

中信证券研究部

**秦培景**
首席策略师
S1010512050004**钱翔**
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

A 股上半年呈现主题交易极致化和机构博弈极端化的特征，市场波动较大，当前经济、政策和市场情绪预期处于谷底，7 月 A 股将进入业绩和政策的验证期，主题、政策、调仓三大博弈将逐步收敛，聚焦业绩驱动的中报行情，建议围绕“中报业绩”和“三大安全”两个维度展开配置。一是国内经济复苏仍处低位，企业盈利增速在上半年筑底后，下半年有望温和复苏，基本面修复对政策的依赖度较高。二是政策预期仍处谷底，前期市场激进的政策预期已不断下修，预计 7 月国内逆周期政策不会缺席，且美联储重启加息概率不高，国内宏观流动性偏松，而中美关系扰动仍在。三是市场依然处于下半年波动区间的谷底，主题、政策、调仓三大博弈在 7 月将逐步收敛，聚焦业绩驱动的中报行情。

A 股下半年将乘风破浪，并于 7 月首先进入业绩和政策的验证期。上半年 A 股收官，上证指数累计上涨 3.7%，其中中小盘占优，稳定和成长风格领涨。回顾上半年，经济复苏预期与现实数据再平衡后，投资者预期从过度乐观快速下修至过度悲观的冰点，其间轻业绩而重博弈的活跃资金看短做短，主导主题交易极致化，机构博弈极端化；而极端的的分化和机构排名压力下，存量博弈的机构投资者心态失衡，其行为模式也发生了巨大变化。展望下半年，预计 A 股盈利在压制因素缓解后，下半年将迎来底部温和复苏，与此同时，海外金融风险、欧美衰退、大选周期三因素叠加，或持续扰动市场。随着基本面预期逐步改善，投资者心态将重归平稳，其行为模式也将从短期主题博弈重回长期业绩主导，助力 A 股乘风破浪。当前经济、政策、市场情绪三重预期均处谷底，而 6 月以来主题、政策、调仓三大博弈日趋激烈，7 月 A 股将进入业绩和政策的验证期。

经济复苏动能降中趋缓，盈利增速筑底后温和复苏，基本面对政策依赖度较高。

1) 国内经济多数指标降中趋缓并逐步稳健，未来修复的政策依赖度较高。需求不足仍是制约当前经济复苏斜率的关键，从已发布数据看，上半年工业增加值有所改善但增速仍低，服务业景气延续回落趋势，在三大需求里，投资、消费、出口则逐月不同程度下滑，在此背景下，物价依旧承压，企业的普遍补库需求还未启动。根据中信证券研究部宏观组预测，2 季度工业增加值可能同比增长 4.9%（前值 3.0%），社零同比增长 11.4%，投资增长 4.3%（其中制造业增速可能最高，基建其次，地产依旧是较大拖累项），2 季度 CPI、PPI 同比平均分别为 0.3%、-3.9%。未来多项政策措施呵护下，有望推动下半年经济持续回升向好，当前经济中的各方面分化将走向均衡状态，形成更高水平的新经济均衡。

2) 盈利增速上半年筑底后，下半年有望温和复苏。工业利润方面，在 4 月阶段性触底后，5 月迎来了一定程度的恢复，同比降幅为 12.6%，相比 4 月收窄 5.6 个百分点。综合当前的需求态势，工业企业产成品存货和营收同比增速的趋势，我们认为当前经济仍处于主动去库存向被动去库存的过渡期，下半年有望随着 PPI 同比改善而稳步修复。A 股盈利方面，预计上半年压制业绩的价格性因素、滞后性影响以及全球性因素在下半年将逐渐消退，中证 800 非金融板块盈利增速将在上半年筑底、下半年转正并温和复苏，预计 2023Q1-Q4 单季度净利润同比分别为 -2%、-1%、12%、11%（注：2023Q1 为实际值），年中修复趋势更明显。

逆周期政策不会缺席，宏观流动性保持宽松，但中美关系扰动仍在。

1) 当前政策预期仍处谷底，预计 7 月逆周期政策不会缺席。当前经济复苏动能不足，为实现“两会”制定的全年“5%左右”的经济增长目标，后续逆周期政策有望继续出台，经过 3 月中旬以后接近一个季度的全国范围内调查研究，以及持续的政策博弈市场预期下调后，7 月底的政治局会议将成为重要观测窗口。预计逆周期政策不会缺席：基建方面，预计政策更多考虑政策性开发性金融工具；地产方面，房住不炒框架下，防范地产系统性风险的政策或为主要抓手；消费方面，6 月 20 日王沪宁出席“恢复和扩大消费”调研协商座谈会，中信证



杨家骥
策略分析师
S1010521040002



崔嵒
海外宏观经济首席
分析师
S1010517040001



联系人：徐广鸿
海外策略首席
S1010114110085

券研究部政策组认为后续各地政府可能根据自身财政情况出台专项补贴、消费券等政策。

2) 美联储 7 月重启加息概率不高，国内宏观流动性偏松，中美关系扰动仍在。首先，CME 数据显示 7 月美联储加息 25bps 概率高达 87%，但我们认为实际落地的概率并不高，一方面，预计 6 月美国通胀难大超预期，另一方面，7 月美联储与市场沟通信息渠道少，当前缺乏能实际支撑 7 月再加息的信息。其次，国内方面，根据中信证券研究部固收组测算，完全排除 MLF 以及逆回购到期的因素，7 月存在约 3500-4000 亿元的流动性缺口，但更多是季节性因素所致，较往年相比实际上整体偏友好，流动性压力可控；预计跨季结束后 DR007 很可能再度回落至政策利率下方，在 1.7~1.8% 区间内平稳运行。再次，最近美方主动与中方开展对话的核心目标或在于防止误判，管控冲突，中美关系短暂缓和。实际上，相对于中美利差和国内基本面预期的变化，近期人民币汇率变动更多表明了投资者对地缘等非经济因素的担忧远超过去年。

■ 三大博弈收敛，聚焦中报行情。

1) 主题、政策、调仓三大博弈 7 月将逐步收敛。受经济、政策、市场情绪三重预期均处谷底影响，预计 7 月市场增量资金规模有限。根据对中信证券渠道调研的情况，最近中小活跃私募仓位依然保持在 76%（历史中位数）以上的水平，整个 6 月变动并不明显。公募产品新发依然处于 5 年以来的低点，6 月主动型和被动型产品新发仅为 120 亿元和 92 亿元。而博弈政策的交易型外资已经连续三个月呈现净流出的状态。市场流动性约束下，预计主题、政策和调仓三大博弈在 7 月都将以中报业绩为基准收敛。具体而言，随着业绩舆情披露渐入高峰，主题交易的热度会衰减并持续高切低；当前政策预期已处于低位，7 月预计政策博弈重心将从总量转向结构；机构二季度的季末调仓结束，而进入三季度季初后，调仓主导将明显从博弈转向业绩。

2) 聚焦中报行情，关注业绩有亮点和景气趋势改善的品种。预计 A 股中报业绩缓慢修复，结构亮点与一季报相似，各大行业看点如下。1) 科技板块中，预计 AI 相关的算力、应用维持高景气，但业绩或将在下半年才能逐步兑现，中报业绩较好的细分领域预计主要为经济复苏带来的传统主营业务需求转暖的领域，包括**运营商、通信设备、信创、半导体设备**，还有部分出口导向的**消费电子**。2) 预计消费行业中报业绩增速在大类行业中领先，盈利较好的板块包括明显受益于节假日出行回补的出行链（机场、酒店、景区、餐饮），内需修复、出口库存持续去化的家电、家居、品牌服饰，以及前期相对冷门的纯内需品种，例如啤酒、黄金珠宝、零食。3) 制造和周期板块中，在商品价格、工业企业利润整体承压的背景下，预计上游资源品盈利较好的主要为**油气、火电**，中游制造中报预期较强的集中在新能源，包括**光伏一体化、辅材、电力设备**，部分销量领先的新能源车及其供应商。

3) 继续围绕“三大安全”领域展开配置，提高其中有业绩优势的品种权重。配置上，建议坚持业绩为纲，忽略激烈博弈过程中的波动和反复，继续坚守科技、能源资源和国防三大安全领域中有催化或业绩优势的品种：1) 科技安全领域，围绕数字经济主题，关注中报预期较好的**运营商、通信设备、信创、半导体设备**，尚处于产业早期阶段的 AI 算力、AI 应用有望在下半年开始逐步兑现业绩；此外，关注存储、面板的行业周期底部反转机会。2) 能源资源安全领域，传统能源关注中报业绩预期较好的**油气、火电**，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**，从下半年盈利弹性的角度，建议关注充电桩、风电、机器人等。3) 国防安全领域，从业绩增长的持续性角度推荐军用通信、战场感知、航发和导弹产业链。

■ 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

A 股下半年将乘风破浪，并于 7 月首先进入业绩和政策的验证期	5
经济复苏动能降中趋缓，盈利增速筑底后温和复苏，基本面对政策依赖度较高	7
国内经济多数指标降中趋缓并逐步稳健，未来修复的政策依赖度较高	7
盈利增速上半年筑底后，下半年有望温和复苏	10
逆周期政策不会缺席，宏观流动性保持宽松，但中美关系扰动仍在	12
当前政策预期仍处谷底，预计 7 月逆周期政策不会缺席	12
美联储 7 月重启加息概率不高，国内宏观流动性偏松，中美关系扰动仍在	13
三大博弈收敛，聚焦中报行情	14
主题、政策、调仓三大博弈 7 月将逐步收敛	14
聚焦中报行情，关注业绩有亮点和景气趋势改善的品种	15
继续围绕“三大安全”领域展开配置，提高其中有业绩优势的品种权重	18
风险因素	18

插图目录

图 1：上半年 A 股宽基指数走势	5
图 2：上半年风格指数走势	6
图 3：每月前 3 大领涨行业及对应当月的涨幅	6
图 4：二季度经济景气指标运行	8
图 5：新开工计划投资额累计同比增速下行较快	8
图 6：30 大中城市商品房成交面积日均值趋势	8
图 7：百城成交土地规划建筑面积日均值趋势	8
图 8：10 城平均的日均地铁客运量居高位	9
图 9：高炉开工率提升	9
图 10：6 月制造业 PMI 产需指标均较上月有所回升	10
图 11：6 月端午节假期期间，居民航空出行需求增加，航班执行数量上升	10
图 12：5 月工企产成品存货和营收增速下降，经济仍处于主动去库存向被动去库存的过渡期	11
图 13：1-5 月电力热力生产供应业利润增速保持高位	11
图 14：电燃水生产和供应业的库存周期已经见底，制造业的库存周期正在见底	11
图 15：市场利率预期	13
图 16：DR007 和 10 年国债到期收益率	14
图 17：公募新发回暖缓慢	15
图 18：交易型外资连续三个月净流出	15
图 19：5 月工企产成品存货和营收增速下降，经济仍处于主动去库存向被动去库存的过渡期	17
图 20：1-5 月中游石油煤炭燃料加工业、黑色有色金属行业利润降幅较大	17
图 21：房地产开发投资同比增速	18
图 22：新开工和竣工同比增速	18

表格目录

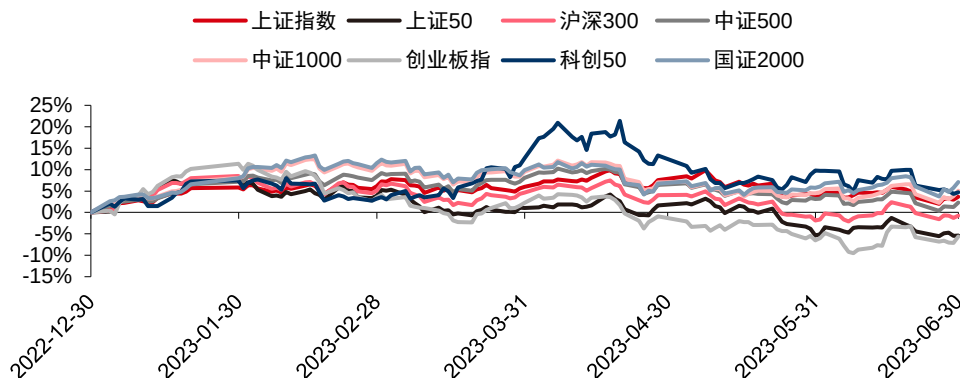
表 1：2023Q2 至 2024 年中证 800 企业盈利增速预测	12
表 2：限额以上分品类零售额增速一览	16

■ A 股下半年将乘风破浪，并于 7 月首先进入业绩和政策的验证期

上半年 A 股收官，上证指数累计上涨 3.7%，其中中小盘占优，稳定和成长风格领涨。回顾上半年，经济复苏预期与现实数据再平衡后，投资者预期从过度乐观快速下修至过度悲观的冰点，其间轻业绩而重博弈的活跃资金看短做短，主导主题交易极致化，机构博弈极端化；而极端的市场分化和机构排名压力下，存量博弈的机构投资者心态失衡，其行为模式也发生了巨大变化。展望下半年，预计 A 股盈利在压制因素缓解后，下半年将迎来底部温和复苏，与此同时，海外金融风险、欧美衰退、大选周期三因素叠加，预计将持续扰动市场。随着基本面预期逐步改善，投资者心态将重归平稳，其行为模式也将从短期主题博弈重回长期业绩主导，助力 A 股乘风破浪。当前经济、政策、市场情绪三重预期均处谷底，而 6 月以来主题、政策、调仓三大博弈日趋激烈，7 月 A 股将进入业绩和政策的验证期。

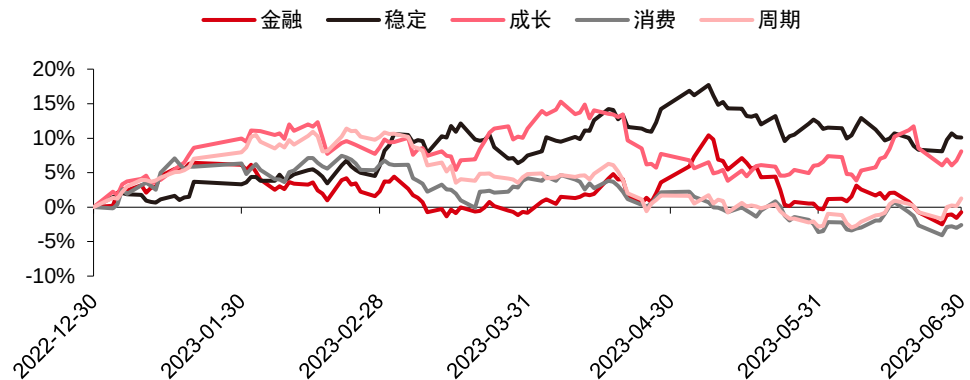
上半年 A 股市场中小盘占优，稳定和成长风格领涨。上半年，主要宽基指数的涨跌幅分别为上证指数（3.7%）、上证 50（-5.4%）、沪深 300（-0.8%）、中证 500（2.3%）、中证 1000（5.1%）、创业板指（-5.6%）、科创 50（4.7%）、国证 2000（7.1%），以上证 50 为代表的大盘股表现偏弱，以国证 2000 为代表的小盘指数明显占优。风格上看，上半年各风格指数的涨跌幅分别为稳定（10.1%）、成长（8.1%）、周期（1.3%）、金融（-0.7%）、消费（-2.6%），稳定和成长风格相对领涨。

图 1：上半年 A 股宽基指数走势



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2023 年 6 月 30 日

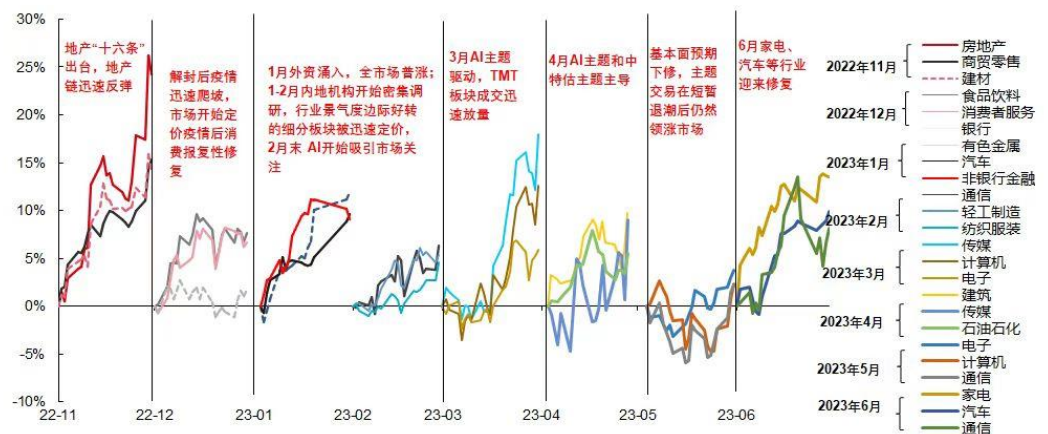
图 2：上半年风格指数走势



资料来源：Wind，中信证券研究部 截至 2023 年 6 月 30 日

A 股“看短做短”极致化，短期主题博弈剧烈。自去年 11 月以来，A 股市场每月领涨行业快速轮动，去年 11 月为地产产业链领涨，12 月转向疫后服务消费复苏，今年 1 月市场一度出现普涨，2 月末 AI 主题开始演绎，4 月“中特估”主题也获得市场关注，5 月基本面预期下修，主题炒作在短暂退潮后仍然领涨市场，6 月家电、汽车等行业迎来修复。

图 3：每月前 3 大领涨行业及对应当月的涨幅



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至 2023 年 6 月 30 日

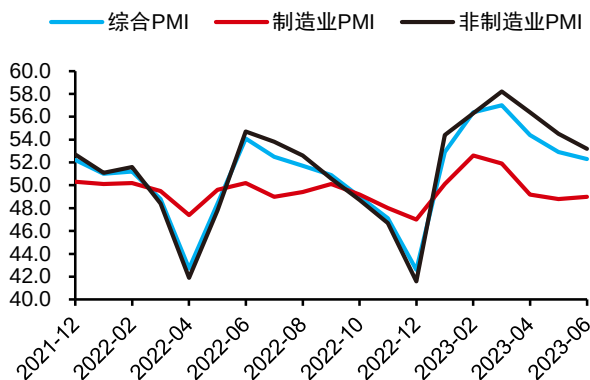
■ 经济复苏动能降中趋缓，盈利增速筑底后温和复苏， 基本面对政策依赖度较高

国内经济多数指标降中趋缓并逐步稳健，未来修复的政策依赖度较高

二季度经济走势基本稳定，多数指标降中趋缓、逐步稳健。从经济景气指标看，4、5、6 月综合 PMI 指数分别录得 54.4%、52.9%、52.3%，下降幅度逐渐减少，呈现筑底特征。需求不足仍是制约复苏斜率的关键，从已发布数据看，工业增加值有所改善但增速仍低，服务业景气延续回落趋势，在三大需求里，投资、消费（按两年平均口径）、出口则逐月不同程度下滑，这说明需求端弱势仍是制约复苏斜率的关键，在此背景下，物价依旧承压，企业的普遍补库需求还未启动。结合基数效应，中信证券研究部宏观组预测，2 季度工业增加值可能同比增长 4.9%（前值 3.0%），社零同比增长 11.4%，投资增长 4.3%（其中制造业增速可能最高，基建其次，地产依旧是较大拖累项），2 季度 CPI、PPI 同比平均分别为 0.3%、-3.9%。

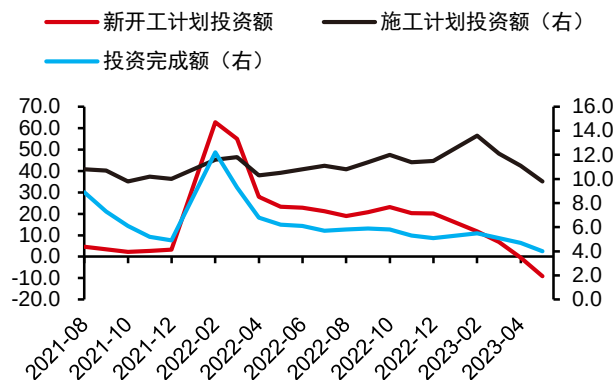
当前计划投资项目同比有所减少，政府重点引导项目向高技术领域倾斜。1-5 月，本年新开工计划总投资额同比下降 9.1%（2022 年全年为增长 20.2%），显示今年以来新项目动能边际趋缓。从国家发改委审批核准的固投项目看，今年 1-5 月审批核准 70 个项目，共涉及计划投资 6672 亿元，集中在高技术、能源、交通等领域，相比而言 2022 年 1-5 月共审批核准 48 个项目，共 6542 亿元，2022 年项目集中在能源、交通、水利等领域。可见当前重大项目虽规模与去年大致接近，但单体规模有所降低，可能更多向高技术领域倾斜。具体从投资的佐证指标和高频数据看：（1）基建方面：6 月地方专项债新增发行 4038 亿元，1-6 月累计同比减少 33%，专项债发行规模进入缓步期。6 月建筑业 PMI 录得 55.7%，前值 58.2%，有所回落。高频指标方面，6 月石油沥青装置开工率、水泥磨机运转率改善趋势不及去年同期，螺纹钢厂开工率低于去年，此外建材综合价格指数较为低迷，可能拖累名义量。（2）制造业方面：工业企业盈利降幅已边际收窄，6 月制造业 PMI 略为回升（从 48.8%到 49.0%），在新能源及汽车、数字经济等产业政策带动下，预计制造业投资保持较好水平。（3）房地产方面：6 月 30 城商品房日均成交面积同比降低 34%，二手房价指数环比下行，百城土地成交规建面积、成交额分别下降 30%、下降 34%，预计主要支撑依旧为竣工端，地产投资低迷。总体来说，对投资节奏还需保持耐心。

图 4：二季度经济景气指标运行（%）



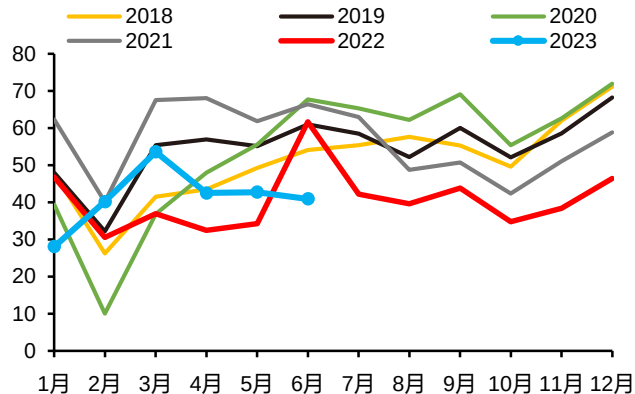
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：新开工计划投资额累计同比增速下行较快（%）



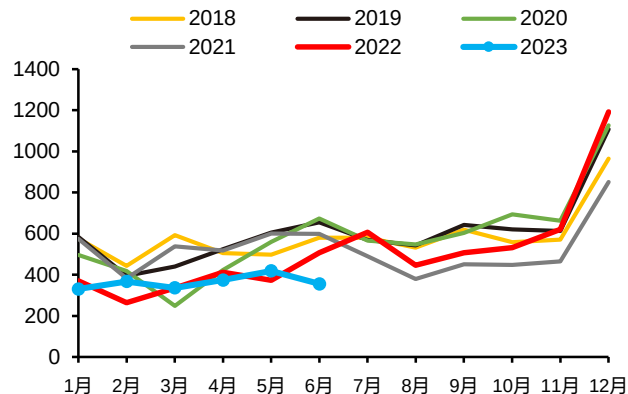
资料来源：Wind，中信证券研究部。图示累计同比增速

图 6：30 大中城市商品房成交面积日均值趋势（截至 6.30）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算。单位：万平方米。基于 30 城日度商品房成交数据测算。

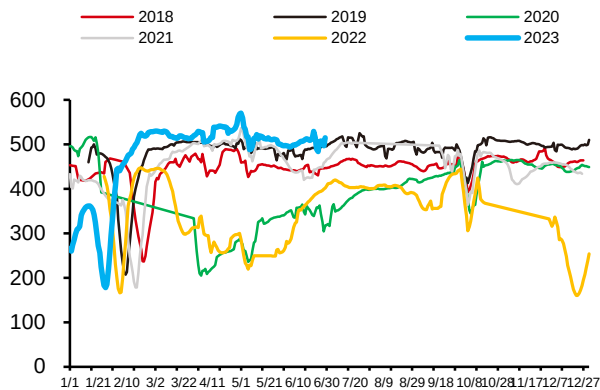
图 7：百城成交土地规划建筑面积日均值趋势（截至 6.30）



资料来源：Wind，中信证券研究部测算。单位：万平方米。基于百城土地成交面积周度数据测算。

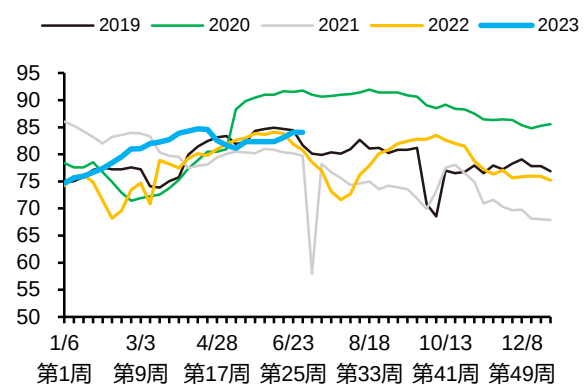
从工业、服务业和消费高频指标看：交通保持景气，样本城市地铁客运提升，货运物流下行，执行航班数提升，不过内贸集装箱运价下行。工业方面跟踪指标的增长面扩大，本周高炉、PTA、汽车钢胎、聚酯织造开工率提升，但 PVC、纯碱开工率下行。消费方面根据乘联会发布的数据，6 月前 4 周我国乘用车市场零售环比增长 9%，销量较上月继续抬升；电影观影票房明显高于历史同期；端午节旅游消费表现中规中矩，这可能使得商品消费与服务消费的分化趋于稳定。6 月份越南出口金额降幅较前值扩大 5.6 个百分点。6 月末 CCFI 综合指数、SCFI 综合指数、义乌小商品出口价格指数分别较 5 月末下跌 4.6%、3.0%和 0.1%，总体显示出口景气还在持续下降。

图 8：10 城平均的日均地铁客运量居高位（万人次，7MA）



资料来源：Wind，中信证券研究部。样本十城为北京、上海、广州、武汉、南京、西安、成都、苏州、重庆、郑州

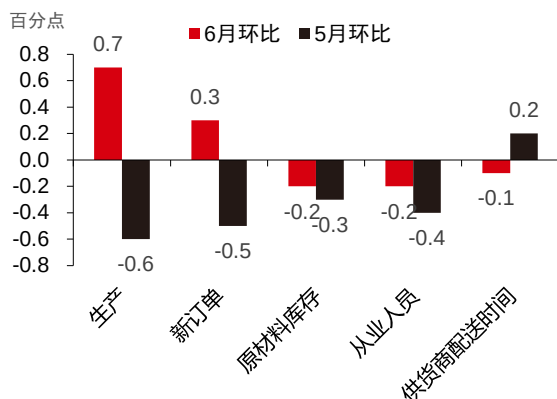
图 9：高炉开工率提升（247 家，%，周）



资料来源：Wind，中信证券研究部

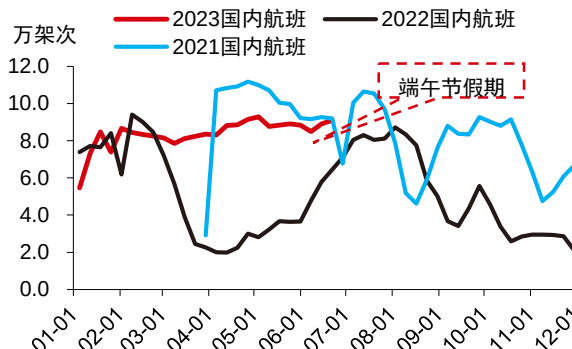
6 月 PMI 数据显示制造业和非制造业复苏延续分化态势，非制造业景气水平仍高于制造业。制造业景气仍位于临界点以下，生产端恢复状况好于需求端。6 月份，生产指数为 50.3%，较前值上升 0.7 个百分点，位于临界值以上，表明制造业企业生产活动有所加快；新订单指数为 48.6%，较前值上升 0.3 个百分点，位于临界值以下，需求端恢复速度弱于生产端。在产需两端均有所回升的带动下，6 月制造业采购经理指数较前值上升 0.2 个百分点至 49.0%，但仍位于临界值以下，表明制造业复苏基础仍有待夯实。非制造业商务活动指数连续六个月位于临界点以上，今年以来始终保持扩张态势。6 月非制造业商务活动指数为 53.2%，较上月下降 1.3 个百分点。6 月端午节假日期间，居民出行、住宿、餐饮等相关消费需求高涨，叠加电商 618 购物节促销活动，带动 6 月服务业恢复基础进一步巩固。6 月份服务业商务活动指数为 52.8%，较前值下降 1.0 个百分点，仍位于临界值以上，表明服务业继续保持较快恢复态势。分行业来看，航空运输、邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数均位于 60.0% 以上高位景气区间，表明 6 月出行链和快递物流相关行业活跃度处于较高水平，相关企业业务总量显著上升。6 月份服务业业务活动预期指数为 60.3%，连续六个月位于高位景气区间，表明服务业企业对市场向好预期较强。6 月份建筑业商务活动指数为 55.7%，仍位于较高景气区间，表明建筑业生产活动扩张速度仍然较快。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 64.3%，较上月上升 2.6 个百分点，表明其生产恢复状况较好。建筑业业务活动预期指数为 60.3%，连续七个月位于高位景气区间，表明建筑业企业对未来生产经营状况的估计较为乐观。

图 10：6 月制造业 PMI 产需指标均较上月有所回升



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：6 月端午节假期期间，居民航空出行需求增加，航班执行数量上升



资料来源：Wind，中信证券研究部

近期国常会研究部署多项政策措施，有望推动下半年经济持续回升向好。6 月 16 日，李强总理主持召开国务院常务会议，会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出一批政策措施。会议强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。6 月 29 日的国常会审议通过《关于促进家居消费的若干措施》。会议指出，要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。在政策持续呵护下，预计当前经济中的各方面分化将走向均衡状态，形成更高水平的新经济均衡，制造业和非制造业景气有望逐步呈现回暖趋势。

盈利增速上半年筑底后，下半年有望温和复苏

工业利润方面，在 4 月阶段性触底后，5 月工业企业利润迎来了一定程度的恢复，企业经营压力得到一定缓解。1-5 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 26688.9 亿元，同比下降 18.8%，实现营业收入 51.39 万亿元，同比增长 0.1%。其中，5 月份工业企业利润降幅为 12.6%，相比 4 月大幅收窄 5.6 个百分点。从三大门类看，按 1-5 月累计口径，电热燃水生产供应业利润增速表现最好，制造业利润降幅有所收窄。2023 年 1-5 月，电热燃水生产供应业利润同比增长 34.8%（前值+34.1%），采矿业利润同比下降 16.2%（前值-12.3%），制造业利润同比下降 23.7%（前值-27.0%）。5 月工业经济基本面略有改善，当月规模以上工业增加值两年平均增速为 2.1%，较 2023 年 4 月上升 0.8 个百分点，带动工企单月利润降幅收窄。但出口和价格两方面因素仍对企业利润构成拖累：（1）5 月出口不及预期。2023 年 5 月份，中国出口金额（美元口径）同比下降 7.5%（Wind 一致预期为增长 0.1%）。（2）5 月 PPI 同比读数逼近年内最低点。2023 年 5 月，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 4.6%，环比下降 0.9%。

当前经济仍处于主动去库存向被动去库存的过渡期。2023 年 1-5 月，工业企业产成品存货同比增速为 3.2%，较前值下降 2.7 个百分点。5 月末产成品存货周转天数为 20.7 天，同比增长 1.0 天。截至 2023 年 5 月，本轮库存周期已经持续了 42 个月，并且尚未见底。2023 年 1-5 月，企业营收同比增长 0.1%（前值为 0.5%），两年平均增速为 4.5%（前

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/757041161161006112>