



### 一、本周行情回顾

**行情方面**，上周显著回调后，本周在中秋节前继续调整。创业板涨-0.2%、科创 50 涨-1.1%、北证 50 涨 -2%、全 A-2%、中证 2000 涨-2.1%、上证 50 涨-2.6%、红利涨-3.8%。红利本周跌幅显著。

行业方面，涨幅靠前的申万行业有通信 2.1%、地产-0.5%、计算机-0.5%、家电-0.6%、非银-0.8%，非银连续两周涨幅榜靠前。跌幅靠前的申万行业有食饮-5.5%、石化-3.7%、社服-3.7%、交运-3.6%、公用-3.4%，石化连续两周跌幅靠前，交运上周涨幅靠前。主题和板块方面，涨幅靠前有中船系 4.3%、光模块 3.3%、操作系统 2.6%、华为鲲鹏 1.8%、特高压 1.6%、挖掘机 1.6%、氟化工 1.6%。跌幅靠前有血制品-5.7%、光刻机-4.9%、摄像头-4.7%、鸡-4.6%、旅游出行-4.4%、AI 可穿戴-4.3%、医药电商-4%。

本周成交 2.6 万亿元，较上周 2.93 万亿元继续缩减。

**宏观方面**，CPI 同比涨幅扩大，PPI 同比降幅走扩。CPI 方面，CPI 同比实现连续 7 个月正增长，1-8 月平均 CPI 比上年同期上涨 0.2%。受高温降雨天气影响，食品项支撑 CPI 环比相对坚挺，但核心 CPI 环比转负，创下历年同期新低。PPI 方面，市场需求不足及部分国际大宗商品价格下行继续掣肘 PPI 回升，PPI 同比、环比降幅分别走扩至 1.8%、0.7%。

8 月出口增速小幅回升，较 7 月增速上升 1.7 个百分点。从量价拆分来看，价格拖累小幅增加，数量拉动有所回升，以价换量表现明显。从地区来看，出口发展中国家大幅上升，或因以价换量的特点提振对价格敏感的新兴市场，从而推动对这些地区的出口。从品类来看，电子拖累出口，机械表现较好，其中汽车和船舶表现突出。

8 月新增人民币贷款同比少增额扩大，信贷余额增速进一步回落至 8.5%，一方面有防空转和挤水分因素的扰动，另一方面企业和居民的加杠杆意愿仍低。信贷结构也印证了实体部门融资需求较弱，8 月居民和企业部门新增短贷、中长贷同比均呈现少增态势，仅票据融资保持高增长，同比持续多增，反映银行仍在以票冲贷。

8 月份 M2 同比增速与上月持平在 6.3%，8 月财政性存款增加 5587 亿元，同比由少增转为多增 5675 亿元；居民部门存款增加 7100 亿元，同比由多增转为少增 777 亿元；企业部门存款增加 3500 亿元，同比少增额扩大至 5390 亿元。在去年同期基数较低背景下，8 月份 M1 增速降幅继续走扩至-7.3%，较上月下行 0.7 个百分点，8 月 M2 与 M1 同比增速之差扩大至 13.6%，资金的活性程度仍较低。受信贷投放偏弱的影响，8 月末社融存量增速略降至 8.1%，剔除政府债券影响后的社融增速较上月也有下行。

