降准，叠加1月金融数据大超预期，政策力度叠加基本面的验证，迎来一波主升行情。

今年行情的特点在于下半年盈利复苏与政策加码引来共振，我们认为市场上行行情仍在初期。美国7月非农不及预期，就业市场持续降温，加息预期回落。美国劳工部最新数据显示，7月新增非农就业人数录得18.7万人，前值从20.9万人下修至18.5万人。当下美联储第五轮加息周期或步入尾声，是历次中节奏最快、加息曲线最陡峭的一次。经过1年多的加息周期，美国及欧盟通胀率有所降低，但多项核心经济指标表明经济疲软甚至衰退的风险正在加大。市场预计美联储加息周期可能进入尾声。

近期政策催化集中于非银及地产链。参考14年几次政策放松表态的板块表现情况，地产及地产链行情持续性约1个月，地产超额收益涨幅区间约10%，开工链受益前期超跌及预期修复相对收益弹性相比竣工链更强；历次资本市场改革红利释放后，券商在后一个月都仍有超额收益。另外值得注意的是，上游黑色商品、化工品价格已企稳上行，预计随去库深化、PPI见底，带动工业企业利润修复，关注“金九银十”旺季表现。

行业推荐：券商、地产链（地产/建材/钢铁）、建筑、汽车、有色/石油、保险等。

风险提示：地缘政治风险、美国通胀超预期、房地产周期继续下行。

投资策略

陈果

chengguodcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120006

夏凡捷

xiafanjie@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120005

姚皓天

yaohaotian@csc.com.cn

SAC 编号:s1440523020001

郑佳雯

zhengjiawen@csc.com.cn

s1440121120099

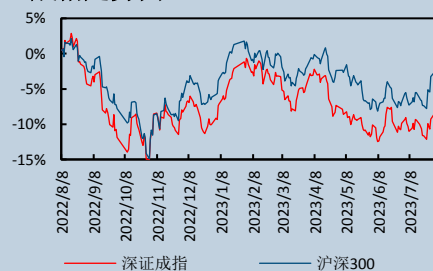
SAC 编号:s1440523010001

发布日期：2023年08月06日

上证指数走势图



深证成指走势图



目录

一、市场上攻，交易情绪较高	1
市场延续上涨，价值成长均有表现	1
二、政策与复苏共振，行情尚在初期	3
政策仍有想象空间，行情在犹豫中展开.....	3
美国 7 月非农不及预期，加息预期回落.....	6
三、近期政策催化集中于非银及地产链，短期二者修复仍将靠前.....	7
风险分析	10

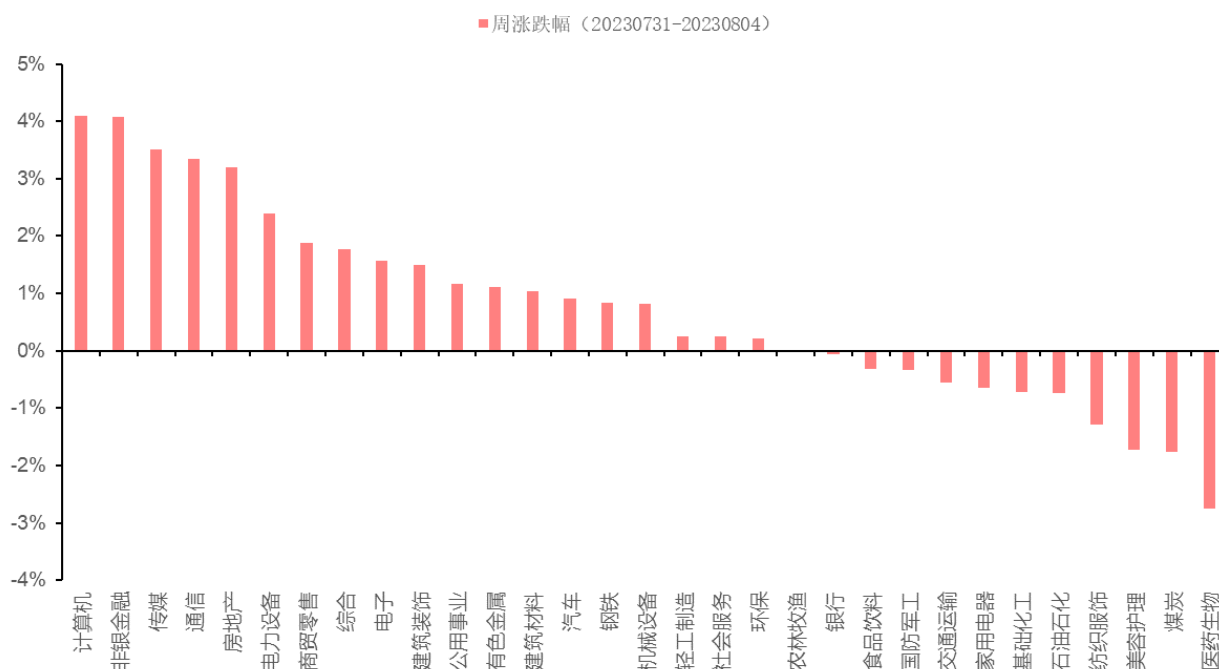
一、市场上攻，交易情绪较高

市场延续上涨，价值成长均有表现

市场延续上涨表现，板块轮动持续。本周指数全线上涨，沪深 300、深证成指、创业板指本周分别上涨 0.70%、1.24%和 1.97%；中证 500、国证 2000 为代表的中小盘指数分别下跌 1.41%和 0.94%。行业方面，31 个申万一级行业涨多跌少，其中计算机和非银金融领涨，分别上涨 4.09%和 4.07%，传媒、通信和房地产紧随其后，分别上涨 3.51%、3.34%和 3.20%；受医药反腐影响，医药生物跌幅居前，下跌 2.75%。市场风格维度，国证成长表现好于国证价值，分别上涨 1.22%和 0.49%。

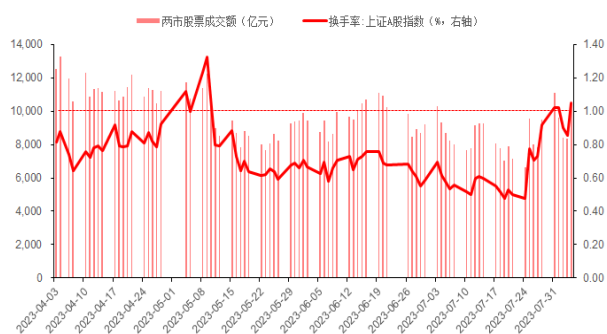
市场持续放量，交易情绪高昂。本周市场继续放量，周内日均成交量达 9500 亿元以上，其中周一两市成交额超 11000 亿元，为六月底以来单日最高成交量。换手率也回到 1%附近，有三个交易日换手率超 1%。同时受韩国研究团队超导相关论文及后续一连串相关事件影响，超导概念十分火热，下半周超导情绪降温后，在政策预期下投资者高度关注非银金融等板块。

图 1: 本周申万一级行业涨跌幅



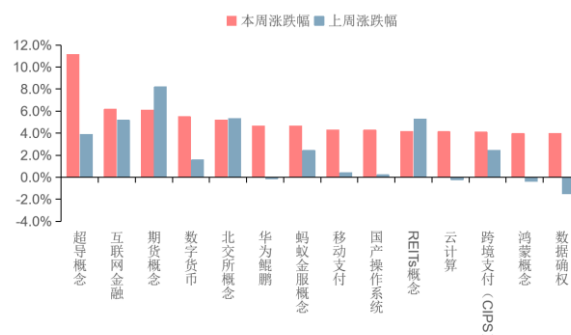
数据来源: iFinD, 中信建投证券

图 2：本周两市成交量和换手率均回到高位



数据来源：Wind，中信建投证券

图 3：市场概念指数表现



数据来源：Wind，中信建投证券

二、政策与复苏共振，行情尚在初期

政策仍有想象空间，行情在犹豫中展开

自五月底以来我们在多份策略报告中提示市场将构筑“W”型底部，而走出底部实现反弹一方面需要观察外部环境何时转暖，另一方面也离不开国家政策的强力支持和经济数据验证。就政策方面，我们认为从历史视角寻求经验规律，或能针对时下市场节点与政策风向做出更多判断。

今年行情的特点在于下半年盈利复苏与政策加码引来共振，我们认为市场上行行情仍在初期。

行情在犹豫中展开，后续利好政策仍有望持续出台。在 2023 年二季度经济转弱的情况下，7 月初市场已经开始对月末的政治局会议相关政策进行博弈，同时陆续出台的稳增长政策提振了市场信心。从 7 月 10 日中国人民银行、金融监管总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，将“金融 16 条”适用期限统一延长至 2024 年 12 月 31 日，支持房地产市场和金融市场平稳运行；到 7 月底中央政治局会议召开后，在扩大内需、促进民间投资、优化调整房地产政策、活跃资本市场等方面对下半年经济工作进行了全面部署。后续一系列政策的出台也有效提振了资本市场信心，加速了顺周期的行情，非银金融和房地产板块领涨也带动了大盘风格的走强。但与 2015 年和 2018 年的政策刺激短期内集中出台不同，本轮政策出台呈现出一定的“脉冲式”特征，运用的政策工具更加多元、更为注重政策节奏，因而即使在 7 月初以来已有多项重要政策陆续落地，市场对“活跃资本市场”后续政策的预期或仍乐观。我们认为可以积极期待下半年更多利好政策的进一步出台，市场信心也有望持续得到加强。

