中信证券 CITIC SECURITIES

三底已过，蓄势待发

A 股策略聚焦丨2023.10.8

中信证券研究部

裘翔
联席首席策略师
S1010518080002

秦培景
首席策略师
S1010512050004

杨帆
宏观与政策首席分析师
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

回顾三季度，政策、经济和市场的三重底已经确立并被再度确认；展望四季度，积极因素逐渐积累，风险因素相对有限，预期扭转驱动的行情蓄势待发。首先，从前三季度的市场表现来看，过往市场的运行逻辑在今年不断被打破，导致行情节奏不及预期，但当下政策、经济、市场三重底已经确立，并且市场底在 9 月外资流出压力下进一步夯实。其次，从当下的政策模式来看，政策力度很大，但在地产、城中村、化债等领域小步快走，执行很低调，尽管短期信号效应偏弱，但积极的变化会逐渐被市场感知。再次，从四季度的形势来看，预计经济将稳步回升，投资者信心会逐渐恢复，中美关系将呈现阶段性缓和迹象，美联储年内可能不再加息，人民币贬值压力将缓解，市场增量资金将来自场内观望投资者重新加仓，而外资流出的边际影响正在减弱。最后，从配置策略来看，把握节奏至关重要，建议按照顺周期、科技、白马分三个阶段布局。

- **过往市场运行逻辑在今年不断被打破是前三季度行情节奏不及预期的主因**。今年以来，投资者先后面对至少四个巨大的预期差，打破了过去几年市场的运行逻辑。一是中国的疫后复苏模式与海外国家差异很大，缺乏借鉴，工业部门受到中美周期错位影响压力较大，市场对经济复苏的节奏和范围存在一定的高估，预期不断下修。二是财政政策受制于收入恢复较慢的影响，对经济的刺激作用相对有限，前 7 个月广义财政支出累计同比一度下滑到-4.8%，政策发力要先解决稳地产和化债问题，相较于过往，政策约束明显增多，想象空间受到制约。三是财富管理行业的休整期比预期明显更久，国内增量资金的流入规模被明显高估，去年底到今年一季度的行情并没有带来新基金发行的恢复，难以形成正向反馈，存量调仓带来的主题行情戛然而止，主题板块造成的浮亏制约了不少基金三季度的调仓灵活性，导致政策以及产业主题在三季度表现均弱于预期。四是市场明显低估了三季度以来外资的流出压力，在 7 月政治局会议已经明确政策底后，在 8 月 2 日以来的 40 个交易日中，北向资金有 31 个交易日出现净流出，累计净流出 1320 亿元，远超此前的历史极值。
- **三重底已经确立，市场底在 9 月外资流出压力下进一步夯实**。政策、经济和市场底在三季度分别都完成了确立和再度确认的过程。从政策底来看，7 月政治局会议确立了政策底，8 月活跃资本市场、房地产政策均大超预期是对政策底的再度确认。从经济底来看，8 月主要经济数据均超市场预期确立了经济底，9 月中采 PMI（录得 50.2）重回扩张区间是对经济底的再度确认。从市场底来看，尽管指数并未实现如期上涨，但在外资连续两个月大幅净流出的压力下，9 月市场基本走平，万得全 A 指数单月下跌 1.1%，并且未破 8 月低点。市场底部特征也非常明显，两市成交金额降至年内低点，沪深 300 和中证 500 的温度指数降至历史中低水平，主动型公募和北向资金各自前 100 大重仓股的动态 P/E 分别降至 14.1 倍和 12.1 倍，处于 2010 年以来 18%和 22%的分位。
- **近期政策力度大但执行低调，短期信号效应偏弱但积极变化会逐渐被市场感知。**7 月政治局会议后的政策展现出了和以往不同的特点，中央层面公开的政策文件较少，但是地方推进的节奏很快，以至于投资者往往在观察到真实微观案例后才意识到政策已在执行。例如，在地产调控方面，一线城市初现松绑迹象，广州放松局部区域限购，成都完全放开改善型住房限购，房产经纪费率意外下调，即便因城施策的原则一直没变，在没有中央层面公开政策文件发布的情况下，这些放松远超过投资者预期的程度和节奏。在化解债务方面，如果不是内蒙古披露计划发行 663.2 亿元再融资一般债用于清偿政府存量负债，投资者可能并不会注意到 9 月 20 日国常会通过的《清理拖欠企业账款专项行动方案》，这一方案至今未公开披露全文。我们认为这种政策模式可能是为了避免道德风险，以及避免市场形成政策 180 度转向的单边预期，造成不必要的波动。不过

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

政策在短期内的信号效应可能偏弱，市场只有在不断的微观层面积极变化当中才能感知。

- **预计四季度经济稳步回升，投资者信心逐渐恢复**。工业方面，9 月以来大部分经济高频数据相比 8 月都有改善，其中 PTA、汽车钢胎、PVC 等重点行业开工率回升，中采 PMI（50.2）重新回升至枯荣线之上，价格逐渐走出通缩。地产方面，重点城市的高频数据显示，一线城市二手房成交回暖在 9 月基本确立，样本城市二手房网签套数在 9 月环比增长 83.2%，新房网签套数同比降幅也有小幅收窄。后续政策落地有望继续带动四季度经济状况较三季度进一步改善。中信证券研究部宏观组预计三季度我国 GDP 增长 4.5%以上，四季度 GDP 增长 4.9%左右，全年增长 5.1%左右，明年 GDP 增速目标仍有确定为 5%左右的可能，预计宏观政策会保持积极态势推动经济增速回归潜在中枢。

- **中美关系将呈现阶段性缓和迹象，美联储年内可能不再加息，人民币贬值压力将缓解**。中美两国在当下都面临一些内部压力，中国面临内需不足和外部环境严峻复杂的问题，美国则在明年大选白热化前面临着通胀以及持续高利率环境下“财政断崖”的风险，现阶段中美关系的缓和对双方来讲都有益处。近期中美双方商定成立的两个经济领域工作组，以及 11 月的 APEC 领导人峰会都值得关注。尽管美国 9 月的 PMI 以及非农就业数据均超预期，但中信证券研究部海外宏观组认为，持续高企的利率将遏制工业投资端反弹的力度，同时消费端逐步放缓的趋势也可能会延续，这降低了美联储 11 月议息会议加息的必要性，因此维持美联储年内不再加息的判断，但预计首次降息会推迟至明年下半年。

- **未来增量资金将来自场内观望投资者重新加仓，外资流出的边际影响正在减弱**。根据我们对中信证券渠道调研的数据，中小型活跃私募投资者的实际仓位在 9 月中旬降至 66%，已经低于 2022 年 10 月市场底部时的水平，连续四周处于 67%附近。在降低融资最低保证金比例政策影响下，9 月底全市场融资余额规模较 8 月末净增加 129 亿元，是今年 4 月以来首次出现月度净增加，当前融资余额距离 2021 年的顶峰仍有约 2300 亿元左右的空间。我们认为仅仅是场内观望的国内资金就有足够大的力量能够对冲外资的流出。事实上到了 9 月末，北上资金流出对市场的边际影响已经开始减弱。8 月以来北上资金净流出的前 700 亿，平均每 100 亿净流出对应沪深 300 约-1.1%的跌幅，而 9 月末最后净流出的 300 亿，平均每百亿净流出仅对应沪深 300 约-0.3%的跌幅。

- **四季度积极因素在积累，风险因素相对有限，预期扭转驱动的行情蓄势待发**。随着政策微观效果在四季度不断被投资者感知，经济逐步企稳回升，预计投资者信心会逐步修复，预期会逐步扭转。同时，中美关系、美联储货币政策与外资流出这些潜在的风险因素，已经被当下的市场相当充分地定价，并且四季度这些风险因素出现缓和的概率较大。此外，当下美债利率高企的环境下，A 股是非美国家当中少有的处于低位的市场。经历了过去三年传统市场和经济逻辑不断被挑战甚至被打破的环境，当下 A 股投资者即便面对积极的变化也显得相对迟疑和谨慎，防守型风格的红利低波指数在过去三年（包含今年前三季度）收益率分别为 10.8%、-1.9%和 10.5%，同期万得全 A 收益率分别为 9.2%、-18.7%和-1.4%，红利低波已连续三年跑赢市场指数，这在历史上仅有成长股泡沫后的 2016~2018 年出现过，并且还没有出现过红利低波连续四年跑赢的情况。这种极度谨慎的态度使得当前市场较难呈现疫情管控放松后“V 型”的逆转，但市场预期的逐渐扭转所驱动的行情也会比疫后复苏的“V 型”行情更加持久。

- **把握节奏至关重要，建议按照三阶段策略布局**。配置上，建议依次沿着政策催化受益、市场情绪回暖受益和基本面拐点确立，采用顺周期、科技、白马三阶段策略布局。**第一阶段，**在政策预期还未充分兑现之前，积极布局直接受益于本轮稳增长政策的顺周期行业，建议关注城中村改造为**物业管理**、**家居**、**消费建材**带来十年维度的长期成长机遇，化债推动的**银行**和**保险**行业的重估，以及的**煤炭**、**有色**、**化工**等周期性行业。**第二阶段**，政策落地带动市场情绪恢复之后，积极布局前期跌幅较大的科技行业，自主可控方向建议密切关注**半导体**、**AI 国产化**、**信创**的事件催化，困境反转方向关注**新能源车**和**零部件**、**消费电子**

的产品创新和订单改善进展。**第三阶段**，随着实体经济进入稳态复苏区间并且外资抛售进入尾声后，外资重仓板块有望迎来业绩和估值的双重拐点，典型代表包括**新能源**、**互联网**、**消费**和**医药**当中的白马品种。

- **风险因素：**中美科技、贸易、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；外资流出幅度超预期；俄乌冲突进一步升级。

目录

过往市场运行逻辑在今年不断被打破是前三季度行情节奏不及预期的主因 6
三重底已经确立，市场底在 9 月外资流出压力下进一步夯实 10
近期政策力度大但执行低调，短期信号效应偏弱但积极变化会逐渐被市场感知 13
预计四季度经济稳步回升，投资者信心逐渐恢复 16
中美关系将呈现阶段性缓和迹象，美联储年内可能不再加息，人民币贬值压力将缓解 . 18
未来增量资金将来自场内观望投资者重新加仓，外资流出的边际影响正在减弱 23
四季度积极因素在积累，风险因素相对有限，预期扭转驱动的行情蓄势待发 26
把握节奏至关重要，建议按照三阶段策略布局 29
风险因素 29

插图目录

图 1：2000 年以来我国共经历了 7 轮库存周期，今年一季度库存周期下行压力较大 6
图 2：42 个样本城市新房签约套数及同比 7
图 3：14 个样本城市二手房签约套数及同比 7
图 4：近一年多以来，公募基金的新发规模持续低迷 7
图 5：今年上半年表现较好的主动权益类基金在三季度普遍出现较大幅度的回撤 8
图 6：整体来看，样本基金在 9 月 AI 主题出现反弹的交易日中均有较好的表现 8
图 7：8 月以来，北向资金出现持续的趋势性流出 9
图 8：本轮北向资金的累计净流出规模已远超历史极值 9
图 9：9 月制造业 PMI 生产指数和新订单指数同步回升 11
图 10：9 月制造业企业生产经营活动预期指数与上月基本持平，服务业和建筑业业务活动预期指数较上月回升 11
图 11：9 月市场指数涨跌幅与北向资金净流出 11
图 12：国庆长假前交易偏向清淡 12
图 13：沪深 300 温度指数 12
图 14：中证 500 温度指数 12
图 15：机构重仓股估值已达较低水平 13
图 16：CRB 商品价格企稳 17
图 17：南华工业品价格修复到 2022 年 6 月高点 17
图 18：9 月全国整车货运流量指数缓慢回暖 17
图 19：9 月内贸集装箱运价指数延续上升趋势 17
图 20：9 月乘用车零售数量与历年同期基本持平 17
图 21：9 月下旬 30 城商品房成交面积改善 17
图 22：样本一线城市二手房签约套数及同比 18
图 23：一线城市商品房网签套数及同比 18
图 24：6 月以来，中美高层对话频繁 19
图 25：债务上限暂停后，美国国债余额已飙升逾 2 万亿美元 19
图 26：债务上限暂停后，美国财政部主要发行短久期国债 19

图 27：我们测算二季度美国联邦财政利息支出占经常性收入比高达 20.6% 20
图 28：美国财政部公布的今年 8~10 月预计发行国债的久期结构 20
图 29：美国选民当前最为关心的问题是通货膨胀、就业、医疗 20
图 30：2023 年 9 月议息会议后的市场利率预期 21
图 31：近期美元指数持续上升，而人民币汇率能基本保持稳定 22
图 32：7 月以来，CFETS 人民币汇率指数稳中有升 22
图 33：7 月以来，人民币相较于欧元、英镑、日元等货币有所升值 23
图 34：202201-202309 融资杠杆资金每月净流入规模 24
图 35：截至 9 月末融资余额绝对规模 24
图 36：2023 年 1-9 月北向资金单月净流入规模 24
图 37：过去 1、3、5 年维度统计，MSCI China 指数落后于其他 MSCI 核心指数表现 25
图 38：进入 7 月海外 China Fund 赎回压力明显加大 25
图 39：8 月以来北向资金累计净流出每突破百亿对应的沪深 300 指数跌幅逐渐降低 26
图 40：近期美元指数与美债均快速上行 27
图 41：过去三周全球权益普遍回调期间，A 股相对抗跌 27
图 42：万得全 A、沪深 300 与红利低波指数年涨跌幅 28
图 43：红利低波指数年超额收益 29

