

# 弱复苏下的结构性机会

## ——2023年5月权益市场展望

平安证券研究所策略配置研究团队

魏伟/张亚婕/郝思婧

2023年4月23日

# ※ 核心摘要：弱复苏下的结构性机会

## 01

**经济基本面：欧美衰退担忧再起，国内经济结构性复苏**

欧美经济衰退担忧再起，核心通胀粘性仍存。3月美国ISM制造业PMI和非制造业PMI回落至46.3和51.2，不及市场预期，欧洲制造业PMI亦有下滑，3月新增非农就业放缓至23.6万人；3月美国CPI同比回落至5.0%，核心CPI同比上行至5.6%。国内经济结构性复苏，低通胀≠通缩。3月出口当月同比增速超预期回升至14.8%，社零当月同比增速回升至10.6%，地产销售累积同比降幅收窄至-1.8%；3月CPI同比下滑至0.7%引发担忧，央行表示我国不存在长期通缩或通胀的基础。

## 02

**流动性：美联储加息尾声临近，国内维持稳健宽松**

美联储加息尾声临近。3月美联储继续加息25BP，市场对于美联储年中停止降息的预期强化，4月10Y美债收益率先后上至3.57%，美元指数维持在102，人民币汇率在6.88上下波动。国内维持稳健宽松。一季度货币政策例会删除“逆周期调节”、增加信贷增长“节奏平稳”的表述，后续货币政策有望维持稳健宽松但力度相对有限。权益市场流动性平稳。4月新成立偏股型基金85亿份，北上资金净流入规模为20亿元，规模均较上月大幅下滑，IPO等资金需求亦有下滑。

## 03

**权益配置策略：调整期间布局TMT+国企改革**

经济弱复苏格局下把握结构性市场机会。一季度经济数据显示我国经济仍处于结构性的弱修复，地产销售持续回暖，服务类消费超预期改善，当然整体经济复苏仍在延续；整体市场估值水平仍处于中低分位；尽管海外风险有扰动，但是TMT向上产业突破趋势不变。因此，在近期市场调整下仍建议布局数字经济浪潮下的TMT和中特估两条共识投资主线。



# CONTENT 目录

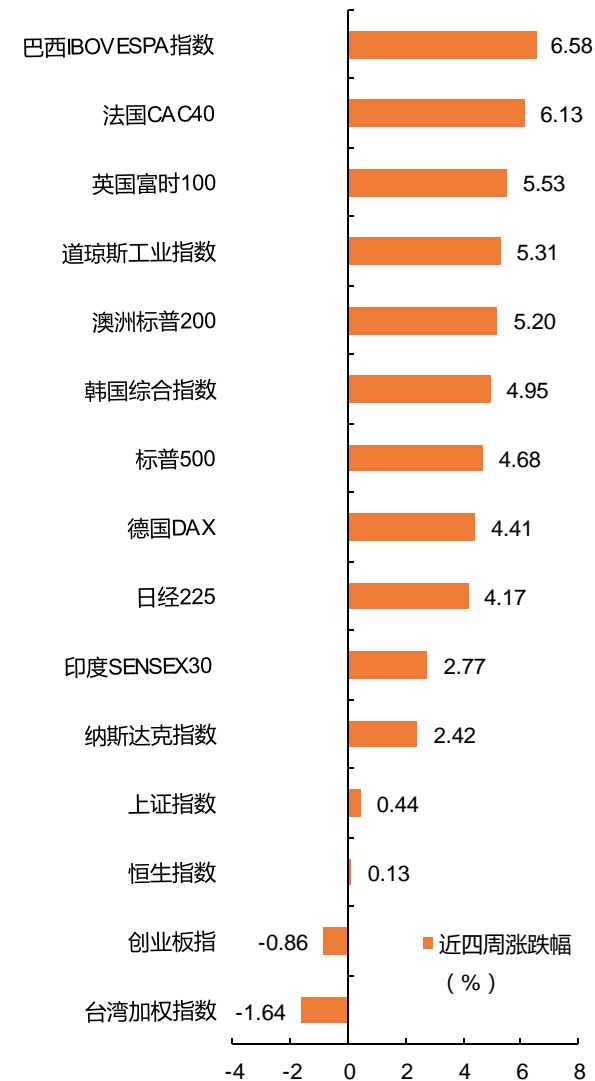
◎ 4月回顾：全球股市普遍上涨，A股窄幅震荡

◎ 5月展望：把握弱复苏下的结构性机会

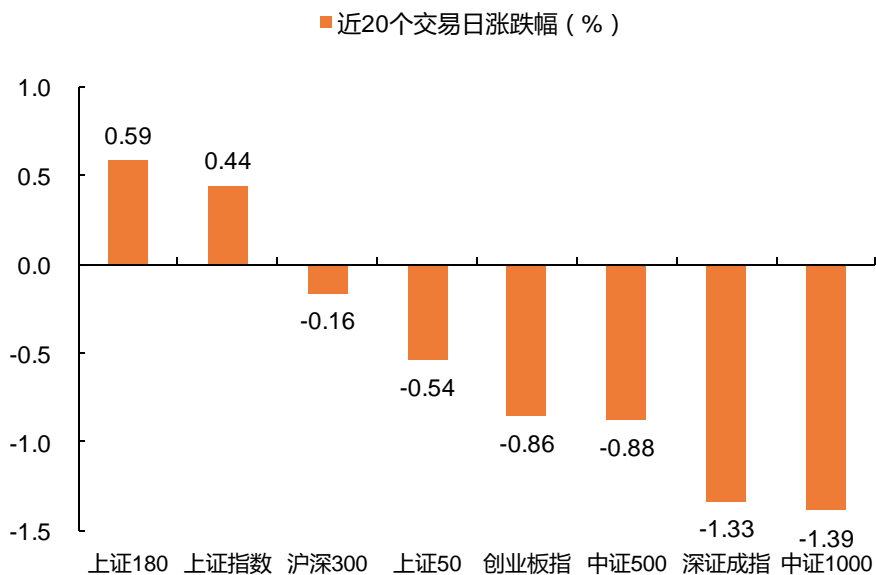
# 1.1 4月回顾：全球股市普涨，A股窄幅震荡

- 4月全球股市普涨。4月全球股市普遍反弹，主要源于前期金融风险因素有所缓和，叠加美国非农数据放缓和通胀回落加大市场对美联储年中停止加息的预期，结构上，发达国家较亚洲新兴市场相对占优，美股道指和标普500分别涨5.3%和4.7%。
- A股市场窄幅震荡。A股市场主要指数涨跌互现，近20个交易日，上证指数上涨0.44%，创业板指下跌0.86%；风格上，前期涨幅较多的成长、消费和周期均有回调，跌幅在1%~3%。

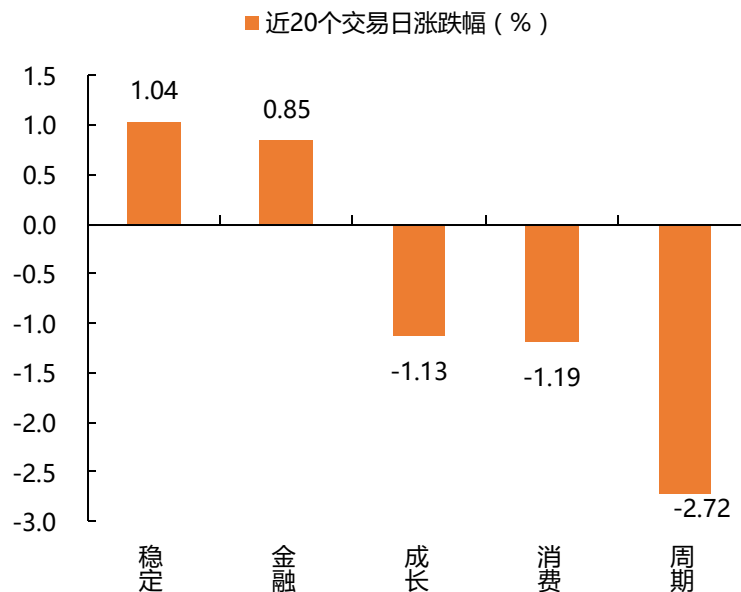
## 全球主要股指：全球股市普遍上涨



## A股主要指数：涨跌互现



## 中信风格指数：成长消费周期均回调



资料来源：Wind，平安证券研究所，全球主要股指近四周表现统计2023年3月23日-2023年4月21日、A股主要指数近20个交易日表现统计2023年3月23日-2023年4月21日。

