

宏观

证券研究报告

2023年05月07日

当前市场的交易逻辑

国内政策优先顺序上，国产替代和产业升级具备更高的优先度，四月政治局会议也表达了总量不刺激的政策态度。（详见《逐字逐句解读 4 月政治局会议》，2023 年 4 月 29 日）

微观层面上，居民对收入明显改善的预期并不强，投资意愿也没有被唤醒，导致市场的微观流动性并不理想。

二季度宏观上基本面和政策面都难超预期，增量资金仍需等待，市场存量博弈走向极端后，情绪逐渐冷却也在情理之中。

前期强势的 TMT 板块拥挤度处在高位，短期的盈亏比下降明显，风险偏好较低的投资人逐渐开始撤离。如果市场风险偏好无法持续提升，低估值高股息的防御板块可能持续受到青睐。

风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522100002
linyanyan@tfzq.com

相关报告

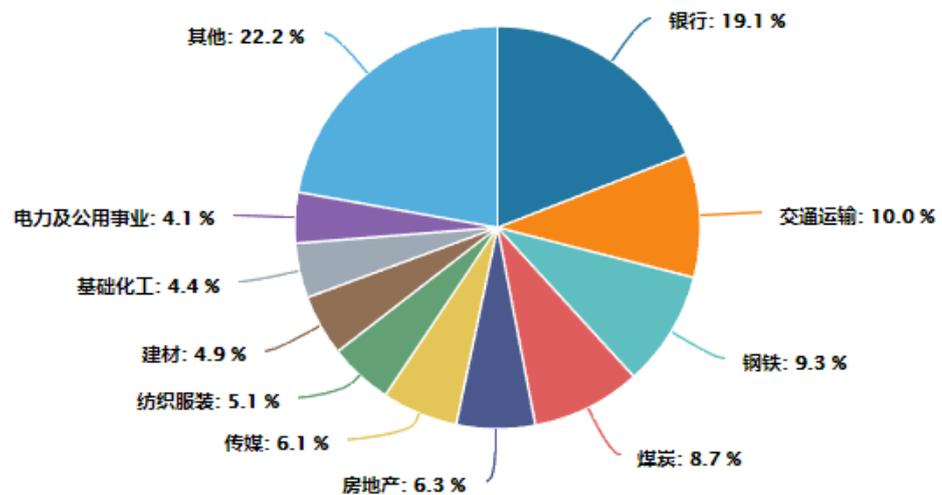
- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-5 月第 1 周》 2023-05-03
- 2 《宏观报告：大盘风格相对占优——23 年 4-6 月资产配置报告》 2023-05-03
- 3 《宏观报告：宏观-分化的 PMI》 2023-05-01

年初至今的表现较好的 TMT 板块近期开始出现回调，万得 TMT 指数从 4 月 13 日的高点已经下跌接近 9%。与此同时，常被视作避险资产的高股息板块开始加速上涨。中证红利指数年初至今上涨超 12%，在市场整体震荡的 4 月至今单边走强，上涨 7.0%，显著跑赢了大多数宽基指数和风格指数。从交易维度上看，市场的风险偏好已经开始下降。

具体看中证红利指数的行业分布，主要集中于金融和周期，其中银行占比 19.1%，占比前五的一级行业（银行、交通运输、钢铁、煤炭和房地产）总权重接近 53%。4 月以来涨幅贡献最高的行业为传媒（34%）、银行（30%）和交通运输（18%），合计贡献涨幅的 82%。

中证红利指数的上涨部分来自于以金融为代表的避险情绪（经济虽仍在复苏但环比走弱，流动性环境连续两个季度走紧，金融行业进攻属性偏弱），部分来自于以传媒为代表的主题交易。

图 1：中证红利行业分布

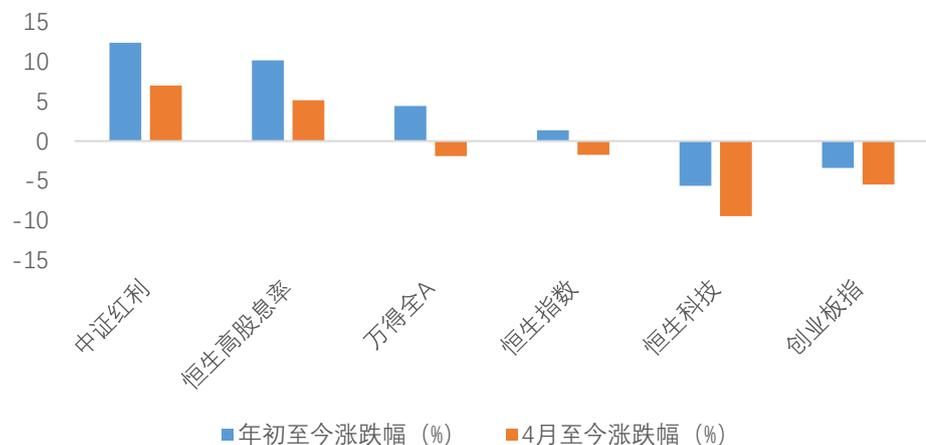


资料来源：Wind，天风证券研究所

另一个代表性的指数是港股的恒生高股息率指数，年初至今上涨 10.17%，四月至今上涨 5.14%。虽然涨幅较 A 股红利指数表现较弱，但相较恒生指数和恒生科技指数都有明显的超额收益。

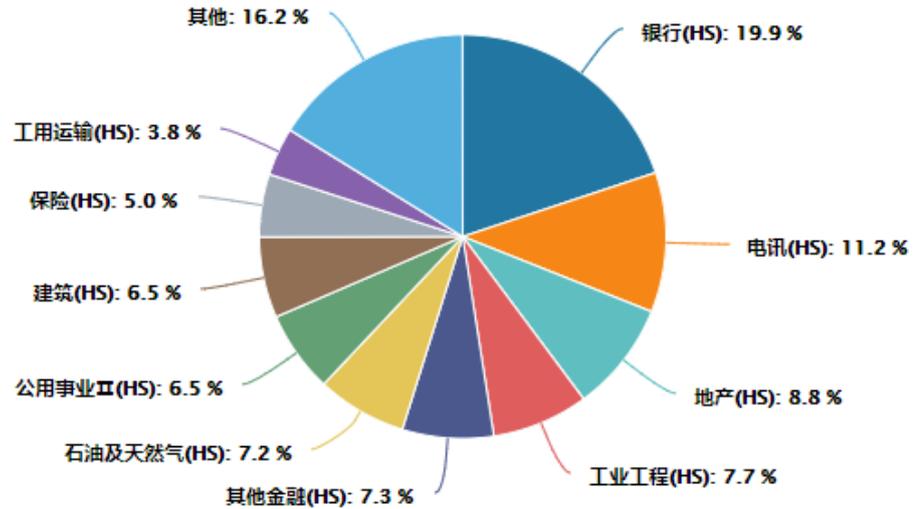
恒生高股息指数的行业分布中占比前五的行业（银行、电讯、地产、工业工程和石油天然气）权重合计 55%，四月以来涨幅贡献前三的行业为银行（32%）、保险（21%）和电讯（13%）。港股情绪相对 A 股偏弱，避险情绪的定价也更加明显。

图 2：红利指数相对表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：恒生高股息指数行业分布

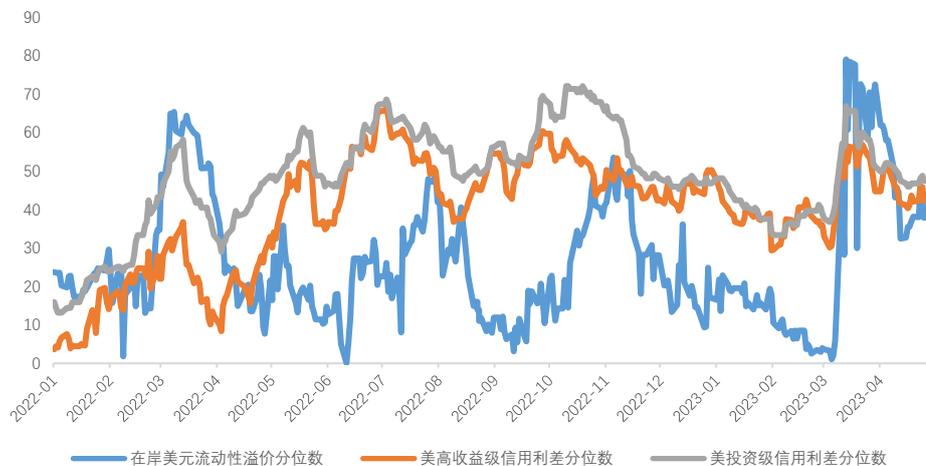


资料来源：Wind，天风证券研究所

宏观环境的变化可以解释市场情绪的阶段性降温。

外部环境中，美国银行业的流动性风险已经逐渐释放。从在岸美元的流动性溢价来看，目前美国的流动性环境已经快速回到偏宽松区间内（38%）。与此同时，同时投资级和高收益级信用利差也都回到中性偏宽松区间内（分别处在42%和47%分位），目前观测不到流动性危机传导到信用危机的迹象。

图 4：美国银行业的流动性风险已经逐渐释放



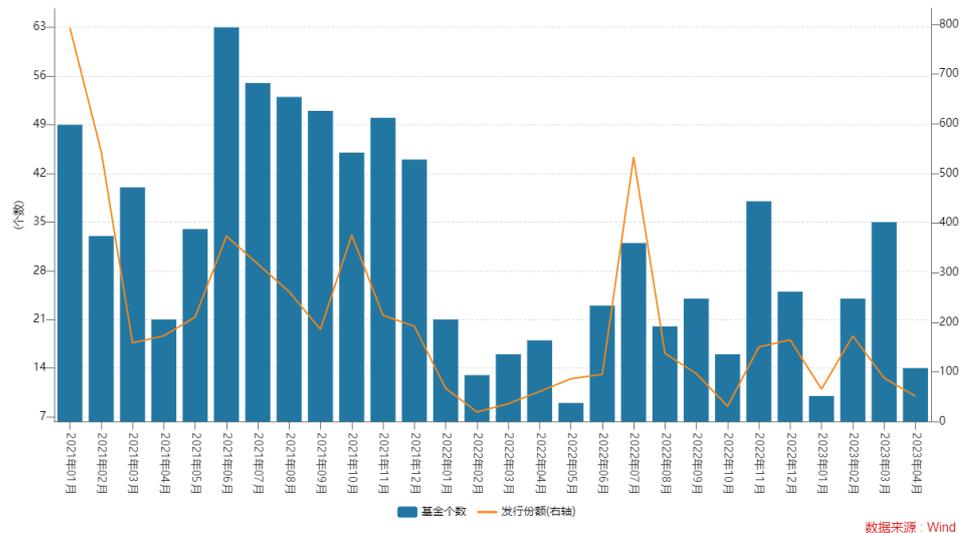
资料来源：Wind，天风证券研究所

美国不出现信用危机对中国来说，短期来看不是坏事，因为外需恶化的担忧有所缓解，出口的韧性有望维持（详见《今年出口或将再超预期》，2023年2月22日）。政策优先顺序上，国产替代和产业升级具备更高的优先度，四月政治局会议也表达了总量不刺激的政策态度。（详见《逐字逐句解读4月政治局会议》，2023年4月29日）微观层面上，地产修复环比走弱的颓势已显，居民对收入明显改善的预期并不强，一季度人民币存款增加15.39万亿元，同比多增4.54万亿元，在去年存款快速增长（2022年全年同比多增6.59万亿）的基础上进一步加速。

居民部门存款上升加快意味着投资意愿尚未被唤醒，这也解释了为什么广义货币增速很快（3月M2同比增长12.7%，是2016年5月以来的第二高点），但市场的微观流动性并不理想。无论是发行数量还是份额，公募基金的募集都没有明显的起色，并且数据从2月的高点重新开始回落。融资融券余额仅为21年高点的86%，在4月20日见到阶段性顶点之后也开始回落。

所以二季度宏观上基本面和政策面都难超预期，增量资金仍需等待，市场存量博弈走向极端后，情绪逐渐冷却也在情理之中。

图 5：公募基金的募集都没有明显的起色（右轴单位：亿份）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：融资融券余额仅为 21 年高点的 86%

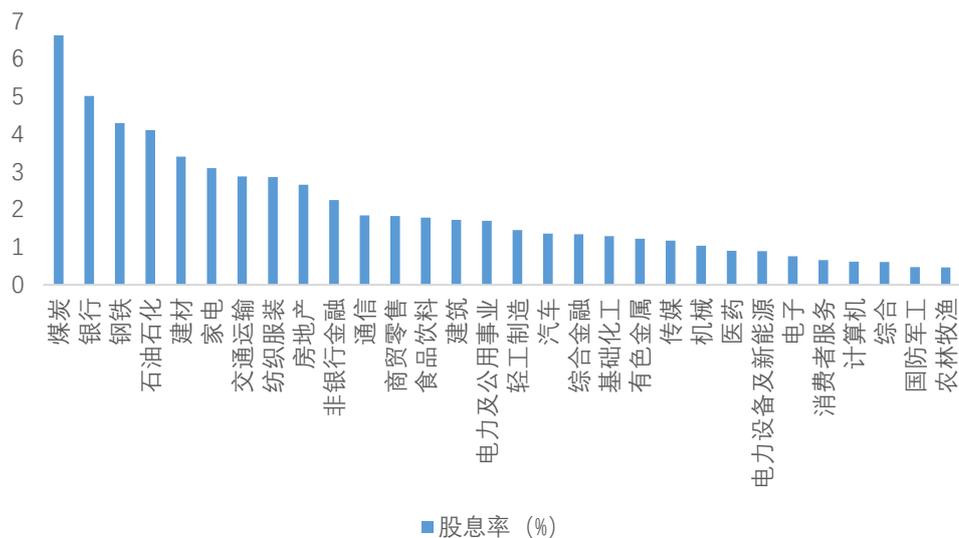


资料来源：Wind，天风证券研究所

前期强势的 TMT 板块拥挤度处在高位，短期的盈亏比下降明显，风险偏好较低的投资人逐渐开始撤离。电子、通信、计算机和传媒四个 TMT 一级行业交易拥挤度的平均值处在历史 90%分位，4 月中旬曾经一度达到 96%。目前除了传媒的交易拥挤度还没开始转向，其他行业的交易拥挤度都开始回落。

如果市场风险偏好无法持续提升，低估值高股息的防御板块可能持续受到青睐。截止 5 月 6 日，Wind 全 A 的股息率为 1.92%，相较年初小幅下降 0.14%，有 10 个一级行业的股息率高于 Wind 全 A。其中，煤炭（6.62%）、银行（5.01%）、钢铁（4.30%）、石油石化（4.10%）和建材（3.40%）等一级行业的股息率排名相对靠前，其中钢铁和建材年初至今股息率还有所提升。

图 7：煤炭、银行、钢铁、石油石化和建材等一级行业的股息率排名相对靠前



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com