

策略动态跟踪报告

人民币弱势震荡，A股影响如何？——基于股汇联动视角

证券分析师

魏伟	投资咨询资格编号 S1060513060001 WEIWEI170@pingan.com.cn
郭子睿	投资咨询资格编号 S1060520070003 GUOZIRUI1807@pingan.com.cn
郝思婧	投资咨询资格编号 S1060521070001 HAOSIJING374@pingan.com.cn



平安观点：

- **股汇联动的机制与历史经验。**“811”汇改以来，人民币汇率与A股走势具有明显的相关性。在人民币升值阶段，A股普遍上涨；而在人民币贬值阶段，A股往往有调整压力。人民币汇率与股票价格均是市场定价的结果，二者的相关性更多体现在是否受到相同因子的影响或彼此之间共振导致走势相关，而非互为因果关系。当人民币汇率与A股走势均主要由国内经济增长预期或者黑天鹅事件主导时，二者的相关性更高。从相关系数来看，人民币汇率与沪深300走势的相关性最高接近0.7，其次是上证指数，然后是创业板指数，这可能是由于沪深300指数包含更多的顺周期板块。
- **分行业看，在人民币汇率大幅贬值阶段，市场短期以防守为主，**商贸零售、美容护理、医药生物、食品饮料等稳健性行业相对表现领先，银行、交通运输、钢铁、等顺周期行业表现相对落后；**在大幅升值阶段，成长和周期的短期表现更为强势，**以电力设备、TMT为代表的成长制造业以及有色金属、煤炭、石油石化、基础化工等上游周期行业相对大盘指数有超额收益，社会服务、银行、房地产、建筑装饰等行业短期收益率相对落后。**人民币汇率与成长性行业的相关性要弱于价值性行业，对成长性行业的判断还要结合其自身的产业逻辑，**比如在2023年2月汇率贬值以来，通信、传媒等成长性行业表现一直领涨。
- **本轮人民币贬值的原因与A股影响。**美元走强是本轮人民币贬值的直接原因，经济复苏内生动能较弱是汇率贬值的根源，中美短端负向利差走阔，企业结汇动力不强，进一步加大贬值压力。自2月3日人民币贬值以来，A股同步走弱，尤其是在第二阶段内因主导的汇率贬值时（3月8日以来），汇率贬值与A股下跌相关性更强，顺周期板块领跌。
- **从股汇联动视角看后市展望。**当前股汇已经反应经济的悲观预期，人民币汇率短期受美元走强影响可能仍将承压。但不必过于悲观，随着美联储在6月议息会议释放更为明确的货币政策路径，美元指数中长期仍将走弱。下半年在政策呵护下，国内经济内生增长动能料将有所改善下，人民币汇率将会强于上半年。对于A股而言，当汇率的压力主要来自外部因素时，其与股市的相关性将会趋弱。今年以来A股交易经历了强复苏预期向弱复苏预期的转变，随着4月经济数据和5月高频数据的进一步走弱，市场的悲观情绪加剧，与经济周期关联度比较高的上证50指数已经连续调整4个月，沪深300股债收益比回到1.5X高性价比区域，当前位置已经释放了经济的悲观预期。在经济下行压力加大下，央行保持流动性充裕，DR007再次回到政策利率下方，市场对新的稳增长政策可能也会有所期待。当前工业企业利润已经处在较深的负增长区间，各指数估值处于历史较低分位，市场继续下跌空间不大。**短期仍以把握国企改革相关的低估值高分红和AI数字经济结构性机会，指数的全面修复需要增量的宏观刺激政策。**
- **风险提示：**政策推进不及预期；经济下行超预期；金融监管政策加码。

正文目录

一、	股汇联动的理论机制.....	4
二、	“811”汇改以来股汇联动的经验规律.....	4
三、	本轮汇率贬值的原因与 A 股影响	7
四、	总结与展望：人民币短期弱势震荡，A 股逢低布局.....	9
五、	风险提示	10

