

資金湧入修復估值 A股牛市態勢未變

廣發：「十五五」規劃勢增強信心 市場上升空間料顯著

投資人語

A股自6月下旬起，已確立進入新一輪「流動性牛市」。廣發證券策略首席分析師劉晨明接受大公報專訪時指出，隨着市場「蓄水池」結構變化，指數上漲帶來的「賺錢效應」進一步推動資金面形成正向循環，助推上證綜指創十年新高，市場整體確立「牛市思維」。劉晨明表示，A股正處於「中期級別」上行趨勢，非金融企業盈利增速有望在今季反彈，資金入市意願與市場表現形成良性循環，驅動A股估值持續修復，建議投資者兼顧「景氣+反轉」策略，重點關注景氣行業及「反內捲」主題投資機會。

大公報記者 倪巍晨

劉晨明（見圖）強調，「A股目前處於『上行收益高於下行風險』的階段」。他分析，中國人民銀行4月提出「在必要時向中國匯金提供充足的再貸款支持」，為後續監管資金提供增量空間；同時，年初金融監管部門對大型險企新增保費投資A股比例的要求，也將推動保險資金在下半年增加配置。整體來看，A股市場下行風險有限。他還指出，若四中全會及「十五五」規劃能進一步提振遠期基本面預期，國內「存款搬家」資金及海外外溢美元，有望為市場帶來顯著上行空間。



劉晨明（見圖）強調，「A股目前處於『上行收益高於下行風險』的階段」。

政策微調 債券資金流向股市

當前A股市場增量資金充裕。劉晨明表示，在「存款搬家」方面，2020至2022年間，受股市波動和地產調整影響，居民資金更多流向穩健型固收產品。隨着這類產品陸續到期，釋放的資金有望成為個人投資者進入權益市場的重要來源。

在機構「資產再平衡」方面，劉晨明認為，近期債券市場政策可能邊際影響機構配置行為。例如，8月8日起恢復對機構債券投資徵收增值稅，削弱國債配置吸引力，加之監管部門引導機構調整資產佔比，部分長期資金得以釋放。債市吸引力相對下降，也為權益市場帶來潛在增量。此外，美債信用壓力上升及美聯儲局減息預期升溫，導致美元走弱，全球資金流向更有利於包括大中華區在內的美資資產。

劉晨明強調，總體看，三大因素支撐股價上漲，一是遠期基本面改善預期；二是資本市場制度改革，股權風險溢價下降、風險偏好提升；三是增量資金入市。6月底以來，A股進入流動性驅動的指數行情，「市場仍處於中期上行趨勢」。由於去年第四季低基數效應及生產物價指數（PPI）觸底回升，對企業毛利率的支撐，第三季非金融企業盈利增速降幅預計收窄，並在今季迎來反彈。策略上，他建議同時關注「景氣策略」與「反轉策略」，前者聚焦處於行業回升與擴張期、且明年有望延續景氣的產業；後者關注當前處於「出清期」，但今季或明年有望實現「困境反轉」的行業。

看好反內捲概念 薦汽車光伏

劉晨明還指出，本輪「反內捲」政策除涉及傳統工業品外，也已延伸至光伏、汽車等新領域。若政策持續，即使僅透過「供給收縮」，也有望推動相關行業資產週轉率提升、價格回升及利潤修復，形成結構性機會。他建議關注兩條主線：一是煤炭、物流、普鋼等「反內捲」首輪行業，目前產能擴張但利用率下降，供給過剩壓力突出；二是光伏、水泥、化學製品等行業，供給開始去化但產能過剩尚未完全化解，可關注供給擴張明顯放緩、需求復甦仍緩、週轉率處於歷史低位的領域。



▲A股正處於「中期級別」上行趨勢，非金融企業盈利增速有望在今季反彈。

▼目前，A股進入流動性驅動大市，升勢持續。



今季港股投資策略要點

穩定價值類

板塊/行業：高股息板塊

未來走勢及策略：底倉長期配置，重點關注AH溢價率高、年初以來漲幅較低的H股

邏輯：「運動式」供給側改革出現的概率不大

景氣成長類

板塊/行業：高端製造、科技、創新藥

未來走勢及策略：彈性大、空間大

邏輯：創新藥出海與AI商業化加速，港股標的純粹、彈性大，持續吸引南向與外資「一鍵式」配置中國成長資產

經濟周期類

板塊/行業：煤炭、建材等

未來走勢及策略：大幅向上突破概率較小

邏輯：高股息板塊仍是南向資金首選，H股具備顯著低估值優勢

資料來源：廣發證券 大公報記者倪巍晨整理

A股今季投資策略要點

景氣策略：

AI ●海外算力（服務器ODM、光模塊、銅箔、光芯片等）

●國內算力（算力芯片、背板連接器、柴發、交換機）

出口鏈 ●海風出口、工程機械、家居龍頭、摩托車、四輪車

先進製程、存儲潛在擴產、端側設備、SOC、內存接口芯片、通信模組、控制器

●半導體設備、CIS、SOC、內存接口芯片、通信模組、控制器

●鋰電 ●鋰肥、製冷劑、電商、兩輪車

●半導體設備、CIS、SOC、內存接口芯片、通信模組、控制器

●SOC、內存接口芯片、電源、交換機、摩托車、工程機械

看好邏輯：若賬面現金充裕、未來景氣預期向好，相關行業有擴張、續力景氣的潛力

反轉策略：

風電 ●電纜、整機、塔筒樁基

海外汽車鏈 ●IGBT、燈控

軍工 ●FPGA、導彈

AI鏈 ●液冷溫控、變壓器

看好邏輯：下半年盈利預測改善，訂單明顯改善

資料來源：廣發證券 大公報記者倪巍晨整理

今年中國經濟指標預測

GDP同比
預測值：+5.0%

固投累計同比
預測值：+1.5%

基建投資（全口徑）
預測值：+5.8%

製造業投資
預測值：+5.0%

房地產投資
預測值：-11.5%

服務業投資
預測值：-1.0%

工業增加值同比
預測值：+5.9%

社會消費品零售同比
預測值：+4.5%

年末社融存量同比
預測值：+8.3%

年末M1同比
預測值：+3.0%

年末M2同比
預測值：+8.0%

年末人民幣中間價
預測值：7.09

資料來源：廣發證券 大公報記者倪巍晨整理



▲從購買力平價與利差邏輯來看，人民幣匯率有望獲得支撐。

港股後市樂觀 創新藥及科股看漲

走勢強勁

截至上周五，恒指今年累漲近26%，並一度觸及27381點，創近4年新高。廣發證券策略首席分析師劉晨明指出，支撐港股上漲的積極因素仍然存在，對後市無需悲觀。今季，高端製造、科技、創新藥等景氣成長類資產，具備較大彈性與空間；高股息板塊仍適合作為長期底倉配置；煤炭、建材等周期類資產，大幅向上突破的可能性較低。

高息股成南向資金首選

劉晨明表示，美聯儲減息預期升溫與美元走弱，有利改善港股流動性。資金面方面，優質的低估值與高景氣資產持續吸引南向資金，尤其是保險資金，預計未來繼續透過「港股通」流入港股。此外，高質量企業不斷赴港上市，也將吸引外資參與。他強調，港股基本面與內地經濟掛鉤，流動性同時受內地與海外市場影響，只要其中一方出現明顯好轉，市場即有表現機會。

至於投資策略，劉晨明指出，高端製造、科技、創新藥等「景氣成長」類資產兼具彈性與空間。在「創新藥加速出海、AI商業化進程加快」等產業趨勢推動

下，港股相關標的更具純粹度與彈性，有望持續吸引南向資金配置。這類資產也是外資「一鍵式」布局中國成長型資產的主要途徑。

劉晨明分析稱，今年以來保險資金密集投入港股，次數創近年新高。在險資面臨差損壓力，以及「資金寬鬆+資產荒」的環境下，高股息資產成為南向資金的首選。他認為，高股息板塊適合作為長期底倉配置，建議重點關注AH股溢價較高、且年初以來漲幅相對較小的個股。

劉晨明坦言，由於中國經濟基本面和政策環境，尚不支持與中國經濟高度相關的資產大幅上漲。然而，隨着海外減息預期升溫，外資可能回流至互聯網、新能源車等科技股。

大公報記者 倪巍晨



▲創新藥加快出海，令港股持續吸引南向資金配置。

政策料加碼 中國今年增長可達標

展現韌性

廣發證券首席經濟學家郭磊（見圖）向大公報記者表示，上半年中國經濟展現較強韌性，但第三季以來部分領域出現新變化，加上外部經貿環境不確定性增加，預期今季政策力度將進一步加強，全年「5%左右」的增長目標應可實現。

郭磊指出，近期中國經濟面臨四方面挑戰：一是廣義財政工具落地見效存在時間差，固定資產投資增速階段性放緩，中央項目雖明顯發力，但地方在「化債」壓力下投資動能不足。二是儘管「兩新」政策前期效果良好，但下半年面臨基數抬高與資金接續壓力，耐用消費品增速有所回落。三是房地產市場在一季度短暫好轉後，4月起出現新一輪量價調整。四是海外逆全球化趨勢升溫，關稅政策帶來外部不確定性。

人民幣預計維持升值趨勢

郭磊表示，當前中國增長動能尚不穩固，貨幣政策有必要維持寬鬆取向。在通脹溫和、匯率相對穩定，且海外主要經濟體進入降息周期的有利條件下，中國具備進一步寬鬆的空間。今季可能迎來第三輪政策發力期，不排除降息、降準或重啟國債買賣等操作。

他指出，政策將聚焦於提振融資需求，具體包括：配合政策性金融工具推動基礎設施投資，繼續引導房地產市場止跌回穩，以改善企業與居民信用，並透過結構性工具鼓勵製造業在重點領域擴大投資。

郭磊強調，美國在通脹未完全受控下啟動減息，削弱其實際購買力，導致美元走弱、信用風險溢價上升，人民幣等新興市場貨幣相對走強。從購買力平價與利差邏輯來看，人民幣匯率有望獲得支撐；加之「反內捲」政策推動供給結構改善，中期人民幣預計維持升值趨勢。 大公報記者 倪巍晨



▲上半年中國經濟強韌，預期今季政策力度進一步加強，全年增長目標有望實現。

中國資產價值凸顯 外資配置意願增

信心回升

廣發證券策略首席分析師劉晨明表示，美聯儲重啟減息進程，有助改善中國股市流動性。歷史數據顯示，減息後A股與H股多呈上漲走勢。隨着下半年中國經濟與政策出現邊際變化，預計將進一步提振外資回流信心。

他指出，在「十五五」規劃「夯實基礎、全面發力」的基調下，中國經濟穩定性可望增強。短期而言，「反內捲、促消費、鼓勵創新、存量提質」等政策，有助優化供需結構、穩定價格中樞；名義增長預期回升，也將支持企業盈利與權益資產回報率預期，進一步凸顯中國資產的配置價值，增強外資配置意願。

劉晨明表示，7月以來中國資產「賺錢效應」顯現，海外投資者逐漸意識到提高中國資產配置比例的必要性。對外資而言，增配目前仍低配的A股與H股，是跑贏MSCI新興市場等基準指數的重要策略。他分析，美聯儲減息周期有望推動中美利差收窄，減輕人民幣匯率壓力；人民幣升值預期，也將促進跨境資本流入，提振外資對A股與H股的配置需求，並為中國資產的「慢牛」格局提供支撐。

三大方向布局長期潛力股

針對外資「重視業績穩定性與可持續性，對

估值容忍度較高」的特點，劉晨明建議從三大方向布局具長期潛力的投資機會，一是出口高增的「硬科技」領域，如海外算力產業鏈與部分觸底回升的新能源細分龍頭；二是景氣趨勢明確的創新藥等賽道；三是具全球競爭優勢的港股互聯網龍頭等中國核心資產。

劉晨明還指出，6月以來公募基金周均發行規模已回升至近兩年較高水平，反映公募資金供給改善。此外，監管資金與險資作為市場兩大「資金蓄水池」，發揮流動性支持與逆週期調節功能，有助鎖住市場下行風險。

大公報記者 倪巍晨



▲廣發建議布局具長期潛力的投資機會，包括出口高增長的「硬科技」領域。