图 4：2023 年 7 月初以来一系列利好政策陆续出台

时间	事件	内容
8 月 3 日	证券业“降准”	自 2023 年 10 月起实施差异化调降股票类业务最低结算备付金缴纳比例安排，将该比例由原计划调降至平均 15% 左右的基础上进一步下调，实现股票类业务最低结算备付金缴纳比例由现行 16% 降至平均接近 13%。
7 月 28 日	国务院办公厅转发了国家发展改革委《关于恢复和扩大消费的措施》	围绕稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境 6 个方面，提出 20 条具体政策举措。
7 月 24-25 日	证监会 2023 年系统年中工作座谈会	会议表示，中央政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，体现了党中央对资本市场的高度重视和殷切期望。证监会要从投资端、融资端、交易端等方面综合施策，协同发力，确保党中央大政方针在资本市场领域不折不扣落实到位。
7 月 24 日	中央政治局会议	在扩大内需、促进民间投资、优化调整房地产政策、活跃资本市场等方面对下半年经济工作进行了全面部署。
7 月 21 日	国常会通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	强调加大保障性住房建设和供给

	国家发展改革委等 13 个部门联名印发《关于促进汽车消费的若干措施》和《关于促进电子产品消费的若干措施》	再次加码促消费力度
7 月 19 日	中共中央、国务院发布关于促进民营经济发展壮大的意见	围绕持续优化民营经济发展环境、加大对民营经济政策支持力度、强化民营经济发展法治保障、着力推动民营经济实现高质量发展
7 月 18 日	商务部、国家发改委等 13 部门发布关于促进家居消费若干措施的通知	旨在解决制约居民“能消费、敢消费、愿消费”的痛点和堵点
7 月 10 日	中国人民银行、金融监管总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》	将“金融 16 条”适用期限统一延长至 2024 年 12 月 31 日，支持房地产市场和金融市场平稳运行

数据来源：政府部门官网，中信建投证券

复盘历史两轮熊转牛时期，政策催化下券商股率先上攻。以 2014 年和 2019 年初行情为例，1) 2014 年下半年降准降息形式，持续降低社会融资成本；“930”新政，二套房认定“认贷不认房”，商贷首套房最低首付比例 30%且利率下限为基准利率 0.7 倍。券商股在 2014 年 9 月 5 日-12 月 17 日的短短 3 个多月内大涨 150%，相对 wind 全 A 超额收益达 120%。2) 2018 年 9 月 A 股纳入富时罗素新兴市场指数，QFII 额度提高至 3000 亿，外资参与 A 股投资范围扩充，微观流动性释放；2018 年 10 月，政治局会议提及“加强资本市场制度建设，激发市场活力”；与此同时，中美贸易摩擦持续压低估值，19 年初牛市启动日 PB 估值位于近 5 年分位数 1%以下；2018 年年底中央经济工作会议指出，“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，2019 年 1 月 4 日央行全面降准，叠加 1 月金融数据大超预期，政策力度叠加基本面的验证，迎来一波主升行情。

“悬崖勒马”，2015 年采取大规模政策救市策略。2014 年 7 月，在场内外杠杆资金的撬动下，A 股迎来一轮杠杆牛市，沪指从 1849 点开始，上涨至一年后 2015 年 6 月 12 日的 5178 点。2015 年 6 月 15 日，证监会要求各大券商清理场外配资，随后迎来千股跌停。6 月 26 日，沪指一天之内暴跌 7%。针对市场短期内出现的断崖式下跌，国家针对性出台了一系列利好举措来提振市场信心，缓解因多次千股跌停滋生的市场恐慌情绪。2015 年 6 月 27 日，央行正式宣布降息降准，财政部提出养老金入市办法意见，证监会则修改强制平仓线；7 月 4-5 日，央行表态提供流动性支持，维护市场稳定；上交所和深交所暂缓 IPO；上市公司半年内不得减持，鼓励增持回购。在政策密集出台后，市场迎来一波反弹，万得全 A 自 7 月初“政策底”的 4016 点一度在半个月內反弹至 5421 点。

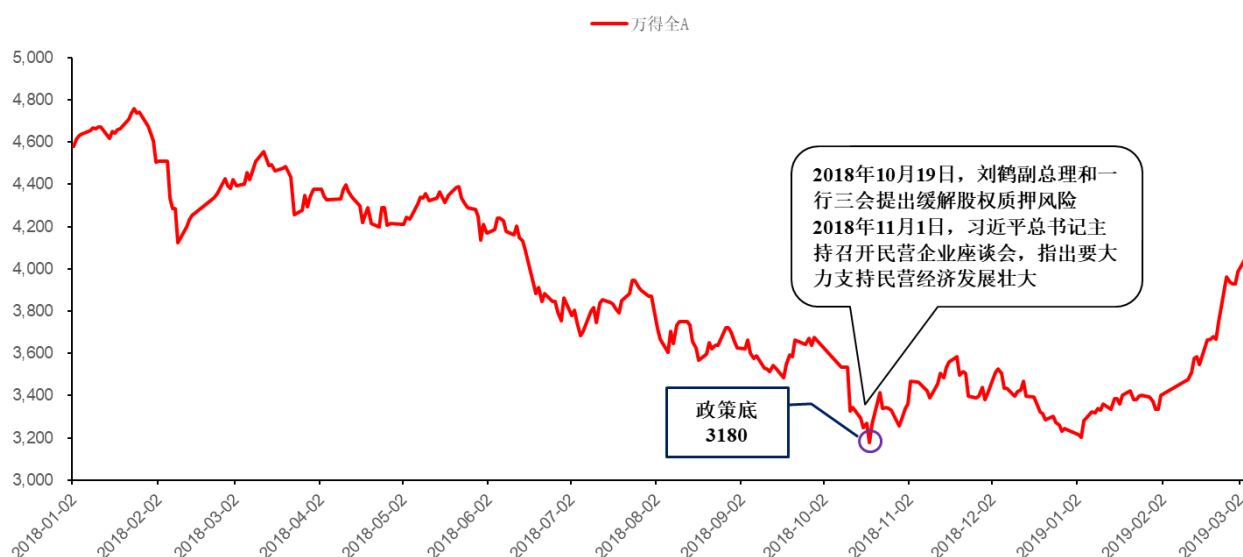
图 5：2015 年“熊转牛”切换期的政策底



数据来源：Wind，政府部门官网，中信建投证券

经验结合实际，2018 年的强力政策刺激在黑夜较深处来临。与 2015 年的市场断崖式下跌不同，2018 年，上证指数从 4757 点下跌到 3180 点，全年走势几乎是一路下跌。但 2018 年的政策救市显得相对谨慎，采取在美元加息周期结束后再出台一系列政策强力刺激市场的思路。2018 年 10 月 19 日，刘鹤副总理和一行三会提出缓解股权质押风险。2018 年 11 月 1 日，习近平总书记主持召开民营企业座谈会，指出要大力支持民营经济发展壮大，有力消解了“国进民退”的担忧，为民营经济注入了“强心剂”。而相较于 2015 年的救市举措，在解决融资难题、增加信贷投放、聚焦股权质押等问题上，2018 年的救市政策踩点节奏和救市资金使用效率上都更加规范、有效。

图 6: 2018 年“熊转牛”切换期的政策底



数据来源: Wind, 政府部门官网, 中信建投证券

美国 7 月非农不及预期，加息预期回落

美国新增非农就业不及市场预期。美国劳工部最新数据显示，7 月新增非农就业人数录得 18.7 万人，前值从 20.9 万人下修至 18.5 万人。美联储第四轮加息周期进入尾声后，万得全 A 见底，市场走出长达 3 年的慢牛趋势。美联储 2015 年 12 月开启第四轮加息周期，本轮加息周期持续时间约 36 个月，加息前期节奏较慢，时隔一年后才进行第二次加息，而随后两年的加息节奏则明显加快。2018 年 12 月，联邦基准利率从 0.25% 上调至 2.5%，第四轮加息周期步入尾声。与此同时，万得全 A 加速见底，12 月底录得三年内最低点 3244.90；随后 A 股市场开启长达 3 年的慢牛趋势，于 2021 年 12 月达到阶段性顶点，录得 5919.40，万得全 A 三年内区间涨幅约+82.4%。

图 7: 第四轮加息周期联邦基准利率从 0.25% 上调至 2.5%



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 8: 第四轮加息周期结束后 A 股开启慢牛走势

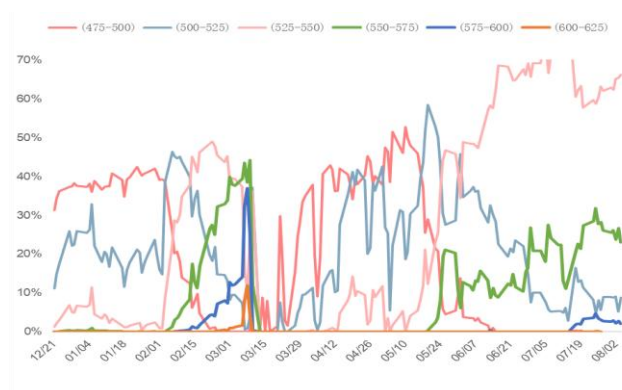


数据来源: Wind, 中信建投证券

当下美联储第五轮加息周期或步入尾声。自 2022 年 3 月至今，美联储已进行 11 次加息，将联邦基金利率目标区间从最初的 0%-0.25% 上调至目前的 5.25%-5.5%，累计加息幅度达 525 个基点。目前，美国联邦基金利率水

