



中信证券研究部

核心观点



程强
宏观经济首席
分析师
S1010520010002



王希明
宏观分析师
S1010521040001

我们使用“**双轮驱动资产配置策略**”对8月的大类资产进行了分析。根据模型，当前市场重回“**稳增长**”状态，金融环境指数转正且经济环境指数快速上升。从基本面来看，预计政治局会议后将进入政策密集落地期，8月**主要关注地产宽松政策**，预计股票市场有望开启今年第三个关键做多窗口，债券市场可能有小幅调整。8月**地产政策、工业品价格、基建汽车领域韧性**值得关注。

■ 我们采用新的方式建立了中国的“经济环境指数”和“金融环境指数”，并构造了四个高频宏观指标，来跟踪并且领先判断一类或者多类资产价格的走势和拐点。7月份经济环境指数仍为负，反映出当前经济复苏基础仍不牢固，企业生产经营活动有所放缓。7月份金融环境指数重新进入正值区间，主要原因是6月信贷数据超预期回升。7月13日公布的金融数据显示，6月份人民币贷款增加3.05万亿元（Wind一致预期2.38万亿元），同比多增2296亿元。四个高频指数中，7月实物量指数、货币流动性指数、信用条件指数均呈现上涨，房地产景气指数整体走平。

■ 根据我们的模型，当前市场重回“稳增长”状态，金融环境指数转正且经济环境指数快速上升。3月模型进入“防风险”状态，此后一直维持在“防风险”状态当中，主要是经济恢复速度放缓、信贷扩张放慢以及人民币汇率贬值。当前市场重回“稳增长”状态，金融环境指数转正且经济环境指数快速上升，预计市场将在“稳增长”状态维持一段时间，然后可能进入“加杠杆”阶段。在“稳增长”状态当中通常建议超配债券和股票资产。

■ 从基本面来看，政治局会议后将进入政策密集落地期，8月**主要关注地产宽松政策**，预计股票市场有望开启今年第三个关键做多窗口，债券市场可能有小幅调整。7月24日政治局会议表态超出市场预期，地产政策的落地情况可能是8月市场博弈的重点，尤其是一线城市的落地情况，一揽子化债方案可能还需假以时日。对于股票市场，8月在政策、基本面、流动性、情绪四大拐点的共振下，有望开启今年第三个关键做多窗口。对于债券市场，政策落地期可能有利率上行，不过调整空间有限。对于商品市场，久期比股票和债券更短，经济数据能否验证问题更为关键，性价比不如权益资产。

■ 我们认为8月有如下三个宏观事件值得关注：

- **第一，一线城市和强二线城市地产政策调整。**7月24日政治局会议表示“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，市场对地产政策宽松的预期较强。目前，多数三四线城市的地产政策已经较为宽松，进一步调整的空间有限，而且很多三四线城市的人口净流入量较小。因此，市场主要关注的是一线和强二线城市的地产政策放松程度。
- **第二，工业品价格能否延续回升趋势。**工业品通缩是前一阶段压制CPI和工业企业利润的重要因素，也导致了工业企业持续去库存。7月南华综合指数（一揽子工业品价格）连续4周环比上涨。南华综合指数7月均值比6月均值上涨5.89%。工业品价格是库存周期的前瞻指标之一。如果8月工业品价格可以延续上涨趋势，则可能加速库存周期见底回升。
- **第三，基建投资和汽车消费的韧性。**基建方面，专项债发行额从今年5月开始出现较大规模的同比少增，如果按照从融资到投资3个月左右的时滞推算，8月的基建实物工作量可能承压。汽车方面，2023年3月汽车行业发生降价潮之后一度承压明显，消费者观望情绪浓重，但5、6月及7月高频数据显示汽车销售开始回暖，超市场预期。5-7月的汽车销售可能有一部分来自前期的积压需求，汽车消费热度能否延续需要观察。

■ **风险因素：**相关政策推出时点或力度不及预期；经济修复不及预期；汇率大幅波动风险；美国货币政策超预期调整；国际地缘局势升温等风险。

目录

资产配置策略框架和指数近期表现	3
8月大类资产配置建议	7
8月值得关注的宏观变量	13
风险因素	14

插图目录

图 1：基于“经济环境”和“金融环境”两个维度可划分为四个市场状态	3
图 2：7月制造业 PMI 仍旧位于收缩区间	5
图 3：7月金融环境指数值重新进入正值区间，经济环境指数值同样快速上涨但仍处于负区间	5
图 4：6月人民币贷款月净增为 30500 亿元，高于去年同期	5
图 5：粗钢等主要工业产品产量的同比增速连续两个月保持改善	5
图 6：7月以来实物量指数反弹上涨	6
图 7：7月以来房地产景气指数整体走平	6
图 8：6月地产投资较为低迷	6
图 9：6月企业中长期贷款高于去年同期	6
图 10：7月以来货币流动性指数呈现上涨	7
图 11：7月以来信用条件指数走扩	7
图 12：PMI 连续第二个月回升	8
图 13：原材料价格和原材料库存同步回升	8
图 14：螺纹钢:主要钢厂开工率（周）	8
图 15：PTA 开工率（周）	8
图 16：当周日均销量:乘用车:厂家零售（周）	9
图 17：国内执行航班数（7MA）	9
图 18：7月 25 日-28 日中信一级行业涨跌幅	11
图 19：政治局会议后，债券利率上行	11
图 20：政治局会议后，地产链商品价格上涨	11
图 21：首套房和二套房利率差距较大	12
图 22：30 大中城市商品房成交面积（MA7）	12
图 23：今年 3 月央行曾下调银行存款准备金率	13
图 24：半年期票据转贴现利率	13

