

政策预期有顶有底，无需过忧风险

报告日期：2023-06-25

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《政策期待逐步兑现，可以适当乐观一些》2023-06-18

主要观点：

● 市场观点：政策预期有顶有底，无需过忧风险

6 月第 3 周市场快速下行，基本回落到前期市场低点附近，主要是受到了市场期待政策未及时兑现的影响，包括调降 LPR 的幅度也略小于市场预期。行业表现上，TMT 板块出现分化，其中通信涨幅居前，而传媒出现大跌，其余行业间轮动加剧加快。展望后市，国内宏观政策预期和兑现的相对强度是近期市场呈现波动的核心因素，然而市场对经济 and 政策的预期实际上一直面临上有顶、下有底的格局，过度悲观和过度乐观都将面临收敛，因此当前市场重新反馈对经济 and 政策的悲观预期，这种情况并不会持续悲观下去。海外美联储 6 月暂停加息，但发声维持鹰派，更多目的是引导市场预期和引导 CPI 持续下行，未来仍有可能呈现鸽派做法、鹰派声调的组合，鹰派声调对市场有可能形成短期海外风险偏好的抑制但并不会长久。海外更多需要关注的是 7 月初 ISMPMI 数据的边际变化对美国经济定性。当前环境下，仍维持对市场继续呈现震荡的大格局判断不变，近期的快速下跌惯性仍存但也将逐步减弱，市场回到前低附近也无需再悲观。

市场热点 1：如何看待 6 月 LPR 下调？ 6 月 1 年期与 5 年期 LPR 对称下调 10BP，但此前 OMO 和 MLF 利率下调 10BP 已释放出充足信号，且本次 LPR 调降并未超市场预期（如市场期待 5 年期下调更大幅度），因此本次 LPR 下调释放利好提前兑现且相对有限。

市场热点 2：如何看待美联储加息预期再度走强？ 在 6 月 FOMC 宣布暂停加息后，美联储如愿获得了更长时间的数据观测期以决定后续货币政策走向，进一步推升货币政策的不确定性以及对市场风险偏好的扰动。我们认为，为了“中和”美联储暂停加息释放的鸽派信号，保持通胀预期继续回落，预计美联储大概率将维持鹰派表态，对市场短期风险偏好仍有抑制。

● 行业配置：短期轮动有望加剧加快，立足中长期维度配置

配置上，前期持续较长时间的交易主线 TMT 行情恐将出现调整分化，因此短期的行业轮动可能加剧，建议宜立足中长期维度进行配置，关注三条主线：

一是下游应用爆发、算力需求更进一步的泛 TMT 结构性行情延续，重点关注逢调整即可配置的**通信和电子**，而计算机和传媒当前估值分位已经触及历史百分位的可比天花板，因此需待其估值充分消化后再进行配置；

二是在长期维度内有望频繁上演的中特估主题性机会，经过一段时间的调整后，当前是较好的布局窗口期，重点关注**建筑央企**等方向；

三是基本面较稳定叠加前期悲观情绪释放较大幅度调整后，中长期具备配置价值的**食品饮料及医药生物**。

● 风险提示

国内政策力度不及预期或收紧超预期；美国加息预期强化超预期；美国经济衰退担忧和风险来临超预期；地缘政治风险等。

正文目录

1 市场观点：政策预期有顶有底，无需过忧风险	3
1.1 市场热点 1：如何看待 6 月 LPR 下调？	3
1.2 市场热点 2：如何看待美联储加息预期再度走强？	4
2 行业配置：短期轮动可能加剧，立足中长期进行配置	5

图表目录

图表 1 6 月 1 年期与 5 年期 LPR 对称下调 10BP	4
图表 2 10Y 国债利率窄幅波动	4
图表 3 2022 年全球 AI 服务器主要客户	6
图表 4 全球消费电子周期有望迎来回正	6
图表 5 我国海外新签合同额、完成营业额及同比均改善	7
图表 6 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 7 消费者信心持续修复	7
图表 8 医药生物估值百分位仅为 11%（2010 年以来）	7

