

美联储逐渐接近降息，市场风格是否会反转？

报告摘要

核心观点：

- ◆ 近期市场出现风格切换迹象，前期持续震荡上行的大盘、价值风格在8月底转向小盘、成长风格。因此投资者关注两个问题。
- ◆ 第一个问题，为什么市场风格切换？我们认为此次风格切换或受中报业绩弱预期靴子落地，以及经济基本面仍在磨底情况下市场对未来稳增长政策发力的预期共同推动。
- ◆ 第二个问题，美联储9月降息概率高，往后看是否会引发风格趋势性转向？我们认为美联储降息前后A股市场市场风格由国内基本面主导。目前等待稳增长政策发力见效期间，大盘、价值风格或将依旧占优。美联储降息背后是美国经济出现回落。若中国受到美国经济影响较小，国内经济稳定，流动性尚未宽松，大盘风格占优；若国内经济稳定，叠加国内流动性宽松下经济改善预期升温，市场信心较强，小盘风格、成长风格占优。但若经济受到外部影响较大，风格倾向于价值，大小盘相对均衡。此外，国内经济持续转好下，若北向资金作为增量资金持续流入，或将引导市场风格向大盘成长倾斜。
- ◆ 往后看，稳增长政策持续落地，地方政府积极响应。美联储逐渐接近降息，为国内宽松政策打开空间。政策加码预期升温，央行释放积极信号，持续增量政策有望改善经济基本面，扭转市场情绪，A股有望见底回升。
- ◆ 当前军工板块2024年中报已披露完毕，核心军工企业营业收入增速中位数近十年首次为负、归母净利润增速中位数降至-17.99%。“十四五”计划已进入最后攻坚阶段，2027建设目标亦迫在眉睫，

作者

董忠云 分析师
SAC执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

符旸 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyys@avicsec.com

王玉茜 分析师
SAC执业证书：S0640524050001
联系电话：
邮箱：wangyx@avicsec.com

庞晨 研究助理
SAC执业证书：S0640124040009
联系电话：
邮箱：pangc019@avic.com

王警仪 研究助理
SAC执业证书：S0640123090015
联系电话：
邮箱：wangjybj@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《库存周期企稳，A股盈利逐步修复》

中航策略周报：《稳增长政策有望提速，大盘或将触底回升》

中航策略周报：《全球资金“高切低”，国内政策发力或将引入增量资金》

中航策略周报：《本轮美联储更可能是预防式降息，A股有望企稳回升》

中航策略周报：《阶段性底部或已形成，市场或转向“东升西落”交易》

中航策略周报：《聚焦自主可控和提振内需两大方向》

市场走势：

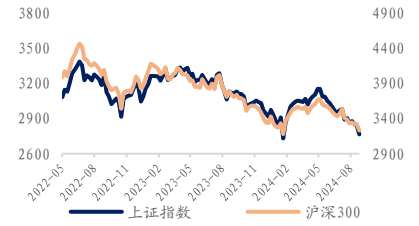
股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

全行业中期视角来看，军工行业有望成为边际改善幅度最大的行业之一，这或许是十年“最差”中报后“最好”的消息。



投资建议：

- ◆ 近期中央及地方积极贯彻 730 政治局会议精神，在加强逆周期调节的指引下，下半年稳政策推进有望提速。美联储逐渐接近降息，后续国内稳增长政策大概率加码，建议延提振内需和自主可控两大政策方向布局。此后重点跟踪：1) 7 月政治局会议政策兑现情况；2) 9 月美国总统大选辩论；3) 9 月美联储议息会议。

本周市场回顾：

本周市场整体下跌，上证指数 (-2.69%)、深证成指 (-2.61%)、沪深 300 (-2.71%)、科创 50 (-4.58%)、创业板指 (-2.68%)、中证 500 (-2.19%)、中证 1000 (-2.62%) 均表现较弱。行业风格上，成长风格表现较弱，下跌 3.11%。分行业来看，申万一级行业中汽车表现较强，上涨 0.53%，石油石化、电子、有色金属表现较弱，分别下跌 5.45%、5.27%、5.13%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 5868.32 亿元，较上周减少 195.27 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 15.15 倍，较上周下降 2.80%。

正文：

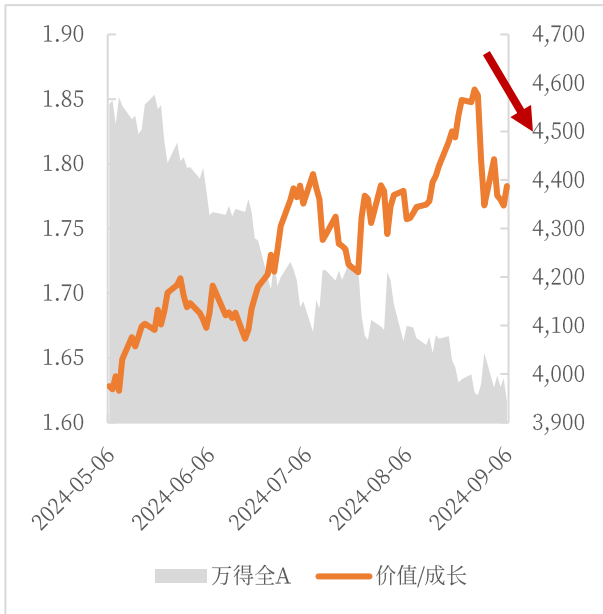
近期市场出现风格切换迹象，前期持续震荡上行的大盘、价值风格在 8 月底转向小盘、成长风格。因此投资者关注两个问题：1. 为什么市场风格切换？2. 美联储 9 月降息概率高，往后看是否会引发风格趋势性转向？

第一个问题，为什么市场风格切换？我们认为此次风格切换或受中报业绩弱预期靴子落地，以及经济基本面仍在磨底情况下市场对未来稳增长政策发力的预期共同推动。

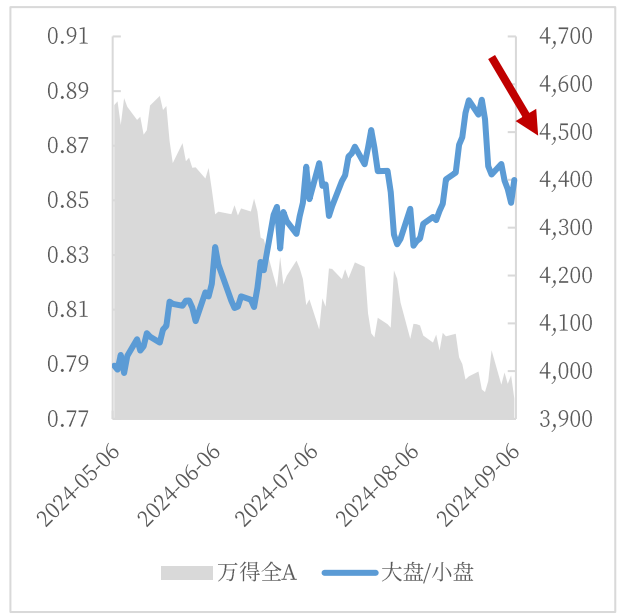
2024 中报业绩数据落地。从单季度归母净利润同比增速来看，代表价值风格上证主板同比增长 1.79%，表现较好；而代表成长风格的科创板和创业板的业绩表现较为疲弱，其中科创板同比下降 36.28%。代表大盘风格的沪深 300 指数增长 0.61%；而代表小盘股的中证 1000 指数净利润增速仍同比下降，不过降幅较一季度明显收窄。由于市场在中报前已经透支了部分利空预期，季报落地后小盘和成长风格迎来了修复。

另一方面，当前经济仍在磨底，8 月制造业 PMI 低于预期，连续第四个月低于荣枯线。在 730 政治局会议加强逆周期调节的指引下，下半年稳增长政策推进有望提速，市场对稳增长政策的期待不断升温，助推小盘和成长风格上涨。

图1 近期价值成长风格出现切换**图2 近期大小盘风格出现切换**



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：指数为国证价值、国证成长）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：指数为大盘指数(申万)、小盘指数(申万)）

表1: 中报主要板块业绩表现

板块名称	2024Q2 单季度 归母净利润同比	2024Q1 单季度 归母净利润同比	边际变化
全部 A 股	-1.70%	-4.85%	3.14pcts
全部 A 股(非金融)	-6.39%	-5.66%	-0.72pcts
全部 A 股(非金融石油石化)	-7.29%	-6.20%	-1.09pcts
科创板	-36.28%	-9.46%	-26.82pcts
创业板	-6.09%	-1.44%	-4.65pcts
上证主板	1.79%	-3.78%	5.57pcts
深证主板	-13.13%	-11.06%	-2.08pcts
沪深 300	0.61%	-3.56%	4.17pcts
中证 1000	-1.82%	-14.80%	12.98pcts

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

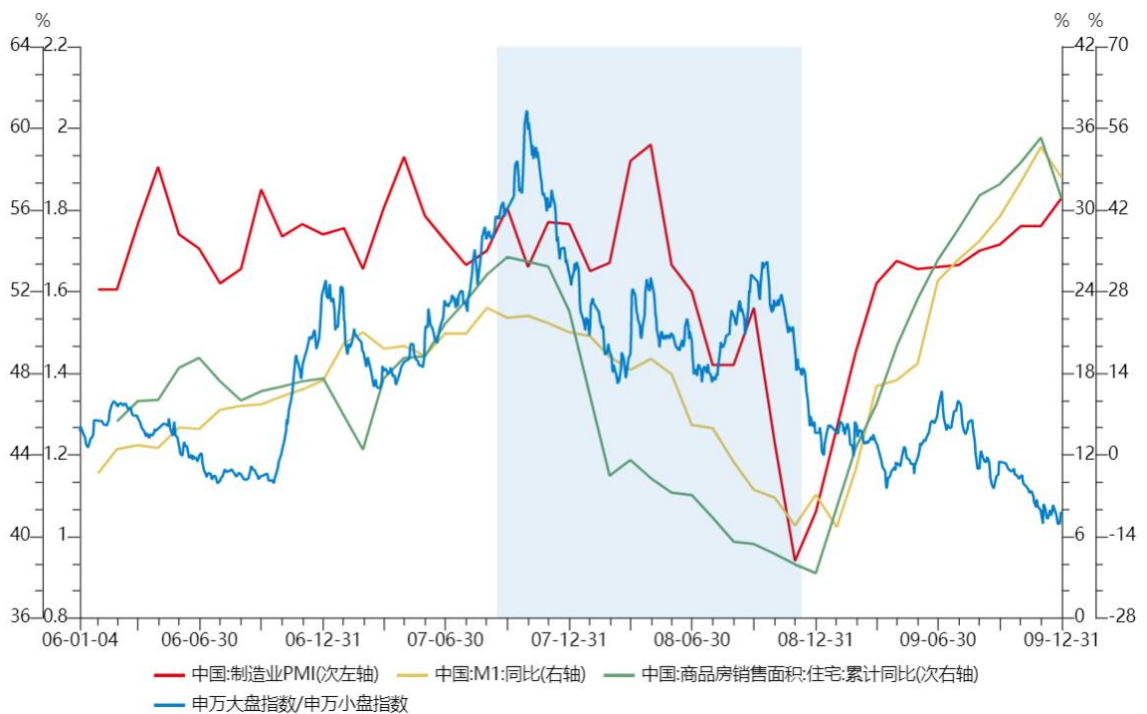
第二个问题，美联储9月降息概率高，往后看是否会引发风格趋势性转向？美联储降息前后 A 股市场风格由国内基本面主导。目前等待稳增长政策发力见效期间，大盘、价值风格或将依旧占优。

我们在周报《本轮美联储更可能是预防式降息，A 股有望企稳回升》中提出了美联储降息对 A 股影响主要是通过国内政策宽松带动基本面改善的预期来提升市场对 A 估资产的风险偏好，引入增量资金。美联储降息的作用更多是为中国宽松政策打开了空间，但 A 股行情依旧由国内分子端的变化主导。如果我们进一步看 A 股市场风格，可依旧得到类似的结论，即美联储降息前后 A 股市场市场风格同样是由国内基本面主导。美联储降息背后是美国经济出现回落。

若中国受到美国经济影响较小，国内经济稳定，流动性尚未宽松，大盘风格占优；若国内经济稳定，叠加国内流动性宽松下经济改善预期升温，市场信心较强，小盘风格、成长风格占优。但若经济受到外部影响较大，风格倾向于价值，大小盘相对均衡。此外，国内经济持续转好下，若北向资金作为增量资金持续流入，或将引导市场风格向大盘成长倾斜。

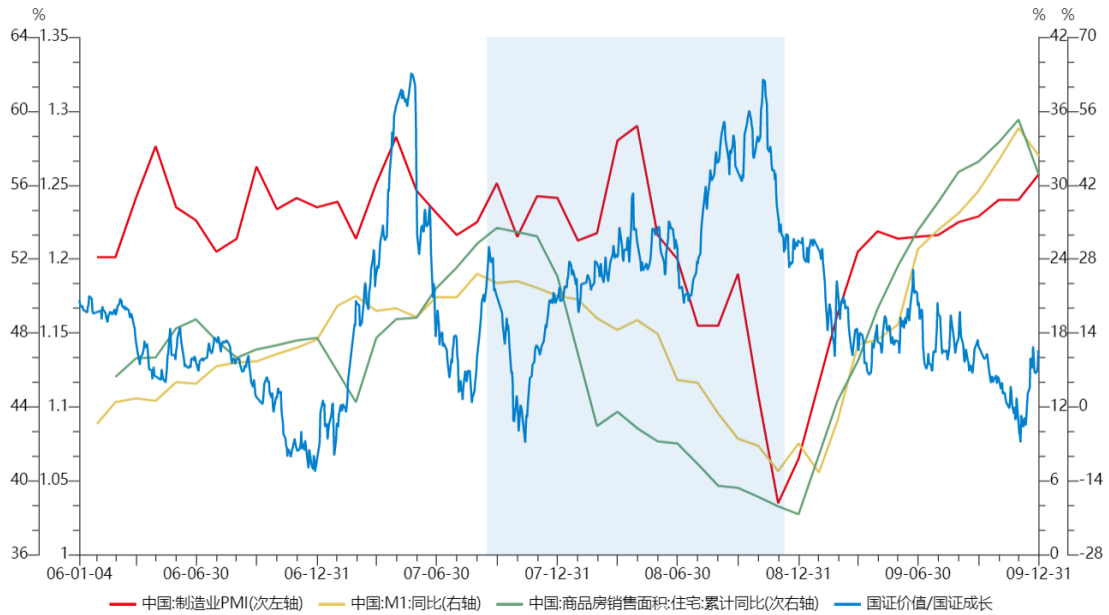
2007年9月美联储首次降息后，国内经济数据维持高位，9月PMI和房地产销售数据仍在走高，2007年9月和12月我国央行继续加息。国内基本面火热，货币政策收缩的情况下，A股大盘风格持续占优。美联储降息前后出现明显的价值风格切换至成长，反应国内或出现了中国央行跟随降息的预期。但12月国内再次加息，而此后虽然停止加息，但国内经济数据持续走弱并影响投资者信心，成长风格维持不到两个月后，2007年12月重新切回价值。同时，12月国内最后一次加息落地后国内货币政策停止继续收紧，伴随着大盘风格走到极致，大小盘风格切换。此后国内经济受到海外影响较大，大小盘风格比较均衡，直至经济恢复，市场风格持续偏向小盘风格。

图3 2007年9月美联储降息前后A股大小盘风格情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：蓝色阴影为降息美联储区间）

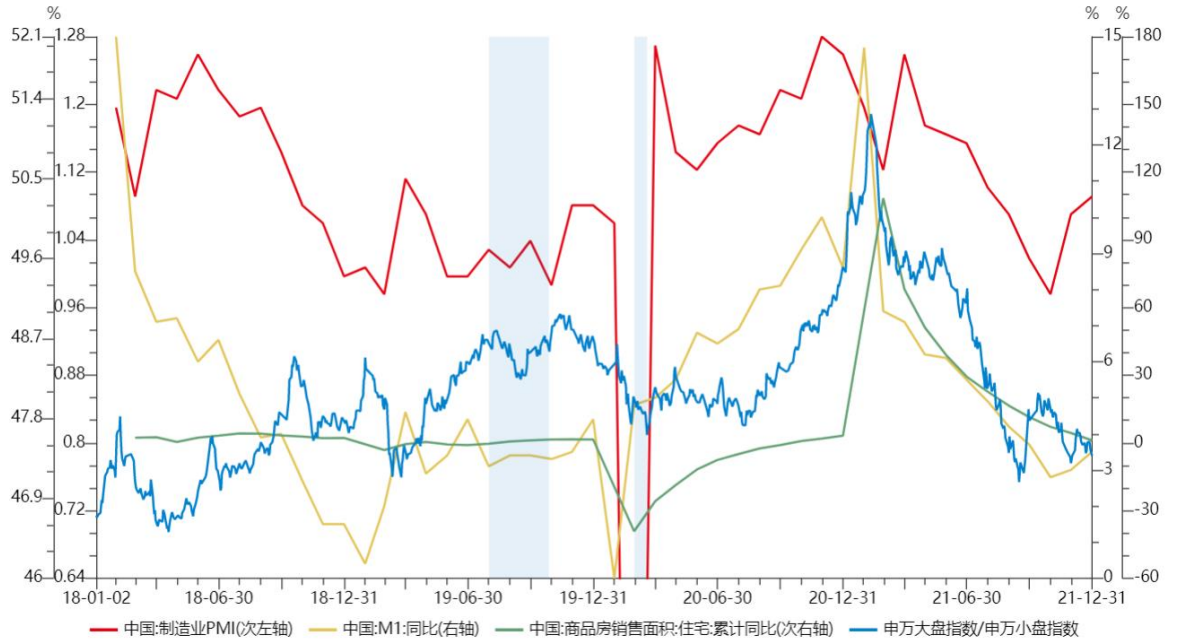
图4 2007年9月美联储降息前后A股价值、成长风格情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：蓝色阴影为降息美联储区间）

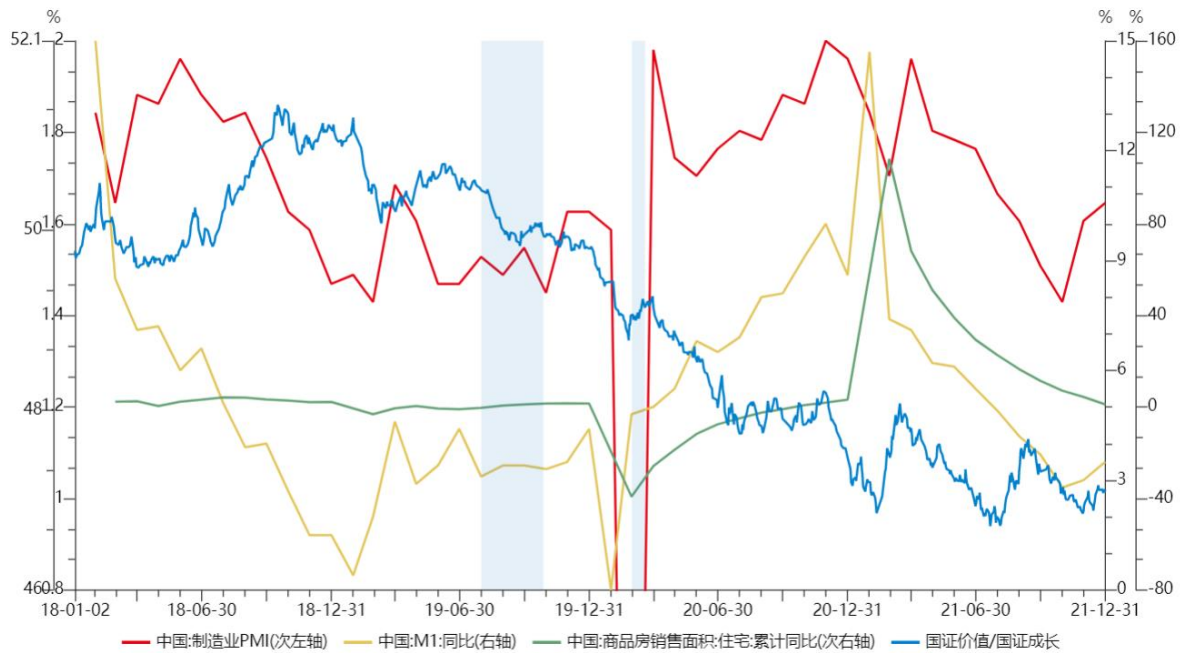
整体看 2019 年至 2020 年，成长持续占优，这主要由于当时如新能源、医药等成长行业景气度高，分子端主导下成长风格持续占优。具体来看这两轮美联储降息，降息背景完全不同，前者为预防式降息，后者为因疫情冲击引发的衰退式降息。2019 年 8 月美联储降息，成长风格加速跑赢价值，小盘风格阶段性占优，或在反应国内宽松预期提升。但 8 月至 10 月 PMI 和 M1 等经济数据出现波动，且央行未如期降息，大盘风格重新跑赢，成长、价值风格出现震荡。随后中国央行于 2019 年 11 月降息，流动性宽松落地，11 月、12 月 PMI、M1 快速走高，国内经济复苏预期提升，风格切换至小盘，成长持续跑赢。2020 年 3 月全球经济因疫情冲击而大幅震荡，美联储、中国央行均采取降息应对冲击，小盘风格切换回大盘风格，但成长行业景气度催化下，成长风格仅 3 月阶段性回落，之后依旧保持占优。此外，中国制造业快速从疫情中走出，自 2020 年 6 月起进出口连续实现正增长，全年进出口、出口总值均创历史新高，国际市场份额创历史最好纪录。中国成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体，货物贸易第一大国地位进一步巩固。国内强劲的基本面叠加美联储降息使得 A 股市场吸引了大量外资大幅流入，并助推了 2020 年 A 股以大盘、成长风格为主的风格。

图5 2019 年 8 月和 2020 年 3 月美联储降息前后 A 股大小盘风格情况



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 蓝色阴影为降息美联储区间)

图6 2019年8月和2020年3月美联储降息前后A股价值、成长风格情况



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 蓝色阴影为降息美联储区间)

表 2: 2020 年北向净流入超配行业显示其明显偏好大盘成长风格

行业	北向配置比例	自由流通市值比例	超配比例 (pct) ↓
SW 食品饮料	20.33%	9.23%	11.10
SW 电力设备	12.86%	5.54%	7.33
SW 医药生物	16.30%	10.13%	6.17
SW 社会服务	4.52%	1.28%	3.24
SW 机械设备	7.27%	4.82%	2.45
SW 家用电器	5.31%	3.14%	2.17
SW 汽车	4.07%	3.25%	0.82
SW 基础化工	5.61%	5.04%	0.57
SW 钢铁	1.05%	0.91%	0.13
SW 美容护理	0.40%	0.26%	0.13
SW 综合	0.53%	0.43%	0.09
SW 轻工制造	1.08%	1.03%	0.05
SW 电子	7.74%	8.15%	-0.41
SW 煤炭	0.23%	0.66%	-0.42
SW 纺织服饰	0.00%	0.60%	-0.61
SW 石油石化	0.03%	0.65%	-0.62
SW 商贸零售	0.32%	1.02%	-0.70
SW 环保	-0.08%	0.67%	-0.74
SW 建筑材料	0.85%	1.64%	-0.79
SW 传媒	1.13%	2.08%	-0.95
SW 有色金属	1.92%	3.03%	-1.11
SW 国防军工	0.99%	2.37%	-1.38
SW 交通运输	1.04%	2.44%	-1.40
SW 通信	0.14%	1.54%	-1.40
SW 建筑装饰	-0.08%	1.64%	-1.72
SW 公用事业	0.09%	1.98%	-1.89
SW 农林牧渔	0.22%	2.12%	-1.91
SW 计算机	3.03%	5.50%	-2.47
SW 房地产	-0.59%	2.66%	-3.25
SW 非银金融	2.57%	8.57%	-6.00
SW 银行	1.14%	7.64%	-6.51

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

稳增长政策持续落地，地方政府积极响应。美联储逐渐接近降息，为国内宽松政策打开空间。政策加码预期升温，央行释放积极信号，持续增量政策有望改善经济基本面，扭转市场情绪，A股有望见底回升。目前等待稳增长政策发力见效期间，大盘、价值风格或将依旧占优。

地方政府积极响应稳增长政策。随着8月24日商务部等四部门印发《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》，近期北京、上海、湖北、青海等地相继开始执行家电以旧换新政策。新一轮以旧换新政策有望进一步刺激市场内需，释放消费潜力，带来新的市场增量空间和行业发展机遇。

美联储逐渐接近降息。9月6日，美国8月季调后非农就业人口录得增长14.2万人，不及市场预期。数据公布后美股持续走低，纳指收跌2.55%，标普500指数收跌1.73%。就业数据



公布后不久后纽约联储主席威廉姆斯表示现在下调联邦基金利率是合适的，对通胀率可持续地朝 2%靠拢更有信心。

增量政策预期升温，提振内需政策或将持续推出。8月30日据彭博报道，中国正在考虑进一步下调存量房贷利率，允许规模高达38万亿元人民币的存量房贷寻求转按揭。9月4日据彭博报道，金融监管机构已提议在全国范围内将存量房贷利率共计下调80个基点左右，分为两步进行，首次下调可能会在未来几周内进行，第二次下调将于明年年初生效。各省市陆续响应新一轮以旧换新政策，叠加转按揭预期的超预期政策，一方面有助于降低居民债务负担、提振消费，增强市场流动性、改善经济基本面，另一方面有助于扭转预期，打破偏悲观情绪的负循环。行业层面，有助于提振内需板块，缓解地产链及上下游相关产业的风险。但当前银行净息差已达2010年以来的历史最低位，2024年Q2商业银行净息差为1.54%，自2023年Q1以来持续低于《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》中要求的警戒线1.8%，银行基本面承压。分两步下调存量住房贷款利率，在减轻居民家庭负担、提振经济的同时减缓对银行利润的挤压。

央行释放宽松信号，货币政策仍存在空间，流动性压力有望得到缓解。9月5日人民银行货币政策司司长邹澜表示，目前金融机构的平均法定存款准备金率大约7%，还有一定下降空间。利率方面，央行持续推动社会综合融资成本稳中有降，同时存贷款利率进一步下行还面临一定的约束，如银行存款向资管产品分流的速度、银行净息差收窄的幅度等因素。

当前军工板块2024年中报已披露完毕，在233家军工板块上市公司中，78家公司2024年中报归母净利润同比实现增长，155家公司2024年中报归母净利润同比下降。核心军工企业营业收入增速中位数近十年首次为负、归母净利润增速中位数降至-17.99%，军工行业走出了近十年最差中报业绩表现。行业表现不尽如人意，但中报密集的月底三个交易日，军工板块反而上涨3.9%，若干中报业绩下降的个股在中报披露后亦逆势上涨，表现出来的是中报情况大多在市场预期之中的 price in，算是“利空”落地。交易层面看，军工行业成交额下降、指数下跌、情绪低迷、估值被压制；基本面看，人事调整持续、需求节奏不明朗、降价压力不减、中报继续低迷。然而，诚如年度策略报告题目“飞雪迎春到”，极寒之后或离柳暗花明不远。“十四五”计划已进入最后攻坚阶段，2027建设目标亦迫在眉睫，全行业中期视角来看，军工行业有望成为边际改善幅度最大的行业之一，这或许是十年“最差”中报后“最好”的消息。

投资建议：

近期中央及地方积极贯彻730政治局会议精神，在加强逆周期调节的指引下，下半年稳增长政策推进有望提速。美联储逐渐接近降息，后续国内稳增长政策大概率加码，建议延提振内需和自主可控两大政策方向布局。此后重点跟踪：1) 7月政治局会议政策兑现情况；2) 9



月美国总统大选辩论； 3) 9月美联储议息会议。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637