

2023 年 10 月 15 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

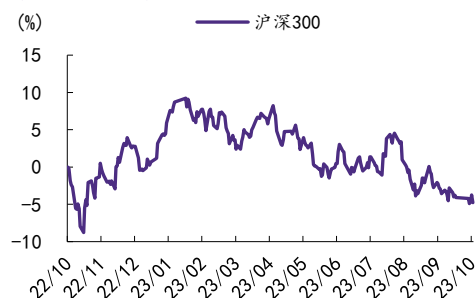
中美利差倒挂收窄，成长风格较为受益

—策略周观点

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《新股 IPO 节奏平稳，部分优质个股超跌反弹》2023-10-09
- 2、《平准基金大猜想：何时出？如何救？买什么？》2023-09-24
- 3、《次新股整体表现继续分化，新股上市节奏略有回暖》2023-09-24

核心要点

美联储官员转鸽，核心 CPI 持续回落，加息预期弱化，美债震荡回落，外部压制有所缓和。国内 CPPI、出口和社融信贷均有改善，经济质变进一步显现。特殊再融资债券发行提速、汇金增持四大行，融券和做空机制优化，政策协同发力，带动风险偏好上行。关注医药、TMT、汽车、家电家具、煤炭、石化、有色、化工等。

海外加息预期弱化，美债震荡回落

海外方面，本周有联储官员的密集表态以及美国 9 月的通胀数据，整体使得本周美债收益率整体出现了下行的情况，最低下行至了 4.53% 的位置，主要是之前推动美债收益率整体上行的强经济预期和再加息的鹰派预期的组合在联储官员发言偏鸽的影响下出现了一定的走弱，推动美债收益率出现了触顶的回落。

国内经济延续修复，政策呵护市场

国内经济方面，本周公布的 CPI/PPI、进出口和社融信贷数据均指向经济延续触底回升态势，政策量变累积后，经济质变逐步显现，A 股新一轮盈利修复周期启动在即。

国内政策方面，特殊再融资债券加速发行化解地方债务和汇金增持银行股、证监会优化融券和做空机制等活跃资本市场政策协同发力，旨在缓和市场担忧，提振投资者信心。

中美利差倒挂收窄，汇金增持提振信心

海外方面：当前美联储加息几近尾声，中美利差的倒挂或将开始收窄。从近两轮中美利差收敛的过程来看，A 股都有明显的底部上行的趋势。如果中债收益率保持平稳运行，而流动性持续宽松，金融风格行业表现会比较好；如果中债收益率同步下行，同时配合“宽信用”政策，将助力消费风格和成长风格轮动占优。

国内方面：汇金增持银行股，信号意义大于实质影响。汇金增持偏长期行为，短期宣布效应和信号意义大于实质影响，夯实政策底、提振市场信心的作用更加明确。从救市成效来看，整体 A 股走势先涨-再调-后升，最终上行还需要基本面修复的配合。从风格表现来看，金融风格稳定收益，成长风格在中后段弹性较优。

关注三大方向，把握结构机会

综合海内外利好因素来看，建议关注三大方向：1) 美债压制减轻、资金面好转、产业催化的医药和 TMT；2) 基本面修

复、库存回补的汽车和家电家具；3) 供给端受限、需求回暖的煤炭、石化、有色、化工等顺周期。

■ 微观交易：交易型资金表现活跃

本周市场交投情绪反弹，恐慌情绪有所缓解。资金方面，交易型资金表现活跃，杠杆资金大幅上升；配置资金未能参与行情，公募新发回落，北上资金延续流出。总的来看，交易资金活跃带动市场情绪从底部回暖，情绪不悲观，市场不缺赚钱效应。

■ 风险提示

美联储鹰派加息；巴以冲突升级；政策不及预期

正文目录

1、海外：加息预期弱化，美债震荡回落.....	5
2、国内：经济延续修复，政策呵护市场.....	7
3、中美利差倒挂收窄，汇金增持提振信心.....	9
4、关注三大方向，把握结构机会.....	14
5、市场复盘：整体小幅下行.....	15
6、情绪总览：交易型资金表现活跃.....	18
6.1、交投活跃度：市场交投情绪延续上行.....	19
6.2、恐慌：国内大幅缓解，国外持续恶化.....	19
6.3、内资：融资余额大幅增加，融资交易占比小幅上升.....	20
6.4、外资：北上资金大幅净流出.....	21
7、资金行业选择：内外资分歧加剧.....	21
8、下周宏观日历.....	22
9、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：美债收益率出现了持续回落.....	5
图表 2：9 月核心通胀保持下行.....	6
图表 3：11 月加息预期基本稳定.....	6
图表 4：CPI 同比由涨转平，PPI 降幅延续收窄.....	7
图表 5：上一轮 PPI 负增长持续 18 个月，本轮已有 12 个月.....	7
图表 6：9 月出口好于预期，延续两个月降幅收窄.....	8
图表 7：集成电路和手机等消费电子明显回弹.....	8
图表 8：9 月社融超预期，延续同比多增.....	8
图表 9：社融结构有所改善，居民中长贷多增.....	8
图表 10：2006 年 6 月和 2018 年 12 月，处于加息刚止降息未至阶段.....	10
图表 11：2006 年中美利差倒挂收窄，金融风格超额收益持续扩大，独占鳌头（超额收益%）.....	11
图表 12：2018 年中美利差底部上行，成长消费轮动（超额收益%）.....	12
图表 13：汇金增持后短期市场多有反弹，但并不能直接扭转市场趋势.....	13
图表 14：汇金入市后金融、成长风格较优（涨跌幅%）.....	14
图表 15：国内库存周期拐点将至，关注主动补库的细分行业.....	15
图表 16：油气、煤炭、有色和化工产能利用率处于五年高位水平.....	15
图表 17：宽基指数涨跌幅（%）.....	16
图表 18：申万行业涨跌幅（%）.....	17
图表 19：行业估值水平.....	17

图表 20: PE&PB 静态估值 18

图表 21: 交易情绪总览 18

图表 22: 成交额与换手率变化趋势 19

图表 23: 50 隐波大幅下降 20

图表 24: VIX 指数大幅上行 20

图表 25: 融资余额大幅增加 20

图表 26: 融资交易占比小幅上升 20

图表 27: 偏股型基金新发规模大幅下降 21

图表 28: 偏股型基金可用现金大幅增加 21

图表 29: 北上资金大幅净流出 21

图表 30: 内外资分歧与共识 (单位: 亿元) 22

图表 31: 下周全球宏观日历一览 23

1、海外：加息预期弱化，美债震荡回落

海外方面，本周有联储官员的密集表态以及美国 9 月的通胀数据，整体使得本周美债收益率整体出现了下行的情况，最低下行至了 4.53% 的位置，主要是之前推动美债收益率整体上行的强经济预期和再加息的鹰派预期的组合在联储官员发言偏鸽的影响下出现了一定的走弱，推动美债收益率出现了触顶的回落。

图表 1：美债收益率出现了持续回落



资料来源：Wind，华鑫证券研究

从时间顺序的角度来说，本周先是出现了联储官员发言的密集转鸽，都表达了对于美债收益率高位对于美联储紧缩的助力，政策利率到顶的预期进一步加强，推动了美债收益率的回落。

10 月 9 日，美联储理事巴尔表示美国在使通胀朝着想要的方向发展方面取得了重大进展；达拉斯联储洛根则表示如果长期利率因期限溢价上升而保持较高水平，那么进一步加息的必要性可能会降低。

10 月 10 日，联储副主席杰弗逊表示：“会留意美债收益率上行带来的紧缩效应”。

10 月 11 日，美联储理事沃勒表示：“如果当前趋势持续下去，通胀基本上将回到目标水平，利率市场的收紧有助于联储的紧缩。”旧金山联储主席戴利：“国债收益上涨相当于美联储短期利率上涨 25 个基点，所以就不需要再额外加息了。”

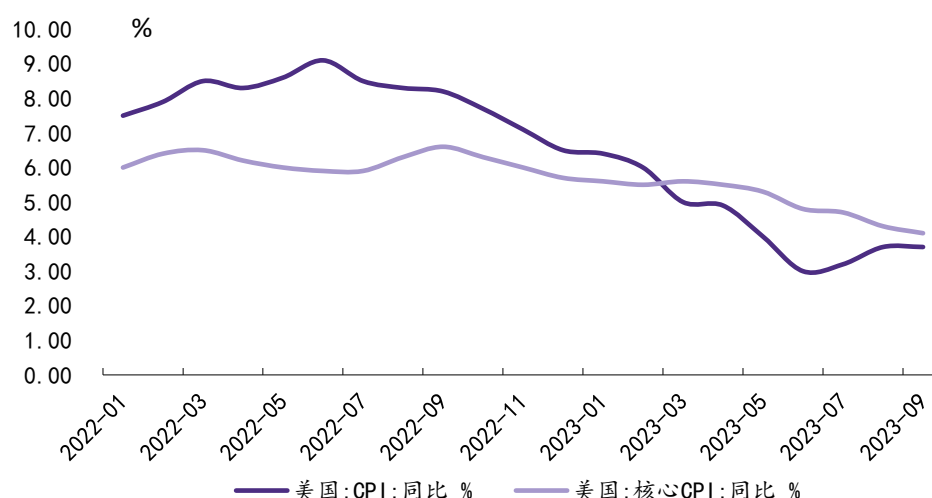
10 月 13 日，在略超预期的美国通胀数据公布之后，联储的官员的态度则是进一步明确，美联储主席哈克表示“物价压力持续减弱的情况下，美联储可能不会再加息”波士顿联储主席柯林斯表示如果收益率持续上升，“短期内进一步收紧货币政策的必要性可能会降低，联储或许已经达到了这个紧缩周期的联邦基金利率峰值。”

从通胀数据的角度来说，10 月 12 日公布美国 9 月 CPI 数据略超预期，主要是 CPI 持平但略超预期，核心 CPI 持续回落

9 月 CPI 同比 3.7%，略高于 3.6% 的市场预期，核心 CPI 同比增速持续回落录得 4.1%，较前值回落 0.2 个百分点。从分项来看整体喜忧参半，首先美国住宅通胀出现了缓慢下行

本月同比录得 7.1%，较上月 7.2% 下行 0.1 个百分点，其次商品通胀较为稳定，同比增速回到零值，其中核心商品同比来到了 1.6%，是 2021 年 3 月以来的新低，二手车价格也出现了回落，同比-8%，环比-2.5%。坏消息是能源拖累减弱 9 月同比仅-0.4%，上月同比-3.6%，核心服务略有回升，从 0.4% 上行至 0.6%。但总体来说，9 月通胀虽然出现了超预期，但是并不足以再度推动联储加息预期。从结构上来说，油价依然是当前影响美国通胀的最直接因素，当前国际油价在巴以冲突即将扩大的影响下再次出现了上行，后续油价保持持续高位的情况下，美国通胀的翘尾因素将越发明显，因此市场对于 12 月再度加息的态度略有升温但是 11 月的加息预期已经基本被抹平。

图表 2：9 月核心通胀保持下行



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3：11 月加息预期基本稳定

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
1/11/2023			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.8%	6.2%	0.0%
13/12/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.6%	28.8%	1.6%
31/01/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.6%	28.8%	1.6%
20/03/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.7%	59.8%	22.3%	1.2%
1/05/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	32.1%	46.4%	14.7%	0.8%
12/06/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	17.6%	38.5%	32.3%	8.5%	0.4%
31/07/2024	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	10.4%	28.4%	35.3%	20.0%	4.3%	0.2%
18/09/2024	0.0%	0.0%	0.7%	6.2%	20.1%	32.1%	27.0%	11.5%	2.1%	0.1%
7/11/2024	0.0%	0.4%	3.4%	12.9%	25.9%	29.7%	19.6%	7.0%	1.1%	0.0%
18/12/2024	0.2%	2.2%	9.3%	20.9%	28.2%	23.4%	11.8%	3.4%	0.5%	0.0%

资料来源：CME，华鑫证券研究

因此之前推动美债收益率持续上行的强经济预期和再加息的鹰派预期已经转变为了强经济预期和利率到顶预期，短期美债阶段性的顶部已经明确。

2、国内：经济延续修复，政策呵护市场

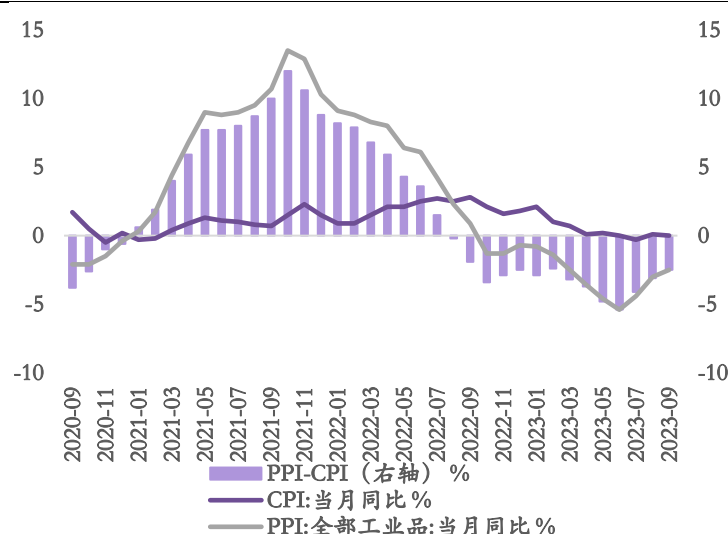
国内经济方面，本周公布的 CPI/PPI、进出口和社融信贷数据均指向经济延续触底回升态势，政策量变累积后，经济质变逐步显现。

物价端：CPI 同比由涨转平，环比涨幅收窄，PPI 降幅继续收窄，价格底再确认，A 股业绩有望修复。9 月 CPI 同比增长 0%，低于预期 0.2%和前值 0.1%，由涨转平主要是去年高基数影响和猪肉价格涨幅收窄。但 CPI 环比增长 0.2%，虽低于预期 0.3%和前值 0.3%，涨幅有所收窄，主要是食品项拖累较为明显，同比回落 3.2%，特别是畜肉类下滑 12.8%、鲜菜同比下滑 6.4%，表明内生消费动能仍待修复。

更值得关注的是 9 月 PPI 同比下降 2.5%，连续三个月延续降幅收窄态势。主要是原油、煤炭、化工、有色、钢铁等大宗价格有所反弹。PPI 环比增长 0.4%，涨幅扩大 0.2 个百分点，好于往年同期，主要得益于原油、煤炭等生产资料的价格回升。

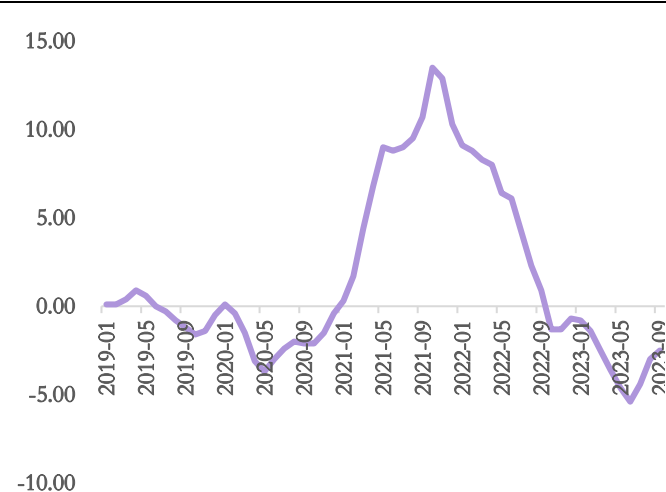
PPI 为 A 股盈利的同步指标，两者走势高度正相关。PPI 负增长多持续 14-15 个月，上一轮 PPI 负增长持续 18 个月，其中有一季度左右是疫情影响。自 2022 年 10 月 PPI 转负以来，已持续 12 个月负增长，按照以往经验，本轮 PPI 负增长已接近尾声，预计将于岁末年初转正。叠加工业企业补库，A 股新一轮盈利修复周期启动在即。

图表 4：CPI 同比由涨转平，PPI 降幅延续收窄



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

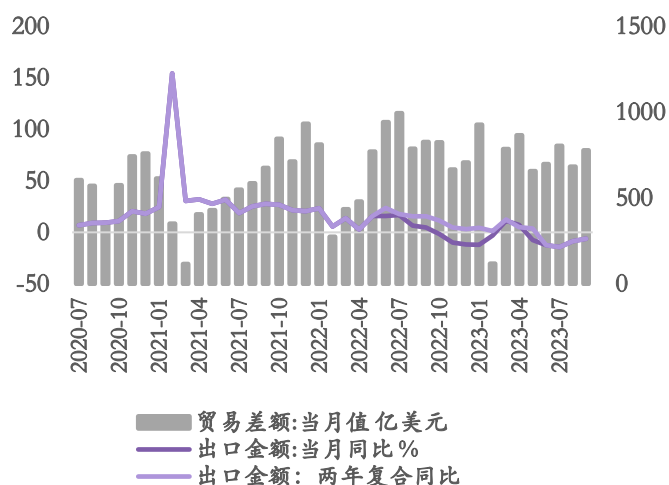
图表 5：上一轮 PPI 负增长持续 18 个月，本轮已有 12 个月



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

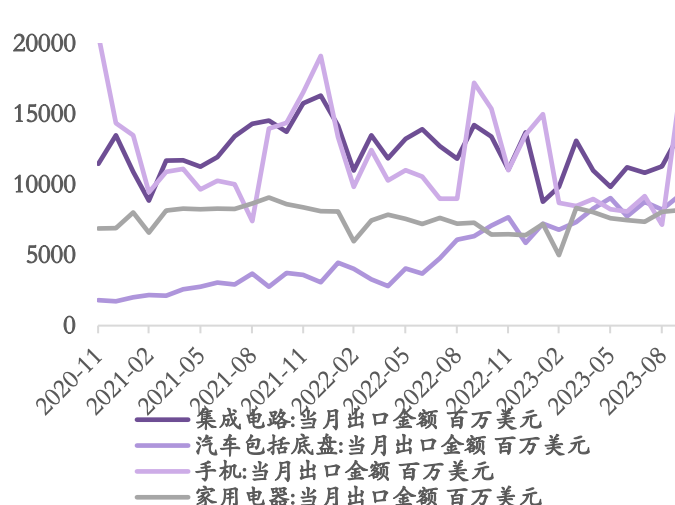
需求端：9 月出口好于预期，连续两个月降幅收窄，显示外需仍有韧性，外部担忧有所缓和。以美元计价，9 月出口同比-6.2%，好于预期-8%和前值-8.8%，环比增长 5.0%，为 2010 年以来同期最高水平。8 月和 9 月出口增速延续回升，出现超季节性增长，除了低基数影响外，更多是外需修复的结果。从主要贸易伙伴来看，三大传统伙伴中对欧美出口降幅收窄，东盟出口降幅甚至还在扩大；三大新兴伙伴中对俄、非、中亚出口具有增加，特别是对俄出口偏强。从主要出口品类来看，高新技术、机电和劳动密集产品均有好转，汽车延续高位运行，集成电路和手机等消费电子也有明显回弹。

图表 6: 9 月出口好于预期, 延续两个月降幅收窄



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

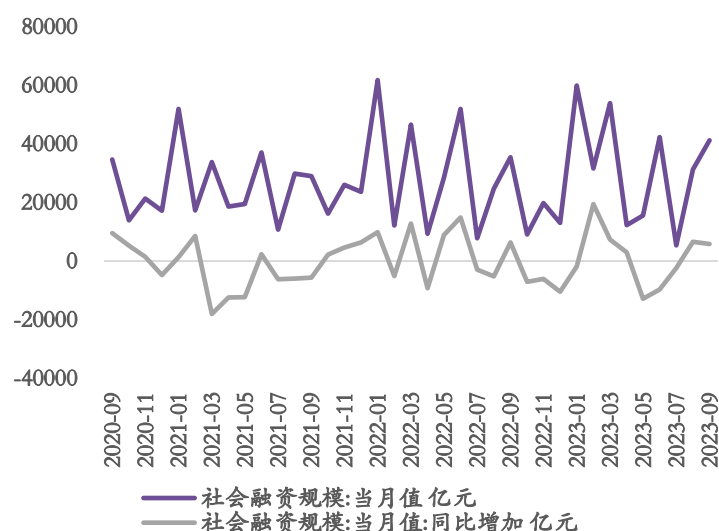
图表 7: 集成电路和手机等消费电子明显回弹



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

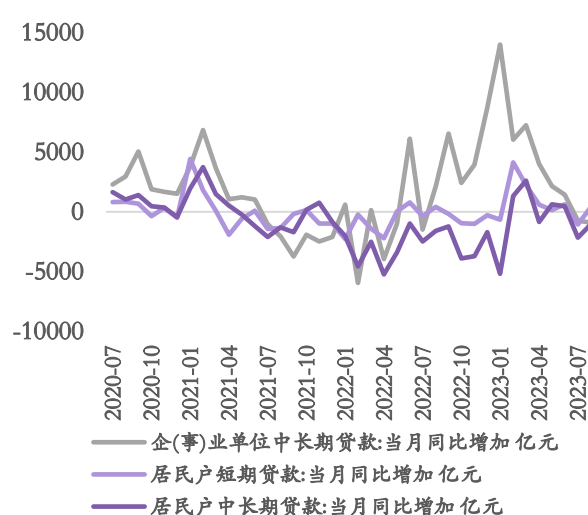
融资端: 9 月社融超预期, 信贷结构也有改善, 进一步确认经济环比好转的趋势。从增量来看, 9 月新增社融规模 41200 亿元, 远高于预期 38000 亿元和前值 31200 亿元, 同比多增 5638 亿元, 延续 8 月回升态势。从结构来看, 居民信贷多增是难得的亮点, 居民短贷增加 3215 亿, 同比多增 177 亿、连续两个月同比多增, 更值得关注的是中长期贷款新增 5470 亿, 同比多增 2014 亿, 主要是前期地产政策放松和存量房贷利率调降缓和提前还贷压力, 但居民重新加杠杆还需等待。而且新增信贷 2.31 万亿 (略低于预期的 2.54 万亿), 同比少增 1600 亿, M1 同比增长 2.1%, 低于前值 2.2%, M1 延续回落表明经济活力不足, 内生动能仍待修复。

图表 8: 9 月社融超预期, 延续同比多增



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 9: 社融结构有所改善, 居民中长贷多增



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

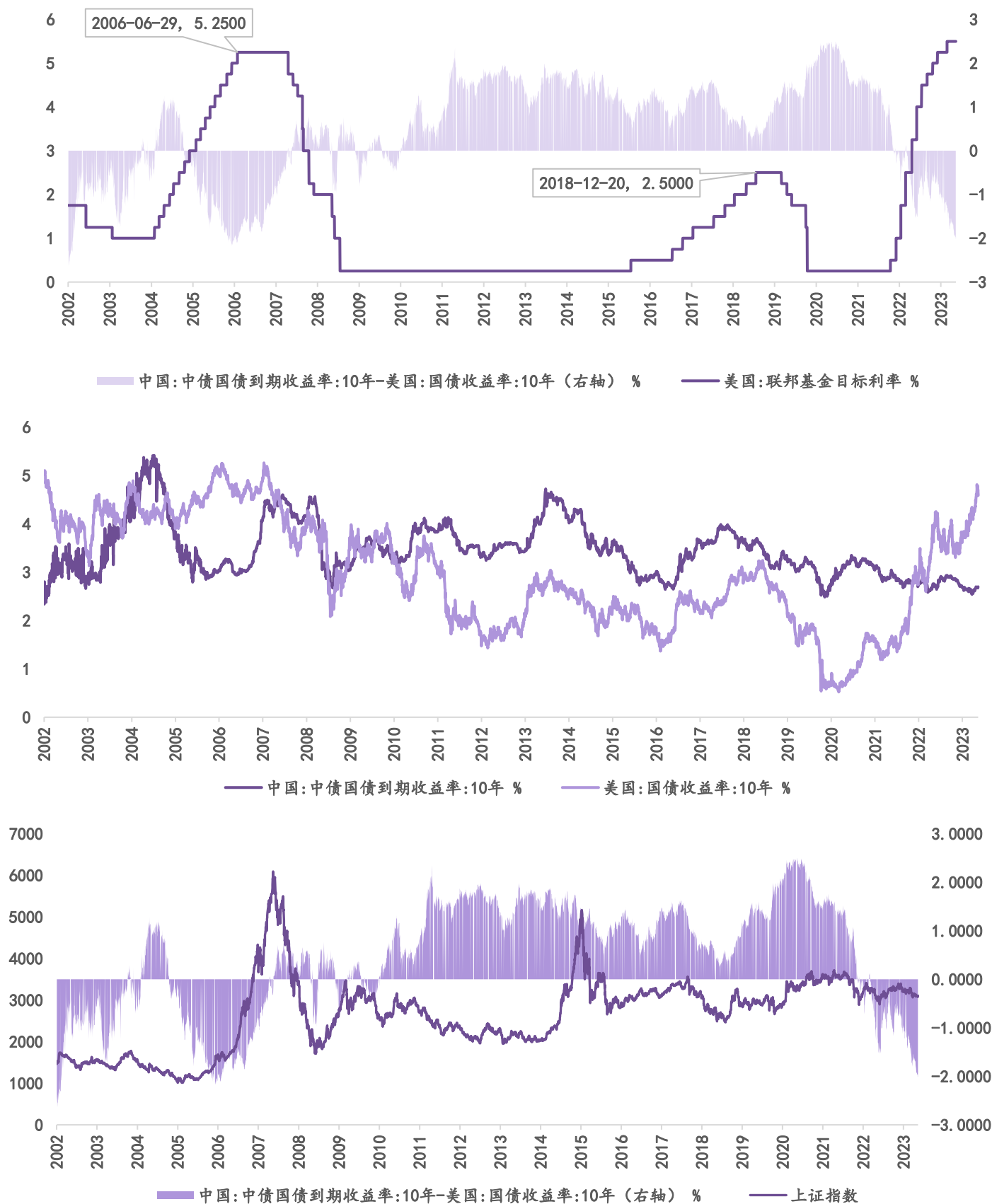
国内政策方面, 化解地方债务和活跃资本市场政策协同发力, 旨在缓和市场担忧, 提振投资者信心。特殊再融资债券加速发行置换隐债, 化解债务风险; 汇金再出手增持四大行, 救市信号明显; 证监会优化融券和做空机制, 配售股出借受限、保证金比例上调, 引导上市公司聚焦主业, 合理分配券源, 有助于市场平稳运行。

3、中美利差倒挂收窄，汇金增持提振信心

策略层面，关注内外共振方向，海外美债继续上行动力有限，高位震荡概率更高，国内汇金增持救市信号明确，市场情绪修复带动风险偏好上行。

海外方面：当前美联储加息几近尾声，中美利差的倒挂或将开始收窄。从 2000 年以来，美联储共有三轮加息周期，其中 2006 年 6 月和 2018 年 12 月是美联储加息刚止降息未至的节点，与当前所处的节点较为相似。从近两轮中美利差收敛的过程来看，A 股都有明显的底部上行的趋势。如果中债收益率保持平稳运行，而流动性持续宽松，金融风格行业表现会比较好；如果中债收益率同步下行，同时配合“宽信用”政策，将助力消费风格和成长风格轮动占优。

图表 10：2006 年 6 月和 2018 年 12 月，处于加息刚止降息未至阶段



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

10

诚信、专业、稳健、高效

2006年6月底-2006年12月，受益于流动性维持宽松、人民币升值，金融风格持续扩大，独占鳌头。2006年6月底，随着美联储结束连续加息、美债收益率见顶下行，而中债收益率保持相对平稳运行，中美利差倒挂开始收窄。中美利差见底10个交易日后，房地产、电力设备行业涨势较为明显，有色金属、机械设备等周期风格表现突出；随后10个交易日，房地产行业超额收益进一步扩大，有色金属、机械设备等周期风格超额走弱；中美利差见底60个交易日后，受益于8月公布的M1流动性持续宽松，房地产行业持续走强，银行行业也扭转颓势强势上行，金融风格占据绝对优势。此外，社会服务行业超额收益在此期间也涨势显著；120个交易日后，在国内M1增速持续上升、人民币汇率连续升值的宏观背景下，房地产、银行等金融风格的超额收益一枝独秀。与之相对的是，电子、电力设备、国防军工等成长风格深度回调。

图表 11：2006 年中美利差倒挂收窄，金融风格超额收益持续扩大，独占鳌头（超额收益%）

	T+10	T+20	T+60	T+120
金融	0.75	1.79	14.81	37.00
周期	-0.90	-1.78	-7.15	-20.98
消费	-4.12	-1.84	-6.85	-20.77
成长	-3.12	-3.13	-7.17	-30.28
稳定	-3.89	-4.76	-10.23	-25.35
房地产	6.29	9.38	21.80	38.56
机械设备	6.79	4.73	-4.58	-8.16
电力设备	3.90	2.98	-2.30	-26.79
有色金属	7.69	2.74	-3.60	-17.49
社会服务	1.80	2.70	14.25	8.36
汽车	2.86	1.87	-6.09	-14.00
轻工制造	-2.63	1.68	-1.28	-19.65
建筑装饰	-1.02	0.94	-1.31	-19.74
商贸零售	-2.83	0.36	-4.27	-19.49
计算机	-4.45	-0.26	-4.00	-24.66
家用电器	-1.81	-0.46	-4.51	-19.43
基础化工	-2.86	-0.56	-2.32	-18.43
电子	-3.16	-0.64	-5.98	-40.22
传媒	-5.22	-1.61	-9.70	-24.29
医药生物	-3.69	-1.88	-6.10	-28.90
石油石化	-3.97	-1.93	1.26	-2.23
建筑材料	-3.03	-2.18	-4.32	-11.84
纺织服饰	-4.61	-2.39	-5.81	-30.55
公用事业	-3.77	-2.63	-7.36	-26.31
通信	-2.74	-3.43	0.28	10.43
农林牧渔	-6.14	-3.48	-5.77	-29.79
交通运输	-3.24	-3.54	-6.22	-18.03
银行	-2.61	-3.99	11.07	38.25
煤炭	-2.64	-4.00	-11.56	-30.10
综合	-5.12	-4.15	-3.15	-35.09
环保	-5.94	-4.17	-4.76	-36.37
食品饮料	-6.29	-4.70	-9.26	-11.01
钢铁	-4.72	-5.82	-9.48	-3.23
美容护理	-4.73	-6.49	-6.66	-32.79
非银金融	-5.39	-7.21	-13.64	8.91
国防军工	-2.46	-8.38	-5.50	-36.32

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2018 年 12 月底-2019 年 6 月，产业政策带动成长风格走强，“宽信用”政策助推消

费升级，成长、消费轮番演绎。自 2018 年 12 月 20 日开始，随着美国货币政策由鹰转鸽、中国经济阶段性企稳，中美债券收益率同步下行，但是中债收益率下行幅度更慢，中美利差筑底上行，汇率、股市同步反弹。此后 120 个交易日内，成长风格、消费风格轮番演绎。2019 年年初（10 个交易日后），除金融外的其他风格均有小幅回升，以国防军工、通信、电力设备为代表的成长风格率先领涨，农林牧渔行业表现也十分亮眼；再之后的 10 个交易日，以食品饮料、农林牧渔、家用电器等带动消费风格取代成长风格占据优势低位；2019 年 3 月（60 个交易日后），随着 1 月份社融数据大超预期、“宽信用”格局已初现，减税降费等产业政策加速落实、促进企业创新发展，以及科创板试行细则的正式落地，计算机、国防军工、通信、电子等成长风格超额收益再度跃居榜首，而消费风格的超额收益在农林牧渔等行业的带动下继续扩大；中美利差筑底上行的 120 个交易日后，在货币政策预期转向、中美贸易风波再起的背景下，农林牧渔、食品饮料、家用电器等消费风格再度占据优势地位，金融风格也在非银金融行业的带动下后来居上。

图表 12：2018 年中美利差底部上行，成长消费轮动（超额收益%）

	T+10	T+20	T+60	T+120
金融	-0.34	-0.62	0.71	8.02
周期	0.01	-0.57	3.11	-4.79
消费	0.31	3.00	9.93	15.94
成长	2.97	1.62	15.49	5.04
稳定	0.13	-1.56	-3.24	-6.98
食品饮料	1.00	8.10	12.77	40.79
通信	8.36	7.58	19.45	9.31
家用电器	-0.62	5.29	7.71	16.05
电力设备	5.00	5.12	11.24	-1.74
农林牧渔	6.33	4.07	26.70	30.77
煤炭	-1.72	3.21	-3.28	-2.93
国防军工	9.50	2.87	20.21	5.22
计算机	4.91	2.54	27.23	16.03
商贸零售	2.45	1.85	6.21	-1.07
非银金融	0.40	1.23	10.80	20.09
钢铁	-1.28	0.83	-1.97	-13.83
机械设备	1.64	0.70	9.19	0.49
电子	0.96	0.18	18.94	4.06
传媒	2.05	0.06	9.33	-8.85
纺织服装	1.03	-0.30	5.07	-9.08
交通运输	0.56	-0.46	1.07	0.93
有色金属	1.11	-0.61	2.18	1.52
汽车	-0.03	-0.64	0.14	-7.40
建筑材料	-2.27	-0.72	6.82	5.00
银行	-1.13	-1.08	-9.22	-0.59
轻工制造	-0.01	-1.19	8.34	-5.56
医药生物	-2.20	-1.23	7.14	0.91
基础化工	-1.31	-1.73	4.87	-5.05
综合	0.68	-1.76	14.89	0.56
公用事业	0.40	-1.82	-0.82	-6.70
社会服务	-1.61	-1.93	-1.50	4.55
石油石化	-2.24	-2.15	-2.59	-10.67
美容护理	-2.18	-2.60	2.42	-3.41
房地产	-0.52	-2.99	5.42	-2.30
环保	-0.40	-3.99	0.71	-4.93
建筑装饰	-2.05	-4.53	-6.08	-17.63

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

汇金增持银行股短期市场多有反弹，但并不能直接扭转市场趋势，信号意义大于实质影响。汇金曾 6 次增持银行股，多和救市有关。分别是 2008/9/18 增持中工建三大行 21.1 亿元、2019/10/11 增持三大行 5134 万股耗资约 2 亿元、2011/10/11 增持四大行耗资 2 亿元、2012/10/10 半年累积增持四大行 20 多亿元、2013/6/17 增持四大行 3.63 亿元、2015/8/19 增持四大行耗资近 200 亿元。本轮汇金增持银行股金额达 4.77 亿元，且后续仍将持续增持。我们认为汇金增持偏长期行为，短期宣布效应和信号意义大于实质影响，夯实政策底、提振市场信心的作用更加明确。

从救市成效来看，整体 A 股走势先涨-再调-后升，最终上行还需要基本面修复的配合。从风格表现来看，金融风格稳定收益，成长风格在中后段弹性较优。

图表 13：汇金增持后短期市场多有反弹，但并不能直接扭转市场趋势



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 14：汇金入市后金融、成长风格较优（涨跌幅%）

日期	上证指数				银行(申万)			
	T+1	T+5	T+20	T+60	T+1	T+5	T+20	T+60
2008/9/18	9.46	19.1	-2.77	4.49	10.00	20.14	0.08	7.44
2009/10/11	-0.59	4.35	9.06	12.72	-0.16	2.95	8.62	9.91
2011/10/11	3.04	1.65	6.78	-8.37	3.36	4.5	9.33	5.43
2012/10/10	-0.81	-0.45	-0.45	8.04	0.02	1.2	3.08	28.61
2013/6/13	0.64	-5.74	-6.24	-4	0.27	-7.57	-6.72	-8.23
2015/8/19	-3.42	-21.90	-17.35	-3.14	-1.72	-12.90	-2.26	6.59
平均涨幅	1.39	-0.50	-1.83	1.62	1.96	1.39	2.02	8.29
	T+1		T+5		T+20		T+60	
金融	1.75		0.32		1.18		6.77	
周期	1.33		-2.75		-5.34		-0.51	
消费	1.63		-2.30		-2.95		2.84	
成长	1.78		-2.81		-4.21		4.81	
稳定	1.24		-2.95		-2.42		0.87	

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

4、关注三大方向，把握结构机会

综合海内外利好因素来看，建议关注三大方向：

1) 美债压制减轻、资金面好转、产业催化的医药和 TMT；

2) 基本面修复、库存回补的汽车和家电家具，从 8 月工业企业数据来看除了上游黑色有色金属加工进入主动补库外，汽车制造、船舶交运、医药、家具等行业也出现了主动补库迹象；

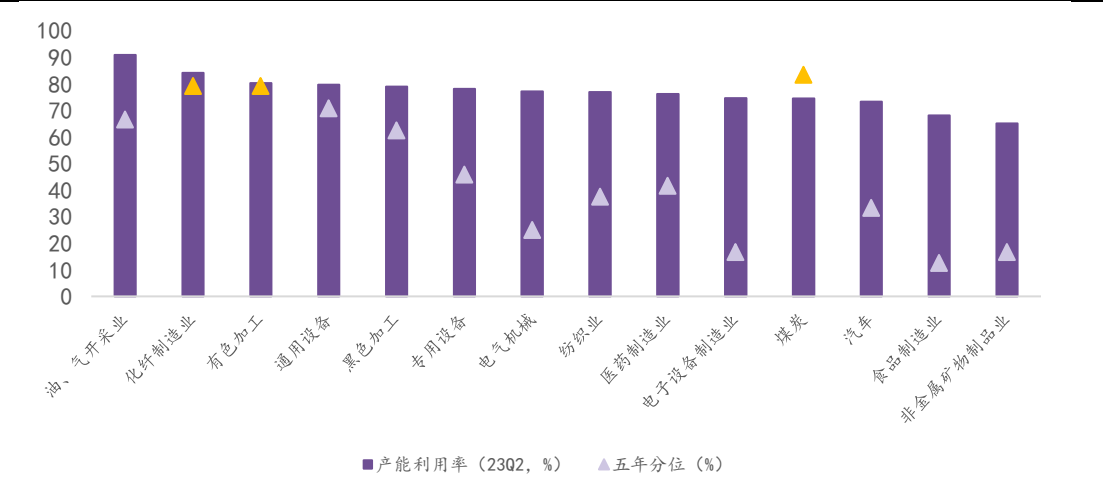
3) 供给端受限、需求回暖的煤炭、石化、有色、化工等顺周期，周期行业关注供给约束的方向，从产能利用率的 5 年分位来看，油气、化纤制造业、有色加工和煤炭行业处于历史高位，结合需求端库存数据来看，关注煤炭、石化、有色和化工行业。

图 15：国内库存周期拐点将至，关注主动补库的细分行业

类别	行业	产成品库存同比			营收同比			PPI			所处阶段
		近5年分位数 (%)	近3年分位数 (%)	近6月库存周期走势	近5年分位数 (%)	近3年分位数 (%)	近6月营收周期走势	近5年分位数 (%)	近3年分位数 (%)	近6月PPI走势	
上游采矿	煤炭开采和洗选业	62.9	43.7		1.8	0.0		0.0	0.0		主动去库
	石油和天然气开采业	12.9	21.8		18.5	15.6		23.7	22.8		主动去库
	黑色金属矿采选业	0.0	0.0		31.4	50.0		23.7	40.0		被动去库
	有色金属矿采选业	7.4	3.1		35.1	21.8		52.5	22.8		主动去库
	非金属矿采选业	25.9	3.1		7.4	3.1		3.3	5.7		主动补库
	开采专业及辅助性活动	46.2	43.7		61.1	78.1					主动去库
中游材料	石油、煤炭及其他燃料加工业	1.8	3.1		22.2	15.6		16.9	14.2		主动去库
	化学原料及化学制品制造业	1.8	3.1		20.3	12.5		3.3	5.7		主动去库
	化学纤维制造业	12.9	15.6		31.4	31.2		32.2	17.1		被动去库
	橡胶和塑料制品业	24.0	9.3		27.7	25.0		0.0	0.0		被动去库
	非金属矿物制品业	0.0	0.0		9.2	3.1		1.6	2.8		被动去库
	金属制品业	1.8	3.1		22.2	15.6		6.7	11.4		被动去库
	黑色金属冶炼及压延加工业	18.5	15.6		27.7	34.3		10.1	17.1		主动补库
	有色金属冶炼及压延加工业	42.5	18.7		24.0	18.7		11.8	20.0		主动补库
中游制造	通用设备制造业	20.3	15.6		37.0	40.6		0.0	0.0		被动去库
	专用设备制造业	44.4	34.3		14.8	12.5		18.6	31.4		被动去库
	汽车制造	33.3	15.6		77.7	62.5		0.0	0.0		主动补库
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	79.6	68.7		59.2	56.2		32.2	20.0		主动补库
	电气机械及器材制造业	51.8	21.8		50.0	15.6		28.8	22.8		被动去库
	计算机、通信和其他电子设备制造业	9.2	6.2		14.8	18.7		37.2	28.5		被动去库
	仪器仪表制造业	33.3	9.3		40.7	43.7					被动去库
	其他制造业	1.8	0.0		20.3	15.6					被动去库
	金属制品、机械和设备修理业	66.6	50.0		90.7	84.3					被动去库
	农副食品加工业	12.9	3.1		29.6	25.0		13.5	8.5		主动去库
下游消费	食品制造业	12.9	9.3		14.8	9.3		0.0	0.0		被动去库
	酒、饮料和精制茶制造业	25.9	18.7		29.6	25.0		61.0	42.8		主动补库
	医药制造业	48.1	75.0		11.1	6.2		30.5	51.4		主动补库
	纺织服装、服饰业	9.2	15.6		24.0	18.7		57.6	54.2		被动去库
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3.7	3.1		27.7	25.0					被动去库
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	18.5	3.1		29.6	28.1		0.0	0.0		被动去库
	家具制造业	1.8	3.1		25.9	21.8					主动补库
	造纸及纸制品业	7.4	0.0		25.9	21.8		0.0	0.0		被动去库
	印刷业和记录媒介的复制	12.9	18.7		14.8	3.1		25.4	20.0		被动补库
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	50.0	34.3		27.7	25.0					被动去库
公用事业	废弃资源综合利用业	27.7	21.8		22.2	15.6					被动去库
	电力、热力的生产和供应业	66.6	71.8		22.2	12.5		66.1	42.8		主动去库
	燃气生产和供应业	9.2	0.0		20.3	12.5		30.5	25.7		主动去库
	水的生产和供应业	31.4	28.1		14.8	3.1		20.3	22.8		主动去库

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图 16：油气、煤炭、有色和化工产能利用率处于五年高位水平

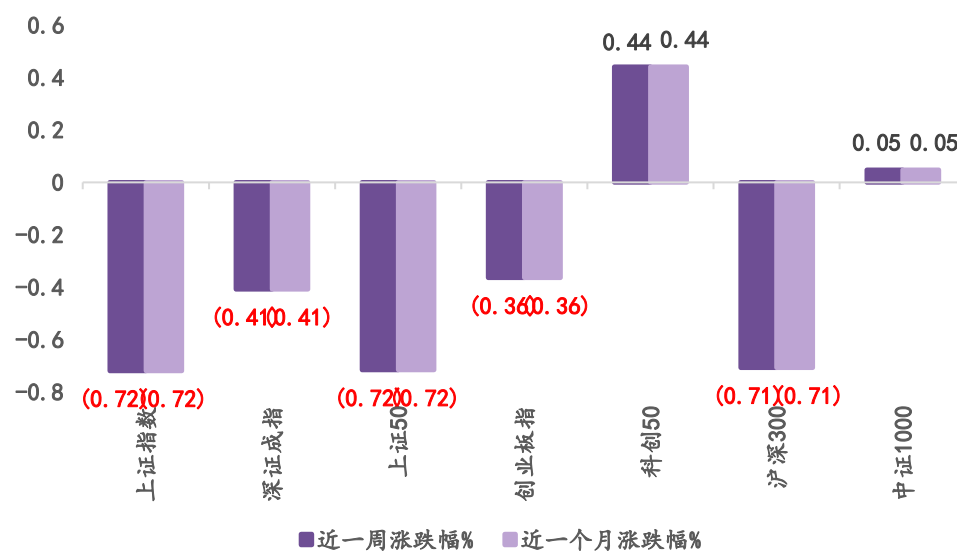


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

5、市场复盘：整体小幅下行

本周市场整体小幅下行，宽基指数整体呈下跌势态，其中上证指数跌幅最大。本周宽基指数整体呈下跌趋势，除科创 50、中证 1000 分别上涨 0.44%、0.05%外，上证指数、上证 50、沪深 300、深证成指、创业板指分别下跌 0.72%、0.72%、0.71%、0.41%、0.36%。

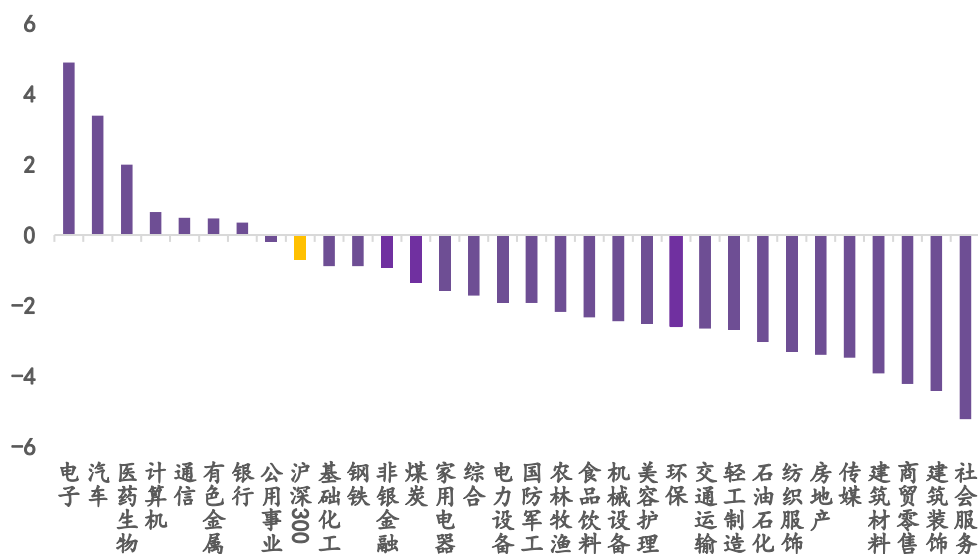
图表 17：宽基指数涨跌幅（%）



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

行业层面，申万行业整体表现大幅下行。本周，电子、汽车行业上涨较明显，分别上涨 4.9%、3.38%。社会服务、建筑装饰、商贸零售、建筑材料行业跌幅居前，分别下跌 5.23%、4.42%、4.22%、3.93%。

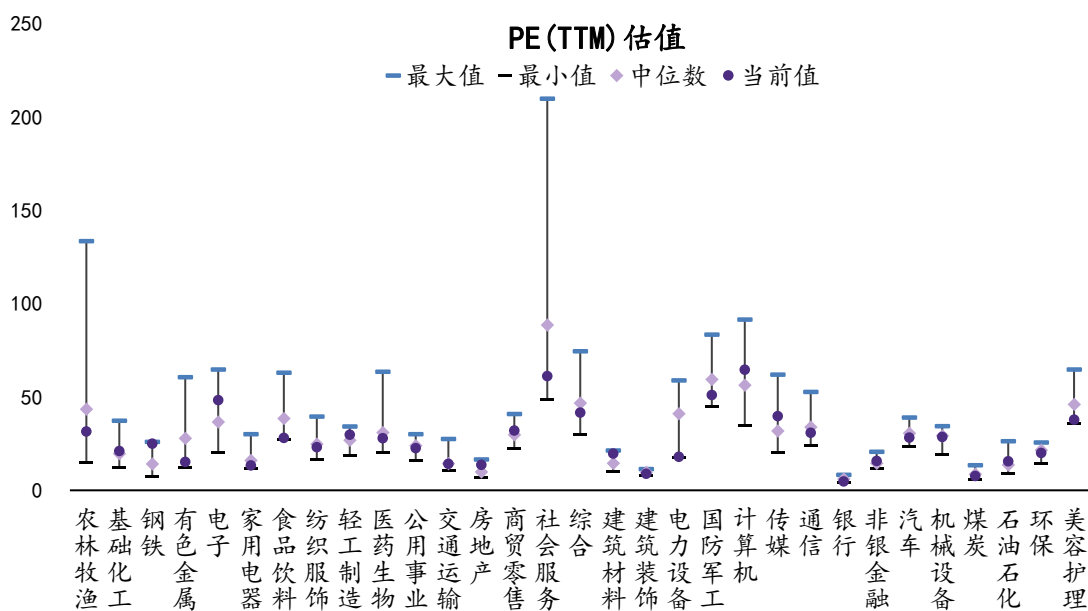
图表 18：申万行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

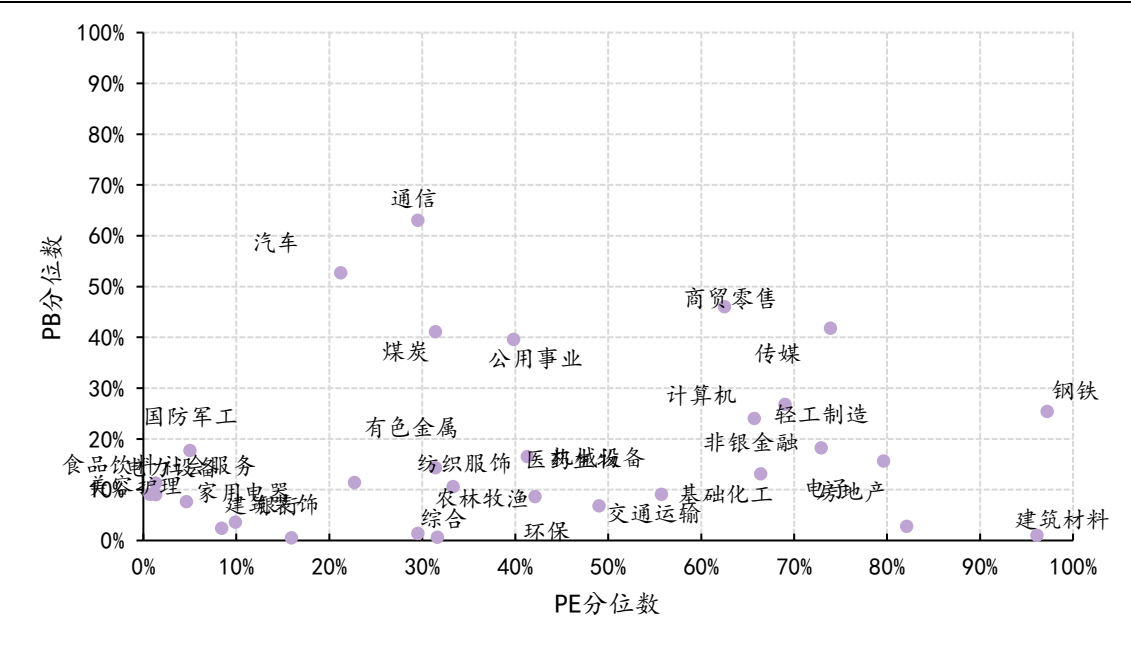
估值方面，本周大部分行业估值呈下行趋势。其中电子、汽车、医药生物行业涨幅居前，为 1.06X、1.03X、1.02X。社会服务、建筑装饰、商贸零售、建筑材料行业当前 PE 值下降幅度居前，当前 PE 值分别为 0.95X、0.96X、0.96X、0.96X。

图表 19：行业估值水平



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 20：PE&PB 静态估值



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6、情绪总览：交易型资金表现活跃

本周市场交投情绪反弹，交易型资金表现活跃。本周全 A 成交额换手率皆有明显上行，恐慌情绪在本周有所缓解。资金方面，交易型资金表现活跃，杠杆资金大幅上升；配置资金未能参与行情，公募新发回落，北上资金延续流出。总的来看，交易资金活跃带动市场情绪从底部回暖，情绪不悲观，市场不缺乏赚钱效应。

图表 21：交易情绪总览

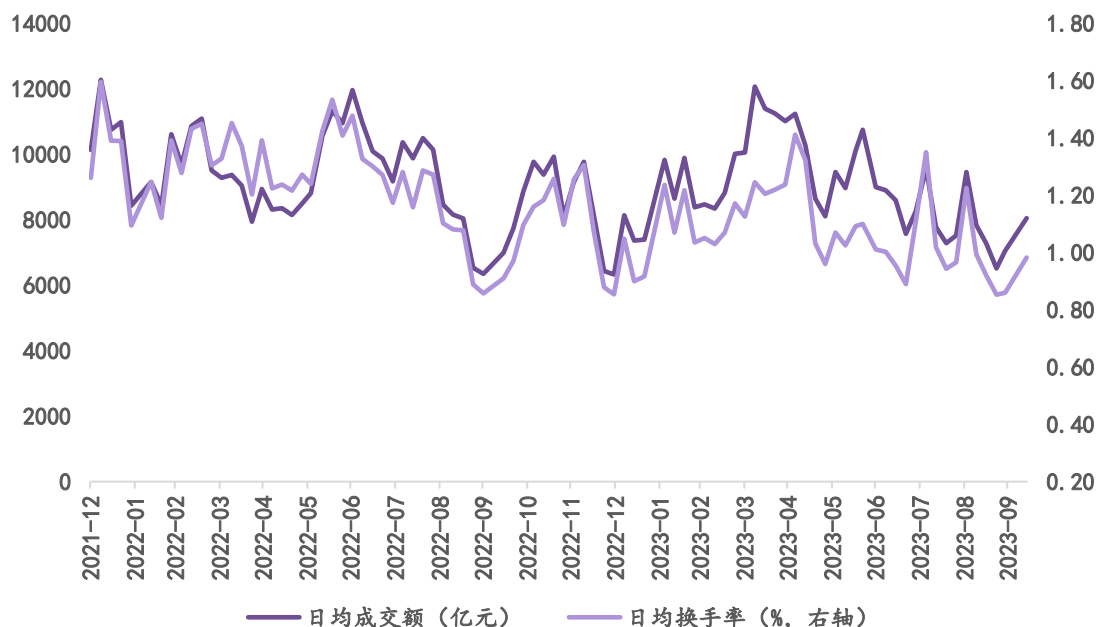
情绪指标		变动方向	变动原因
市场情绪	交投活跃度	↑	成交额换手率大幅上升
	恐慌	↓	内部恐慌下行
资金情绪	陆股通	↓	延续流出
	公募基金	↓	新发回落
	杠杆资金	↑	融资交易活跃

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6.1、交投活跃度：市场交投情绪延续上行

市场成交额与换手率均延续大幅上行。本周日均成交额为 8052.47 亿元，环比增加 1001.54 亿元；日均换手率为 0.9828，环比上涨 0.1231 个百分点。

图表 22：成交额与换手率变化趋势

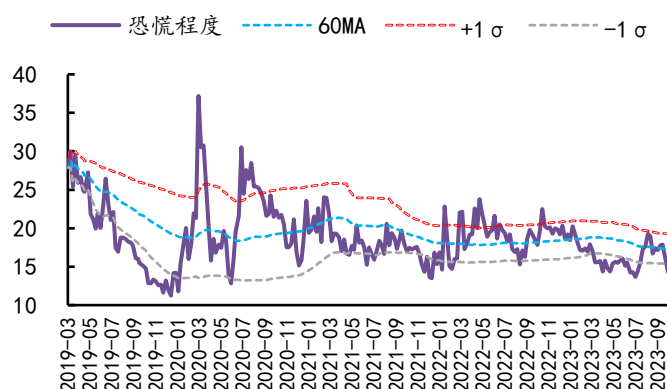


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6.2、恐慌：国内大幅缓解，国外持续恶化

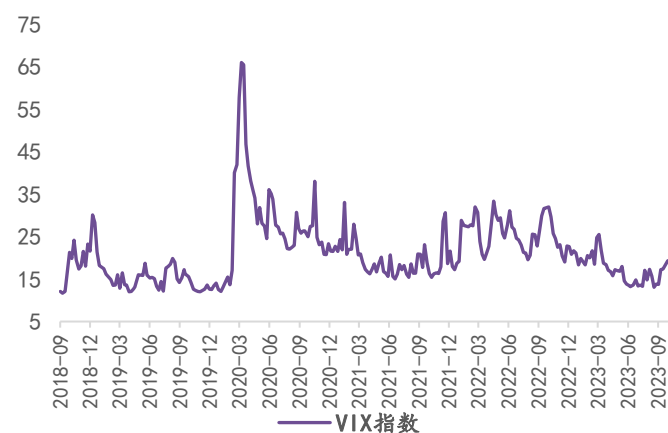
本周 50 隐波大幅下降，国内恐慌情绪大幅缓解；VIX 指数大幅上行，海外恐慌情持续恶化。平均上证 50ETF 隐含波动率为 14.32，环比下降 3.56，本周国内恐慌情绪大幅下降；平均 VIX 指数为 19.32，环比上升 1.98，指数大幅上行，海外恐慌情绪持续恶化。

图表 23: 50 隐波大幅下降



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 24: VIX 指数大幅上行

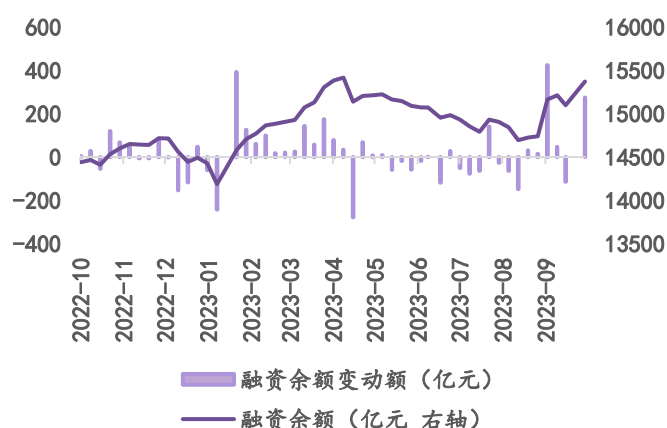


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

6.3、内资：融资余额大幅增加，融资交易占比小幅上升

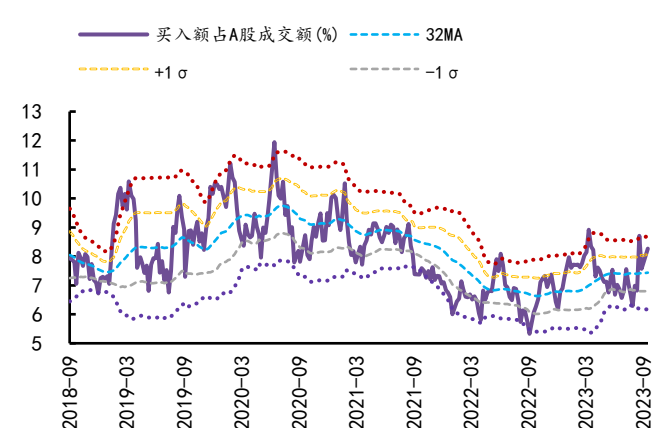
本期融资余额大幅增加，融资交易占比小幅上升。具体来看，本期杠杆资金净流入 274.83 亿元，环比多流入 389.4 亿元，两融资金净流入额增加。买入额占 A 股成交额 8.27%，环比上涨 0.48%，本周融资交易占比小幅上升。

图表 25: 融资余额大幅增加



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 26: 融资交易占比小幅上升

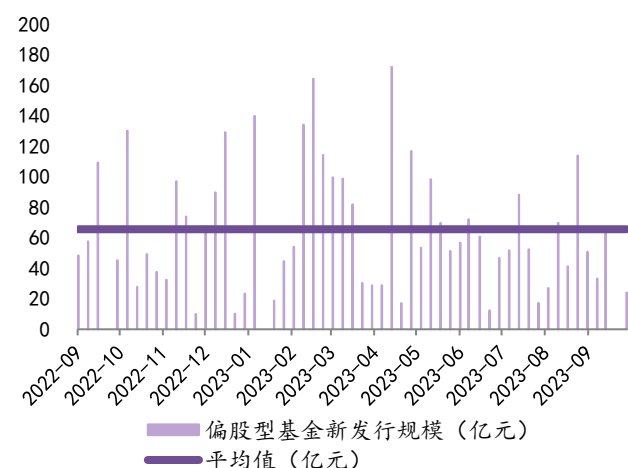


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

本周基金新发规模大幅下降。具体来看，本周偏股型基金发行 24.06 亿元，环比下降 42.43 亿元，新发基金规模大幅下降。

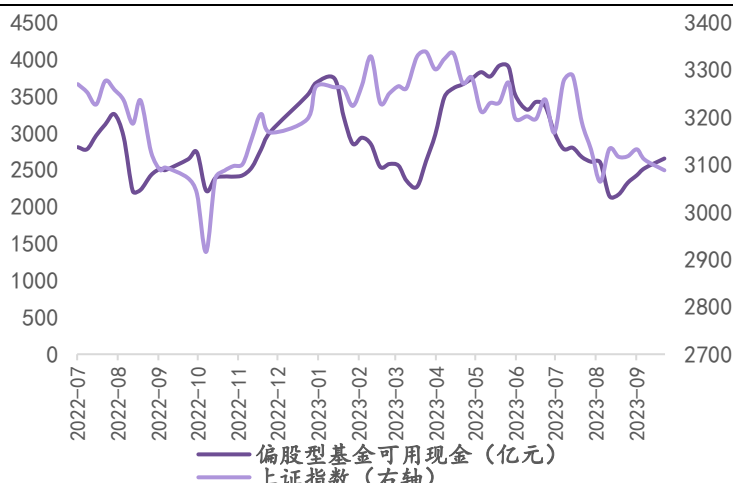
偏股型基金可用现金大幅增加。具体来看，本周偏股型基金可用现金 2654.77 亿元，环比增加 130.37 亿元，偏股型基金可用现金大幅增加。

图表 27：偏股型基金新发规模大幅下降



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 28：偏股型基金可用现金大幅增加

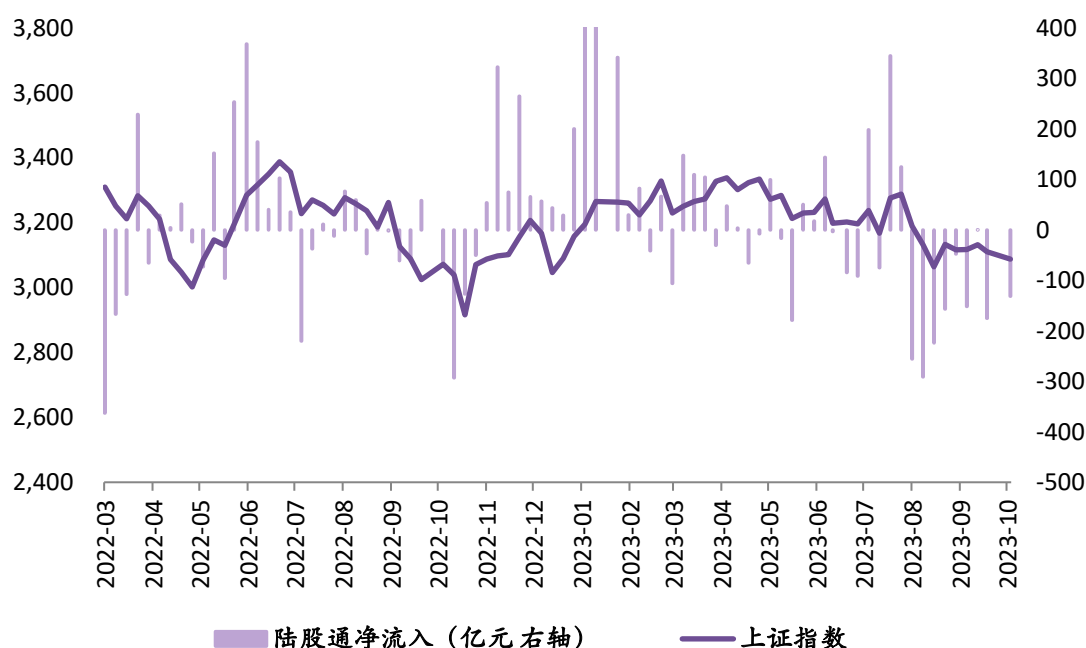


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6.4、外资：北上资金大幅净流出

本周北上资金有大幅净流出。具体来看，本周北上资金净流出 131.44 亿元，环比少流出 43.83 亿元。

图表 29：北上资金大幅净流出



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

7、资金行业选择：内外资分歧加剧

本期内外资共同流入了电子、汽车行业，共同流出了建筑材料、钢铁行业，而二者分歧主要集中在计算机、电力设备、机械设备、农林牧渔等板块。

共同看好-电子、汽车：电子行业表现为内资连续四期看好，外资连续三期看好。汽车行业表现为内资连续三期看好，外资连续两期看好。

共同看空-建筑材料、钢铁：建筑材料、钢铁行业均表现为外资连续四期看空，而内资在本期转为看空。

分歧较大-计算机、电力设备、机械设备、农林牧渔：计算机、机械设备行业均表现为内资连续四期看好，外资连续两期看空。电力设备行业表现为内资连续四期看好，而外资在本期转为看空。农林牧渔行业均表现为内资连续三期看空，而外资在本期转为看好。

图表 30：内外资分歧与共识（单位：亿元）

两融余额行业配置						北上资金行业配置					
	10.07-10.13	09.25-09.28	09.18-09.22	09.11-09.15	迷你图		10.07-10.13	09.25-09.28	09.18-09.22	09.11-09.15	迷你图
电子	34.79	3.67	5.61	31.88		电子	16.47	1.51	6.92	-17.83	
计算机	28.50	6.84	3.92	25.55		汽车	13.91	1.32	-0.22	8.27	
电力设备	19.49	0.38	9.38	22.36		有色金属	5.19	1.30	-9.47	-17.41	
汽车	16.64	6.42	2.97	7.69		通信	3.65	-15.36	-2.34	6.84	
医药生物	14.66	-2.10	3.01	20.23		银行	1.47	-5.86	5.69	-1.48	
机械设备	11.60	2.85	1.18	14.79		医药生物	1.04	6.46	-6.86	14.93	
银行	8.85	-3.51	-3.51	14.29		农林牧渔	0.03	-1.91	0.17	2.03	
通信	7.39	8.15	0.46	13.68		综合	-0.01	0.11	-0.06	0.07	
国防军工	7.25	2.12	2.34	18.17		美容护理	-0.30	-0.54	-1.77	1.32	
房地产	6.93	2.67	0.96	18.57		基础化工	-0.41	4.90	-2.86	-5.96	
交通运输	6.73	-0.13	-1.44	3.47		社会服务	-0.79	0.51	-0.73	0.50	
建筑装饰	6.52	2.88	1.60	6.56		环保	-0.89	0.19	-0.78	1.57	
家用电器	6.15	-0.92	-0.38	4.68		轻工制造	-0.98	0.71	-1.09	0.14	
传媒	4.40	0.51	-1.88	9.88		纺织服饰	-1.14	0.07	-0.36	0.74	
食品饮料	4.36	0.76	-1.07	11.07		建筑材料	-1.34	-2.39	-3.98	-10.58	
石油石化	4.23	1.80	-1.32	2.85		国防军工	-1.43	5.34	0.06	-8.78	
社会服务	3.29	-0.23	1.68	1.53		房地产	-1.77	-2.21	0.01	-12.56	
商贸零售	2.97	0.45	1.44	4.96		煤炭	-2.04	-1.54	3.23	-5.37	
轻工制造	2.94	1.19	1.31	1.40		公用事业	-2.66	-2.70	-6.42	-1.79	
有色金属	2.51	-2.83	-0.68	8.22		石油石化	-2.97	-5.01	-1.67	-7.42	
煤炭	1.19	-2.64	0.68	9.15		家用电器	-3.15	-2.14	5.30	0.24	
环保	1.18	-0.48	-0.30	2.39		非银金融	-3.92	-14.89	-1.67	-23.00	
非银金融	0.94	2.63	-8.27	28.58		钢铁	-5.11	-4.92	-1.07	-4.38	
美容护理	0.94	-0.33	0.62	1.09		建筑装饰	-5.95	0.95	4.03	-6.94	
纺织服饰	0.72	-0.33	0.10	1.26		传媒	-7.39	-0.06	11.94	3.43	
综合	0.04	-0.03	0.01	-0.08		商贸零售	-9.67	-4.42	-4.85	-7.55	
钢铁	-0.09	1.29	-0.33	1.72		食品饮料	-13.30	-16.40	-13.23	-33.80	
公用事业	-0.49	-3.30	1.92	4.79		交通运输	-14.19	-1.55	0.51	-2.72	
基础化工	-0.86	1.41	2.14	6.99		计算机	-16.10	-9.42	5.61	-20.07	
建筑材料	-2.67	1.11	0.02	4.87		机械设备	-18.03	-4.66	1.79	-11.02	
农林牧渔	-5.76	-1.24	-1.49	1.22		电力设备	-39.97	7.68	-26.10	-73.06	

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

8、下周宏观日历

下周海外内均有重要数据出炉，从海外的角度来看，有欧日两地的通胀数据公布，通胀数据将进一步决定欧日两地后续的利率政策方向，进而影响美元的强弱。美国则是有地产数据以及零售数据的出炉，近期信用卡高频数据显示美国居民消费开始出现一定压力，销售数据的超预期与否将进一步决定市场能否坚持美国经济的不着陆预期。

国内则是会有三季度经济数据的公布，从近期已经公布的金融、出口和 PMI 数据来看，

预计 9 月经济数据保持修复。

图表 31：下周全球宏观日历一览

日期		时间	国家/地区	指标名称
2023/10/17	星期二	17:00	欧盟	10月欧元区:ZEW经济景气指数
2023/10/17	星期二	20:30	美国	9月零售数据
2023/10/18	星期三	10:00	中国	第三季度经济数据
2023/10/18	星期三	17:00	欧盟	9月欧盟通胀数据
2023/10/18	星期三	20:30	美国	9月新屋开工数据
2023/10/19	星期四	20:30	美国	10月14日当周初次申请失业金人数:季调(人)
2023/10/19	星期四	22:00	美国	9月成屋销售数据
2023/10/20	星期五	7:50	日本	9月通胀数据

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

9、风险提示

- (1) 美联储鹰派加息
- (2) 巴以冲突升级
- (3) 政策不及预期

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所。

孙航：金融硕士，2022 年 5 月入职华鑫研究所

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。