底部信号明显，把握增配时机

A 股策略聚焦丨2023.8.27

中信证券研究部

秦培景
首席策略师
S1010512050004

裘翔
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

当前正处政策落地期，预计经济将逐月环比改善；回购潮与自购潮预示下市场底部特征日益明显；8 月来北向资金流出已接近 5 年来极端情形，同时 ETF 月净申购创 6 年新高；当前 A 股已具备年度配置价值，并已步入“伏击区”，建议择机布局产业和政策主题。宏观政策方面，政策进入落地期，其中地产和化债政策稳步推进，预计最终力度不会弱于预期，国内经济运行的底部特征明显，预计 8 月环比增速不会弱于 7 月。底部信号方面，上市公司回购潮处于过去 5 年来高点，历史上与市场底部重合度较高；机构自购潮再次出现，过去 5 年来该现象平均领先市场底一个月左右。市场行为方面，8 月以来北向资金快速流出，累计流出规模已接近历史极端情形，而 ETF 月净申购则处于 6 年以来最高值；市场负面情绪扭转仍需等待，但 A 股当前已经具备年度配置价值，并已步入“伏击区”，建议择机布局产业和政策主题。

当前正处政策落地期，预计经济将逐月环比改善。

1）地产和化债等政策稳步推进，预计最终力度不会弱于预期。7 月政治局会议定调后，当前政策处于落地期，其中不乏一些超预期的措施。地产方面，8 月 25 日新华社报道，住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施，放入可选工具箱，预计后续各城市会逐步落地；此外，预计后续存量房贷利率政策调整、京沪等重点城市调整普通住宅标准、二三线城市限制措施放松、超大特大城市城中村改造，这四个方面政策有望持续兑现。财政方面，预计以再融资债券为主要工具支持，化债相关措施有望在部分债务压力较大的地方首先推进，缓解市场焦虑；与此同时，专项债的发行明显提速，中信证券研究部 FICC 团队预计 8 月和 9 月规模均可达到 6000 亿元左右，相比 7 月 2457 亿元明显增加。政策预期回落至冰点后，市场政策落地反应钝化，我们预计最终地产和化债政策力度不会弱于预期。

2）国内经济运行的底部特征明显，预计 8 月环比增速不会弱于 7 月。8 月政府债发行提速放量，有望支撑存量社融维持 8.9%的同比增长，与 7 月持平，社融增长大概率不会再继续放缓。随着化债和地产政策有序落地，预计 9 月经济运行受到政策支撑作用将更明显。仅从高频数据来看，8 月国内经济正展现出积极变化，大部分指标环比增速不会弱于 7 月：暑期出行消费需求旺盛，国内执行航班数保持高位，电影暑期档票房创下历史新高；汽车销售保持韧性，在高基数下继续实现同比正增长，价格端也出现积极变化，工业品和猪肉价格均持续反弹；工业生产涨跌互现，7 月的极端天气过后建筑业施工有所回补。总体来看，国内经济运行的底部特征日益明显。

3）中美货币政策分化难超预期，人民币被动贬值压力缓解。一方面，国内货币政策中性偏宽松的基调不变，虽然 8 月在 MLF 已下调 15bps 后 5 年期 LPR 报价不变，低于市场预期，预计其主要目的在于缓解银行息差下行压力；但考虑后续要进一步引导存量房贷利率下调和支持地方债务风险化解，预计后续存款利率仍有下调空间，MLF 超额续作也是释放中长期流动性的重要渠道，不排除 9 月还有降准空间。另一方面，8 月 26 日鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行年会上的讲话立场中性，尽管保留了未来加息的可能性，但鹰派程度相比去年 Jackson Hole 会议和当前调整中性利率的市场预期相比有所弱化。预计美联储 9 月暂停加息概率较大，但 11 月仍存在加息可能性，是否再次加息取决于届时美国经济和通胀的数据。短期预计美元指数和美债利率仍将分别在 102~105 附近以及 4%~4.4%附近高位震荡，近期人民币被动贬值压力将有所缓解。

上市公司回购潮与机构自购潮信号预示下，市场底部特征日益明显。

1）2018 年以来上市公司回购潮与市场底部的重合度较高。我们统计了 2019

杨家骥
策略分析师
S1010521040002

崔嵘
海外宏观经济首席分析师
S1010517040001

联系人：徐广鸿
海外策略首席

年 1 月、2020 年 3 月、2022 年 4 月和 2022 年 10 月共 4 次市场底部区间样本，以周度上市公司回购预案发布数量为指标，显示只有 2018 年回购潮（2018.10~11）明显领先于后验的市场底（2019 年初），在其它 3 个底部样本中，回购潮与上证综指底部拐点的重合度非常高。2023 年以来，回购预案高峰分别出现在 6 月 30 日和 8 月 25 日这两周，其中 6 月 26 日为二季度的市场底部，当周披露回购预案公司 27 家，计划回购金额合计 41 亿元；8 月 25 日最新收盘价为年内低点，披露回购预案公司 50 家，上市公司预计的回购金额合计 97 亿元，为过去 5 年来较高水平。

2）机构自购潮对市场底部有一定的领先信号作用。同样的上述 4 次 A 股底部区间中，公募基金公司也体现出了较强的自购意愿，除了 2018 年自购规模较少外，过去五年的单月净申购规模前 4 的月份对后续出现的市场阶段性底部都有一定的领先性，包括 2020 年 2 月（相比市场底领先 1 个月）、2022 年 10 月（月末出现市场底）、2022 年 1 月、2 月（相比市场底领先约 2 个月）。上市公司部分股东承诺特定区间不减持，一般能缓解市场对流动性偏紧的担忧，历史上，月度频率的承诺不减持公告数，最高峰出现在 2023 年 8 月（55 家），次高峰出现在 2018 年 6 月（36 家），此外，2022 年 4~11 月的底部期间，承诺不减持的上市公司月均 14 家，对 A 股流动性预期稳定起到了一定支撑作用。

情绪扭转仍需等待，但 A 股已具备年度配置价值，并已步入“伏击区”。

1）本轮外资流出规模已与历史极端情形接近。按照绝对净流出规模来看，北向资金 8 月从启动流出到 23 日的累计净流出规模为 747 亿元，也是陆港通开通以来首次连续三周净流出均超 200 亿元，而 2019 年以来的历次外资集中流出阶段，平均的累计净流出规模为 760 亿元；按照净流出规模/期初持股市值的相对规模来看，北向资金 8 月以来净流出占 8 月初的持股市值比例为 3.0%，而 2019 年两次大幅流出中这个指标平均为 3.9%。今年以来外资的流入节奏明显跟随国内经济复苏的预期而波动，在 1 月、6~7 月经济政策预期强化时出现时明显流入，在 2~5 月经济预期偏弱的情况下，流入明显放缓或者转为净流出，后续外资能否恢复流入主要依赖于经济复苏和人民币汇率两大预期的变化，前者有望稳步修复，后者还需进一步观察。

2）市场负面情绪扭转仍需等待。首先，以 2010 年以来 A 股出现过的 4 次明显的“政策底”到“市场底”的组合，两个底部间的时间间隔平均 35 个交易日，平均下跌幅度为 6.0%，当下市场因情绪波动产生的调整并未超出历史经验的范围。其次，虽然基本面数据并未恶化，政策有序落地且力度不弱，但上周沪深 A 股仍有 4401 只个股下跌，个股周度的平均跌幅为 4.1%，市场依然处于宣泄情绪抛售的阶段，截至 8 月 25 日当周，活跃私募仓位已降至 68.2%，与 2022 年 10 月底市场底期间的仓位水平相当。再次，ETF 近期净申购明显，长期资金已出现左侧布局的信号，截至 8 月 25 日，A 股 ETF 年初至今的净申购规模达到 3096 亿元，其中 8 月累计净申购金额达到 1156 亿元，为 2017 年以来的最高单月净申购，科技与医疗健康板块相对申购更多。

3）A 股已具备年度配置价值，并已步入“伏击区”。截至 8 月 25 日，沪深 300 指数和中证 500 指数的交易热度分别回落至 38.8 度和 26.0 度，动态估值依然处于 2010 年以来 36%和 24%的较低分位。上周出现了部分白马龙头和权重板块的明显调整，机构重仓股方面，北向资金和主动型公募前 100 大重仓股的动态 P/E 已分别调整到 14.0X 和 11.9X，分别处于 2010 年以来 15%和 18%的较低分位。不少板块在本轮投资者负面情绪宣泄的过程中超跌，A 股已具备年度配置价值：以指数为基准，在过去 3/10 年的交易区间中，上证综指低于 3100 点的交易日占比分别为 9.7%和 44.9%；以估值为基准，沪深 300 在当前的 9.4X 的动态 P/E 估值水平上长期配置价值凸显，2010 年以来数据显示这一估值下买入并持有的 3 年期年化收益率在 10%左右。

风险因素：中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策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

当前正处政策落地期，预计经济将逐月环比改善 5
地产和化债等政策稳步推进，预计最终力度不会弱于预期 5
国内经济运行的底部特征明显，预计 8 月环比增速不会弱于 7 月 8
中美货币政策分化难超预期，人民币被动贬值压力缓解 11

上市公司回购潮与机构自购潮信号预示下，市场底部特征日益明显 12
2018 年以来上市公司回购潮与市场底部的重合度较高 12
机构自购潮对市场底部有一定的领先信号作用 16

情绪扭转仍需等待，但 A 股已具备年度配置价值，并已步入“伏击区” 18
本轮外资流出速度已与历史极端情形接近 18
市场负面情绪扭转仍需时间 19
A 股已具备年度配置价值，并已步入“伏击区” 23

风险因素 24

插图目录

图 1：再融资一般债发行规模 7
图 2：再融资专项债发行规模 7
图 3：2023 年 4 月以来，社融增速连续回落 9
图 4：2023 年专项债发行进度慢于 2022 年 9
图 5：近期，天津城投债区域利差明显收窄 9
图 6：首套房和二套房利率差距较大 9
图 7：国内执行航班数 10
图 8：当日电影票房 10
图 9：当周日均销量:乘用车:厂家零售 10
图 10：南华综合指数（2004 年=100） 10
图 11：美联储加息概率预测 12
图 12：人民币汇率及美元指数 12
图 13：2018 年 10-11 月上市公司密集披露回购预案，2019 年 1 月初本轮市场底部出现 13
图 14：2020 年一季度上市公司密集披露回购预案，2020 年 3 月初本轮市场底部出现 14
图 15：2022 年 4 月和 10 月上市公司密集披露回购预案，同期为 2 轮市场底部 15
图 16：2023 年以来，共出现过 2 轮周度频率的回购高峰 16
图 17：过去 5 年公募基金自购情况（股票型+混合型） 17
图 18：过去 5 年公募基金自购情况（非货基） 17
图 19：公告部分股东承诺特定区间不减持的上市公司数 18
图 20：北向资金累计净流入和阶段性大幅流出时的撤出规模 19
图 21：2010 年以来 A 股出现过 4 次明显的“政策底”到“市场底”的组合 20
图 22：沪深 A 股最近五周的下跌个股占比和个股周度平均涨跌幅 21
图 23：2023 年以来境内股票型 ETF 净申赎 22
图 24：2017 年以来 A 股股票型 ETF 月度净申赎 22
图 25：沪深 300 温度指数 23

图 26：中证 500 温度指数 23
图 27：机构重仓股估值出现明显调整 23
图 28：沪深 300 的长期配置价值凸显 24

表格目录

表 1：中国人民银行等部委历史上对首套房的认定标准变化 5
表 2：一线城市目前首套认定标准及首付比例 6
表 3：根据历史经验，政策工具箱的各类储备政策举例 6
表 4：地方债发行预测 7
表 5：近期财政部等发布的税收优惠政策 8
表 6：2019 年以来历次外资流出阶段的详细情况 19
表 7：A 股宽基 ETF 月度净申购数据（按跟踪指数统计） 22
表 8：A 股行业&主题 ETF 月度净申购数据（按细分板块统计） 22

当前正处政策落地期，预计经济将逐月环比改善

地产和化债等政策稳步推进，预计最终力度不会弱于预期

地产方面，“认房不认贷”落地，一线城市有望率先企稳回升。8 月 25 日，住建部、中国人民银行，金融监管总局三部委发布优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知，居民家庭申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。财政部、税务总局、住建部三部委发布延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策，2024、2025 年出售自有住房并在 1 年内重新购房纳税人，对其出售住房已缴纳个人所得税予以退税优惠。嘉兴发布 21 条促进房地产市场平稳健康发展的措施，其中提到支持居民家庭的刚性和改善性合理住房需求，取消行政限制性措施。一线城市目前均将有按揭记录的购房者视为二套，且二套首付比例远高于首套（以北京为例，首套首付比例为 35%/40%，二套为 60%/80%）。和其他城市一样，一线城市基本面也较为低迷，2023 年 7 月北京、深圳房屋交易量（新房二手房加总）分别为 2009 年以来月平均水平的 75%及 52%。一线城市住房空置率低、供需结构良好，换房需求长期被抑制，一旦“认房不认贷”政策落地，基本面有望率先企稳回升。

表 1：中国人民银行等部委历史上对首套房的认定标准变化

日期	标准
2010 年 5 月	一、商业性个人住房贷款中居民家庭住房套数，应依据拟购房家庭(包括借款人、配偶及未成年子女，下同)成员名下实际拥有的成套住房数量进行认定。 二、应借款人的申请或授权，直辖市、计划单列市、省会(首府)城市及其他具备查询条件的城市房地产主管部门应通过房屋登记信息系统进行借款人家庭住房登记记录查询，并出具书面查询结果。如因当地暂不具备查询条件而不能提供家庭住房登记查询结果的，借款人应向贷款人提交家庭住房实有套数书面诚信保证。贷款人查实诚信保证不实的，应将其记作不良记录。 三、有下列情形之一的，贷款人应对借款人执行第二套(及以上)差别化住房信贷政策：(一)借款人首次申请利用贷款购买住房，如在拟购房所在地房屋登记信息系统(含预售合同登记备案系统，下同)中其家庭已登记有一套(及以上)成套住房的；(二)借款人已利用贷款购买过一套(及以上)住房，又申请贷款购买住房的；(三)贷款人通过查询征信记录、面测、面谈(必要时居访)等形式的尽责调查，确信借款人家庭已有一套(及以上)住房的。 四、对能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民申请住房贷款的，贷款人按本通知第三条执行差别化住房信贷政策。对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民申请住房贷款的，贷款人按第二套(及以上)的差别化住房信贷政策执行；商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况和地方政府有关政策规定，对其暂停发放住房贷款。对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民申请住房贷款的，贷款人按第二套(及以上)的差别化住房信贷政策执行；商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况和地方政府有关政策规定，对其暂停发放住房贷款。
2014 年 9 月	对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍，具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市，对拥有 2 套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭，又申请贷款购买住房，银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划，向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。
2021 年 8 月	一、居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。

日期	标准
	二、家庭住房套数由城市政府指定的住房套数查询或认定责任部门，根据居民家庭申请或授权，提供查询服务并出具查询结果或认定证明。 三、此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱。

资料来源：中国人民银行官网，中信证券研究部

表 2：一线城市目前首套认定标准及首付比例

城市	无房（无贷款记录）	无房（有贷款记录）	有一套房（无贷款记录）	有一套房（有贷款记录）
北京	35%(普宅)、40%（非普宅）	60%(普宅)、80%（非普宅）	60%(普宅)、80%（非普宅）	60%(普宅)、80%（非普宅）
上海	35%	50%（普宅）、70%（非普宅）	50%（普宅）、70%（非普宅）	50%（普宅）、70%（非普宅）
广州	30%	40%（普宅）、70%（非普宅）	50%（普宅）、70%（非普宅）	50%（普宅）、70%（非普宅）
深圳	30%	50%（普宅）、60%（非普宅）	70%（普宅）、80%（非普宅）	70%（普宅）、80%（非普宅）

资料来源：各地方政府网站中信证券研究部

预计四个方面政策有望持续兑现。7 月 24 日政治局会议以来，各城市各部门持续表态稳定房地产市场。我们认为，未来还值得期待的政策包括以下几个方面：1）存量房贷利率政策调整，降低按揭群体的还款压力；2）京沪等重点城市调整普通住宅标准，进一步促进改善型需求释放；3）二三线城市参考嘉兴方案，对现有行政性限制措施做全面优化和放松、增加公积金贷款额度、补贴特定购房群体（如人才、多孩家庭等）；4）超大特大城市城中村改造持续推进，提供优质供给，激活住房需求，改善城市面貌，消除治理短板。

表 3：根据历史经验，政策工具箱的各类储备政策举例

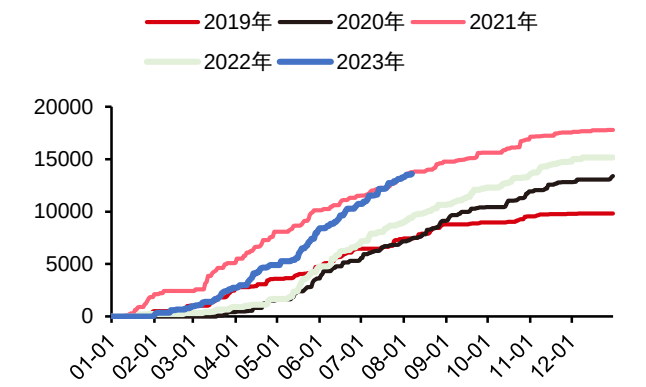
	工具箱政策
浅层	调整核心城市认房又认贷的二套房认定标准
	放开二三线城市限购政策
	提高公积金个贷率
中层	放开一线城市的限购政策
	结构性放开对二套房贷款的限制
深层	调减首套房贷款的首付比例要求
	考虑个人购房的可能税收抵扣

资料来源：各部委官网，中信证券研究部预测

财政方面，预计以再融资债券为主要工具支持，化债相关政策有望在部分债务压力较大的重点区域首先推进，缓解市场焦虑。今年以来地方再融资券发行规模较高，而 8 月以来再融资专项债发行节奏明显加快。今年以来再融资一般债的发行规模处于历史相对高位，二季度后的发行节奏明显抬升，截至 8 月 7 日的年内累计发行规模已抬升至 13606 亿元，远高于 2019-2020、2022 年同期水平，略低于 2021 年 13773 亿元的同期高位。今年专项债再融资券发行规模同样在 7 月后有所抬升，同样与 2021 年的高水平已较为接近。再融资专项债发行节奏在 8 月明显提速，7 月地方政府再融资债券发行规模为 4074 亿元，

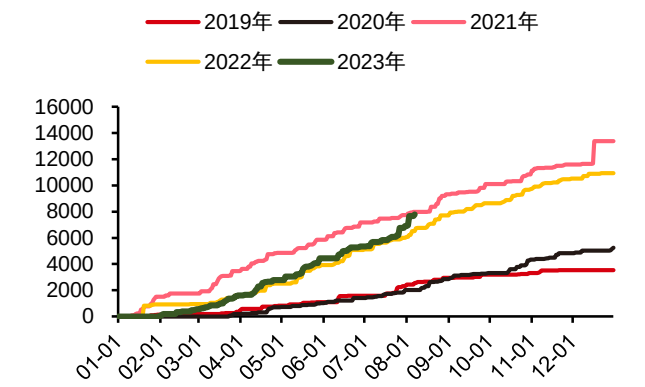
中信证券研究部 FICC 团队预计 8-9 月再融资债券发行规模将保持在 4500 亿元以上。

图 1：再融资一般债发行规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：再融资专项债发行规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

专项债的发行在明显提速，7 月新增专项债为 2457 亿元，中信证券研究部 FICC 团队预计 8 月和 9 月均可达到 6000 亿元左右。全年 3.8 万亿元的发行限额的前提下，参考国家统计局每月公布的发行统计，今年 1 到 6 月的新增专项债的发行规模为 2.3 万亿元，而 Wind 统计的 7 月新增专项债发行规模为 2457 亿元，则 8 到 12 月剩余的发行限额为 1.25 万亿元。考虑到历史上专项债提前发行表述出现后的 1 到 2 个月左右专项债会发行完毕，若以 9 月底前发行完毕假设，则今年新增专项债的发行可能集中在 8、9 两月，单月发行规模在 6000 亿左右。

表 4：地方债发行预测（亿元）

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
新增一般债	1346	1062	718	178	264	776	490	1000	1000	300	66	0
新增专项债	4912	3357	5299	2647	2755	4038	2457	6000	6535	0	0	0
再融资地方债	177	1342	2883	2312	4535	3488	4074	4547	4770	1788	1344	1119
地方政府债发行总计	6435	5761	8900	5137	7554	8302	7021	11547	12305	2088	1410	1119
地方政府债净融资总计	6400	5250	5822	845	5052	2385	3065	5634	6071	151	112	145

资料来源：Wind， 中信证券研究部预测。 注：8 月以及之后的数据为预测

资本市场方面，预计活跃市场的相关政策措施也将在已有框架内逐步推进。8 月 22 日，财政部、税务总局、中国证监会等部门优化、延续了一揽子支持创新企业境内发行存托凭证、货物期货市场、创投企业合伙人、上市公司股权激励、沪深港通等领域的税收政策。从内容上看，一揽子税收政策针对性强、导向型明显，政策有利于创业投资企业、上市公司的创新发展，同时也关注到期货市场，将进一步推进资本市场高水平对外开放，促进资本市场持续健康发展。而且其中大多数政策将延续至 2027 年底，更有利于稳定市场预期，提振投资者信心。一揽子税收政策也是在 8 月 18 日证监会就“活跃资本市场、提振投资者信心”的相关改革方向答记者问、提出一揽子政策措施后，该方向政策的再次落实，预计后续活跃资本市场的相关政策措施将在已有框架内逐步推进。

表 5：近期财政部等发布的税收优惠政策

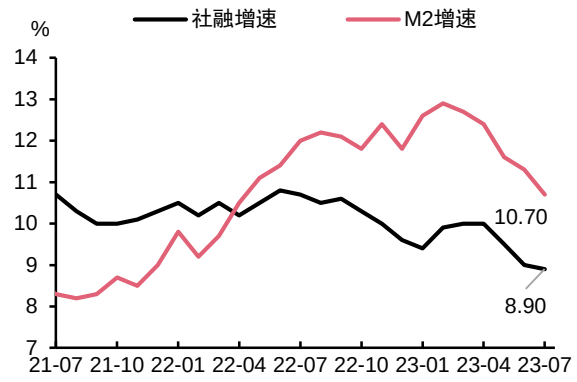
相关部门	税收政策	主要内容
财政部 税务总局	延续实施上市公司股权激励有关个人所得税政策	为支持企业创新发展，对上市公司股权激励不并入综合所得，全额单独适用综合所得税率表计算缴纳个人所得税。
财政部 税务总局 国家发展改革委 中国证监会	延续实施创业投资企业个人合伙人所得税政策	为支持创业投资企业发展，允许创投企业选择按单一投资基金核算或者按创投企业年度所得整体核算两种方式之一，对其个人合伙人来源于创投企业的所得计算缴纳个人所得税。
财政部 税务总局 中国证监会	延续实施沪港、深港股票市场交易互联互通机制和内地与香港基金互认有关个人所得税政策	为促进内地与香港资本市场双向开放和健康发展，对内地个人投资者通过沪港通、深港通投资香港联交所上市股票取得的转让差价所得和通过基金互认买卖香港基金份额取得的转让差价所得，暂免征收个人所得税。
财政部 税务总局 中国证监会	继续实施创新企业境内发行存托凭证试点阶段有关税收政策	为支持实施创新驱动发展战略，对个人投资者转让或持有创新企业存托凭证，给予个人所得税优惠；对公募证券投资基金管理人运营基金过程中转让创新企业存托凭证取得的差价收入，暂免征收增值税。
财政部 税务总局	支持货物期货市场对外开放有关增值税政策	为支持货物期货市场对外开放，对经国务院批准对外开放的货物期货品种保税交割业务，暂免征收增值税。
财政部 税务总局 中国证监会	延续实施支持原油等货物期货市场对外开放个人所得税政策	为支持原油等货物期货市场对外开放，对境外个人投资者投资经国务院批准对外开放的中国境内原油等货物期货品种取得的所得，暂免征收个人所得税。

资料来源：财政部官网，中信证券研究部

国内经济运行的底部特征明显，预计 8 月环比增速不会弱于 7 月

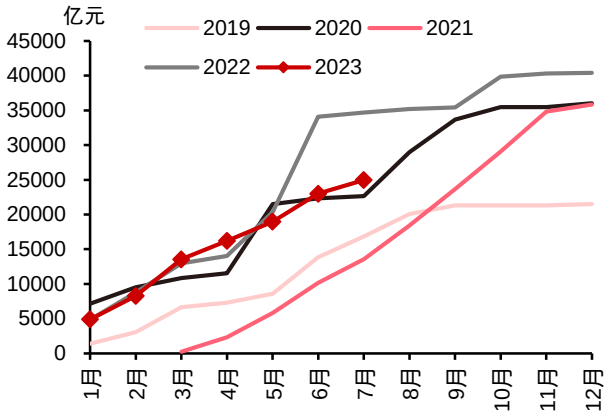
8 月政府债发行提速放量，社融增速大概率不会再继续放缓。今年 4 月的存量社融同比增速为 10.0%，随后出现连续 3 个月的增速下滑，到 7 月社融存量同比增速已经降为 8.9%。背后一方面是信贷扩张速度放缓，另外一方面是政府债发行节奏的错位。去年财政部要求地方专项债在 6 月底前基本发行完毕，因此去年 5、6 月政府债发行较多。今年专项债发行进度慢于去年，尤其 5、6 月发行量明显低于去年，不过 8、9 月也进入了发行高峰。预计今年 8 月新增政府债融资 1 万亿元左右，有望比去年同期多增 7000 亿元。这可以有效支撑社融数据，预计 8 月社融增速不会进一步放缓。不过，目前来看 8 月的贷款投放改善不是特别明显，票据贴现利率还在较低水平，整体信贷需求偏弱。8 月 18 日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议，提出“金融支持实体经济力度要够、节奏要稳”，“主要金融机构要主动担当作为，加大贷款投放力度，国有大行要继续发挥支柱作用”，随着政策效果体现，未来贷款投放也可能出现改善。

图 3：2023 年 4 月以来，社融增速连续回落



资料来源：Wind，中信证券研究部

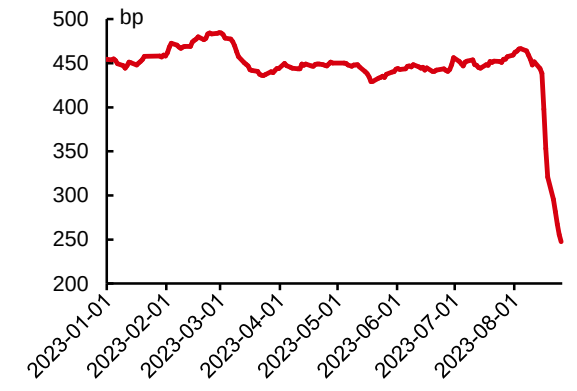
图 4：2023 年专项债发行进度慢于 2022 年



资料来源：Wind，中信证券研究部

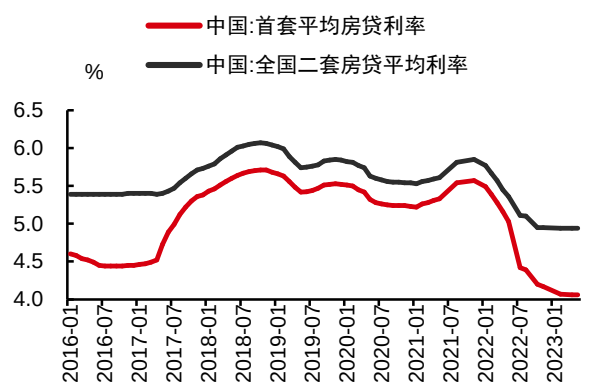
随着地产和化债政策有序落地，预计 9 月经济运行受到政策支撑作用将更明显。根据新华社 8 月 25 日报道，近日住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。通知明确，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。我们预计“认房不认贷”政策很快就会在一线和新一线城市中开始落地。由于一线城市首套房的首付比例和贷款利率显著低于二套房，如果“认房不认贷”能够落地，对于地产销售的促进效果将非常明显。另外，根据《财新周刊》8 月 21 日报道，中国计划允许地方政府发行 1.5 万亿元特殊再融资债券，帮助部分地方政府化解债务压力。8 月 1 日-8 月 25 日，Wind 统计的天津区域 AAA 级城投 1 年期债券区域利差已经由 466.5bp 收窄到 247.4bp，收窄幅度达到 219.1bp。部分天津城投债发行利率大幅降低。同时，部分高信用等级城投债的发型投标倍数超过 70 倍，体现投资者的认可度明显提升。一揽子化债政策有望明显降低地方政府还本付息压力，使财政资金能够提质增效，更好地扩大国内需求。

图 5：近期，天津城投债区域利差明显收窄



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：指天津的 AAA 级 1 年期城投债利差

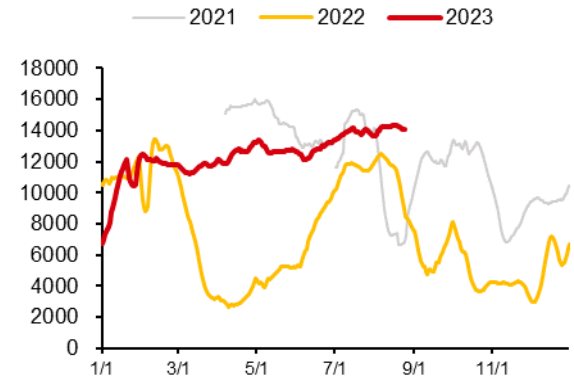
图 6：首套房和二套房利率差距较大



资料来源：Wind，中信证券研究部

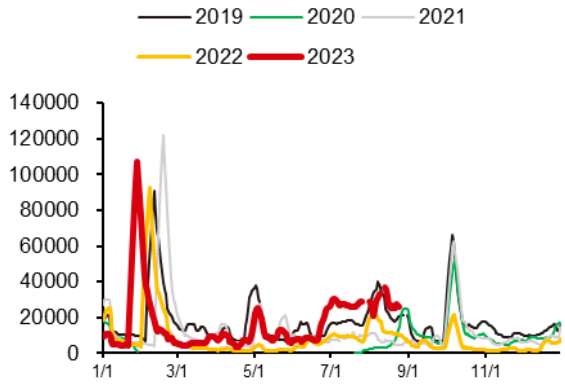
从高频数据来看，8 月国内经济正展现出积极变化，暑期出行消费需求旺盛，国内执行航班数保持高位，电影暑期档票房创下历史新高。8 月 1 日-24 日，国内航班日均执行数为 14134 架次，环比 7 月均值增长 2.3%，比去年同期增长 22.4%。国际航班数量恢复更加明显，8 月 1 日-24 日，国际航班日均执行数为 1022 架次，环比 7 月均值增长 4.5%，比去年同期增长 1469.5%。根据新华社报道，截至 8 月 18 日 7 时，2023 年我国电影暑期档票房达 178 亿元，超过 2019 年 177.79 亿元的成绩，创造了新的暑期档票房纪录。此外，2023 年暑期档观影人次已超过 4.35 亿。

图 7：国内执行航班数（架次，7MA）



资料来源：Wind，中信证券研究部

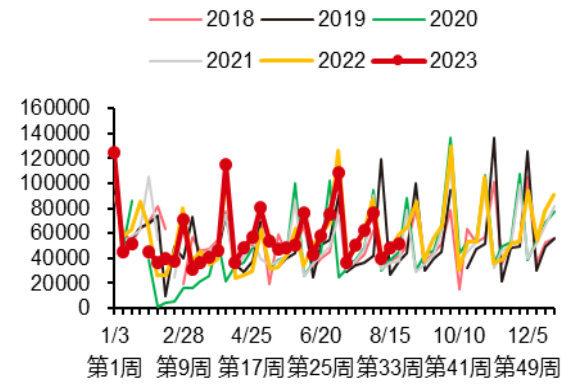
图 8：当日电影票房（万元，7MA）



资料来源：Wind，中信证券研究部

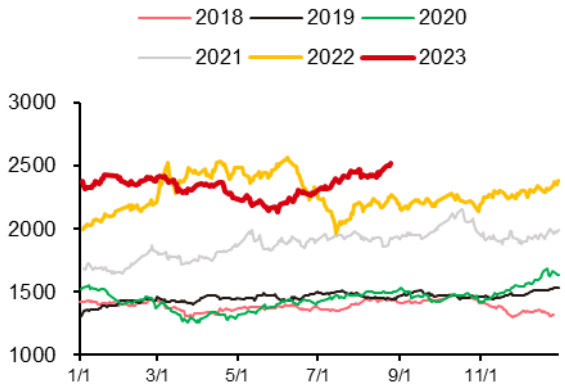
汽车销售保持韧性，在高基数下继续实现同比正增长，价格端也出现积极变化，工业品和猪肉价格均持续反弹。根据乘联会统计，8 月前三周乘用车销售分别同比-1%、+13%、+3%，8 月 1-20 日市场零售同比去年增长 5%，较上月同期增长 1%。去年同期有燃油车购置税减半的优惠政策，而今年没有这个优惠政策，能够实现同比正增长已经能体现出汽车销售的韧性。8 月南华综合指数继续保持上涨趋势，8 月 1-24 日均值环比 7 月均值上涨 2.7%。8 月前三周生猪均价为 17.26 元/公斤，环比 7 月均值上涨 20.2%。

图 9：当周日均销量:乘用车:厂家零售（辆，周）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：南华综合指数（2004 年=100，日）



资料来源：Wind，中信证券研究部

工业生产涨跌互现，7 月的极端天气过后建筑业施工有所回补。总体来看，8 月的工业生产情况和 7 月接近。具体来看，8 月 1-24 日，石油沥青、PTA 和汽车全钢胎开工率均值较 7 月提升，但是高炉、织造、纯碱和 PVC 开工率回落。在建筑施工方面，7 月的强降水和台风等极端天气较多，建筑施工受到一定拖累。8 月后天气转好，施工出现一定的回补迹象。

中美货币政策分化难超预期，人民币被动贬值压力缓解

国内货币政策中性偏宽松的基调并没有改变。8 月 21 日 5 年期 LPR 报价不变，在 MLF 之前已下调 15bps 的情况下低于市场预期。5 年期以上 LPR 为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考，是银行中长期资产收益率的定价参照。截至 2023 年二季度，我国加权平均贷款利率已下行至 4.19%的相对低位，而商业银行净息差也收缩至 1.74%的历史低位，制约 LPR 尤其是 5 年期以上 LPR 下行空间。本次 1 年期 LPR 报价调降 10bps 而 5 年期 LPR 报价持平的主要目的在于缓解银行息差下行压力，因而若后续要进一步引导存量房贷利率下调或支持地方债务风险化解，则下调存款利率也大概率需要进一步推进，且通过降准释放低成本长期资金压降银行负债成本的可能性也存在。另一方面，回顾 8 月 15 日非对称降息，由于 MLF 利率是银行中长期负债的定价基准，MLF 降息幅度较大的目的是要引导银行中长期负债成本下行；而且在综合存款准备金率已经偏低的情况下，后续 MLF 超额续作释放中长期流动性可能会是一个重要的渠道。

基于短期数据决策的美元紧缩超预期可能性不大，预计 9 月美联储议息会议加息概率不高。美联储主席鲍威尔在 2023 年 Jackson Hole 全球央行年会上的演讲内容主要包括对去年以来美国通胀下行进展的总结和对未来经济、通胀走势以及风险管理的展望。总体而言，本次讲话立场中性，尽管保留了未来加息的可能性，但鹰派程度相比去年 Jackson Hole 和调整中性利率的市场预期相比有所弱化。首先，本次鲍威尔讲话增量信息较少，总体仍延续了此前主要表述，包括逐次会议依赖数据做出决定、仍将致力于将通胀降至 2%的目标、需要在过度紧缩和紧缩过少之间谨慎平衡等，同时保留了未来继续加息的可能性，立场总体中性。其次，在本次会议之前市场热议的问题在于美联储是否会传递出抬升中性利率的信号，但本次会议上鲍威尔仍然表示无法确定中性利率，因此货币政策约束的精确程度存在不确定性。这种表述相比与市场调整中性利率的预期以及去年 Jackson Hole 上对抗通胀的讲话，鹰派立场有所弱化。CME FedWatch 最新数据显示，9 月美联储不加息的概率为 80%，到 11 月不加息的概率为 44.5%。本次鲍威尔讲话开篇便指出，美联储准备在适当的情况下进一步加息，为未来加息保留了可能性。我们维持此前判断，即 9 月暂停加息概率较大，未来如果通胀环比增速在 0.4%附近，则存在 11 月额外加息的可能性。近期美国 GDP 数据持续强劲（二季度 GDP 环比折年率超预期达到 2.4%，截至 8 月 15 日，亚特兰大联储 GDP Nowcasting 模型预计三季度 GDP 增速将达到 5.9%）推升了 11 月加息的概率，11 月最终是否再次加息仍取决于届时经济数据情况。美元指数和美债利率在最近两周显著走高，在美国经济数据强劲、美联储保留未来加息空间以及美债短期供需不匹配的支撑下，预计美元指数和美债利率仍将分别在 102-105 附近以及 4%-4.4%附近高位震荡。

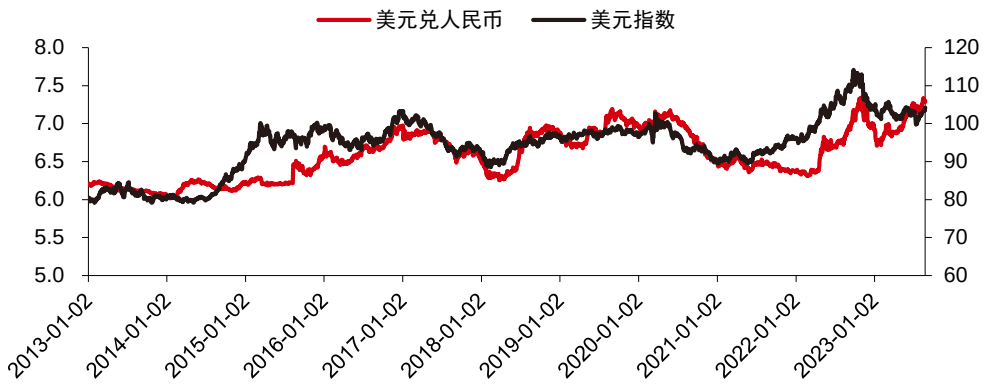
图 11：美联储加息概率预测

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%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.5%	46.7%	8.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	44.5%	45.2%	8.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.0%	44.6%	39.9%	7.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	19.0%	43.2%	30.1%	5.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	30.1%	37.2%	18.7%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.0%	20.9%	33.9%	27.2%	10.1%	1.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.3%	16.1%	29.8%	29.3%	15.5%	4.1%	0.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.5%	13.5%	26.8%	29.4%	18.6%	6.6%	1.2%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.2%	2.4%	10.0%	22.1%	28.5%	22.4%	10.8%	3.1%	0.5%	0.0%
2024/12/18	0.2%	1.8%	7.9%	18.9%	26.8%	24.0%	13.9%	5.2%	1.2%	0.2%	0.0%

资料来源：CME FedWatch

影响中美利差的两国货币政策趋势仍待 9 月观察，而随着下半年关于宏观经济、资本市场以及汇率等方面的政策持续加码，市场对于国内经济预期料将企稳回升，中长期维度人民币汇率料将得到基本面的坚实支撑。

图 12：人民币汇率及美元指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

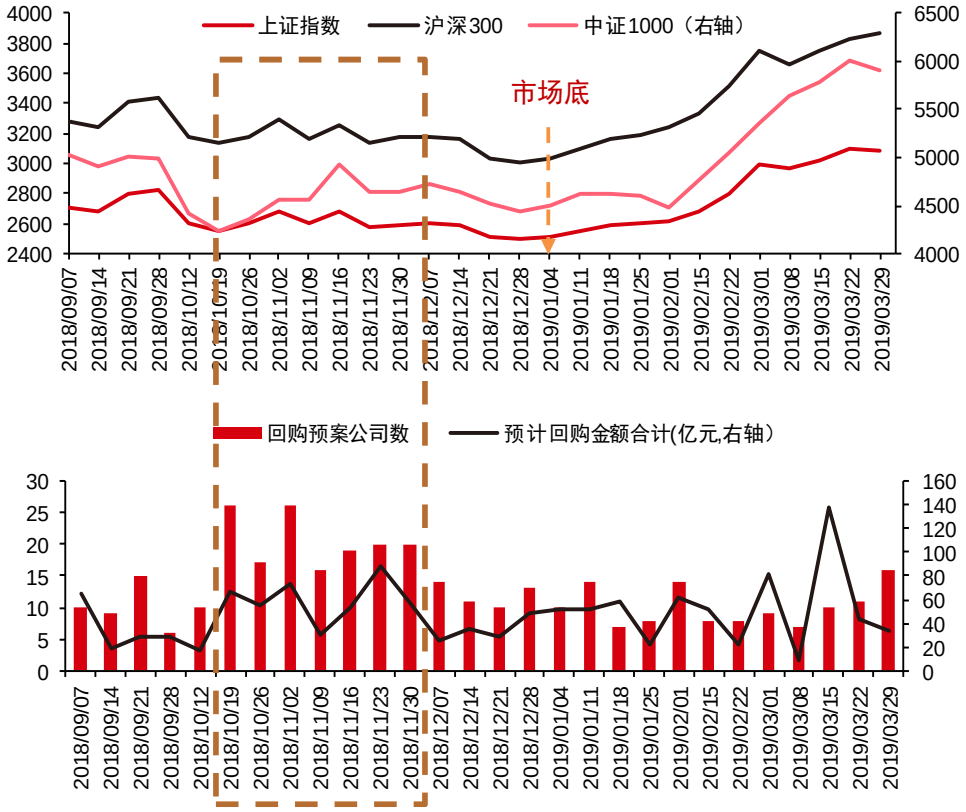
上市公司回购潮与机构自购潮信号预示下，市场底部特征日益明显

2018 年以来上市公司回购潮与市场底部的重合度较高

市场主体方面，我们统计了 2019 年 1 月、2020 年 3 月、2022 年 4 月和 2022 年 10 月共四次市场底部区间，周度频率的上市公司回购预案发布情况（剔除目的为“股权激励注销”的预案）：

2018 年 10-11 月回购预案的密集披露之后，又经过 1 个月的时间才打到市场底部拐点。2018 年 10 月在中美贸易摩擦的背景下，上证综指一度回到 2600 点的中枢位置，伴随政策的超预期发力（包括央行降准、各地设立纾困基金、总书记召开民企座谈会并发表重要讲话等），上市公司也迎来回购潮，10-11 月合计 154 家公司披露回购预案，上市公司预计回购金额合计 442 亿元（转引自 Wind），但当时市场情绪处于冰点位置，上证指数的底部拐点在 2019 年开年才出现。

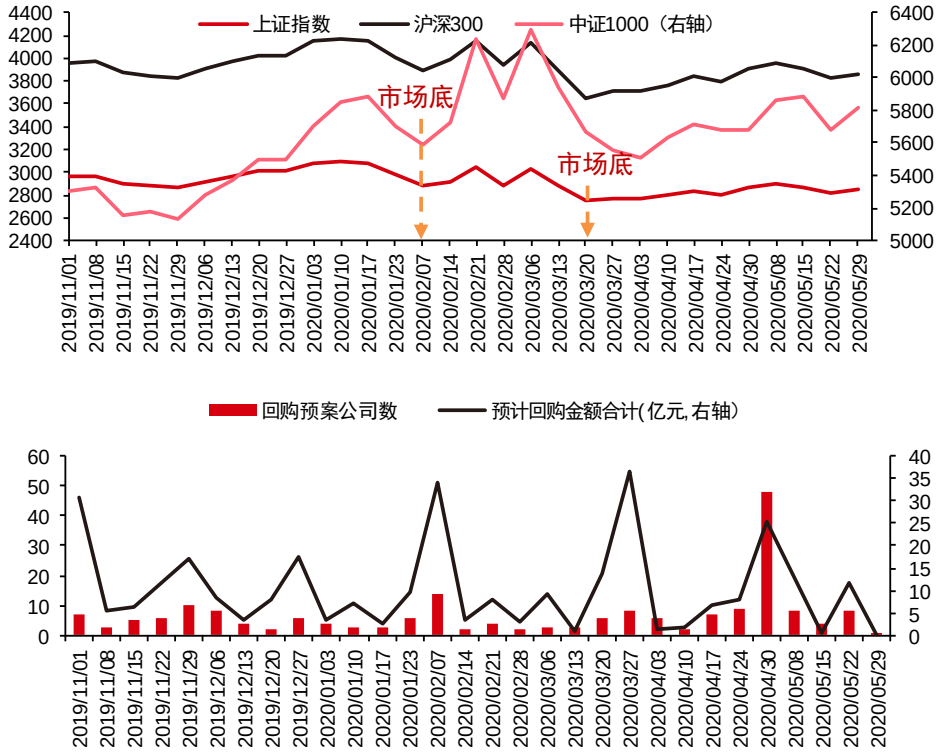
图 13：2018 年 10-11 月上市公司密集披露回购预案，2019 年 1 月初本轮市场底部出现



资料来源：Wind（含预测），中信证券研究部

2020 年一季度受疫情冲击，上市公司回购与市场底部基本同期出现。2020 年一季度 A 股受疫情冲击，第一轮市场底部出现在春节之后第一个交易日 2020 年 2 月 3 日，随后受海外市场下跌的影响，A 股在快速拉升之后再次探底，第二轮底部出现在 3 月 23 日。从周频的回购公司数量来看，高峰出现在 2020 年 2 月 7 日这一周，共 14 家公司披露回购预案，与第一轮底部完全同步，次高峰出现在 3 月 27 日当周，共 8 家公司披露回购预案，与第二轮底部完全同步。值得注意的是，从上市公司预计回购金额来看，两轮底部当周的预计回购金额明显高于其他时间，第三高峰则出现在 4 月 30 日的复苏中段（转引自 Wind）。总结来看，2020 年一季度的 2 轮市场底部时间与上市公司密集披露回购预案时间基本重合。

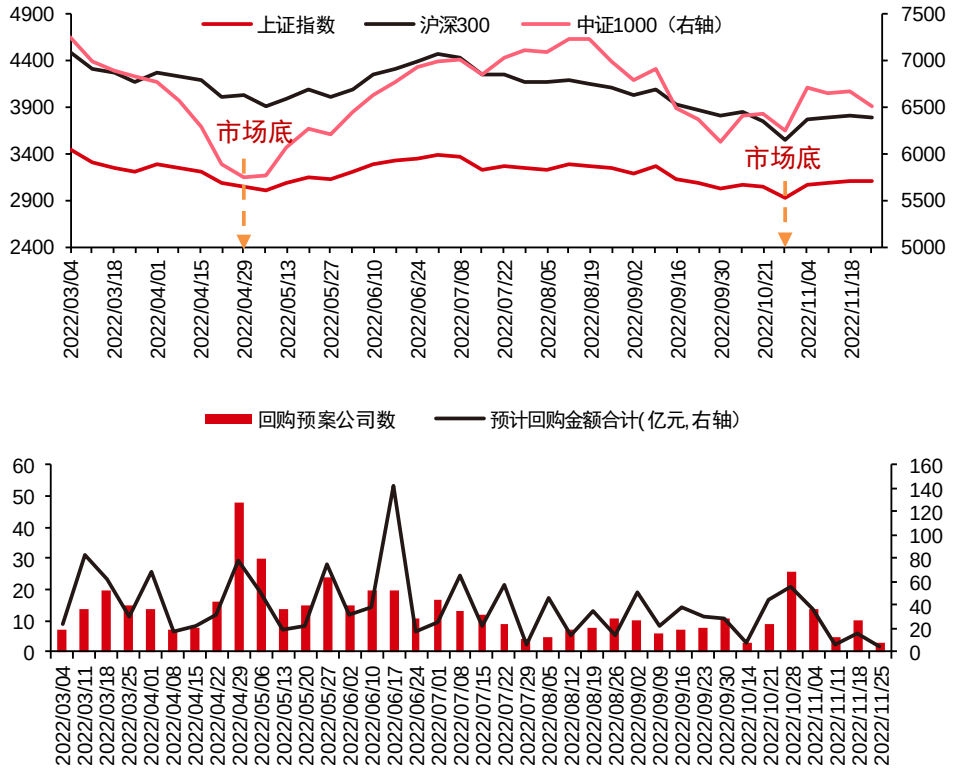
图 14：2020 年一季度上市公司密集披露回购预案，2020 年 3 月初本轮市场底部出现



资料来源：Wind（含预测），中信证券研究部

2022 年受疫情和宏观经济下滑压力影响，年内共出现过 4 月和 10 月共两轮市场底部，与上市公司密集披露回购预案的时间基本重合。2022 年年内第一轮市场底部出现在 4 月 26 日，主要受上海封城的影响；第二轮底部出现在 10 月 31 日，主要受疫情和宏观经济下滑的扰动。从周频的回购公司数量来看，第一高峰出现在 2022 年 4 月 29 日和 5 月 6 日连续两周，分别有 48 家/30 家公司披露回购预案，与第一轮底部完全同步，次高峰出现在 10 月 28 日当周，共 26 家公司披露回购预案，与第二轮底部完全同步。

图 15：2022 年 4 月和 10 月上市公司密集披露回购预案，同期为 2 轮市场底部

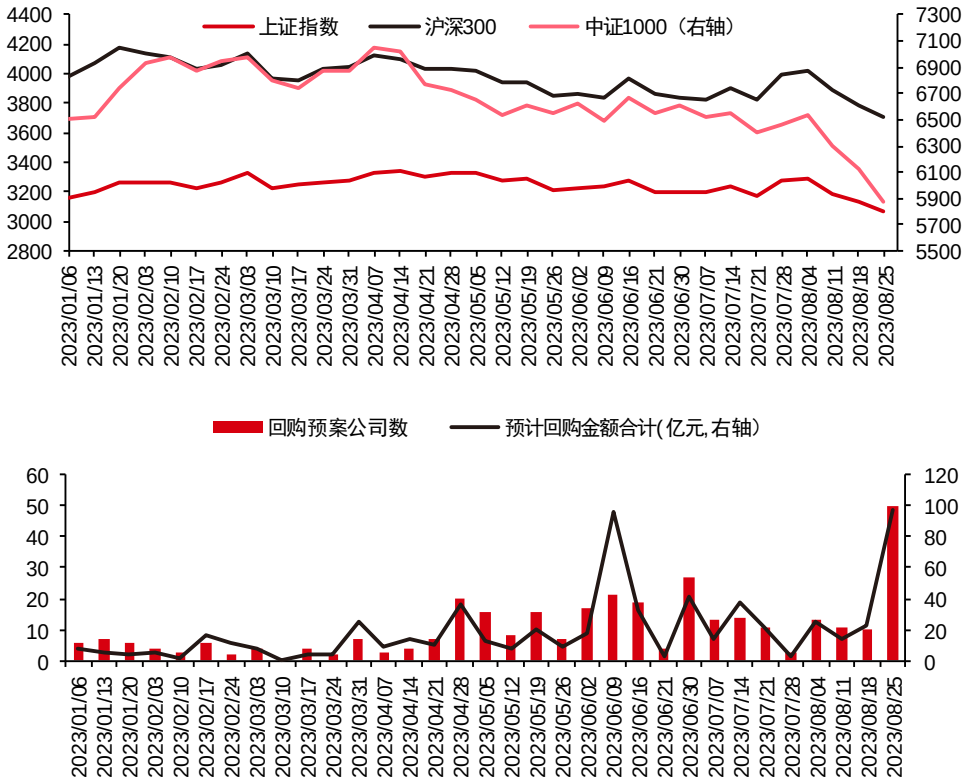


资料来源：Wind（含预测），中信证券研究部

进入 2023 年以来，周度频率共出现过 2 轮上市公司回购预案的高峰，分别出现在 6 月 30 日和 8 月 25 日当周，其中 6 月 26 日为二季度市场底部，当周披露回购预案公司 27 家，上市公司预计回购金额合计 41 亿元（转引自 Wind，本段下同）；8 月 25 日最新收盘价为 2023 年内的低点，披露回购预案公司 50 家，上市公司预计回购金额合计 97 亿元，均为过去 5 年较高水平。

总结来看，我们认为在市场情绪的底部区间，上市公司的密集回购并推出股权激励或员工持股计划预案更有利于调动员工积极性，向市场传达企业对经济复苏和公司成长的信心，并进一步稳定投资者情绪和股价。

图 16：2023 年以来，共出现过 2 轮周度频率的回购高峰



资料来源：Wind（含预测），中信证券研究部

机构自购潮对市场底部有一定的领先信号作用

机构方面，我们统计了 2019 年 1 月、2020 年 3 月、2022 年 4 月和 2022 年 10 月共四次市场底部区间，月度频率的公募基金的自购情况，可以看出股票型+混合型基金在市场底部区间更倾向于进行大量自购，而货基则相对不明显。分区间看：

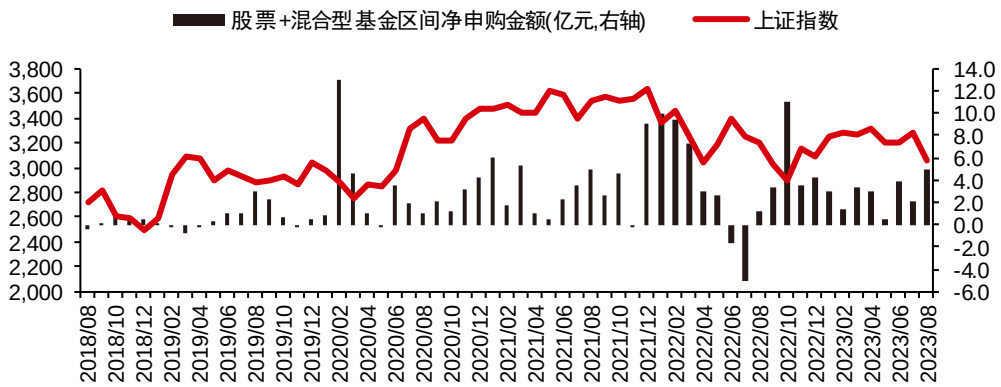
1）2018 年当时公募基金自购情况相对较少。

2）2020 年疫情冲击下，2020 年 2 月出现了股票型+混合型基金历史上最高的单月净申购，合计共 12.9 亿元。

3）2022 年两轮市场探底过程中，第一轮公募基金自购潮集中在 2022 年 1-2 月，分别为 10 亿和 9.5 亿，为历史上第三、第四单月净申购高峰，但伴随后续市场持续下跌，公募基金开始减少自购；2022 年 10 月的市场底部，公募基金出现历史上第二高的单月净申购，合计 11.1 亿元。

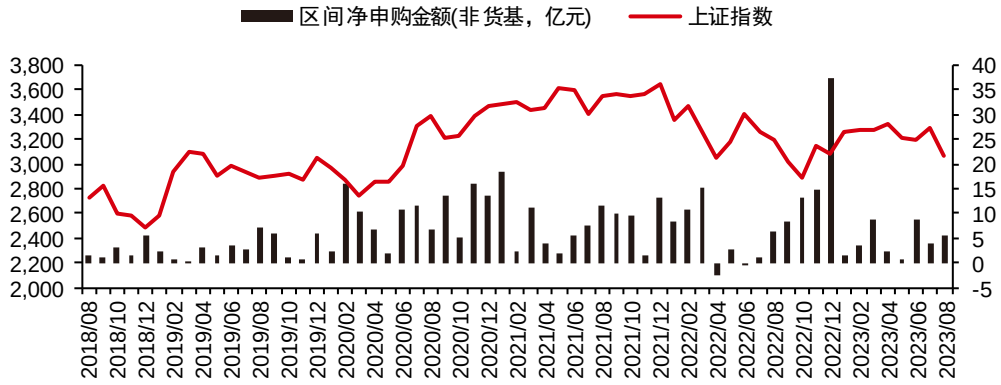
4）2023 年 8 月截至 25 日，股票+混合型基金净申购 5 亿元，为年内最高，但伴随机构对自购的持续加码，预计实际高峰出现在 8 月或者 9 月。

图 17：过去 5 年公募基金自购情况（股票型+混合型）



资料来源：Wind，中信证券研究部

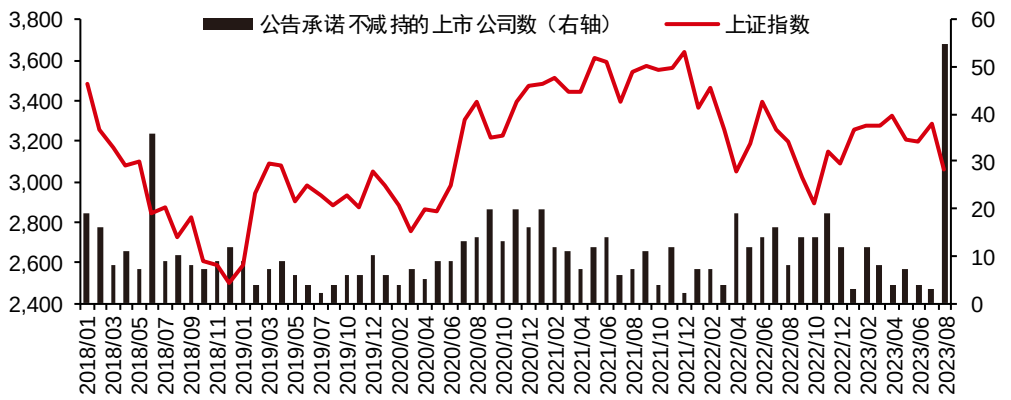
图 18：过去 5 年公募基金自购情况（非货基）



资料来源：Wind，中信证券研究部

上市公司部分股东承诺特定区间不减持，减缓了市场对流动性偏紧的担忧。由于注册制从双创试点到 A 股整体的推广，优质公司的供给快速增加，也加大了部分投资者对于限售股解禁时产生的流动性冲击。在此背景下，近期众多上市公司发公告承诺部分股东特定区间不减持。从历史上来看，月度频率的承诺不减持公告数，最高峰出现在 2023 年 8 月，次高峰出现在 2018 年 6 月市场下跌区间，除此以外，2022 年 4-10 月两轮市场底部期间，承诺不减持的上市公司数明显较多，对市场流动性预期稳定起到了一定支撑作用。

图 19：公告部分股东承诺特定区间不减持的上市公司数



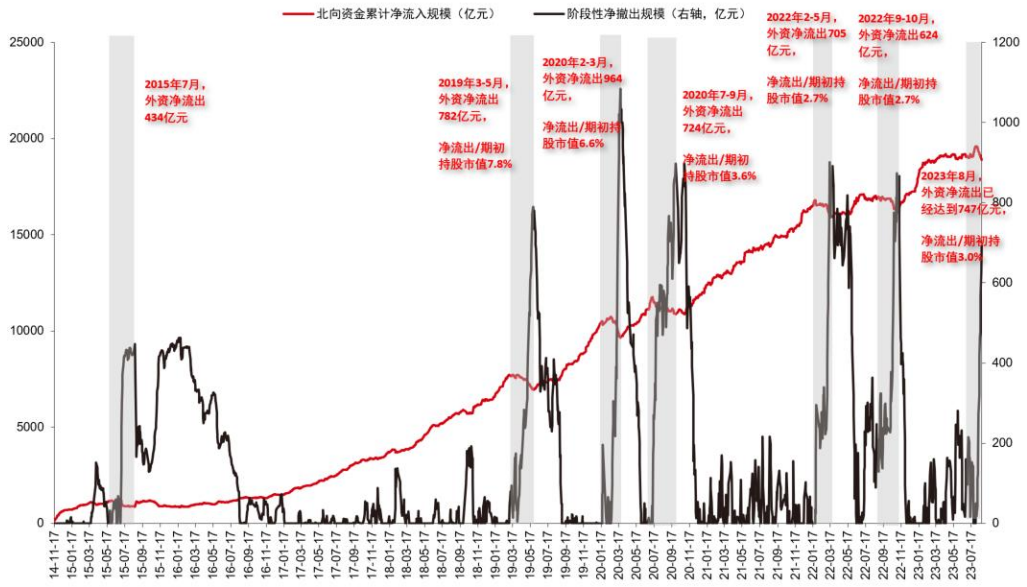
资料来源：Wind，中信证券研究部

情绪扭转仍需等待，但 A 股已具备年度配置价值，并已步入“伏击区”

本轮外资流出速度已与历史极端情形接近

北向资金净流出的绝对规模和相对规模接近历史极端情况。按照绝对净流出规模来看，北向资金 8 月从启动流出到 8 月 23 日的累计净流出规模为 747 亿元，上周净流出规模为 224 亿元，是陆港通开通以来首次连续三周净流出均超 200 亿元。2019 年以来的历次外资流出阶段，平均的净流出规模为 760 亿元。按照净流出规模/期初持股市值的相对规模来看，北向资金 8 月以来净流出占 8 月初持股市值的比例为 3.0%，而 2019 年以来的历次平均值为 3.9%。目前北向资金净流出的绝对和相对规模已经超过了 2022 年 9-10 月的二十大窗口期，2022 年一季度的内地新冠疫情爆发期，以及 2020 年 7 月中美地缘政治摩擦升级期，接近 2020 年 2 月的内地及全球新冠疫情首次爆发和 2019 年 3-4 月中美贸易摩擦升级时的水平。

图 20：北向资金累计净流入和阶段性大幅流出时的撤出规模



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2023 年 8 月 23 日

表 6：2019 年以来历次外资流出阶段的详细情况

区间开始	区间结束	区间累计净流出（亿元）	区间平均单日净流出（亿元/日）	期间累计净流出/期初持股市值
2019/3/6	2019/5/27	782	16	7.8%
2020/2/7	2020/3/23	964	31	6.6%
2020/7/14	2020/9/30	724	16	3.6%
2022/1/25	2022/5/24	705	10	2.7%
2022/9/14	2022/10/24	624	27	2.7%
2023/8/2	2023/8/23	747	46	3.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部

今年外资的流入节奏明显跟随国内经济复苏的预期而波动。在 1 月、6-7 月刺激经济政策预期出现时明显流入，在 2-5 月经济预期偏弱的情况下，流入明显放缓或者转为净流出，这种“顺周期”属性在历史上较少观察到。我们认为，后续外资能否恢复流入还要依赖于其对国内基本面预期的好转和人民币汇率预期企稳两个方面。

市场负面情绪扭转仍需时间

2010 年以来，A 股出现过 4 次明显的“政策底”到“市场底”的组合：

1）2012 年 9 月底，在保监会发布的《保险资产配置管理暂行办法》、《保险资金投资债券暂行办法》等 13 项政策文件（也被称为险资投资新政“13 条”）的促进下，险资大量入市；同一时期，汇金公司在二级市场上大量增持四大行的股份。此后，11 月 8 日党的“十八大”胜利开幕，提出了全面建成小康社会的目标，进一步稳定了市场预期。11 月 16 日起，A 股的 IPO 暂停，在一定程度上缓解了股票发行对流动性的虹吸。**2012 年 9 月 26 日，A 股达到阶段性“政策底”的 2004.2 点，并在此后的 12 月 3 日达到“市场底”的 1959.8 点。**

2）2016 年 1 月 7 日证监会出台《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》，也被称为“减持新规”，在很大程度上防范了大规模集中减持对市场造成的冲击。此外，在 A 股熔断机制推出后不久，由于 1 月 4 日和 1 月 7 日 A 股两次下跌触发阈值暂停全天交易并加剧了市场恐慌，上交所、深交所和中金所均宣布自 1 月 8 日起暂停实施指数熔断机制。1 月 26 日，中央财经领导小组第十二次会议研究供给侧结构性改革方案，具体措施呼之欲出。**2016 年 1 月 7 日，A 股达到阶段性“政策底”的 3125.0 点，并在此后的 1 月 28 日达到“市场底”的 2655.7 点。**

3）2018 年 10 月 19 日，国务院副总理刘鹤携“一行两会”的一把手集体喊话。刘鹤表示，政府高度重视股市的健康稳定发展，促进股市健康发展一定要有针对性地推出新的改革举措；银保监会主席提出三大举措维稳股市，鼓励银行理财子公司资金入市，要求银行稳妥处理股权质押，鼓励险资入市；央行行长表示，人民银行正在研究继续出台有针对性的措施缓解企业融资困难问题，推动实施民营企业债券融资、股权融资支持计划，支持商业银行扩大对民营企业的信贷投放；证监会主席也喊话六大举措提振市场信心，如鼓励地方政府帮助有发展前景但暂时陷入经营困难的上市公司纾解股票质押困境，促进其健康发展。**2018 年 10 月 18 日，A 股达到阶段性“政策底”的 2486.4 点，并在此后的 2019 年 1 月 3 日达到“市场底”的 2464.4 点。**

4）2022 年 3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究经济形势和资本市场问题。会议指出，宏观经济运行方面，要切实振作一季度经济，货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长；房地产方面，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施；平台经济治理方面，要稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力。**2022 年 3 月 15 日，A 股达到阶段性“政策底”的 3064.0 点，并在此后的 4 月 26 日达到“市场底”的 2886.4 点。**

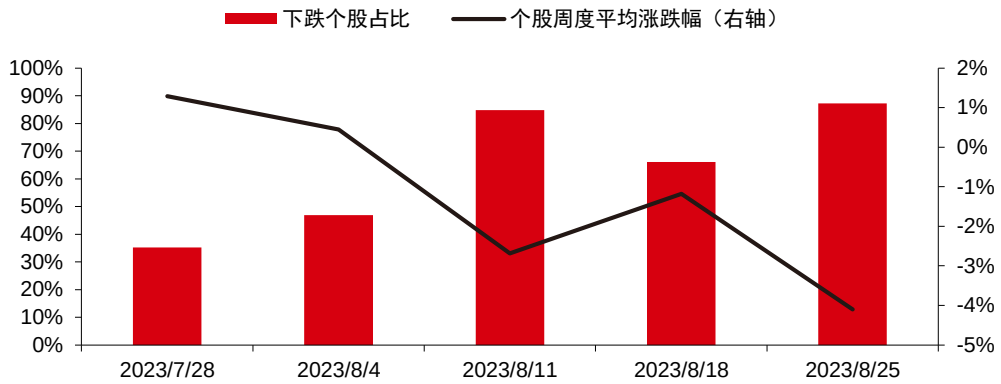
图 21：2010 年以来 A 股出现过 4 次明显的“政策底”到“市场底”的组合

资料来源：Wind，中信证券研究部

平均来看，从“政策底”到“市场底”的过程大概需要 35 个交易日，期间大盘继续回落 6%左右。在上述 4 次从“政策底”到“市场底”的过程中，两个底部间的时间间隔分别为 43、15、53、28 个交易日，平均数约为 34.8 个交易日；且从“政策底”到“市场底”上证指数分别下跌了 2.2%、15.0%、0.9%、5.8%，平均下跌幅度为 6.0%。自今年 7 月政治局会议召开以来截至 8 月 25 日，历经 24 个交易日，上证指数下跌了 3.2%，当下市场因情绪波动产生的调整并未超出历史经验的范围。

市场依然处于宣泄情绪抛售的阶段。虽然基本面数据并未恶化，政策有序落地且力度不弱，但市场表现仍然不佳。8 月 18 日及之前上市的 5044 支沪深 A 股中，有 4401 支个股在上周出现下跌，占比 87.3%，个股周度的平均跌幅为 4.1%。私募仓位也可以作为市场情绪的另一佐证，截至 8 月 25 日当周，活跃私募仓位已降至 68.2%，已经与 2022 年 10 月底市场底期间的仓位水平相当。

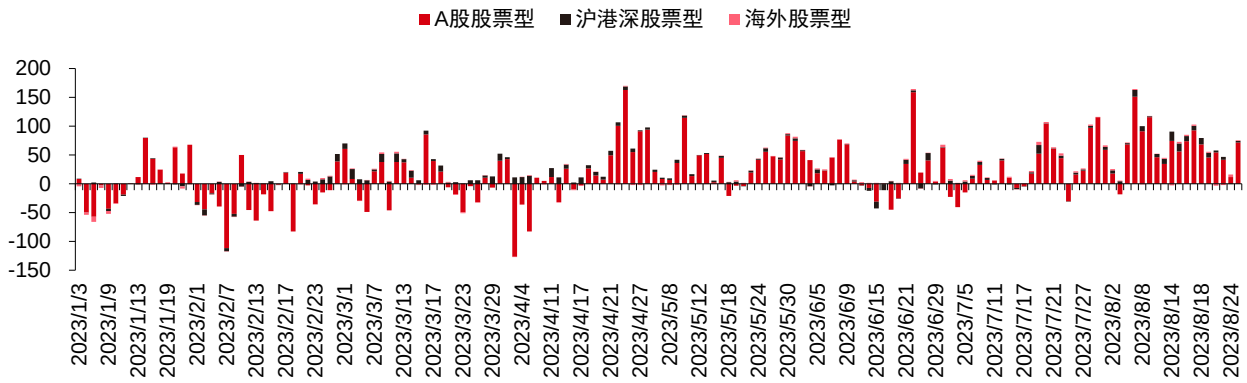
图 22：沪深 A 股最近五周的下跌个股占比和个股周度平均涨跌幅



资料来源：Wind，中信证券研究部

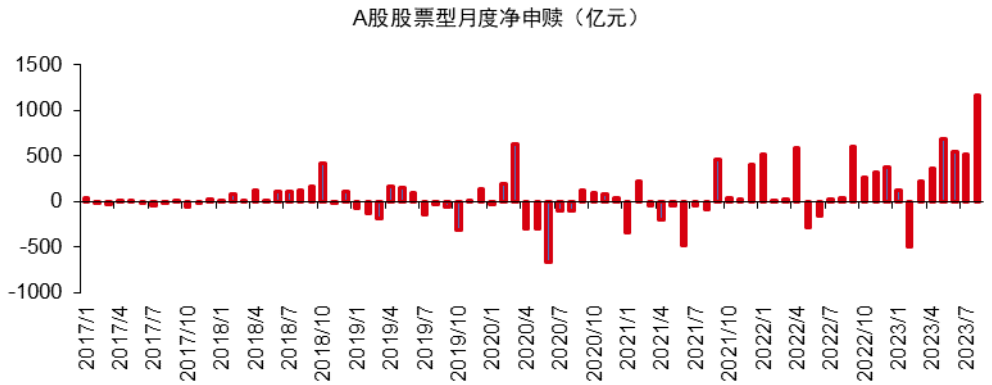
ETF 近期净申购明显，长期资金已出现左侧布局的信号。2023Q2 以来，投资者申购股票型 ETF 的热情高涨，截至 8 月 25 日，A 股 ETF 年初至今的净申购规模达到 3096 亿元，其中 8 月累计净申购金额达到 1156 亿元，为 2017 年以来的最高单月净申购。具体来看，A 股宽基 ETF 和行业&主题 ETF 年初至今的净申购规模分别达到 1787 亿元和 1236 亿元，宽基 ETF 近期资金净流入速度明显加快。对宽基 ETF 而言，近期净申购规模最大的是沪深 300ETF 和科创 50ETF，二者 8 月份以来（截至 8 月 25 日）的净申购规模分别达到 479 亿元和 217 亿元。对行业&主题型 ETF 而言，科技与医疗健康板块 ETF 在本年度的净申购规模较大，近期保持了资金持续净流入，金融板块 ETF 在 7 月、8 月的净流出规模较大。

图 23：2023 年以来境内股票型 ETF 净申赎



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：单位为亿元；截至 2023 年 8 月 25 日

图 24：2017 年以来 A 股股票型 ETF 月度净申赎



资料来源：Wind，中信证券研究部　注：2023 年 8 月数据截至 25 日

表 7：A 股宽基 ETF 月度净申购数据（按跟踪指数统计）

	上证指数	上证 50	沪深 300	中证 1000	中证 500	创业板指	创业板 50	科创创业 50	科创 50	其他 A 股宽基
2023 年 1 月	-2.72	-13.56	71.34	34.01	35.89	-9.67	-59.14	-9.59	14.95	4.52
2023 年 2 月	1.01	-16.71	-220.14	-143.61	-251.95	32.46	17.98	10.95	36.23	-23.03
2023 年 3 月	0.17	-19.27	-14.28	41.29	5.34	123.66	53.18	14.84	-62.74	-10.92
2023 年 4 月	9.66	-7.31	-10.25	82.00	-22.78	-29.63	-20.90	-11.43	-64.54	-11.21
2023 年 5 月	12.44	24.46	35.92	-20.72	24.52	99.04	16.82	12.71	198.68	-1.63
2023 年 6 月	13.80	46.15	78.05	10.17	36.65	25.67	15.40	3.89	81.13	13.23
2023 年 7 月	2.13	-38.00	224.69	90.23	3.07	15.24	-12.10	10.87	167.82	0.39
2023 年 8 月	27.42	101.80	479.28	50.58	70.30	35.65	15.06	11.91	217.20	35.95

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：单位为亿元；截至 2023 年 8 月 25 日

表 8：A 股行业&主题 ETF 月度净申购数据（按细分板块统计）

	科技	消费	制造	医疗健康	周期	基础设施与房地产	金融	ESG	跨产业	其他
2023 年 1 月	44.27	8.24	48.79	-24.30	0.06	10.28	-19.66	-15.26	-1.31	-1.41
2023 年 2 月	41.75	-22.16	27.41	34.03	8.20	-3.33	-2.43	0.04	0.20	-9.10
2023 年 3 月	-58.87	12.17	86.73	57.86	-2.13	-38.80	14.98	-0.26	-1.78	1.79
2023 年 4 月	75.04	59.75	85.46	192.07	7.00	30.86	-22.78	-1.07	1.47	19.73
2023 年 5 月	212.23	29.44	-0.44	24.83	-5.42	1.96	-6.25	0.53	-0.60	3.35
2023 年 6 月	17.43	39.59	19.88	49.76	14.70	15.82	59.27	-3.19	-0.28	-14.06
2023 年 7 月	91.73	8.69	18.84	35.95	13.74	-9.94	-99.89	-2.49	1.93	-15.66

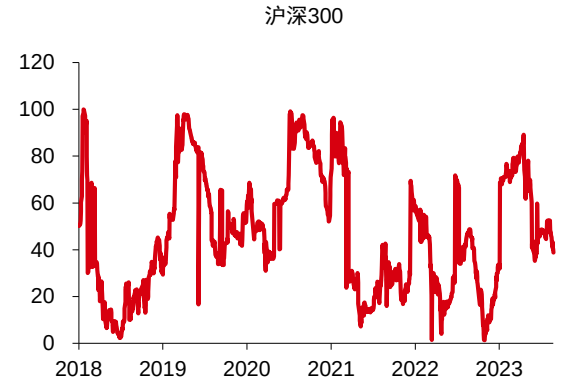
	科技	消费	制造	医疗健康	周期	基础设施与房地产	金融	ESG	跨产业	其他
2023 年 8 月	83.17	7.34	30.66	79.25	-8.71	-8.70	-97.96	0.19	1.66	-7.17

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：单位为亿元；截至 2023 年 8 月 25 日

A 股已具备年度配置价值，并已步入“伏击区”

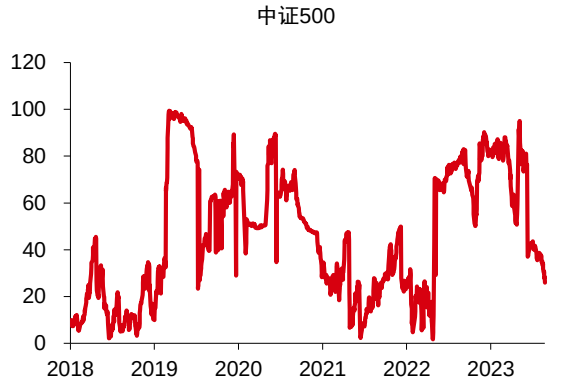
核心指数交易热度回落，估值依然处于低位。从市场热度指标来看，截至 8 月 25 日，沪深 300 指数自 8 月 4 日 52.5 度的高点回落至 38.8 度，中证 500 指数自 7 月 31 日 38.6 度的高点回落至 26.0 度，也是 2022 年 5 月以来的最低值（具体编制规则请参考《A 股策略聚焦 20190310：当前市场“温度”有多高？》）。从动态估值角度看，沪深 300 指数和中证 500 指数当前依然处于 2010 年以来 36%和 24%的较低分位。

图 25：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 25 日

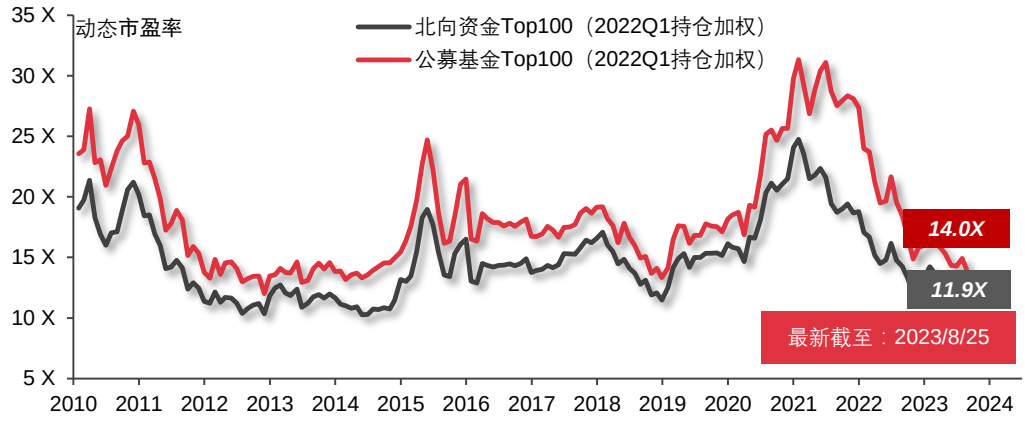
图 26：中证 500 温度指数



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2023 年 8 月 25 日

上周也出现部分白马龙头和权重板块的明显调整。以持仓市值加权计算，主动型公募基金的前 100 大重仓股的动态 P/E 估值为 14.0X，北向资金的前 100 大重仓股的动态 P/E 估值为 11.9X，分别处于 2010 年以来 15%和 18%的较低分位，并均位于 2022 年以来的最低水平。

图 27：机构重仓股估值出现明显调整

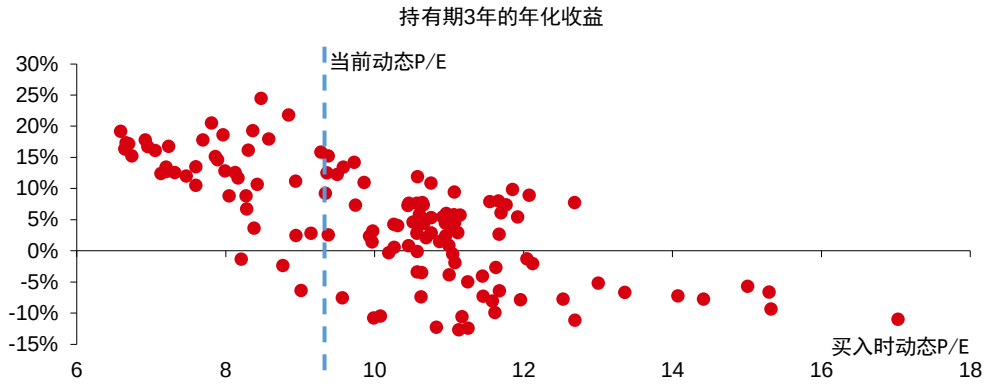


资料来源：Wind，中信证券研究部

市场在本轮投资者负面情绪宣泄的过程中超跌，其长期配置价值凸显。以指数为基准，

在过去 3/10 年的交易区间中，上证综指低于 3100 点的交易日占比分别为 9.7%和 44.9%。以估值为基准，沪深 300 在当前的 9.4X 的动态 P/E 估值水平上，长期买入并持有策略的预期收益率已经很有吸引力，2010 年以来数据显示这一估值水平买入持有的 3 年期年化收益率在 10%左右。

图 28：沪深 300 的长期配置价值凸显



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：选取 2010 年初至 2023 年 8 月初的月度数据

风险因素

中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策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.citics.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员）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中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。