图表目录

图表 1	人民币汇率与 A 股市场的分析框架对比	4
图表 2	上证指数与人民币汇率指数	5
图表 3	人民币汇率与 A 股大盘指数走势的相关性	5
图表 4	人民币单日波动幅度大于 1% 阶段的市场短期表现（分行业）	6
图表 5	近期人民币汇率走弱，上证指数调整	8
图表 6	中美短端负向利差有所走阔（%）	8
图表 7	银行结售汇顺差收窄（亿美元）	8
图表 8	2 月以来汇率贬值第一阶段行业涨跌幅	9
图表 9	2 月以来汇率贬值第二阶段行业涨跌幅	9

一、 股汇联动的理论机制

“811”汇改以来，人民币兑美元汇率一改此前单边升值的走势，进入双向波动“新常态”，近7年里在6.2-7.3区间宽幅震荡。理论上讲，影响人民币汇率波动的因素繁多、机制复杂，从反映供求关系的国际收支视角看，国际贸易、金融市场上的跨境资本流动均对外汇供求有显著影响；其中，境内外实体经济增长差异、金融市场的预期回报率差异、美元指数的周期变化、全球资金风险偏好等均是影响跨境资本流动的重要因素。特别是随着人民币汇率市场化改革持续推进，人民币作为风险资产的金融属性不断放大，人民币兑美元汇率双向浮动渐成常态，人民币汇率波动与其他金融资产价格变化的相互影响也变得更为复杂。

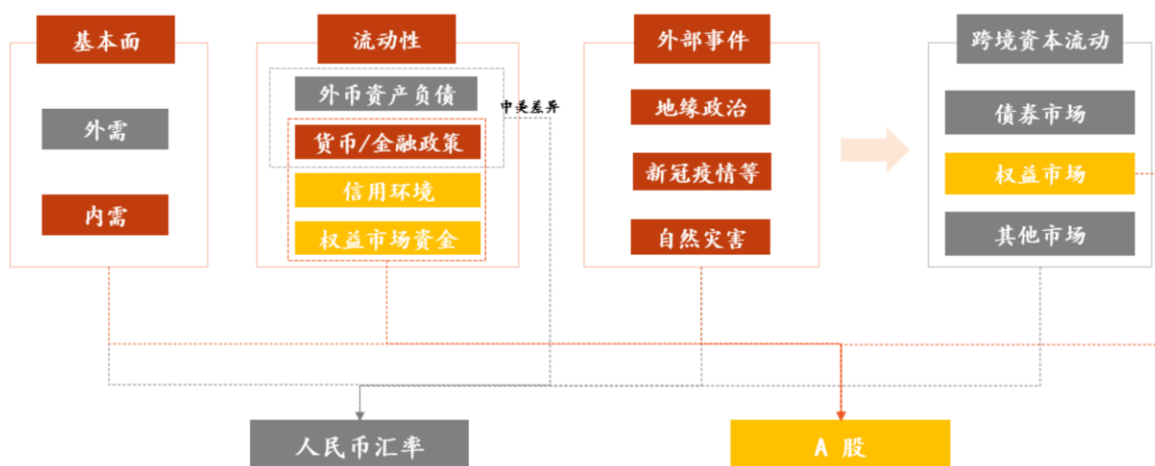
“811”汇改以来人民币汇率与A股大盘指数相关性明显增强。理论上讲，人民币汇率与股票价格均是市场定价的结果，二者的相关性更多体现在是否受到相同因子的影响或彼此之间共振导致走势相关，而非互为因果关系。

从人民币汇率与A股市场的分析框架可知，汇率和股价有许多重合的影响因子，包括但不限于基本面、货币政策、地缘政治等，如经济增长动能预期增强有望提升人民币资产在全球市场中的竞争力，推升汇率升值，同时也可能通过企业盈利增长的渠道而推升股价。此外，汇率和股市之间也有交互影响，如股市上涨会提升人民币资产的收益率预期，进而吸引更多外资流入，人民币汇率受益走升；而人民币升值又会影响企业进出口增长、汇兑损益、外债成本等，由此带来的上市公司基本面预期的变化可能会相应体现在公司股价变化上，并且，人民币升值预期可能又会吸引外资的持续流入，提高权益市场的流动性。

但我们也应该看到，不同的因子对人民币汇率和A股市场影响的弹性不同，具体体现在：1)把基本面分为外需和内需来看，外需对汇率的影响更大，内需对A股影响更大，内需一般发生较大转折变化时才会对汇率预期产生影响；2)流动性来看，居民企业的外币资产负债表会影响汇率，而A股市场受信用环境、权益市场流动性影响更大；3)跨境资本流动方面，无论债券市场还是股票市场的跨境资金都会影响汇率，而股票市场受权益市场的跨境资本流动影响更大。

资产价格运行在不同的阶段主导因素不同，这也导致人民币汇率与A股市场在不同的宏观环境下，二者的相关性也是不同的。在二者主导因素重叠较多时，走势的相关性也会更高。

图表1 人民币汇率与A股市场的分析框架对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

备注: 红色框为共同影响因子, 灰色框为对汇率影响弹性更大的因子, 黄色框为对A股影响弹性更大的因子。

二、“811”汇改以来股汇联动的经验规律

图表2 上证指数与人民币汇率指数



资料来源: Wind, 平安证券研究所

通过复盘“811”汇改以来人民币汇率与A股大盘指数的走势特征^①,可以发现:

第一,“811”汇改以来人民币汇率与A股大盘指数具有一定的正相关性,但整体波动较大。从全历史阶段来看,汇率变化与A股市场涨跌有一定正相关性,与沪深300指数的相关性最高,其次是上证指数和创业板指数。分阶段看,汇率与股市的相关性波动较大,并且呈现出一定的非对称性,即在人民币升值阶段的相关系数普遍高于贬值阶段;另外,在2018年中美贸易摩擦升级阶段,权益市场与外汇市场的主导影响因子和情绪走向重合度相对较高,两者的价格走势也呈现更显著的同步趋势。

图表3 人民币汇率与A股大盘指数走势的相关性

阶段	开始日期	结束日期	期初价-即期汇率:美元兑人民币	期间人民币升值(间接标价法)	期间指数涨跌幅			期间人民币汇率与指数相关系数(间接标价法)		
					上证指数	沪深300	创业板指	上证指数	沪深300	创业板指
贬值 I	2015/8/10	2017/1/3	6.21	-12.0%	-20.2%	-18.2%	-27.5%	0.32	0.23	0.44
升值 I	2017/1/4	2018/2/7	6.95	10.0%	5.5%	21.2%	-17.7%	0.84	0.93	-0.44
贬值 II	2018/2/8	2018/10/31	6.33	-11.4%	-21.3%	-22.1%	-21.1%	0.94	0.94	0.92
升值 II	2018/11/1	2019/4/17	6.95	4.1%	25.4%	29.6%	34.6%	0.71	0.73	0.64
贬值 III	2019/4/18	2019/9/3	6.70	-7.4%	-10.2%	-5.7%	-3.3%	0.70	0.40	0.08
升值 III	2019/9/4	2020/1/17	7.15	4.5%	5.0%	7.8%	16.4%	0.51	0.79	0.84
贬值 IV	2020/1/18	2020/5/28	6.91	-4.4%	-7.5%	-7.2%	6.3%	0.68	0.62	0.13
升值 IV	2020/5/29	2022/3/8	7.15	11.8%	15.7%	10.6%	25.7%	0.82	0.58	0.74
贬值 V	2022/3/9	2022/11/3	6.32	-15.9%	-9.0%	-14.5%	-8.0%	0.44	0.63	0.33
升值 V	2022/11/4	2023/2/2	7.27	7.5%	9.6%	14.6%	9.5%	0.75	0.92	0.62

^① 平安证券策略专题报告:人民币汇率如何影响A股?——“811”汇改以来全复盘,2022年9月14日。

贬值 VI	2023/2/3	2023/5/26	6.75	-4.6%	-2.2%	-7.9%	-14.3%	0.09	0.72	0.78
贬值阶段平均			6.53	-9.3%	-11.7%	-12.6%	-11.3%	0.53	0.59	0.45
升值阶段平均			7.09	7.6%	12.2%	16.8%	13.7%	0.72	0.79	0.48

资料来源: Wind, 平安证券研究所

第二, 在人民币贬值和国内企业盈利景气下行阶段 A 股调整压力更大。“811” 汇改以来, 我们发现在人民币升值阶段, A 股普遍上涨; 而在人民币贬值阶段, A 股往往有调整压力。特别地, 在人民币汇率贬值与国内企业盈利景气同步下行的阶段, 如 2015-2017 年、2018 年等贬值阶段, A 股普遍调整的周期更长。结构上看, 在人民币贬值阶段, 偏向内需的食品饮料、美容护理、农林牧渔、医药生物等大消费板块表现更加稳健; 电子、计算机、通信、电力设备等新兴成长行业在升值阶段相对大盘的超额表现明显强于贬值阶段。

从短期视角看 A 股表现也具有类似的特征。我们统计了历史上人民币汇率单日升贬值幅度超过 1% 阶段的 A 股市场表现, 发现 A 股大盘与人民币汇率基本同涨同跌, 且在大幅贬值当日 A 股下跌幅度更大。分行业看, 在大幅贬值阶段, 市场短期以防守为主, 商贸零售、美容护理、医药生物、食品饮料等行业相对表现领先, 银行、交通运输、钢铁、汽车等顺周期行业表现相对落后, 在出口型行业中, 纺织服饰、家用电器行业跌幅相对小于市场整体; 在大幅升值阶段, 成长和周期的短期表现更为强势, 以电力设备、电子为代表的成长制造业以及有色金属、煤炭、石油石化、基础化工等上游周期行业相对大盘指数有超额收益, 社会服务、银行、房地产、建筑装饰等行业短期收益率相对落后。

图表4 人民币单日波动幅度大于 1% 阶段的市场短期表现 (分行业)

期间涨跌幅均值 (%)	贬值期			升值期		
	当日	次日	5 日内	当日	次日	5 日内
人民币汇率	-1.26	-0.02	-1.53	1.26	-0.04	0.97
上证指数	-2.83	-0.84	-2.36	0.96	1.29	2.53
创业板指	-2.60	-0.17	-0.74	2.32	1.26	2.63
沪深 300	-2.89	-0.55	-2.29	1.20	1.49	2.95
纺织服饰	-1.47	-1.44	-1.17	1.03	0.82	2.55
商贸零售	-1.52	-0.26	1.11	1.26	1.18	1.60
医药生物	-1.94	-0.11	0.42	1.18	1.25	1.57
农林牧渔	-2.15	-0.78	-1.13	1.76	2.35	4.02
综合	-2.20	-0.58	0.15	2.24	1.52	1.82
食品饮料	-2.27	0.12	-0.56	1.67	1.94	3.52
美容护理	-2.37	0.29	1.68	2.64	1.81	3.98
家用电器	-2.39	-0.53	-1.06	1.12	1.81	3.13
通信	-2.41	-0.90	-1.28	2.00	1.65	2.84
公用事业	-2.44	-0.80	-1.08	0.73	0.79	1.95
国防军工	-2.52	-1.72	-1.98	1.63	1.60	3.50
社会服务	-2.74	-1.41	-2.18	-0.47	0.76	-1.69
电力设备	-2.74	-0.67	-0.34	3.53	1.21	4.39
有色金属	-2.74	-1.32	-0.89	3.34	2.00	5.50
轻工制造	-2.80	-1.53	-2.10	1.45	1.44	2.62
建筑材料	-2.81	-0.37	-0.76	1.39	1.35	4.29
石油石化	-2.83	-1.93	-2.66	0.81	2.25	5.44
电子	-2.94	-0.48	-0.89	1.92	2.51	3.27
环保	-2.96	-1.37	-1.56	0.98	1.09	1.76
建筑装饰	-3.00	-0.76	-2.82	0.60	0.98	1.76
房地产	-3.02	-0.66	-1.14	-0.16	0.73	0.49
传媒	-3.04	-0.76	-1.76	1.25	1.10	2.06
计算机	-3.06	-1.09	-1.37	1.72	1.95	1.96
非银金融	-3.07	-1.62	-4.61	0.72	1.53	2.36
煤炭	-3.08	-1.95	-3.54	1.94	1.03	5.14
基础化工	-3.09	-1.41	-1.75	1.98	2.05	4.76

机械设备	-3.11	-1.18	-2.62	1.45	1.87	3.71
汽车	-3.12	-1.01	-1.61	2.32	1.75	3.63
钢铁	-3.23	-1.36	-2.28	1.50	1.69	4.00
交通运输	-3.24	-1.07	-2.41	1.48	1.39	3.07
银行	-3.24	-0.74	-4.33	-0.22	0.51	1.59

资料来源：Wind，平安证券研究所

第三，从基本面视角来看，经济增长对汇率预期和 A 股市场都有影响，对外贸易对汇率的影响弹性更大。经济基本面在汇率和权益定价中均有重要作用，经济增速提升有助于提振本币升值预期，而企业盈利预期向上也将予以权益资产价格支撑。其中，出口对汇率的影响弹性相对更大。例如，在 2021 年间，中国出口的持续高速增长支撑人民币汇率在美元指数上涨的同时依然保持强势。

汇率变化对企业汇兑损益的影响在其二级市场价格变化中的反映并不具有一致规律，结构上对进口型行业影响相对大于出口型行业。在市场表现中，我们发现汇率变化对上市公司业绩的影响相对复杂和滞后，对行业涨跌的影响力相对较小。结构上看，汇率波动对进口型行业的影响相对大于出口型行业，例如，交通运输、钢铁等进口需求较大的行业往往在人民币贬值阶段面临更多的进口成本压力，较多的汇兑损失对市场预期的拖累更为明显，相关行业在人民币贬值阶段的表现往往弱于升值阶段；而家用电器、电子等出口型行业在人民币贬值阶段并未有显著的超额收益，反而在人民币升值阶段相对更为强势，这也与近几年汇率升（贬）值与国内出口景气强（弱）更具同步性的表现相一致。

第四，从流动性视角来看，影响汇率和 A 股走势的因子更加多元复杂，各有异同。人民币汇率和 A 股市场同样受到货币政策、市场无风险利率变化的影响，但各有侧重点。其中，汇率变化更多关注中美货币政策周期的异同以及中美利差的变化。相比之下，A 股市场除受到无风险利率的影响外，也会受到社融等广义流动性、权益市场资金供需以及金融监管政策等多重因子的影响。例如，在 2015-2016 年人民币贬值期间，A 股市场调整更多源于严监管下股市流动性收紧的影响，2016 年中 A 股率先企稳反弹则源于流动性担忧充分释放以及社融信用环境的筑底回升。

对于 A 股市场上的外资行为来说，随着 A 股对外开放向纵深推进，近几年外资净流入 A 股的趋势不改，但流入节奏会随着汇率变化而有波动。外资往往在人民币升值期间加速流入，其持仓结构变化往往顺应 A 股行情结构。

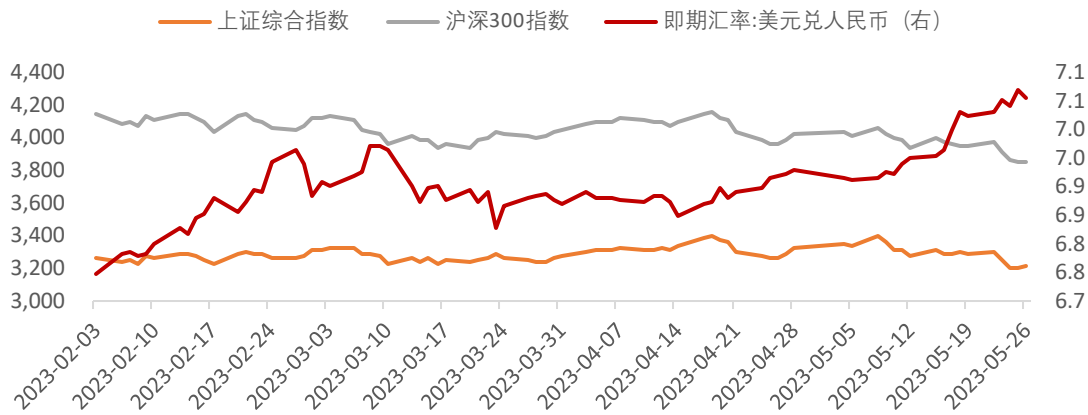
第五，从事件影响视角来看，外部事件对汇市和股市的影响相对同步。2018 年以来，全球极端事件不断，无论是中美大国博弈、俄乌冲突等地缘政治事件，还是新冠疫情、气候变化，其对于经济周期和金融市场的冲击调整相对同步，并且 A 股市场的学习效应更加明显，外资行为波动也更为敏感，参与 A 股交易的北上资金净流出可能领先于汇率贬值一周左右。而在事件冲击缓和后，汇率贬值将逐渐趋缓直至反转，而 A 股市场的企稳需结合短期经济预期、流动性变化以及外围权益市场走势等多重因素加以判断；例如，在 2018 年 11 月中美摩擦出现边际缓和迹象后，汇率企稳领先于 A 股市场，2019 年初社融增速确认短期回升助力 A 股反弹；而在 2020 年上半年国内企业盈利景气率先筑底修复的阶段，A 股则领先于汇率反弹。

三、本轮汇率贬值的原因与 A 股影响

本轮人民币汇率走弱自 2023 年 2 月 3 日开始，人民币即期汇率自 6.75 经历了贬值—震荡—贬值的过程，最低贬值到 7.07；同期上证指数和沪深 300 指数震荡下行。根据此前研究²，在 2 月 3 日至 3 月 7 日人民币贬值的过程中，美元指数走强和季节性结汇力量是主要因素，而自 3 月 8 日以来，人民币贬值的原因更为复杂。

² 平安证券策略快评*近期人民币走弱原因与后市展望，20230226。

图表5 近期人民币汇率走弱，上证指数调整



资料来源: Wind, 平安证券研究所

自3月8日美元指数达到阶段性高点105.69以来，美元指数先下行至101然后出现反弹。在美元指数阶段下行过程，人民币汇率升值动力较弱；随着美元反弹，人民币汇率跌破7.0。人民币似乎呈现易贬难升走势，主要原因在于以下三点：

其一，**美元指数走强是人民币贬值的直接因素**。美国债务上限问题悬而未决，市场避险情绪抬升；美联储官员鹰派发言推升6月加息预期，美元指数再次走强，这是人民币走弱的直接原因。

其二，**经济复苏内生动能较弱是汇率贬值的根源**。当前国内经济复苏呈现明显的分化，一季度经济数据好于预期，部分是由于此前疫情期间积压的需求释放，4月经济数据和5月高频数据已经明显放缓。对于市场参与者，更为关心当前经济的内生增长动力如何，从信用周期来看，当前私人部门融资增速刚刚止跌企稳，企业融资在国企带动下进入上行通道，但居民部门仍处于去杠杆过程，顺周期主体加杠杆的意愿不强，这是影响投资者对未来经济能否持续回升的重要因素。

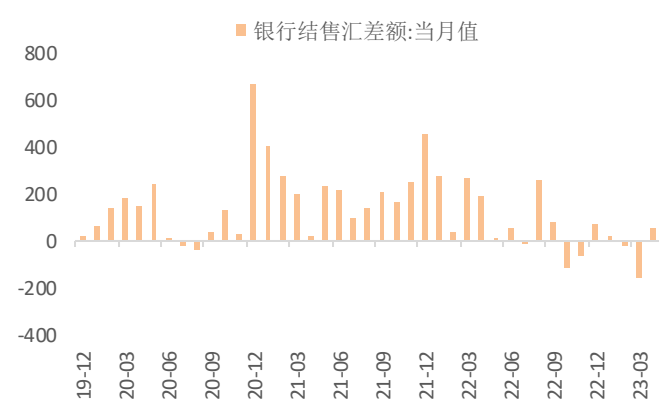
其三，**中美短端负向利差走阔，企业结汇动力不强，进一步加大贬值压力**。中美货币政策分化导致中美短端负向利差走阔，由于美元较高的存款利率，企业收到外汇头寸后，倾向持有美元存款，结汇动力不强。从银行结售汇数据来看，2023年以来，银行结售汇顺差规模弱于同期，甚至在2月和3月银行结售汇转为逆差。银行结售汇顺差规模的大幅下降也增大了汇率的贬值压力。

图表6 中美短端负向利差有所走阔 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表7 银行结售汇顺差收窄 (亿美元)

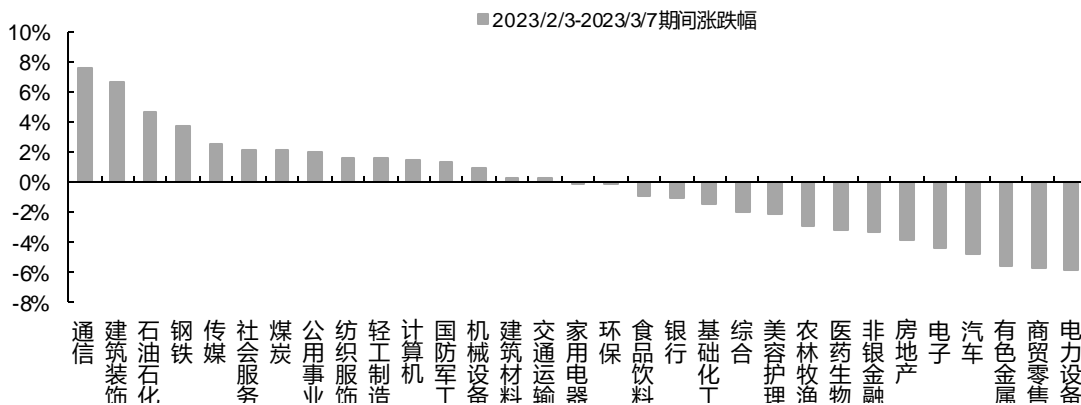


资料来源: WIND, 平安证券研究所

综上所述，自 2 月 3 日人民币走弱以来，在第一阶段汇率贬值主要在于外因，第二阶段汇率贬值主要在于内因。分别计算这两段贬值期间，人民币汇率与 A 股指数的关系，可以发现，在第二阶段无论是上证指数还是沪深 300 指数，人民币汇率与 A 股指数的相关性都要高于第一阶段，也即是说当国内经济预期转弱时，汇率贬值与股票下跌相关性更强。从上证指数和沪深 300 指数对比来看，在两阶段沪深 300 指数与人民币汇率的相关性要高于上证指数，这可能是由于沪深 300 指数包含更多的顺周期板块。

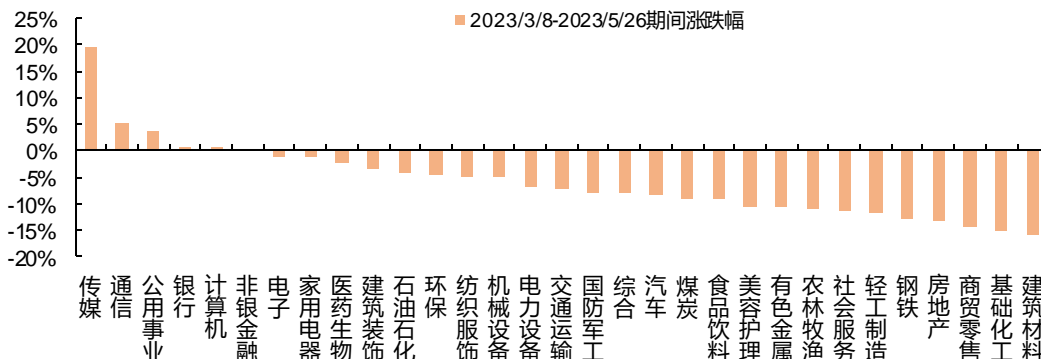
分行业来看，当国内经济预期走弱主导汇率贬值时，与经济周期关联度较高的板块，如建筑材料、化工、商贸零售、地产、钢铁等表现较弱，与经济周期关联度较低的成长性行业 TMT 以及防守板块公用事业表现较好。而在第一阶段外因主导汇率贬值时，行业涨跌幅变化的规律性较弱。

图表8 2月以来汇率贬值第一阶段行业涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2月以来汇率贬值第二阶段行业涨跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、 总结与展望：人民币短期弱势震荡，A 股逢低布局

“811” 汇改以来，人民币汇率与 A 股走势具有明显的相关性。在人民币升值阶段，A 股普遍上涨；而在人民币贬值阶段，A 股往往有调整压力。人民币汇率与股票价格均是市场定价的结果，二者的相关性更多体现在是否受到相同因子的影响或彼此之间共振导致走势相关，而非互为因果关系。当人民币汇率与 A 股走势均主要由国内经济增长预期或者黑天鹅事件主导

时，二者的相关性更高，比如 2022 年 11 月-2023 年 2 月国内疫情放开带来强经济复苏预期以及 2018 年中美贸易摩擦不断加剧时。从相关系数来看，人民币汇率与沪深 300 走势的相关性最高，其次是上证指数，然后是创业板指数，这可能是由于沪深 300 指数包含更多的顺周期板块。

分行业看，在大幅贬值阶段，市场短期以防守为主，商贸零售、美容护理、医药生物、食品饮料等稳健性行业相对表现领先，银行、交通运输、钢铁、汽车等顺周期行业表现相对落后，在出口型行业中，纺织服饰、家用电器行业跌幅相对小于市场整体；在大幅升值阶段，成长和周期的短期表现更为强势，以电力设备、电子为代表的成长制造业以及有色金属、煤炭、石油石化、基础化工等上游周期行业相对大盘指数有超额收益，社会服务、银行、房地产、建筑装饰等行业短期收益率相对落后。人民币汇率与成长性行业的相关性要弱于价值性行业，对成长性行业的判断还要结合其自身的产业逻辑，比如在 2023 年 2 月汇率贬值以来，通信、传媒等成长性行业表现一直领涨。

展望后市，人民币汇率仍将受到内外部因素共同影响，其中外部因素包括美元指数、地缘风波带来的市场情绪等，内部因素包括国内经济预期和国际收支。**短期来看，美元指数的强势可能仍将会给人民币带来压力。美国债务上限问题如果不能顺利解决，市场避险情绪对美元形成支撑；如果顺利解决，短期市场避险情绪缓解，但财政部将会大量发行短债来补充 TGA 账户余额，这会导致美债收益率上行，进而支撑美元。**但我们也不必过于悲观，随着美联储在 6 月议息会议释放更为明确的货币政策路径，美元指数中长期仍将趋弱。

从内因来看，下半年在国内经济继续修复，内生增长动能有所改善下，人民币汇率将会强于上半年，具有一定的升值空间。国内经济内生增长动能预期的改善可能会一波三折，经济的持续回升仍需政策的呵护。疫情期间，相比其他大型经济体，我国的刺激政策相对克制，国内顺周期主体的资产负债表受损，同时居民的杠杆率处于高位，疫情之后居民预期改善相对缓慢。从金融数据对实体经济的传导来看，一般居民加杠杆时，经济恢复最快，其次是企业，最慢的是政府。当前我国加杠杆主要依赖政府和企业，其对居民的传导存在一定的迟滞，居民预期的改善需要政策的持续呵护。后续稳增长政策如果能够进一步加码，将有助于改善顺周期主体的信心和预期，对人民币汇率也会带来较大支撑。

对于 A 股而言，当汇率的压力主要来自外部因素美元走强时，其与股市的相关性将会走弱。今年以来 A 股交易经历了强复苏预期向弱复苏预期的转变，随着 4 月经济数据和 5 月高频数据的进一步走弱，市场的悲观情绪加剧，与经济周期关联度比较高的上证 50 指数已经连续调整 4 个月，沪深 300 股债收益比回到 1.5X 高性价比区域，当前位置已经释放了经济的悲观预期。当前工业企业利润已经处在较深的负增长区间，后续 PPI 的逐步企稳对企业利润增速至关重要。在经济下行压力加大下，央行保持流动性充裕，DR007 再次回到政策利率下方，市场对新的稳增长政策可能也会有所期待，叠加各指数估值处于历史较低分位，市场继续下跌空间不大。**短期仍以把握国企改革相关的低估值高分红和 AI 数字经济的结构性机会，指数的全面修复需要增量的宏观刺激政策。**

五、 风险提示

- 1、政策推进节奏及力度不及预期，可能拖累相关产业和企业发展进程；
- 2、宏观经济下行超预期，上市公司企业盈利将相应遭受负面影响；
- 3、金融监管政策加码超预期，市场流动性将面临过度收紧甚至信用危机的爆发。

平安证券研究所投资评级：

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。

免责条款：

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。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100071