



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

随着落地政策起效和后续政策接力，经济拐点和修复趋势将不断被数据验证，价格拐点已经出现，外部的扰动将逐渐消退，外资流出的趋势将逐步逆转，当下市场风险收益比佳，底部区域特征清晰，建议忽略短期波动，积极提升仓位，围绕地产、科技、能源资源三大产业主线积极布局。首先，国内价格拐点已经出现，8月宏观数据相比7月改善，政策支持下9月改善将更明显；二季报夯实A股盈利周期底部后，三季报有望迎来新一轮周期上行起点。其次，房地产需求侧的政策加速落地，各项政策正在形成合力，而保障房和城中村改造等接力政策正在路上，对需求提振将更直接；多元化的化债方案将有序推进，财政政策将更加主动积极，各类政策不断落实，直到彻底扭转经济预期和经济运行的负反馈。最后，外资本轮累计流出已接近历史极值，预计后续流出压力将随着经济拐点的出现而改善，人民币兑美元贬值也将告一段落。

经济拐点和修复趋势将不断被数据验证，价格拐点已经出现。

1) 国内价格拐点已经出现，经济整体拐点也将随着数据披露而明确。预计国内数据经济8月相比7月边际改善，政策支持下9月改善将更明显。首先，通胀同比读数或已在7-8月完成触底，其中8月CPI同比上涨0.1%，环比上涨0.3%，PPI同比下降3.0%，环比上涨0.2%，这些相对7月皆有改善，预计后续CPI同比在食品项新涨价支撑下抬升，而PPI同比则在基数效应主导下降幅收窄，价格对企业收入和盈利的压制将逐步缓解。其次，已公布的外贸数据略超预期，其中8月出口增速-8.8%，较上月回升5.7个百分点，进口表现整体也优于预期，其中上游原材料进口增速仍然较高。再次，对于其它即将公布的数据，预计8月相较于7月工业生产、消费和出口的景气度在持续改善，固定资产投资将有小幅回落；同时，8月信贷有望改善，地方债也进入发行高峰期，预计社融增速回升0.1个百分点至9.0%。最后，当前已经进入政策加速落地期，逆周期政策还在持续加码，预计8月数据显示国内经济运行相比7月边际改善，9月改善的趋势将更明显。

2) 二季报夯实A股盈利周期底部，三季报有望迎来新一轮周期上行起点。2023年H1A股中报体现出明显的盈利周期底部特征，Q2单季度净利润、营收、ROE、资本开支等多项指标均出现环比继续下行。单看中报净利润的结构，亮点和拖累点均非常清晰。我们预计Q3开始A股有望迎来新一轮盈利周期上行的起点，其中高端制造和服务类消费保持高景气，盈利增量主要来自上游资源品价格端的触底反弹，以及政策密集出台对全行业需求的边际提振。我们更新了2023年盈利预测，预计中证800/非金融板块2023年盈利增速分别恢复至+4%/+6%，大类行业层面，工业板块实现底部反转，消费和科技全年同比增速最高。

落地政策起效，后续政策接力，直到彻底扭转经济预期和经济运行的负反馈。

1) 房地产需求侧的政策加速落地，各项政策正在形成合力。近期的房地产政策持续密集出台，主要包括三个方面：1) 住建部、央行等部委层面的政策，包括认房不认贷，首付首套20%/二套30%不再区分限购与否、存量按揭利率下降、二套按揭利率底线从LPR+60bps下降为LPR+20bps；之后多个城市也积极响应，政策持续落地。2) 一些限购城市进一步取消和放松限购，比如福州、南京、天津、大连、沈阳等二线城市。3) 地方开始积极支持住房消费，包括减免购房契税、购房给予现金补贴、便利换房等措施。根据财联社记者转引中原地产统计数据显示，9月2日至8日，即新政发布一周时间里，北京新建住宅累计成交约3500套，一周成交量已超过8月全月；二手房成交约5000套，超过8月半个月成交量。根据中信证券研究部地产组判断，随着限购放开等政策继续落地，更多区域的房地产市场将陆续见底，一二线城市的销售均价有望在四季度环比止跌，预计全国商品房销售情况在年内逐渐走向复苏。

2) 保障房和城中村改造等接力政策正在路上，对需求提振将更直接。一方面，



**杨家骥**  
策略分析师

S1010521040002



**崔崑**  
海外宏观经济首席  
分析师

S1010517040001



**联系人：徐广鸿**  
海外策略首席

9月4日规划建设保障性住房工作部署电视电话在北京召开，会议明确了保障性住房重点针对的群体和配售原则；保障性住房建设势必边际增加房地产开发投资，竣工交付，建筑和建材订单，以及物业管理和家居消费订单，对终端需求的提振更直接。另一方面，城中村改造积极推进值得重点关注，根据中信证券研究部地产组测算，19个超大特大城市待改造城中村占地面积超过14亿平方米。参考以往城中村改造案例，推测超大特大城市城中村改造周期可能在10年左右，拆除新建的比例可能在60%左右或以上，推测每年相关投资额可能在1万亿元左右，城中村改造带来的全周期城市更新投资额可能在10万亿元左右。

**3) 多元化的化债方案将有序推进，财政政策将更加主动积极。**7月政治局会议提出一揽子化债方案后，引发了市场对于具体化债模式的猜想，预计后续案例将会更多，更丰富。首先，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。其次，由于特殊再融资债券的发行受到地方债务空间的掣肘，中信证券研究部固收组结合各地对于化债试点积极申报的表述判断，设立应急流动性金融工具（SPV）、适度展期重组等化债模式或必不可少。最后，9月中上旬可能会迎来专项债的发行高峰，预计截至8月底，专项债发行进度已达到全年3.65万亿目标的80%左右，剩余20%或将在9月集中发行。化债有序推进和专项债集中发行下，未来财政政策将更加主动积极。

**预计外部的扰动将逐渐消退，外资流出的趋势将逐步逆转。**

**1) 外资流出压力将随着基本面预期回暖而改善。**本轮北上资金的净流出规模累计达993亿元，超过2019年以来历次大幅流出时的均值（813亿元），已经非常接近2020年全球疫情爆发初期997亿元净流出的历史峰值。但是，上周北上资金中无论长线配置型还是活跃交易型资金的净流出速度都在放缓，近期流出主要受外部扰动影响。与A股纳入MSCI带来外资被动配置流入，以及2022年地缘风险影响外资对A股可投性的判断不同，今年以来北向资金进出A股的“顺周期”特征明显，其阶段性累计流入节奏与经济预期以及中国主权债务CDS报价等变量相关性高。因此，相比短期事件扰动和人民币汇率波动，国内经济预期随着政策不断接力而改善后，预计外资流出的情况将稳步改善并恢复流入。

**2) 人民币兑美元贬值也将告一段落。**9月以来披露的经济数据显示美国经济韧性较高，且美国与非美国国家经济与货币政策分化有所加剧，导致美元指数再度上涨，本周一度上行至105。受美元指数快速走强影响，人民币被动走弱。首先，利率因素难驱动美元进一步走强，8月明显回落的CPI数据公布后，预计美联储9月暂停加息概率较大，11月再次加息的概率更多取决于届时美国经济和通胀的数据。其次，近期人民币兑美元中间价稳定性明显强于离岸市场，中国央行从调整逆周期调节因子，到调降外汇存款准备金率，这些迹象都释放出监管积极维护汇率稳定的信号。最后，美国近期经济数据并不稳定，领先指标已开始放缓，且近期就业数据和2季度GDP最终值相比初值都有下修。综上所述，人民币汇率虽然短期仍有一定扰动，当前整体处于与基本面匹配的均衡区间，未来随着国内经济运行和预期拐点出现，人民币贬值也将告一段落。

**经济拐点显现，积极提升仓位。**一方面，内部因素决定了市场的底部，无论是A股盈利还是国内经济运行，其底部特征和边际改善趋势将逐步得到数据验证；预计已出政策将逐步起效，且实际目标导向的政策将不断发力，直至经济走弱和预期转弱的趋势彻底扭转。另一方面，预计外部扰动只影响修复的节奏，并不改变修复趋势。当下市场风险收益比佳，底部区域特征清晰，依然处于做多的重要窗口期，建议忽略短期波动，积极提升仓位。配置上，建议围绕地产、科技、能源资源三大产业主线积极布局：1) 地产产业建议关注**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**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，建议关注**基本金属、煤炭、基础化工**等。

**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

经济拐点和修复趋势将不断被数据验证，价格拐点已经出现 .....	5
国内价格拐点已经出现，经济整体拐点也将随着数据披露而明确 .....	5
半年报夯实 A 股盈利周期底部，三季度有望迎来新一轮周期上行起点 .....	10
落地政策起效，后续政策接力，直到彻底扭转经济预期和经济运行的负反馈 .....	15
房地产需求侧的政策加速落地，各项政策正在形成合力 .....	15
保障房和城中村改造等接力政策正在路上，对需求提振将更直接 .....	17
多元化的化债方案将有序推进，财政政策将更加主动积极 .....	18
外部的扰动将逐渐消退，外资流出的趋势将逐步逆转 .....	20
外资流出压力将随着基本面预期回暖而改善 .....	20
人民币兑美元贬值也将告一段落 .....	24
经济拐点显现，积极提升仓位 .....	26
风险因素 .....	27

## 插图目录

图 1：8 月美国和欧元区制造业 PMI 较上月回升 .....	6
图 2：主要出口目的地中，8 月中国仅对俄罗斯出口实现正增长 .....	6
图 3：8 月汽车产业链出口增速仍然位于前列 .....	6
图 4：中国出口集装箱运价指数中，美欧航线运价总体呈现上升 .....	6
图 5：8 月中国自美国和东盟的进口增速较上月回升，自欧洲和日本的进口增速较上月下降 .....	7
图 6：重点产品中，8 月干鲜瓜果及坚果、铜矿、铁矿等进口保持正增长 .....	7
图 7：8 月 CPI 同比重回正值区间 .....	8
图 8：8 月核心 CPI 环比低于历史季节性均值水平 .....	8
图 9：PPI 环比现年内首个正值 .....	8
图 10：重要 PPI 价格分项的环比雷达图（%） .....	8
图 11：单季度营业总收入同比增速仍处于下降通道 .....	10
图 12：单季度净利润同比增速反复磨底 .....	10
图 13：2023Q2 单季度净利率同环比变化（pcts） .....	10
图 14：2002 年以来一级行业集中度情况 .....	11
图 15：A 股 ROE-TTM 略微下滑 .....	11
图 16：2023/7/15-2023/9/3 万得一致预测净利润区间调整幅度-按一级行业划分 .....	12
图 17：过去 2 个季度全部 A 股资本开支整体增速持续下滑 .....	12
图 18：中信一级行业层面，资本开支分化十分显著 .....	12
图 19：2008 年至今全国商品房销售金额同比变化（%）及主要的限购政策 .....	16
图 20：债务置换工作回顾 .....	18
图 21：2020 年使用的两项创新货币政策工具 .....	19
图 22：专项债的发行额度（亿元） .....	20
图 23：专项债的发行进度（亿元） .....	20
图 24：历史上北向资金出现多次快速流出的情况 .....	21

图 25: 北向资金不同阶段累计流出规模随时间变化的对比 (亿元) ..... 22  
图 26: 北向资金中的配置型和交易型资金均已度过净流出最快阶段 (亿元) ..... 22  
图 27: 外资流入节奏与宏观预期相关性高 ..... 23  
图 28: 贝莱德中国灵活股票产品净值回撤明显 ..... 24  
图 29: 4 月以来美元指数围绕 102-103 中枢波动但人民币汇率 (右轴) 持续贬值 ..... 25  
图 30: 美国非农就业数据存在大幅调整 ..... 26

