

投资环境的边际变化与多重政策合力催化 A 股市场颠簸上行

核心要点:

- **国内投资环境的边际变化:** (1) 5 月份 PPI 显示中国经济总需求的修复压力犹存, 整体经济复苏的力度仍待加强, PPI 底部压力亦在; (2) 我国工业生产仍面临些许压力。需求不足、复苏内生动力偏弱掣肘经济复苏, 主要受累于房地产行业走弱、出口增速放缓、就业压力加大等因素; (3) 消费端。当前居民消费能力和消费信心仍待提升, 居住类商品销售恢复明显偏慢, 市场内生动力有待加强, 消费市场恢复基础还需巩固; (4) 投资端。全国固定资产投资同比回落, 行业分化, 高技术制造业和高技术服务业投资增长显著。房地产还面临不少困难, 房地产市场政策支持政策预期加强, 有望逐步企稳。
- **金融数据的边际变化:** (1) 5 月份, 金融数据延续 4 月放缓势头, M1、M2 增速双双回落, 社融规模存量同比增速回落; 市场流动性较为充裕, M2 和 M1 同比增速“剪刀差”仍较大, 说明企业层面的资金需求仍有待提升。(2) 央行一些列“降息”的货币政策操作有利于 A 股市场震荡反弹。
- **美联储如期停止加息, 但仍“鹰派”:** (1) 美国通胀超预期回落。美国 5 月 CPI 同比上升 4%, 为连续第 11 次下降, 创 2021 年 3 月以来新低, 为 2021 年 4 月以来最小同比涨幅, 预期 4.1%, 前值 4.9%; 美国 5 月份 PPI 降温, 供应方面的通胀持续缓解。美国 5 月 PPI 同比升 1.1%, 预期 1.5%, 前值为 2.3%, 为 2020 年底以来的最小涨幅。(2) 美联储措辞偏“鹰派”。6 月, 美联储加息如期暂停, 但释放鹰派信号。自 2022 年 3 月以来的连续 10 次加息暂告一段落。从本次美联储决议声明上看, 美联储措辞偏鹰派, 释放了鹰派信号。
- **多重政策驱动 A 股市场震荡上行:** (1) 6 月 16 日国务院常务会议研究推动经济持续回升向好的一批政策措施, 将有利于两条主线的行情: 国产替代科技创新 + “中特估”概念行情。(2) 国资委多次发出积极政策信号, 有利于 A 股市场主线行情发酵。(3) 商务部推出多重促销费政策。
- **大势展望:** A 股在经历 5 月大幅回调后, 降至 1 月初点位, 估值处于历史中低水平, 6 月上旬已开启震荡上行行情, 从内外部投资环境边际变化分析, 结合政策面不断发力, 预判未来一段时间, 颠簸上涨的可能性仍较大。但向上行情需观察国内宏观经济修复状况、政策面催化、A 股市场上市公司业绩修复情况, 以及资金面的表现。
- **结构性研判:** 建议关注以下“2+1”主线轮动: (1) 国产科技替代创新: 计算机、电子、通信、软件服务、数字经济等科创领域。(2) “中特估”主题: 能源、基建、房地产产业链等; (3) 辅助线条—消费: 食品饮料、医药生物、酒店、旅游、交运、新能源消费等。
- **风险提示:** 国内经济复苏不及预期风险, 国内政策落实不及预期风险, 海外加息及经济衰退风险。

分析师

杨超

☎: 010-80927696

✉: yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030004

相关研究

2023-06-01, 6 月 A 股市场行情如何演绎?

2023-5-21, 可持续高质量发展专题: 中国特色估值体系重塑的“中国元素”与投资逻辑再审视

2023-5-21, 房地产行业专题: 周期未变, 市场竞争格局在动

2023-5-16, 可持续高质量发展专题: 谁主沉浮? 专注制胜—兼顾选股策略

2023-04-17, A 股市场投资环境逐渐改善

2023-04-08, 二季度 A 股市场投资策略展望: 把握主线投资机会

2023-03-27, 全球视角: 美联储进退与全球权益市场走势

2023-03-08, 机构改革剑指高质量发展: 中长期利好 A 股上市公司

2023-03-06 年政府工作报告重点内容: 利好 A 股市场哪些行业和主题?

2023-02-15, A 股市场面临多方博弈, 结构性机会占优

2023-02-03, 全面注册制对 A 股市场的影响: 新时代资本市场迎来新开局

2022-12-17, 2023 年 A 股市场投资策略展望: 时蕴新生, 布局之年

目 录

一、国内投资环境的边际变化	3
(一) 经济的边际变化	3
(二) 金融数据的边际变化	6
二、美联储如期停止加息，但仍“鹰派”	7
(一) 美国通胀超预期回落	7
(二) 美联储措辞意味着什么?	8
(三) 对 A 股的影响	8
三、多重政策驱动 A 股市场震荡上行	9
(一) 6 月 16 日国务院常务会议	9
(二) 其他重要会议	9
四、投资环境的变化对 A 股市场的启示	10
(一) 大势研判	10
(二) 结构主线	11
五、风险提示	13
插图目录	14

一、国内投资环境的边际变化

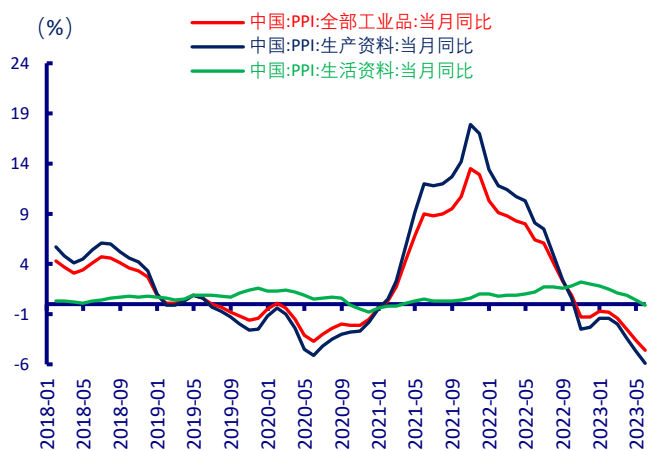
(一) 经济的边际变化

1. PPI 持续走弱

5 月份，国际大宗商品价格整体下行，统计局公布数据显示，国内外工业品市场需求总体偏弱，加之上年同期对比基数较高，PPI 环比、同比均继续下降。

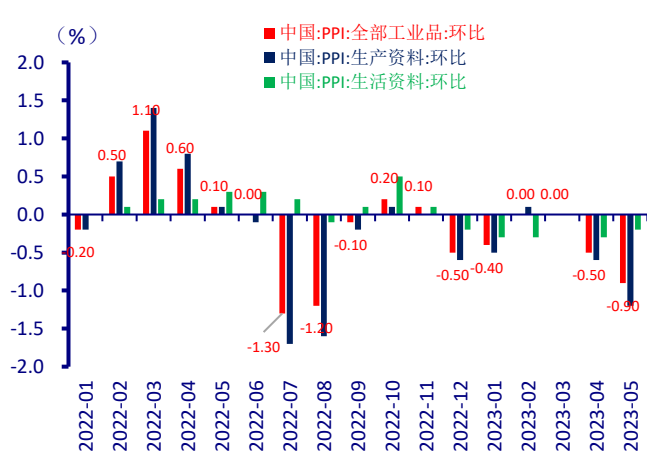
从同比看，PPI 下降 4.6%，降幅比上月扩大 1.0 个百分点。其中，**生产资料价格下降 5.9%**，降幅扩大 1.2 个百分点；生活资料价格由上月上涨 0.4% 转为下降 0.1%。调查的 40 个工业行业大类中，价格下降的有 26 个，比上月增加 3 个。主要行业中，**石油和天然气开采业价格下降 19.1%**，降幅扩大 2.8 个百分点；**黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 16.8%**，降幅扩大 3.2 个百分点；**石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 15.1%**，降幅扩大 3.7 个百分点；**煤炭开采和洗选业价格下降 13.1%**，降幅扩大 3.8 个百分点；**有色金属冶炼和压延加工业价格下降 8.4%**，降幅收窄 0.2 个百分点。文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 4.5%，电力热力生产和供应业价格上涨 1.6%，纺织服装服饰业价格上涨 1.0%。如图 1 所示。

图 1. 我国 5 月 PPI 同比增速仍处于底部



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 2. 我国 PPI 环比增速仍处于负值区间



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

从环比看，PPI 下降 0.9%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。其中，**生产资料价格下降 1.2%**，降幅扩大 0.6 个百分点；**生活资料价格下降 0.2%**，降幅收窄 0.1 个百分点。国际原油、主要有色金属价格下行，带动国内相关行业价格下降。其中石油和天然气开采业价格下降 2.1%，化学原料和化学制品制造业价格下降 2.0%；有色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.1%。煤炭、钢材、水泥等行业供应总体充足，**但需求偏弱，价格均下降**，其中**煤炭开采和洗选业价格下降 5.2%**，**黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.2%**，非金属矿物制品业价格下降 0.9%。装备制造业价格小幅下降，其中电气机械和器材制造业价格下降 0.5%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 0.3%，汽车制造业价格下降 0.2%。另外，文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 0.5%，电力热力生产和供应业价格上涨 0.1%。如图 2 所示。

总之，5 月份 PPI 显示中国经济总需求的修复压力犹存，整体经济复苏的力度偏弱，PPI

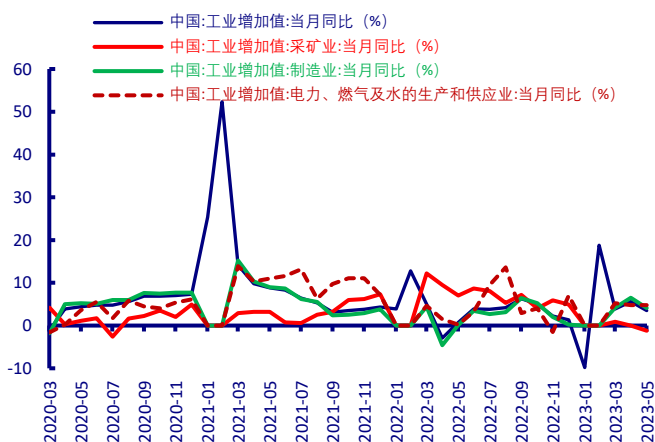
底部压力亦在。需求不足、复苏内生动力偏弱掣肘经济复苏，主要受累于房地产行业走弱、出口受外需低迷放缓、就业压力加大等因素。加之持续走低的PPI对国内工业企业的盈利带来不利影响。展望未来，PPI同比增速处于负增长区间仍需观察一个季度左右，叠加政策支持，三季度或可底部反弹，年内有望走出低谷。但PPI下行，上游原材料和部分中游加工价格下降明显，将有助于缓解部分中下游制造业生产成本压力，改善下游行业经营状况。

2. 规模以上工业增加值

5月份，规模以上工业主要能源产品生产均保持同比增长。规模以上工业增加值同比实际增长3.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），比上月回落2.1个百分点。从环比看，5月份，规模以上工业增加值比上月增长0.63%。1-5月份，规模以上工业增加值同比增长3.6%。与4月份比，原煤、电力生产略有放缓，原油、天然气生产有所加快。统计局数据显示，中国工业生产克服市场需求偏弱、价格下降的不利因素影响，总体延续恢复态势，这一点也和PPI的解析基本一致。如图3、4所示。

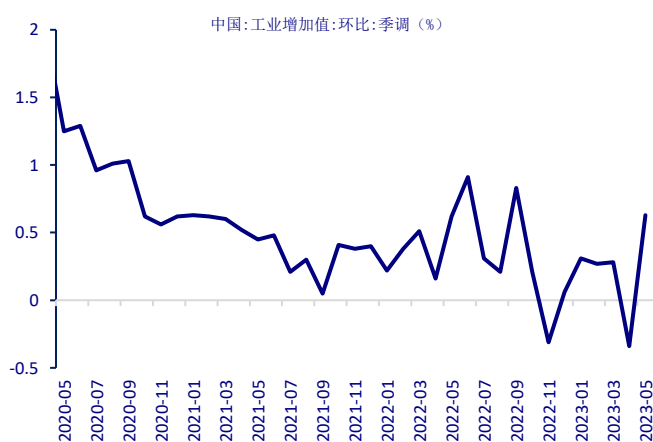
展望未来，我国工业生产仍面临些许压力。国内需求不足，制造业出口低迷，工业品价格下降，部分工业行业生产低迷，我国企业经营压力较大，小微企业困难较多。总之，经济修复趋势在途，工业生产也随着PPI见底回升逐步恢复。

图 3. 我国 5 月工业增加值同比下行



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4. 我国 5 月工业增加值环比回升



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

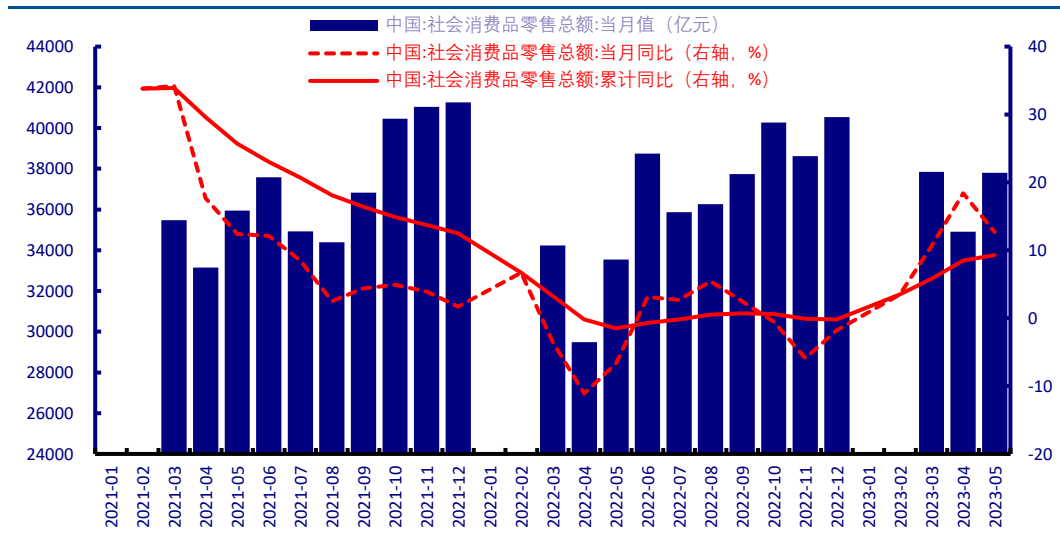
3. 社会消费品零售总额

5月份，社会消费品零售总额37803亿元，同比增长12.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额33875亿元，增长11.5%。1—5月份，社会消费品零售总额187636亿元，同比增长9.3%。其中，除汽车以外的消费品零售额169743亿元，增长9.4%。如图5所示。但是，5月份数据显示，目前消费恢复仍面临一些制约因素，5月份社会消费品零售总额同比增速虽保持两位数增长，但较4月份回落5.7个百分点，市场需求仍显不足，居民消费能力和消费意愿提升仍然有较大空间。5月份，市场销售总体保持恢复态势，商品消费继续增长，餐饮、文化和旅游相关服务消费持续回暖，网络购物占比稳步提升。

总之，当前居民消费能力和消费信心仍待提升，居住类商品销售恢复明显偏慢，市场内生

动力有待加强,消费市场恢复基础还需巩固。展望下阶段,随着深入贯彻落实党中央决策部署,着力提高居民消费能力,不断完善消费条件,充分发挥促消费政策效应,促进消费市场稳定恢复。

图 5.5 月份我国社会消费品零售总额同比增速下行

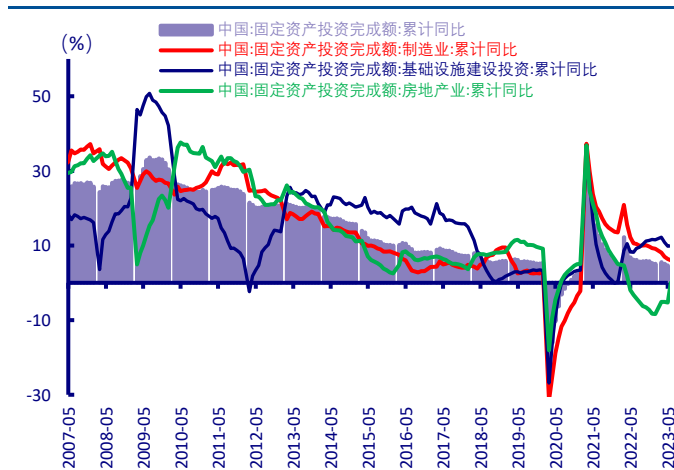


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4. 投资

国家统计局数据显示,1-5 月份,全国固定资产投资(不含农户)188815 亿元,同比增长 4.0%,比 1-4 月份回落 0.7 个百分点。民间投资下降 0.1%。如图 6 所示。

图 6. 我国 5 月固定资产投资累计同比下行



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 7. 我国 5 月份房地产供需两端趋缓



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分领域看,基础设施投资同比增长 7.5%,制造业投资增长 6.0%,房地产开发投资下降 7.2%。全国商品房销售面积 46440 万平方米,同比下降 0.9%;商品房销售额 49787 亿元,增长 8.4%。分行业看,高技术产业投资同比增长 12.8%,其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 12.8%、13.0%。高技术制造业中,医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信

设备制造业投资分别增长 18.8%、16.1%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长 47.4%、40.6%。

关于房地产，从销售看，1-5 月份，全国商品房销售面积同比下降 0.9%，销售额增长 8.4%，比 1-4 月份回落 0.4 个百分点。如图 7 所示。从开发建设看，新开工建设有所减少。随着房地产市场恢复，目前房地产开发企业新项目开发意愿不强，1-5 月份，房屋新开工面积同比下降 22.6%，降幅比 1-4 月份扩大 1.4 个百分点。同时，竣工面积大幅增长，在“保交楼”政策带动下，各地加强对房地产重点项目调度，带动房地产竣工较快增长，1-5 月份，房屋竣工面积同比增长 19.6%。受房屋新开工面积下降、房屋竣工面积增加影响，房屋在建规模减少，1-5 月份，房屋施工面积同比下降 6.2%，降幅比 1-4 月份扩大 0.6 个百分点。受此影响，房地产开发投资降幅有所扩大。1-5 月份，房地产开发投资同比下降 7.2%，降幅比 1-4 月份扩大 1 个百分点。从价格看，5 月份 70 个大中城市商品住宅销售价格基本稳定，其中，一线城市商品住宅销售价格同比涨幅回落，二三线城市商品住宅销售价格降势趋缓。

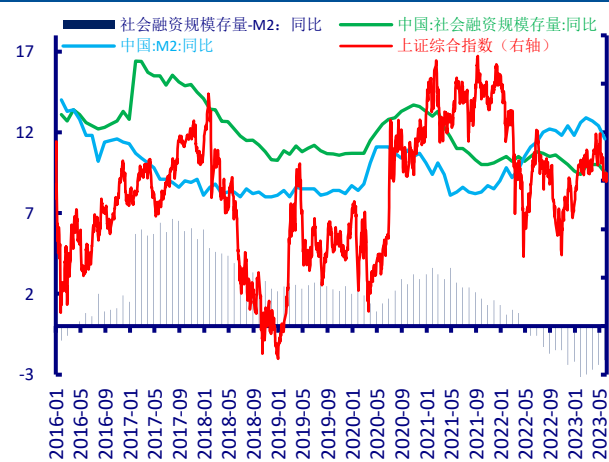
尽管房地产市场仍在恢复，但房地产目前还面临不少困难。展望下一阶段，随着经济恢复向好，稳定房地产市场政策显效，市场预期好转，房地产市场有望逐步企稳。

（二）金融数据的边际变化

5 月份，金融数据延续 4 月放缓势头，M1、M2 增速双双回落，5 月新增贷款同比下降。5 月末，广义货币(M2)余额 282.05 万亿元，同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点。狭义货币(M1)余额 67.53 万亿元，同比增长 4.7%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点。

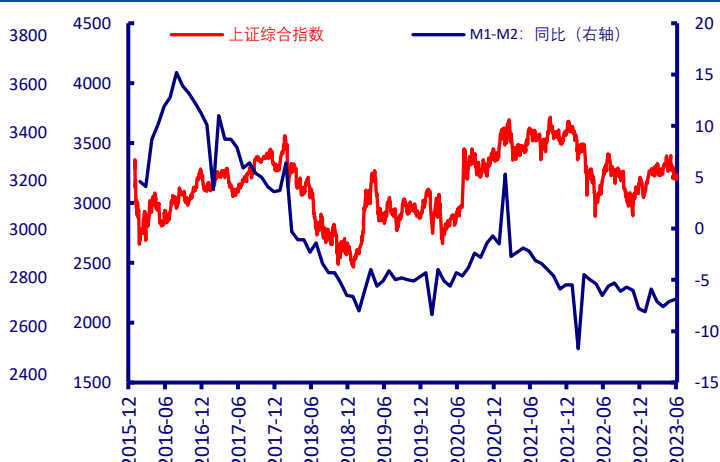
5 月份人民币贷款增加 1.36 万亿元，同比少增 5418 亿元；5 月份人民币存款增加 1.46 万亿元，同比少增 1.58 万亿元。社会融资规模数据方面，5 月社会融资规模增量为 1.56 万亿元，比上月多 3312 亿元，比上年同期少 1.31 万亿元；5 月末社会融资规模存量为 361.42 万亿元，同比增长 9.5%。如图 8、9 所示。

图 8. 社会融资规模存量-M2 同比差向好



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图 9. M1-M2 同比“剪刀差”仍较大



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

当前 M2 和 M1 同比增速“剪刀差”仍较大，说明企业层面的资金需求仍有待提升，且宽货币向实体经济传导不畅，一定程度上揭示“金融空转”程度。

同时，货币政策一些列的操作有利于 A 股市场。6 月 13 日，央行宣布“降息”10 个基点。央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了 20 亿元 7 天逆回购操作，中标利率 1.9%，前期中标利率为 2.0%。这是央行自 2022 年 8 月以来首次调整 7 天逆回购利率，实现“降息”。央行同一天还下调了常备借贷便利（SLF）利率。央行更新的常备借贷便利利率表显示，隔夜常备借贷便利利率下调 10 个基点至 2.75%，7 天期常备借贷便利利率下调 10 个基点至 2.9%，1 个月期常备借贷便利利率下调 10 个基点至 3.25%。MLF 降息也“靴子落地”。央行 6 月 15 日开展 2370 亿 MLF 操作和 20 亿元 7 天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为 2.65%、1.90%，其中 MLF 利率下调 10 个基点。随着 MLF 利率下调，6 月 20 日即将公布的 LPR 有望接续下调。

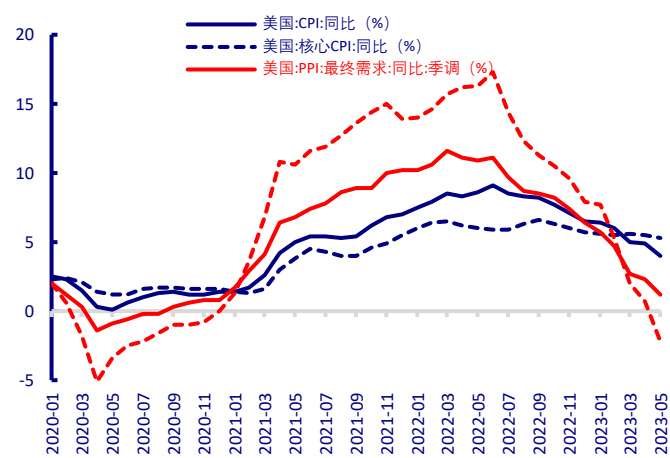
二、美联储如期停止加息，但仍“鹰派”

（一）美国通胀超预期回落

美国 5 月 CPI 同比上升 4%，为连续第 11 次下降，创 2021 年 3 月以来新低，为 2021 年 4 月以来最小同比涨幅，预期 4.1%，前值 4.9%；CPI 环比上涨 0.1%，低于预期的 0.2%，前值为 0.4%。

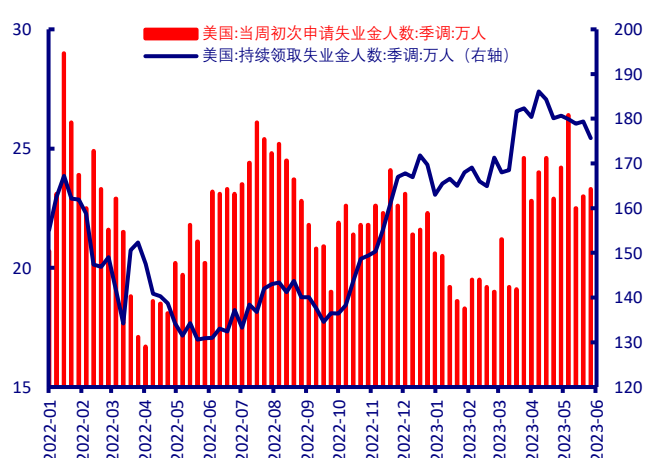
受汽油成本下降的抑制，美国 5 月份 PPI 降温，突显出供应方面的通胀持续缓解。美国 5 月生产者价格指数(PPI)同比上升 1.1%，预期为 1.5%，前值为 2.3%，为 2020 年底以来的最小涨幅。美国 5 月 PPI 环比下降 0.3%，预期为-0.1%，前值为 0.2%。美国 5 月核心 PPI 同比上升 2.8%，预期为 2.9%，前值为 3.2%。美国 5 月核心 PPI 环比上升 0.2%，与预期一致，前值为 0.2%。如图 10、11 所示。

图 10. 5 月份美国通胀数据超预期下行



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 11. 美国失业数据有所下行



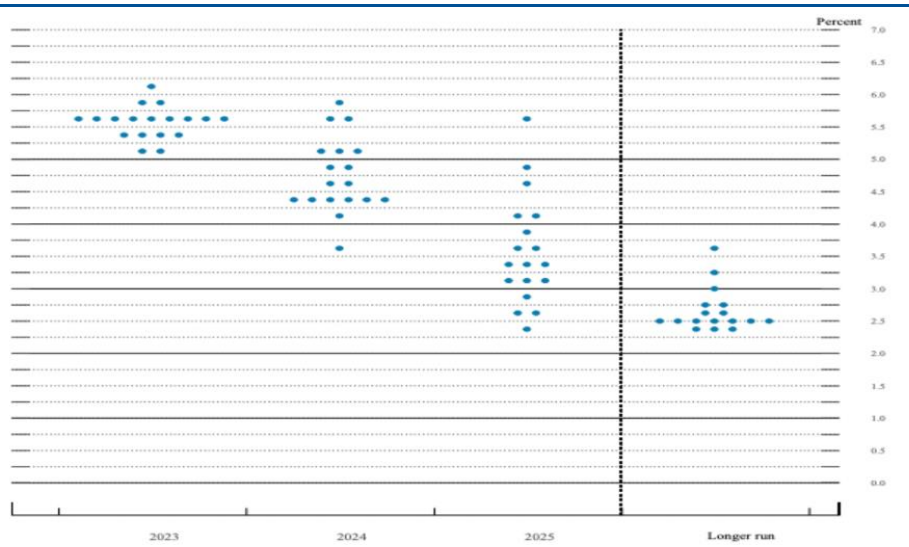
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

（二）美联储措辞意味着什么？

6月，美联储加息如期暂停，但释放鹰派信号。自2022年3月以来的连续10次加息暂告一段落。从本次美联储决议声明上看，美联储措辞偏鹰派，释放了鹰派信号，点阵图和经济展望中暗示，年内还有两次加息且各加息25个基点，市场原本认为7月或9月是本轮周期最后一次加息。此外，美联储利率掉期不再押注美联储将在2023年降息。同时，美联储上调经济预期和通胀预期，下调失业率预期。这也激发市场认为决议鹰派信号。美联储主席鲍威尔表示，几乎所有与会者都认为，进一步加息是适宜的。美联储依然坚决致力于2%的通胀目标。上次会议以来的数据超出了预期，大多数决策者预计经济的温和增长将继续。鲍威尔仍然认为存在实现软着陆的途径，强劲的劳动力市场逐渐降温可能有助于经济实现软着陆。

6月14日，美联储点阵图显示，12位美联储官员预计今年的利率至少会上升到5.5%-5.75%，有4名官员预计今年至少还会加息一次，只有2人认为不会再有加息，说明美联储仍具有鹰派的一面，这具体与7月美国通胀数据及失业数据息息相关。2023年年底利率预期中值为5.6%，此前为5.1%。点阵图中值显示，2023至2025年底联邦基金利率预期中值分别为5.6%、4.6%、3.4%。（3月预期分别为5.1%、4.3%、3.1%），如图12所示。

图 12. 2023 年 6 月份美联储点阵图



资料来源：美联储，中国银河证券研究院

（三）对 A 股的影响

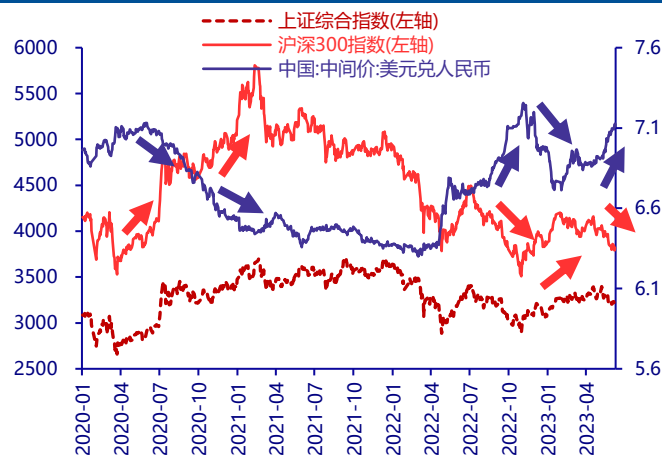
今年以来，市场避险情绪加剧，短期 A 股持续震荡。A 股指数与美元指数也呈现负相关关系，因此，美联储暂停加息，长期利好 A 股。如图 13、14 所示。

图 13. 人民币兑美元中间价与美元指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 14. A 股股指与美元指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

三、多重政策驱动 A 股市场震荡上行

(一) 6 月 16 日国务院常务会议

会议研究推动经济持续回升向好的一批政策措施,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)》。将有利于两条主线的行情:国产替代科技创新+“中特估”概念行情。

- 当前我国经济运行整体回升向好,随着前期政策措施的出台实施,市场需求逐步恢复,生产供给持续增加,物价就业总体平稳,高质量发展稳步推进。
- 外部环境更趋复杂严峻,全球贸易投资放缓等,直接影响我国经济恢复进程。针对经济形势的变化,必须采取更加有力的措施,增强发展动能,优化经济结构,推动经济持续回升向好。
- 围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面,研究提出了一批政策措施。会议强调,具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施,同时加强政策措施的储备,最大限度发挥政策综合效应。
- 要引导金融机构根据不同发展阶段的科技型企业的不同需求,进一步优化产品、市场和服务体系,为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务。要把支持初创期科技型企业作为重中之重,加快形成以股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系。要加强科技创新评价标准、知识产权交易、信用信息系统等基础设施建设。要统筹做好融资支持与风险防范,有效维护金融稳定。

(二) 其他重要会议

1. 国资委

6月9日，国务院国资委、中国科学院6月8日举行座谈会并签署战略合作协议，加强原创性引领性科技攻关，加快创新成果产业化。国务院国资委与中科院强化科技攻关协同，联合组织承担科技创新重大项目、国家重大攻关任务，建立联合攻关机制，持续加大关键核心技术攻关力度；聚焦战略性新兴产业和未来产业，共同瞄准基础性、关键性、前瞻性重大科技问题，推动解决“卡脖子”难题，抢占关键技术制高点。这将有利于国产替代科技创新的发展。

6月15日，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，会议指出：下一步，中央企业要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，同时要进一步增强责任感和紧迫感，锁定提高上市公司质量重点任务，以更加务实有力的行动做优基本面、夯实基本功，为中央企业实现高质量发展、在构建新发展格局中更好发挥作用提供坚实支撑。此举将有利于A股市场“中特估”概念的上涨。

2. 商务部

商务部将2023年定为消费提振年，在即将到来的暑期消费季期间，商务部还将推出618、夜生活节、数字消费节等消费新场景。各地也将举办一系列丰富多彩的活动，这些活动贯穿端午、暑期甚至会延续更长时间，将为消费市场增添更多信心。随着暑期消费旺季的到来，居民节假日、休闲购物、出行旅游等消费需求将进一步释放。叠加相关促消费政策支持，预计二季度消费市场有望继续保持平稳增长态势。这对于消费细分领域有促进作用。

四、投资环境的变化对A股市场的启示

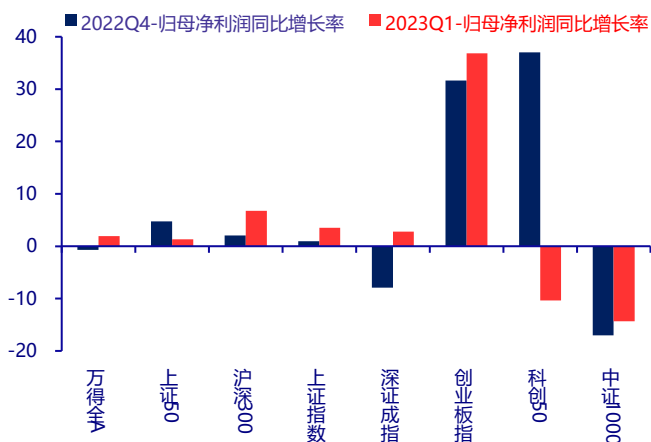
(一) 大势研判

综合分析，A股在经历5月大幅回调后，降至1月初点位，估值处于历史中低水平，6月上旬已开启震荡上行，未来一段时间，颠簸上涨的可能性仍较大。主要基于以下逻辑：（1）国际环境：全球通胀持续降低，美联储如期暂停加息；全球衰退风险抬升；地缘因素影响下，上游能源价格持续震荡；（2）国内视角：经历1-3月的强刺激后，4-5月处于淡季，经济复苏步伐放缓，市场信心受到影响，但经济复苏仍在途中，市场信心有望恢复；房地产仍处于底部区间，需政策呵护；市场流动性充裕。

2023Q1上市公司业绩总体好于去年全年，全A指数归母净利润同比增长1.95%，去年全年同比下跌0.73%；沪深300、上证指数、深证成指、创业板指、中证1000等指数的净利润增速均好转；但上证50、科创50指数的净利润增速均下滑。如图15所示。

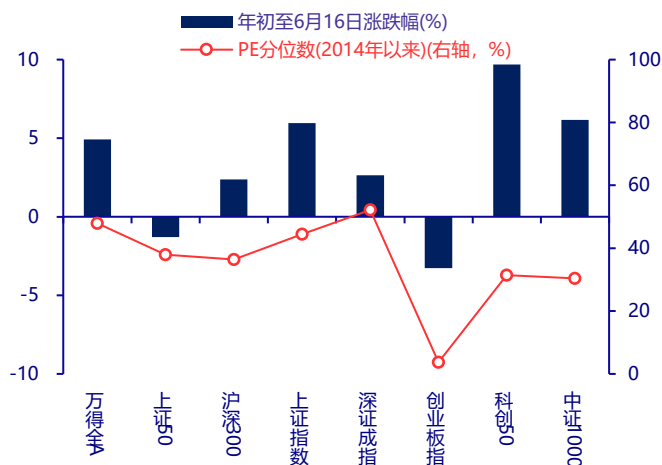
截至6月16日，主要宽基指数估值均处于历史中低水平，随着业绩好转，估值存在较大提升空间。全A指数的PE为18.06倍，处于2014年以来48.44%分位数。其余指数中，创业板指估值分位数最低，其PE为33.43倍，处于2014年以来4.88%分位数，鉴于创业板指一季度业绩增速保持较高水平，且环比上升，若后续净利润增速保持较高水平，则创业板指有望快速反弹回升。如图16所示。

图 15. 2022Q4、2023Q1 主要宽基指数归母净利润同比增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 16. 主要宽基指数涨跌幅与估值水平



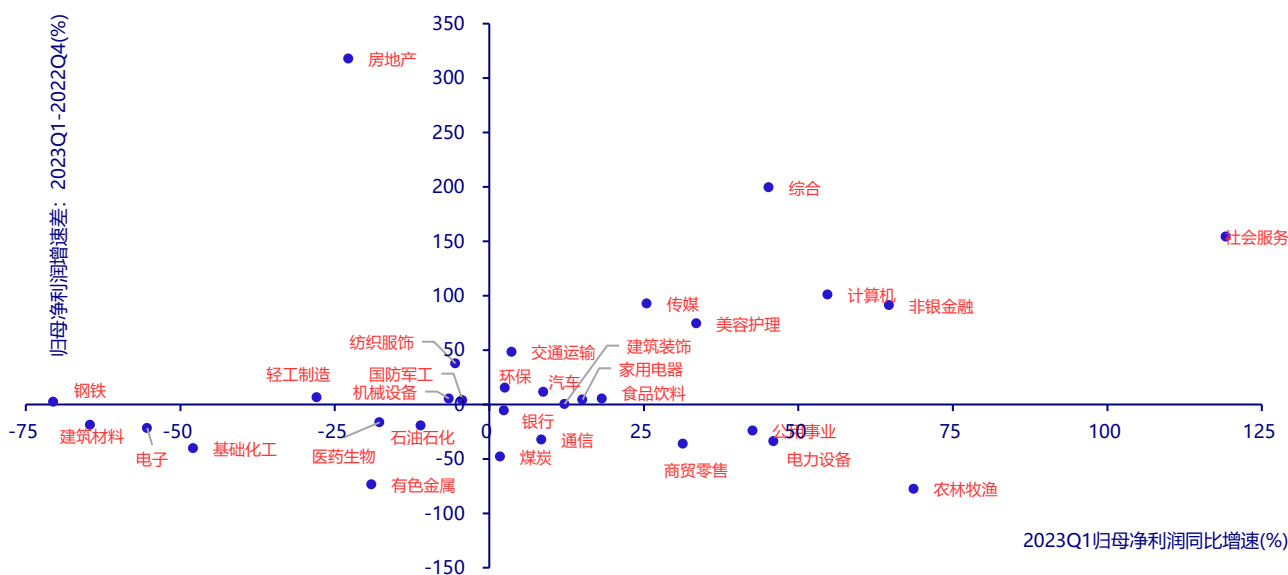
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(二) 结构主线

5 月份, 在经济复苏转弱的情况下, 公用事业 (涨跌幅: 4.28%, 下同)、环保 (0.48%) 等稳定风格板块涨幅领先。TMT 板块表现分化, 5 月, 计算机上涨 0.03%、通信上涨 1.36%、电子上涨 2.26%, 通信行业已经连续五个月上涨, 年初至今录得 35.83% 的涨幅, 传媒行业 5 月下跌 4.54%, 但年初至今累计上涨 44.90%, 领涨全行业。如表 1 所示。