表格目录

表 1：四类具有领先意义的指数	4
表 2：四象限下的利好资产	7

■ 资产配置策略框架和指数近期表现

我们采用新的方式构造了中国的“经济环境指数”和“金融环境指数”，并据此划分经济相态。(1) **经济环境指数**：采用三十余种与中国经济运行情况高度相关的指标构造了一个“GDP 同比”的日频拟合指标，以此来衡量“经济环境”的动态变化。(2) **金融环境指数**：采用十余种货币信贷指标合成为一个“金融环境指数”，其中隐含了中国政策环境的变化，对资产价格的指示意义更强。

图 1：基于“经济环境”和“金融环境”两个维度可划分为四个市场状态



资料来源：中信证券研究部

基于上述两个维度，我们将经济状态划分“稳增长”、“加杠杆”、“后周期”与“防风险”四类。各经济状态的运行逻辑与对应的资产表现结果如下：

状态一：稳增长。当经济增长水平低于预期时，政府往往采用宽松的财政、货币政策支持经济修复，对应的金融条件偏宽松。当前虽然经济可能出现了改善的迹象，但整体还处于低位偏弱运行，经济进入“稳增长”状态。该状态下，通常“债券类资产”表现更为强势。

状态二：加杠杆。该状态下，经济通常表现不错，金融环境也维持偏松状态。这是企业最喜欢的状态组合，不仅盈利在向好，而且对未来的预期也在改善，产出再投资形成正循环，创新创业活动大量增加。该状态下，通常“权益类资产”表现更为强势。

状态三：后周期。伴随着经济向好，逐渐出现杠杆率提升、物价上行、产能过剩等一系列的问题，政府开始采取相对紧缩的政策、更严格的监管方式调结构，金融条件开始收紧，即进入“后周期”状态。该状态下，通常“商品类资产”表现更为强势。

状态四：防风险。该状态下，经济偏弱同时暴露了一些风险，此时政策的重点在于宏观风险的防范，防风险政策客观上导致金融环境偏紧。该状态下一般不存在明显的风险暴露严格匹配的资产，可以综合配置“黄金-国债”等避险资产。

此外，我们找到一些不同角度的高频宏观指标，并将其指数化，用来跟踪并且领先判断一类或者多类资产价格的走势和拐点。国家统计局公布的中低频数据通常在第二个月的中旬才公布，这导致国家统计局数据无法及时反映经济运行的最新变化。通过宏观高频数据拟合出相应的指数，我们可以尽早捕捉短期经济运行的边际变化，并对各类资产未来的收益率进行预测。

表 1：四类具有领先意义的指数

指数的经济意义	对资产价格的指示意义
实物量 经济运行状况决定了未来的盈利能力，在“弱有效市场”中对于各类资产价格均具有重要的指示意义。	权益 (+)、债券 (-)、黄金 (-)
房地产景气 房地产全产业链与螺纹钢、铜、铝等商品密切相关；房地产作为重要的投资标的，对权益类资产亦存在一定挤出效应。	权益 (-)、螺纹钢 (+)
货币流动性 货币流动性往往可以指示短期利率的变化情况，对于宏观经济和资产价格均具有一定领先性。	权益 (+)
信用条件 信用条件往往是宏观经济运行的重要前瞻性信号。	权益 (+)、债券 (-)

资料来源：中信证券研究部

我们选取了**实物量、房地产景气、货币流动性、信用条件**四类具有领先意义的“宏观指标”，每一类指标选取了 5 个子指标，通过等权的方法将其指数化，进行“预测择时”。

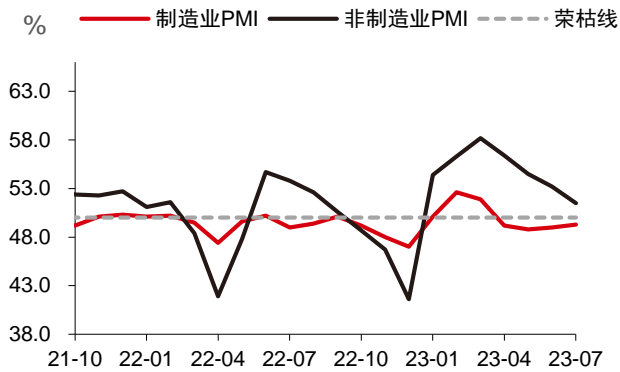
(1) **实物量指数**：包括集成电路产量、挖掘机产量、外贸集装箱吞吐量、工业用电量、日均粗钢产量等指标，同时涵盖了生产、出口、投资等重要领域。在实物量指数处于上行期时，通常权益资产的收益率更高，债券资产和黄金的收益率更低。

(2) **房地产景气指数**：包括商品房销售额、房屋施工面积、房地产开发投资完成额、中长期居民户新增人民币贷款、国房景气指数等指标。房地产类指标具有极强的中国特色，但在既往预测框架中的重视程度不高，我们则在这一点上予以有效补充。在房地产景气指数处于上行期时，通常权益资产的收益率更低，说明房地产市场对股市的挤出效应明显，而螺纹钢等基建相关的大宗商品收益率更高。

(3) **货币流动性指数**：包括 1 年期 MLF、DR007、R001 与 R007 成交量之比、3 个月中债商业银行同业存单到期收益率、美元指数等指标。在货币流动性指数处于上行期时，通常权益类资产的收益率更高。

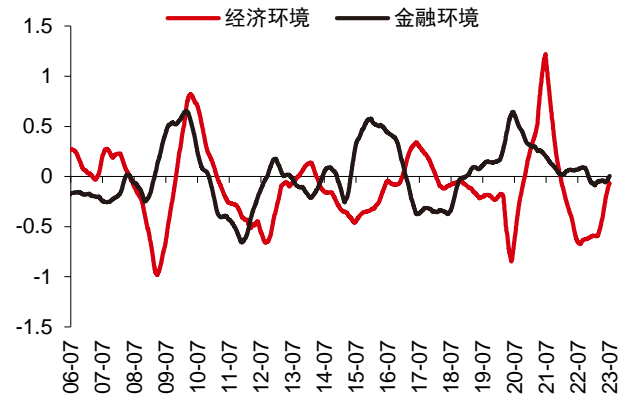
(4) **信用条件指数**：包括社融新增人民币贷款、M2、M1、LPR、城投债与国开债到期收益率之差等指标。货币 (3) 与信用 (4) 是一枚硬币的两面，从不同层面反映金融运行情况，对于宏观经济和资产价格均具有高度领先性。在信用条件指数处于上行期时，通常权益资产的收益率更高、债券资产的收益率更低。

图 2：7 月制造业 PMI 仍旧位于收缩区间



资料来源：Wind，中信证券研究部

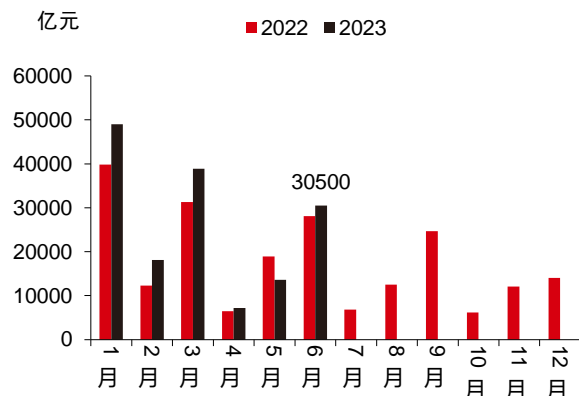
图 3：7 月金融环境指数值重新进入正值区间，经济环境指数值同样快速上涨但仍处于负区间



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

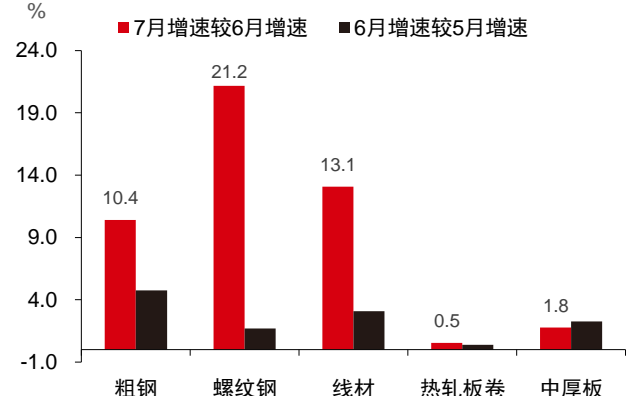
7 月金融环境指数值重新进入正值区间，经济环境指数值同样快速上涨但仍处于负区间。 指标值方面，我们测算 7 月份经济环境指数仍为负，反映出当前经济复苏基础仍不牢固，企业生产经营活动有所放缓。7 月中国制造业采购经理指数（制造业 PMI）为 49.3%，较上月上升 0.3 个百分点，但仍位于临界值以下。其中，生产端恢复状况好于需求端。6 月份，生产指数为 50.2%，较前值下降 0.1 个百分点，位于临界值以上，表明制造业企业生产活动继续加快；新订单指数为 49.5%，较前值上升 0.9 个百分点，位于临界值以下。7 月份金融环境指数重新进入正值区间，主要原因是 6 月信贷数据超预期回升。7 月 13 日公布的金融数据显示，6 月份人民币贷款增加 3.05 万亿元（Wind 一致预期 2.38 万亿元），同比多增 2296 亿元。结构上看，居民贷款新增 9639 亿元，同比多增 1157 亿元，继续出现边际改善，提前还贷情况有所好转。新增企业贷款 2.28 万亿元，其中新增企业中长期贷款 1.59 万亿元，占比保持高位。票据融资减少 821 亿元，信贷结构比较良好。预计适度宽松的金融环境将继续支撑经济企稳转好。

图 4：6 月人民币贷款月净增为 30500 亿元，高于去年同期



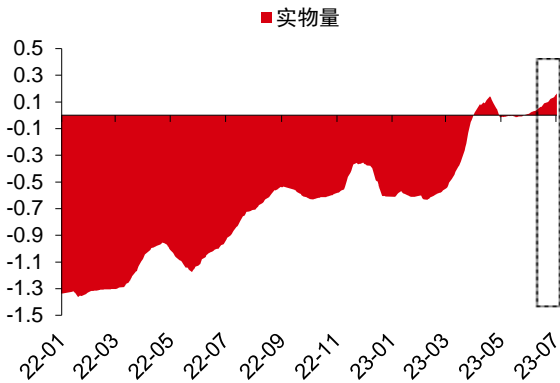
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：粗钢等主要工业产品产量的同比增速连续两个月保持改善



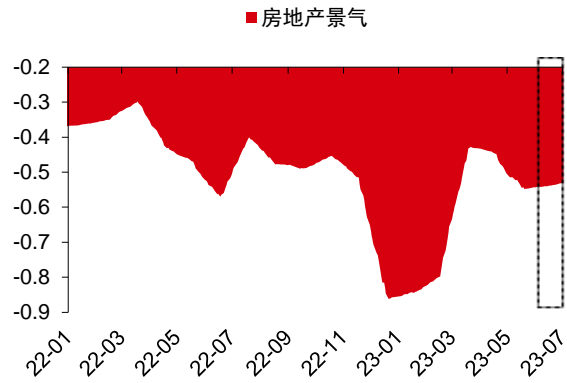
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：7 月以来实物量指数反弹上涨



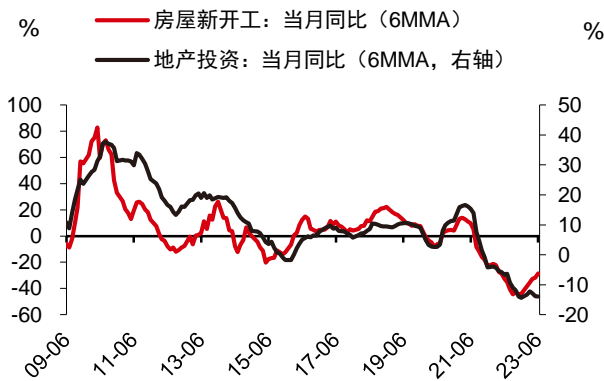
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 7：7 月以来房地产景气指数整体走平



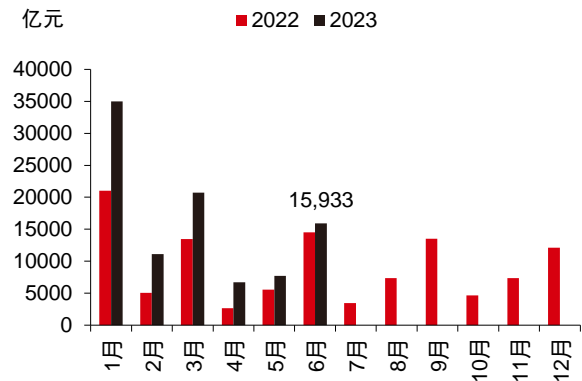
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 8：6 月地产投资较为低迷



资料来源：Wind，中信证券研究部

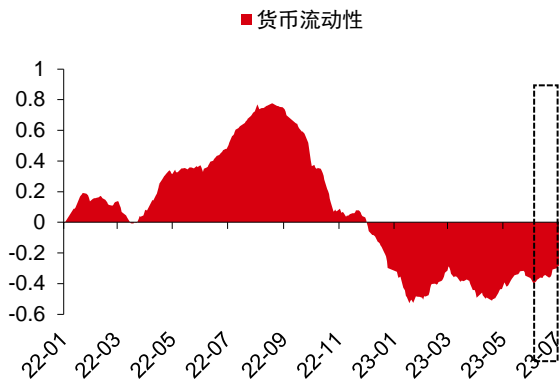
图 9：6 月企业中长期贷款高于去年同期



资料来源：Wind，中信证券研究部

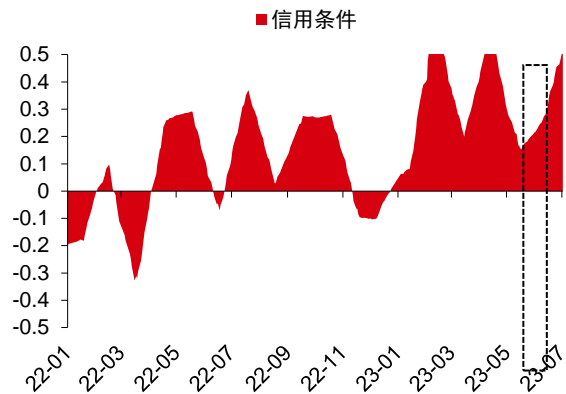
四个高频指数中，7 月实物量指数、货币流动性指数、信用条件指数均呈现上涨，房地产景气指数整体走平。7 月份实物量指数反弹上涨反映了近期工业生产稳步恢复。6 月份规模以上工业增加值两年平均增速为 4.2%，较 5 月上升 2.1 个百分点。2023 年 7 月，国内日均粗钢产量、钢厂螺纹钢产量、钢厂线材产量、钢厂热轧板卷产量、钢厂中厚板产量同比增速较 6 月分别改善 10.4、21.2、13.1、0.6 和 1.8 个百分点。房地产景气指数 7 月份走平，反映近期房地产开发投资延续低迷。我们认为在销售端回暖和融资端信用收缩压力解除之前，地产投资更可能是在基数降低的背景下走向弱均衡。7 月货币流动性指数整体呈现上涨趋势，主要动力为 R001/R007 成交量之比的下降。7 月信贷数据全面回升，一方面是货币和信贷政策积极发力稳增长的效果体现，另一方面也一定程度反映了部分实体企业预期转好、融资需求回升。在信贷数据超预期回升的支持下，7 月信用条件指数走扩，整体维持相对较高水平。

图 10：7 月以来货币流动性指数呈现上涨



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 11：7 月以来信用条件指数走扩



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

8 月大类资产配置建议

根据我们的模型，当前市场重回“稳增长”状态，金融环境指数转正且经济环境指数快速上升。3 月模型进入“防风险”状态，此后一直维持在“防风险”状态当中，主要是经济恢复速度放缓、信贷扩张放慢以及人民币汇率贬值。当前市场重回“稳增长”状态，金融环境指数转正且经济环境指数快速上升，预计市场将在“稳增长”状态维持一段时间，然后可能进入“加杠杆”阶段。根据我们之前的回测，在当前阶段和下一阶段中的理论优势资产均有超额收益。因此，在“稳增长”状态当中通常建议超配债券和股票资产。

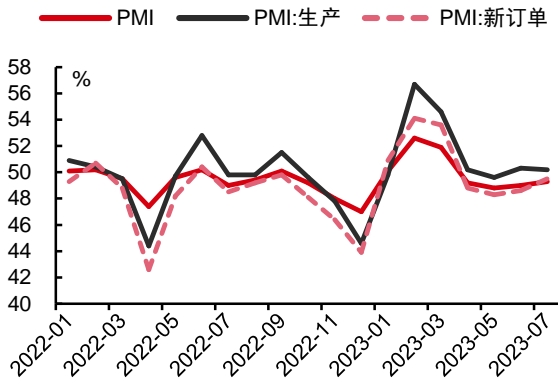
表 2：四象限下的利好资产

市场阶段	利好资产 1	利好资产 2
稳增长	债券	股票
加杠杆	股票	商品
后周期	商品	黄金
防风险	黄金	债券

资料来源：中信证券研究部

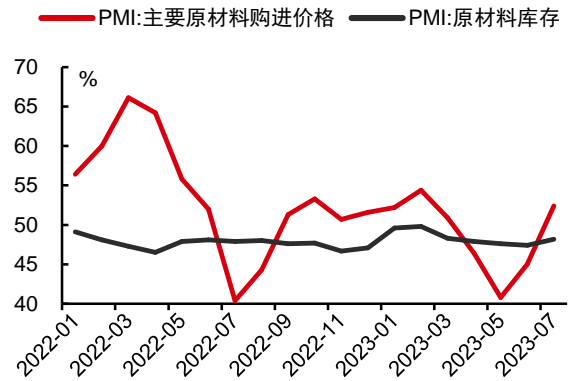
7 月国内经济延续低位企稳状态，制造业 PMI 连续第二个月回升，PMI 新订单指数回升 0.8 个百分点，但仍低于荣枯线。2023 年 7 月，中国制造业采购经理指数（制造业 PMI）为 49.3%，较 6 月上升 0.3 个百分点，是连续第二个月上升。7 月国内经济企稳的重要驱动力之一可能是上游商品价格回升带来的原材料库存回补小周期。7 月南华工业品指数环比上升 5.0%，对应 7 月 PMI 主要原材料购进价格指数为 52.4%，较前值增加 7.4 个百分点。随着上游商品价格上涨，企业适当回补原材料库存，7 月原材料库存指数为 48.2%，较前值增加 0.8 个百分点。

图 12：PMI 连续第二个月回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

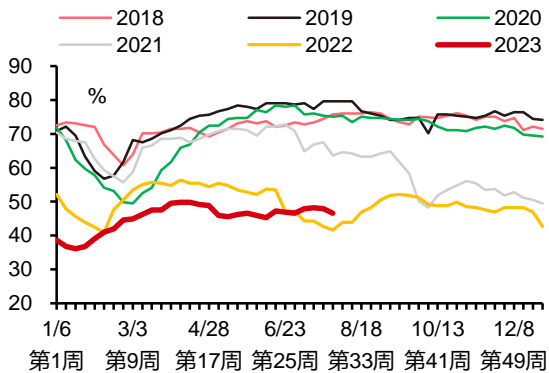
图 13：原材料价格和原材料库存同步回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

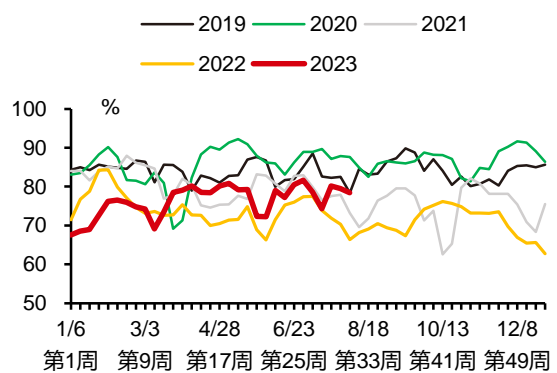
从高频数据来看，7月工业生产基本平稳，汽车消费好于预期。工业生产端，螺纹钢厂开工率提升，高炉开工率下滑，燃煤企业日均发电量增长。7月前四周螺纹钢厂开工率分别为47.9%、48.2%、47.9%和46.6%，均高于6月均值46.5%。7月前四周高炉开工率（247家）84.5%、84.3%、83.6%和82.1%，比6月下旬回落。7月前四周中电联统计的燃煤发电企业日均发电量分别同比增长16.1%、14.9%、5.1%和11.4%，处于较高水平，但是部分受到高温天气影响，不能完全反映工业生产情况。消费端，汽车消费好于预期，暑期出行较为旺盛。根据乘联会统计，7月1-31日全国乘用车厂家批发201.7万辆，同比去年下降6%。去年7月有燃油车购置税优惠的政策刺激，而今年没有政策优惠，因此较去年同期小幅下滑的销量也是好于市场预期的，尤其7月前三周均实现了同比正增长。7月国内执行航班数稳步提升，基本接近2021年同期水平。

图 14：螺纹钢:主要钢厂开工率(周)



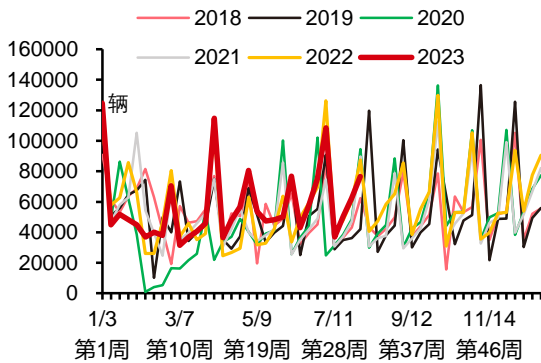
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：PTA 开工率(周)



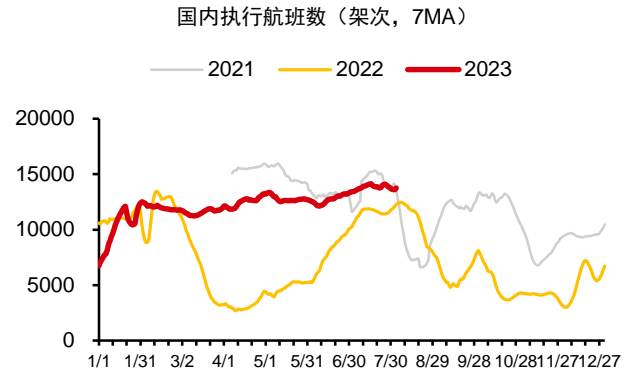
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：当周日均销量:乘用车:厂家零售（周）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：国内执行航班数（7MA）



资料来源：Wind，中信证券研究部

7月24日政治局会议表态超出市场预期，尤其是在地产和地方政府债务方面的定调发生明显变化。7月24日，中共中央政治局召开会议。会议提出，“当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足”，并且提出“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”。政治局会议前，市场对于政策发力的预期较低，不过实际上政治局会议的表述有较多超预期的地方，尤其是在地产和地方政府债务领域。地产方面，会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，我们认为之前市场过热时期提出的地产限制性政策可能会逐步放松。地方政府债务方面，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”。地方债务的表述从“严控新增隐性债务”变为“一揽子化债方案”，可能意味着政策重点从“控增量”到“化存量”的转变。

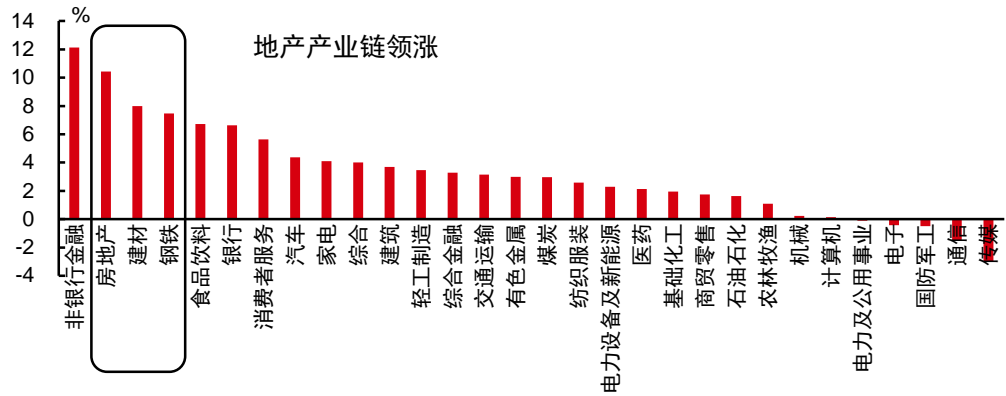
地产方面，住建部和北上广深住建局迅速表态响应政治局会议。1) 7月27日，住房城乡建设部召开企业座谈会。住建部长倪虹表示，要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。2) 7月29日，北京市住房城乡建设委召开会议。将认真学习领会中央政治局会议精神，按照倪虹部长在企业座谈会上的讲话要求，在市委、市政府领导下，坚持稳中求进工作总基调，结合北京房地产市场实际情况，会同相关部门抓紧抓好贯彻落实工作，大力支持和更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进北京房地产市场平稳健康发展。3) 7月30日，深圳市住房和建设局召开会议。会议表示坚决贯彻习近平总书记关于住房工作的重要指示精神，认真学习领会中央政治局会议精神，按照倪虹部长在企业座谈会上的讲话要求，在市委、市政府领导下，以及上级有关部门指导下，结合深圳市房地产实际情况，会同市有关部门、中央驻深机构和各区抓好贯彻落实，更好满足居民刚性和改善性住房需求，扎实推进保交楼工作，切实维护房地产市场秩序，促进深圳市房地产市场平稳健康发展。4) 7月30日，广州住建局表示正认真学习领会中央政治局会议精神，按照住建部部长倪虹在有关座谈会上的讲话要求，在广州市委、市政府领导下，坚持稳中求进工作总基调，实事求是抓紧推进落实，将结合广州实际尽快推出有关政策措施，大力支持、更好满足刚性和改善性住房需求，促进广州房地产市场平稳健康发展。5) 7月31日，上海市住建局召开专题会议，认

真学习领会 7 月 24 日中央政治局会议和近期一系列重要会议精神，表示将因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进上海房地产市场平稳健康发展。

化债方面，政治局会议的表述是“一揽子化债方案”，意味着化债手段可能比较多元，我们预计可能有四类主要方式，其中再融资债的规模或最为关键。1) 发行专门的地方政府再融资债券置换隐债。2015-2018 年我国曾经累计发行 12 万亿左右的置换债券，大规模置换隐债。2020 年以来，部分化债试点地区也进行了相对较小规模的再融资债“用于偿还存量债务”。再融资债的融资主体是地方政府，而不再是城投，具有利率低、期限长、还款有保障的特点，再融资债的新增额度对于地方债务化解可能是至关重要的。2) 引导政策性银行和商业银行为城投提供长期、低息贷款。此类银行贷款一般利率会明显低于非标融资或私募债融资，但是可能会降低银行的资产收益率。3) 地方政府盘活资产还债。地方政府可以整合区域内城投公司，让强资质城投公司合并弱资质城投公司，改善流动性。或者可以通过盘活存量国有资产的方式获得资金。4) 市场化债务重组或展期。与融资方协商，对银行贷款、私募债、非标等非公开债务进行重组或展期，降低利率、延长期限，不过预计公开债的重组和展期会非常谨慎。如果中央下决心进行大规模地方政府债务化解行动，货币政策可能会和财政政策进行协同，适当放松流动性环境。

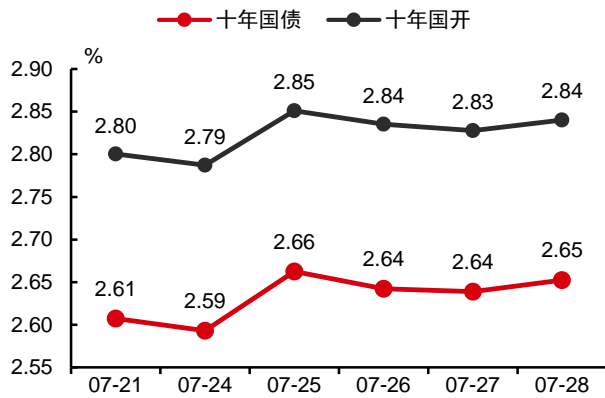
总体来看，地产政策的落地情况可能是 8 月市场博弈的重点，尤其是一线城市的落地情况，一揽子化债方案可能还需假以时日。从政策落地时间的维度考虑，地产政策可能会相对比较快。一是地产政策是在因城施策的框架下实施的，不需要全国统一行动，各个城市可以根据实际情况对地产政策进行灵活调整。二是住建部和北上广深等地方政府对 7 月政治局会议精神迅速落实，已经召开了相关会议。而化债方案可能会将对比较慢。一揽子化债方案可能涉及到多个部门，而且如果要增加地方政府债务限额的话，程序上可能需要人大批准。从政策效果考虑，地产宽松对资产定价的影响非常明确，利好股票和商品、利空债券，但是化债对资产定价的影响还需要视情况而定。如，单纯降低地方政府隐性债务有利于股市，但是如果银行体系承担较多任务，可能会影响银行盈利，进而打压金融股股价。再如，大规模发行置换债可能增加债券供给，利空债市，但是如果货币政策配合宽松，则两者效果可能会相互对冲。从市场表现来看，政治局会议后（7 月 25 日-28 日）投资者也主要是在交易地产政策放松的逻辑。股市中地产产业链涨幅靠前、债券调整、黑色商品价格上涨。另外，政治局会议提到的“活跃资本市场”也可能对股市产生明显影响。

图 18：7 月 25 日-28 日中信一级行业涨跌幅



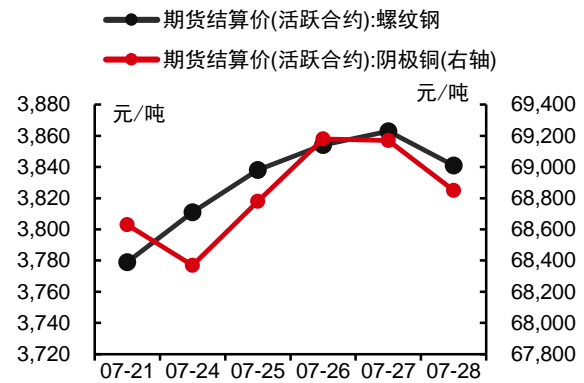
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：投资单月增速为中信证券研究部测算

图 19：7 月 24 日政治局会议后，债券利率上行



资料来源：Wind，中信证券研究部

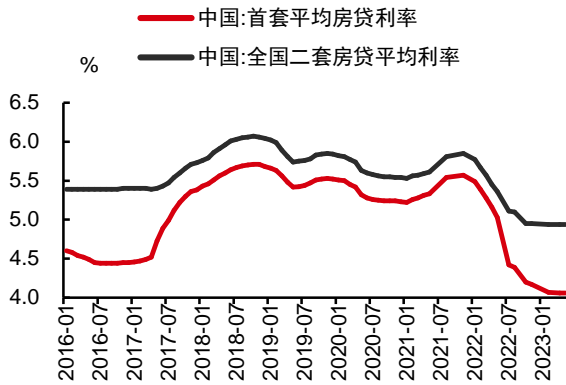
图 20：7 月 24 日政治局会议后，地产链商品价格上涨



资料来源：Wind，中信证券研究部

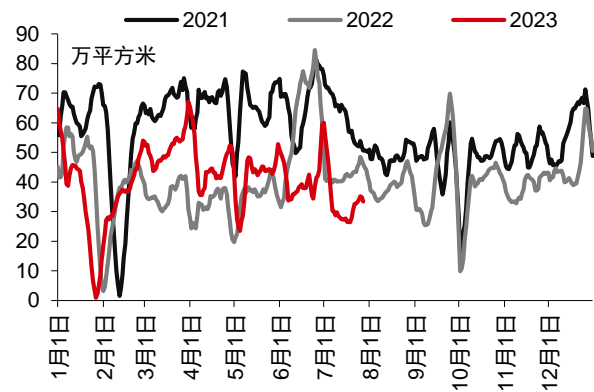
8 月是地产政策落地的观察期，预计一线城市有可能会在“认房又认贷”等方面进行优化，可能先以郊区作为试点。“认房又认贷”主要用于贷款买房时的首套房/二套房认定，只要借款人名下有房或有房贷记录，都将被界定为二套房或以上。而“认房不认贷”是指，商业银行在确定贷款比例时，只按照家庭名下是否有房来认定，不管购房家庭是否有住房贷款记录。首套房和二套房的贷款利率和首付比例差距很大，对于改善性需求的置换家庭来说非常关键。利率方面，根据贝壳研究院统计，2023 年 7 月，我国一线城市首、二套房贷利率分别为 4.50%、5.03%，差距为 53bps。首付比例方面，以上海为例，首套房首付比例最低 35%，而二套房普通住宅首付比例最低 50%，非普通住宅首付比例最低 70%。目前一线城市均实行“认房又认贷”，多数二三线城市已经改为“认房不认贷”。未来，预计一线城市可能会在投机压力相对较小的郊区率先实施“认房不认贷”。

图 21：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

图 22：30 大中城市商品房成交面积 (MA7)



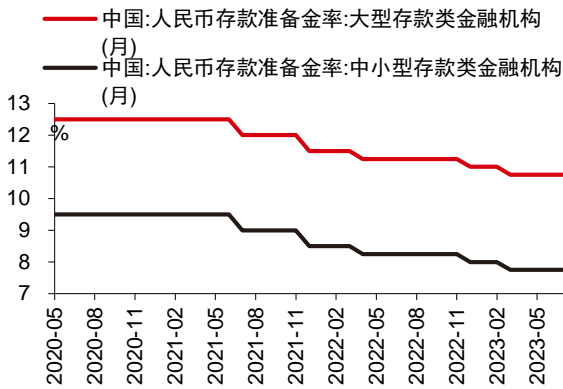
资料来源：Wind，中信证券研究部

地产政策落地后，市场可能会向数据验证期过渡，地产销售的回升幅度如不及预期，可能会引发调整。今年上半年，市场已经经历了一轮“强预期”的落空。今年初，随着地产政策和疫情防控政策的优化，地产销售迎来了一轮“小阳春”，2月和3月30个大中城市商品房成交面积同比上涨较多。但是二季度开始，“强预期”没有转化成“强现实”，地产销售从4月开始下滑，经济修复速度也开始放缓，4月PMI回落至荣枯线以下。现在的状态也是“强预期、弱现实”，如果后续地产放松政策落地，市场便可能会转而交易地产销售数据的兑现。在“我国房地产市场供求关系发生重大变化”的背景下，预计地产销量很难出现大幅改善，尤其是广大的二三线城市。地产数据如果不及预期，可能会导致市场交易反转。

具体来看，对于股票市场，7月市场整体处于经济、政策和情绪的三重谷底，8月在政策、基本面、流动性、情绪四大拐点的共振下，有望开启今年第三个关键做多窗口，预计行情不会以脉冲式的上涨一蹴而就，而是在政策有序落地的过程中逐步上行，将持续数月。第一，政策拐点已明确，7月政治局会议全面回应市场关切，提振市场信心，预计优化地产政策、活跃资本市场、一揽子化债方案措施将逐步落地。第二，基本面拐点也将明确，经济运行料已处于年内底部，将随着库存去化和政策发力逐步改善，A股盈利周期的底部特征较明显，预计盈利增速将在下半年修复。第三，市场流动性拐点也将明确，人民币汇率拐点已清晰，国内货币政策8月仍有降准可能，同时近期A股关注度提升，活跃资金明显回流，将带动增量资金入场。第四，市场情绪也将迎来拐点。四大拐点8月共振下，A股有望开启今年继1月和4月后的第三个关键做多窗口。

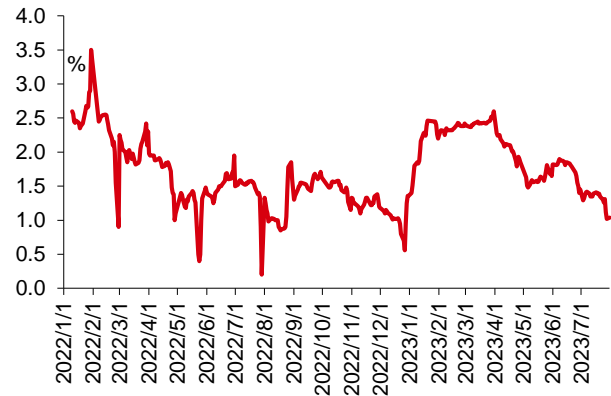
对于债券市场，政策落地期可能有利率上行，不过调整空间有限。7月经济延续低位企稳迹象，而且8月稳增长政策可能陆续出台，会对债市情绪产生扰动，尤其是地产相关政策。预计8月债券利率中枢可能会小幅上行，不过上行的空间可能比较有限。一是稳增长政策落地的效果还需要观察，二是当前市场有比较强的货币政策宽松预期，我们也预计8月或9月央行有可能实施降准。三是现在实体经济的贷款融资需求不算强，7月底票据利率再次下探。

图 23：今年 3 月央行曾下调银行存款准备金率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：半年期票据转贴现利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

对于商品市场，久期比股票和债券更短，经济数据能否验证问题更为关键，性价比不如权益资产。工业品价格在 7 月下旬出现反弹，主要是政策预期拉动。但是商品期货本身久期很短，只有几个月的时间，因此对于短时间内政策落地、数据验证的要求更高。如果政策落地慢于预期或者数据验证慢于预期，投资者可能会选择离场，地产链商品的性价比可能不如权益资产。另外，近期受台风“杜苏芮”影响，华北、黄淮等地出现极端降雨过程，天气可能会对建筑施工和农产品种植产生负面影响。

8 月值得关注的宏观变量

第一，一线城市和强二线城市地产政策调整。7 月 24 日政治局会议表示“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，市场对地产政策宽松的预期较强。目前，多数三四线城市的地产政策已经较为宽松，进一步调整的空间有限，而且很多三四线城市的人口净流入量较小，地产需求不足。因此，市场主要关注的是一线和强二线城市的地产政策放松程度。

第二，工业品价格能否延续企稳趋势。工业品通缩是前一阶段压制 CPI 和工业企业利润的重要因素，也导致了工业企业持续去库存。不过，7 月南华综合指数（一揽子工业品价格）连续 4 周环比上涨。南华综合指数 7 月均值比 6 月均值上涨 5.89%。工业品价格是库存周期的前瞻指标之一。如果 8 月工业品价格可以延续上涨趋势，则可能加速库存周期见底回升。

第三，基建和汽车消费的韧性。基建方面，专项债发行额从今年 5 月开始出现较大规模的同比少增，如果按照从融资到投资 3 个月左右的时滞推算，8 月的基建实物工作量可能承压。向后看，由于去年政策性开发性金融工具的带动，基建投资增速今年在整个下半年都面临较高基数（去年 8-11 月基建投资单月增速在 12.8-16.3%之间），后续维持高位有赖增量政策支持。汽车方面，2023 年 3 月汽车行业发生降价潮之后一度承压明显，消费者观望情绪浓重，但 5、6 月及 7 月高频数据显示汽车销售开始回暖，超市场预期。5-7 月的汽车销售可能有一部分来自前期的积压需求，汽车消费热度能否延续需要观察。

■ 风险因素

相关政策推出时点或力度不及预期；经济修复不及预期；汇率大幅波动；美国货币政策超预期调整；国际地缘局势升温等风险。

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报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

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