## 表格目录

表 1: 2023 年 8 月宏观数据前瞻 (%) ..... 9  
表 2: 中信证券重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算净利润增速-制造产业和出行链  
..... 13  
表 3: 中信证券重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算净利润增速-科技产业 ..... 14  
表 4: 中信证券重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算净利润增速-金融产业和商品类  
消费 ..... 14  
表 5: 中信证券重点覆盖个股按照产业链划分, 整体法计算净利润增速-周期产业 ..... 15  
表 6: 2023Q3 至 2024 年中证 800 企业盈利增速预测 ..... 15  
表 7: 近期地产需求侧政策快速落地 ..... 16  
表 8: 两项创新货币政策工具设立后的变化 ..... 19  
表 9: 北向资金历史上不同阶段净流出表现 ..... 21

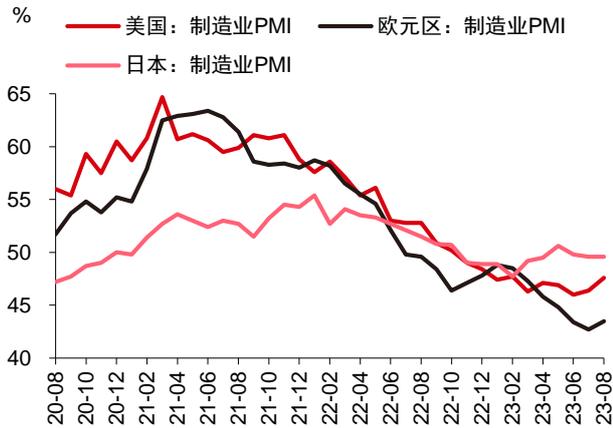
## ■ 经济拐点和修复趋势将不断被数据验证，价格拐点已经出现

国内价格拐点已经出现，经济整体拐点也将随着数据披露而明确

已公布的外贸数据略超预期，其中 8 月出口增速-8.8%，较上月回升 5.7 个百分点，高于市场预期，进口表现整体也好于预期。

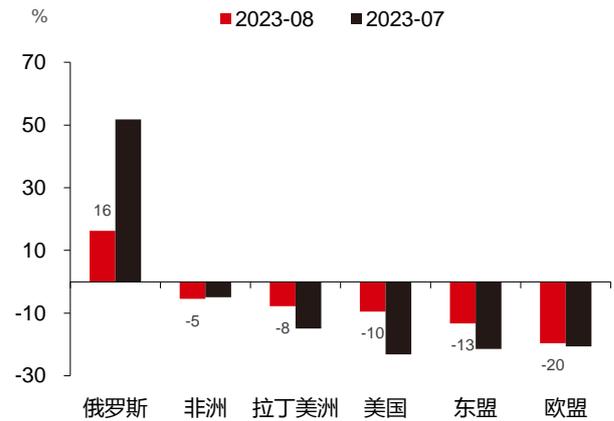
出口方面，8 月出口增速较上月回升 5.7 个百分点，对俄罗斯出口保持正增长，对美欧、东盟和拉丁美洲出口跌幅收窄。2023 年 8 月出口增速为-8.8%，较上月增速回升 5.7 个百分点，高于市场预期。2023 年 8 月，制造业 PMI 新出口订单指数为 46.7%，较上月上升 0.4 个百分点，显示 8 月份外需边际上有所好转。分国别和地区看，中国对美国、东盟、东盟、拉丁美洲和非洲的出口同比增速分别为-9.5%、-19.6%、-13.3%、-7.8%和-5.4%，较上月分别变动 13.6、1.0、8.2、7.1 和-0.5 个百分点。近期海外经济体制造业 PMI 数据显示美欧经济形势均出现向好迹象，为我国外需的改善提供一定支撑。8 月美国 ISM 制造业 PMI 指数录得 47.6，较上月的 46.4 回升了 1.2 个百分点，高于 47 的市场预期，8 月欧元区制造业 PMI 指数由前月的 42.7 回升至 43.5。8 月中国对美欧出口降幅收窄还与基数因素相关。2022 年 8 月，中国对美国和欧盟的出口增速分别较前值下降 14.7 和 12.1 个百分点。2023 年 8 月，中国对俄罗斯的出口仍然保持正增长，增速为 16.3%，较前值下降 35.5 个百分点。我们测算，向俄罗斯的出口对我国 8 月出口增速的拉动作用约为 0.5 个百分点。2023 年 1-8 月，对俄罗斯出口占我国出口金额的比重为 3.2%，较 2022 年全年上升 1.1 个百分点。8 月中国对东盟和拉丁美洲出口降幅收窄可能与中国不断拓宽与“一带一路”沿线国家贸易合作以及中国在当地市场份额扩大有关。从出口商品结构来看，2023 年 8 月船舶、汽车（包括底盘）、家用电器、液晶平板显示模组、汽车零配件和中药材及中式成药出口实现正增长，增速分别为 40.9%、35.2%、11.4%、5.9%、2.6%和 0.7%。2023 年 8 月，劳动密集型产品出口延续负增长，箱包类、纺织类、服装类、鞋靴类、家具类和玩具类产品出口分别下降 8.9%、6.4%、12.5%、22.1%、6.8%和 15.5%。高频数据显示，8 月份中国出口集装箱运价指数中，美欧航线运价多数时间环比保持上升。以美东航线为例，8 月第 1 周到第 4 周，美东航线运价指数分别较前周环比变动 1.7%、0.6%、2.9%和-0.1%。

图 1：8 月美国和欧元区制造业 PMI 较上月回升



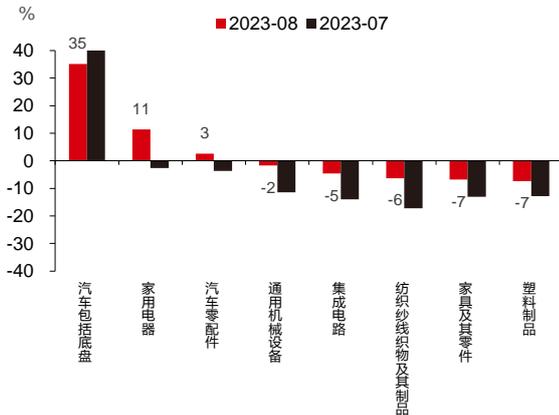
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：主要出口目的地中，8 月中国仅对俄罗斯出口实现正增长



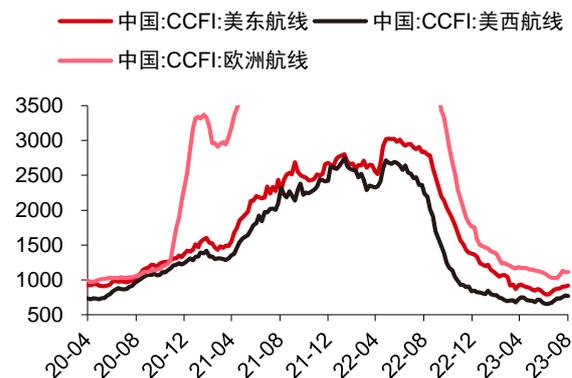
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：8 月汽车产业链出口增速仍然位于前列



资料来源：Wind，中信证券研究部

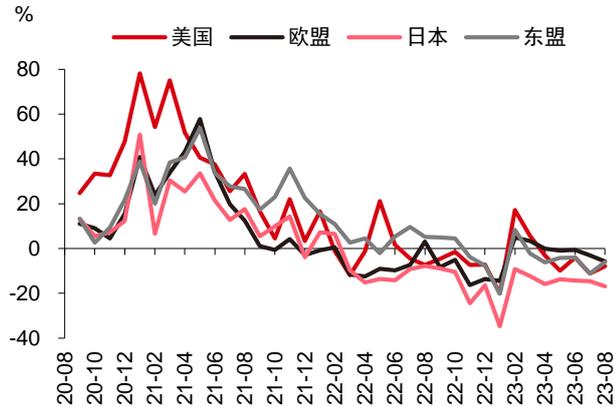
图 4：中国出口集装箱运价指数中，美欧航线运价总体呈现上升



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

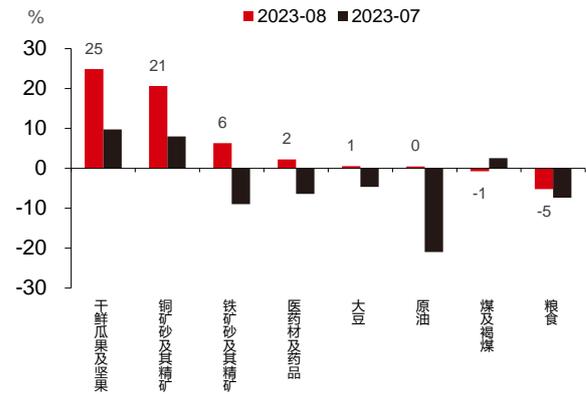
**进口方面，进口表现好于市场预期，上游原材料进口增速仍然较高，短库存工业品本轮去库已接近尾声。**2023 年 8 月进口增速为-7.3%，降幅较上月收窄 5.1 个百分点。分国别和地区来看，8 月中国从美国、欧盟、东盟、拉丁美洲、非洲和俄罗斯的进口增速分别为-7.9%、-5.7%、-6.1%、4.6%、0.7%和 2.7%，分别较上月变动 3.3、-2.7、5.1、7.4、26.8 和 10.8 个百分点。这可能与 8 月份国内经济复苏进程较 7 月有所加快相关。2023 年 8 月中国制造业采购经理指数为 49.7%，较 7 月上升 0.4 个百分点。结构上，供需两端均有回升，生产指数和新订单指数分别为 51.9%和 50.2%，较前值上升 1.7 和 0.7 个百分点。从进口商品结构来看，上游原材料进口增速仍然较高，成品油、干鲜瓜果及坚果、铜矿砂及其精矿、食用植物油和稀土进口分别同比增长 42.3%、24.8%、20.6%、17.6%和 10.9%，下游工业制成品进口增速较低。

图 5：8 月中国自美国和东盟的进口增速较上月回升，自欧洲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 6：重点产品中，8 月干鲜瓜果及坚果、铜矿、铁矿等进口保持正增长



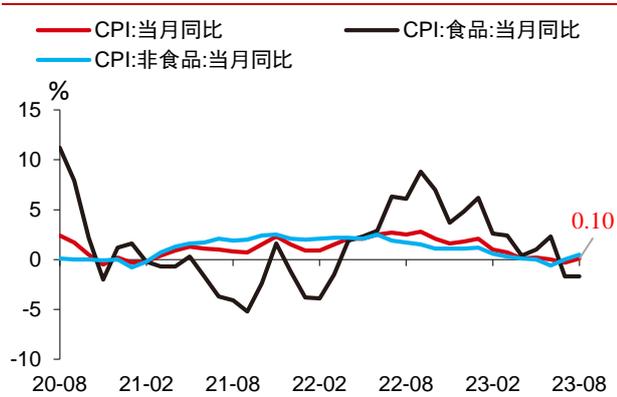
资料来源：Wind，中信证券研究部

综合来看，今年出口有望保持微幅正增长，同时也能保持贸易顺差对经济增长的正贡献。8 月贸易顺差为 683.6 亿美元，同比下降 13.1%，降幅较上月收窄 6.3 个百分点。2022 年 9 月出口增速较低（较全年出口增速低 1.4 个百分点），并且出口增速在 2022 年 10 月开始转负。低基数的有利因素将为后续几个月出口增速的回升提供一定支撑。在去库存进程持续推进、商品价格和产能利用率出现结构性变化的背景下，美国制造业 PMI 指数近期连续回升或暗示美国库存周期进入被动去库存阶段，并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 8 月份我国有色金属冶炼及压延加工业、专用设备制造业、金属制品业、黑色金属冶炼及压延加工业和计算机通信电子设备及仪器仪表制造业等行业的出口订单指数均较上月实现环比回升。同时今年以来我国对一带一路沿线国家和地区特别是俄罗斯的出口保持较快增长。综合来看，中信证券研究部宏观组认为出口增速在短期内会继续改善，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。