**债市方面**，央行持续净投放呵护小长假前流动性平稳，不过中秋节后将有近 6000 亿元 MLF 到期，考虑到央行近两月已开始延后续做，其对资金面的影响不可忽视，叠加税期影响，市场仍在关注近期降准的可能性。

财政刺激方面，关注 10 月政治局会议和全国人大相关会议是否有相关增量政策推出。

三十年国债利率突破 2.2%、十年国债利率突破 2.05%，长债利率所隐含的宽松预期较强。宽松落地后缩短久期。

### 二、行业动态跟踪

**大消费行业方面**，本周中信股票指数食品饮料板块下跌 5.42%，家电板块下跌 0.51%，消



费者服务板块下跌 3.5%，分列中信本周板块指数的第 30、5、29 名。

食品饮料板块：本周食品饮料板块下跌 5.42%，板块上涨排名前三的公司为莫高股份上涨 16.5%，皇台酒业上涨 7.8%，庄院牧场上涨 3.9%。白酒中秋反馈偏淡，结构分化明显。渠道反馈白酒中秋动销表现平淡（同比-15%-10%左右），其中亦有双节分离的因素影响。场景方面，礼赠、宴席表现偏弱，大众聚饮仍是核心驱动，且更加强调“性价比”。板块推荐关注具有成长性的休闲零食板块以及必选消费的调味品板块。

家电板块：本周家电板块下跌 0.51%，板块上涨排名前三的公司为澳柯玛上涨 18.1%，海立股份上涨 7.8%，融捷健康 7.5%。2024 年 8 月中国家用电器出口量 4.2 亿台，同比+17.7%，短期维度，新兴市场增量需求、欧美市场渠道补库部分抵消基数走高影响，预计 24H2 家电出口景气延续，空调外销增速尤为亮眼。内需方面以旧换新，全国已有超过 24 个省市发布了家电以旧换新细则。从目前执行较早的省份看，空调安装卡等数据有较好的拉动。看好子板块中白电的投资机会。

消费者服务板块：本周消费者服务板块下跌 3.5%，板块上涨排名前三的公司为西域旅游上涨 11.1%，外服控股上涨 6.9%，国旅联合上涨 7.3%。根据交通运输部，中秋假期首日/第二日全社会跨区域人员流动量为 2.2/1.9 亿人次，较 2019 年同期+13.3%/+10.8%。其中，铁路客运量较 2019 年+28.7%/+9.8%。民航客运量较 2019 年+16.9%/-9.7%。公路跨区域人员流动量较 2019 年+12.5%/+11.5%。境内游预定量较端午+5%：根据飞猪旅行，2024 年中秋假期旅游预订总量较元旦、清明、端午假期均显著增长，是年内三天假期的最高点，境内游人均预订量环比端午假期增长 5%。板块推荐关注景区和酒店板块。

**大健康行业方面**，本周表现：中信医药指数-2.47%。跑赢创业板指数，跑输沪深 300 指数。市场本周继续向下，成交额持续低迷。医药和市场走势类似，也没有体现出任何独特性。医药细分这边，涨幅靠前的还是以主题为主，比如干细胞主题。还有就是部分创新药和 CXO 不错。其他就都是一些个股逻辑了。本周药店承压、中药承压。

医药这块表现最好的是主题，放开外资在基因细胞治疗和医疗服务方面限制的催化，导致了干细胞主题和医院主题的演绎，干细胞筹码结构更好，演绎发散性和持续性更久一些。创新药近期的强势除了市场风格映射外，9 月有产业学术大会让很多公司有一些数据催化，叠加商业化数据、license out 预期等加成，部分创新药得到了演绎。本周安徽中成药集采出台，资金避险，创新药受益。药店承压主要是“名字主题”的结束。周中 CXO 有日间异动，主要是博弈美国生物安全法案落地。

9 月 11 日，赛诺菲宣布度普利尤单抗（商品名：Dupixent）治疗大疱性类天疱疮（BP）的 II/III 期 ADEPT 研究和治疗慢性自发性荨麻疹（CSU）的 III 期 LIBERTY-CUPID 研究 C 部分均取得了积极结果。这也是 BP 领域第一款在后期研究中取得积极进展的生物制剂。

9 月 8 日，康方生物在 2024 世界肺癌大会（WCLC）上发布了 PD-1/VEGF 双抗依沃西单抗单药对比帕博利珠单抗（K 药）单药一线治疗 PD-L1 表达阳性（PD-L1 TPS $\geq$ 1%）的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）的注册性 III 期临床研究（HARMONi-2/AK112-303）的重磅研究数据。HARMONi-2 研究是全球首个对比 K 药取得显著阳性结果的随机、双盲、对照 III 期临床研究。

