

吹尽狂沙始到金

报告日期：2024-09-01

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

分析师：张运智

执业证书号：S0010523070001

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

主要观点：

● 随着国内政策进入加速落地期叠加美联储降息周期启动，海内外政策环境改善有望共同提振市场震荡中向好。配置上短期重点把握成长主题催化机会如电子、AI、新质生产力，以及阶段性反弹机会如家电、汽车、房地产、农牧；中期把握景气周期品的确定性机会，如有色（贵金属&工业金属）、公用（电力）、煤炭。

● 市场观点：海内外政策环境逐步改善，市场有望震荡中向好

展望9月，尽管高频数据指向经济变动微弱，流动性短期内亦难以大幅宽松，但进入9月政治局部署政策有望加速落地。同时美联储9月开启降息已成定局，全球货币政策转向利好资产价格回升。因此国内政策加速落地和海外货币政策转向共同提振风险偏好，市场有望震荡中向好。

关注政治局会议部署政策落地及美联储9月议息降息幅度。结合已出台政策看，后续值得期待的有促消费、地产调控优化、产业政策等。9月美联储降息已成定局，8月非农数据可能成为影响降息幅度的关键，除非失业率达到了4.5%以上，否则美联储降息25BP仍为大概率事件。

美联储降息后，关注国内“跟随”降息的幅度。美联储9月降息基本确认，人民币汇率持续升值，压力大幅缓解，降息外部掣肘消除后国内降息空间打开。后续重点关注国内跟随降息幅度，考虑到目前10年期国债利率距离2%关口较为接近，可能接近央行“心理关口”，因而大幅降息概率不大，预计降息空间在10-15BP。

国内生产基本稳定，内需延续弱势。出口维持较高景气，带动生产端基本稳定，但消费与地产等内需延续弱势。结合数据测算，7-8月GDP同比增速4.5%左右，弱于二季度4.7%。预计8月社零同比增长3%，固定资产投资累计同比增长3.7%，其中制造业投资累计同比8.7%、基建投资增速4.6%、地产投资增速-10.5%，出口同比6.5%；8月CPI同比0.5%、PPI同比-1%。

● 行业配置：结构性机会演绎期来临，重点关注催化剂集中的成长板块

9月配置大方向上，考虑到国内外政策环境均有望改善，A股将迎来积极变化，因此市场弱势回落的压力将显著减小，配置思路可以从避险抱团的谨慎心态转变为积极寻找结构性机会的中性心态。而经过5月下旬至今普跌后，行业经过较大调整至阶段性低位，叠加9月海内外宏观政策、产业政策、产业事件将集中发生，也为市场活跃的结构性机会带来有利条件。具体配置资产上：短期而言，催化事件仍是主题性机会最重要的线索，同时前期调整充分且景气有回升或政策有支撑的方向也有望迎来阶段性反弹机会；中期而言，具备景气提升趋势或确定性的方向仍是机构共识最大公约数。具体地，建议关注三条主线。

第一条主线，成长板块主题催化性机会，关注电子、AI（通信、传媒）、新质生产力（低空经济、设备更新）。成长板块阶段性行情演绎的核心在于重要催化剂的出现，而当前正值其时，9月将迎来电子消费品（附加AI）发布旺季、改革政策推进期，同时有望迎来更加宽松的流动性环境，均有利于成长板块阶段性机会展开，这可能成为9月最活跃的方向。

第二条主线，前期调整充分叠加景气回升或政策支撑带来反弹机会，关注家电、汽车、房地产、农林牧渔。家电、汽车内销呈周期性变化、出口外需

相关报告

1. 策略周报《政策有望迎来集中发力期》2024-08-25

2. 策略周报《市场震荡以待政策发力，配置关注泛TMT催化机会》2024-08-18

3. 策略月报《耐心等待春风起，围绕“确定性”布局》2024-07-28

4. 策略专题《黄金“长牛”的逻辑：低增长下的低利率》2023-08-10

旺盛，行情呈现上有顶下有底特征显著，当下正值区间下沿，有望演绎阶段性修复行情。房地产形势依然严峻，新一轮宽松政策可期，有望带来阶段性估值修复机会。农牧已经调整至阶段性低点，但后续猪价有望创新高，当前正是良好布局期。

第三条主线，景气周期品仍是中期确定性高的方向，关注有色（工业金属&贵金属）、公用事业（电力）、煤炭。尽管这些方向短期内表现弹性可能弱于上述主线，但从中期维度，这些是难得的较为确定的具备景气提升的方向。

● 风险提示

国内政策出台速度和力度不及预期；9月美联储不降息或超常规降息；外部形势出现新的黑天鹅等。

正文目录

1 市场观点：海内外政策环境逐步改善.....	4
1.1 关注政治局会议部署政策落地及美联储9月议息降息幅度.....	4
1.2 美联储降息后，关注国内“跟随”降息的幅度.....	4
1.3 国内生产基本稳定，内需延续弱势.....	6
2 行业配置：结构性机会演绎期来临，重点关注催化剂集中的成长板块.....	9
2.1 主线一：成长板块主题催化性机会，关注电子、AI、新质生产力.....	10
2.2 主线二：景气回升或政策支持带来的阶段性机会，关注家电、汽车、房地产、农林牧渔.....	11
2.3 主线三：景气周期品仍是中期确定性高的方向，关注煤炭、公用事业（电力）、有色金属（贵金属&工业金属）.....	14

图表目录

图表 1 8月MLF小幅缩量续作，9月MLF到期量回升.....	5
图表 2 DR007变动不大，短端资金面相对充裕.....	5
图表 3 10Y国债在2.2%关口博弈，期限利差有所收窄.....	5
图表 4 估算8月基金权益仓位有所回落.....	5
图表 5 乘用车批发同比增速改善，零售增速同比回落.....	7
图表 6 小商品与柯桥纺织价格指数回落.....	7
图表 7 高炉开工率、PX开工率持平，轮胎开工率提升.....	7
图表 8 粗钢产量8月持平.....	7
图表 9 受天气因素影响，8月食品价格快速上涨.....	8
图表 10 需求走弱，原油和金属价格整体偏下行.....	8
图表 11 建材价格回落.....	9
图表 12 8月30城商品房周销售面积仅一线城市同比改善.....	9
图表 13 汽车出口增速绝对值仍然较高.....	11
图表 14 汽车销售端持续下滑.....	11
图表 15 家用电器出口和内销也呈分化趋势.....	12
图表 16 汽车销售端持续下滑.....	12
图表 17 市场对猪价持续上涨的信心不足.....	13
图表 18 能繁母猪存栏量已至近三年低位.....	14
图表 19 生猪存栏量于今年一季度末达到低位.....	14
图表 20 煤价有企稳趋势.....	15
图表 21 H2一般为电煤需求高峰.....	15
图表 22 美联储降息后金价上行概率高.....	17
图表 23 中、俄、欧元区黄金储备持续增加.....	17

1 市场观点：海内外政策环境逐步改善

1.1 关注政治局会议部署政策落地及美联储 9 月议息降息幅度

9 月重点关注 7 月末政治局会议相关部署的政策落地情况。按照往年惯例，7 月末政治局会议后至 8 月上半月是短暂的政策“空窗期”，去年在二季度经济环比动能快速下降的情况下，8 月中下旬开始对 7 月政治局会议相关部署落地明显加速，如房地产调控政策优化、扩大个人所得税专项扣除力度、活跃资本市场“四箭齐发”等政策陆续落地。截至 8 月末，7 月中央政治局会议已经落地的举措有：国务院《关于促进服务消费高质量发展的意见》（国发〔2024〕18 号）、中共中央、国务院《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》、商务部等 4 部门《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》、深圳等 60 余个城市表态支持国有企业收购存量商品房用作保障性住房等。后续建议重点关注：①促消费领域政策，如支持服务消费具体举措、商品消费促进政策加码、支持低收入群体扩大消费、存量房贷利率优化等；②房地产调控政策优化，如商品房收储政策调整优化、房贷利率再度下调等；③新质生产力相关的产业政策等。

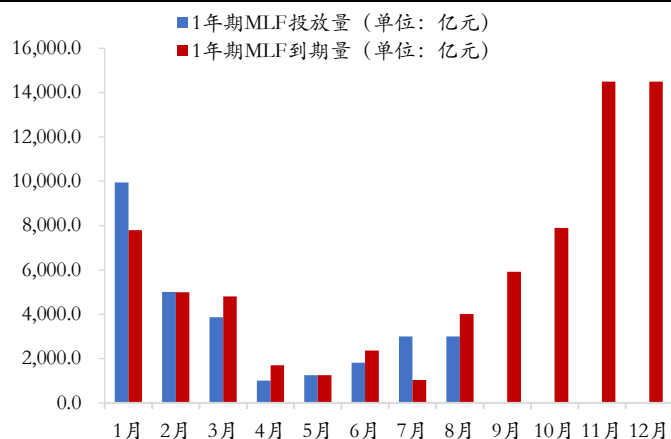
9 月美联储降息已成定局，8 月非农数据可能成为影响降息幅度的关键。7 月美联储议息会议纪要显示，绝大多数官员支持 9 月降息。美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 上表态亦支持美联储货币政策转向。因而，9 月降息已成定局，重点关注最终降息幅度为 25BP 还是 50BP。就目前情况而言，我们认为降息 25BP 概率更大。主要是，7 月失业率上升存在自然灾害因素，从长周期来看本轮美国失业率回升主要是劳动参与率回暖带来的总就业人口增加，因而尚未出现衰退风险，不支持超常规降息 50BP。因而，市场关注的重点在于 9 月初公布的 8 月非农数据，特别是失业率。如失业率进一步上升，特别是升破美国国会预算办公室确定的自然失业率关口，达到 4.5% 及其上方，则美联储降息 50BP 的可能性更大，否则仍然认为美联储降息 25BP 为大概率事件。但考虑到目前外部货币政策并非 A 股的主要影响因素，因而美联储降息对 A 股的利好效应预计有限。

1.2 美联储降息后，关注国内“跟随”降息的幅度

美联储降息后，关注国内“跟随”降息的幅度。美联储 9 月降息基本确认后，人民币汇率持续升值，8 月末美元兑人民币汇率已经回升至 7.1 附近，汇率压力大幅缓解，降息外部掣肘消除后国内降息空间打开。后续重点关注国内降息的幅度，考虑到目前 10 年期国债利率距离 2% 关口较为接近，可能接近央行的“心理关口”，因而

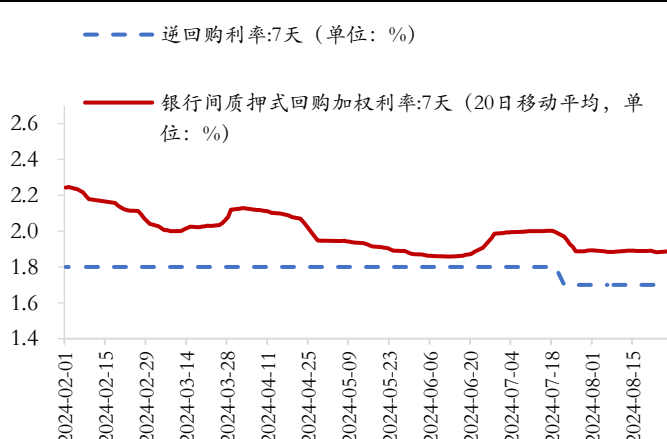
大幅降息的概率不大，预计降息空间在 10BP-15BP。同时，上半年地方政府新增专项债发行偏慢、下半年额度充足，因此后续降准亦有可能，但考虑到当前货币政策更加注重利率走势，降准对权益市场的影响有限。

图表 1 8 月 MLF 小幅缩量续作，9 月 MLF 到期量回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿元

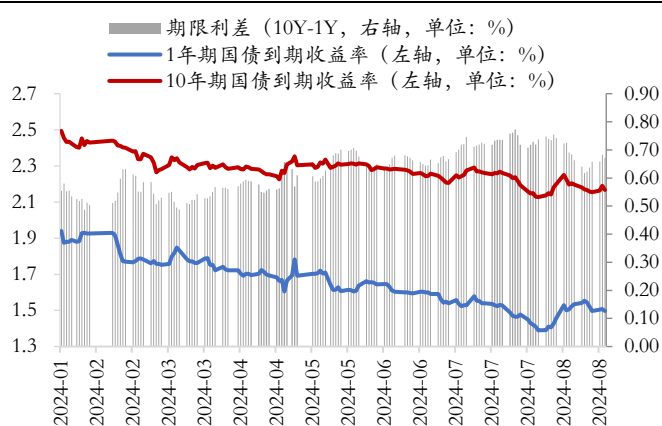
图表 2 DR007 变动不大，短端资金面相对充裕



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

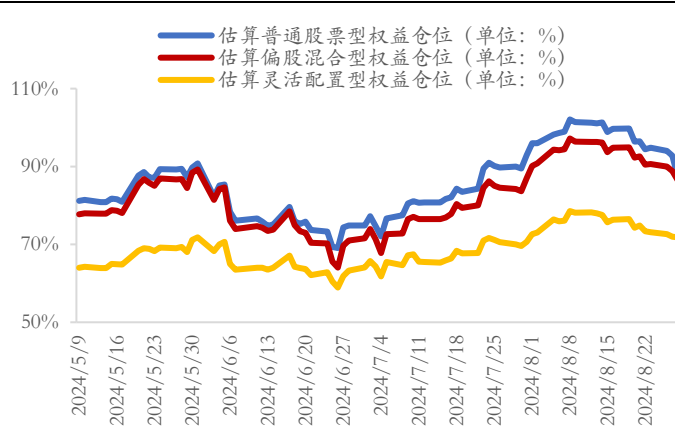
央行加强长端利率管控，但不改利率“易下难上”。基本面未出现明显拐点，国内有效需求不足掣肘依然存在。当前长期国债收益率维持低位的底层逻辑是对长期增长缺乏信心，与此同时市场上“安全资产”缺失，除非“资产荒”的情况有缓解，否则尽管央行有意引导长端利率上行、加强长端利率管控，但效果有待观察。随着美联储降息后央行“跟随”降息概率较大，利率大趋势依然维持下行。央行贯彻落实中央金融工作会议相关要求，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，同时货币政策总基调维持偏宽情况下，期限利差仍有扩大可能，短端利率下行动力强于长端。

图表 3 10Y 国债在 2.2% 关口博弈，期限利差有所收窄



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 4 估算 8 月基金权益仓位有所回落



资料来源: Wind, 华安证券研究所。注: 估算方式为过去 20 个交易日股票基金指数(885000.WI、885001.WI、885061.WI)与Wind全A (881001.WI) 涨跌幅的偏相关系数

人民币汇率有望延续小幅升值，美联储货币政策转向有望改变全球资本流向。结合美联储7月议息会议纪要和8月美联储官员在 Jackson Hole 上的表态，9月美联储降息基本确定，美债收益率回落带动中美利差“倒挂”收窄。随着美联储降息落地，全球资本流向可能发生变化，但其幅度取决于各国央行货币政策宽松的幅度与美联储降息节奏之间的相对差异。但目前国内经济基本面环比动能尚未出现明显改善迹象，预计人民币汇率难以大幅升值，因而外资流入有待观察。

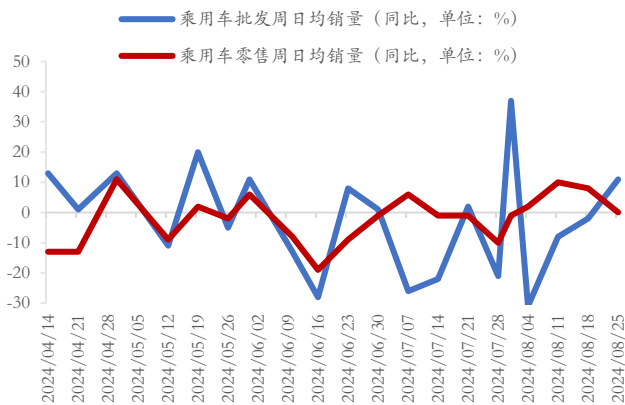
1.3 国内生产基本稳定，内需延续弱势

生产基本稳定，内需延续弱势。出口维持较高景气，带动生产端基本维持稳定，但极端天气影响8月项目开工与旅游出行，消费与地产等内需延续弱势，消费品以旧换新政策可能形成小幅支撑。结合7、8月已公布数据测算，7-8月GDP同比增速在4.5%左右，弱于二季度的4.7%。预计8月社零同比增长3%，固定资产投资累计同比增长3.7%，其中制造业投资累计同比8.7%、基建投资增速4.6%、地产投资增速-10.5%，出口同比6.5%；8月CPI同比0.5%、PPI同比-1%。

天气因素扰动，PMI荣枯线下继续下探。8月制造业PMI为49.1%，较上月下降0.3个百分点，在荣枯线下继续下探，且主要分项均有所回落。①供需走弱，但外需依旧走强。8月生产、新订单和出口订单指数分别为49.8%、48.9%和48.7%，只有出口订单指数较上月提升0.2个百分点，生产和新订单较上月分别下降0.3个和0.4个百分点。②就业压力有所增加。8月从业人员指数为48.1%，较上月下降0.2个百分点，整体就业压力与上半年相比无明显变化。③服务业有所改善。8月份，服务业PMI为50.2%，较上月回升0.2个百分点。受极端天气影响，建筑业PMI下行至50.6%。从不同企业表现看，中型企业PMI下降0.7个百分点、下降幅度最高，小企业PMI下降0.3个百分点，表明微观经济主体活力有待改善。

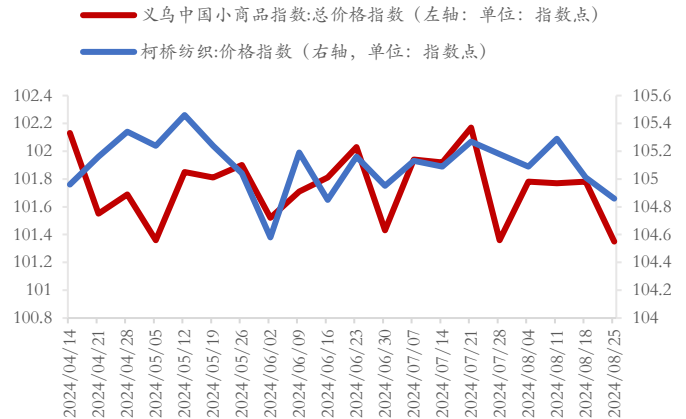
消费端维持弱势，商品与服务消费均有所走弱。8月前四周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为4.8万辆和5.1万辆，同比分别下降4.2%和增长4.9%。商品价格延续回落，义乌小商品价格指数较7月的101.8小幅回落至101.4，柯桥纺织价格指数较7月的105.1回落至104.9。服务类消费继续走弱，8月电影票房周均收入较去年同期下降48.5%，观影人数同比下降47.7%。预计8月社零同比增速较7月变动不大，预计在3%左右。一方面当前消费者信心尚未明显修复，另一方面今年受天气因素影响，旅游出行热度弱于去年。但消费品以旧换新政策及具体标准落地，有望在8月对社零增速形成一定支撑。

图表5 乘用车批发同比增速改善，零售增速同比回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

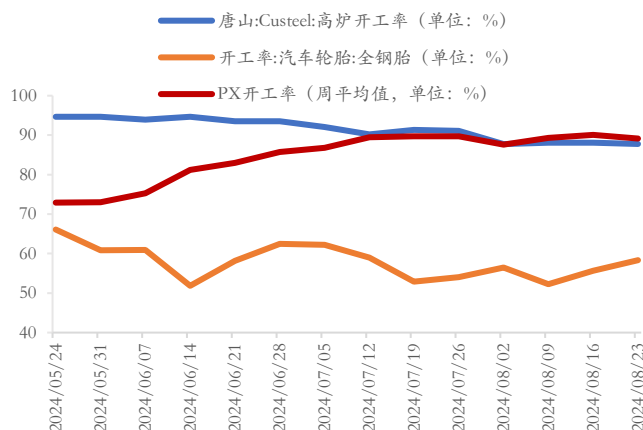
图表6 小商品与柯桥纺织价格指数回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

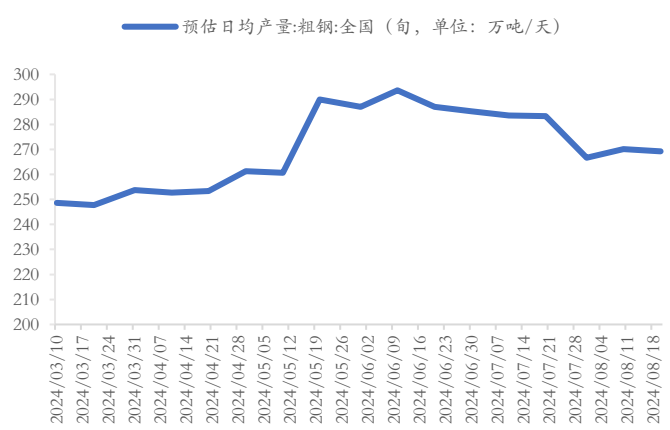
外需维持较高景气，国内补库力度变化不大，生产端变动不大。汽车全钢胎开工率延续回升态势，7月平均为57%、8月末回升至58.3%，唐山高炉开工率持平于88%附近，PX开工率维持在89%及以上较高位置，企业生产端整体趋稳、略有回升。8月钢材预估日产量较7月微降，基建类项目开工偏慢依然掣肘钢铁需求。7月企业库存同比小幅回升至3.7%、但较6月的3.5%相比小幅抬升，补库力度不强，仍需等待PPI企稳反弹带动企业补库意愿。8月周均集装箱吞吐量为614万标准箱，环比较7月的612万标准箱小幅改善，与去年同期同比政府基本持平。总的看，受外需维持较高景气带动，生产端变动不大，预计8月工业增加值同比增速维持在中高水平。

