

四季度展望：筑底回升，准备可能的风格切换

——四季度策略

作者

分析师：杨灵修
执业证书编号：S0590523010002
邮箱：yanglx@glsc.com.cn
分析师：张晓春
执业证书编号：S0590513090003
邮箱：zhangxc@glsc.com.cn

联系人：付祺泰
邮箱：fuqt@glsc.com.cn

专题内容摘要

► 四季度风格大盘占优，工业企业盈利增速拐点已现

回顾 Q4 股市历史表现，宽基指数上涨概率均较 Q3 有所提升，**大盘表现通常好于小盘**；此外，Q3-Q4 的风格反转或延续的概率来看，受益于四季度估值切换以及稳增长政策预期，**金融地产风格转涨概率更高，消费延续占优的概率更高**；基于行业 Q4 胜率视角来看，**四季度上涨概率较大的行业集中在金融以及消费板块**，主要有非银金融、农林牧渔、家用电器、交通运输、建筑材料、银行以及机械设备。

Q3 主要表现为大盘风格占优、金融地产风格占优。综合考虑历史复盘及 Q3 市场情况，**我们认为四季度市场风格有望偏大盘；消费和金融板块有望占优**；考虑行业延续及反转概率，Q3 下跌的建筑装饰、家用电器有望反转；Q3 上涨的非银金融、食品饮料、建筑材料有望延续上涨。

工业企业利润同比增速出现拐点，8 月规模以上工业企业利润同比增速为 17.2%，自去年下半年以来工业企业当月利润首次实现正增长，释放出积极信号，三季度上市公司业绩有望企稳回升。

► 从政策、资金、海外经验三方面看后续市场演绎方向

宏观政策呵护态度较为清晰，行业层面关注“城中村改造”等地产政策。
宏观方面，年初至今四度降准，MLF 与 OMO 非对称调降使资金结构更为合理，央行呵护流动性意愿强。**市场方面**，一揽子活跃资本市场政策传递了积极信号，同时有望深度优化二级市场生态，对于资本市场影响深远。**行业方面**，“城中村改造”、首套房限购放松、存量房贷利率调整等政策延续性较强。

在政策影响下，Q3 交投情绪受催化明显，但延续性欠佳，北向资金在汇率中枢提高、美联储终点利率后移、经济预期回落下大幅净流出，但当前各因素均有边际好转，外资净流出或已接近尾声。而随着市场走出底部产生赚钱效应，公募基金发行遇冷情况或将好转，有望吸引增量资金入场。

结合日、美在低增长期间经验来看，日本在泡沫被刺破后货币政策失效、财政政策失位，但央行频繁大力度救市，促使日经 225 在 2012 年后走出长牛。资产负债表收缩下居民加杠杆意愿不强，企业主动去杠杆，政府部门成为加杠杆主力；美国 1970 年以来经历 6 次经济失速期，政策措施得当，政府与企业部门是加杠杆主体，政府扩表后再以财政支出形式反哺居民部门以维持消费韧性。我国历次稳增长路径则以投资地产和基建为主，10 年以前企业部门是加杠杆主体，后续逐渐转为政府与居民端加杠杆。

► 四季度市场配置方向

中报显示装修建材、化学纤维、汽车零部件、医疗器械、白电、小家电、光学光电子、计算机设备、元件、家居用品等行业库存周期处于历史底部。结合需求方面考量，我们认为当前家用电器、有色金属整体或具备较高的配置价值。

城中村改造政策不断完善，建议关注在城中村改造区域中“本地属性更强”以及具备资产综合运营能力、空间服务经验的房地产企业。此外，地产后周期相关行业有望受益，建议关注城中村改造带动的中期建材增量需求及对加速建材行业格局优化的积极作用以及有望最先受益的规划设计环节。

风险提示：经济超预期下行；稳增长政策落地不及预期；地缘政治因素超预期；市场超预期波动。

相关报告

1、《【国联研究】2023 年 10 月金股组合》
2023.09.26
2、《中报视角下哪些行业库存处于低位？——策略周报聚焦》2023.09.24

正文目录

10 月月报导读：筑底回升，准备可能的风格切换.....	4
1. 四季度风格大盘占优，工业企业盈利增速拐点已现.....	4
1.1 四季度股市历史表现复盘.....	4
1.2 今年以来市场行情回顾.....	9
1.3 工业企业盈利增速拐点已现，市场有望筑底回升.....	13
2. 从政策、资金、海外经验三方面看后续市场演绎方向.....	17
2.1 宏观政策呵护态度较清晰，行业层面关注“城中村改造”等政策.....	17
2.2 政策影响下对于交投情绪有所催化，但延续性欠佳.....	21
2.3 他山之石可以攻玉，海外有何稳经济经验值得借鉴？.....	23
3. 四季度市场配置方向.....	33
3.1 被动去库与主动补库过渡期，宽基指数与顺周期行业胜率占优.....	33
3.2 重视城中村改造的潜在投资机会.....	38
4. 10 月财经日历.....	41
5. 10 月金股组合.....	42
6. 风险提示.....	43

图表目录

图表 1： 2011-2022 年各宽基指数 Q3 及 Q4 上涨概率.....	4
图表 2： 2011-2022 年宽基指数 Q3 下跌时 Q4 表现.....	5
图表 3： 2011-2022 年宽基指数 Q3 上涨时 Q4 表现.....	5
图表 4： 2011-2022 年 Q4 大小盘占优情况.....	5
图表 5： 2011-2022 年各行业风格指数 Q3 及 Q4 上涨概率.....	6
图表 6： 2011-2022 年行业风格指数 Q3 下跌时 Q4 表现.....	6
图表 7： 2011-2022 年行业风格指数 Q3 上涨时 Q4 表现.....	6
图表 8： 2011-2022 年 Q3-Q4 行业风格切换.....	7
图表 9： 2011-2022 年 Q4 行业风格涨跌幅综合排名以及涨跌幅中位数.....	7
图表 10： 2011-2022 年各行业风格指数 Q3 及 Q4 上涨概率.....	8
图表 11： 2011-2022 年一级行业指数 Q3 下跌之后 Q4 的表现.....	8
图表 12： 2011-2022 年行业风格指数 Q3 上涨时 Q4 表现.....	9
图表 13： 2011-2022 年 Q4 行业风格涨跌幅综合排名以及涨跌幅平均水平.....	9
图表 14： 2023 年万得全 A 指数市场表现.....	10
图表 15： 2023 年一级行业涨跌幅情况（%）.....	11
图表 16： 万得全 A 股权风险溢价情况.....	12
图表 17： 万得全 A 股债收益利差情况.....	12
图表 18： 2023 年 Q3 主要宽基指数涨跌情况.....	13
图表 19： 2023 年 Q3 主要行业风格指数涨跌情况.....	13
图表 20： 2023Q3 一级行业涨跌情况.....	13
图表 21： 各板块营业收入同比增速（%）.....	14
图表 22： 各板块归母利润同比增速（%）.....	14
图表 23： 2023 年 8 月工业企业利润同比增速转正.....	14
图表 24： 2023 年中报业绩超预期比例及归母净利润情况.....	15
图表 25： 行业景气度情况总览.....	17
图表 26： 2019 年底至今降息梳理.....	18
图表 27： 2019 年底至今降准梳理.....	18
图表 28： 年内外汇调节政策频频出台.....	18
图表 29： 活跃资本市场政策梳理.....	19
图表 30： 多个行业支持政策密集出台.....	19
图表 31： 部分城市首套房贷利率（%）.....	20
图表 32： 部分城市二套房贷利率（%）.....	20
图表 33： 各地逐步取消限购政策.....	20

图表 34:	市场 6 月以来交投情绪受政策催化反弹	21
图表 35:	存量博弈中微盘指数较大盘指数更活跃	21
图表 36:	2023 年北向资金月度流向	22
图表 37:	2023 年 9 月北向资金日度流向	22
图表 38:	9 月公募基金发行遇冷	22
图表 39:	9 月股票基金发行遇冷	22
图表 40:	融资余额在降低保证金比例政策出台后快速攀升	23
图表 41:	9 月募资显著放缓	23
图表 42:	9 月 IPO 显著放缓	23
图表 43:	89 年日本泡沫破裂后市场回落	24
图表 44:	89 年日本泡沫破裂后房价回落	24
图表 45:	日本货币政策变化情况	25
图表 46:	日本财政政策变化情况	25
图表 47:	在 2012 年政府开启大规模购买 ETF 后日经 225 迎来长牛	26
图表 48:	经济危机后居民稳杠杆, 企业部门去杠杆 (%)	27
图表 49:	日本政府负债率在 92 年后持续攀升 (%)	27
图表 50:	美国六次经济危机	27
图表 51:	美国 GDP 同比增速 (%)	28
图表 52:	美国 CPI 同比增速 (%)	29
图表 53:	美国非农失业率 (%)	29
图表 54:	美国金融危机时期主要财政政策和货币政策	31
图表 55:	美国经济危机时期主要财政政策和货币政策	31
图表 56:	美国三大部门杠杆率情况 (%)	32
图表 57:	美国三大部门杠杆变化率情况	33
图表 58:	每轮周期中各阶段中主要宽基指数收益率	34
图表 59:	库存周期各阶段中主要宽基指数收益率均值与中位数情况	34
图表 60:	各阶段行业风格超额收益 (%)	34
图表 61:	电气机械及器材制造业产成品存货边际回升	35
图表 62:	家电行业进入主动补库存阶段	35
图表 63:	白色家电行业进入主动补库存阶段	35
图表 64:	小家电行业进入主动补库存阶段	35
图表 65:	厨卫家电行业进入主动补库存阶段	36
图表 66:	照明设备行业进入主动补库存阶段	36
图表 67:	有色金属冶炼和压延库存水平处于低位	36
图表 68:	有色金属矿采选业库存水平处于低位	36
图表 69:	金属新材料存货历史分位数较低	37
图表 70:	小金属或进入补库存阶段	37
图表 71:	工业金属营收与存货同比底部企稳	37
图表 72:	贵金属存货增速相对较高	37
图表 73:	价格对于有色金属行业指数的指引或更为明显	38
图表 74:	城中村改造要点	38
图表 75:	部分城中村改造案例	39
图表 76:	消费建材各细分行业龙头市占率	40
图表 77:	近年防水、管材、瓷砖 CR3 集中度提升情况	40
图表 78:	“城中村改造”重点建材公司交易数据及估值	40
图表 79:	“城中村改造”重点建筑设计公司交易数据及估值	41
图表 80:	10 月财经日历	41
图表 81:	10 月金股组合	42
图表 82:	年初至今国联金股组合收益率为 13.1%	42
图表 83:	年初至今国联金股组合成份股贡献度	43

10 月月报导读：筑底回升，准备可能的风格切换

市场或将筑底回升，积极拥抱风格切换。自政治局会议明确政策底后，会议中提及的重点内容在过去两个月中接连落地。9 月市场仍处于磨底阶段，但市场信心尚需提振，经济与政策或已在悄然之间出现边际变化。当前市场中多数行业已接近估值历史底部，配置性价比逐步凸显。配置方面，我们建议关注沪深 300 等宽基指数层面的 β 机会，一是当前我国处于被动去库与主动补库过渡期，顺周期板块胜率占优；二是复盘历年四季度市场风格，消费与金融占优，四季度市场可能风格切换。虽然存量博弈，投资者信心修复需要时间，有部分基本面扎实，估值在历史底部的个股也建议关注。

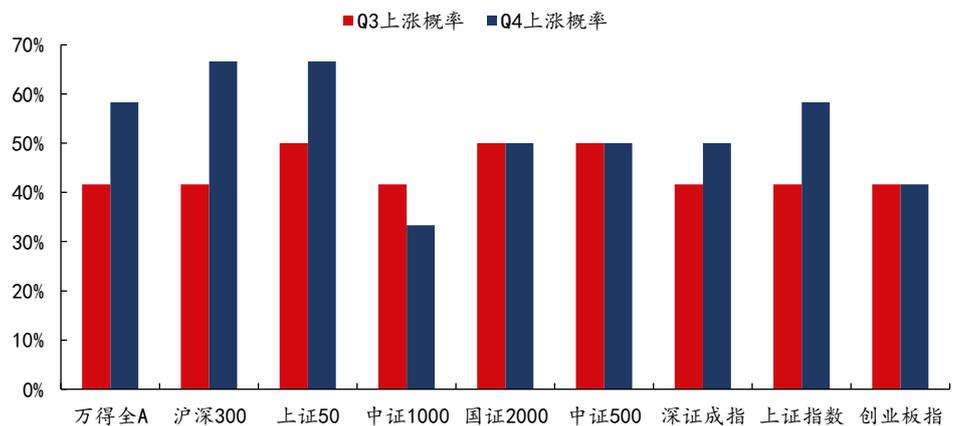
1. 四季度风格大盘占优，工业企业盈利增速拐点已现

1.1 四季度股市历史表现复盘

1.1.1 宽基指数四季度历史表现复盘

Q4 宽基指数上涨概率较 Q3 提升。复盘 2011-2022 年三季度及四季度宽基指数的上涨及下跌概率，大部分指数 Q4 的上涨概率均较 Q3 有所提升，其中沪深 300、上证 50 在四季度的上涨概率达到 66.67%。出现该现象的原因可能是年底通常是政策的密集发布期，政策转向宽松的概率较大，稳增长的预期增强，使得市场具备上行的动能。

图表 1：2011-2022 年各宽基指数 Q3 及 Q4 上涨概率



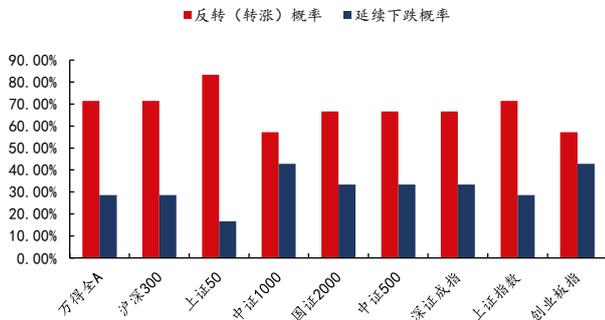
资料来源：Wind，国联证券研究所

大盘风格转涨概率更高。如若宽基指数在 Q3 呈现下跌情况时，可以看到 Q4 宽基指数反转（转涨）的概率均较延续下跌的概率高，其中上证 50 转涨概率为 83.33%，wind 全 A 和沪深 300 的转涨概率为 71.43%，剩余宽基指数上涨概率均超过 50%。

大盘风格延续上涨的概率更高。如若宽基指数在 Q3 呈现上涨情况时，大盘指数延续上涨的概率较高，其中沪深 300 延续上涨的概率为 80%；而中小盘指数的反转概

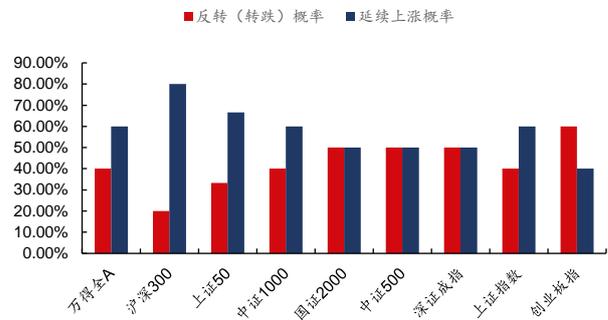
率相对较低，中证 500、中证 1000、国证 2000 的延续上涨概率分别为 66.67%、50%、50%。

图表2：2011-2022 年宽基指数 Q3 下跌时 Q4 表现



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：2011-2022 年宽基指数 Q3 上涨时 Q4 表现



资料来源：Wind，国联证券研究所

从 2011Q4-2022Q4 这 12 年中各宽基指数 4 季度涨跌幅以及排名来看，大盘占优情况略强于小盘。可以看到过去 12 年，上证 50 占优的次数有 5 次，沪深 300 占优次数 2 次、中证 500 的占优次数为 1 次，中证 1000 的占优次数为 4 次。

其中 2011 年政策转向宽松，由于 2012、2014、2019 年四季度的经济增长处于较为弱势的水平，为保证稳增长，政府通常发布一系列逆周期调节政策，此时市场预期将会有一定的好转，且在市场风险偏好逐步修正的过程中，投资者偏向配置低估值板块。2016、2017、2020 年四季度情况来看，由于此前经济过热、流动性较为宽松，这几年的四季度相应会有一些的政策收紧情况，例如 2016 年证监会通过修订上市公司重大资产重组管理办法来收紧并购政策等此时大盘偏价值的股票估值通常较低，四季度业绩也较为稳定，具备较好防御属性，更容易跑出较好的收益水平；与之相对的是，小盘偏成长的股票 4 季度的业绩通常存在不确定性，市场配置偏好有所降低。

图表4：2011-2022 年 Q4 大小盘占优情况

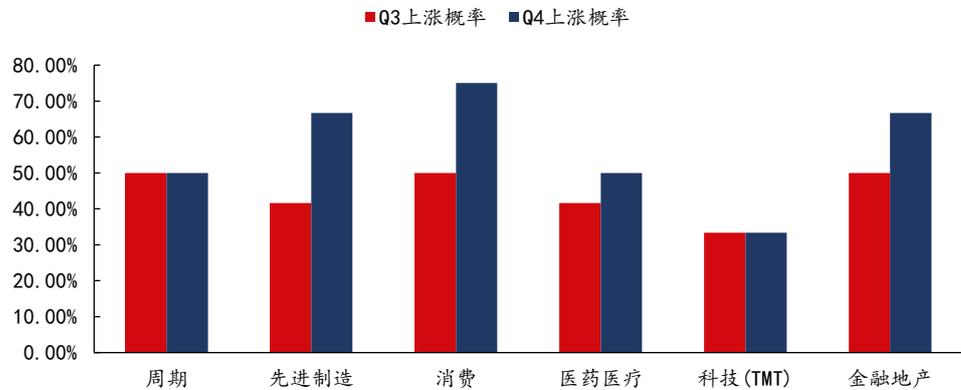
时期	涨跌幅 (%)				排名				占优类型
	上证50	沪深300	中证500	中证1000	上证50	沪深300	中证500	中证1000	
2011Q4	-4.0	-9.1	-15.3	-17.2	1	2	3	4	大盘
2012Q4	15.2	10.0	2.4	1.4	1	2	3	4	大盘
2013Q4	-4.2	-3.3	-1.1	0.3	4	3	2	1	小盘
2014Q4	59.4	44.2	8.3	-1.6	1	2	3	4	大盘
2015Q4	12.8	16.5	24.4	37.4	4	3	2	1	小盘
2016Q4	5.0	1.7	-1.0	-2.0	1	2	3	4	大盘
2017Q4	7.0	5.1	-5.3	-10.5	1	2	3	4	大盘
2018Q4	-12.0	-12.5	-13.2	-11.2	2	3	4	1	小盘
2019Q4	5.7	7.4	6.6	6.4	4	1	2	3	大盘
2020Q4	2.6	3.6	2.8	0.4	2	1	3	4	大盘
2021Q4	2.4	1.5	3.6	8.2	3	4	2	1	小盘
2022Q4	1.0	1.8	2.6	2.6	4	3	1	2	小盘

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.1.2 消费及金融地产风格占优

复盘 2011-2022 年三季度及四季度申万主要行业风格指数的上涨及下跌次数，可以看到，四季度消费、先进制造、金融地产指数上涨概率较三季度均有所提升。

图表5：2011-2022 年各行业风格指数 Q3 及 Q4 上涨概率

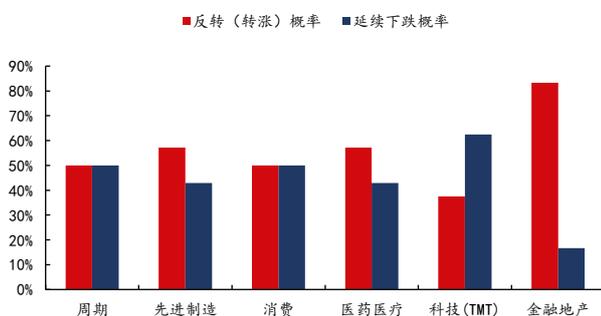


资料来源：Wind，国联证券研究所

金融地产风格转涨概率更高。如若行业风格指数在 Q3 呈现下跌情况时，可以看到 Q4 行业风格指数的表现出现一定分化，其中金融地产反转（转涨）的概率较高，2011-2022 年 Q3 金融地产下跌次数为 6 次，其中 5 次均在 Q4 转涨，转涨概率达 83.33%。

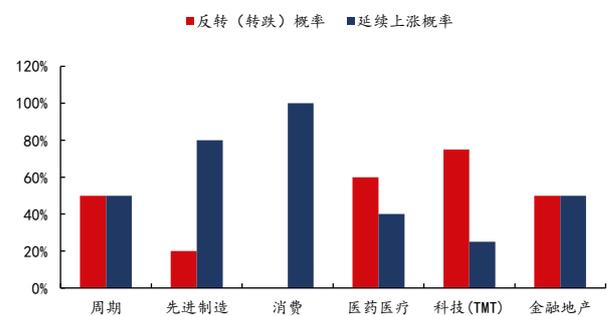
消费风格延续上涨的概率更高。如若行业风格指数在 Q3 呈现上涨情况时，可以看到 Q4 行业风格指数的表现出现一定分化，其中消费风格延续上涨的概率较高，2011-2022 年三季度消费风格上涨次数为 6 次，6 次均在四季度延续上涨，延续上涨概率达 83.33%。

图表6：2011-2022 年行业风格指数 Q3 下跌时 Q4 表现



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：2011-2022 年行业风格指数 Q3 上涨时 Q4 表现



资料来源：Wind，国联证券研究所

我们将当季度涨幅排名第一、第二的行业风格指数作为当季度的行业占优风格。整体来看，Q3-Q4 通常会有一定程度的风格切换，Q3 涨跌幅占优的行业通常在 Q4 延续的概率较低。整体来看，科技（TMT）及医药医疗由于估值较高，而投资者大多四

季度风格偏向稳健，通常会进行新一轮估值切换，换手率也会有所降低，对高估值股票的偏好有所降低；通常金融地产、消费在 Q4 的风格占优。

金融地产在四季度有较好表现原因通常有两点，一是四季度政策通常转向宽松，例如 2012 年四季度证监会放宽境内企业境外发行股票的限制等等，在此时期政策敏感的银行、非银金融以及房地产板块受益于政策预期的改善将迎来较好的增长。二是金融板块通常具有盈利能力稳定、估值较低的特点，投资者年底为锁定盈利往往会提高对金融板块的配置。

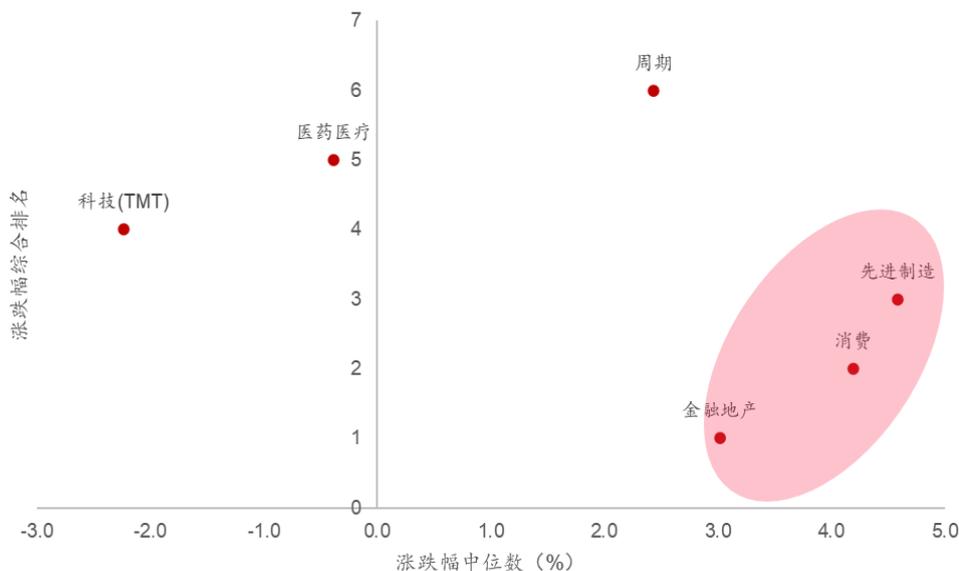
消费风格在四季度有较好表现通常也有两点，一是消费有“金九银十”的季节效应，往往会走出跨三四季度的行情，且消费赛道的盈利能力通常较为稳定，业绩稳定性较强，在四季度估值切换的过程中较有优势，因此消费风格的延续性较好。二是消费也容易受益于稳增长政策预期，下游需求持续修复，行业景气度提升。

图表8：2011-2022 年 Q3-Q4 行业风格切换

时期	周期	涨跌幅 (%)					Q4 占优风格		Q3 占优风格		切换程度
		先进制造	消费	医药医疗	科技(TMT)	金融地产	第一占优	第二占优	第一占优	第二占优	
2011Q4	-17.4	-15.9	-11.9	-11.2	-11.3	-2.7	金融地产	医药医疗	消费	医药医疗	小幅切换
2012Q4	5.1	6.5	-1.7	0.1	-2.2	20.2	金融地产	先进制造	医药医疗	科技(TMT)	明显切换
2013Q4	-2.2	4.7	0.3	-2.0	-6.4	-3.8	先进制造	消费	科技(TMT)	消费	小幅切换
2014Q4	23.2	4.5	7.1	-0.9	-2.0	70.6	金融地产	周期	先进制造	周期	小幅切换
2015Q4	19.1	27.5	25.8	26.8	36.5	25.6	科技(TMT)	先进制造	医药医疗	消费	明显切换
2016Q4	5.2	1.3	3.4	-1.3	-3.6	-0.2	周期	消费	医药医疗	周期	小幅切换
2017Q4	-5.7	-7.4	5.0	2.2	-5.0	1.1	消费	医药医疗	周期	科技(TMT)	明显切换
2018Q4	-13.0	-10.0	-12.2	-17.5	-12.0	-8.8	金融地产	先进制造	金融地产	周期	小幅切换
2019Q4	6.8	5.7	5.8	5.7	10.0	7.2	科技(TMT)	金融地产	科技(TMT)	医药医疗	小幅切换
2020Q4	10.8	18.7	15.6	4.5	-2.3	4.9	先进制造	消费	先进制造	消费	未切换
2021Q4	-0.6	8.2	6.9	-1.3	12.4	0.2	科技(TMT)	先进制造	周期	先进制造	小幅切换
2022Q4	-0.3	-0.8	2.7	10.6	7.0	5.2	医药医疗	科技(TMT)	消费	周期	明显切换

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表9：2011-2022 年 Q4 行业风格涨跌幅综合排名以及涨跌幅中位数

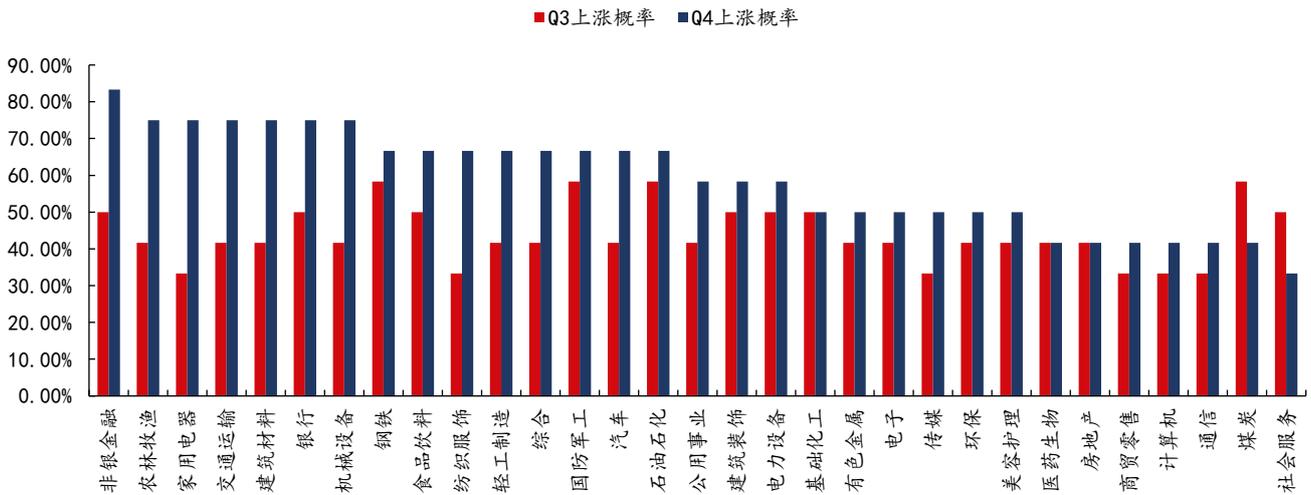


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1.3 一级行业四季度市场表现复盘

复盘 2011-2022 年三季度及四季度申万一级行业指数的上涨及下跌次数，并计算上涨概率。可以看到，四季度上涨概率较大的行业为非银金融、农林牧渔、家用电器、交通运输、建筑材料、银行以及机械设备，上涨概率分别为 83.33%、75%、75%、75%、75%、75%，胜率较高的行业集中在金融板块以及地产链相关板块。而上涨概率较低的板块多集中在医药生物、房地产、社服零售、计算机、通信、煤炭等板块。

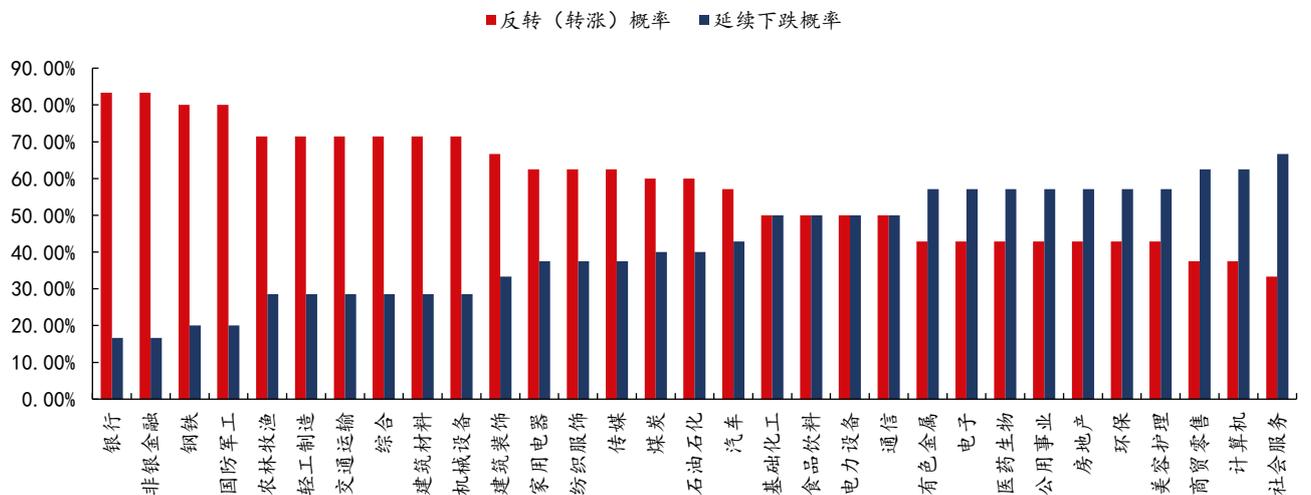
图表10：2011-2022 年各行业风格指数 Q3 及 Q4 上涨概率



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

金融板块转涨概率更高。如若一级行业指数在 Q3 呈现下跌情况时，可以看到 Q4 行业指数的表现出现一定分化，其中金融板块反转（转涨）的概率较高，2011-2022 年 Q4 银行业以及非银金融行业转涨概率达 83.33%。

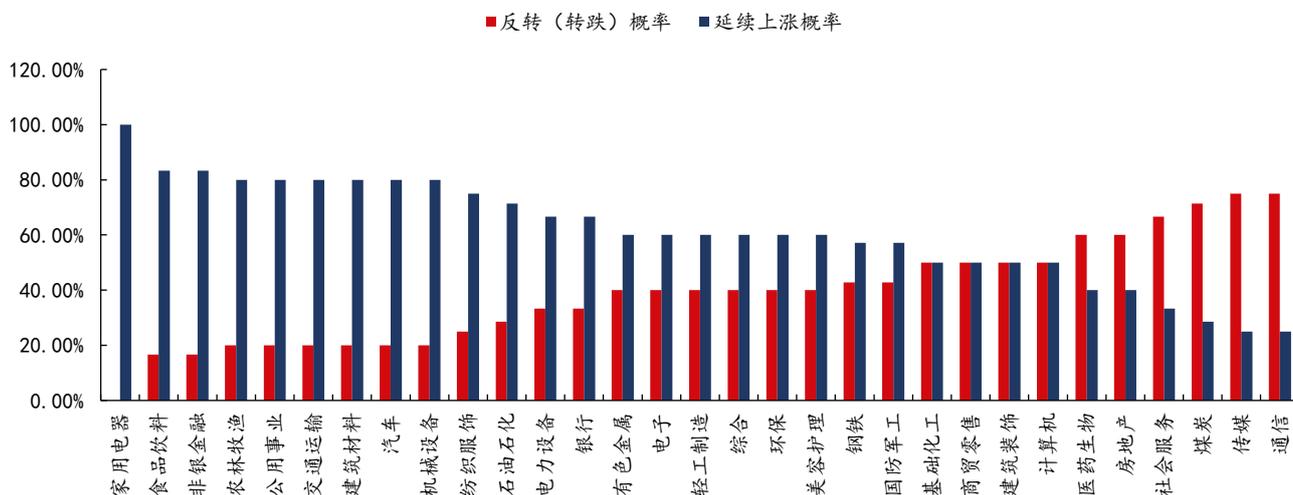
图表11：2011-2022 年一级行业指数 Q3 下跌之后 Q4 的表现



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

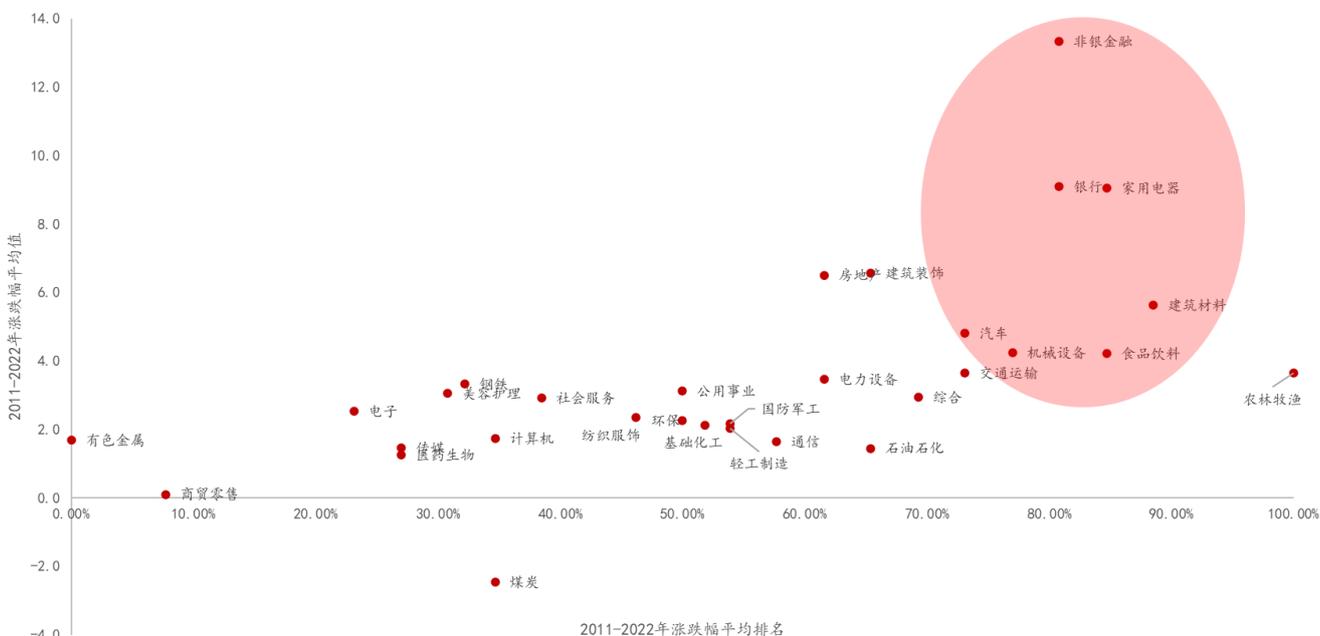
消费大类延续上涨的概率更高。如若一级行业指数在 Q3 呈现上涨情况时，可以看到 Q4 行业风格指数的表现出现一定分化，其中家用电器、食品饮料、农林牧渔等消费行业延续上涨的概率较高，2011-2022 年延续上涨概率分别为 100%、80%、75%。汽车、机械设备等制造板块同样延续上涨概率较高。

图表12：2011-2022 年行业风格指数 Q3 上涨时 Q4 表现



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表13：2011-2022 年 Q4 行业风格涨跌幅综合排名以及涨跌幅平均水平



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.2 今年以来市场行情回顾

1.2.1 今年以来大盘走势

由于 2022 年底防疫政策宽松，出行政策放开，步入 2023 年以来，1-2 月市场信

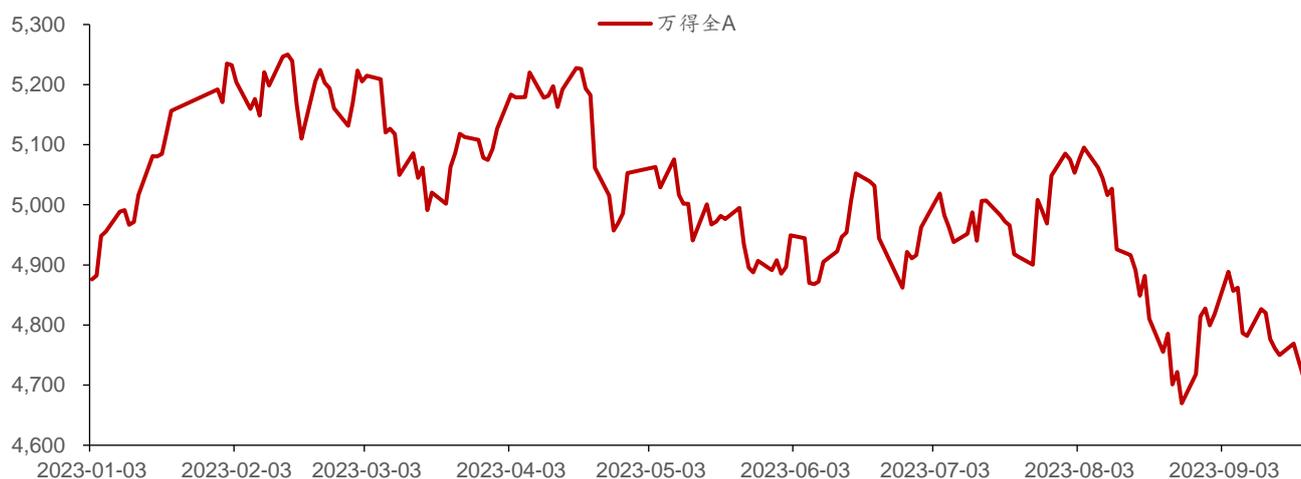
心逐步回升，复苏预期较为强烈。同时，2月国务院印发《数字经济中国建设整体布局规划》，将数字经济视为中国式现代化的重要引擎¹；3月，国务院组建国家数据局，统筹推进数字经济规划与建设²，数字经济或迎来发展新篇章，数据要素、数据安全等相关股票纷纷上涨。此外，人工智能技术驱动的自然语言处理工具 chatgpt 风靡全球，算法、算力概念股持续上涨。

3月初，硅谷银行破产引发市场恐慌，市场出现回调。随后随着事件缓和，叠加 Chatgpt 升级更新、文心一言模型的推出，3-4月人工智能催化 TMT 持续上涨，该时期内传媒领域涨幅亮眼。4月中下旬，随着一季度经济数据出炉，“强预期、弱现实”使得市场有所回调，5月初直到7月底，市场均保持震荡调整。

7月24日，中央政治局会议在京召开，总书记主持会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，会议在政策力度与广度方面略好于市场预期，受益的金融等方向表现较好。但随着美联储鹰派发言使得人民币汇率承压，外资流出加速，市场信心不足，持续震荡下行。

8月底，财政部和证监会重磅公布一系列活跃资本市场、提振投资者信心的措施，融资端、投资端、交易端“三箭齐发”，市场信心有所提振；以及8月29日华为商城突然上线发售 mate60 pro，华为自研芯片助力半导体国产替代，市场迎来小幅反弹。但由于美联储持续鹰派发言，市场短期仍有回调，持续筑底。

图表14：2023年万得全A指数市场表现



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

¹ 中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》

² 中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》

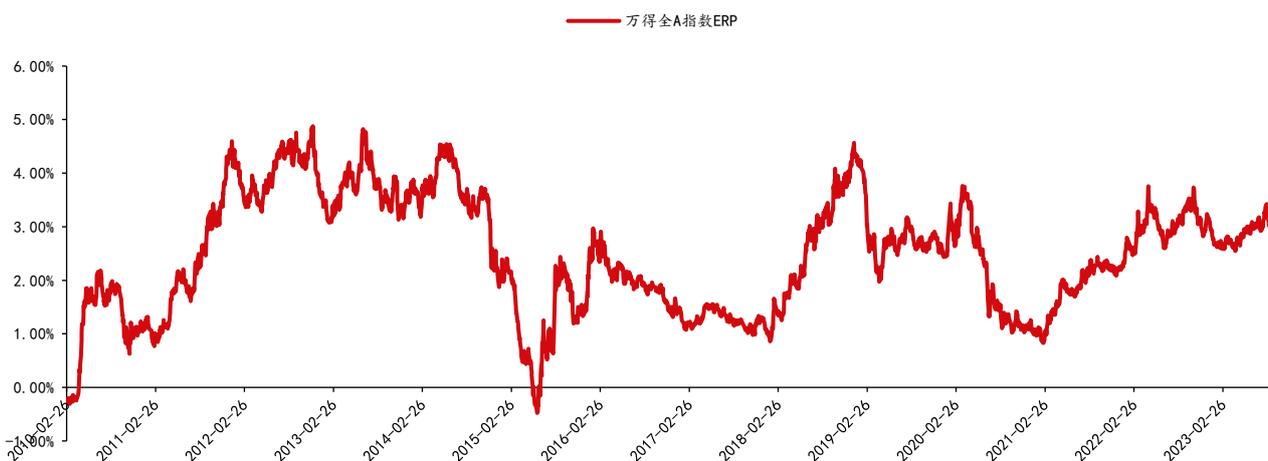
图表15：2023年一级行业涨跌幅情况（%）

行业	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	年初至今
农林牧渔	3.3	0.6	-2.0	-4.2	-10.1	3.0	5.6	-8.2	-1.2	-13.4
基础化工	8.0	2.6	-7.2	-7.7	-5.5	2.6	3.9	-6.1	-1.6	-11.7
钢铁	7.3	4.5	-7.4	-2.7	-4.7	-0.5	8.6	-6.7	0.8	-2.2
有色金属	14.7	-3.6	-4.0	-1.5	-8.1	0.9	5.2	-7.8	-0.6	-6.5
电子	9.5	-0.4	5.9	-7.5	2.3	1.6	-0.8	-5.0	-3.1	1.4
家用电器	8.3	0.3	-0.8	2.0	-7.4	11.2	0.7	-5.1	0.1	8.4
食品饮料	5.2	1.0	-1.7	-6.0	-7.9	0.5	9.2	-5.9	-1.4	-7.8
纺织服装	4.7	4.7	-5.4	-0.6	-2.7	3.0	3.9	-5.3	0.0	1.6
轻工制造	5.0	6.7	-7.4	-4.9	-3.6	3.2	5.6	-5.2	-1.9	-3.6
医药生物	5.5	0.1	-3.5	-0.4	-2.5	-4.5	-0.9	-4.8	2.4	-8.7
公用事业	2.1	1.1	-1.7	2.2	4.3	-1.4	-2.1	-4.5	-1.0	-1.2
交通运输	2.0	-0.5	-0.8	1.1	-6.7	-2.9	5.6	-7.9	-0.9	-11.2
房地产	3.7	-2.0	-7.6	-2.6	-6.9	0.6	14.2	-6.9	-5.4	-13.9
商贸零售	-1.2	-2.5	-1.5	-6.1	-11.7	-2.8	10.2	-10.1	-0.9	-24.8
社会服务	-0.3	2.7	-0.3	-5.4	-4.1	-0.4	2.9	-7.3	-4.7	-16.2
综合	0.1	0.0	-1.2	-4.3	-3.3	-1.2	3.9	-7.7	-1.3	-14.6
建筑材料	9.0	0.1	-6.5	-5.0	-8.5	1.0	10.2	-6.4	-2.2	-9.8
建筑装饰	5.5	2.5	2.8	10.3	-8.9	-2.0	6.1	-10.2	-2.7	1.6
电力设备	11.8	-6.0	-5.2	-4.1	-3.0	4.1	-2.5	-8.3	-7.8	-20.4
国防军工	6.5	1.3	-3.7	-0.9	-0.3	4.0	-4.3	-3.9	-3.4	-5.2
计算机	12.8	5.7	14.7	-7.0	0.0	0.2	-4.2	-3.7	-4.7	12.1
传媒	5.1	4.2	22.7	13.1	-4.5	-1.5	-7.6	-1.1	-7.6	20.6
通信	9.2	8.6	9.2	3.5	1.4	10.9	-7.7	-3.9	-0.7	32.7
银行	3.3	-3.8	-2.1	4.2	-2.1	-2.1	5.6	-6.4	3.2	-1.0
非银金融	8.9	-2.6	-3.5	5.8	-5.2	-2.1	14.4	-6.0	-1.1	6.9
汽车	10.9	-0.7	-5.6	-5.8	-0.6	8.9	5.7	-7.2	-0.3	3.6
机械设备	9.7	3.3	-2.9	-2.9	-1.1	7.4	-1.7	-5.6	0.6	5.8
煤炭	5.2	2.9	-4.4	-1.8	-8.0	1.7	-1.9	-2.1	9.3	-0.3
石油石化	7.9	2.0	0.5	5.7	-8.1	-0.2	4.3	-3.3	2.6	11.0
环保	6.0	1.8	-3.7	-2.5	0.5	-0.4	2.9	-3.9	-3.2	-3.1
美容护理	0.8	2.3	-4.7	-4.9	-6.5	-1.2	3.7	-4.9	-6.2	-20.1

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

国内权益资产的投资性价比仍在。截至9月26日，万得全A指数的股权风险溢价为3.12%，环比上月下降0.07pct，目前正处于2010年以来68.77%分位数水平，显示出股市相对债市仍旧更具性价比。结合股债收益利差指标来看，以往股债收益利差处于2倍标准差的位置时往往会迎来逆转，而目前股债收益利差处在-2倍标准差附近，预示股票市场性价比处于较高水平。

图表16: 万得全A股权风险溢价情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表17: 万得全A股债收益利差情况

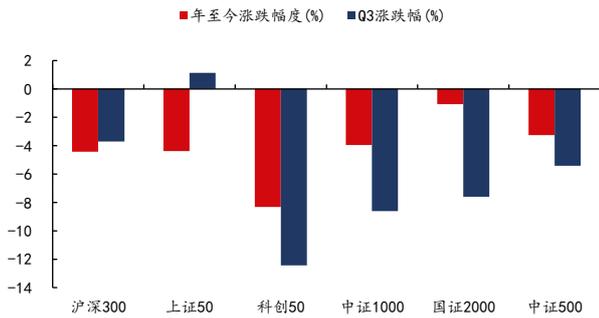


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

仅三季度主要宽基指数涨跌幅数据来看, 除上证 50 以外, 均保持下跌态势, 表明大盘的风格在三季度相对占优; 科创 50 的跌幅最大, 主要是由于科创属性较高的股票往往是强 β 的资产, 会在市场情绪低迷的时候转弱, 跌幅较为明显。其次此前半导体行业处于去库存阶段, 产品价格承压且下游需求较为低迷, 半导体板块下跌拖累科创 50 的市场表现。

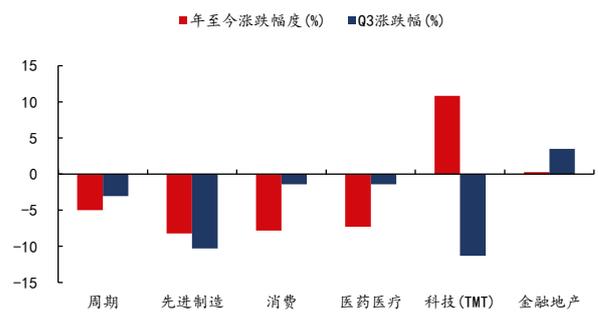
观察三季度以来主要行业风格指数的具体涨跌情况, 受益于三季度政策不断加码, 证监会推出包括降低印花税、阶段性收紧 IPO、进一步规范减持等政策组合拳, 同时地产政策逐步落地, 多地开启认房不认贷, 同时城中村改造进程顺利, 经济复苏动能持续夯实, 金融地产成三季度唯一上涨的风格指数。

图表18：2023年Q3主要宽基指数涨跌情况



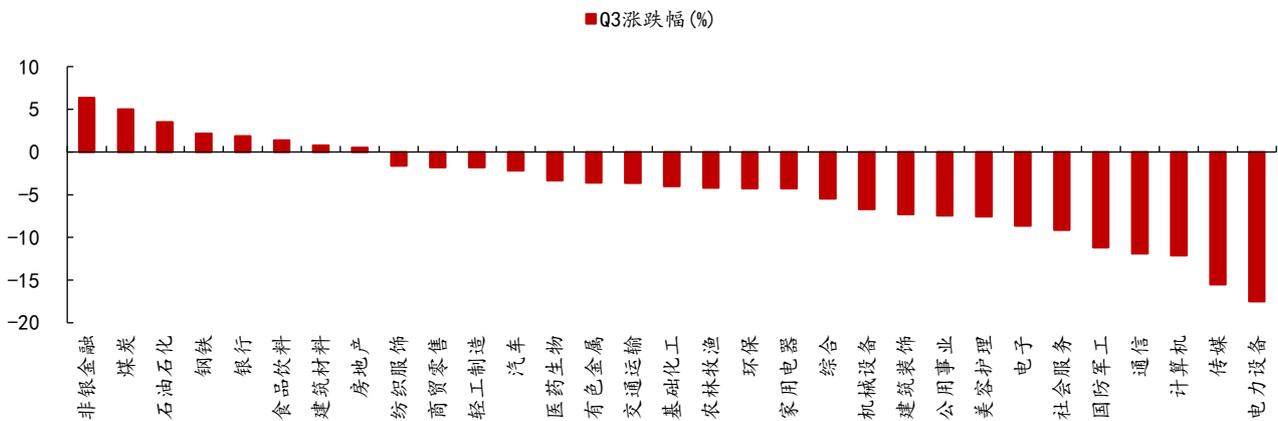
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表19：2023年Q3主要行业风格指数涨跌情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表20：2023Q3一级行业涨跌情况



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

观察三季度以来申万一级行业指数的具体涨跌情况，Q3 非银金融、银行等金融板块实现上涨。煤炭供给偏紧叠加夏季用煤高峰，同时冶金、化工及民用冬储煤炭需求转好，煤炭价格保持强势，煤炭板块三季度上涨；美国原油增产乏力，叠加沙特深化减产以及俄罗斯原油出口量下降，高油价中枢得到支持，石油石化在三季度呈现上涨。受益于地产政策优化，三季度建筑材料、房地产有所上涨。

叠加之前的各行业三季度上涨或下跌情况下四季度行情的复盘，三季度下跌的建筑装饰、家用电器有望迎来反转；三季度上涨的非银金融、食品饮料、建筑材料有望延续上涨概率。

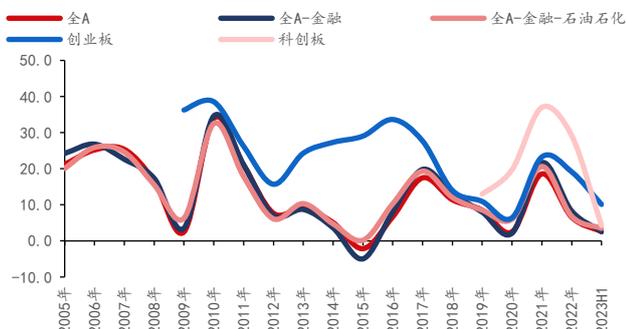
1.3 工业企业盈利增速拐点已现，市场有望筑底回升

1.3.1 工业企业盈利增速拐点出现，中报超预期行业有望拾级而上

A 股上半年盈利增速探底。2023 年上半年，全部 A 股实现营收和归母净利润分别 35.38 万亿元和 2.94 万亿元，营收同比增长 2.57%，归母净利润同比下滑 4.14%；

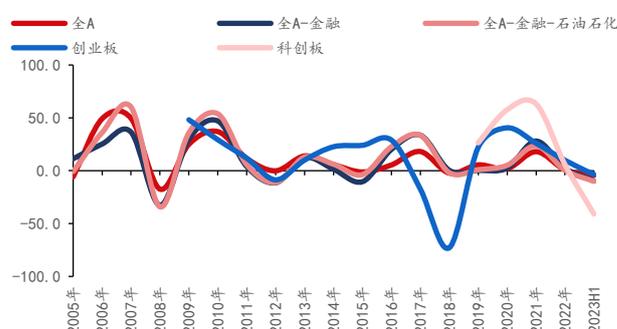
全部A股扣除金融和两桶油外,实现营收和归母净利润分别为27.44和1.51万亿元,营收同比增长3.47%,归母净利润下降10.05%。

图表21: 各板块营业收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

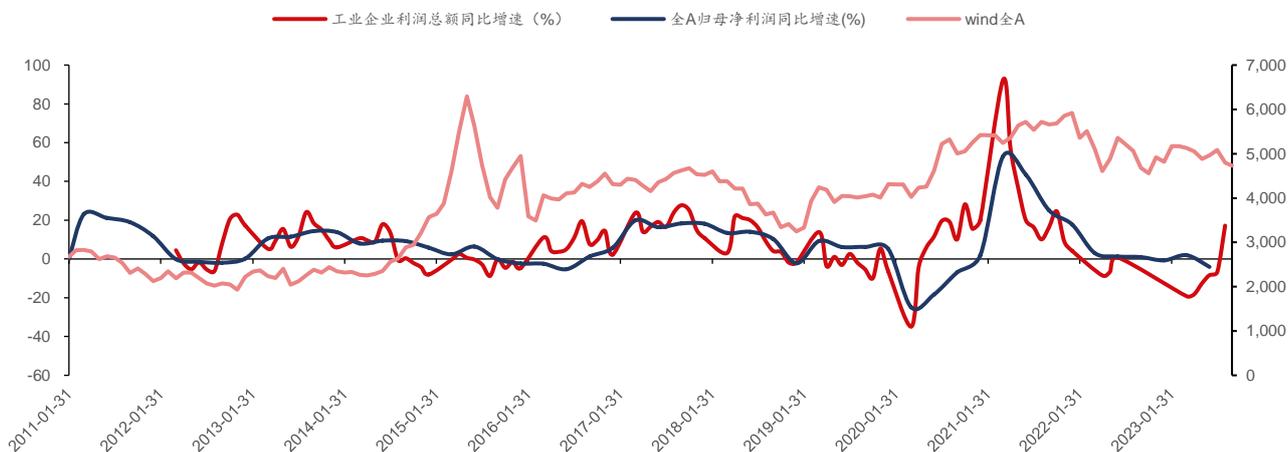
图表22: 各板块归母净利润同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

工业企业利润同比增速出现拐点, Q3 A股业绩有望企稳回升。我国上市企业仍以工业为主,全A归母净利润增速与工业企业利润总额增速走势高度一致。9月27日国家统计局发布数据显示,8月规模以上工业企业利润同比增速为17.2%,自去年下半年以来工业企业当月利润首次实现正增长,说明我国工业生产稳定恢复,工业企业盈利增速持续好转,释放出积极信号,预计三季度上市公司业绩有望企稳回升。

图表23: 2023年8月工业企业利润同比增速转正



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

➤ 中报超预期行业有望拾级而上

家电受益于空调及冰箱等白电海外需求回暖,出口增长较快;且家电的地产后周期属性较为明显,随着地产产业链景气逐步修复,以及家电行业库存周期有望见底后逐步步入补库存阶段,家电业绩改善有一定持续性。社会服务受益于出行政策放开,出行热度持续提升,业绩有望持续改善;食品饮料主要受益于疫后修复,下游需求有望持续改善。

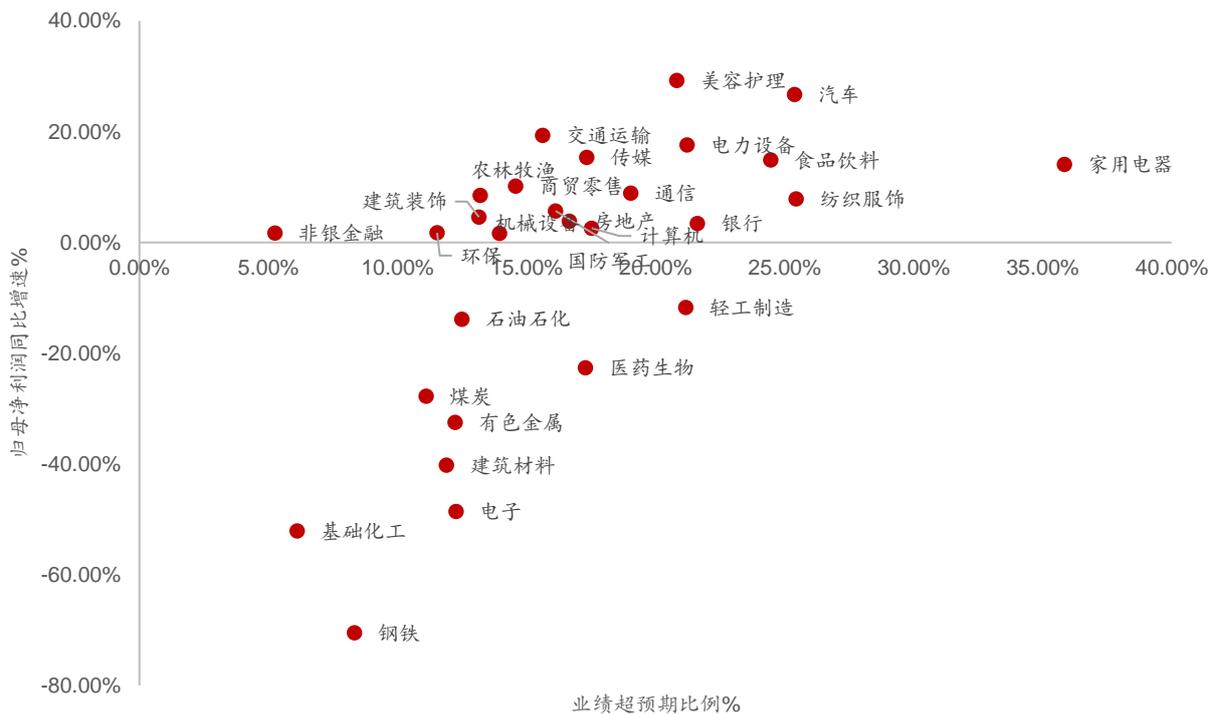
上半年汽车板块主要得益于乘用车板块需求复苏，头部自主品牌销量及业绩表现较好，带动板块整体营业收入有所增长；商用车板块重卡复苏；零部件中轻量化趋势深入、热管理呈现量价齐升、高级智能驾驶加速渗透。近年来我国汽车产业链逐步发展，智能化趋势明显，出海能力日益增强，有望打开增量空间。

此外，电力设备整体基本面景气度较高，在技术进步、成本下降的驱动下，全球新能源的经济性改善明显并保持了非常强劲的发展势头，随着光伏设备下游需求集中释放，国内光伏装机以及组件出口规模有望保持增长。

➤ 部分行业有望迎来低位反弹

沙特、俄罗斯减产导致原油供不应求的预期仍支撑油价在年内高位，石油石化行业景气度持续提升，下半年业绩有望改善。《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》出台，城中村改造预计将在超大特大城市稳步推进，城中村改造预计以存量房的修缮改造为主，接近竣工环节的建筑材料需求有望迎来改善。

图表24：2023年中报业绩超预期比例及归母净利润情况



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

注：①为了图表美观，剔除社会服务行业，社服行业归母净利润同比增速为 172.87%，业绩超预期比例为 32.56%。②超预期指超 wind 一致预期，以上上市公司财报披露前后两周的万得一致预期净利润中位数上调情况衡量

1.3.2 行业景气度情况

周期板块部分行业景气较弱。煤炭边际回暖，动力煤价格上升。9月有色金属价格多数下跌，铜、铅、镍、锡当月价格下跌，此外美联储9月“鹰派暂停”，贵金属涨势放缓。布伦特原油价格周环比下行 0.4%，但沙特和俄罗斯延长减产至年底令供

应收紧，国际油价保持高位；有机化工品期货价格多数下行。此外，螺纹钢期货收盘价环比下降。建材价格指数转涨。交运方面，航运价格回升。

制造业去库正在进行中，汽车销量表现较强。锂电产业链产能充沛，行业库存较高，原材料价格持续走低。光伏产业链需求较旺，随着 TOPCon 电池片产能批量投产，N 型用料需求旺盛，目前市场供应主力为头部硅料企业，供给持续偏紧，多晶硅料价格持续上涨，硅片、组件价格下行。8 月挖掘机销量同比下滑 27.5%，出口销量阶段性承压。汽车销售表现较强，8 月乘用车零售销量与批发销量环比显著提升，8 月库存预警指数有所下降。

暑期旺季接近尾声，消费板块景气有所回落。肉鸡苗价格周环比上涨幅度较大，白羽肉鸡价格环比微跌。主要粮种玉米、小麦价格小幅上涨。随着乳品消费需求减弱，叠加乳业上游奶源过剩，生鲜乳价格同比持续下降；中药材价格指数保持高位，医疗反腐常态化，医药生物景气度改善。家电出口链边际向好，截止至 8 月 31 日，冰箱产量当月同比上升 20.8%，冰箱出口数量当月同比上升 35.5%。截至 9 月 24 日，当周票房收入环比上周下降 33%，观影人次周环比下降 30%。

TMT 板块中电子景气度有所回升。软件产业利润 7 月累计同比增长 13.4%，当前半导体销售额、液晶电视面板价格企稳回升，以及手机、平板电脑和笔记本出货量逐步恢复增长。华为手机回归有望带动产业链复苏。户均移动互联网接入流量保持高位，8 月收报 16.98 GB/户，月环比减少 0.29%，同比增长 11.71%。

金融板块 8 月社融表现改善，保费收入持续增长。国债收益率较上周提升，货币市场净投放，隔夜/7 天 SHIBOR 利率较上周下行；8 月社融数据改善，信贷投放边际改善。A 股日均成交额持续下行；保险公司保费收入保持持续增长。商品房待售面积累计同比持续走高，市场热度有所下降，房地产开发投资额、土地购置费同比走低。

图表25：行业景气度情况总览

板块	行业	细分行业	景气变动描述	变动趋势	
周期	煤炭		截至9月23日，动力煤价格为1003元/吨，周环比上升8.43%，煤炭价格边际回暖。	↑	
	钢铁		截至9月26日，螺纹钢期货价格环比下降。截止至9月22日，主要螺纹钢厂产量255.47万吨/吨，周环比上升3.2%。	↑	
	有色金属		工业金属多数价格下跌；美联储9月“鹰派暂停”，贵金属涨势放缓。	↓	
	建筑材料		截至9月26日，水泥价格指数周环比上升0.10%，玻璃期货收盘价周环比下跌2.2%。截止至9月19日，建材综合指数周环比上涨1.2%。	↑	
	基础化工		截至9月26日，布伦特原油期货结算价为93.96美元/桶，周环比下降0.4%，沙特和俄罗斯延长减产至年底令供应收紧，国际油价保持高位；下游化工产品例如PTA、乙二醇、PVC、甲醇、PP价格周环比下跌。	↓	
	交通运输		干散货、原油运价持续上升，截止至9月23日，干散货周环比上升15.35%；原油运价环比上升6.8%；集装箱运价小幅回落，周环比下跌0.39%。	↑	
	中游制造	电力设备	电池	新能源产业链产能依然充沛，行业库存仍然较高，锂电原材料价格持续走低。	↓
		光伏设备	下半年国内地面电站陆续启动，光伏产业链进入交货期，需求带动各环节博弈情绪浓厚，预期价格仍将持续处于波动期，硅料价格趋稳，高品质硅料供给依然偏紧，电池片、组件价格继续走弱。	↑	
		机械设备	受下游房地产与基建项目冷淡，开工小时数、开工率持续下降，国内机械设备销售承压。出口方面，受高基数影响海外增速放缓，短期出口存在压力。	↓	
		汽车	8月乘用车零售销量与批发销量环比显著提升，在去年高基数的基础上销量同比保持增长，8月销量表现较强。八月库存预警指数有所下降。	↑	
消费		农林牧渔	养殖业	猪价震荡下行，出栏体重连续增加。截至9月22日，肉鸡苗价格周环比上涨33.70%，白羽肉鸡价格下降1.85%。	-
		种植业	暴雨灾害叠加效应对粮食作物生产影响较大，主要粮种小麦及玉米价格周环比上涨1.0%、0.7%。	-	
		饲料	截止2023年9月27日，玉米平均价周环比下降0.79%；豆粕现货价格周环比下降1.84%。	↓	
	食品饮料	白酒II	2023年8月，高档白酒平均价格为1251.32元/500ml，环比下降0.89%，同比下降1.98%。	-	
		饮料乳品	截至2023年9月20日，生鲜乳价格同比下降9.9%，周环比上涨0.54%	-	
		化学制药	医药制造业8月工业增加值有所下滑，同比下滑6.2%。	↓	
		医药生物	医疗器械	医疗器械出口情况环比下降6.6%。	↓
			中药II	中药价格指数持续保持高位。	-
		社会服务		截止至9月9日，美兰机场日均客流恢复至19年同期110.95%。暑期海南免税购物人次同比增长明显。	-
		商贸零售		8月中国社会消费品零售总额同比增加4.6%，高于市场预期。	↑
TMT	家用电器		出口链边际向好。截止至8月31日，冰箱产量当月同比上升20.8%，冰箱出口数量当月同比上升35.5%。	↑	
	传媒		截至9月24日，今年以来已实现票房为437.58亿元；本周实现电影票房收入3.12亿，环比上周下降33%，观影人次达790万人次，周环比下降30%。	↓	
	计算机		软件产业利润同比增速回升，环比6月上升3个百分点。	↑	
		电子	存储器价格保持平稳，DDR4 16G均价周环比上涨2.59%，DDR4 8G均价周环比下跌1.16%，当前半导体销售额同比增速已逐步开始回升；液晶电视面板价格企稳回升；消费电子例如手机、平板电脑和笔记本，出货量逐步恢复增长。华为手机回归有望带动产业链复苏。	↑	
		通信		户均移动互联网接入流量保持高位，8月收报16.98 GB/户，月环比减少0.29%，同比增长11.71%。	-
金融地产	银行		8月社融改善，信贷投放边际改善。	-	
	非银金融	券商	9月27日A股成交额为7172.59亿元，节前A股成交额持续缩量。	↓	
		保险	保险公司保费收入持续增长。1-7月保险公司实现保费收入3.56万亿，同比增长12.96%。	↑	
	房地产		商品房市场热度有所下降，商品房待售面积走高。	↓	

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2. 从政策、资金、海外经验三方面看后续市场演绎方向

2.1 宏观政策呵护态度较清晰，行业层面关注“城中村改造”等政策

➤ 宏观政策跟踪

今年稳增长定调下，降息降准频出。2021年降准降息共3次，2022年降准降息共5次，2023年前三季度已降准降息4次，时间分别为3月、6月、8月、9月。值得注意的是，8月份MLF与OMO非对称调降，MLF指向实体融资利率，OMO指向银行间市场短期利率，在下调的同时重视资金空转问题，使资金结构更为合理。总的来看，当前央行呵护流动性意愿强，政策基调延续宽松，市场在中短期或仍旧不会缺乏资金。

图表26：2019年底至今降息梳理

日期	OMO	MLF	LPR: 1年	LPR: 5年	是否对称降息
2019-09			-5bp		否
2019-11	-5bp	-5bp	-5bp	-5bp	是
2020-02	-10bp	-10bp	-10bp	-5bp	否
2020-04	-20bp	-20bp	-20bp	-10bp	否
2021-12			-5bp		否
2022-01	-10bp	-10bp	-10bp	-5bp	否
2022-05				-15bp	否
2022-08		-10bp	-5bp	-15bp	否
2023-06		-10bp	-10bp	-10bp	是
2023-08		-15bp	-10bp		否

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表27：2019年底至今降准梳理

日期	性质	幅度
2019-09	全面+定向	0.50%~1.50%
2020-01	全面	0.50%
2020-03	定向	1.50%~2.50%
2020-04	定向	1.00%
2021-07	全面	0.50%
2021-12	全面	0.50%
2022-04	全面+定向	0.25%
2022-11	全面	0.25%
2023-03	全面	0.25%
2023-09	全面	0.25%

资料来源：Wind，国联证券研究所

汇率政策方面，受美国加息周期影响离岸人民币贬值，但汇率调控政策出台及时。5月以来，为调控汇率，央行发行了两次离岸央票，并调整了外汇存款准备金率、宏观审慎调节系数等多项外汇政策工具。人民币对美元汇率在8月17日、9月8日两次冲击7.35的高点，但均因政策调控及预期管理回落。在中央持续关注汇率背景下，结合FOMC9月暂停加息，市场已消化情绪，下次加息间隔时点较远，短期内人民币对美元中间价或将以7.3为中枢震荡，上行空间相对有限。

图表28：年内外汇调节政策频频出台

日期	政策/表态	详细情况
5月18日	中国外汇市场指导委员会(CFXC) 2023年第一次会议	必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，坚决抑制汇率大起大落。
6月	人民币汇率中间价	央行通过中间价机制持续稳定市场预期
7月20日	全口径跨境融资宏观审慎调节参数	将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5
7月24日	中央政治局会议	要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
8月22日	发行离岸央票	香港招标发行350亿元央行票据
9月1日	下调外汇存款准备金率	外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%
9月11日	全国外汇市场自律机制专题会	坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险
9月19日	发行离岸央票	央行在香港发行150亿元6个月期限央票

资料来源：中国人民银行，国联证券研究所整理

➤ 市场政策跟踪

以8月27日出台的四项“组合拳”为代表，一揽子活跃资本市场政策传递了积极信号，同时有望深度优化二级市场生态，对于资本市场影响深远。融资端来看，阶段性收紧IPO有助于完善一二级市场逆周期调节机制，辅以限制再融资政策，优化股票市场结构和生态；与此同时，融资端政策还包括进一步规范股东减持行为，政策出台后，仍有东方时尚、我乐家居等上市公司股东9月顶风减持³，证监会对此实施了严厉处罚，没收违法所得并处以巨额罚款，进一步明确了惩治大股东违规减持的决心，并于9月26日出台《进一步规范股东减持行为有关事项的通知》。

³ 两家上市公司顶风减持！东方时尚实控人被抓、我乐家居累计被罚款近5000万元

图表29：活跃资本市场政策梳理

时间	部门	主要内容
2023/8/18	证监会召开机构投资者座谈会	会议分析当前市场形势，就活跃资本市场、提振投资者信心听取意见建议。会议指出，证监会确定了活跃资本市场、提振投资者信心的一揽子政策措施。目前，一批措施已经平稳推出，还有一批措施正在加紧推动
	证监会、上交所、深交所、北交所	进一步降低证券交易经手费。沪深交易所此次将A股、B股证券交易经手费从按成交金额的0.00487%双向收取下调为按成交金额的0.00341%双向收取，降幅达30%
2023/8/22	财政部、国家税务总局	公布一批共六个有利于资本市场持续健康发展的税收优惠政策，相关政策执行至2025年或2027年底
2023/8/24	证监会召开机构投资者座谈会	养老金、保险资金和银行理财资金等中长期资金加快发展权益投资正当其时；各类机构要提高对中长期资金属性和责任的认知，坚持从战略高度看待和重视权益投资，推动建立三年以上的长期考核机制，着力提高权益投资规模和比重。参会机构表示，将强化逆周期布局，加大权益类资产配置
	财政部、国家税务总局	为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收
2023/8/27	证监会、上交所、深交所、北交所	调降融资保证金比例，支持适度融资需求。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%，自9月8日收市后实施
	证监会	进一步规范股份减持行为。上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份
	证监会	统筹一二级市场平衡，优化IPO、再融资监管安排。阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡
2023/9/13	证监会	证监会答记者问，表示放缓IPO进度，不代表暂停IPO受理、审核、注册等相关工作
2023/9/26	证监会	《关于进一步规范股份减持行为有关事项的通知》进一步规范股份减持行为，上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持公司股份

资料来源：证监会，财政部，国家税务总局等，国联证券研究所整理

► 行业政策跟踪

消费作为驱动经济重要的引擎，今年以来出台多项促进消费政策。主要涉及家电、汽车领域，但仍处于落地期，后续仍需观察延续性，静待行业数据验证。医药反腐短期内对板块估值压制明显，但长期来看，医药反腐监管有利于医药行业公平分配，促进行业长期健康发展，且短期内政策已出现边际变化，具体监管机制有望进一步落实，步入监管健全下的行业新常态。

图表30：多个行业支持政策密集出台

时间	部门	会议/文件	主要内容
2023/7/19	中共中央、国务院	《关于促进民营经济发展壮大的意见》	意见中指出要构建高水平社会主义市场经济体制，持续优化稳定公平透明可预期的发展环境，充分激发民营经济生机活力， 加大对民营经济政策支持力度，强化民营经济发展法治保障。
2023/7/21	国务院	《关于在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造的指导意见》	会议指出，在超大特大城市积极稳妥实施 城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。 要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。
2023/7/31	发改委	《关于恢复和扩大消费措施》	针对大宗消费、服务消费、农村消费、新型消费、消费设施和消费环境六个方面，提出二十条具体的举措， 通过将恢复和扩大消费摆在优先位置。
2023/8/15	国家卫健委、医疗应急司	《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》	医药腐败集中整治的内容重点在医药领域行政管理部门以权寻租、药品器械耗材等方面的“带金销售”接受医药领域行政部门管理指导的社会组织利用工作便利牟取利益等六个方面
2023/8/13	国务院	《国务院关于进一步优化外商投资环境加大吸引外商投资力度的意见》	加大重点领域引进外资力度。在符合有关法律法规的前提下，加快生物医药领域外商投资项目落地投产，鼓励外商投资企业依法在境内开展境外已上市细胞和基因治疗药品临床试验，优化已上市境外生产药品转移至境内生产的药品上市注册申请的申报程序
2023/9/18	财政部、税务总局、发改委、工信部	《关于提高集成电路和工业母机企业研发费用加计扣除比例的公告》	规定集成电路企业和工业母机企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，在2023年1月1日至2027年12月31日期间， 再按实际发生额120%在税前扣除；形成无形资产的，在上述期间按无形资产成本220%在税前摊销。
2023/9/18	国家药监局综合司	《关于进一步加强医疗器械产品分类界定有关工作的通知（征求意见稿）》	对于新研制的尚未列入《分类目录》的医疗器械或者管理类别存疑的医疗器械，需要药品监管部门明确分类界定意见从而申请注册或者办理备案的，申请人应当通过分类界定信息系统提出分类界定申请。
2023/9/18	国家药监局综合司	《医疗器械网络销售质量管理规范（征求意见稿）》	鼓励网络销售经营者和平台经营者采用大数据、云计算、人工智能等新技术实施质量控制，提升医疗器械网络销售质量管理水平。
2023/9/18	佛山、内蒙古、嵊州市人民政府	支持氢能发展政策	支持 燃料电池分布式发电、热电联供示范项目 建设方面按照设备投资额的20%给予补助；加快新兴领域应用推广，鼓励“多能互补+氢”、“源网荷储+氢”等多类型项目融合发展。对制储运加体系建设、科技研发及成果转化、产业创新发展、示范推广应用、服务体系建设和都提出了具体的扶持政策和具体的奖补标准。
2023/9/20	国务院常务会议	全国新型工业化推进大会	研究加快推进新型工业化有关工作，明确深刻把握国内外形势变化和我国 新型工业化 的阶段特征。我国在新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源等领域建成了45个国家先进制造业集群，主导产业总产值达20万亿元。”工业和信息化部有关负责人表示，将坚持全国一盘棋，更加着眼于产业基础能力和产业链整体实力

资料来源：国务院，工信部，卫健委，各地方政府等，国联证券研究所整理

9月20日，国务院常务会议再提新型工业化：“信息化带动工业化，工业化促进

信息化”。这一概念始于党的十六大，“以信息化带动工业化，以工业化促进信息化，走出一条科技含量高、经济效益好、资源消耗低、环境污染少、人力资源优势得到充分发挥的新型工业化路子。”新型工业化以工业软件为核心的工业数字化、智能化，有望带动工业母机、工业互联网、集成电路、机器人等行业发展。

同时，重点关注“城中村”及其他地产相关政策，8月以来房地产政策密集出台，各大城市积极响应，落地进展相对较快。8月25日、8月31日，住建部联合央行、金管局发文落实“认房不认贷”政策，并在后续调整优化住房信贷政策全面松绑购房杠杆，并下调存量房贷利率。从当下时点看，政策成效明显，不仅全国各地首套房利率（除北上广深）LPR加点均已达政策下限；广州、西安、武汉、无锡等12个城市已不同程度放开限购。展望未来，城中村改造、地产链复苏或将会带动建筑材料行业需求回暖，涂料、防水材料和水泥制品等建筑材料行业需求潜力有望进一步释放。

图表31：部分城市首套房贷利率（%）

首套房	23M8	LPR加点(BP)	较2022年12月
北京	4.75	55	-10
上海	4.55	35	-10
深圳	4.50	30	-10
广州	4.20	0	-10
成都	4.00	-20	-30
佛山	4.00	-20	-10
南京	4.00	-20	-10
南昌	4.00	-20	-10
嘉兴	4.00	-20	-10
绍兴	4.00	-20	-10
苏州	4.00	-20	-10
重庆	4.00	-20	-10
东莞	4.00	-20	-10
杭州	4.00	-20	-10
绵阳	4.00	-20	-10
芜湖	4.00	-20	-10
合肥	4.00	-20	-10
西安	4.00	-20	-10
徐州	4.00	-20	-10

资料来源：贝壳研究院，国联证券研究所

图表32：部分城市二套房贷利率（%）

二套房	23M8	LPR加点(BP)	较2022年12月
北京	5.25	105	-10
上海	5.25	105	-10
深圳	4.8	60	-10
广州	4.8	60	-10
厦门	5	80	-10
西安	4.9	70	-10
佛山	4.8	60	-10
合肥	4.8	60	-10
芜湖	4.8	60	-10
绵阳	4.8	60	-10
南昌	4.8	60	-10
成都	4.8	60	-10
郑州	4.8	60	-10
南京	4.8	60	-10
苏州	4.8	60	-10
中山	4.8	60	-10
嘉兴	4.8	60	-10
无锡	4.8	60	-10
东莞	4.8	60	-10

资料来源：贝壳研究院，国联证券研究所

图表33：各地逐步取消限购政策

城市	时间	主要内容
广州	9月20日	取消黄埔、番禺、白云、花都限购政策；限购区域非本市户籍居民家庭购房社保/个税年限降至2年
西安	9月19日	二环以外区域取消限购
无锡	9月19日	全市取消限购
武汉	9月19日	取消二环以内区域限购
合肥	9月15日	全市取消限购
郑州	9月12日	取消二环以内区域限购
福州	9月11日	鼓楼区、台江区、仓山区、晋安区、马尾区范围不限购
济南	9月11日	取消二环以内历下区、市中区限购
青岛	9月11日	全市取消限购
大连	9月7日	全市取消限购
南京	9月7日	玄武区、秦淮区、建邺区、鼓楼区等四区取消限购
沈阳	9月4日	取消二环以内区域限购

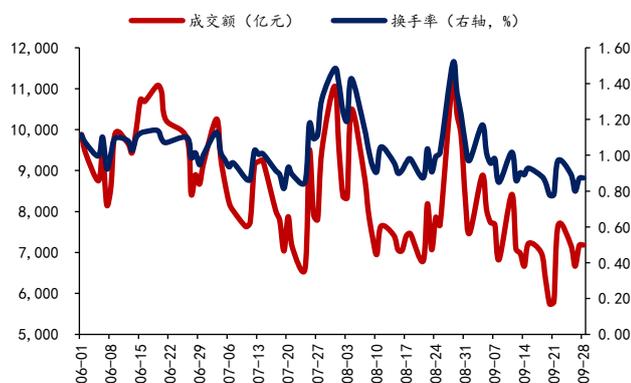
资料来源：贝壳研究院，各地政府网站，国联证券研究所整理

2.2 政策影响下对于交投情绪有所催化，但延续性欠佳

➤ 市场整体交投情绪

整体来看，过去三个月交投情绪受政策催化作用明显，但延续性有所不足，存量博弈下微盘占优。结合上述政策回顾，7月底政治局会议在活跃资本市场方面超预期，对于市场情绪有明显提振作用，宣布印花税减半政策次日，市场高开逾 7%，但由于经济数据仍在回落、市场缺乏主线，叠加北向资金大幅流出，交投情绪冷却较快，延续性有限。因此 9 月大盘风格表现较弱，微盘股指数在存量博弈下相对占优。长期来看，减持规范、IPO 放缓有利于长期优化 A 股生态，随着经济进一步复苏，阶段性汇率底与政策底形成后，市场有望进一步转暖。

图表34：市场 6 月以来交投情绪受政策催化反弹



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表35：存量博弈中微盘指数较大盘指数更活跃

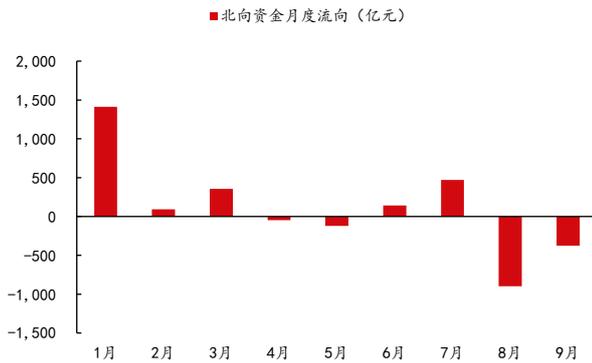
指数月成交额均值 (亿元)	6月	7月	8月	9月	趋势图
大盘股指数	2040	1745	1742	1352	
中盘股指数	2081	1795	1805	1463	
小盘股指数	2374	1993	1789	1683	
微盘股指数	129	153	172	166	

资料来源：Wind，国联证券研究所

➤ 北向资金变化情况

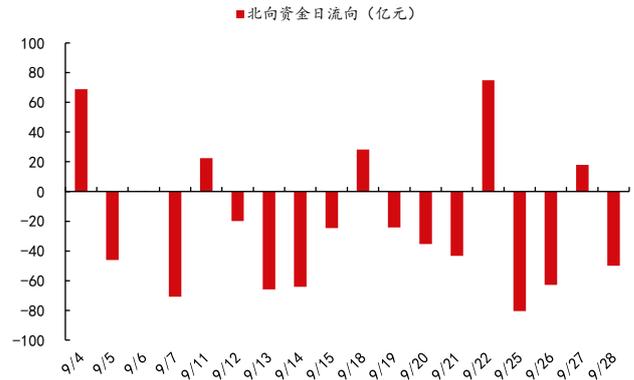
8、9 月北向资金持续流出，但流出速度有所放缓，或已接近阶段内尾声。2023 年年初，基于强复苏预期北向资金大幅流入，但碍于地缘政治、汇率压力等多重因素，流入情况在 1 月后放缓，外资持观望态度。8 月由于美联储加息终点不断延后，对于“higher for longer”诉求愈发明显，叠加此前政治局会议对于情绪的催化逐渐消退，8 月份出现了连续 13 个交易日的净流出。但后续随着汇率企稳，北向资金流出的持续时间较长、规模较高，当前外资净流出情况或已接近阶段内尾声。

图表36：2023年北向资金月度流向



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表37：2023年9月北向资金日度流向

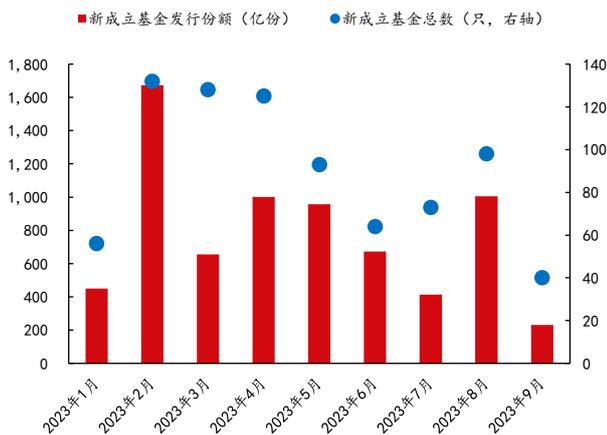


资料来源：Wind，国联证券研究所

公募基金发行情况

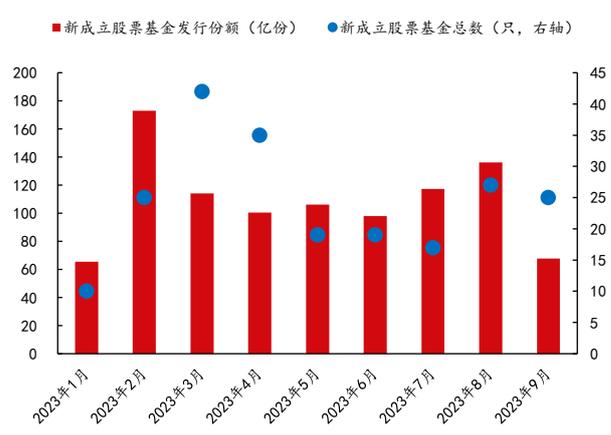
今年以来，公募基金、股票基金发行遇冷。9月公募基金发行份额仅 231.65 亿份，处于 2023 年最低位。或主要由于市场没有明确行情，处于缩量震荡状态，缺少赚钱效应，投资者大多场外观望；股票基金来看亦是如此，9月股票型基金发行份额 67.77 亿份，仅略高于年内 1 月的份额。但我们认为，随着活跃资本市场多项政策出台，部分政策如减持新规或将在长期优化市场环境，对于股票市场投资功能的重视或有望吸引增量资金入场。

图表38：9月公募基金发行遇冷



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表39：9月股票基金发行遇冷



资料来源：Wind，国联证券研究所

杠杆资金变化情况

杠杆资金方面，降低两融保证金比例政策出台后，9月融资余额迅速反弹，由8月 14773 亿元提升至 9月 15211 亿元，占全 A 流通市值 2.23%，政策成效较为明显。

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/548031072014006024>