政策期待逐步兑现，可以适当乐观一些

报告日期: 2023-06-18

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《政策期待期，走出惯性悲观》2023-06-11
2. 策略周报《内部政策期待尚需证实，震荡格局未破》2023-06-04
3. 策略月报《震荡下沿，无需悲观》2023-05-28
4. 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

主要观点：

● 市场观点：政策期待逐步兑现，可以适当乐观一些

6 月第 2 周市场反弹，上证指数和创业板指收涨。政策预期逐步兑现和海外催化剂加持下，食饮等消费板块和 TMT 板块表现较好。**展望后市，5 月经济数据走弱但已在市场预期中，这反而触发 MLF 等利率下调，同时国常会宣布研究提出一批政策措施推动经济持续向好回升，市场对政策的期待正在逐步兑现。此外美联储议息会议 6 月暂停加息，同时上调了美国经济预测增速，美国衰退和加息担忧都迎来缓释。当下市场已经从前期对经济和政策的过度悲观预期中走出来，海内外市场风险偏好均获得提振，因此短期内对 A 股可以适当乐观一些，A 股仍处于震荡大格局下的回升行情中。**

市场热点 1：如何看待近期总量政策？政策脉络一直有据可循，中央有政策储备，是否使用主要取决于数据情况。随着 5 月宏观经济数据再度走弱，政策端也正在起变化，连续两个月数据快速下滑会加速已有储备政策的落地。

市场热点 2：如何看待 5 月宏观经济数据再度走弱？5 月经济与社融数据继续走弱不及预期，反映当下经济内生动力仍不足，政策托底经济必须性提升。以当前数据来看，年初确定的 5%增长目标实现难度不大，经济数据亦有一些改善迹象，对经济增长无需悲观。

市场热点 3：如何看待 6 月美联储议息会议？6 月美联储选择“暂停”加息，但对年内后续政策路径整体上偏鹰派。整体上看，美联储上调美国经济预测，美国经济软着陆概率明显提升，美股有望继续上行，同时美联储内部对于后续加息仍有分歧，因此不会对 A 股风险偏好形成明显抑制。

● 行业配置：泛 TMT 行情更需重视结构性配置，消费有望持续修复

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 结构性行情延续，围绕大模型、芯片产品迭代等推动的**电子**和**通信**；二是扩消费政策刺激有望逐步落地后反弹的**食品饮料**，超跌情绪释放后可能存在预期差的**医药生物**、**美容护理**；三是“中特估”迎来催化剂，关注与之相关的中字头**建筑央国企**等机会。

市场热点 1：计算机和传媒行情能新高吗？当前性价比如何？通信和电子怎么看？受催化剂和流动性宽松的双重驱动，近期泛 TMT 板块迎来了一轮幅度较大的阶段性上涨。①对 TMT 行情的中长期性价比而言，估值未来能否有足够多的提升空间是关键，但当前计算机、传媒的估值百分位已经触及历史可比天花板位置，向上空间已然非常受限。而通信、电子估值百分位目前尚处低位，距离历史可比天花板位置仍有充足空间。**因此中长期配置性价比，通信、电子优于计算机、传媒。**②对 TMT 行情的短期持续性而言，市场情绪是关键，不排除计算机、传媒行情突破前高，通信迭创新高，电子继续上涨可能，但同时要重视，市场情绪具有高度不稳定性和不可预测性，尤其 TMT 板块涨幅较多，计算机和传媒估值较高当下。**③当前时点，我们认为中长期性价比考虑应重于短期持续性的考虑。**

● 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：政策期待逐步兑现，可以适当乐观一些 3
1.1 市场热点 1：如何看待近期总量政策？ 3
1.2 市场热点 2：如何看待 5 月宏观经济数据再度走弱？ 4
1.3 市场热点 3：如何看待 6 月美联储议息会议？ 6
2 行业配置：泛 TMT 行情更重结构性配置，消费有望持续修复 7
2.1 市场热点 1：计算机和传媒行情能新高吗？当前性价比如何？通信和电子怎么看？ 10

图表目录

图表 1 发改委等四部门《关于做好 2023 年降成本重点工作的通知》中主要举措均非新增 4
图表 2 5 月企业票据同比值大幅下降，中长贷同比值上升 5
图表 3 5 月居民信贷小幅改善 5
图表 4 地产链条消费依然不容乐观 6
图表 5 低基数影响下，可选消费品维持较高增速明 6
图表 6 CME 观测器显示市场预期美联储下半年加息 25BP 7
图表 7 美国 CPI 明显回落，但核心 PCE 仍有粘性 7
图表 8 360 智脑推出“文生视频”等突破功能 8
图表 9 全球消费电子周期有望迎来回正 8
图表 10 茅酒价格近期持续回升 9
图表 11 医药生物估值百分位仅为 11%（2010 年以来） 9
图表 12 八大建筑央企新签订单金额单季度同比增速处于改善中 10
图表 13 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 10
图表 14 成长科技板块各行业的估值天花板和对应分位数均随时间的推进而整体下降 12

1 市场观点：政策期待逐步兑现，可以适当乐观一些

6 月第 2 周市场反弹，上证指数和创业板指收涨。政策预期逐步兑现和海外催化剂加持下，食品饮料等消费板块和 TMT 板块表现较好。**展望后市，5 月经济数据有所走弱但已在市场预期中，这反而触发了 MLF 等利率下调，同时国常会宣布研究提出了一批政策措施推动经济持续向好回升，市场对政策的期待正在逐步兑现。此外美联储议息会议 6 月暂停加息，同时上调了美国经济预测增速，美国衰退和加息担忧都迎来缓释。当下市场已经从前期对经济和政策的过度悲观预期中走出来，海内外市场风险偏好均获得提振，因此短期内对 A 股可以适当更乐观一些，A 股仍处于震荡大格局下的回升行情中。**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 结构性行情延续，围绕大模型、芯片产品迭代等推动的**电子**和**通信**；二是扩消费政策刺激有望逐步落地后反弹的**食品饮料**，超跌情绪释放后可能存在预期差的**医药生物**、**美容护理**；三是“中特估”迎来催化剂，关注与之相关的中字头**建筑央国企**等机会。

1.1 市场热点 1：如何看待近期总量政策？

我们的观点：政策脉络一直有据可循，中央有政策储备，是否使用主要取决于数据情况。随着 5 月宏观经济数据再度走弱，政策端也正在起变化，连续两个月数据快速下滑会加速已有储备政策的落地。

政策脉络一直有据可循，中央有政策储备，是否使用主要取决于数据情况。从去年底以来市场对经济预期经历了两次较大变化。2022 年底，市场普遍认为 5%实现难度较大，但 Q1 数据公布后纷纷上调 Q2 增速 8%以上、全年 6%以上，但随着 4-5 月数据发布，全年经济增速预期又全面下调。我们认为，当前经济仍维持弱复苏态势，如无政策刺激全年增速可能仅 4.5%，通过政策端发力全年可以实现 5%以上，因此中央一直有政策储备，只是根据时机伺机而动。随着 5 月宏观经济数据再度走弱，政策端也正在起变化，连续两个月数据快速下滑会加速已有储备政策的落地。

准确把握政策逻辑以及实现路径的变化。政策端重视国际经济与政治环境变化，要求提高应对极端情况的能力，更加重视央国企发挥的作用。同时，目标的实现路径未来正在发生变化：①从单纯依赖总量抬升，到仰仗技术进步对效率的提升；②从财政直接补贴到更加注重市场化手段，重视制度建设和营造环境；③应用端靠民营和大基金发力，央国企在卡脖子领域也力求有所突破；④政策更加务实，做的多、说的少。但也要看到，政策定力和底线并未改变，尤其是在反腐、环保、债务、地

产等关键领域，政策基调并未出现明显变化。

政策总基调以休养生息为主。触发总量微刺激需要条件，快速放缓已引起关注，政策还会陆续出，但需要降低期望。6 月 13 日国家发改委等四部门印发《关于做好 2023 年降成本重点工作的通知》以及 MLF 利率下降对市场近期政策预期予以呼应，进一步提振市场情绪。但就当前政策力度而言，对于总量政策不宜报过高期待，政策发力重点仍在产业政策和深化改革，主要是去年底中央经济工作会议确定的政策仍会继续实施。近期出台政策除 OMO、MLF 利率下降 10BP 大概率带动 6 月 20 日 LPR 下调 10BP 属于增量政策外，其余政策均未见明显增量。尤其是市场关注度较高的 6 月 13 日国家发改委等四部门印发《关于做好 2023 年降成本重点工作的通知》，其中仅货币政策中 LPR 调降属于今年增量政策，其余财政政策中减税降费均为传统政策延续。

图表 1 发改委等四部门《关于做好 2023 年降成本重点工作的通知》中主要举措均非新增

延续/新增	政策内容	此前已有政策
延续	2023 年底前，对月销售额 10 万元以下的小规模纳税人免征增值税。	财政部 税务总局《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》（财税〔2019〕13 号），执行期限：2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日（之后持续延续）。
延续	对小规模纳税人适用 3%征收率的应税销售收入减按 1%征收增值税。	财政部 税务总局《关于支持个体工商户复工复业增值税政策的公告》湖北省增值税小规模纳税人适用 3%征收率的应税销售收入，免征增值税（财政部 税务总局公告 2020 年第 13 号），实施期限：2020 年 3 月 1 日至 2020 年 5 月 31 日（之后持续延续并扩大至全国）。
延续	对生产、生活性服务业纳税人分别实施 5%、10%增值税加计抵减。	财政部 税务总局 海关总署《关于深化增值税改革有关政策的公告》对生产、生活性服务业纳税人实施 10%增值税加计抵减（财政部 税务总局 海关总署公告 2019 年 39 号），实施期限：2019 年 4 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日（之后持续延续但略有调整）。
延续	2024 年底前，对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分减按 25%计入应纳税所得额，按 20%的税率缴纳企业所得税。	《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》（财税〔2019〕13 号），实施期限：2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日（之后持续延续）。
延续	对个体工商户年应纳税所得额不超过 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上减半征收个人所得税。	财政部 税务总局《关于实施小微企业和个体工商户所得税优惠政策的公告》（财政部 税务总局公告 2021 年第 12 号），实施期限：2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日（之后持续延续）。
延续	将减半征收物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税政策、减免残疾人就业保障金政策，延续实施至 2027 年底。	财政部《关于调整残疾人就业保障金征收政策的公告》（财政部公告 2019 年第 98 号），实施期限：2020 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日（之后继续延续）。

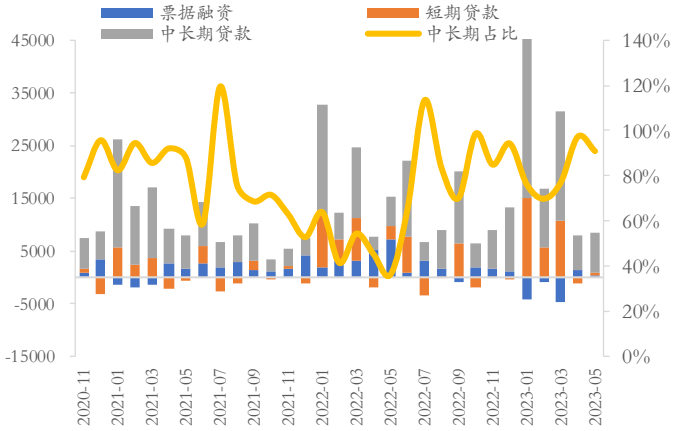
资料来源：财政部，国家税务总局，海关总署，华安证券研究所整理。

1.2 市场热点 2：如何看待 5 月宏观经济数据再度走弱？

我们的观点：5 月经济与社融数据继续走弱不及预期，反映当下经济内生修复动力仍然不足，政策托底经济必须性有所提升。以当前数据来看，年初确定的 5%增长目标实现难度不大，经济数据亦有一些改善迹象，对经济增长无需悲观。

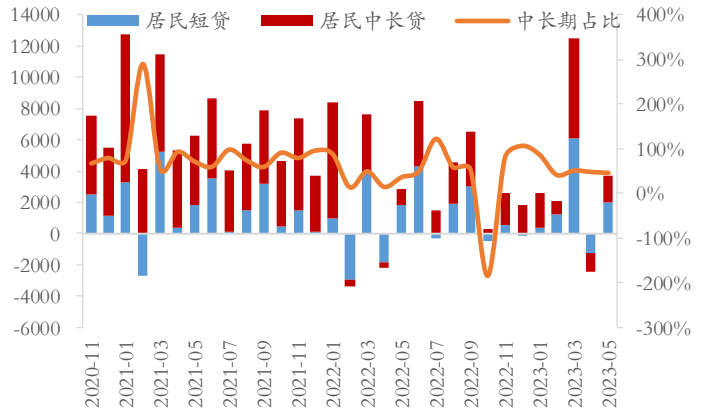
5 月社融数据继续走弱不及预期，政策托底经济预期进一步升温。货币需求方面，5 月社融、信贷持续回落。新增社融 15600 亿元、同比少增 12815 亿元。社融存量同比增速 9.5%，较 4 月下降 0.5 个百分点。从结构上看，人民币贷款、政府债券及企业债券为同比少增（分别少增 6030 亿元、5011 亿元、2541 亿元）的主要原因。其中政府债券受去年专项债安排前置的影响，形成较高基数，但结合今年政府对赤字率和专项债的安排，我们预计下半年政府债券同比压力减小，对社融形成结构性支撑。实体信贷结构方面变化不大，企业端中长期贷款维持增长，居民端依旧偏弱、同比仅小幅多增。企业端：中长期贷款 7698 亿元，同比 2147 亿元，出口增速企稳与制造业设备投资再贷款等政策引导有所贡献。居民端：中长贷当月值 1684 亿元，同比 637 亿元，相比于去年疫情导致的低基数，今年居民中长贷并无明显增长，反映居民部门购房意愿依然不强、而提前还款意愿依然较强。总体来看，**剔除基数影响，5 月偏弱的社融数据反映出实体融资动能较低，经济弱复苏，总需求不足的现状。**

图表 2 5 月企业票据同比值大幅下降，中长贷同比值上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%

图表 3 5 月居民信贷小幅改善

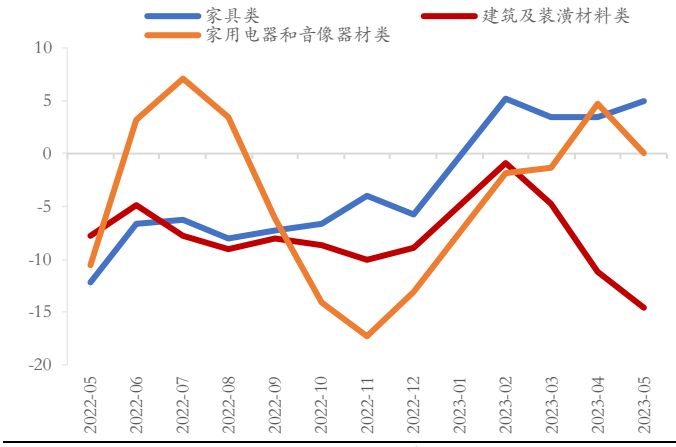


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%。

受基数影响社零增速放缓，但呈现出改善迹象。5 月社会消费品零售总额约 3.78 万亿元，同比上涨 12.7%，低于前值的 18.4%。但出现一些改善迹象，两年复合同比 2.5%，与 4 月基本持平，环比季调后 0.4%优于上月 0.2%。结构方面亦有一些改善迹象：①典型可选消费品中汽车消费改善，汽车类和通讯器材类同比分别增长 24.2%和 27.4%。②服务类消费持续改善，5 月全国服务业生产指数同比增长 11.7%，整体仍维持较高增势。分行业看，住宿和餐饮业，租赁和商务服务业，批发和零售业，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比分别增长 39.5%、14.0%、13.2%、12.9%。我们认为，随着居民消费信心的恢复和失业率的回落，6 月

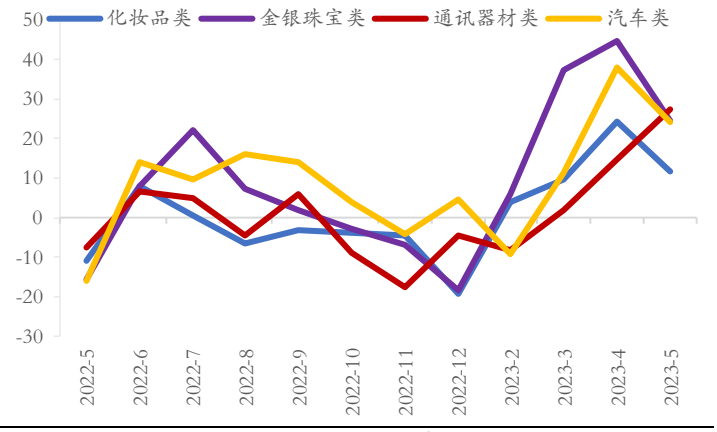
社零同比增速仍将维持在较高水平，但随着基数影响走弱，增速涨幅或有所下降。

图表 4 地产链条消费依然不容乐观



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 5 低基数影响下，可选消费品维持较高增速明



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

固定资产投资继续走弱，房地产下行趋势仍将延续。5 月固定资产投资累计同比 4.0%，较 4 月回落 0.7 个百分点，主要分项累计同比均有所走弱。**房地产开发投资增速延续两位数降幅，短期内仍难以见到拐点。**按照累计同比测算的 5 月房地产开发投资下降 10%，而按照绝对值测算的 5 月房地产投资同比下降达 21.5%。商品房销售继续走弱，商品房销售额同比-4.8%，低于前值的 13.2%；销售面积同比下降 19.7%，降幅较上月扩大 7.9 个百分点，地产短期内难见好转。**我们维持之前观点：近期部分地方小幅放松了调控政策，但政策力度整体上保持克制，不同区域房地产市场分化严重、企业信心不足、居民置业意愿低迷问题依然严峻，疲软态势仍将持续。**

工业生产低位改善。5 月，全国规模以上工业增加值同比 3.5%，低于前值的 5.6%。但两年平均增速 2.1%，较 4 月回升 0.8 个百分点。季调后，5 月环比转正，增长 0.6%，高于前值的-0.3%。**主要工业品方面：①建筑类工业品产量增速持续下降，与投资端走弱相印证。**其中 5 月粗钢(-7.3%)、钢材(-1.3%)和水泥(-0.4%)产量同比大幅下降，分别低于前值的-1.5%、5%和 1.4%，与地产投资动能不足挂钩。**②汽车产量同比增速 17.3%，环比 14.3%。**除去低基数影响，环比增长表明去库存力量减弱，汽车市场呈恢复增长态势。**③发电量同比增长 5.6%，维持平稳增长。**

1.3 市场热点 3：如何看待 6 月美联储议息会议？

我们的观点：6 月美联储选择“暂停”加息符合市场预期，但对于年内后续政策路径整体上偏鹰派，点阵图显示年内美联储有意再加息 50BP。整体上看，美联储上调美国经济预测，美国经济软着陆概率明显提升，美股有望继续上行，同时美

联储内部对于后续加息仍有分歧，因此不会对 A 股风险偏好形成明显抑制。

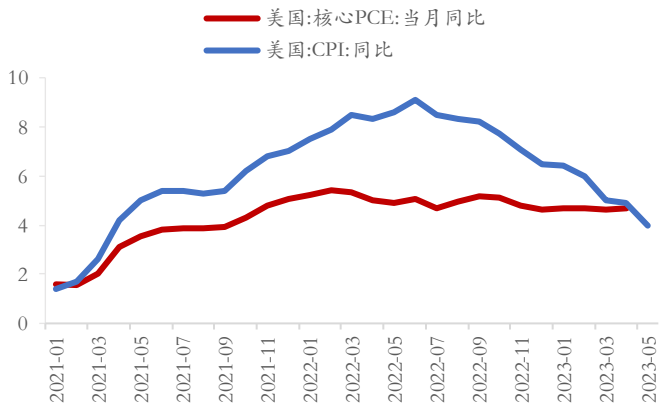
美国经济有望软着陆，预计美联储下半年再加息 25BP，但不会对 A 股风险偏好形成明显抑制。6 月 FOMC 会议表示“暂停”加息、符合市场预期，但美联储同时上调了 2023 年美国 GDP 增速预测（0.4%上调至 1%）以及核心 PCE 通胀预测（3.6%上调至 3.9%），同时 18 位参会者中有 12 位支持年内将利率上调至 5.5%-5.75%区间。考虑到当前美国核心通胀指标仍有粘性，同时美联储内部对于后续加息仍有分歧，预计美联储下半年的政策路径为：7 月份再加息 25BP，之后维持不变。**整体上看，美联储上调美国经济预测，美国经济软着陆概率明显提升，美股有望继续上行，同时美联储内部对于后续加息仍有分歧，因此不会对 A 股风险偏好形成明显抑制。**

图表 6 CME 观测器显示市场预期美联储下半年加息 25BP

	4.5-4.75	4.75-5.0	5-5.25	5.25-5.5	5.5-5.75
2023/7/27			28.10%	71.90%	
2023/9/21			23.60%	64.90%	11.50%
2023/11/2		1%	25.40%	62.60%	11.00%
2023/12/14	0.20%	6.40%	33.70%	51.10%	8.60%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：数据更新时间 2023 年 6 月 15 日。

图表 7 美国 CPI 明显回落，但核心 PCE 仍有粘性



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

2 行业配置：泛 TMT 行情更重结构性配置，消费有望持续修复

泛 TMT 行情更需重视结构性配置，消费有望进入持续修复期。本周市场围绕泛 TMT 行情及政策预期演绎，而前期持续杀跌的电力设备也一扫颓势。展望后市，降息落地、国常会也提出了一批政策措施，政策预期正在逐步兑现。此外，海外美联储 6 月议息会议暂停加息，并大幅上调美经济增速预期，海外衰退和加息超预期的风险均进一步缓释。内外共同支撑，市场有望延续偏暖风下的震荡回升行情。**配置上，**继续坚定三条主线：**一是**全产业链细则快速落地大背景下，国内外大模型及芯片快速迭代，泛 TMT 结构性机会延续，关注**通信**和**电子**；**二是**有望迎来持续修复的消费风格，重点关注扩消费政策逐步落地后反弹的**食品饮料**，超跌情绪释放后可能存在预期差的**医药生物**、**美容护理**；**三是**较长期的中特估主题性机会，近日国资委

持续展开央企质量提升部署，有望结合中特估催化的**中字头建筑等机会。**

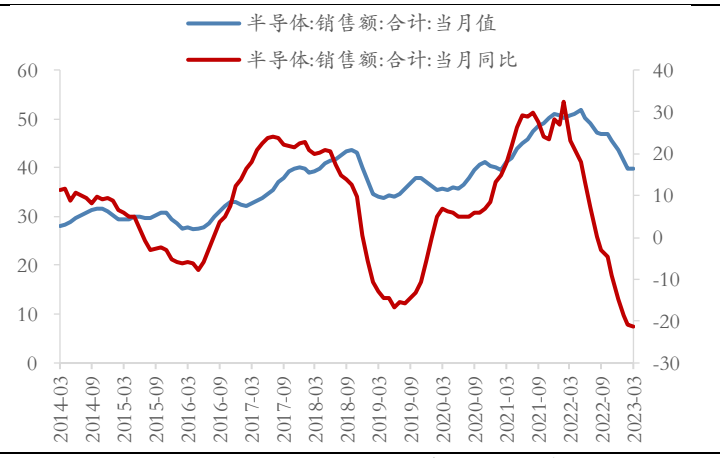
主线一：①国内外大模型及芯片快速迭代，泛 TMT 行情中通信及电子结构性机会延续。

国内外大模型及芯片产品进入迭代，关注泛 TMT 行情中通信及电子机会。在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，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。而行业基本面方面，国内 360 智脑通过中国信通院可信 AIGC 大语言模型功能评估、推出“文生视频”等新功能；国外方面 AMD 的 MI300 芯片发布，叠加近期 GPT-4 和 GPT-3.5 微调更新、GPT-3.5 的价格下调 25%，并且 Open AI 的 API 更新，新增了函数调用能力，支持 OPEN AI 插件应用。AIGC 整体进入大模型快速迭代、应用持续爆发期，推动通信、电子中尤其是算力基础设施相关投资机会。

图表 8 360 智脑推出“文生视频”等突破功能

资料来源：根据新闻整理，华安证券研究所。

图表 9 全球消费电子周期有望迎来回正



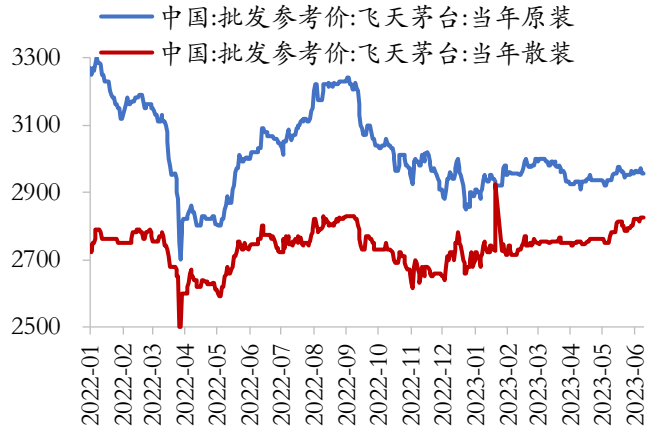
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：十亿美元，%

主线二：②扩消费政策刺激逐步落地后有望持续反弹的食品饮料，超跌情绪释放后存在预期差的医药生物、美容护理。

极端悲观情绪拐点已现，政策预期升温下消费出现反弹。4 月下旬以来消费风格较其它风格回撤明显，但近期在政策迅速落地的催化下出现变化。商务部称将组织开展汽车促消费活动，其后联合四部门发布《关于做好 2023 年促进绿色智能家电消费工作的通知》。湖北率先响应发送 3 亿元家电消费券。政策落地下市场对消费风格后续预期改善，带动消费板块整体反弹。中长期来看居民消费意愿的恢复大方向确定，当下或已开启稳步回升。

景气代表价格持续反弹，业绩确定性强，食品饮料有望迎来持续反弹。食饮行业代表性的白酒近期已开启持续上行，茅台散装价格已达到 2855 元/瓶，较开年以来的低点 2710 元/瓶大幅上升。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%。在当前市场期望过度悲观情绪消散下，食品饮料有望迎来机会。

图表 10 茅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 11 医药生物估值百分位仅为 11%（2010 年以来）

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点、%

疫后医疗及美容需求仍在修复，“集采后时代”行业内幸存者优势突出、线下大促显示需求恢复良好，提升两者配置价值。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、美容护理行业整体的配置价值。**医药生物方面**，近期对于耗材带量采购事件显示集采或进入后时代，公司估值和业绩双杀后已进入底部，行业经历一轮出清幸存者优势凸显、逐渐从集采早期的“相对不确定性”向“确定性”转变。集采淘汰落后产能外，也从产品、研发乃至销售渠道等方面提高了医药行业细分领域的进入门槛，医药整体估值有望逐步扩张。**美容护理方面**，①医美线下需求恢复良好，医美机构当下主推项目出现新增长点，市场整体合规趋严、有利于市场良性扩张，推动线下医美增长；②美护 618 大促数据显示美妆品销售持续改善，提升配置价值。

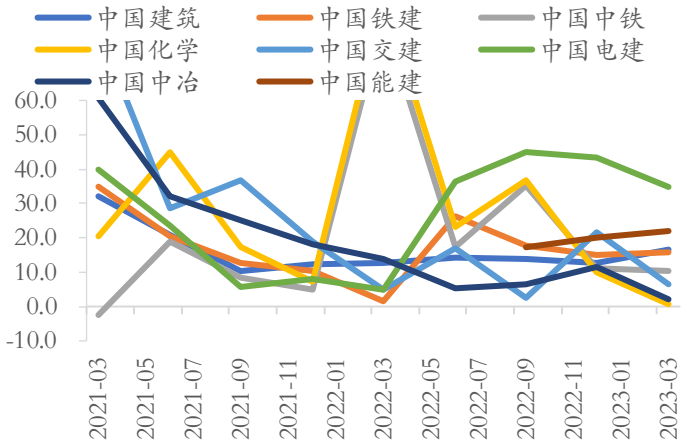
主线三：③国资委连续展开部署推进提高央企质量，“中特估”迎催化，关注中字头建筑等。

“中特估”行情年内有望不断演绎，国资委就提高央企控股上市公司质量持续展开部署，关注建筑相关央国企标的。随着疫情管控放开，“一带一路”支撑海外项目，承包额、完成额有望重回升势。此外近期国资委召开中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，提出中央企业要以上市公司为平台开展并购重组，助

力提高核心竞争力、增强核心功能。国资委着眼于提高央企控股上市公司质量并连续展开部署，为“中特估”主题提供催化。

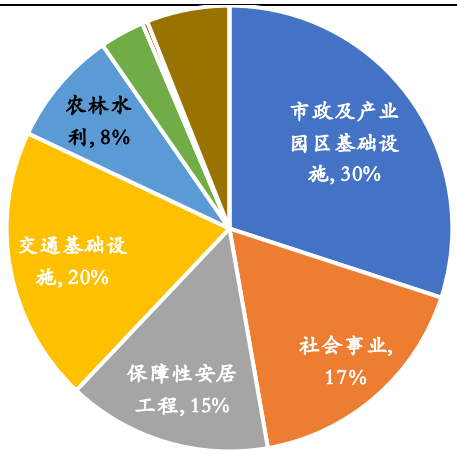
渠道结构调整加速下沉，坏账计提充分，新考核体系下灵活度提升，支撑建筑企业估值向好。为应对 2021 年以来地产的下行压力，建筑企业增加渠道下沉布局零售以增加利润，同时提高坏账计提比例以更好应对风险。以上两者均支撑建筑行业的企业基本面持续修复。此外 2023 年国资委将央企主要经营指标由“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的目标，新的考核体系下央企经营灵活度提升，并且更加注重经营质量和盈利能力，有利于行业总体估值向好。**建议持续关注中字头建筑等。**

图表 12 八大建筑央企新签订单金额单季度同比增速处于改善中



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 13 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：%。

2.1 市场热点 1：计算机和传媒行情能新高吗？当前性价比如何？通信和电子怎么看？

我们的观点：受催化剂和流动性宽松的双重驱动，近期泛 TMT 板块迎来了一轮幅度较大的阶段性上涨。①对 TMT 行情的中长期性价比而言，估值未来能否有足够多的提升空间是关键，但当前计算机、传媒的估值百分位已经触及历史可比天花板位置，向上空间已然非常受限。而通信、电子估值百分位目前尚处低位，距离历史可比天花板位置仍有充足空间。因此中长期配置性价比，通信、电子优于计算机、传媒。②对 TMT 行情的短期持续性而言，市场情绪是关键，不排除计算机、传媒行情突破前高，通信迭创新高，电子继续上涨可能，但同时要重视的是，市场情绪具有高度不稳定性和不可预测性，尤其 TMT 板块涨幅较多，计算机和传媒估值较高的当下。③当前时点，我们认为中长期性价比考虑应重于短期持续性的考虑。

催化剂及流动性宽松共振，泛 TMT 板块迎来新一轮阶段性上涨。在英伟达业绩超预期的催化下，同时伴随国内存款利率、OMO、MLF 实际利率以及 LPR 预期利率纷纷迎来调降，近期泛 TMT 板块走出了阶段性反弹行情。从 2023 年 5 月 26 日起，截至 2023 年 6 月 16 日，其中计算机行业涨幅 14.93%，距离 2023 年 4 月 4 日盘中前高还有 6.2%的涨幅差距；传媒行业涨幅 20.27%，在 2023 年 6 月 16 日盘中一度突破 5 月 4 日前高；通信行业涨幅 18.70%，不断创出了本轮行情上涨的新高度；而作为承接概念扩散的电子行业同期涨幅 5.09%，距离 2023 年 4 月 6 日盘中前高尚有 11.54%的涨幅差距。**近期泛 TMT 板块的行情仍然可定性为估值驱动下的上涨。**当前时点该如何看待泛 TMT 板块行情的持续性和性价比？

我们仍沿用泛 TMT 板块行情上涨的估值驱动框架来分析。2023/04/08 日我们发布的报告《TMT 拔估值行情的天花板在哪里？》中提出了两点明确的结论：**一是 TMT 的历史行情都跟随估值而动，时间拐点高度一致，**即估值提升、TMT 行业涨；估值下行、TMT 行情跌。业绩几乎很难有贡献。**二是成长科技行业的拔估值行情所能达到的估值和百分位“天花板”，是随时间推进而整体不断下移的。**因此判断 **TMT 行情的中长期持续性和性价比，估值能否进一步提升是最关键的考虑，而估值又是存在提升高度制约的。**具体地。

当前计算机、传媒行业的估值百分位已经触及历史可比的天花板位置，中长期来看持续往上的空间受限，性价比已然不高。截至 6/16 日，计算机估值 75.2X，历史估值分位数 90.1%；而传媒估值 53.1X，历史估值百分位 73.2%。两者估值及百分位均已高于前高位置，同时已经触及了历史可比的天花板位置。考虑到天花板趋势性下降，**因此从中长期角度来看，当前估值态下的计算机、传媒行业估值持续提升的幅度非常受限，已经处于高位状态，继续加码的性价比已然不高。**

通信、电子当前仍可看得见中长期角度上的配置价值。截至 6 月 16 日，通信估值 35.0X，历史估值分位数 22.6%；电子估值 44.9X，历史估值分位数 46.6%。二者的历史估值百分位均相对偏低，离其各自的历史可比天花板位置尚有较为充分的空间；此外电子行业还可以考虑到，与 TMT 驱动力显著不同的在于，不仅估值能提供行情的上涨贡献，同时后期业绩也能提供上涨动能，而市场目前普遍共识认为一季度或者二季度将出现电子行业的景气底，下半年有望逐渐迎来新一轮景气周期，因此哪怕电子估值百分位到达历史可比天花板，只要业绩强支撑下估值下行，行情仍能上涨。**因此从中长期性价比角度看，通信、电子行业当前仍有良好的配置性价比，也高于计算机和传媒。**

市场情绪下，TMT 板块短期可能继续上涨，但当前时点的中长期性价比考虑应重于短期持续性的考虑。TMT 板块的短期行情持续性主要取决于市场情绪，而从当前市场的形势看，在 TMT 板块上仍然存在较强的利多情绪，因此不能排除未来几个交易日内 TMT 板块行情继续上涨，甚至计算机、传媒突破前高，通信迭创新高，电

子继续上涨。**但同样需要重视的是，市场情绪具备高度的不稳定性和不可预测性，**尤其是在当前 TMT 板块近期涨幅较大，且计算机、传媒行业估值高企的情况下。**因此我们认为，中长期的性价比考虑权重应该大于短期行情持续性的考虑权重。**

图表 14 成长科技板块各行业的估值天花板和对应分位数均随时间的推进而整体下降

电力设备-新能源估值“天花板”			电子-消费电子估值“天花板”			TMT-计算机估值“天花板”			TMT-通信估值“天花板”			TMT-传媒估值“天花板”		
时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位	时间	估值	百分位
2015 年 6 月中	100X	100%	2015 年 6 月中	113.8X	99.4%	2015 年 6 月初	159.7X	100%	2015 年 6 月中	95.1X	100%	2015 年 6 月初	141.8X	100%
2015 年 12 月底	59.3X	93.2%	2015 年 12 月底	79.8X	86.4%	2015 年 12 月底	104.7X	95.3%	2015 年 12 月底	64.8X	95.7%	2015 年 12 月下	76.1X	89.7%
2016 年 7 月底	49X	84.4%	2016 年 10 月下	76X	85.1%	2018 年 3 月下	62.5X	75.6%	2017 年 11 月中	66.1X	96.8%	2020 年 7 月中	62X	85.8%
2021 年 12 月底	58.9X	96.5%	2020 年 7 月中	64.7X	74.6%	2020 年 7 月中	91.5X	94.1%	2019 年 3 月中	50.6X	71.8%	当前最高	53.1X	73.2%
2022 年 8 月中	46.5X	79.4%	当前最高	44.9X	46.6%	2022 年 1 月中	55.2X	53.6%	2020 年 7 月中	52.8X	78.5%			
						当前最高	75.2X	90.1%	2022 年 1 月中	40.3X	47.6%			
									当前最高	35.0X	22.6%			

资料来源：Wind，华安证券研究所。估值分位数根据 2010 年起。加粗标红为截至 2023/6/16 日指数估值和百分位

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。