1 市场观点：政策预期有顶有底，无需过忧风险

6 月第 3 周市场快速下行，基本回到前期市场低点附近，主要是受到了市场预期政策未及时兑现的影响，包括调降 LPR 的幅度也略小于市场预期。行业表现上，TMT 板块出现分化，其中通信涨幅居前，而传媒出现大跌，其余行业间轮动加剧加快。展望后市，国内宏观政策预期和兑现的相对强度是近期市场呈现波动的核心因素，然而市场对经济和政策的预期实际上一直面临上有顶、下有底的格局，过度悲观和过度乐观都将面临收敛，因此当前市场重新反馈对经济和政策的悲观预期，这种情况并不会持续悲观下去。海外美联储 6 月暂停加息，但发声维持鹰派，更多目的是引导市场预期和引导 CPI 持续下行，未来仍有可能呈现鸽派做法、鹰派声调的组合，鹰派声调对市场有可能形成短期海外风险偏好的抑制但并不会长久。海外更多需要关注的是 7 月初 ISMPMI 数据的边际变化对美国经济的定性。当前环境下，仍维持对市场继续呈现震荡的大格局判断不变，近期的快速下跌惯性仍存但也将逐步减弱，市场回到前低附近也无需再悲观。配置上，前期持续较长时间的交易主线 TMT 行情恐将出现调整分化，因此短期的行业轮动可能加剧，建议宜立足中长期维度进行配置，关注三条主线：一是下游应用爆发、算力需求更进一步的泛 TMT 结构性行情延续，重点关注逢调整即可配置的通信和电子；二是在长期维度内有望频繁上演的中特估主题性机会，经过一段时间的调整后，当前是较好的布局窗口期，重点关注建筑央企国企等方向；三是基本面较稳定叠加前期悲观情绪释放较大幅度调整后，中长期具备配置价值的食品饮料及医药生物。

1.1 市场热点 1：如何看待 6 月 LPR 下调？

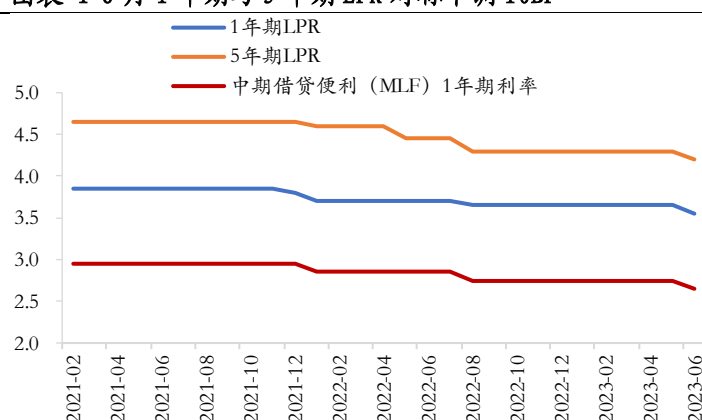
我们的观点：6 月 1 年期与 5 年期 LPR 对称下调 10BP，但此前 OMO 和 MLF 利率下调 10BP 已释放出充足信号，且本次 LPR 调降并未超市场预期（市场预期 5 年期下调更大的幅度），因此本次 LPR 下调释放利好已提前预期且相对有限。

本次 LPR 下调释放利好已提前为市场预期。6 月 20 日，1 年期 LPR 从 3.65% 下调为 3.55%，5 年期以上 LPR 从 4.3% 下调为 4.2%，在连续 9 个月不变后 1 年期与 5 年期 LPR 对称下调 10BP，释放了货币政策托底经济的信号，有助于进一步降低实体经济融资成本，稳定市场预期，提振市场信心。但此前 OMO 和 MLF 利率下调 10BP 已释放出充足信号，且此前发改委四部门降低企业成本政策已提及 LPR 调降，因此本次 LPR 调降基本符合市场预期，并未出现 5 年期下调 15BP 或以上等超预期事件，故释放的利好有限。同时，本次 LPR 调降对促进经济复苏作用相对有限。对于市场较为期待的托底房地产和促消费而言：① 5 月大部分城市房价重回环比下行通道，市场观望情绪浓厚，且三季度通常是商品房交易的淡季，因此在 6 月末调降 LPR 对于刺激房地产销售的作用较为有限。② 由于大部分存量房贷采用默认利率重定价日

为 1 月 1 日，因此 LPR 降低存量房贷利率，进而减轻购房者负担、促进消费需要等到明年 1 月 1 日方能落地见效，因此短期内也很难提振消费，也很难从根本上扭转当前居民部门提前还贷趋势。从国债利率看，10Y 国债利率窄幅波动，且在 LPR 下调后次日延续下行态势，表明市场对经济增长基本面预期并未明显改观。

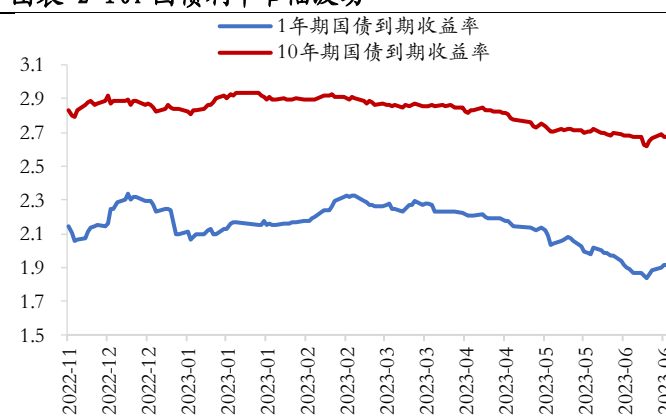
此外，经文化和旅游部数据中心综合测算，端午节期间全国国内旅游出游 1.06 亿人次，同比增长 32.3%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 112.8%；实现国内旅游收入 373.10 亿元，同比增长 44.5%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 94.9%。旅游总收入与旅游人均支出较 2019 年同比口径均有所下降，反映出当前居民部门消费意愿依然偏弱。

图表 1 6 月 1 年期与 5 年期 LPR 对称下调 10BP



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

图表 2 10Y 国债利率窄幅波动



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

1.2 市场热点 2：如何看待美联储加息预期再度走强？

我们的观点：在 6 月 FOMC 宣布暂停加息后，美联储如愿获得了更长时间的数据观测期以决定后续货币政策走向，进一步推升货币政策的不确定性以及对市场风险偏好的扰动。我们认为，为了“中和”美联储暂停加息释放的鸽派信号，保持通胀预期继续回落，预计美联储大概率将维持鹰派表态，对市场短期风险偏好仍有抑制。

美联储如愿获得了更长时间的数据观测期以决定后续货币政策走向，进一步推升货币政策的不确定性以及对市场风险偏好的扰动。美联储主席鲍威尔 6 月 22 日在国会听证会上表示，年内再加息两次是适当的，保持利率不变是为了给美联储更多时间做决策，委员会中绝大多数人认为利率还有一点上升空间，需要持续努力，以恢复至 2% 的通胀水平。该表态与美联储 6 月 FOMC 会议表态一致，但重申了年内再加息两次的必要性。我们认为，美联储如愿获得了更长时间的数据观测期以决定后续货币政策走向，美国货币政策不确定性提升，6 月 22 日当日，受美联储鲍

威尔表态影响影响，WTI 原油大跌 4.14%、COMEX 黄金下跌 1.08%，美联储货币政策走向对市场风险偏好扰动加剧。我们认为，为了“中和”美联储暂停加息释放的鸽派信号，保持通胀预期继续回落，预计美联储在 9 月份之前大概率将维持鹰派表态。一旦 6 月份被市场解读为本轮加息结束的信号，那么很可能导致当前通胀预期持续回落的预期难以为继，进而增加美联储后续控制通胀的难度，因此美联储在 6 月维持利率不变的情况下采取了更加鹰派的姿态，以向市场表明其抑制通胀的决心。上述情况有可能持续至 7 月底。

2 行业配置：短期轮动可能加剧，立足中长期进行配置

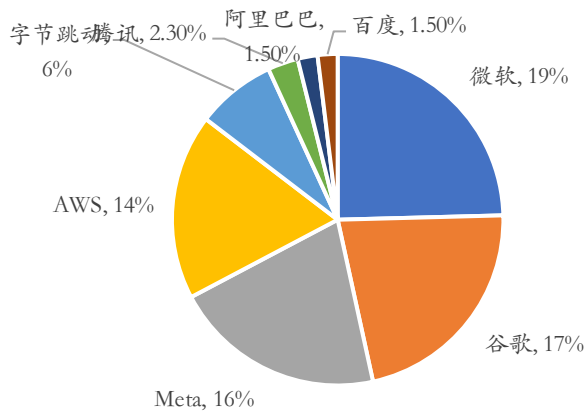
泛 TMT 行情结构性机会逢调整可配置，“中特估”继续布局。本周三个交易日市场波动基本围绕泛 TMT 演绎，先是应用爆发加持政策支撑 TMT 行情周一二上涨，后是减持叠加业绩带来周三大幅调整。展望后市，国内基本面与政策较为稳定，预期变化有顶有底，降息落地、LPR 对称调降，恢复和扩大消费政策持续推出。海外美联储进入加息暂停期，但后续货币政策路径仍存在一定不确定性。因此在这种组合环境下，市场大格局上以震荡态势为主的判断不变。配置上，前期持续较长时间的交易主线 TMT 行情恐将出现调整分化，因此短期的行业轮动可能加剧，宜立足中长期维度进行行业配置，关注三条主线：一是下游应用爆发、算力需求更进一步的泛 TMT 结构性行情延续，重点关注逢调整即可配置的通信和电子；二是在长期维度内有望频繁上演的中特估主题性机会，经过一段时间的调整后，当前是较好的布局窗口期，重点关注建筑央企等方向；三是基本面较稳定叠加前期悲观情绪释放较大幅度调整后，中长期具备配置价值的食品饮料及医药生物。

主线一：泛 TMT 结构性行情延续，逢调整即可配置的通信、电子。

下游应用爆发，算力需求更进一步，泛 TMT 行情延续，重点关注逢调整即可配置的通信、电子。近期泛 TMT 行情又迎刺激，先是 6 月 19 日腾讯宣布打造一站式行业大模型精选商店，腾讯云行业大模型发布，推出了赋能智能客服、数字人等在行业上的应用，并发布 AI 代码助手；后是 41 款 AI 产品通过网信办《深度合成服务算法备案》，百度、阿里、腾讯、字节、讯飞等均在列。前期市场认为 AI 产品落地大概率将是牌照制，而近期的备案制落地略超市场预期，这将极大缩短应用端落地时长。市场模型迭代与应用端爆发，两者对算力需求加持，进一步支撑泛 TMT 行情延续。虽然近期减持及业绩等公告对泛 TMT 行情相关板块造成一定压力，但随着应用端的持续爆发，对上游的算力需求确定性强，我们认为可重点关注与算力更为

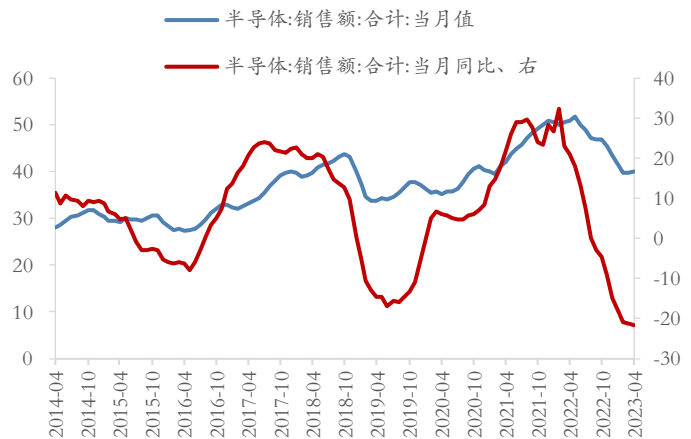
密切相关的通信、电子机会，逢调整即可布局。

图表 3 2022 年全球 AI 服务器主要客户



资料来源：IDC，华安证券研究所。单位：%。

图表 4 全球消费电子周期有望迎来回正



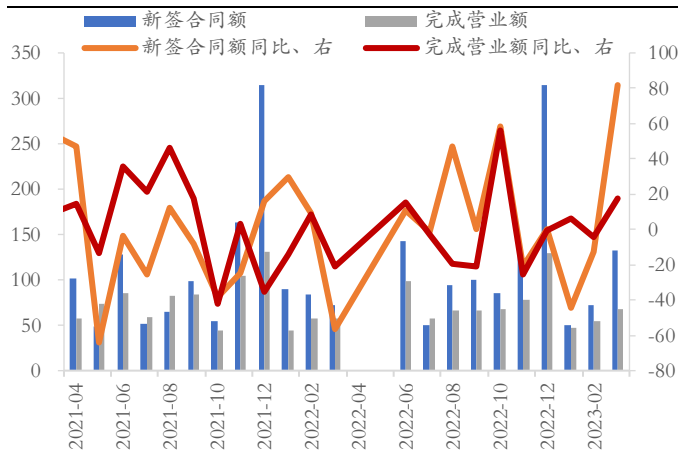
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：十亿美元，%

主线二：中长期维度内有望频繁上演的中特估主题性机会，经过一段时间的调整后，当前正是良好的布局窗口，重点配置建筑央企国企等方向。

“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，关注建筑相关央企国企标的。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，有望为“中特估”主题提供催化。

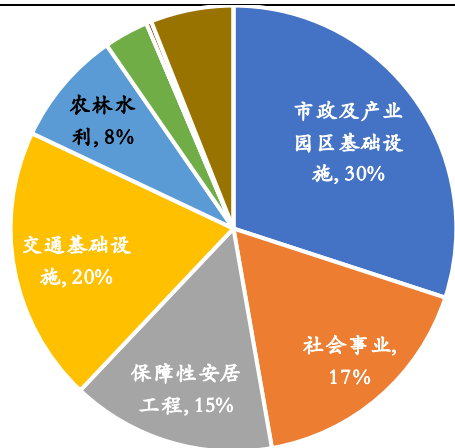
渠道结构调整加速下沉，坏账计提充分，新考核体系下灵活度提升，支撑建筑企业估值向好。为应对 2021 年以来地产的下行压力，建筑企业增加渠道下沉布局零售以增加利润，同时提高坏账计提比例以更好应对风险。以上两者均支撑建筑行业的企业基本面持续修复。此外 2023 年国资委将央企主要经营指标由“两利四率”调整为“一利五率”，提出了“一增一稳四提升”的目标，新的考核体系下央企经营灵活度提升，并且更加注重经营质量和盈利能力，有利于行业总体估值向好。建议持续关注建筑央企国企等。

图表 5 我国海外新签合同额、完成营业额及同比均改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿美元、%。

图表 6 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



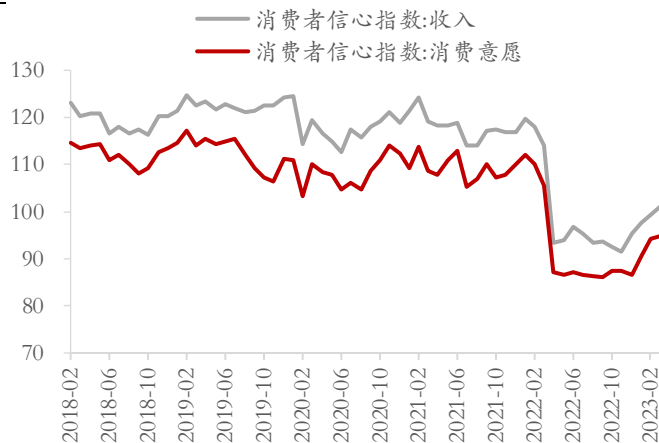
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

主线三: 基本面稳定叠加前期情绪释放调整后, 中长期具备配置价值的食品饮料及医药生物。

基本面较稳定叠加前期情绪释放调整后, 中长期具备配置价值的食品饮料及医药生物。当下市场陷入对消费风格相关行业的纠结期, 一方面是复苏大方向的确 定性, 反之却是迟等不至的消费加速拐点。我们认为消费相比其它风格更具备确定性、 业绩增速稳定, 部分行业经历“洗牌”后企业幸存者优势凸显、具备中长期配置价 值。此外政策端仍在着重刺激支撑消费, “恢复和扩大消费”协商座谈会近期召开、 部分地区发放消费券等细则持续落地, 因而建议立足中长期关注食品饮料及医药生 物。

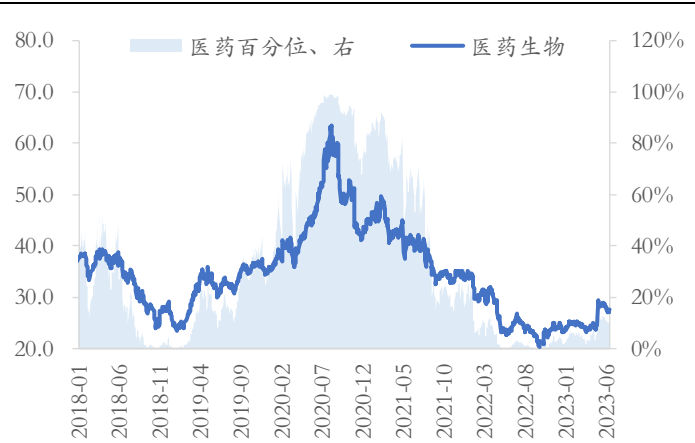
业绩确定性强。食品饮料行业一季报表现亮眼, 以中位数统计食品饮料一季报 营收同比增速为 10.42%, 净利同比增速为 23.10%。食品饮料中长期的业绩稳定性 和确定性均强。

图表 7 消费者信心持续修复



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 8 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、%

疫后医疗需求仍在修复，“集采后时代”行业内幸存者优势突出，提升配置价值。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。

风险提示：

国内政策力度不及预期或收紧超预期；美国加息预期强化超预期；美国经济衰退担忧和风险来临超预期；地缘政治风险等。

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。