



# 月度市场策略：本轮行情的持续性和后续演绎分析

- **政策转向信号明确，驱动新一轮上涨行情。**过去一个月，A股、港股和在美上市中概股涨幅明显，房地产、金融、消费、医疗健康板块领涨。我们判断这一轮上涨行情主要由政策转向驱动，市场动能大幅增强。后续如果有持续的政策支持和实施细节落地，尤其是在市场较为期待的房地产和消费等领域，行情有望由市场情绪改善带来的估值修复驱动，转为基本面改善带来的盈利增长驱动。
- **中国股票市场具备高性价比。**相对全球主要股票市场，中国股票市场优势较为明显，估值水平更吸引，盈利增速更强劲。目前，MSCI中国指数、恒指、沪深300指数的前瞻市盈率分别为10.7、9.4、11.5倍，分别低于其过去五年均值0.7、1.0、0.5个标准差。近期，虽然卖方分析师持续下调MSCI中国指数2023年盈利增速至12.7%(6月:13.2%)，2024年至14.4%(6月:15.3%)，但增速仍保持双位数。
- **市场情绪改善驱动外资净流入中国市场，未来回流空间仍然可观。**7月，北向和南向资金净流入十分强劲，分别录得人民币470亿元和158亿港元。有88.7亿美元被动资金净流入中国股市，反映投资者情绪明显改善。未来外资配置中国资产取决于中国经济的复苏，根据我们的测算，外资进一步流出的空间已相对有限，而回流空间仍然可观。在我们的基准情形下，如果下半年中国经济复苏加速，或将驱动外资仓位回归均值水平，有望吸引97.8亿美元外资回流。
- **增量资金对后续行情的延续尤为关键。**对于A股市场，二季度主动偏股公募基金的仓位较一季度小幅下降，但平均仓位仍在86%左右的偏高水平。短期内这部分增量资金可能相对有限，存量资金或将偏向调整行业配置以把握结构性行情。目前居民储蓄存款仍然较高，随着政策持续发力加快经济复苏，存款利率下调刺激资金流转，有助于释放居民投资需求，有望给市场带来增量资金。对于离岸中国市场，我们观察到对行情延续性至关重要的海外长线基金还未回来，若后续政策能够增强他们对中国中长期经济发展前景的信心，有望吸引外资回流。
- **我们维持中长期看好中国市场的观点，短期投资交易策略建议关注：**
  1. 有望受到较多政策刺激的板块，如房地产产业链、汽车产业链等。
  2. 中报业绩有望超预期的板块，如工业、可选消费、信息技术等。
  3. 基本面稳健、估值合理、现金流充裕的优质高息股，以提升投资组合的稳健性。
- **浦银国际重点关注股票组合。**成立至今，组合上涨12%，跑赢MSCI中国指数，恒生科技指数和中概股指数。组合包含比亚迪、快手、华润啤酒、拼多多、舜宇光学、滔搏、华虹半导体、康方生物等8只股票。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，美联储加息步伐加快，流动性趋紧。

赖焯焯

策略分析师

Melody\_lai@spdbi.com

(852) 2808 0411

2023年8月4日

## 相关报告：

[浦银国际策略观点：7月政治局会议再次明确市场三大投资主线](#)  
(2023-07-25)

[浦银国际策略观点：把握短期确定性，逢低布局中长线机会](#) (2023-07-13)

[浦银国际策略观点：把握人民币汇率周期中的结构性机会](#) (2023-07-05)

[2023年中期策略展望：轻舟已过万重山](#) (2023-07-05)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

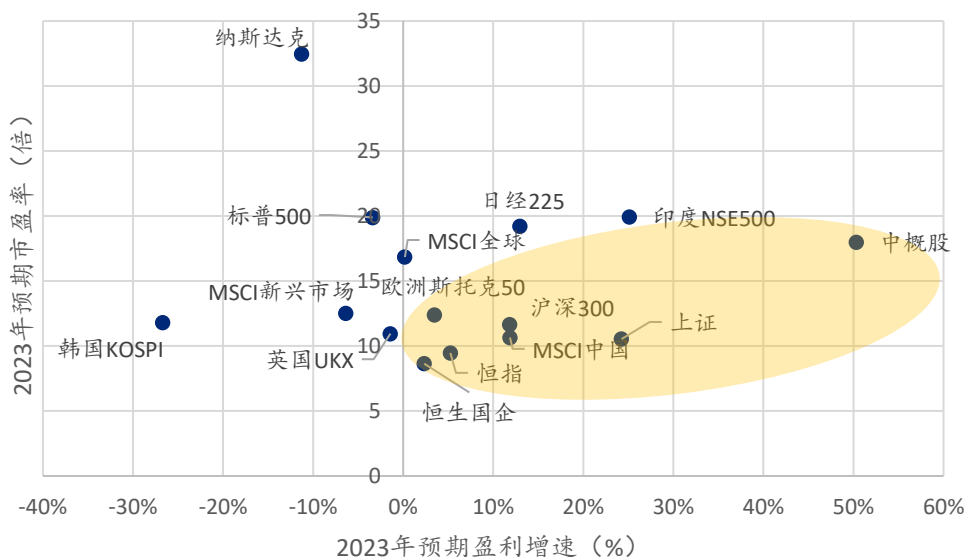
焦点图表 .....	4
月度中国市场回顾与展望 .....	5
估值仍较为吸引，性价比凸显 .....	8
盈利下调趋势仍未反转 .....	10
资金流向对行情持续性至关重要 .....	12
行业配置、轮动与风格切换 .....	15
近期重要事件与政策分析 .....	19
短期投资交易策略 .....	21
一、关注有望受到较多政策刺激的板块 .....	21
二、关注中报业绩有望超预期的板块和个股 .....	21
三、关注基本面稳健、估值合理、现金流充裕的优质高息股 .....	22
浦银国际重点关注股票组合更新 .....	23

## 图表目录

图表 1: 相对于全球主要市场, 中国股票指数盈利增速更强, 估值水平更吸引 .....	4
图表 2: 下阶段全球主动型基金对中国股票市场资金流向测算 .....	4
图表 3: 7月主要中国股票指数皆录得正回报, 中概股指数领涨 .....	5
图表 4: 7月, MSCI 中国指数中大部分板块的回报主要受盈利上升支持, 但受估值下降和人民币贬值拖累 .....	6
图表 5: 7月, 恒生综合指数中大部分板块的回报主要受盈利上升支持, 但受估值下降和人民币贬值拖累 .....	6
图表 6: 7月, 沪深 300 指数中大部分板块的回报主要受盈利上升支持, 但受估值下降和人民币贬值拖累 .....	7
图表 7: 相对于全球主要市场, 中国股票指数盈利增速更强, 估值水平更吸引 .....	8
图表 8: 目前主要中国股票指数估值水平较为吸引 .....	9
图表 9: MSCI 中国指数前瞻市盈率 .....	9
图表 10: 恒生指数前瞻市盈率 .....	9
图表 11: 沪深 300 指数前瞻市盈率 .....	9
图表 12: 近期 AH 溢价有所扩大 .....	9
图表 13: 主要中国股票指数 2023 年/2024 年盈利增长预期较强 .....	10
图表 14: MSCI 中国 2023/24 年的 EPS 增长一致预期 .....	11
图表 15: 恒生指数 2023/24 年的 EPS 增长一致预期 .....	11
图表 16: 沪深 300 指数 2023/24 年的 EPS 增长一致预期 .....	11
图表 17: 近期, 南向资金净流入保持强势, 但北向资金转为净流出 .....	13
图表 18: 根据 EPFR, 近一个月由被动型基金驱动, 外资净流入中国股票市场 .....	13
图表 19: 根据 EPFR, 截至 6 月底全球主动型基金中国配置比例为 1.7%, 低于过去五年均值 2.2%, 接近去年 10 月的低位 .....	14
图表 20: 下阶段全球主动型基金对中国股票市场资金流向测算 .....	14
图表 21: 根据 EPFR, 除电信服务和可选消费板块外, 专注中国的主动型基金相对 (追踪指数的) 被动型基金对大部分板块都是低配 .....	14
图表 22: MSCI 中国各板块 2023/2024 年 EPS 增速: 公用事业、消费、通信板块较为领先 .....	16
图表 23: 盈利增速预期调整: 近一月, 能源、公用事业行业盈利上调较多, 但可选消费和金融板块盈利下调幅度较大 .....	16
图表 24: MSCI 中国指数行业中, 消费、电信和信息技术兼具高成长和低估值 .....	17
图表 25: 恒生综合指数轮动热力图 .....	17
图表 26: 沪深 300 指数轮动热力图 .....	18
图表 27: 过去一个月, 价值股跑赢成长股 .....	18
图表 28: ..... 大盘跑赢小盘 .....	18
图表 29: 近期稳增长政策总览 .....	20
图表 30: 1H23 发布盈喜的比例同比有所上升 .....	22
图表 31: 发布盈喜的行业为工业、可选消费和信息技术 .....	22
图表 32: 浦银国际重点关注股票组合: 反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点 .....	23
图表 33: 浦银国际重点关注股票组合: 个股投资逻辑 .....	24

## 焦点图表

图表 1: 相对于全球主要市场, 中国股票指数盈利增速更强, 估值水平更吸引



注: 数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 2: 下阶段全球主动型基金对中国股票市场资金流向测算

基金类型	总资产 (亿)	当前中国配置比例	近五年乐观情形下最高位	近五年中国基准情形下配置平均比例	近五年中国基准情形下资金流入 (亿)	2022年10月中国配置比例	悲观情形下资金流出 (亿)	
全球主动基金	4,820	1.7%	2.9%	2.2%	54.5	24.0	1.6%	-6.4
全球 (除美国)	2,336	3.0%	6.0%	4.4%	70.5	32.3	2.3%	-15.2
亚洲 (除日本)	870	30.1%	41.6%	34.9%	100.4	41.5	28.7%	-12.4
<b>合计</b>					<b>225.4</b>	<b>97.8</b>		<b>-34.0</b>

注: 基金资产和资金流向单位为美元计价。  
资料来源: EPFR, 浦银国际预测

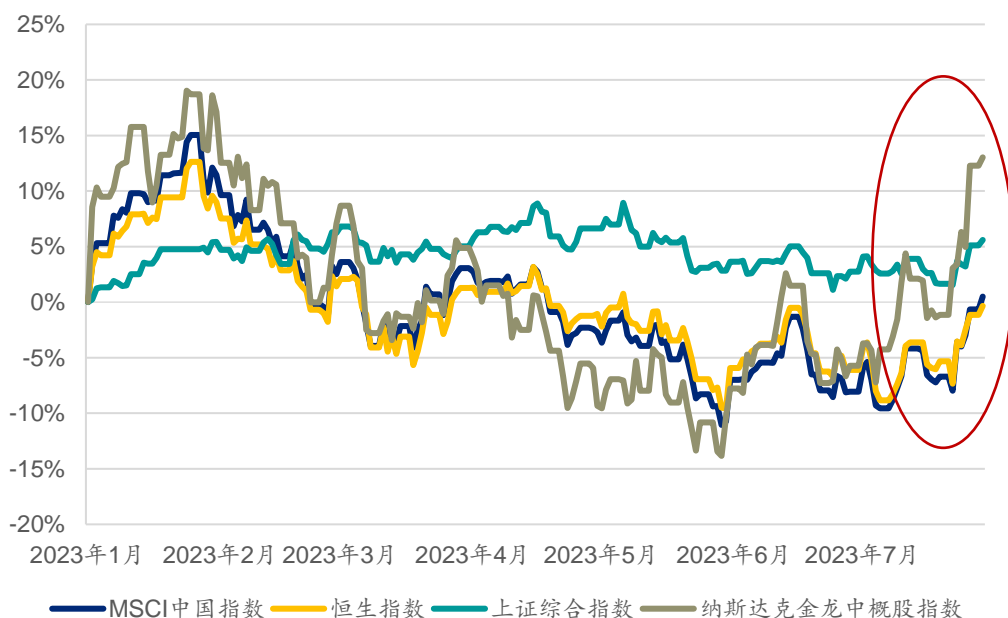
## 月度中国市场回顾与展望

估值扩张为市场向上的核心驱动力。过去一个月，中国股票市场表现较为强劲，估值扩张和人民币升值抵消了盈利增长下调带来的影响。7月，中国主要股票指数皆录得上涨，MSCI中国指数上涨9%，上证综合指数上涨3%，恒生指数上涨6%，纳斯达克金龙中概股指数上涨20%（图表3）。

前期落后板块表现较佳，估值修复明显。MSCI中国指数各板块中，可选消费、原材料表现相对较佳，但受市盈率估值下修的拖累，能源和公用事业表现相对落后。沪深300指数各板块中，金融、消费和原材料涨幅领先，电信服务和能源表现较为落后。恒生指数各板块中，信息技术、可选消费、原材料和医疗健康领涨，必选消费和公用事业表现较落后（图表4-6）。

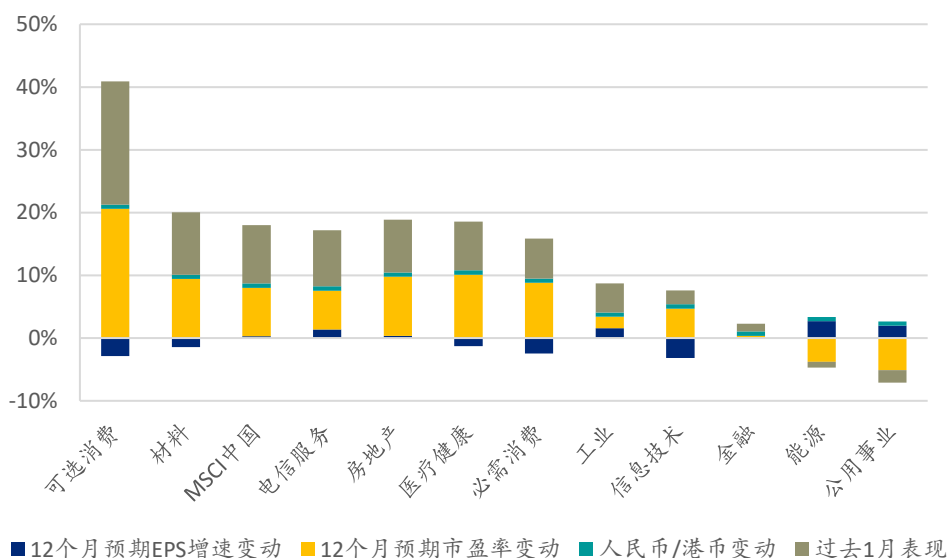
政策转向信号明确，驱动新一轮上涨行情。我们判断这一轮上涨行情主要由政策转向驱动，市场动能大幅增强。后续如果有持续的政策支持和实施细节落地，尤其是在市场较为期待的房地产和消费等领域，行情有望由市场情绪改善带来的估值修复驱动，转为基本面改善带来的盈利增长驱动。下阶段，如果经济全面强劲复苏、提振市场情绪和投资者信心，吸引增量资金流入市场，带动领涨板块的涨势传导到其他板块，有望开启新一轮全面的牛市行情。

图表 3：7月主要中国股票指数皆录得正回报，中概股指数领涨



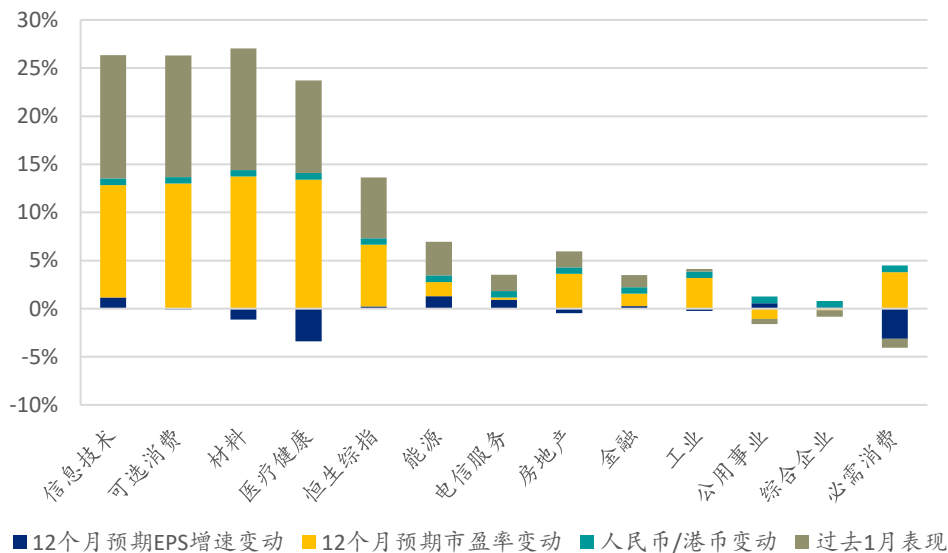
注：数据截至2023年7月31日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

**图表 4: 7月, MSCI 中国指数中大部分板块的回报主要受盈利上升支持, 但受估值下降和人民币贬值拖累**



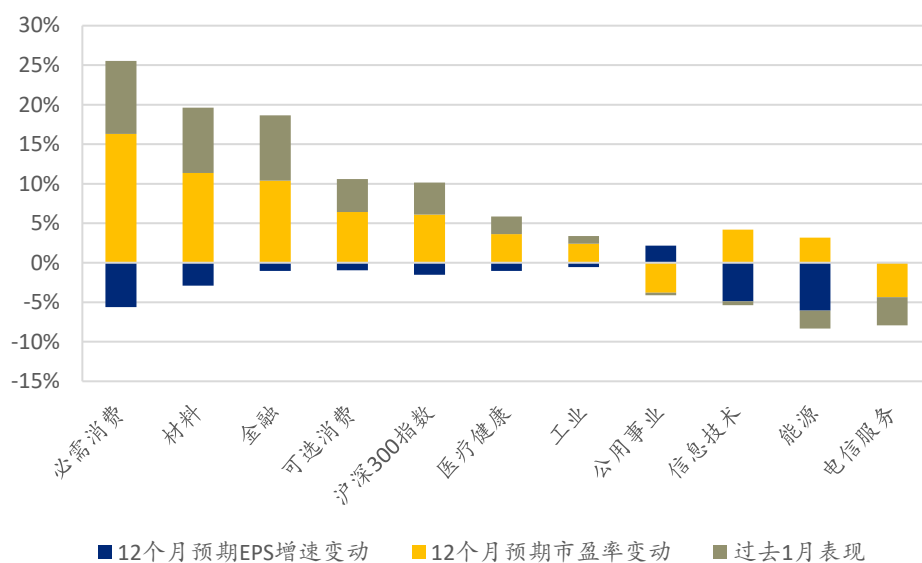
注: 数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

