

预备进攻——A股投资策略（2023年5月）

证券分析师：陈刚

执业证书编号：S0600523040001

2023年5月3日

5月A股策略：预备进攻，科技贯穿全年，消费进入优势区间

- ✓ 4月中下旬A股市场经历了较大幅度的波动，波动的核心在于存量博弈下交易结构的极致化以及短期博弈因素的累积。
- ✓ 进入5月，前期累积的一些短期博弈因素有所消化，5月A股市场将会进入更加均衡的格局，从指数层面来看，5月A股有望震荡上行，科技板块行情贯穿全年，但短期波动在所难免，消费行业在居民收入增速预期逐步传导之下，有望走出反转之势。
 - 当前A股市场的风险溢价（沪深300为5.42%）处于优势区间，买入并持有A股具有明显的中期性价比；
 - 社融增速触底回升，随着国内经济复苏以及2022年3月以后的低基数效应，盈利增速回升将很快出现，从而向居民收入和居民信心端传导，接下来，居民消费/投资信心的明显好转是打破年初以来经济数据和二级市场交易背离以及带来增量资金入市的关键。
 - 从存量到增量行情的资金面逻辑：
 - 北上资金可能回到年初快速净流入的状态：5月以后，随着海外加速衰退以及国内经济确认复苏，人民币汇率可能会持续走强，带动北上资金加速流入A股，北上资金从年初单纯交易国内疫后复苏向交易海外衰退+国内复苏的内外经济增速差逻辑转变。
 - 国内资金流动性下沉的视角：随着国内企业盈利的触底，对居民收入的传导也将开始，从而带动居民消费/投资的信心传导链条，此前高M2-低通胀可能在5月以后开始有所变化，流动性下沉的关键变化在于居民收入以及居民信心的顺利传导，历史上来看，传导需要1-2个季度时间，随着年初以来经济的复苏持续，今年二、三季度是关键节点，若结合海外资金入市加速，而外资风格偏好和国内公募重仓股大体趋同一致，公募重仓股行情一旦启动，则可能带动一波资金面正反馈。
- ✓ 产业策略层面：
 - TMT板块行情贯穿全年，预计5月将呈现TMT内部细分行业轮动的交易格局。1) 科技行情的演绎跟行业和风格比较关系很大，在弱复苏以及海外衰退担忧加剧的环境下，当下流动性水平对于科技板块构成风格和行业轮动支撑。2) 科技行业本身，基于供给创新角度，AI带动新产品供给，属于供给创造需求的逻辑，历史上全球滞胀担忧阶段，投资者对于供给侧的创新和变化更加关注。
 - 消费行业进入优势区间，一方面，疫情造成部分消费领域供给出清/低扩张，随着需求的恢复，满足上述条件领域的行业将带来利润率明显修复；另一方面，随着社融-企业盈利-居民收入-居民消费信心的顺利传导，将带动总量消费的复苏。
- ✓ 主题策略层面：
 - 关注中特估、一带一路：“一带一路”是中国特色估值体系的实践，一系列催化剂在即。

风险提示：经济复苏不及预期、海外衰退超预期、地缘政治事件黑天鹅等。

市场复盘：4月A股市场回顾

大势策略：预备进攻-从存量到增量

产业策略：科技贯穿全年，消费进入优势区间

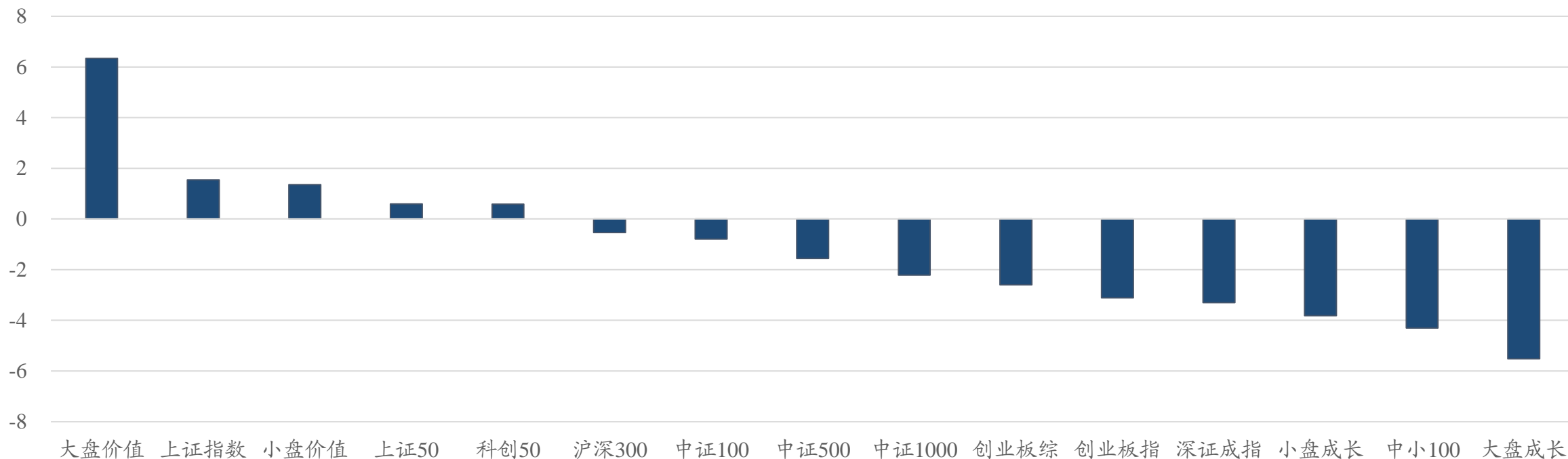
市场复盘：4月市场分化格局明显，价值和成长指数走势各异

✓ 宽基指数和风格指数复盘

4月A股市场呈现较为明显的分化格局：

- 宽基指数中，上证指数、上证50、科创50等指数涨幅居前，深证成指、创业板指、中证1000、中证500等指数跌幅居前。
- 风格指数中，价值风格表征指数如大盘价值、小盘价值上涨，大盘价值指数涨幅明显超6%，大盘成长、小盘成长指数跌幅较为明显，其中大盘成长指数跌幅超过5%。
- 从涨跌原因来看，价值股受益于中特估等主题带动，成长股受到海外加息预期、财报披露等因素影响下跌。

4月A股宽基指数和风格指数涨跌幅（单位：%）



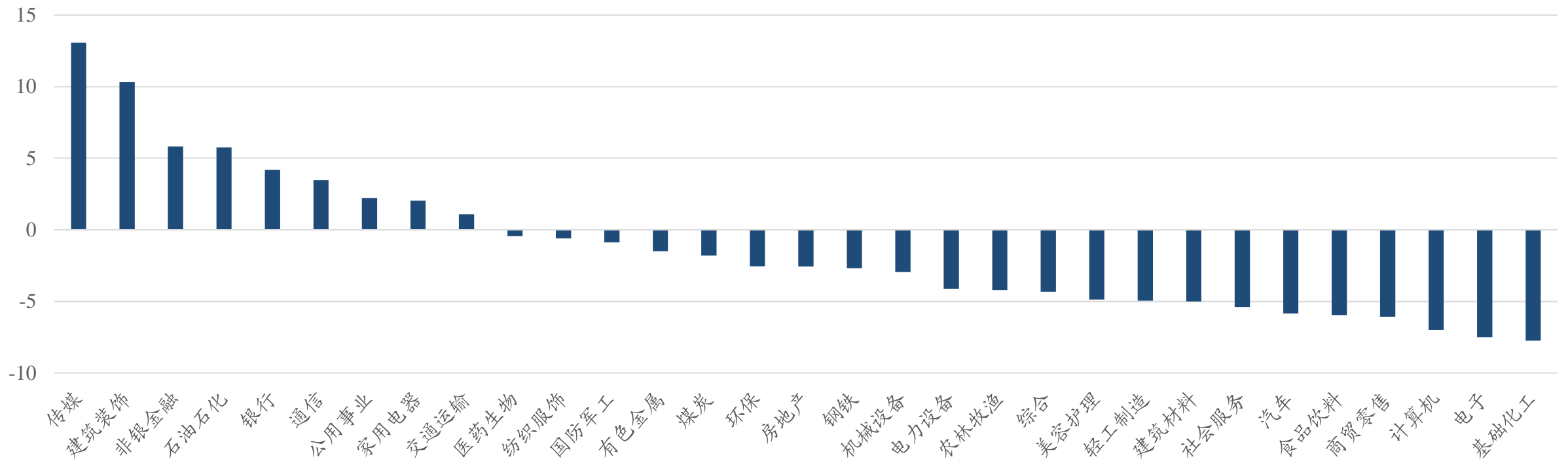
市场复盘：TMT分化，传媒、中特估、金融等板块涨幅居前

✓ 大类行业和细分行业指数复盘

4月A股市场行业指数也呈现明显的分化格局：

- 传媒、建筑装饰、非银、石油石化涨幅居前超5%，建筑材料、社服、汽车、食品饮料、商贸零售、计算机、电子、基础化工跌幅居前均超5%。
- 从涨跌原因来看，TMT分化主要在于人工智能主题部分分支走势较强，如出版、游戏、光模块等受益于AI板块的细分领域，而金融、石化、公用事业等板块主要受益于中特估的带动，此外，消费类行业多数下跌主要在于通胀数据较低，市场对于消费板块的复苏持续度存疑。

4月中万一级行业指数涨跌幅（单位：%）



市场复盘：4月A股市场回顾

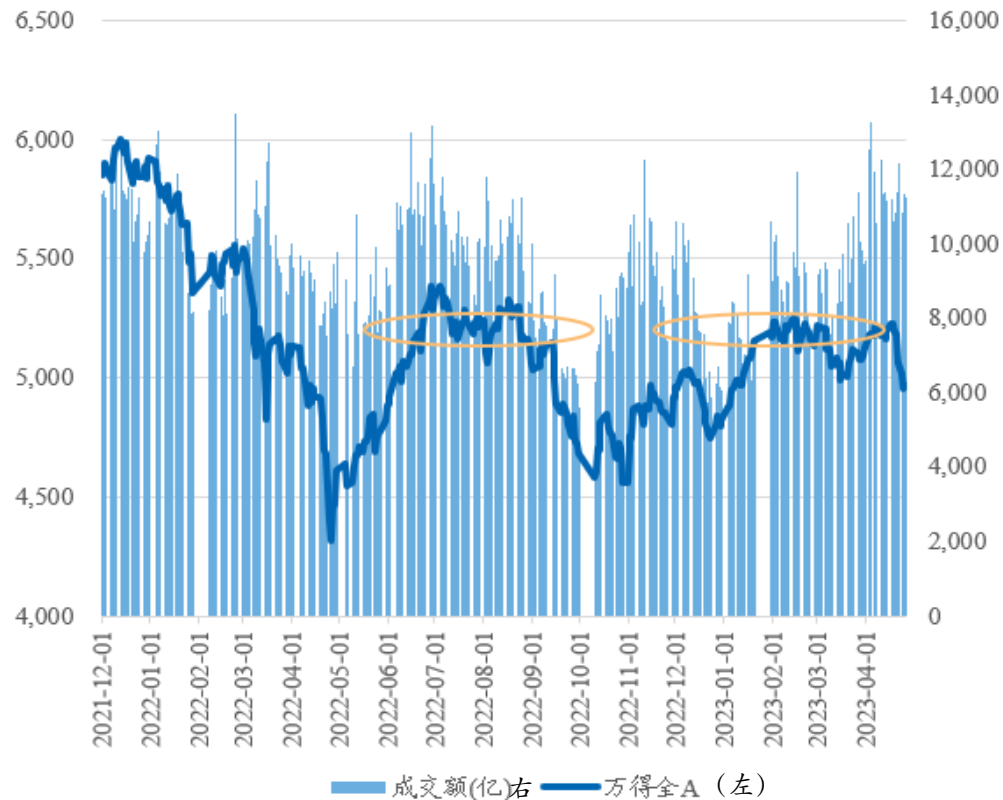
大势策略：预备进攻-从存量到增量

产业策略：科技贯穿全年，消费进入优势区间

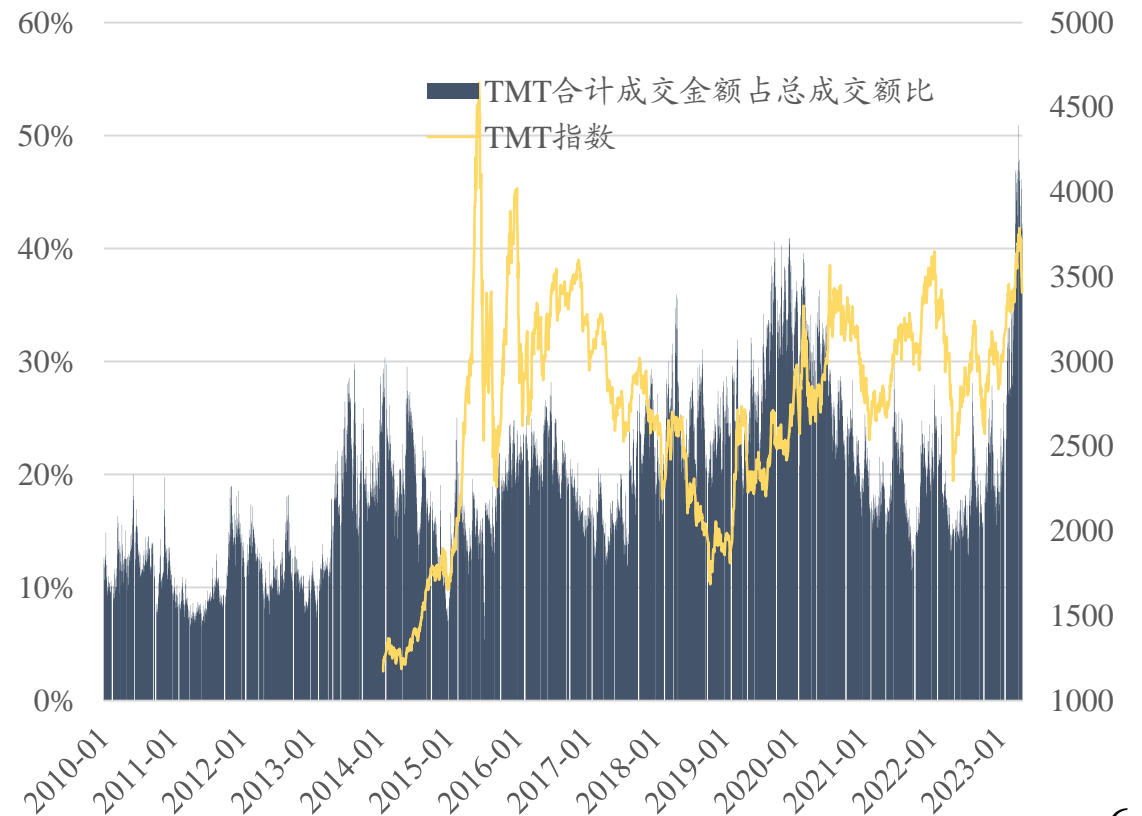
4月下旬市场大幅调整的原因

✓ 调整的主要原因：筹码的结构（Wind全A面临22年6-8月、23年2月边际筹码抛压）、财报的密集披露（主题行情的“敌人”）、五一即将来临（节前效应）、获利盘的累积（tmt成交额占比为42%，4月初曾突破50%以上）、部分事件性担忧如中美关系等，TMT指数创了2016年年初以来的新高。

短线波动中不得不忽视的边际筹码效应
(单位: 亿元; 点)



TMT指数创2016年以来新高，成交占比突破40%
(单位: %)



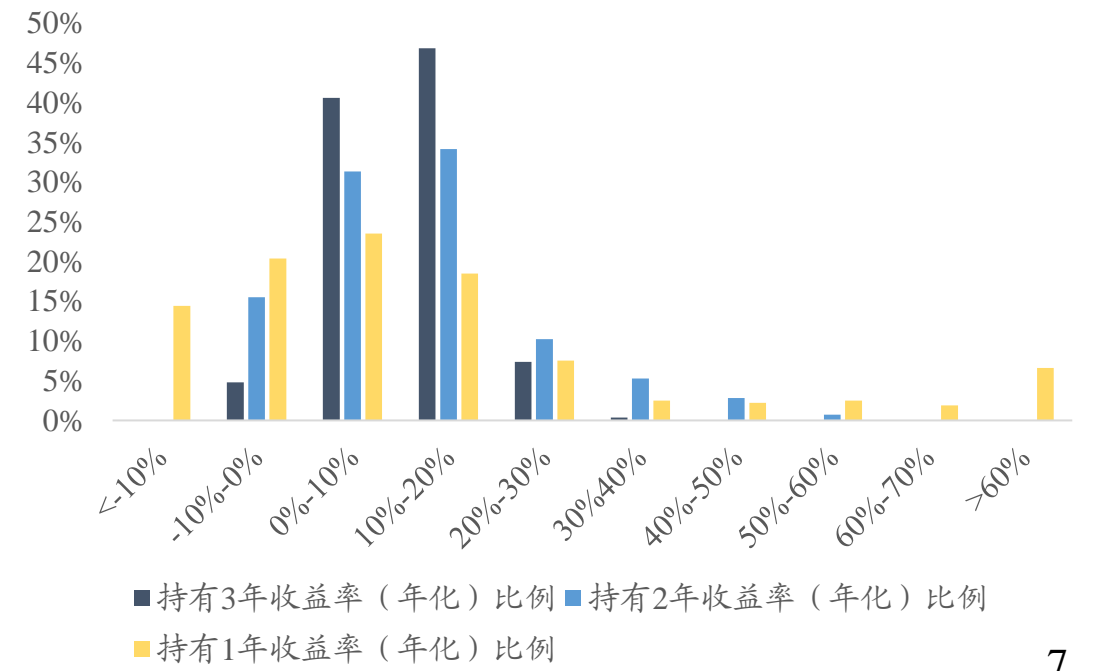
股票市场：风险溢价处于优势区间，中长期持有胜率、赔率组合较高

- ✓ 当前A股市场的风险溢价（5.42%）处于优势区间（高于2010年以来均值），历史来看，风险溢价处于中长期均值上方阶段买入持有权益资产的中长期收益率确定性较高，持有1年（正收益概率65.2%）、2年（正收益概率84.5%）、3年（正收益概率95.2%）。
- ✓ 按照10%以上年化收益率测算，在优势区间以内，持有1年、2年、3年年化收益率在10%以上的概率达到41.7%、53.2%、54.6%。
- ✓ 因此，当前处于风险溢价优势区间，买入并持有A股具有明显的中长期性价比(较好的胜率赔率组合)。

上证指数和沪深300风险溢价水平位于2010年以来均值上方
(单位：%)



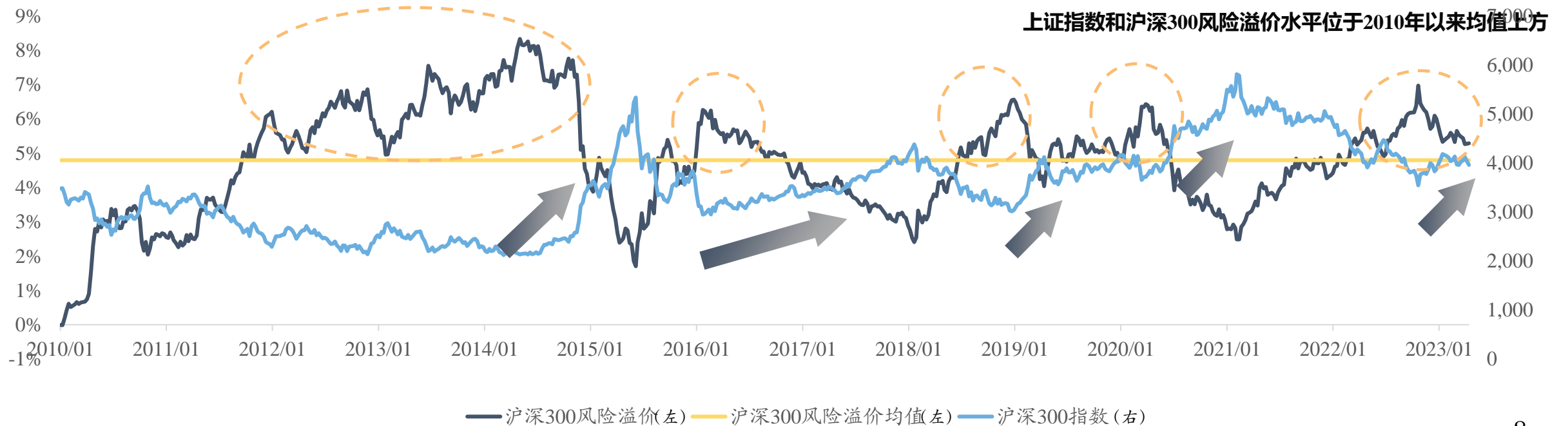
过去十年风险溢价处于均值以上阶段买入持有后的年化收益率区间比例
(以上证指数为例) (单位：%)



风险溢价处在优势区间内的几种经典行情演绎

- ✓ 回顾历史上风险溢价处在优势区间内，市场有以下几种演绎模式：
 - 大盘指数熊市，但下跌空间有限，酝酿指数级别的行情，典型如2012-2014年上半年，但是结构性机会较多，如2013年创业板牛市。2013年：2月地产政策、信用政策收紧，地产销售、新开工增速见顶回落，国内央行6月和12月2轮钱荒。
 - 大盘指数波动，结构性行情，持有超过一个季度以上，绝大多数获得正收益，例如16年Q1-Q3（一季度经济触底回升。棚改货币化提速，地产销售、投资超预期；供给侧改革上游涨价，盈利回升），18Q4-19Q1（盈利和流动性的转折点），20Q1Q2（流动性宽松、居民资金入市，资本市场改革），以及22年Q3以来（流动性+预期转折）。

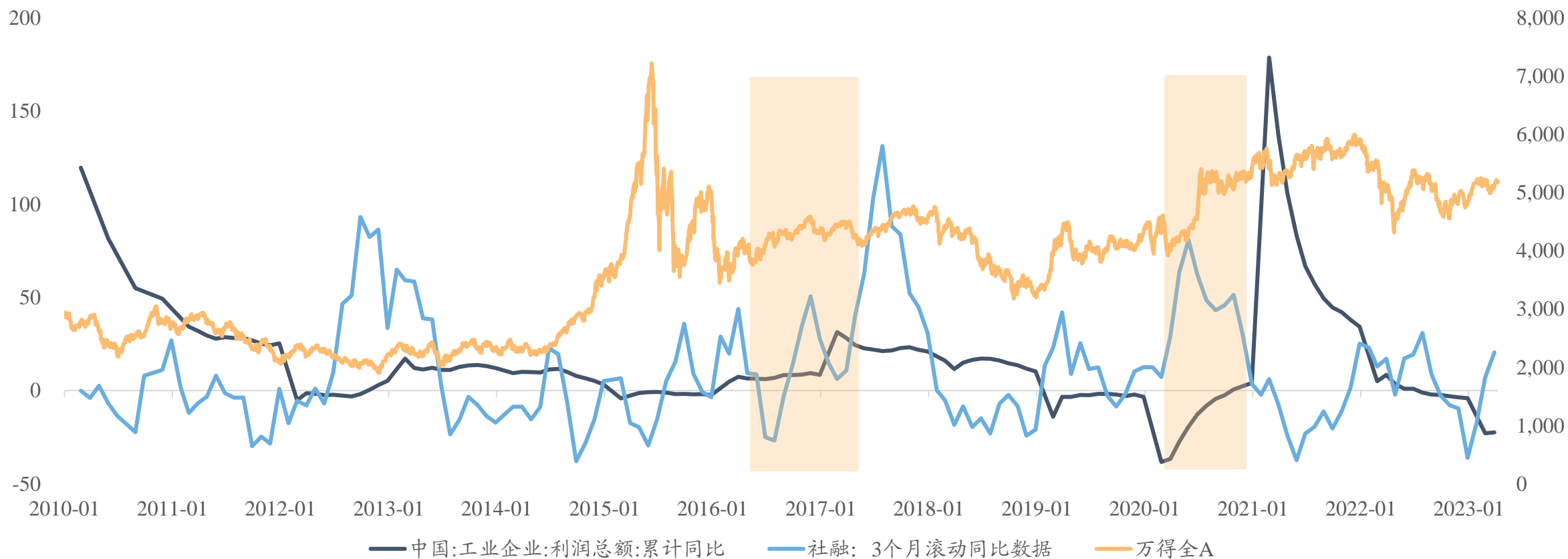
历史上风险溢价在优势区间内的几种演绎（单位：%；点）



当盈利触底和社融增速回升组合出现，A股将迎来中期上行

- ✓ 通常而言，社融增速领先于盈利增速触底，而股价则领先于盈利触底，因此，当出现社融增速回升，盈利触底即将触底的组合，股票市场则可能出现中期级别的上行行情。
- ✓ 当前，社融增速水平出现了触底回升，而随着国内经济的复苏以及2022年3月以后的低基数效应，盈利增速的回升将会很快出现。

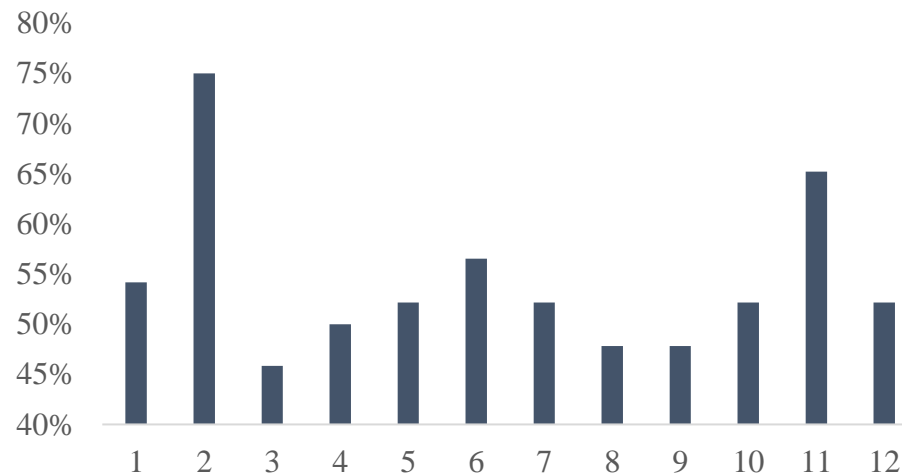
社融对于企业盈利具有领先性，盈利触底、社融增速回升对于A股的信号意义较为重要
(单位: %; 点)



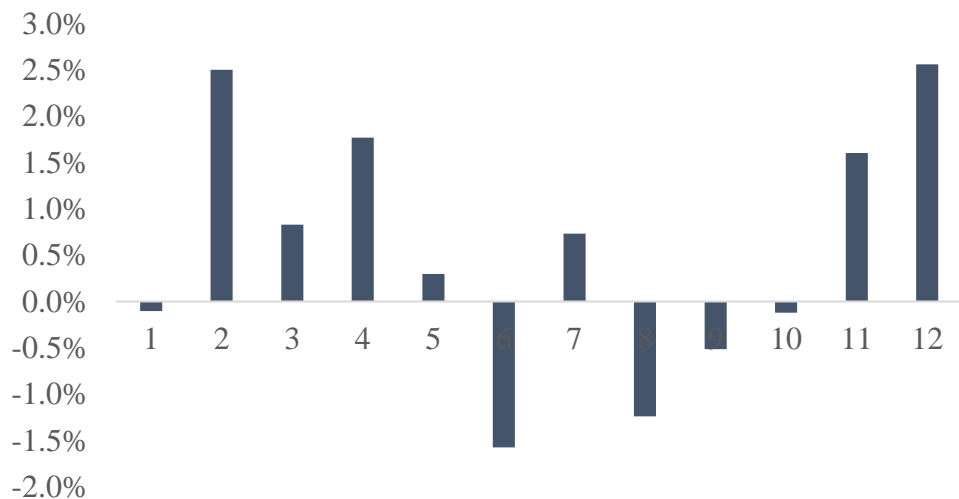
A股无明显“五穷六绝”效应，5月上涨可能性较高

- ✓ 与同年其他月份对比来看，5月A股的上涨概率处于中上游水平，但涨幅平平，5-6月无明显季节性规律，“五穷六绝”效应不明显。
 - 从涨跌概率来看，上证指数5月的上涨概率分别为52.2%，在全年12个月份中排名第五，具体涨跌情况取决于历年经济政治及市场形势，没有明显季节性。
 - 从涨幅来看，上证指数5月的平均月度涨幅为0.30%，低于12个月的平均涨幅0.57%；涨幅中位数为0.43%，略低于历史中位数0.53%。
 - 因此，与2、8、11等月份相比，5月历史行情没有表现出明确的涨势或跌势，Sell-in-May效应不明显，走高的概率略微偏大，但涨幅低于历史平均/中位数水平。

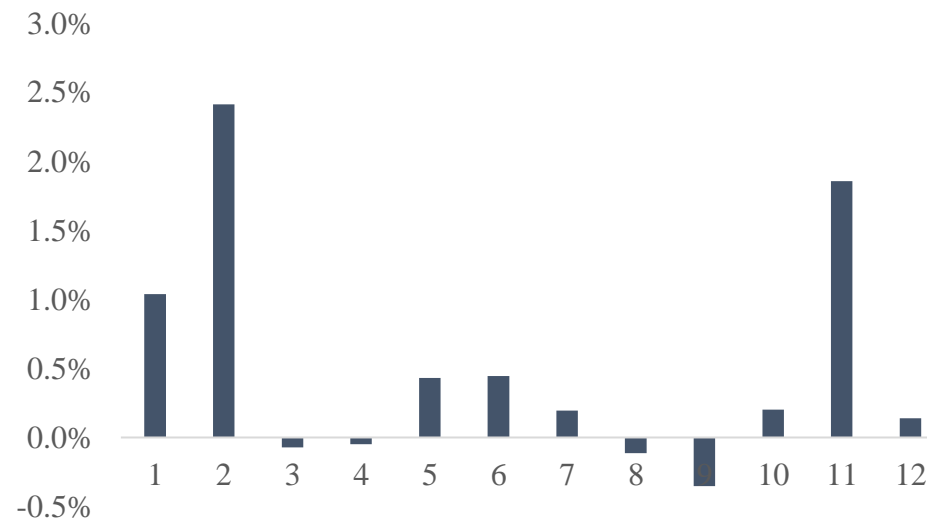
上证指数1-12月涨跌概率（单位：%）



上证指数1-12月涨跌幅平均数（单位：%）

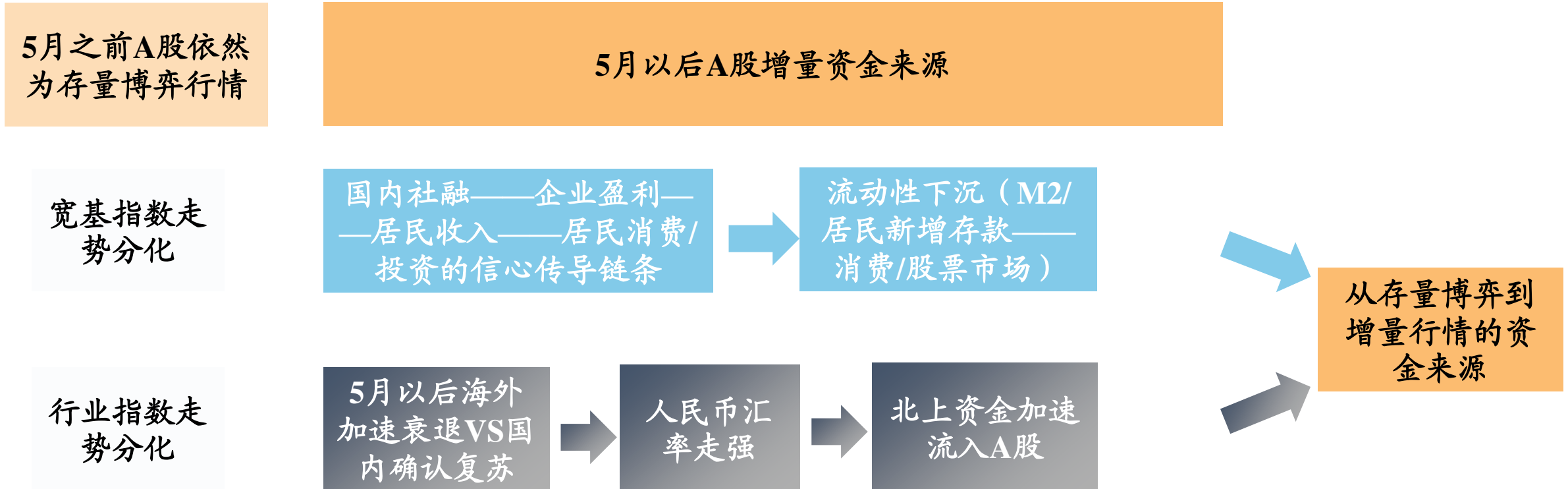


上证指数1-12月涨跌幅中位数（单位：%）



从资金面存量博弈到增量行情：两路资金来源

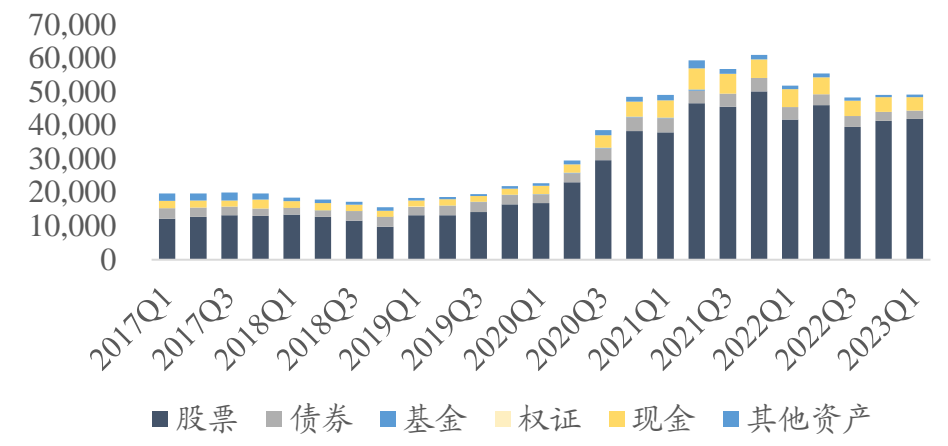
- ✓ **北上资金可能回到年初快速净流入的状态：**一季度北上资金累计净流入A股1860亿人民币。5月以后，随着海外加速衰退以及国内经济确认复苏，人民币汇率可能会持续走强，带动北上资金加速流入A股，北上资金从年初单纯交易国内疫后复苏——交易海外衰退+国内复苏进一步确认转变。
- ✓ **国内资金流动下沉的视角：**随着国内企业盈利的触底，对居民收入的传导也将开始，从而带动居民消费/投资的信心传导链条，此前高增速的M2-低增速的通胀可能在5月以后开始有所变化，流动性下沉的关键变化在于居民收入以及居民信心的顺利传导，历史上来看，传导需要1-2个季度时间，随着年初以来经济的复苏持续，2-3季度是关键节点。



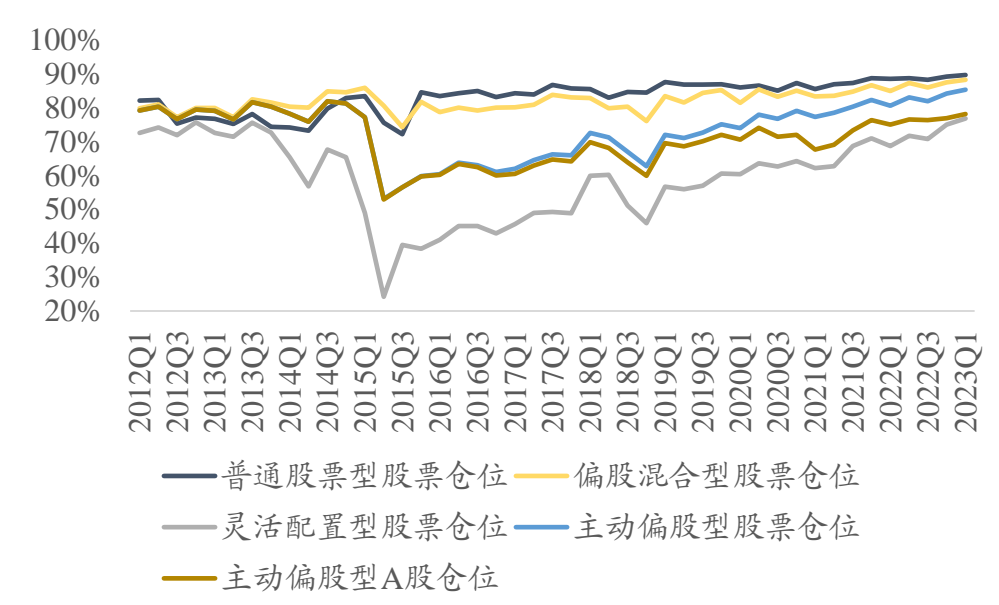
Q1居民净申购基金热情不高，公募产品进一步加仓空间也不大

- ✓ 2023Q1主动偏股型基金资产总值小幅回升，股票仓位增至历史最高水平。
 - 资产市值方面，2023Q1主动偏股型基金资产净值达4.84万亿元、资产总值达4.92万亿元，分别环比提升0.26%、0.19%。其中，股票市值为4.19万亿元，环比增长1.48%。
 - 股票仓位方面，2023Q1主动偏股型整体股票仓位为85.23%，环比上升1.09pct，达到2012年以来历史最高水平；A股仓位为78.08%，环比提升1.26pct。
 - 具体来看，普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金2023Q1的仓位分别为89.59%、88.17%、76.77%，均呈现进一步攀升的态势。

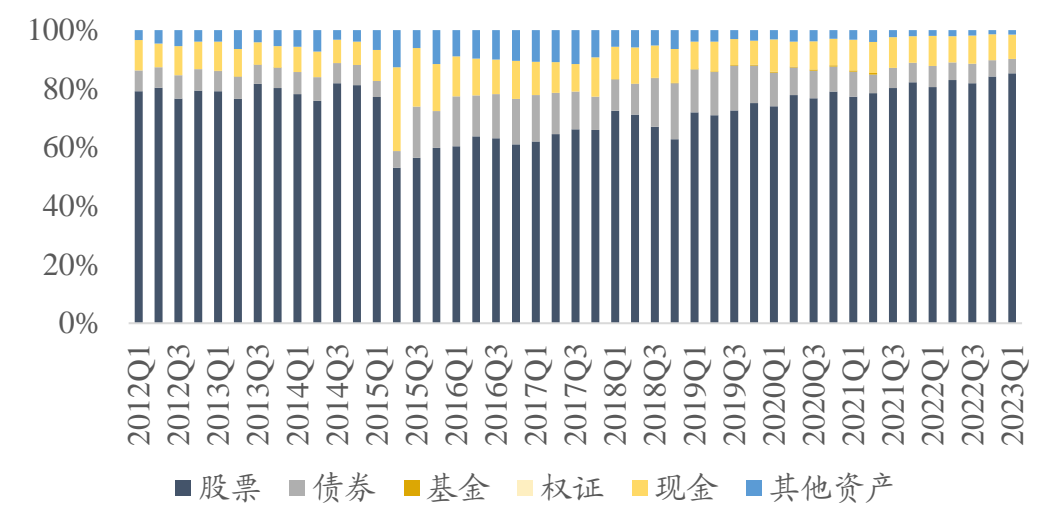
2017-2023Q1主动偏股型基金资产配置（单位：亿元）



2012-2023Q1主动偏股型基金整体股票仓位（单位：%）



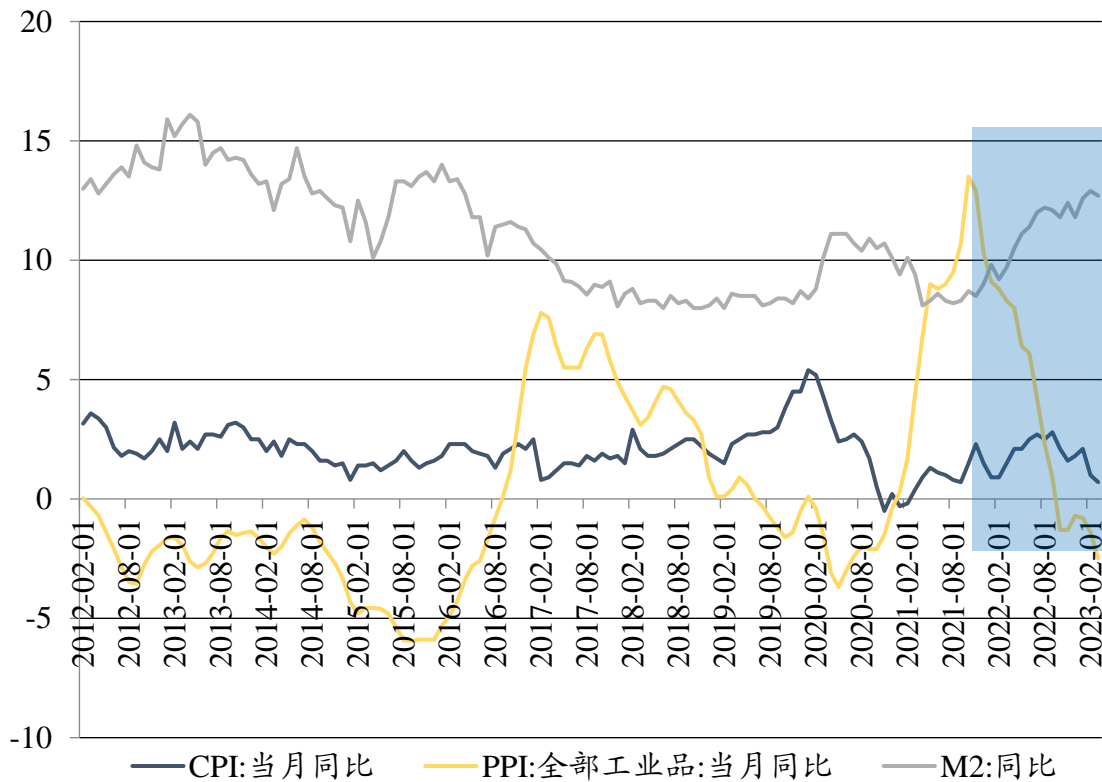
2012-2023Q1主动偏股型基金资产配置情况（单位：%）



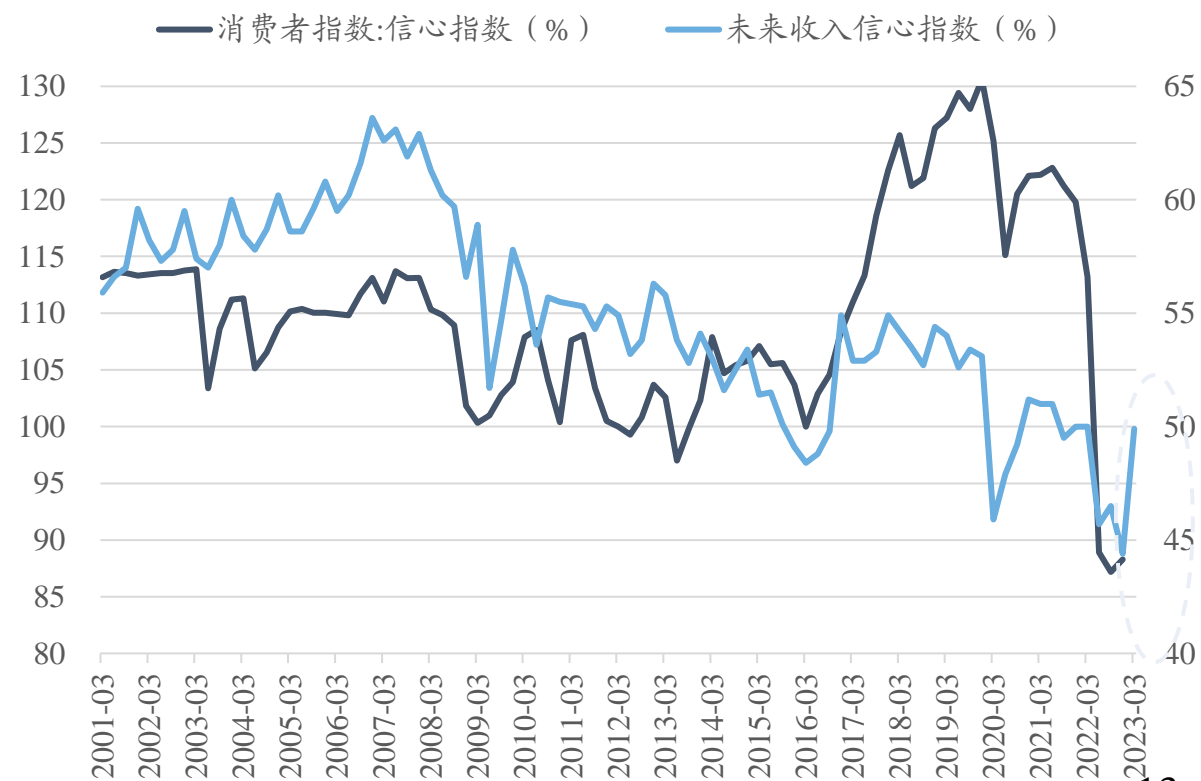
一季度新增10万亿居民存款，将是5月以后股票市场新增资金来源

- ✓ 当前，M2——通胀之间的走阔趋势已经延续了16个月，流动性陷阱的迹象明显，流动性下沉的核心因素依然在于企业盈利——居民收入——居民信心的顺利传导。
- ✓ 社融数据及居民存款方面：2023年1月份住户存款增加6.2万亿元，2/3月份增加0.8/2.9万亿，合计一季度出现10万亿新增存款，预防性储蓄倾向较高，居民消费信心偏保守，消费动力明显不足。

M2-通胀走阔的趋势已经延续了16个月（单位：%）



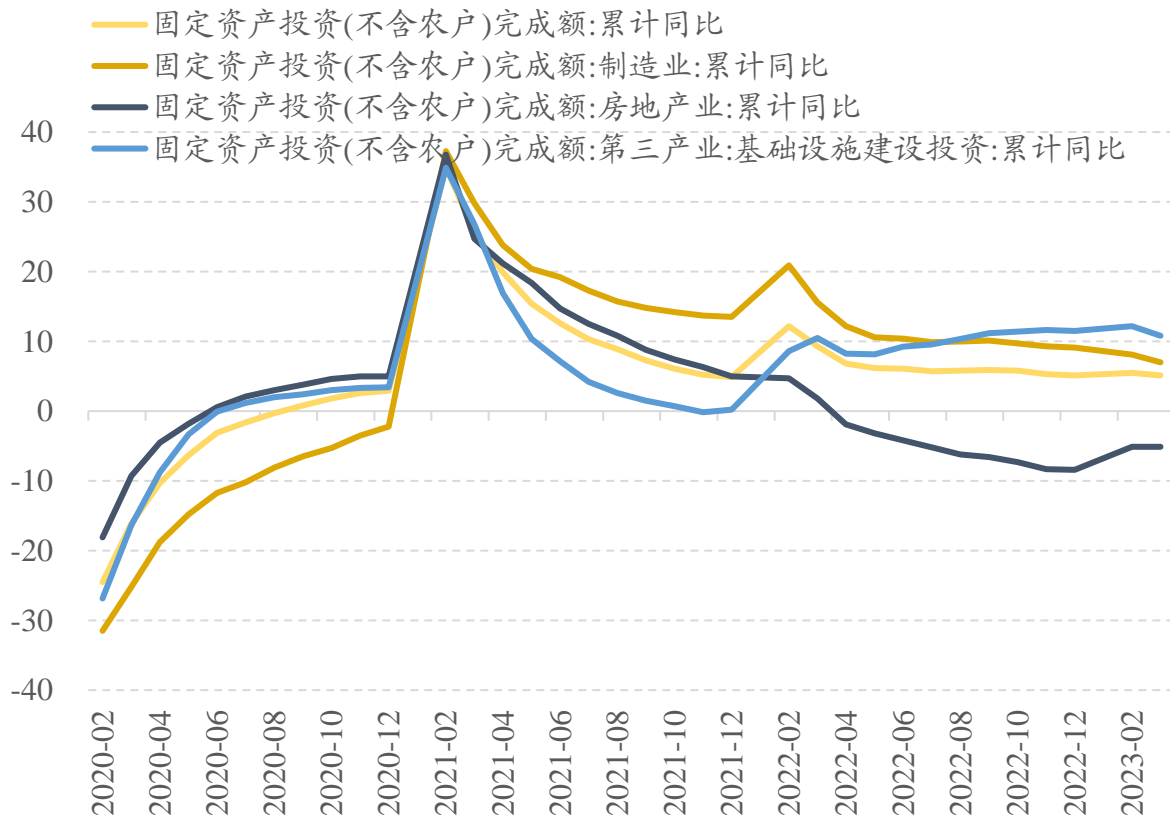
消费信心指数触底，收入增速预期反弹有望带动消费提速（单位：%）



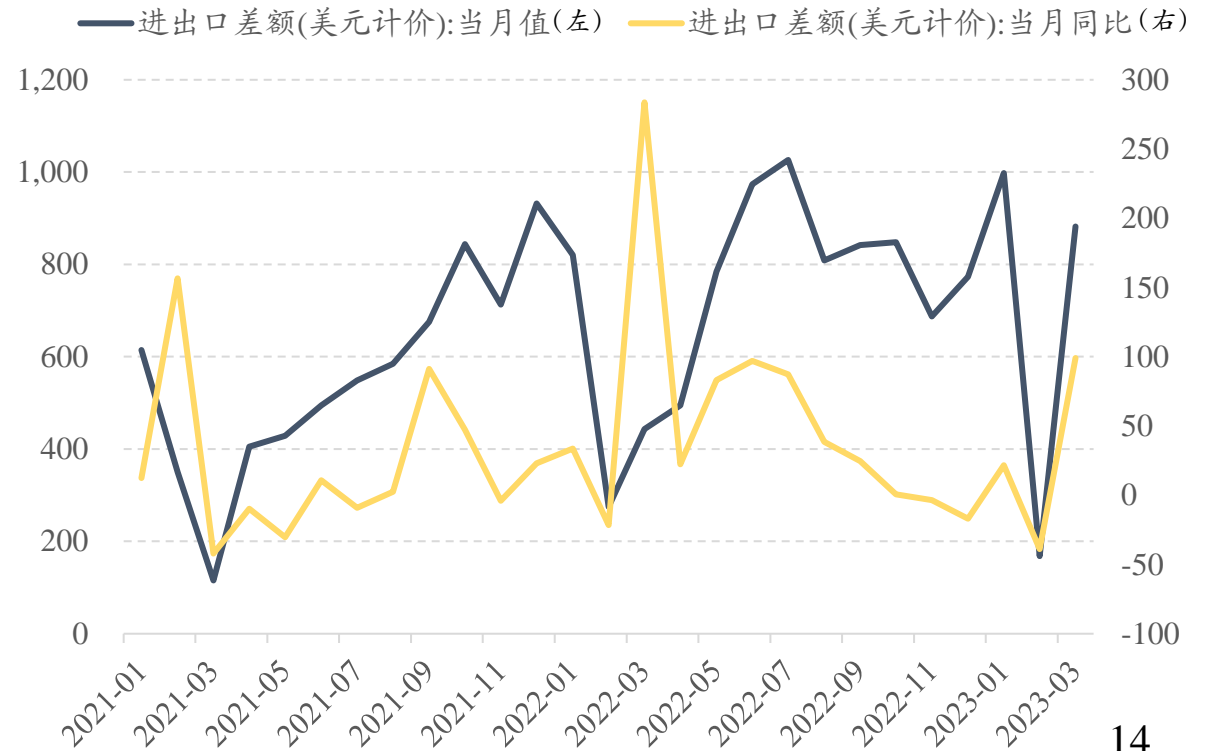
一季度国内经济数据确认弱复苏

- ✓ **投资方面：**一季度基建投资平均同比增长11.5%；制造业增速不及2021、2022年一季度数据，疫情后实体经济复苏增长仍有较大空间；房地产方面，楼市需求回暖势头强劲，但从开发商的角度对未来楼市预期较保守，房地产投资拖累一季度固定资产投资完成额，也与4月份的房地产销售数据回落相对应。
- ✓ **进出口方面：**受春节假期影响，一季度进出口差额同比下降11个百分点，出口数据超预期。具体来看，受逆全球化趋势影响，我国出口市场份额存在更替代，但不影响出口数据有望继续拉动经济稳健复苏。

基建增长动能持续发力，房地产投资略显拖累 (单位：%)



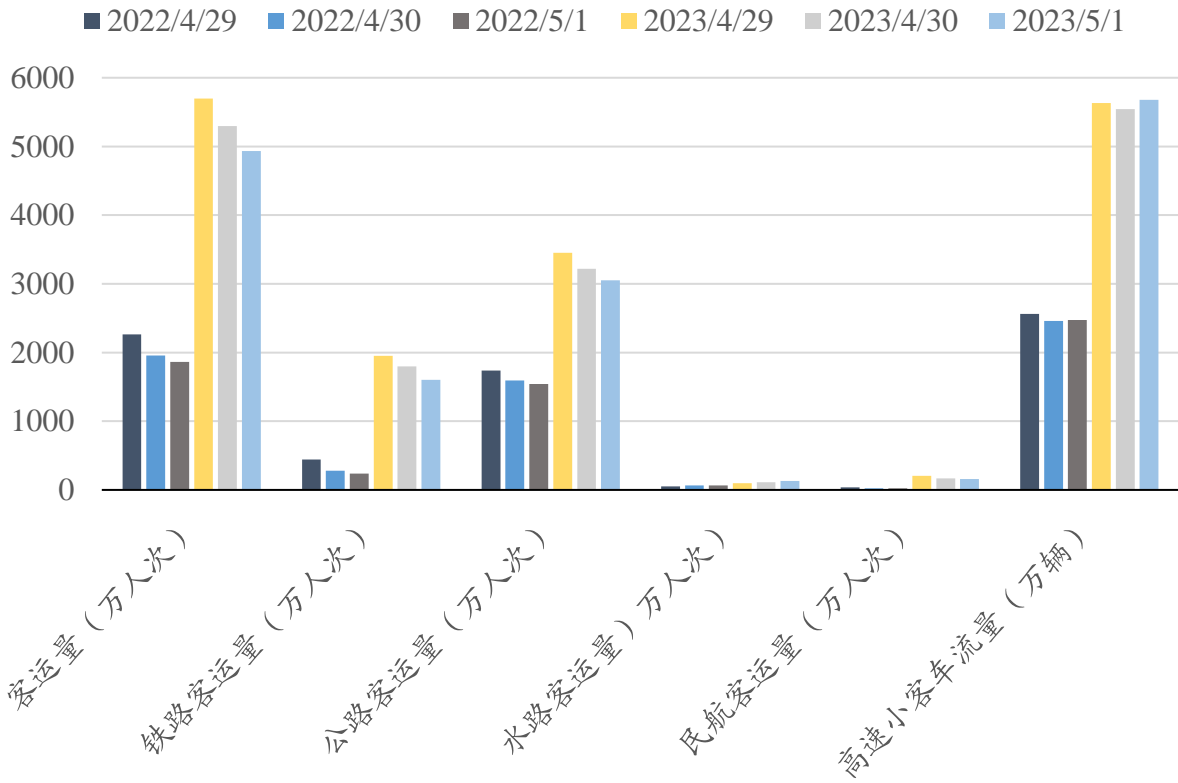
进出口差额 (剔除节日效应) 整体有望拉动经济稳健增长 (单位：亿美元: %)



五一假期出行数据将明显驱动居民消费信心的恢复

✓ 五一出行数据大幅增长超疫情前水平，境外出行需求攀升。2023年五一期间，全国客运量日均高达5310.8万人次，其中铁路、公路、水路、民航客运量较同期增长343.9%、98.8%、86.2%和441.8%，今年日均客运量为去年同期2.6倍，略超疫情前2019年5169.9万人次水平。国内航班执行班数略超2022年同期水平，与2021年持平，境外航班数量大幅飙升。

2022-2023年五一假期前三日全国交通运输客运量
(单位: 万人次; 万辆)



防控政策优化后国内航班稳步回升，五一期间国际航班迅速攀升 (单位: 个)



外部环境：3月欧美银行危机暴露风险，系统性金融危机可能性较低，但局部金融风险，经济衰退的风险明显上升

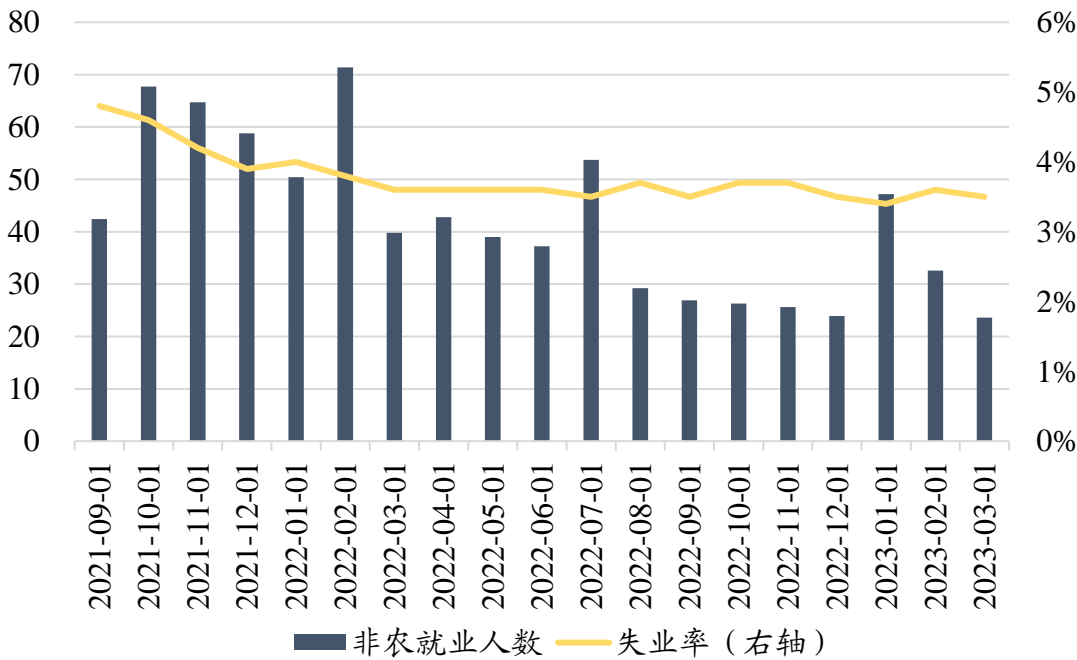
✓ 加息负面影响正在显现，经济下行可能加速，需要充分关注未来两个季度通胀成为货币政策的掣肘，从而使得美联储“左右为难”的情形发生。

- 负面影响一：美国中小银行危机于3月爆发，是美联储激进加息的负面影响之一，但造成系统性金融危机的可能性较低，局部、小型的金融风险可能还会出现，有可能造成海外投资者风险偏好的进一步降低。
- 负面影响二：就业和经济。就业层面，今年3月最新的非农数据已经有所走弱（非农就业人数由2月的32.60万降低至23.6万），劳动力市场开始降温，海外激进加息的负面效果开始显现，随海外数据的走弱，5月美联储可能会结束加息。叠加全球去美元化趋势抬头等因素，美元指数有望持续走弱，人民币升值预期升温，外资温和回流的态势更加明显。

三月初起美元指数走弱（单位：点）



美国非农数据走弱，劳动力市场降温（单位：千人；%）

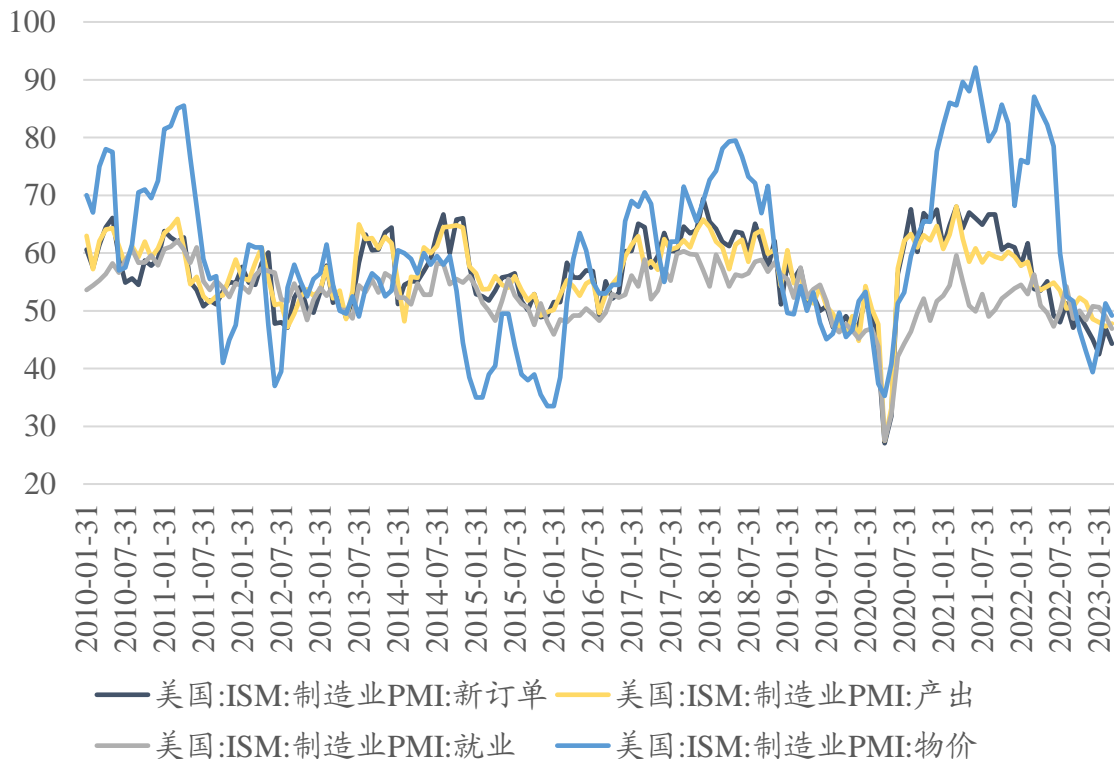


外部环境：3月欧美银行危机暴露风险，系统性金融危机可能性较低，但局部金融风险，经济衰退的风险明显上升

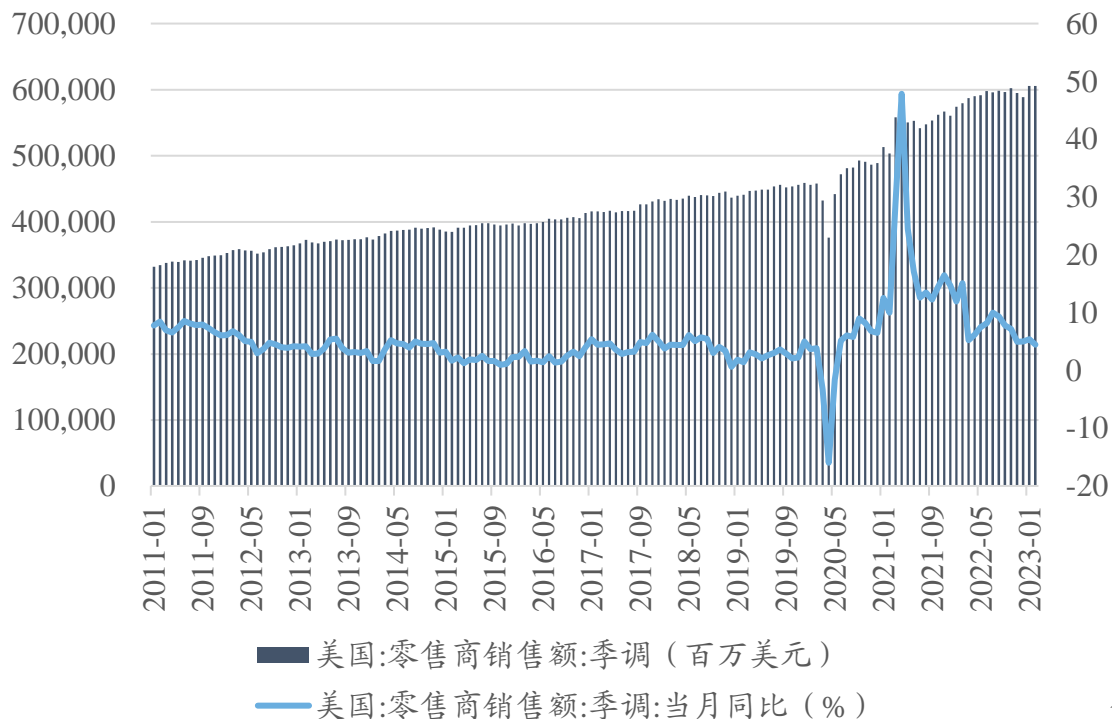
✓ 加息负面影响正在显现，经济下行可能加速，需要充分关注未来两个季度通胀成为货币政策的掣肘，从而使得美联储“左右为难”的情形发生。

➢ 制造业数据来看，美国4月ISM制造业指数连续6个月萎缩，持续萎缩时间创2009年以来新高，新订单不足令厂商努力吸引客户。消费数据来看，美国3月零售销售环比下降1%，超出市场预期的-0.4%，跌幅大于预期，零售额同比仅增长2.9%，这是自2020年6月以来零售额的最低增长率。主要原因是面对顽固的高通胀和高利率，消费者被迫缩减开支；表明美国民众对经济衰退的担忧正在加剧。

美国ISM制造业指数连续萎缩（单位：%）



美国3月零售额销售额环比跌幅超预期（单位：百万美元；%）

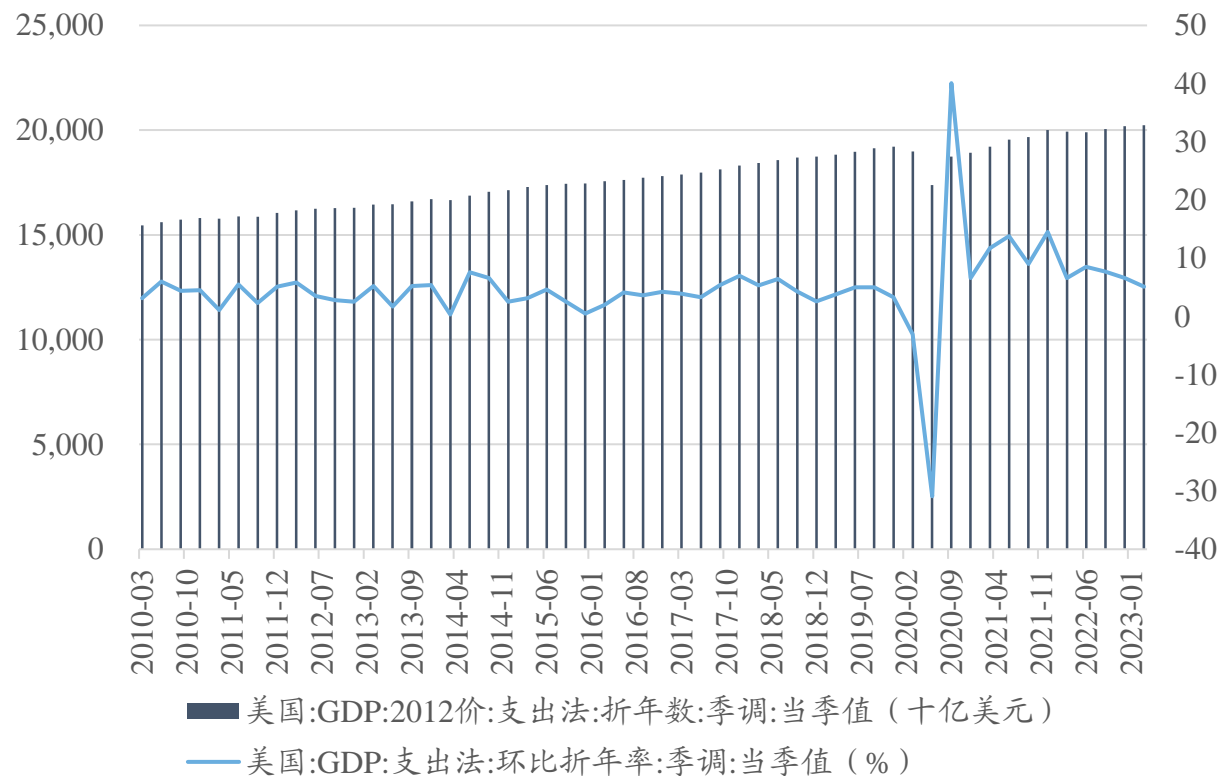


外部环境：3月欧美银行危机暴露风险，系统性金融危机可能性较低，但局部金融风险，经济衰退的风险明显上升

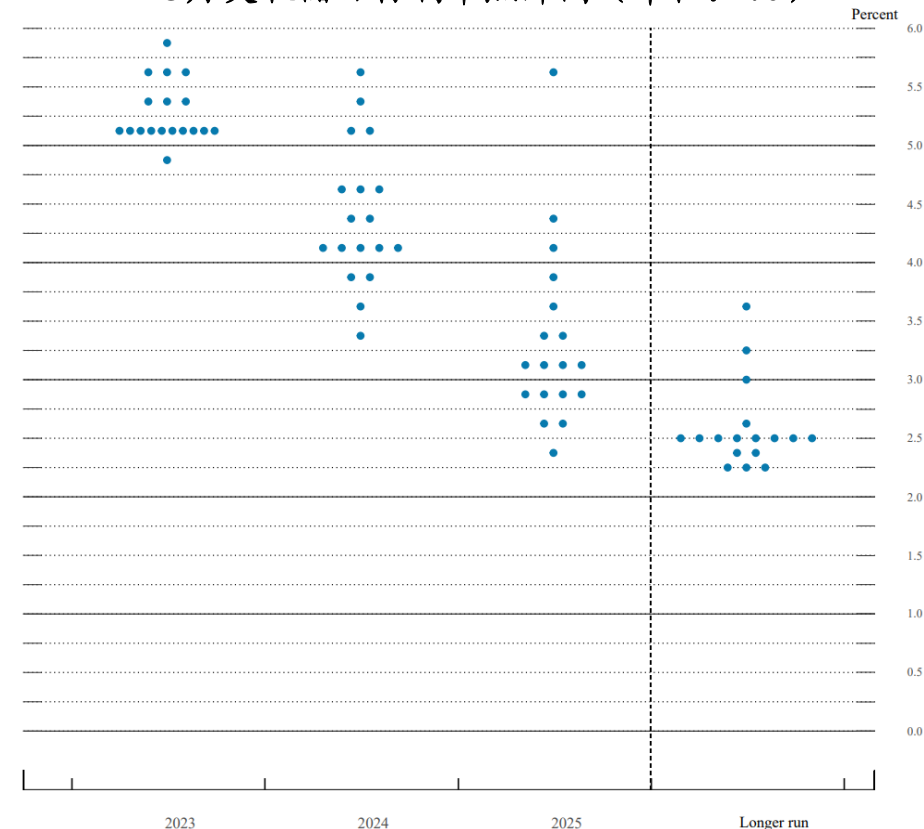
✓ 加息负面影响正在显现，经济下行可能加速，需要充分关注未来两个季度通胀成为货币政策的掣肘，从而使得美联储“左右为难”的情形发生。

➤ **GDP方面**，一季度美国GDP环比折年率连续四个季度下滑，政策紧缩下美国经济增长继续承压。3月份FOMC将利率定在4.75%-5.00%，会议还传达了尽快将通胀率控制在2%的加息基调，从美联储目标利率点阵图来看，5月份或有较大概率加息25bps；但从会议纪要的5.1%利率中位数来看，5月份或是最后一轮加息。

美国GDP环比连续四个季度下滑（单位：十亿美元：%）



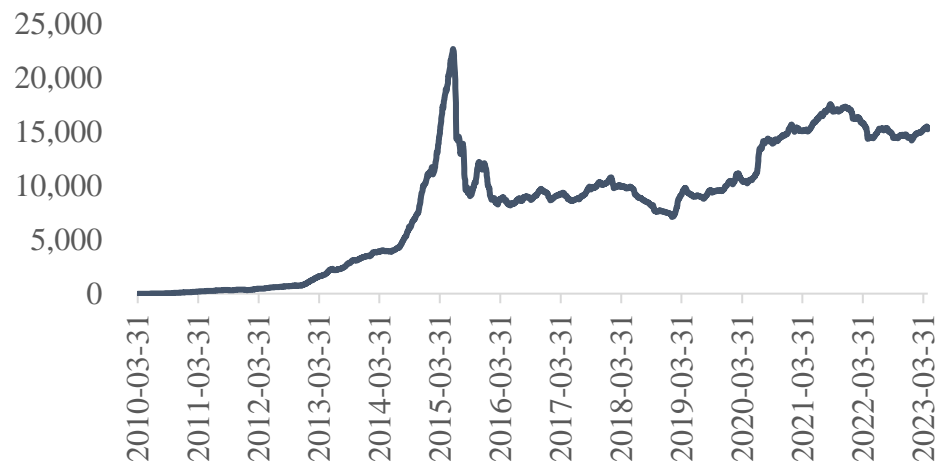
3月美联储目标利率点阵图（单位：%）



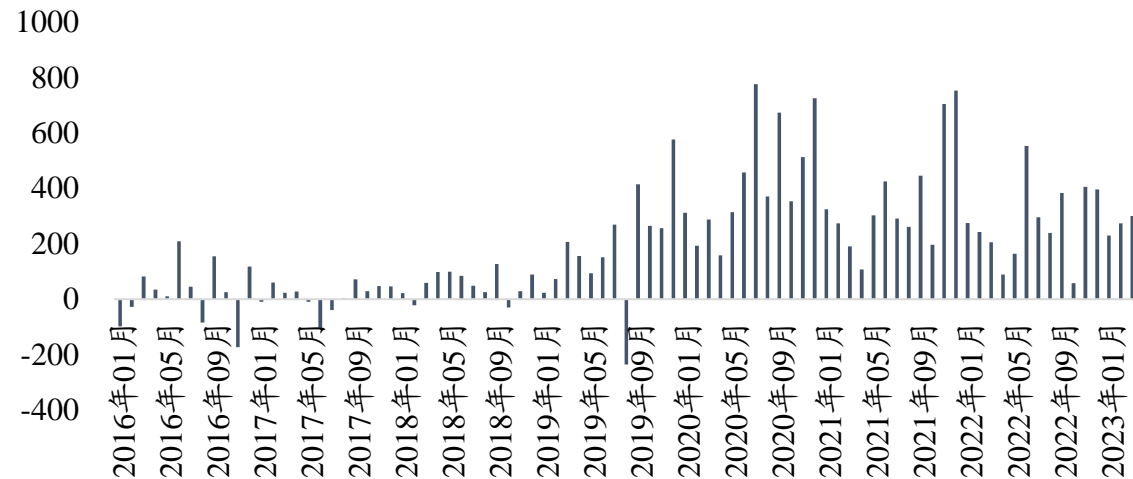
年初以来结构性行情原因——内资存量博弈

✓ 年初以来存量博弈特征：融资余额新增796亿，重要股东净减持1015亿，新发基金（股票+混合）383亿，单个个股平均成交额处于2021年9月以来的下降通道。

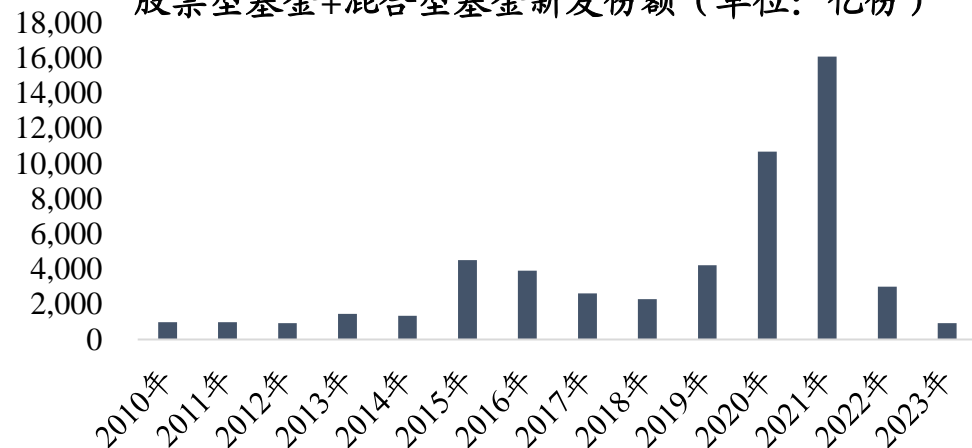
融资余额（单位：亿元）



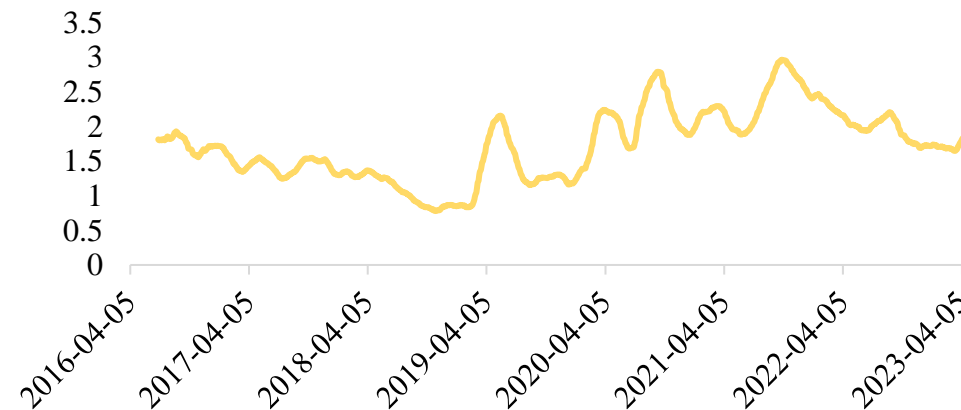
净减持净额（单位：亿元）



股票型基金+混合型基金新发份额（单位：亿份）



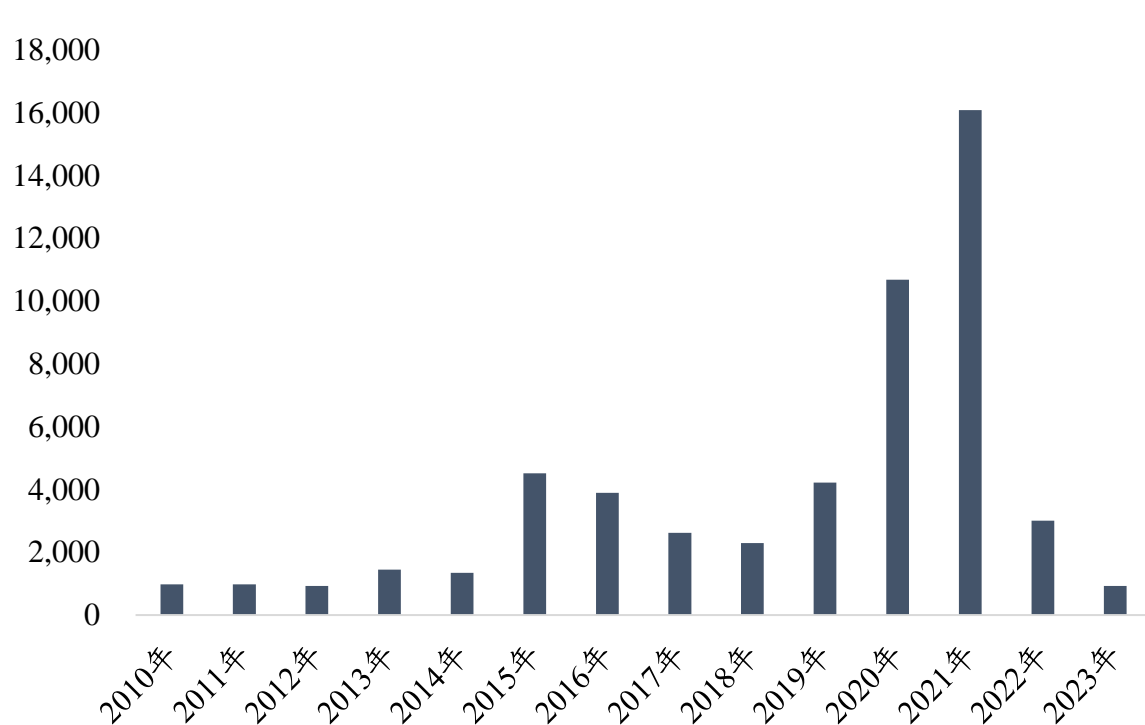
单个上市公司平均成交额（滚动60个交易日均值）（单位：亿元）



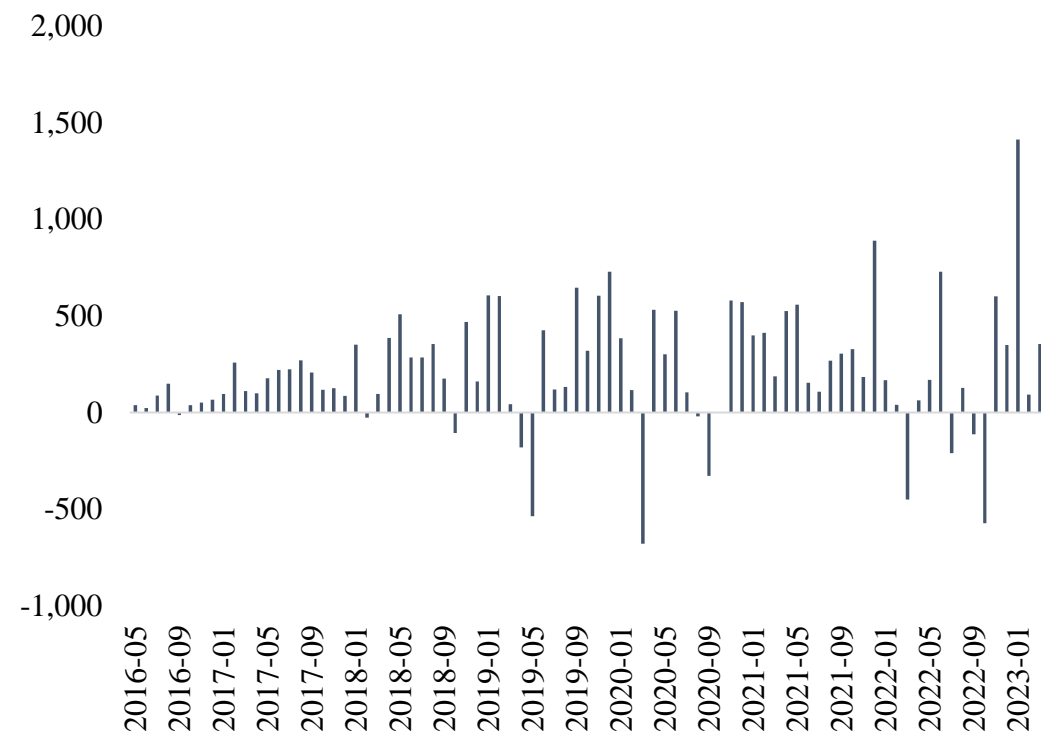
五月开始——可能会进入资金增量阶段，内资和外资流入加速打破存量博弈

- ✓ 一方面，随着国内企业盈利开始复苏，逐步向居民收入端开始传导，居民消费和投资信心将逐步起来，流动性下沉可期。
- ✓ 此外，从海外资金流入的角度来看，1) 美国金融机构风险尚未完全释放；2) 美国经济衰退正在确认中，就业数据已经开始走弱、制造业ISM连续6个月萎缩创09年以来新的记录、消费数据也正在下滑；3) 加息结束后，到下一次美联储给市场注入降息预期前，通胀数据的下行可能需要2个季度的时间甚至更长；4) 中国近期的外交行动展现了与世界连接的决心；5) 2季度中国的经济数据同比增速会比较高。以上，都将是构成外资在5月后开始明显流入的因素。

股票型基金+混合型基金新发份额（单位：亿份）



北向资金净买入（单位：亿元）

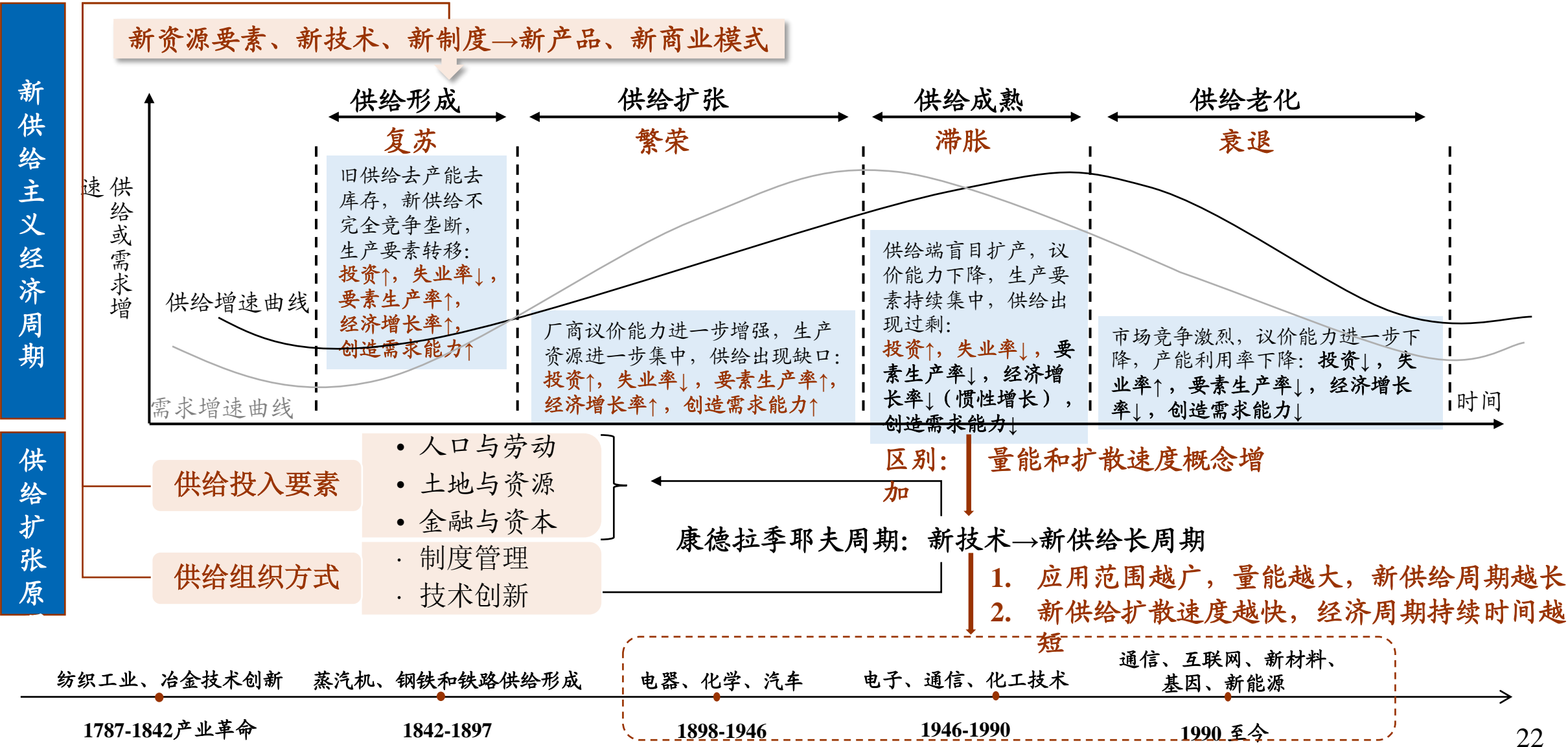


市场复盘：4月A股市场回顾

大势策略：预备进攻-从存量到增量

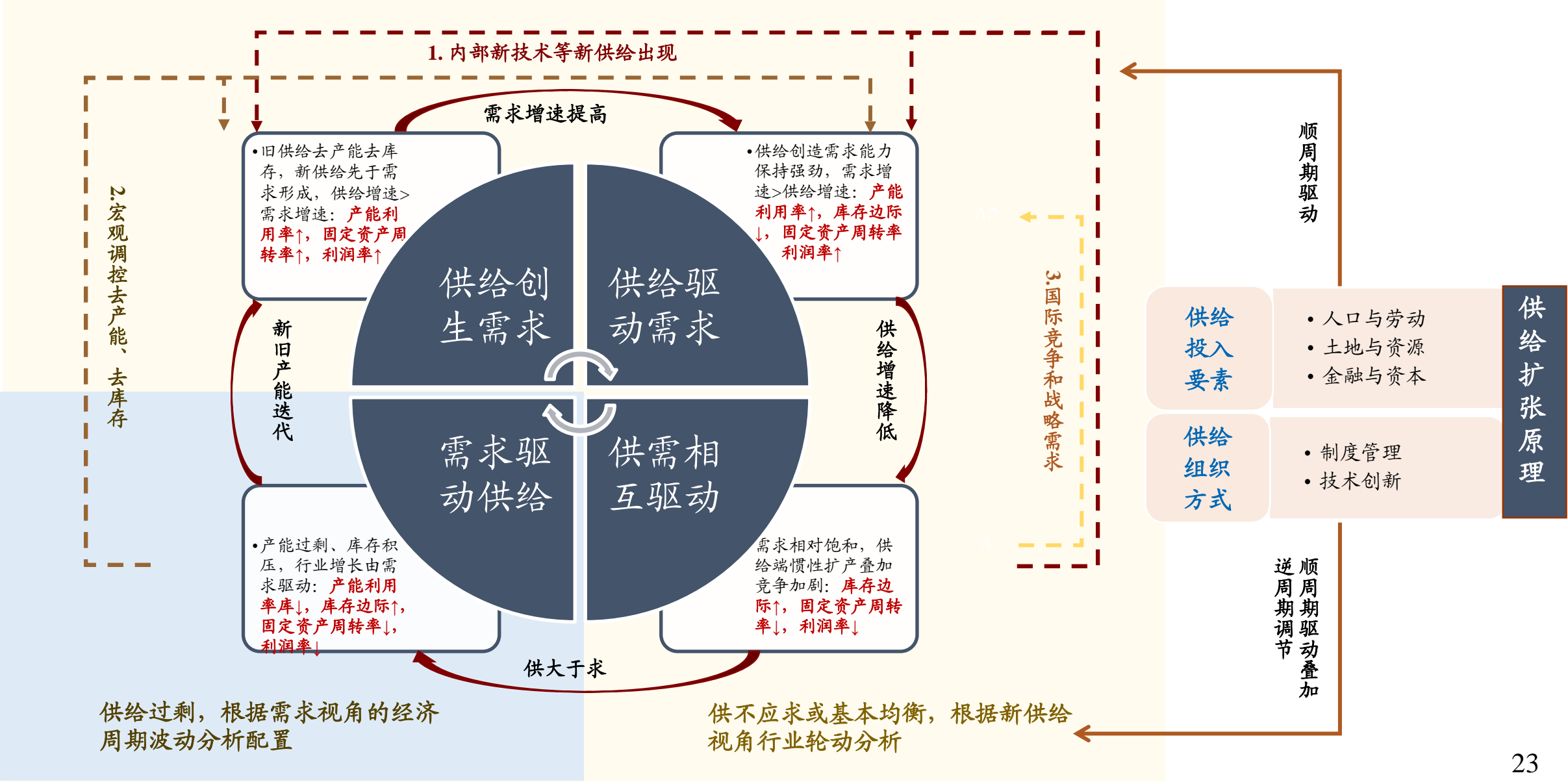
产业策略：科技贯穿全年，消费进入优势区间

产业趋势投资底层思维和框架的变化——重视供给要素的变化带来的机会



数据来源：Wind，东吴证券研究所

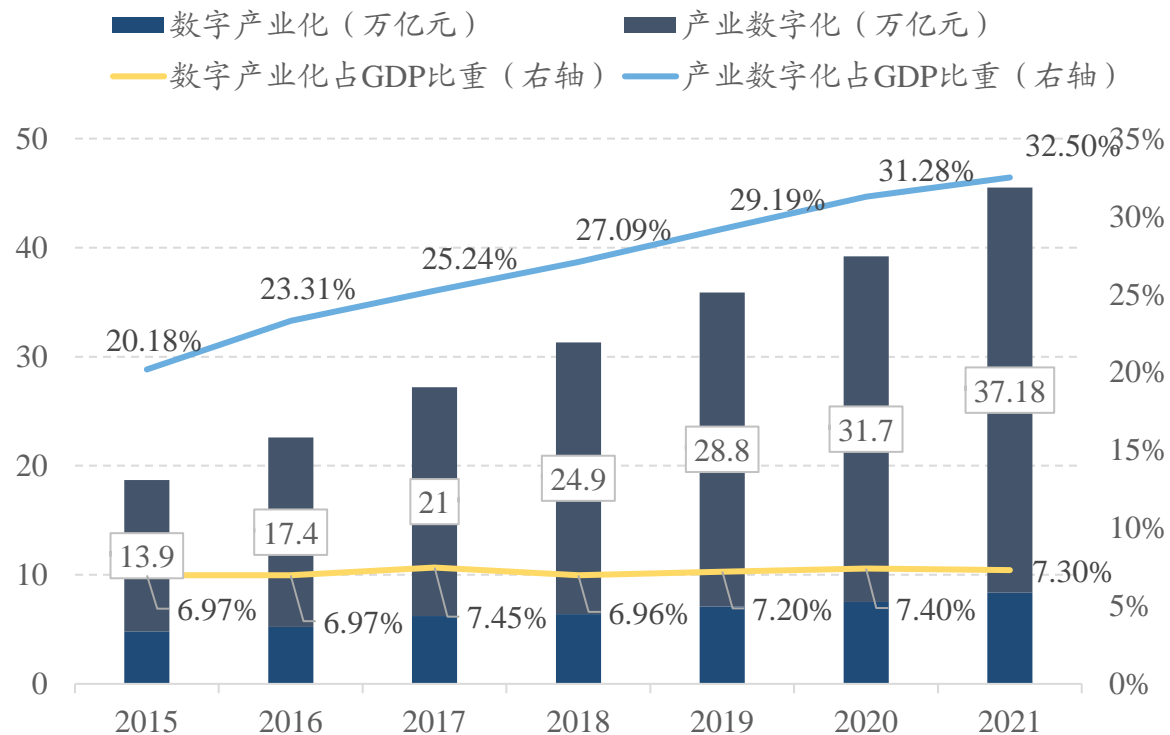
产业趋势投资底层思维和框架的变化——重视供给要素的变化带来的机会



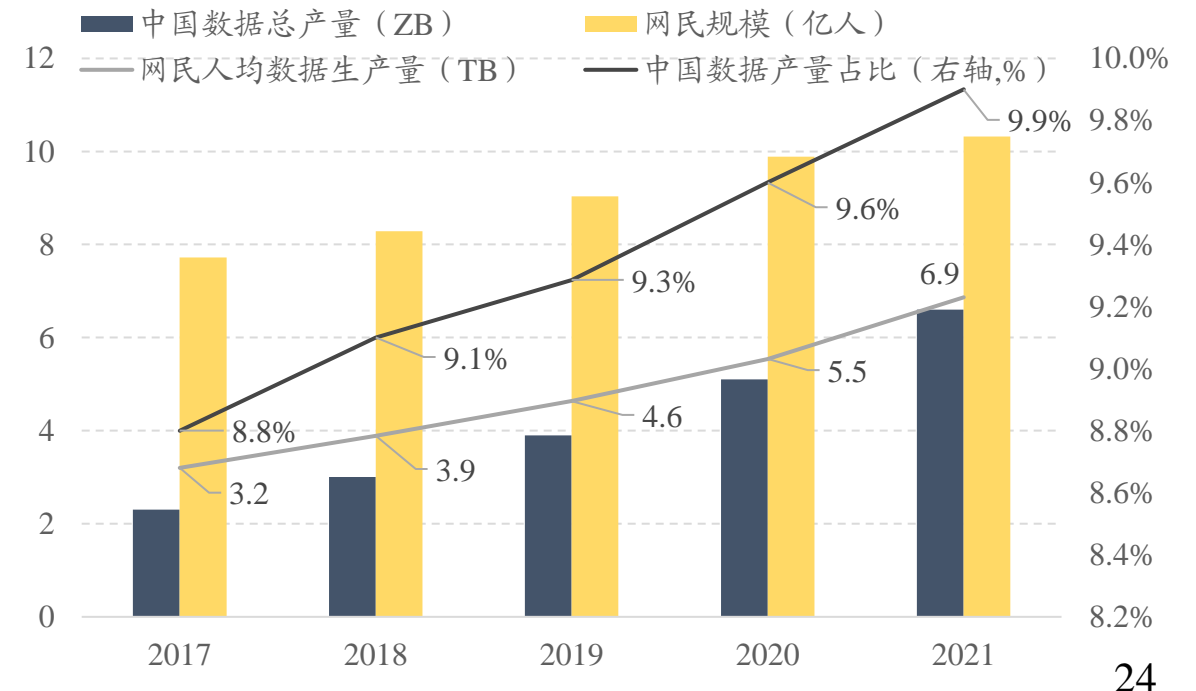
从新供给侧的角度：AI等数字经济主题是我国现在面临的行业结构性机遇

- ✓ 目前来看，外有外需疲弱，内有人口年龄结构、财政收入模式、技术进步周期等短时间内难以克服的结构性问题，预计未来较长时间之内，中国再很难回到从需求端单一驱动的高增长时代。
- ✓ 从新供给侧的角度分析，AI等数字经济主题是我国现在面临的行业结构性机遇。一方面，数字产业化、产业数字化有望挖掘潜能，打造为两大GDP驱动引擎；
- ✓ 另一方面，我国人口红利是建设数字化中国的宝贵财富，数据要素和设施投入打造“数据红利”：据国际数据公司测算，预计到2025年，中国产生的数据总量将达48.6ZB，对国内生产总值增长的贡献率将达年均1.5至1.8个百分点。

数字经济有望成为经济增长新引擎（单位：万亿元；%）



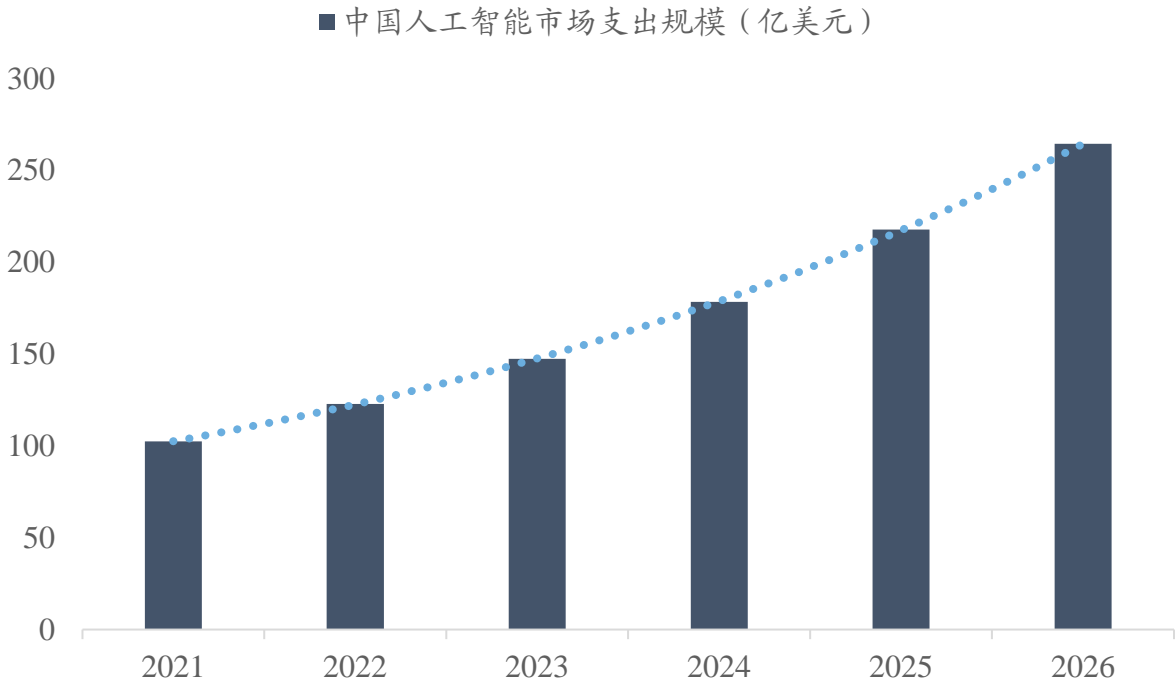
中国数据产量及网民规模打造数据生产要素（单位：ZB；TB；亿人；%）



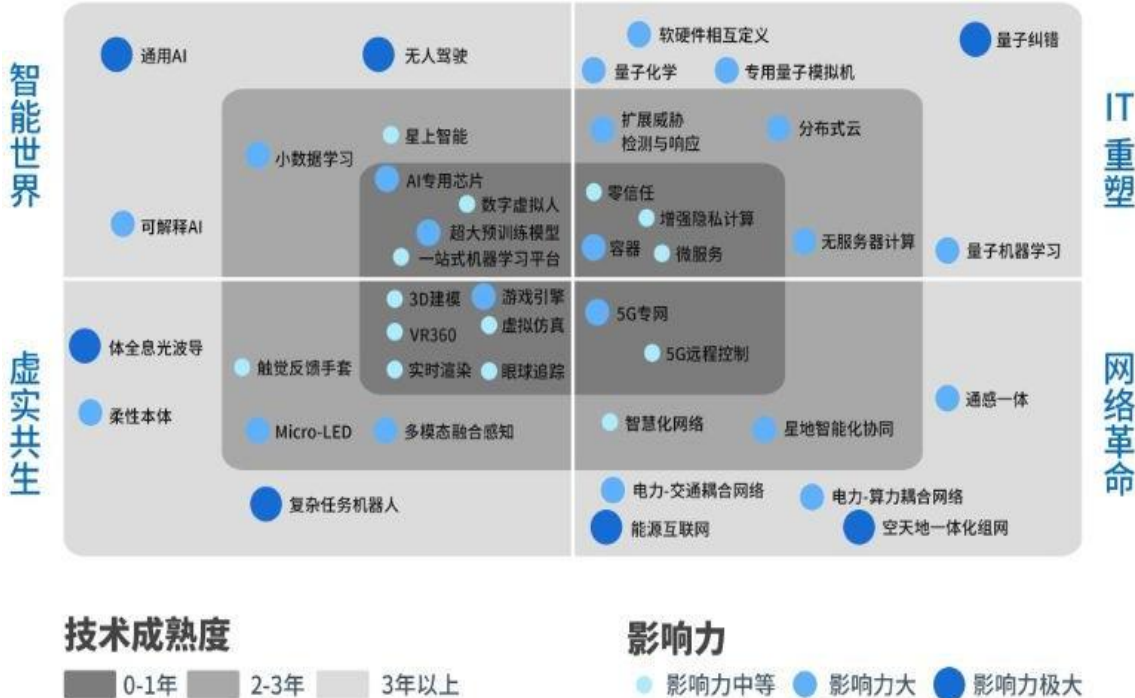
从新供给侧的角度：政策驱动下，AI加速赋能行业创业升级

- 3月7日，国务院关于提请审议国务院机构改革方案的议案中，着重强调数字资源、数字经济对经济社会发展的基础性作用，加强对数据的管理开发利用，**确认组建国家数据局**，负责协调推进数据基础制度建设，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设。4月28日中共中央政治局会议强调要**重视通用人工智能发展**，营造创新生态，重视防范风险。
- **AI下游应用前景广阔，加速赋能行业创新升级**。从新供给的角度，下游应用范围越广，技术周期越长；从AI+应用角度来看，医药、教育、语音转写等应用百花齐放，有望延续本轮技术周期，从应用挖掘的角度引发新一轮技术浪潮。

中国人工智能市场支出规模逐年攀升（单位：亿美元）



腾讯研究院：2020年十大数字科技应用趋势



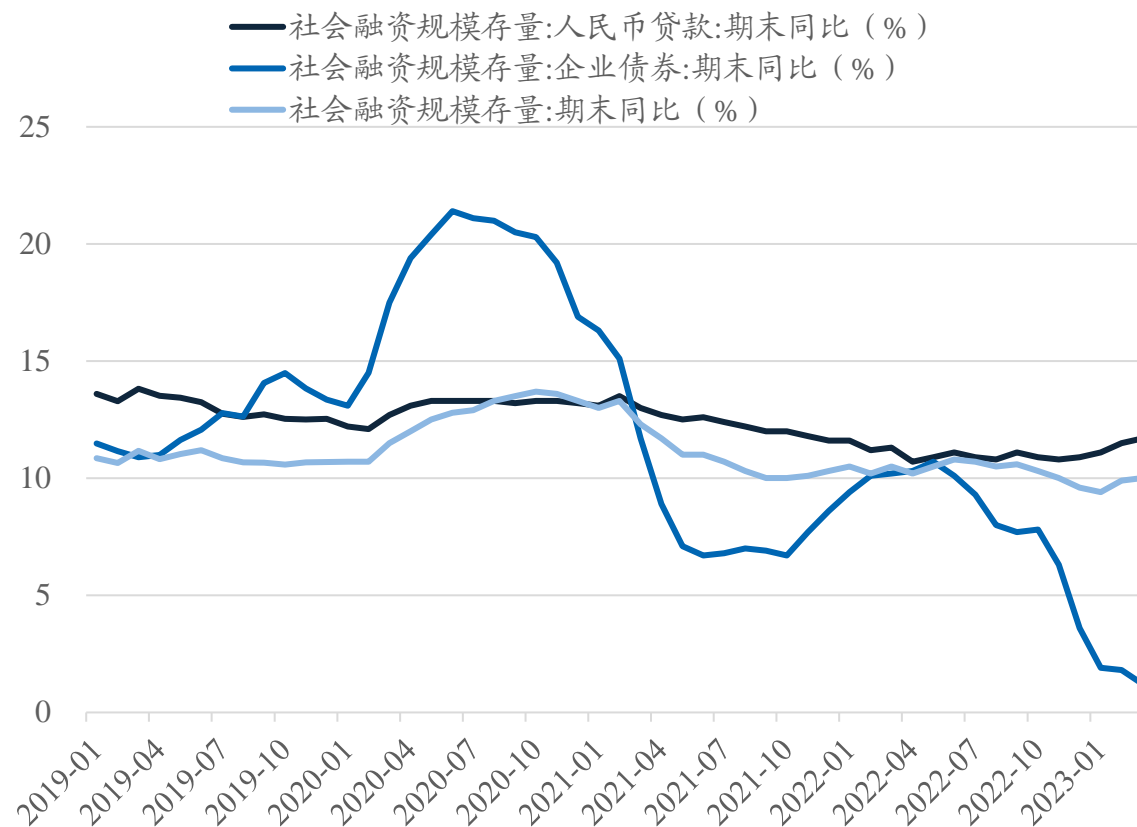
供给出清角度：消费行业供给出清/低扩张，胜者为王，利润率弹性明显加大

- 从产能利用率的角度来看，3月工业产能利用率74.3%，已经降至供给侧结构性改革之前的水平（剔除2020年一季度）。
- 从社融数据看，企业债券社融存量持续下行，预示供给侧扩张意愿薄弱，供给侧进一步出清。

3月工业产能利用率已经降至供给侧结构性改革之前的水平（剔除2020年一季度）（单位：%）



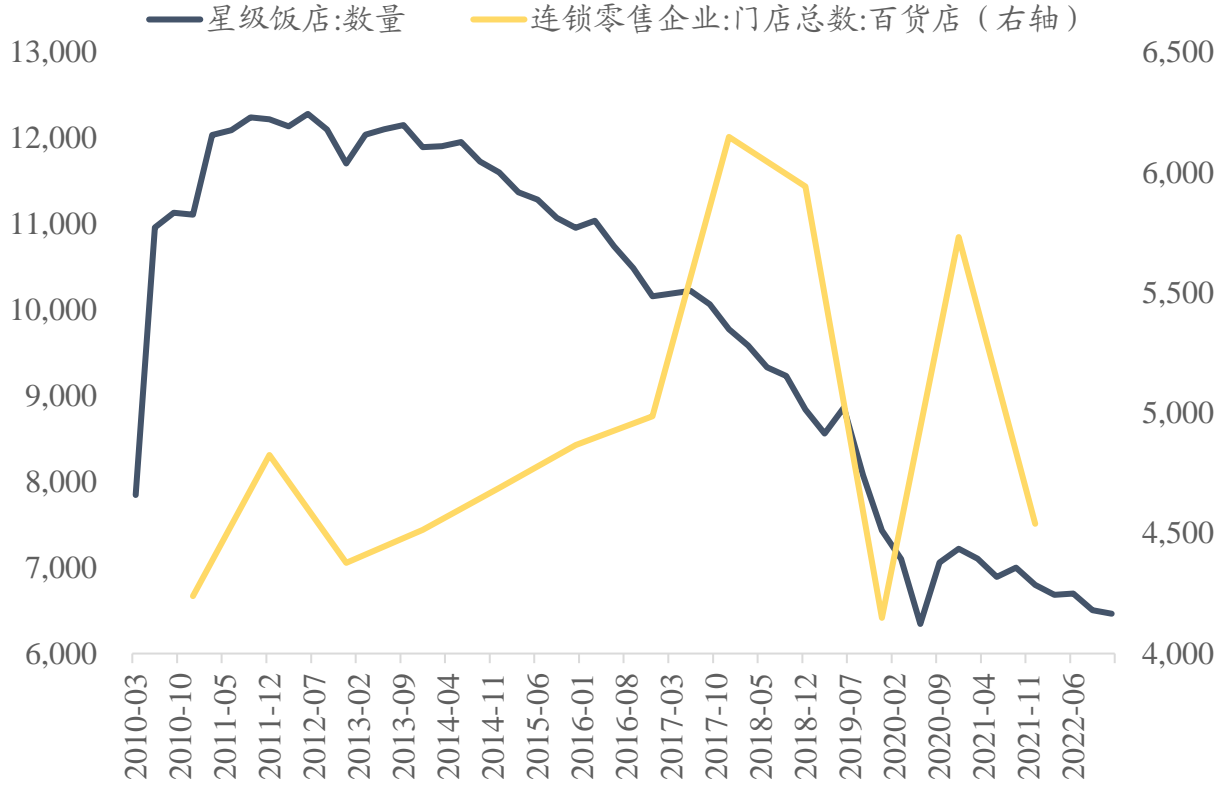
企业债券同比下降显著预示供给侧扩张意愿薄弱（单位：%）



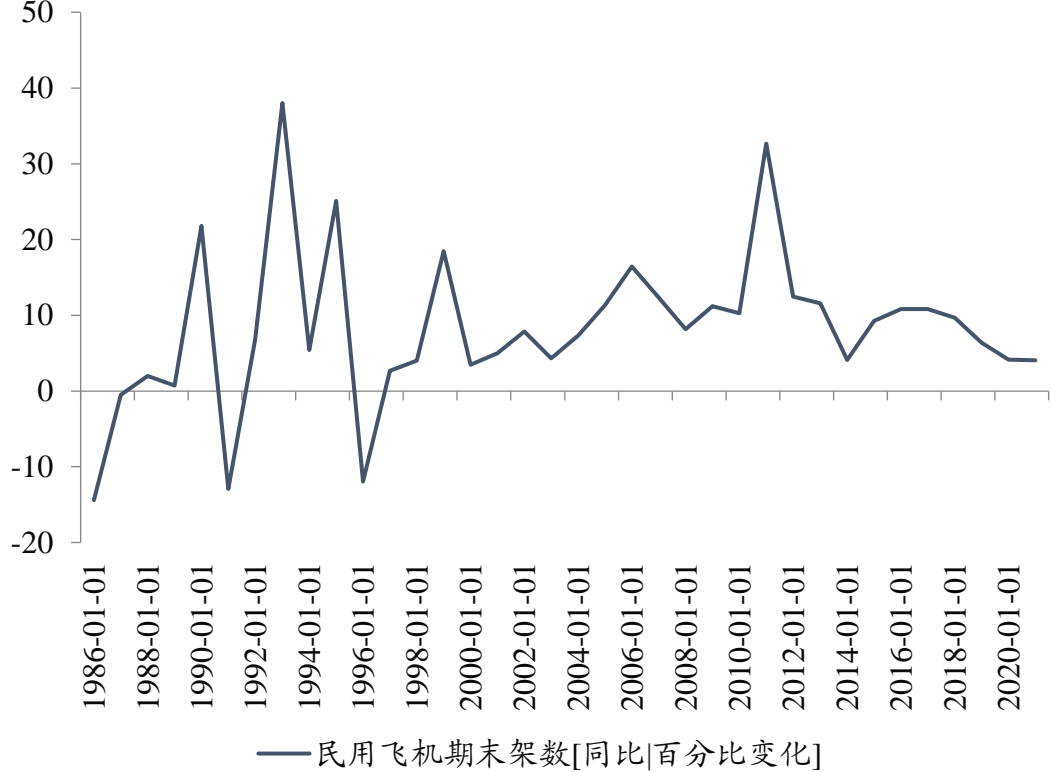
供给出清角度：消费行业供给出清/低扩张，胜者为王，利润率弹性明显加大

- 消费角度，4月28日中共中央政治局会议强调：1) 恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在；2) 要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费；3) 要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。
- 细分领域看，线下餐饮、零售百货、旅游运输是三大供给侧主要出清行业，门店数量在疫情期间显著下滑，行业集中度进一步提升，预计在经济复苏后能够实现行业竞争格局优化，利润率弹性预期触底反弹。

线下餐饮、百货店实现供给侧出清 (单位: 家)



民航供给扩张速度达到了近二十年以来的低点 (单位: %)



- 其一，“一带一路”相关标的是中国特色估值体系的重要组成部分。中国特色估值体系是反映国家战略的资本市场基础设施，而“一带一路”是国家战略的先进探索与重要实践，“一带一路”主题股票当然也是中国特色估值体系的重要组成部分。很多相关股票当前估值处于历史较低水平，增加了吸引力。
- 其二，稳定外贸、稳定外资是当前政府工作重心。今年4月25日国务院发表《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，明确指出外贸是国民经济的重要组成部分，并给出推动外贸稳规模优结构的诸多举措。“一带一路”是面对可能“惊涛骇浪”冲击下，最重要的稳定外贸手段。
- 其三，“一带一路”输出的是中国最具全球竞争力的产业。如果有海外资本在5月后逐渐涌入中国资产，全球配置思路中必然会选择最具全球竞争力的中国资产。
- 其四，一系列催化剂在即。包括不限于东盟峰会、金砖国家领导人峰会、“一带一路”高峰论坛等“一带一路”高规格会议会在今年相继举办。我们认为“一带一路”合作政策会逐步出台，利好相关企业。
- 其五，在全球资本寻找美元替代品的历史潮流中，“一带一路”推动人民币加速国际化。巴西与中国达成本币贸易结算协议，中国进出口银行与沙特国家银行落地首笔贷款合作，中国海油与法国道达尔能源完成首单以人民币计价结算进口液化天然气采购交易，阿根廷宣布使用人民币结算从中国进口的商品等都是重要例证。

5月A股策略：预备进攻，科技贯穿全年，消费进入优势区间

- ✓ 4月中下旬A股市场经历了较大幅度的波动，波动的核心在于存量博弈下交易结构的极致化以及短期博弈因素的累积。
- ✓ 进入5月，前期累积的一些短期博弈因素有所消化，5月A股市场将会进入更加均衡的格局，从指数层面来看，5月A股有望震荡上行，科技板块行情贯穿全年，但短期波动在所难免，消费行业在居民收入增速预期逐步传导之下，有望走出反转之势。
 - 当前A股市场的风险溢价（沪深300为5.42%）处于优势区间，买入并持有A股具有明显的中期性价比；
 - 社融增速触底回升，随着国内经济复苏以及2022年3月以后的低基数效应，盈利增速回升将很快出现，从而向居民收入和居民信心端传导，接下来，居民消费/投资信心的明显好转是打破年初以来经济数据和二级市场交易背离以及带来增量资金入市的关键。
 - 从存量到增量行情的资金面逻辑：
 - 北上资金可能回到年初快速净流入的状态：5月以后，随着海外加速衰退以及国内经济确认复苏，人民币汇率可能会持续走强，带动北上资金加速流入A股，北上资金从年初单纯交易国内疫后复苏向交易海外衰退+国内复苏的内外经济增速差逻辑转变。
 - 国内资金流动性下沉的视角：随着国内企业盈利的触底，对居民收入的传导也将开始，从而带动居民消费/投资的信心传导链条，此前高M2-低通胀可能在5月以后开始有所变化，流动性下沉的关键变化在于居民收入以及居民信心的顺利传导，历史上来看，传导需要1-2个季度时间，随着年初以来经济的复苏持续，今年二、三季度是关键节点，若结合海外资金入市加速，而外资风格偏好和国内公募重仓股大体趋同一致，公募重仓股行情一旦启动，则可能带动一波资金面正反馈。
- ✓ 产业策略层面：
 - TMT板块行情贯穿全年，预计5月将呈现TMT内部细分行业轮动的交易格局。1) 科技行情的演绎跟行业和风格比较关系很大，在弱复苏以及海外衰退担忧加剧的环境下，当下流动性水平对于科技板块构成风格和行业轮动支撑。2) 科技行业本身，基于供给创新角度，AI带动新产品供给，属于供给创造需求的逻辑，历史上全球滞胀担忧阶段，投资者对于供给侧的创新和变化更加关注。
 - 消费行业进入优势区间，一方面，疫情造成部分消费领域供给出清/低扩张，随着需求的恢复，满足上述条件领域的行业将带来利润率明显修复；另一方面，随着社融-企业盈利-居民收入-居民消费信心的顺利传导，将带动总量消费的复苏。
- ✓ 主题策略层面：
 - 关注中特估、一带一路：“一带一路”是中国特色估值体系的实践，一系列催化剂在即。

风险提示：经济复苏不及预期、海外衰退超预期、地缘政治事件黑天鹅等。

- **经济复苏不及预期：**经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性；
- **海外衰退超预期：**或将影响国内进出口及相关产业链；
- **地缘政治事件黑天鹅：**地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张。

免责声明

- 东吴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。
- 本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。
- 市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
- 本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
-
- 东吴证券投资评级标准：
 - 公司投资评级：
 - 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；
 - 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；
 - 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；
 - 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
 - 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。
 - 行业投资评级：
 - 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；
 - 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；
 - 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。
-

- 东吴证券研究所
- 苏州工业园区星阳街5号
- 邮政编码：215021
- 传真：(0512) 62938527
- 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园