图表7 高炉开工率、PX开工率持平，轮胎开工率提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表8 粗钢产量8月持平

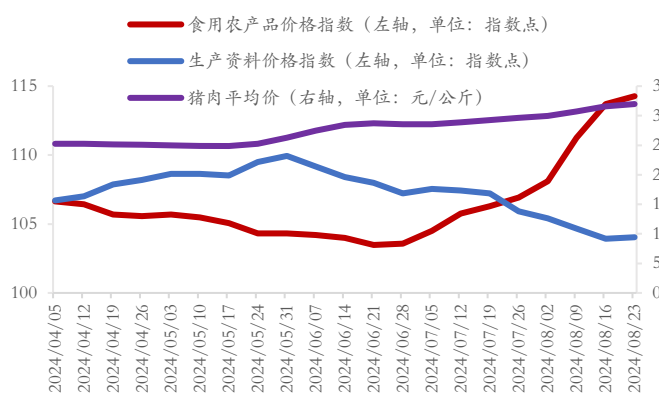


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天

通胀方面，食品价格反弹与服务价格下行对冲下CPI基本持平，国内外大宗商品价格分化下PPI降幅恐有所扩大。猪肉价格延续缓慢上行态势，8月前四周猪肉

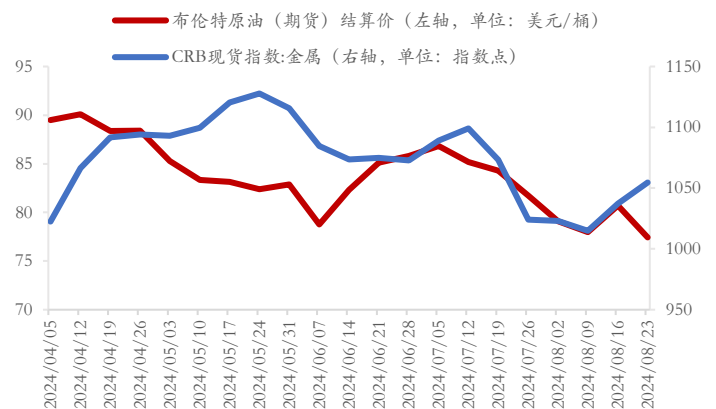
平均价 31.05 元/公斤，与 7 月周价格均值 29.09 元/公斤相比环比有所增加，与去年 8 月均值同比上涨 16.5%，但同比涨幅收窄 8 个百分点。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，受天气影响运输成本，8 月蔬菜价格指数同比上涨 16.5%，而 7 月为同比下跌，有望为 CPI 形成支撑。今年受天气因素影响，出行、酒店等服务类领域价格环比涨幅受限、同比恐略有下降。综合来看，食品价格同比上涨与服务价格同比下跌对冲，预计 8 月 CPI 在 0.5% 左右、与 7 月基本持平。美联储 9 月降息基本确定，但需求走弱态势不改，有色金属和原油价格环比下降，国内 Q5500 煤炭价格基本持平于 850 元/吨附近。但考虑基数影响后，预计 8 月 PPI 同比降幅小幅扩大至 -1% 左右。

图表 9 受天气因素影响，8 月食品价格快速上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/公斤

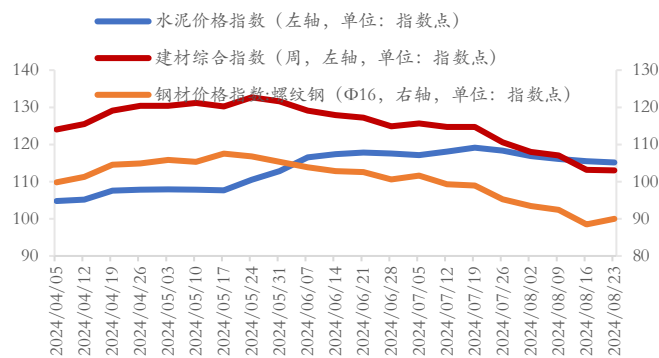
图表 10 需求走弱，原油和金属价格整体偏下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点

一线城市地产销售回暖，但整体地产销售未见明显改善。受极端天气影响开工，钢材、水泥等建材价格继续回落。随着夏季逐步向秋季过度，基建增速恐有所回落，设备更新政策效果逐步释放制造业投资亦难以维持较高增速、增速恐小幅回落。缺乏进一步托底政策，8 月 30 城商品房销售面积同比下降 16.3%，与上月降幅 16.9% 相比小幅收窄。对于房地产，我们认为，**房贷实际成本调整偏慢、房价预期并未改善，政策加码前房地产维持下行态势。**一方面，房贷实际成本调整偏慢，以个人住房贷款加权平均利率与货币基金理财收益率之差衡量购房者实际房贷利率成本，2024Q2 为 1.622%，相较于 2024 年 Q1 的 1.637% 相比降幅仅 1.5BP，居民部门加杠杆意愿依然不强。另一方，购房者对于房价预期并未改善。2024Q2 央行储户调查中对于房价未来上涨预期占比为 11%、与 Q1 基本持平，看不准占比从 13.2% 上升到 13.6%。房价下行预期依然浓厚，居民部门购房意愿薄弱。

图表 11 建材价格回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

图表 12 8 月 30 城商品房周销售面积仅一线城市同比改善

指标（8 月各周）	第 4 周	第 3 周	第 2 周	第 1 周	7 月均值
成交面积（万平方米）	177.52	145.69	147.59	195.69	796.84
同比	-21.86	-27.64	-15.52	1.44	-16.87
其中：一线	50.33	50.01	53.60	58.32	241.04
同比	-0.60	8.26	28.42	24.61	-10.24
二线	87.23	62.16	61.42	97.28	381.61
同比	-33.52	-47.47	-30.52	-9.82	-22.82
三线	39.96	33.52	32.57	40.08	174.19
同比	-11.81	-8.95	-26.89	4.87	-10.93

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因 Wind 涉及 30 城统计口径调整，二线、三线城市与此前可比性弱化

2 行业配置：结构性机会演绎期来临，重点关注催化剂集中的成长板块

9 月配置大方向上，考虑到国内外政策环境均有望改善，A 股将迎来积极变化，因此市场弱势回落的压力将显著减小，配置思路上可以从避免抱团的谨慎心态转变为积极寻找结构性机会的中性心态。而经过 5 月下旬至今普跌后，行业经过较大调整至阶段性低位，叠加 9 月海内外宏观政策、产业政策、产业事件将集中发生，也为市场活跃的结构性机会带来有利条件。具体配置资产上：短期而言，催化事件仍是主题性机会最重要的线索，同时前期调整充分且景气有回升或政策有支撑的方向也有望迎来阶段性反弹机会；中期而言，具备景气提升趋势或确定性的方向仍是机构共识最大公约数。具体地，建议关注三条主线。

第一条主线，成长板块主题催化性机会，关注电子、AI（通信、传媒）、新质生产力（低空经济、设备更新）。成长板块阶段性行情演绎的核心在于重要催化剂的出现，而当前正值其时，9 月将迎来电子消费品（附加 AI）发布旺季、改革政策推进期，同时有望迎来更加宽松的流动性环境，均有利于成长板块阶段性机会展开，这可能成为 9 月最活跃的方向。

第二条主线，前期调整充分叠加景气回升或政策支撑带来反弹机会，关注家电、汽车、房地产、农林牧渔。家电、汽车内销呈周期性变化、出口外需旺盛，行情呈现上有顶下有底特征显著，当下正值区间下沿，有望演绎阶段性修复行情。房地产形势依然严峻，新一轮宽松政策可期，有望带来阶段性估值修复机会。农牧已经调整至阶段性低点，但后续猪价有望创新高，当前正是良好布局期。

第三条主线，景气周期品仍是中期确定性高的方向，关注有色（工业金属&贵金属）、公用事业（电力）、煤炭。尽管这些方向短期内表现弹性可能弱于上述主线，

但从中期维度，这些是难得的较为确定的具备景气提升的方向。

2.1 主线一：成长板块主题催化性机会，关注电子、AI、新质生产力

近期成长板块的关注度升高，新质生产力主题持续催化。9月成长板块热点性事件频出，2024苹果秋季发布会将于9月10日举行，同时华为、三星等消费电子厂商也将在9月公布一系列新品。谷歌在第九届MadebyGoogle活动上发布了内置AI大模型的Pixel系列手机、智能手表和耳机等多款设备，按照以往惯例相关产品的发布时间一般为历年10月左右，谷歌发布会提前抢跑意味着AI+消费电子终端正在加速落地。6月苹果全球开发者大会WWDC上也公布了覆盖全线产品的生成式AI，预计9月各大厂商的新品发布会将在AI应用终端的搭载层面上有所创新，同时折叠屏等概念热度也有望回升。传媒方面，国产3A游戏《黑神话：悟空》发布后迅速掀起国内热度，销量迅速登顶，国产游戏及IP概念热度近期迅速升温。

二十届三中全会中再次强调新质生产力的重要性，强调“加强关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新，加强新领域新赛道制度供给，建立未来产业投入增长机制，完善推动新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业发展政策和治理体系，引导新兴产业健康有序发展”，在热点事件以及新质生产力主题催化下成长板块关注度有望持续升温。

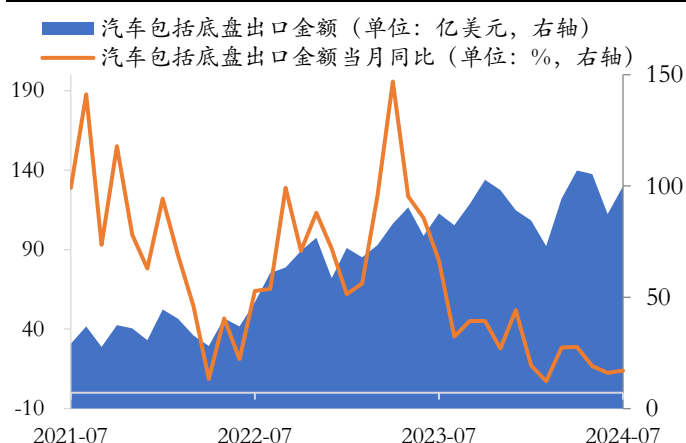
把握TMT相关板块主题催化的阶段性行情。根据历史复盘，本轮TMT行情最高点已出现在2023年6月，当一轮行情高点出现后，长期维度上大方向上以估值消化为主，指数会逐步下行，但在这个下行的过程中也会因为出现了重大催化剂而带来阶段性估值和行情的反弹机会，这种机会通常是反弹性的主题阶段性机会。把握阶段性机会时，需要注意：强力催化剂导致的行情属于主题阶段性行情，上涨时间一般在1-1.5个月左右，指数涨幅一般在25-30%左右，但新一轮行情一般难达到前波行情的高点。2023年6月高点后出现的两次主题阶段性机会均符合上述准则，如2023年10-12月由热门游戏、短剧互动、算力租赁等催化行情和2024年2-3月由SORA问世催化的行情等。9月消费终端搭载AI的新模式或将驱动终端设备加速更新，消费电子的终端需求有望持续回暖，近期传媒中的游戏板块热点也将继续发酵，TMT板块有望迎来新一轮主题催化的阶段性行情，但需要注意反弹的幅度，超过前波行情高点的概率较低。

2.2 主线二：景气回升或政策支持带来的阶段性机会，关注家电、汽车、房地产、农林牧渔

汽车：海外出口韧性对冲内需下行让汽车板块形成上有顶下有底的格局，下半年政策托底有望带动内销景气度回升，阶段性反弹机会值得把握。

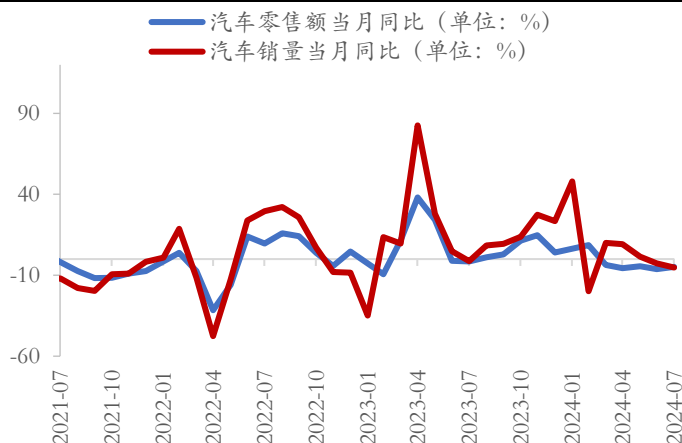
汽车指数已位于震荡区间下沿，安全边际较高。汽车出口绝对增速较高，但内需呈下滑趋势。出口端看，7月汽车包括底盘出口金额为99.9亿美元，同比增速为13.8%，较6月增加1.2个百分点，从绝对值上看当月同比增速仍维持在10%以上的水平，汽车出口端韧性依旧。但从内需层面看，7月汽车零售额、汽车销量当月同比增速分别录得-4.9%、-5.2%，零售额增速降幅收窄，销量增速于负值区间继续下滑，内销呈疲软态势。自2023年以来，汽车景气度呈上有顶下有底的格局，价格战以及逐渐饱和的渗透率掣肘车企盈利能力，而海外出口的强劲表现则为整体业绩托底，汽车指数在5200-6000点内折返运行，区间震荡的趋势较为明显。8月末汽车指数已跌至5000点附近，已是震荡区间的下沿位置，安全边际较高。

图表 13 汽车出口增速绝对值仍然较高



数据来源：Wind，华安证券研究所

图表 14 汽车销售端持续下滑



数据来源：Wind，华安证券研究所

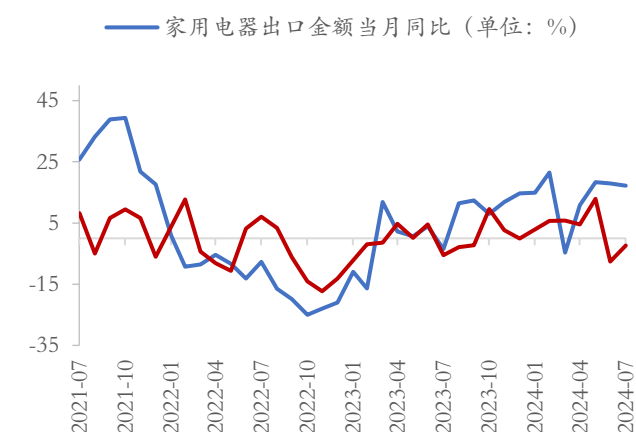
家用电器：消费以旧换新政策和出口景气为家电板块提供较强支撑。

家电竞争格局较稳定，出口的高景气推动板块中枢上行。家电近期出口和内销也呈和汽车类似的分化趋势，7月家电出口当月同比增速继续17%左右的高增速，而家电类零售额当月同比增速仅为-2.4%。家电出口增速从2023年初便开始回升，从出口分项上看，黑白电出口景气度均处上行通道，海外接近去库尾声，美联储降息下地产需求有望回暖，H2出口预计继续超预期将对家电运行区间底有所支撑，因此可随着家电指数回落而逐步布局配置。在过去2年时间里，家电行业的表现与汽车行业在区间范围内运行类似，上有顶存在地产下游需求弱勢的制约、下有底存在出口

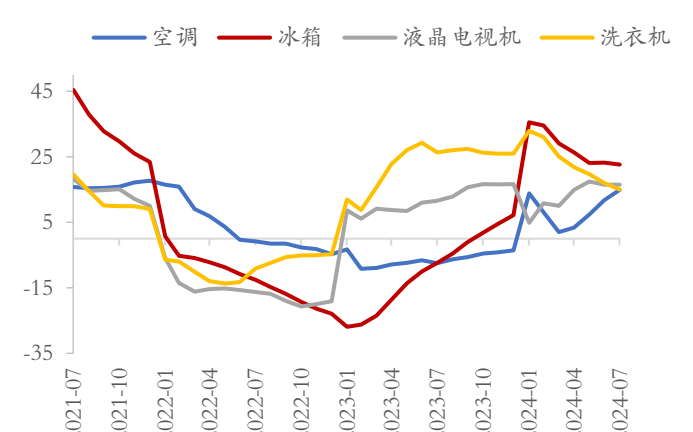
需求的支撑，家电行业指数走势基本维持在 5700-7300 点区间内折返。与汽车有所区别的是，国内家电行业已经进入较为成熟的发展阶段，格局相对汽车更加稳定，并且家电行业早已完成海外扩散和市占率提升，而汽车因为贸易壁垒等问题正在进行艰难地进行海外布局，家电板块中枢受益于出口超预期而抬升下半年出口景气确定性高，仍会对家电板块形成底部支撑，近三个月以来家电板块已从高位回落 17% 左右，可关注大幅调整后的阶段性反弹机会。

图表 15 家用电器出口和内销也呈分化趋势

图表 16 汽车销售端持续下滑



数据来源：Wind，华安证券研究所



数据来源：Wind，华安证券研究所。

下半年“两新”增量措施加速落地，家电和汽车内销有望逐步企稳。

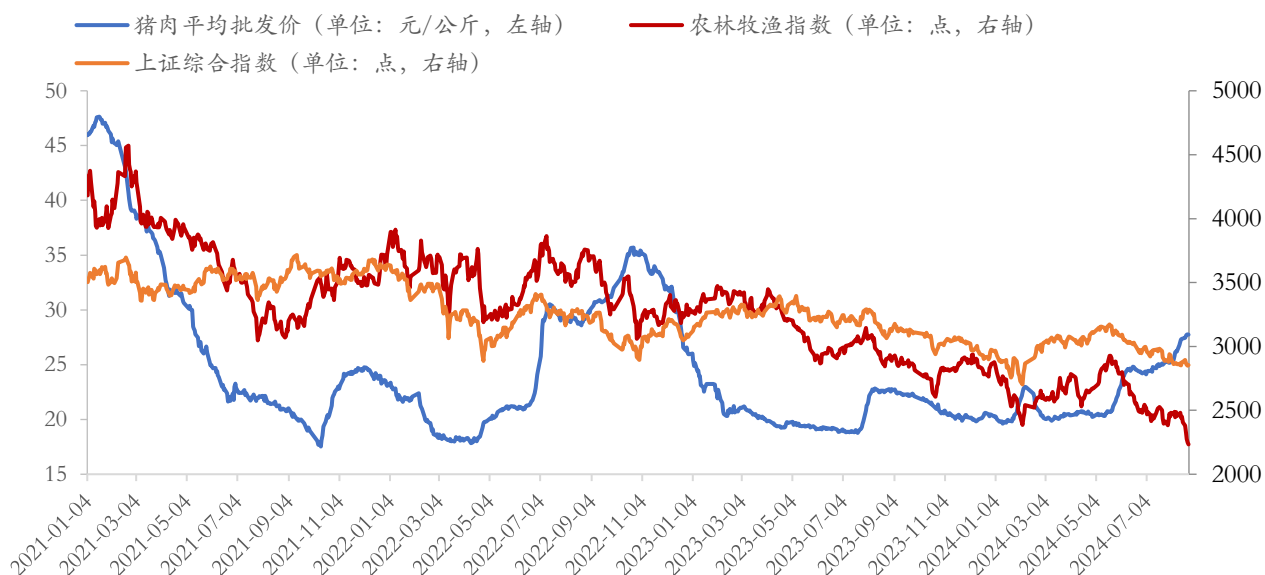
《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》作为整体指导文件自发布后，相关政策快速落地。近日商务部等 4 部门办公厅印发关于进一步做好家电以旧换新工作的通知，要求各地要统筹使用中央与地方资金，对个人消费者购买 8 类家电产品给予以旧换新补贴，补贴标准为产品最终销售价格的 15%，对购买一级及以上能效或水效的产品，额外再给予产品最终销售价格 5% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元，家电以旧换新补贴资金按照总体 9：1 的原则实行央地共担，中央的高比例补贴将促进地方政府推动消费换新的积极性。同样汽车的相关补贴详细政策后续也有望陆续出台，作为“两新”政策的重点补贴方向，汽车和家电下半年内销预计也将有所回暖。届时和出口端形成共振有望带动企业业绩稳定上行，下半年相关板块的企稳反弹机会值得持续关注。

农林牧渔（生猪）：猪价预期修复有望带来板块反弹机会。

近期农牧板块自 6 月以来持续下跌，但近期猪价走势却较为强势，我们总结为猪价的边际博弈性较强，近三年以来猪价的预期博弈行为频繁演绎，若市场预期价格下跌的持续性不强便会提前博弈猪价下跌后的反弹，而当价格见底后价格启动反

弹时，若预期兑现后对于后续猪价持续上涨的信心不强，会出现猪价上涨指数下跌的情况。本阶段出现的猪价和指数走势背离的情况反映市场对于后续猪价持续上行的信心不足。

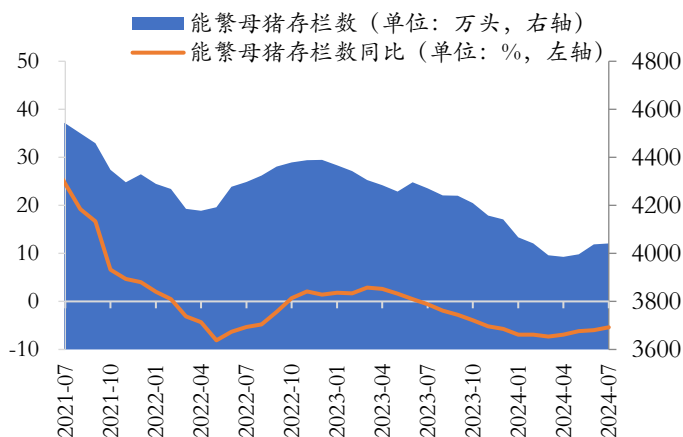
图表 17 市场对猪价持续上涨的信心不足



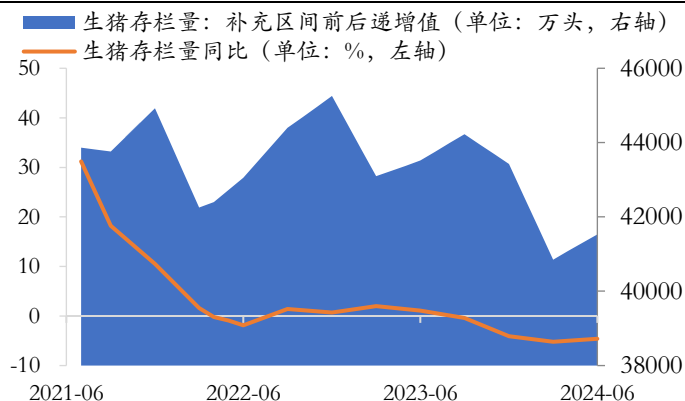
资料来源: Wind, 华安证券研究所

上半年去化度较高，未来预计生猪供给偏弱，下半年猪价有望维持高位。能繁母猪存栏量同比增速自 2023 年 7 月转负后持续处于负值区间，2024 年上半年同比增速均低于-6%，从存栏数量上看，4 月能繁母猪存栏量为 3986 万头，到达近三年低位，上半年能繁母猪存栏量整体下降指示新生仔猪数量将走低；二季度末生猪存栏量同比下降 4.6%，对应下半年育肥猪出栏量同比增速下降。猪价自今年 5 月以来呈持续上涨趋势，截至 8 月 30 日，猪肉平均批发价已至 27.5 元/公斤，较 5 月 13 日上涨 35.5%，上半年生猪去化度高，对应下半年供给有所收紧，预计今年三季度末和四季度猪价仍将继续维持高位。

图表 18 能繁母猪存栏量已至近三年低位



图表 19 生猪存栏量于今年一季度末达到低位



数据来源：Wind，华安证券研究所。

数据来源：Wind，华安证券研究所

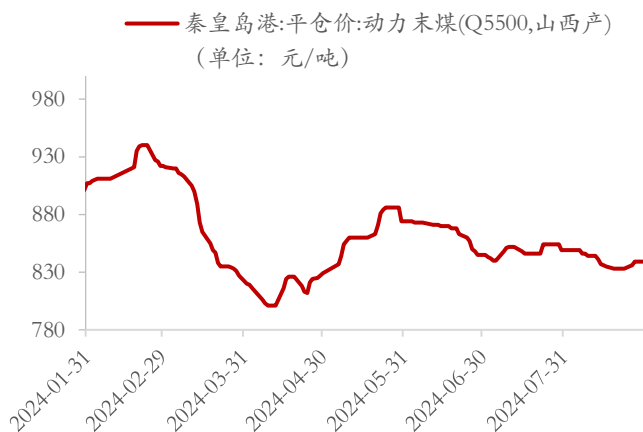
农牧指数已经调整至较有吸引力的位置。截至 8 月 30 日，农林牧渔指数已接近 2200 点左右，创近三年新低，接近上轮猪周期启动前的低位，PE 也仅位于近三年 24.9%分位，我们认为当前市场在经济基本面以及整体交易量低迷的情形下悲观情绪被放大，导致农牧指数下滑较快，且从前期生猪供给端的去化状况看，下半年猪价有望维持高位，后续猪价的高位企稳有望带来预期修复契机，低位反弹的机会值得关注。

2.3 主线三：景气周期品仍是中期确定性高的方向，关注煤炭、公用事业（电力）、有色金属（贵金属&工业金属）

煤炭：历年 H2 煤炭需求旺盛，煤价有望企稳回升。

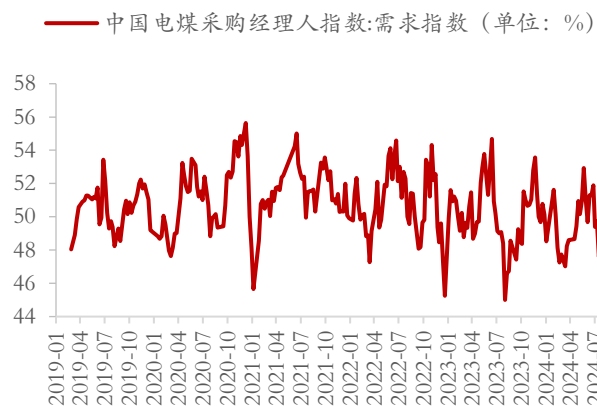
下半年为煤炭需求旺季，供给端可能出现扰动，煤价上涨的概率高。需求层面，煤炭的需求呈现较强的季节效应，从电煤采购需求指数看，由于夏季、冬季用电高峰结束后煤炭需求会逐步走低，历年 8 月和二季度初一般为需求低谷。后续煤炭需求有望随着供暖需求增加逐步回升。供给层面，下半年尤其是四季度可能出现潜在的供给扰动，这在过去几年时有发生，可能出现能耗控制或能耗考核评分等政策限制煤炭产量。下半年需求旺季、供给潜在扰动，供需缺口持续增加，煤价的阶段性变化与煤炭供需缺口的阶段性变化存在较高的正相关性，即当供需缺口阶段性增加时，煤价大概率上涨，四季度煤价仍存上涨条件，煤企盈利状况有望得到改善。

图表 20 煤价有企稳趋势



数据来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 H2 一般为电煤需求高峰



数据来源: Wind, 华安证券研究所

公用事业（电力）：量价齐增有望持续改善企业盈利状况。

用电量保持增长。国家能源局数据显示，7 月份，全社会用电量 9396 亿千瓦时，同比增长 5.7%。1-7 月，全社会用电量累计 5.60 万亿千瓦时，同比增长 7.7%，用电需求保持旺盛。需求层面，受去年新增国债发行延后的拖累，今年上半年专项债发行速度偏慢，预计四季度初专项债发行速度有望加快，实物工作量增加带动用电需求上行。

电价预计将持续改善。2024 年 7 月水电燃料 CPI 同比增速为 0.9%，较上期增持平，煤价同比增速绝对值仍保持较高水平。由于近年上游能源价格上涨，发电成本压力加大，电价上涨符合市场配置资源决定作用的改革方向，预计未来电价将会改善。

房地产：存量房收储政策持续推进，关注地产受政策催化的阶段性行情。

中央政治局会议再提化解存量房产，未来全国各地将持续开展地产收储工作。自“517”新政提出“回购商品房用于保障房”后，全国多地持续开展存量房收储工作，截至 8 月底已有超过 80 个城市宣布支持国有平台企业收购商品住房用于保障住房、人才房和安置房等，超过 30 个城市发布征集房源公告，如 7 月底广州增城区发布公告计划收购增城区中心城区范围内存量商品房筹集作为户籍家庭共租房。7 月末中央政治局会议再提防范化解重点领域风险，指出“要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房”，预计后续各地有关地产收储的政策细则将持续公布，商品房销量有望企稳。

把握房地产在政策催化下的阶段性机会。根据历史复盘，当前地产上涨行情属

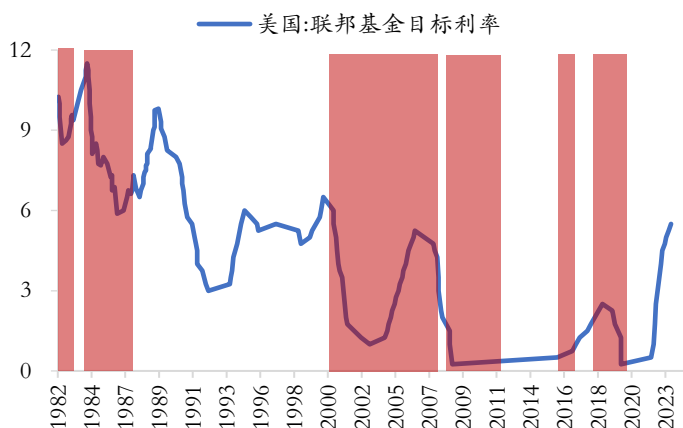
于景气下行周期或底部时，政策转向或政策大力度宽松，受益政策转向而出现的阶段性的估值修复机会，这种机会通常时间和幅度都有限。这种模式下行情持续时间一般 1 个月左右，指数涨幅一般在 15-25%，典型情况如今年 5 月份地产受“517”等一系列政策催化的上涨。考虑到近期政策对于地产的关注度较高，防范地产风险的态度明确，未来收储、降息和新地产政策等的催化性机会仍存，对比历史复盘，受政策催化的阶段性行情持续时间一般为 1 个月左右、涨幅在 15-25% 的规律性，下半年地产板块的阶段性机会值得持续关注。且若后续政策持续发力+地产景气边际改善，此时地产行情的上涨幅度或将扩大，这种情形取决于地产景气何时出现改善趋势。

贵金属：美联储降息在即，实际利率下降有望继续催化黄金行情。

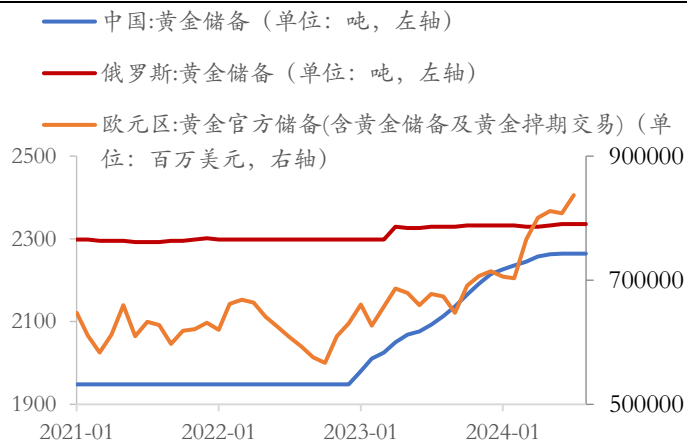
美联储降息在即，实际利率将有所下行。近期美联储 7 月会议公布，由于对就业市场降温风险上升以及非农数据走弱的担忧，大多数官员支持 9 月进行降息，鲍威尔也在 Jackson Hole 上表达政策调整的时间已经成熟，明确释放了降息信号，基本确定 9 月开启降息。回顾历史，金价上行较快的时间段与实际利率快速下降的时间段高度重合，可认为实际利率为影响金价的主要因素，且美元走弱亦有一定贡献。美联储降息后将推动实际利率下行，并且近期美国经济波动风险加大，劳动市场以及制造业均有放缓迹象，美元指数亦出现走弱迹象。全球实际利率下降以及美元指数的走弱趋势指向金价未来仍将维持高位。

主要地区黄金储备持续增加，黄金战略性需求升温。我国黄金储备从 2022 年 12 月开始持续上行，已从 1900 吨左右增加至 2260 吨左右，俄罗斯黄金储备从 2300 吨左右略增加至 2330 吨左右，欧元区的官方黄金储备（包括黄金储备以及黄金掉期交易）则从 2022 年 10 月开始增加，从 5670 亿美元增加至 8372 亿美元，多地区黄金储备均呈增加趋势。同时近期美国民调显示哈里斯整体支持率有上升迹象，特朗普在摇摆州的优势有所下降，美国大选不确定性再次增加，国际地缘紧张局势也有所加剧，俄乌和中东冲突有升温趋势，全球避险情绪再度上行，黄金的战略性需求升温。

图表 22 美联储降息后金价上行概率高



图表 23 中、俄、欧元区黄金储备持续增加



数据来源: Wind, 华安证券研究所。注: 标浅黄为黄金 9 轮大周期。结论和数据来源于外发报告 2023/8/10《黄金“长牛”的逻辑: 低增长下的低利率》, 单位: %

数据来源: Wind, 华安证券研究所

工业金属铜: 中期仍有供给收紧预期, 政府债发行速度加快将推动需求回暖, 铜价支撑性较强。5 月以来铜价呈先抑后扬走势, LME 铜现货结算价在 5 月 20 日达到 10857 美元/吨的高点后迅速回落, 跌至 8 月 5 日 8620 美元/吨的低位后价格企稳反弹, 截至 8 月 30 日价格已回升至 9215 美元/吨。展望后续, 二季度大型铜矿企业的生产报告下调未来铜矿的供应预期, 供给层面中期仍有收紧预期。下半年政府债发行速度有望加快, 且“两新”将推动下游需求回暖, 铜的需求端也有较强韧性。供需格局改善情形下预计未来铜价震荡上行概率较高。

风险提示:

国内政策出台速度和力度不及预期; 9 月美联储不降息或超常规降息; 外部形势出现新的黑天鹅等。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。