平已达 22 年来最高水平。美联储第五轮加息周期，是历次中节奏最快、加息曲线最陡峭的一次。经过 1 年多的加息周期，美国及欧盟通胀率有所降低，但多项核心经济指标表明经济疲软甚至衰退的风险正在加大。市场预计美联储加息周期可能进入尾声。万得全 A 至今调整幅度约-13.9%，三次探底，伴随美联储第五轮加息周期结束，海外环境改善，A 股市场迎来较好时间窗口。

图 9:市场预期加息区间概率（2023 年 12 月）



数据来源：CME，中信建投 注：数据更新于北京时间 8 月 5 日

图 10:市场预计美联储第五轮加息周期或步入尾声

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/9/20					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.0%	13.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	71.8%	25.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	66.2%	23.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	31.3%	49.2%	14.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	19.6%	41.7%	29.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	18.8%	40.8%	29.8%	7.9%	0.8%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.7%	28.9%	35.7%	19.7%	4.6%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.6%	24.4%	34.1%	23.5%	8.2%	1.4%	0.1%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.6%	6.5%	21.7%	32.6%	25.2%	10.6%	2.5%	0.3%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.4%	4.6%	16.9%	29.1%	27.5%	15.2%	5.1%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.3%	3.2%	12.7%	24.9%	28.1%	19.5%	8.6%	2.4%	0.4%	0.0%	0.0%

数据来源：CME，中信建投 注：数据更新于北京时间 8 月 5 日

三、近期政策催化集中于非银及地产链，短期二者修复仍将靠前

本周顺周期板块轮动明显加速，市场反复博弈政策预期与政策兑现。7 月 24 日政治局会议释放逆周期调节力度加大的信号，专门提及“活跃资本市场”提振投资者信心，且对地产政策的表态也有相应放松，投资者认为的两大点矛盾均有改善，1) 市场情绪悲观、信心不足；2) 出台地产相关政策最有利于提振市场信心并发挥实际效用。政治局会议后配套政策密集出台，本周市场继续围绕政治局会议后增量政策预期与实际政策兑现博弈，顺周期板块轮动明显加快，证券、地产链表现较优。

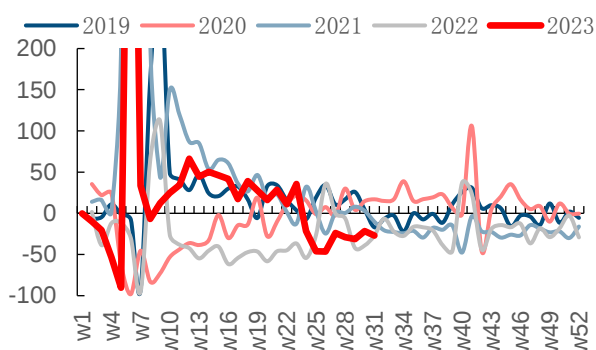
整体来看，近期催化仍旧集中在活跃资本市场、适时调整优化房地产政策方面，短期还将是证券、地产链修复靠前。围绕活跃资本市场方面，本周《经济日报》、《证券日报》等媒体纷纷发文提振投资者信心：“让居民通过股票基金赚到钱，是扩大消费必要之举”、“活跃资本市场要有‘气冲斗牛’的勇气”；7 月沪深两市 IPO 零申报；中国结算拟自 2023 年 10 月起进一步降低股票类业务最低结算备付金缴纳比例至 13%。围绕适时调整优化房地产政策方面，本周多地住建委表示大力支持、更好满足居民刚性和改善性住房需求，8 月 1 日央行表示指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率，3 日郑州打响取消住房限售第一枪。此外，4 日国家发改委等部门介绍“打好宏观政策组合拳、推动经济高质量发展”情况。总体而言，近期催化集中在活跃资本市场、适时调整优化房地产政策方面，政策响应速度快，市场信心修复。后续来看，活跃资本市场工具箱仍旧丰富，降印花税、T+0 等预期仍存；地产基本面仍未修复，政策催化下具备购买力的居民前期观望情绪有望率先释放、置换改善性住房从而带动销售数据环比回暖，短期还将是证券、地产链修复靠前。

此前复盘结论显示，非银、地产链右侧行情仍将持续。参考 14 年几次政策放松表态的板块表现情况，地产及地产链行情持续性约 1 个月，地产超额收益涨幅空间约 10%，开工链受益前期超跌及预期修复相对收益弹性相比竣工链更强。从中期角度看房住不炒基调不变，与 14 年启动的新一轮地产周期相比，除了政策量级不同，目前

所处的城镇化渗透率水平、居民部门杠杆率等限制也决定了本轮中期基本面增速及回暖斜率偏慢。而历次资本市场改革红利释放后，券商在未来一周和一个月都仍有超额收益。相关促进资本市场协调发展、提振股市信心、支持实体经济发展等喊话后券商板块当日及未来一月都有较高的超额收益。未来建议继续关注资本市场相关制度信号，布局相关证券板块。

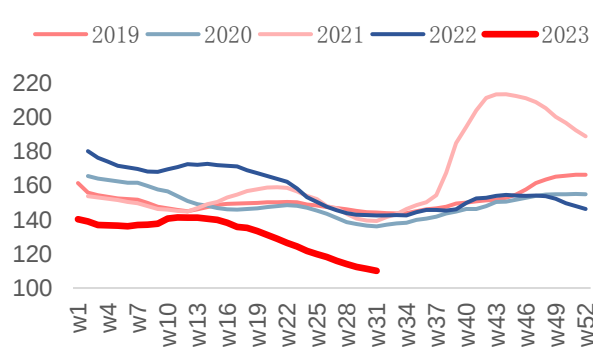
当前顺周期板块整体基本面变化不大，但上游大宗工业品及化工品价格已企稳上行，政策催化下随去库深化、PPI 见底，带动工企利润修复，关注顺周期“金九银十”旺季表现。据克而瑞地产研究，7 月百强房企业绩规模创近年心底，单月业绩同环比双降，环比降低 33.5%，同比降低 33.1%，同比降幅较上月进一步扩大。高频数据来看，政策预期回暖下 7 月最后一周 14 城二手房成交环比回升 16%，同比仍降 15%。其他生产、需求、服务端高频数据变化不大，但上游黑色商品、化工品近期价格已企稳上行，政策催化下随去库深化、PPI 见底，带动工企利润回升，关注顺周期板块“金九银十”旺季表现。

图 11:30 城商品房销售面积同比降幅走扩(%)



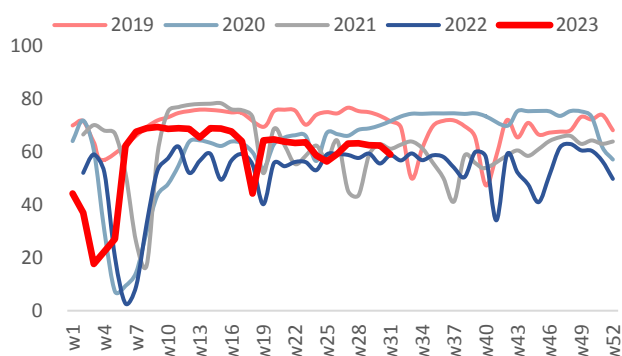
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 12:水泥价格指数环比继续下滑



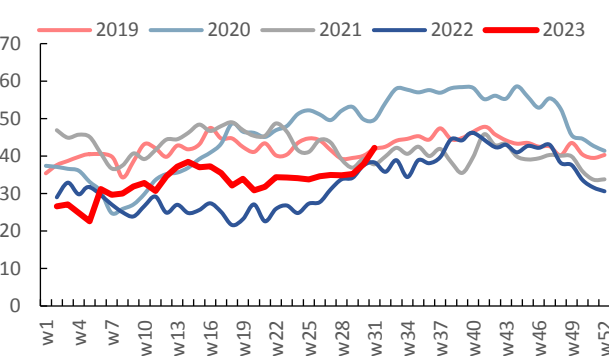
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 13:汽车全钢胎(重型卡车)开工率(%)



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 14:石油沥青装置开工率上行幅度增大(%)



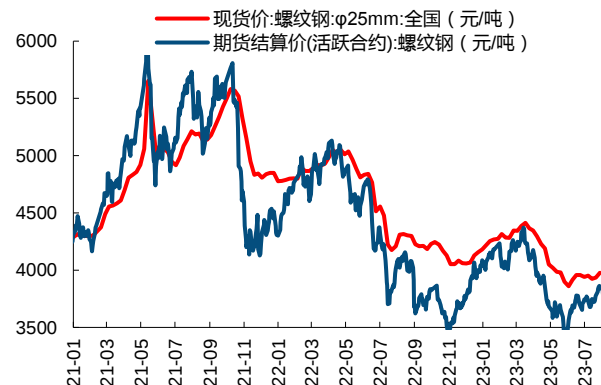
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 15:化工品近期涨幅可观



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 16:螺纹钢价格有所反弹



数据来源: Wind, 中信建投证券

实际基本面变动情况来看,当前已然企稳或维持相对韧性的主要包括建筑、汽车、有色/石油、保险。建筑方面,6月基建重回双位数增长,仍具韧性;上半年我国企业在“一带一路”沿线国家非金融类直接投资801.7亿元人民币,同比增长23.3%,一带一路峰会临近,海外订单预期提升。汽车方面,高基数下汽车销量维持韧性,据乘联会初步统计,7月乘用车市场零售173.4万辆,同比下降5%,环比下降8%。新能源车市场零售64.7万辆,同比增长33%,环比下降3%。有色/石油方面,价格5月以来已经企稳,锡/钨等小金属供应偏紧持续涨价。保险方面,上半年保险行业寿险保费增速持续扩大,健康险和意外险保费降幅收窄,整体来看保险行业实现原保费收入32054亿元,同比增长12.54%,增幅较1-5月提升1.86pct,实现连续6个月上涨。政策催化下,上述行业EPS及估值仍具备一定修复预期。

图 17:申万一级行业估值水平

大类	行业	近一周23年盈利预测变动(%)	PE(TTM,整体)	3年分位	5年分位	10年分位	PE(TTM,中位数)	3年分位	5年分位	10年分位	PB(LF)	3年分位	5年分位	10年分位	五日成交额占比近一周分位数	近一周变化	换手率(MA5)近一周分位数	近一周变化
消费	食品饮料	0.12%	31.4	12.5%	28.5%	50.8%	39.1	24.4%	49.4%	35.5%	6.1	12.7%	25.1%	61.2%	30.7%	-1.0%	48.4%	-0.03
	美容护理	0.11%	46.1	49.8%	67.1%	75.3%	39.5	47.4%	55.3%	29.3%	4.5	10.5%	45.3%	64.4%	72.0%	0.0%	36.3%	-0.14
	家用电器	-0.01%	14.6	30.6%	31.9%	28.6%	24.2	22.4%	31.4%	15.6%	2.5	16.9%	17.1%	20.0%	3.8%	-0.3%	26.2%	-0.15
	医药生物	-0.14%	26.5	35.0%	25.4%	12.7%	29.1	2.6%	8.2%	4.1%	2.8	2.1%	4.4%	2.2%	15.3%	0.9%	34.4%	0.22
	纺织服装	-0.18%	25.1	51.2%	61.3%	41.9%	25.9	62.2%	61.2%	33.6%	1.8	35.0%	41.6%	21.2%	49.3%	0.0%	63.2%	0.00
	轻工制造	-0.51%	31.3	90.9%	94.5%	54.8%	29.2	79.5%	68.2%	34.0%	2.0	45.3%	65.1%	34.4%	23.0%	-0.1%	26.0%	-0.12
	农林牧渔	-1.82%	29.5	47.9%	45.0%	30.9%	41.8	38.5%	45.3%	36.9%	2.8	9.1%	15.8%	11.6%	9.7%	0.1%	43.2%	0.27
	商贸零售	-14.05%	38.0	89.2%	93.5%	78.6%	34.8	78.2%	86.3%	66.2%	2.0	52.9%	71.6%	43.7%	96.7%	0.1%	98.2%	0.62
	社会服务	-19.29%	84.4	36.3%	59.7%	78.7%	40.6	11.5%	41.6%	31.1%	3.5	35.6%	42.9%	29.9%	80.0%	0.0%	63.2%	-0.03
	汽车	0.65%	31.8	63.0%	77.7%	88.1%	39.4	69.2%	80.6%	66.7%	2.3	54.9%	72.9%	55.4%	91.6%	-0.8%	94.6%	-0.13
制造	机械设备	0.16%	31.3	80.9%	84.3%	52.6%	37.1	59.6%	52.9%	27.0%	2.4	29.1%	56.3%	42.9%	13.6%	-0.2%	44.6%	0.03
	国防军工	-0.14%	54.8	20.0%	15.3%	8.5%	56.2	5.1%	25.5%	13.4%	3.3	30.0%	57.0%	50.6%	29.3%	-0.4%	18.6%	-0.15
	电力设备	-0.19%	22.0	6.4%	5.2%	2.6%	35.5	14.7%	31.8%	18.0%	3.2	8.6%	44.8%	47.0%	47.8%	0.2%	47.9%	0.32
	煤炭	-0.06%	5.9	0.5%	0.3%	0.2%	6.0	10.9%	6.7%	3.3%	1.1	15.9%	41.0%	26.1%	21.2%	0.0%	48.3%	0.02
	石油石化	-0.16%	14.5	63.3%	54.1%	26.9%	33.0	53.2%	60.0%	33.6%	1.3	23.9%	27.8%	13.9%	27.4%	0.1%	49.2%	0.06
周期	钢铁	-0.21%	25.4	99.6%	99.8%	61.9%	21.1	99.4%	99.6%	57.6%	1.0	38.0%	47.4%	35.6%	56.4%	0.0%	73.4%	0.03
	建筑材料	-0.39%	19.8	99.6%	99.8%	61.5%	27.5	98.1%	98.4%	49.4%	1.5	11.2%	6.8%	3.4%	22.3%	-0.4%	71.6%	-0.30
	有色金属	-0.60%	13.7	6.9%	4.2%	2.1%	27.8	23.1%	16.5%	8.2%	2.3	10.2%	44.3%	27.4%	15.9%	0.2%	47.4%	0.35
	基础化工	-0.70%	17.6	45.3%	39.5%	19.7%	26.3	32.7%	23.1%	11.5%	2.0	7.8%	40.8%	21.0%	4.0%	-0.4%	32.2%	-0.16
科技	传媒	-0.04%	45.7	91.2%	89.9%	59.5%	47.8	80.8%	85.5%	56.8%	2.7	78.1%	83.1%	43.4%	51.1%	-0.7%	68.9%	-0.34
	通信	-0.11%	34.2	53.5%	33.6%	19.7%	53.1	64.7%	62.7%	36.4%	2.5	88.1%	66.5%	44.5%	62.3%	0.2%	49.3%	0.34
	计算机	-0.21%	69.3	80.5%	82.2%	79.2%	65.5	82.1%	82.7%	57.9%	3.9	47.4%	54.7%	33.3%	69.6%	0.5%	56.7%	0.28
	电子	-4.76%	44.9	76.5%	77.6%	47.9%	46.2	76.9%	78.0%	42.2%	2.8	18.7%	26.2%	13.1%	6.1%	-0.7%	16.5%	-0.04
金融地产	房地产	17.24%	16.4	99.9%	99.9%	72.7%	23.6	94.9%	96.9%	69.9%	0.9	52.3%	31.4%	15.7%	97.2%	0.2%	99.3%	0.24
	建筑装饰	0.14%	10.2	72.2%	64.7%	37.3%	27.0	94.2%	96.1%	64.3%	0.9	63.7%	43.4%	21.6%	77.2%	-0.7%	75.0%	-0.31
	银行	-0.01%	4.9	18.9%	11.3%	13.1%	5.1	12.8%	7.8%	12.4%	0.5	13.4%	8.1%	4.0%	60.8%	0.0%	92.5%	0.03
	非银金融	-0.23%	16.4	78.8%	69.6%	50.3%	24.4	81.4%	54.1%	42.4%	1.3	44.4%	26.7%	13.3%	100.0%	3.6%	95.2%	1.12
公用	公用事业	0.11%	24.6	54.9%	72.9%	69.3%	24.5	68.6%	70.6%	38.1%	1.7	52.2%	69.0%	35.7%	18.1%	0.0%	37.7%	0.07
	交通运输	-0.06%	13.7	46.7%	28.1%	14.9%	20.5	71.8%	52.5%	35.2%	1.5	20.4%	37.9%	29.8%	13.2%	0.0%	31.2%	0.03
	环保	-4.04%	22.5	72.6%	63.0%	31.4%	25.0	74.4%	74.5%	37.1%	1.5	15.7%	9.7%	4.8%	32.9%	-0.1%	46.4%	-0.10

