

中信证券研究部



秦培景
首席策略师
S1010512050004



秦翔
联席首席策略师
S1010518080002



杨帆
政策研究首席
分析师
S1010515100001



程强
宏观经济首席
分析师
S1010520010002



李世豪
策略分析师
S1010520070004

核心观点

政策预期落差、宏观数据触底、外部因素扰动叠加快速冷却市场情绪，但政策不断发力、经济触底回升、盈利拐点将现的大方向依然明确，政策落地速度低于市场预期，当前已落地政策只是一系列政策的起点而非终点，其它增量政策将有序落地，预计地产政策整体力度不会弱于预期，而活跃资本市场的政策将先易后难，美国限投令实际落地弱于之前的媒体报道，对流动性影响仅限于相关行业的一级市场增量部分，A 股依然处于年内第三个做多窗口期，短暂波动带来入场良机，建议继续围绕地产、科技、能源资源三大产业主题布局。

■ 政策预期落差、宏观数据触底、外部因素扰动叠加快速冷却市场情绪。首先，活跃资金入场过程中政策博弈激烈，短期增量政策落地的进度和力度不及激进的市场预期。其次，已公布的 7 月国内经济金融数据略低于预期，宏观数据触底，市场对基本面后续压力仍有担忧。最后，美国对华部分敏感技术领域限投令落地，但市场对潜在流动性影响过度焦虑。多因素短期叠加快速冷却市场情绪，是近期市场波动放大的主要原因。

■ 地产政策近期落地节奏虽慢于预期，但预计未来整体力度不会弱于预期。7 月下旬中央政治局会议释放出地产政策发力的积极信号，房地产板块与其政策预期一起快速上行，随后半个月各地方政府因地制宜，相继表态或推出落地政策，但短期落地节奏相对较慢。考虑到当前房地产基本面较差、关联风险频发，稳定预期是必要的举措。根据中信证券研究部地产组判断，预计未来地产政策整体力度不会弱于预期。首先，2023 年三四季度都是重要的政策窗口，潜在的政策工具箱包括：大城市有望调整普通住宅标准、推进认房不认贷；中小城市有望进一步放松需求侧的各类管制、出台补贴、鼓励住房消费；各地公积金中心进一步提升贷款金额上限、提升个贷率；商业银行依法有序调降存量按揭利率，降低购房者月供支出等等。其次，近期个别头部民营房企的违约，对购房者、供应商、金融机构、同业、地方政府各主体的信心冲击是客观存在的，但我们认为当前的风险相较 2022 年明显降低，在金融十六条等措施的推动下，房企存量融资合理展期得到支持，如果需求侧政策工具持续发力，住房销售改善也可以缓解行业资金压力。最后，超大特大城市的城中村改造，是民生工程，也是内需抓手，能有效拉动投资，保障民生，并助力房地产行业健康持续发展。

■ 活跃资本市场政策先易后难，交易端、融资端、投资端将渐次落地。资本市场近期政策的落地与市场预期有落差，碎股交易和盘后 ETF 交易及供给制度的优化对于提升资本市场活跃度具有正向影响，且这只是政策落地的起点而非终点。预计交易端改革仍有后续政策，融资端和投资端的改革方案也值得期待，预计相关政策将有序落地，其中融资端政策的调整既要考虑到市场的承载力，也需要兼顾支持创新型企业的功能，投资端政策的调整更多是长期引导，很难立刻带来增量。根据证券时报消息，目前证监会正在研究制定《资本市场投资端改革行动方案》作为建设中国特色现代资本市场的政策框架，具体内容上，行动方案以坚持投融资两端平衡发展为核心，持续推动中长期稳定资金入市，以提振市场估值与信心，着重聚焦以下方面：1) 推动完善保险、理财、养老金等各类中长期资金长周期考核；2) 逐步完善税收优惠、会计核算等配套制度机制；3) 提高上市公司质量，引导各类中长期资金提高权益投资实际比重，提升投资稳定性。

■ 国内经济底部运行的特征明显，宏观数据将触底回升。首先，7 月社融整体低于预期，其中人民币贷款新增 3459 亿元，同比少增 3498 亿元，可能原因包括信贷需求被提前透支、居民提前还贷和基建财力支出回落等，当前信贷需求偏弱，预



杨家骥
策略分析师
S1010521040002



崔嶸
海外宏观经济首席
分析师
S1010517040001



联系人：徐广鸿
海外策略首席

计未来货币政策会适时降准、降息；叠加地产政策逐步调整，将逐步修复实体经济信贷需求。其次，7月两大物价指标均呈现出积极信号，PPI同比拐点如期出现，且环比降幅也明显收窄；CPI数据“名弱实强”，更值得关注的是核心CPI同比大幅回升，超出市场预期。再次，在去年同期高基数效应的拖累下，7月出口数据延续回落，预计8月份开始拖累出口增速的高基数因素将逐渐消退。最后，随着价格压制因素明显改善，以及后续政策逐步发力，我们认为今年的中报季很有可能是本轮A股盈利周期的底部，预计下半年非金融板块盈利将进入新一轮稳健的上行周期。

■ 美国限投令的影响仅限相关行业一级市场增量，做多窗口内潜在资金增量仍然充裕。

1) 美国限投令实际落地，影响仅限于相关行业的一级市场增量部分。8月9日美国总统拜登签署行政命令，限制美国对中国敏感技术领域的投资，范围局限在半导体、量子信息、人工智能三大领域，但市场对潜在流动性影响过度焦虑。该行政命令此前渲染已久，此次正式出台的版本在限制范围上较此前媒体报道也已显著缩窄，并且美国在相关领域对华投资规模极为有限。更重要的是，根据路透社8月9日报道，相关措施预计将于明年正式实施，对象为以私募股权、风险投资、合资企业和绿地投资形式的在华新增投资，不包含二级市场投资以及美国公司内部从母公司向子公司的转让，实际流动性影响十分有限。相关限制措施是拜登政府寻求对华“竞争而不冲突”战略的集中体现，预计风险落地后整体影响可控，并不会从根本上改变目前中美持续开展对话的趋势，后续可关注G20和APEC峰会等潜在的中美对话时间点。

2) 做多窗口期内潜在的活跃资金增量仍然充裕。首先，活跃资金入场后，市场波动较大，激烈的政策博弈下，市场情绪对政策落地和落空的敏感度都很高，前两周迅速上涨、成交量迅速放大的券商和房地产，对应中信二级行业在本周分别回调3.4%和4.6%，周度成交额分别环比萎缩23.7%和43.4%。其次，本周活跃私募基金仓位小幅上升1.6ppts至71.8%，但仍然是历史低位水平；截至8月11日，沪深300指数和中证500指数的交易热度分别回落至47.6度和34.9度，动态估值依然处于2010年以来35%和23%的较低分位。最后，本轮行情外资进出波动亦比较大，7月25日至7月31日，北向交易型资金连续净流入达384亿元，但8月截至11日的净流出达到了240亿元。

■ **政策落地正处起点而非终点。**政策落地速度低于市场预期，但当前已落地政策只是一系列政策的起点而非终点，其它增量政策将有序落地，预计地产政策整体力度不会弱于预期，而活跃资本市场的政策将先易后难，美国限投令实际落地弱于之前媒体报道，对流动性影响仅限于相关行业的一级市场增量部分，做多窗口内潜在资金增量仍然充裕，建议继续把握短暂波动带来的入场良机，积极围绕地产、科技、能源资源三大产业主题布局。配置上，关注：1) **地产产业链**关注物业管理、家居、消费建材等行业的长期成长机遇；2) **科技产业**，自主可控领域建议持续关注信创、半导体、AI国产化的催化，基本面视角下关注盈利持续改善的运营商，以及存储、面板的行业周期底部反转机会，新能源车关注自动驾驶技术进步推动下产品革新力的整车厂及供应商；3) **能源资源产业**，传统能源关注商品价格回暖和PPI底部反弹带来的利润环比修复，从下半年盈利弹性的角度，建议关注充电桩、风电等。

■ **风险因素：**中美科技、贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策出台进度、力度以及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

目录

地产政策近期落地节奏虽慢于预期，但预计未来整体力度不会弱于预期	5
活跃资本市场政策先易后难，交易端、融资端、投资端将渐次落地.....	8
国内经济底部运行的特征明显，宏观数据将触底回升	9
限投令影响仅限相关行业一级市场增量，做多窗口内潜在资金增量仍然充裕	17
美国限投令实际落地影响仅限于相关行业的一级市场增量部分	17
做多窗口期内潜在的活跃资金增量仍然充裕	19
政策落地正处起点而非终点	20
风险因素	21

插图目录

图 1：7 月人民币贷款月净增为 3459 亿元，低于去年同期	10
图 2：7 月企业贷款结构中，企业短贷拖累较多	10
图 3：7 月企业中长期贷款低于去年同期	10
图 4：7 月居民中长期贷款负增长	11
图 5：7 月社融增速为 8.9%，M2 增速为 10.7%	12
图 6：1-7 月表内融资同比多增	12
图 7：PPI 原材料和加工工业部分分项同比近 2 个月的对比情况.....	13
图 8：重要 PPI 价格分项的环比雷达图（%）	13
图 9：7 月核心 CPI 环比大幅超出历史均值	14
图 10：服务价格上涨带动核心 CPI 同比增长至 0.8%	14
图 11：工业制成品 CPI 同比和 PPI 同比历史上具有高度相关性	14
图 12：CPI 八大分项同比读数近 2 个月的对比情况	14
图 13：7 月中国自欧美、东盟和日本的进口增速较上月下降	16
图 14：7 月以来，中国出口集装箱运价指数中，美东和美西航线运价上升，欧洲航线运价下降	16
图 15：7 月欧元区和日本制造业 PMI 下滑，拖累中国对其出口.....	16
图 16：主要出口目的地中，7 月中国仅对俄罗斯出口实现正增长.....	16
图 17：7 月末南华工业品指数较 6 月末上升 7.1%	17
图 18：7 月末南华农产品指数较 6 月末上升 5.1%	17
图 19：7 月末南华金属指数较 6 月末上升 4.4%.....	17
图 20：7 月末南华能化指数较 6 月末上升 9.5%.....	17
图 21：券商和房地产出现回调.....	19
图 22：券商和房地产成交明显回落	19
图 23：沪深 300 温度指数	20
图 24：中证 500 温度指数	20
图 25：月度北向资金净流出规模（亿元）	20

表格目录

表 1：部分重点城市近期推出的房地产政策举措.....	5
表 2：超大特大城市房地产市场主要数据	8

政策预期落差、宏观数据触底、外部因素扰动叠加快速冷却市场情绪。首先，活跃资金入场过程中政策博弈激烈，短期增量政策落地的进度和力度不及激进的市场预期。其次，已公布的 7 月国内经济金融数据略低于预期，宏观数据触底，市场对基本面后续压力仍有担忧。最后，美国对华部分敏感技术领域限投令落地，市场对潜在流动性影响过度焦虑。多因素短期叠加快速冷却市场情绪，是近期市场波动放大的主要原因。

■ 地产政策近期落地节奏虽慢于预期，但预计未来整体力度不会弱于预期

目前房地产的基本面较差，市场预期很低，房价下降压力大，关联风险频发，稳定基本面、稳定预期是必要的举措，政治局会议后，各相关部门及重点城市都表态响应。继 7 月 14 日央行在国务院新闻发布会上表态后，7 月 24 日的政治局会议再次指出要“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，反映出此前市场长期过热阶段出台的政策存在边际优化空间，释放出地产政策发力的积极信号。7 月 31 日国家发改委推出恢复和扩大消费的 20 条措施，其中涉及支持刚性和改善性住房需求、提升家装家居消费等进一步促消措施。大部分超大特大城市的“四限”、首付比例及首套房认定标准仍有放松空间，近期各地方政府也因地制宜，表态或推出相应政策。据财联社报道，7 月 28-30 日，深圳、北京、广州等城市先后表态尽快推出有关措施。7 月 28 日，合肥市召开房地产工作专题会议，发布涉房政策共 10 条。8 月 3 日晚，郑州市住房保障和房地产管理局、郑州市财政局、国家税务总局郑州市税务局等八部门联合发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，主要举措共计 15 条，包括人才安居补贴、多子女购房补贴、契税补贴等等。8 月 4 日，南京市住房保障和房产局发布《进一步优化政策举措促进南京房地产市场平稳健康发展》，涉及新房补贴、房票安置、提升预售监管资金使用效率等 8 条重磅新政。8 月第二周，浙江、江苏先后宣布除个别城市外，其他地区全面取消落户限制政策。

根据中信证券研究部地产组观点，政策工具箱的工具选择依然丰富。根据中国人民银行数据，2023 年上半年新发行个人住房贷款加权平均利率 4.18%，较 7 月最新 LPR 折价 2 个 BP。历史上看，个人住房贷款平均利率较之 LPR(或基准利率)最大有 160 个 BP 的折价，我们认为按揭贷款利率至少还有 50-100 个 BP 的下行空间。根据住建部数据，2022 年底公积金个贷率只有 78.9%，如个贷率提升到 90%将带来约 1 万亿元的增量住房信贷资金。不少超大特大城市还有不适应当前供求形势的住房限购限贷措施，具有放开的空间。从政策方向看，大城市有望调整普通住宅标准、推进认房不认贷；中小城市有望进一步放松需求侧的各类管制、出台补贴、励住房消费；各地公积金中心进一步提升贷款金额上限、提升个贷率；商业银行依法有序调降存量按揭利率，降低购房者月供支持，我们判断三四季度之间，政策会持续出台。

表 1：部分重点城市近期推出的房地产政策举措

相关城市	相关文件&会议	主要举措
金华	8 月 10 日，金华市促进房地产市场平稳健康发展工作领导小组办公室发出通知	提高住房公积金最高可贷额度、鼓励城市更新房票安置、加大信贷支持力度、降低住房交易税费等 7 条措施

相关城市	相关文件&会议	主要举措
江苏省（南京、苏州市区除外）	8月9日，江苏省发改委发布《关于促进全省经济持续回升向好助力高质量发展继续走在前列的若干政策措施》	全省（南京、苏州市区除外）全面取消落户限制政策
南京	8月4日发布《进一步优化政策举措促进南京房地产市场平稳健康发展》	一是对购买新建商品住房的实施补贴。 二是对集体土地房屋征收推行房票安置。 三是建立全市统一的“安置房源超市”。 四是进一步优化车位车库销售审批手续。 五是进一步提升预售监管资金使用效率。 六是进一步优化差异化供地。统筹考虑全 七是促进商办市场良性发展。 八是营造良好市场舆论氛围。
郑州	8月3日发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	一、支持青年人才在郑安居。 二、实施多子女家庭购房补贴政策。 三、实施购房契税补贴政策。 四、满足改善性住房需求。 五、做好金融信贷支持。 六、加大公积金支持力度。 七、降低住房交易税费。 八、稳定住房消费预期。 九、推进商品房现房销售。 十、提升商品住房品质。 十一、加快推进租购并举。 十二、稳妥推进城中村改造和城市更新。 十三、规范二手房交易居间服务。 十四、落实土地款分期缴纳优惠政策。 十五、试行地下停车位办理预售。
合肥	7月28日召开房地产工作专题会议，明确要抓紧完善以下工作举措	一是大胆稳妥推进商品房“现房销售”试点。 二是为避免公摊面积比例过大，要积极探索商品房销售按套内面积计价。 三是“城中村”改造是公益性项目，并非营利性工程，大胆探索土地供应“定向挂牌、协议出让”。 四是大力推动货币化安置、房票安置等多元化安置方式，尽全力让市民在安置上更早更快更灵活。 五是试行取消商品房的楼层差价率限制，把定价权交给市场。 六是试行车位、车库与商品房同步办理预售许可证，但严禁捆绑销售。 七是探索房地产项目地下车库整体验收合格，即可办理预售许可证，此举有利于提高地库建设质量，防止赶工期造成地库漏水等问题。 八是落实“全程代办”，全面推进“拿地即开工、开工即开建、交房即交证”。 九是坚持和完善土地招标采购挂牌出让制度，运用“竞品质”机制，探索竞争性谈判出让方式，优先考虑“四没有”的优质房企：即没有项目“烂尾”、没有项目有“保交楼”任务、没有物业管理出问题、没有项目工程质量问题。 十是要以严密制度加强商品房预售资金共同监管，严防资金挪用。

资料来源：各地方政府官网，中信证券研究部

个别头部民营房企的违约，对购房者、供应商、金融机构、同业、地方政府各主体的信心冲击是客观存在，但是相较 2022 年，这种冲击蔓延的概率比较低。根据财政部数据，2023 年上半年，国有土地使用权出让收入同比下降 20.9%，地方现金回流继续减速，存量债务风险有进一步抬头的迹象。政策注意到了这些领域的风险，相信会积极行动有效防范风险，此次政治局会议定调我国房地产市场供求关系已经发生重大变化，我们认为不是说个别城市出现供过于求，而是说全局来看房地产供给偏多，需求偏弱。目前，在金融十六条等措施的推动下，房企存量融资合理展期得到支持。另外，随着消费基础设施 REITs 的推进，对于投资性房地产，尤其是商场等持有物业较多的企业，有望得到金融机构更多的认可。另外，需求侧的政策工具箱丰富，发力空间足，住房需求释放值得期待，如果政策能够持续推出，销售有所起色，行业的资金压力也会有所缓解。

根据中信证券研究部地产组观点，超大特大城市的城中村改造，是民生工程，也是内需抓手，能有效拉动投资，保障民生，并助力房地产行业健康持续发展。2023 年 4 月，中央政治局会议指出，要在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。2023 年 7 月，国务院常务会议要求，在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。我们认为，本轮城中村改造和历史上的棚改，不同点多于相同点：

1) 区域不同：棚户区改造是针对全国的，其中尤以三四线城市为重点区域，本轮城中村改造则专门针对超大特大城市。由于当时的棚户区改造以资金驱动为主要手段，以大拆大建为主要模式，拆迁较为容易的三四线城市进展快，需求迫切但情况复杂的超大特大城市进展缓慢。换言之，棚改是先易后难的改革。但是，过去大量货币化资金投入，使得三四线城市房价上涨过快。且三四线城市人口和产业相对薄弱，开发规模过大，一定程度增加了经济运行长期风险。本轮城中村改造从一开始就在区域上限定于超大特大城市，从居民的切实需要出发，从城市的客观实际出发，在有人口流入产业基础的大城市搞城中村改造。由于一线城市的城中村情况更加复杂，本轮改革可以说是啃硬骨头的改革，这可能意味着资金投入速度更慢，对经济的边际拉动更渐进，但也可能意味着政策的长期副作用少，社会争议少。我们测算 19 个超大特大城市约占全国商品房销售额的 37.2%。

2) 工作的主要方式不同，重点不同。棚户区改造不乏大拆大建的案例。当时全国人均居住面积还比较低，但大拆大建也确实留下了城市千篇一律，短期供给过大，社区配套不合理，职住不平衡等一系列问题。我们认为本轮城中村改造更像“绣花”功夫，适应当前人均居住面积相对较高，但居住环境和城市面貌亟待改善的事实。2023 年 7 月，广州连续发布了《广州市旧村庄旧厂房旧城镇改造实施办法（征求意见稿）》和《广州市城中村改造条例（征求意见稿）》，主要聚焦通过城中村改造加强住房保障和人才安居；推动城中村传统产业转型升级；加强历史文化保护，留住乡愁；加强树木保护；补偿安置和权益保障；拆迁补偿争议解决；鼓励将集体用地转为国有土地等领域。7 月 21 日，上海市长龚正在上海市第十六届人大常委会第四次会议（扩大）表示，要用十年时间，针对城中村改造等三种类型，探索更可持续的城市更新模式。我们认为，城中村改造是针对集体用地更为复杂全面的城市功能区的环境更新，既包含了拆除重建的全面改造，也包含维持建筑格局的微改造，还有介于两者之间的混合改造。

3) 受益主体不同。我们认为，相比棚改而言，本轮城中村改造的受益主体更聚焦，其受益时间更长。棚改本身推动了澎湃的建设需求，驱动了上下游的扩大再生产。城中村改造则要求“成熟一个推进一个，实施一项做成一项”。从短期拉动投资的角度，我们认为无论是房地产开发还是基础设施建设，本轮城中村改造的增量影响都将低于 2015 年前后。但从高质量发展的角度，我们预计这轮城中村改造能解决长期问题，并十分有利于具备资产综合运营能力的企业，及具备空间服务经验的企业。政策不仅驱动了一部分营建的机会，更诞生了大量运营服务的商机。

综合来看，超大特大城市人口和产业基础雄厚，城市核心区域改造需求多，是中国房地产营建更新需求最为集中，居民痛点最为明显的细分领域，有望成为房地产产业链最重要的增量业务来源。在城中村改造领域业务经验丰富、资金成本低、规模大、本地化经验

足、不动产资产运营管理能力强的开发企业有望受益，另外基础材料和工程服务、不动产资产运营和物业服务也将充分受益。

表 2：超大特大城市房地产市场主要数据

类型	城市	销售额（亿元）		销售面积（万平方米）		土地成交总价（亿元）	
		2022 年	2021 年	2022 年	2021 年	2022 年	2021 年
超大城市（城区常住人口 ≥ 1000 万）	上海	7,468	6,789	1,853	1,880	3,312	3,143
	北京	3,977	4,486	1,040	1,107	1,761	2,337
	深圳	3,511	4,643	694	800	1,038	1,083
	重庆	3,102	5,391	4,439	6,198	852	1,772
	广州	3,749	5,226	1,374	1,736	1,652	2,274
	成都	3,813	4,686	2,773	3,644	1,489	1,506
	天津	1,516	2,323	974	1,435	386	1,115
	武汉	2,452	4,009	1,636	2,759	635	1,938
特大城市（500 万 $\leq$ 城区常住人口 <1000 万）	杭州	3,906	6,589	1,394	2,236	2,256	3,005
	东莞	1,173	1,615	500	659	404	646
	西安	996	851	1,667	1,493	955	644
	郑州	1,772	2,186	2,249	2,699	501	921
	南京	3,276	4,312	942	1,511	1,340	2,115
	济南	1,515	2,529	1,242	1,548	348	774
	合肥	1,812	2,458	1,459	1,837	928	623
	沈阳	806	1,400	830	1,093	92	463
	青岛	2,743	2,624	1,564	1,645	583	692
	长沙	1,790	1,961	1,699	2,606	832	1,054
	哈尔滨	263	404	195	609	14	168
超大特大城市总计		49,637	64,483	28,524	37,496	19,377	26,273
全国数据		133,308	181,930	135,837	179,433	50,998	66,212
超大特大城市占比		37.2%	35.4%	21.0%	20.9%	38.0%	39.7%

资料来源：Wind，各地统计局，国务院，住建部，财联社，中指数据库，中信证券研究部

■ 活跃资本市场政策先易后难，交易端、融资端、投资端将渐次落地

活跃资本市场政策方面，短期落地的政策与市场预期有落差，碎股交易和盘后 ETF 交易及供给制度的优化对于提升资本市场活跃度具有正向影响，且这只是政策落地的起点而非终点。在政治局会议“活跃资本市场，提振投资者信心”的指引下，2023 年 8 月 10 日，沪深交易所提出：加快在完善交易制度和优化交易监管方面推出一系列务实举措，以更好激发市场活力。其主要内容包括：

1) 研究允许主板股票、基金等证券申报数量可以以 1 股（份）为单位递增。目前沪市主板股票、基金等证券的申报数量应为 100 股（份）或其整数倍，拟调整为 100 股（份）起、以 1 股（份）为单位递增。

2) 研究 ETF 引入盘后固定价格交易机制。在 15:05 至 15:30 之间，交易所将按照时间优先顺序对收盘定价申报进行撮合，并以当日收盘价成交。

3) 优化交易监管。坚持市场化、法治化原则，平衡好保持交易通畅和打击过度投机，保障市场功能有效发挥。发布交易监管业务规则英文版本，持续推进监管标准公开。加强

监管规则宣导，进一步明确市场预期，提升监管透明度。

碎股交易制度与国际市场接轨，交易成本情况值得关注。碎股制度在海外市场已经有较为成熟的应用。中国香港和美国市场分别可以 1 股和 0.0001 股（但需大于 1 美元）为单位进行碎股交易，对于降低高价股投资成本具有重要意义。根据 SEC 统计，2022 年 6 月美股的碎股交易量占比达到约 19%，其中股价位于前 10% 股票的碎股交易量占比超过 39%。但受碎股交易对整股交易的挤出效应影响，碎股交易带来的整体市场成交额净增长相对较低。

碎股制度对于活跃交易的影响可参考我国台湾地区制度变化的经验。在疫情后经济率先复苏、台积电等半导体行业权重股引领指数提升以及新台币汇率持续走强的宏观环境下，中国台湾市场于 2020 年 2 月推出涵盖盘中零股交易、盘中整股逐笔撮合和上市公司退场机制的一揽子新规，带动了台湾市场成交额在 2020 年出现高速增长。同时值得注意的是，海外市场碎股交易投资成本普遍较高，投资者除可能无法实现最优成交价格外，还可能承担额外的交易手续费。如何改善投资者交易成本成为碎股交易制度能否提振资本市场活跃度的重要因素。

在资本市场政策方面，政策的设计和调整需要全方位考虑、立足长远，交易端政策的调整既要考虑到降低成本活跃交易，也要兼顾市场稳定，融资端政策的调整既要考虑到市场的承载力，也需要兼顾支持创新型企业融资的功能，投资端政策的调整更多是长期引导，很难立刻带来增量。

交易端改革方案率先落地后，投资端和融资端改革方案值得期待。根据证券时报，目前证监会正在研究制定《资本市场投资端改革行动方案》作为建设中国特色现代资本市场的政策框架。在具体内容上，行动方案以坚持投融资两端平衡发展为核心，持续推动中长期稳定资金入市，以提振市场估值与信心。行动方案着重聚焦以下方面：

- 1) 推动完善保险、理财、养老金等各类中长期资金长周期考核；
- 2) 逐步完善税收优惠、会计核算等配套制度机制；
- 3) 提高上市公司质量，引导各类中长期资金提高权益投资实际比重，提升投资稳定性。

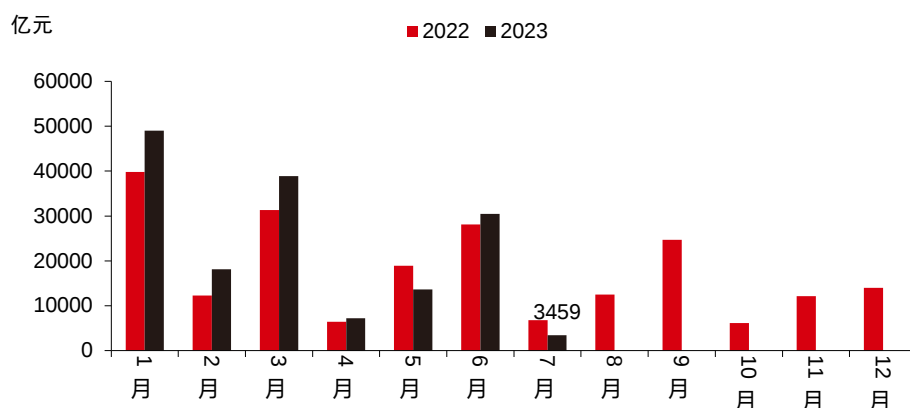
■ 国内经济底部运行的特征明显，宏观数据将触底回升

7 月社融整体低于预期，其中人民币贷款增加 3459 亿元，同比少增 3498 亿元。

7 月人民币贷款同比少增 3498 亿元，居民贷款出现负增长，企业中长期贷款也同比少增。7 月份人民币贷款增加 3459 亿元，同比少增 3498 亿元。客观来看，去年 7 月的贷款投放本身就偏低，今年 7 月贷款在低基数下仍然同比少增。结构上来看，居民和企业贷款均表现不佳。7 月住户贷款减少 2007 亿元，拖累较多，而去年同期是增加 1217 亿元。7 月居民的短期贷款和中长期贷款均为负增长。7 月企业贷款增加 2378 亿元，比去年同期

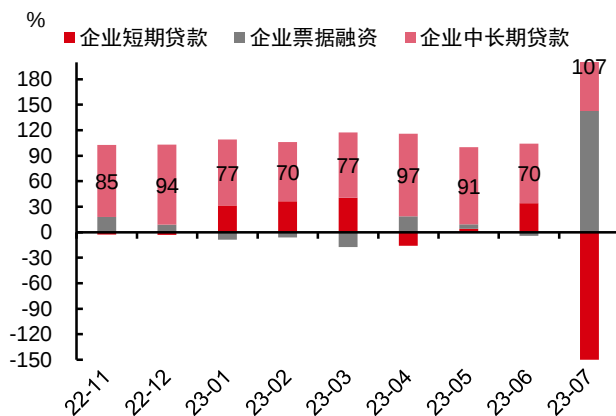
少增 499 亿元。其中，7 月企业短期贷款减少 3785 亿元，企业中长期贷款增加 2712 亿元，票据融资增加 3597 亿元。企业中长期贷款比去年同期少增了 747 亿元，是 11 个月以来首次同比少增。当然，7 月是信贷投放的季节性低点，前七个月整体来看人民币贷款增加 16.08 万亿元，同比多增 1.67 万亿元，总量保持适度。7 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 62.6%，同比高 1.2 个百分点。

图 1：7 月人民币贷款月净增为 3459 亿元，低于去年同期



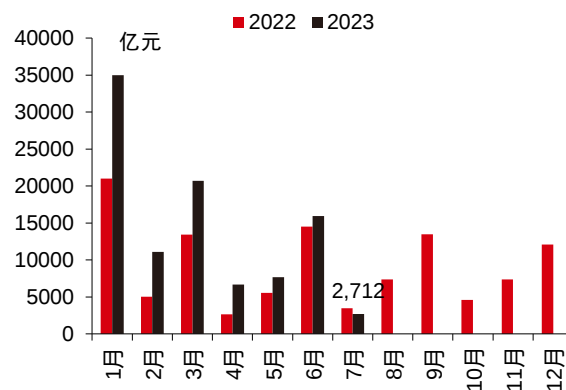
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：7 月企业贷款结构中，企业短贷拖累较多



资料来源：Wind，中信证券研究部

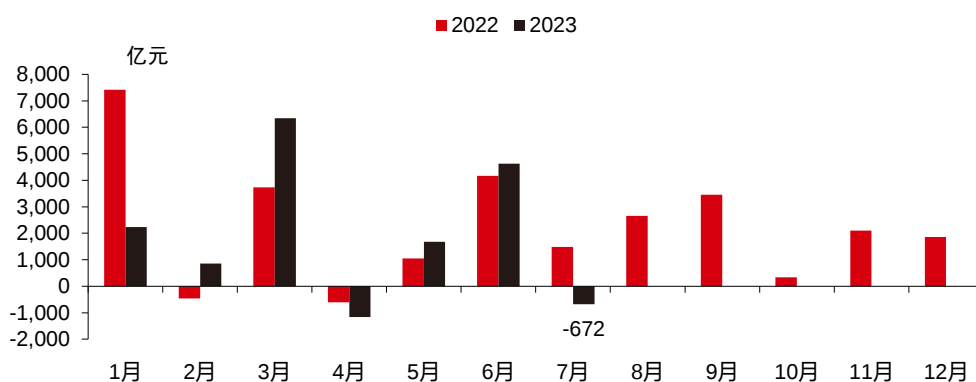
图 3：7 月企业中长期贷款低于去年同期



资料来源：Wind，中信证券研究部

7 月信贷偏低的可能原因包括：信贷需求被提前透支、居民提前还贷和基建财力支出回落。第一，6 月信贷增长较多，新增人民币贷款 3.05 万亿元，同比多增 2296 亿元，可能部分透支了 7 月需求。今年 6 月和 7 月合计新增贷款 33,959 亿元，比去年同期少增 466 亿元。第二，7 月居民中长期贷款减少 672 亿元，除了地产销售低迷以外，也可能受到居民提前偿还房贷等因素影响。8 月 4 日，四部门联合新闻发布会上，央行表示将“指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”，这有利于稳定居民部门的信贷投放。第三，今年以来地方政府专项债发行速度慢于去年，基建财力支出回落，可能会影响部分基建项目进度。整体来看，当前的实体经济信贷需求还处于偏弱的水平，我们认为货币政策有必要适时降准、降息，增加对实体经济的支持。

图 4：7 月居民中长期贷款负增长



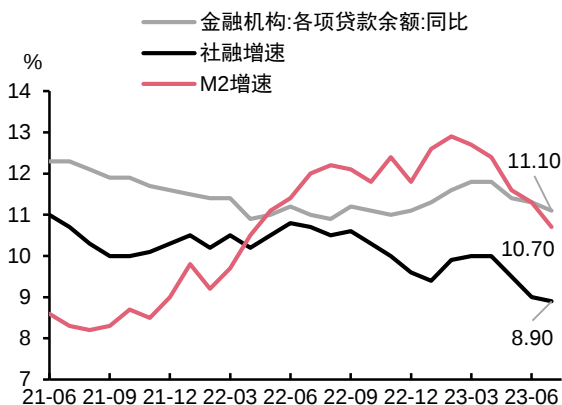
资料来源：Wind，中信证券研究部

7 月社融增速为 8.9%，比 6 月回落 0.1 个百分点，贷款拖累较多，政府债基本持平与去年同期，直接融资平稳，非标融资同比略多增。7 月社融口径的新增人民币贷款为 364 亿元，低于金融数据口径的新增人民币贷款（3459 亿元），主要是非银贷款和境外贷款的影响。社融统计中的人民币贷款不包含银行拆放给非银行业金融机构的款项（即非银贷款）和境外贷款，因此，非银贷款和境外贷款就会导致社融口径和金融数据口径的新增人民币贷款存在差异。一般来说，这两项导致的差异不大，但是今年 7 月的差异比较明显。7 月新增非银贷款 2170 亿元，我们估算新增境外贷款 918 亿元。当信贷指标任务难以完成时，非银贷款可能被用于补缺口，常常和票据融资同时高增。政府债方面，5、6 月大幅同比少增，不过 7 月出现改善，政府债券净融资 4109 亿元，同比多 111 亿元。直接融资方面，企业债券净融资 1179 亿元，同比多 219 亿元；非金融企业境内股票融资 786 亿元，同比少 651 亿元。非标融资方面，压缩的高峰渡过，同比继续保持多增，近期的信托行业风险事件还未体现在融资端。另外，7 月 24 日政治局会议要求“加快地方政府专项债券发行和使用”，预计 8 月和 9 月合计新增专项债发行额可能达到 1.5 万亿左右，起到推动社融增速回升的作用。

M2 同比增速回落 0.6 个百分点至 10.7%，M1 增速回落 0.8 个百分点至 2.3%，企业经营活跃度可能偏低。7 月 M2 同比增速的回落可能有两个原因：一是 7 月信贷投放较少，派生出的存款也较少。二是基数的扰动，2022 年 6 月最后两周集中发行了超过 1 万亿的专项债，然后在 7 月陆续支出，导致今年 7 月的 M2 同比增速基数偏高。7 月 M1 同比增速继续回落 0.8 个百分点至 2.3%，降幅大于 M2 同比增速，反映出企业经营活跃度可能偏低。

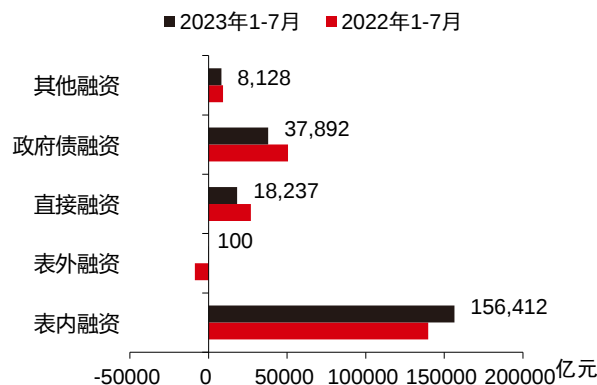
整体来看，当前的实体经济信贷需求还处于偏弱水平，预计未来货币政策有必要适时降准、降息，增加对实体经济的支持。另外，8 月和 9 月专项债也有望加速发行，财政对社融的贡献可能增加。

图 5：7 月社融增速为 8.9%，M2 增速为 10.7%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：1-7 月表内融资同比多增



资料来源：Wind，中信证券研究部

*其他融资包含了外币贷款及官方定义的“其他融资”

7 月两大物价指标均呈现出积极信号。

7 月我国 PPI 同比增速的拐点如期出现，且环比降幅也出现明显收窄，稳增长政策带动下国内需求预期的转好是重要驱动因素。分析要点如下：

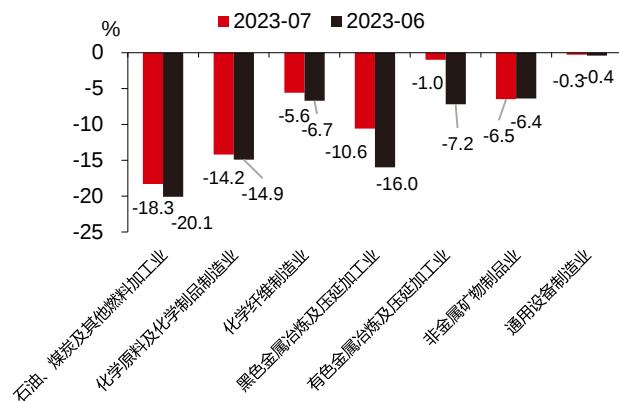
(1) 7 月 PPI 同比增速拐头向上（7 月-4.4%，上月为-5.4%），工业品下跌最快的时间已经过去，预计后续工业企业营收端的压力将明显减轻。和我们的预期一致，7 月 PPI 同比增速结束了连续 6 个月的下跌，开始企稳回升。PPI 同比增速拐点的出现对于库存周期位置、工业企业经营情况具有重要的指征意义，预计后续“价格端低迷”对工业企业利润的拖累将明显减小。

(2) 7 月 PPI 环比大幅回升是一个更值得关注的积极信号，大部分行业出厂价格环比均出现明显抬升。6 月以来国内稳增长政策窗口开启，上游大宗价格持续上涨，并且于 7 月逐渐传导至中下游工业品出厂价格，带动 7 月 PPI 环比出现较大幅度改善（7 月为-0.2%，上月为-0.8%）。区分三大系列行业来看：①黑色系：在国内需求增长预期的带动下，7 月黑色系相关行业环比改善较为明显。后续走势除了关注需求端的变化以外，也需高度关注钢材产量平控政策的落地情况。②原油系：7 月在沙特减产带来的供给扰动下，原油价格走强，带动石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业等出现较大幅度环比正增长。③有色系：7 月铜价在国内需求预期增强、供给端矿企下调全年产量指引的双重带动下继续走高，带动有色系行业出厂价格明显上行。

(3) 预计 PPI 同比读数全年可能都在负值区间波动，后续 PPI 走势建议高度关注房地产政策的落地情况。7 月以来，房地产领域的利好政策频出，提振工业品需求预期：7 月 21 日，国常会审议通过了《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》；7 月 24 日的政治局会议也明确指出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”。在此背景下，很多工业品厂商开启备货补库，拉动 7 月工业品出厂价格回暖。后续 PPI 环比的走势仍需高度关注房地产行业的需求改善情况。我们预

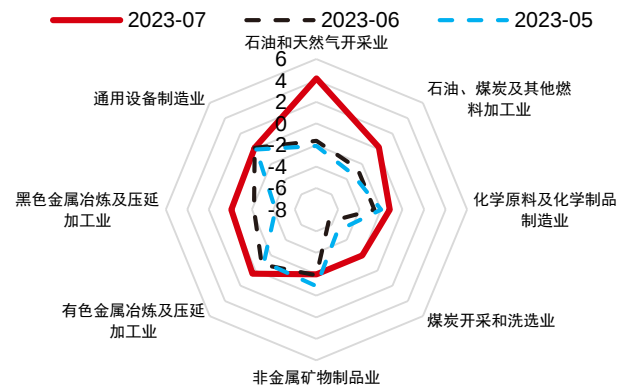
计，房地产政策的整体效果可能较为平稳，难超市场预期，故预计未来几个月 PPI 同比读数可能缓步上行，但短期难以回到正值区间。

图 7：PPI 原材料和加工工业部分分项同比近 2 个月的对比情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：重要 PPI 价格分项的环比雷达图 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

7 月 CPI 数据“名弱实强”，同比录得负值主要受到去年同期高基数的影响。更值得关注的是，7 月我国核心 CPI 同比大幅回升，回升幅度超出市场预期。主要原因有二：一方面，暑期消费旺季下服务价格的抬升被市场低估；另一方面，今年以来始终严重掣肘核心 CPI 修复的“工业制成品”价格出现明显回升。预计 7 月 CPI 同比读数为年内底部，8 月份 CPI 将迎来企稳回升。在猪价上行的情景假设下，年底 CPI 同比增速有望回升至 1% 附近。分析要点如下：

(1) CPI 同比录得负值主要受到去年高基数效应（特别是猪价高基数）的影响。去年 7 月，我国 CPI 同比读数 2.7%，为 2022 年的次高点。该月，猪肉价格同比上涨 20.2%，成为去年 7 月物价大幅抬升最重要的驱动因素。在去年高基数效应的影响下，今年 7 月猪肉价格同比下降 26%，CPI 同比仅录得-0.3%。

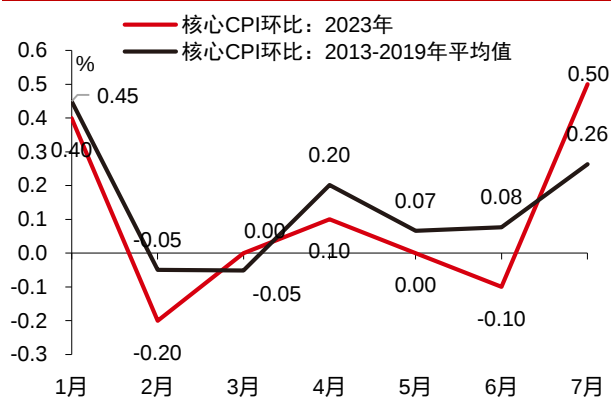
(2) 7 月更值得关注的是核心 CPI 的超预期上升，暑期消费旺季下服务价格大幅抬升，其中旅游价格增长大超历史均值，其他服务分项价格与历史均值相差不大。7 月核心 CPI 环比录得 0.5%，高于历史均值 0.26%，扭转了 4、5、6 月份出现的“核心 CPI 环比读数连续低于历史均值”的情况。7 月核心 CPI 加速回升主要受到暑期消费旺季下服务价格提升的带动，旅游 CPI 环比增长 10.1%（历史均值 5.79%）是服务价格抬升最主要的驱动力，其他类型服务 CPI 的环比读数与历史均值相差不大。

(3) 核心 CPI 中的工业制成品价格出现明显回升，与 PPI 见底回升的频率完全一致，其中“家用器具”和“通信工具”价格亮眼表现格外值得关注。历史上反映“生产端”价格的 PPI 同比与反映“消费端”价格的工业制成品 CPI 同比高度相关。7 月 PPI 同比已经开始企稳回升，带动消费端工业制成品价格结束了长达 7 个月的跌势，出现大幅反弹。其中，家用器具价格环比增长 0.9%（历史均值为 0.08%）、通信工具价格环比增长 0.5%（历史均值为-0.35%），价格端出现了明显的企稳迹象；但汽车等交通工具价格仍然低于历史均值。

(4) 猪肉价格未来几个月或呈上涨趋势，但近期价格上涨过快或对后期上涨动能形成一定透支。7 月猪肉月均价格与上月持平，但是下旬开启迅速上涨窗口并延续至今。我们预计，下半年猪肉价格整体将呈上行态势，对 CPI 突破当前低位构成一定支撑。供给端来看，能繁母猪存栏自去年 12 月开始去化，按照 10 个月的滞后期推算，今年 10 月起猪肉供给将开始进入下降通道。需求端来看，进入秋冬季节，猪肉需求也渐至旺季。但由于当前市场二次育肥的行为力度较大，短期猪价上涨过快，未来几个月猪肉供给可能偏多，对后期猪价上行动能形成一定制约。

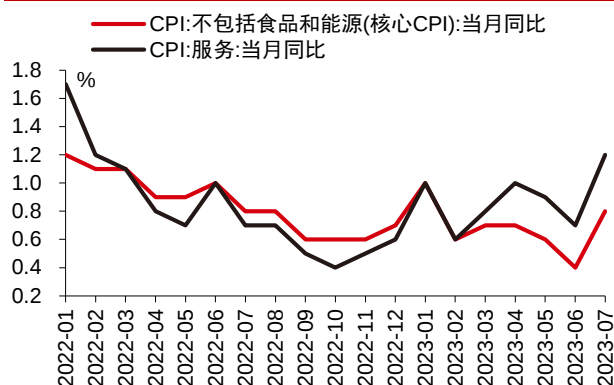
(5) 租赁房租价格仍然低于历史均值，或反映稳就业情况仍有一定压力。今年以来，租赁房租价格环比始终低于历史均值，与 16-24 岁青年失业率偏高的现状相互佐证。7 月我国租赁房租环比上涨 0.2%，低于历史均值 0.38%，或反映出稳就业情况仍有一定压力。

图 9：7 月核心 CPI 环比大幅超出历史均值



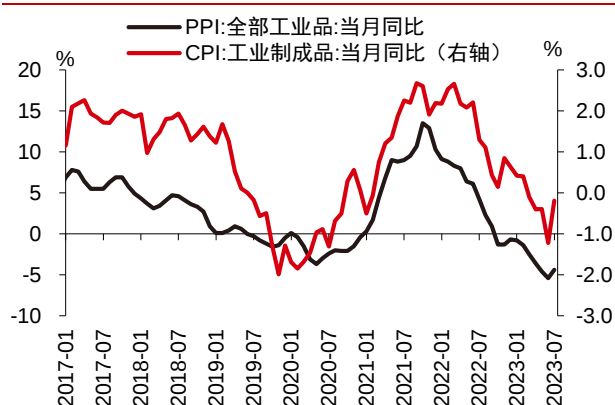
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：服务价格上涨带动核心 CPI 同比增长至 0.8%



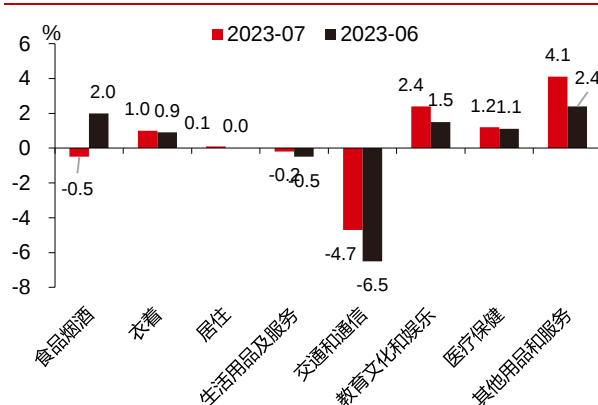
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：工业制成品 CPI 同比和 PPI 同比历史上具有高度相关性



资料来源：Wind，中信证券研究部测算。注：工业制成品 CPI 为中信证券研究部根据各分项权重自己测算。

图 12：CPI 八大分项同比读数近 2 个月的对比情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

在去年同期高基数效应的拖累下，7 月出口数据延续回落。

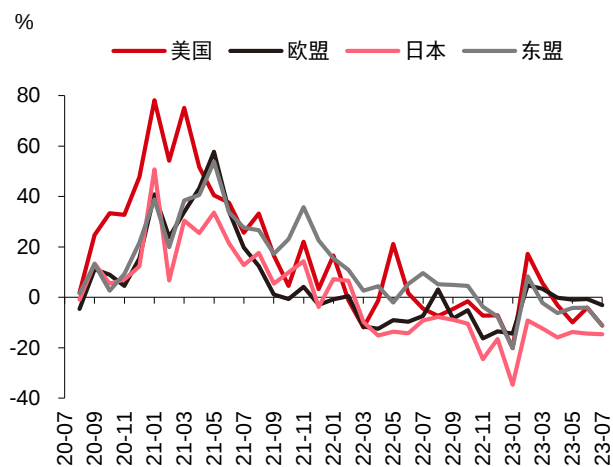
高基数下 7 月出口降幅有所扩大，对俄罗斯出口保持较快增长。2023 年 7 月出口增速为 -14.5%，较上月增速回落 2.1 个百分点，低于市场预期。2022 年 7 月单月出口增速

为 17.2%，较去年全年增速高出 9.6 个百分点，高基数因素对今年 7 月出口增速构成一定拖累。2023 年 7 月，制造业 PMI 新出口订单指数为 46.3%，较上月下降 0.1 个百分点，显示 7 月份外需继续放缓。分国别和地区看，中国对美国、欧盟、东盟、拉丁美洲和非洲的出口同比增速分别为-23.1%、-20.6%、-21.4%、-14.9%和-4.9%，较上月分别变动 0.6、-7.7、-4.6、-4.2 和 2.0 个百分点。2023 年 7 月，中国对俄罗斯的出口仍然保持正增长，增速为 51.8%。我们测算，向俄罗斯的出口对我国 7 月出口增速的拉动作用约为 1.9 个百分点。从出口商品结构来看，2023 年 7 月汽车（包括底盘）、船舶、液晶平板显示模组、中药材及中式成药、成品油和手机出口实现正增长，增速分别为 83.3%、82.4%、6.7%、6.1%、4.7%和 2.2%。2023 年 7 月，劳动密集型产品中，箱包类、家具类、纺织类、服装类、鞋靴类和玩具类产品出口分别下降 11.9%、15.2%、17.9%、18.7%、24.6%和 26.7%。今年以来中国对非美欧区域特别是俄罗斯的出口表现较好。2023 年 7 月，中国对俄罗斯的出口环比上升 7.6%。截至 2023 年 7 月，对俄罗斯的出口占中国出口金额的比重达到 3.65%，较今年 1 月上升了 0.83 个百分点。这可能与地缘政治因素相关，也与疫情防控放开后中国不断拓宽与“一带一路”沿线国家贸易合作有关。根据中新社报道，中国国家发展改革委政策研究室主任金贤东表示，截至 2023 年 6 月，中国已经同 152 个国家和 32 个国际组织签署 200 余份共建“一带一路”合作文件。

贸易顺差较去年同期有所下降，但仍保持对经济的正贡献。7 月贸易顺差为 806.0 亿美元，同比下降 19.4%，降幅较上月收窄 6.6 个百分点。从 8 月份开始，拖累出口增速的高基数因素将逐渐消退，2022 年 8 月和 9 月出口增速分别为 6.5%和 4.9%，较 2022 年 5-7 月（16%-17%左右）有所下降，因此 2023 年 8 月份出口增速有望较 7 月回升。并且考虑到海外去库存过程已经持续较长时间，主要出口目的地国家有望在接近四季度时渐进补库，利好我国相关行业出口，例如黑色金属冶炼及压延加工业和石油加工及炼焦业的出口订单指数已经连续两个月改善，7 月份有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、金属制品业和化学纤维及橡胶塑料制品业的出口订单指数也有不同程度回升。高频数据也显示，7 月第 2 周开始，中国出口集装箱运价指数中美东航线和美西航线连续四周环比上升。同时今年以来我国对一带一路国家特别是俄罗斯的出口表现较好，对我国出口增速形成一定支撑。综合来看，我们认为出口增速可能于八九月份开始改善，全年出口有望实现小幅正增长（1%），同时也能保持贸易顺差对经济增长的正贡献。

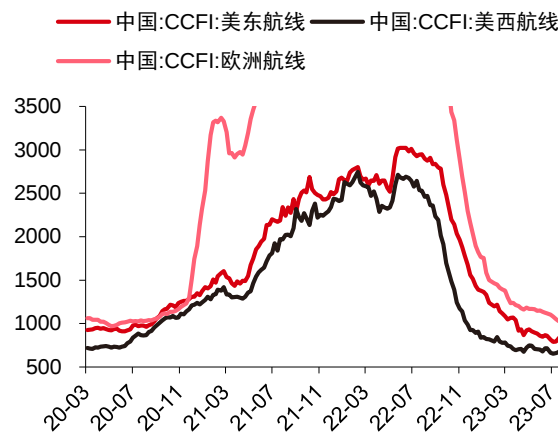
向后看，预计 8 月份开始拖累出口增速的高基数因素将逐渐消退，主要出口目的地国家/地区有望在接近四季度时渐进补库，同时来自非美欧区域特别是俄罗斯的需求有望对我国今年出口形成一定支撑。

图 13：7 月中国自欧美、东盟和日本的进口增速较上月下降



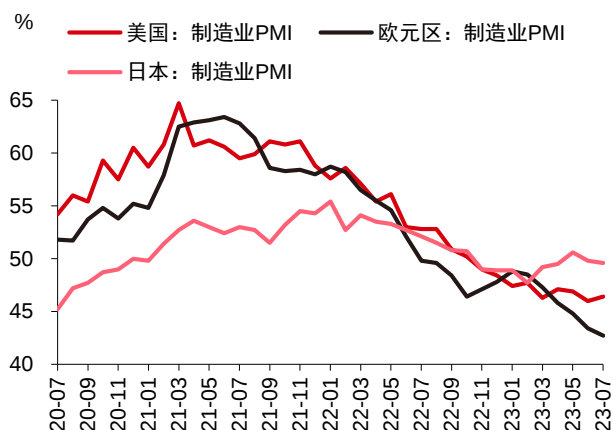
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：7 月以来，中国出口集装箱运价指数中，美东和美西航线运价上升，欧洲航线运价下降



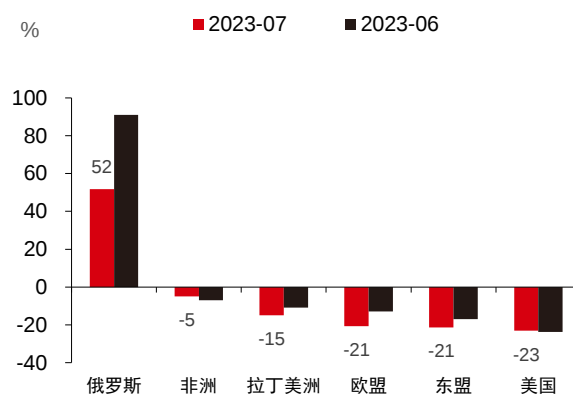
资料来源：Wind，中信证券研究部；单位为 1998 年 1 月 1 日=1000

图 15：7 月欧元区和日本制造业 PMI 下滑，拖累中国对其出口



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：主要出口目的地中，7 月中国仅对俄罗斯出口实现正增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

随着价格压制因素明显改善，以及后续政策逐步发力，我们认为今年的中报季很有可能是本轮 A 股盈利周期的底部，下半年非金融板块盈利将进入新一轮稳健的上行周期。压制 A 股盈利最显著的价格性因素（PPI 同比增速）有望在三季度触底反弹，以工业板块为代表，A 股三季报有望实现盈利的企稳回升。历史数据表明，PPI 反映了实体经济景气度且与 A 股盈利周期高度相关。近期，稳增长政策加码预期明显抬升，以铜、螺纹钢、煤炭等为代表的核心上游大宗商品的价格明显回升。截至 7 月 31 日，南华工业品指数、农产品指数、金属指数、能化指数相较于 6 月底分别上升了 5.0%、6.3%、2.9%、6.5%。此外，6 月 PPI 的环比读数为-0.8%，相较于 5 月的-0.9%也有所回升，其中石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业等核心行业出厂价格的环比降幅均较 5 月出现明显收窄。考虑到 7 月底政治局会议后出台的

各类稳增长政策或将对基建投资及房地产新开工形成拉动，也将对下半年内需定价工业品的价格形成较强支撑，中信证券研究部宏观组认为，7 月 PPI 同比增速的拐点如期出现，预计未来几个月 PPI 同比读数可能缓步上行。在此背景下，我们认为今年的中报季很有可能是本轮 A 股盈利周期的底部，随后在政策的不断推进下，内外需均将边际改善，带来盈利周期的新一轮企稳上行；结构上，预计工业和科技板块盈利环比或持续改善、贡献重要的利润增量，消费和大金融受宏观经济偏弱的负面影响也将逐步缓解，A 股整体景气度不断修复可期。

图 17：7 月末南华工业品指数较 6 月末上升 7.1%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：7 月末南华农产品指数较 6 月末上升 5.1%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：7 月末南华金属指数较 6 月末上升 4.4%



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：7 月末南华能化指数较 6 月末上升 9.5%



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 限投令影响仅限相关行业一级市场增量，做多窗口内 潜在资金增量仍然充裕

美国限投令实际落地影响仅限于相关行业的一级市场增量部分

2023 年 8 月 9 日，美国总统拜登签署行政命令，严格限制美国对中国敏感技术领域的投资，范围局限在半导体、量子信息、人工智能三大领域。根据白宫官网信息，该行政命令要求美国企业和个人必须就“可能威胁美国国家安全”的交易通报美国财政部，而若涉及“特别严重的国家安全威胁”则禁止交易，后者所指的领域包括微电子、量子信息技术和人工智能系统。此外，在行政命令生效后 1 年内，财政部长应与商务部长协商，评估是否修订条例，包括是否调整限制领域。在附录中，该行政命令明确了限制地区包括中国大陆以及香港、澳门地区。根据路透社 8 月 9 日报道，相关措施预计将于明年正式实施，对象为以私募股权、风险投资、合资企业和绿地投资形式的在华新增投资，不包含二级市场投资以及美国公司内部从母公司向子公司的转让。

美国对华投资限制渲染已久，且此前已进行过多次讨论和修改，此次正式出台的**版本在限制范围上较此前媒体报道已显著缩窄**。根据 2023 年 2 月 16 日环球网的报道，拜登政府计划完全禁止对一些中国科技公司的投资，并加强对其他公司的审查。而到了今年 4 月 21 日，根据中国日报的报道，拜登预计在 5 月签署行政命令限制美国企业**对华投资**，此时讨论的限制范围已缩窄到半导体、人工智能、量子计算三个领域，不包括此前美国政府同样担忧的生物技术领域。此外，美国财政部长耶伦始终是缩窄限制范围的呼吁者，据 7 月 17 日彭博社消息，耶伦表示拜登政府拟议的对华投资限制措施“**针对范围较窄**”，不会对在华投资造成广泛影响，也不会对美国投资中国的环境产生“根本性影响”。此次正式落地的行政命令限制范围已相对较小，且仅限制一级市场的新增投资，是拜登政府“小院高墙”战略的集中体现，并不希望对华整体“硬脱钩”。

不论是从总量上看，还是从相关领域上看，美国对华投资规模均十分有限，且在此次行政命令出台之前已处于低位，预计**相关措施整体影响可控**。从总量上来看，根据荣鼎集团（Rhodium Group）的统计，2022 年美国对华直接投资额为 82 亿美元，对华风险投资额仅为 13 亿美元，均为近十年来的低位。而根据清科研究中心数据，2022 年我国股权投资市场新募人民币基金规模为 19086.5 亿元人民币，同比上升 0.4%，而同期外币基金总规模仅为 2496.06 亿元人民币，同比下降 18.6%。分领域来看，在半导体领域，根据 IT 桔子数据，自 2022 年 1 月 1 日至 2022 年 11 月 22 日，在中国芯片半导体行业投资事件币种分布中，人民币投资事件占绝对性主导地位，占比达 95.75%，而美元投融资事件数量占比仅 4%，港元、欧元等融资事件占比不足 1%；在量子计算领域，根据 The Quantum Insider 的数据，2022 年全球范围内流入量子计算产业的私人投资额累计超过 70 亿美元，其中 37 亿美元流向美国、17 亿美元流向欧洲，流向中国仅 2.6 亿美元，占比极低；在人工智能领域，根据美国乔治城大学技术政策小组（CSET）的数据，2015 年至 2021 年，美国投资者向中国人工智能企业投资额达到 402 亿美元，其中只有美国投资者参与的投资金额为 74.50 亿美元，而超过 71%的交易额以及 92%的交易事件仅来自中国投资者。

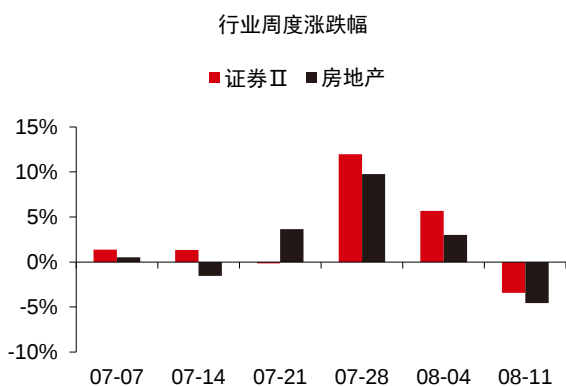
本质上看，中美在科技、经贸、供应链等领域的“竞争”和博弈趋势或难改，而近期美国亦频繁同中国开展对话沟通，是拜登政府寻求对华“竞争”而非“冲突”的具体体现。预计本次行政令的落地并不会从根本上改变目前中美持续开展对话的趋势，后续可关注 G20 和 APEC 峰会等潜在的中美对话时间点。拜登在 2023 年 2 月的国情咨文中阐述了其**对华政策思路**，即寻求对华“竞争”而非“冲突”。此前布林肯、耶伦、克里等白宫官员访华打开中美对话渠道，此次对华投资限制措施亦在多次讨论缩小范围后最终落地，整体

上可视为对该思路的具体落实。中美此前的一系列高层对话将有效避免两国之间的战略误判，此次对华投资限制亦使市场长期以来的担忧落地。特别是 G20 元首峰会将于今年 9 月在印度新德里举办，APEC 元首峰会将于 11 月在美国旧金山举办，可关注潜在的中美对话时间点。但是，从 2023 年底开始，随着新一届美国总统大选预热，中美关系的短期破冰可能在后续受到美国政治周期的影响，由此带来的潜在扰动需要关注。

做多窗口期内潜在的活跃资金增量仍然充裕

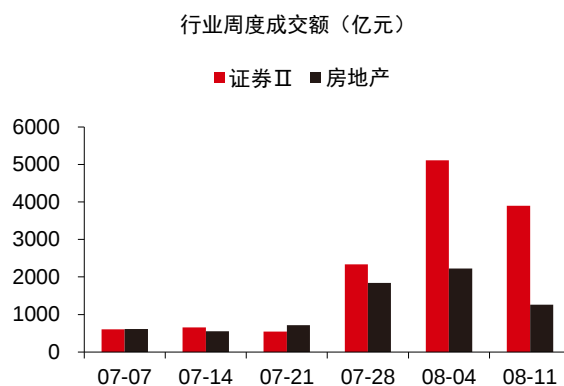
激烈的政策博弈下，市场情绪对政策落地和落空的敏感度都很高。7 月 24 至 28 日和 7 月 31 日至 8 月 4 日的两个交易周里，券商分别录得 12.0% 和 5.7% 的涨幅，周度成交额迅速放大至 5100 亿元的水平，类似的行业还有房地产，在前两周分别录得 9.8% 和 3.0% 的涨幅，周度成交额超过 2200 亿元。而在本周，券商和房地产出现回调，分别下跌 3.4% 和 4.6%，成交明显回落，周度成交额分别环比萎缩 23.7% 和 43.4%。

图 21：券商和房地产出现回调



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：券商和房地产成交明显回落

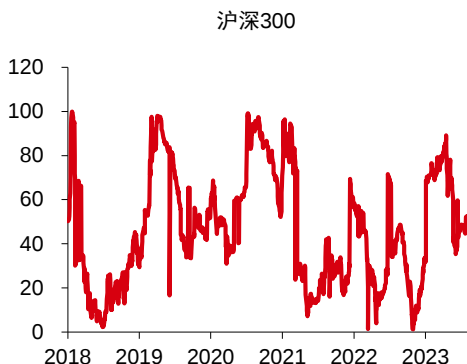


资料来源：Wind，中信证券研究部

活跃资金仓位小幅上升，但依然处于低位。根据对中信证券渠道调研的情况，5 月 8 日至 7 月 14 日的十个交易周中，活跃私募基金仓位整体仍保持在 76% 以上震荡，高于过去五年 75% 的中位水平，之后在 7 月 17 日至 7 月 28 日的两个交易周内迅速降至 70% 并保持到了上周，本周活跃私募基金仓位小幅上升 1.6ppts 至 71.8%，但仍然是历史低位水平。

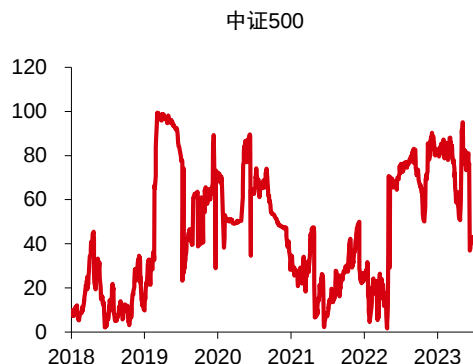
核心指数交易热度回落，估值依然处于低位。从市场热度指标来看，截至 8 月 11 日，沪深 300 指数交易热度自 8 月 4 日 52.5 度的高点回落至 47.6 度，中证 500 指数自 7 月 31 日 38.6 度的高点回落至 34.9 度，也是 2022 年 5 月 10 日以来的最低值（具体编制规则请参考《A 股策略聚焦 20190310：当前市场“温度”有多高？》）。从动态估值角度看，沪深 300 指数和中证 500 指数当前依然处于 2010 年以来 35% 和 23% 的较低分位。

图 23: 沪深 300 温度指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 2023 年 8 月 11 日

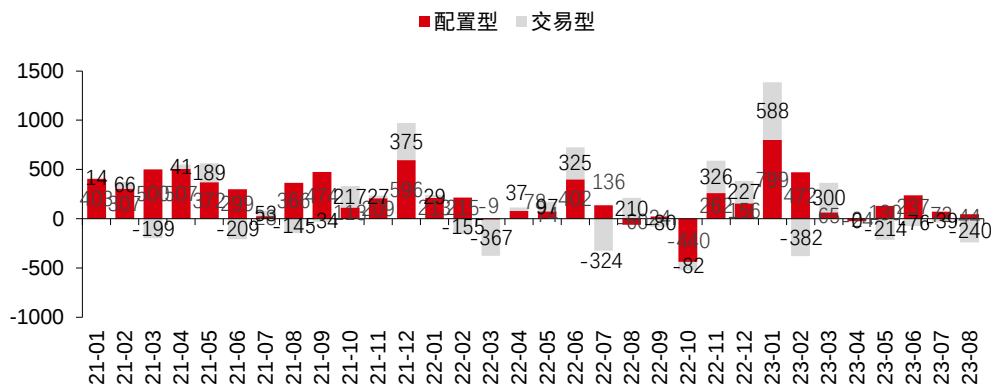
图 24: 中证 500 温度指数



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 截至 2023 年 8 月 11 日

本轮行情外资进出波动亦比较大。7 月 21 日至 8 月 7 日, 北向配置型资金连续净流入 12 个交易日, 累计净流入 225 亿元, 但 8 月 8 日至 8 月 11 日的四个交易日转为连续净流出。7 月 25 日至 7 月 31 日, 北向交易型资金连续净流入达 384 亿元, 但 8 月截至 11 日的净流出达到了 240 亿元。

图 25: 月度北向资金净流出规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部 截至 2023 年 8 月 11 日

政策落地正处起点而非终点

趋势上, 政策落地速度低于市场预期, 但当前已落地政策只是一系列政策的起点而非终点, 其它增量政策将有序落地, 预计地产政策整体力度不会弱于预期, 而活跃资本市场的政策将先易后难, 美国限投令实际落地弱于之前媒体报道, 对流动性影响仅限于相关行业的一级市场增量部分, 做多窗口内潜在资金增量仍然充裕, 建议继续把握短暂波动带来入场良机, 积极围绕地产、科技、能源资源三大产业主题布局。

配置上, 关注: 1) 地产产业链关注物业管理、家居、消费建材等行业的长期成长机

遇；2）**科技产业**，自主可控领域建议持续关注**信创、半导体、AI 国产化**的催化，基本面对视角下关注盈利持续改善的**运营商**，以及**存储、面板**的行业周期底部反转机会，新能源车关注自动驾驶技术进步推动下有产品革新力的**整车厂及供应商**；3）**能源资源产业**，传统能源关注商品价格回暖和 PPI 底部反弹带来的利润环比修复，从下半年盈利弹性的角度，建议关注**充电桩、风电**等。

■ 风险因素

中美科技、贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策出台进度、力度以及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities（Thailand）Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。