**大科技行业方面**，本周电子（中信一级）上涨-2.35%，消费电子指数（中信二级）上涨-1.99%，半导体指数（中信二级）上涨-2.11%。费城半导体指数上涨 9.99%，台湾半导体指数上涨 2.64%。

天风国际证券分析师郭明錤称，在过去周末根据苹果网站上的发货时间以及供应链调查进行分析，在 iPhone 16 开卖的首个周末，iPhone 16 Pro 及 iPhone 16 Pro Max 预订量分别按年跌 27%及 16%，而 iPhone 16 Plus 及 iPhone 16 则分别上升 48%及 10%。此外，中国市场激烈竞争仍持续影响 iPhone 需求。虽 iPhone 16 Pro 系列首周末预购销售同比减少，但供应



链的生产计划在短期内应不会有太大改变。若四季度的 Apple Intelligence 发布与旺季促销对 iPhone 16 出货量帮助有限，Apple 在 2025 年或有更激进的 iPhone 产品策略以提振需求。

2023 年 9 月 13 日凌晨，OpenAI 正式公开一系列全新 AI 大模型，旨在专门解决难题。本次发布的是预览版 o1-preview，是该系列中的第一款模型，o1 拥有真正的通用推理能力，相比 GPT-4o 有巨大提升。OpenAI o1 是经过强化学习训练来执行复杂推理任务的新型语言模型，它可以在响应用户之前产生一个很长的内部思维链，在思维链、编程、人类偏好、安全方面大幅提升。

OpenAI 发布 o1 大模型，o1-preview 在回答前会进行深度思考，奥数正确率从 13% 提升至 83%，此次发布的 o1-preview 预览版，从实际应用效果来看在数学、代码等问题提升显著，国际数学奥林匹克资格考试 GPT-4o 正确率从 13% 提升至 83%，在绝大多数复杂推理任务 GPTo1 都要领先 GPT4o，本次来看模型精准性和逻辑性全面提升这对用户体验会有巨大提升利好变现，中期来看仍然需要关注 gpt5 的进展。消费电子方面，随着 iPhone 16 系列发布，后续华为三折叠和新机逐步发布，可关注产业链拉货情况。

**大制造行业方面**，本周电力设备及新能源板块（中信）指数涨幅-1.08%，汽车（中信）指数涨幅-1.83%，公用事业（中信）指数涨幅-2.49%。维持市场抱团龙头资产，宁德、阳光等中短期景气度仍能维持较好的态势。目前看光伏产业挺价并没有预期的效果，市场仍然选择能看到数据验证的板块。电网、海风、海外大储还是最强的细分板块。另外，红利板块在集体回调和分歧后有望迎来筑底反弹，尤其是公用事业。汽车短期数据相当不错，贝塔仍然在，回调还是介入的机会。汽车数据在大规模设备更新改造的催化之下，只要高频数据没有出现拐头，有望迎来一段时间的超额。

**风光储氢板块**：近日，美国贸易代表办公室发布对华 301 关税最终措施公告，拟提高部分中国商品 301 关税，最快于 9 月 27 日生效。涉及电动车&锂电产业链商品中，电动车、动力电池年内产生直接影响，关税（含 2.5%-3.4% 基础关税）分别从 27.5%、10.9% 提升至 102.5%、28.4%，2024 年 9 月底执行。光伏电池的税率由 25% 提高到 50%。

**海风进展**。广东：阳江帆石一海风项目（1GW）首回 500kV 海底电缆及敷设招标，计划 2025 年 4 月 1 日开展第一批交付。帆石一项目此前存在航道问题，曾于今年 6 月开展用海变更公示。本次海缆招标，意味着航道问题有望逐步解决。

**新能源汽车和机器人板块**：中汽协发布数据显示，8 月，我国汽车产销分别完成 249.2 万辆和 245.3 万辆，环比分别增长 9% 和 8.5%，同比分别下降 3.2% 和 5%。其中，新能源汽车产销分别完成 109.2 万辆和 110 万辆，同比分别增长 29.6% 和 30%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 44.8%。

UBS 发布研报“宁德时代于 9 月 10 日召开会议，决定暂停在江西的锂云母业务”，预计于 9 月份的生产任务完成后执行。当日期货 2411 合约从 7.29 万上涨至 7.85 万，涨幅 8%，并带动锂电产业链反弹。

### 三、兴合观点

#### 公募基金投资部孙祺（权益）观点：

本周 OPEC 和 EIA 最新月报也下调了全球原油需求，市场担心美国衰退，也担心中国，因为中国原油进口量下降。能源带动红利股普遍调整，近几个月来长江电力首次大跌

周四，亚太市场大反弹。日经 225 3.4%，台湾加权指数收盘 3%，港股各大股指、韩国股指皆涨超 1%。因为日本 8 月生产者价格指数同比上涨 2.5%，低于预期的 2.8%。美 8 月 CPI 符合预期，连续五个月回落，巩固降息的可能。周四，美 8 月核心 PPI 符合预期，PPI 低于



预期，为3月以来最低水平。美周初领失业金人数符合预期。同时美元走弱。伦敦现货金大涨1.87%至2558.62美元/盎司，再创历史新高。

这两天市场传摩根士丹利投资团队去北京跟中国政策制定者和智库进行了深入的交流，结论很正面，认为决策层对通缩危害性的认识正在显著加强，并开始尝试打破原有的政策路径依赖。政策制定者开始更多地考虑通过强化和完善社会保障福利体系，相关政策的出台需要一定的时间。可能需要几个月。

8月社融增加3.03万亿元，高于市场平均预期的2.7万亿元；社融存量增速为8.1%，较上月下降0.1pct。实体信贷增加1.04万亿元，同比少增0.30万亿元。因素包括：防空转、挤水分导致企业短期贷款继续超季节性多减；政府主导投融资需求偏弱导致政策行负债规模（PSL+政策性银行债券融资）低位；制造业资本开支和居民部门主动加杠杆的意愿仍有待提振，所以居民短期贷款、居民长期贷款均是2016年以来同期最低值，企业长期贷款增加0.49万亿元，同比少增0.15万亿元，连续6个月同比少增。8月政府债增加1.61万亿元，同比多增0.44万亿元，财政发力进度有所加快。企业债增加0.17万亿元，同比少增0.11万亿元，因发行成本升高；其中，城投债融资减少了0.07万亿元。8月M1同比增速-7.3%，环比下降0.6pct。

8月专项债发行已有显著提速，8月专项债发行7965亿元，创下2022年6月以来单月最高。专项债发行进度由7月底46%追赶至8月底66%。9月预计新增发行6000亿，继续追赶。

国投电力17日公告，拟以12.72元/股的发行价格向全国社会保障基金理事会发行5.5亿股A股股票，持股比例6.88%。股价折价约20%。此前，7月11日，中国核电拟向特定对象发行股票募集资金不超过140亿元，其中社保基金会认购120亿元，中核集团认购20亿元。发行价格为定价基准日前20个交易日公司A股股票交易均价的80%。体现央国企的弱势中投资价值。

国内变化不大的情况下，股市创反弹以来新低，靠近二月的年内最低点，此时不宜过于悲观，技术性反弹的概率在增加。红利仍是重要的底仓，其他板块普遍调整后轮动机会都增大。

#### **专户基金投资部赵刚（权益）观点：**

上周市场加速下跌，消费板块首当其冲，证券保险跌幅最小。

二季度经济环比继续下滑，各个行业实体经济均出现明显衰退，当前政策应该说也出了很多，包括二十届三中全会、政治局会议等高层对新质生产力、科技自主可控等的表态，但同时强调安全保持定力，从特别国债等财政落地节奏上严重低于预期，央行首次开始购买债券表明顶层货币政策出现变化。美国经济数据左右全球市场走向，美联储降息幅度重要性已超过可能性，以色列持续搅动地缘冲突可能引发更强烈的全球动荡，黄金屡创历史新高，石油持续高位宽幅震荡，中美博弈持续仍面临诸多不确定因素。经济数据和各行各业体验都在下滑，市场信心和交易量持续新低。半年报基本披露完毕，银行等红利板块借势下跌调整，主要成长板块中报业绩仍具有韧性，国九条关于分红的强制要求可能长久影响市场资金方向，绩优大盘股有望充分受益，另外央国企可能将提高市场地位和估值，科技成长类上市公司也有可能强者恒强更加注重分红实力，AI、机器人、自动驾驶、低空经济、华为海思等具有持续性，寻找确定性和真正的科技将是长期的目标。建筑、公用事业、银行、家电等低估值高股息板块在经济动荡期仍是大类资产配置强需求，后续在利率下行周期仍然是重点方向，尤其是在当前内外部因素共振和市场信心不足下更是抱团低波红利。

#### **专户基金投资部姚飞（权益）观点：**

维持上月观点不变。关注财政政策动作，专项债9-10月可能会加速发力，但在美国大选不确定性落地前，预计大幅刺激政策出台概率极低。暂时仍需规避美国出口链和内需链。



短期可以期待的是第一轮 9 月中旬的美联储降息和国庆前是否可能有托底政策。

在房地产未市场化寻底完成和美国大选伴随的贸易风险落地前，目前仍然主要坚持自下而上进行个股选择的策略，主要选择在当前经济环境下基本面仍然稳健，且估值较低，机构持仓较少的个股，规避对美出口敞口高的个股，同时对下面几个方向重点进行研究储备：

1、尚处左侧且估值极低的顺周期板块机会保持高度关注，等待右侧机会，核心的观察指标是房价指数何时企稳。

2、今年以来小微盘股的回调使得一些个股的机会逐渐浮出水面。

3、今年的新能源行业随着投产高峰的到来，产业链部分环节已经杀到现金流成本以下，是正在寻底的信号。

4、大宗商品产业链。介于近期部分大宗商品处于历史底部或顶部附近，这使得其上下游产业链或许有周期性的困境反转型投资机会。

#### **专户基金投资部郭昱泽（权益）观点：**

本周 A 股三大指数均下跌，前期表现较为强势的银行等板块强势股补跌现象明显。沪深 300 隐含风险溢价连续八周超过 7 年 90%分位，风险溢价在到达极端值后，短期有望修复。

从 7、8 月份的经济数据和金融数据来看，现阶段经济的承压可能仍在进一步加大。从生产端来看，工业增加值当月同比从 4 月 6.7%降至 8 月 4.5%，累计同比从 6.3%降至 5.8%；民间固定资产投资完成额累计同比从 3 月 0.5%回落至 8 月 -0.2%；钢铁、煤炭、铜、铝等与经济强相关的工业金属及原材料价格也在过去的 3-4 个月内呈现进一步承压的趋势。因此，现阶段上市公司业绩的压力，可能并不仅仅出现在需求端，在生产端也出现了疲弱的趋势。

而从需求端来看，8 月限额以上企业商品零售额当月同比 -0.7%，从分项来看，仅食品饮料、烟酒、日用品等必选消费，以及消费电子、家电、药品等一部分消费品零售额保持稳定，多数可选消费同比及环比均出现不同程度下行。因此，当下对于企业业绩的回升，可能仍然需要保持足够的耐心。需求端也显现疲态，部分消费品零售额同比下降，业绩回升需要耐心。

在当前上市公司整体现金流出现收缩趋势下，仍具备现金支配能力的行业将更应获得估值溢价。关注成长行业的估值修复，低估值+稳定增长。当前整体估值偏低的环境下，成长的弹性可能相对更大。



## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金管理人提醒投资者在做出投资决策前应全面了解基金的产品特性并充分考虑自身的风险承受能力，理性判断市场，投资者自行承担基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险。投资有风险，选择须谨慎。敬请投资者于投资前认真阅读基金的基金合同、最新招募说明书、基金产品资料概要及其他法律文件。

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。若本材料转载或引用第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表兴合基金的立场。