**图表 5: 7月, 恒生综合指数中大部分板块的回报主要受盈利上升支持, 但受估值下降和人民币贬值拖累**



注: 数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 6: 7月, 沪深300指数中大部分板块的回报主要受盈利上升支持, 但受估值下降和人民币贬值拖累



注: 数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

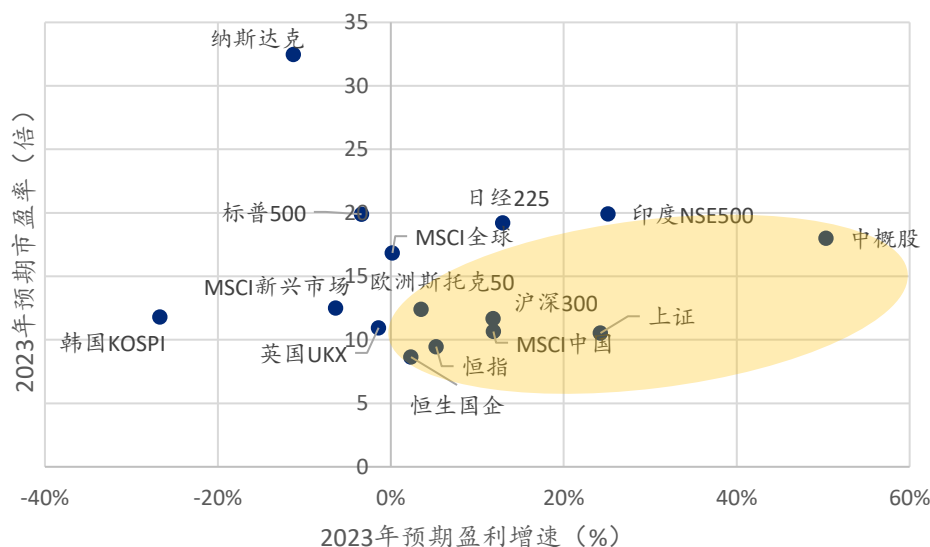
## 估值仍较为吸引，性价比凸显

经过近期上涨，中国市场的估值水平仍较吸引。相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速更强劲，估值水平更吸引（图表 7-8）。截至 7 月底，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 10.7 倍和 9.4 倍，在过去五年负一倍标准差附近，接近去年 10 月的低位。沪深 300 指数前瞻市盈率在 11.5 倍，略低于过去五年均值（图表 9-11）。AH 溢价有所扩大，目前在 40%，港股进一步凸显配置价值。由于港股受海外风险因素较大，中美利差扩大也对港股估值有压制，预期下半年海外风险逐步缓和，AH 溢价将有所收缩（图表 12）。

前期市场情绪低迷是压制估值的主要因素，下阶段有望持续改善。近期，政策面的积极信号频繁释放，政治局会议传递了中央对于稳定房地产行业、促进消费、鼓励民营企业投资的决心，将有助于增强市场对于中国下半年经济稳步复苏的信心，提振市场投资情绪。

低估值板块有望迎来估值修复。由于上半年居民消费较为谨慎，消费和房地产板块表现相对落后，估值仍处于历史较低位置，下半年在政策刺激下居民消费信心有望企稳回升，有望迎来补涨，接棒成为驱动股市向上的动力。近期，多个房地产相关的刺激政策及促进家居消费和汽车消费政策陆续出台，后续随着具体细则实施落地，家居消费链和汽车产业链有望成为促进内需消费的发力点，盈利增长的修正势头较强，相关板块的估值修复空间较大。

图表 7：相对于全球主要市场，中国股票指数盈利增速更强，估值水平更吸引

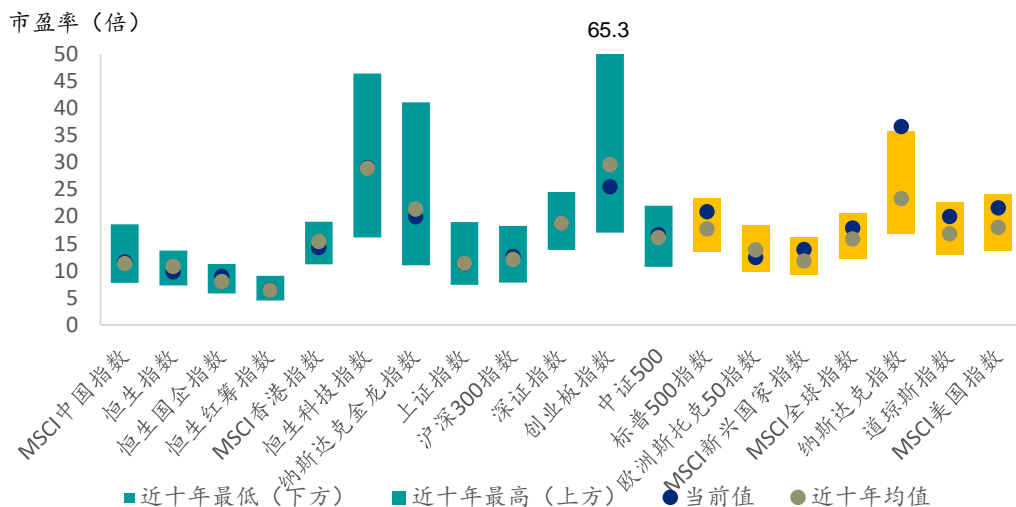


注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际



图表 8：目前主要中国股票指数估值水平较为吸引



注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 9：MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 10：恒生指数前瞻市盈率



注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 11：沪深 300 指数前瞻市盈率



注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 12：近期 AH 溢价有所扩大



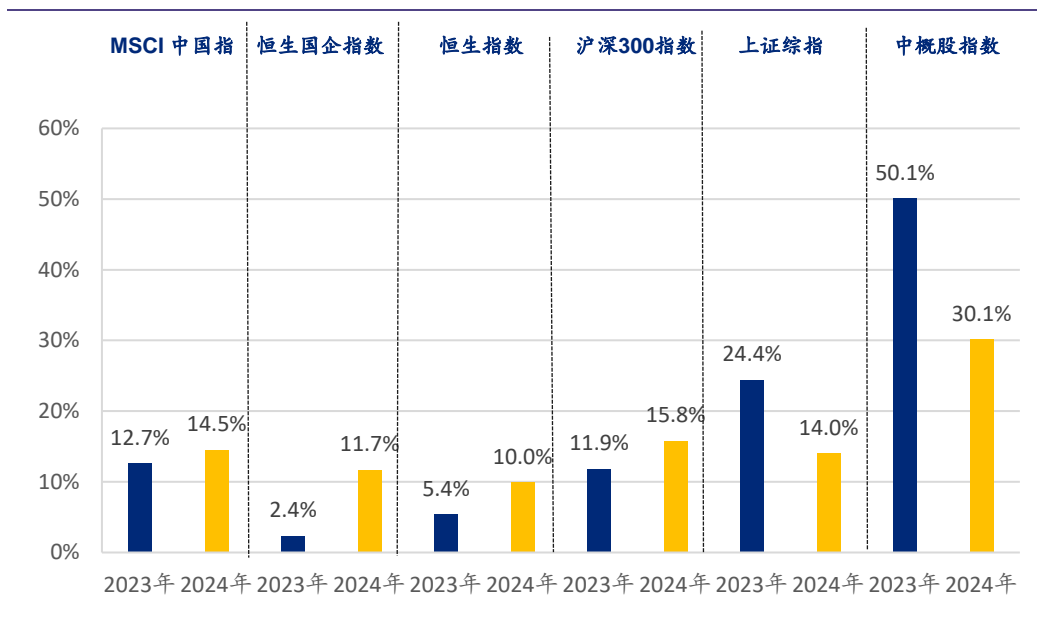
注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

## 盈利下调趋势仍未反转

过去一月，盈利预期下调趋势仍未改变。根据彭博，卖方分析师下调 MSCI 中国指数 2023 年盈利增速至 12.7%（6 月底：13.2%），2024 年预期盈利增速至 14.5%（6 月底：15.3%）。恒生指数 2023 年预期盈利增速至 5.4%（6 月底：9.1%），2024 年预期盈利增速在 10.0%（6 月底：11.7%）。上证综合指数 2023 年预期盈利增速至 24.4%（6 月底：24.5%），2024 年预期盈利增速至 14.0%（6 月底：14.4%）。追踪在美上市中概股的纳斯达克金龙中国指数预期盈利增速最强，2023 年在 50.1%（6 月底：51.9%），2024 年预期盈利增速在 30.1%（6 月底：28.3%）（图表 13-16）。由于上半年经济复苏进程不均衡，我们预计短期盈利预期还有下调风险，但下半年经济复苏会更全面，企业盈利下调的趋势有望在三季度扭转。

进入中期业绩公布期，关注业绩超预期的行业和个股。目前已进入中报披露窗口期，虽然上半年市场核心驱动力在于估值，与业绩的相关性较弱，但在市场情绪改善下，估值有望进一步修复，同时业绩也有望重新成为驱动市场向上的动力。截至 7 月底，A 股共有 946 家公司公布了 1H23 业绩预告，有 560 家公司发布了盈喜，有 383 家公司发布了盈警，有 3 家发布不确定，盈喜率接近 60%。发布盈喜预告的公司中，工业（机械、电力设备）、可选消费（汽车及汽车零部件）、信息技术（半导体、电子设备）板块数量较多，判断短期资金可能会关注这些业绩确定性相对较强的板块。

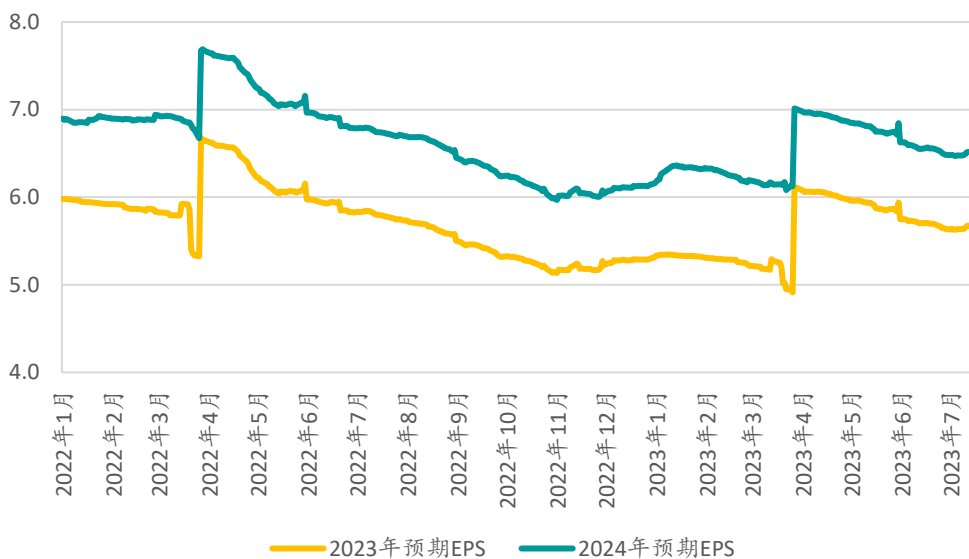
图表 13：主要中国股票指数 2023 年/2024 年盈利增长预期较强



注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。

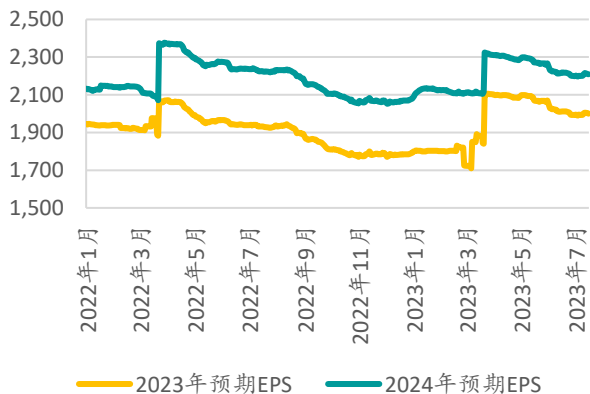
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 14: MSCI 中国 2023/24 年的 EPS 增长一致预期



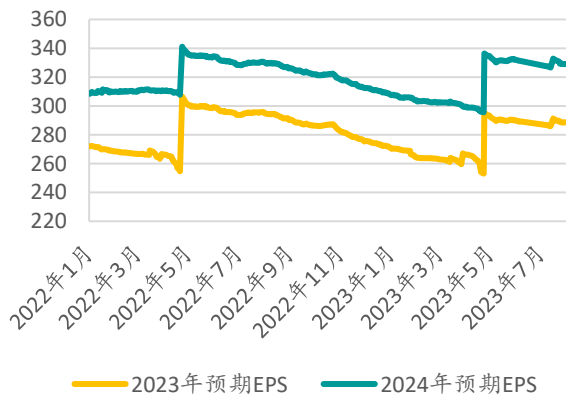
注: 数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 15: 恒生指数 2023/24 年的 EPS 增长一致预期



注: 数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 16: 沪深 300 指数 2023/24 年的 EPS 增长一致预期



注: 数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

## 资金流向对行情持续性至关重要

南向资金势头较强，但北向资金势头减弱。7月，北向录得净流入470亿人民币，较6月（140亿人民币）大幅扩大。今年前7个月共录得净流入2117亿人民币。7月，南向资金由6月的净流出转为净流入，录得158亿港元。今年前7个月南向资金共录得净流入1394亿港元。（图表17）。

市场情绪改善下，被动资金驱动外资净流入中国市场。根据EPFR，7月有2.3亿美元资金净流入中国市场，其中被动基金净流入15亿美元，主动基金净流出12.7亿美元（图表18）。此外，根据彭博，过去一个月有88.7亿美元被动资金净流入中国股市，反映投资者情绪明显改善。

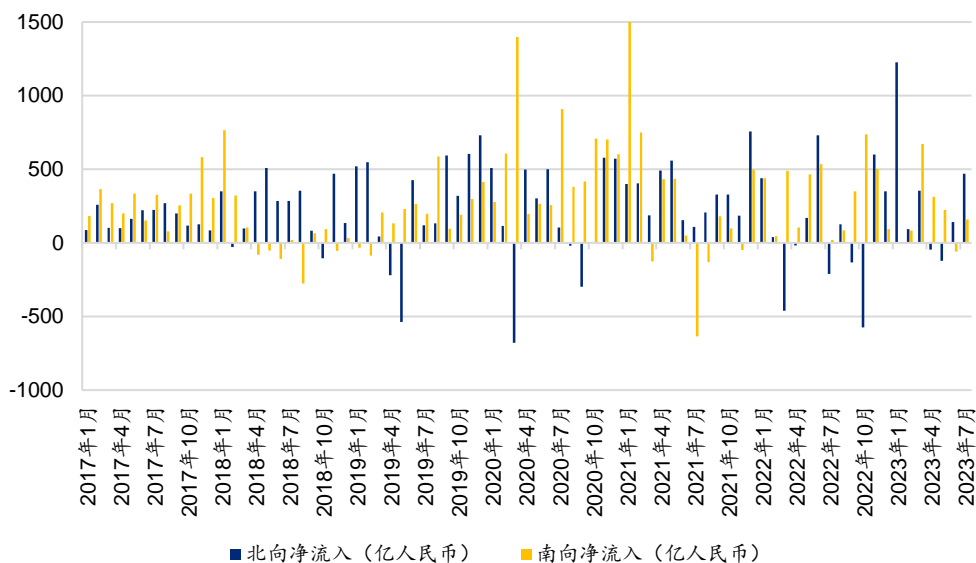
外资进一步净流出空间可能相对有限。根据EPFR，6月底全球主动基金配置中国的比例在1.7%，低于过去五年均值2.2%，接近去年10月的低位1.6%，进一步净流出空间相对有限（图表19）。根据我们的测算，悲观情形下，若全球主动型基金、全球（除美国）主动型基金、亚洲（除日本）主动型基金对中国股票的配置比例回落到去年10月低位，可能导致净流出34亿美元（图表20）。

外资回流空间依然较为可观。基准情形下，如果后续中国经济复苏加速，有望驱动外资仓位回归均值水平。根据我们的测算，若全球主动型基金、全球（除美国）主动型基金、亚洲（除日本）主动型基金对中国的配置比例回归到过去五年均值水平，有望录得净流入98亿美元。乐观情形下，若中国经济全面强势复苏，驱动他们对中国的配置比例达到近五年高位，有望录得净流入225亿美元（图表20）。

关注低配行业重回标配的结构性机会。根据EPFR，截至6月底，专注中国的主动型基金相对（追踪指数的）被动型基金超配了电信服务和可选消费，低配原材料、公用事业、金融、必选消费、医疗健康、工业、能源和信息技术板块（图表21）。

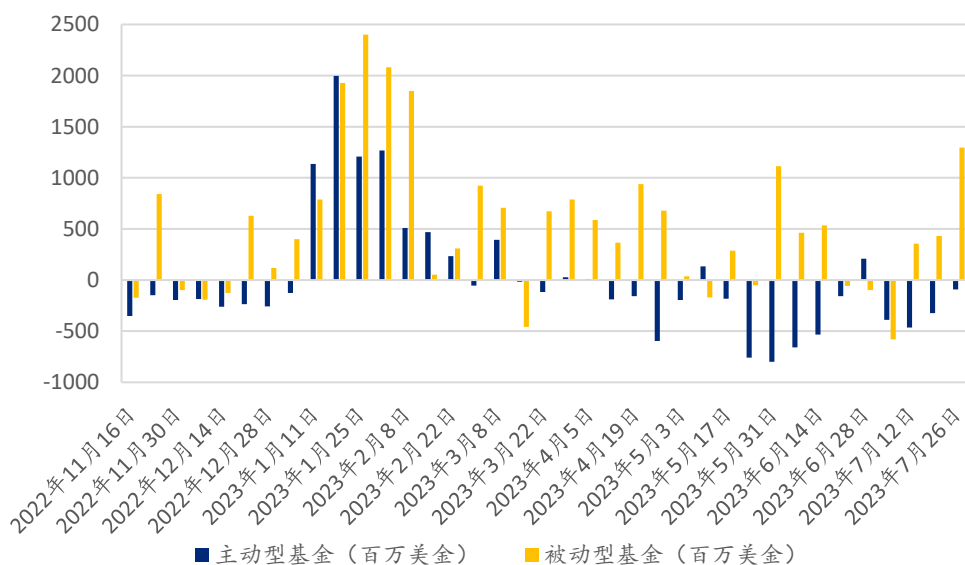
从资金流的角度去判断后续行情的持续性，是否有持续的增量资金尤为关键。对于A股市场，二季度主动偏股公募基金的仓位较一季度小幅下降，但平均仓位仍在86%左右的偏高水平。短期内这部分增量资金可能相对有限，存量资金或将偏向调整行业配置以把握结构性行情。但目前居民储蓄存款仍然较高，随着政策持续发力加快经济复苏，同时存款利率下调刺激资金流转，有助于释放居民投资需求，有望给市场带来增量资金。对于离岸中国市场，据我们目前观察，对行情延续性至关重要的海外长线基金还未回来，若后续政策能够增强他们对中国中长期经济发展前景的信心，有望吸引外资回流。

图表 17：近期，南向资金净流入保持强势，但北向资金转为净流出



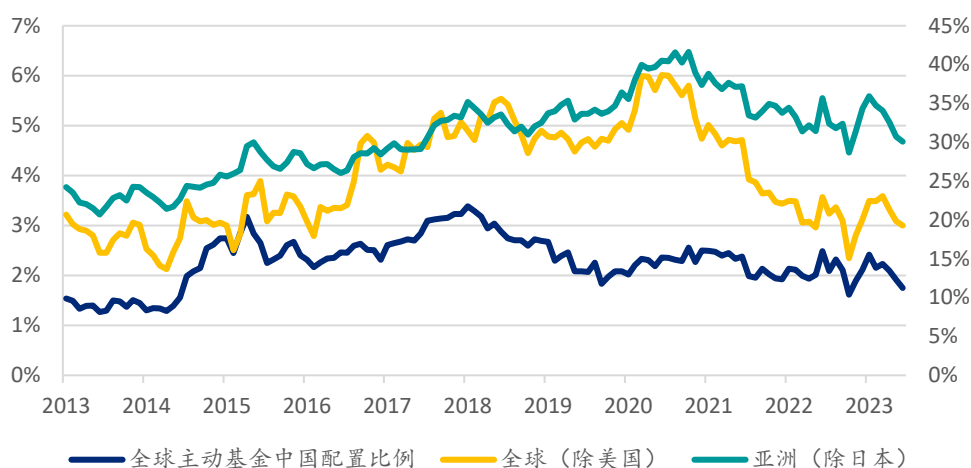
资料来源：港交所，Bloomberg，浦银国际

图表 18：根据 EPFR，近一个月由被动型基金驱动，外资净流入中国股票市场



资料来源：EPFR，浦银国际

**图表 19: 根据 EPFR, 截至 6 月底全球主动型基金中国配置比例为 1.7%, 低于过去五年均值 2.2%, 接近去年 10 月的低位**



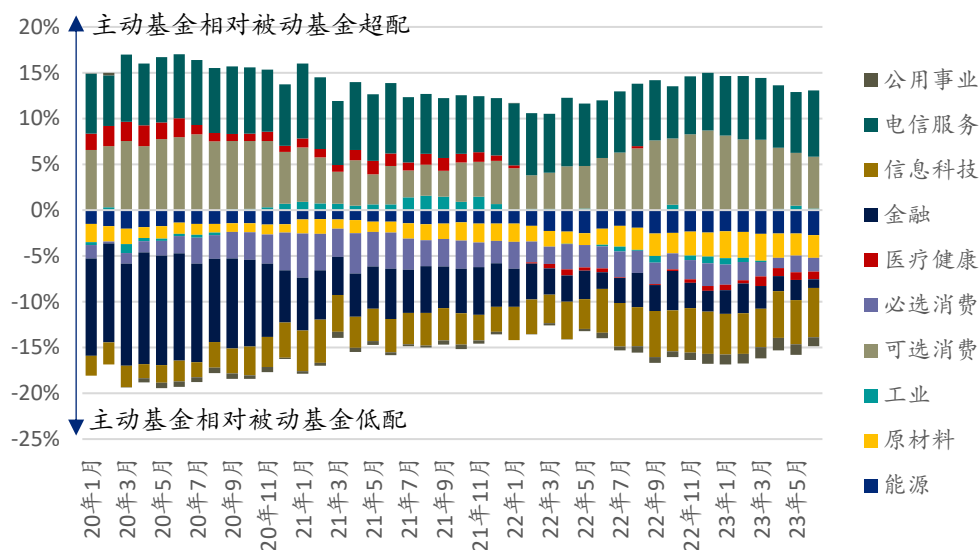
注: 数据截至 2023 年 6 月 30 日。  
资料来源: EPFR, 浦银国际

**图表 20: 下阶段全球主动型基金对中国股票市场资金流向测算**

基金类型	总资产 (亿)	当前中国配置比例	近五年乐观情形下最高位	近五年乐观情形下资金流入 (亿)	近五年中国配置平均比例	基准情形下资金流入 (亿)	2022年10月中国配置比例	悲观情形下资金流出 (亿)
全球主动基金	4,820	1.7%	2.9%	54.5	2.2%	24.0	1.6%	-6.4
全球 (除美国)	2,336	3.0%	6.0%	70.5	4.4%	32.3	2.3%	-15.2
亚洲 (除日本)	870	30.1%	41.6%	100.4	34.9%	41.5	28.7%	-12.4
合计				225.4		97.8		-34.0

注: 基金资产和资金流向单位为美元计价。  
资料来源: EPFR, 浦银国际预测

**图表 21: 根据 EPFR, 除电信服务和可选消费板块外, 专注中国的主动型基金相对 (追踪指数的) 被动型基金对大部分板块都是低配**



注: 数据截至 2023 年 6 月 30 日。  
资料来源: EPFR, 浦银国际

## 行业配置、轮动与风格切换

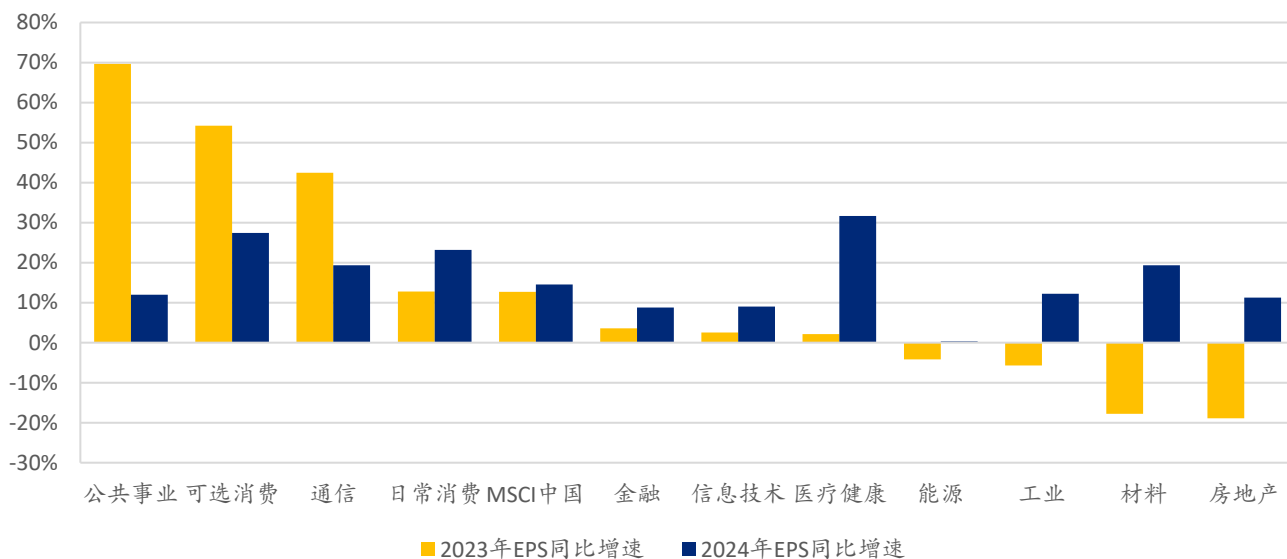
行业配置上建议关注前期估值调整较充分、盈利增速较高的消费、信息科技板块。在积极的政策刺激下，预期消费对经济的驱动力有望进一步增强，我们预期消费（包括可选消费和必选消费），以及信息科技的基本面有望持续改善。目前，消费和信息科技板块的估值偏低，前瞻市盈率低于其过去5年的均值，预计进一步下降的空间有限，在业绩改善下有望迎来新一轮估值修复行情。MSCI 中国指数中，消费、信息科技和通信行业兼具低估值和高增长（图表 22-24）。

可选消费中，我们看好酒店、旅游和免税等行业（国内游和境外游需求回暖），体育用品（户外、功能性产品兴起），新能源汽车（购置税持续减免、各地政府出台措施鼓励新能源汽车消费）。必选消费中，看好啤酒行业受益于线下餐饮恢复、产品升级、渠道创新、成本改善、业绩弹性较大。信息科技中，看好半导体（周期底部确立、国产替代、海外风险趋稳），互联网（监管缓和、降本增效、分拆上市）。

近期行业轮动仍然较快，可选消费行业的动能较强。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来直观地显示板块轮动。X 轴代表相对强度（RS-Ratio），而 Y 轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum）。RRG 图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数中，可选消费和信息科技的动能维持强势，电信、能源、金融、综合企业的动能正在减弱，医疗健康、房地产、必选消费和工业行业较为落后（图表 25）。沪深 300 指数中，可选消费的动能维持强势，工业、必选消费和原材料上行的动能正在加强，能源、信息技术、公用事业和金融的动能走弱（图表 26）。

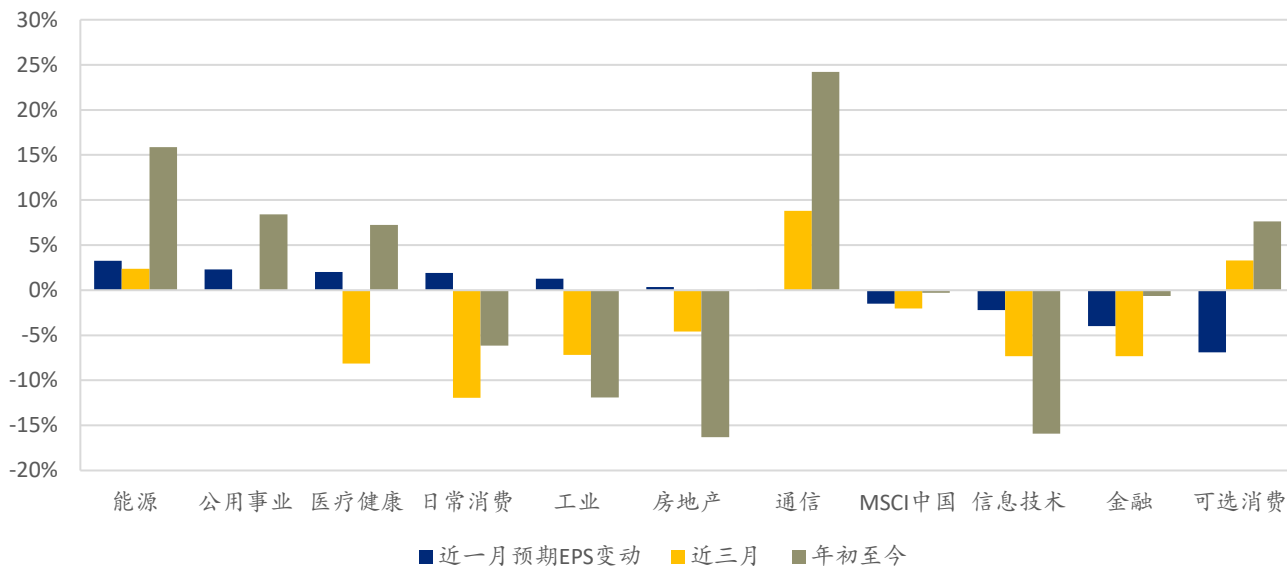
短期需注意风格切换，市场情绪改善下，前期较为落后的成长股和小盘股有望迎来修复行情。过去一个月，投资者风险偏好较此前有所上升，成长股跑赢价值股，但大盘股表现仍领先于小盘股（图表 27-28）。我们预期若国内经济全面复苏势头得以确立，市场风格将会切换，业绩增长领先的成长股和业绩弹性较高的小盘股有望得到重估。尤其在大盘股的交易拥挤程度较高的情况下，若市场反弹，成长股和小盘股将凸显投资优势。

图表 22: MSCI 中国各板块 2023/2024 年 EPS 增速: 公用事业、消费、通信板块较为领先



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

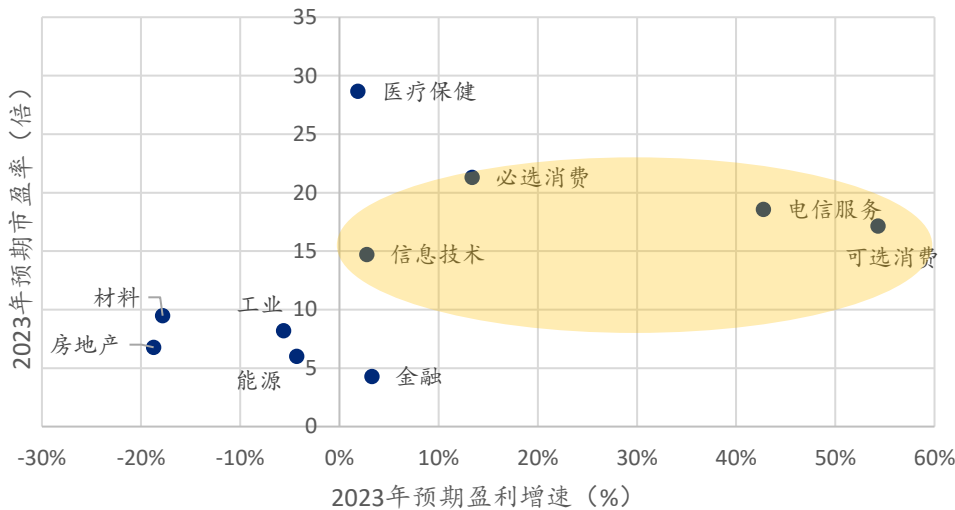
图表 23: 盈利增速预期调整: 近一月, 能源、公用事业行业盈利上调较多, 但可选消费和金融板块盈利下调幅度较大



资料来源: Bloomberg, 浦银国际



图表 24：MSCI 中国指数行业中，消费、电信和信息技术兼具高成长和低估值

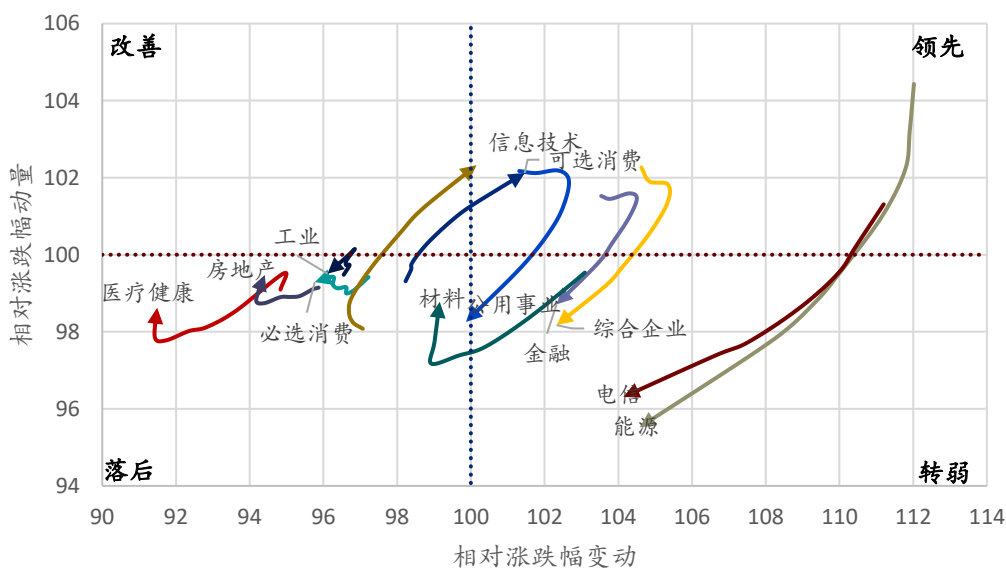


注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

### 行业轮动热力图

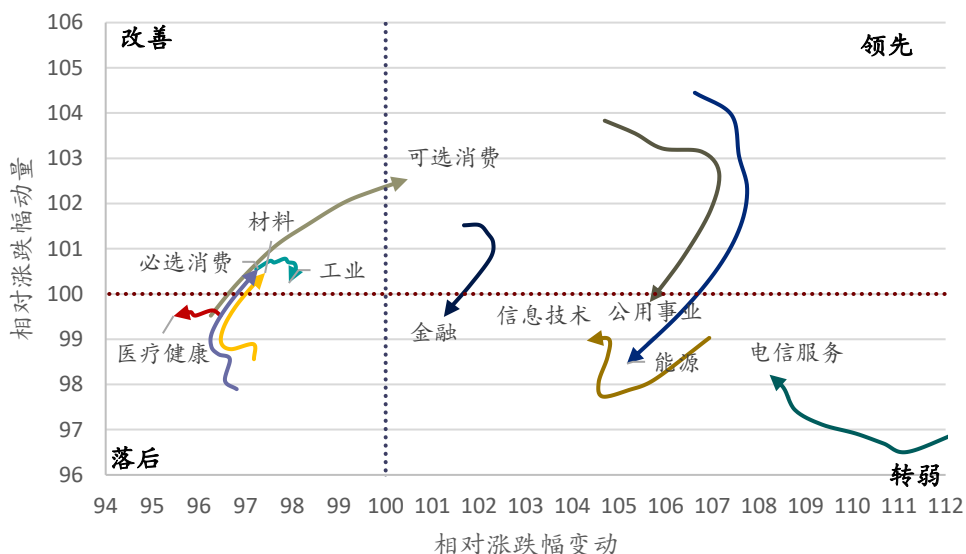
我们使用相对旋转图 (Relative Rotation Graph - RRG) 来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度 (RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头 (RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一一般按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先 (右上象限)、转弱 (右下象限)、落后 (左下象限)、改善 (左上象限)。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

图表 25：恒生综合指数轮动热力图



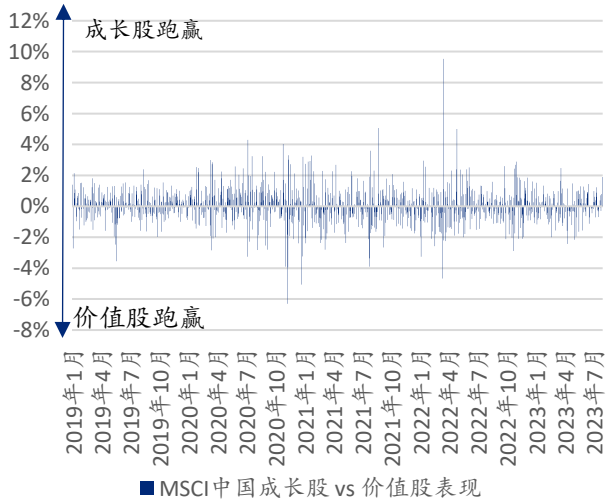
注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 26：沪深 300 指数轮动热力图



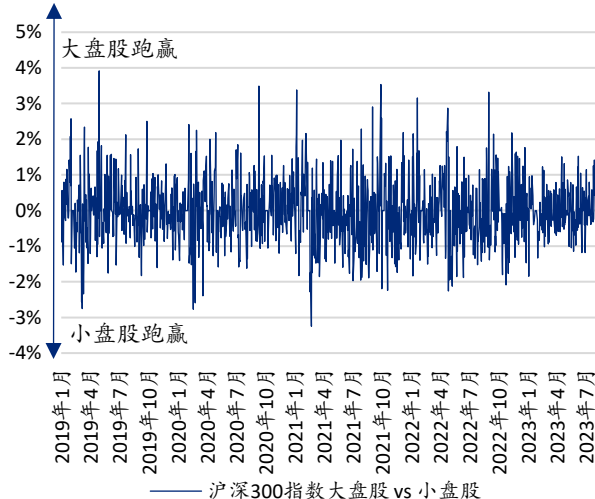
注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 27：过去一个月，成长股跑赢价值股.....



注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 28：.....大盘跑赢小盘股



注：数据截至 2023 年 7 月 31 日。  
资料来源：Bloomberg，浦银国际

## 近期重要事件与政策分析

7月24日，中央政治局会议召开，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议在以下几大方面释放的积极信号值得关注。

**一、资本市场方面**，会议提出“活跃资本市场，提振投资者信心”。措辞上从此前的“健全”资本市场变成“活跃”资本市场，这是近年来少见的变化，有利于改善市场情绪和提振投资者信心，后续有望推动社保基金等长线资金入市，带动市场走势向好。近期，《私募投资基金监督管理条例》、《加大力度支持科技型企业融资行动方案》及《关于完善特定短线交易监管的若干规定(征求意见稿)》等多个文件陆续出台，有利于促进科技引领实业、助力产业升级发展提升国家核心竞争力，同时有望助力深化中国资本市场的改革开放，包括投资端、融资端和交易端等方面的改革。资本市场的进一步开放，有助于吸引更多的长线资金和海外资金，促进投资者结构多元化和机构化。

预计下半年经济工作将强调宏观调控体系更加有力、有度、有效，调控手段与工具推陈出新、精准有利、提质增效，继续在稳增长、调结构、控风险、促改革各任务之间实现成功实践与有效平衡。结合金融供给侧结构性改革的深入开展、资本市场高水平制度型对外开放的持续推进、资本市场基础性制度的优化和重构，预计资本市场和投资者情绪将更为活跃，金融特别是直接融资服务实体经济高质量发展的质效将不断提升。

**二、房地产方面**，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，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。”下阶段重点将平衡供需两端，促进销售端持续回暖，使得房地产行业有望沿着“政策落地-信用恢复-预期扭转-销售回升-回款加快-买地积极-开工加速”的路径良性复苏。

**三、地方债务方面**，新增强调使用“一揽子化债方案”。后续有望推出具体实施细则，有助于缓解市场对于地方债务风险的担忧。

图表 29：近期稳增长政策总览

日期	标题	发布部门	要点
<b>促消费</b>			
2023年7月18日	<a href="#">关于促进家居消费若干措施的通知</a>	商务部等十三部门	涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域，对旧屋改造和家居消费和企业的金融支持是两大亮点。
2023年7月20日	<a href="#">关于促进电子产品消费的若干措施</a>	发改委、工信部、财政部等七部门	1. 鼓励科研院所和市场主积极应用国产人工智能（AI）技术提升电子产品智能化水平；2. 推广家庭安防、智慧厨房、智能睡眠、健康卫浴、空气净化等应用场景；3. 持续推动家电下乡，有序推进农村地区清洁取暖。
2023年7月20日	<a href="#">关于促进汽车消费的若干措施</a>	发改委等十三部门	1. 鼓励限购地区尽早下达全年购车指标；2. 加强新能源汽车配套设施建设，加快充电基础设施建设；3. 加大汽车消费信贷支持。
2023年7月31日	<a href="#">关于恢复和扩大消费措施</a>	发改委	涵盖稳定汽车、房地产、家居和电子产品等大宗消费，及扩大服务消费，促进农村消费、拓展新型消费等各方面
<b>降成本</b>			
2023年6月12日	下调存款利率	NA	六家商业银行宣布将活期存款利率从 0.25% 下调至 0.2%。
2023年6月13日	<a href="#">关于做好 2023 年降成本重点工作的通知</a>	发改委、央行、财政部、工信部	2023 年底前，对月销售额 10 万元以下的小规模纳税人免征增值税；2024 年底前，对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税。
2023年6月15日	政策利率下调 10 个百分点	央行	继 13 日下调 7 天逆回购利率之后，人民银行将中期借贷便利（MLF）利率下调 10 个基点至 2.65%，并增量续作 370 亿 MLF 贷款。
2023年6月30日	增量支小支农再贷款	央行	央行增加 2000 亿元支小支农再贷款。
<b>促基建</b>			
2023年6月19日	<a href="#">国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见</a>	国务院	到 2030 年，基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系，有力支撑新能源汽车产业发展，有效满足人民群众出行充电需求。
<b>稳地产</b>			
2023年6月20日	降 5 年期贷款市场报价利率	央行	5 年期 LPR 利率从 4.3% 下调至 4.2%。
2023年7月10日	关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知	央行、国家金融监督管理总局	1. 对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，2024 年 12 月 31 日前到期的，可以允许超出原规定多展期 1 年。2. 2024 年 12 月 31 日前向专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类。3. 对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。4. 其他不涉及适用期限的政策长期有效
2023年7月14日	<a href="#">鼓励存量贷款利率下调</a>	央行	央行表示支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款。
<b>支持民营企业</b>			
2023年7月19日	<a href="#">关于促进民营经济发展壮大的意见</a>	中共中央、国务院	1. 全面增强对民企的融资支持。2. 打破市场准入壁垒以确保公平竞争。3. 支持提升科技创新能力。4. 针对平台经济，依法规范和引导民营资本健康发展。5. 促进民营企业 and 经济人士健康成长。
2023年7月24日	<a href="#">关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知</a>	发改委	1. 明确一批鼓励民间资本参与的重点细分行业，全面梳理吸引民间资本项目清单。2. 鼓励民间投资项目发行基础设施领域不动产投资信托基金。3. 与 7 家银行建立投资联动试点合作机制，引导银行加大对民间投资的贷款支持力度。
2023年8月1日	<a href="#">关于实施促进民营经济发展近期若干举措</a>	发改委等八个部门	1. 支持民营企业参与重大科技攻关，牵头承担工业软件、云计算、人工智能、工业互联网、基因和细胞医疗、新型储能等领域的攻关任务。2. 推动平台经济健康发展，持续推出平台企业“绿灯”投资案例。3. 延长普惠小微贷款支持工具期限至 2024 年底，持续加大普惠金融支持力度。

资料来源：政府部门网站，浦银国际

# 短期投资交易策略

## 一、关注有望受到较多政策刺激的板块

由于上半年居民消费较为谨慎，消费和房地产板块表现相对落后，估值仍处于历史较低位置，接下来在政策刺激下居民消费信心有望企稳回升，相关板块有望迎来补涨，接棒成为驱动股市向上的动力。近期，多个房地产相关的刺激政策及促进家居消费和汽车消费政策陆续出台，后续随着具体细则实施落地，家居消费链和汽车产业链有望成为促进内需消费的发力点，盈利增长的修正势头较强，相关板块的估值修复空间较大。

*政治局会议再次明确三大投资主线：*

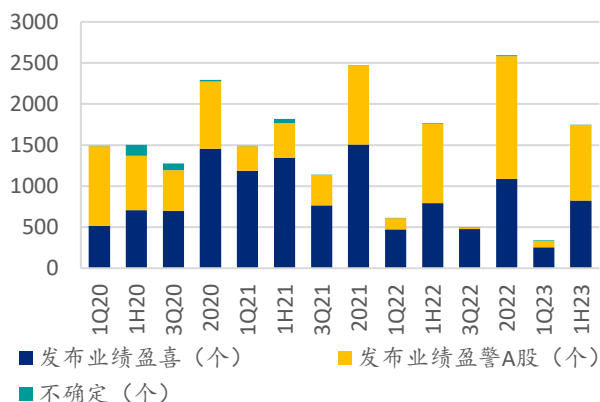
- 1. 扩大内需，消费复苏。**建议关注汽车产业链（原材料、零部件制造、整车生产）、家居产业链（原材料、设计施工、家居用品）、电子、体育用品，酒店、旅游等消费领域。会议提到“增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通”，出境游链条（包括旅游、OTA、酒店、航空公司等）值得关注。
- 2. 构建现代化产业体系。**我们认为先进制造、新能源、人工智能、新兴消费等行业有望成为中国经济增长的新引擎，可能在中长期获得超额收益，建议可以逢低布局相关行业和龙头公司。
- 3. 国有企业估值重塑。**建议关注“中特估”主题，基本面较好的低估值央企短期有望得到重估，尤其是基建、能源、通信等领域。我们预期国企将成为新一轮产业革命和产业转型的中坚力量，有望驱动国企估值在中长期得到重塑。

## 二、关注中报业绩有望超预期的板块和个股

目前已进入中报披露窗口期，虽然上半年市场核心驱动力在于估值，与业绩的相关性较弱，但在市场情绪改善下，估值有望进一步修复，同时业绩也有望重新成为驱动市场向上的动力。

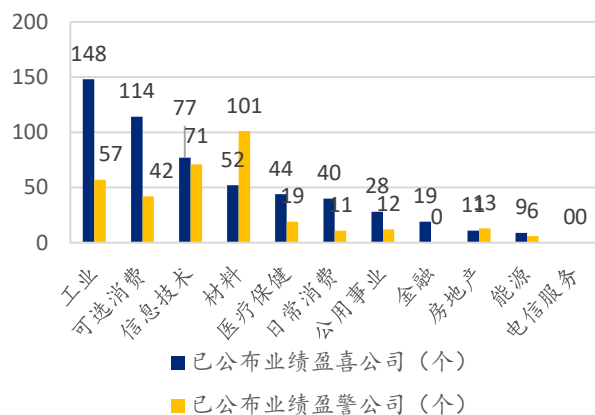
截至7月底，A股共有946家公司公布了1H23业绩预告，有560家公司发布了盈喜，有383家公司发布了盈警，有3家发布不确定，盈喜率接近60%。发布盈喜预告的公司中，工业（机械、电力设备）、可选消费（汽车及汽车零部件）、信息技术（半导体、电子设备）板块数量较多，判断短期资金可能会关注这些业绩确定性相对较强的板块（图表30-31）。

图表 30: 1H23 发布盈喜的比例同比有所上升



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 31: 发布盈喜的行业为工业、可选消费和信息技术



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

### 三、关注基本面稳健、估值合理、现金流充裕的优质高息股

短期来看，盈利预期下调趋势可能仍然在 7-8 月中期业绩披露期持续，美联储的加息步伐还未停止，预期中国股票市场或将维持波动向上的态势。建议关注基本面稳健，估值合理，现金流充裕，具有高分红属性的股票，有望提升投资组合的稳定性。

## 浦银国际重点关注股票组合更新

**组合表现回顾与更新。**自成立至今，浦银国际重点关注股票组合录得上涨12%，跑赢 MSCI 中国指数，恒生科技指数和纳斯达克金龙指数。拼多多、快手和康方生物贡献了主要涨幅，但华润啤酒、舜宇光学表现相对疲弱。目前，重点关注新经济股票组合包含比亚迪、快手、华润啤酒、拼多多、舜宇光学、滔搏、华虹半导体、康方生物等 8 只股票（图表 32-33）。

**重点关注股票组合体现了我们自上而下的策略观点，中长期持续增加对新经济股票的关注。同时，结合行业分析师自下而上的分析，我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。**

**我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：**1) 具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2) 政策支持和宽松的受益者；3) 在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

**图表 32：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点**

公司名称	股票代码	GICS 一级行业	收盘价	目标价	潜在上升空间	市值 (亿元)	成交额 (百万元)	自上次更新 表现
拼多多	PDD.US	可选消费	90.09	106.00	18%	8,699	713	21%
比亚迪股份	1211.HK	可选消费	274.80	340.70	24%	7,831	1,603	4%
快手	1024.HK	信息技术	68.00	80.00	18%	2,843	1,246	20%
华润啤酒	0291.HK	日常消费	48.80	80.40	65%	1,557	411	-8%
舜宇光学科技	2382.HK	信息技术	73.35	97.80	33%	786	408	-9%
滔搏	6110.HK	可选消费	6.85	9.50	39%	432	57	0%
华虹半导体	1347.HK	信息技术	26.10	34.10	31%	334	237	-1%
康方生物	9926.HK	医疗保健	42.40	65.00	53%	325	184	21%
<b>平均表现</b>								<b>6%</b>
<b>市值加权表现</b>								<b>12%</b>
<b>基准指数表现</b>								
MSCI 中国指数			64.06					4%
恒生科技指数			4,388.77					11%
纳斯达克金龙指数			7,377.24					11%

注：收盘价截至 2023 年 8 月 2 日，市值和成交额的货币为港元，成交额为过去 3 个月的日均成交额。

资料来源：Wind，浦银国际

图表 33：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

股票	投资概要
拼多多 (PDD.US)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 性价比优势依然凸显，消费频次提升有望继续抢占市场份额。</li> <li>- 海外 Temu 业务有序推进，成为新的增长点。</li> <li>- 社区团购业务利润率持续改善。</li> </ul> <p>互联网分析师：赵丹 dan_zhao@spdbi.com</p>
比亚迪股份 (1211.HK)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 比亚迪是今年最有希望达到销量目标的车企之一。不同价格段车型布局全面，亦满足多样化的用车场景需求，若年内推出鼓励新能源车下乡的具体政策措施，将会进一步成为销量催化剂。</li> <li>- 有足够的利润空间应对行业需求不振风险；如果有地方性政策刺激汽车消费，比亚迪的利润弹性空间较大。</li> <li>- 比亚迪在中国新能源车市场的份额总体呈稳步提升趋势，目前已接近 40%，有助于其未来形成一定的定价权。</li> </ul> <p>科技分析师：沈岱 tony_shen@spdbi.com</p>
快手 (1024.HK)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 直播电商业务增长势头依然强劲。</li> <li>- 外循环广告逐步复苏，下半年转正。</li> <li>- 降本增效显著，利润加速释放。</li> </ul> <p>互联网分析师：赵丹 dan_zhao@spdbi.com</p>
华润啤酒 (291.HK)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 喜力强劲的销售增长具有较高的确定性，将推动公司 2023 年 ASP 同比较大幅度的增长。</li> <li>- 产品结构高端化、提价、以及原材料压力的减小将帮助公司 2023 年毛利率同比显著扩张。</li> <li>- 啤酒行业短期将进入旺季，华润在低基数下销量持续释放，有望改善市场情绪并推高估值。</li> </ul> <p>消费分析师：林闻嘉 richard_lin@spdbi.com</p>
舜宇光学科技 (2382.HK)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 手机业务基本盘有望在今年下半年跟随行业复苏，而海外手机客户可以提供高于行业增速动能。</li> <li>- 车载等非手机业务维持高速增长，既保障集团利润稳定及成长，也有助于公司估值提升。</li> <li>- 作为较早成功布局汽车业务的电子龙头，随着中期盈利预告充分释放上半年业绩风险，舜宇可以享受今年手机行业预期向上 Beta 机会及车载业务估值重塑。</li> </ul> <p>科技分析师：沈岱 tony_shen@spdbi.com</p>
滔搏 (6110.HK)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nike 在中国市场 2023 年销售收入反弹在行业中具有极强的确定性，并将助力滔搏收入增长。</li> <li>- 行业中领先的库存新鲜度管理将确保 FY24 零售折扣的同比好转，帮助毛利率同比提升。</li> <li>- 滔搏卓越的运营资金管理确保了公司经营现金流始终优于净利润表现，从而帮助公司维持较高的派息率。</li> </ul> <p>消费分析师：林闻嘉 richard_lin@spdbi.com</p>
华虹半导体 (1347.HK)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 我们认为半导体行业的估值面（或者市场预期）已经形成了有效底部，并触发了右侧机会。目前周期上行仍处于偏早期阶段，华虹作为行业玩家，后续仍有较大的估值上行空间。</li> <li>- 公司产能利用率维持高位，受益于工业及汽车需求强劲，有望获得较快的收入体量增长。</li> </ul> <p>科技分析师：沈岱 tony_shen@spdbi.com</p>
康方生物 (9926.HK)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 首款双抗产品开坦尼商业化情况良好，2023 全年销售有望超指引。</li> <li>- 未来 12 个月内有望迎来 AK112 申报 NDA 及获批、AK102 获批及多项海内外研发里程碑事件。</li> <li>- 中长期维度看，公司拥有行业领先的差异化显著的单双抗管线，有望在创新药出海继续领先国内同行。</li> </ul> <p>医疗分析师：胡泽宇 ryan_hu@spdbi.com</p>

资料来源：浦银国际



## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

周文頌

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

