

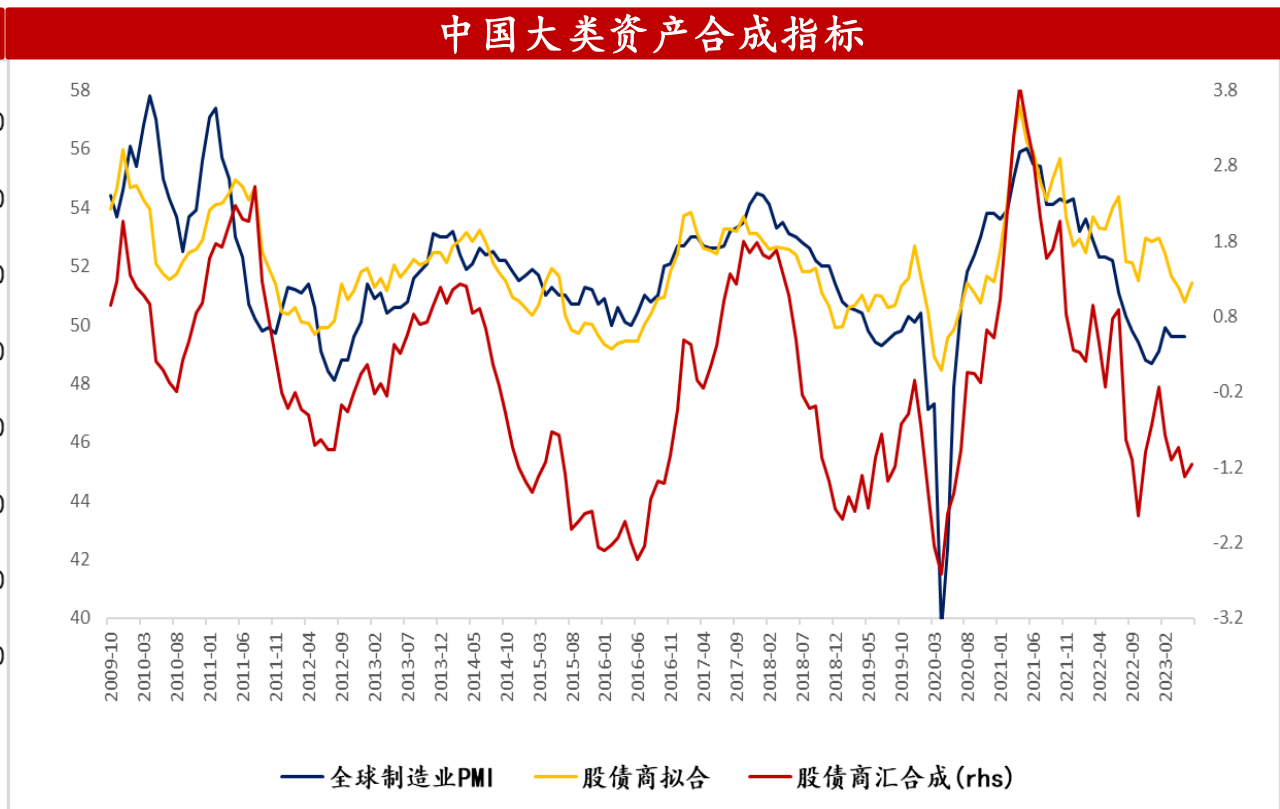
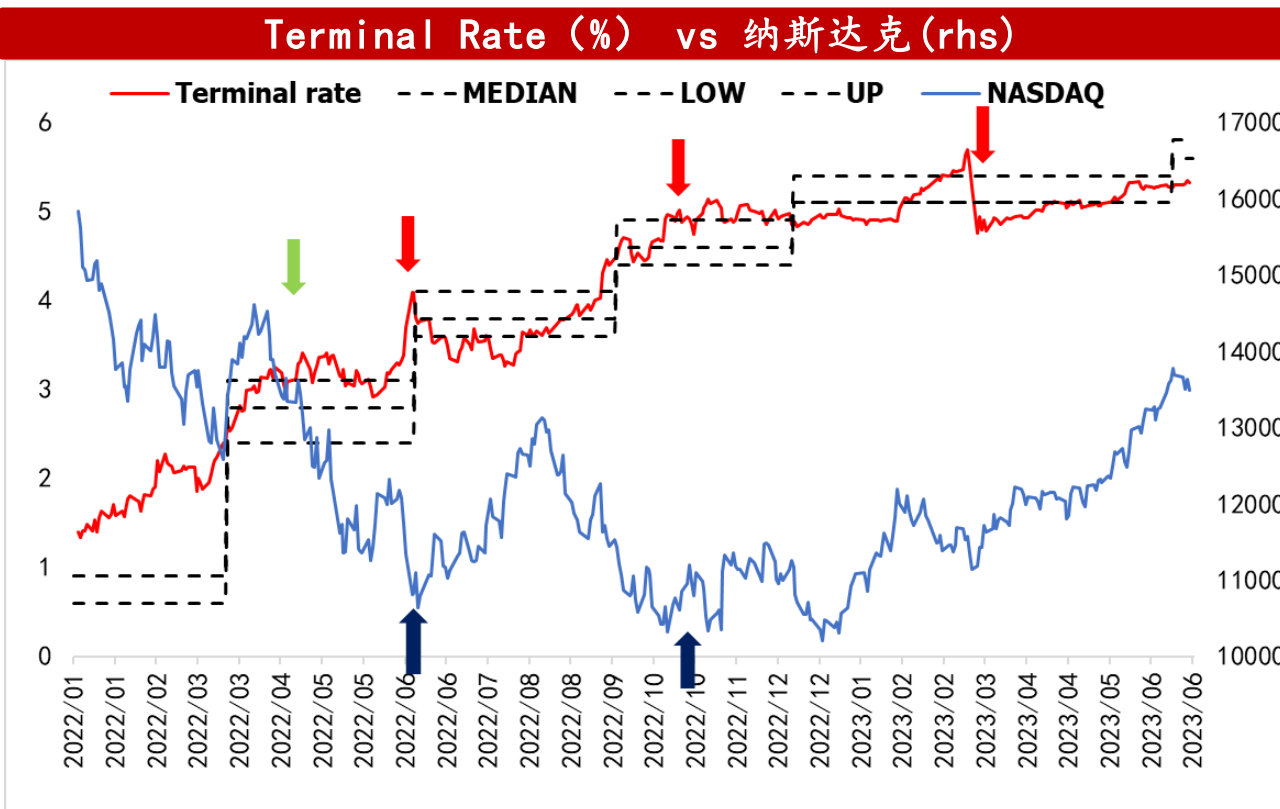
宏大叙事疲劳

——2023年中期策略展望

西南证券研究发展中心
策略研究团队
2023年6月

两大交易：Fed put交易+国内复苏交易在Q2明显回摆

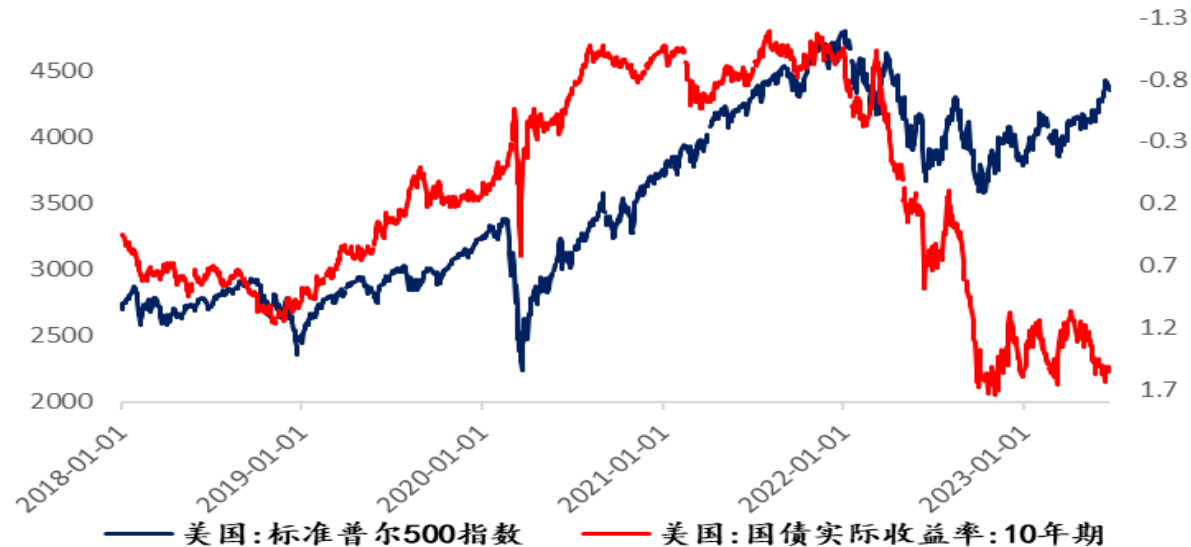
- ◆ 去年底的两大拐点交易（中国复苏，美国衰退）持续了一个季度后，在二季度遭遇波折：
 - Terminal Rate在SVB冲击后持续上修、年内降息时点不断后移；但各个市场对加息or降息的定价并不一致，美股、美债并未理会FFR期货市场定价的悲观预期，持续走高。
 - 中国股债商汇大类资产在二季度持续表达出对需求的悲观



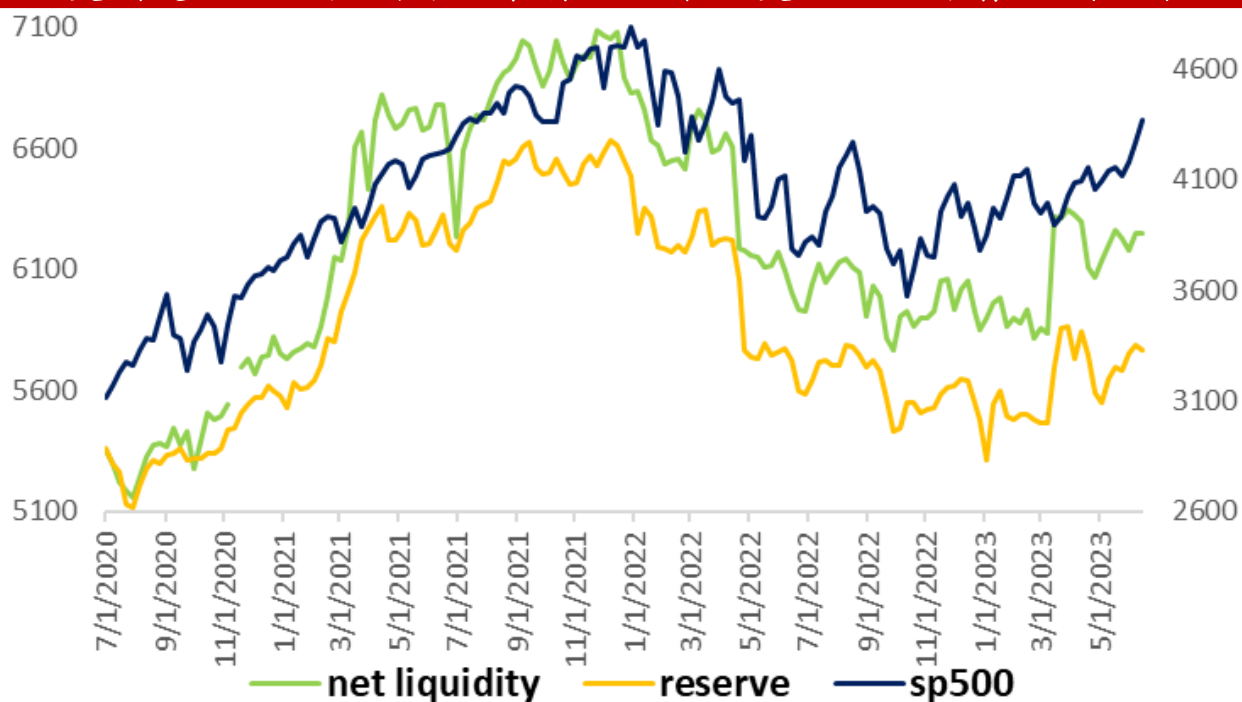
两大交易：Fed put交易+国内复苏交易在Q2明显回摆

◆ 归纳+演绎框架的失效使得市场陷入宏大叙事疲劳，市场失锚后转而去交易眼前的事：

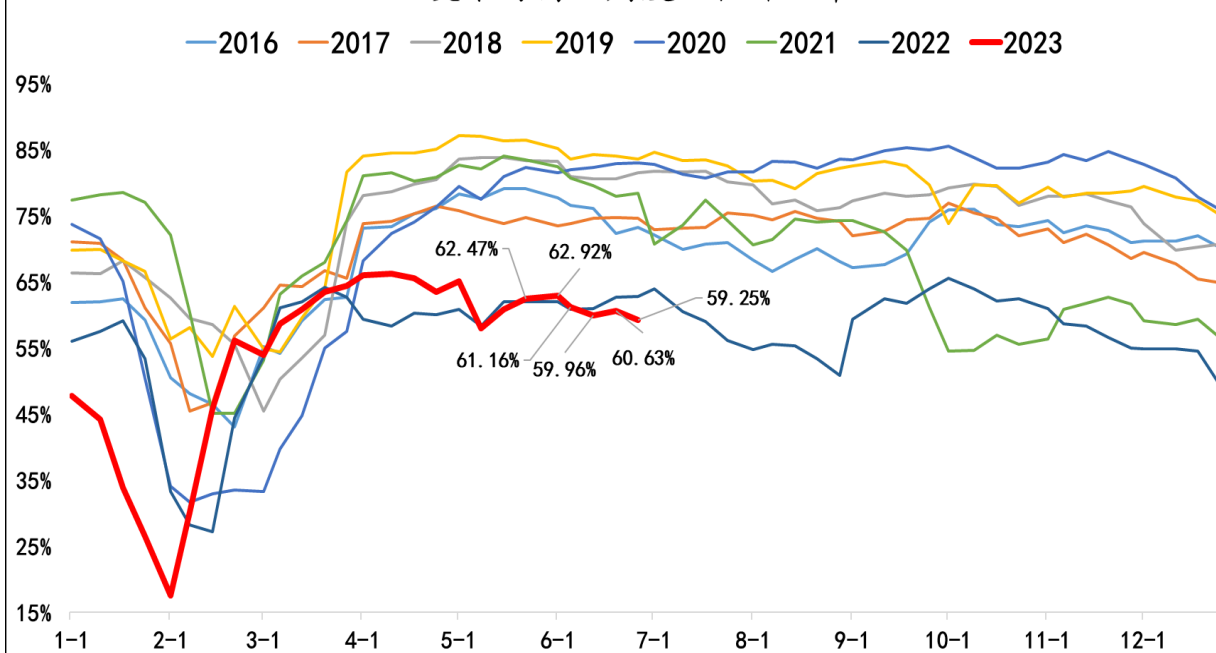
- 流动性量而非价对美股市场形成支撑：超额流动性指标 (Fed Assets + BTFP - ONRRP - TGA) 的反弹对美股反弹形成重要支撑；市场与TIPS显著背离。
- 中国跟随高频经济数据交易，以及时不时地交易政策预期



美国超额流动性指标、准备金（十亿美元）及标普500(rhs)



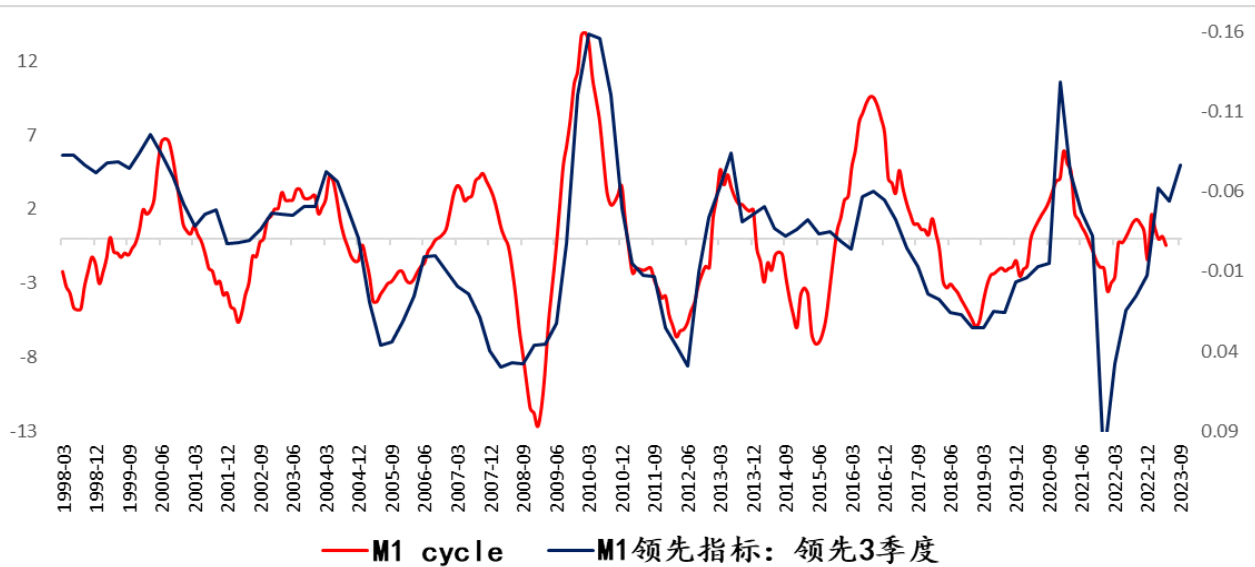
16类下游商品周度加权开工率



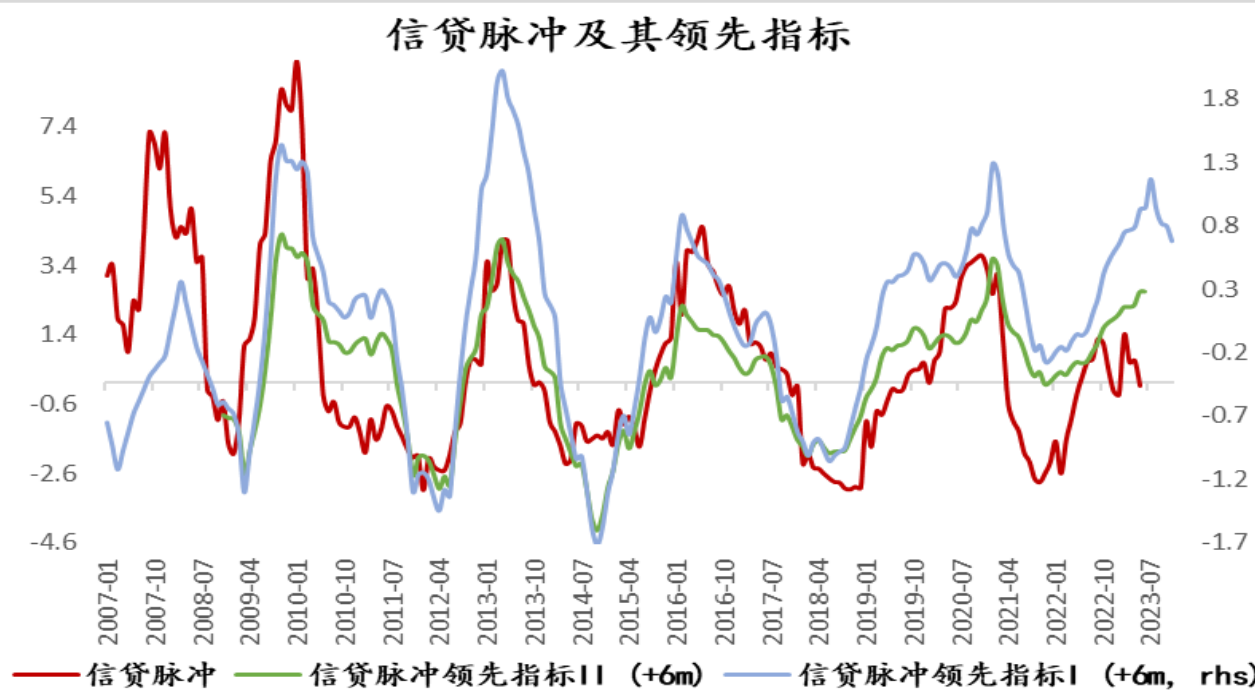
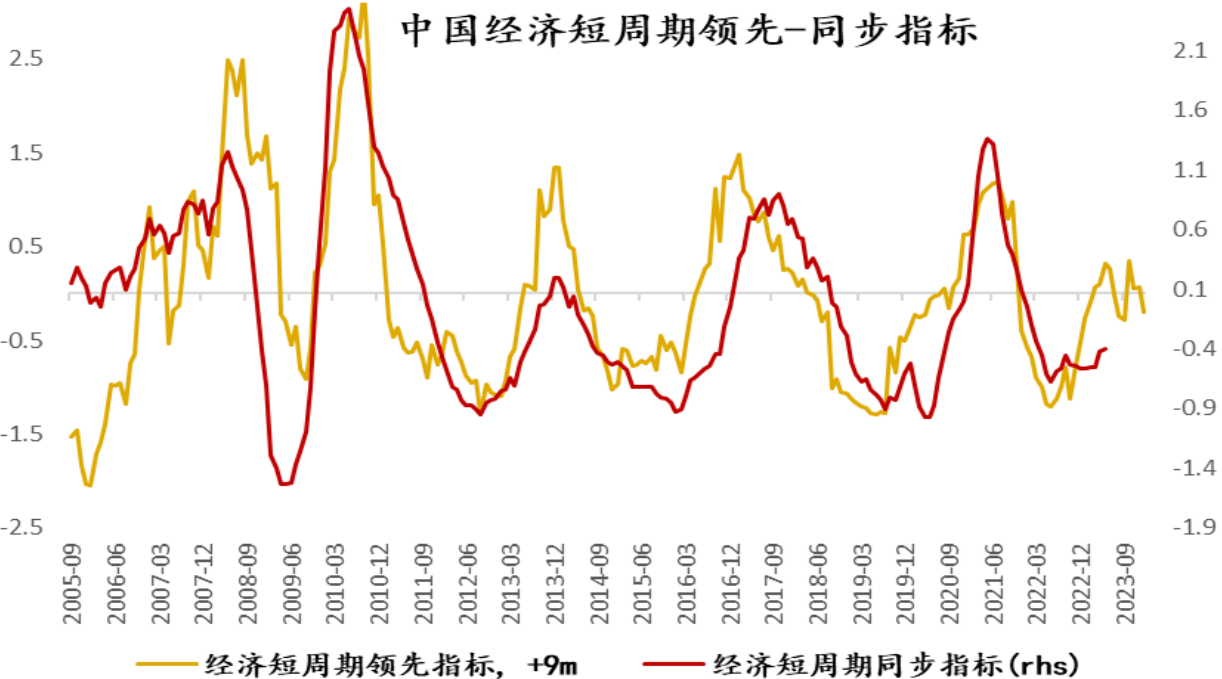
两大交易：Fed put交易+国内复苏交易在Q2明显回摆

◆ 归纳框架：领先指标对于幅度问题的指示乏力：中国

- 中国经济短周期领先指标向上、同步指标滞后
- M1领先指标向上、M1疲弱
- 信贷脉冲领先指标向上、信贷脉冲回落



数据来源：wind，西南证券整理

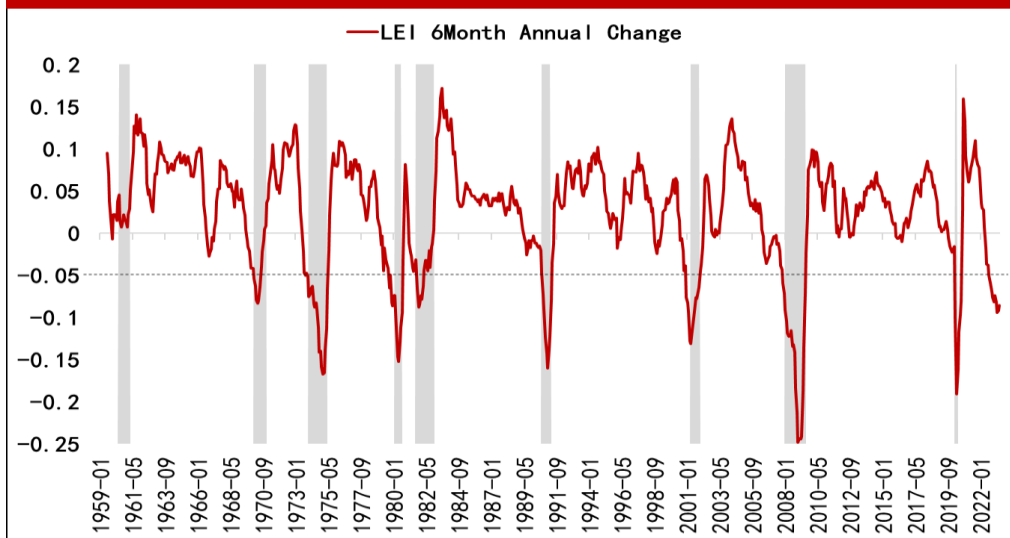


两大交易：Fed put交易+国内复苏交易在Q2明显回摆

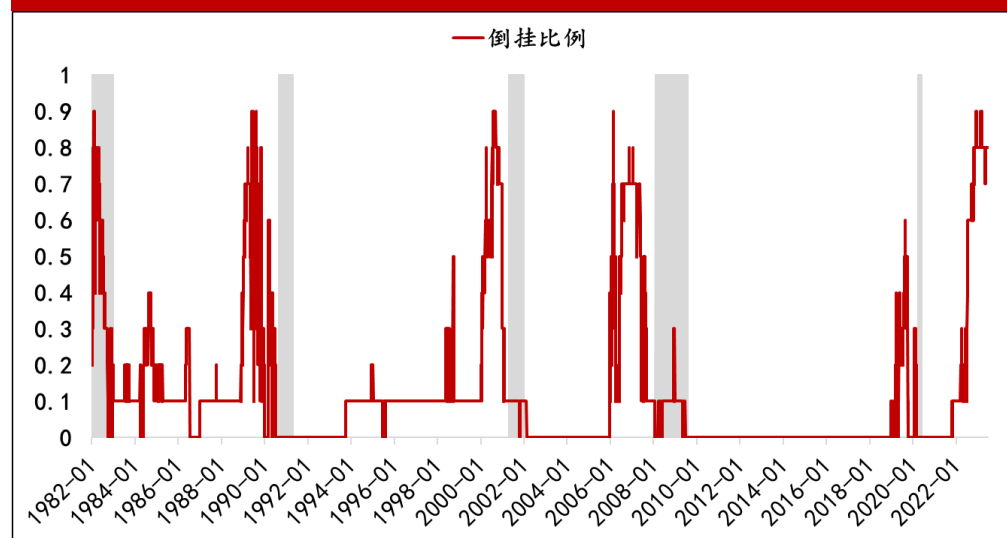
◆ 归纳框架：美国落入衰退阈值的指标

数据来源：wind, 西南证券整理

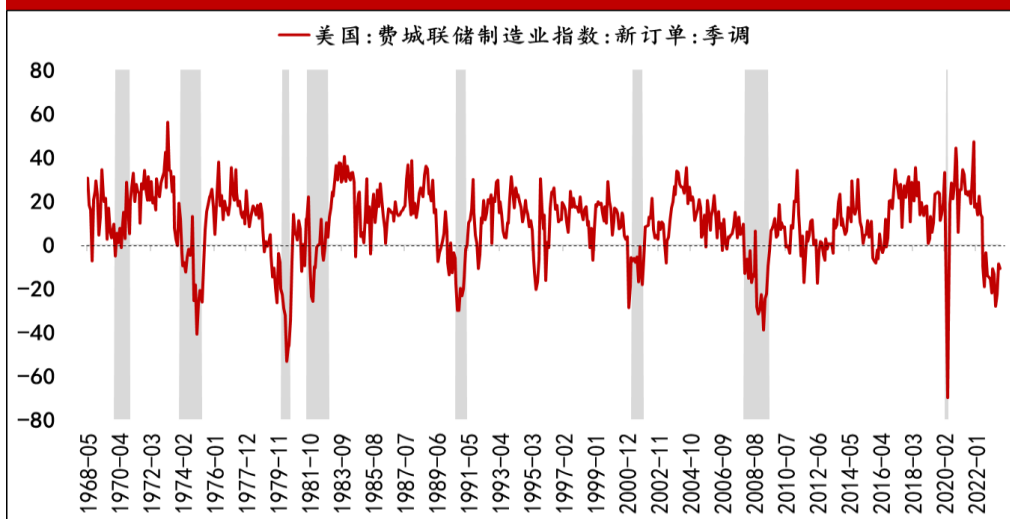
咨商会经济领先指标（历次衰退阈值-0.05，最新值-0.09）



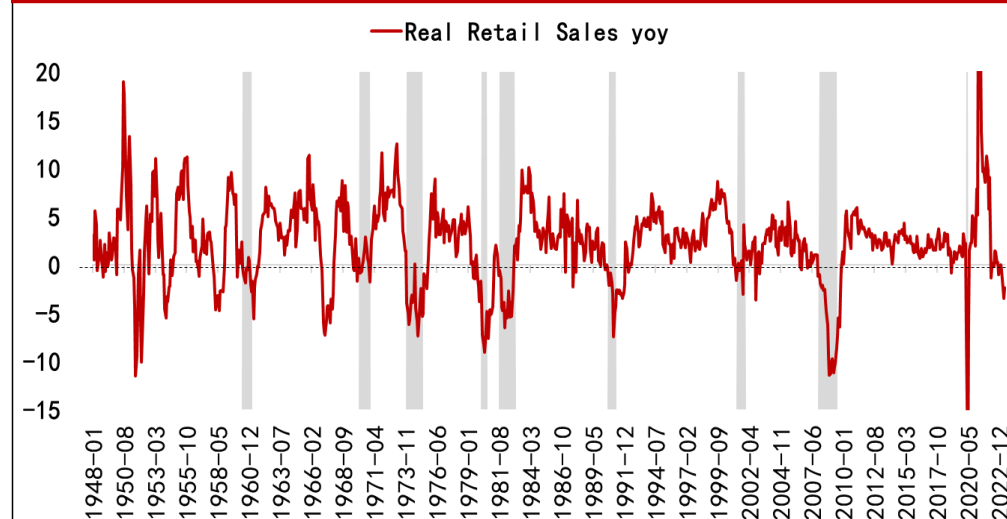
各期限中美债收益率曲线倒挂比例



费城联储制造业调查新订单指数（历次衰退阈值0，最新-11）



真实零售销售同比（历次衰退阈值0，最新-2.4%）



两大交易：Fed put交易+国内复苏交易在Q2明显回摆

◆ 归纳框架：领先指标对于幅度问题的指示乏力：美国

- 零售、销售领先指标持续指向回落
- 工业产出指标持续指向回落



数据来源：wind，西南证券整理

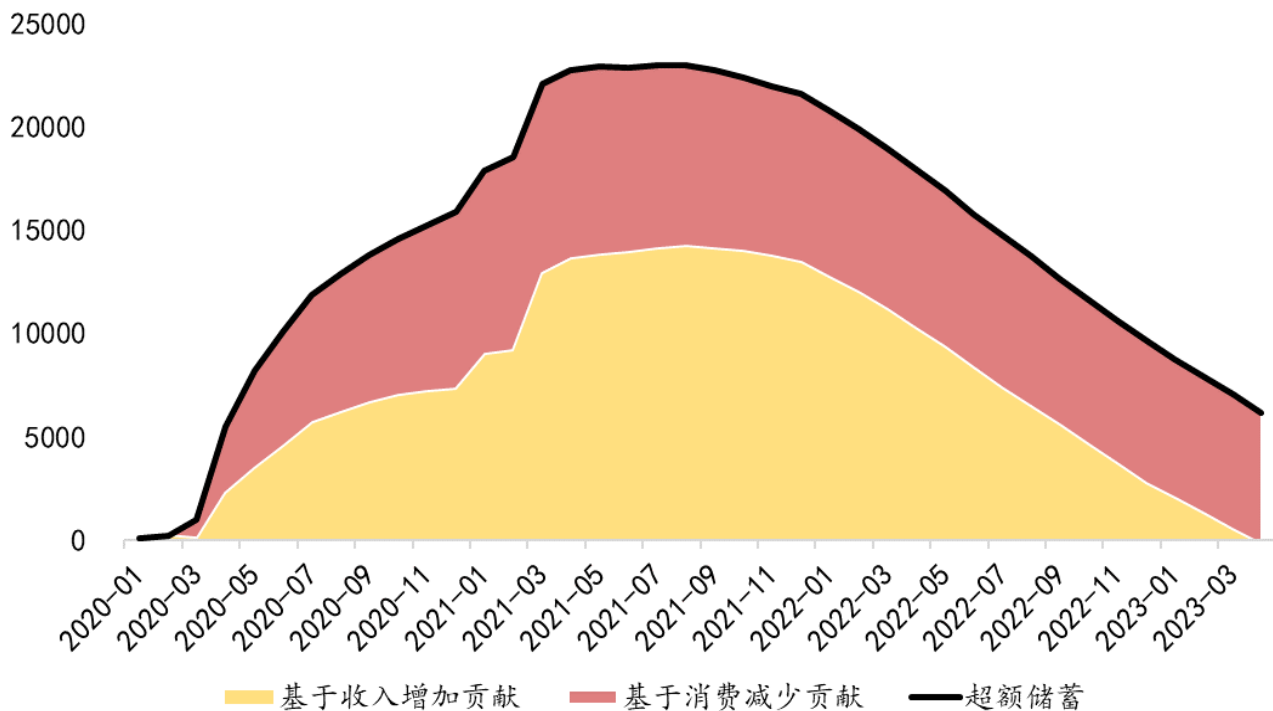


两大交易：Fed put交易+国内复苏交易在Q2明显回摆

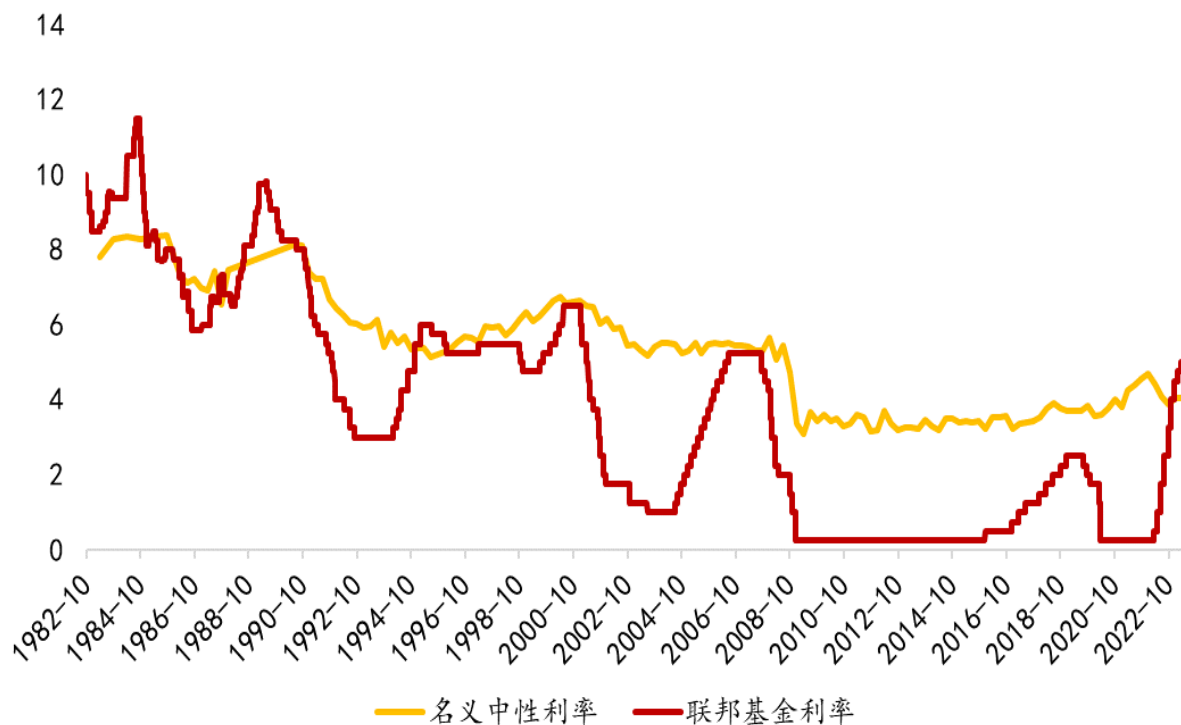
◆ 演绎框架：

- 美国：经济过热-通胀-紧缩-失业抬升经济衰退：传统周期传导链条出现裂隙，核心源于财政刺激过量导致服务业需求受货币紧缩第一波冲击不显著
- 中国：经济下行-货币-信贷-经济回升：传统周期传导链条出现裂隙，核心源于信贷需求不足

美国超额储蓄及分解（亿美元）



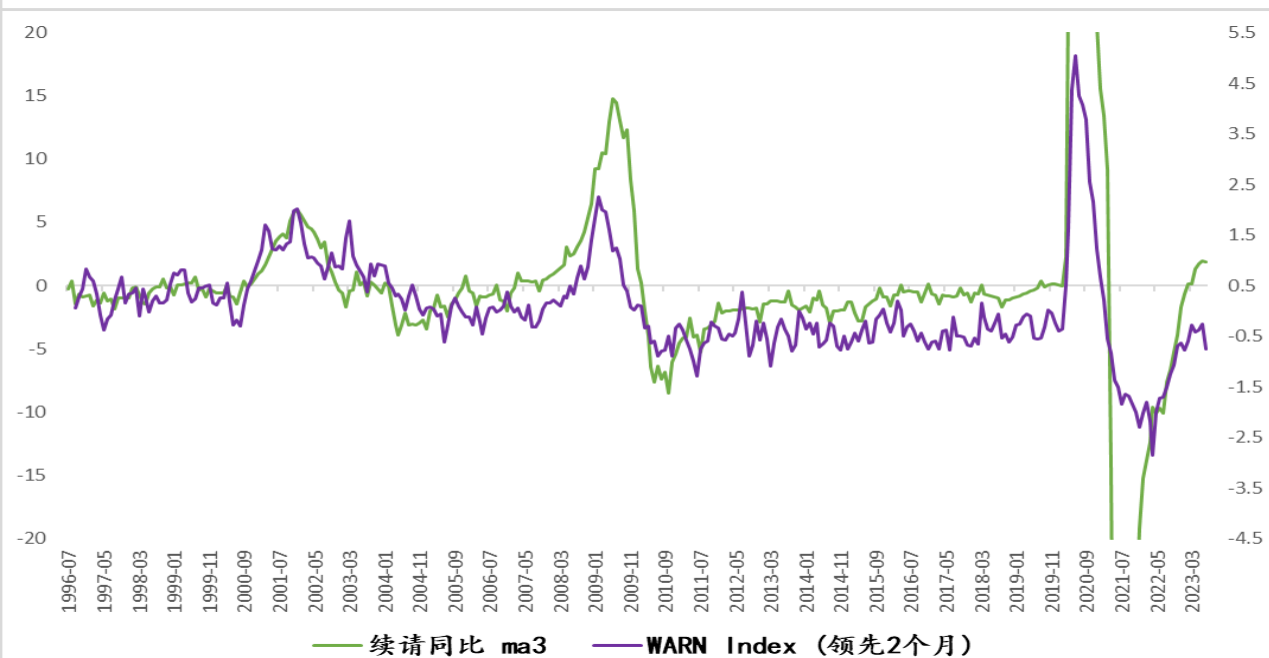
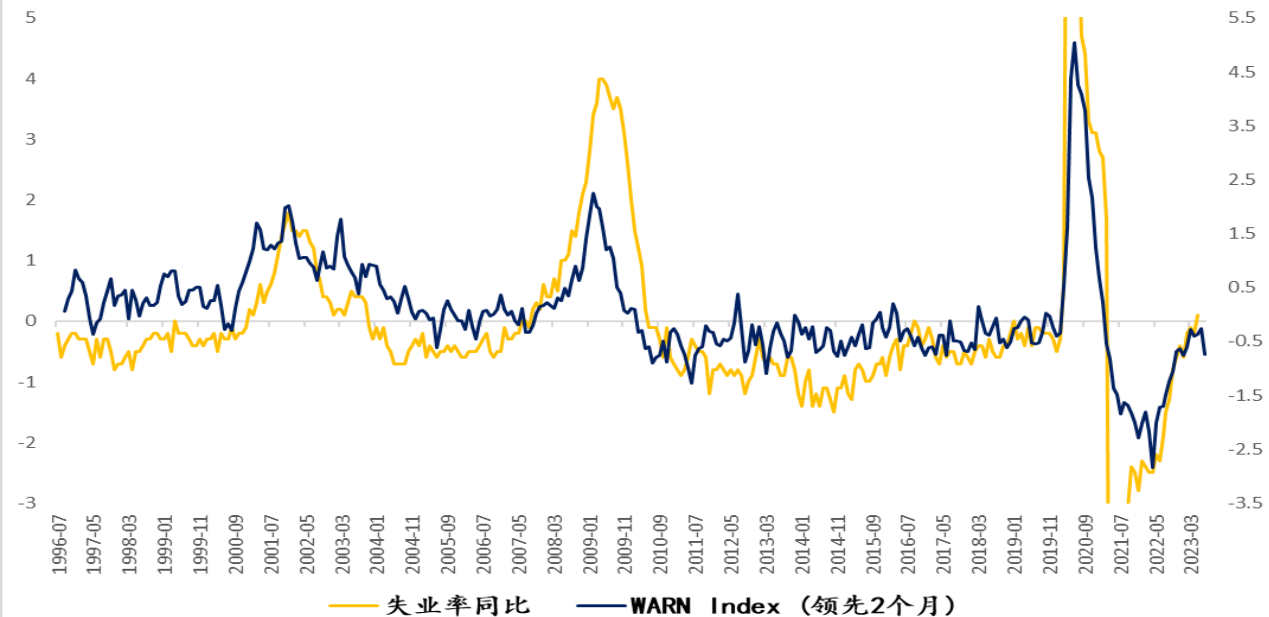
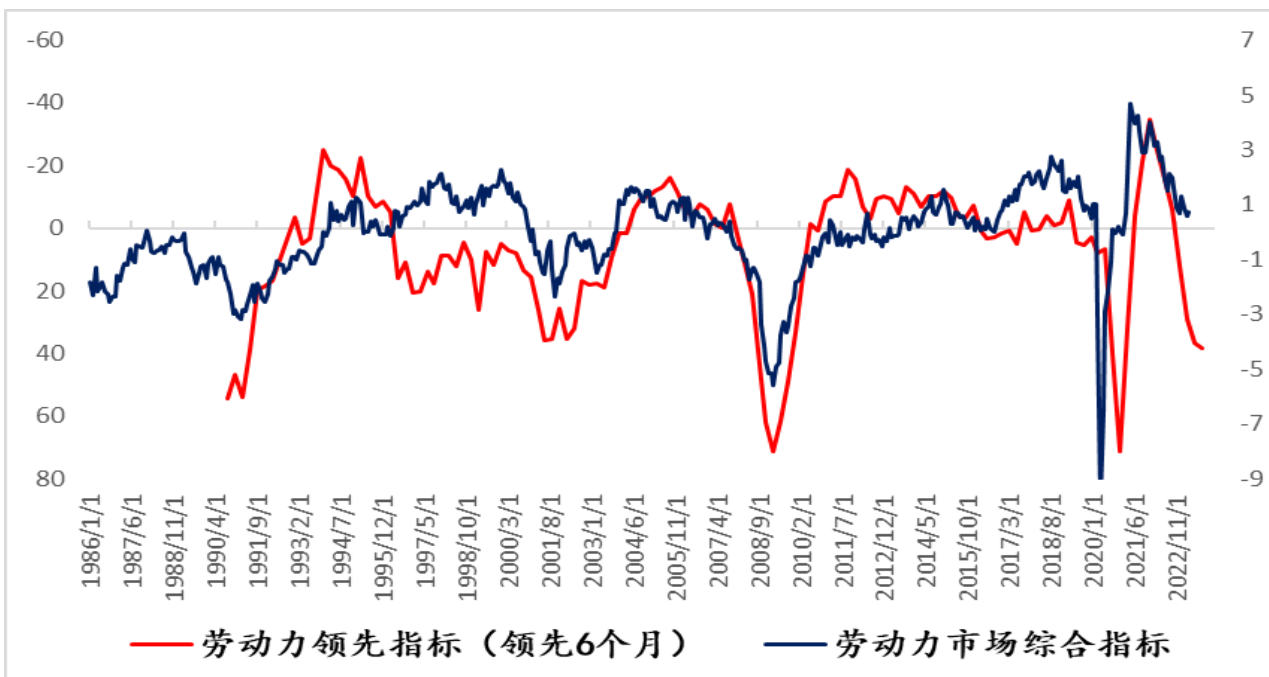
美国名义中性利率和联邦基金利率（%）



两大交易：Fed put交易+国内复苏交易在Q2明显回摆

◆ 是时间的问题吗？市场的逻辑推演相对市场来说总是过快，所以总是受挫，所以是不是预期演绎的过早导致市场进入亢奋-失望-悲观的预期超调之中？我们要一直等下去，还是认为拐点不存在了转而交易趋势？我们认为，美国不管是否会在Q3落入传统意义上的衰退，经济数据在Q3将明显走弱的概率更大一些，可能再次迎来预期的扭转

◆ 美国劳动力市场松动的迹象：

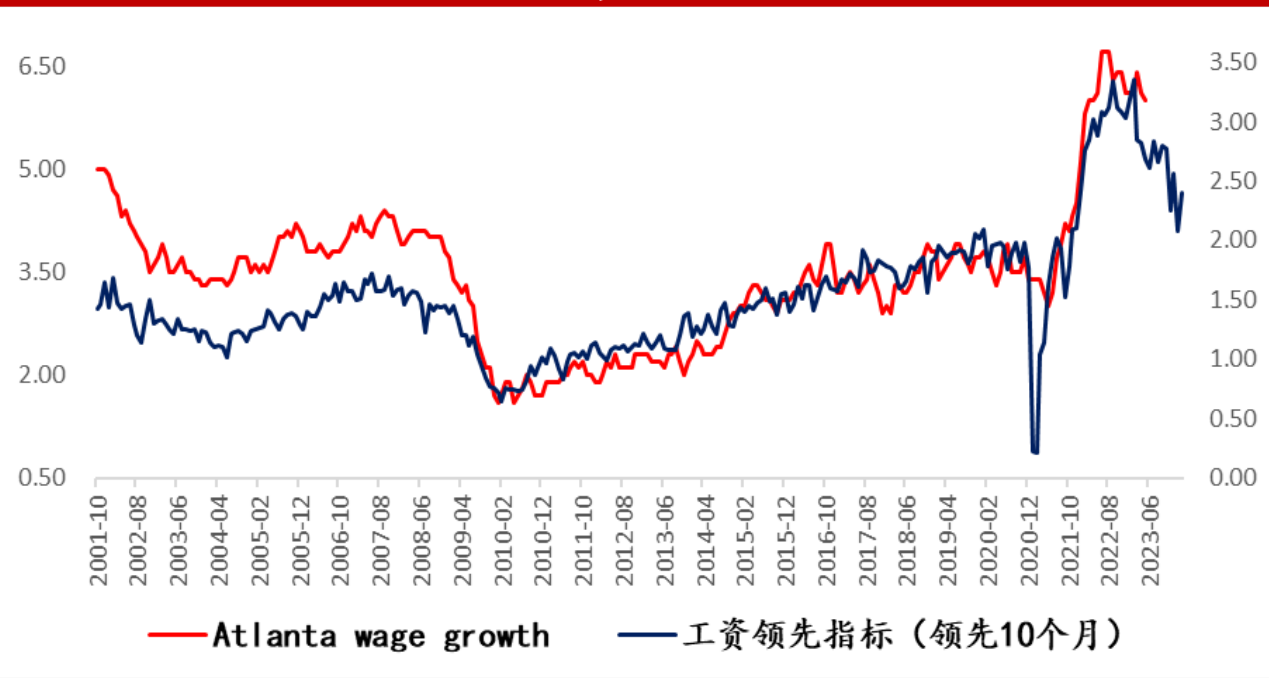


两大交易：Fed put交易+国内复苏交易在Q2明显回摆

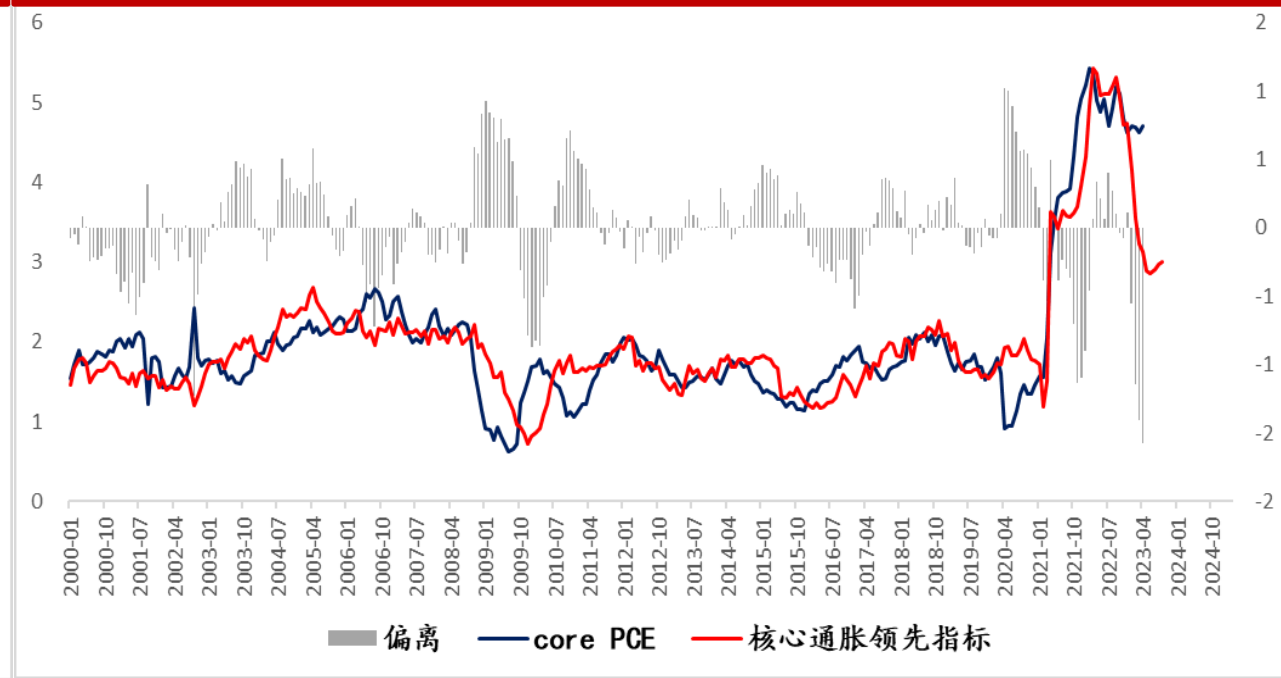
◆ 通胀松动的迹象：

- 基于领先指标，皆指示未来一个季度工资增速和核心通胀将出现松动，进入下行通道

美国工资领先指标



美国通胀领先指标 (%)

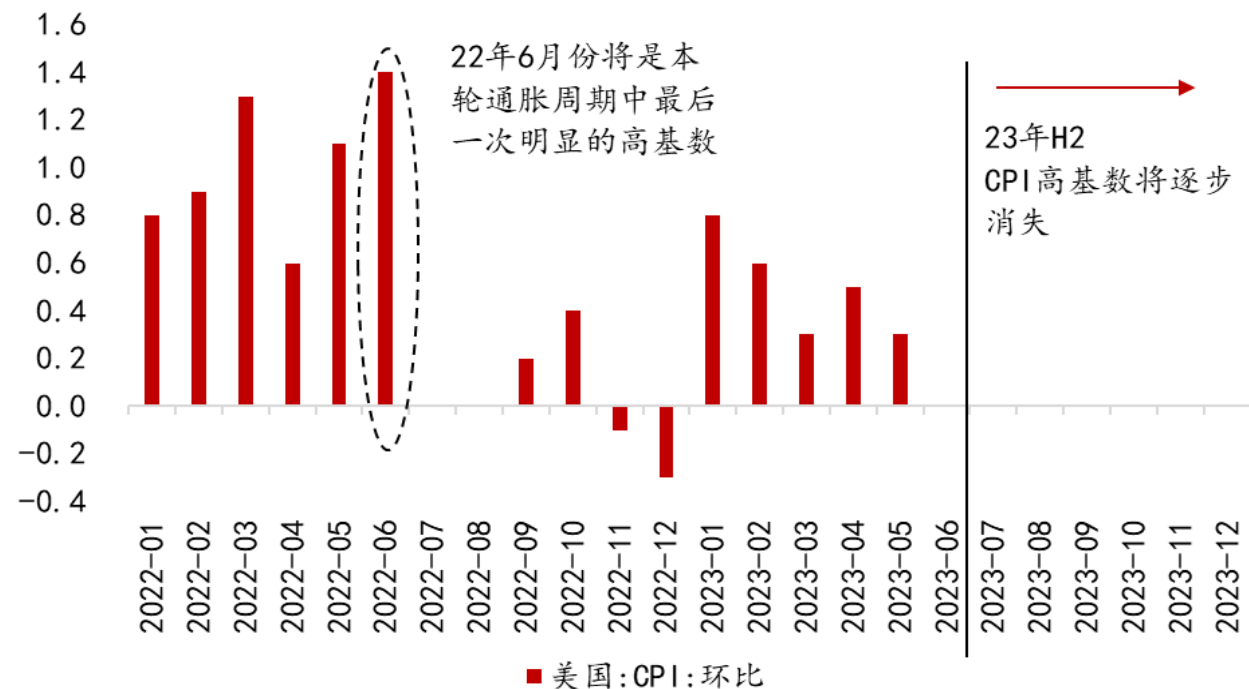


两大交易：Fed put交易+国内复苏交易在Q2明显回摆

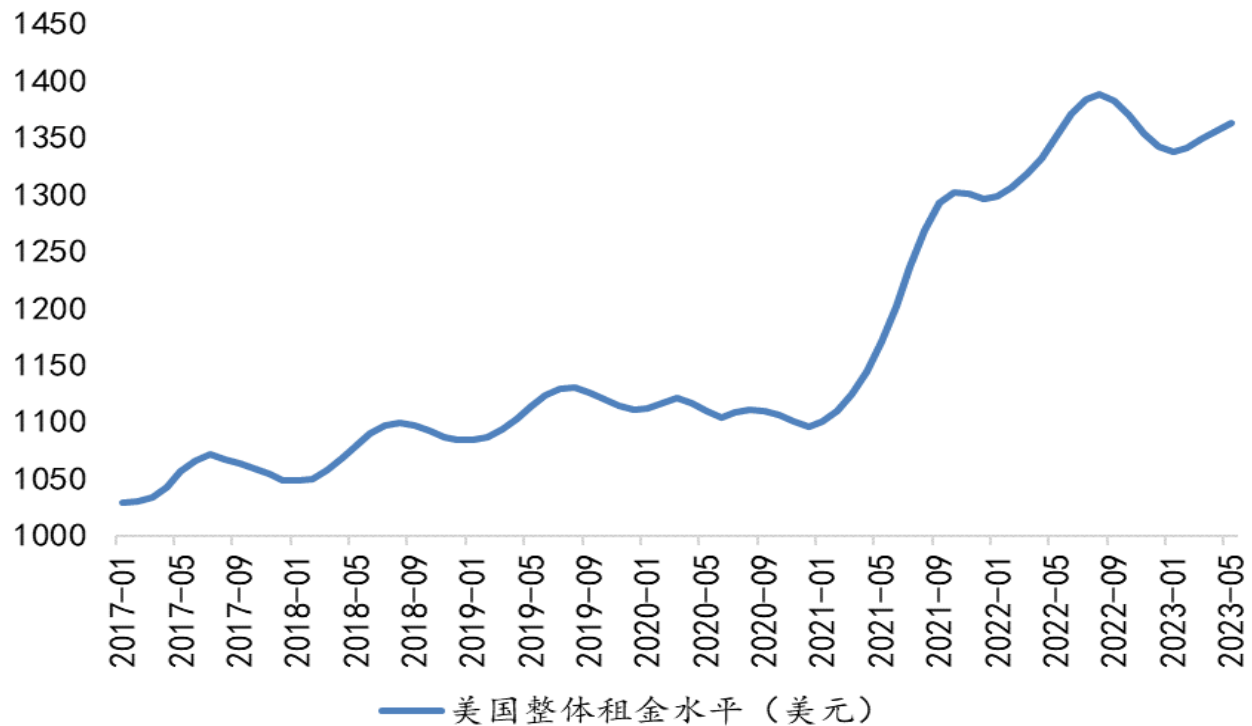
◆ 基数效应的减弱：

- 然而从基数效应上看，22年6月份将是本轮通胀周期中最后一次明显的高基数，后面基数逐步走低，可能对通胀向下给予些许阻力
- 同时美国整体租金在今年又再度走高，住房通胀可能仍具有潜在压力

美国通胀高基数将在23年H2逐渐消失 (%)



美国整体租金在今年再度抬升

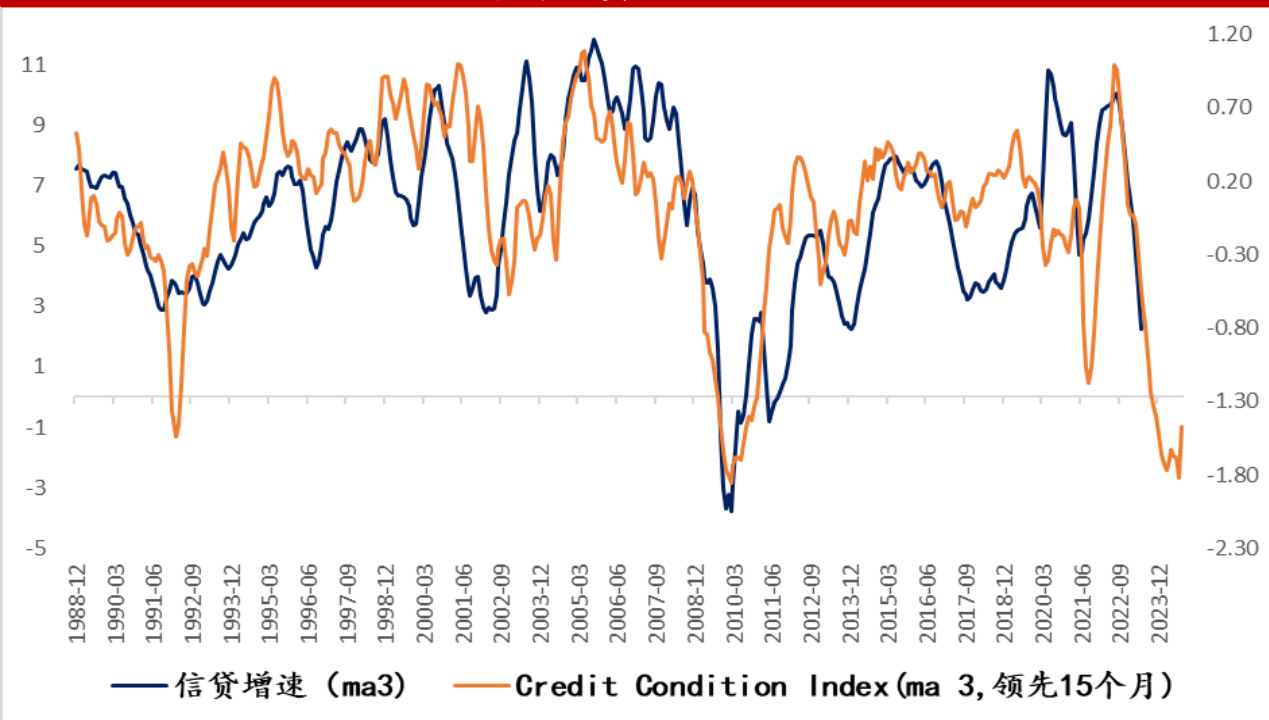


Q3是一系列指标的底部拐点

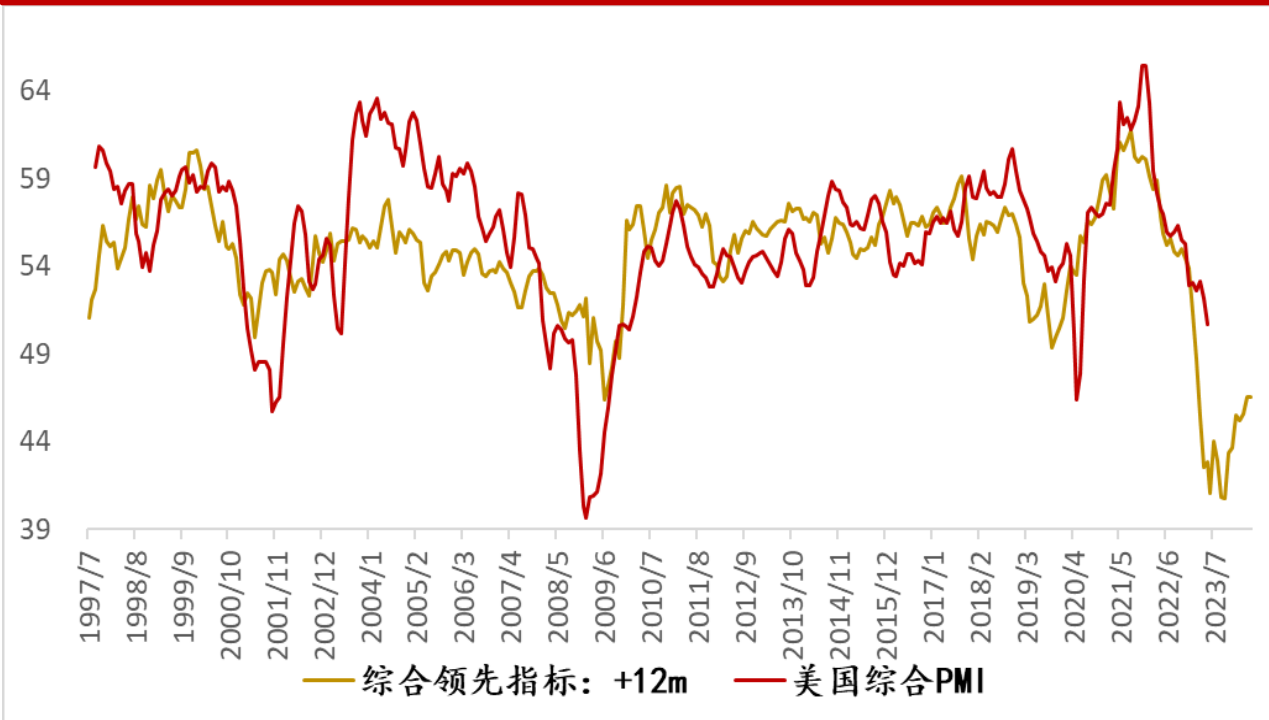
◆ Q3是一系列指标的底部拐点：美国

- 信贷条件指数领先信贷增速15个月，指标前置后于Q3见底
- 综合领先指标领先综合PMI 12个月，指标前置后于Q3见底

美国信贷领先指标



美国综合PMI领先指标

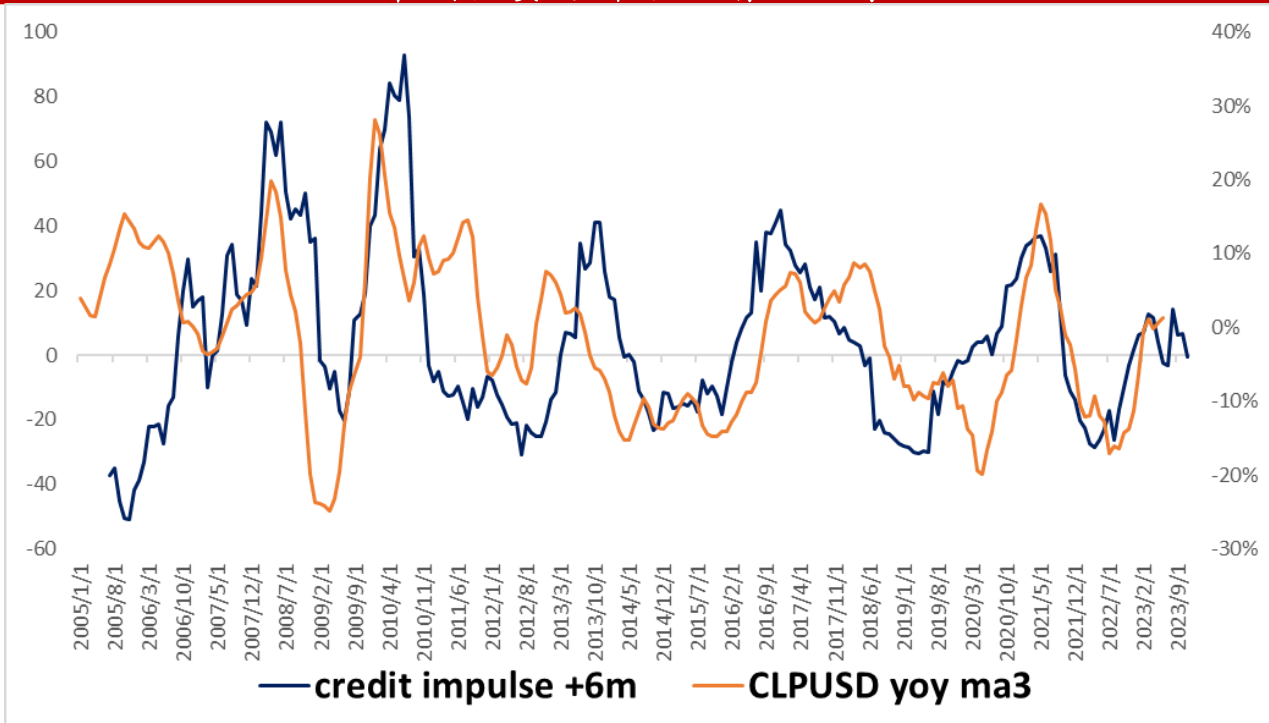


Q3是一系列领先指标的底部

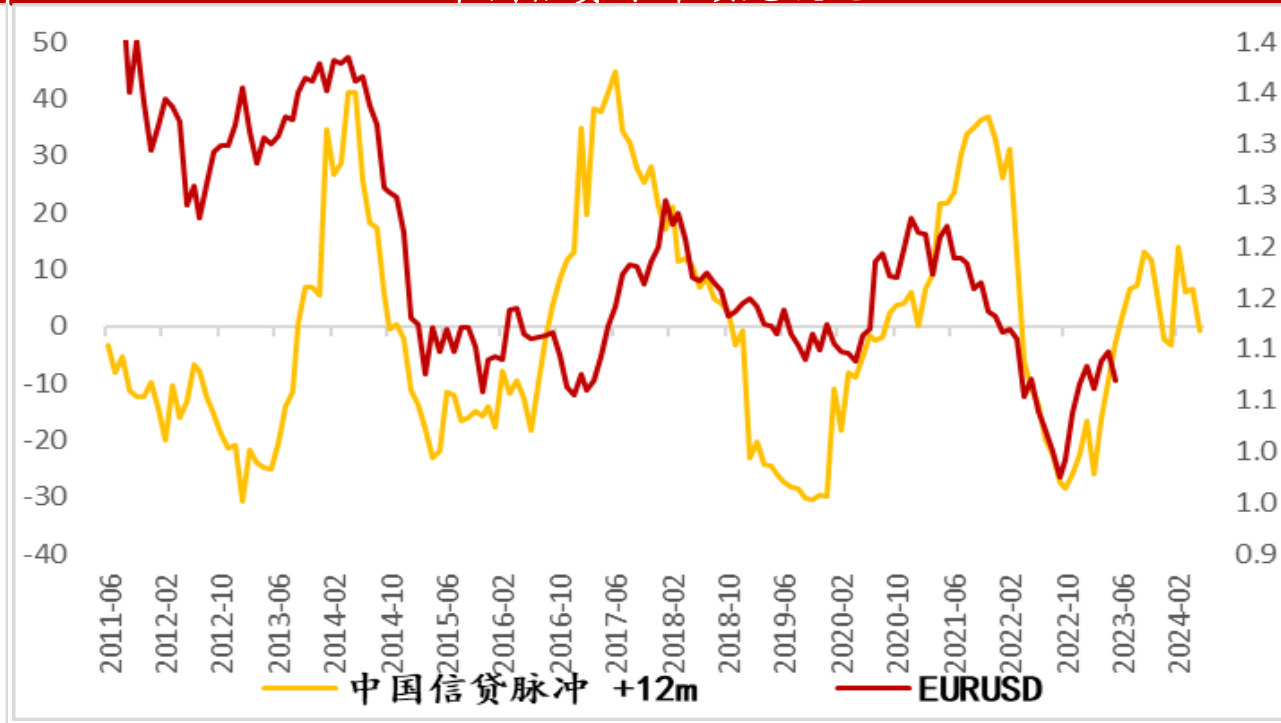
◆ 中国复苏预期的外溢：智利比索信了，欧元信了一半

- 历史上国内信贷脉冲周期对非美货币存在领先性，本质上是中国经济复苏预期的外溢。从去年年底开始智利比索和欧元皆对中国复苏进行定价

中国信贷脉冲领先智利比索



中国信贷脉冲领先欧元



Q3是一系列领先指标的底部

- ◆ 服务业消费的引领的复苏带来的外溢效应理论上说没有投资驱动的复苏那么强，因为服务业大多属于非可贸易品，且直接指向内需，而投资驱动的复苏将驱动原材料的进口需求。
- ◆ 根据BIS 测算，在2004年至2019年间，中国建筑业和制造业的增长对其他新兴市场经济体（EME）的出口产生了显著的正面影响。例如，建筑业活动季度增长1%使亚洲制造业出口商对华出口增加了0.7%，拉美金属出口商增加了0.5%，平均值为前四个季度，而制造业产值增长1%使亚洲对华出口增加了0.6%。相比之下，服务业对此没有显著影响。

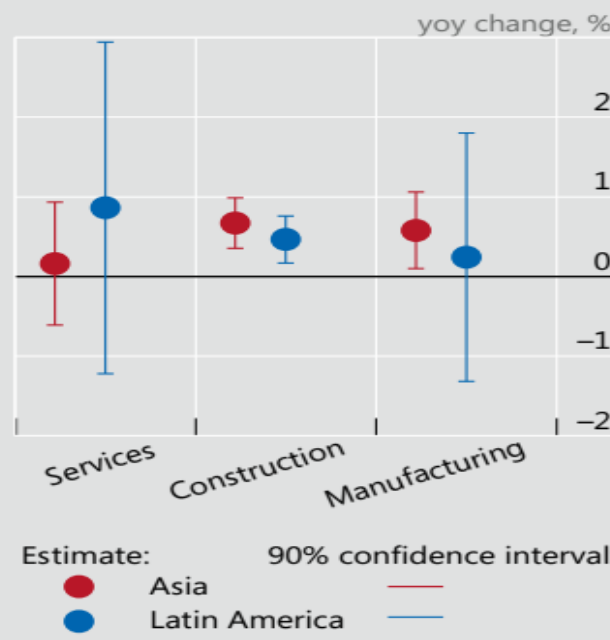
数据来源：BIS, wind, 西南证券整理

中国消费活动指数

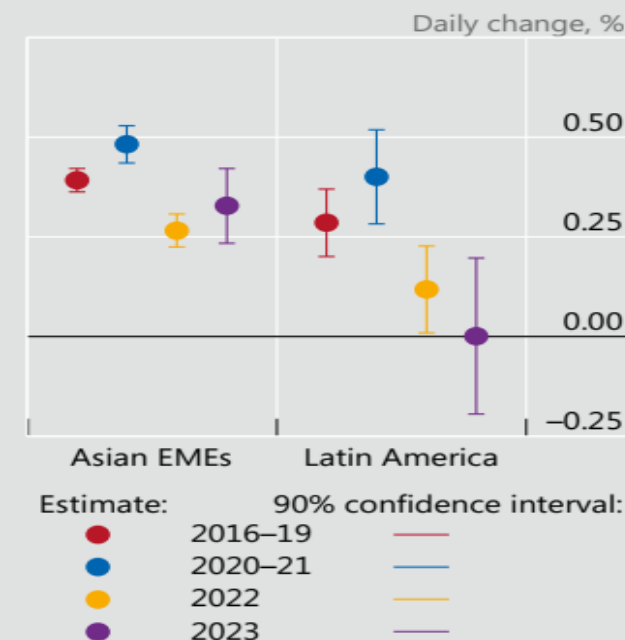


中国各个部门产出对新兴市场外溢作用

B. Impact of China's sectoral output on exports by foreign countries^{1, 2}



C. Impact of the Chinese yuan on other EME currencies^{2, 3}

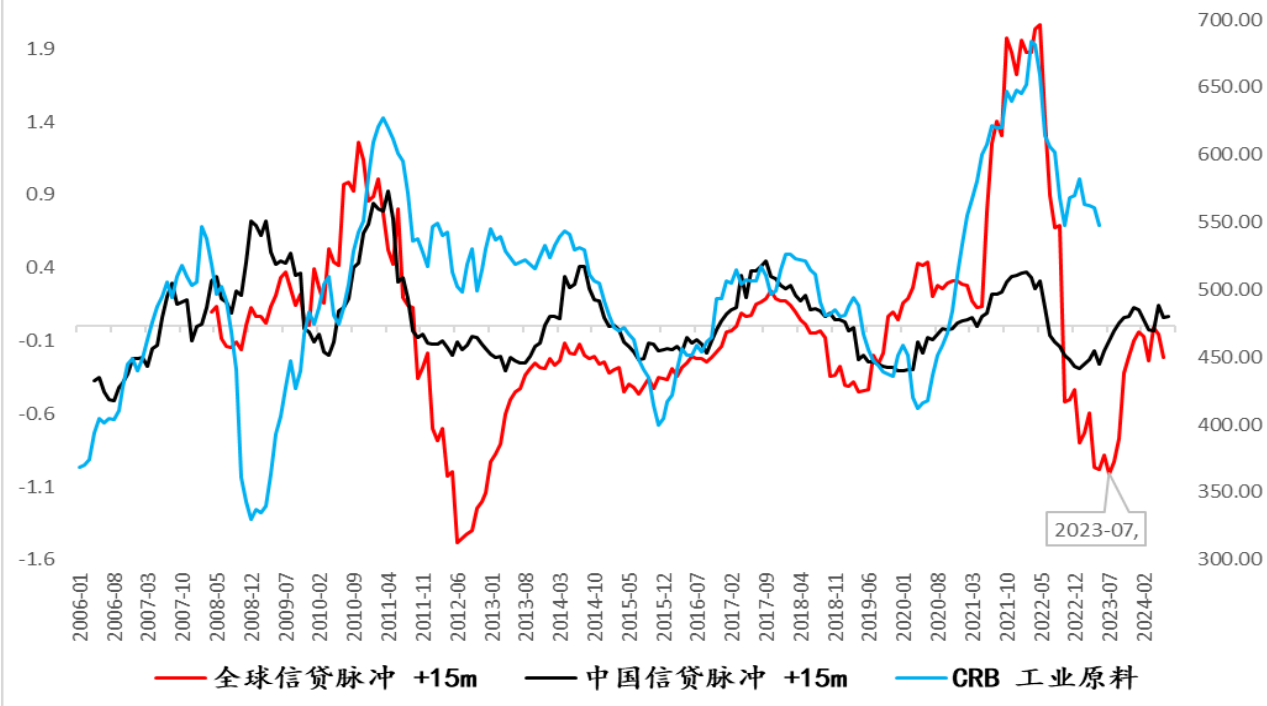


Q3是一系列领先指标的底部

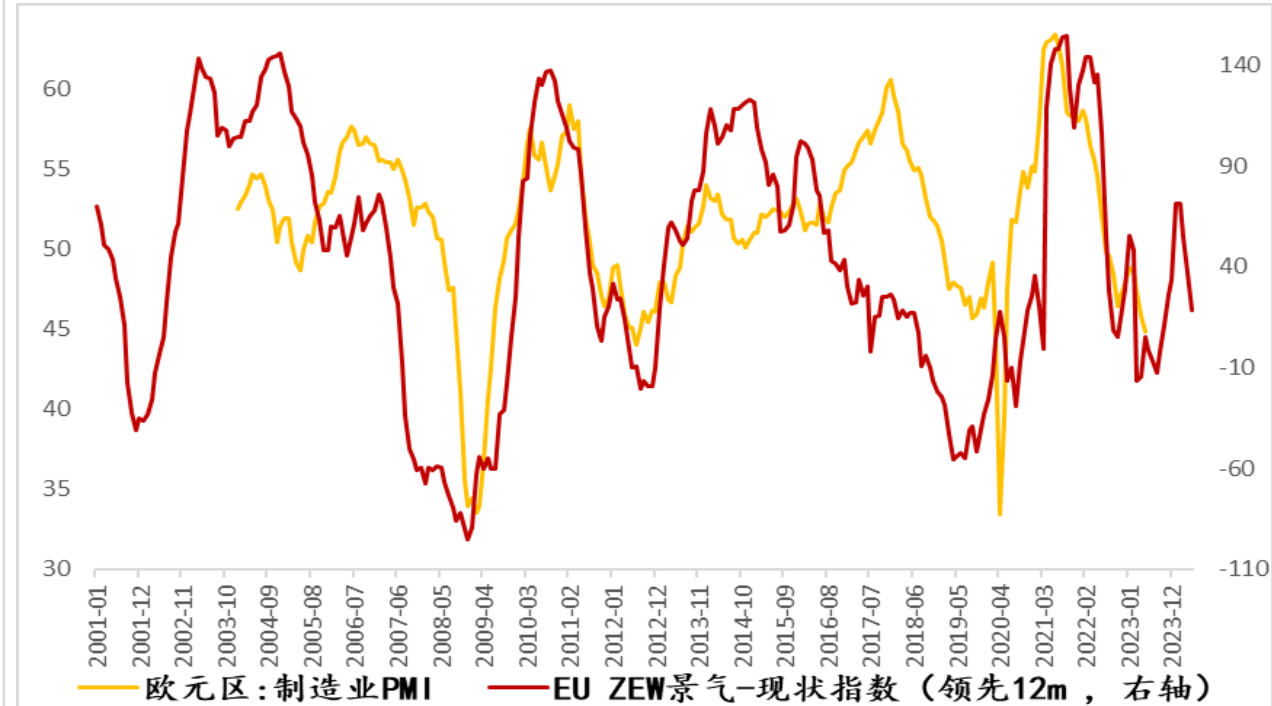
◆ Q3是一系列指标的底部：

- 全球信贷脉冲指标在Q3见底
- 中国信贷脉冲领先德国PMI于Q3见底
- ZEW领先指标领先欧洲PMI于Q3见底

全球信贷脉冲领先CRB工业原料

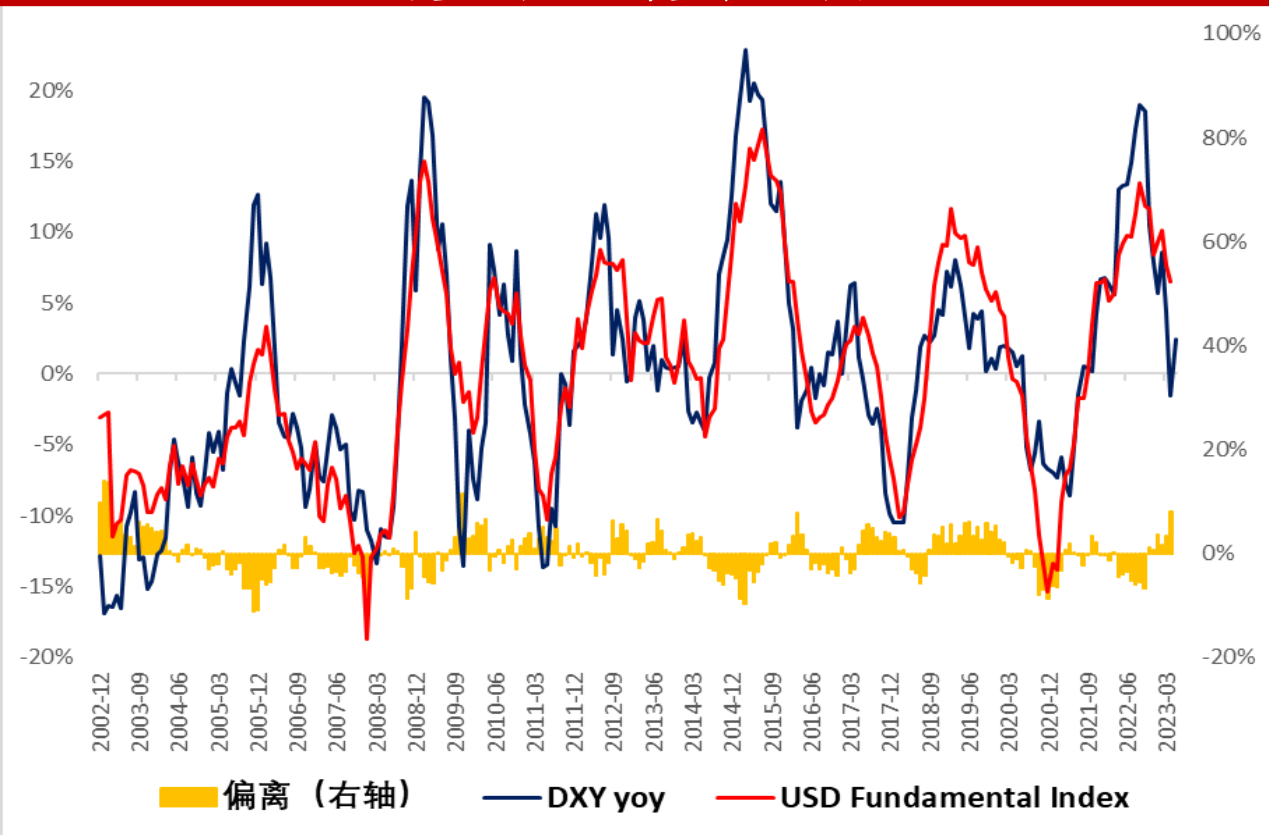


欧元区PMI领先指标PMI

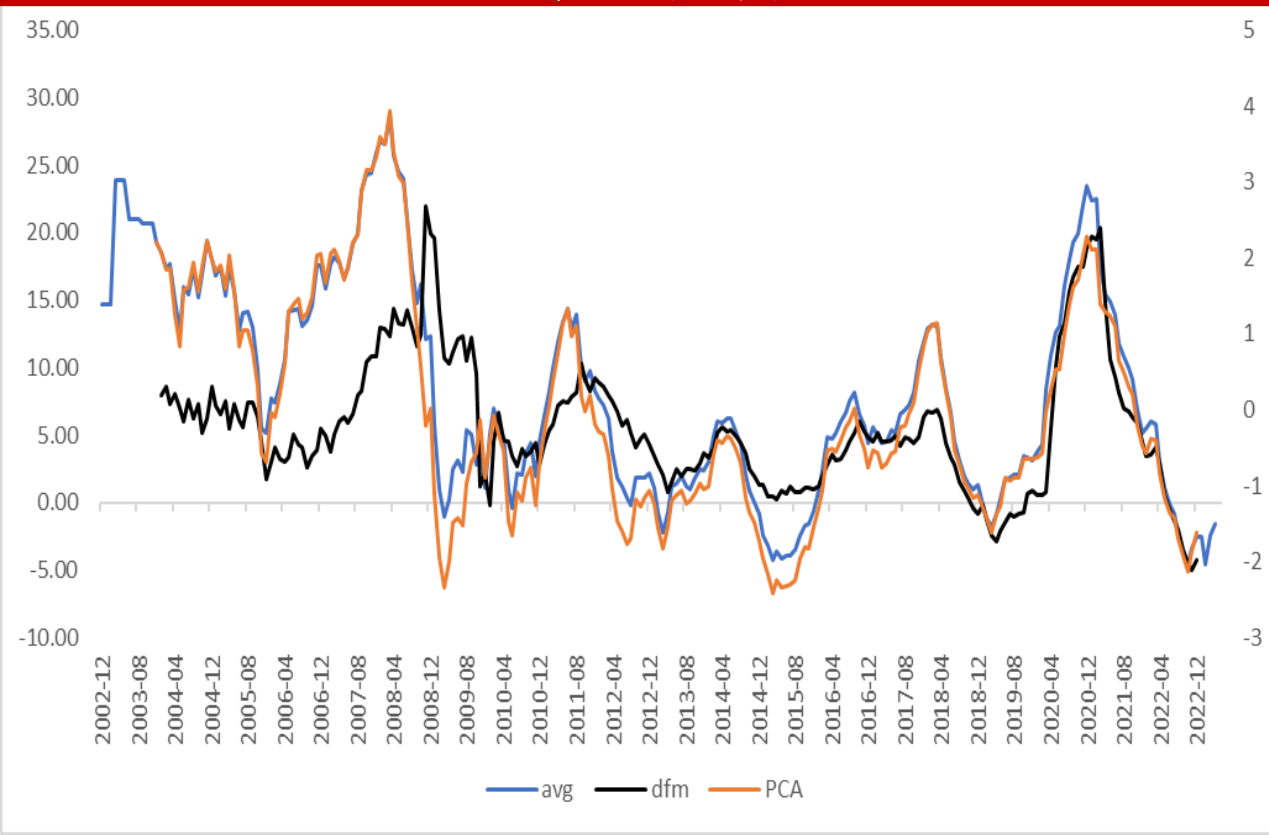


- ◆ 全球流动性是否能顺畅反弹？美元指数能否顺畅下跌？
- ◆ 核心依然是中美基本面的相对强弱，但对于美国来说，通胀的居高不下使得“中国的复苏”隐含了一个再通胀因子；所以本轮美元指数的走弱和全球流动性的反弹可能一波三折。

美元指数偏离基本面指标



全球流动性指标



在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

◆ 两个拐点组合，四种节奏：

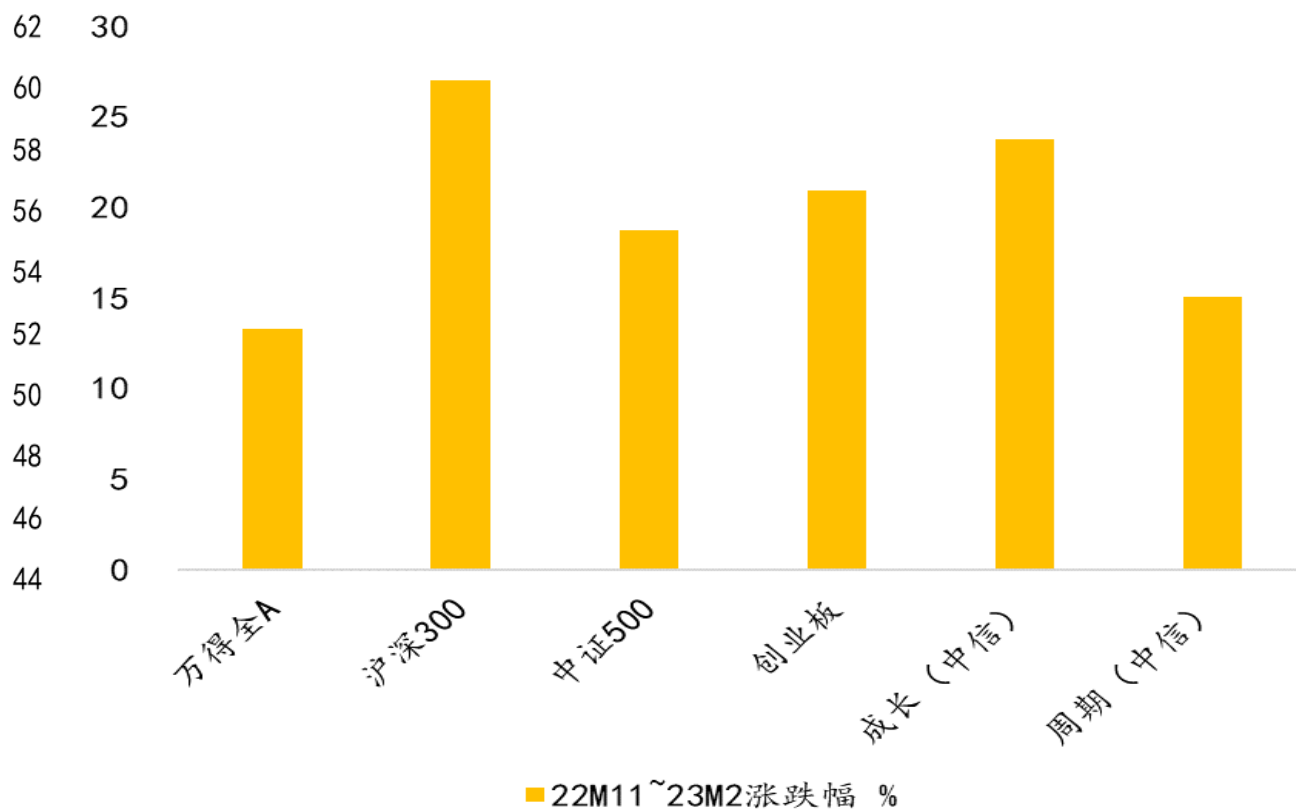
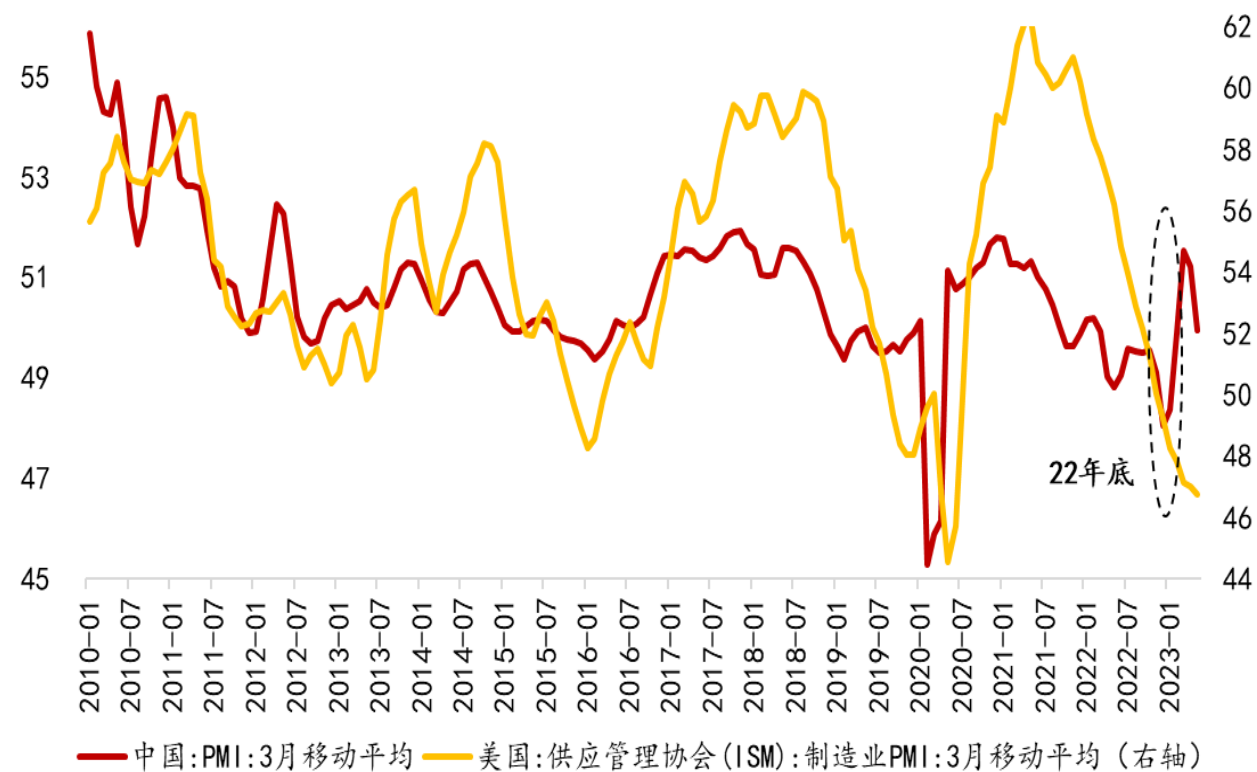
- 去年底两大拐点重叠的情景非常稀缺，两个新增信息冲击下所有资产行情表现顺畅
- H2两拐点重叠依然是较为苛刻的条件，所以维持现状or实现其中一个概率更大

		新增信息冲击数量	股市	风格	类比
H2情景	中国强复苏+海外衰退	2	走强，普涨	顺周期、成长	22年底
	中国未强复苏+海外衰退	1	承压	成长、主题行情更极端	19年Q3
	中国强复苏+海外未衰退	1	走强	风格明确切换，利空成长	16年Q3
	中国未强复苏+海外未衰退	0	维持现状震荡	炒主题、政策预期	当前

在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

1、中国强复苏+海外衰退：普涨(时钟拨回22年底)

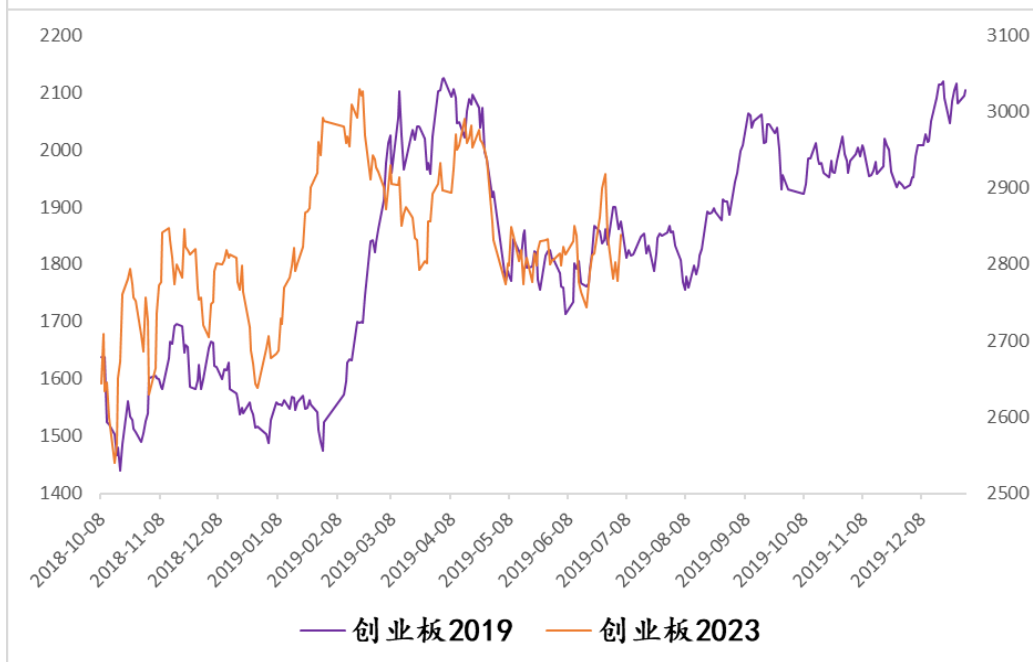
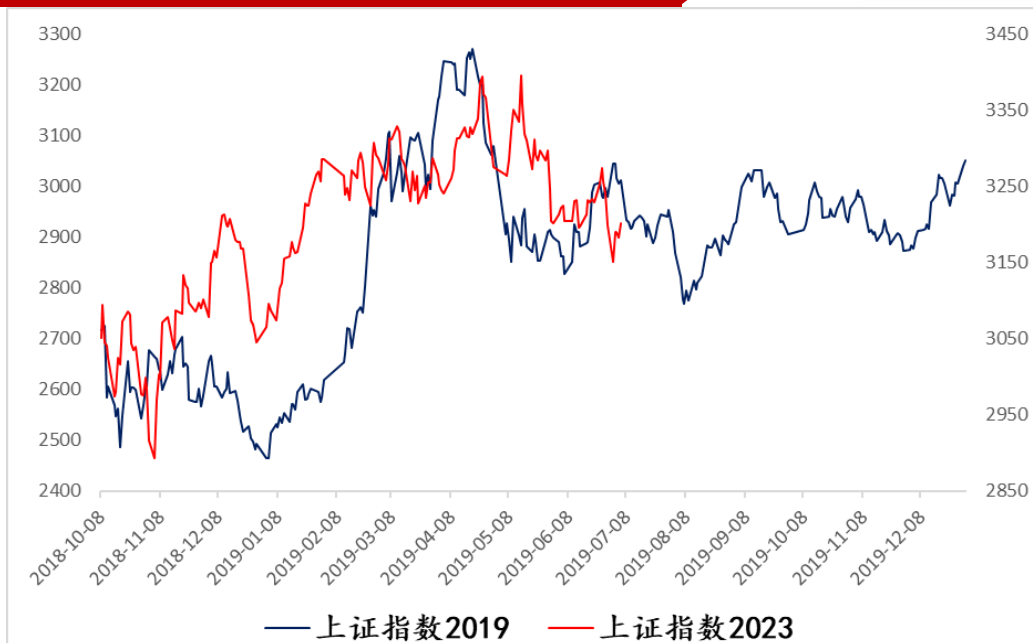
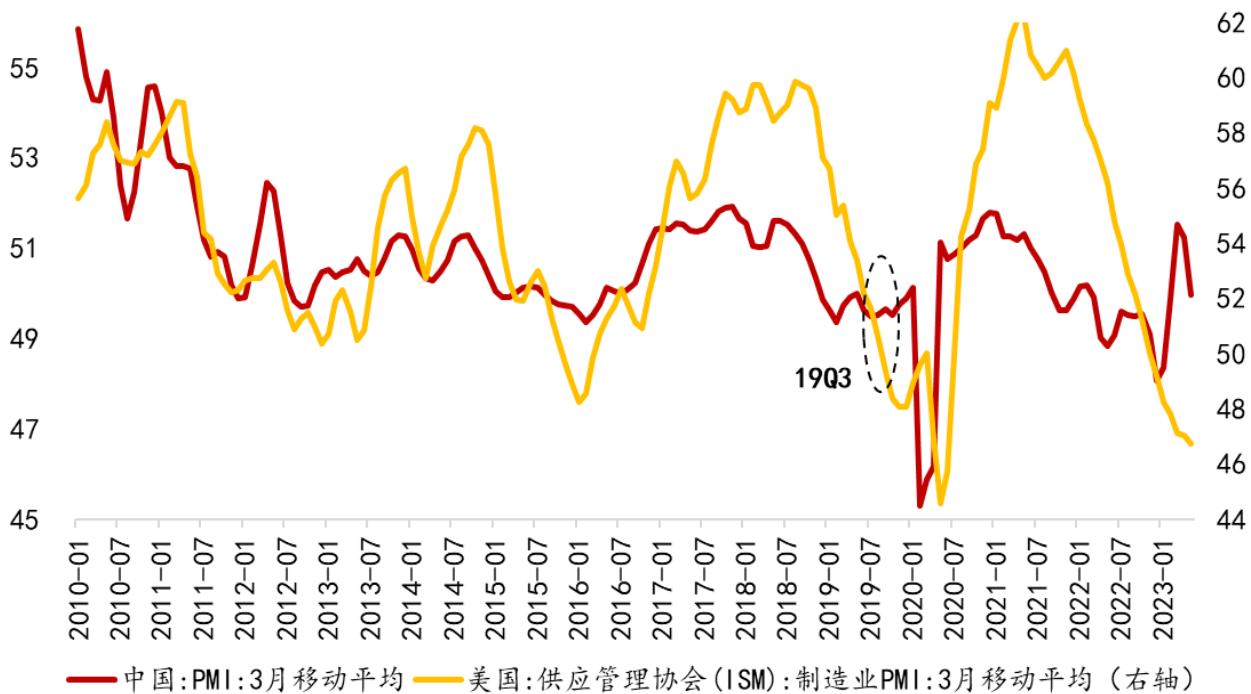
- 去年年底国内经济复苏预期提供了一个良好的做多环境，同时海外衰退预期提振美联储重回降息通道，全球流动性趋松下宽基指数和风格均呈现普涨行情



在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

2、中国未强复苏+海外衰退：主题风格更极端(类19年Q3)

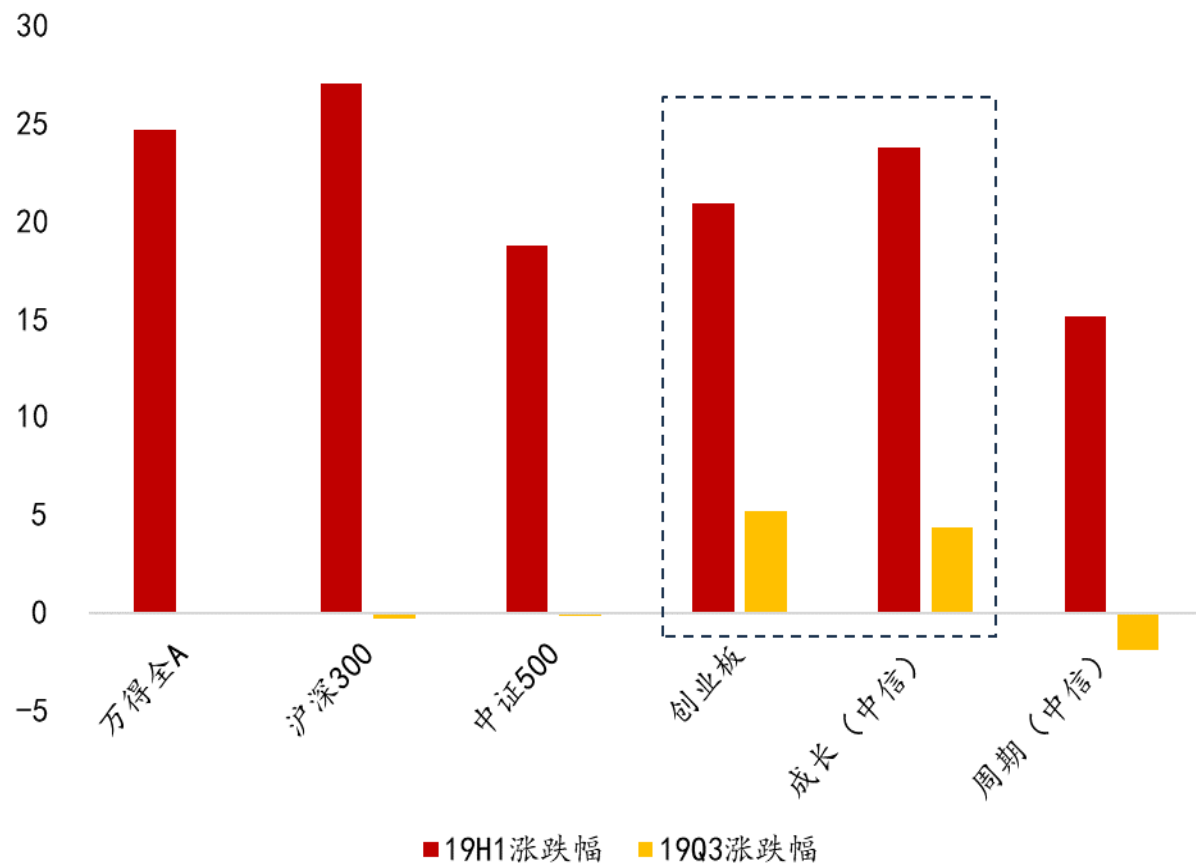
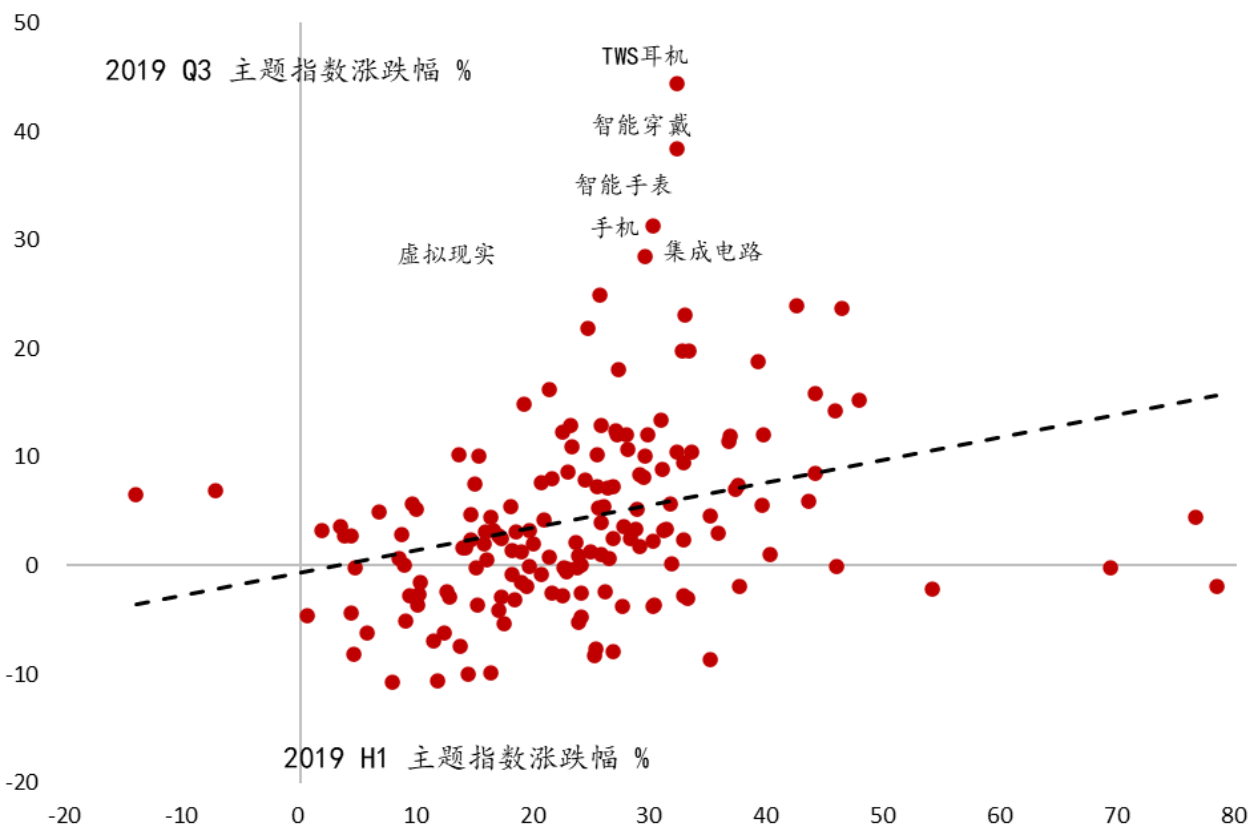
- 彼时国内一季度金融数据放量后市场复苏信心强劲，然而4月份政治局会议重提去杠杆，叠加海外处在经济下行区间，因此国内实体企业信心并未如期修复，制造业PMI底部震荡



在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

2、中国未强复苏+海外衰退：主题风格更极端(类19年Q3)

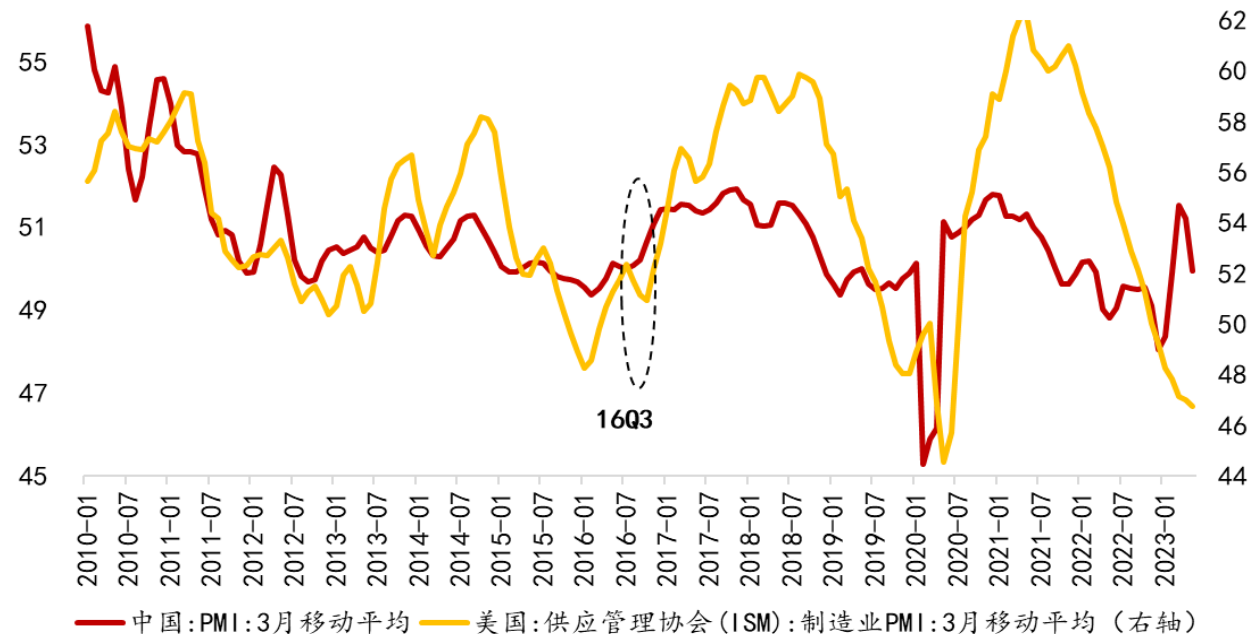
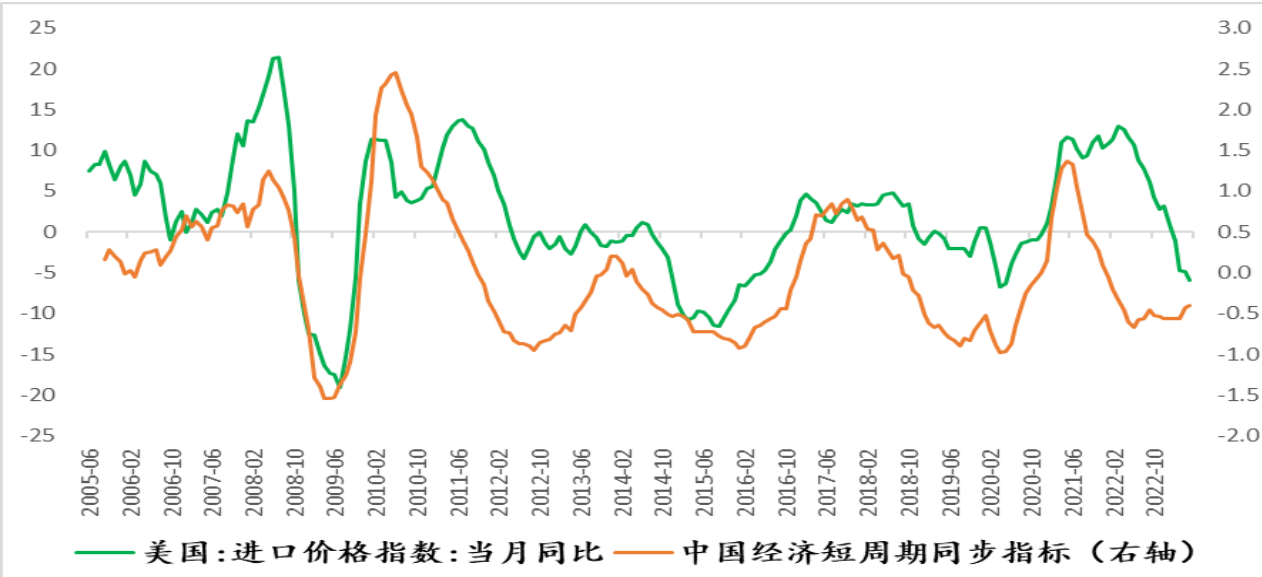
- 因此19年Q3宏观相较乏力，市场重回主题投资风格，上半年表现较好的板块在19年Q3表现更加亮眼（TWS耳机、智能手表、集成电路等）
- 此阶段只有创业板和成长风格相对表现较好



在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

3、中国强复苏+海外未衰退：风格切换（16年Q3）

- 16年Q3国内国外同时摆脱经济底部区间，特别是国内供给侧改革驱动下商品产能去化较快，大宗商品供需边际转紧，叠加前期成长风格已经持续表现了3年，市场风格从此转向周期板块
- 海外通胀压力重新抬头，紧缩交易延续，利空拥挤的成长板块



在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

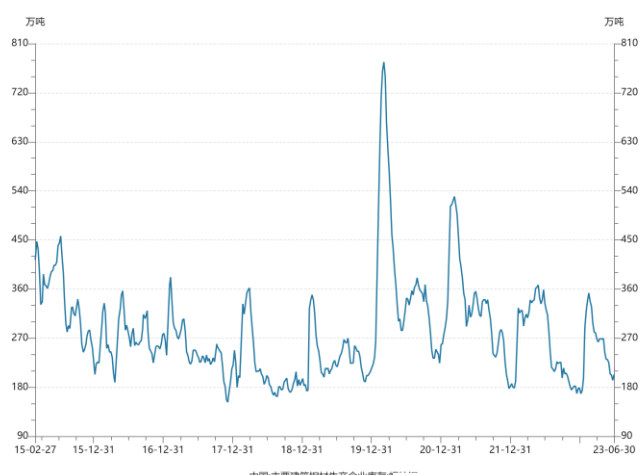
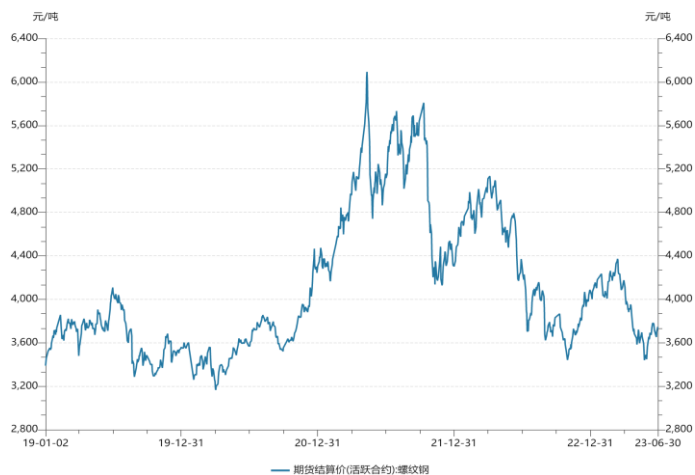
- 顺周期板块自去年年底反弹，但今年3月份之后又重新回落，假若下半年国内强复苏+海外不衰退，顺周期板块可能再度有投资机会
- 综合估值和利润预期来看，普钢、自动化设备、化学纤维和保险或许存在机会

顺周期（申万二级行业）	2211~2302 涨跌幅	2303至今 涨跌幅	最新估值分位数	23年净利润预期增速
商用车	25.53	-2.85	81.18	340.77
普钢	24.06	-11.90	40.62	132.47
自动化设备	11.40	-1.63	39.53	59.97
汽车零部件	12.45	-5.17	53.77	46.01
工程机械	32.24	-7.46	63.60	45.37
化学纤维	20.38	-10.41	35.29	41.10
保险II	33.59	-2.79	7.76	40.27
证券II	16.16	-7.30	10.84	38.88
小金属	19.71	-15.66	8.38	38.16
金属新材料	11.36	-14.13	28.71	32.64
通用设备	8.57	0.10	32.25	31.84
工业金属	26.58	-8.53	24.53	28.63
乘用车	7.39	-4.69	68.46	24.14
炼化及贸易	15.54	-2.62	30.27	17.76
小家电	27.01	-10.42	29.78	17.70
塑料	14.33	-10.81	32.07	16.65
化学制品	14.92	-18.04	26.79	13.76
股份制银行II	22.08	-7.55	0.83	6.42
国有大型银行II	7.34	15.63	18.83	4.31
化学原料	21.39	-18.46	25.80	3.80
煤炭开采	2.83	-13.60	17.56	3.06
玻璃玻纤	22.42	-15.69	21.40	1.39
农化制品	14.72	-21.33	14.53	-8.57
能源金属	-6.34	-20.07	0.14	-16.97

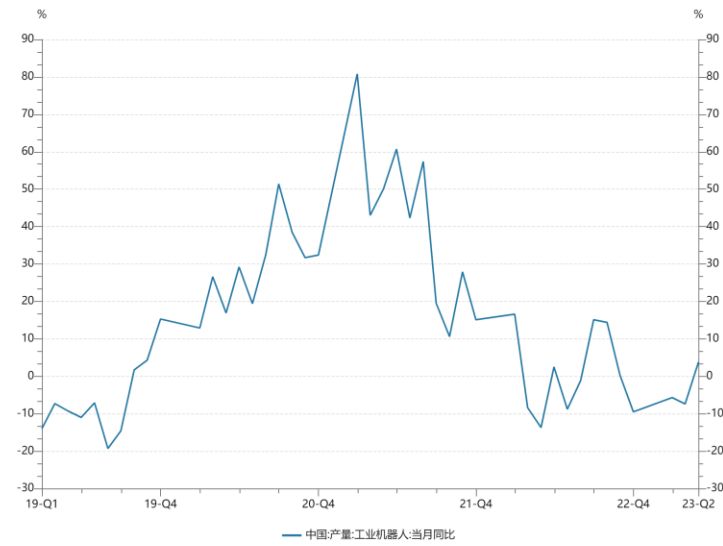
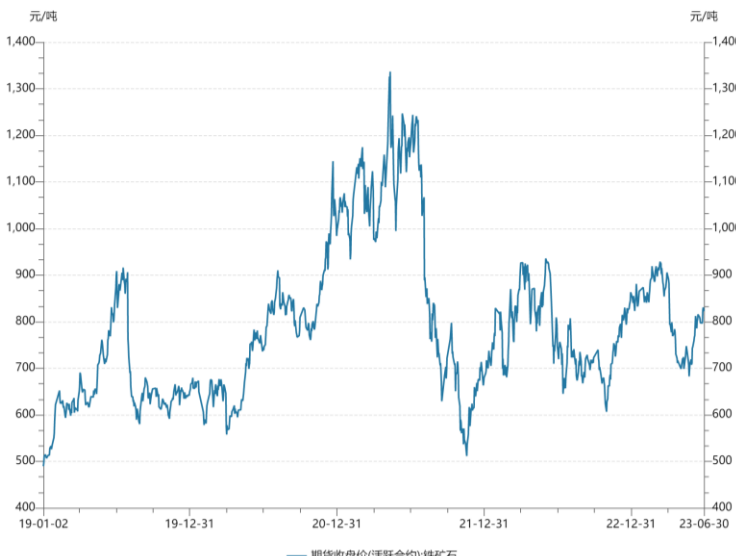
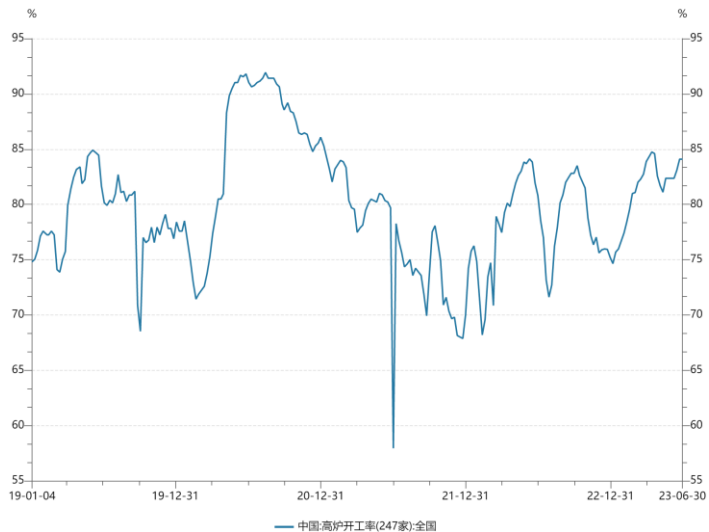
单位：%

在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

- 钢铁：主动去库成效明显，政策预期带动下，螺纹钢价格反弹，利润边际修复，高炉开工率回升，上游铁矿石价格韧性仍在，继续观察终端需求修复情况。
- 自动化设备：工业机器人产量当月同比5月转正，其他自动化主要大类如工控与工业机器人景气度趋同，总体呈修复态势。

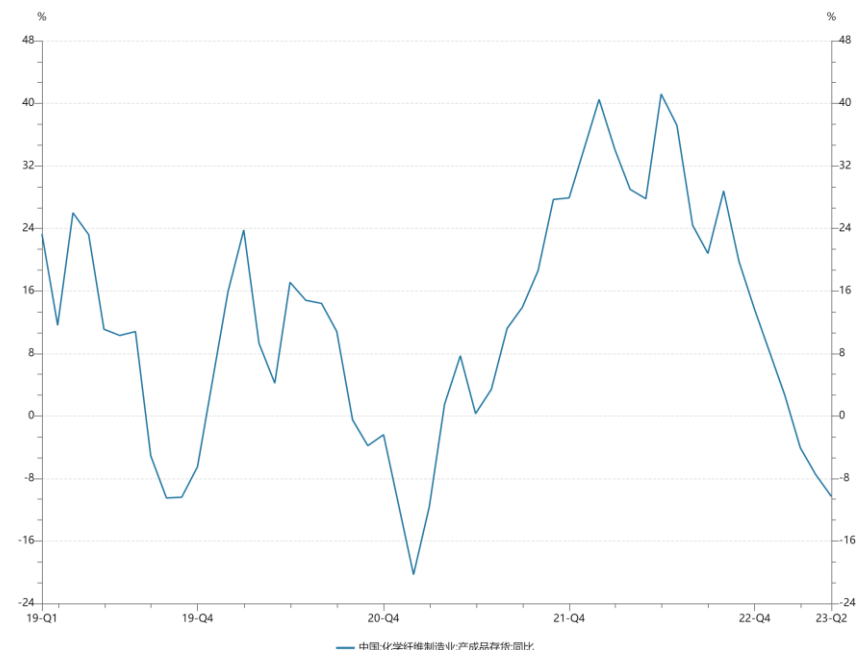
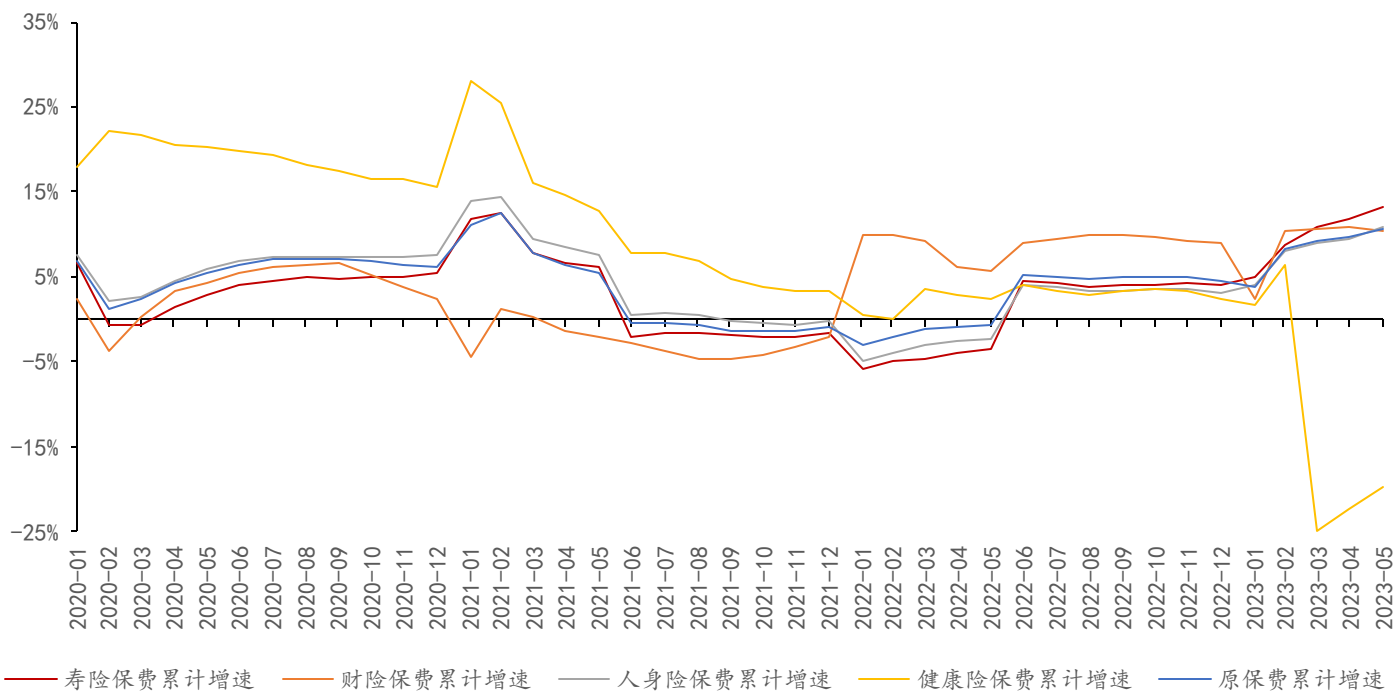


数据来源：wind，西南证券整理



在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

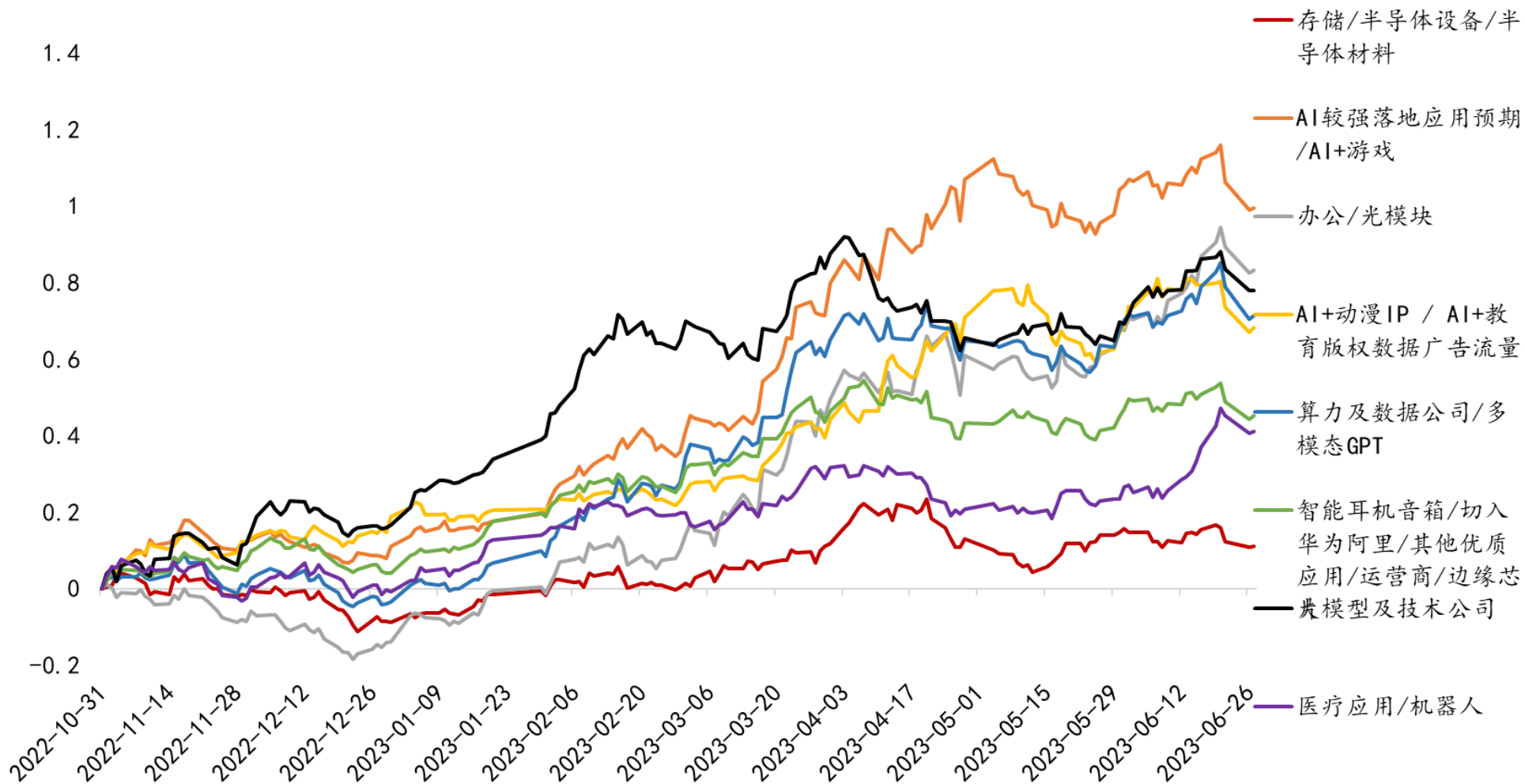
- 化纤：聚酯开工率不断修复，当前已突破90%，化纤产成品加速去库，当前棉花价格提升，下游服装库存亦持续去化，化纤景气度持续提升。
- 保险：保险行业原保费累计增速持续提升，5月增速+0.88pp至10.68%，寿险增长强劲（+13.19%），健康险保费仍在下滑，但降幅持续收窄。存款利率下行驱动高收益储蓄类险种需求旺盛。



在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

4、中国未强复苏+海外未衰退（维持现状）

- 2022年11月以来TMT内部细分概念主题指数聚类结果，AI较强落地应用预期和AI+游戏跑赢，存储、半导体设备、半导体材料相对跑输



在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

- 半导体：根据WSTS的数据，集成电路/存储/传感器23年的全球销售额增速被分别下调8.5pp/21.3pp/12.4pp至-13%/-35.3%/-6.4%，复苏时点可能延后，24年将实现强势反弹；光电子景气度继续修复，增速可能超预期。促消费政策下，国内下半年需求恢复有望带动全球半导体周期加速完成筑底。
- AI需求带动，海外半导体行情向好。

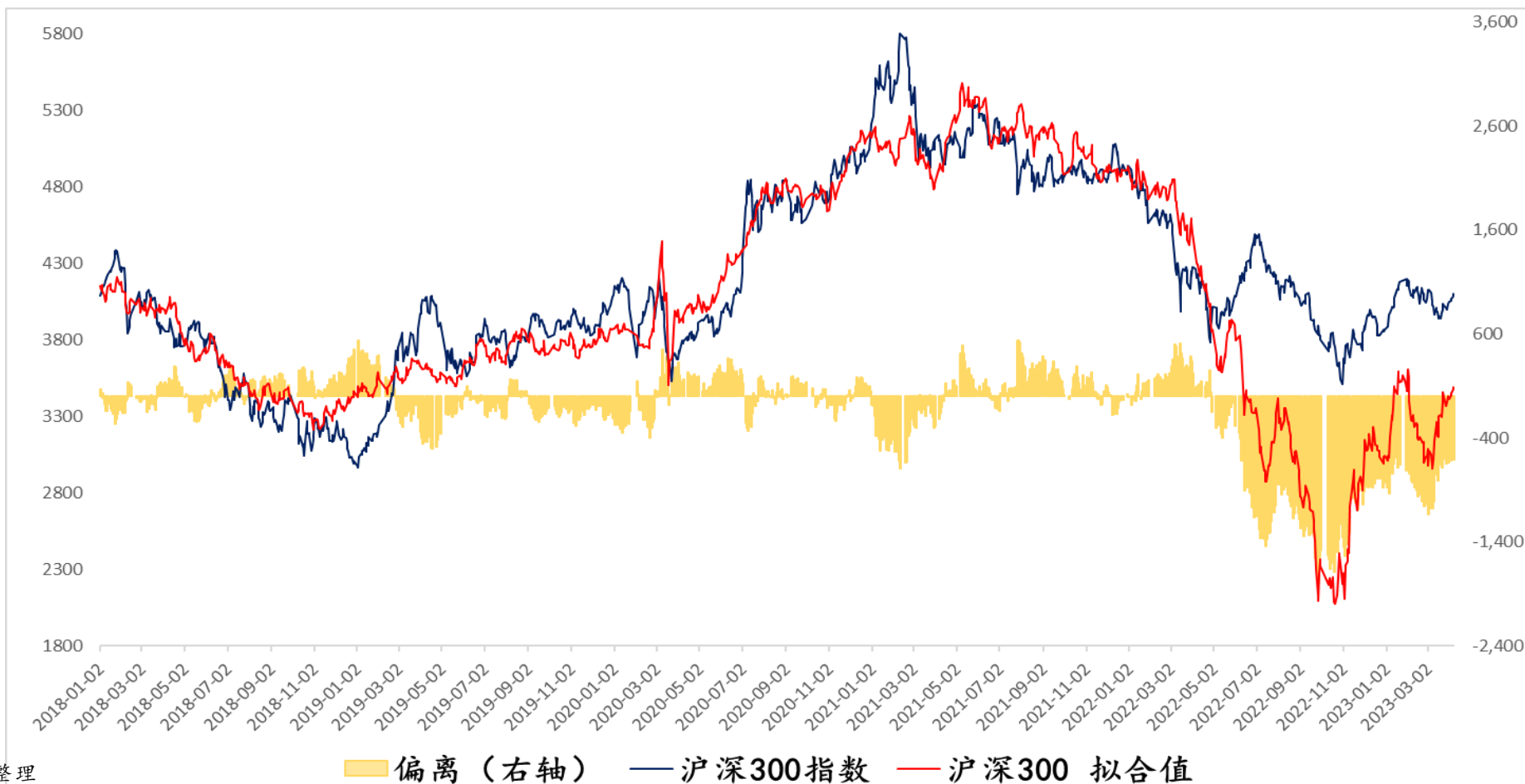


	2022A		2023E				2024E			
	销售额 (亿美元)	YOY	销售额 (22/11, 亿美元)	YOY (22/11)	销售额 (23/6, 亿美元)	YOY (23/06)	销售额调整	YOY调整	销售额 (亿美元)	YOY
集成电路	4744	2.5%	4530	-4.5%	4128	-13.0%	-402	-8.5%	4703	13.9%
模拟电路	890	20.1%	910	2.2%	839	-5.7%	-71	-8.0%	889	6.0%
微处理器	791	-1.4%	753	-4.8%	715	-9.6%	-38	-4.8%	759	6.2%
逻辑电路	1766	14.0%	1752	-0.8%	1734	-1.8%	-18	-1.0%	1853	6.9%
存储	1298	-15.6%	1116	-14.0%	840	-35.3%	-276	-21.3%	1203	43.2%
分立器件	340	12.0%	351	3.2%	359	5.6%	8	2.4%	382	6.4%
光电子	439	1.2%	454	3.4%	459	4.6%	5	1.1%	459	0.0%
传感器	218	13.7%	231	6.0%	204	-6.4%	-27	-12.4%	216	5.9%
美洲	1411	16.2%	1433	1.6%	1282	-9.1%	-151	-10.7%	1510	17.8%
欧洲	539	12.8%	540	0.2%	573	6.3%	33	6.1%	616	7.5%
亚太	3309	-3.5%	3110	-6.0%	2809	-15.1%	-301	-9.1%	3108	10.6%
日本	482	10.2%	483	0.2%	487	1.0%	4	0.8%	525	7.8%
全球	5741	3.3%	5566	-3.0%	5151	-10.3%	-415	-7.2%	5760	11.8%

在时钟拨回起点后，下半年两大拐点交易会迎来重启吗？

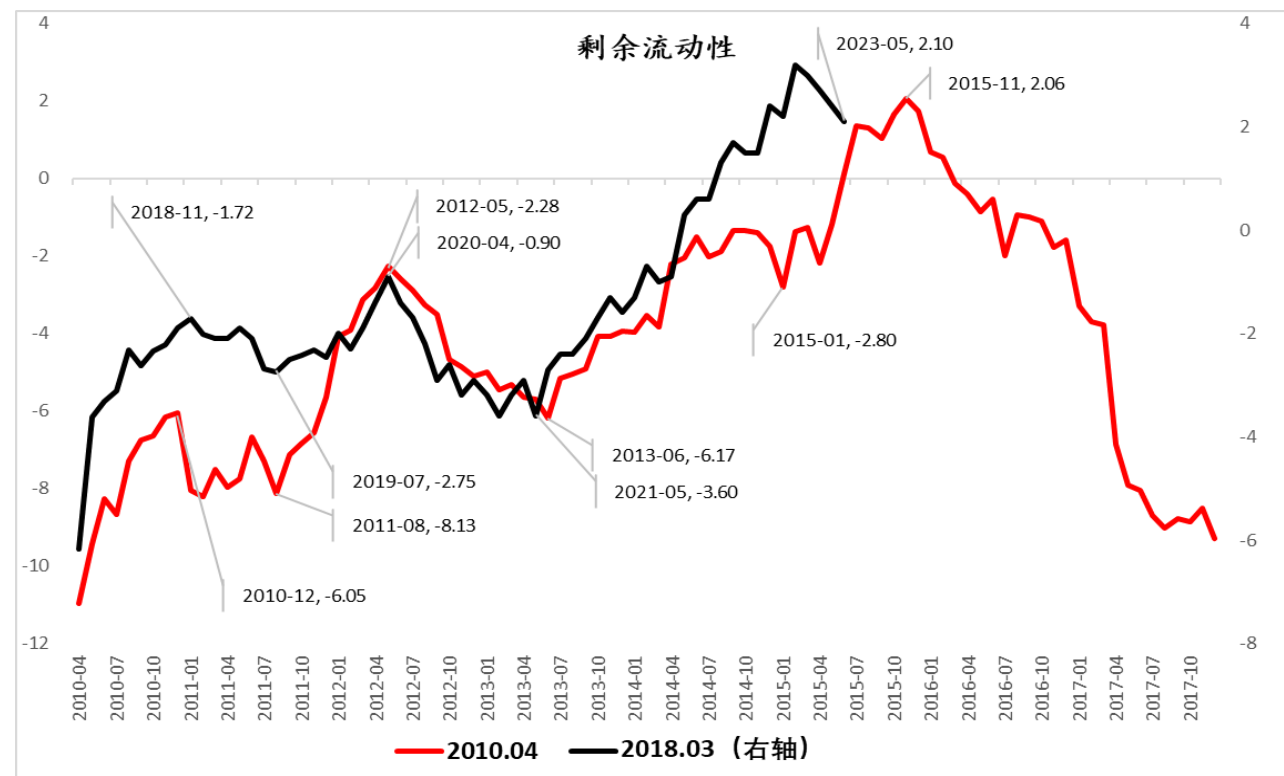
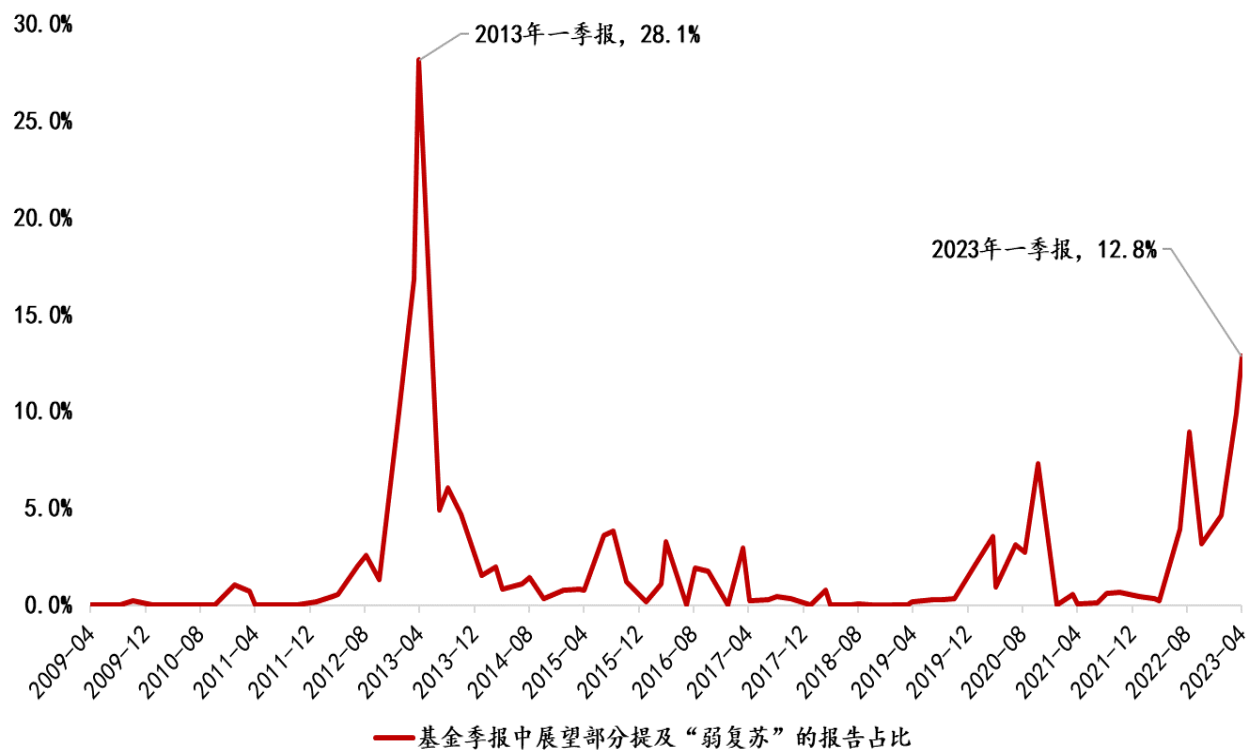
◆ 两大拐点直接体现在沪深300指数拟合模型中：

- 三因子：美元、美债、伦铜
- 真实值显著高于拟合值（参数样本区间18-21），未来倾向于收敛
- 正如两拐点很难再次同时触发，三因子很难顺利向同一方向予以贡献；那么如果只有一个拐点，谁的权重更大？
- 当市场对中国复苏预期足够低时，中国是否强复苏相对海外是否衰退的影响权重更大。



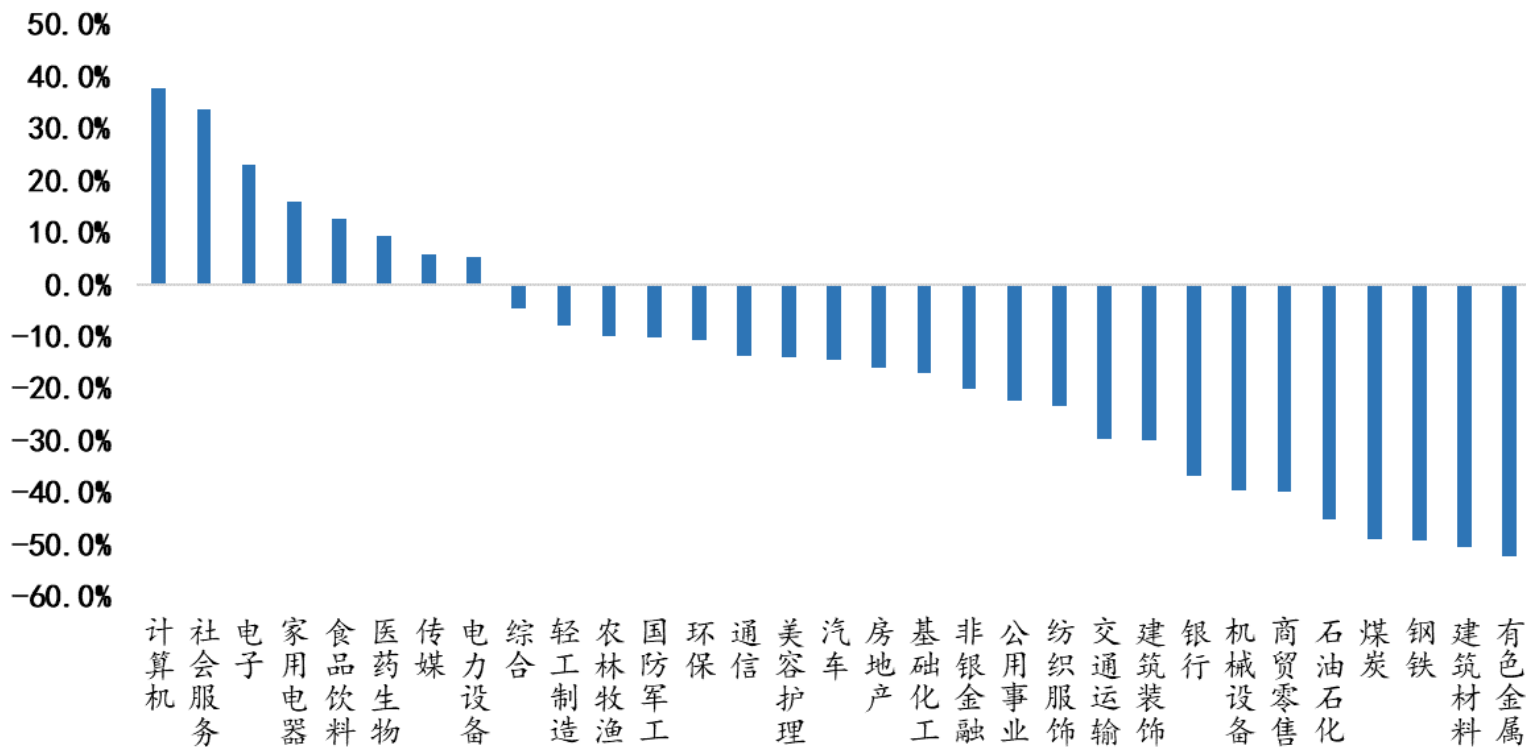
弱复苏一致预期下的剩余流动性淤积

- ◆ **市场一致预期：**09年以来基金经理在定期基金报告中披露的市场展望，发现最新23年一季度报中，“弱复苏”这一词和2013年一季度报的词频十分相近，这意味着尽管23年和13年都处在宏观周期上行阶段，但市场均普遍在怀疑经济复苏的弹性。
- ◆ **剩余流动性：**剩余流动性7年周期高位区间，比15年上半年更为淤积。两大拐点也决定了剩余流动性指标是否见顶顺畅下行。



弱复苏一致预期下的剩余流动性淤积

◆ 回归结果显示前置9个月之后的剩余流动性对申万一级行业相对万得全A超额收益有着较强的解释力度，计算机和电子等成长型行业和剩余流动性正相关性最强，有色金属、建筑材料、钢铁、煤炭等则是负相关明显，这和市场参与者传统认知相一致，即剩余流动性的走高意味着经济实体动能较弱，此时做多成长板块较优；反之则意味着经济动能渐入佳境，此时顺周期行业超额收益明显。

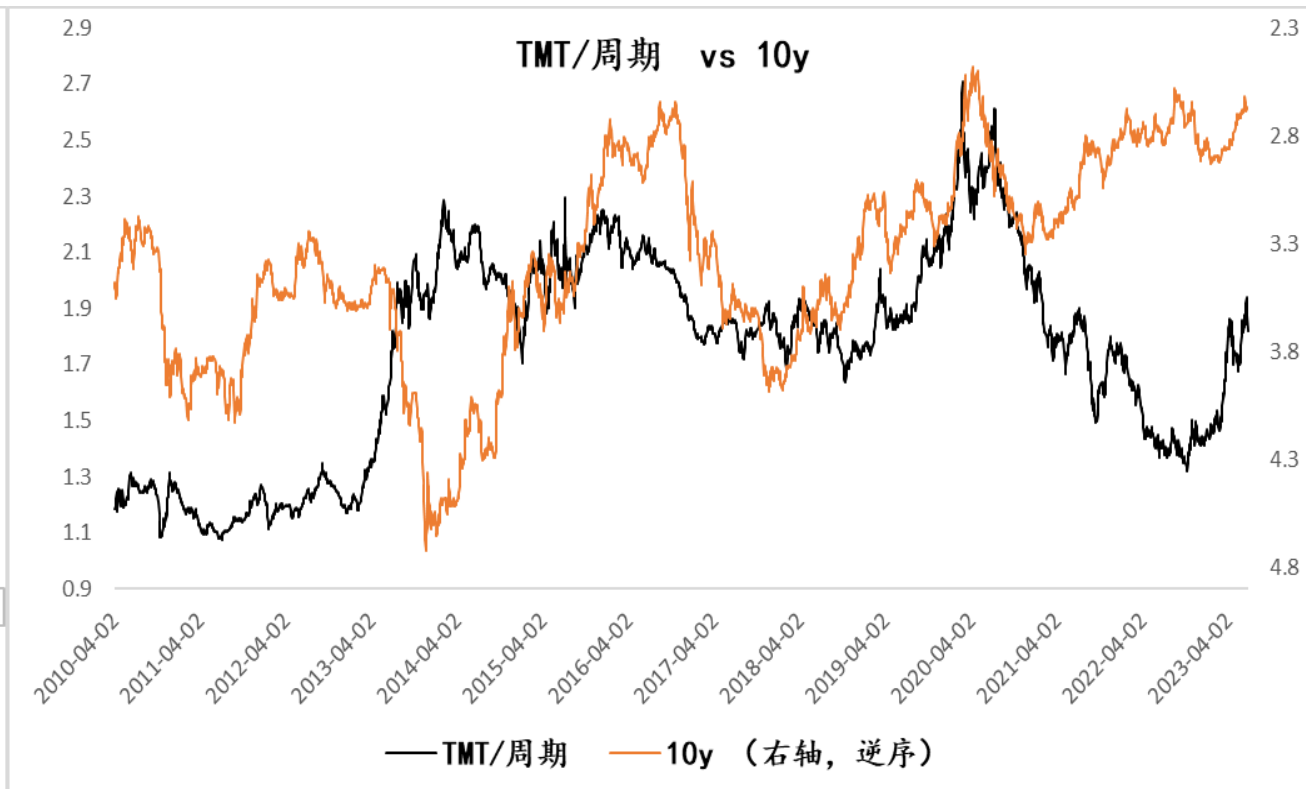
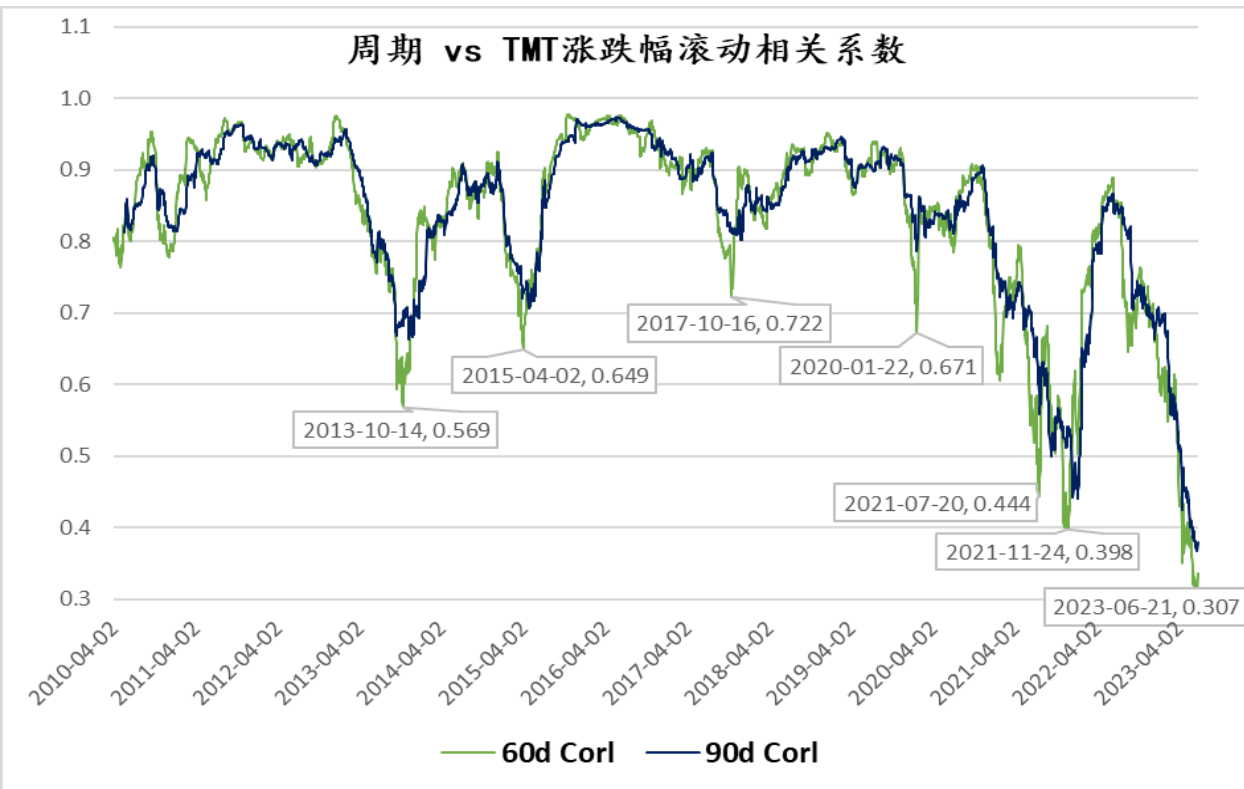


■ 行业指数超额收益与剩余流动性的相关系数

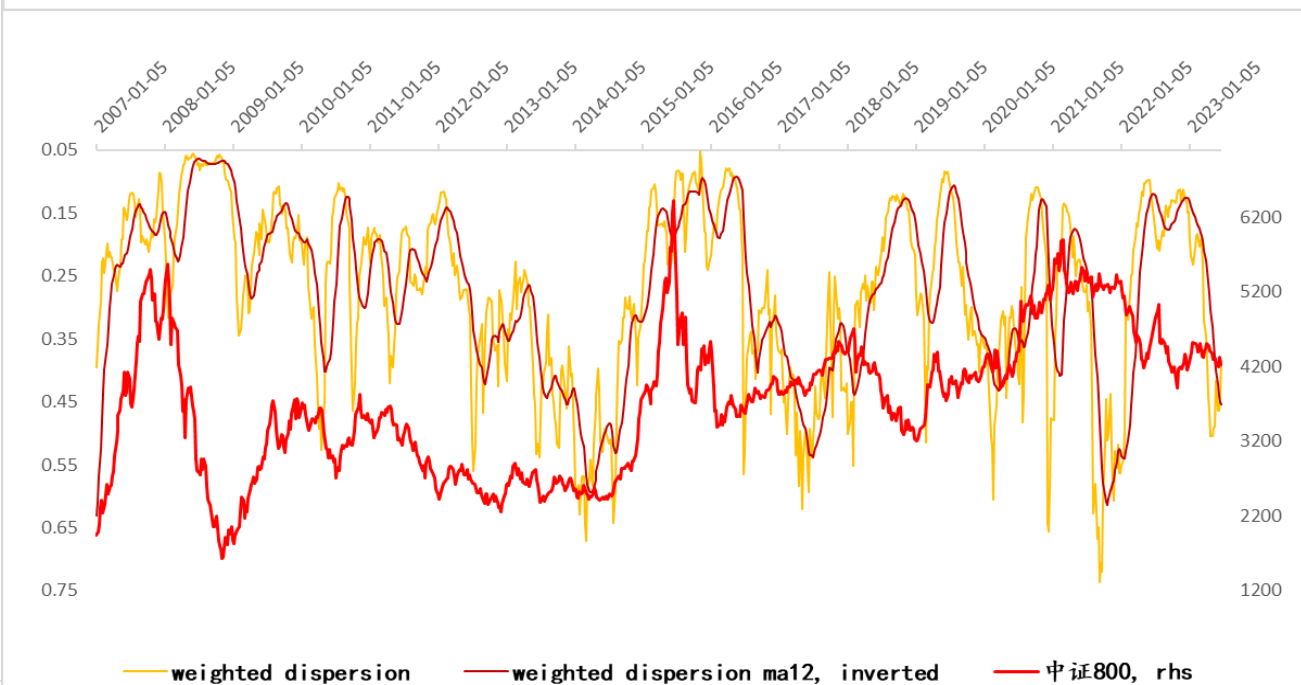
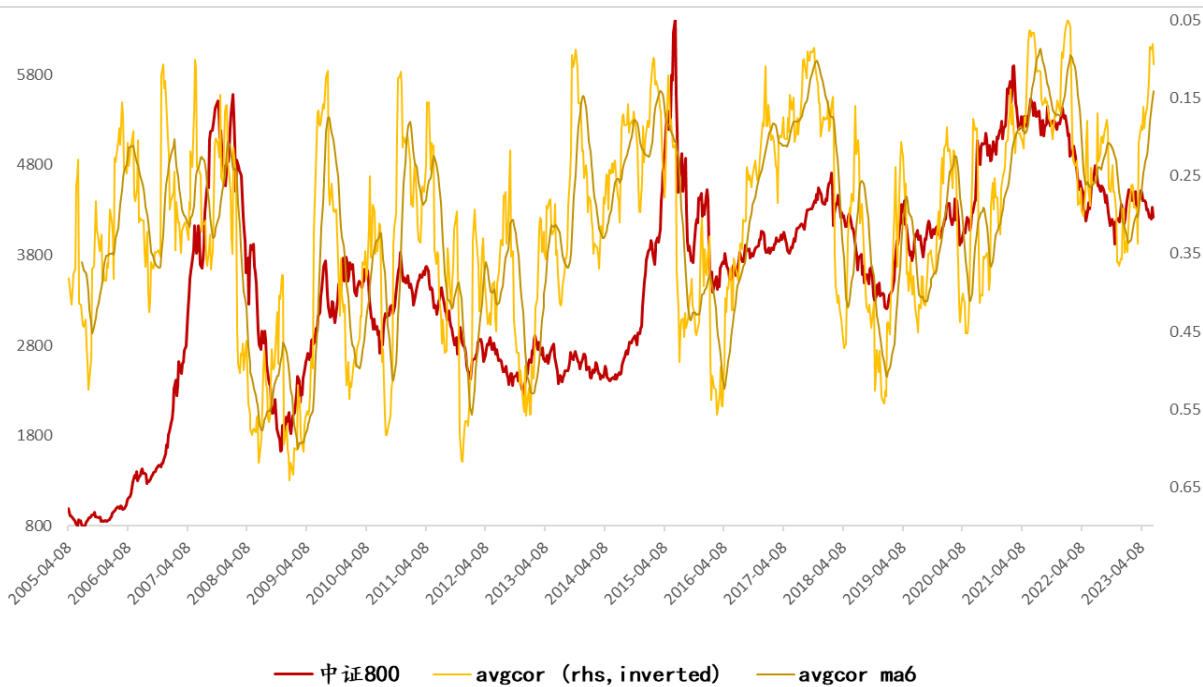
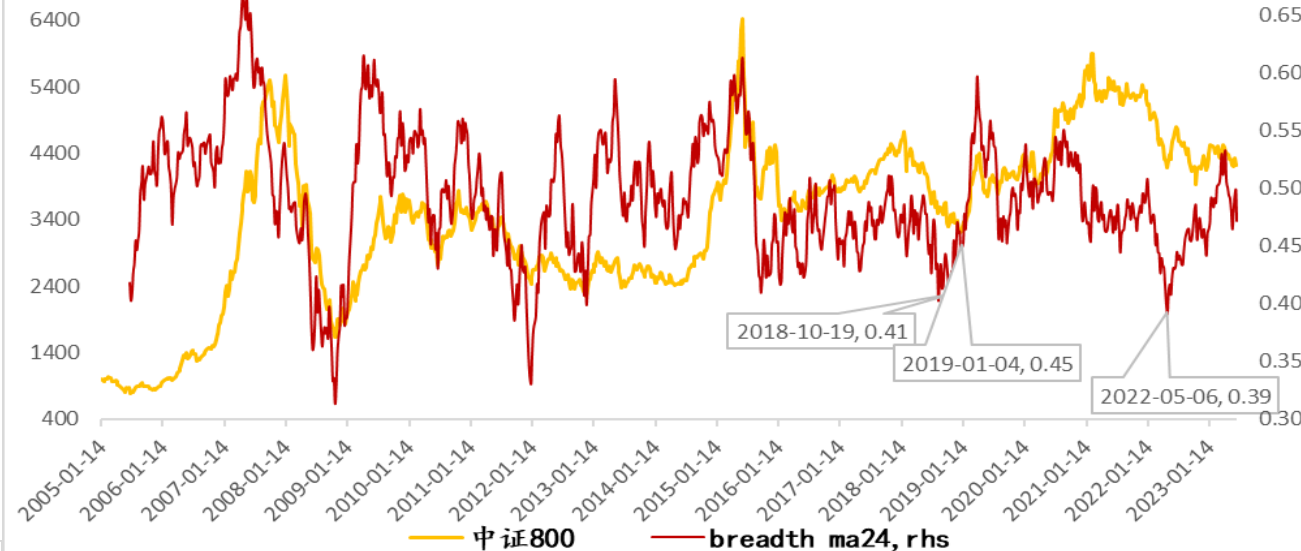
弱复苏一致预期下的剩余流动性淤积

◆ 顺周期与TMT的对立关系达到历史最极致：

- 周期与TMT涨跌幅的60日与90日滚动相关系数到达10年以来最低值；
- 经济弱+流动性宽松助推TMT跑赢周期行情，同时利率接近历史低位；但基于滚动相关系数极值的历史经验，利率往往是回落中继（17年Q4除外）。



- ◆ 个股配对滚动相关性均值回落接近低点（左下）；
- ◆ 市场宽度回落至偏低位置（右上）；
- ◆ 市场涨跌幅加权离散度明显抬升（右下）。



业绩

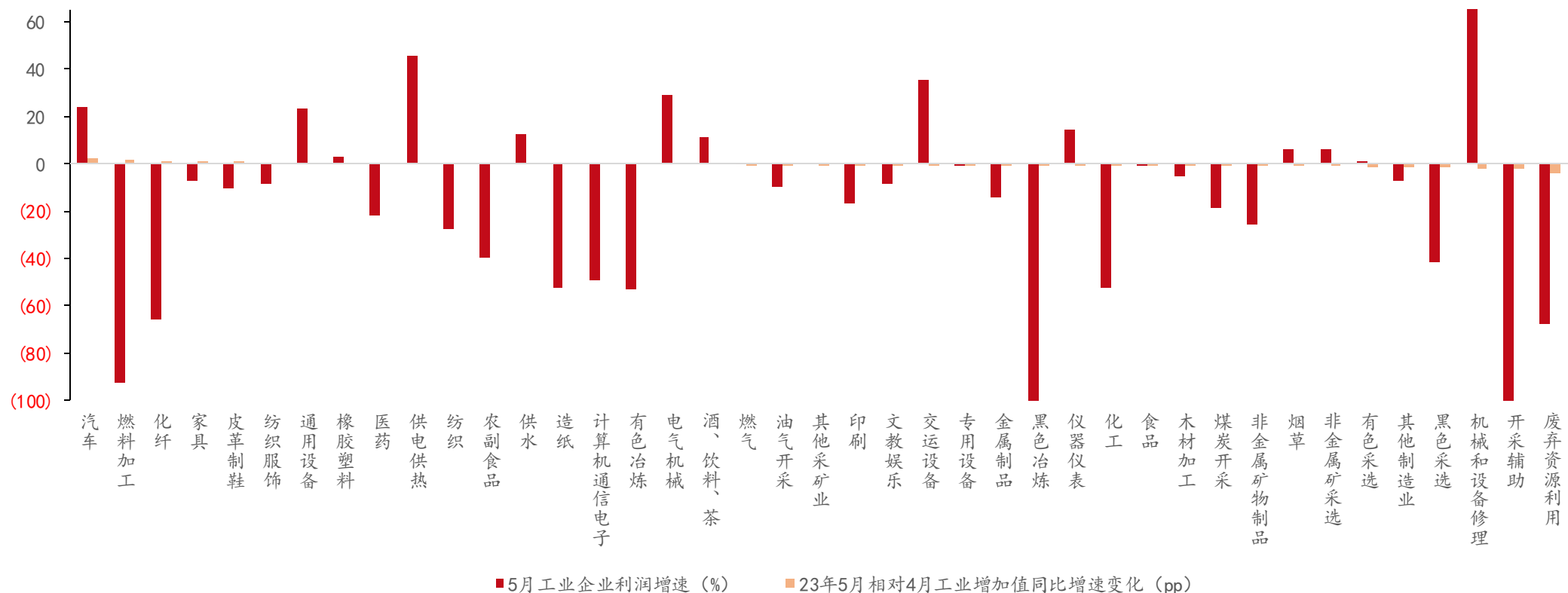
- 全A 23Q1利润增速转增，随着经济筑底，已经出现修复迹象，盈利能力仍在下行，尚待修复，结构上大蓝筹业绩韧性强，流通公用、金融地产、可选消费业绩改善明显；中游制造增速相对较高，但单季环比下行幅度最大；
- 一季报发布完成至今，非银、公用事业、纺服、交运、军工23年业绩预期有调升，石油石化、银行、煤炭、地产业绩预期调降较多。

板块	营收yoy							归母净利润yoy						
	23Q1	22全年	22Q4	22Q3	22Q2	23Q1-22Q4	22Q4-22Q3	23Q1	22全年	22Q4	22Q3	22Q2	23Q1-22Q4	22Q4-22Q3
万得全A	3.8%	6.6%	2.9%	7.2%	5.7%	0.9%	-4.3%	1.4%	0.8%	-7.0%	0.9%	1.3%	8.5%	-7.9%
全A非金融	3.3%	8.1%	4.4%	8.9%	6.2%	-1.1%	-4.6%	-5.8%	0.7%	-15.5%	-0.2%	-0.9%	9.6%	-15.3%
全A两非	3.9%	6.6%	3.6%	7.9%	4.2%	0.3%	-4.3%	-6.5%	-1.5%	-20.6%	-1.6%	-3.0%	14.2%	-19.0%
主板	3.5%	5.7%	1.9%	6.0%	4.9%	1.6%	-4.1%	2.2%	0.3%	-6.9%	-0.7%	0.9%	9.1%	-6.2%
创业板	11.2%	19.1%	15.6%	23.9%	17.6%	-4.4%	-8.3%	-6.9%	9.8%	21.4%	28.6%	10.7%	28.3%	-7.2%
科创板	0.3%	29.2%	20.8%	31.3%	25.6%	-20.5%	-10.5%	-52.4%	5.6%	-27.0%	13.2%	-0.2%	25.4%	-40.2%
上证50	2.1%	9.4%	1.1%	9.6%	12.4%	1.1%	-8.6%	-2.4%	4.5%	-10.1%	1.7%	11.6%	7.6%	-11.7%
科创50	13.4%	43.0%	33.5%	48.0%	40.9%	-20.1%	-14.5%	-5.3%	35.8%	14.5%	38.3%	17.6%	19.8%	-23.8%
沪深300	5.0%	8.9%	3.8%	9.5%	9.1%	1.2%	-1.2%	-1.7%	3.7%	-5.3%	4.2%	6.1%	3.6%	-9.4%
中证500	3.3%	3.6%	2.1%	2.7%	0.2%	1.2%	-0.6%	-2.2%	-18.4%	-43.0%	-20.6%	-21.1%	40.8%	-22.4%
中证1000	1.4%	3.1%	0.1%	4.4%	0.9%	1.3%	-4.3%	-10.0%	-12.0%	-78.8%	-7.9%	-6.4%	68.8%	-70.9%

数据来源：wind，西南证券整理

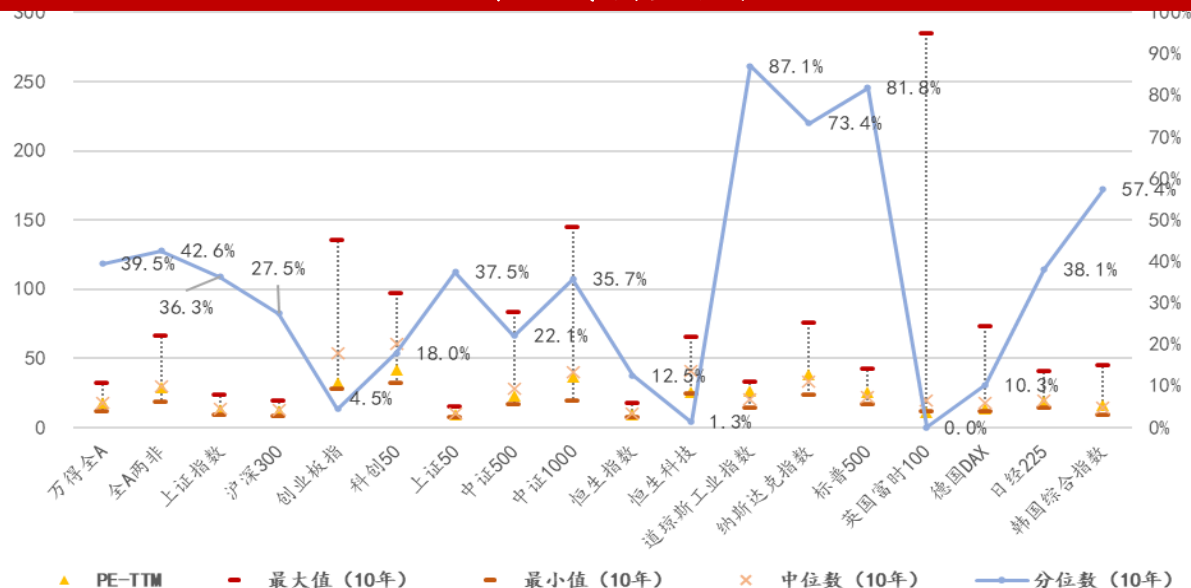
大类板块	一级行业	营收YoY										归母净利润YoY						归母净利润业绩预期变化 (算数平均, 亿元)			
		23Q1	22全年	23Q1历史分位数 (2018至今)	22Q4	22Q3	22Q2	23Q1-22Q4	22Q4-22Q3	单季增速变化图 (2019年至今)	23Q1	22全年	23Q1历史分位数 (2018至今)	22Q4	22Q3	22Q2	23Q1-22Q4	22Q4-22Q3	单季增速变化图 (2019年至今)	4/1至今	5/1至今
上游周期	煤炭	-0.6%	7.6%	15.0%	-13.1%	0.1%	19.4%	12.5%	-13.2%		2.0%	49.1%	25.0%	-6.5%	24.6%	97.9%	8.4%	-31.1%		-10.9	-3.3
	石油石化	0.3%	24.0%	30.0%	13.4%	20.0%	29.3%	-3.1%	-6.6%		-9.6%	30.5%	40.0%	15.3%	15.8%	41.9%	-24.9%	-0.5%		-9.8	-3.7
	有色金属	3.1%	14.3%	5.0%	6.8%	8.4%	15.5%	3.7%	-1.5%		-21.6%	67.2%	20.0%	36.0%	34.0%	71.6%	-24.9%	2.0%		-5.0	-1.8
	基础化工	-6.9%	14.7%	5.0%	2.0%	8.3%	26.1%	-8.8%	-6.4%		-47.0%	-5.9%	10.0%	-44.4%	-28.1%	14.7%	-2.6%	-16.3%		-2.2	-0.8
	钢铁	-5.1%	-6.4%	15.0%	-6.3%	-17.3%	-4.7%	1.2%	11.0%		-69.7%	-73.1%	15.0%	-137.9%	-111.8%	-65.1%	68.2%	-26.1%		-4.2	-0.2
中游制造	建筑材料	0.1%	-12.7%	25.0%	-17.2%	-15.2%	-12.3%	17.3%	-2.0%		-64.5%	-46.2%	5.0%	-78.5%	-53.2%	-33.4%	13.9%	-25.2%		-1.8	-0.6
	机械设备	1.4%	-1.8%	15.0%	2.1%	2.1%	-9.7%	-0.7%	-0.1%		-4.6%	-8.8%	30.0%	45.0%	-10.1%	-19.3%	-49.6%	55.1%		-0.6	-0.2
	电力设备	23.9%	43.5%	60.0%	38.7%	47.2%	40.4%	-4.9%	-8.5%		31.5%	80.3%	45.0%	130.8%	65.3%	90.5%	-9.3%	65.4%		-1.4	-0.6
	国防军工	4.1%	7.9%	35.0%	4.2%	12.1%	5.1%	0.0%	30.0%		-4.8%	-7.8%	40.0%	-61.7%	8.1%	-0.4%	56.9%	-69.8%		-0.5	0.0
TMT	电子	-7.6%	-1.4%	0.0%	-3.7%	4.0%	-5.2%	-3.9%	-7.7%		-58.5%	-28.5%	5.0%	-51.7%	-34.1%	-21.9%	-6.8%	-17.6%		-1.3	-0.6
	通信	8.6%	9.3%	60.0%	6.9%	8.7%	9.5%	1.8%	-1.8%		9.0%	17.2%	55.0%	22.7%	12.9%	35.8%	-3.7%	9.8%		-2.9	-0.1
	计算机	-1.2%	0.8%	15.0%	-7.0%	2.0%	0.3%	5.8%	90.0%		53.7%	-46.7%	90.0%	-50.8%	-54.4%	-36.1%	104.5%	3.6%		-0.8	-0.5
必选消费	传媒	-0.8%	-6.2%	50.0%	-7.0%	-3.8%	-12.1%	6.2%	-3.2%		17.9%	-66.9%	75.0%	-1613.9%	-34.5%	-31.5%	1631.9%	-1579.5%		-0.6	-0.4
	农林牧渔	15.6%	12.7%	55.0%	21.2%	20.9%	7.2%	-5.7%	0.3%		70.8%	155.0%	60.0%	147.4%	186.4%	166.2%	-6.6%	-39.0%		-5.9	-2.2
	食品饮料	10.7%	7.5%	50.0%	8.3%	8.7%	6.4%	2.4%	65.0%		18.2%	12.3%	65.0%	11.8%	11.9%	9.7%	6.4%	-0.1%		-2.0	-1.0
	纺织服装	3.9%	-2.8%	60.0%	-17.0%	-0.8%	-3.1%	21.0%	-16.2%		-5.3%	-42.7%	65.0%	-520.0%	-27.3%	-29.1%	514.7%	-492.3%		-0.4	0.7
可选消费	医药生物	2.0%	9.5%	5.0%	7.9%	9.5%	6.6%	-6.0%	-1.6%		-27.8%	-6.3%	15.0%	-76.3%	1.9%	-7.5%	48.5%	-78.2%		-1.0	-0.3
	汽车	4.4%	3.9%	55.0%	14.4%	23.7%	-14.9%	-9.9%	-9.3%		6.5%	-1.4%	60.0%	302.7%	37.5%	-27.6%	-296.3%	265.2%		-1.9	-0.8
	家用电器	3.5%	-0.4%	35.0%	-8.7%	0.9%	0.9%	12.2%	-9.6%		13.3%	9.8%	55.0%	1.2%	10.9%	14.4%	12.2%	-9.8%		-2.7	-1.5
	美容护理	5.6%	7.4%	45.0%	6.8%	9.9%	9.1%	-1.2%	-3.0%		29.8%	-35.2%	75.0%	-86.0%	-18.6%	-5.8%	115.7%	-67.3%		-0.8	-0.4
	轻工制造	-8.4%	2.0%	5.0%	-5.3%	3.8%	5.0%	-3.1%	-9.1%		-27.7%	-32.4%	30.0%	-147.2%	-13.9%	-31.2%	119.5%	-133.3%		-0.7	-0.4
金融地产	社会服务	19.3%	-6.6%	75.0%	-4.2%	1.2%	-19.5%	23.5%	-5.4%		139.8%	-41.7%	85.0%	-5.8%	4337.3%	-138.6%	145.6%	-4343.0%		-0.3	-0.1
	银行	1.4%	0.7%	10.0%	-5.8%	-1.3%	4.1%	7.2%	-4.3%		2.4%	7.6%	15.0%	6.2%	9.0%	6.2%	-3.8%	-2.8%		-38.3	-3.7
	非银金融	15.7%	-5.4%	80.0%	-10.2%	-5.1%	0.9%	26.0%	-5.1%		64.7%	-27.0%	85.0%	-47.5%	-29.6%	0.8%	112.2%	-17.9%		-2.6	1.5
	房地产	2.6%	-8.5%	30.0%	-0.9%	-9.2%	-16.6%	3.5%	8.3%		-22.9%	-338.1%	35.0%	-93.6%	-110.8%	-74.3%	70.6%	17.2%		-5.7	-3.3
	建筑装饰	7.4%	7.4%	30.0%	4.4%	8.0%	5.4%	3.0%	-3.6%		12.3%	10.1%	65.0%	59.5%	1.2%	2.0%	-7.2%	58.3%		-5.8	-1.7
流通公用	公用事业	3.7%	14.4%	15.0%	5.3%	22.2%	14.8%	-1.7%	-16.8%		40.7%	55.8%	70.0%	98.3%	104.5%	-9.2%	-57.6%	-6.2%		2.6	0.8
	环保	2.0%	-1.7%	20.0%	1.7%	-4.8%	-7.0%	0.3%	6.5%		1.3%	-13.3%	55.0%	-50.8%	2.4%	-13.4%	52.1%	-53.2%		-1.3	-0.4
	交通运输	3.8%	7.9%	20.0%	2.3%	7.9%	4.7%	1.5%	-5.5%		3.2%	-44.5%	60.0%	-107.7%	-35.6%	-47.9%	110.9%	-72.0%		-2.6	0.6
	商贸零售	1.4%	-9.1%	40.0%	-14.2%	-2.5%	-9.1%	15.6%	-11.7%		32.4%	60.9%	80.0%	38.1%	-39.7%	-20.7%	-5.8%	77.8%		-0.6	0.0
综合	18.8%	-7.9%	90.0%	-6.9%	2.2%	-18.8%	25.7%	-9.1%		82.5%	-83.1%	90.0%	-33.5%	586.1%	-62.5%	116.0%	-619.3%		-0.6	0.0	

- 5月相对4月工业企业增加值累计同比增速提升居前(>1pp)的行业有：汽车、燃料加工、化纤、家具、皮革制鞋；下滑居前(<-1.5pp)的行业有：废弃资源利用、开采辅助、机械和设备修理、黑色采选、其他制造业；
- 5月工业企业利润增速累计同比居前(>20%)的行业有：机械和设备修理、供电供热、交运设备、电气机械、汽车、通用设备；下滑较多(<-50%)的行业有：开采辅助、黑色冶炼、燃料加工、废弃资源利用、化纤。



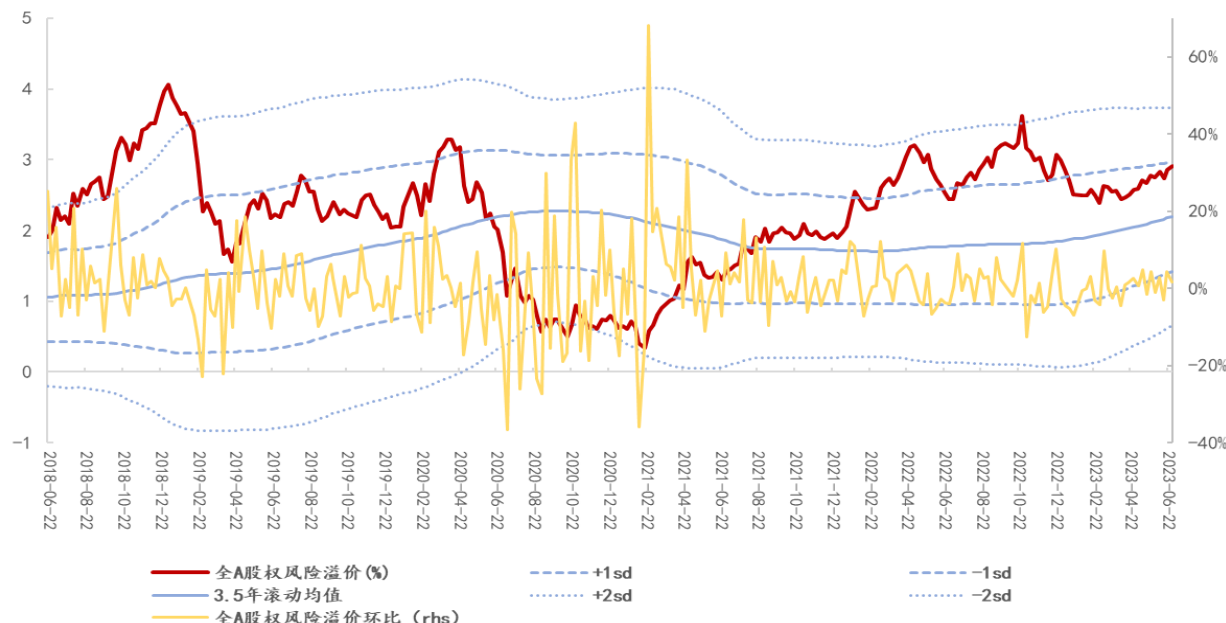
- 全A股权风险溢价（3.5年）走高，截止6月30日为2.91%，5年82%分位，接近+1sd；
- 全球主要指数二季度走高，A股指数均回调，创业板指处于10年4.5%低位；
- 截止6/30，有色/食品饮料/社会服务/煤炭/农林牧渔/电力设备 PE分位数处于历史低位。

全球主要指数估值



A股各行业估值

大类板块	一级行业	PE-TTM (6/30)	1年PE分位数	3年PE分位数	5年PE分位数	10年PE分位数	PE2023e	PE-TTM (3/31)	二季度估值变化
上游周期	煤炭	6.11	7.84%	2.59%	1.56%	0.78%	6.30	6.78	-0.67
	石油石化	14.11	86.27%	60.38%	47.26%	23.63%	9.20	11.64	2.47
	有色金属	13.28	1.96%	0.64%	0.39%	0.19%	12.25	13.81	-0.53
	基础化工	16.66	92.15%	37.01%	31.25%	15.62%	15.22	15.55	1.11
中游制造	钢铁	23.13	94.11%	98.05%	98.82%	59.37%	15.40	17.88	5.25
	建筑材料	18.15	86.27%	95.45%	97.26%	55.46%	13.03	16.94	1.21
	机械设备	32.06	86.27%	90.90%	92.18%	57.03%	27.69	31.60	0.46
	电力设备	22.11	13.72%	4.54%	3.90%	1.95%	19.02	26.21	-4.10
TMT	国防军工	58.16	88.23%	42.85%	44.14%	24.21%	45.04	53.85	4.31
	电子	44.76	96.07%	72.07%	76.95%	46.48%	30.67	34.24	10.52
	通信	34.77	96.07%	54.54%	38.67%	22.07%	19.23	31.12	3.65
	计算机	69.69	92.15%	77.27%	83.59%	79.68%	51.79	65.15	4.54
必选消费	传媒	47.55	88.23%	90.25%	92.96%	62.69%	34.42	42.54	5.01
	农林牧渔	28.65	7.84%	48.70%	45.31%	27.53%	28.74	98.03	-69.38
	食品饮料	28.80	1.96%	0.64%	12.10%	33.20%	25.71	35.58	-6.78
	纺织服装	25.19	94.11%	48.05%	61.32%	42.96%	30.05	24.03	1.16
可选消费	医药生物	26.92	86.27%	33.76%	25.00%	12.50%	25.46	23.95	2.97
	汽车	30.40	23.52%	50.00%	69.92%	83.98%	27.17	30.79	-0.39
	家用电器	14.83	82.35%	35.71%	36.32%	33.39%	14.65	14.50	0.33
	美容护理	44.95	54.90%	35.06%	60.15%	69.53%	39.47	57.28	-12.33
金融地产	轻工制造	30.15	60.78%	82.46%	89.45%	51.17%	22.45	31.09	-0.94
	社会服务	84.34	7.84%	35.06%	60.93%	79.10%	112.42	122.90	-38.56
	银行	4.68	9.80%	3.24%	1.95%	2.53%	4.59	4.75	-0.07
	非银金融	13.86	29.41%	33.76%	21.48%	18.16%	12.82	16.45	-2.59
流通公用	房地产	13.88	70.58%	90.25%	94.14%	62.50%	-61.35	13.97	-0.09
	建筑装饰	9.65	43.13%	52.59%	42.57%	23.82%	9.39	9.76	-0.11
	公用事业	24.91	33.33%	61.68%	76.95%	72.26%	16.50	24.38	0.53
	环保	21.85	45.09%	59.74%	49.21%	24.60%	20.67	20.49	1.36
综合	交通运输	12.76	76.47%	28.57%	17.18%	9.57%	15.16	12.38	0.38
	商贸零售	34.63	35.29%	78.57%	87.10%	69.72%	46.24	38.27	-3.64
	综合	42.03	13.7%	31.8%	57.4%	40.2%	-42.70	44.93	-2.90



基于宏观经济面和市场面马氏距离的行业轮动策略

◆ 2023年6月份识别出来的最相似历史宏观场景对应2021年9月，从底层指标来看主要是利率和PMI相似度较高：2021年9月处在经济下行周期的中继，2023年6月则是疫后需求集中回补释放后自然地进入一个环比下滑的区间，因此两段时间利率和PMI均在一个“山腰”的位置，匹配度较高。

◆ 目前宏观经济面多头组合在23年7月份配置的是家电、银行和非银金融；市场面多头组合配置房地产、银行和建筑。

根据宏观指标计算的每个月当期马氏距离



数据来源：wind，西南证券整理

	宏观经济面多头组合				市场面多头组合			
2022-07	电力设备及新能源	食品饮料	家电	农林牧渔	计算机	轻工制造	建筑	银行
2022-08	电子	传媒			食品饮料	医药	钢铁	煤炭
2022-09	钢铁	建筑	煤炭		食品饮料	传媒		
2022-10	计算机				银行	家电	房地产	食品饮料
2022-11	国防军工	食品饮料	交通运输		家电	食品饮料	电子	
2022-12	计算机	电力设备及新能源	汽车		煤炭	消费者服务	银行	
2023-01	计算机	传媒			综合	银行	非银行金融	房地产
2023-02	国防军工	计算机	煤炭	电子	消费者服务	食品饮料	电子	通信
2023-03	食品饮料	消费者服务	电力设备及新能源		消费者服务	国防军工	食品饮料	农林牧渔
2023-04	医药	消费者服务			电子	建材	通信	食品饮料
2023-05	医药	食品饮料	电子		电子	传媒		
2023-06	煤炭	有色金属	食品饮料		国防军工	消费者服务	食品饮料	
2023-07	家电	银行	非银行金融		银行	房地产	建筑	

- 去年底的两大拐点交易（中国复苏，美国衰退）持续了一个季度后，在二季度遭遇波折，归纳+演绎框架的失效使得市场陷入宏大叙事疲劳；
- Q3是一系列领先指标的底部和美国一系列指标的底部拐点，三季度美国不管是否会落入传统意义上的衰退，经济数据明显走弱的概率更大一些，可能再次迎来预期的扭转；国内短周期领先指标继续指向向上，但对幅度的指示有所失灵；
- 行情演绎的核心依然是中美基本面的相对强弱，但对于美国来说，通胀的居高不下使得“中国的复苏”隐含了一个再通胀因子；所以本轮美元指数的走弱和全球流动性的反弹可能一波三折。
- 下半年，市场可能面对两个拐点组合，四种节奏，两拐点重叠依然是较为苛刻的条件，所以维持现状or实现其中一个概率更大。弱复苏是当前的一致预期，若预期足够低时，中国是否强复苏相对海外是否衰退的影响权重更大。
- 顺周期板块自去年年底反弹，但今年3月份之后又重新回落，假若下半年国内强复苏+海外不衰退，顺周期板块可能再度有投资机会，综合估值和利润预期来看，普钢、自动化设备、化学纤维和保险或许存在机会；流动性淤积环境更有利于TMT行情，若国内未能实现超预期复苏，TMT行情大概率延续，在上半年的TMT行情中，AI较强落地应用预期和AI+游戏跑赢，存储、半导体设备、半导体材料相对跑输，国内复苏外溢效应下，下半年将见到全球半导体景气拐点，建议关注半导体板块。
- 风险提示：政策或低于预期；统计偏差；海外通胀或超预期；地缘政治风险等。



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

分析师：常潇雅
执业证号：S1250517050002
电话：021-58351932
邮箱：cxya@swsc.com.cn

联系人：程睿智
电话：17512071816
邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	卞黎昶	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	巢语欢	销售经理	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				