数据来源: Wind, 中信建投证券

风险分析

（1）地缘政治风险。如果中美关系管理不善，可能导致中美之间在政治、军事、科技、外交领域的对抗加剧。同时俄乌冲突、中东问题等地缘热点可能面临恶化的风险，如果发生危机则可能对市场造成不利影响。

（2）海外美联储紧缩程度超预期。如果美国经济持续保持韧性，劳动力市场、零售等经济数据表现亮眼，那么美国衰退风险或将面临重估，同时通胀风险也将面临反弹，美联储紧缩抗通胀之路继续，全球流动性宽松不及预期，国内权益市场分母端难免也将承压。

（3）国内经济复苏或稳增长政策实施效果不及预期。如果后续国内地产销售、投资等数据迟迟难以恢复，长期积累的城投偿债风险面临发酵，经济复苏最终证伪，那么整体市场走势将会承压，过于乐观的定价预期将会面临修正。

分析师介绍

陈果

中信建投证券董事总经理（MD）、研委会副主任、首席策略官。复旦大学理学学士，上海交通大学金融硕士，曾任安信证券首席策略师，研究中心副总经理。因市场把握准确闻名，2020 年疫情冲击下的市场底部提出“黄金坑”与“复苏牛”。2021 年提出从茅指数到宁组合，是“宁组合”的首创者。曾多次荣获新财富、水晶球和金牛奖中国最具价值分析师等奖项，也是 A 股市场最具影响力的策略分析师之一。

夏凡捷

中信建投资深策略分析师，硕士毕业于武汉大学金融工程专业，曾任安信证券高级策略分析师，长期从事市场策略、专题研究和金股配置方面的工作。新财富、水晶球、金牛奖策略分析师。

姚皓天

复旦大学经济学本科，大数据学院硕士。目前主要负责大势研判、政策与流动性、主题策略等领域。曾任德邦证券策略分析师，2022 年加入中信建投证券研究发展部。

郑佳雯

权益策略组研究助理

负责领域：行业比较、估值研究、业绩点评

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南
塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk