

周观点（0612-0616）：

本轮行情的内在逻辑

投资要点：

- 市场对于分子端、分母端的预期变化，是今年以来行情演绎的根本逻辑。对中国经济的预期由强变弱再由弱变强，对美国经济、美联储加息节奏预期的变化，是导致4月中旬以来A股、港股走势变化的内在逻辑。
- 就分子端而言，市场在4月份发现从3月份开始中国经济的复苏情况就不如预想中的乐观，市场开始下跌，一直跌到5月底，悲观预期与市场走势共振到一定极值后，市场开启对于经济刺激政策的预期，开始反弹。
- 就分母端而言，4月中旬市场开始发现美国经济韧性较强，美元指数开始企稳走强，之后到5月底，市场开始关注到美联储在6月份将会暂停加息，同时美国经济数据开始呈现喜忧参半的格局，美元指数又开始走弱（详见报告《美元走弱，市场反弹继续》、《通胀不及预期，但加息只是暂停》），这就使得A股与港股的分母端，经历了一次压力先增大、后减小的过程，也呼应了期间A股、港股先抑后扬的走势。
- 向前看，我们认为在7月份美联储议息会议和中国政治局会议之前，美元态势与中国经济刺激的预期很难有实质性转变，市场应能延续反弹态势。
- 风险提示：一是经济复苏的动能不及预期，二是政策的出台不及预期。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《通胀不及预期，但加息只是暂停》
2023.6.15
- 2、《衰退预期中海外股市缘何持续上涨》
2023.6.12
- 3、《美元走弱，市场反弹继续》
2023.6.12

正文目录

| | | |
|-----|------------------------|---|
| 一、 | 本周观点：美元走弱，市场反弹继续 | 1 |
| 二、 | 本周要闻回顾..... | 2 |
| 三、 | 本周市场行情..... | 2 |
| 3.1 | 大类资产价格..... | 2 |
| 3.2 | 股市流动性追踪..... | 4 |
| 3.3 | 估值与风险偏好水平..... | 7 |
| 四、 | 风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图表 1：近期重大政策事件及未来一周重点关注 | 2 |
| 图表 2：本周大类资产涨跌幅（%） | 3 |
| 图表 3：本周宽基指数涨跌幅（%） | 3 |
| 图表 4：本周风格指数涨跌幅（%） | 4 |
| 图表 5：本周中信一级行业涨跌幅（%） | 4 |
| 图表 6：本周央行公开市场操作情况 | 5 |
| 图表 7：截至本周，十年期国债收益和利率变动情况（%） | 5 |
| 图表 8：本周北上资金流入情况（亿元） | 6 |
| 图表 9：本周新成立偏股型基金和杠杆资金情况 | 6 |
| 图表 10：本周首发与再融资募集资金情况（亿元） | 7 |
| 图表 11：截止本周（6月9日），当前 A 股主要宽基指数估值水平..... | 7 |
| 图表 12：风险溢价指数显示当下 A 股风险偏好较低..... | 8 |
| 图表 13：股债相对回报率趋近于历史高位 | 8 |

一、 本周观点：本轮行情的内在逻辑

市场对于分子端、分母端的预期变化，是今年以来行情演绎的根本逻辑。对中国经济的预期由强变弱再由弱变强，对美国经济、美联储加息节奏预期的变化，是导致4月中旬以来A股、港股走势变化的内在逻辑。

今年以来，市场最为关注中美两国经济复苏的态势。中国经济对应的是A股与港股的分子端预期，美国经济对应的是分母端预期。前者比较好理解，对于后者，主要是因为2022、2023年是美联储的加息之年，美国经济的强韧，只会让美联储在加息的时候更加坚决，这将影响全球资金对于中美两国资产的配置比例，从而在分母端影响了A股和港股的定价。

今年初的时候，市场对于中美两国经济态势的预期是：中国经济随着管控措施的转变而显著复苏，美国经济则在高利率的压制下逐渐走向衰退。但这种预期在3月份以后的经济实际走势中被打破，导致了市场的重构。

就分子端而言，市场在4月份发现从3月份开始中国经济的复苏情况就不如理想中的乐观，市场开始下跌，一直跌到5月底，悲观预期与市场走势共振到一定极值后，市场开启对于经济刺激政策的预期，开始反弹。虽然3月份的PMI依旧超预期，达到了51.9，超过市场预期的51.5，但是随着其它三月份的数据在4月中旬陆续公布，市场发现经济的实际状况比预想的要差很多，因此开始回调。比较典型的，4月18日，国家统计局公布了中国3月份的一系列经济数据，大部分数据都出现了不及预期的情况，如：3月城镇固定资产投资增速为5.1%，较大幅度不及预期的5.7%；规模以上工业增加值增速为3.9%，预期4%；3月社零增速为5.8%，不及预期的7.4%，等等。之后，上证50、沪深300等顺周期指数开始显著回调。5月份公布的一系列4月份经济数据继续不及预期，先是4月30日的PMI不及预期，仅有49.2，大幅度低于预期的51.5，然后5月16日公布的各项经济数据全面不及预期：1-4月城镇固定资产投资增速为4.7%，预期5.2%；4月规模以上工业增加值增速为5.6%，大幅度不及预期的10.9%；1-4月社零增速为8.5%，大幅度不及预期的20.1%，等等。这些大幅度不及预期的数据公布后，导致市场对于5月份的经济数据（大部分都会在6月份以后公布）预期也迅速转差，市场持续下跌。到5月底的时候，基金发行进入冰点、股债性价比达到高点（详见报告《基金发行冰点与股债性价比高点》），悲观预期与市场走势共振到一定极值，市场反而开始企稳，开启了对于刺激政策的预期。

就分母端而言，4月中旬市场开始发现美国经济韧性较强，美元指数开始企稳走强，之后到5月底，市场开始关注到美联储在6月份将会暂停加息，同时美国经济数据开始呈现喜忧参半的格局，美元指数又开始走弱（详见报告《美元走弱，市场反弹继续》、《通胀不及预期，但加息只是暂停》），这就使得A股与港股的分母端，经历了一次压力先增大、后减小的过程，也呼应了期间A股、港股先抑后扬的走势。

向前看，我们认为在7月份美联储议息会议和中国政治局会议之前，美元态势与中国经济刺激的预期很难有实质性转变，市场应能延续反弹态势。

二、 本周要闻回顾

图表 1：近期重大政策事件及未来一周重点关注

| 本周重要事件与经济数据回顾 | |
|---------------|--|
| 日期 | 事件 |
| 6月12日 | 中阿合作论坛第十届企业家大会在沙特举行，首日签署价值超700亿元的30余项经济与投资合作协议。 |
| 6月13日 | 中国5月社融规模增量为1.56万亿元，比4月多3312亿元，同比少1.31万亿元。其中，5月新增人民币贷款1.36万亿元，同比少增5418亿元。5月M2同比增长11.6%，预期12.1%，前值12.4%，M1增长4.7%，M0增长9.6%。 6月13日，央行公开市场开展20亿元7天期逆回购操作，中标利率1.9%，此前为2.0%。 |
| 6月14日 | 国家发改委表示，在现有政策基础上，将研究出台更大力度吸引外资的政策措施，优化公平竞争环境，畅通创新要素流动，促进内外资企业务实合作，合理缩减外资准入负面清单。 经中美双方商定，美国国务卿安东尼·布林肯将于6月18日至19日访华。 |
| 6月15日 | 应德国总理朔尔茨、法国政府邀请，国务院总理李强将于6月18日至23日对德国进行正式访问并举行第七轮中德政府磋商，对法国进行正式访问并出席新全球融资契约峰会。 国资委召开央企提高上市公司质量暨并购重组工作专题会。会议指出，央企要把握新定位、扛起新使命，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，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。 |
| 6月16日 | 中国5月规模以上工业增加值同比增长3.5%，预期4.1%，前值5.6%。1-5月固定资产投资18.9万亿元，同比增长4%，预期增4.5%，前值增4.7%。5月社消零售总额3.8万亿元，同比增长12.7%，预期13.6%，前值18.4%。 国家主席习近平会见比尔·盖茨时表示，中美关系的基础在民间，中方愿同比尔及梅琳达·盖茨基金会继续加强相关领域合作，并向其他发展中国家提供力所能及的支持和帮助。 国务院总理李强主持召开国常会，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，会议审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》、《私募投资基金监督管理条例（草案）》。 国家发改委表示，将抓紧出台关于恢复和扩大消费的政策文件，持续改善消费环境，释放服务消费潜力；加快实施“十四五”规划102项重大工程；加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，着力突破短板领域。 |
| 下周重要事件与经济数据 | |
| 日期 | 事件 |
| 6月20日 | 央行公布贷款市场报价利率（LPR） 6月圣路易斯联储主席布拉德、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话 |
| 6月21日 | 6月日本央行公布4月货币政策会议纪要 国家外汇管理局公布5月外汇市场交易额 |
| 6月23日 | 欧盟公布6月欧元区PMI(初值) 美国公布6月Markit制造业PMI:季调 |

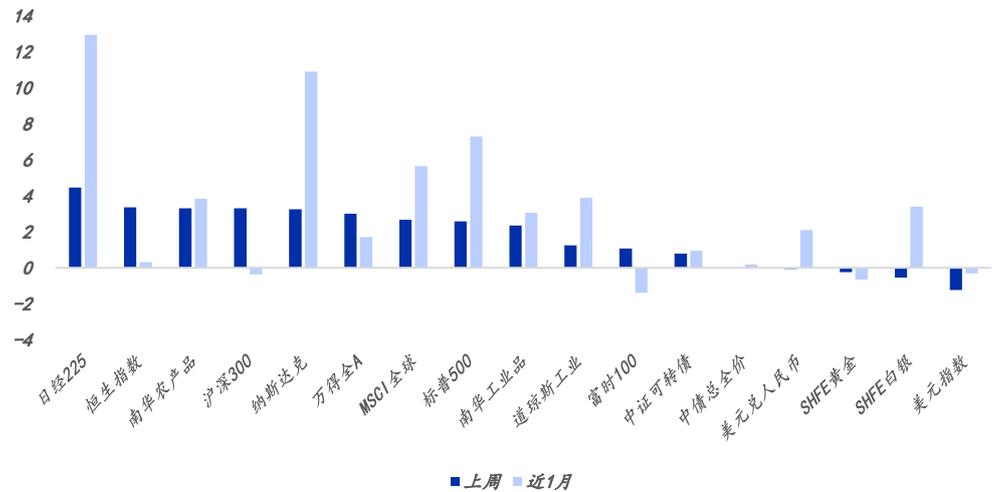
数据来源：Wind，华福证券研究所

三、 本周市场行情

3.1 大类资产价格

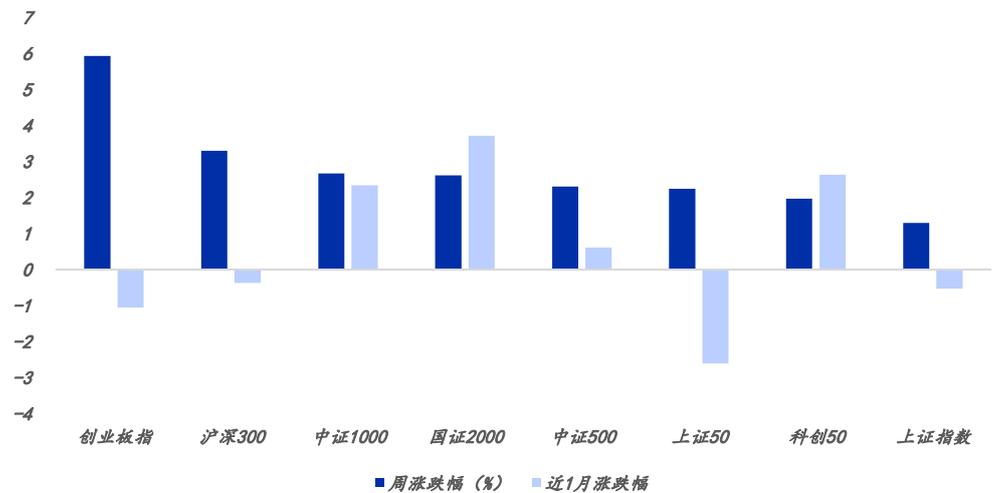
本周（6月12日——6月16日），日经225（4.5%），恒生指数（3.4%），南华农产品（3.3%）领涨，美元指数（-1.2%），SHFE白银（-0.5%），SHFE黄金（-0.2%）收跌，Wind全A收涨3.0%；宽基指数中，创业板指（5.9%）、沪深300（3.3%）、中证1000（2.7%）、国证2000（2.6%）、中证500（2.3%）、上证50（2.2%）、科创50（2.0%）、上证指数（1.3%）。

图表 2：本周大类资产涨跌幅（%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

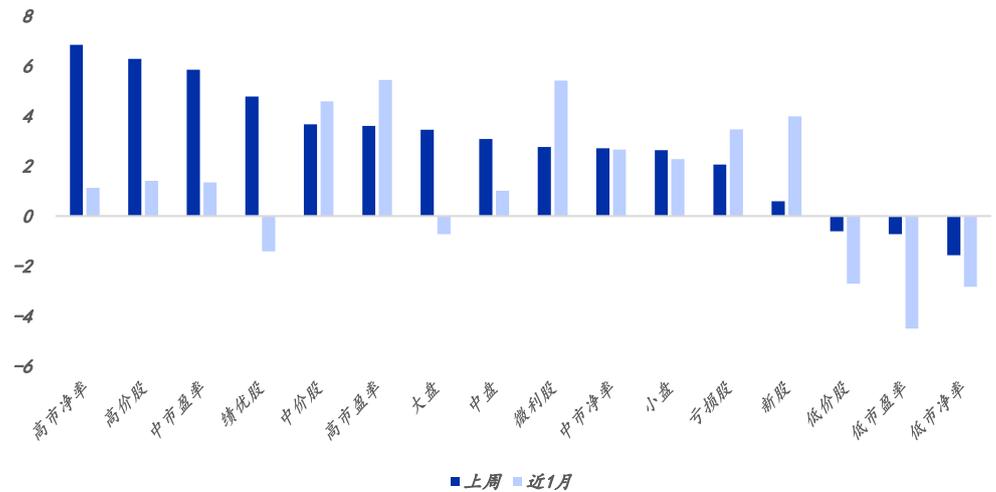
图表 3：本周宽基指数涨跌幅（%）



数据来源：Wind，华福证券研究所

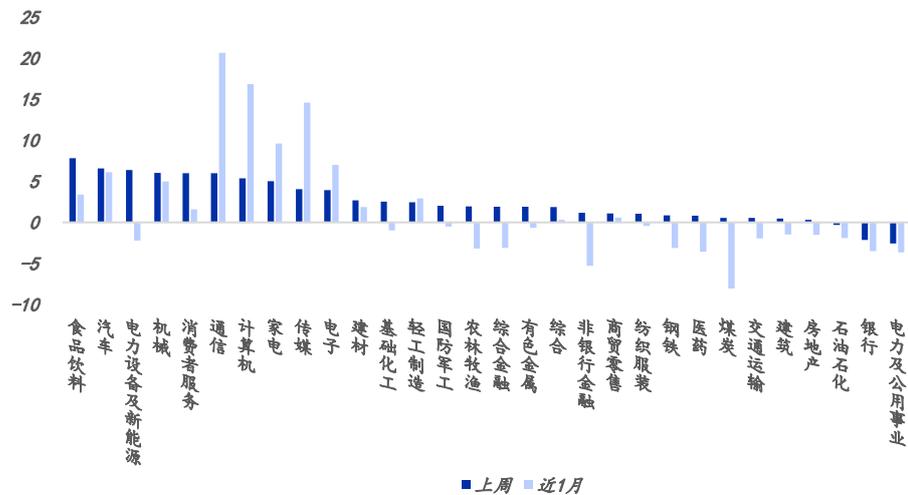
风格指数中，本周高市净率（6.8%）、高价股（6.3%）、中市盈率（5.9%）领涨，低市净率（-1.6%）、低市盈率（-0.7%）、低价股（-0.6%）下跌，大盘（3.5%）、中盘（3.1%）、小盘（2.6%）均上涨。中信一级行业中，本周食品饮料（7.8%）涨幅最大，汽车（6.6%），电力设备及新能源（6.4%），机械（6.0%）涨幅居前；电力及公用事业（-2.6%）跌幅最大，银行（-2.1%），石油石化（-0.3%）下跌。

图表 4: 本周风格指数涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 5: 本周中信一级行业涨跌幅 (%)

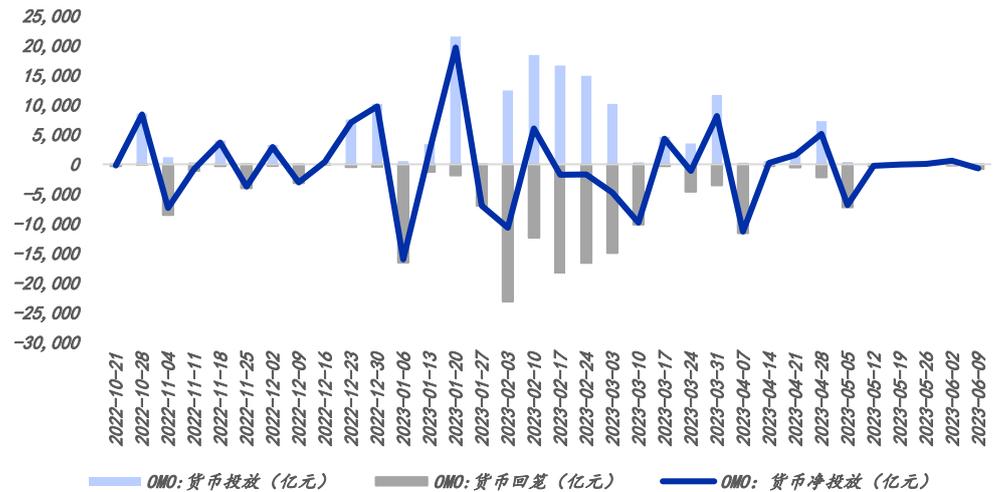


数据来源: Wind, 华福证券研究所

3.2 股市流动性追踪

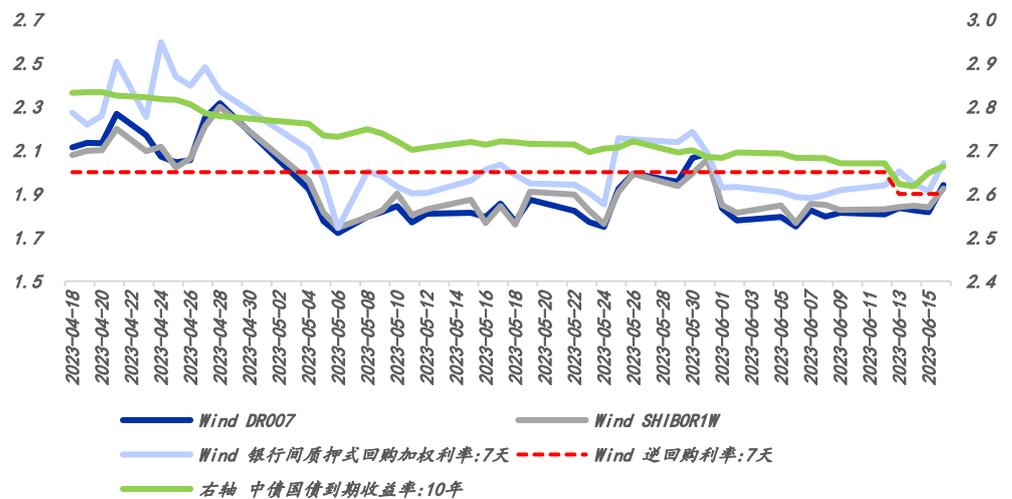
宏观流动性: 本周, 央行公开市场货币净投放 400 亿元, 上周回笼 690 亿元; 利率方面, 本周下调央行下调了 7 天逆回购利率和 MLF 利率。截至周五, 7 天银行间质押式回购加权利率为 2.0%, 重回 2.0% 之上, 十年期国债到期收益率为 2.66%, 上周收盘为 2.67%。

图表 6: 本周央行公开市场操作情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 7: 截至本周, 十年期国债收益和利率变动情况 (%)

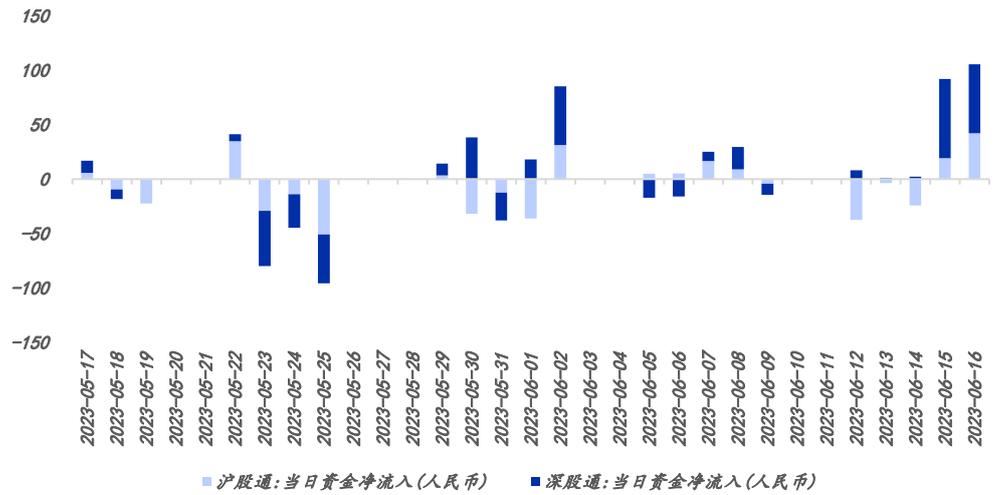


数据来源: Wind, 华福证券研究所

资金方面, 本周北向资金累计净流入 143.9 亿元, 上周 17.3 亿元, 北向开始增加流入; 其中沪股通净流出 3.8 亿元, 深股通净流入 147.7 亿元。

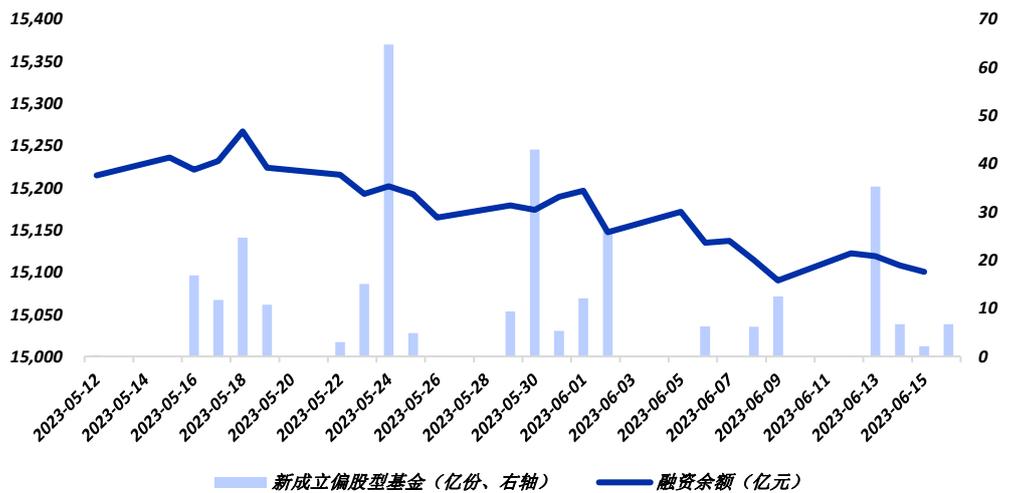
基金发行方面, 本周新成立基金 406.6 亿份, 其中偏股型基金 51.0 亿份。两融方面, 截止 2023 年 6 月 15 日, 两融余额为 16038.91 亿元, 占 A 股流通市值 2.35%, 两融成交金额为 865.98 亿元, 占 A 股成交额 8.75%。首发与再融资方面: 本周共有 7 家公司募资共 43.5 亿元, 其中首发募集资金 34.2 亿元, 再融资 9.2 亿元。

图表 8：本周北上资金流入情况（亿元）



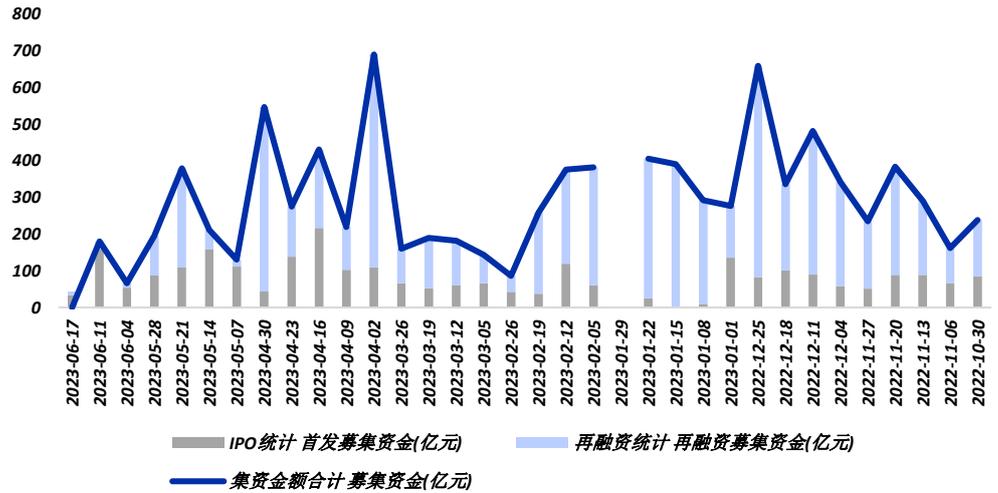
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 9：本周新成立偏股型基金和杠杆资金情况



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 10: 本周首发与再融资募集资金情况 (亿元)

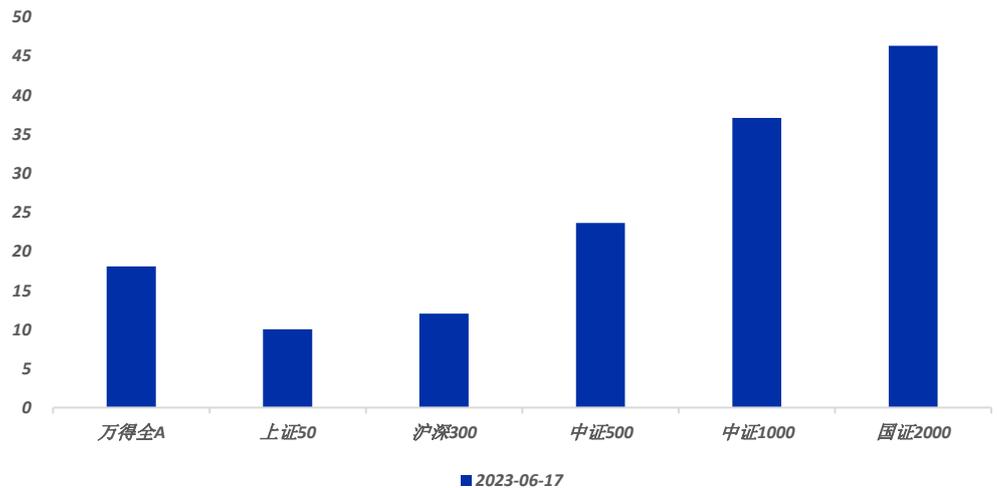


数据来源: Wind, 华福证券研究所

3.3 估值与风险偏好水平

全部 A 股当前 PE(滚动市盈率, TTM)为 18.0, 上周为 17.7, 上涨 0.3; 其中上证 50 当前 PE(滚动市盈率, TTM)为 10.0, 上周为 9.8; 沪深 300 当前 PE(滚动市盈率, TTM)为 12.0, 上周为 11.9; 中证 500(滚动市盈率, TTM)当前 PE 为 23.6, 上周为 25.3; 中证 1000(滚动市盈率, TTM)当前 PE 为 37.0, 上周为 35.4; 国证 2000(滚动市盈率, TTM)当前 PE 为 46.3, 上周为 47.9。

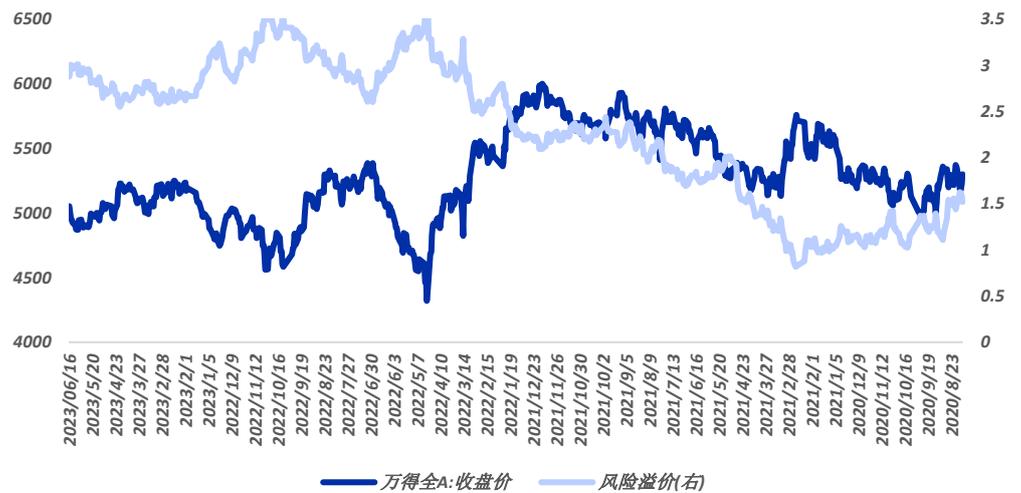
图表 11: 截止本周 (6 月 9 日), 当前 A 股主要宽基指数估值水平



数据来源: Wind, 华福证券研究所

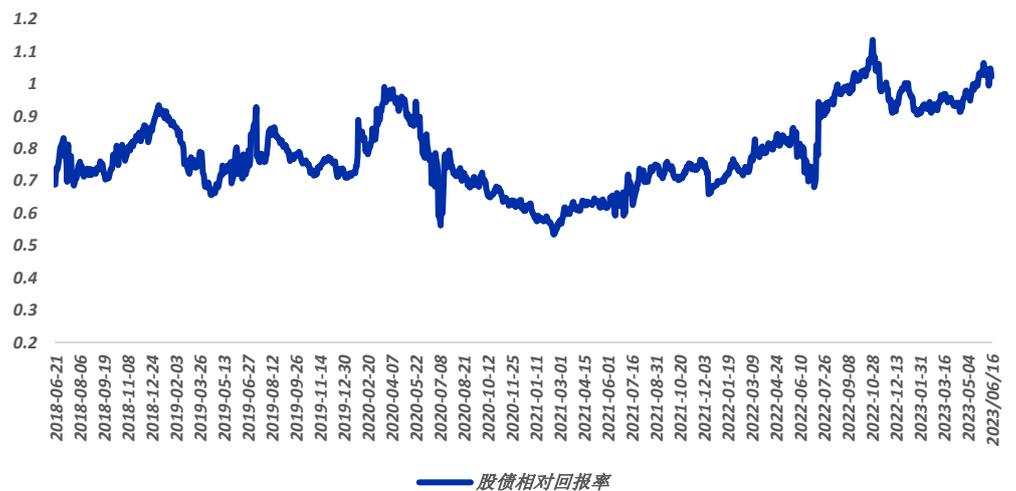
当前, 风险溢价显示整体 A 股风险偏好较低, 股债相对回报率趋近于历史高位。

图表 12: 风险溢价指数显示当下 A 股风险偏好较低



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 13: 股债相对回报率趋近于历史高位



数据来源: Wind, 华福证券研究所

四、 风险提示

一是经济复苏的动能不及预期，二是政策的出台不及预期。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn