

静待边际新变化

——2023年6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5月28日



核心摘要：静待边际新变化

01

经济基本面：欧美衰退预期修正，国内经济复苏继续分化

欧美衰退预期有所修正。4月美国ISM制造业和服务业PMI小幅回升至47.1和51.9，4月新增非农就业25.3万人超预期，4月欧元区服务业PMI延续强势，美债10Y-3M利差倒挂程度收敛至-154BP。国内经济复苏继续分化。4月社零和出口当月同比分别为18.4%和8.5%，但前者仍低于市场预期，内需修复不足拖累商品价格持续低迷，4月CPI同比增长0.1%；固定资产投资累计同比超预期回落至4.7%，地产投资降幅扩大，新开工是主要拖累，高频数据反映地产销售在降温。

02

流动性：美联储加息节奏有分歧，权益市场成交延续下行

美联储加息节奏有分歧。4月美国核心PCE同比增长4.7%，较前值回升；5月美联储加息25BP，但经济及通胀仍有韧劲，市场加息预期出现分歧，月内美元指数反弹至104，人民币汇率跌至7.05。国内货币政策预计维持稳健宽松。4月新增社融和人民币贷款1.22万亿元和7188亿元，均弱于季节性，一季度货币政策执行报告确认经济内生动力仍不足。权益市场资金面偏弱。5月新成立偏股型基金278亿份，北上资金净流出达104亿元，IPO等资金需求与上月基本持平。

03

权益配置策略：静待边际新变化

5月A股市场整体偏弱势。本轮市场的调整一方面来自于前期市场涨幅的兑现，另一方面来自于经济复苏预期的修正。5月A股交易情绪转弱，日均成交额已从月初的万亿规模回落至8000亿元左右。截止至5月26日，主要市场估值处于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40%和4%分位，处于相对历史底部的区间。短期震荡调整等待边际新变化，但全年结构性主线不变，仍看好数字经济TMT和中特估板块，并关注现代化产业体系。



CONTENT 目录

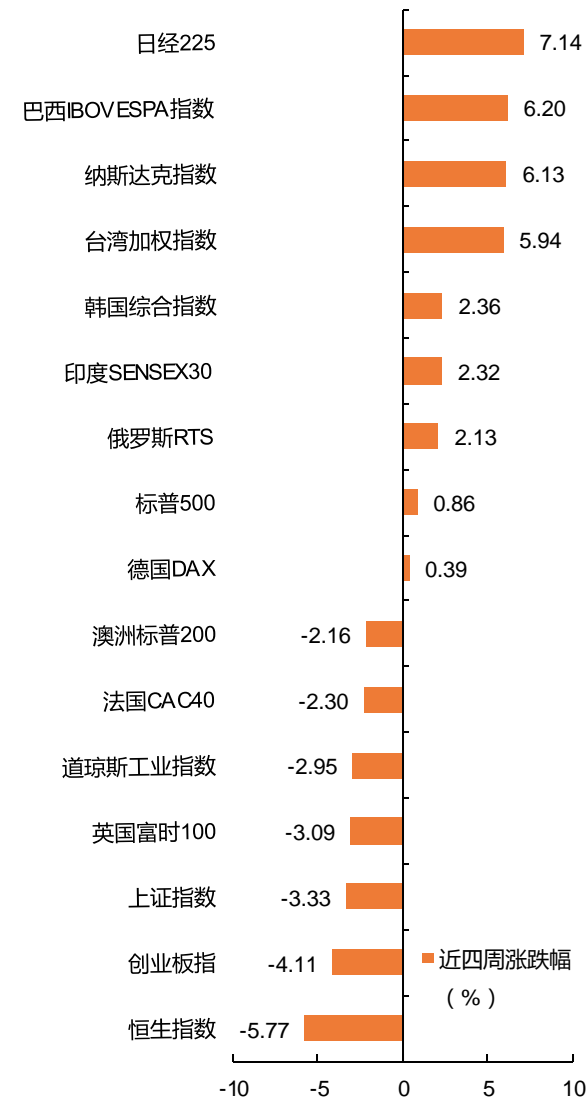
◎ 5月回顾：经济复苏预期修正下调整震荡

◎ 6月展望：静待边际新变化

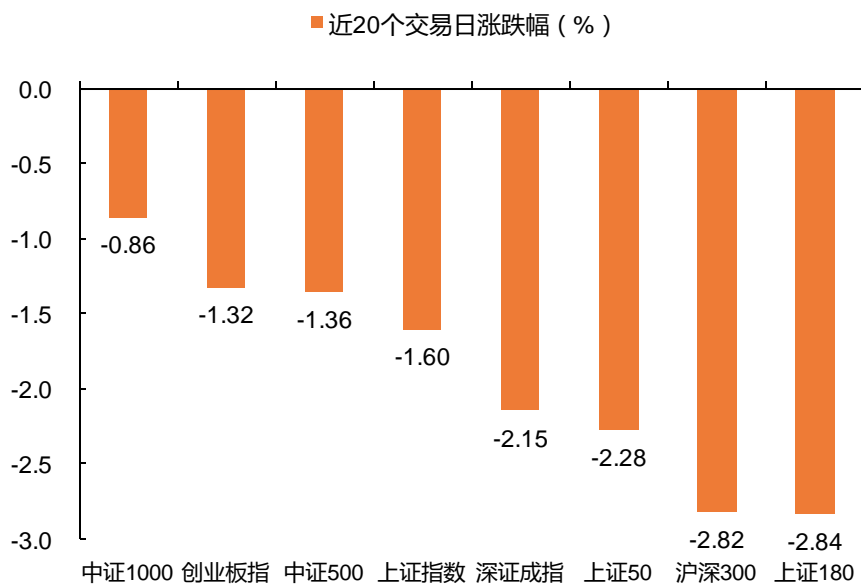
1.1 5月回顾：海外权益多数上涨，A股震荡调整

- 5月海外权益多数上涨，日本、法国、印度等国家主要股指创新高。在流动性环境有所缓和、经济数据仍相对韧性之下，美日欧代表的发达市场多数上涨。近20个交易日，日经225指数上涨7.1%，美股纳斯达克指数和标普500分别涨6.1%和0.9%。
- A股市场震荡调整。A股市场主要指数普遍下跌，近20个交易日，上证指数下跌1.6%，创业板指下跌1.3%，小盘股相对韧性，中证1000指数相对上证50、沪深300等大盘指数的跌幅相对较浅；风格整体均衡，中信五大风格指数均有不同程度下跌。

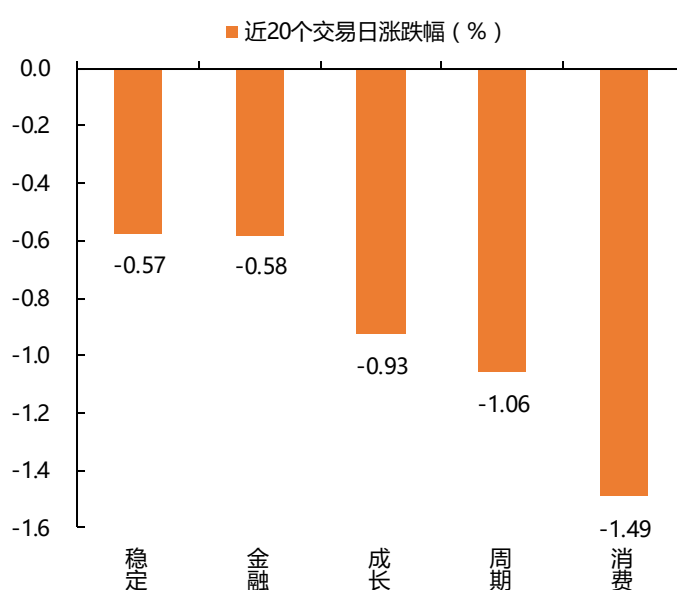
全球主要股指：发达市场相对占优



A股主要指数：普遍回调



中信风格指数：五大风格指数均回调

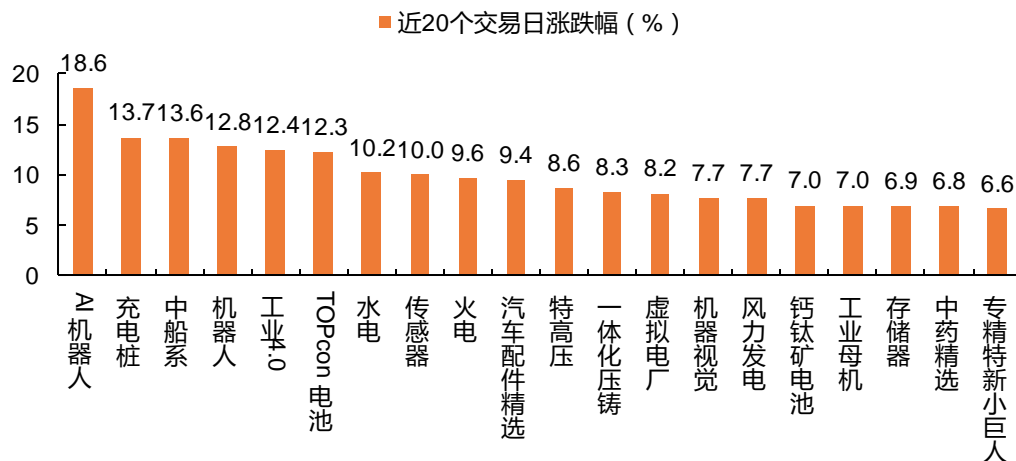


资料来源：Wind，平安证券研究所，全球主要股指近四周表现统计2023年4月28日-2023年5月26日、A股主要指数近20个交易日表现统计2023年4月25日-2023年5月26日。

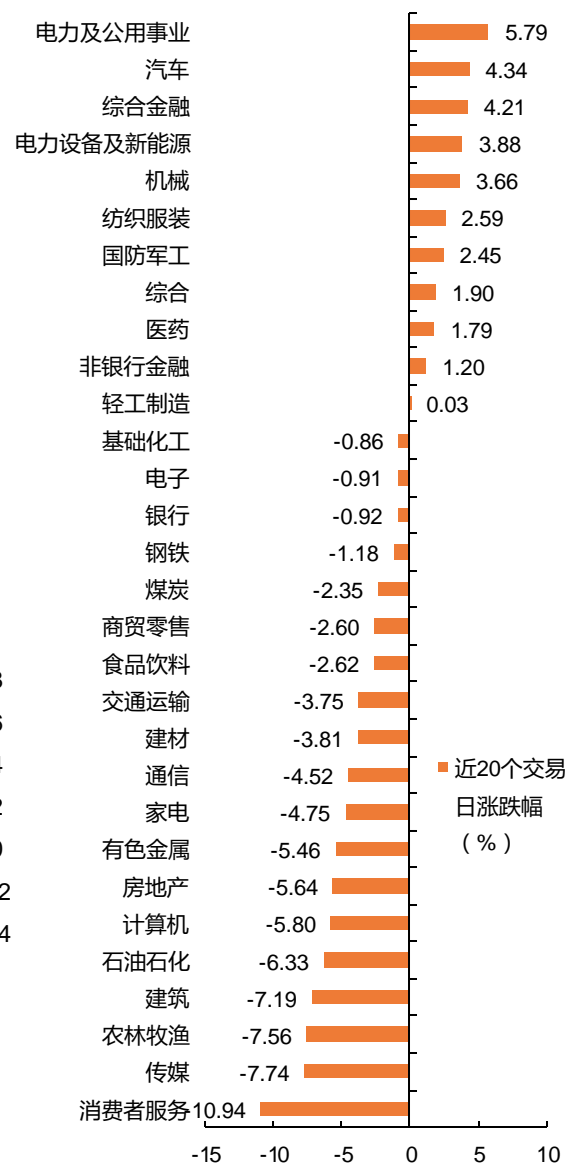
1.2 5月回顾：电力、新能源和先进制造板块占优

- 第一，电力及公用事业、汽车和综合金融涨幅居前。近20个交易日，电力及公用事业/汽车/综合金融的涨幅在4%~6%，电力设备及新能源和机械行业涨幅在3.5%以上。主要源于夏季电力保供重要性抬升、以及政策支持先进制造业推升相关板块热度。
- 第二，AI机器人、充电桩、机器人、工业4.0等制造业相关概念板块领涨。近20个交易日，AI机器人涨幅达19%，充电桩/工业4.0/TOPcon电池概念上涨10%-14%。主要政策支持推升先进制造板块热度及产业利好消息催化。
- 第三，近20个交易日，农林牧渔/传媒/消费者服务板块跌幅居前。

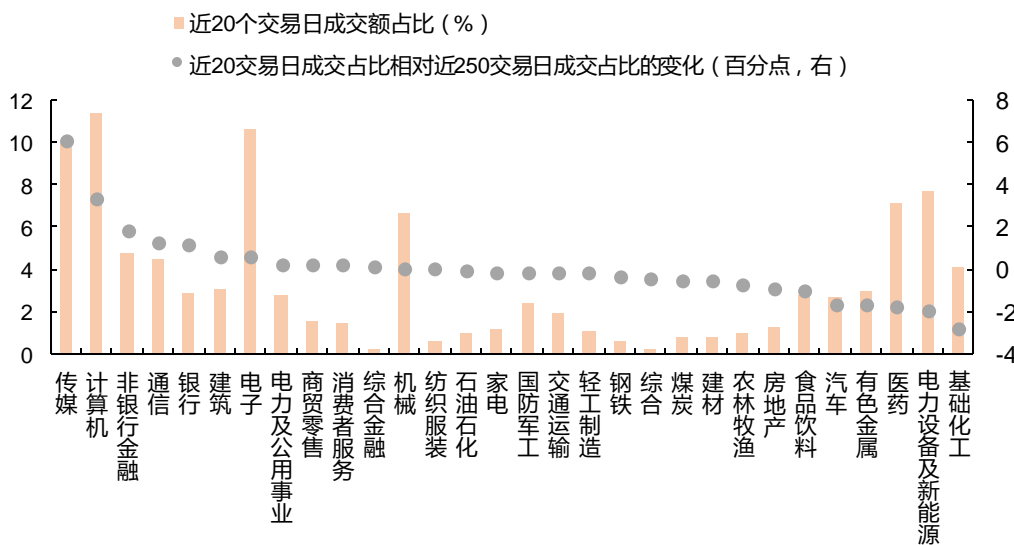
● 先进制造概念板块涨幅居前



● 电力、汽车、新能源涨幅居前



● TMT和金融板块的成交活跃度位居前列



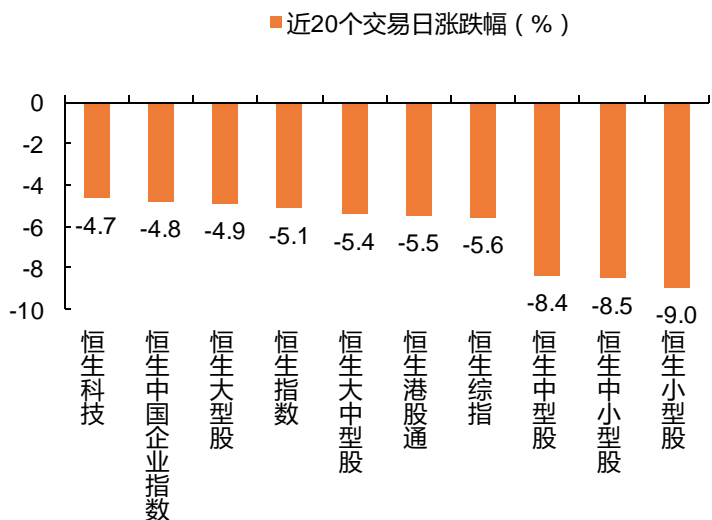
1.3 5月回顾：港股主要指数均回调，南向资金维持净流入

- 港股主要指数普遍下跌。近20个交易日，港股主要指数普遍下跌，恒生指数下跌5.1%，恒生科技跌4.7%。分行业看，各行业均有所下跌，能源业和公用事业相对韧性，跌幅在2%以内，原材料业和地产建筑业跌幅超10%。
- 近20个交易日，港股南下资金累计净流入246.2亿元人民币。在每日成交前十大个股中，资金净流入集中在互联网和中特估板块，腾讯控股净流入规模最大达到71.5亿元；而建设银行、港交所和理想汽车的净流出最多。

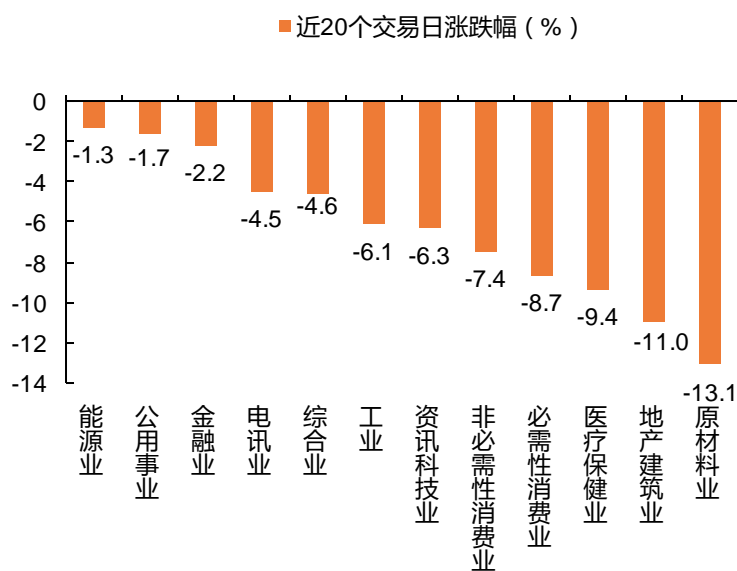
港股通每日成交前十大个股近四周累计净流入



港股主要指数普遍下跌



能源业/公用事业跌幅相对较浅



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4月26日-2023年5月25日。



CONTENT 目录

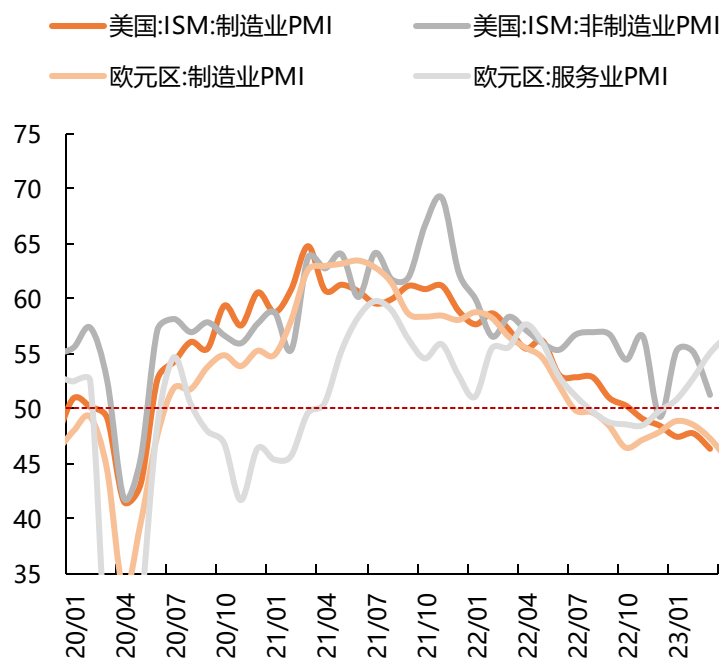
◎ 5月回顾：经济复苏预期修正下调整震荡

◎ 6月展望：静待边际新变化

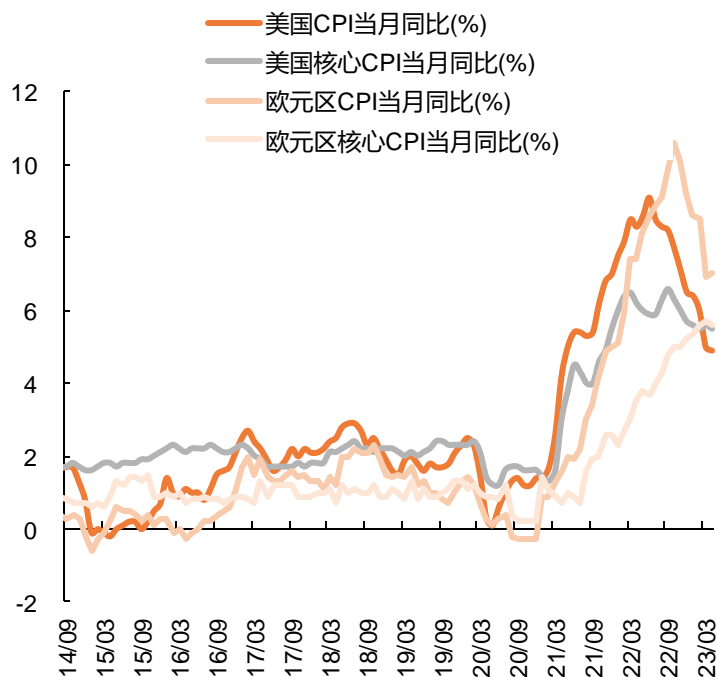
2.1 基本面：欧美衰退预期有所修正

- 欧美经济数据仍显韧性。4月美国ISM制造业和服务业PMI小幅回升至47.1和51.9，前者仍在收缩区间；就业市场方面，4月美国新增非农就业25.3万人，高于市场预期。欧洲方面，制造业延续收缩而服务业韧性仍强，4月欧元区制造业PMI回落至45.8，服务业PMI则回升至56.2。
- 在此情况下，市场对于欧美经济衰退的预期有所修正。美债10Y-3M利差倒挂从月初的-189BP收敛至当前的-154BP。

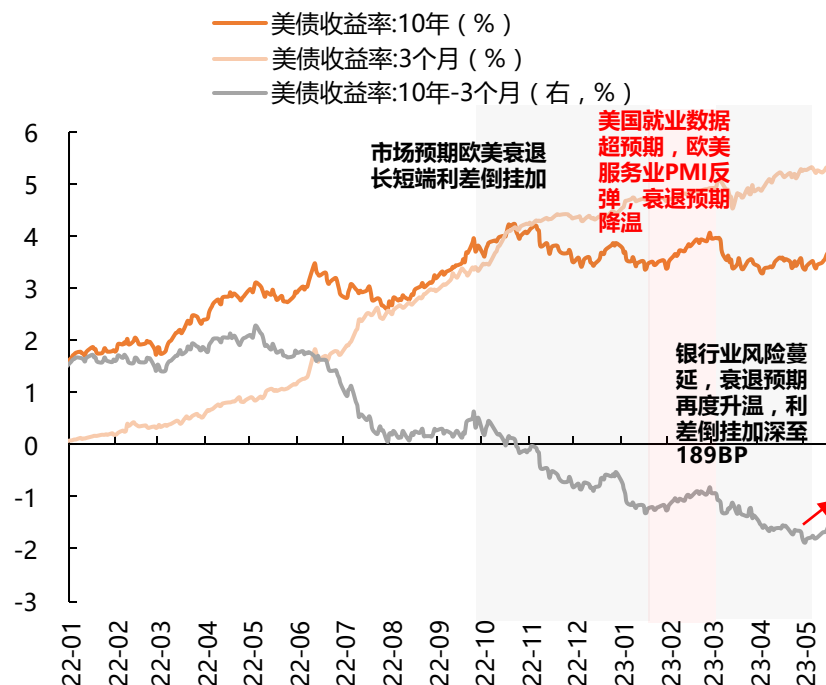
4月美国制造业PMI小幅回升



美国通胀延续回落



目前美债10Y-3M利差倒挂至-154BP

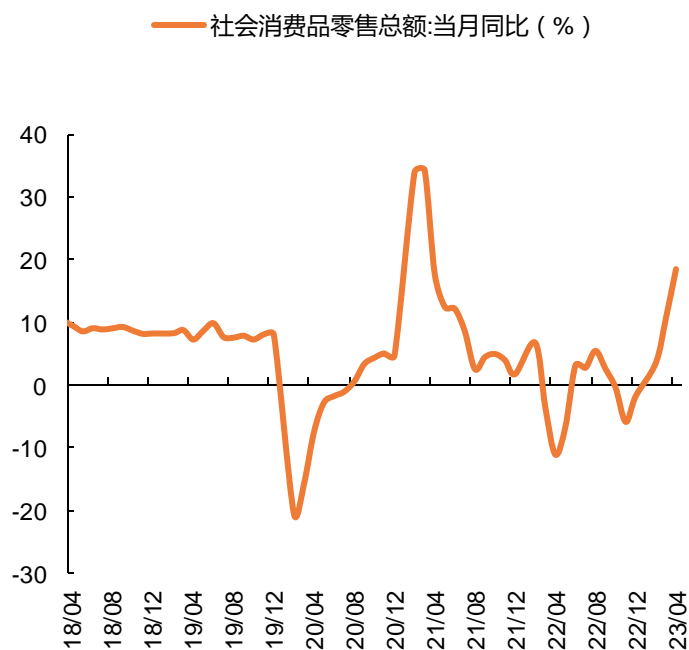


资料来源: Wind, 平安证券研究所

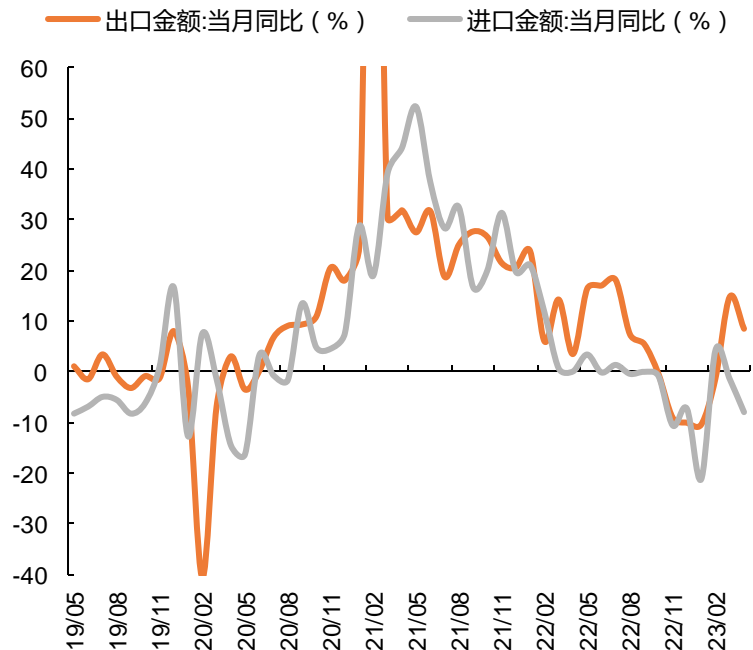
2.1 基本面：国内经济复苏分化，出口和服务消费是支撑

- 国内经济复苏继续分化，出口和服务消费是主要支撑项，生产和投资相对中性，各分项内部亦有分化。
- 消费：出行服务消费强，耐用品消费疲弱。4月社零当月同比在去年低基数的情况下录得18.4%的高增速，但仍低于市场预期，环比增速为0.49%较前值回落，结构上服务消费修复势头延续而耐用消费品仍然疲软。
- 出口：出口继续对经济形成支撑。4月出口当月同比8.5%。结构上，对一带一路沿线、俄罗斯和东盟的出口明显增长。
- 物价：商品价格继续维持低迷。4月CPI同比增速0.1%，较前值继续回落，显示内需修复仍不足。

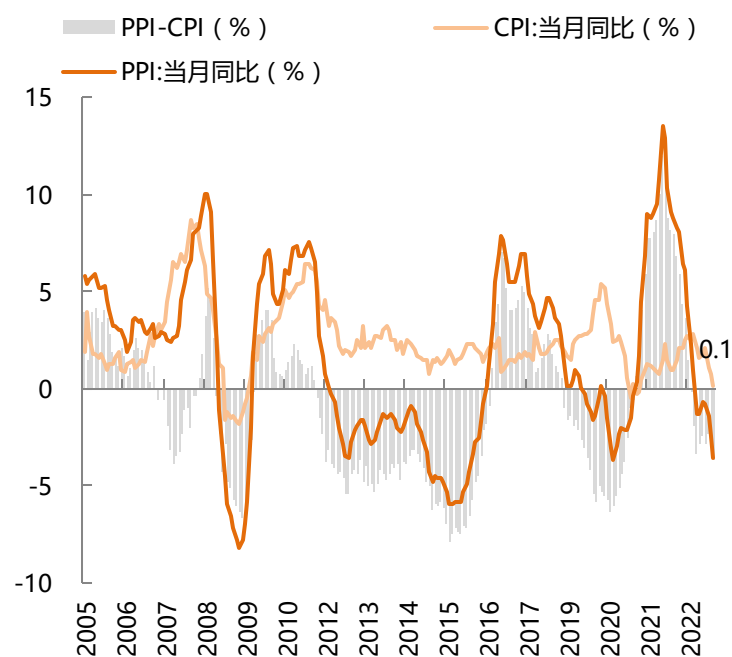
4月社零当月同比增速录得18.4%



4月出口当月同比增速达8.5%



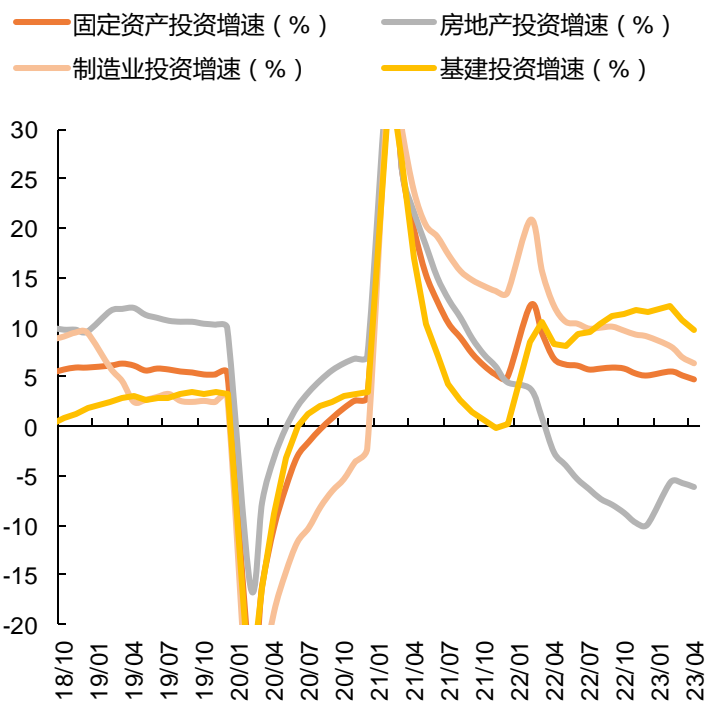
4月CPI同比0.1%较前值继续回落



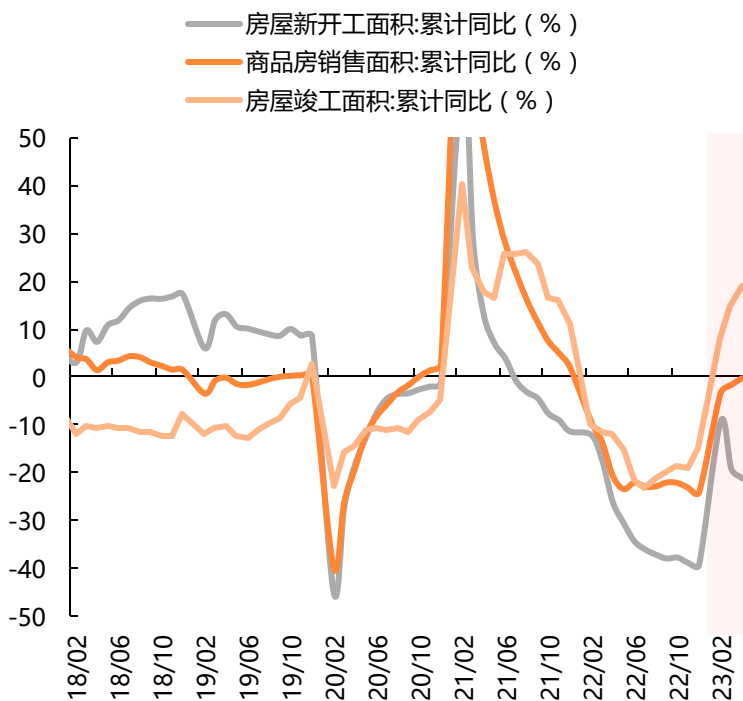
2.1 基本面：投资需求回落，地产销售降温

- **投资：固定资产投资超预期回落，基建与地产继续分化。**4月固定资产投资累计同比增速4.7%，低于前值的5.1%，基建、地产和制造业分项分别为9.8%、6.4%和-6.2%，均较前值有不同程度走弱。
- **地产：修复斜率放缓，新开工投资回落，销售降温。**4月地产投资端的竣工和新开工进一步分化，新开工累计同比增速回落至-21.2%；30大中城市商品房成交数据显示5月地产销售继续降温，截至5月26日，30大中城市月度日均商品房成交面积环比下降5.0%，同比增长17.9%，同比增速较4月回落。

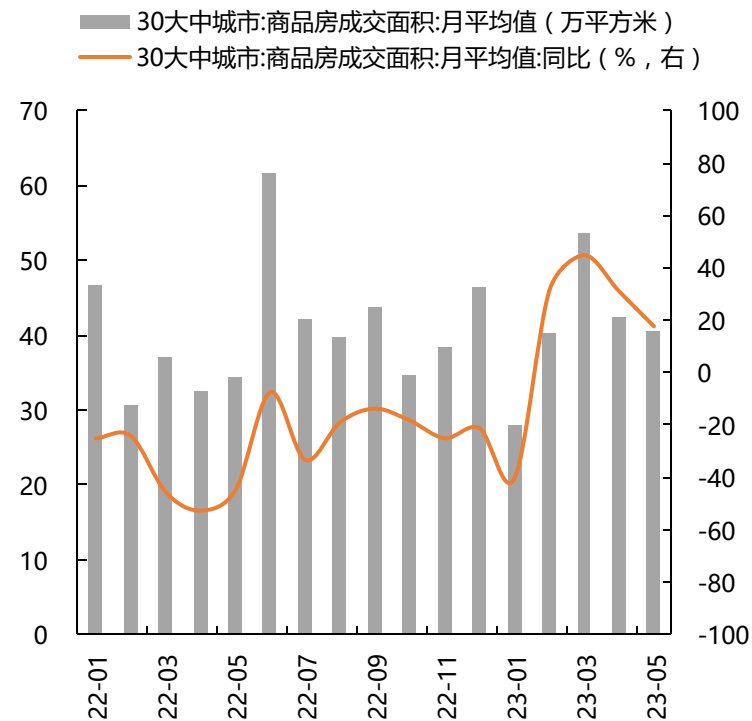
4月固定资产投资超预期回落



4月地产新开工累计同比回落



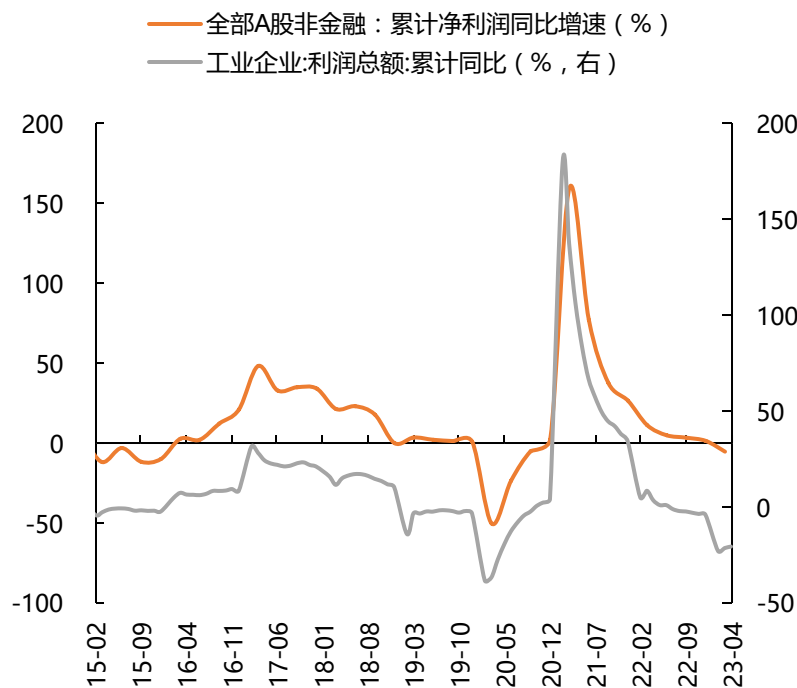
30大中城市商品房成交面积



2.1 基本面：Q1全A非盈利筑底，新旧产业景气分化

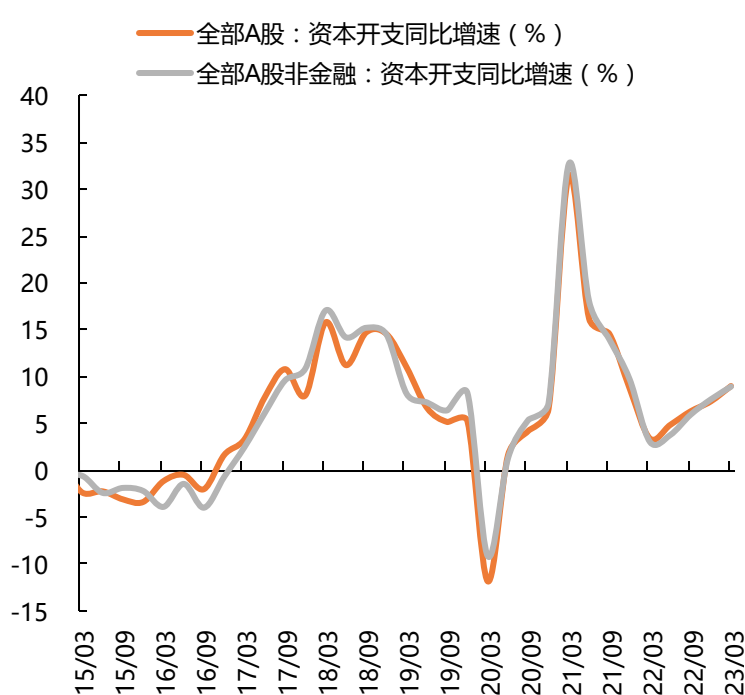
- 4月工业企业利润累计同比增速为-20.6%，较前值回升0.8%。
- 2023年一季度的A股非金融净利润增速为-5.8%，盈利底部基本确认。行业景气来看，一季度高景气行业集中在疫后修复和先进制造板块，预计后续新旧产业业绩景气分化延续，出口仍有承压。一是消费板块业绩仍有修复空间；二是先进制造业和数字产业高景气有望延续；三是出口型企业后续经营或承压；四是地产复苏斜率平缓；五是周期景气或继续回落。

23Q1 实体企业盈利增速筑底

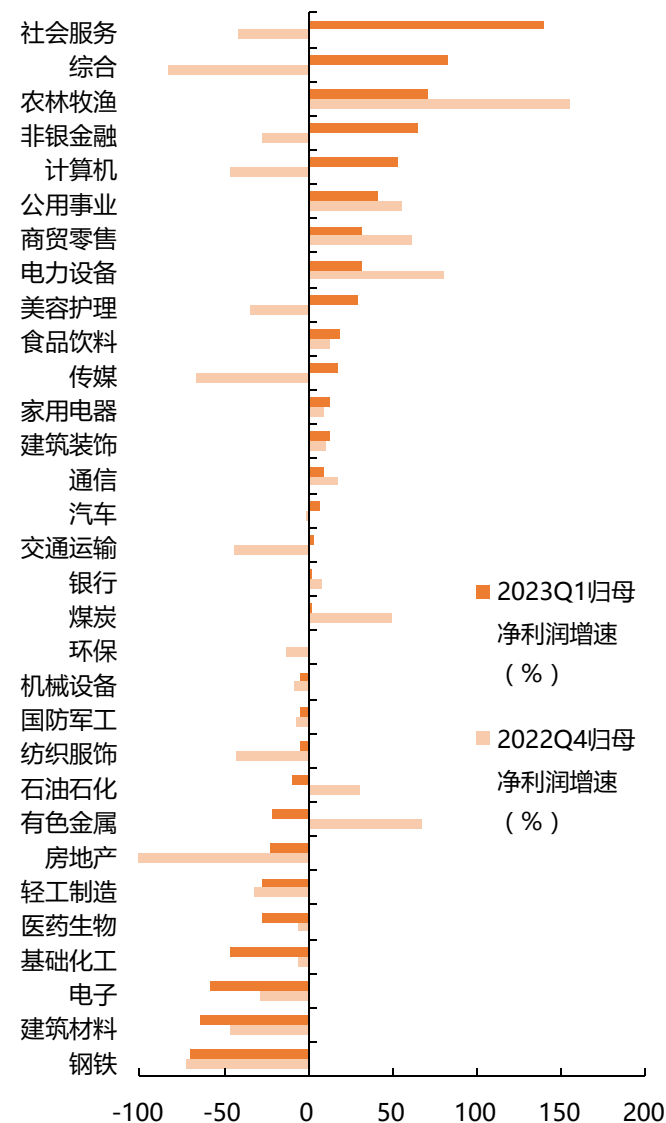


资料来源：Wind，平安证券研究所

23Q1 实体企业资本开支继续回升



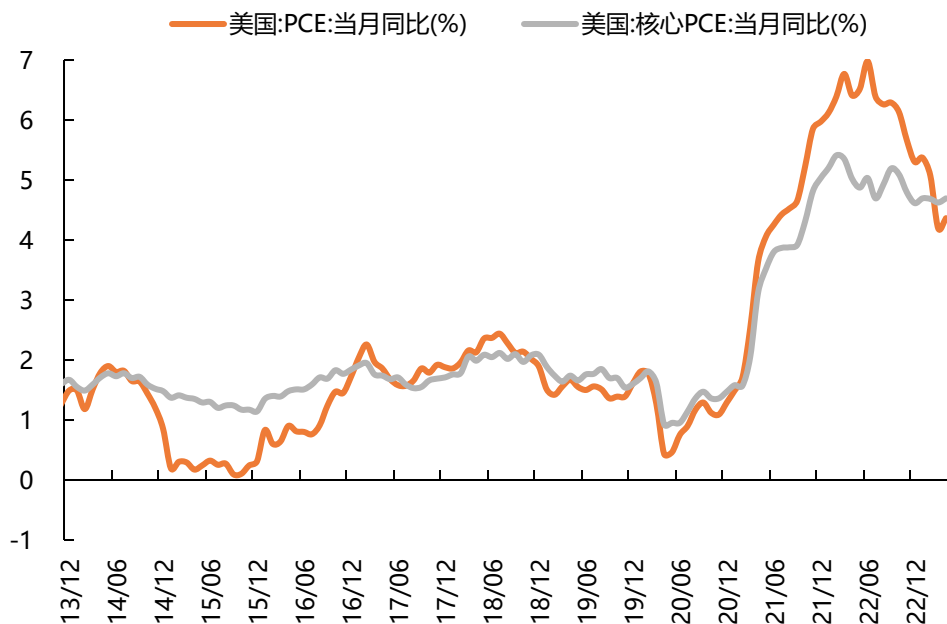
疫后修复板块景气明显改善



2.2 流动性：美联储加息节奏有分歧，人民币汇率跌破7.0

- 美国通胀韧性仍强，货币政策再度出现摇摆，市场加息预期反复。5月26日美国商务部公布最新PCE数据，4月美国PCE同比增长4.4%，高于预期值4.3%，高于前值4.2%，核心PCE同比上涨4.7%，较前值回升，也高于预期的4.6%。虽然月初美联储议息会议加息25BP后市场普遍预期6月暂停加息，但PCE数据公布后，市场对于后续美联储加息动作的预期再度分歧，10Y美债收益率上行10BP至3.8%以上，美元指数上行至104。最新Fed Watch数据显示，6月继续加息25BP的概率由周中的33%上行至70%左右，暂停加息的概率由67%下降至29%左右。
- 另外，受国内经济修复放缓、市场避险情绪升温及企业结汇走弱等因素的影响，月中人民币汇率再度走贬并跌破7.0。

4月美国PCE同比超预期反弹



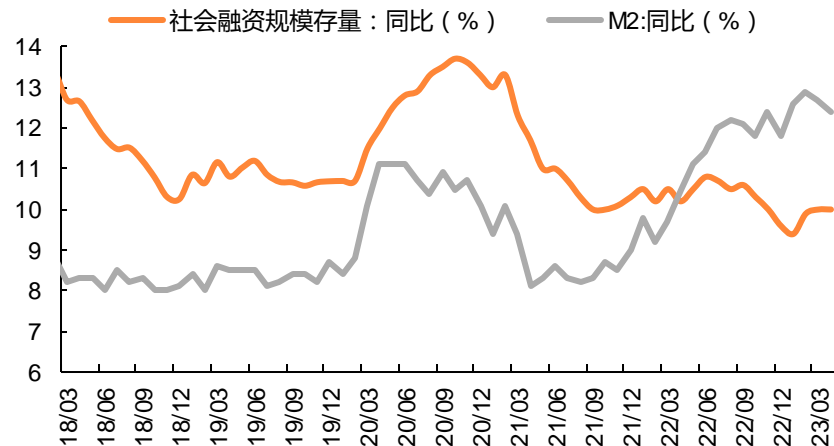
近期美元指数小幅反弹至104，人民币汇率跌破7.0



2.2 流动性：国内货币政策维持稳健宽松

- 实体融资需求修复缓慢。4月新增社融1.22万亿元，虽高于去年同期，但低于过去5年同期均值，4月金融机构新增人民币贷款7188亿元，也低于过去5年同期均值。同时，4月社融增速较M2增速仍有2.4pct的差距，反映仍有流动性淤积在金融体系而未支持到实体。经济弱复苏之下，10Y国债收益率从月初2.73%一度回落至2.70%。
- 另外，一季度央行货币政策执行报告表示经济增长好于预期但内生动力仍不足，新增“疫情‘伤痕效应’尚未消退”的表述，预计后续政策仍维持稳健宽松。

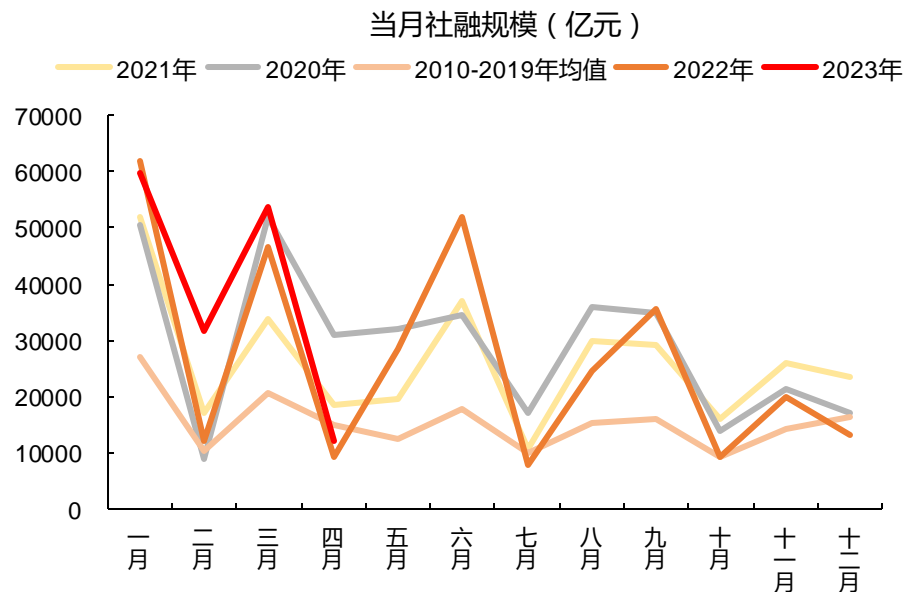
● M2与社融增速差距较大



● 近期10Y国债收益率在2.71%上下波动



● 4月新增社融低于季节性



2.2 流动性：北上资金净流出规模扩大

- 5月市场交易情绪有所降温，市场资金面偏弱。从供给端来看，截至2023年5月26日，5月融资业务余额为1.5万亿元，与上月持平；新成立偏股型基金278亿份，与上月基本持平；北上资金净流出达104亿元；从需求端来看，5月IPO规模301.5亿元，再融资规模84亿元，均较上月有所减少；大股东减持规模336亿元，较上月增加。

⊙ A股市场流动性：北上资金净流出规模扩大

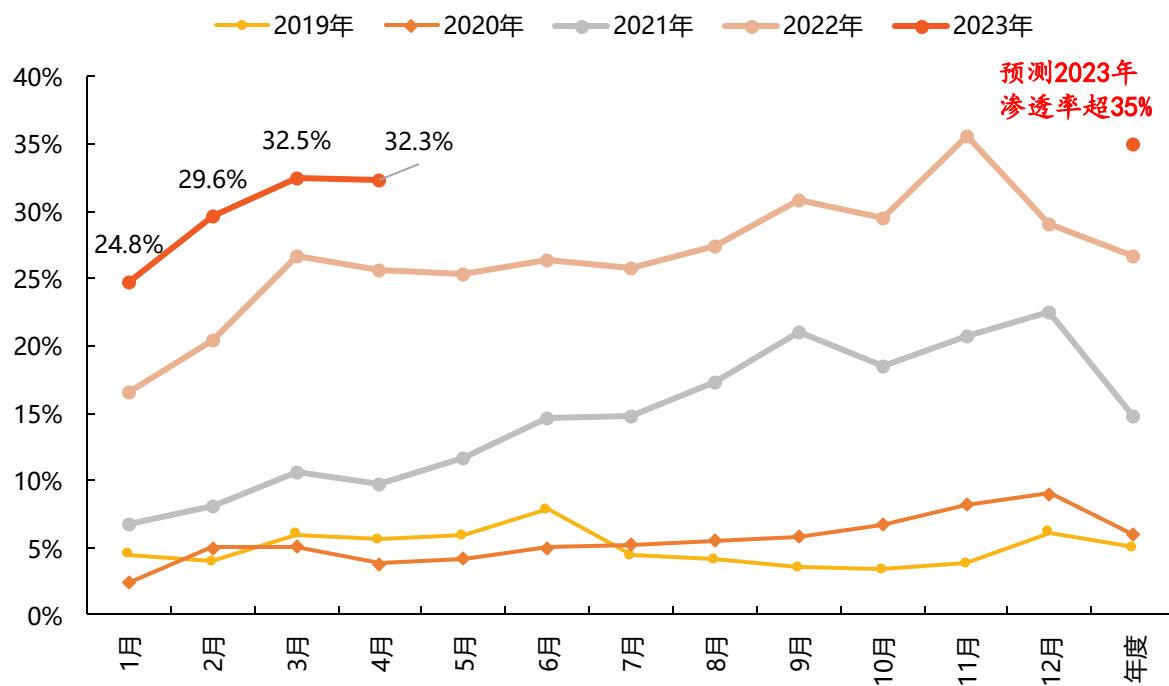
项目	类型 I	类型 II	指标	2023-03	2023-04	2023-05	2022年5月以来月度表现
资金供给	个人投资者	新增投资者	每月新增个人投资者人数（万人）	189.2	99.7	-	
		杠杆资金	融资业务余额（亿元）	15129.9	15139.2	15192.2	
	机构投资者	公募基金	新成立偏股型基金份额（亿份）	478.5	261.8	278.4	
		境外资金	陆股通	每月陆股通净流入（亿元）	354.4	-45.5	-104.3
资金需求			陆股通累计成交净额月环比增速（%）	1.9	-0.2	-0.5	
	IPO		首发募集资金规模（按发行日统计，亿元）	550.5	453.0	301.5	
	再融资		增发募集资金规模（按发行日统计，亿元）	479.5	334.5	84.0	
	限售股解禁		当月限售股解禁规模（亿元）	3251.9	3399.7	3396.9	
	产业资本减持		重要股东减持规模（亿元）	476.5	244.7	336.0	

资料来源：Wind，平安证券研究所，数据统计截至2023年5月26日

2.3 政策：中央层面加码建设现代化产业体系

- 4月政治局会议定调以来，5月高层会议均在强调加快现代化产业体系建设，加码先进制造业发展，推动人工智能发展，政策也在进一步加码新能源汽车渗透和充电基础设施建设。

乘联会预测2023年全国新能源车零售渗透率有望超35%



近期关于现代化产业体系、先进制造业和新能源的政策布局

- 2023.04** 中央政治局会议：快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，要夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。
- 2023.05** 中央财经委员会会议：加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，把握人工智能等新科技革命浪潮，推进产业智能化、绿色化、融合化
- 2023.05** 国常会审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见：把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大
- 2023.05** 国家发改委等发布《加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》：支持农村地区购买使用新能源汽车，给予消费券等支持，加快实现适宜使用新能源汽车的地区充电站“县县全覆盖”、充电桩“乡乡全覆盖”。

政策：地方政府重点布局先进制造业和优势产业链集群

- 制造业方面，各地重点布局先进制造业集群和优势产业链。
- 江浙沪等东部沿海地区：集成电路、新能源汽车、高端船舶与海工装备等先进产业集群。
- 湖南江西贵州等中部地区：巩固工程机械、轨道交通等优势产业，培育电子信息、新能源、新材料等战略新兴产业，加大传统产业升级。
- 陕甘云等西部地区：聚焦能源、装备制造等优势产业，发展电子信息、军民融合等新兴产业。
- 东北三省：培育壮大航空航天、农机装备、数控机床等重点产业，推进石化、精细化工、冶金、轻工等优势产业向中高端迈进。
- 服务业方面，大力发展生产性服务业（信息服务、现代金融、供应链、服务型制造）和生活性服务业（旅游康养、养老托育、文化旅游等）。

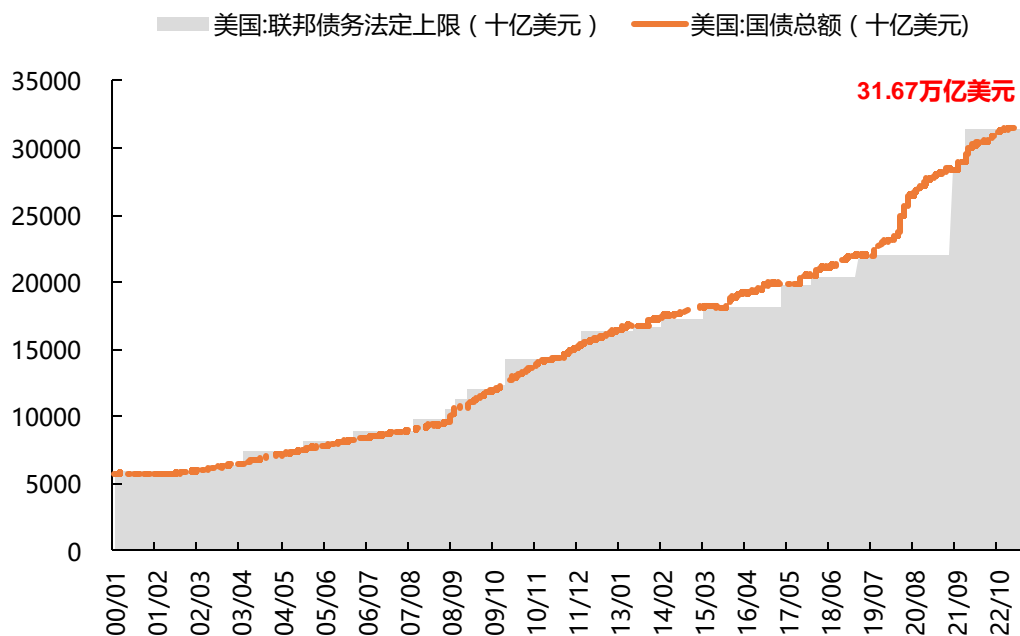
2023年重点省市关于现代化产业体系的规划



风险：美债上限谈判达成初步协议，关注削减开支以及经济预期

- 美债上限谈判达成初步协议。据央视新闻报道，5月27日美国众议院议长麦卡锡称，美国债务上限谈判“取得进展”，两党有望在6月5日前达成协议。目前市场对美债上限问题的关注逐步转向对协议内容的博弈，削减开支以及经济预期是关注点。目前1年期美国CDS大约在163BP，较上周回落近10BP。
- 根据历史经验，2010年以来，美国政府债务提高上限共计13次，仅2011年8月和9月两次调整对股票市场带来较大波动，且市场负面影响大多可在一个月内得到消化。展望后续，短期美债上限问题仍将对市场带来扰动，但影响总体偏短期。

美国政府债务规模与债务上限



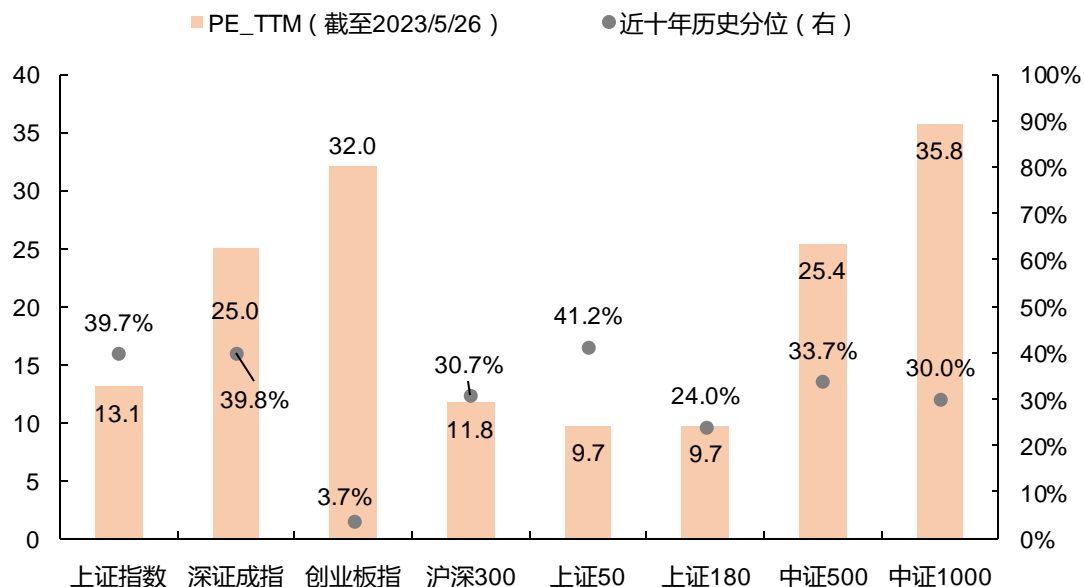
历次美国政府提高债务上限及市场表现

提高债务上限日	最新债务上限 (万亿美元)	标普500指数表现 (%)				
		前30日涨跌幅	前5日涨跌幅	当日涨跌幅	后5日涨跌幅	后30日涨跌幅
2010/2/12	14.3	-4.50%	1.17%	-0.27%	2.74%	8.79%
2011/8/2	14.7	-1.37%	-6.23%	-2.56%	-8.89%	-7.64%
2011/9/21	15.2	4.23%	-0.52%	-2.94%	-4.25%	2.98%
2012/1/27	16.4	6.46%	0.14%	-0.16%	2.01%	3.99%
2013/5/19	16.7	6.89%	2.51%		-0.44%	-3.20%
2014/2/8	17.2	-1.69%	0.16%		2.43%	3.82%
2015/3/16	18.1	2.97%	0.48%	1.35%	2.48%	2.99%
2017/3/16	19.8	4.50%	0.78%	-0.16%	-1.65%	-0.04%
2017/12/9	20.5	3.69%	0.15%		1.46%	7.08%
2019/3/1	22.0	7.41%	1.04%	0.69%	-1.49%	4.41%
2021/8/1	28.4	4.06%	0.64%		0.84%	1.09%
2021/10/14	28.9	-1.87%	1.71%	1.71%	4.26%	5.29%
2021/12/16	31.4	0.82%	-0.69%	-0.87%	0.34%	-4.13%

2.5 估值：市场指数估值普遍处于均值以下

- 主要市场指数估值有所消化，目前均处于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40%和4%分位。
- 结构上，截至2023年5月26日，TMT板块（除通信）PE估值在60%分位以上，机械/国防军工的PE在20%-45%分位，电力设备及新能源的PE在1%分位的历史底部。交易拥挤度方面，TMT板块交易拥挤度有所降温但仍处于历史高位。

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 (%截至 2023/5/26)		PE估值 (截至 2023/5/26)		PB估值 (截至 2023/5/26)		成交量占全部A股比重 (截至2023/5/26)	
	年初以来	5月	PE_TTM	历史分位	PB_LF	历史分位	成交量占比	历史分位数
电力及公用事业	7.31	3.23	28.11	81.3%	1.82	51.7%	7.2%	95.6%
汽车	-1.85	0.84	35.77	72.4%	2.09	34.2%	3.5%	48.3%
机械	5.70	0.70	35.94	21.2%	2.49	36.7%	7.7%	95.0%
电子	10.40	-0.46	64.68	80.1%	3.41	23.1%	6.9%	58.4%
纺织服装	1.14	-0.55	36.55	73.2%	1.76	10.1%	1.1%	21.8%
综合	-11.06	-0.55	/	/	1.86	41.4%	0.4%	0.5%
银行	1.25	-0.93	4.89	17.0%	0.56	6.9%	3.3%	43.5%
综合金融	0.50	-0.96	287.64	97.5%	1.35	/	0.4%	93.7%
电力设备及新能源	-5.08	-0.98	23.75	0.8%	3.12	49.6%	7.0%	82.1%
国防军工	0.85	-1.07	69.47	43.1%	3.30	40.4%	1.7%	62.2%
医药	0.88	-1.11	43.03	64.4%	3.53	8.9%	5.4%	78.5%
轻工制造	-3.29	-2.24	35.28	55.4%	2.05	3.2%	1.1%	0.6%
基础化工	-8.23	-2.47	21.60	15.3%	2.34	25.5%	3.8%	3.7%
钢铁	-1.11	-3.07	45.33	75.7%	0.99	19.4%	1.4%	2.1%
计算机	24.62	-3.63	103.97	64.9%	3.97	29.6%	7.7%	92.7%
非银行金融	5.17	-3.64	15.74	30.2%	1.29	8.8%	3.2%	33.0%
通信	26.76	-3.96	20.80	8.5%	1.71	10.0%	4.3%	85.1%
食品饮料	-5.86	-4.29	31.43	46.6%	5.97	59.3%	0.9%	0.3%
家电	7.39	-4.35	15.60	21.8%	2.52	18.3%	1.3%	23.8%
煤炭	-2.21	-4.35	6.36	0.4%	1.25	48.5%	1.3%	19.3%
建材	-9.10	-5.67	21.99	63.5%	1.32	0.1%	1.3%	3.6%
商贸零售	-5.52	-5.78	/	/	1.50	29.9%	2.0%	37.6%
交通运输	-4.40	-6.24	31.95	83.9%	1.46	18.8%	2.3%	6.0%
房地产	-14.40	-6.34	/	/	0.88	0.5%	4.4%	37.3%
有色金属	-1.73	-7.16	14.44	0.0%	2.20	22.3%	2.5%	3.6%
农林牧渔	-10.00	-7.70	50.53	53.9%	2.81	12.9%	1.3%	1.0%
石油石化	8.36	-7.87	10.06	8.5%	1.12	37.3%	1.5%	24.2%
传媒	36.41	-10.62	197.67	97.1%	2.58	41.3%	7.5%	96.4%
建筑	10.01	-10.89	10.46	40.4%	0.96	15.6%	4.5%	74.1%
消费者服务	-24.18	-12.05	200.83	86.4%	4.11	48.1%	1.7%	97.5%

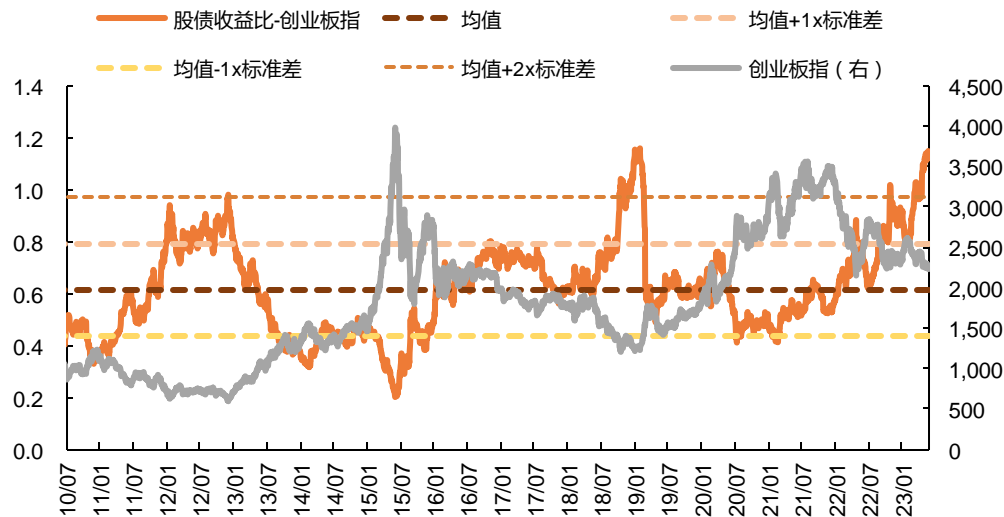
2.6 展望：静待边际新变化

- 本轮市场的调整一方面来自于前期市场涨幅的兑现，另一方面来自于经济复苏预期的修正。5月A股交易情绪转弱，日均成交额已从月初的万亿规模回落至8000亿元左右。
- 当前市场估值处于均值以下的相对低位，沪深300股债收益比位于十年以来94%的相对分位，吸引力进一步提升。
- 尽管短期震荡调整等待边际新变化，但全年结构性主线不变，仍看好数字经济TMT和中特估板块，并关注现代化产业体系。

沪深300股债收益比位于十年以94%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±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±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。