



Research and
Development Center

适度增配超跌板块

——行业配置主线探讨

2023年6月26日

证券研究报告

策略研究

策略专题报告

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

李畅 联系人
邮箱: lichang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

适度增配超跌板块

2023年6月26日

- **核心结论:** Q1 后期到 Q2, 高频经济数据和多数交易性金融资产均显示中国经济增速放缓。市场交易热点继续围绕经济弱复苏展开, 由于经济恢复的拐点尚未出现, 今年有景气度改善逻辑的板块是比较少的, 因此市场仍在演绎有长期逻辑的中特估和 TMT 主题行情。随着近期货币政策的调整, 股市大概率已经进入新的上涨趋势, 我们认为前期超跌的板块可能在股市企稳初期有反弹的机会。虽然经济恢复可能存在波折, 但我们认为出现了一些边际乐观的信号。宏观政策方面, 随着央行降息和国常会提出研究推动经济持续回升向好的一批政策措施, 边际微调可期; 美国国务卿访华可能对稳定中美关系起到偏积极的作用; 海外紧缩政策对 A 股的边际影响可能有所减弱。政策层面发生的积极变化, 也有利于受宏观经济影响较大的板块表现。建议配置风格偏向弹性较大的板块, 或可从有潜在超跌反弹机会的消费链、地产链布局, 中特估等低估值风格仍有机会, 等到 Q3 后期或可重点关注周期。
- **未来 3 个月配置建议:** 消费 (估值中等偏低+超跌反弹+关注经济企稳相关) > 硬科技 (供需错配缓解+短期超跌反弹机会) > 金融地产稳定 (政策微调+低估值+超跌反弹) > 周期 (长期逻辑好+大宗商品价格仍在下降) > 软成长 (长期逻辑好+过去 2-3 年受压制+前期涨幅高)。
- **金融地产稳定:** 稳定类、金融类板块估值已经从底部有了一定的回升, 但从长期来看估值仍然偏低。随着经济下行到达末期, 利空逐渐缓和, 随着经济的企稳、中特估政策推进、股市流动性恢复, 存在系统性估值修复的可能性。
- **消费:** 疫后修复链, 估值抬升远超业绩兑现, 随着疫后进入第二个季度, 疫后修复速度变慢, 机会变少。消费升级的长期逻辑暂时没有更多的证明, 未来 1 年主要机会来自低估值+1 年内受益于经济企稳的细分行业。
- **成长:** TMT 可能成为牛市中新赛道。但 TMT 年初以来始终偏强, 估值已经回升到历史中等水平, 性价比边际变弱。随着交易拥挤度再次回升到高位, 可能会出现波动。硬科技 (新能源、光伏等) 长期需求逻辑较好, 但年度供需错配的情况较 2021 年减少。短期可关注超跌反弹机会。
- **周期:** 周期股长期逻辑好, 受全球经济衰退的影响, 大宗商品价格可能还会继续下行, Q2 周期股可能受到影响。在经济改善右侧, 海外衰退风险过后, 可以增加周期股配置。
- **一级行业具体配置方向:** (1) 金融稳定类建议关注: 非银金融>公用事业、建筑 (中特估)>房地产>银行; (2) 消费: 家电 (估值下降幅度远超 ROE 下降幅度)、医药生物 (估值低); (3) 成长: 新能源有月度反弹的可能, 计算机传媒等待产业验证后的第二波上涨; (4) 周期: 建议关注上游周期中有色、石油石化, 中游周期关注建材, 短期防御可关注钢铁。
- **风险因素:** 经济下行超预期, 稳增长政策不及预期。

目录

一、 市场主线风格探讨.....	5
1.1 大类板块配置建议.....	5
1.2 一级行业长期&短期供需格局分析及配置建议.....	8
1.2.1 金融地产稳定：长期估值偏低，存在系统性估值修复的可能性.....	9
1.2.2 消费：关注超跌反弹机会，未来一年可能受益于经济企稳.....	9
1.2.3 成长：新能源可能有月度反弹，TMT 关注第二波上涨.....	10
1.2.4 周期：长期逻辑好，Q2 可能会受到海外经济波动的影响.....	10
1.3 PB-ROE 模型度量行业估值性价比.....	10
二、 市场表现跟踪.....	12
2.1 市场表现回顾：成长跌幅较小，消费表现偏弱.....	12
2.2 市场交易情绪跟踪：行业间涨跌分化整体收窄，公用事业交易热度上升.....	13
三、 宏观中观基本面跟踪.....	18
3.1 投资.....	18
3.2 外需.....	18
3.3 工业.....	18
3.4 通胀.....	19
3.5 上游：资源品.....	20
3.6 中游：建材、机械设备.....	20
3.7 下游：房地产、消费.....	21
风险因素.....	22

表目录

表 1：大类行业基本面情况及季度配置顺序.....	7
表 2：一级行业长期基本格局&未来 1 年供需状态.....	8
表 3：PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况（单位：%）.....	11

图目录

图 1：5 月 PMI 继续回落（单位：%）.....	5
图 2：花旗中国经济意外指数持续低于预期（单位：点）.....	5
图 3：30 大中城市商品房成交面积低于 2015-2022 均值（单位：万平米）.....	6
图 4：Q2 利率和商品价格持续下行（单位：点数，%）.....	6
图 5：历史上整体 ROE 下降但股市涨的阶段，往往偏主题性的板块比较强（单位：点，%）.....	6
图 6：央行 7 天逆回购利率降息落地（单位：%）.....	7
图 7：库存周期下半年存在见底的可能性（单位：%）.....	7
图 8：5 月成长板块表现较好，周期表现偏弱（单位：倍）.....	12
图 9：5 月大小盘风格指数集体下跌，大盘指数领跌（单位：%）.....	12
图 10：5 月主要指数均下跌，沪深 300 跌幅居前（单位：%）.....	12
图 11：亏损股指数涨幅居前，绩优股指数跌幅居前（单位：%）.....	12
图 12：5 月一级行业涨跌幅（单位：%）.....	13
图 13：5 月一级行业 2023 年盈利预测调整幅度（单位：%）.....	13
图 14：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）.....	13
图 15：5 月涨幅最高的板块估值分布规律不明显（单位：%）.....	13
图 16：一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差下降后震荡（单位：%）.....	14
图 17：一级行业涨跌幅标准差有所下降（单位：%）.....	14
图 14：新能源车日均换手率（单位：%、倍）.....	14
图 15：半导体日均换手率（单位：%、倍）.....	14
图 16：计算机日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 17：传媒日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 18：医药生物日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 19：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）.....	15
图 20：采掘（煤炭）日均换手率（单位：%、倍）.....	16
图 21：有色金属日均换手率（单位：%、倍）.....	16
图 22：银行日均换手率（单位：%、倍）.....	16
图 23：建筑日均换手率（单位：%、倍）.....	16

图 26: 5月北向资金持仓占流通市值比例环比变化 (单位: pct)	16
图 27: 5月持仓占比变化前五行业的持仓比例变化趋势 (单位: pct)	16
图 28: 5月核心资产上涨股票数占比大幅下降 (单位: %)	17
图 29: 核心资产估值继续下降 (单位: 倍)	17
图 30: 2023年5月房地产制造业投资下滑, 基建投资小幅回升 (单位: %)	18
图 31: 2023年4月中下游利润率小幅回升 (单位: %)	18
图 32: 美国5月CPI降至4.0% (单位: %)	18
图 33: 2023年5月我国出口金额同比继续下降 (单位: %)	18
图 34: 2023年5月工业增加值当月同比小幅上升 (单位: %)	19
图 35: 5月高炉开工率较4月小幅上升 (单位: %)	19
图 36: 5月CPI小幅回升 (单位: %)	19
图 37: 5月PPI增速继续下降 (单位: %)	19
图 38: 蔬菜价格小幅回升, 猪肉价格企稳 (单位: 元/公斤)	19
图 39: 鸡蛋价格继续下降, 白条鸡价格继续下降 (单位: 元/公斤)	19
图 40: 煤炭库存有所上升, 螺纹钢库存继续回落 (单位: 万吨)	20
图 41: 铜铝锌库存均有小幅回升 (单位: 万吨)	20
图 42: 水泥价格下行, 玻璃价格有所下降 (单位: 元/吨, 点)	20
图 43: 5月挖掘机销量同比继续下降, 石油沥青小幅下降 (单位: %)	20
图 44: 5月大中城市商品房成交面积同比有所下降 (单位: 万平方米, %)	21
图 45: 5月社会消费品零售总额当月同比增速下降 (单位: %)	21
图 46: 5月汽车销量增速回落, 5月重卡销量增速小幅回落 (单位: %)	21
图 47: 5月新能源车销量增速小幅回落, 渗透率回升到30% (单位: %)	21

一、市场主线风格探讨

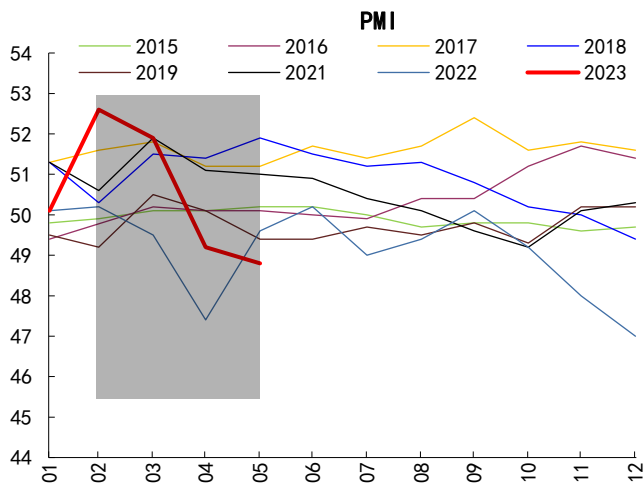
1.1 大类板块配置建议

Q1 后期到 Q2，高频经济数据和多数交易性金融资产均显示中国经济增速放缓。市场交易热点继续围绕经济弱复苏展开，由于经济恢复的拐点尚未出现，今年有景气度改善逻辑的板块是比较少的，因此市场仍在演绎有长期逻辑的中特估和 TMT 主题行情。随着近期货币政策的调整，股市大概率已经进入新的上涨趋势，我们认为前期超跌的板块可能在股市企稳初期有反弹的机会。虽然经济恢复可能存在波折，但我们认为出现了一些边际乐观的信号。宏观政策方面，随着央行降息和国常会提出研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，政策边际微调可期；美国国务卿访华可能对稳定中美关系起到偏积极的作用；海外紧缩政策对 A 股的边际影响可能有所减弱。政策层面发生的积极变化，也有利于受宏观经济影响较大的板块表现。建议配置风格偏向弹性较大的板块，或可从有潜在超跌反弹机会的消费链、地产链布局，中特估等低估值风格仍有机会，等到 Q3 后期或可重点关注周期。

未来 3 个月配置建议：消费（估值中等偏低+超跌反弹+关注经济企稳相关）>硬科技（供需错配缓解+短期超跌反弹机会）>金融地产稳定（政策微调+低估值+超跌反弹）>周期（长期逻辑好+大宗商品价格仍在下降）>软成长（长期逻辑好+过去 2-3 年受压制+前期涨幅高）。

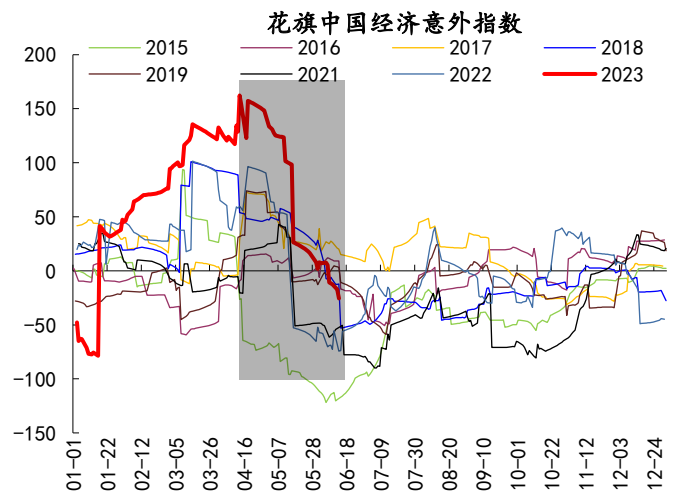
（1）高频经济数据和各交易性金融资产均显示经济增速放缓。Q1 后期到 Q2，高频经济数据和多数交易性金融资产均显示中国经济增速放缓。5 月 PMI 继续下降到 48.8%，持续低于荣枯线。Q2 以来，花旗中国经济意外指数持续走低。30 大中城市商品房成交面积持续低于 2015-2022 年均值水平。5 月信贷社融增速进一步收缩。此外，交易性金融资产如商品、汇率、利率走势均显示经济增速放缓。

图 1：5 月 PMI 继续回落（单位：%）

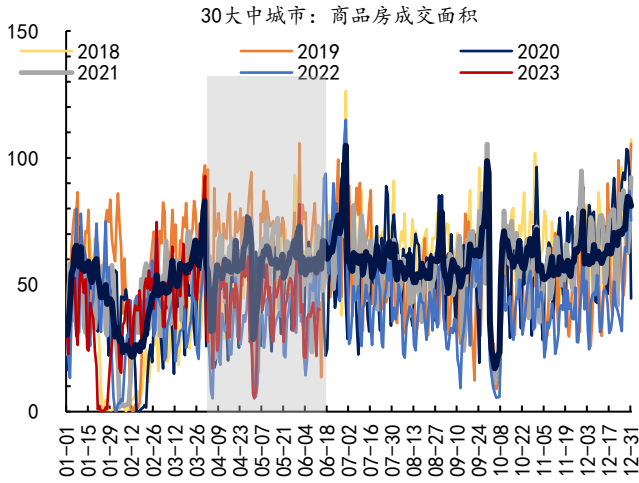


资料来源：万得，信达证券研发中心

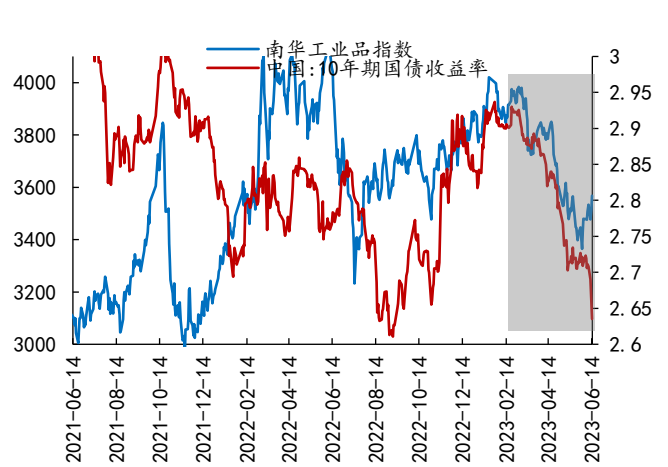
图 2：花旗中国经济意外指数持续低于预期（单位：点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

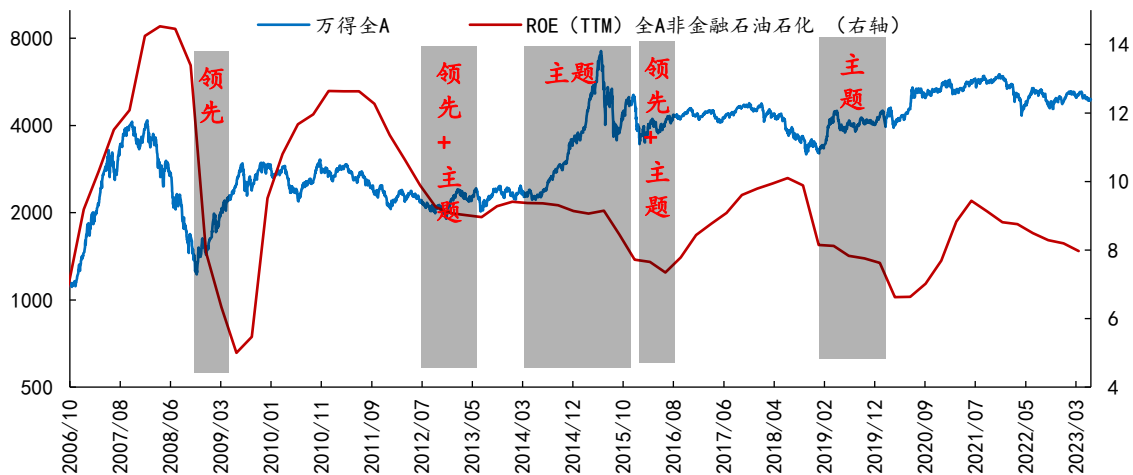
图 3：30 大中城市商品房成交面积低于 2015-2022 均值（单位：万平方米）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：Q2 利率和商品价格持续下行（单位：点数，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(2) 市场交易热点继续围绕经济弱复苏展开，仍在演绎长期逻辑支撑下的 TMT 和中特估主题行情。从历史经验来看，没有盈利兑现的上涨主要分两种，一种是宏观指标领先盈利拐点开始上行，股市基于宏观领先指标布局经济反转（比如 2009 年、2012 年下半年），另一种是宏观指标拐点尚未出现，市场表现为偏主题行情（比如 2014-2015 年）。这两种风格也出现过融合，比如 2013 年、2019 年、2016 年上半年，经济反转相关的板块伴随经济指标的改善有一定的涨幅，但在这个阶段整体偏强的是主题行情（比如 2013 年的 TMT、2016 年上半年的新能源、2019 年的 TMT）。由于经济恢复的拐点尚未出现，今年有景气度改善逻辑的板块是比较少的，因此 5 月-6 月中旬市场仍在演绎有长期逻辑的中特估和 TMT 主题行情。

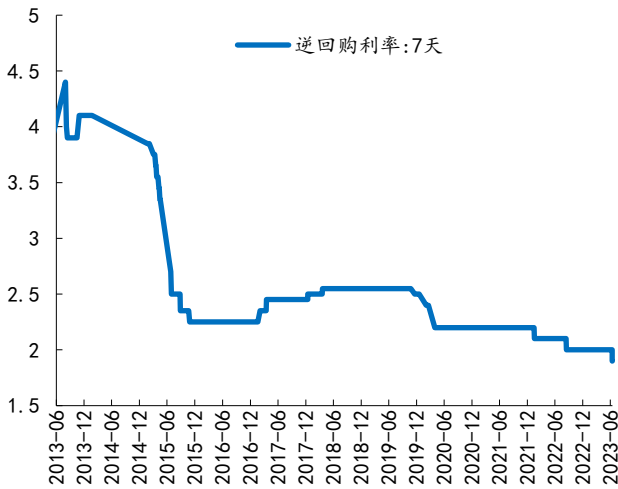
图 5：历史上整体 ROE 下降但股市涨的阶段，往往偏主题性的板块比较强（单位：点，%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 虽然经济恢复可能存在波折，但我们认为政策层面出现了一些边际乐观的信号。1) 宏观政策方面边际微调可期。6 月 13 日央行 7 天逆回购利率降息 10bp 落地。6 月 15 日 MLF 降息 10bp。货币政策可能进一步发力加强逆周期调节。(2) 6 月 16 日国常会提出研究推动经济持续回升向好的一批政策措施。房地产方面稳预期、稳融资政策可期。产业支持政策、扩大内需政策均有发力空间。(3) 美国国务卿访华，可能对稳定中美关

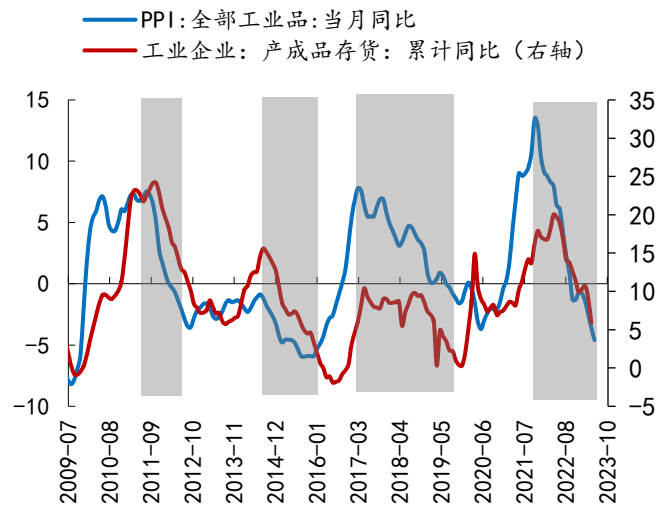
系起到偏积极的作用。(4) 6月议息会议美联储暂缓加息，虽然不排除年内有再加息的可能，但我们认为海外紧缩政策对A股的边际影响可能有所减弱。

图 6: 央行 7 天逆回购利率降息落地 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 7: 库存周期下半年存在见底的可能性 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

(4) 配置风格偏向弹性较大的板块, 或可以先布局存在潜在超跌反弹机会的消费链、地产链。我们认为, 中特估等低估值板块仍有机会, 等到 Q3 或可重点关注周期。1) 超跌反弹板块: 消费链、地产链、新能源等板块, 由于今年的经济恢复波折较多、基本面年度供需错配缓解等原因, 估值大部分已经下降至历史中等偏低水平。受益于政策微调等因素的影响, 可能出现超跌后预期修复的上涨。2) 中特估: 我们认为当前“中特估”行情的本质是板块长期估值偏低, 虽然“中特估”板块已经历一段时间的上涨, 但考虑到: 金融&稳定板块的偏离度仍处于历史低位、金融板块一季报 ROE 已呈现企稳迹象、“中特估”的政策催化仍在等因素, 或仍有一定的上涨空间, 可以类比 2014-2015 年的“一带一路”行情; 3) TMT 年初以来始终偏强, 估值已经回升到历史中等水平, 性价比边际变弱。随着交易拥挤度再次回升到高位, 可能会出现波动; 4) 周期: 等待 Q3 末期可能出现的战略性配置机会。周期股当下受到全球库存周期下行的影响, 整体偏弱, 但随着库存周期下降进入尾声, 2023 年 Q4-2024 年, 宏观需求存在回升的可能。考虑到长期产能建设不足, 需求、供给和估值可能会共振。

表 1: 大类行业基本面情况及季度配置顺序

行业	长期基本格局	未来 1 年供需格局	估值状态
金融地产	受到地产长期下行压制;	稳增长持续发力, 虽然不能把行业长期格局完全扭转, 但可以排除经济出现失速风险的可能, 对 ROE 预期稳定和存量资产重估, 均有利。房地产销售、投资数据可能触底回升。	低
消费	这一次需求下降只是短期的受疫情影响? 还是受人口、收入等长期因素影响?	疫情达峰后需求回补基本完成; 经济预期恢复大方向有利于景气改善; 产业链库存和价格竞争格局尚好。	中等偏低
周期	碳中和长期压制产能, 之前 10 年产能建设不足	国内需求预期逐渐改善; 海外需求弱。	中等偏低
硬科技	国产替代、新能源需求爆发	需求依然健康、产能进入密集释放期。	中等偏低
软成长	AI、元宇宙、国产替代、互联网监管	监管负面因素在预期之内, 不存在供给问题; 新赛道孕育新的需求。	中等
未来 3 个月配置建议	消费 (估值中等偏低+超跌反弹+关注经济企稳相关) > 硬科技 (供需错配缓解+短期超跌反弹机会) > 金融地产稳定 (政策微调+低估值+超跌反弹) > 周期 (长期逻辑好+大宗商品价格仍在下降) > 软成长 (长期逻辑好+过去 2-3 年受压制+前期涨幅高)。		

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素

1.2 一级行业长期&短期供需格局分析及配置建议

表 2：一级行业长期基本面格局&未来 1 年供需状态

板块	行业	长期基本面格局	未来 1 年供需格局	综合评价
周期	煤炭	长期资本开支不足，但年度有产能释放。	美国经济依然有衰退的风险，全球库存周期依然在下降。	建议关注上游周期中有色、石油石化，中游周期关注建材，短期防御可关注钢铁。 周期股长期逻辑好，海外经济波动的影响还未完全消除，2023 年 Q3-2024 年可能会有较大的机会。近期周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题性的机会，这一过程 Q2 可能会告一段落。受全球经济衰退的影响，大宗商品价格可能还有最后一跌，而当大宗商品价格触底，经济上行周期全面开启后，市场可能会开始对周期股重新定价，届时可能会出现比较大级别的战略性买点。
	石油石化	长期资本开支不足。	美国经济依然有衰退的风险，全球库存周期依然在下降。	
	基础化工	中国产能的全球替代。	全球库存周期依然在下降，等待国内需求企稳。	
	钢铁	国内政策对产能控制。	全球库存周期依然在下降，等待国内需求企稳。	
	有色金属	长期产能不足，新能源带来增量需求，年度新增产能也很少。	美国经济依然有衰退的风险，稳增长可能带来需求预期恢复。	
	建筑材料	国内政策对产能控制。	等待国内需求企稳。	
	机械设备	存量替换大周期告一段落，新兴行业有增量。	等待国内需求企稳。	
消费	汽车	新能源车加速了中国汽车产业链的进口替代	行业受库存周期影响，补贴政策影响结束。	建议关注：家电（估值下降幅度远超 ROE 下降幅度）、医药生物（估值低） 疫后修复链，估值抬升远超业绩兑现，随着疫后进入第二个季度，疫后修复速度变慢，机会变少。消费升级的长期逻辑目前暂时没有更多的证明，未来 1 年主要机会来自低估值+1 年内受益于经济企稳的细分行业。
	家用电器	出口竞争力强，小家电消费升级，传统家电受制于房地产长期下行。	成本压力缓解，稳增长下地产周期可能触底。	
	社会服务	疫情加快部分子行业集中度整合，但核心壁垒还在构建。	疫情后产能优化，需求反转。	
	食品饮料	品牌壁垒强，高 ROE，但连续高估值带来竞争加剧。	库存较健康，疫情缓解后需求恢复。	
	医药生物	人口老龄化，进口替代，集采常态化。	全球创新药融资下降，疫情后医疗需求恢复。	
	农林牧渔	行业集中度提升，规模化养殖替代散养。但这一轮猪周期去产能力度不够。	前期猪价持续下降，推动行业产能去化，有利于猪周期反转。猪价开始底部回升。	
	商贸零售	国产品牌替代，直播等新渠道重构产业结构。	关注疫情后的消费需求恢复。	
	纺织服装	国产品牌替代，毛利率较低。	关注消费需求恢复。	
	轻工制造	地产长期下行压制需求增量，存量依赖消费升级和集中度提升。	关注下半年可能会出现经济企稳	
稳定	建筑装饰	长期增长空间不大，ROE 中枢缓慢下降。	稳增长发力，订单增加。	建议关注：银行、非银金融、公用事业、房地产 稳定类、金融类板块估值已经从底部有了一定的回升，但从长期来看估值仍然偏低。随着经济下行到达末期，利空逐渐缓和，随着经济的企稳、中特估政策推进、股市流动
	交通运输	航空疫后产能出清，航运超级周期可能已结束。	关注疫情后的需求恢复。	
	公用事业	长期空间关注电价改革等政策。	成本压制有所缓解，期待政策支持。	
金融地产	非银金融	股市注册制、财富管理，但由于加杠杆难度大，基本面稳步回升，弹性小。保险受到代理人去产能和去杠杆负面影响可能也到了尾声了。	熊市进入后期，短期基本面压制接近尾声。	

	银行	金融去杠杆，房住不炒，压制收入和利差。	稳增长促使信贷扩张。	性恢复，存在系统性估值修复的可能性。
	房地产	房住不炒，人口周期下行。	各地房地产政策不断宽松，地产销售可能企稳回升。	
成长	电力设备	ESG、碳中和等政策长期有利于新能源，新能源车渗透率快速提升。长期需求强。	行业资本开支在 2021 年之后快速提升，产能密集释放期尚未消化完成。上游涨价&补贴减少，整车降价，可能会压制年度需求增速。	配置建议：新能源有月度反弹的可能，计算机传媒等待产业验证后的第二波上涨。 TMT 可能成为牛市中新赛道，但 TMT 板块 Q1 涨幅较大，Q2 受季节性因素和业绩兑现的影响，波动风险加大。一般 Q2 季节性风格不利于成长，可以等 Q2 后期再重点配置，以时间换空间。Q2-Q3 的行情投资者更加关注业绩兑现，成长大概率会有分化，关注有产业创新逻辑的板块业绩兑现的时间和持续性。 硬科技（新能源、光伏、半导体等）长期需求逻辑较好，但年度供需错配的情况较 2021 年减少。
	国防军工	中美关系越来越复杂，国防现代化建设进入重要阶段，部分重要装备进入放量阶段。	需求增长稳定，但缺乏爆发性，	
	通信	5G 基站建设也已出现一段高速增长，但 5G 应用尚在探索普及阶段。	运营商资本开支少，利润稳定。	
	电子	半导体国产替代仍有较大的发展空间，VR/AR 还处在产业初期，还不是重点增长点，汽车电子国产替代速度快。	PC、手机出货量逐渐见顶，半导体需求周期性下行，消化库存和产能的时间还不充分。	
	计算机	ChatGPT 代表的 AI 技术突破性发展，数字经济高速发展。	传统计算机下游需求和经济相关性强，AI 对盈利的影响方向确定，节奏不确定。	
	传媒	AI 应用空间广泛，元宇宙空间广阔。监管政策整体偏严，但有边际转松的趋势。	AI 赋能游戏、教育等新应用形态落地可期，线上需求受宏观经济影响小，平台经济监管常态化，互联网大厂裁员有利于未来利润释放。	

资料来源：万得，信达证券研发中心

注：红色字体代表利好因素，绿色字体代表利空因素

1.2.1 金融地产稳定：长期估值偏低，存在系统性估值修复的可能性

经济下行接近后期，利空缓和，存在系统性估值修复的可能性。从 PB-ROE 视角来看，我们认为当前“中特估”行情的本质是板块长期估值偏低。从历史情况来看，每当一个板块的偏离度处于历史偏高或者偏低水平之后，大概率会出现较明显的估值回归。稳定类、金融类板块估值已经从底部有了一定的回升，但从长期来看估值仍然偏低。典型如：金融、稳定、周期板块的偏离度在 2014 年 6 月达到历史较低位置，随后这三个板块的估值在 2014 年下半年至 2015 年上半年明显修复，这些风格的偏离度也一度回归到 1 倍以上。随着经济下行到达末期，利空逐渐缓和，随着经济的企稳、中特估政策推进、股市流动性恢复，金融类、稳定类板块存在系统性估值修复的可能性。年度来看部分标的业绩稳健，低估值标的仍有修复空间，可关注高股息、高红利标的表现。

1.2.2 消费：关注超跌反弹机会，未来一年可能受益于经济企稳

2 月中旬以来，消费板块股价和估值持续下行，原因可能在于，第一，疫后修复链在从去年 10 月底开始的反弹中，估值抬升远超业绩兑现，随着疫后进入第二个季度，疫后修复速度变慢，机会变少。第二，消费升级的长期逻辑暂时没有更多的证明。由于 Q2 高频经济数据和预期整体偏弱，消费板块短期催化较少。但随着消费板块的调整，大部分板块的估值均下滑到 2010 年以来中等偏下的水平。截至 2023 年 6 月 14 日，家电/食品饮料/休闲服务/商贸零售/汽车/医药生物 2010 年以来 PB 估值历史分位分别为 26.4%/49.1%/30.9%/33.2%/40.3%/1.6%。未来 1 年主要机会可能来自于超跌反弹，以及 1 年内受益于经济企稳的细分行业，需要经济预期转好和消费高频数据持续兑现。

1.2.3 成长：新能源可能有月度反弹，TMT 关注第二波上涨

年度层面上，几乎每一轮牛市都会有新的成长赛道走出来，2023 年是关注新赛道的重要年份。(1) 过去 2-3 年表现相对较弱的成长，比如计算机、传媒、港股互联网等板块受宏观经济下行、行业监管政策等因素影响，成长性被压制。这些行业供给端出清较为充分，需求端存在长期成长性。传统业务的年度景气度正在反转，AI 的产业变化增加了未来的想象空间，有可能成为牛市中新赛道。

(2) 短期来看，TMT 板块 Q1 涨幅较大，Q2 受季节性因素和业绩兑现的影响，波动风险加大。一般 Q2 季节性风格不利于成长，可以等 Q2 后期再重点配置，以时间换空间。计算机、传媒等板块可能有第二波上涨，投资者更加关注业绩兑现，成长大概率会有分化，关注有产业创新逻辑的板块业绩兑现的时间和持续性。AI 板块中，应用端发展速度较快，可以关注 AI 在游戏、教育、纺服、环保等领域的应用扩散，聚焦商业模式能够快速落地产生收入的标的。半导体板块受益于国产替代加速推进，存储、算力芯片、服务器等细分行业后续可能存在业绩兑现。

(3) 硬科技（新能源车、光伏等）板块虽然长期产业逻辑通顺，但年度供需错配仍需消化，产能压力仍然需要出清，年度供需基本面逻辑不是很强。不过，短期机会在于，在估值调整到历史偏低水平后，可能有超跌反弹的机会。

1.2.4 周期：长期逻辑好，Q2 可能会受到海外经济波动的影响

周期长期逻辑好，海外经济波动的影响还未完全消除，短期防御可关注钢铁。周期股从 2020 年以来 ROE 出现较大幅度的抬升，但 PB 估值抬升幅度却比较有限，背后的主要原因是，市场担心 ROE 的抬升是周期性的，而不是系统性的。近期周期股在演绎中特估、黄金、美国降息预期等偏主题性的机会，这一过程 Q2 可能会告一段落。2021 年 Q4 以来，全球商品价格虽然下降，但商品价格下降的幅度要小于周期股估值下滑的幅度，考虑到周期行业的产能格局较好，我们认为股市对周期股的定价可能出现偏差。受全球经济衰退的影响，大宗商品价格可能还有最后一跌，而当大宗商品价格触底，经济上行周期全面开启后，市场可能会开始对周期股重新定价，届时可能会出现比较大级别的战略性买点。从时间上来看，我们认为 2023 年下半年-2024 年，周期股可能会重新开始演绎长期（产能&价格中枢）逻辑。经济改善右侧，海外衰退风险过后，可以增加周期股配置。行业上短期可关注前期表现偏弱，估值低的钢铁。

1.3 PB-ROE 模型度量行业估值性价比

我们用 PB-ROE 模型度量行业在可比盈利水平下基于长期盈利能力低估或高估的程度。我们采用 5 年期和 10 年期 PB 和 ROE 历史分位数，剔除不同行业的盈利和估值绝对水平差异的影响。ROE 分位数-PB 分位数越高，说明相对于历史上较高的盈利水平，该行业当前被低估程度较高。反之，ROE 分位数-PB 分位数越低，说明相对于历史上较低的盈利水平，该行业当前被高估的程度较高。

(1) 周期板块盈利下降的幅度小于估值下降的幅度，整体仍低估。周期板块估值继续下降，但由于商品价格下跌，2023 年一季报数据显示，周期股 ROE 也有小幅下滑。整体来看，周期板块盈利下降的幅度小于估值下降的幅度，因此整体仍处于低估的状态。钢铁行业虽然盈利情况相对较弱，但估值下降到低位，高估情况有所缓解。

(2) 成长板块分化加大，计算机、传媒仍处于高估状态，通信、电子低估减弱，电力设备、军工低估程度提高。成长风格中，TMT 板块 2023 年一季报业绩兑现偏弱，截至 6 月 14 日，传媒、计算机、通信、电子估值较上月同期提升。计算机、传媒仍处于高估状态，通信、电子低估减弱。电力设备、军工等硬科技板块，2023

年一季报业绩兑现仍然较好，估值继续下降。

(3) 消费板块估值下降较多，业绩兑现改善，家电、食品饮料、农林牧渔均转为低估。除医药外，消费板块 2023 年一季报业绩兑现均较稳定，除了医药盈利明显下滑外，消费板块 ROE 均有提升。但消费板块估值整体下降较多，家电、食品饮料、农林牧渔均转为低估。

(4) 金融地产和稳定板块估值下降，伴随业绩兑现小幅改善，仍然保持一定程度的高估。2023 年一季报建筑、公用事业、非银金融业绩兑现均有改善。截至 6 月 14 日，金融、稳定类板块估值较上月同期降低，仍然保持一定程度的高估。

表 3: PB-ROE 度量的一级行业估值与基本面匹配情况 (单位: %)

板块	行业	PB, 过去 10 年分位数 (%)	PB, 过去 5 年分位数 (%)	ROE, 过去 10 年分位数 (%)	ROE, 过去 5 年分位数 (%)	ROE 分位数-PB 分位数 (10 年)	ROE 分位数-PB 分位数 (5 年)
周期	煤炭	27.8	43.9	90.2	80.9	62.36	37.00
	石油石化	9.9	19.9	87.8	85.7	77.88	65.81
	基础化工	16.4	33.0	80.4	61.9	63.95	28.91
	钢铁	25.6	26.4	39.0	4.7	13.37	(21.70)
	有色金属	21.6	41.1	90.2	80.9	68.60	39.84
	建筑材料	1.0	1.9	14.6	4.7	13.63	2.76
	机械设备	38.5	50.3	65.8	52.3	27.32	1.97
消费	汽车	41.5	55.4	14.6	28.5	(26.92)	(26.94)
	家用电器	19.4	13.8	73.1	85.7	53.67	71.90
	社会服务	31.6	41.9	14.6	28.5	(17.04)	(13.43)
	食品饮料	55.4	18.4	75.6	66.6	20.22	48.19
	医药生物	2.2	4.4	19.5	38.0	17.30	33.59
	农林牧渔	7.1	11.3	36.5	42.8	29.44	31.51
	商贸零售	41.8	71.3	14.6	28.5	(27.23)	(42.75)
	纺织服饰	15.5	28.4	26.8	52.3	11.28	23.92
稳定	轻工制造	26.4	49.9	9.7	4.7	(16.67)	(45.18)
	建筑装饰	11.9	23.8	19.5	38.0	7.61	14.15
	交通运输	23.4	23.0	14.6	28.5	(8.81)	5.48
金融	公用事业	34.2	68.3	14.6	28.5	(19.57)	(39.83)
	非银金融	2.6	5.1	7.3	14.2	4.73	9.05
	银行	1.3	2.6	9.7	19.0	8.41	16.41
成长	房地产	1.0	2.0	2.4	4.7	1.39	2.68
	电力设备	40.7	41.6	97.5	95.2	56.80	53.56
	国防军工	46.6	53.3	82.9	66.6	36.33	13.31
	通信	46.2	69.2	97.5	95.2	51.30	26.05
	电子	11.9	23.8	43.9	38.0	32.01	14.15
	计算机	46.3	73.6	4.8	9.5	(41.50)	(64.10)
其他	传媒	54.8	98.8	29.2	57.1	(25.63)	(41.66)
	综合	25.9	51.3	19.5	38.0	(6.39)	(13.28)

注: PB 为截至 2023 年 6 月 14 日数值, ROE 为 2023 年一季报数值。

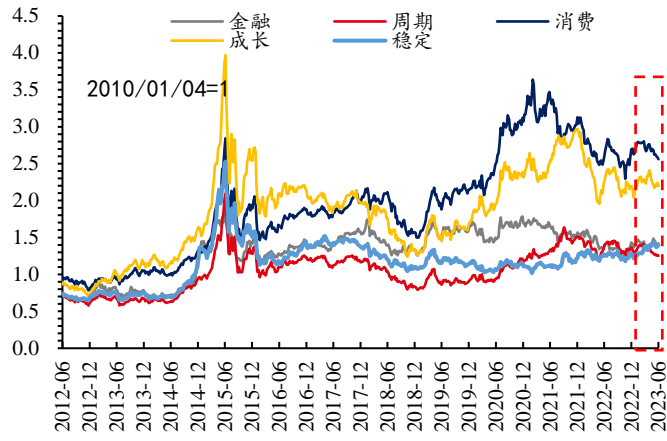
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、市场表现跟踪

2.1 市场表现回顾：成长跌幅较小，消费表现偏弱

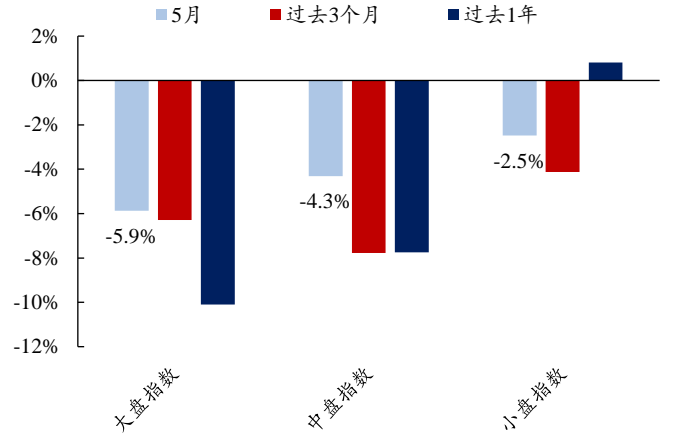
从市场风格来看，5月成长风格跌幅较小，消费表现偏弱。主要风格板块中，成长跌幅1.65%，跌幅较小。消费风格跌幅5.67%，表现偏弱。从大小盘风格来看，5月大盘指数下跌5.9%，跌幅居首。5月主要指数均下跌，沪深300跌幅5.7%，跌幅最高。新股指数涨幅居前，绩优股指数跌幅居前。

图 8：5月成长板块表现较好，周期表现偏弱（单位：倍）



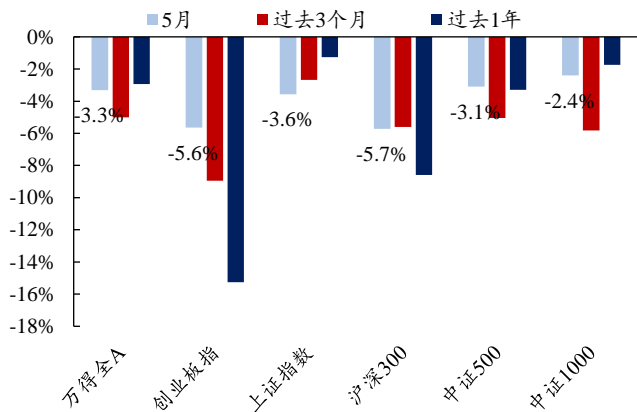
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：5月大小盘风格指数集体下跌，大盘指数领跌（单位：%）



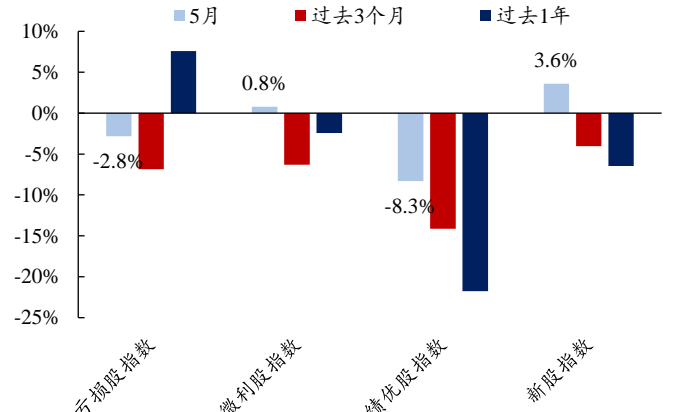
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：5月主要指数均下跌，沪深300跌幅居前（单位：%）



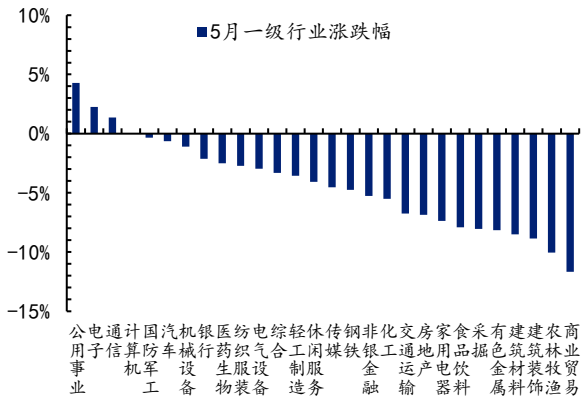
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：亏损股指数涨幅居前，绩优股指数跌幅居前（单位：%）

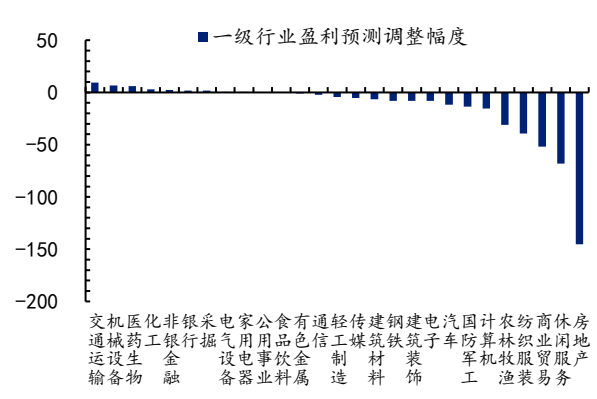


资料来源：万得，信达证券研发中心

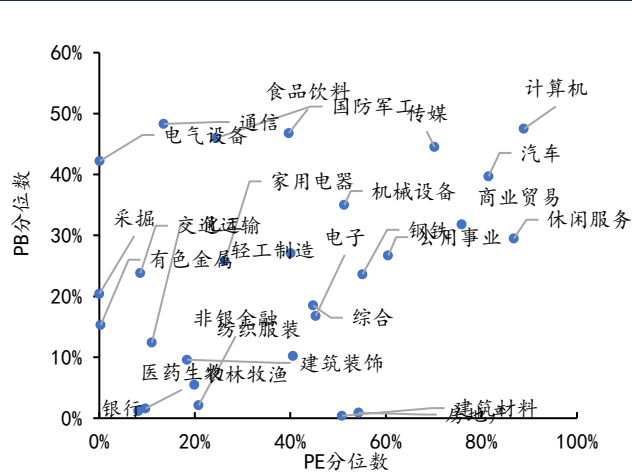
行业表现方面，5月一级行业中，公用事业、电子、通信、计算机、国防军工领涨。商业贸易和农林牧渔靠后。截至5月末，交通运输、机械设备和医药生物行业2023年盈利预测上调幅度居前，房地产、休闲服务和商业贸易2023年盈利一致性预期下调幅度居首。

图 12：5月一级行业涨跌幅（单位：%）


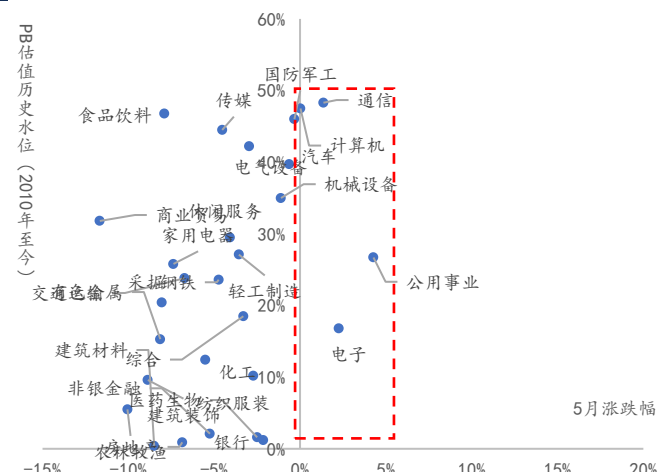
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：5月一级行业 2023 年盈利预测调整幅度（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：一级行业 PE 和 PB 估值分位（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：5月涨幅最高的板块估值分布规律不明显（单位：%）


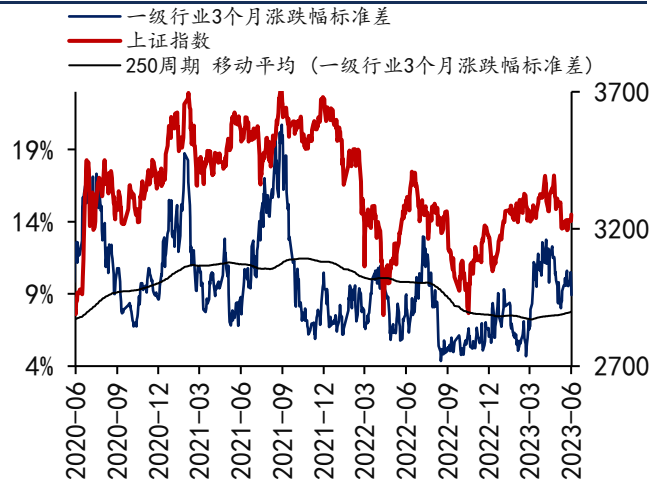
资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 市场交易情绪跟踪：行业间涨跌分化整体收窄，公用事业交易热度上升

5月一级行业成交量标准差下降后震荡，涨跌幅差异度有所下降。5月行业间整体涨跌分化收窄。一级行业成交量占比标准差下降后震荡，一级行业涨跌幅标准差有所下降。

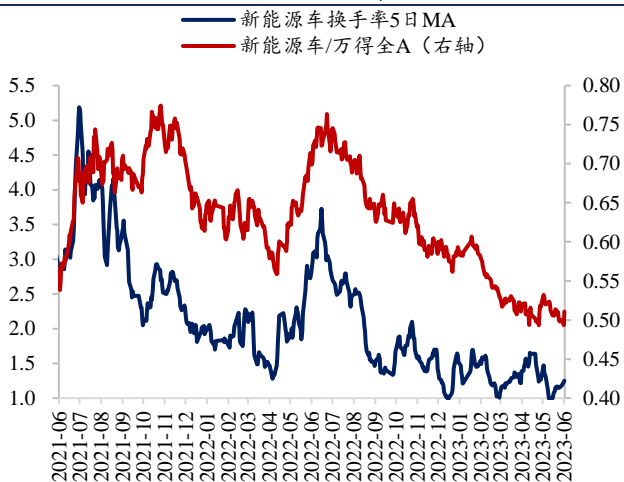
图 16：一级行业成交量占比（5 日 MA）标准差下降后震荡（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

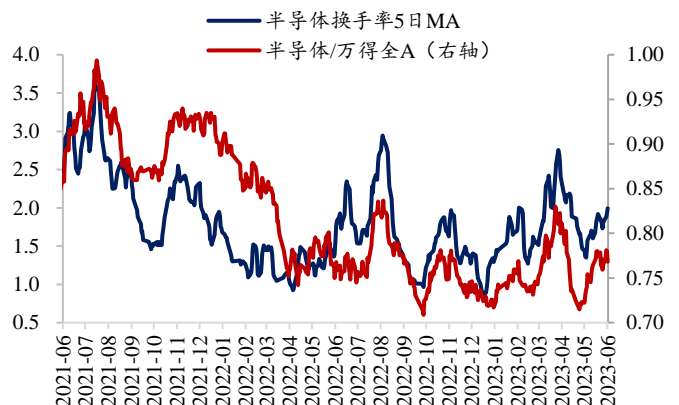
图 17：一级行业涨跌幅标准差有所下降（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

从换手率来看，TMT 交易热度回升，低估值板块交易热度回落。(1) 成长赛道中，截至 6 月 15 日，新能源车换手率（5 日 MA）下降至 1.25%，处于 2010 年以来 31%的分位水平。半导体换手率（5 日 MA）1.99%，处于 2010 年以来 49.80%的分位水平。计算机换手率（5 日 MA）回升至 4.05%，处于 2010 年以来 87.7%的分位水平。传媒换手率（5 日 MA）回升至 4.96%，处于 2010 年以来 99.00%的分位水平。(2) 消费板块交易拥挤度仍在历史偏低水平。截至 6 月 15 日，食品饮料换手率（5 日 MA）1.07%，处在 2010 年以来 33.1%的分位水平。医药生物换手率（5 日 MA）1.11%，处在 2010 年以来 27.9%的分位水平。(3) 周期板块交易热度回升。截至 6 月 15 日，采掘行业换手率（5 日 MA）0.67%，处于 2010 年以来 35.7%的分位水平；有色金属换手率（5 日 MA）0.84%，处于 2010 年以来 15.5%的分位水平。(4) 金融地产稳定板块交易热度从高位有所回落。截至 6 月 15 日，银行业行业换手率（5 日 MA）为 0.21%，处于 2010 年以来 73.1%的分位水平；建筑行业换手率（5 日 MA）为 1.13%，处于 2010 年以来 65.1%的分位水平。

图 18：新能源车日均换手率（单位：%、倍）


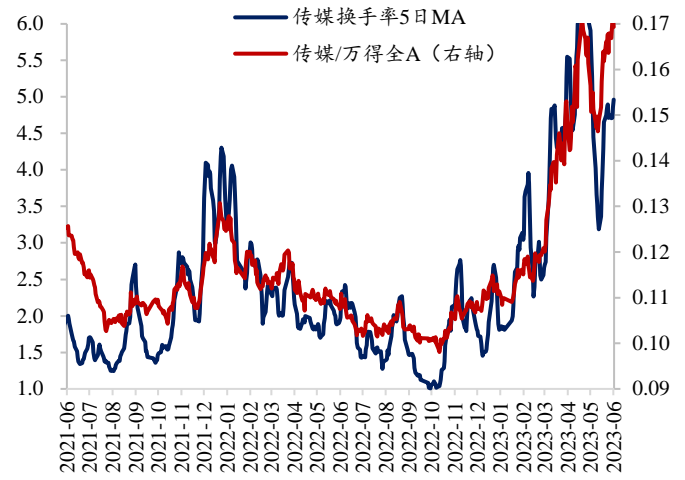
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：半导体日均换手率（单位：%、倍）


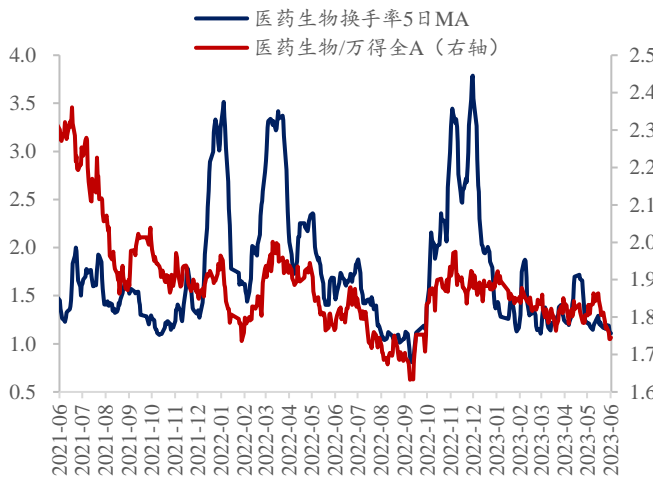
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：计算机日均换手率（单位：%、倍）

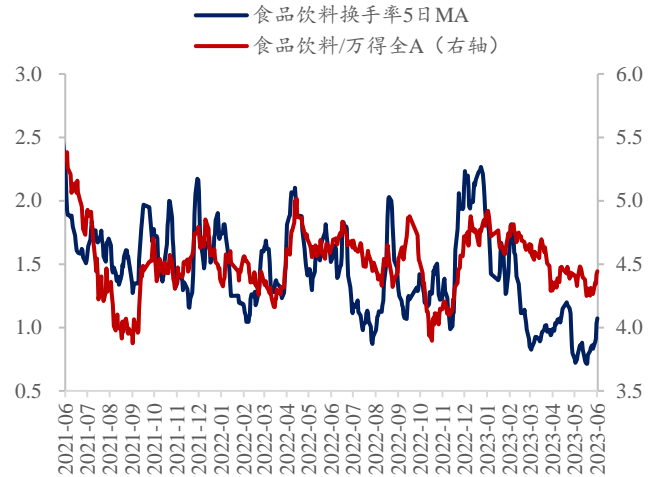

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：传媒日均换手率（单位：%、倍）


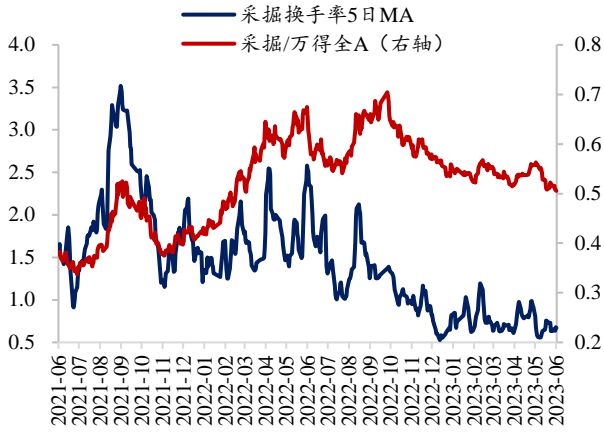
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：医药生物日均换手率（单位：%、倍）


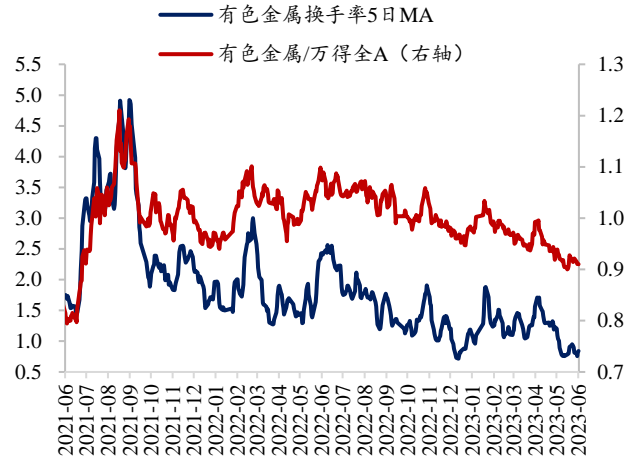
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：食品饮料日均换手率（单位：%、倍）


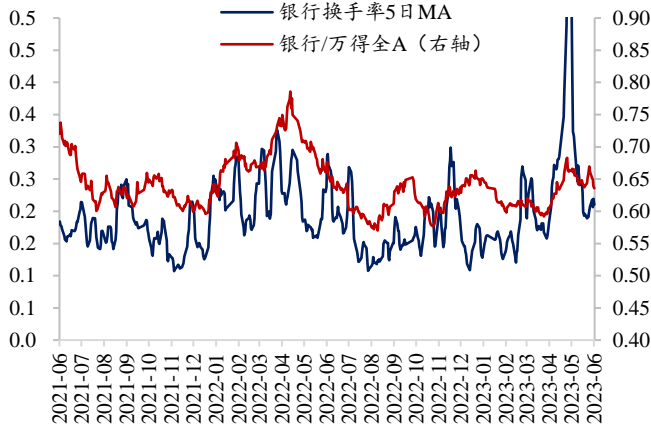
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 24: 采掘(煤炭) 日均换手率 (单位: %, 倍)


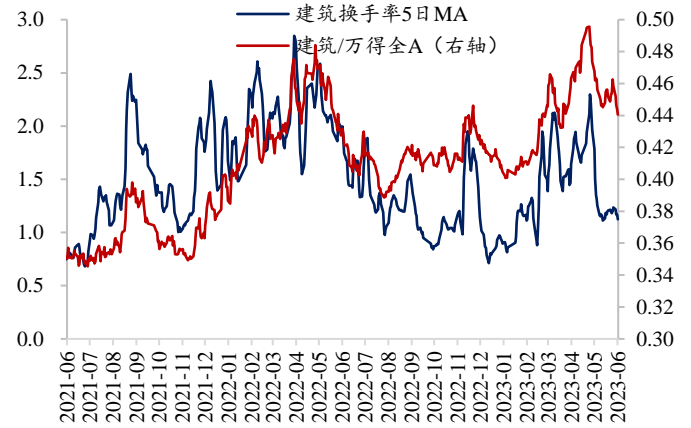
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 有色金属日均换手率 (单位: %, 倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

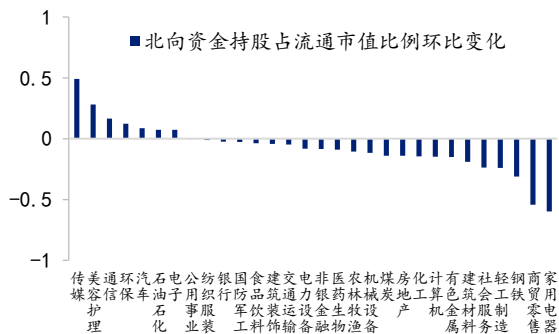
图 26: 银行日均换手率 (单位: %, 倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

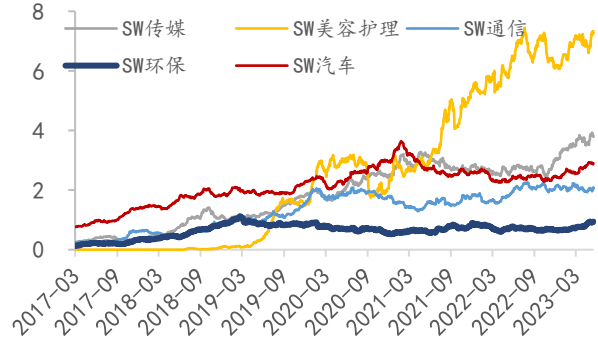
图 27: 建筑日均换手率 (单位: %, 倍)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

北向资金主要加仓传媒、美容护理、通信、环保、汽车、石油石化和电子行业。5月北向资金持仓占流通市值比例增加较多的行业主要为传媒、美容护理、通信、环保、汽车等行业。5月持仓占比变化前五的行业中,美容护理持仓占比较高,环保持仓占比较低。

图 28: 5月北向资金持仓占流通市值比例环比变化 (单位: pct)


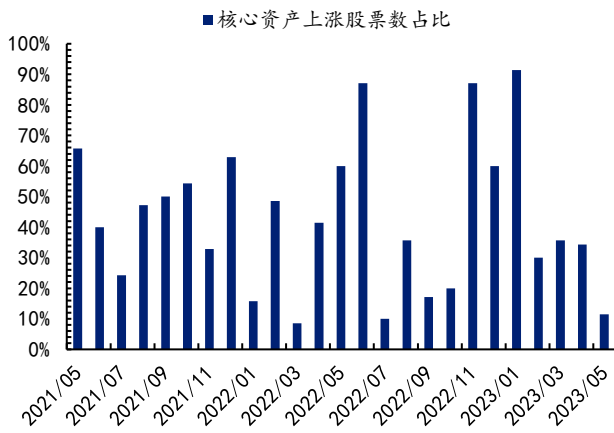
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 29: 5月持仓占比变化前五行业的持仓比例变化趋势 (单位: pct)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

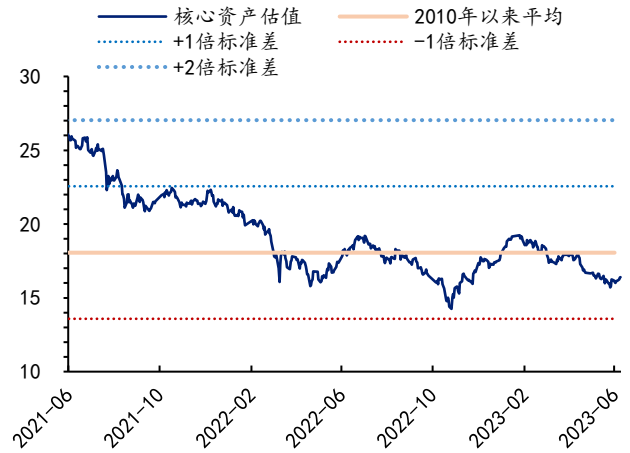
核心资产估值5月开始下跌，5月上漲股票数占比下降。5月核心资产上漲股票数占比为11.4%，和4月相比下降幅度较大。核心资产估值继续下降。

图 30：5月核心资产上漲股票数占比大幅下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：核心资产估值继续下降（单位：倍）

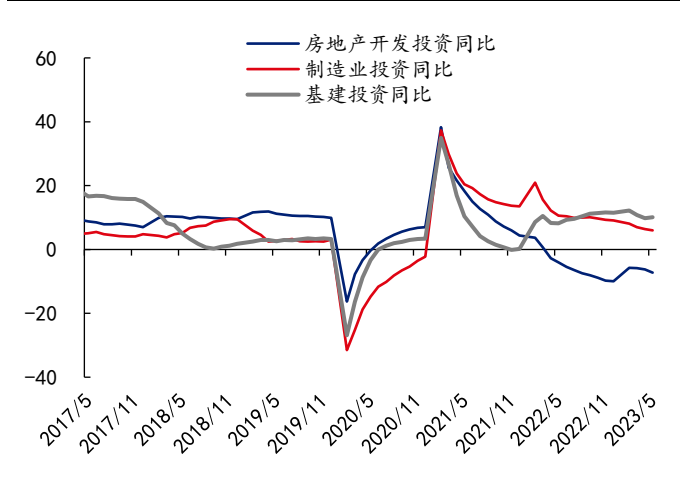


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、宏观中观基本面跟踪

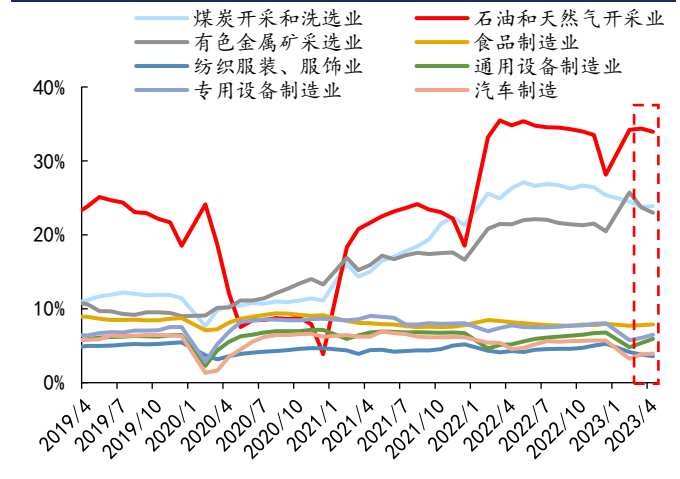
3.1 投资

图 32：2023 年 5 月房地产制造业投资下滑，基建投资小幅回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

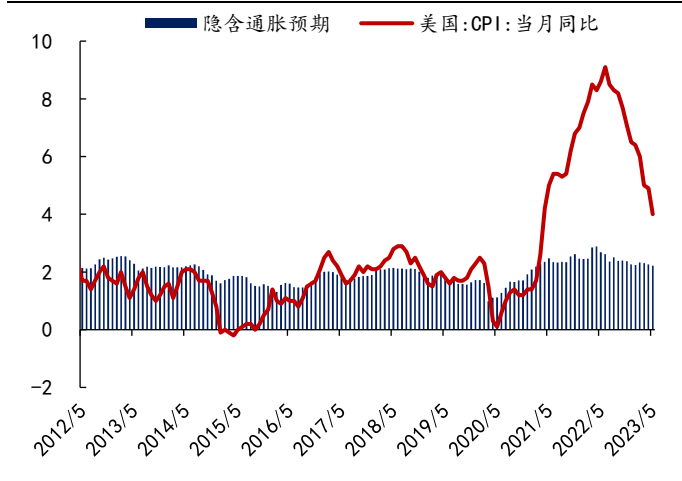
图 33：2023 年 4 月中下游利润率小幅回升（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

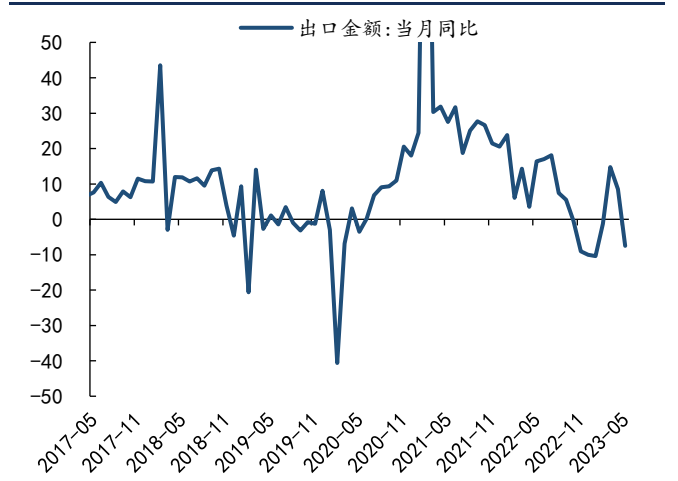
3.2 外需

图 34：美国 5 月 CPI 降至 4.0%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35：2023 年 5 月我国出口金额同比继续下降（单位：%）

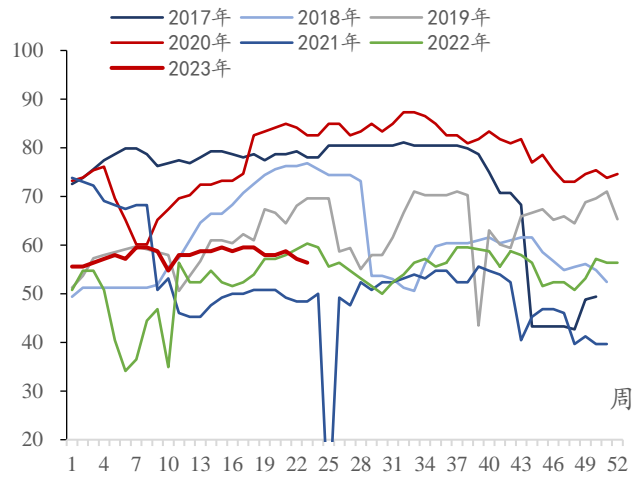


资料来源：万得，信达证券研发中心

3.3 工业

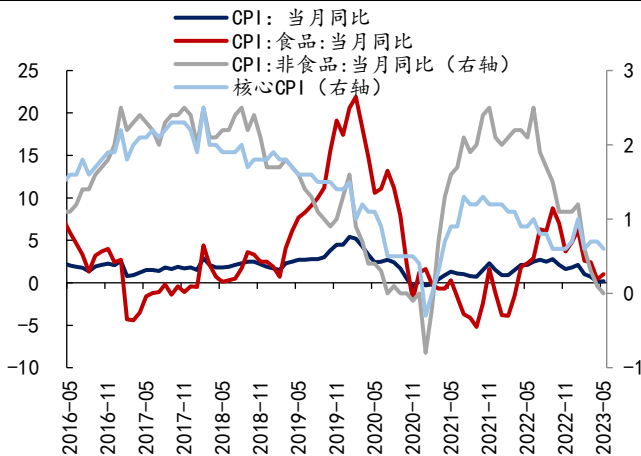
图 36: 2023 年 5 月工业增加值当月同比小幅上升 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

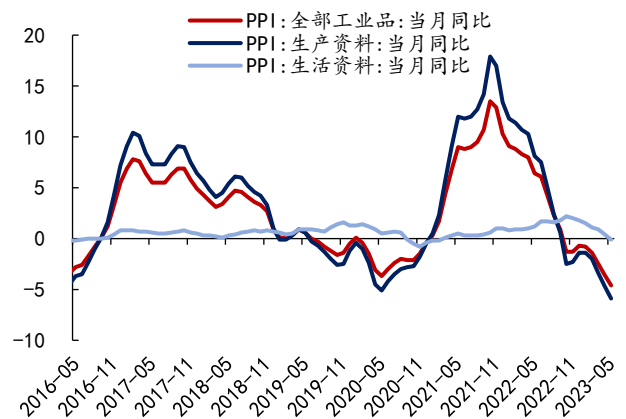
图 37: 5 月高炉开工率较 4 月小幅下降 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3.4 通胀

图 38: 5 月 CPI 小幅回升 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 39: 5 月 PPI 增速继续下降 (单位: %)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 40: 蔬菜价格小幅回升, 猪肉价格企稳 (单位: 元/公斤)

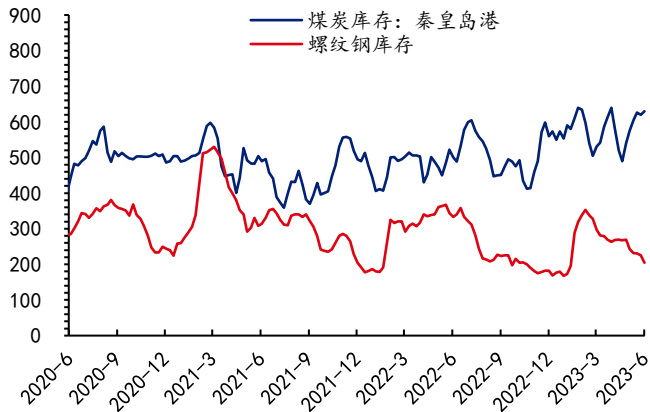

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 41: 鸡蛋价格继续下降, 白条鸡价格继续下降 (单位: 元/公斤)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

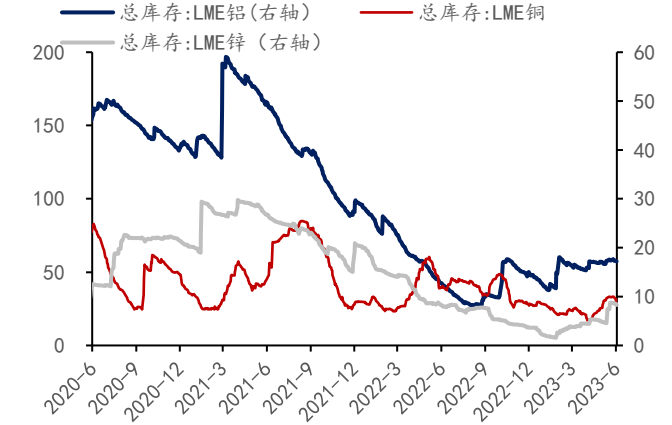
3.5 上游：资源品

图 42：煤炭库存有所上升，螺纹钢库存继续回落（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

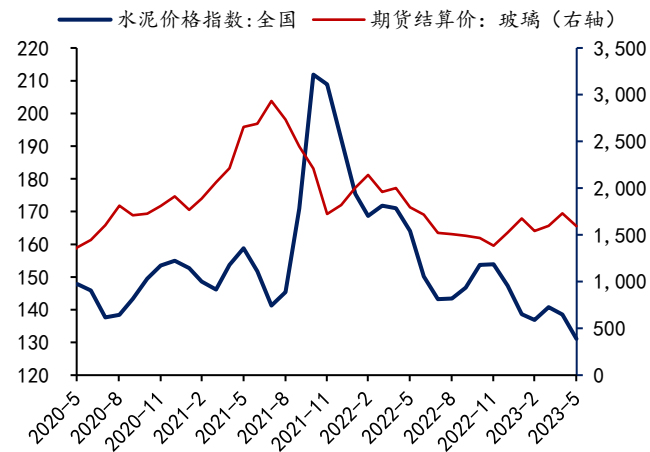
图 43：铜铝锌库存均有小幅回升（单位：万吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

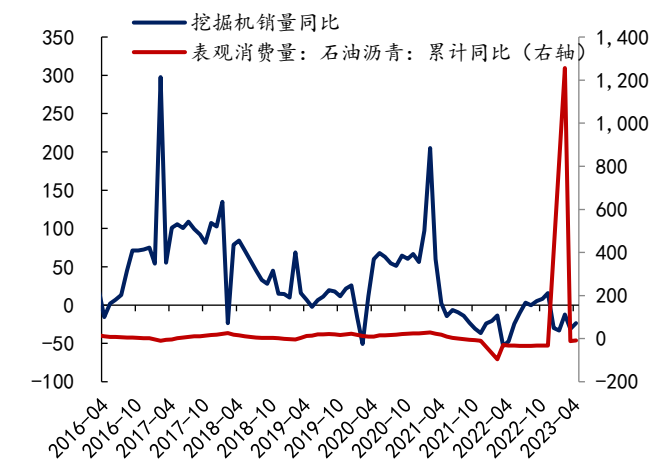
3.6 中游：建材、机械设备

图 44：水泥价格下行，玻璃价格有所下降（单位：元/吨，点）



资料来源：万得，信达证券研发中心

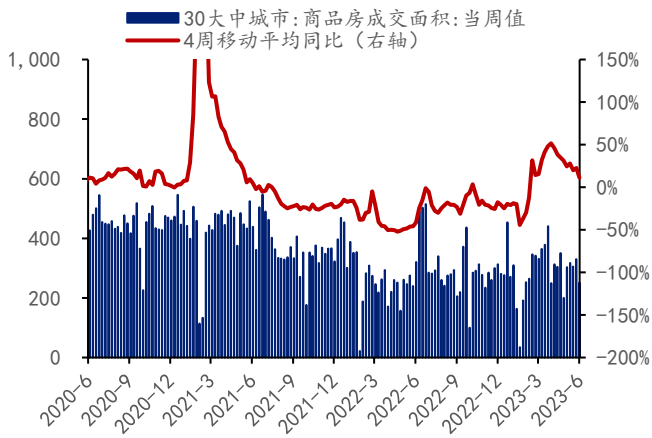
图 45：5 月挖掘机销量同比继续下降，石油沥青小幅下降（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

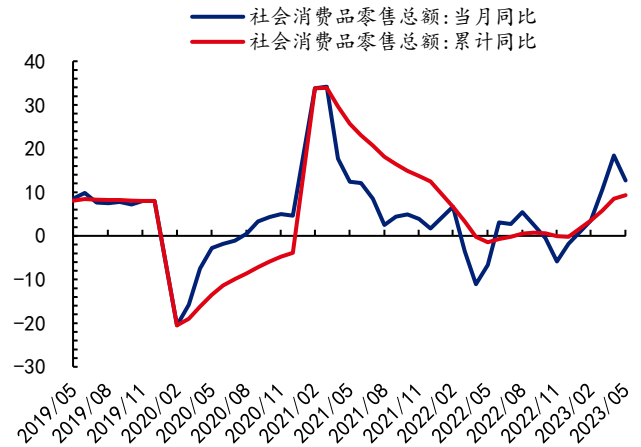
3.7 下游：房地产、消费

图 46：5 月大中城市商品房成交面积同比有所下降（单位：万平方米，%）



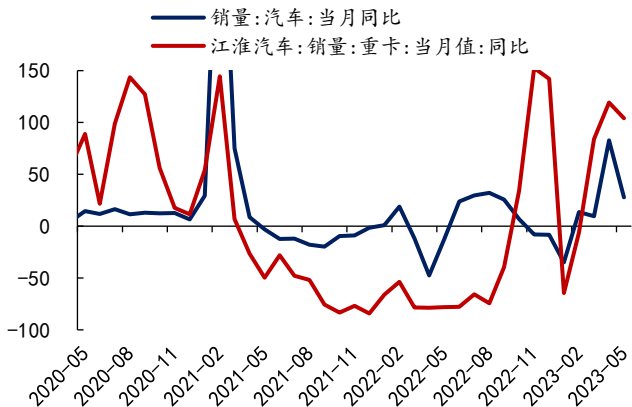
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 47：5 月社会消费品零售总额当月同比增速下降（单位：%）



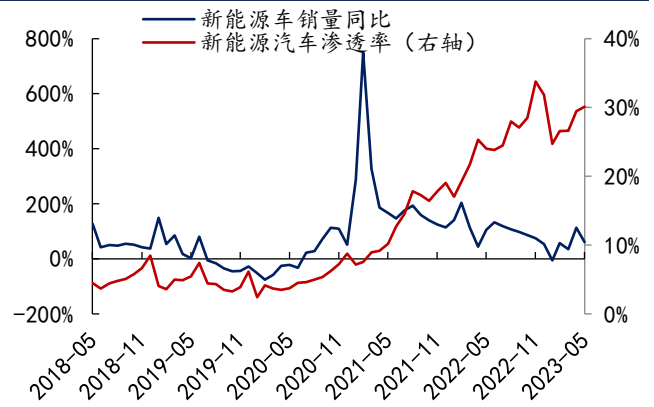
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 48：5 月汽车销量增速回落，5 月重卡销量增速小幅回落（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 49：5 月新能源车销量增速小幅回落，渗透率回升到 30%（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

经济下行超预期，稳增长政策不及预期。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，10年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。代表观点：2021年12月《V型大震荡》，2022年4月《V型反转》，2022年12月《先Beta，再Alpha》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。