## 1.2 4月回顾：TMT以及地产链相对占优

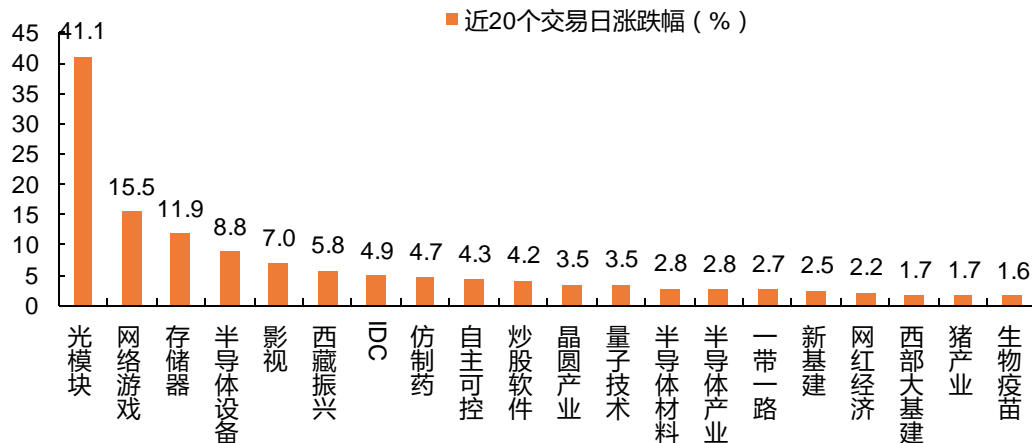
- 第一，传媒、石油石化、家电涨幅居前。近20个交易日，传媒/石油石化/家电涨幅在5%~10%，建筑行业上涨2%，其余TMT板块均韧性。主要源于AIGC热度持续、海外OPEC+减产、以及地产销售回暖带来的地产链板块热度升温。

- 第二，光模块、网络游戏、存储器、半导体设备等TMT相关概念板块领涨。

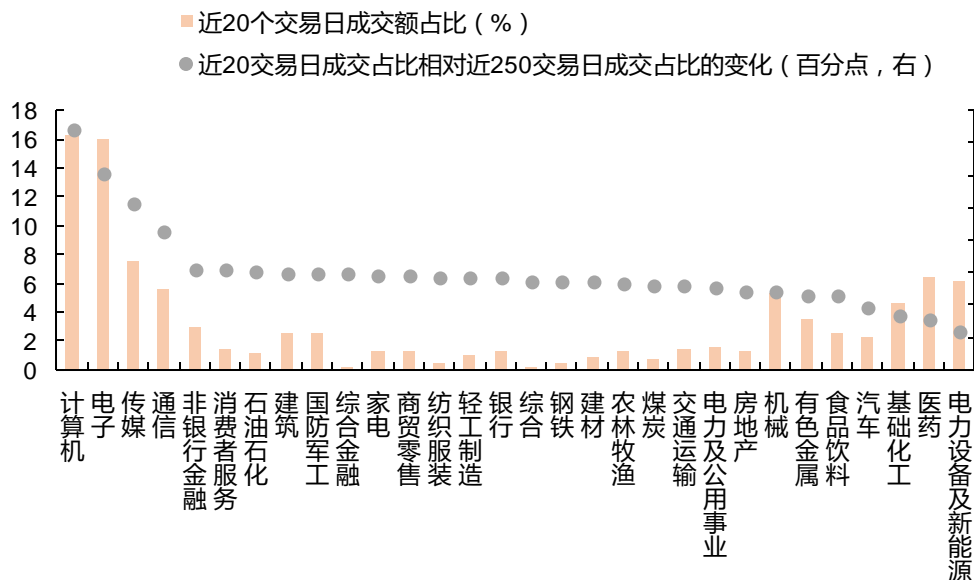
近20个交易日，光模块涨幅达41%，网络游戏/存储器/半导体设备概念上涨8%-16%。主要源于AI大模型的发展带动上游算力需求和下游应用热度。

- 第三，近20个交易日，综合/金融/轻工制造板块跌幅居前。

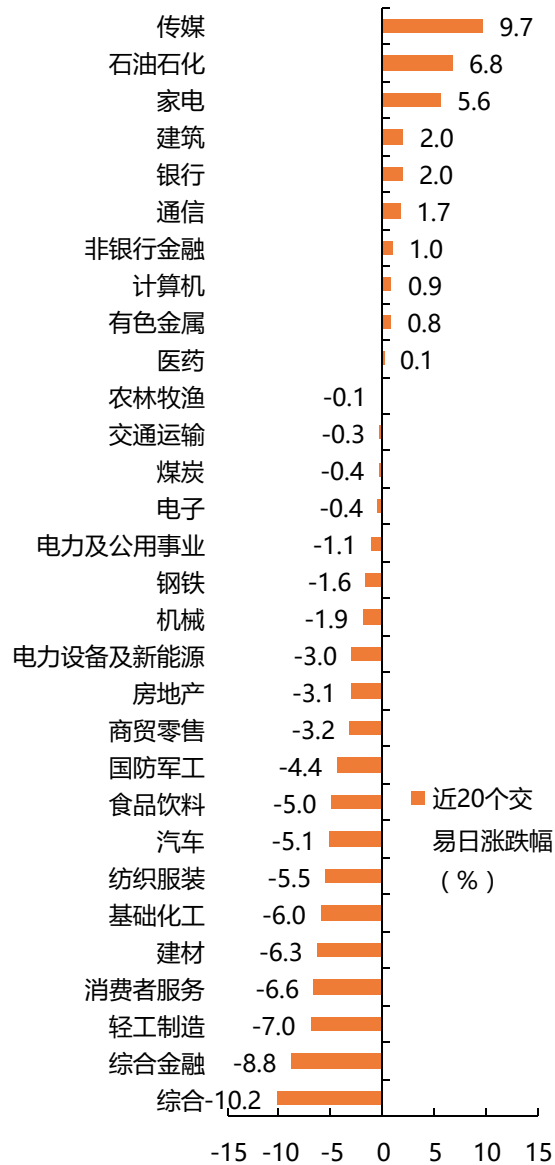
TMT相关概念涨幅居前



近20个交易日TMT板块成交活跃度维持高位



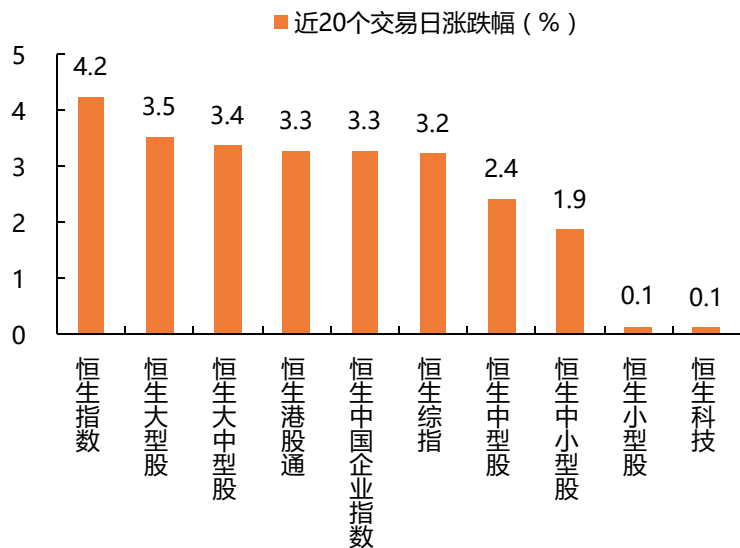
传媒、石油石化、家电涨幅居前



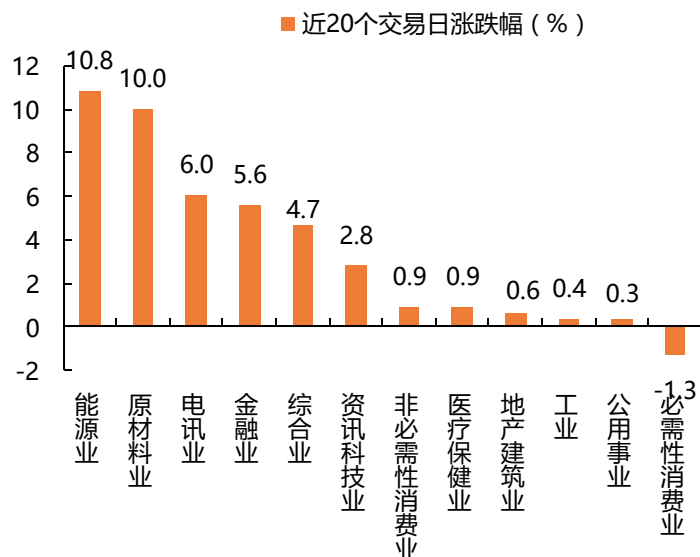
## 1.3 4月回顾：港股主要指数普遍上涨，南向资金持续净流入

- 港股主要指数普遍上涨。近20个交易日，港股主要指数普遍上涨，恒生指数涨4.2%，恒生科技微涨0.1%，大中型股占优。分行业看，能源业和原材料业领涨，涨幅均超过10%，仅必需性消费业下跌1.3%。
- 近20个交易日，港股南下资金累计净流入435.8亿元人民币。在每日成交前十大个股中，资金净流入集中在互联网科技和通信板块，中芯国际净流入规模最大达到39.3亿元；而建设银行、兖矿能源和快手的净流出最多。

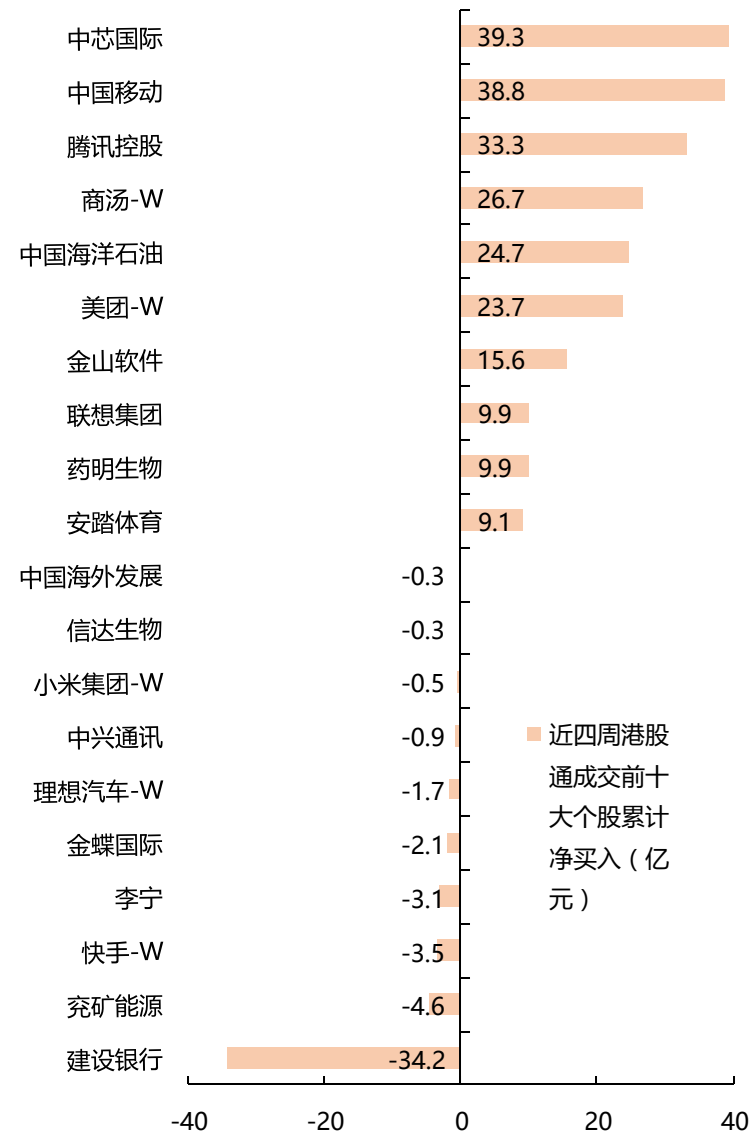
● 港股主要指数普遍上涨



● 能源业/原材料业领涨



● 港股通每日成交前十大个股近四周累计净流入



资料来源：Wind，平安证券研究所，港股市场近20个交易日指2023年3月21日-2023年4月21日。



# CONTENT 目录

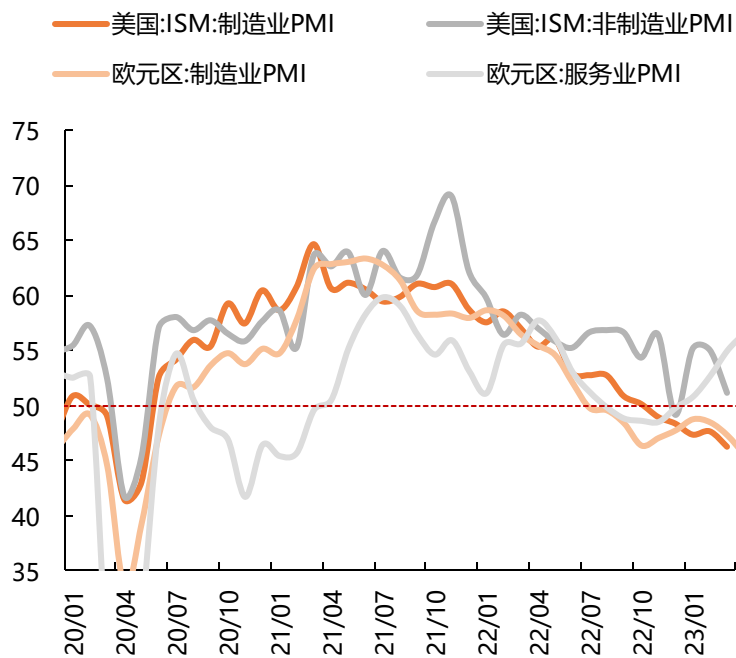
◎ 4月回顾：全球股市普遍上涨，A股窄幅震荡

◎ 5月展望：把握弱复苏下的结构性机会

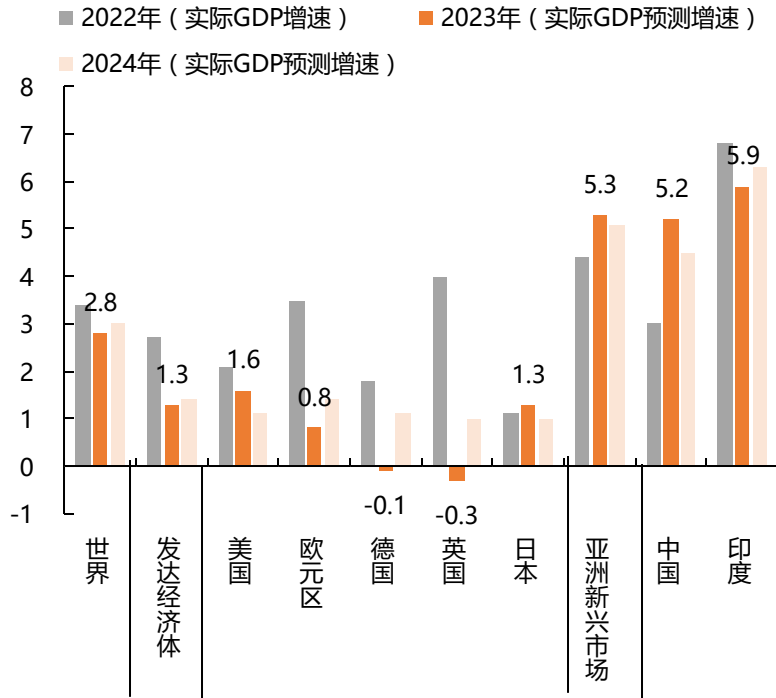
## 2.1 基本面：欧美衰退担忧再起，核心通胀仍有粘性

- 欧美经济衰退担忧再度升温。3月美国ISM制造业PMI回落至46.3，不及市场预期，非制造业PMI超预期下滑3.9至51.2；就业市场方面，3月美国新增非农就业23.6万人基本符合预期，失业率小幅下降至3.5%，而稍前公布的ADP就业、JOLTS职位空缺数据均不及预期，反映美国就业市场出现降温迹象。欧洲方面，3月制造业PMI亦有回落。另外，4月IMF最新全球经济预测下调对2023和2024年全球GDP增速预测至2.8%和3%，并指出经济放缓主要集中在发达经济体。
- 欧美通胀延续回落，核心通胀仍有粘性。3月美国CPI同比回落至5.0%，但核心CPI同比小幅上行至5.6%。欧元区情况类似。

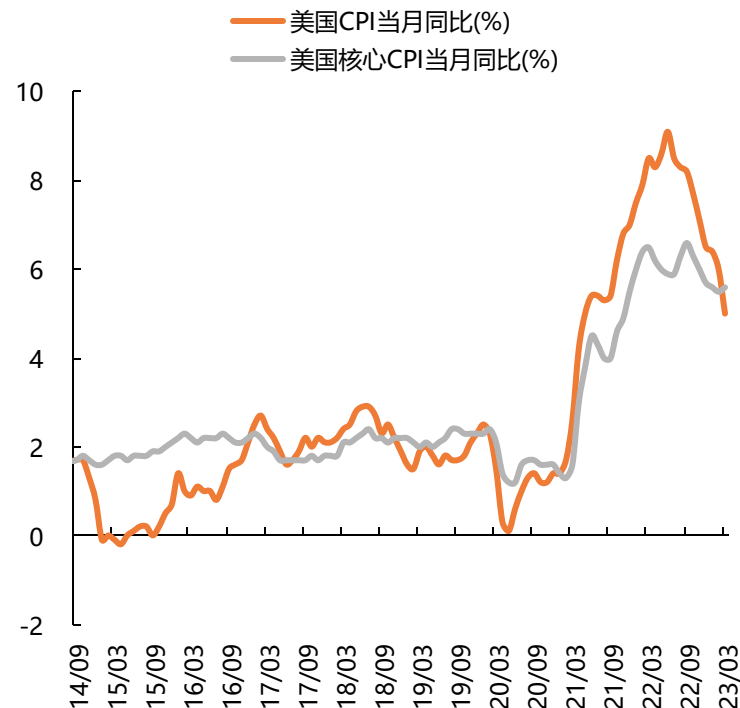
美国3月服务业PMI超预期回落



IMF最新经济增速预测 (单位：%)



3月美国通胀延续回落



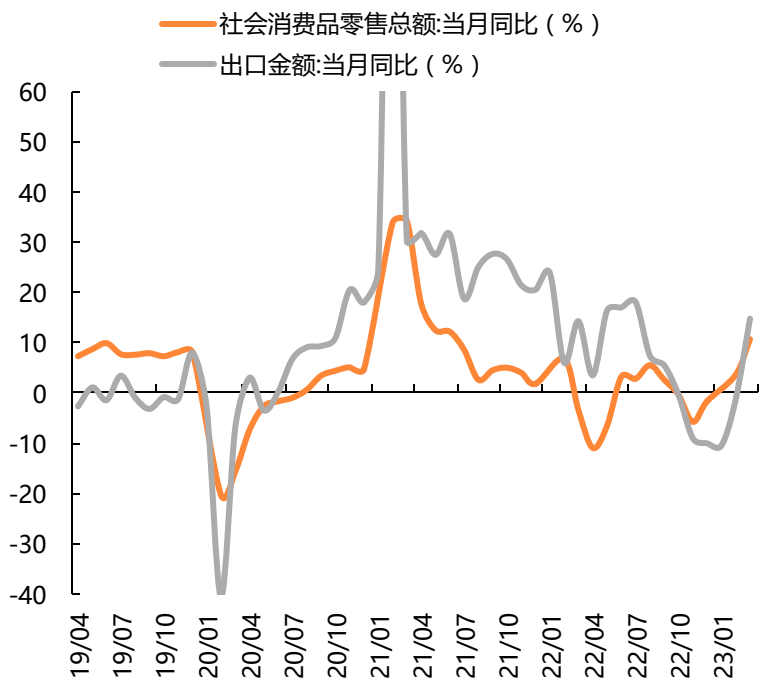
资料来源：Wind，IMF，平安证券研究所



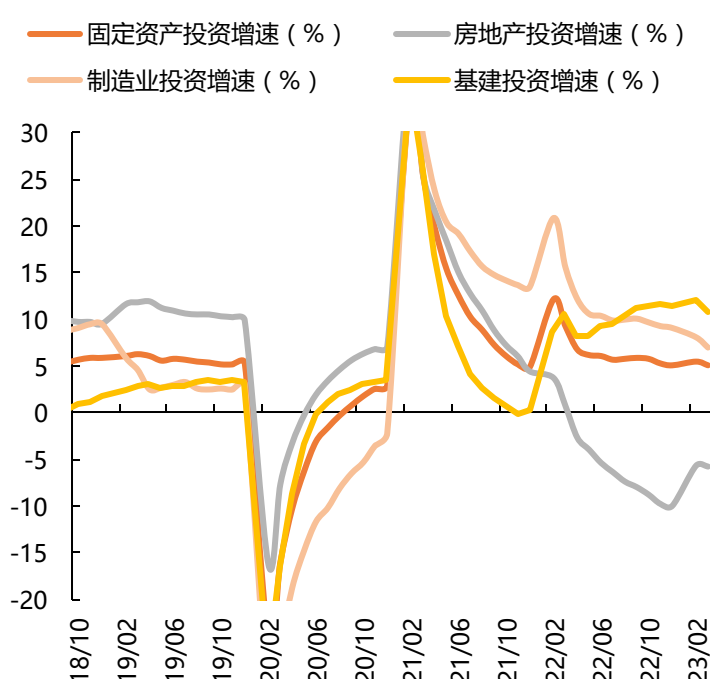
## 2.1 基本面：国内经济结构性复苏，出口消费地产销售偏强

- 国内经济结构性复苏，出口、消费和地产销售是亮点。一季度GDP同比增长4.5%，略超市场预期。从分项数据的3月单月表现来看，出口当月同比增长14.8%，较1-2月的-1.3%超预期回升；社零当月同比增长10.6%，增速较前值继续回升；地产销售继续好转，一季度累积降幅收窄至-1.8%。工业生产、固定资产投资表现相对平淡，3月工业增加值当月同比增3.9%；固定资产投资累积同比增5.1%，较1-2月的5.5%有所放缓，其中房地产投资增速较前值下滑0.1pct至-5.8%，略低于预期。

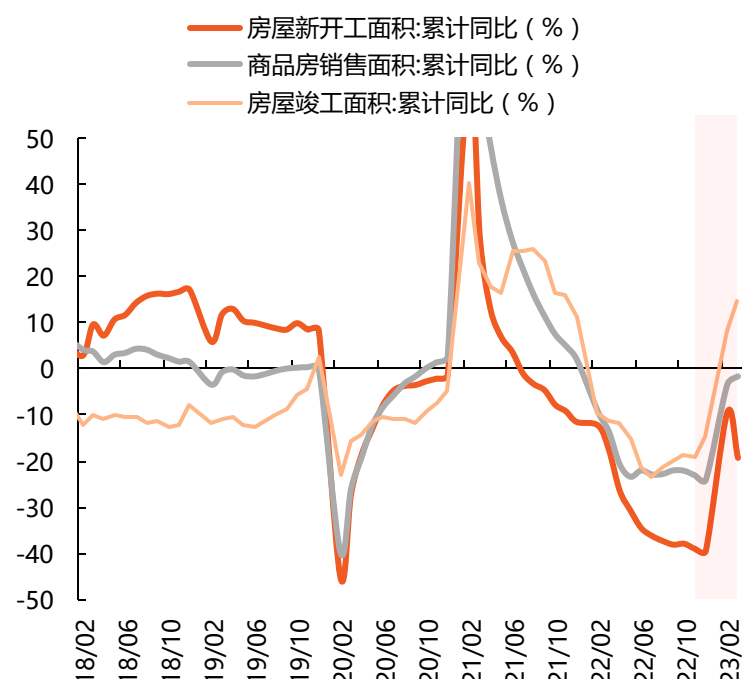
3月出口及社零同比回升



1-3月固定资产投资同比增5.5%



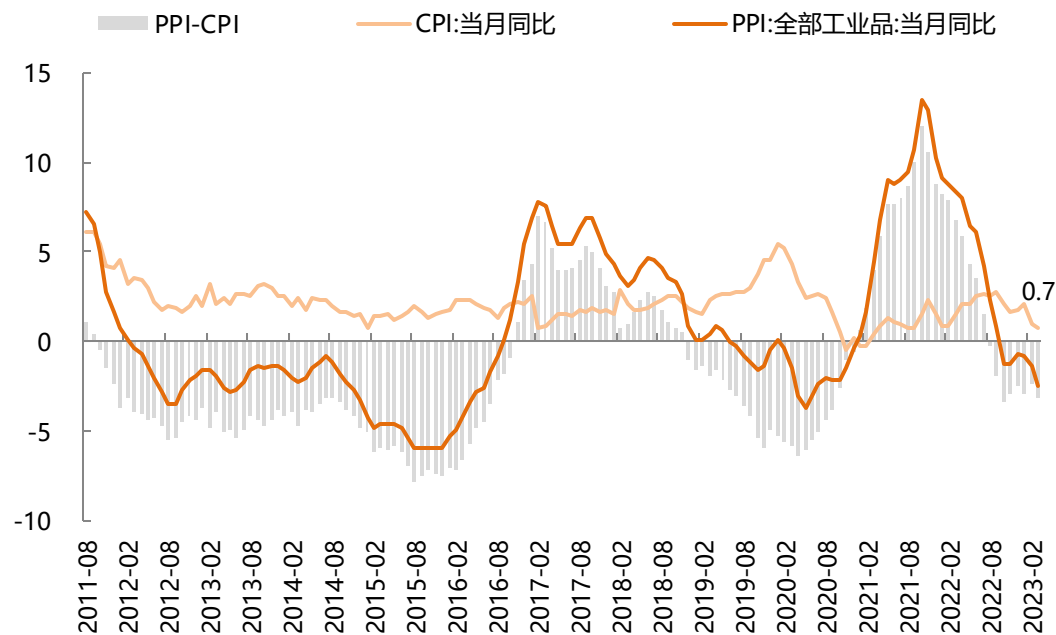
1-3月商品房销售面积同比降幅收窄



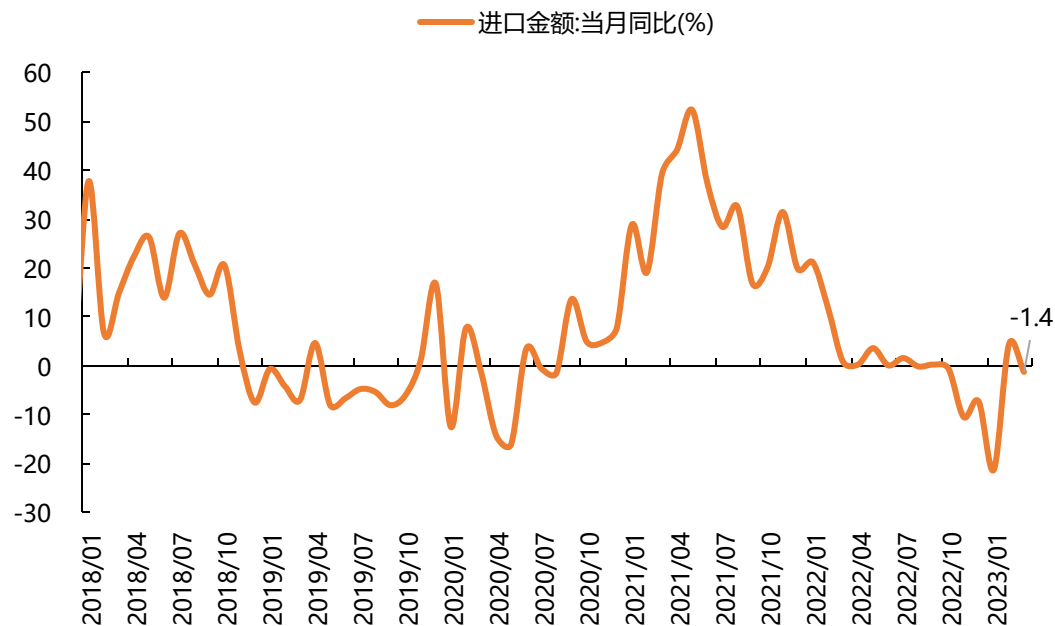
## 2.1 基本面：内需温和修复，低通胀≠通缩

- 3月CPI延续回落引发通缩担忧，但低通胀≠通缩。3月CPI同比0.7%，较前值回落0.3pct，引发市场对于通缩担忧的上升，但从一季度经济数据来看，当前国内经济呈现温和修复趋势，低通胀并不等于通缩。4月20日，央行于金融数据解读发布会上表示，货币信贷增长向实体经济传导存在时滞，后续消费需求有望进一步回暖，全年CPI呈“U”型走势，我国不存在长期通缩或通胀的基础。另外，相对偏弱的进口数据指示内需复苏动力仍待提升。3月进口同比增速较前值回落5.6pct至-1.4%，环比增长15.3%，环比增速低于季节性。

3月CPI同比0.7%较前值回落（单位：%）



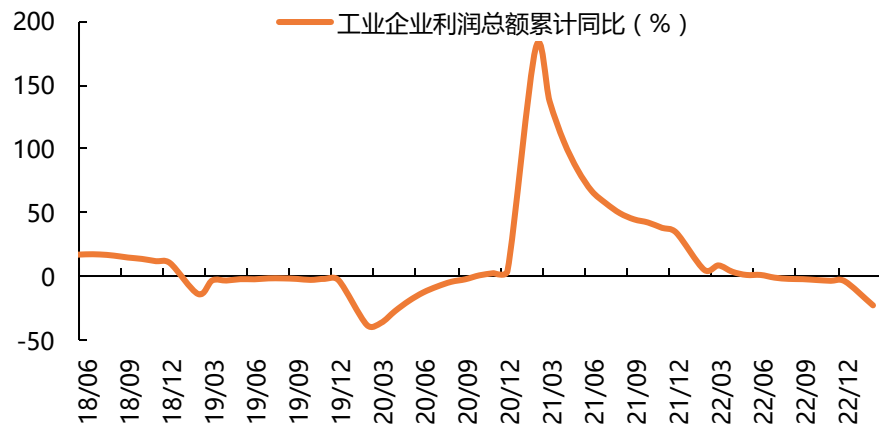
2023年3月进口当月同比-1.4%



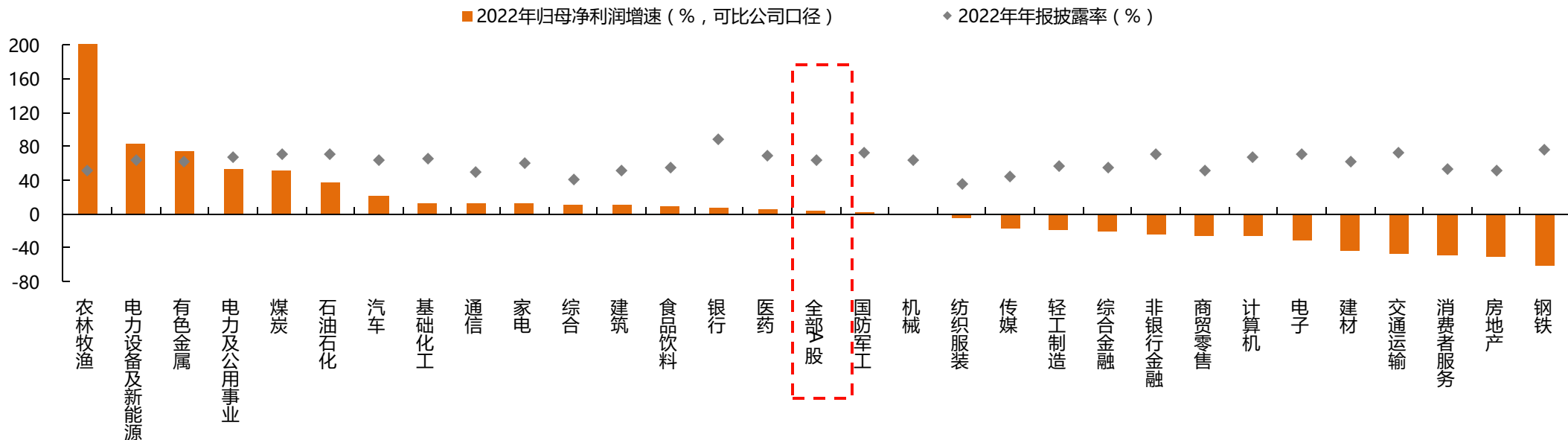
## 2.1 基本面：全部A股年报披露率过半，可比口径下盈利增速4.0%

- 实体企业利润增速降幅扩大。2023年1-2月工业企业利润累计增速下滑至-22.9%，增速较前值下降26.9个百分点。
- 2022年A股年报披露过半，可比口径的盈利增速为4%。截至2023年4月21日，全部A股2022年年报披露率达到63%，其中银行、钢铁、国防军工披露率较高。从可比公司口径看，全部A股2022年盈利增速为4%，其中农林牧渔、电力设备及新能源、有色金属、煤炭、石油石化等行业盈利增速居前。

2023年1-2月工业企业利润同比降至-22.9%



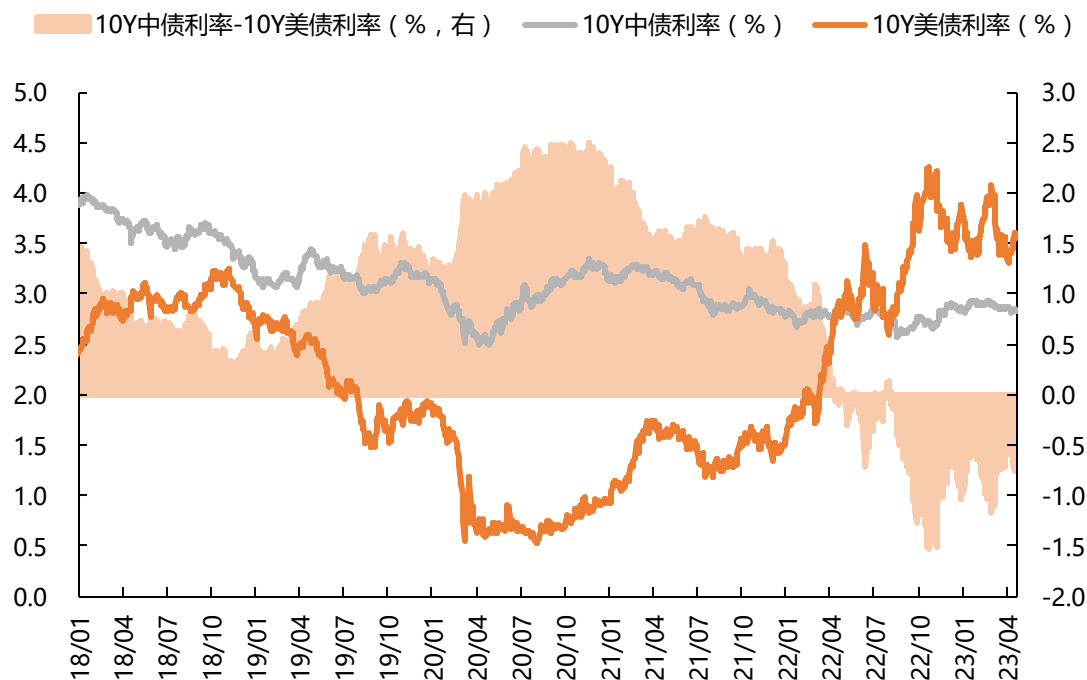
全部A股年报披露率过半，可比口径下盈利增速4.0%



## 2.2 流动性：美联储加息尾声临近

- 市场预期年中美联储停止加息。3月美联储继续加息25BP。但基于近期PMI、就业数据放缓以及持续回落的通胀，市场对于美联储年中停止降息的预期强化。截至2023年4月21日，Fed Watch数据显示，5月美联储加息25bp的概率接近90%，6月继续加息的概率约23%，6月降息的概率不足10%。
- 4月以来，10Y美债收益率先下后上，目前在3.57%左右，美元指数维持在102的水平，人民币汇率在6.88上下波动。

4月以来10Y美债收益率先上后下



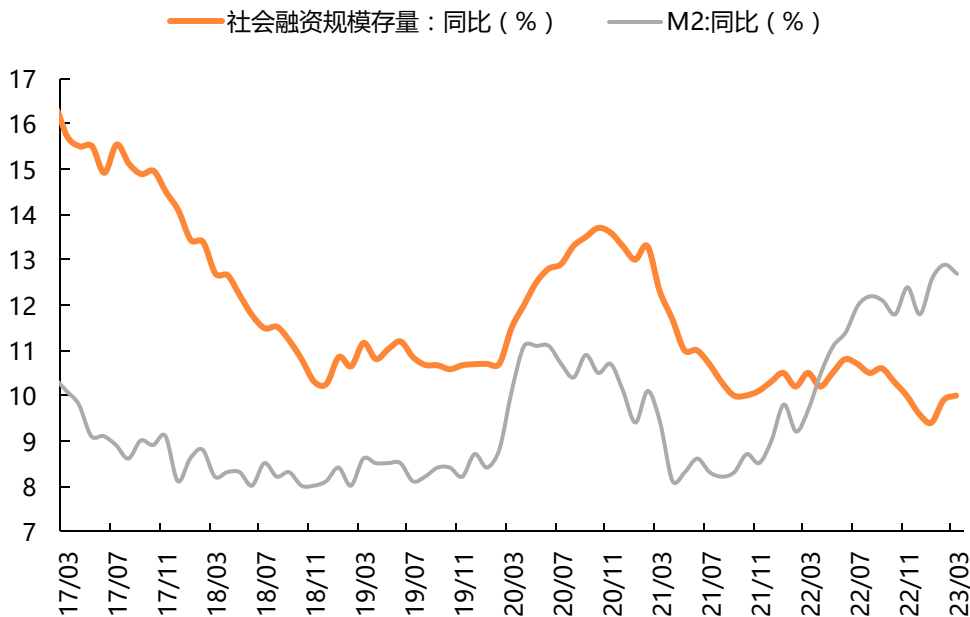
4月美元指数维持在102，人民币汇率震荡波动



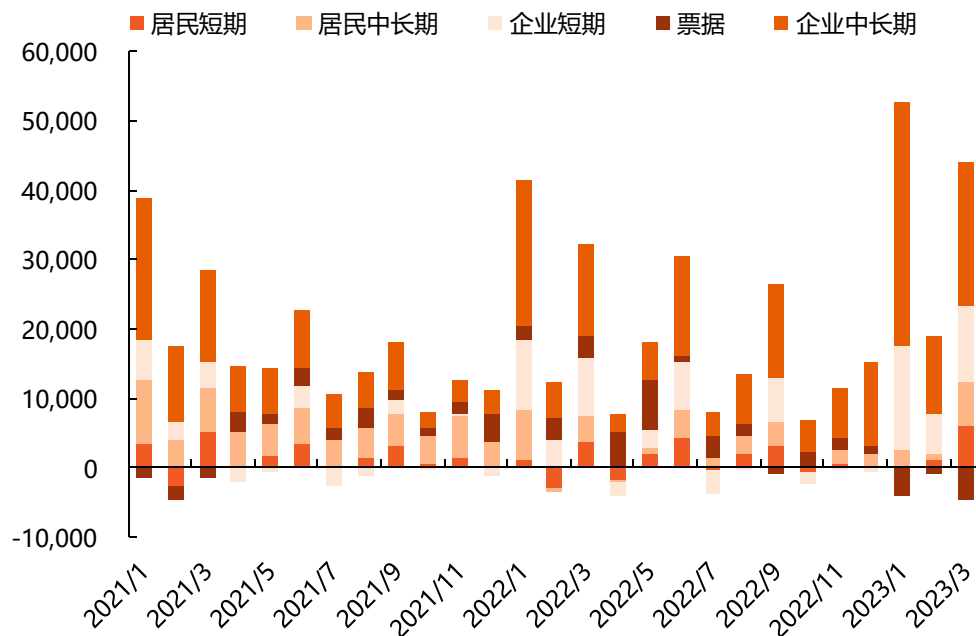
## 2.2 流动性：国内货币政策将维持稳健宽松

- 货币政策仍将维持稳健宽松。3月金融数据延续好于市场预期，信贷社融规模均超季节性，存量社融增速提升0.1pct至10%，M2同比增速下降0.2pct至12.7%，但较社融增速仍有多增，显示部分流动性淤积在金融体系而未流入实体。信贷结构来看，3月居民贷款明显增长，短贷和中长贷分别同比多增2246亿元与2613亿元，侧面印证地产销售回暖。
- 展望后续，一方面，国内经济仍处于温和复苏阶段，货币政策有望仍将维持稳健宽松以支持实体经济；另一方面，一季度信贷投放相对较强，央行一季度货币政策例会删除“逆周期调节”表述，并增加信贷增长“节奏平稳”的要求，显示出后续总量政策宽松力度可能相对有限，信贷投放节奏或有所放缓。4月十年期国债收益率小幅下行至2.83%。

3月M2较社融仍有2.7%的多增



3月居民贷款同比多增 (亿元)



## 2.2 流动性：内外资规模均有大幅下滑

- 4月市场交易情绪相对平稳，市场资金供需相对平衡。从供给端来看，截至2023年4月21日，4月融资业务余额为1.5万亿元，较上月小幅回升；新成立偏股型基金85亿份，北上资金净流入规模为20亿元，规模均较上月大幅下滑；从需求端来看，4月IPO规模316亿元，再融资规模186亿元，大股东减持规模173亿元，均较上月有所减少。

### ⊙ A股市场流动性：融资余额及新成立偏股基金份额均大幅下滑

项目	类型 I	类型 II	指标	2023-02	2023-03	2023-04	2022年4月以来月度表现
资金供给	个人投资者	新增投资者	每月新增个人投资者人数 (万人)	167.3	189.2	-	
		杠杆资金	融资业务余额 (亿元)	14881.0	15129.9	15486.6	
	机构投资者	公募基金	新成立偏股型基金份额 (亿份)	328.2	478.5	85.3	
		境外资金	陆股通	每月陆股通净流入 (亿元)	92.6	354.4	20.2
资金需求	IPO		首发募集资金规模 (按发行日统计, 亿元)	193.4	550.5	316.2	
	再融资		增发募集资金规模 (按发行日统计, 亿元)	711.2	479.5	186.3	
	限售股解禁		当月限售股解禁规模 (亿元)	3915.6	3251.9	3421.5	
	产业资本减持		重要股东减持规模 (亿元)	352.1	476.5	173.2	

资料来源：Wind，平安证券研究所，数据统计截至2023年4月21日

## 2.3 产业：国内AI大模型赛道布局加速

- **政策层面：**4月11日，国家网信办发布《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》，对生成内容、主体责任、数据源和数据处理等均作出了规定，旨在为后续AIGC的发展保驾护航。
- **企业布局：**3月以来国内厂商加速布局AI大模型。3月16日，百度发布AI大模型“文心一言”；4月7日，阿里云宣布自研大模型“通义千问”开始邀请用户测试体验，后续宣布未来将接入阿里全线业务；4月8日，华为云在人工智能大模型技术高峰论坛上介绍“盘古”大模型的进展及其应用；4月10日，商汤科技正式推出了“日日新SenseNova”大模型体系。4月14日，腾讯云发布面向大模型训练的新一代高性能计算集群。

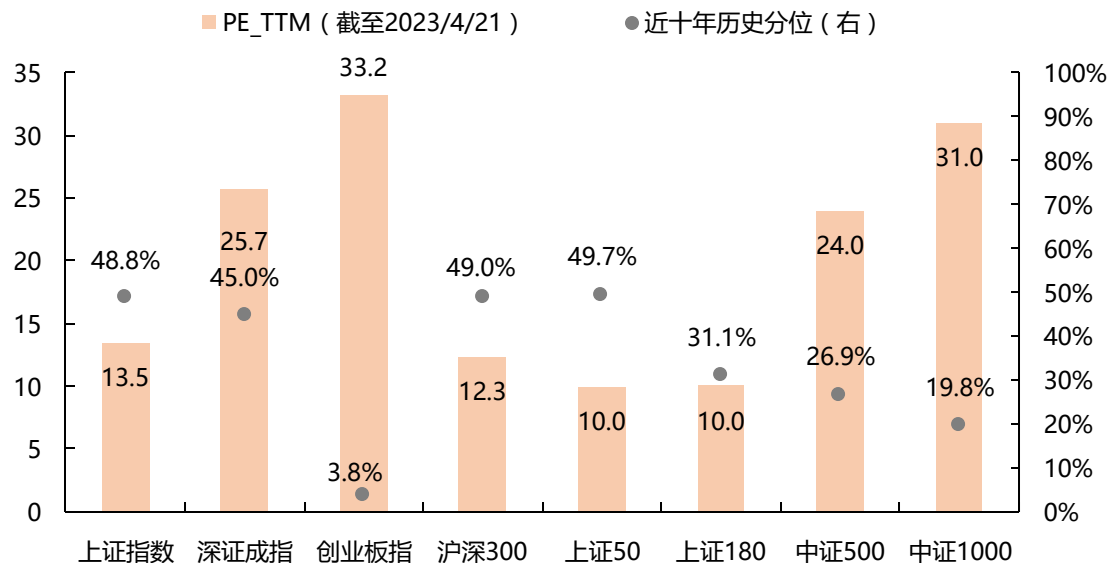
### 近期海内外关于AI大模型的动态

区域	时间	事件
海外	2022年11月30日	OpenAI发布ChatGPT
	2023年3月14日	OpenAI发布GPT-4
	2023年3月28日	微软发布全新的MicrosoftSecurityCopilot，是微软第一款生成式AI安全产品，旨在帮助识别漏洞并更好地处理可用的大量信号和数据。
	2023年4月12日	微软宣布开源DeepSpeedChat，帮助用户轻松训练类ChatGPT等大语言模型。
国内	2023年3月16日	百度发布文心一言AI模型
	2023年4月7日	阿里云宣布自研大模型“通义千问”开始邀请用户测试体验。
	2023年4月8日	人工智能大模型技术高峰论坛上，华为云人工智能领域首席科学家田奇介绍了盘古大模型的进展及其应用。
	2023年4月10日	商汤科技推出“日日新SenseNova”大模型体系
	2023年4月14日	腾讯云发布面向大模型训练的新一代HCC(High-Performance Computing Cluster)高性能计算集群

## 2.4 估值：市场指数估值普遍处于均值以下

- 主要市场指数估值普遍位于50%以下分位水平，上证指数和创业板指PE估值分别位于历史的49%和4%分位。
- 结构上，TMT和地产链板块估值修复。截至2023年4月21日，传媒/计算机/电子板块PE估值在60%-80%分位之间，通信在9%分位水平，建筑/建材/家电板块PE估值分位数分别为62%/56%/33%。交易拥挤度方面，近一周TMT板块交易拥挤度仍处于历史高位。

### 主要指数估值处于近十年50%以下分位水平



### 中信行业估值及近十年历史分位

行业	累计涨跌幅 (%)		PE估值 (截至 2023/4/21)		PB估值 (截至 2023/4/21)		成交量占全部A股比重 (截至2023/4/21)	
	年初以来	4月	PE_TTM	历史分位	PB_LF	历史分位	成交量占比	历史分位数
建筑	20.01	7.68	12.28	62.1%	1.08	38.2%	5.0%	80.7%
通信	34.92	4.69	23.47	9.4%	1.86	11.6%	5.0%	92.3%
石油石化	15.57	4.32	9.93	7.7%	1.21	49.8%	1.8%	50.2%
传媒	39.36	3.83	73.72	80.0%	2.58	41.1%	9.5%	99.4%
银行	1.25	3.58	4.83	15.8%	0.56	7.1%	3.6%	52.3%
家电	13.21	3.28	16.63	32.8%	2.78	29.1%	1.8%	55.0%
非银行金融	4.83	2.32	17.57	49.6%	1.31	9.6%	4.3%	64.1%
有色金属	9.02	1.98	15.24	1.3%	2.53	36.3%	3.1%	14.0%
电子	17.19	0.26	55.78	61.5%	3.62	32.4%	9.0%	82.6%
交通运输	0.55	-0.21	32.14	84.9%	1.56	35.8%	2.5%	9.2%
医药	1.63	-0.21	35.16	16.9%	3.60	10.9%	4.5%	58.6%
电力及公用事业	1.65	-0.25	30.04	87.7%	1.74	39.4%	3.1%	14.5%
钢铁	3.79	-0.28	28.68	71.4%	1.05	27.7%	1.5%	4.0%
房地产	-6.90	-0.74	/	/	0.90	0.5%	3.5%	17.9%
国防军工	2.28	-0.90	64.78	34.5%	3.35	42.3%	2.6%	92.4%
煤炭	2.51	-1.23	6.69	3.2%	1.36	66.9%	1.0%	6.3%
机械	5.30	-1.91	35.18	18.4%	2.53	38.6%	6.0%	50.4%
农林牧渔	-1.05	-2.69	/	/	3.02	21.7%	1.5%	3.1%
计算机	34.12	-3.30	101.34	63.3%	4.29	44.0%	10.7%	99.1%
建材	-2.06	-3.56	19.31	56.2%	1.41	0.1%	1.1%	0.7%
商贸零售	-2.13	-3.71	/	/	1.49	25.4%	2.1%	43.7%
纺织服装	-0.93	-3.83	29.43	41.7%	1.71	5.3%	0.9%	1.6%
电力设备及新能源	-4.57	-4.39	26.36	3.5%	3.23	53.8%	4.4%	60.5%
轻工制造	-1.63	-4.87	32.42	43.4%	2.11	6.3%	1.2%	1.3%
综合金融	-1.56	-5.37	35.36	38.3%	1.28	/	0.2%	75.4%
基础化工	-3.93	-5.56	19.75	9.5%	2.45	32.0%	4.1%	4.8%
综合	-9.62	-7.16	/	/	1.80	37.0%	0.5%	1.3%
食品饮料	-3.16	-7.25	34.87	66.7%	6.73	71.7%	1.1%	3.8%
汽车	-4.00	-7.27	35.90	73.2%	2.08	34.4%	2.2%	2.4%
消费者服务	-12.35	-7.46	/	/	4.78	63.7%	1.3%	94.8%

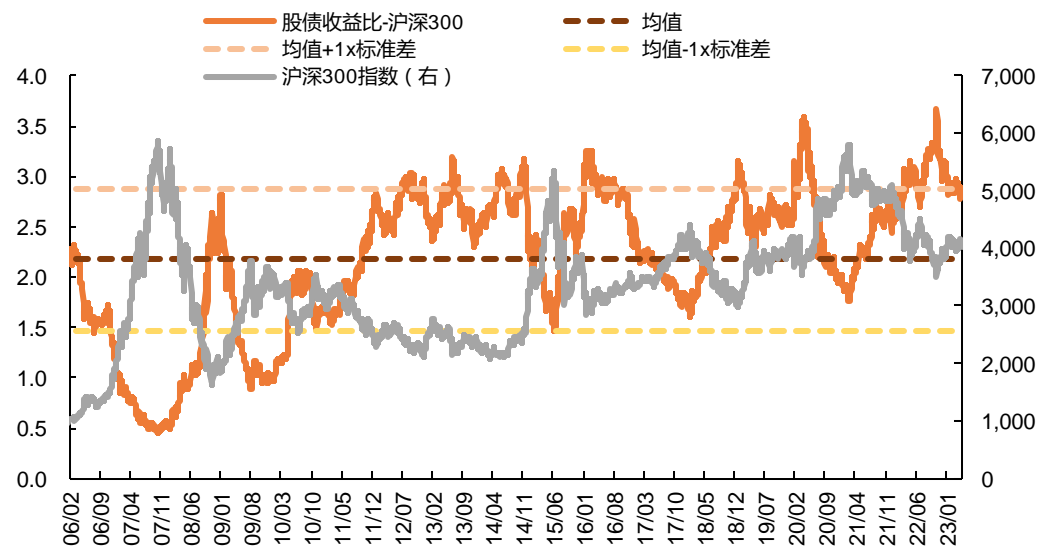
资料来源：Wind，平安证券研究所，数据截至时间为2023/4/21



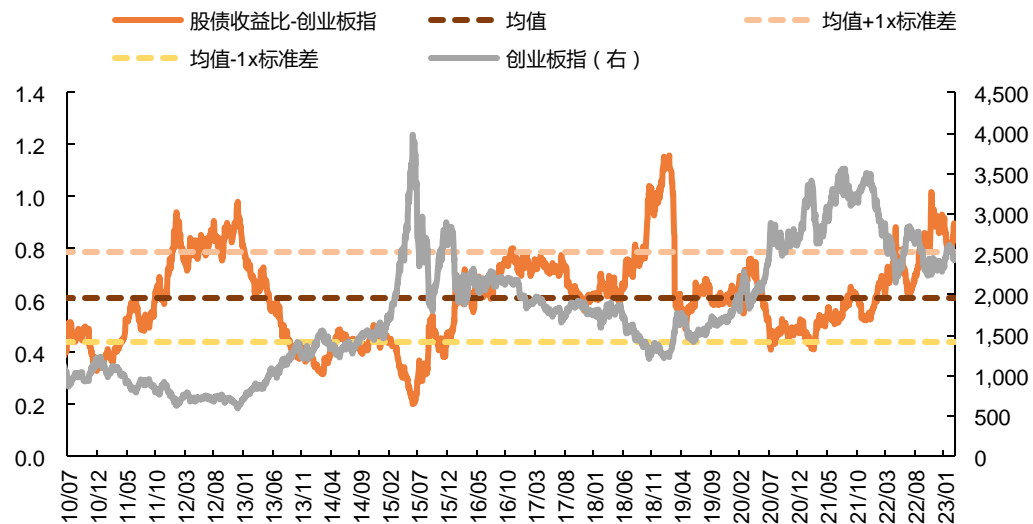
## 2.5 展望：把握弱复苏下的结构性机会

- 经济弱复苏格局下把握结构性市场机会。
- 一季度经济数据显示我国经济仍处于结构性的弱修复，地产销售持续回暖，服务类消费超预期改善，当然整体经济复苏仍在延续，斜率进一步放缓；整体市场估值水平仍处于中低分位，特别是成长板块和国企板块；尽管海外风险有扰动，但是TMT向上产业突破趋势不变。
- 因此，在近期市场调整下仍建议布局数字经济浪潮下的TMT和中特估两条市场共识的投资主线。

沪深300股债收益比位于十年以来76%分位



创业板指股债收益比位于十年以来99%分位





## 风险提示

---

- 1) 宏观经济修复不及预期，上市公司企业盈利将相应遭受负面影响；
- 2) 货币政策超预期收紧，市场流动性将面临过度收紧的风险；
- 3) 海外资本市场波动加大，对外开放加大A股市场也会相应承压。

平安证券研究所策略配置研究团队

分析师	邮箱	资格类型	资格编号
魏伟	WEIWEI170@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060513060001
张亚婕	ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060517110001
薛威	XUEWEI092@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060519090003
郝思婧	HAOSIJING374@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060521070001

## 平安证券综合研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现20%以上)

推荐 (预计6个月内, 股价表现强于市场表现10%至20%之间)

中性 (预计6个月内, 股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间)

回避 (预计6个月内, 股价表现弱于市场表现10%以上)

### 行业投资评级:

强于大市 (预计6个月内, 行业指数表现强于市场表现5%以上)

中性 (预计6个月内, 行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计6个月内, 行业指数表现弱于市场表现5%以上)

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险, 投资需谨慎。

## 免责声明:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。