

政策期待期，走出惯性悲观

报告日期：2023-06-11

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

联系人：张运智

执业证书号：S0010121070017

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

相关报告

1. 策略周报《内部政策期待尚需证实，震荡格局未破》2023-06-04
2. 策略月报《震荡下沿，无需悲观》2023-05-28
3. 策略周报《短期优选高切低，中长期坚定消费复苏、泛 TMT 和中特估》2023-05-21
4. 策略周报《复苏、泛 TMT、中特估仍是全年最优方向》2023-05-14

主要观点：

● 市场观点：政策期待期，走出惯性悲观

6 月第 1 周市场整体维持震荡，其中上证指数微涨，而创业板指受新能源和医药弱势影响，持续下挫至本轮新低。结构机会上以轮动性和政策预期驱动性特征明显，TMT 的尤其是传媒、通信与地产链轮番表现，但二者之间“跷跷板”效应明显。展望后市，国内经济与政策实质上处于预期有顶有底的状态，因此只要不出现海外超预期风险的情况下，A 股维持震荡的大格局不会变，同时考虑到前期市场曾一度下破 3200 点，已经逼近震荡下沿，因此短期内对市场无需过度悲观。当下市场已经从前期对于经济和政策的过度悲观预期中有所改善，甚至在国内进入政策期待期或博弈期间，A 股有望迎来一定程度的修复。

市场热点 1：如何看待降息预期？6 月会降息吗？随着宏观经济数据走弱，6 月降息的必要性明显提升，我们认为 5 年期 LPR 有较大可能在 6 月 20 日调降，但需密切关注 6 月 15 日 MLF 利率的动向。目前国有大行存款利率下调，并不符合此前央行利率传导政策路径，因此并不足以支撑“6 月确定性降息”的判断。

市场热点 2：如何看待 6 月出口数据？5 月出口数据超预期下滑，前期挤压订单释放完毕，但外需并未明显走弱依旧托底出口增速，考虑到基数效应预计出口增速可能在 6-7 月探底。从全年维度看，如果外需并未明显走弱，1-5 月累计出口依然维持 0.3% 正增速，预计全年出口仍有望实现零增长或者小幅正增长。

● 行业配置：中长期维度坚定 TMT 结构性及中特估机会，消费悲观情绪释放后可能迎来预期修复

短期配置上可能仍将延续快速轮动，但立足中长期角度可坚定三条主线：一是泛 TMT 的结构性机会，围绕算力、数据、模型等多地政策出台具体举措推进下的电子和通信；二是“中特估”全年波段性机会不断，且经过前期调整后，当下是较好的布局窗口期，主要关注中字头的建筑建材等；三是前期市场对经济和政策过度悲观，超跌情绪释放后可能存在预期差的食品饮料和医药生物也有望迎来修复行情。

市场热点 1：如何看待近日出现的农林牧渔异动？近日农林牧渔行情的异动上涨可能来自于市场主线不稳定、不持续环境下的轮动，这种轮动实际上从 5 月初以来一直如此，而农林牧渔因其估值安全性和涨幅安全都具备轮动的价值。这种轮动预计将是短期的轮动，然而考虑到其当前位置已经低于 2022.10、2022.04、2021.07 的底部，仅高于 2020.03 月的疫情底部，估值百分位不足 20%，因此已经具备中长期的布局价值。此外，从生猪价格、仔猪价格、能繁母猪存栏量、生猪出栏量等景气指标看，预计猪景气上行周期仍需观测时间。

● 风险提示

疫情发展与预期存在偏差；国内经济预测存在偏差；国内政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

正文目录

1 市场观点：政策期待期，走出惯性悲观	3
1.1 市场热点 1：如何看待降息预期？6 月会降息吗？	3
1.2 市场热点 2：如何看待 6 月出口数据？	4
2 行业配置：中长期维度继续坚守 TMT 及中特估、消费关注悲观情绪释放后的预期差修复	5
2.1 市场热点 1：如何看待近日出现的农林牧渔异动？	8

图表目录

图表 1 5 月 CPI 食品项正贡献有所增加	4
图表 2 5 月猪肉价格明显回落	4
图表 3 5 月 CPI 食品项正贡献有所增加	5
图表 4 5 月猪肉价格明显回落	5
图表 5 NVIDIA 财报透露积极信号	6
图表 6 全球消费电子周期有望迎来回正	6
图表 7 2022 年以来八大建筑央企的新签订单金额单季度同比增速，大部分 2023 年一季度订单增速高于 2022 年同期	7
图表 8 2023 年 1-4 月新增专项债券投向分布百分比，基建及住房类占比较多，支撑建筑建材企业业绩	7
图表 9 茅酒价格近期持续回升	8
图表 10 餐饮修复持续	8

1 市场观点：政策期待期，走出惯性悲观

6 月第 1 周市场整体维持震荡，其中上证指数微涨，而创业板指受新能源和医药弱势影响，持续下挫至本轮新低。结构机会上以轮动性和政策预期驱动性特征明显，TMT 的尤其是传媒、通信与地产链轮番表现，但二者之间“跷跷板”效应明显。展望后市，国内经济与政策实质上处于预期有顶有底的状态，因此只要不出现海外超预期风险的情况下，A 股维持震荡的大格局不会变，同时考虑到前期市场曾一度下破 3200 点，已经逼近震荡下沿，因此短期内对市场无需过度悲观。当下市场已经从前期对于经济 and 政策的过度悲观预期中有所改善，甚至在国内进入政策期待期或博弈期间，A 股有望迎来一定程度的修复。短期配置上可能仍将延续快速轮动，但立足中长期角度可坚定三条主线：一是泛 TMT 的结构性机会，围绕算力、数据、模型等多地政策出台具体举措推进下的电子和通信；二是“中特估”全年波段性机会不断，且经过前期调整后，当下是较好的布局窗口期，主要关注中字头的建筑建材等；三是前期市场对经济和政策过度悲观，超跌情绪释放后可能存在预期差的食品饮料和医药生物也有望迎来修复行情。

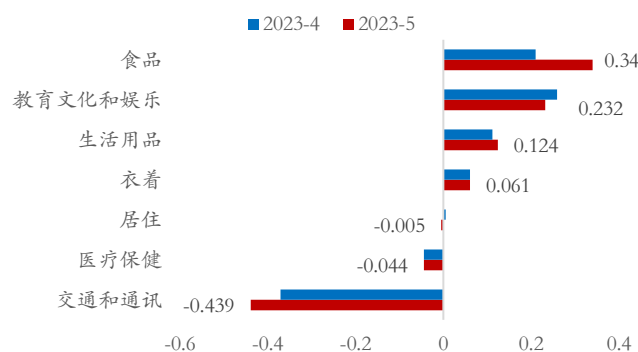
1.1 市场热点 1：如何看待降息预期？6 月会降息吗？

我们的观点：随着宏观经济数据走弱，6 月降息的必要性明显提升，我们认为 5 年期 LPR 有较大可能在 6 月 20 日调降。目前国有大行存款利率下调，并不符合此前央行利率传导政策路径，不足以支撑“6 月确定降息”的判断。仍需要密切关注 6 月 15 日 MLF 利率是否调整。

宏观经济数据走弱，6 月降息的必要性明显提升，5 年期 LPR 有较大可能在 6 月 20 日调降。随着 4 月宏观经济数据走弱以及 5 月宏观高频数据走弱，6 月降息的必要性明显提升，尤其是 5 月后二三线房地产市场明显走弱，进一步加剧了政策端发力的必要性。同时，内外部经济形势大环境也为降息提供了条件：①一方面 CPI 仍在低位运行，PPI 仍在负值区间继续探底，不会对宽松的货币政策形成掣肘。随着需求逐步恢复叠加食品、燃油价格基数下行，我们预计 6 月 CPI 小幅上升至 0.3%。受全球央行政策利率维持高位影响，全球能源价格继续下行，6 月 PPI 预计将继续下探至-5%。②另一方面，近期美国服务业 ISM-PMI 低于市场预期、6 月 8 日周失业金初请人数高于市场预期，美联储 6 月“跳过”加息概率大增，降息外部制约有所减轻。而 6 月 8 日第十届陆家嘴论坛上，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜表示，中国外汇市场平稳运行仍然具备良好基础，也表明汇率对货币政策宽松掣肘减弱。我们认为，5 年期 LPR 有较大可能在 6 月调降，以托底房地产。在当前“一城一策”调控政策框架下，调降 5 年期 LPR 是中央层面直接托底地产的有力手段，而市场期待的放开一线、新一线限购政策虽然由地方政府推动，但我们

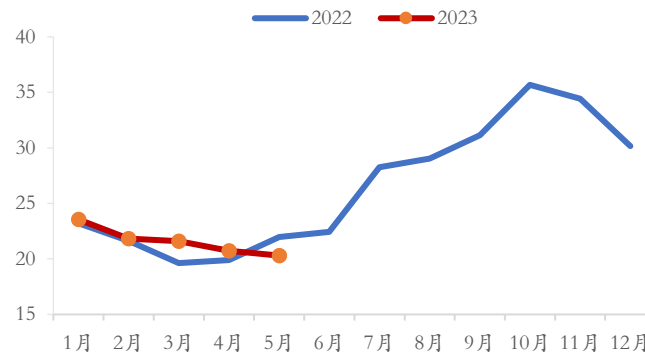
认为短期内概率不高。

图表 1 5 月 CPI 食品项正贡献有所增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 2 5 月猪肉价格明显回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/千克。注：5 月为已公布数据计算获得。

目前国有大行存款利率下调，并不足以支撑“6 月确定性降息”的判断。近期国有大行存款利率下调，被认为是 6 月降息的重要依据，但我们并不认为这足以构成决定性证据。①先降存款利率再降贷款利率，并不符合以往央行利率传导机制的做法。中国央行的利率传导机制是“MLF-LPR-贷款利率”，2022 年 8 月份央行遵循这个机制，之后才降低存款利率。②政府没有动力来保证银行的息差稳定。先调整存款利率从降低金融机构成本、防范风险的角度更解释的通，难言释放降息信号意义。如果从银行承担社会职责的角度看，2020 年政策端直接宣布金融机构让利 1.5 万亿，可以从费率、息差等多个方面落地，也没有必要在降息前先调整存款利率。因此，降息更多支持性证据还要看月中公布的 MLF 利率。

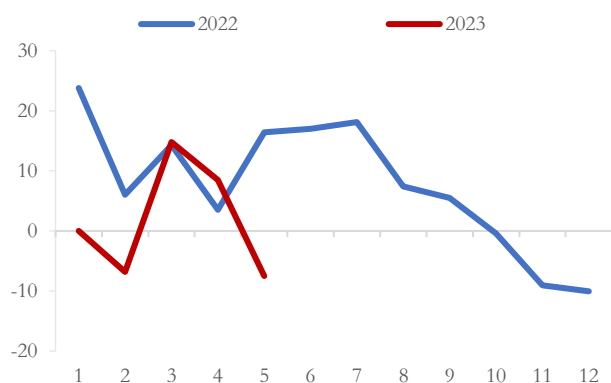
1.2 市场热点 2：如何看待 6 月出口数据？

我们的观点：5 月出口数据超预期下滑，前期挤压订单释放完毕，但外需并未明显走弱依旧托底出口增速，考虑到基数效应预计出口增速可能在 6-7 月探底。从全年维度看，如果外需并未明显走弱，1-5 月累计出口依然维持 0.3%正增速，预计全年出口仍有望实现零增长或者小幅正增长。

5 月出口增速回落，积压订单或已释放完毕，外需并未明显走弱依旧托底出口增速。5 月出口额 2835.00 亿美元，增速由上月的 8.5%转为下降 7.5%，显著低于 wind 一致预期 0%。一方面，与去年疫情相类似，年初因疫情积压订单利好已在 3 月、4 月两个月全部释放完毕。另一方面，去年同期基数较高，但从两年平均增速来看，5 月增速为 3.8%并不低，亦显示外需并未明显走弱。①从出口国别来看，5 月我国对主要外贸伙伴出口均有不同程度回落。美国（-18.24%）、欧盟（-7.03%）、日本（-13.31%）等出口降幅均较大，出口降幅较 4 月分别扩大 11.74 个、10.90 个

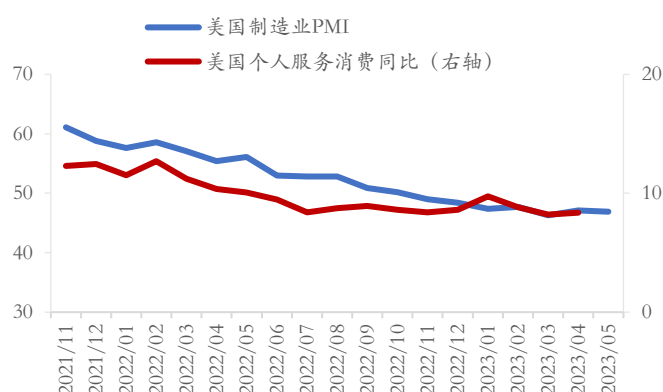
和 24.85 个百分点。美国经济、欧盟经济强于年初预期，但近期有所放缓、外需环比下降，需重点关注西方国家意图与我国脱钩对出口的负面冲击。②从出口商品来看，主要商品出口增速均有所下降。其中，汽车类商品（123.47%）、船舶（23.46%）、通用设备（7.49%）出口增速较高，反映出我国中高端制造产品全球竞争力的提升。但其余重点出口商品中，服装（-12.51%）、鞋靴（-9.84%）、箱包（1.18%）、灯具（-3.43%）等消费品出口增速均有所下降，或表明前期挤压订单已释放完毕，需求逐步回落，而自动处理设备（-10.94%）和手机（-25.02%）年初以来明显下降主要是消费电子周期性因素以及西方国家意与我国脱钩有关。后续来看，考虑到积压订单需求基本释放完毕、海外市场总需求下行及高基数因素影响，我们认为 6 月-7 月出口增速仍将小幅下行。从全年维度看，近期世界银行再次上调全球主要经济体增速，如果外需并未明显走弱，1-5 月累计出口依然维持 0.3% 正增速，除 6-7 月之外去年同期基数并不高，预计全年出口仍有望实现零增长或者小幅正增长。

图表 3 5 月 CPI 食品项正贡献有所增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 4 5 月猪肉价格明显回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

2 行业配置：中长期维度继续坚守 TMT 及中特估、消费关注悲观情绪释放后的预期差修复

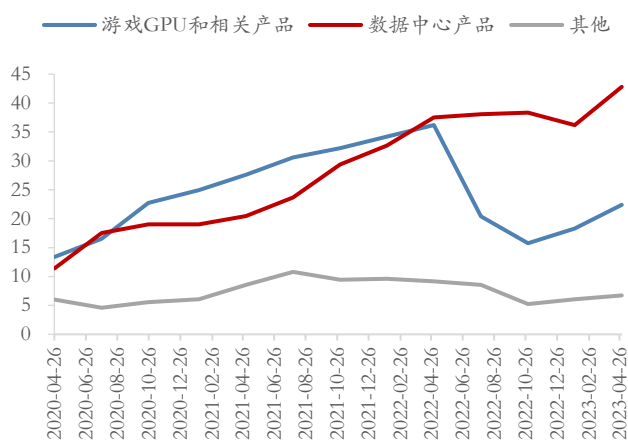
政策细则迅速落地推动 TMT 结构性机会延续，“中特估”当前仍是较好布局机会期。近期市场涨跌分化，上证震荡而创业板调整幅度较大。全周市场围绕泛 TMT 行情及对房地产政策的预期演绎，中特估概念下的建筑装饰涨幅也居前；而电力设备疲弱对创业板的回撤拖累较大。展望后市，市场预计延续震荡的格局不会变，且当下市场下破 3200 以后，只要外部不出现超预期风险，有望具备明显支撑、向下空间有限，或者已经触及震荡区间的下沿，因此对短期后市的行情无需再悲观。配置上，行业快速轮动切换预计仍将延续。建议坚定三条主线进行配置：一是全产业链细则快速落地大背景下，继续把握泛 TMT 的结构性机会，主要是通信和电子；二是

中特估较长期的主题性机会较为确定，主要关注基本面向好叠加估值便宜的中字头建筑建材等；三是前期由于市场对经济和政策过度悲观而导致的消费整体面临情绪性超跌错杀，因此可密切关注预期差下的反弹修复，主要关注食品饮料和医药生物。

主线一：①全产业链细则快速落地，全球龙头快速迭代创新，泛 TMT 中通信及电子结构性机会延续。

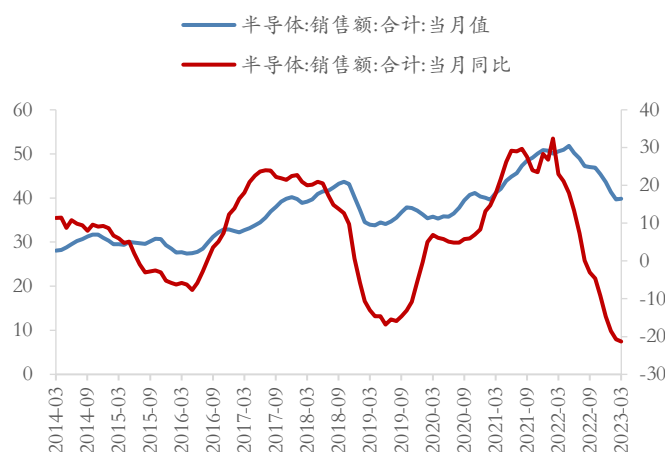
多地人工智能细则措施快速落地，北上深不同侧重方向带来全产业投资机会。继工信部等十四部门联合印发了《关于进一步深化电信基础设施共建共享促进“双千兆”网络高质量发展的实施意见》部署推进新一轮电信基础设施共建共享工作后，北上深三地均快速出台相应部署细化文件：上海率先推出加大民间投资“20 条”新政策中强调支持民营企业广泛参与数据、算力等人工智能基础设施建设；5 月 30 日北京中关村论坛表示《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案（2023-2025）》即将出台；而 5 月 31 日深圳市发布《深圳市加快推动人工智能高质量发展高水平应用行动方案（2023-2024 年）》，要求聚焦通用大模型、智能网联汽车等领域，实施人工智能科技重大专项扶持计划，重点支持打造基于国内外芯片和算法的开源通用大模型。三地各有侧重，深圳聚焦于算力，而上海集中于基础设施建设，北京则关注全产业链、其中围绕算力、数据、模型等均有具体举措落地。

图表 5 NVIDIA 财报透露积极信号



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元

图表 6 全球消费电子周期有望迎来回正



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：十亿美元，%

全球龙头工业边缘计算再创新，需求扩大推动通信、电子结构性机会。Computex2023 大会上，英伟达发布了其面向企业自动化和未来机器人需求的最新一代模组 JastonAGXORIN，工业级模组涵盖农业、建筑、能源、航空航天、卫星等诸多领域部署边缘 AI 和机器人需求。其后又宣布将在近期的 2023 上海国际嵌入式展

中展示适用于自主机器人和诸多其它嵌入式应用的 NVIDIA Jetson 边缘计算平台，并带来生态合作伙伴基于相关软硬件在交通、工业、机器人等多个垂直行业领域所构建的解决方案。边缘算力将成为当下产业趋势新起点。AI 算力需求景气向上，持续推动通信、电子中尤其是算力基础设施相关投资机会。

主线二：②“中特估”当下仍是较好的布局期，中字头建筑建材等基本面叠加估值性价比良好。

“中特估”行情年内有望不断演绎，当下仍是较好的布局窗口期，“一带一路”建设将贯彻全年，关注建筑、建材相关央企国企标的。我国“一带一路”项目承包、完成额在 2019 年达峰，新签合同额达到 1548.9 亿美元，完成营业额达到 979.8 亿美元，后续受疫情影响开始回落，2022 年合同承包额回落至 1162.6 亿美元，完成额回落至 723.6 亿美元。但随着疫情管控放开，项目承包额、完成额有望重回升势。5 月底俄罗斯铁路公司总裁奥列格·别洛泽罗夫表示，目前俄铁正计划建设俄罗斯国内首条高铁。首条线路选定为了莫斯科-圣彼得堡，总长约 650 公里，计划将在 2027 年建成通车，而部分国内公司或将在此次建设中竞标，为“中特估”行情演绎增加支撑。

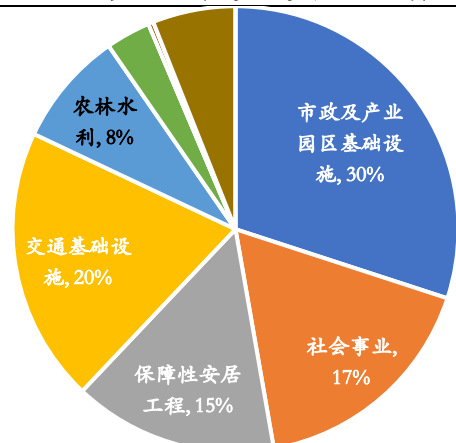
渠道结构调整加速下沉，坏账计提充分，新考核体系下灵活度提升，支撑建筑建材企业估值向好。为应对 2021 年以来地产的下行压力，建材建材企业增加渠道下沉布局零售以增加利润，同时提高坏账计提比例以更好应对风险。以上两者均支撑建筑建材行业的企业基本面持续修复。此外 2023 年国资委将央企主要经营指标由“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的目标，新的考核体系下央企经营灵活度提升，并且更加注重经营质量和盈利能力，有利于行业总体估值向好。建议后续持续关注“一带一路”基建出海相关的中字头建筑建材。

图表 7 2022 年以来八大建筑央企的新签订单金额单季度同比增速，大部分 2023 年一季度订单增速高于 2022 年同期

%	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03
中国建筑	16.4	12.7	14.0	14.4	12.6
中国铁建	15.8	15.1	17.7	26.2	1.5
中国中铁	10.2	11.1	35.2	17.3	84.0
中国化学	0.7	10.1	36.7	23.2	90.1
中国交建	6.3	21.6	2.5	17.0	4.9
中国电建	34.9	43.4	45.0	36.4	4.9
中国中冶	2.1	11.7	6.6	5.2	13.7
中国能建	22.0	20.2	17.3	-	-

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 8 2023 年 1-4 月新增专项债券投向分布百分比，基建及住房类占比较多，支撑建筑建材企业业绩



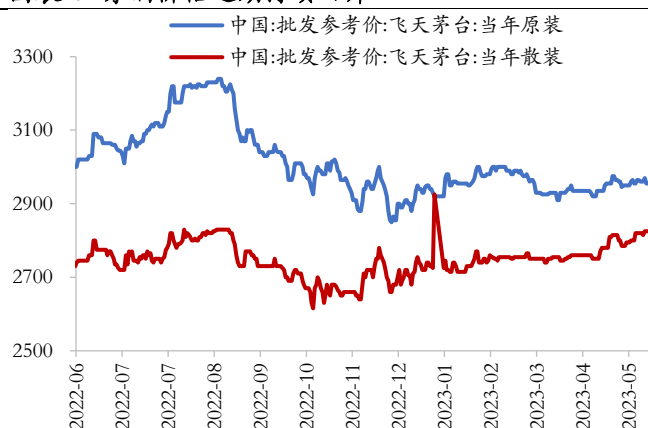
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

主线三：③消费整体或面临情绪性超跌错杀，密切关注预期差下的反弹修复可能。

超跌情绪释放，消费风格可能存在预期差。4月下旬以来市场对未来经济复苏的预期持续下修，消费风格回撤调整，近期回调幅度进一步加大，市场或对此一风格过于悲观、存在超跌错杀空间。中长期来看，尽管居民消费意愿的恢复尚需过程，但年内恢复大方向确定。

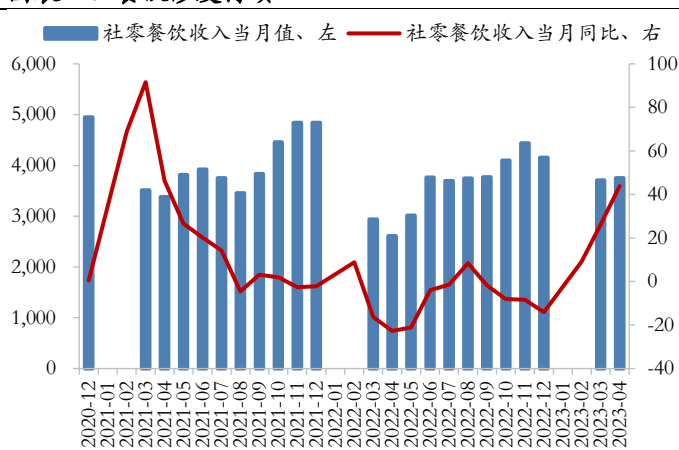
景气代表价格有所反弹，业绩确定性强，食品饮料有望迎来反弹修复机会。2-4月市场担忧消费需求不足企业大幅降价，但就我们所跟踪价格数据而言，食品饮料行业代表性的白酒除节假日常规促销外并未进行其余大幅的打折优惠力度。此外食品饮料行业一季报表现亮眼，以中位数统计食品饮料一季报营收同比增速为10.42%，净利同比增速为23.10%。在当前市场预期过度悲观情绪消散下，食品饮料有望迎来机会。

图表 9 茅台酒价格近期持续回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元

图表 10 餐饮修复持续



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%

疫后医疗及美容需求仍在修复中，提升医药生物配置价值。疫情期间因医疗系统承压有大量医疗手术及医疗美容需求积压，在居民消费意愿和能力双双得到修复的情况下，这部分需求将在长期得以释放，由此提升医药生物行业整体的配置价值。此外近期北京市针对运动医学、神经介入、电生理三大类耗材进行带量采购，而与此前集采相比，本次中标降幅要求较为宽松，抑制压力减少。而医药生物整体经历调整后存在错杀空间，进入配置适宜阶段。

2.1 市场热点 1：如何看待近日出现的农林牧渔异动？

我们的观点：近日农林牧渔行情的异动上涨可能来自于市场主线不稳定不持续环境下的轮动，这种轮动实际上从5月初以来一直如此，而农林牧渔因其估值安全

性和涨幅安全都具备轮动的价值。这种轮动预计将是短期的轮动，然而考虑到其当前位置已经低于 2022.10、2022.04、2021.07 的底部，仅高于 2020.03 月的疫情底部，估值百分位不足 20%，因此已经具备中长期的布局价值。此外，从生猪价格、仔猪价格、能繁母猪存栏量、生猪出栏量等景气指标看，预计猪景气上行周期仍需时间。

近日农林牧渔行情的异动可能来源于当下市场主线不稳定环境下的轮动。2023/6/8 日农牧异动上涨 2.37%，在当日的行业中排名居前，同时由于前期农牧指数的持续下跌，甚至跌破了 2022 年 10 月、2022 年 4 月底、2021 年 7 月的低点，仅高于 2020 年 3 月的疫情底部，引发市场关注。我们认为异动上涨的原因更大可能是来自于近期市场主线持续不稳定的轮动环境下，迎来的轮涨，此前在 5 月 17 日我们发布的专题报告《高切低行情下，如何优选承接轮动的行业？》中，也曾指出农林牧渔因其估值安全和涨幅安全具备较好的高切低切换可能性。

当前的农林牧渔具备中长期的布局价值，但行情起舞预计仍需等待生猪景气上行周期确认。仅高于疫情底部，截至 2023/6/9 日的农牧行业估值为 28.1X，2010 年以来的估值历史百分位为 19.7%，已经处于低估值状态，因此农牧行情当前具备良好的中长期配置契机。但从过去历史行情来看，行情出现明显起色还得需要景气上行周期的持续验证和支撑，然而从生猪价格、仔猪价格、能繁母猪存栏量同比、生猪出栏量同比等指标来看，景气上行周期预计还需时间。

风险提示：

疫情发展与预期存在偏差；国内经济预测存在偏差；国内政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。