领先的价格信息已经出现边际改善的信号，今年通胀读数或已在 7~8 月完成触底，最新披露数据显示，CPI 同比上涨 0.1%，PPI 同比下降 3.0%，后续 CPI 同比可能在食品项新涨价支撑下抬升，而 PPI 同比则可能在基数效应主导下降幅收窄。2023 年 8 月，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.1%，环比上涨 0.3%；全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 3.0%，环比上涨 0.2%；工业生产者购进价格（PPIRM）同比下降 4.6%，环比上涨 0.2%。8 月 PPI 环比现年内首个正值，统计局公布的 30 个主要工业行业中，16 个都出现了环比正增长。这一积极的变化主要受到两大核心因素的驱动：一是国际油价的上涨，二是稳增长政策接续落地国内工业品需求的转好。政策落地带来厂商预期转强，为了迎接“金九银十”这一传统工业旺季开始提前补库采购，带动工业品价格走强。8 月 CPI 数据回升至正值区间，“猪油共振”是最核心的驱动力，此外旅游、衣着、中药等价格上涨较为明显。但需要警惕的是，核心 CPI 仍然弱于季节性均值，或反映居民内需仍然偏弱。今年通胀读数或已在 7~8 月完成触底，往后看，OPEC+ 主要成员国减产计划落地，原油等国际大宗商品价格或对 PPI 环比形成支撑，但内需对工业品价格拉动或仍较为有限，年内 PPI 同比降幅或收窄为主，基数效应是其主要驱动。非食品项 CPI 同比与 PPI 走势较为一致，随着 PPI 触底拐点出现，预计非食品项 CPI 同比也将温和回升；而食品项中，肉类

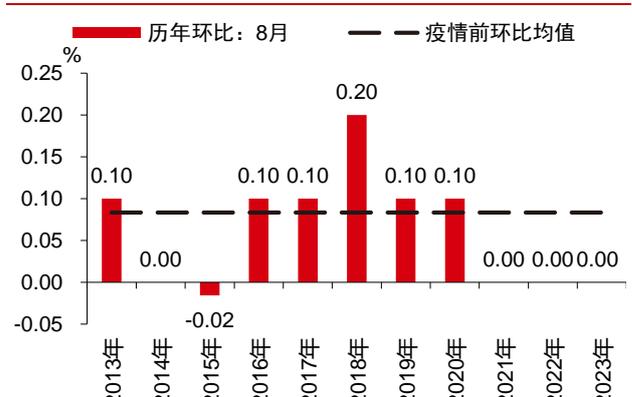
水果等商品价格周期性回升带来的新涨价或是年内 CPI 同比回升的主要来源。

图 7：8 月 CPI 同比重回正值区间



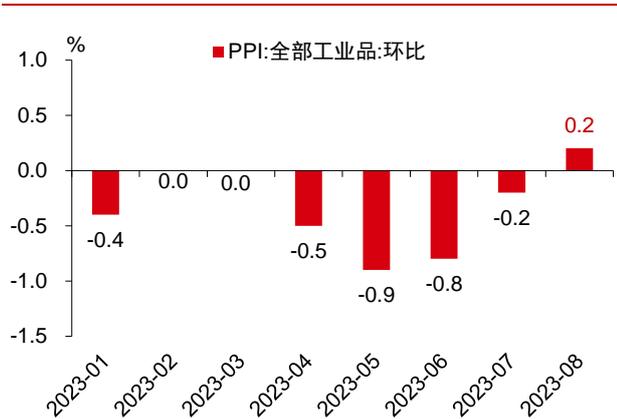
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：8 月核心 CPI 环比低于历史季节性均值水平



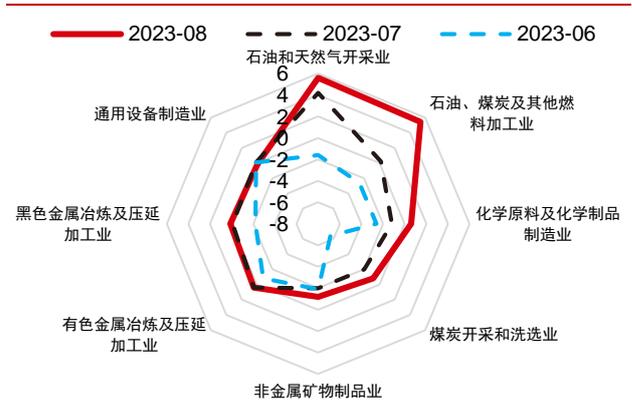
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：PPI 环比现年内首个正值



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：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

8 月相较于 7 月工业生产、消费和出口的景气度均在持续改善。工业方面，8 月制造业 PMI 和生产端高频数据共同指向 8 月份工业增加值同比增速有望较 7 月实现回升。8 月份，制造业 PMI 生产指数为 51.9%，较前值上升 1.7 个百分点，继续位于临界值以上，表明制造业企业生产活动明显加快。高频数据显示，8 月份工业企业开工率和主要工业产品产量指标多数表现较好。开工率方面，截至 8 月 25 日，8 月 247 家钢厂高炉开工率均值为 83.7%，同比增加 6.9 个百分点；截至 8 月 31 日，8 月汽车半钢胎开工率均值为 72.1%，同比增加 9.2 个百分点，8 月汽车全钢胎开工率均值为 63.2%，同比增加 5.3 个百分点。工业产品产量方面，截至 8 月 20 日，8 月国内日均粗钢产量均值为 296.8 万吨/天，同比增加 7.9%；截至 8 月 25 日，8 月全国主要钢厂螺纹钢产量周度均值为 265.7 万吨，同比增加 2.9%；截至 8 月 25 日，8 月全国主要钢厂中厚板产量周度均值为 160.9 万吨，同比增加 11.9%。此外，截至 8 月 31 日，8 月份整车货运流量指数均值为 113.3，同比增加 3.5%。综合来看，中信证券研究部宏观组预测 8 月份工业增加值同比增速在 4.4% 左右。

消费方面，预计消费增长动能较前月改善，8 月社消同比增速约为 0.7%。从两年平均增速来看，7 月社消同比增速由 6 月的 3.1% 回落至 2.6%，我们预计 8 月份消费的内生修

复动能较上月出现一定程度改善，两年平均增速或将进一步升至 3%附近。商品方面，8 月汽车销售数据较强，根据乘联会发布的数据，8 月前 4 周我国乘用车市场零售同比增长 6%，环比增长 3%。服务方面，8 月仍是重要的暑期消费月，我们预计出游、观影、餐饮等消费仍将贡献较强增长动能。此外，今年以来许多商品面临“量增价减”的现象，如地产链商品中的家具、建材等销量整体增长、但价格较去年明显回落。随着价格端信号逐渐呈现积极信号，我们预计价格因素对销售额的拖累将逐渐减轻，也将对社消的增长提供一定正向支撑。

**进出口方面，8 月份出口增速降幅有望收窄。**8 月制造业 PMI 新出口订单指数、进口指数分别为 46.7%、48.9%，分别较前值上升 0.4、2.1 个百分点。多项集装箱运价高频数据显示 8 月份出口需求有所好转。截至 8 月 27 日，8 月义乌小商品出口价格指数均值为 103.1，环比上升 1.3%；截至 8 月 25 日，中国出口集装箱运价综合指数均值为 880.8，环比上升 1.3%。向后看，由于基数的因素海外订单陆续企稳好转，同时来自“一带一路”沿线国家和地区的需求有望对我国今年出口形成一定支撑，综合来看，宏观组预测 2023 年 8 月份进口和出口同比增速分别在-7.2%和-9.0%左右。

**价格方面，8 月两大物价指标均将呈现明显的积极信号，预计 PPI 同比大幅回升至-2.9%附近，CPI 同比回升至 0.2%附近。**PPI 方面，8 月除黑色外的各类大宗商品价格均呈进一步上涨态势，并且我们预计 6 月以来上游原材料价格的抬升将进一步传导至中下游工业品出厂价格。我们预计 8 月工业品出厂价格将出现明显反弹，PPI 环比将转正，同比读数将从上月的-4.4%抬升至-2.9%附近。CPI 方面，猪肉价格在养殖户压栏、二次育肥进场、极端天气频发三类供给侧因素共振的带动下大幅上涨，我们预计工业制成品价格也将随着 PPI 的回暖出现明显抬升。综合而言，我们预计 8 月 CPI 同比将重回正值区间，录得 0.2%。

**金融数据方面，8 月信贷投放有望出现改善，地方债也进入发行高峰期，预计社融增速回升 0.1 个百分点至 9.0%。**我们预计 8 月新增人民币贷款 1.4 万亿元，同比多增 1500 亿元左右。8 月 18 日央行和金融监管总局召开电视会议，强调“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”。在政策引导下，月底银行可能加大了信贷投放力度，票据利率也在 8 月下旬出现明显反弹。我们预计 8 月社融增速 9.0%，比上月回升 0.1 个百分点，政府债可能是最主要的支撑。专项债发行高峰到来，我们预计 8 月新增政府债融资 1.1 万亿元，9 月可能继续保持较大发行规模。直接融资和非标融资可能继续保持较为平稳的趋势。

表 1：2023 年 8 月宏观数据前瞻（%）

	工业	投资 (累计)	社消	出口	进口	CPI	PPI	新增贷款 (万亿元)	M2	社融增速 (累计)
公布值 (预测)	4.4	3.2	0.7	-9.0	-7.2	0.2	-2.9	1.4	10.6	9.0
前值 (实际)	3.7	3.4	2.5	-14.5	-12.4	-0.3	-4.4	0.3	10.7	8.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

8 月相较于 7 月工业生产、消费和出口的景气度在持续改善，同时 8 月信贷投放亦有望出现改善，地方债也进入发行高峰期。价格方面，基数叠加经济环比改善，CPI 与 PPI 均走入上行区间，我们预计价格将持续反弹。综合来看，**当前已经进入政策加速落地期，**

逆周期政策还在持续加码，伴随着政策落地效果的提振，我们预计 9 月开始经济运行将呈现边际改善。

## 二季度夯实 A 股盈利周期底部，三季度有望迎来新一轮周期上行起点

2023 年 A 股中报多项指标均体现出实体经济和盈利周期的底部特征。

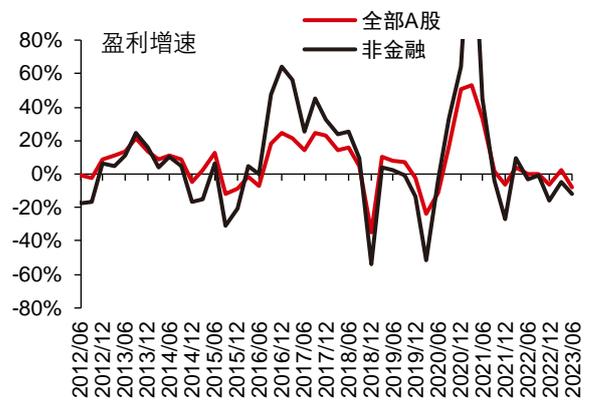
1) 2023 年中报业绩整体承压，结构亮点集中在出行链+出口链。剔除新股的可比口径下，全部 A 股/非金融 2023Q1 净利润单季度同比增速分别 2.4%/-4.8%，但二季度伴随实体经济增速下滑压力显现，2023Q2 同比增速分别回落至-7.7%/-11.5%。

图 11：单季度营业总收入同比增速仍处于下降通道



资料来源：Wind，中信证券研究部

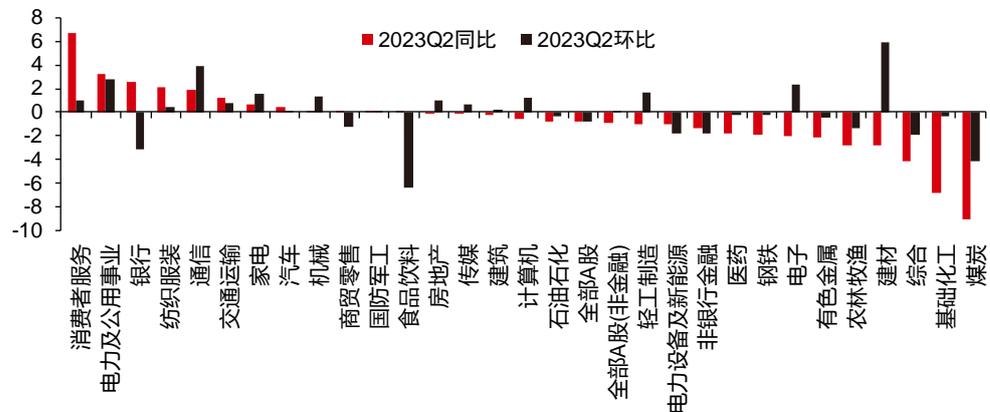
图 12：单季度净利润同比增速反复磨底



资料来源：Wind，中信证券研究部

从盈利同环比角度划分，A 股中报亮点及拖累点均较为清晰，其中 2023Q2 净利润同环比增速均较强的板块集中在服务类消费和高端制造；同比高增、环比承压的主要为商品类消费和非银；同比承压，环比明显改善的集中在 TMT 板块；同环比增速均明显下滑的主要为上游资源品。

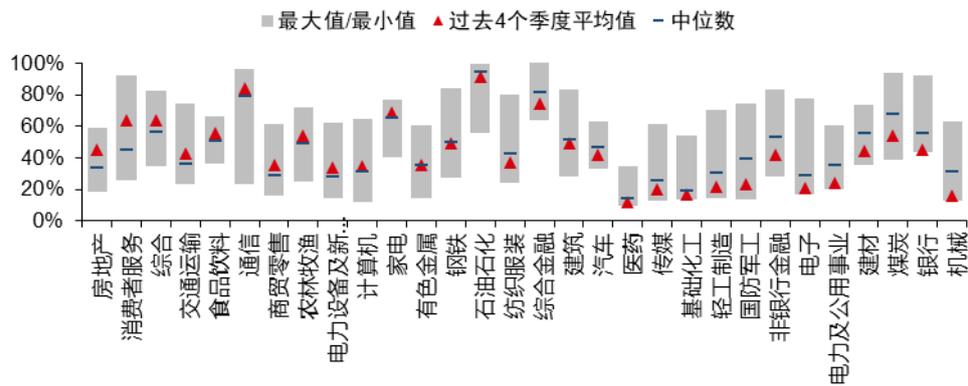
图 13：2023Q2 单季度净利率同环比变化 (pcts)



资料来源：Wind，中信证券研究部

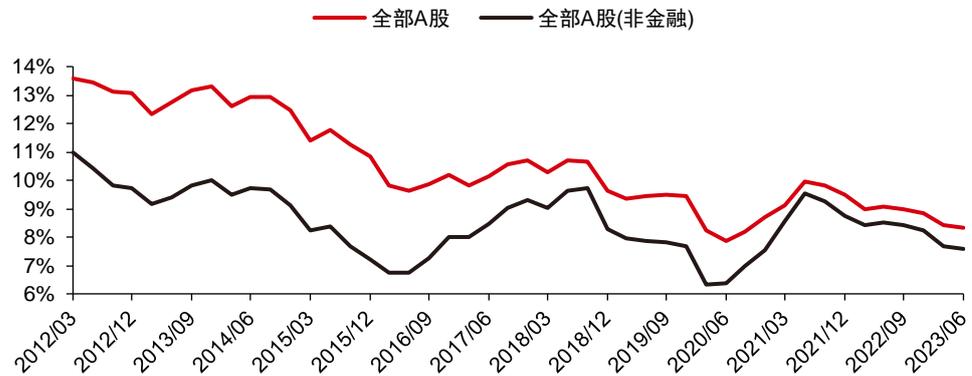
2) 多项指标均体现出 A 股盈利周期底部特征。宽基指数层面, 上证 50、沪深 300、中证 500、中证 800 在 2023Q2 单季度净利润同比增速均在-5%至-15%的较弱区间, 我们基于行业单季度净利润前三的公司占行业整体净利润的比重, 构建出“行业集中度”指标, 该指标也反映出行业盈利并没有明显向龙头集中, 体现了经济增速下滑的整体压力、并非单纯的结构压力。2023Q2 全部 A 股/非金融板块的营收增速分别为 1.5%/2.0%, 延续一季报的下滑趋势, ROE-TTM 则回到 2020Q3 的水平。利润率层面, 2023Q2 单季度利润率改善的主要集中在出行链、出口链和电力, 与盈利亮点一致; 全 A 非金融的周转率、杠杆率和存货等指标, 在过去四个季度也出现连续下滑。

图 14: 2002 年以来一级行业集中度情况



资料来源: Wind, 中信证券研究部

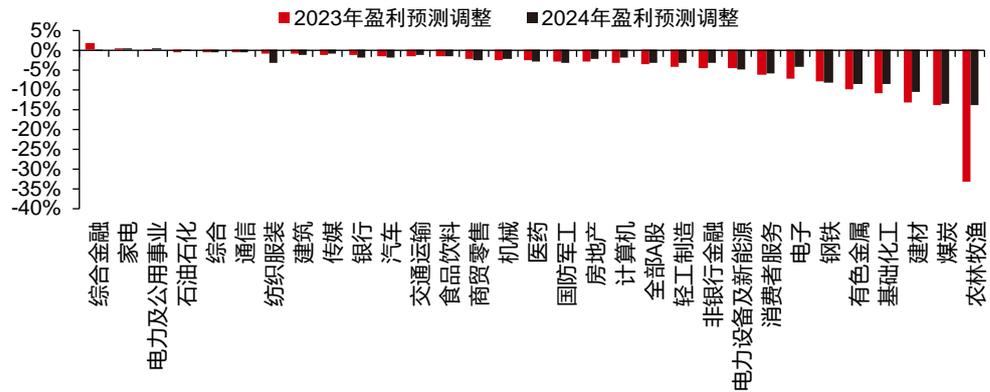
图 15: A 股 ROE-TTM 略微下滑



资料来源: Wind, 中信证券研究部

3) 中报披露窗口, 全 A 万得一致预测 2023 年净利润下调 3.5%。Wind 一致预测 2023 年净利润在 9 月 3 日相比 7 月 15 日的区间变化上, 中信一级行业层面仅家电出现了盈利预测的上调 (区间变化+0.2%), 106 个有盈利预测的二级行业中, 仅有 14 个行业出现盈利预测上调, 包括其他轻工、商用车、一般零售、新兴金融服务、其他电子零组件、航运港口、厨房电器、石油开采等, 区间盈利预测大幅下调的板块集中在养殖、房地产服务和上游资源品。

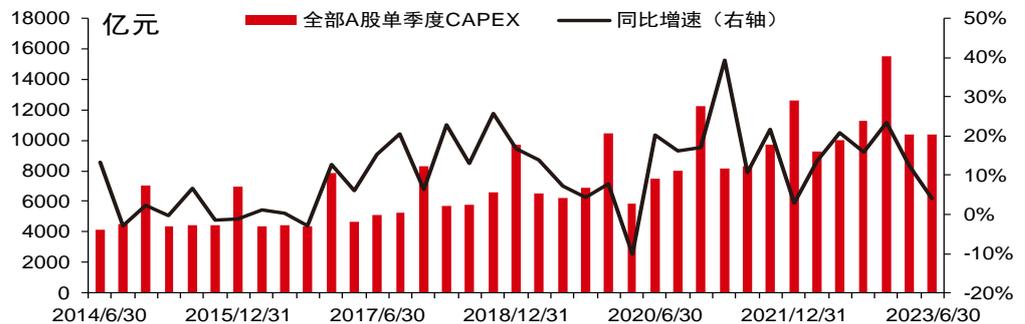
图 16：2023/7/15-2023/9/3 万得一致预测净利润区间调整幅度-按一级行业划分



资料来源：Wind，中信证券研究部

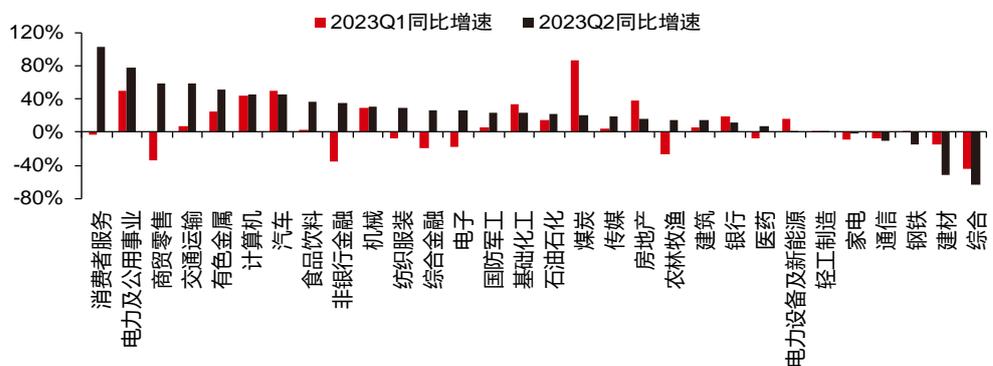
4) 2023 年 A 股上市公司资本开支连续下滑，行业之间分化显著。A 股的资本开支在 2022 年内出现短期扩张趋势，但 2023 年以来整体收缩较为明显，各行业间的资本开支也有明显分化，连续两个季度资本开支维持高增速的包括电力、有色、计算机、汽车、机械等；2023Q2 刚刚开始扩张的包括消费者服务、商贸零售、非银等；2023Q2 资本开支环比一季度明显收缩的包括煤炭、建材、房地产、钢铁等。

图 17：过去 2 个季度全部 A 股资本开支整体增速持续下滑



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：中信一级行业层面，资本开支分化十分显著



资料来源：Wind，中信证券研究部

三季度开始，A 股有望迎来新一轮盈利周期上行的起点。承前所述，A 股中报结构亮点和拖累点均十分清晰，以中信证券重点覆盖股票池为样本，按照盈利同比、环比增速的正负值划分为四个象限，进行 A 股盈利结构拆解和后市展望如下：

**1) 2023Q2 同环比均高增长的高端制造+服务类消费：下半年盈利保持高水平稳定。** 高端制造板块与出口链重合度较高，中报主要体现 2 个趋势，一是产业链上下游之间也出现了明显的盈利分化，锂电（中报累计盈利同比+3%，下同）、光伏（+27%）等产业链的中游明显好于上游，二是海外营收占总营收比重较高（例如超过 30%）的公司盈利增速明显好于纯内需品种。服务类消费与出行链重合度较高，今年上半年受需求回补影响，当前仍是低基数、高增速的盈利逐季兑现阶段，且考虑到今年 7-8 月暑期出行消费需求旺盛，预计社服（+102%）、交运（+140%）等行业仍将为 A 股三季度贡献较强增长动能。

表 2：中信证券重点覆盖个股按照产业链划分，整体法计算净利润增速-制造产业和出行链

产业	行业/赛道	2023H1 累计同比增速	2023Q2 单季度同比	2023Q2 环比
制造	锂电池	2.6%	-13.4%	7.5%
	光伏	27.1%	3.4%	-13.5%
	风电	-0.3%	9.1%	17.1%
	储能	42.7%	36.8%	48.6%
	新型电力系统	12.8%	-8.1%	11.7%
	机械	19.0%	40.8%	35.7%
	国防军工	9.5%	10.9%	40.6%
	整车	21.0%	37.2%	4.1%
	汽车零部件	18.2%	25.1%	58.5%
服务类消费（出行链）	纺织服装	-4.3%	16.9%	14.8%
	美妆医美	33.6%	40.4%	5.2%
	家电	13.1%	17.0%	59.2%
	交通运输	139.8%	150.5%	217.8%
	社会服务	101.5%	151.1%	9.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部

**2) 2023Q2 同比承压、环比高增的科技板块：伴随经济复苏呈现环比改善趋势。** 按照赛道划分，消费电子（-18%）的细分领域中仅终端、安防短期盈利较好，其他处于周期底部的重资产行业短期盈利明显承压，下半年增量需求或主要来自智能手机新机销售。半导体（-30%）中报只有设备和上游材料公司业绩较好，其他设计、制造、封测环节仍需等待大周期的拐点。通信为 TMT 中盈利最好的一级行业，细分领域包括运营商（+9%）、通信设备（+11%）、IDC（+17%）二季度盈利同环比均有改善。计算机行业尽管受益于 G 端和大 B 端订单的推进，但二季度盈利仍然较差。传媒中，受益于经济复苏逻辑的广告、出版二季度业绩较好，游戏行业整体盈利不及预期。展望后市，科技板块一方面依赖新兴产业趋势（例如半导体、AI、自动驾驶）的迭代和产品推广，另一方面，传统重资产行业（例如面板、存储）的周期底部拐点值得期待。

表 3：中信证券重点覆盖个股按照产业链划分，整体法计算净利润增速-科技产业

产业	行业/赛道	2023H1 累计同比增速	2023Q2 单季度同比	2023Q2 环比
科技	消费电子	-18.2%	2.7%	62.0%
	半导体	-29.6%	-30.7%	27.6%
	运营商	9.0%	8.5%	65.6%
	通信设备	10.9%	8.2%	15.1%
	IDC	17.2%	25.3%	15.8%
	云计算	-8.8%	-7.7%	35.6%
	信创	-3.8%	-70.0%	-63.1%
	传媒	-1.8%	6.7%	52.1%

资料来源：Wind，中信证券研究部

**3) 2023Q2 同比增长、环比下滑的商品类消费+非银：仍需等待经济周期复苏和资本市场改革红利。**商品类消费主要包含食品饮料（-6%）、商贸零售(+23%)等，一季度受益于快速回补的需求，但二季度也受宏观经济增速下滑的影响，盈利环比增速相比出行链明显偏弱。非银板块中，证券（+15%）行业进入高质量发展和行业集中度提升的阶段，保险（+10%）资产端或受益于政策对地产的托底。综合来看，上述板块与经济周期关联度较强，也将是政策托底经济的直接受益品种。

表 4：中信证券重点覆盖个股按照产业链划分，整体法计算净利润增速-金融产业和商品类消费

产业	行业/赛道	2023H1 累计同比增速	2023Q2 单季度同比	2023Q2 环比
金融	房地产	-14.6%	-13.5%	212.0%
	银行	3.2%	5.0%	-9.6%
	证券	14.9%	-23.4%	-11.0%
	保险	10.0%	-32.5%	-44.9%
商品类消费	农林牧渔	-42.9%	-312.4%	32.7%
	白酒	19.4%	18.9%	-43.6%
	食品饮料	-5.8%	-26.1%	-30.3%
	商贸零售	22.9%	64.3%	-49.5%
	轻工制造	-9.8%	-3.2%	78.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部

**4) 2023Q2 净利润同环比增速均明显下滑的资源品：商品价格回暖或将推动下半年利润快速改善。**历史上 A 股上游资源品（钢铁煤炭有色化工）净利润规模与商品价格高度相关，本轮商品周期顶点出现在 2022 年中，随后商品价格快速下滑，A 股资源品板块盈利自 2022H2 开始同步下探，2023Q2 单季度净利润同比增速-50%，成为 A 股盈利的重要拖累项。展望下半年，7-8 月南华工业品价格的中枢环比二季度已经增长 5%，且 9 月在持续出台的地产政策刺激下预计有进一步上涨空间，这也预示着 A 股上游资源品板块季报或出现环比改善，成为 A 股走出盈利底部的重要推动力。

表 5：中信证券重点覆盖个股按照产业链划分，整体法计算净利润增速-周期产业

产业	行业/赛道	2023H1 累计同比增速	2023Q2 单季度同比	2023Q2 环比
周期	基本金属	-25.9%	-31.3%	3.7%
	钢铁	-41.8%	-30.4%	48.4%
	煤炭	-27.1%	-48.6%	-29.0%
	石油石化	1.9%	1.6%	20.7%
	基础化工	-42.7%	-45.9%	2.8%
	建筑建材	-8.3%	-6.2%	32.9%
	公用事业	30.2%	27.2%	25.4%

资料来源：Wind，中信证券研究部

**中报夯实本轮盈利周期底部，三季度进入温和复苏区间。**预计托底政策将逐月反映在实体经济的复苏层面，此外，拖累 A 股盈利最为明显的上游资源品已经在 7-8 月看到比较明显的价格转暖信号，因此我们预计伴随下半年 PPI 同比增速的触底回升，A 股盈利周期也将迎来底部的温和复苏。我们相应调整了 A 股盈利预测，预计 A 股中证 800/非金融板块 2023 年盈利增速分别恢复至+4%/+6%，其中大类板块全年净利润增速预测分别为：工业（+3%）、消费（+13%）、TMT（+16%）、医药（-2%）、大金融（+1%），年内增速低点或出现在 2023Q2。

表 6：2023Q3 至 2024 年中证 800 企业盈利增速预测

分项指标	单位/说明	2022Q4A	2023Q1A	2023Q2A	2023Q3E	2023Q4E	2023 年 E	2024 年 E
全市场	当季同比，	-7.6%	4.4%	-6.6%	4.7%	3.3%	3.6%	10.0
非金融	中证 800 口径	0.6%	-1.7%	-10.1%	11.7%	22.0%	5.9%	6.6
大金融		-14.0%	10.1%	-2.7%	-2.2%	-13.0%	1.3%	13.6
工业		9.9%	-4.5%	-19.0%	8.2%	25.3%	2.8%	-
消费	当季同比	20.2%	10.9%	22.1%	12.1%	4.2%	12.6%	-
TMT		-33.1%	-7.9%	2.2%	35.3%	26.5%	15.9%	-
医药		-10.6%	0.8%	-10.3%	-2.5%	32.8%	-2.2%	-

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## ■ 落地政策起效，后续政策接力，直到彻底扭转经济预期和经济运行的负反馈

### 房地产需求侧的政策加速落地，各项政策正在形成合力

**房地产需求侧政策自 8 月底以来快速落地。**自 8 月 25 日住建部、央行、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》之后，一周的时间内，包括北上广深、苏州、杭州、无锡等十余城市相继落地“认房不认贷”政策。在 9 月上旬，主要银行包括工建中农交、邮储、中信等银行也分别发布存量首套个人住房贷款利率调整的公告，明确存量个人住房贷款利率调整的条件和规则。9 月中旬以来，南京、大连、沈阳、天津也开始进一步放松或取消限购措施。根据财联社记者转引中原地产统计数据，9 月 2 日至 8 日，即新政发布一周时间里，北京新建住宅累计成交约 3500 套，一周成交量已超过 8 月全月成交量；二手房成交约 5000 套，超过 8 月半个月成交量。与此同时，

新政后一周北京二手房房源供应增加超过 6000 套。

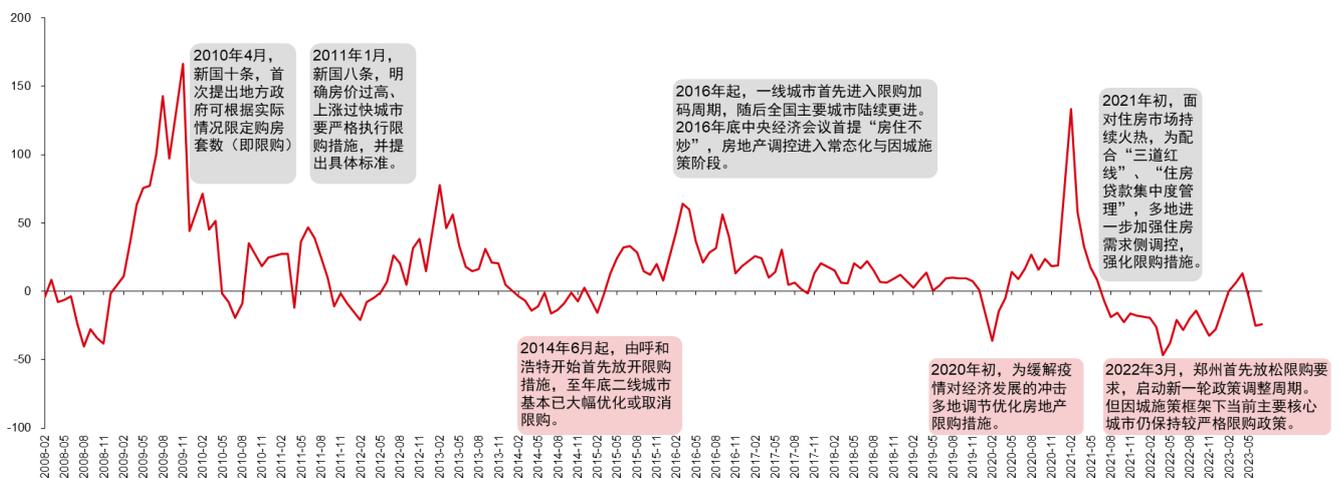
表 7：近期地产需求侧政策快速落地

时间	地区/银行	政策内容
2023/9/9	广州	首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例为不低于 30%，利率下限为 LPR-10BP；二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例为不低于 40%，利率下限为 LPR+30BP；在广州有 2 套房及 2 套以上，暂停发放。
2023/9/8	珠海	多子女家庭在购买首套自住住房申请住房公积金贷款时，贷款额度在可贷额度基础上可上浮 20%，但不超过珠海市住房公积金贷款额度最高限额。
2023/9/7	工建中农交、邮储、中信等银行	发布存量首套个人住房贷款利率调整的公告，明确存量个人住房贷款利率调整的条件和规则。
2023/9/7	南京	自 9 月 8 日起，玄武区、秦淮区、建邺区、鼓楼区等四区范围内购买商品房产不再需要购房证明。
2023/9/7	大连	实施购房补贴政策，解除限购政策，调整住房套数认定标准，调整优化差别化住房信贷政策。
2023/9/6	沈阳	取消限购、限售，支持公积金使用，认房不认贷。
2023/9/5 及以前	北山广深苏杭无锡等十多个城市	相继落地“认房不认贷”，天津较早优化区域限购措施

资料来源：新华网，地方政府官网，中信证券研究部

**认房不认贷和调降首套首付比例政策边际影响明显，政策工具箱放松限购等选项丰富，预计市场在年内走向渐进复苏。**本轮限购政策的优化始于 2022 年初郑州宣布包括实行优化限购要求在内的十九条支持性政策，托底区域房地产需求。截止 9 月 8 日，我们通过各地政府机构网站披露信息统计，还有 18 个城市存在限购，且北京、上海、深圳的限购不仅涵盖全市，且门槛较高。我们跟踪的 42 个新房样本城市和 14 个二手房样本城市 8 月网签套数分别同比下降 25.0%和 3.5%。认房不认贷和调降首付比例政策在 9 月出台之后，对释放一二线城市改善性需求的作用十分明显。例如，根据中国证券报记者转引中原地产研究院数据，仅 9 月 2 日和 3 日，北京二手认购就达到 2600 套，成交量较之政策出台前出现了翻倍。当然，前期政策主要鼓励卖旧买新，卖小买大，所以各大城市的二手挂牌也出现了不同程度的上升。我们认为，随着限购放开等政策继续落地，更多区域的房地产市场将陆续见底，一二线城市的销售均价有望在四季度环比止跌，预计全国商品房销售情况在年内逐渐走向复苏。

图 19：2008 年至今全国商品房销售金额同比变化（%）及主要的限购政策



资料来源：Wind，国家统计局，中央及各地政府机构官网，中信证券研究部 注：统计截至 2023 年 7 月。

## 保障房和城中村改造等接力政策正在路上，对需求提振将更直接

9月4日在北京召开的规划建设保障性住房工作部署电视电话会议明确了保障性住房建设的重要意义，特别是明确了保障性住房重点针对的群体和配售原则。国务院副总理何立峰指出，规划建设保障性住房是以习近平同志为核心的党中央站在促进实现共同富裕和中国式现代化战略全局高度作出的重大工作部署，有利于缓解大城市住房矛盾、有力有序有效推进房地产转型和高质量发展、更好拉动投资消费、促进宏观经济持续向好。从当前形势看，建设保障性住房面临的困难较多，要坚持问题导向和目标导向，运用改革创新的办法着力解决好建多少、怎么建、资金怎么平衡、怎么配售、怎么管理等一系列重点问题，确保善做善成、实现可持续发展，更好满足人民群众“住有所居”的愿望。我们认为，保障性住房建设会首先考虑社会的需要，不会在供给本身过大的地方再增加大量供应；而且根据住建部官网，本次电视电话会议明确保障性住房将严格实施封闭管理，不得上市交易，即保障性住房只会用于使用者自住，并不会增加二手房供给压力。总体来看，我们认为循序渐进发展保障性住房，不会加剧房价下降和增加开发企业存货贬值的压力。此外，配售型保障性住房是按照保本微利的方式进行销售，比较适合低资金成本、较强成本控制能力的企业开发建设，可能也为部分房地产开发企业提供了新的业务来源。

**保障性住房建设增加了房地产开发投资的潜在规模，也增加了全社会竣工交付的房屋数量和物业服务行业的新增合同金额。**虽然我们并不知晓保障性住房建设的总体规模，但预计相关建设活动将对房地产开发投资产生边际正贡献，也将在未来一段时间增加全社会竣工交付的房屋数量和物业服务行业的在管面积规模。

**保障性住房建设势必边际增加房地产开发投资，增加竣工交付，增加建筑和建材订单，增加物业管理和家居消费订单，也很大可能给部分低资金成本、强开发能力的房地产开发龙头公司增加新的业务线。**从区域角度来讲，布局在核心城市的企业显然更为受益。总而言之，我们认为保障性住房政策对于房地产产业链的不少公司可能存在正面影响，唯企业受益程度尚需政策细节方可厘清。我们建议投资者高度关注相关政策未来具体落地的情况。

**另一方面，城中村改造不仅能够改善民生、促进城市发展，也能够为房地产行业带来新的业务机遇。**根据中信证券研究部地产组测算，19个超大特大城市待改造城中村占地面积超过14亿平方米；参考以往城中村改造案例，推测超大特大城市城中村改造周期可能在10年左右，拆除新建的比例可能在60%左右或以上，推测每年超大特大城市城中村改造的投资额可能在1万亿元左右，城中村改造带来的全周期城市更新投资额可能在10万亿元左右：

本轮城中村改造聚焦超大特大城市，既有拉动内需，提振经济的考虑，更有优化社会治理，改变城市风貌的意图。我们根据2020年人口普查年鉴长表数据中所列示的各城市居住在自建房屋中的家庭户数来估算城中村占地面积。我们测算，19个超大特大城市共有城中村占地面积14亿平米。

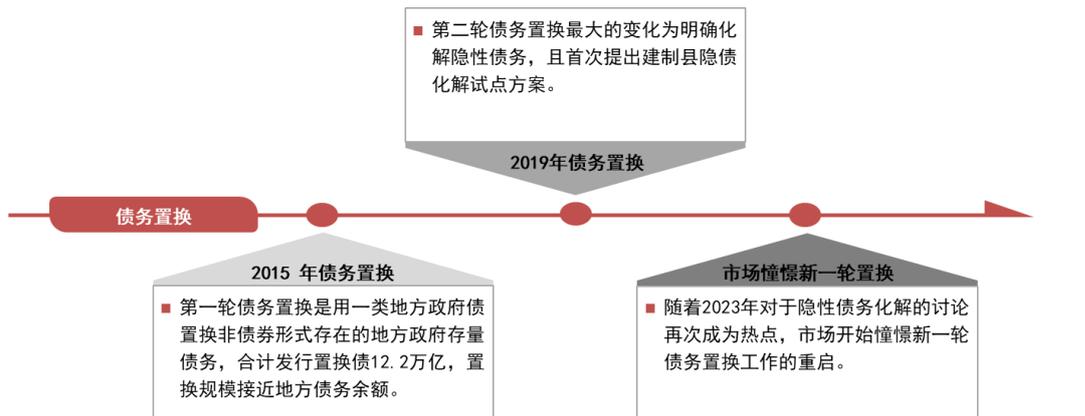
预计19个超大特大城市能够带来的年化新增商品房货值1.9万亿，占这些城市2022

年销售额的 37%。在全部改造进度完成后，我们预计带来增量持有物业饱和年化租金规模约 8000 亿元、物业服务增量业务年新增饱和收入规模 1200 亿元。需要说明的是，商品房货值为年度增量业务，其年化金额按照 10 年改造时间计算。租金和物业管理费是存量业务，所有项目改造完成之后可能持续为企业产生收入贡献，并不以十年为限。

## 多元化的化债方案将有序推进，财政政策将更加主动积极

7 月政治局会议提出一揽子化债方案后，引发了市场对于具体化债模式的猜想，预计后续案例将会更多，更丰富。2023 年 7 月 24 日，政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，再次重申化债重要性。“一揽子化债政策”所包含的化债政策工具或包括特殊再融资债、SPV 和降息展期等方式。回顾债务置换的前世今生，周期性债务置换工作有序推进。债务压力的变化受基本面周期轮动、政策松紧演变和融资环境周期转换的影响，因此呈现一定周期规律，自“新预算法”发布以来，我国共主动介入且全面铺开地实施了两次债务置换工作，分别为 2015 年开始的用地方政府债来置换非债券形式存在的地方政府存量债务，和 2019 年地方政府与金融机构合作开展隐性债务置换工作，并推出了建制县隐性化解试点。基于周期性的思维，市场由此也开始憧憬 2023 年重启债务置换工作。

图 20：债务置换工作回顾



资料来源：财政部官网，中信证券研究部分析

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。特殊再融资债券的用途一般被描述为“偿还存量债务”，而在实践当中，特殊再融资债券主要用途被分为两类，一是用于建制县区隐性债务风险化解试点，二是用于全域无隐性债务试点。但需注意的是，发行特殊再融资债券相当于以增加法定债务额度的方式来化解隐性债务，因此发行规模存在上限。根据财政部数据，截至 2022 年末，地方政府可用于发行特殊再融资债券的规模上限约 2.58 万亿元，且地区分化较为明显。因此仅使用特殊再融资债券发行的方式难以根本上解决当前的债务问题，但却可以传递中央的维稳信号。

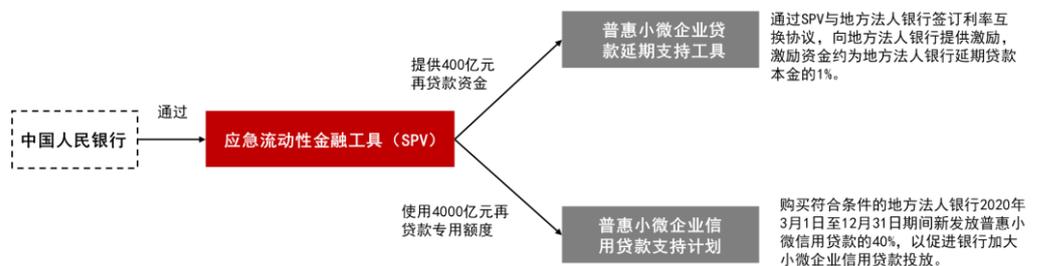
由于特殊再融资债券的发行受到地方债务空间的掣肘，中信证券研究部固收组结合各地对于化债试点积极申报的表述判断，设立应急流动性金融工具（SPV）、适度展期重组等化债模式或必不可少。2020 年央行创设两个直达实体经济的货币政策工具，并通过 SPV

向市场注入流动性。两项创新货币政策工具分别为普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。不同于传统的货币政策工具，两项创新货币政策工具具有市场化、普惠性和直达性等特点，在使用过程中切实缓解了小微企业的债务压力。除此之外，两项创新货币政策工具经两次延期以及接续转换后，当前仍延续发挥效益：

**普惠小微企业贷款延期支持工具：**根据央行协同四部门发布的《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》，对于 2020 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间到期的普惠小微贷款本金或是应付利息，金融机构应根据企业自身的经营状况，适当给予一定期限的延期，最长可延至 2021 年 3 月 31 日。而为充分调动地方法人银行的积极性，中国人民银行会同财政部通过特殊目的工具（SPV），对地方法人银行给予其办理的延期还本普惠小微贷款本金的 1%作为激励。

**普惠小微企业信用贷款支持计划：**根据央行协同四部门发布的《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》，中国人民银行会同财政部使用 4000 亿元再贷款专用额度，通过创新货币政策工具按照一定比例购买符合条件的地方法人银行业金融机构普惠小微信用贷款。符合条件的地方法人银行业金融机构是指最新央行评级为 1 级至 5 级的城市商业银行、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村信用社、民营银行。购买范围为符合条件的地方法人银行业金融机构 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日期间新发放普惠小微信用贷款的 40%，贷款期限不少于 6 个月。

图 21：2020 年使用的两项创新货币政策工具



资料来源：中国政府网，中信证券研究部

表 8：两项创新货币政策工具设立后的变化

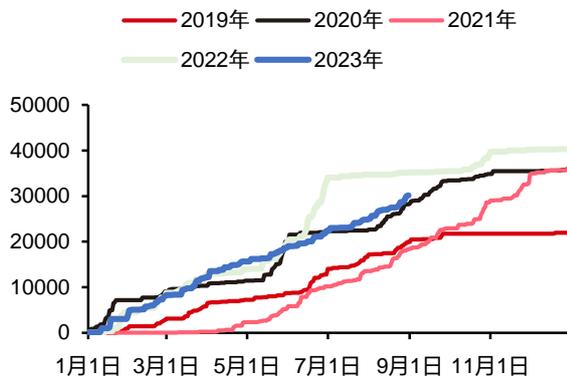
	普惠小微企业贷款延期支持工具	普惠小微企业信用贷款支持计划
2020 年 6 月 1 日	缓解企业尤其是中小微企业年内还本付息资金压力，按照市场化、法治化原则，进一步对符合条件的贷款实施阶段性延期还本付息，还本付息日期最长可延至 2021 年 3 月 31 日。	中国人民银行会同财政部使用 4000 亿元再贷款专用额度，通过创新货币政策工具按照一定比例购买符合条件的地方法人银行业金融机构普惠小微信用贷款，促进银行加大小微企业信用贷款投放，支持更多小微企业获得免抵押担保的信用贷款支持。购买范围为符合条件的地方法人银行业金融机构 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日期间新发放普惠小微信用贷款的 40%，贷款期限不少于 6 个月。
2020 年 12 月 21 日	2020 年 12 月 21 日召开的国务院常务会议决定延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划，此后央行等五部门联合发布通知将普惠小微企业贷款延期还本付息政策、普惠小微企业信用贷款支持政策延期至 2021 年 3 月 31 日。	
2021 年 3 月 24 日	2023 年 3 月 24 日召开的国务院常务会议决定将普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划进	

普惠小微企业贷款延期支持工具	普惠小微企业信用贷款支持计划
一步延至 2021 年底。	
2022 年 1 月 1 日	2022 年起，将普惠小微企业信用贷款支持计划并入支农支小再贷款管理。原来用于支持普惠小微信用贷款的 4000 亿元再贷款额度可以滚动使用，必要时可再进一步增加再贷款额度。符合条件的地方法人银行发放普惠小微信用贷款，可向中国人民银行申请支农支小再贷款优惠资金支持。
2023 年 6 月 30 日	延续实施普惠小微贷款支持工具。

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

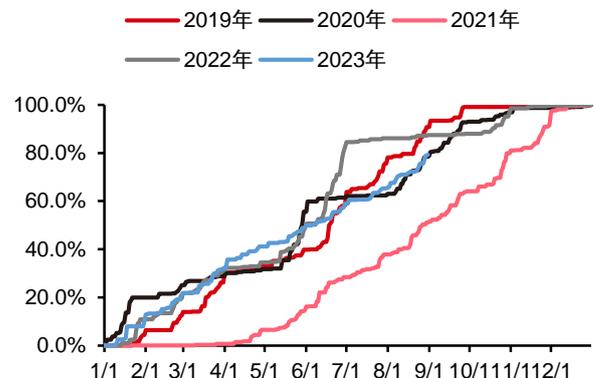
**近期专项债发行提速，预计 9 月中上旬可能会迎来政府债的发行高峰。**7 月政治局会议提到加大逆周期调节力度的同时也延续了财政政策“积极”的定调，而十四届全国人大常委会第五次会议审议了《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》（下文简称报告），财政部部长刘昆指出“下一步，将加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”。报告明确指出专项债新增额度力争 9 月底前发放完毕，10 月底前将专项债资金落实到项目层面。截至 8 月底，专项债发行进度已达到全年 3.65 万亿目标的 80%左右，我们预计剩余 20%或将在 9 月集中发行；今年以来财政支出力度整体弱于往年同期，在逆周期调节空间打开的环境下，9 月财政支出或有所发力。宽财政较多发力的假设下，作为逆周期调节主要抓手的基建投资可能在 9 月迎来增速的抬升。

图 22：专项债的发行额度（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：专项债的发行进度（亿元）



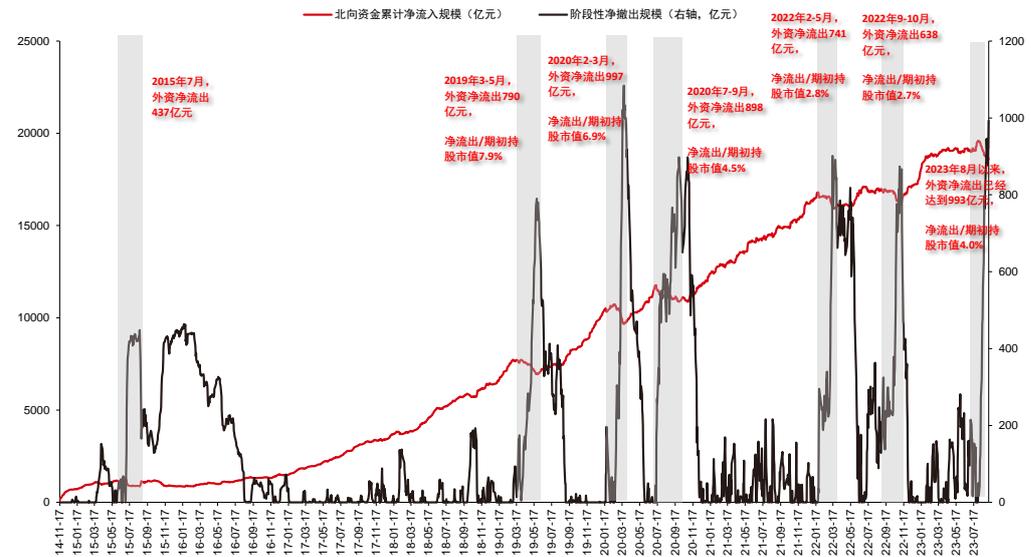
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 外部的扰动将逐渐消退，外资流出的趋势将逐步逆转

### 外资流出压力将随着基本面预期回暖而改善

本轮北上资金的净流出已接近历史极值。本轮（8 月 1 日-9 月 7 日）北向资金净流出规模累计已达到 993 亿元，占流出启动时的外资持股市值的比例为 4.0%，已经接近 2020 年全球疫情爆发初期 997 亿元净流出的历史峰值。2019 年以来的历次外资流出阶段，平均的净流出规模为 813 亿元，这一净流出规模相较于流出启动时的外资持股市值的比例均值约 5.0%。

图 24：历史上北向资金出现多次快速流出的情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2023 年 9 月 7 日

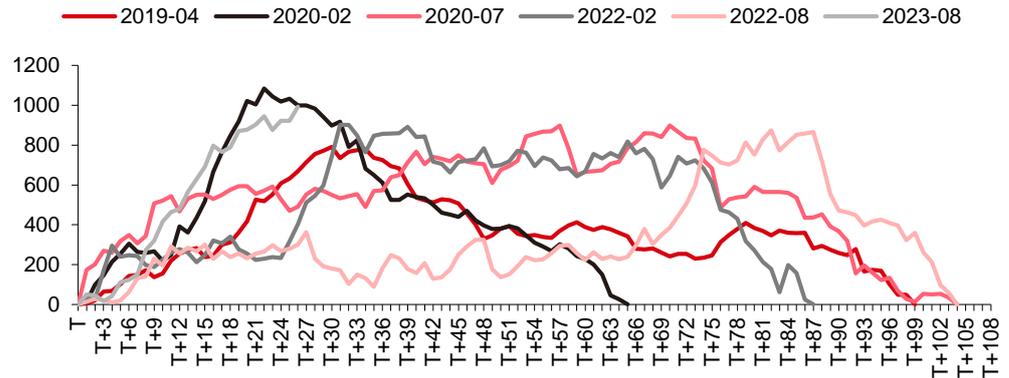
表 9：北向资金历史上不同阶段净流出表现

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)	最大单日净流出 (亿元)	期间累计净流出占期初持股市值的比例	外资期初持股市值 (亿元)	区间内沪深 300 跌幅	区间内中证 800 跌幅	区间内中证 1000 跌幅	区间内国证 2000 跌幅
2015/7/6	2015/8/4	437	-20	-135	-	-	1.6%	3.4%	-1.0%	-0.4%
2019/3/6	2019/5/27	790	-16	-109	7.9%	10,003	-4.7%	-5.1%	-5.3%	-3.3%
2020/2/7	2020/3/23	997	-31	-147	6.9%	14,517	-9.5%	-8.5%	-1.8%	-0.2%
2020/7/14	2020/9/30	898	-16	-174	4.5%	20,035	-5.5%	-6.7%	-10.6%	-8.7%
2022/1/25	2022/5/24	741	-10	-160	2.8%	26,362	-17.3%	-17.4%	-18.1%	-17.3%
2022/9/14	2022/10/24	638	-27	-179	2.7%	23,271	-11.6%	-10.3%	-7.6%	-6.9%
2023/8/2	2023/9/7	993	-38	-123	4.0%	24,814	-6.0%	-6.1%	-6.5%	-5.2%

资料来源：Wind，中信证券研究部

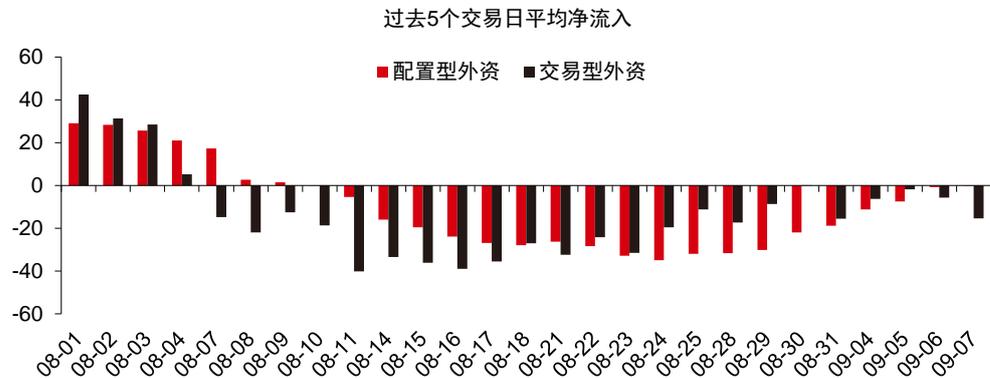
当前外资净流出速度已经开始放缓。从流出速度来看，无论是配置型外资还是交易型外资，以“过去 5 个交易日平均净流出”为指标衡量，9 月 7 日配置型外资的净流出规模（5MA）从最高的 35 亿元降至 0 亿元，交易型外资的净流出规模（5MA）从最高的 40 亿元降至 15 亿元，显示出上周北向资金中无论长线配置型还是活跃交易型资金的净流出速度都明显放缓。

图 25：北向资金不同阶段累计流出规模随时间变化的对比（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

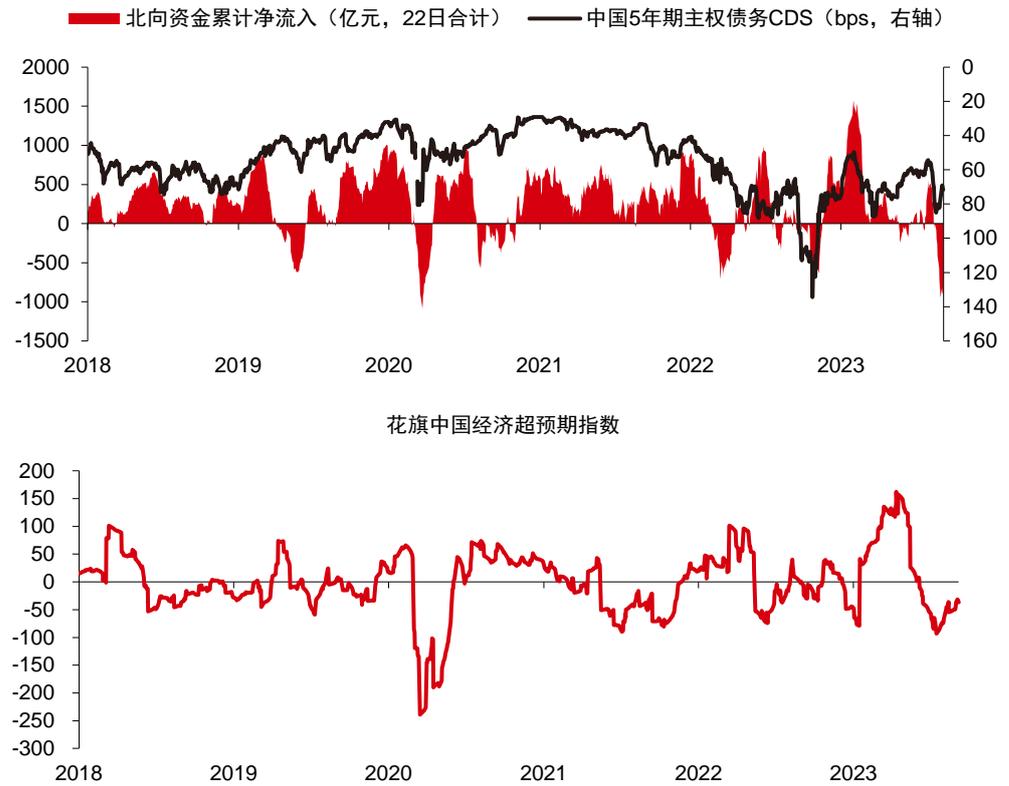
图 26：北向资金中的配置型和交易型资金均已度过净流出最快阶段（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

今年以来北向资金进出 A 股的“顺周期”特征明显。与 A 股纳入 MSCI 带来被动配置流入，以及 2022 年地缘风险影响外资对 A 股可投性的判断不同，今年以来北向资金进出 A 股的“顺周期”特征明显，其阶段性累计流入节奏与经济超预期指数以及中国主权债务 CDS 报价等变量相关性高。因此，相比短期地缘事件扰动和人民币汇率波动，国内经济预期随着政策不断接力而改善后，预计外资流出的情况将稳步改善。

图 27：外资流入节奏与宏观预期相关性高



资料来源：Wind, Refinitiv, 中信证券研究部 截至 2023 年 9 月 7 日

**近期有部分外资离开中国市场，但更多是基于实际收益和运营成本平衡后的商业选择。**9月7日，根据挪威主权财富基金挪威央行投资管理公司（Norges Bank Investment Management）官网消息，该公司已启动了关闭上海代表处的流程，但在中国的投资保持不变。该公司上海代表处自2007年11月开始运营，目前有8名员工，而其新加坡办事处逐渐成为整个亚洲地区的中心，已经承担了包括中国地区的所有运营职能，因此关闭上海办事处只是运营业务模式的调整。9月5日，贝莱德全球基金（BGF）在股东信中宣布将于11月7日关闭子基金中国灵活股票基金。根据这一基金7月月报数据，该基金在过去两年回撤明显，2021年和2022年的收益分别为-15.99%和-29.98%，截至8月8日的基金总值仅为2378万美元，吸引新投资者难度较高且继续在这一规模水平上管理基金的投资成本升高是清盘该基金的主要原因。

图 28：贝莱德中国灵活股票产品净值回撤明显



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2023 年 9 月 7 日

## 人民币兑美元贬值也将告一段落

9 月以来披露的经济数据显示出美国经济韧性较高，并且领先指标有所回暖，美国经济韧性构成美元的核心支撑。8 月 ISM 非制造业 PMI 大幅提升，ISM 制造业 PMI、Markit 制造业 PMI 均超过预期与前值。同时 9 月 1 日披露的 8 月美国就业数据虽然显示美国劳动力市场有所走弱，但新增非农就业人数三个月移动均值仍处于健康水平，部分行业尤其是服务行业职位空缺率缓解仍偏缓慢，考虑到美国经济增速持续处于潜在增速水平以上，预计美国劳动力市场仍将存在韧性。此外，近日两位美联储官员讲话反映出其对于未来是否停止加息十分谨慎，不想重蹈“做得太少”的覆辙，美联储紧缩预期有所升温，这一程度也构成近期美元的上行动力。

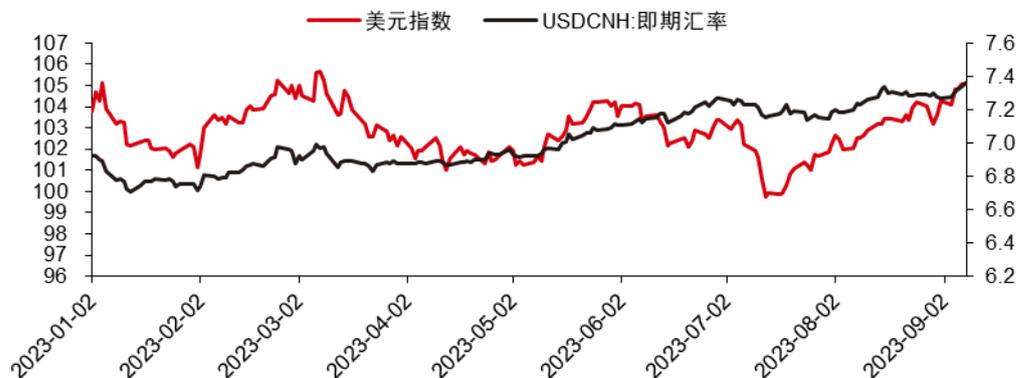
近期美国与非美国家经济与货币政策分化有所加剧，导致美元指数再度上涨，本周已上行至 105。近期欧洲经济动能走弱，英国、澳大利亚等国家经济与美国经济进一步分化，推动美元走强。欧元区综合 PMI 与服务业 PMI 进一步下探，欧洲主要国家最新披露数据也显示了欧洲经济形势的低迷。此外，由于社会护理支出增加、企业税收减少和高通胀，英国第二大城市伯明翰政府于 9 月 5 日宣布破产。并且英国 8 月综合 PMI、服务业 PMI、制造业 PMI 均进一步下行，综合 PMI、服务业 PMI 2021 年以来首次向下突破荣枯线。虽然澳大利亚二季度 GDP 增长超出预期，但其消费仍然呈现走弱趋势。在通胀、工资增速、就业低于预期后，澳大利亚 9 月 5 日决定维持政策利率水平不变，市场对于澳大利亚结束加息的预期升温，澳大利亚与美国货币政策分化进一步加剧，导致澳元兑美元较大幅贬值。整体而言，近期美国与非美国家经济与货币政策分化有所加剧，导致美元指数再度上涨。近期 PMI、GDP 等数据显示欧洲等国家经济疲软，美国经济与非美国家经济进一步分化，并且美联储加息预期有所抬升，而欧洲等国家未来货币政策加息空间由于经济弱势会受到一定限制。中信证券研究部 FICC 组认为美元指数强势将持续一段时间，短期美元指数或在 100 以上高位运行。

利率因素难驱动美元进一步走强。数据上看，美国就业市场持续降温，供需格局持续改善，真实就业情况或比此前主流认知更弱。首先，从 8 月美国非农就业数据看，尽管 18.7 万人的新增就业人数略高于市场预期，但绝对水平仍在 20 万以下，同时本月非农数据分

别将 6 月和 7 月的新增非农就业人数下修 8 万和 3 万，合计下修 11 万，显示美国就业市场继续降温。其次，劳动参与率在经历了连续 5 个月为 62.6% 后，本月上升至 62.8%，结合 7 月 JOLTS 职位空缺数显著低于预期降至 882.7 万人，显示美国就业市场当前供需格局也在改善。最后，8 月 23 日劳工部统计局公布的今年一季度的就业和工资季度普查（QCEW）在就业基准调整后，就业人口将下修 30.6 万人，以上种种就业人数的下修表明美国真实就业情况或比主流认知更弱。不过值得注意的是，本月制造业就业新增 1.6 万人且制造业平均周工作时间连续 5 个月为 40.1 小时，高于非农平均周工作时间的 34.4 小时，需重点关注美国制造业回流背景下，制造业就业需求的变化。本月美国失业率为 3.8%，开始从低位跳升，中信证券研究部海外宏观组认为美国失业率可能会在 10 月前后加速上行。尽管 Jackson Hole 会议上鲍威尔保留了未来加息的可能性，但是最近一周包括职位空缺和二季度 GDP 修正值在内的美国经济数据均低于预期，显示美国经济正在走弱，预计美联储 9 月暂停加息概率较大，11 月再次加息的概率更多取决于届时美国经济和通胀的数据，当前来看不加息的概率较大。

**近期人民币兑美元中间价稳定性明显强于离岸人民币兑美元汇率，监管释放积极维护汇率稳定的信号。**前期人民币汇率明显超跌，央行 9 月 1 日宣布下调外汇存款准备金将起到稳定外汇市场的重要作用。4 月初至今，美元指数基本一直围绕 102-103 的中枢波动，没有明显走强。但是人民币兑美元汇率从 4 月初至今持续贬值，美元兑离岸人民币由 4 月初的 6.9 升至 8 月下旬的 7.3 左右。在此背景下，央行于 9 月 1 日宣布，自 2023 年 9 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 6% 下调至 4%，释放出积极维护汇率稳定的信号。外汇存款准备金是指金融机构按照规定将其吸收外汇存款的一定比例交存中国人民银行的存款。截至 2023 年 7 月末，我国金融机构外汇存款余额为 8218 亿美元。按此我们计算，降低 2 个百分点的外汇存款准备金可以释放约 164 亿美元流动性。央行这次下调外汇存款准备金，可以增加境内的外币供给，支撑人民币汇率。去年 5 月和 9 月央行也曾经两次下调外汇存款准备金率，均对当时的人民币汇率起到一定支撑作用。此外，央行稳定汇率的政策工具箱储备充足，如外汇风险准备金、离岸央票、跨境融资宏观审慎调节参数等政策均可备用。

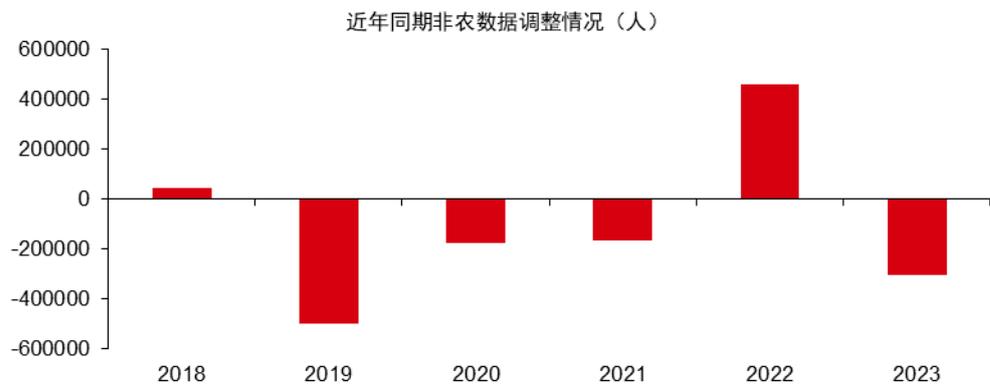
图 29：4 月以来美元指数围绕 102-103 中枢波动但人民币汇率（右轴）持续贬值



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国近期宏观经济数据并不稳定，近期美国的就业数据和 2 季度 GDP 最终值相比初值就有明显下修。当地时间 8 月 23 日，美国劳工部统计局（BLS）公布截至 3 月的就业和工资季度普查（QCEW）数据，对基准数据初步修正后，截至 3 月的一年中就业人数减少 30.6 万人。此外，劳工部还修正了 6 月和 7 月的就业数据：6 月份非农新增就业人数从 18.5 万人下修至 8 万人；7 月份非农新增就业人数从 18.7 万人下修至 15.7 万人。修正后，6 月和 7 月新增就业人数合计较修正前低 11 万人。当地时间 8 月 30 日，美国商务部经济分析局（BEA）公布二季度美国实际国内生产总值（GDP）二读数据，年化季率修正值为 2.1%，较一读数 2.4% 下调 0.3 个百分点，同时，一季度 GDP 终值也由 2.4% 下修为 2.0%。而且从近年数据修正情况来看，美国宏观经济数据也曾存在不稳定的情况。

图 30：美国非农就业数据存在大幅调整



资料来源：美国劳工部统计局（BLS），中信证券研究部

综上所述，人民币因为美元走强而有所走弱，未来随着政策加强与预期扭转，人民币进一步走弱的概率不大，但由于短期美元指数或继续在 100 以上高位运行，人民币仍然面临一定间歇性的外部压力。

## 经济拐点显现，积极提升仓位

一方面，内部因素决定了市场的底部，无论是 A 股盈利还是国内经济运行，其底部特征和边际改善趋势将逐步得到数据验证；预计已出政策将逐步起效，且实际目标导向的政策将不断发力，直至经济走弱和预期转弱的趋势彻底扭转。另一方面，预计外部扰动只影响修复的节奏，并不改变修复趋势。当下市场风险收益比佳，底部区域特征清晰，依然处于做多的重要窗口期，建议忽略短期波动，积极提升仓位。

配置上，建议围绕地产、科技、能源资源三大产业主线积极布局：1) 地产产业建议关注物业管理、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，建议关注基本金属、煤炭、基础化工等。

## ■ 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）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：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）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](mailto: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。**