

益民观点： 市场震荡调整，期冀政策呵护

➤ 宏观分析

国内方面，上周财政部公布1月-6月财政数据：全国一般公共预算收入11.92万亿，同比增长13.3%；全国一般公共预算支出13.39万亿，同比增长3.9%。财政收入增幅较高，除经济恢复性增长带动外，主要是去年二季度集中退税较多、拉低相应基数；若扣除留抵退税因素影响，估算累计增速由正转负至-1.5%，指向当前财政收入压力仍大。财政支出节奏放缓，基建支出增速转负。6月全国一般公共预算支出2.91万亿，同比下降2.4%，较上月回落3.8个pct；1月-6月全国一般公共预算支出13.39万亿，同比增长3.9%，较上月回落1.9个pct；受财政收入端限制，财政支出节奏有所放缓。上半年公共财政支出进度为48.7%，高于过去3年同期财政支出进度，但低于过去5年均值水平（49.9%）；财政支出/财政收入为112.3%，也低于过去5年均值水平（113.8%）。

尽管二季度经济数据低于市场预期，但是6月份数据所体现出的改善迹象更值得关注，主要表现为工业增加值和固定资产投资环比增速的企稳回升，随着PPI同比增速拐点的到来以及国内主动去库存化行至尾端，经济扩张动能的改善有望延续。政策方面，尽管“质”和“量”双重的调控意图意味着强力的政策干预难以期冀，但是稳预期以呵护需求必然会是本月政治局会议的重要一环。在经济扩张动能自然修复的同时，政策的呵护还将令其力度有所强化。

海外方面，面对通胀水平的缓步回落和依旧坚韧的就业市场，美国的消费者信心持续走高，7月密歇根大学消费者信心指数进一步回升至72.6%，连续第二个月快速上行，同期的现状和预期指数也均呈现超预期改善的态势；与此同时，上上周CPI同比增速下行好于预期后，上周四晚间公布的PPI数据同样传递出乐观信息，核心PPI同比增速回落至2.4%，低于市场预期的2.6%。

➤ 市场情况

上周市场震荡调整。上证指数下跌2.16%，代表大盘风格的上证50指数下跌1.52%，沪深300指数下跌1.98%，代表中小盘风格指数的中证500指数下跌1.74%、中证1000指数下跌2.19%。上周申万一级行业跌多涨少，其中房地产（3.56%）、建筑材料（2.56%）、农林牧渔（2.20%）上涨幅度排在前列，而通信（-6.22%）、计算机（-5.24%）、传媒（-4.84%）在各板块中跌幅居前。

● 价值方向：

房地产板块：上周地产板块上涨3.56%，在全部申万一级行业中排名第1位，表现好于沪深300。基本面方面，销售趋势依然下行，在度过6月高基数阶段后，30城新房销售同比环比继续下降；二手房环比持平，同比下降。惨淡的基本面情况提高了市场对更多刺激政策出台的预期。政策方面，上周央行延长“金融16条”支持政策，一方面是支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期的政策，2024年底前到期的，可以允许超出原规定多展期1年；另一方面是鼓励金融机构提供保交楼配套融资支持的政策，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，对债

务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。同时上周央行货币政策司司长邹澜表示：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。七月底政治局会议关于房地产相关表述值得关注。我们观点保持不变，短期板块承压，行业缺乏实质的催化剂，市场走势取决于政策措施的预期。但政策层面以点带面，不追求大开大合的强刺激措施，从较长时期看更有利于房地产健康发展和转型。土地储备数量和质量好的房企销售必然有优势，现阶段板块估值到达历史低位，看好融资渠道畅通、积极拿地、销售恢复处于前列的央国企房地产企业，在供给侧出清的行业背景下头部企业将获得额外收益。

银行板块：上周银行板块走势下跌 1.61%，在全部申万一级行业中排名第 20 位，表现好于沪深 300 指数。上周央行货币政策司司长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，此消息使得市场对银行板块未来盈利情况产生担忧。存量按揭贷款利率调整历史上出现过（2008 年下半年提出，2009 年初开始实施），现阶段按揭贷款体量和银行息差情况与之前大不相同。预期存量按揭贷款利率调整落地阻力较大，过程比较漫长。据不完全测算，若存量 30% 的房贷利率下降 40bp，对上市银行息差影响 1.61bp 左右，对营收影响 0.73% 左右，对税前利润影响约 1.6%，整体看影响有限。现阶段银行板块 PB 估值及机构持仓比例均处于历史低位，安全边际高，估值修复空间大；后续关注优质公司的业绩修复驱动估值修复。

大消费行业：上周大消费行业表现分化。其中，家用电器行业指数 -0.85%，排名第 15 位；食品饮料行业指数 +0.17%，排名第 8 位；农林牧渔

行业指数+2.20%，排名第3位。

短期看，市场风险偏好的有所回落，低估值板块表现更优；中长期维度，我们认为疫后复苏的过程中“疤痕效应”对消费力的影响预期持续时间有限，目前很多优质消费龙头公司对应2023年的估值水平已经调整到偏低水平，具有中长期配置价值。我们将积极把握行业空间大、竞争格局好的白酒、家电、医美等行业的投资机会，同时关注消费其它领域的结构性机会。

泛科技方向：

电力设备板块：电力设备行业上周-3.75%，在31个申万一级行业中排名第27位。细分板块看，光伏-4.69%，电池-3.36%，风电-2.64%。

我们看好现阶段新能源领域优质公司的反弹机会。由于新能源板块前期调整较多，我们判断市场已经处于底部。细分领域来看，储能行业未来三年景气度仍将延续。随着硅料、电池片、组件价格的快速下跌，光伏装机量大概率超过市场预期，另外随着电芯价格大幅下降，降低了储能成本，储能需求会爆发式增长。储能行业会从预期阶段到高速增长，成为当前经济情况下，最高景气的行业之一。当今的储能行业处于渗透率较低的阶段，未来十倍空间可期，看好储能逆变器和储能电池龙头。

电子板块：上周申万电子指数下跌4.56%，跌幅较大。电子板块作为年初科技大行情最后的跟涨板块也是TMT第一个开始调整的板块，本轮跟随AI上涨的较为温和，板块调整压力是TMT四个行业中最小的。从基本面角度来说，无论是模拟还是FPGA的价格同比仍处于下行通道，消费电子也未看到明显的拐点，半导体则受各种市场传闻影响波动较大。只有存储行业

周期见底回升，看好存储相关方向的配置价值。

计算机板块：上周申万计算机指数下跌 5.24%，在上上周企稳后继续大幅调整。板块今年以来主题催化较多，年初以来上涨幅度较大。目前人工智能行情集中在应用和算力两个方向，在大模型井喷式出现后市场对于相关的计算机公司明显进入了审美疲劳期，而数字中国和信创相关方向在 4 月之后进入政策真空期，实际的订单及数据局人事安排落地又要等待 9 月份落地，因此在这个时间窗口下，计算机板块整体缺乏催化，走势较弱，在 TMT 整体向下的趋势中跌幅也最大的。我们的观点是，数字中国相关方面的标的有企稳迹象，目前股价均调整较为充分，长期价值凸显。

通信板块：上周申万通信指数下跌 6.22%，跌幅较大。5 月底，受英伟达财报利好刺激，算力相关方向有较好的表现，部分龙头股票股价创新高，催化整个板块上行。上周上半周算力整体平淡，周中台积电业绩不及预期以及对后续 AI 指引偏悲观导致算力周四大跌。我们的观点是，AI 的第三波行情接近尾声，板块日内反弹力度不断减弱，人气难以聚集，应在反弹的时候谨慎判断。

传媒板块：上周申万传媒指数下跌 4.84%，在上上周企稳后继续大幅调整。TMT 板块整体走势印证我们此前判断，AI 第三波行情在持续三周后接近尾声，应用和算力作为两个前期表现最好的方向，由于获利盘较多调整幅度较大。而本轮催化以算力主导，应用没有新的方向好演化。我们的观点是，第三波 AI 行情是依靠英伟达财报超预期催化的算力行情，当前时点已经接近尾声，需谨慎观察。

● **其他板块：**

化工板块：上周化工行业表现出现分化。在申万一级行业中，基础化工行业加权平均指数上涨 0.2914%，在申万一级 31 个行业中排名第 9。细分行业中，农化制品子行业上涨较多，上涨 2.57%，非金属材料子行业排名靠后，下跌 2.31%。石油石化表现较为强势，石油石化行业平均加权指数下跌 2.71%，在申万一级行业中排名倒数第 9，其中油气开采子行业下跌较少，炼化及贸易子行业下跌较多。上周布伦特原油期货价格由 78 美元附近震荡上涨至 81 美元附近。需求上来看，美国经济数据异常强劲，使得对于衰退的担忧缓解。但是，中国经济复苏的节奏略慢于预期，市场担心经济通缩。而供给方面看，沙特和俄罗斯仍然坚持执行减产计划。中国经济复苏存在一定不确定性，从很多细节上看经济仍然偏弱。化工品属于基建及地产的二阶导数行业，仍然需要基建、地产等需求进一步回升才能带动需求整体上升。上周俄罗斯退出黑海粮食协议，使得农化产品价格出现上涨，另外制冷剂行业配额落地预期支撑下，三代制冷剂价格上涨。化工行业预期三季度见底，部分龙头个股出现左侧配置机会。

机械设备板块：上周申万一级机械设备行业大幅下跌 2.83%，其中 4 个二级子板块跌幅较大。申万二级自动化设备、轨交设备、通用设备和专用设备分别下挫 4.94%、3.33%、3.29%以及 2.42%。市场的悲观情绪仍处于高位，前期以主题导向、涨幅较大的板块有所回调。上周仅工程机械板块因中报业绩超预期、海外销售进展顺利，实现上涨 0.41%。建议关注中小行业中竞争格局稳定，盈利能力良好，具有估值性价比的细分龙头。

煤炭板块：上周申万煤炭指数报收 2,452.50 点，下跌 3.35%，跑输沪深 300 指数 1.37pct，位列申万板块涨跌幅榜第 26 位。受降雨天气影响，

沿海地区电厂日耗量出现较大幅度回落，使得煤价涨幅明显减缓。但考虑国家矿山安全监察局山西局在全省范围内集中开展为期一个月的煤矿安全生产责任监察，以及山西省应急管理厅7月18日印发《关于进一步夯实企业管理基础提升监管效能在全省矿山企业全面开展“体检式”精查工作的通知》，山西开启大范围煤矿安全检查行为，或将收紧煤炭供应量，煤炭价格进入博弈阶段。

有色板块：上周申万有色指数报收4,555.61点，下跌1.58%，跑赢沪深300指数0.40pct，位列申万板块涨跌幅榜第19位。美国披露6月份零售销售环比+0.2%（前值+0.3%，预期+0.5%），6月核心零售销售环比+0.2%，低于预期的+0.3%，此外美国6月工业产出环比-0.5%（前值-0.2%，预期0.0%）；叠加此前超预期回落的非农就业及CPI数据，美国经济见顶信号越发增强，根据美联储FED Watch Tool显示，目前市场预期美联储7月加息25BP后即暂停加息，紧缩预期降温，数据披露后，SHFE金价再破历史新高，伦敦金现货价格逼近2000美元/盎司。市场普遍认为美国经济出现衰退是大概率事件，复盘二战之后美联储的13次加息周期，能实现经济软着陆只有三次，而加息幅度超过3.25%时，每一次都出现了衰退，本轮周期的加息幅度已达5%，近期非农就业、CPI及零售数据均开始显露疲态，随着货币政策滞后效应的显现，市场认为美国经济中期衰退难以避免，金价从“通胀/加息 vs. 衰退”拉锯中，真正转向后者推升上涨；此外美元指数回落明显，利好商品价格反弹。继续看好铜、铝和黄金。

风险提示：文章涉及的观点和判断仅代表我们对当前时点的看法，基于市场环境的不确定性和多变性，所涉观点和判断后续可能发生调整或变化。本文仅用于沟通交流之目的，不构成任何投资建议。本公司或本公司相关机构、雇员或代理人不对任何人使用此全部或部分内容的行为或由此而引致的

任何损失承担任何责任。基金有风险，投资需谨慎。#