表格目录

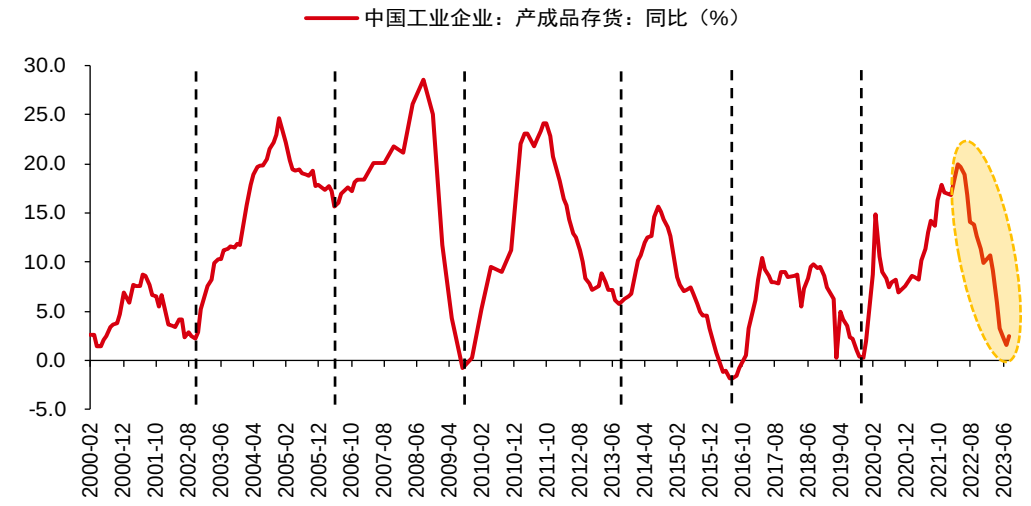
表 1：2022 年以来部分放松限购的城市和政策措施（更新至 9 月 20 日） 13
表 2：重点工业行业开工率环比 8 月明显回升 16

过往市场运行逻辑在今年不断被打破是前三季度行情节奏不及预期的主因

在今年的前三个季度，国内市场运行状况表现出了许多新的特点。

第一，我国的疫后复苏模式相较于海外国家有所差异，市场对经济复苏的节奏和范围存在一定的高估。具体来看，大部分国家的防疫政策调整都要经历“严格防疫”“转向放松”“全面放开”三个阶段。海外经验表明，疫后复苏一般以消费恢复最为显著，服务业的恢复力度通常也比较大。在首次解封后消费通常会迎来反弹，且在防疫政策转向放松的过渡期内会经历一段时间的恢复，全面放开后消费的恢复速度会逐渐减缓并收敛至稳态；工业生产受政策转向的影响相对较小，美、英等国的工业生产明显受益于防疫政策放松，而德、日等国的生产则围绕疫情前水平上下波动；受益于场景限制的解除，服务业在防疫政策放开后通常会出现明显改善。与海外相比，**我国采取严格防疫的时间更长、从严格防疫到全面放开的政策过渡期较短、全面放开的时间点较晚**。此外，**我国与海外所处的经济周期不同**，当中国开始复苏时，海外需求已经出现急剧转弱；叠加美联储开启了史上最快的加息进程，中国的工业部门也面临着较大的库存周期下行压力。进入 3 月以后，我国的经济复苏节奏有所放缓，疫后复苏的红利驱动边际转弱，海外需求回落预期逐步兑现，整体来看，疫后复苏的节奏和范围低于市场预期且复苏过程体现出了一定的复杂性。

图 1：2000 年以来我国共经历了 7 轮库存周期，今年一季度库存周期下行压力较大

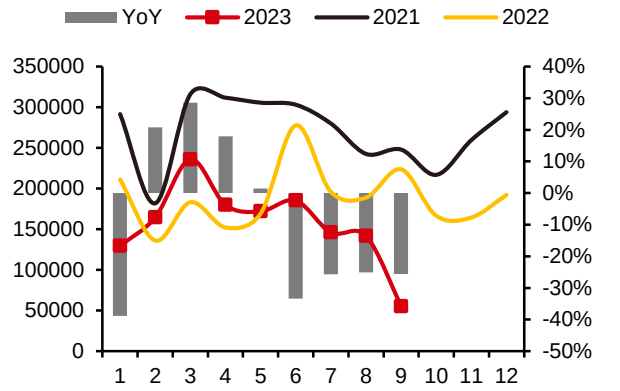


资料来源：Wind，中信证券研究部

第二，政策起到的支撑作用受到抑制，政策效果明显不及预期。一方面，房地产业的恢复远远低于预期，二季度迅速转冷。中信证券研究部地产组跟踪的样本城市数据显示，今年 3 月新房网签套数同比+28.5%、二手房网签套数同比+90.0%，而 6 月上述数据分别为同比-33.4%、同比-1.2%，房屋销售在二季度出现明显降温。房价方面，6 月我国 70 个大中城市中有 38 个城市新房价格环比下跌，该数据在 3 月仅为 6 个；房地产市场的价量进入负向循环，房价的下跌进一步刺激业主挂牌，也进一步遏制需求的释放。开发方面，

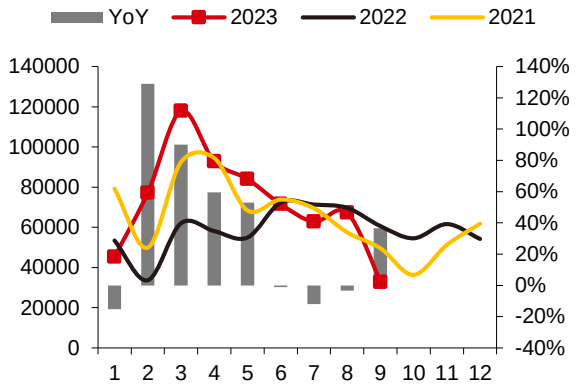
景气维持低位，行业进入长周期的去库存阶段。根据国家统计局的数据，2023 年上半年全国房屋新开工面积 49 880 万平米、同比下降 24.3%，开发投资 58 550 亿元、同比降低 7.9%，降幅均有所扩大。**另一方面，**三年疫情给地方财政及经营性债务留下了不少压力，债务化解的任务很重。受此影响，上半年全国广义财政支出同比下滑 3.6%，7 月广义财政收支增速虽出现不同程度的改善但仍在负增长区间。这对经济增长产生了负向拉动作用，也未能达到 2023 年中央经济工作会定下的“积极的财政政策加力提效，保持必要的财政支出强度”的目标，跟市场预期的出入较大。

图 2：42 个样本城市新房签约套数及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：9 月为前 15 日的数据

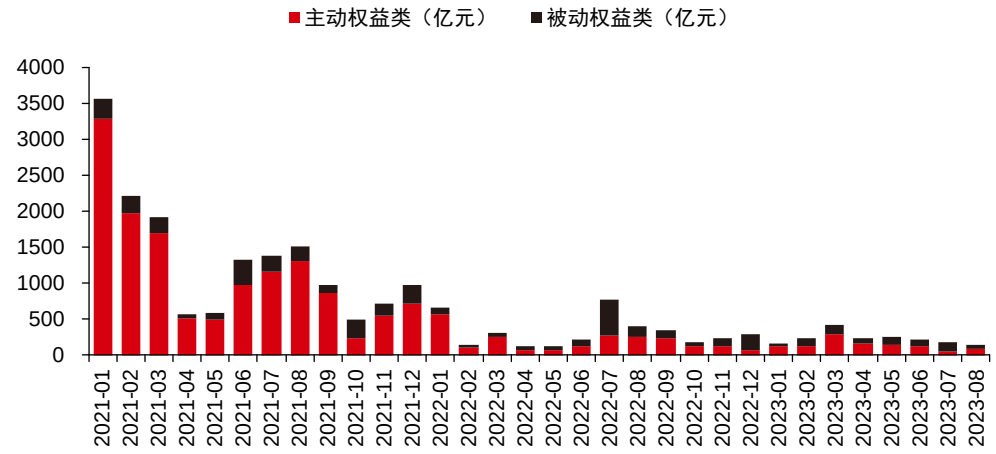
图 3：14 个样本城市二手房签约套数及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：9 月为前 15 日数据

第三，国内增量资金的流入规模被明显高估。从去年末到春节前 A 股市场有一轮非常强劲的上涨行情，上证指数在今年 1 月的累计涨幅为 5.39%，赚钱效应较强；然而，基金的新发规模持续低迷。今年一季度主动+被动权益类公募产品累计发行规模为 814 亿元，是 2022 年一季度的 73.7%，仅有 2021 年一季度的 10.6%；进入二季度后，新发规模低迷的情况并未出现好转，主动+被动权益类产品的单月新发规模几乎都在 250 亿元以下，且从 5 月开始逐月递减。

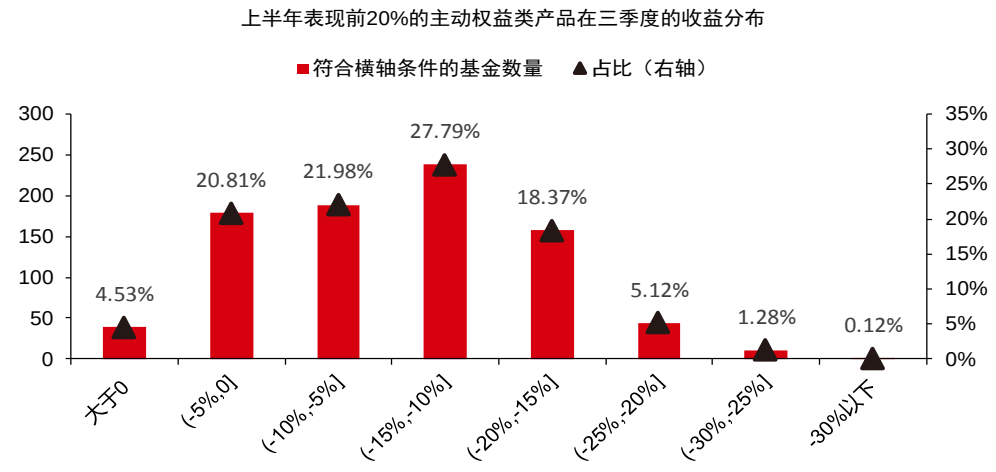
图 4：近一年多以来，公募基金的新发规模持续低迷



资料来源：Wind，中信证券研究部

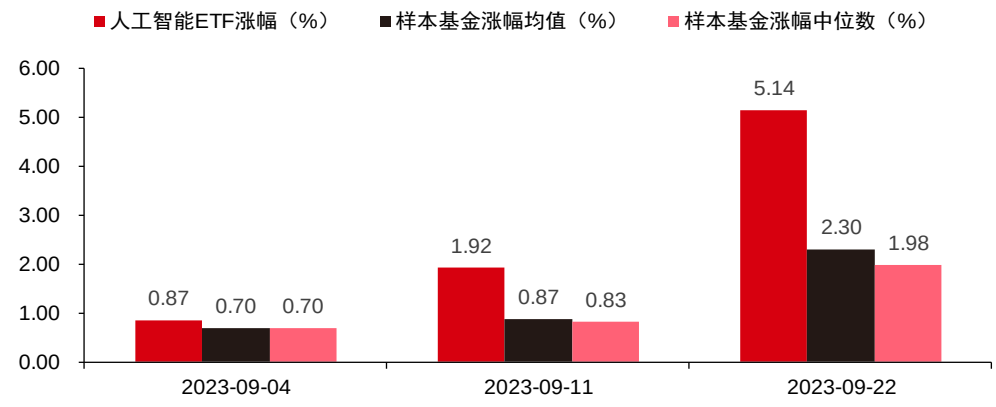
除此之外，尽管从二季度开始国内经济复苏趋弱，但 AI 等主题行情的表现强劲；然而缺乏增量资金使得这种需要想象空间和资金接力的主题行情迅速哑火，过快的下跌导致大量在 4 月以后参与 AI 的投资者出现巨大浮亏，这也影响了其后续策略的灵活性。从基金二季度持仓情况来看，以主动权益类产品前 10 大重仓股为样本，TMT 板块二季度的仓位相较一季度增加 2.5 个百分点，对应 2010 年以来 62.0%的季度分位数水平；行业层面，传媒、电子、计算机、通信二季度末的仓位水平分别为 4.0%、9.9%、7.2%、4.2%，分别对应 2010 年以来 40.9%、65.9%、25.4%、92.6%的季度分位数水平。进一步地，以今年上半年区间回报前 20%的主动权益类产品（普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金）为样本，上述基金在今年三季度仅有 39 只（相同产品 A 类与 C 类份额合并计算）的收益为正、占比为 4.5%，而收益在-20%~-15%、-15%~-10%、-10%~-5%、-5%~-0%的产品占比分别为 18.4%、27.8%、22.0%、20.8%。此外，上述产品在 9 月 AI 主题出现反弹的交易日均有较好的表现，基金净值与 AI 指数的相关性较强，这也在一定程度上意味着许多产品可能因为三季度的回撤过大至今尚未实现充分调仓。

图 5：今年上半年表现较好的主动权益类基金在三季度普遍出现较大幅度的回撤



资料来源：Wind，中信证券研究部

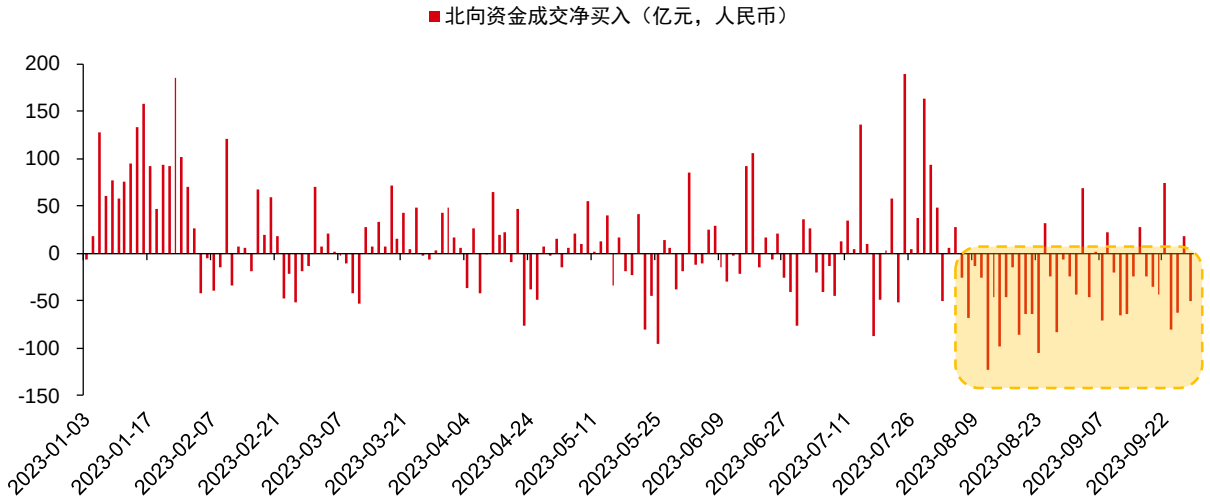
图 6：整体来看，样本基金在 9 月 AI 主题出现反弹的交易日中均有较好的表现



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：样本基金为 2023 年上半年区间回报前 20%的主动权益类产品

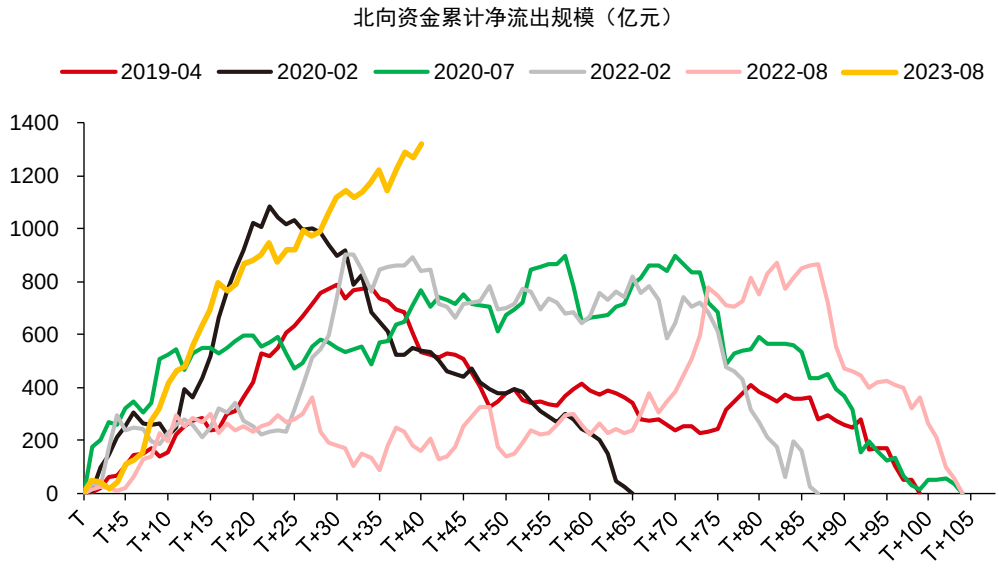
第四，市场低估了三季度以来外资趋势性流出的压力。自从 2017 年以来，随着 A 股在 MSCI 指数中的纳入权重不断提升，外资对 A 股的持仓规模也持续增加，这种趋势性流入成为影响 A 股生态的一个重要因素。因此，即便类似 2018 年四季度市场出现大幅下跌时，外资也能在下跌过程中逆势加仓。与历史经验不同的是，自 2023 年 7 月政治局会议后，A 股的“政策底”和“经济底”均已相继出现，市场也维持低位，而北向资金依然在持续流出。在 8 月 2 日至 9 月 28 日的 40 个交易日中，北向资金有 31 个交易日出现净流出，累计净流出规模 1320 亿元，已远远超过此前的历史极值。外资出现持续的趋势性流出是 A 股生态的重大变化，国内投资者需要时间去适应这种变化。

图 7：8 月以来，北向资金出现持续的趋势性流出



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：本轮北向资金的累计净流出规模已远超历史极值



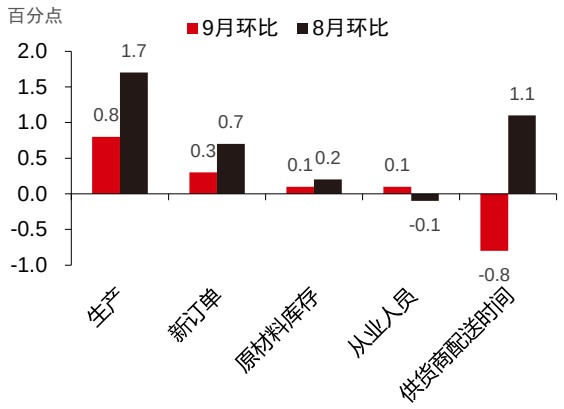
资料来源：Wind，中信证券研究部。注：图例中的时间为持续净流出开始时的月份

三重底已经确立，市场底在 9 月外资流出压力下进一步夯实

7 月政治局会议确立“政策底”，8 月活跃资本市场、房地产支持政策均大超预期实为对政策底的再度确认。2023 年 7 月政治局会议之前，市场对政策几乎没有预期，而政治局会议最终超预期的全面回应了市场关切，在优化地产政策、活跃资本市场和化解债务风险三大领域做出了安排，确立了 7 月为政策预期的底部。8 月期间，活跃资本市场方面，财政部、税务总局宣布股票交易印花税减半征收，证监会也接连发布多项政策“组合拳”主要内容包括阶段性收紧 IPO 节奏、进一步规范股份减持行为、降低投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例等。房地产方面，住建部、央行与金融监管总局优化个人住房贷款中住房套数认定标准，推动“认房不认贷”；央行与金融监管总局调整优化差别化住房信贷政策，下调住房贷款首付款比例下限,降低存量首套住房贷款利率，此后四大一线城市全部落地“认房不认贷”。活跃资本市场和房地产支持系列政策的大超预期实则为市场再度确认“政策底”。

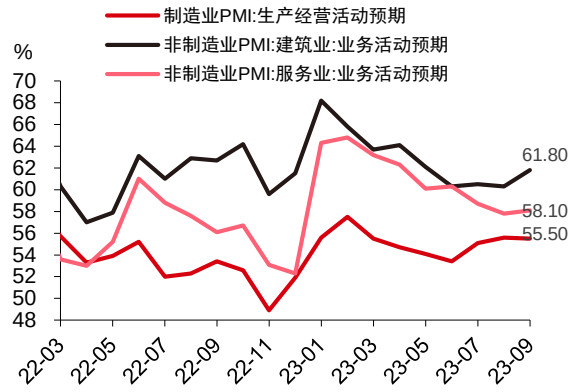
8 月主要经济数据均超市场预期确立“经济底”，9 月 PMI 重回扩张区间对“经济底”的进一步确认。8 月大多数经济指标显著优于市场一致预期，按照同比增速来看，8 月工业增加值、固定资产投资（累计）、社零、出口和进口指标分别优于市场一致预测 0.3、0.2、1.1、5.0 和 7.9 个百分点。其中，制造业投资增速较上月提升 2.8 个百分点，社零季调环比增速重回正值区间（0.31%），四年平均同比增速脱离低点回升至 3.2%，是 8 月经济数据的亮点。8 月经济的环比改善使“经济底”初步确立，更有助于扭转对经济趋势的负面预期。9 月制造业采购经理指数为 50.2%，较上月上升 0.5 个百分点。结构上，产需两端均有回升，生产指数和新订单指数分别为 52.7%和 50.5%，较前值上升 0.8 和 0.3 个百分点。6 月到 9 月，制造业 PMI 分别较前值增加 0.2、0.3、0.4 和 0.5 个百分点，制造业产需持续改善使“经济底”进一步得到确认。非制造业方面，9 月份非制造业商务活动指数为 51.7%，较上月上升 0.7 个百分点，今年以来始终保持扩张态势。**中信证券研究部宏观组预计，**随着稳增长政策不断落地生效，**制造业景气回暖趋势将延续，制造业 PMI 有望在未来几个月保持在扩张区间。**

图 9：9 月制造业 PMI 生产指数和新订单指数同步回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

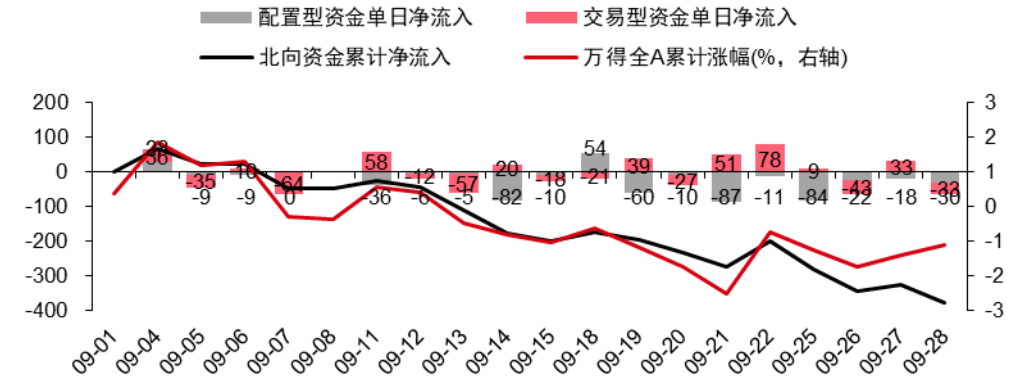
图 10：9 月制造业企业生产经营活动预期指数与上月基本持平，服务业和建筑业业务活动预期指数较上月回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

从市场整体表现来看，尽管指数并未实现如期上涨，但在本轮外资连续两个月大幅净流出中，9 月市场仍实现走平。8 月-9 月期间，本轮北向资金净流出录得创纪录的 1320 亿元，其中 9 月净流出 375 亿元。在经历了 8 月的大幅单月净流出后，9 月市场对外资流出的反应已相对弱化，万得全 A 指数在 9 月依旧大幅流出的情况下仅下跌 1.1%，市场整体几乎走平。

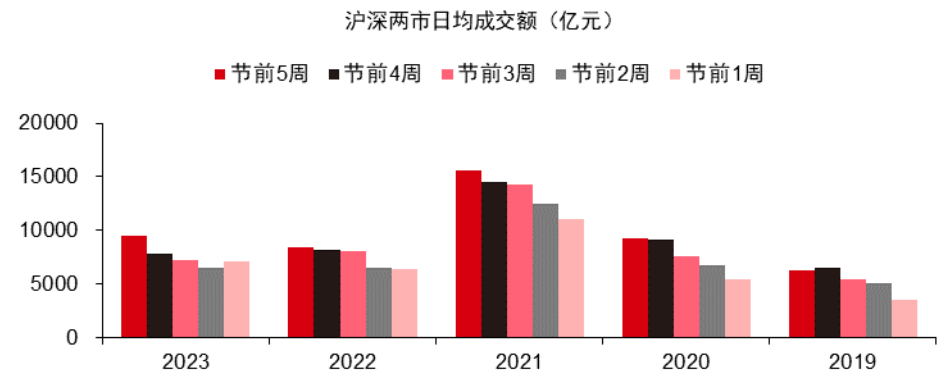
图 11：9 月市场指数涨跌幅与北向资金净流出



资料来源：Wind，中信证券研究部

季节性因素叠加市场情绪低迷，近两周 A 股持续缩量，底部特征明确。过去五个交易周沪深两市的日均成交额分别为 9445 亿元、7817 亿元、7271 亿元、6503 亿元和 7051 亿元，市场在近两周缩量明显，日均成交额已降至今年以来的最低值。以国庆长假前 5 周为观察窗口，自 2019 年以来，长假前的日均成交额基本呈现逐周下降的趋势，节前 1 周相对节前 5 周的下降幅度在 25-45%不等，国庆长假前交易清淡是比较普遍的现象。

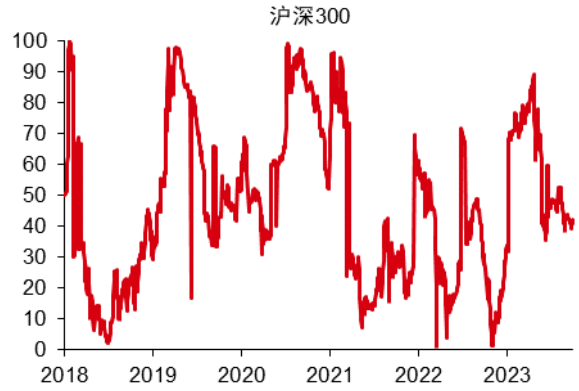
图 12：国庆长假前交易偏向清淡



资料来源：Wind，中信证券研究部

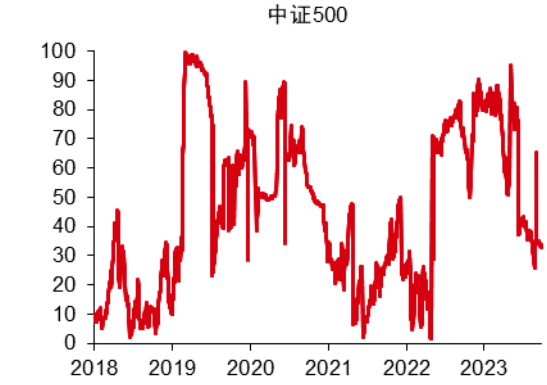
无论对于市场还是政府，前期政策及其效果已进入观察期，交易热度有所冷淡。从市场热度指标来看，截至 9 月 28 日，沪深 300 指数自 9 月 4 日 43.7 度的短期高点回落至 42 度，中证 500 指数自 9 月 4 日 65.5 度的短期高点回落至 33.4 度（具体编制规则请参考《A 股策略聚焦 20190310：当前市场“温度”有多高？》）。

图 13：沪深 300 温度指数



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2023 年 9 月 28 日

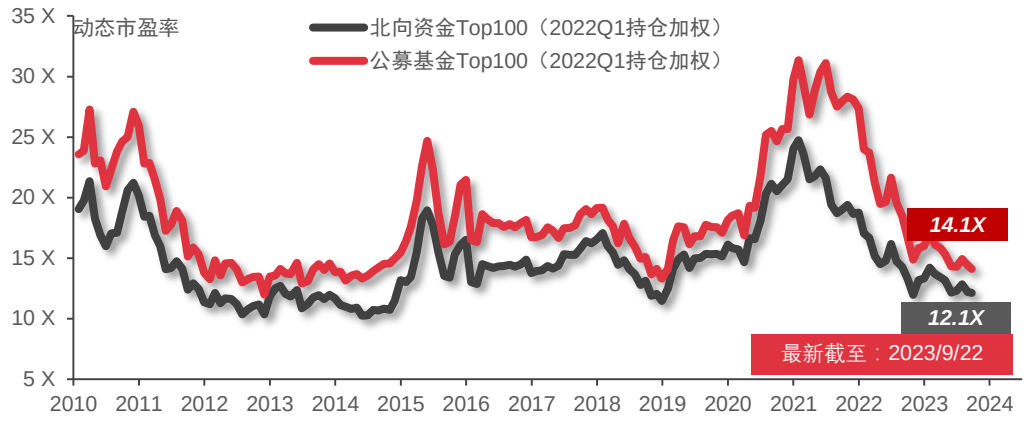
图 14：中证 500 温度指数



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2023 年 9 月 28 日

卖盘压力消化比较充分，当前市场估值已处于较低分位。指数估值方面，截至 9 月 22 日，沪深 300 和中证 500 的动态 P/E 估值分别为 9.6X 和 14.2X，分别处于 2010 年以来 33%和 24%的较低分位。机构重仓股方面，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 14.1X，北向资金的前 100 大重仓股的动态 P/E 估值为 12.1X，分别处于 2010 年以来 18%和 22%的较低分位。

图 15：机构重仓股估值已达较低水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

近期政策力度大但执行低调，短期信号效应偏弱但积极变化会逐渐被市场感知

近期围绕地产调控松绑、城中村改造、地方政府隐性债务等方面的积极政策正紧锣密鼓地推出。

1）地产调控方面，全面取消限购的二线城市不断增加，一线城市初现松绑迹象，房产经纪费率下调让利推动供需继续修复，部分房企债务问题迎来积极变化。武汉（新一线）、无锡（二线）两市于 9 月 19 日宣布全面取消限购，这意味着 9 月已有 11 座城市全面取消限购；一线城市亦出现松绑信号，9 月 20 日广州市人民政府办公厅发布《广州市人民政府办公厅关于优化广州市房地产市场平稳健康发展政策的通知》，成为全国一线城市中首个部分放开限购的城市，具体政策涉及部分区域限购套数提高，非户籍居民获得购房资格，调降个人销售住房增值税征免年限等。9 月 26 日，据新华社、北京日报报道，北京链家房产经纪服务费率将从目前的 2.7%调整至 2%，收费模式将从买方全额承担调整为买卖双方各承担 1%，政策推动让利将促进房地产市场供需回归正常水平。部分房企债务问题也迎来积极进展，9 月中旬，融创公告境外债重组方案或债券人高票通过，成为境内最早完成境内外债务重组的房企之一，今年 3 月、9 月融创也顺利实现去年年底境内债务展期后承诺兑现的现金支付和小额兑付。

表 1：2022 年以来部分放松限购的城市和政策措施（更新至 9 月 20 日）

日期	城市	城市能级	限购政策内容	政策模式
2023/9/20	广州	一线	限购政策调整为，在越秀、海珠、荔湾、天河、白云（不含江高镇、太和镇、人和镇、钟落潭镇）、南沙等区购买住房的，本市户籍居民家庭限购 2 套住房；非本市户籍居民家庭能提供购房之日前 2 年在本市连续缴纳个人所得税缴纳证明或社会保险证明的，限购 1 套住房。	提高限购套数
2023/9/19	武汉	新一线	自 2023 年 9 月 19 日起，取消武汉二环线以内住房限购政策，满足居民刚性和改善性购房需求。	全面取消限购
2023/9/19	无锡	二线	房地产调控领导小组办公室发布《关于促进我市房地产市场平稳健康发展若干政策措施的通知》，提出全市域取消限购政策	全面取消限购
2023/9/15	合肥	新一线	调整限购政策，在本市市区购买住房（含二手住房）的普通购房人，不再审核购房资格	全面取消限购

日期	城市	城市能级	限购政策内容	政策模式
2023/9/12	郑州	新一线	取消二环内住房限购政策等购房消费限制性规定	全面取消限购
2023/9/11	青岛	新一线	调整住房限购区域，将市南区、市北区（原四方区域除外）移出限购区域，全域取消限购政策	全面取消限购
2023/9/11	济南	二线	取消二环以内的历下区、市中区区域购房限制	全面取消限购
2023/9/7	南京	新一线	玄武区、秦淮区、建邺区、鼓楼区四区范围内购买商品房不再需要购房证明，至此南京全面取消限购	全面取消限购
2023/9/7	大连	二线	中山区、西岗区、沙河口区购买商品住房限购政策解除，居民家庭购买商品住房不再受住房总套数限制	全面取消限购
2023/9/4	沈阳	二线	取消二环内限购政策，取消住房销售限制年限规定	全面取消限购
2023/9/1	天津	新一线	将住房限购区域从全市（除滨海新区）调整为市内六区	缩小限购区域
2023/8/30	福州	二线	福州市户籍的非五城区居民家庭在限购区域内购买建筑面积 144 平方米及以下的商品住房（含二手住房）增加至 2 套	提高限购套数
2023/8/25	嘉兴	二线	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。	全面取消限购
2023/8/8	长沙	新一线	在政府认定的创新平台工作满 6 个月及以上的科研人员，可在限购区购买首套商品住宅	放松认定标准
2023/2/20	扬州	二线	鼓励在扬来扬大专及以上人才和生育二孩及以上家庭在市区购房，其他人员不再执行限购政策	全面取消限购
2023/1/20	赣州	三线	章贡区、赣州经开区、赣州蓉江新区已停止实行新建商品住房和二手商品住房限购政策	缩小限购区域
2022/12/26	东莞	新一线	东莞莞城街道、东城街道、南城街道、万江街道、松山湖高新技术产业开发区新建商品住房和二手商品住房暂停实行商品住房限购政策	全面取消限购
2022/12/9	佛山	二线	在本市禅城区祖庙街道、南海区桂城街道、顺德区大良街道暂停实施住房限购政策	全面取消限购
2022/12/6	厦门	二线	在我市实际工作和生活的非本市户籍无住房家庭和个人可在岛外限购 1 套住房。	提高限购套数
2022/11/19	西安	新一线	限购区域缩小；限购区域无住房的家庭，市外迁入家庭落户后即可在限购区域购买首套二手住房，本市家庭连续 6 个月缴纳社保或个税，可购买一套二手住房	缩小限购区域，降低限购门槛
2022/6/3	青岛	新一线	将黄岛区、城阳区（含高新区）、崂山区王哥庄街道调出限购区域；高新区、城阳、西海岸新区三区发布取消全面住房限购的通知	缩小限购区域
2022/6/2	佛山	二线	商品住房限购区域调整为禅城区祖庙街道，南海区桂城街道，顺德区大良街道	缩小限购区域
2022/5/22	武汉	新一线	武汉经开区全面取消住房限购政策	缩小限购区域
2022/5/16	成都	新一线	近郊区（市）县已购或新购住房不纳入中心城区购房时家庭名下住房总套数计算	放松认定标准
2022/4/2	秦皇岛	三线	废止《秦皇岛市人民政府关于加强房地产市场调控的意见》《秦皇岛市人民政府关于进一步加强房地产市场调控的通知》，全面取消限购	全面取消限购
2022/4/1	衢州	四线	非本市户籍家庭、个体工商户及由自然人投资或控股的企业，视同本市户籍家庭执行相关购房政策	降低限购门槛
2022/3/1	郑州	新一线	满足居家养老需求，允许老人允许投靠的家庭新购一套住房	提高限购套数

资料来源：各地住建局官网，合肥发布、南京发布、大连发布微信公众号，厦门日报，新华网，中信证券研究部，截至 2023 年 9 月 20 日

2）城中村改造方面，各地启动摸底，部分城市积极推进。7 月 21 日，国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。9 月 14 日，自然资源部印发《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》，决定在北京等 15 个省（市）的 43 个城市开展为期 4 年的低效用地再开发试点，以提高土地利用效率。根据广东省政府及广州市住建局等官方网站消息，广州于 2023 年年初便宣布了 127 个城中村改造项目，含 46 个续建项目，12 个新开工项目，69 个前期项目，重点推进 17 个城市更新项目，力争完成 2000 亿元城市更新固定资产投资目标；2023 年 7 月，广州发布了征集《广州市城中村改造条例（征求意见稿）》，首次针对城中村改造进行的立法工作；2023 年 9 月，广州市召开城中村改造工作推进会，成立广州安居集团，专责从事保障性住房投资、融资、建设和运营管理，其将通过城中村改造转化、存量房源整租运营等多渠道筹建房源。根据

深视新闻报道，深圳 2023 年推进城中村规模化品质化改造提升项目，筹集保障性住房 5.2 万套（间），约占全市城中村租赁住房总量的 1%，预计到年底将会有 1.5 万套保租房，能够改造完成并投放市场；2023 年 8 月 1 日起深圳正式实施《深圳市保障性租赁住房管理办法》，保障性租赁住房主要面向符合条件的新市民、青年人及各类人才配租。根据上海市人民政府官网、澎湃新闻等多方消息，2023 年 3 月上海市发布了《上海市城市更新行动方案（2023—2025 年）》2023-2025 年，上海计划加快推进“两旧一村”改造工作，到 2025 年，全面完成中心城区零星二级旧里以下房屋改造，实施 3000 万平方米各类旧住房更高水平改造更新，中心城区周边“城中村”改造项目全面启动。2023 年 9 月 26 日，上海市十六届人大常委会听取和审议了关于“两旧一村”改造工作情况的报告，上海“两旧一村”改造工作已全面实施，截至 9 月，中心城区零星旧改已完成 8.52 万平方米，上海市政府预计全年完成 12 万平方米；不成套旧住房改造已完成 24.77 万平方米，年底计划完成 28 万平方米；“城中村”改造项目已启动 10 个，全年计划已提前完成。

3）地方政府化债方面，特殊再融资债券重启，清偿拖欠企业款项行动加速。根据凤凰网财经报道，9 月 27 日原财政部部长楼继伟出席凤凰湾区财经论坛时表示“地方隐性债务由省级统一化解，国家分配一定数量置换债的额度给予支持。”通过特殊再融资债券帮助地方政府以时间换空间，进一步解决政府对企业账款拖欠问题，帮助民营经济信心复苏。根据 21 世纪经济报道，9 月 26 日，内蒙古自治区政府再融资一般债券（九期至十一期）信息披露：内蒙古拟在 10 月 9 日发行再融资一般债 663.2 亿元，其中的九期发行金额为 274.4 亿元（3 年期），债券资金纳入一般公共预算管理，**募集资金全部偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款**，这一指定债券募集资金用途从历史经验来看较为特殊。

本轮经济政策信号看似偏弱实则低调，更加侧重微观实际执行而非宣传喊话。在以往经济增速下行阶段，例如 08 年全球经济危机，政府往往会迅速拿出大规模刺激政策方案并从宣传口大力配合喊话以稳定市场信心，执行效果上往往立竿见影，但略显粗放。本轮经济周期的不同之处在于，今年上半年处于防疫初步解除后的经济复苏短周期和“新旧动能”转换下增速换挡长周期的叠加阶段，经济指标表现略微波动，1-2 月的金融经济等高频数据并不弱，直到 4 月开始转弱，这使得政策制定者倾向于选择更长的观察和调研窗口后才进行研判，以避免以往“粗放式”调节手段带来长期不良后果。此外，政策制定者还需考虑市场预期波动对政策执行效果的影响。**例如对于地方政府隐性债务问题**，一揽子化债方案目前已经明确的有发行特殊再融资债进行部分隐性债务置换和用来清偿拖欠企业款项改善营商环境。一方面，截至 9 月末，中央层面仅在 4 月、7 月的政治局会议通稿中提及“要解决政府拖欠企业账款问题”等关键词，但一直没有公开的详细政策文件，国常会于 9 月审议《清理拖欠企业账款专项行动方案》也仅有标题没有公布全文；另一方面，地方政府的化债工作进展较快，围绕特殊再融资债券审批发行的消息不断，说明可能相关细则文件已在内部下发并且执行。**又如对于房地产政策**，政府一边不断松绑政策约束，一边试探市场水温，避免过快形成单边预期。假设在中央层面直接强调放开所有限制各地因城施策，较大概率又会很快让楼市供需两端形成“房住不炒”已经过去的错误判断，导致需求迅速释放，过热压力倒逼政策收紧。政策制定被市场预期牵着鼻子反复摇摆，市场反而容易产生“有形的手”干预过多、难以预测的负面情绪。

预计四季度开始政策效果逐步显现，市场定价过程不会一蹴而就。去年年末，市场曾

一次性形成疫情放开后的过高预期，短期交易“reopen”共识，增量资金疯狂涌入却随预期回落迎来长达数月的快速轮动和震荡下跌，说明强政策信号并不一定能立即推动经济预期和经济本身稳定地修复。而新的政策处理模式可能在信号效应上偏弱，甚至不少对政策细节关注度低的投资者尚未意识到政策已经开始执行，短期难以形成扭转市场主体的悲观预期，但更加低调务实。当前，虽然宏观维度缺乏强烈的积极信号，市场难以形成短期单边上涨的共识，但微观维度稳经济举措正有条不紊地推行，当四季度政策效果逐渐显现时，伴随着企业的经营感受好转、投资者调研获取微观的积极信息，预计实体经济和资本市场修复上行的持续性和稳定性更强。

预计四季度经济稳步回升，投资者信心逐渐恢复

我国经济在 9 月及四季度是否继续转好，巩固复苏态势，特别是消费和地产数据，这决定了此次政策调节后信心恢复的持续度。9 月以来，大部分经济高频数据相比 8 月份都有进一步改善，高频数据层面：

PTA、汽车钢胎、PVC 等重点工业行业开工率回升。周频数据跟踪层面，截至 9 月 28 日，高炉、织造（聚酯）、纯碱、PVC 开工率分别 84.2%、76%、86.1%、64.6%、79.7%，环比上月水平均有明显提升。

商品价格层面，尽管 CRB 商品价格并未明显上升，但国内南华工业品价格已经修复到 2022 年 6 月的阶段性高点。2023 年 6 月以来，CRB 现货价格企稳，随后很长时间维持在 550 点左右的中枢小幅波动，但国内南华商品价格在 6 月以来快速上涨，截至 9 月 28 日，南华工业平指数/南华综合指数分别为 4078/2584，基本达到 2022 年 6 月 8 日的阶段性高点 4163/2566。

货运物流层面，全国整车货运流量指数和内贸集装箱运价指数维持稳中有升的趋势。

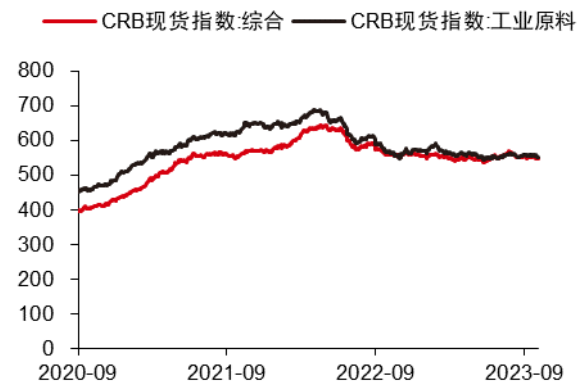
9 月第 4 周以来，乘用车日均零售数量 64492 辆，已高于历年同期水平，30 城商品房成交面积也在政策刺激下出现转暖。

表 2：重点工业行业开工率环比 8 月明显回升

指标名称	单位	2023-09-28	2023-09-20	2023-09-13	2023-09-06	2023-08-30	2023-08-23	2023-08-16
高炉开工率（247 家）	%	84.15	84.5	84.1	84.4	84.1	83.4	84.1
PTA 开工率	%	80.73	83.7	79.3	80.5	82.3	80.4	81.8
织造（聚酯）开工率	%	76	78	73	72	72	70	68
纯碱开工率	%	86.14	82.3	83.6	78.5	81.3	81.4	79.9
汽车全钢胎开工率	%	58.88	64.6	64.7	64.8	64.6	64.5	64.4
PVC 开工率	%	79.72	77.3	75.7	74.2	72.2	71.7	72.6

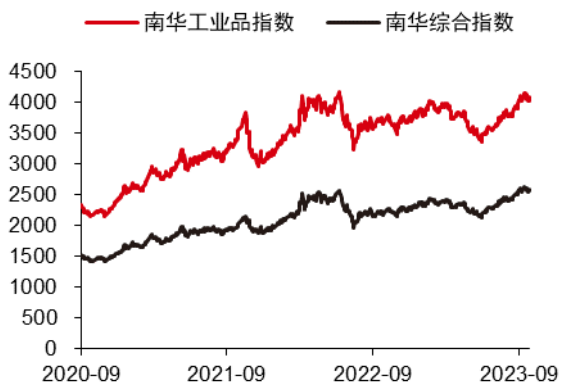
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：CRB 商品价格企稳



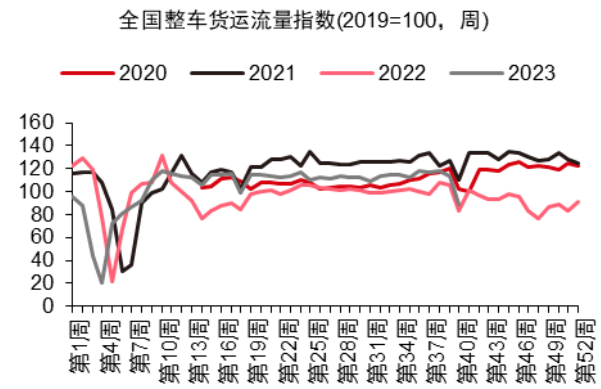
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：南华工业品价格修复到 2022 年 6 月高点



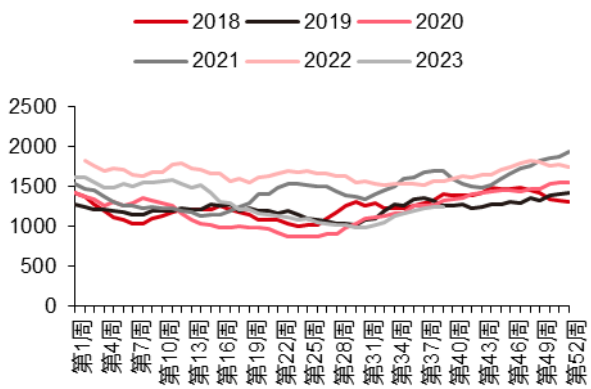
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：9 月全国整车货运流量指数缓慢回暖



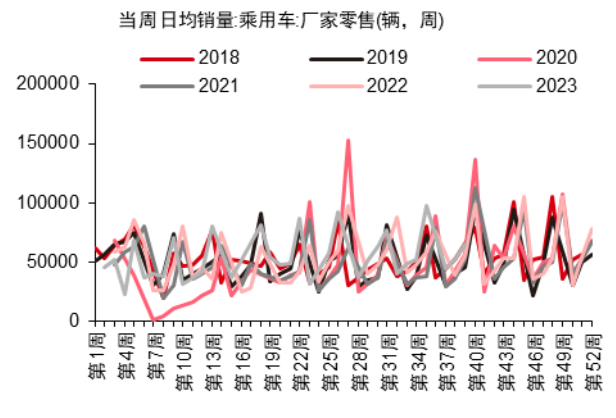
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 19：9 月内贸集装箱运价指数延续上升趋势



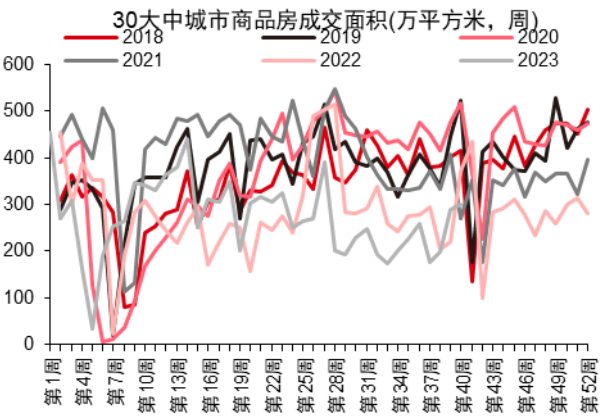
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：9 月乘用车零售数量与历年同期基本持平



资料来源：Wind，中信证券研究部

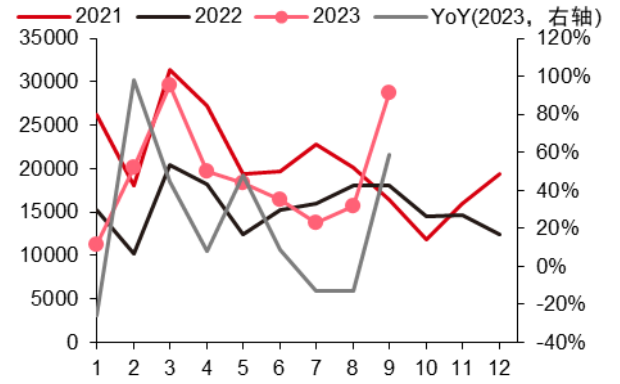
图 21：9 月下旬 30 城商品房成交面积改善



资料来源：Wind，中信证券研究部

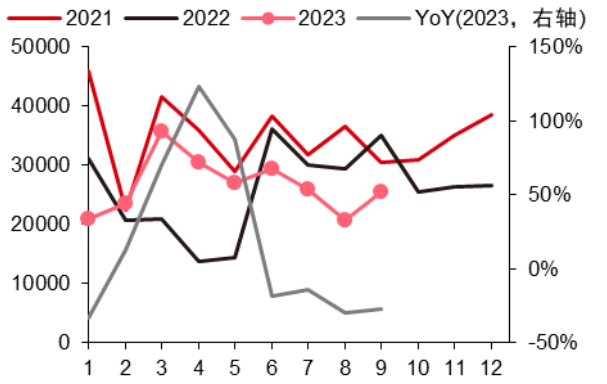
近期市场对宏观的关注重心依然在地产。一方面，政策有序放松，9 月以来已有沈阳南京、大连、青岛等 12 个城市全面取消限购，值得关注的是，9 月 20 日广州首先部分地区的房屋限购放松，将原本限购区域的 9 个区调整为 6 个区，另一方面，重点城市的高频数据显示，一线城市二手房成交回暖在 9 月基本确立，样本城市二手房网签套数在 9 月实现同比增长 58.5%，环比增长 83.2%，新网签套数同比降幅也有小幅收窄，由 8 月的同比下跌 29.7%收窄至 9 月的-27.3%。中信证券研究部地产组认为，市场存在动态拐点，即当政策继续不断落实的情况下，2023 年四季度房价持续下跌的预期有望逆转，房地产市场的风险有望逐步化解。

图 22：样本一线城市二手房签约套数及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部。

图 23：一线城市商品房网签套数及同比



资料来源：Wind，中信证券研究部。

最后，8 月经济实现筑底，9 月 PMI 已回归荣枯线之上，价格逐渐走出通缩，政策落地有望带动 9 月经济运行状况较 8 月边际改善，预计三季度我国 GDP 增长 4.5%以上，四季度 GDP 增长 4.9%左右，全年增长 5.1%左右，后续稳预期的关键是活跃资本市场，稳经济的关键是稳地产。我们认为，明年 GDP 增速目标仍存在会被确定为 5%左右的概率，预计宏观政策会保持积极态势推动经济增速回归潜在中枢。

中美关系将呈现阶段性缓和迹象，美联储年内可能不再加息，人民币贬值压力将缓解

2023 年 6 月以来，中美高层对话持续开展，双方关系呈现边际缓和的迹象。自 6 月以来，美国国务卿布林肯、财政部长耶伦、总统气候特使克里、商务部长雷蒙多等白宫高层官员接连访华，中美双方就回归两国元首巴厘岛会晤共识达成一致，并在经贸、气候等关键领域展开了深入的沟通。8 月 31 日，在国防部例行记者会上，国防部新闻发言人吴谦大校表示，中美军方高层于斐济的印太国防军司令会议上进行了沟通交流，中美两军交往并非处于中断状态。值得特别关注的是，2023 年 9 月 16 至 17 日中共中央政治局委员、中央外办主任王毅在马耳他同美国总统国家安全事务助理沙利文举行多轮会晤，双方同意继续落实两国元首巴厘岛会晤达成的重要共识，保持双方高层交往，举行中美亚太事务磋商、海洋事务磋商、外交政策磋商。总体来看，以上对话将能有效避免两国之间的战略误

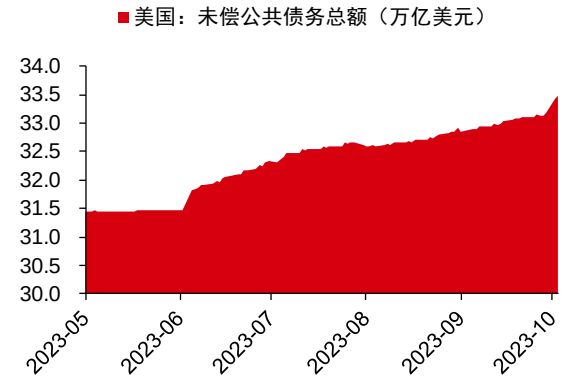
判，同时或为更高层级的沟通做好铺垫，亚太经济合作组织（APEC）领导人峰会将于今年的 11 月 12 日在美国旧金山召开，或将成为中美进一步开展对话的契机。

图 24：6 月以来，中美高层对话频繁

资料来源：新华社，美国白宫官网，中信证券研究部

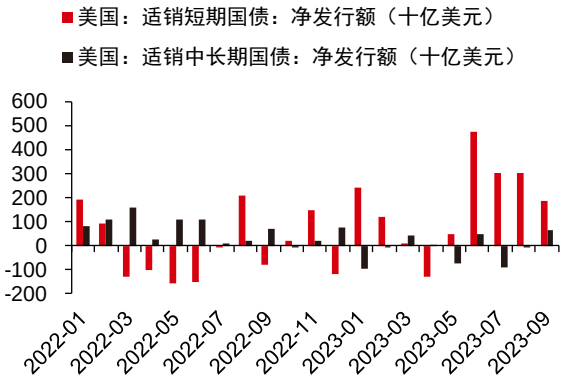
目前，中美两国在经济领域都各自存在一些问题。中国方面，内需不足是当前最大的困难和挑战。今年 4 月的政治局会议对于经济形式的判断主要在经济常态化运行后“三重压力”的缓解和内生增长动能不强；7 月的会议相较于 4 月更加强调内需不足对经济带来的挑战，会议指出“当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻”。**美国方面，**受到能源价格抬升等因素的影响，美国 8 月通胀数据超预期，通胀粘性仍然较强。此外，持续的高国债利率给财政也带来了很大的压力。根据 Wind 数据，美国债务上限暂停后，美国国债余额从今年 6 月初的 31.5 万亿美元快速增加至 10 月初的 33.5 万亿美元；6 月至 9 月美国财政部发行的债券集中在融资成本更高的短期国债，净发行 1.27 万亿美元，而成本相对更低的中长期国债则仅发行约 200 亿美元。由于债务余额的增加以及融资成本的持续抬升，今年二季度美国联邦财政的利息支出高达 2425 亿美元，我们测算占其同期经常性收入比达 20.6%，为 1998 年以来的最高水平。

图 25：债务上限暂停后，美国国债余额已飙升逾 2 万亿美元



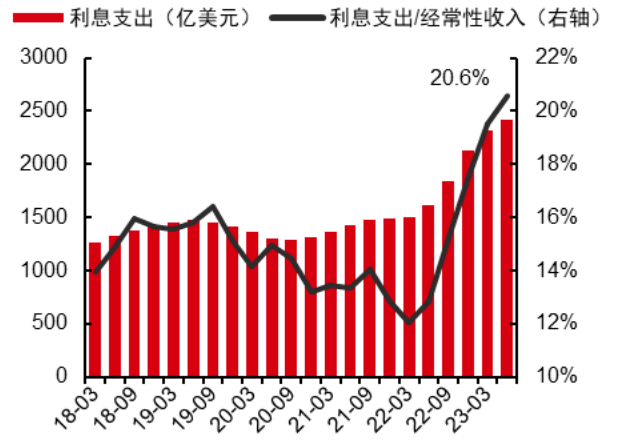
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：债务上限暂停后，美国财政部主要发行短久期国债



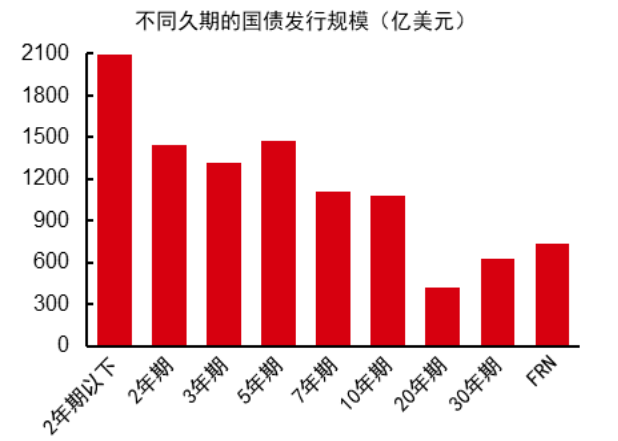
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 27：我们测算二季度美国联邦财政利息支出占经常性收入比高达 20.6%



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

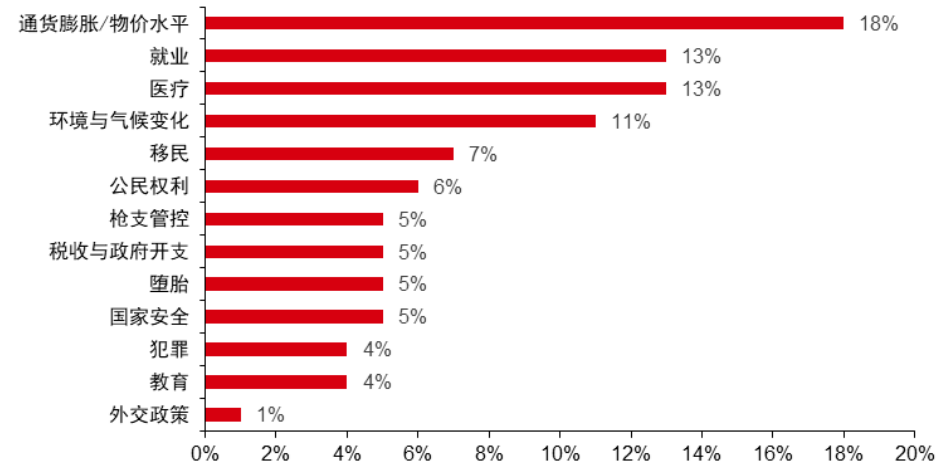
图 28：美国财政部公布的今年 8~10 月预计发行国债的久期结构



资料来源：美国财政部，中信证券研究部

未来继续加强中美合作对于双方解决当前面临的问题至关重要。一方面，在美国大选的选情还没有到达白热化之前，当局政府确实需要未雨绸缪地解决一些潜在的经济风险，包括通胀，工资上涨（工会压力），财政断崖等。根据 8 月 29 日 YouGov 与经济学人（Economist）公布的民调结果，18%的美国选民最关注通货膨胀及物价水平问题、13%的选民最关注就业和医疗问题、关注税收与政府开支的选民有 5%。因此，美国两党为了避免在大选最后阶段遭遇经济上的困境，加强与中国的合作至关重要，能够缓解其通胀及国债利率问题最重要的合作方就是中国。**另一方面，**中美关系的缓和也有助于缓解中国的外部压力，特别是在当前二级市场外资流出压力日渐增加的背景下，稳定的外部环境十分重要，中国也有意愿增加与美国的沟通，形成良性循环。新华社 9 月 22 日报道，中美双方商定成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”，两个工作组将定期、不定期举行会议来加强沟通和交流，这将有利于修复市场情绪，降低未来中美博弈的不确定性。

图 29：美国选民当前最为关心的问题是通货膨胀、就业、医疗



资料来源：Economist，YouGov，中信证券研究部。注：调查时间截至 2023 年 8 月 29 日

美联储年内不再加息的概率较大，首次降息或延后至明年下半年出现。美联储 9 月的议息会议维持利率不变，符合市场预期，同时委员会表示仍高度关注通胀风险。本次会议的点阵图显示年内加息终点利率仍为 5.6%，但相较 6 月议息会议上调了明后年利率目标水平，再次向市场传递了“higher for longer”的信号。中秋国庆假期期间发布的美国 9 月 ISM 制造业和非制造业 PMI 超预期（制造业 PMI 49.0，预期 47.9，已连续三个月回升；非制造业 PMI 53.6，预期 53.5），且 9 月新增非农就业人数同样远超预期（公布 33.6 万，预期 17 万，前值上修为 22.7 万），这几组数据鼓舞了市场对经济软着陆的预期并推升了长端实际利率。中信证券研究部海外宏观组认为，尽管美国上述经济数据超预期彰显了其经济的韧性，但是美国经济边际放缓的趋势将逐步显现；近期美债利率的持续飙升将明显遏制工业投资端反弹的力度，令经济更可能延续消费端逐步放缓的趋势，这降低了美联储 11 月会议加息的必要性。目前来看，美联储年内不再加息的概率较大；此外，结合点阵图给出的指引及失业率走势的预测，预计首次降息或推迟至明年下半年出现。

图 30：2023 年 9 月议息会议后的市场利率预期

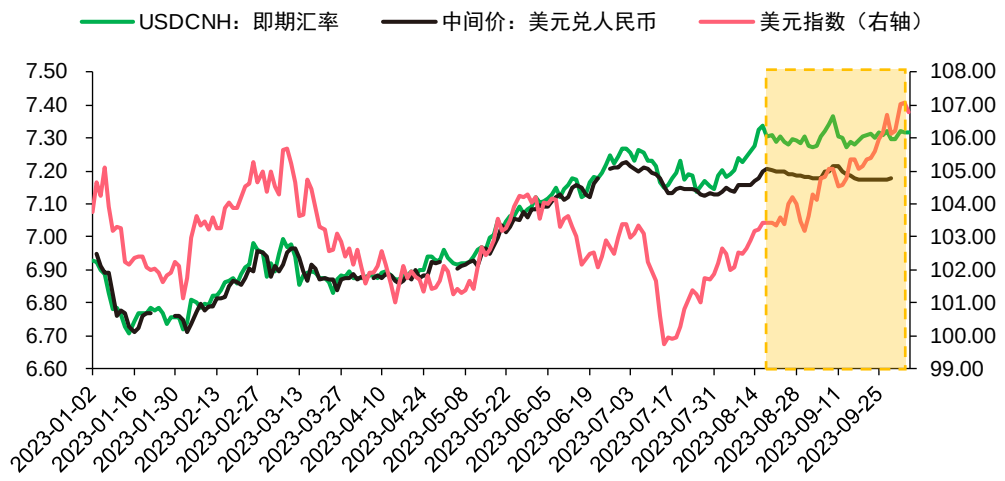
MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/11/1		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	68.5%	31.5%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.5%	39.0%	6.4%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	52.3%	39.7%	7.8%	0.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%	50.8%	35.9%	6.9%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	18.0%	46.8%	28.2%	5.1%	0.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.2%	27.9%	40.5%	20.3%	3.4%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.3%	3.6%	16.6%	33.6%	31.3%	12.6%	1.9%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.1%	2.1%	10.9%	26.1%	32.3%	20.9%	6.6%	0.9%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.1%	6.5%	18.5%	29.2%	26.6%	13.7%	3.8%	0.5%	0.0%
2024/12/18	0.8%	5.1%	15.3%	26.3%	27.3%	17.2%	6.5%	1.3%	0.1%	0.0%

资料来源：CME（Chicago Mercantile Exchange）

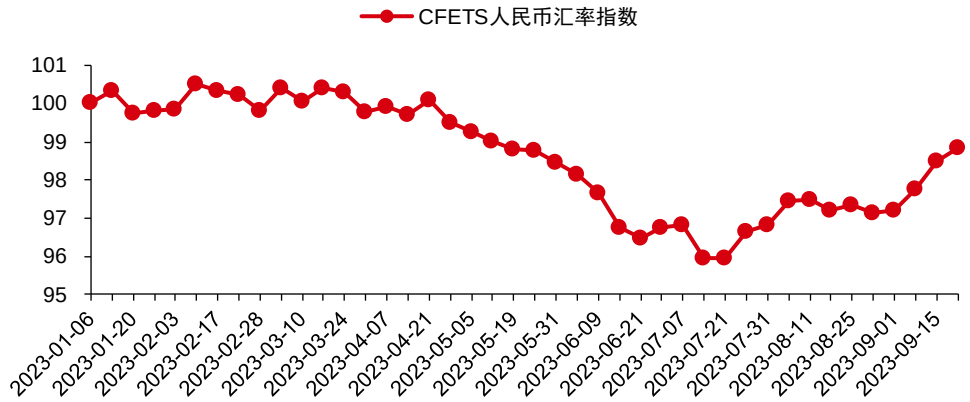
近期美元指数持续上升，而人民币汇率能基本保持稳定。自 7 月下旬以来，美元指数震荡上行，从 7 月 13 日的 99.8 上升至 10 月初的 107 左右。在此过程中，人民币兑美元汇率虽然经历了一定幅度的贬值，但在 8 月下旬以来能基本保持稳定，人民币离岸即期汇率保持在 7.30 左右的水平，在岸人民币汇率中间价也能长期维持在 7.20 以下。截至 9 月 22 日，中国外汇交易中心 CFETS 人民币汇率指数报 98.83，较 6 月末的 96.74 升值 2.16%。此外，在美元指数一路上行过程中，人民币的贬值幅度也相对小于很多其他货币。7 月 18 日欧元兑人民币、英镑兑人民币、100 日元兑人民币的汇率分别为 8.06、9.39、5.19，而截至 9 月底上述数据分别为 7.70、8.89、4.90，人民币相较于这些货币反而有所升值。

图 31：近期美元指数持续上升，而人民币汇率能基本保持稳定



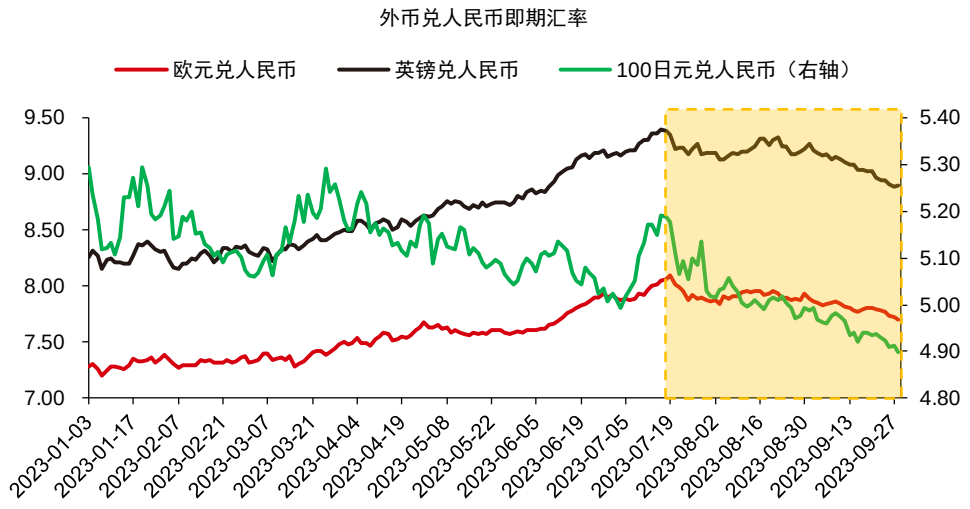
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 32：7 月以来，CFETS 人民币汇率指数稳中有升



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 33：7 月以来，人民币相较于欧元、英镑、日元等货币有所升值



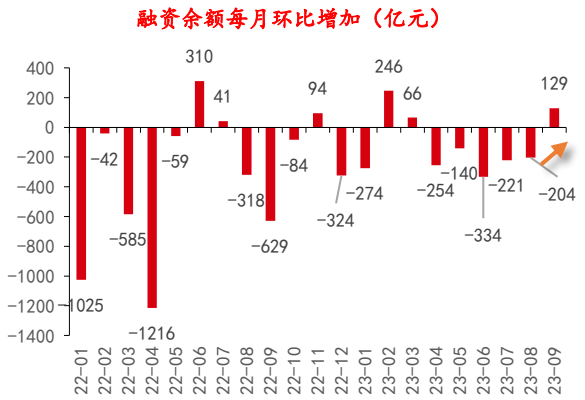
资料来源：Wind，中信证券研究部

8 月以来，监管层多次表态人民币汇率没有偏离基本面，反映了抑制汇率单边超调的决心。具体来看，8 月 17 日，中国人民银行发布的《2023 年第二季度中国货币政策执行报告》中指出“当前人民币汇率没有偏离基本面，外汇市场运行总体有序”；根据央广网报道，9 月 20 日，中国人民银行货币政策司司长邹澜表示“人民币对美元汇率不是人民币汇率的全部，7 月中旬以来人民币对一篮子货币汇率稳中有升，对非美元货币保持了相对强势”；9 月底，中国人民银行货币政策委员会 2023 年第三季度例会召开，会上对汇率的表述新增了“校正背离”的措辞，强调“坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险”，体现了央行稳汇率的诉求相较于二季度更为强烈。预计未来监管层将用好各种政策工具，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。

未来增量资金将来自场内观望投资者重新加仓，外资流出的边际影响正在减弱

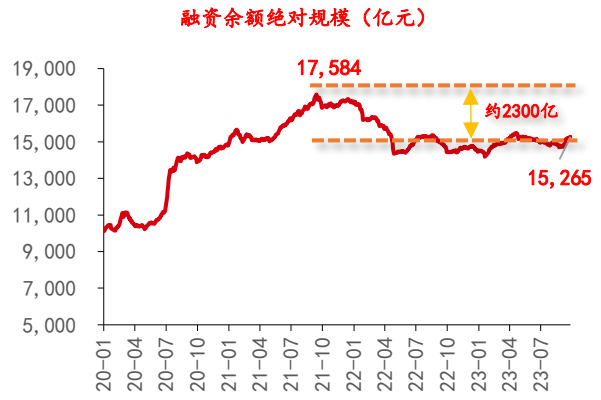
场内观望投资者蓄势待发，加仓空间逐渐显露。根据我们对中信证券渠道调研的数据，中小型活跃私募投资者的实际仓位在 9 月中旬降至 66%，已经低于 2022 年 10 月市场底部时的水平。9 月下旬市场震荡期间，这部分投资者仓位小幅回升至 67%，我们认为这反映出场内活跃资金对于市场底部的确认，并开始尝试小幅加仓入场。在融资余额保证金比例调整后，杠杆资金在 9 月也有小幅度进场的迹象。今年 8 月底，作为活跃资本市场政策组合拳的一环，经中国证监会批准，三大股票交易所发布通知修订了《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至 80%，根据证券时报报道，9 月 11 日起多家券商发布公告正式调整相关比例。截至 9 月底，全市场融资余额规模为 15265 亿元，较 8 月末净增加 129 亿元，是今年 4 月以来月度首次为净流入，当前融资余额距离 2021 年的顶峰仍有约 2300 亿元左右的可加仓空间。

图 34：202201-202309 融资杠杆资金每月净流入规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

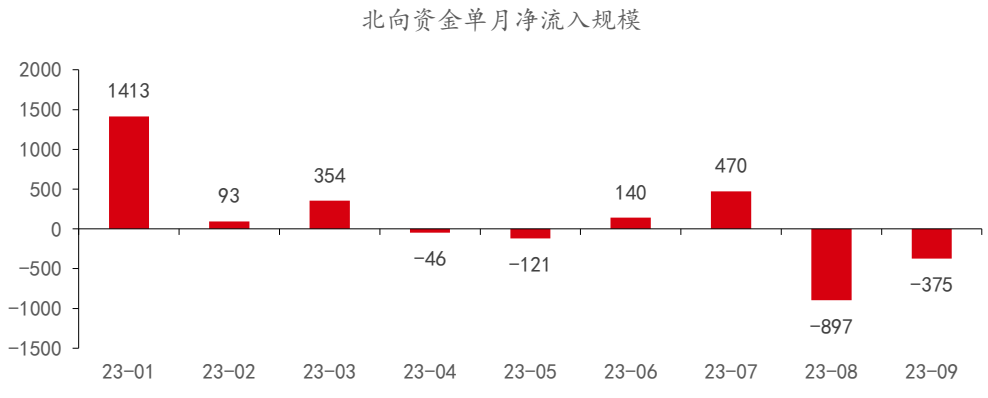
图 35：截至 9 月末融资余额绝对规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

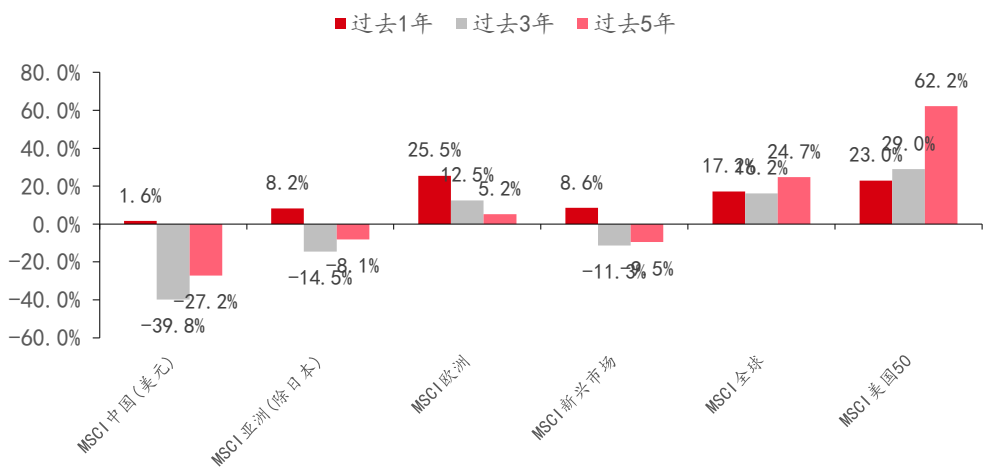
过去 5 年外资在中国投资收益表现不佳，背后赎回压力较大导致近期持续净流出。8-9 月，北向资金持续快速流出，期间累计净流出 1271 亿元（其中 8 月 897 亿元，9 月 375 亿元）。根据 MSCI 统计数据，以 2023 年 9 月末截止按照过去 1 年、3 年、5 年期统计，MSCI China 指数的收益率分别为 1.6%、-39.8%和-27.2%，弱于同期 MSCI 新兴市场指数的 8.6%、-11.3%、-9.5%，若考虑欧美地区指数表现，中国市场显著跑输其他 MSCI 核心区域指数在同期的表现，这意味着从 2019 年 A 股加入 MSCI 旗舰指数以来，中国资产给海外资管机构带来的收益表现不佳，对应海外基金尤其是 China Fund 较大的净赎回压力，负债端的持续流出使得北向资金短期恢复快速净流入的可能性较小。根据汤森路跟踪的规模约 1500 亿美元的离岸中国基金样本，过去半年（3 月-9 月）累计净赎回 92.28 亿美元，其中 7-9 月合计净赎回 73.92 亿元美元，反映出 7 月以来这些基金的净赎回压力明显放大，与北向资金的净流出节奏吻合。

图 36：2023 年 1-9 月北向资金单月净流入规模（亿元）



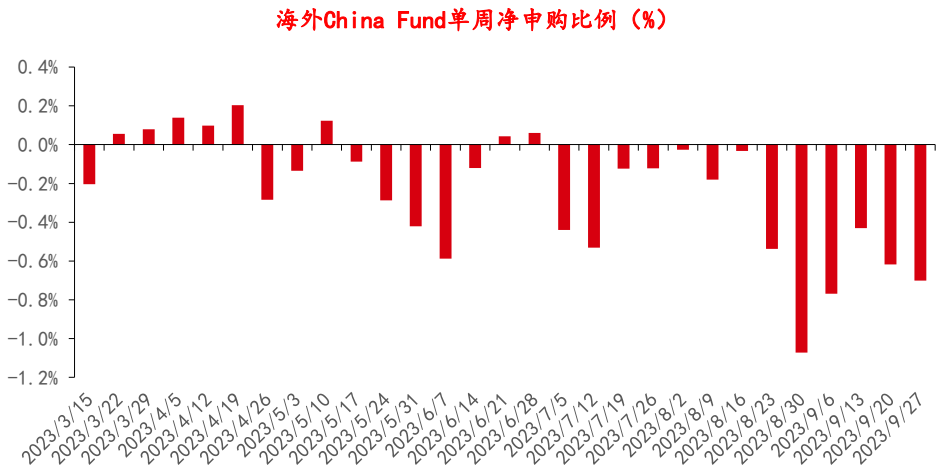
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：过去 1、3、5 年维度统计，MSCI China 指数落后于其他 MSCI 核心指数表现



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：过去 1 年为“20220930-20230930”、过去 3 年为“20200930-20230930”、过去 5 年为“20180930-20230930”

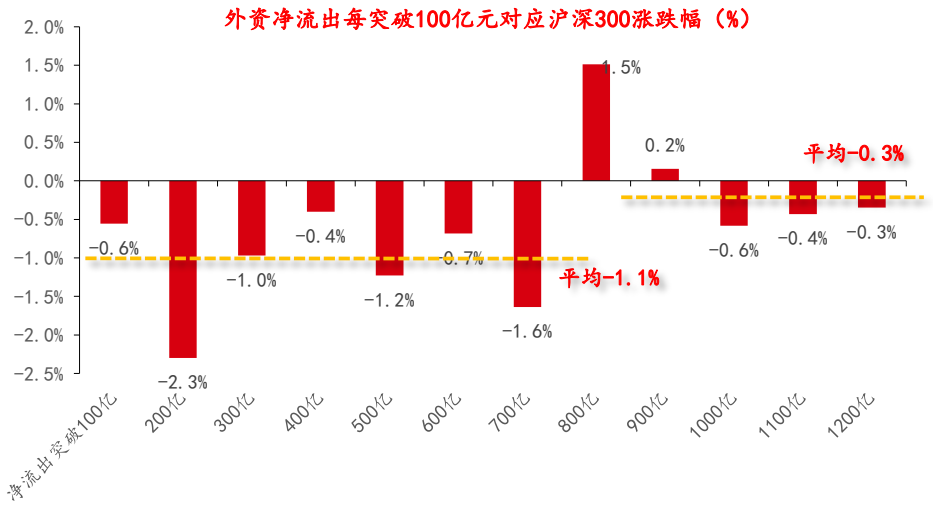
图 38：进入 7 月海外 China Fund 赎回压力明显加大（%）



资料来源：Eikon，中信证券研究部

国内资金交易边际乐观变化，海外资金持续流出对 A 股市场的边际影响正在减弱。目前 A 股市场的资金面状况是：国内投资者对于市场底部形成的共识度较高，正逐渐寻找边际上的积极信号，而外资面临负债端压力，持续流出趋势短期内难以扭转。因此决定接下来市场趋势的关键是国内边际乐观的资金与海外阶段性撤出资金之间的相对强弱。近期市场对于外资的流出呈现钝化特征，8 月以来北向资金累计净流出超 1200 亿，我们统计了每流出 100 亿对应的沪深 300 指数涨跌幅，发现从北向资金净流出 100 亿到 700 亿，平均每 100 亿对应的指数跌幅为 1.1%，而从 900 亿-1200 亿的平均跌幅减少至 0.3%，说明外资持续净流出对 A 股市场整体的情绪面影响已经减弱。

图 39：8 月以来北向资金累计净流出每突破百亿对应的沪深 300 指数跌幅逐渐降低



资料来源：Wind，中信证券研究部

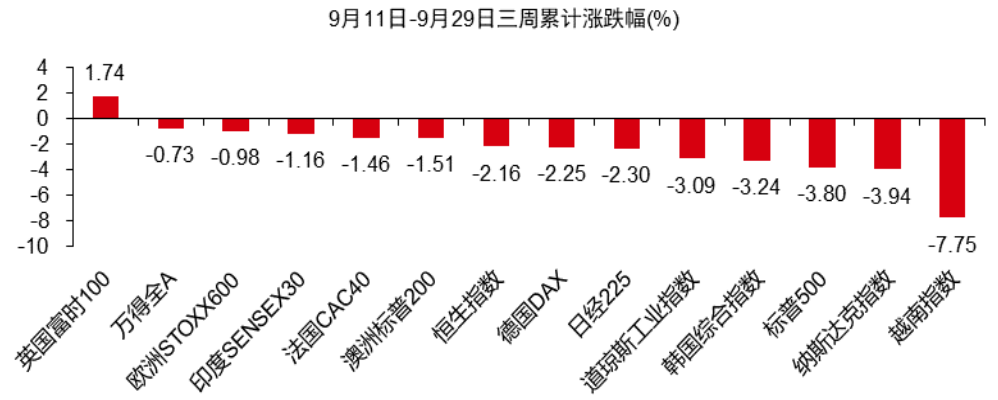
四季度积极因素在积累，风险因素相对有限，预期扭转驱动的行情蓄势待发

A 股市场在 9 月所面临的压力并不能简单归结为政策节奏与力度不及预期，在美元收益率快速上行期间人民币资产已相对抗跌。7 月以来，美债利率和美元指数再度单边上涨，截至 10 月 6 日，10 年期美债收益率高达 4.78%，美元指数则从 7 月下旬开始连续 12 周上涨，由 7 月 17 日的 99.9 上涨至 10 月 6 日的 106.1，期间一度触达 107 的高点。美元收益率作为全球资产定价的基准，其快速上涨对全球风险资产价格都造成压制。在 9 月 11 日-9 月 29 日全球权益资产普遍回调期间，万得全 A 指数-0.73%的小于全球主要发达市场和新兴市场宽基指数的跌幅，仅次于英国富时 50 指数，恒生指数-2.16%的跌幅也小于美股和日韩等亚太发达市场，人民币资产相对抗跌。汇率方面，9 月全月，美元指数由 8 月 31 日的 103.6 上涨至 9 月 29 日的 106.2，累计涨幅为 2.47%，同期美元兑离岸人民币由 7.2753 上涨至 7.2957，涨幅仅为 0.28%，而美元兑日元/澳元/新加坡元的涨幅分别为 2.64%/0.76%/1.2%，相比其他主要货币，人民币价格已相对稳定。

图 40：近期美元指数与美债均快速上行

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 41：过去三周全球权益普遍回调期间，A 股相对抗跌



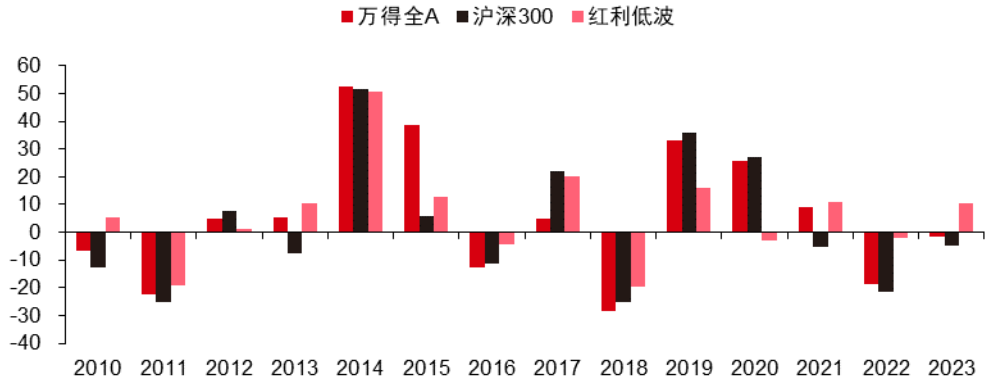
资料来源：Wind，中信证券研究部

展望四季度，一方面风险因素相对有限，地缘政治方面，2023 年 6 月以来，中美高层对话持续开展，双方关系呈现边际缓和的迹象。高层对话将有效避免两国之间的战略误判，同时或为更高层级的沟通做好铺垫，随着“经济工作组”和“金融工作组”等两个工作组的成立和未来定期、不定期会议以加强沟通和交流，未来中美博弈的不确定性或将有效降低，而将于今年的 11 月 12 日在美国旧金山召开的亚太经济合作组织（APEC）领导人峰会，或更将成为中美进一步开展对话的契机。**人民币**汇率方面，预计美联储年内不再加息的概率较大，首次降息或延后至明年下半年出现。近期美元指数持续上升，但人民币汇率已能基本保持稳定，不再大幅被动贬值。监管层亦多次表态人民币汇率没有偏离基本面，反映了抑制汇率单边超调的决心。**外资投资者**方面，尽管过去 5 年外资在中国投资收益表现不佳，背后赎回压力较大导致近期持续净流出，但 9 月以来市场已能实现在外资大幅流出中走平，海外资金持续流出对 A 股市场的边际影响正在减弱。**综合来看，四季度风险因素相对有限，诸如外部地缘政治环境、海外货币政策与外资大幅流出预计均将迎来积极改善，负面影响或逐渐消退。**

同时，国内积极因素也正在不断积累，“小步快走”的政策推出模式或将提升行情的可持续性。自 8 月下旬以来，国内活跃资本市场和房地产销售支持政策开始快节奏地逐步出台。近期围绕地产调控松绑、城中村改造、化解地方政府隐性债务等方面的积极政策正紧锣密鼓地推出：全面取消限购的二线城市不断增加，一线城市初现松绑迹象，房产经纪费率下调让利推动供需继续修复，部分房企债务问题迎来积极变化；各地已启动摸底低效用地，部分城市积极推进城中村改造项目；地方政府特殊再融资债券重启，清偿拖欠企业款项行动加速。本轮经济政策信号看似偏弱实则低调，更加侧重微观实际执行而非宣传喊话，这也造成在政策执行初期市场对政策的长期实际影响定价并不充分，短期难以扭转市场主体的悲观预期。我们认为，随着四季度政策效果逐渐显现，一旦投资者开始反应和意识到政策或将会带来的积极变化，积极因素的积累都会逐步定价在股价当中，且实体经济和资本市场修复上行的持续性和稳定性将会更强。

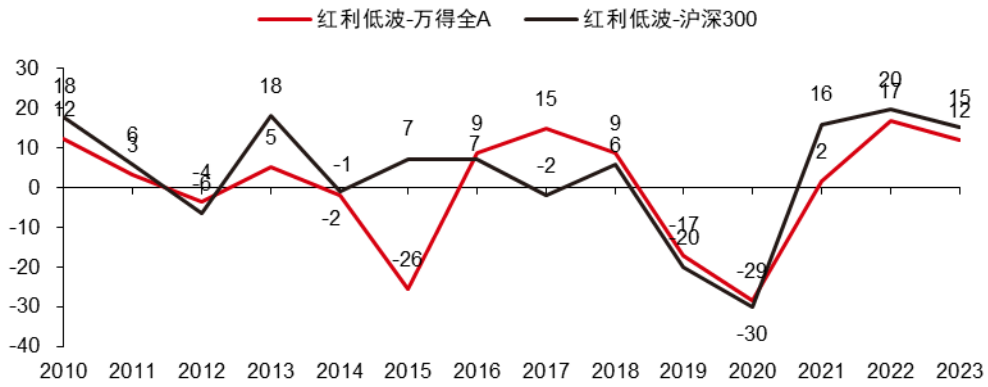
投资者面对积极变化的迟疑和谨慎终将随着预期的扭转发生改变，风险偏好的重新回升也将带动估值修复。经历了过去两年传统市场逻辑不断被挑战和打破的宏观环境，投资者面对变化反而是相对迟疑的，态度也是相对谨慎的，2021 年、2022 年和 2023 年前三季度，红利低波指数涨跌幅分别为 10.8%、-1.9%和 10.5%，而同期万得全 A 指数涨跌幅分别为 9.2%、-18.7%和-1.4%，沪深 300 指数涨跌幅则为-5.2%、-21.6%和-4.7%，红利指数已连续三年跑赢市场指数与大盘宽基指数。2010 年以来，红利低波策略仅在 2016-2018 年连续 3 年跑赢市场，期间正处于 2015 年牛市泡沫以后，稳健的大盘蓝筹更受市场青睐，同时，受益于供给侧改革去产能，大宗商品价格周期也带动高股息的资源品行情。红利低波指数以其高股息带来的相对高确定性和低波动带来的防御属性在海内外宏观环境不确定性更高的阶段持续表现出超额收益但这种极端谨慎的心态最终会随着预期的扭转发生改变，风险偏好的重新回升也会带来估值的修复。

图 42：万得全 A、沪深 300 与红利低波指数年涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部；2023 年截至 9 月 28 日。

图 43：红利低波指数年超额收益（pct）



资料来源：Wind，中信证券研究部；2023 年截至 9 月 28 日。

把握节奏至关重要，建议按照三阶段策略布局

配置上，建议依次沿着政策催化受益、市场情绪回暖受益和基本面拐点确立，采用顺周期、科技、白马三阶段策略布局。第一阶段，在政策预期还未充分兑现之前，积极布局直接受益于本轮稳增长政策的顺周期行业，建议关注城中村改造为**物业管理**、**家居**、**消费建材**带来十年维度的长期成长机遇，化债推动的**银行**和**保险**行业的重估，以及的**煤炭**、**有色**、**化工**等周期性行业。**第二阶段**，政策落地带动市场情绪恢复之后，积极布局前期跌幅较大的科技行业，自主可控方向建议密切关注**半导体**、**AI 国产化**、**信创**的事件催化，困境反转方向关注**新能源车**和**零部件**、**消费电子**的产品创新和订单改善进展。**第三阶段**，随着实体经济进入稳态复苏区间并且外资抛售进入尾声后，外资重仓板块有望迎来业绩和估值的双重拐点，典型代表包括**新能源**、**互联网**、**消费**和**医药**当中的白马品种。

风险因素

中美科技贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策推进及经济复苏不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；外资流出幅度超预期；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。