6 月以来, 结构主线行情凸显, 以国产替代科技创新+“中特估”概念为主, 业绩绩优的消费细分领域为辅助的行情不断发酵反弹。见表 1 所示。这一点大概率可以联系业绩来分析, 业绩表现优异的行业上涨的逻辑亦更强。如图 17 所示。

图 17. 2023 年 Q1 与 2022 年 Q4 归母净利润同比增速差



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 1. 2023 年一级行业月度涨跌幅（截至 6 月 16 日）

一级行业	1月	2月	3月	4月	5月	年初至今
有色金属	14.67%	-3.58%	-3.98%	-1.49%	-8.14%	-0.04%
煤炭	5.15%	2.93%	-4.45%	-1.79%	-8.04%	-5.31%
石油石化	7.90%	2.00%	0.51%	5.75%	-8.08%	8.95%
基础化工	8.00%	2.64%	-7.20%	-7.74%	-5.51%	-8.20%
钢铁	7.28%	4.55%	-7.44%	-2.67%	-4.74%	-3.08%
建筑材料	8.96%	0.06%	-6.51%	-5.01%	-8.50%	-5.58%
电力设备	11.82%	-6.02%	-5.19%	-4.11%	-2.96%	-4.62%
建筑装饰	5.54%	2.45%	2.83%	10.33%	-8.87%	11.80%
国防军工	6.45%	1.30%	-3.69%	-0.88%	-0.33%	0.97%
轻工制造	5.01%	6.68%	-7.36%	-4.94%	-3.56%	-1.05%
机械设备	9.72%	3.33%	-2.89%	-2.94%	-1.11%	5.67%
通信	9.24%	8.59%	9.18%	3.47%	1.36%	51.52%
计算机	12.80%	5.69%	14.74%	-6.99%	0.03%	37.49%
电子	9.52%	-0.37%	5.85%	-7.50%	2.26%	11.88%
传媒	5.06%	4.16%	22.67%	13.06%	-4.54%	59.47%
交通运输	1.97%	-0.48%	-0.80%	1.08%	-6.73%	-4.11%
公用事业	2.15%	1.13%	-1.71%	2.22%	4.28%	4.18%
环保	5.95%	1.79%	-3.75%	-2.55%	0.48%	-0.25%
银行	3.33%	-3.80%	-2.12%	4.18%	-2.13%	0.47%
非银金融	8.90%	-2.59%	-3.51%	5.82%	-5.25%	4.75%
医药生物	5.47%	0.12%	-3.53%	-0.44%	-2.50%	-3.49%
纺织服饰	4.68%	4.73%	-5.38%	-0.60%	-2.72%	1.39%
食品饮料	5.16%	1.05%	-1.74%	-5.96%	-7.90%	-2.08%
家用电器	8.29%	0.31%	-0.82%	2.04%	-7.37%	12.42%
美容护理	0.81%	2.35%	-4.66%	-4.87%	-6.51%	-11.31%
农林牧渔	3.28%	0.58%	-1.95%	-4.21%	-10.05%	-9.27%
社会服务	-0.30%	2.70%	-0.34%	-5.40%	-4.08%	-2.36%
综合	0.09%	0.04%	-1.23%	-4.33%	-3.30%	-8.02%
汽车	10.89%	-0.67%	-5.64%	-5.84%	-0.63%	3.74%
商贸零售	-1.18%	-2.51%	-1.50%	-6.07%	-11.66%	-17.17%
房地产	3.71%	-2.02%	-7.61%	-2.56%	-6.86%	-10.76%

资料来源：wind, 中国银河证券研究院

综上，从内外部投资环境边际变化分析，结合政策面不断发力，A 股在经历 5 月大幅回调后，降至 1 月初点位，估值处于历史中低水平，未来上涨可能性较大，预计大盘走势将震荡上行。结构性机会绝对占优，建议关注以下“2+1”主线轮动：（1）国产科技替代创新：计算机、电子、通信、软件服务、数字经济等科创领域。（2）中国特色估值重塑主题：能源、基建、房地产产业链等；（3）辅助线条—消费：食品饮料、医药生物、酒店、旅游、交运、新能源消费等。

但向上行情需观察国内宏观经济修复状况及政策面催化，A 股市场上市公司业绩修复情况，以及资金面的表现。

五、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

插图目录

图 1. 我国 5 月 PPI 同比增速仍处于底部	3
图 2. 我国 PPI 环比增速仍处于负值区间	3
图 3. 我国 5 月工业增加值同比下行	4
图 4. 我国 5 月工业增加值环比回升	4
图 5. 5 月份我国社会消费品零售总额同比增速下行	5
图 6. 我国 5 月固定资产投资累计同比下行	5
图 7. 我国 5 月份房地产供需两端趋缓	5
图 8. 社会融资规模存量-M2 同比差向好	6
图 9. M1-M2 同比“剪刀差”仍较大	6
图 10. 5 月份美国通胀数据超预期下行	7
图 11. 美国失业数据有所下行	7
图 12. 2023 年 6 月份美联储点阵图	8
图 13. 人民币兑美元中间价与美元指数	9
图 14. A 股股指与美元指数	9
图 15. 2022Q4、2023Q1 主要宽基指数归母净利润同比增速	11
图 16. 主要宽基指数涨跌幅与估值水平	11
图 17. 2023 年 Q1 与 2002 年 Q4 归母净利润同比增速差	11

表格目录

表 1. 2023 年一级行业月度涨跌幅（截至 6 月 16 日）	12
---	----

分析师简介及承诺

分析师：杨超，清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn