

国都证券研究所晨报 20230613

【财经新闻】

- 前瞻美联储6月议息会议决议：暂停加息？几张反对票？
- 韩国楼市崩盘：首尔实际交易房价暴跌25% 成交量降七成
- 外资纷纷向中国经济投出“信心票” 美国私募巨头：中国始终是头号投资目的地

【行业动态与公司要闻】

- 中国光伏企业高管在欧洲被带走调查！双反余波还是另有隐情？业内预计影响有限
- 多家投行上调AMD目标价 “GPU老二”明日能否迎来逆袭？
- 险企营销“搭车”存款利率下调要注意分寸

【国都策略视点】

- 策略观点：存量资金博弈破局前，TMT与地产系板块或交替反弹

昨日市场

| 指数名称 | 收盘 | 涨跌% |
|----------|----------|-------|
| 上证指数 | 3228.83 | -0.08 |
| 沪深300 | 3844.43 | 0.20 |
| 深证成指 | 10873.74 | 0.74 |
| 中小综指 | 11676.49 | 0.99 |
| 恒生指数 | 19404.31 | 0.07 |
| 恒生中国企业指数 | 6585.68 | -0.06 |
| 恒生沪深港通AH | | |
| 股溢价 | 138.82 | -0.59 |
| 标普500 | 4338.93 | 0.93 |
| 纳斯达克指数 | 13461.92 | 1.53 |

资料来源：iFinD，国都证券

昨日A股行业

| 排名 | 行业名称 | 成交量 (百万) | 涨跌% |
|----|------|-------------|------|
| 1 | 汽车 | 3835.92 | 3.04 |
| 2 | 家用电器 | 1545.66 | 2.85 |
| 3 | 食品饮料 | 941.45 | 2.49 |
| 4 | 轻工制造 | 1186.38 | 2.07 |
| 5 | 机械设备 | 3657.45 | 1.46 |

资料来源：iFinD，国都证券

研究员：白姣姣

电话 010-84183207

Email: baijiaojiao@guodu.com

执业证书编号：S0940519060001

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 前瞻美联储 6 月议息会议决议：暂停加息？几张反对票？

【第一财经】当地时间 13 日，为期两天的美联储 6 月货币政策会议将在华盛顿正式拉开帷幕。

作为美联储可能暂停加息的节点，本次议息会议与以往相比更吸引人们的眼光。除了美联储主席鲍威尔的新闻发布会之外，最新经济预测摘要（SEP）中有关加息路径、通胀预期等数据也将成为焦点，市场或进入巨震模式。机构预计，美联储或坚持其鹰派基调，为 7 月份的加息做好准备。

表决或出现多张反对票

随着议息会议的临近，根据芝加哥商品交易所 FedWatchTool 的数据，市场预计美联储周三按兵不动的可能性已经超过 70%，而 7 月加息的定价则超过 80%，上月一度高涨的降息预期则被推迟到明年。

蒙特利尔银行高级经济学家瓜蒂耶里（SalGuatieri）在接受第一财经记者采访时表示，美联储将选择跳过 6 月，以更好地评估经济和通胀趋势，从而降低衰退的风险。他预计，届时鲍威尔会强调，如果未来数据不能显示在降低通胀方面取得进展，那么将保留进一步行动的权利。

对于美联储而言，这将是一个艰难的决定。从大多数迹象来看，美国经济依然保持韧性。劳动力市场表现良好，亚特兰大 GDPnow 预测本季度经济增长有望达到 2.2%，需求的弹性或意味着核心通胀继续升温，不过制造业低迷、信贷条件收紧和货币政策滞后效应的不确定性依然是潜在风险。

第一财经记者注意到，在本次会议的缄默期前，美联储内部赞成跳过加息的观点已经占据了上风。自去年以来，美联储已经将利率区间提高了 500 个基点，为避免货币政策可能会对美国经济造成的不必要损害，不少美联储官员希望有一些额外的时间来观察即将到来的数据。美联储主席鲍威尔在上月出席活动时也表示，考虑到银行业面临的挑战，耐心评估政策变化及其对经济和信贷市场的影响是明智的，可能意味着无需继续加息至此前预期高位来抑制通胀。

需要注意的是，有多位官员表态支持继续加息，这意味着会议可能会出现不少反对票。在货币政策周期尾声，委员意见出现分歧并不罕见，比如 2007 年金融危机前夕。最近一次发生在 2019 年，当时联邦公开市场委员会（FOMC）内部在降息问题上立场持续分裂，当年 7 月议息会议一度出现 3 张反对票。

第一财经记者汇总 5 月会议后的表态发现，美联储理事沃勒、鲍曼、达拉斯联储主席洛根和明尼阿波利斯联储主席卡什卡利是潜在支持加息的鹰派委员，可能会投票反对暂停上调利率。除此之外，包括圣路易斯联储主席布拉德、克利夫兰联储主席梅斯特在内的非票委也表达了对紧缩的支持，这将对最新季度利率点阵图分布产生微妙影响，进而冲击市场对加息路径的定价。

国际货币基金组织（IMF）也建议美联储保持强硬，称如果就业市场不软化，货币政策不长期保持紧缩，美国经济将无法摆脱持续通胀的挑战。该组织预计，今明两年美国通胀率将持续高于 2% 的中期目标，联邦基金利率需要保持在 5.25%-5.5% 的范围内，直到 2024 年底。

在华尔街投行的最新研报中，摩根大通、摩根士丹利、美银和富国银行认为，美联储已经结束了加息周期，汇丰、瑞银、德银和高盛预计，美联储将在 7 月完成本轮紧缩周期的最后一次加息，花旗和巴克莱则倾向于美联储未来还将加息 50 个基点。

通胀、就业、经济预期如何变化

除了鲍威尔的新闻发布会外，本次会议美联储还将更新季度经济预测摘要（SEP）也将为未来的政策路径提供更多线索。

自紧缩周期开启以来，美联储一直将物价视为货币政策的重点。数据显示，在去年中期达到 9.1% 的峰值后，美国通胀开始逐步降温，4 月 CPI 已经降至 4.9%，为 2 年来的最低水平。

结合最近的会议纪要，FOMC 内部并未对通胀放松警惕，认为依然难以接受。劳动力市场成为了通胀的潜在推动力，非农报告显示，美国 5 月就业岗位增长加速，强劲的劳动力需求下薪资同比增长 4.3%，远高于疫情前 2.8% 的水平。美联储褐皮书称，对劳动力的强劲需求使美联储遏制高通胀的努力变得复杂，通货膨胀率一直徘徊在 4% 至 5% 的区间。

瓜蒂耶里向第一财经表示，考虑到强劲的需求，SEP 可能显示今年核心 PCE 通胀的路径小幅上修。他认为，接下来服务业通胀将对美联储政策产生重要影响，美联储希望看到的是劳动力市场的宽松和工资增长的进一步放缓，从而给物价降温。

在美国消费者支出和服务业扩张的支持下，二季度美国经济有所加速，此前 IMF 上调了美国经济增速预期，高盛则将今年衰退的可能性下调至 25%。荷兰国际集团（ING）在报告中预计，美联储将小幅上调今年的经济增速预测，并维持利率预期不变，继续打压市场对降息的希望。

相对而言，瓜蒂耶里持相对谨慎的态度。相对于软着陆，他更倾向于美国经济下半年将出现小幅萎缩的温和衰退，其中担忧的重要部分来自于银行业风波后续效应，对信贷条件的收紧将逐步传导到经济。

■ 韩国楼市崩盘：首尔实际交易房价暴跌 25% 成交量降七成

【中国基金报】韩国楼市暴跌

韩国楼市曾是全球最热的地区之一，此前房价连涨数年。过去 5 年，韩国房价整体涨了 80%，2020~2021 年最大涨幅超过 40%，首尔更是超过 50%，房价一度达每平方米 15 万人民币，仅次于中国香港。

2016 年欧债危机蔓延到韩国出口需求，韩国将基准利率由 3.25% 下调至 1.25%，成为这轮房地产上行的起点。而 2020 年疫情的爆发，韩国更是将基准利率降到了 0.5%。韩国房价直接起飞。

不过，最近，韩国房价崩了。2022 年 3 月起，美联储开启了数轮强势加息，严重依赖进出口贸易的韩国为了平抑汇率波动风险，紧随其后开展同步加息，基准利率暴力拉升至 3.5%，房贷利率更是高达 7%-8%。

2021 年 8 月随着韩国央行开始加息，房价开启了崩盘模式，首尔实际交易房价暴跌 25%，部分社区更是跌了 3-4 成，跌幅达历史之最，成交量也暴跌超 7 成。

据《亚洲日报》报道，韩国今年公寓、多户型住宅等共同住宅的公示价格较去年平均下降了 18.63%，降幅创下历史新高。

在首尔，部分公寓价格下跌了 30%-40%，而成交量更是暴跌 70% 以上。

5 月 3 日，韩国房地产信息服务企业“经济 10000Lab”对法院登记信息进行分析，结果显示，今年第一季度首次购房（包括公寓、联排别墅、商务楼）人数达到 6.8105 万人，创 2010 年开始进行相关统计以来第一季度的最低值。2021 年第一季度，首次购房者数量达到了 14.8961 万人，创下了历史最高纪录。然而去年第一季度降至 8.7660 万人后，今年的购房者数量再次降至历史最低值。

传贯房——利率“加速器”

分析认为，一种称为“传贯”的租房制度近年来快速推升了韩国房地产市场的热度。

国君国际宏观分析师周浩写得一份研报称：

韩国的房地产市场与其他主流国家不尽相同。在传统的租房与买房之外，存在第三种方式——传贯房，这是一种介于月租和所有权之间的选择。在传贯房租约最开始，租户需缴纳当前房产市场价值 50%-80%（具体由合约双方协议）的单一保证金，其后在整个租约期间无需支付其它租金。合约通常为 2 年，并可再续约两年，房东需在合约期满后退还所有押金。租约期间押金的利息收入与租户无关，归房东所有，房东可将其作为收入。

传贯房作为韩国特有的产业，它是租赁和金融工具的“结合体”。根据韩国政府的统计口径，传贯房一方面是租户与房东的私人贷款合约；另一方面，这也是一种金融工具，对于房东来说，租户的存款可以作为抵押品，对于租户来说，租赁的房屋也可作为抵押品，这可以在一定程度上提高租赁双方的杠杆水平。

在 2008 年金融危机后，韩国央行大幅调低了基准利率，这推动了租户对传贯房的再度青睐。在低利率时期，一方面租户可以通过银行贷款用低于普通房租的成本住进同级别住宅；另一方面，房东可以将收取的大额押金投资于资本市场，或者购入新的房产并以传贯房的方式继续出租。在这种方式下，租客节省了开支，房东增加了个人资产，即使利率较低，银行业也通过庞大的业务规模获取了不菲的利差收入。这样一个三赢的局面推动了传贯房在过去几年间价格大幅上涨。

例如一个房产投资人原本可以用手中的 10 亿韩元购买 1 套住房，但通过传贯方式出租，他可以在签订购房合同后先出租这套住房，拿到 8 亿押金后再向原房主支付房款。这样 1 套二手房的实际支付金额只有 2 亿韩元，10 亿韩元可以让他购得 5 套类似的住房。然而，传贯制度只适合于房地产的上升周期。通过传贯制度购房的房主，必须用下一个租客的押金才能返还之前的押金。但随着房价下跌，按比例得到的新押金已不足以偿付原押金。

2021 年 8 月之后，韩国开始了加息通道，特别是 2022 年 3 月份美国开始本轮加息周期以来，韩国为了防止美联储大幅加息使韩美利率倒挂幅度扩大，开始激进加息。

对租客来说，一次性交付大笔资金的成本越来越高，甚至将这笔钱存到银行的利息收入也可能比租金还高，与其如此，租客当然不会再选择传贯房。

对房东来说，如果租客退租，房东拿着押金连环炒房，属于典型的“短债长投”，这种资金错配情况直接导致背负巨额房贷的房东，面临巨大还贷压力，要么选择卖房，要么选择跑路。

曾有媒体曝出，有炒房客靠着传贯方式在首尔买了 280 套房子，最终由于杠杆加太多，资金链断裂，引爆了一颗巨雷，房东直接消失，导致数百名租客毕生的积蓄顷刻之间化为乌有。

周浩研报称，伴随着利率上升，传贯房相关的金融风险被放大，这导致了“接盘侠”变少，当从银行贷款的成本高于普通租房成本时，原本的三赢局面不复存在，越来越多的租客开始从传贯房转向普通月租房。数据显示韩国 2022 年成交的房屋租赁合同中，普通月租房的数量第一次超越了传贯房。

在对传贯房需求下降的同时，部分房东不得不出售手中的房产以归还租客押金，这就导致了韩国的房价加速下行。与此同时，仍有相当一部分房东无力偿还租客押金。因此韩国出现了一个有趣的现象，在房价大幅下跌的情况下，即使有新的租户愿意接盘传贯房，收到的押金也很难偿还原租户的全部押金，房东为了挽留原租户以避免资金链断裂，甚至开始向租户倒贴房租。

■ 外资纷纷向中国经济投出“信心票” 美国私募巨头：中国始终是头号投资目的地

【证券日报】近日，外资金融机构、跨国企业高层等频频发声，看好中国经济发展前景。比如，以大手笔押注字节跳动和快时尚零售商希音而闻名的美国私募投资公司——泛大西洋投资集团公开表示：“中国始终是头号投资目的地”。

该公司联席总裁加布里埃尔·卡约表示，中国是“最有吸引力”的投资地点，对于成长较快的公司而言尤其如此。

与此同时，最近一段时间，多家跨国企业高层纷纷到访中国。比如，特斯拉首席执行官马斯克日前到访中国时表示对中国市场充满信心，并希望持续深化与上海的各领域合作，更好服务中国市场和全球市场。

美国星巴克公司全球首席执行官纳思瀚在中国访问时表示，切实感受到上海消费活力正迅速回升，企业将通过加大数字化升级、推出创新产品、拓展创意门店，助力上海成为国际消费中心城市，也将继续积极参与中国乡村振兴、低碳发展事业。

外资为何频向中国经济投出“信心票”？对此，星图金融研究院高级研究员付一夫在接受《证券日报》记者采访时表示，根本原因在于中国政治经济环境更加稳定，国民经济发展韧性十足，产业体系完备，人口规模庞大，市场潜力巨大。对于外资来说，投资中国市场就相当于分享了中国经济发展的红利，并可以为自身带来更广阔的发展前景。

海南大学“一带一路”研究院院长梁海明对记者分析称，近期欧美多国通胀居高不下，在区域性银行危机与债务危机等影响下，经济受到冲击。欧美国家商界若要发展，就需要看向中国，加强与中国合作。

展望未来外资在我国布局，付一夫认为，大概率会积极布局中国的大消费行业。我国是全球最大和最有潜力的消费市场，近些年中国居民消费升级进程提速，个性化、多样化需求不断增加。在新技术赋能下，各类新型消费业态也在不断涌现。2023年中国消费市场稳步复苏理应是确定性事件，这当中必然蕴含着极大的投资机会，前景可期。

梁海明预计，未来外资将进一步投资与中国实体经济相关的产业，尤其是高端制造业、医疗、体育和餐饮消费等。

【行业动态与公司要闻】

■ 中国光伏企业高管在欧洲被带走调查！双反余波还是另有隐情？业内预计影响有限

【财联社】据德国光伏专业杂志 PVmagazine 报道，6月12日，有中国光伏企业高管在前往2023年德国慕尼黑国际太阳能技术博览会 IntersolarEurope 时，被德国相关部门现场带走。财联社记者求证获悉，国内多家头部组件企业与此次事件无关，展会进程暂未受到影响。

关于被带走调查原因，目前尚未有具体披露。有业内分析认为，或与此前欧盟双反调查有关。不过，硅业分会专家委副主任吕锦标对财联社记者表示，原来的双反一开始是5年的价格承诺，后来复审时撤掉了。上次有企业高管被带走是涉嫌编造资料逃避价格承诺。

吕锦标表示，2012年那次欧盟对中国光伏双反最终裁决执行价格承诺，不能低于承诺的价格出口欧盟。此措施5年期满复审时撤掉了。此次事件对我国光伏产品出口欧盟预计不会造成后续影响。

IntersolarEurope 是全球规模大、影响深的太阳能展览交易会之一。据 PVmagazine 报道，此次调查事件因高管涉嫌参与向欧洲走私太阳能组件，该案与中国制造商 Risen 代表进行的类似活动的调查有关，该案件已被起诉。

此时事发距离展会正式开始还有两天时间，且据知情人士对媒体透露，有关调查还未结束。据 PVmagazine 报道，欧洲太阳能制造协会欧盟 Prosun 此前曾声称，规避最低进口价格的反倾销和反补贴关税对欧洲纳税人造成损害。

有业内分析称，此次事件或与双反调查有关。2012 年，欧盟先后启动对中国光伏产品反倾销和反补贴调查，自 2013 年起，中国出口到欧洲的光伏产品被征收高额关税，该项政策于 2018 年 9 月到期后终止。

双反调查结束后，欧洲市场迅速回暖，成为中国组件出口规模最大的地区，根据 InfoLinkConsulting 数据，欧洲 2022 年累积从中国进口 86.6GW 的光伏组件，占全年中国组件出口的 56%，且增长速度超过 100%。

但双反调查的余波仍然存在。在 2019 年德国慕尼黑展会期间，多位中国光伏企业高管被德国相关部门带走。其中一位被捕高管的逮捕原因据称是由于涉嫌参与太阳能组件的商业走私及违法违规避 2018 年 9 月之前执行的欧盟最低限价 MIP。

不过，亦有业内人士对财联社记者表示，有关企业高管被带走调查原因目前不明，可能性还包括伪造原产地，或者专利纠纷等。还有就是原来没有在双反调查名单里（调查期间没有出口记录），要出口时得申请加入监管名录。如果假冒名单内的企业出口，那也是不合规的。

吕锦标称，中国和欧盟近几年没有光伏贸易障碍，包括德国的多晶硅进口中国都是不受限制的。在出口方面，大企业，特别是龙头上市公司，在国际贸易中都很规范，很有经验。如果证实是企业遗留问题，对中国光伏产品出口欧盟不会产生影响。

■ 多家投行上调 AMD 目标价 “GPU 老二” 明日能否迎来逆袭？

【财联社】当地时间周一（6 月 12 日），三家美国投行相继上调了对 AMD（超威半导体）的目标价，这家芯片巨头先前预告将会在明日活动中展示下一代数据中心和人工智能（AI）技术。

其中，韦德布什（Wedbush）将 AMD 的目标价从每股 95 美元大幅上调至 145 美元，克班（Keybanc）则将目标价从 110 美元上调至 150 美元，两家投行还重申了“超配”（Overweight）评级。

另外，投行 Rosenblatt 给出了“买入”（Buy）评级，并把目标价设定在每股 200 美元，是所有投行给出的最高的目标价。

据财经网站统计，目前 AMD 已经获得了来自 16 家机构的“买入”评级、5 家机构的“超配”评级和 6 家机构的“持有”（Hold）评级，没有机构给出“低配”（Underweight）和“卖出”（Sell）评级。

截至发稿，AMD 股价日内涨 3.4%，现报每股 129 美元，年初至今该股累计反弹了 100%，已经超过了许多投行的目标价。

由于聊天机器人 ChatGPT 掀起的 AI 浪潮，供不应求的算力芯片一度推升英伟达公司的市值超过 1 万亿美元大关。许多投资人错过了英伟达的机会，他们便将目光投向了 GPU “二号玩家” AMD 身上。

AI 所需的智能算力主要基于 GPU、GPGPU 及 AISC 等 AI 芯片所提供算力，用于人工智能的训练和推理。其中，GPU 是一种专门用于处理图形、视频、游戏等高性能计算的硬件设备，凭借相较于其他硬件在算力方面的较大优势脱颖而出。

AMD 此前在官网上宣布，公司将于北京时间 6 月 14 日周三凌晨 01:00 举办“AMD 数据中心和 AI 技术首映”，“该现场直播活动将展示其公司的发展战略和不断壮大的数据中心和 AI 产品组合和能力。”

届时，“AMD 的首席执行官苏姿丰将携手 AMD 高管和主要客户共同详细介绍新产品和数据中心、AI、自适应以及高性能计算解决方案的发展势头。”现在交易员们正在押注这次活动将会引发股价剧烈波动。

通过内生成长和外延并购，AMD 已经构成了“CPU+GPU+嵌入式”三大业务。不论在 CPU 领域还是 GPU 领域，AMD 都获得了“行业第二”的位置，并且公司丝毫不掩盖其想要超越英伟达的野心，意图摘掉“老二”的帽子。

苏姿丰在 Q1 财报会上曾表示，公司已经将人工智能列为第一战略重点，并对其实力充满信心，目前正积极与所有客户合作，联合将解决方案推向市场，包括即将推出的 InstinctMI300、配备 AI 引擎的 Ryzen7040 系列处理器以及一系列数据中心 SoC/HPC 加速器。

其中 MI300 性能强大，或将成为能够与英伟达一决高下的“终极武器”。苏姿丰坦言，InstinctMI300 加速器能帮助公司占领市场，其满足了 AI 和 HPC/超级计算生态系统的所有要求。

■ 险企营销“搭车”存款利率下调要注意分寸

【证券日报】近期，国有大行及股份制银行接连下调活期与定期存款利率。存款利率下调后，大量预定利率仍高于 3% 的保险产品便成为众多寿险公司及从业者“猛推”的对象。

不过，部分险企、代理人营销动作有些“变形”，存在误导嫌疑，主要表现在两方面：一是将存款利率与保险产品预定收益率简单对比，没有客观、全面介绍两者异同；二是只宣传保险的高收益率，闭口不提收益率以持有期为前提。

笔者以为，险企营销产品，要有合规意识，要注意营销分寸，全面、客观地介绍保险，杜绝片面对比损害投保人权益。

首先，保险与存款是完全不同的两类金融产品，不能将两者的利率或收益率进行简单比较。对比来看，不同期限的定存结构简单、收益率明了，但保险产品结构复杂，投保人的权益主要包括两部分：一是保险资金投资产生的收益；二是保险保障功能。部分保险的保障属性是主要功能，投资账户产生的收益反而是次要功能。因此，仅将保险的投资收益率与存款利率对比是片面的。

其次，保险产品的预期收益率多以持有期为基础，抛开持有期谈收益率是误导。不同期限的银行存款收益率很清晰，但不少保险产品使用 IRR（内部收益率）展示收益率，不同持有期的保单现金价值和收益率大相径庭，投保人只有持有足够长的时间才会有相应收益率，否则不仅没有收益，还可能出现大比例亏损。

例如，某款年金险的 IRR 为 3.5%，按保险合同，投保人需要每年缴费 5 万元，连续缴 3 年，合计 15 万元，保障期为终生。假如投保人在第六个保单年度急需资金，需要退保，则只能拿回 12.6 万元，亏损 2.4 万元；若在第三个保单年度退保，则会亏损 5.7 万元。因此，寿险从业者在推销保险时不能只介绍预期收益率，而要同时强调产品持有期限。

再者，通过竞品利率下调推销保险并非长久之计，提升长期投资能力才是根本。从国内外优秀的保险公司来看，提升长期投资能力既是保险产品长期竞争力的体现，也是险企基业长青的“杀手锏”。

目前，不少险企既面临增长压力，也面临激烈的竞争，借存款利率下调营销保险既有现实需求，也有不得已之处。但保险业尤其是寿险业，经营周期长，此时的销售误导必然会引发未来的退保。因此，险企应锚定长期发展目标，坚守合规底线，秉持经营初心。

【国都策略视点】

■ 策略观点：存量资金博弈破局前，TMT 与地产系板块或交替反弹

1、近期展望：企业盈利仍在磨底，美元流动性收紧持续时间延长，短期超跌反弹空间或有限。短期来看，过去一个半月指数的

震荡回调，已对上述内外压力消化较为充分，主要指数与行业板块已回吐此前涨幅的 50-70%，创业板指已跌破 22 年 10 月大底，煤炭、基础化工、房地产、商贸、军工、农林牧渔、交运等行业指数也低于 22 年 10 月末；而最新美国债务上限谈判达成初步协议、中美高层团队近期重启接触与对话，以及英伟达为代表的全球 AI 龙头财报指引超预期、华为 23 年手机出货量指引大幅上调，有望驱动 TMT 板块景气改善预期。预计受以上内外环境的局部改善或提振，近期领跌全球的 A、H 股阶段性或有望超跌反弹。

然而，近期国内经济数据仍偏弱，基本面预期继续下修，企业盈利仍在磨底期。5 月 PMI 连续第二个月在荣枯线下方明显回落、PPI 同比降幅继续扩大并预计 7 月起才有望逐步收窄，预计本周陆续公布的 5 月社融信贷、工业、投资等数据仍偏弱；22 年低基数下，4 月工业企业利润同比降幅仍达-18.2%，扣除基数影响后的两年复合增速从 3 月的-4.0%扩大至 4 月的-13.5%。考虑到二季度 PPI 同比降幅仍达-3~-4% 区间，8 月前难以明显收窄至-2% 以内，同时三季度前 CPI 或保持在 0.5% 下方的低位通胀，工业企业去库存压力有待见底，三季度前经济环比动能与企业盈利仍难以改观。

此外，美国 4 月消费支出与核心 PCE 数据超预期，5 月底部分美联储委员释放鹰派信号，使得市场对于 7 月美元再加息 25bp 概率达六成以上；虽然最新部分委员的赞成 6 月暂停加息表态、美国时薪增长压力放缓，使得 6 月加息概率重新显著回落至三成附近，但年内降息概率与幅度已大幅下调。

美元 6 月继续加息概率显著回落，短期美元汇率止升震荡，但考虑到年内美元保持限制性高利率区间预期延长，预计在结束本轮加息信号前，近中期美元利率与汇率或保持强势震荡，而在国内经济数据边际回暖前，人民币汇率依然承压，境外资金阶段性流出压力显现，国内货币政策难有继续宽松空间。综合以上基本面仍偏弱、外部美元流动性紧缩时间预期延长，预计 A 股短期超跌反弹空间有限。近中期 A 股底部盘整格局的打破，有待经济内生动力的增强或经济提振政策的出台。

2、存量资金博弈破局前，市场风格轮动均衡为主，TMT 有望拾阶而上，弱现实弱预期的金融地产系的部分周期与消费或存在正向预期差。考虑到 23 年下半年 A 股市场仍位于熊转牛之前期，即在市场自底部温和修复的中前场，一般难见中小投资者趋势性入场带来显著增量资金，年初至今基金新发市场持续偏凉；个人养老金制度试点启动下长线资金规模效应尚需时日，金融监管防风险下两融杠杆资金助涨杀跌的动力已限制，陆股通北上资金流向受欧美市场、汇率波动而变化，年初快速大额净流入后，近几个月明显放慢流入节奏。而资金需求方面，随着 IPO 注册制发行常态化，近两年首发与再融资规模基本稳定在 1.8 万亿元，且近几年产业资本年均净减持规模达三四千亿元。综合来看，当前存量资金博弈破局前，决定了 A 股难有指数显著持续走牛、行业板块全面同步上涨的行情。

23 年股市资金供需总体仍偏紧的状况，决定了市场以存量资金博弈、结构轮动为主的特征难以发生改变；结合 23 年全球 AI+ 科技产业的大笔投入与应用开发，国内以自主安全与数字经济为首的创新发展战略目标，预计以半导体芯片、光模块、服务器、大模型等为首的 TMT 科技板块，中期正步入新一轮技术创新与商业应用、业绩拐点向上逐步兑现的上升周期，且当前估值大多均处于近十年 50% 以下分位数，因而 TMT 科技成长主题行情有望拾阶而上。

同时，考虑到以金融、地产系板块（建筑建材、机械、家电家装、化工、白酒）等周期与部分消费板块（医疗服务及创新药）、军工，已在弱现实弱预期双重压力下持续调整，下半年大概率存在基本面预期或政策预期的正向差驱动行情，尤其当前周期与部分消费板块的估值已位于近十年 20% 以下分位数，一旦触发基本面或政策正向预期差，阶段性有望进入快速修复行情。

风险提示：疫后国内经济恢复偏弱、美国通胀持续高位难下、地缘政治冲突升级、海外市场大幅震荡等风险。

（数据来源：WIND, 国都证券）

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，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。在任何情况下，本公司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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------|----|---------------------------|
| 投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数 |

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------|------|------------------------|
| 投资评级 | 强烈推荐 | 预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上 |
| | 推荐 | 预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间 |
| | 中性 | 预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上 |