



# 藏器于身，待时而动

## ——2023年三季度资产配置报告



**HWABAO SECURITIES** / 撰写日期：2023年6月8日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）  
研究助理：郝一凡（执业证书编号：S0890122070027）

销售服务电话：021-20515355

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

## ✓ 宏观逻辑：

- 外部来看，一方面，欧美服务业、就业、通胀韧性强于预期的情况或将延续，海外加息预期仍然有变数；另一方面，海外地缘问题、高利率环境下金融领域风险等黑天鹅仍有可能发生。海外仍然面临不小的不确定性和波动风险。
- 内部来看，在一季度积压需求释放后，二季度观察期变量下行，经济内生动能减弱：1) 居民消费意愿不弱，但消费力受到就业、收入预期制约；2) 企业处于主动去库存周期；3) 积压需求释放后，地产销售回落；4) 5月出口超预期下行，外需压力有所上升。经济复苏斜率放缓，当前处于主动去库存周期，需等待企业利润增速回正的积极信号。
- 当前宏观政策定力较强，预计后续政策加码将以针对稳就业、扩内需、托底地产的政策为主，不宜过度期许地产及货币政策领域的大规模政策刺激。
- 国内经济复苏斜率放缓、政策稳健，利率短期偏震荡，后续或仍有下行空间。
- 外部波动风险仍然不可忽视，国内相对平稳但复苏斜率放缓，市场上行预期受到一定制约。三季度海内外不确定性仍然不低，市场或仍处于高波动、可预测性较低的阶段，对风险资产的投资需适当谨慎，通过多种策略降低组合波动风险。

## ✓ 资产配置观点：

✓ **股票：低配。** 6月市场或呈现先扬后抑整体走平的走势。三季度经济数据显著改善的可能性不高，A股走势依赖于政策力度，关注7月政策基调是否会有调整“待时而动”，若政策“下猛药”，则市场信心有望迅速回归，叠加政策对权益资产的大力支持和推动，A股走牛概率提升；若政策“下猛药”的预期落空，则A股将表现弱势。目前看政策“下猛药”可能性较低。国内经济复苏斜率继续放缓，拖累分子端盈利预期；欧美通胀仍然较高，加息尚未结束，国内货币政策偏稳健，分母端短期中性略偏利空；A股市场流动性目前主要以存量资金为主，资金面偏中性；经济放缓背景下市场博弈政策加码，短期形成一定支撑，但高质量发展基调下，针对性政策力度有限且短期难以有明显效果。现阶段大盘或震荡偏弱，行业较快轮动，赚钱效应不佳且主要集中在少数波动较大的板块。

✓ **债市：利率债：标配。** 当前较高的股债性价比、后续缺乏趋势性宽松空间等因素制约利率下行空间，但经济修复斜率继续放缓，利率也缺乏上行动力，由于风险偏好仍然不高，资金配置需求较强对利率债带来支撑，短期大概率维持震荡行情，维持标配。

**信用债：低配。** “资产荒”环境下，刚性配置需求为信用债提供支撑，但信用利差收敛至合理区间，难以进一步降低。要警惕当前地方政府债务化解进程中部分地区中低评级城投债务相关风险及其传导风险，充分考量配置期限及安全垫厚度。考虑到中低评级信用债潜在风险，及信用债上行空间受限，维持低配。

✓ **黄金：标配。** 短期美元偏强对黄金产生一定压制，且今年内降息预期减退，黄金年内上行空间有所降低。中长期来看，黄金的趋势性机会或将延后至年末或明年，考虑到未来欧美仍有金融风险再次暴露的可能，以及汇率波动因素，以人民币计价的黄金仍然具备配置长期价值。维持标配，但适当警惕短期调整压力。

✓ **风险：国际形势演变超预期；美国金融风险/经济衰退超预期；国内经济复苏不及预期。**

# 内容目录

- 01 市场回顾**
- 02 海外经济环境及政策影响**
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 市场结构与特征**
- 05 资产配置观点展望**
- 06 风险提示**



# 市场回顾：大类资产表现

## 2023年5月大类资产表现特征回顾：

- 2023年5月，全球股市继续表现分化，A股表现偏弱，港股持续下跌，美股表现较为亮眼。商品价格整体走弱。
- 5月A股整体震荡走弱。5月，经济复苏进程放缓，高频数据和官方公布的经济数据均体现出经济结构性矛盾仍未改善，市场情绪继续保持谨慎。同时，热门题材板块出现调整，大盘整体表现偏弱。
- 5月美国债务上限风险逐渐缓和，美元走强，美股表现亮眼。美国债务上限风险逐渐缓和，加上人工智能相关科技股提振，美股市场避险情绪改善。此外，市场对美联储降息预期消退，美元走强，金价小幅走弱。
- 原油价格持续回落。美国及欧洲核心通胀偏高，美联储及欧央行加息进程仍未结束，市场对于未来欧美衰退风险仍有所担忧，推动油价持续下行。
- 债市延续上涨走势。经济处于缓慢复苏阶段，5月债市配置需求较强，债市整体延续上涨。

资产类别		区间涨跌幅			
		2023年5月份	2023年4月份	2023年以来	2022年全年
A股	Wind全A	-3.31	-1.44	2.79	-18.66
	上证指数	-3.57	1.54	4.56	-15.13
	沪深300	-5.72	-0.54	-0.25	-21.63
	中证500	-3.10	-1.55	4.11	-20.31
	中证1000	-2.40	-2.22	5.49	-21.58
	创业板指	-5.65	-3.12	-4.84	-29.37
港股	恒生指数	-8.35	-2.48	-4.20	-15.46
	恒生中国企业指数	-8.04	-3.83	-4.13	-18.59
	恒生科技指数	-7.04	-9.35	-7.38	-27.19
海外股市	标普500	0.25	1.46	11.53	-19.44
	纳斯达克指数	5.80	0.04	26.51	-33.10
	德国DAX	-1.62	1.88	15.28	-12.35
	日经225	7.04	2.91	20.81	-9.37
	英国富时100	-5.39	3.13	2.09	0.91
	法国CAC40	-5.24	2.31	12.31	-9.50
债券	中债总财富指数	0.65	0.60	2.23	3.31
	中债信用债指数	0.51	0.44	2.48	2.52
	中证转债指数	-1.56	0.56	3.45	-10.02
商品	南华商品指数	-5.18	-4.11	-7.59	19.66
	ICE布油	-8.59	-0.33	-11.07	10.56
	COMEX黄金	-1.37	1.07	7.02	-0.28
汇率	美元指数	2.51	-0.91	0.54	7.84
	美元兑人民币	2.57	0.83	1.78	9.08



# 市场回顾：5月资金在热点题材板块中轮动

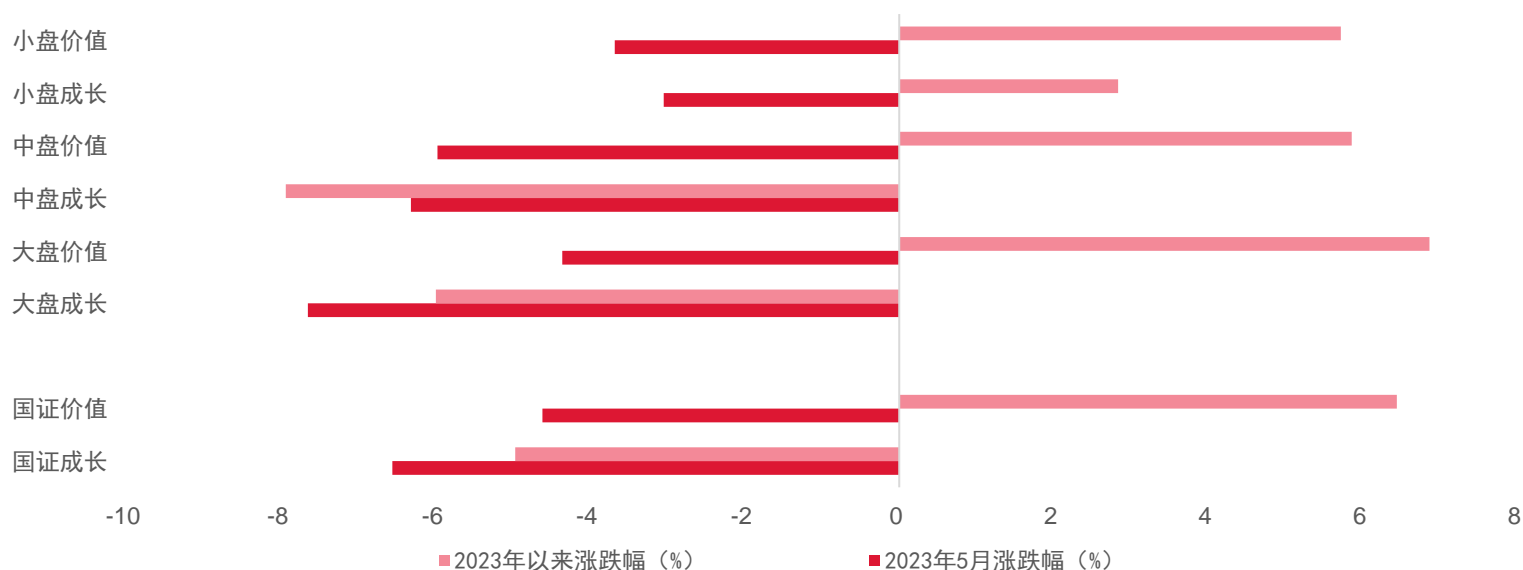
- 5月市场资金在热点题材中切换。

经济复苏进程放缓，多数资金仍保持谨慎态度，A股整体表现走弱。风格方面，5月价值风格表现优于成长风格，TMT相关板块持续调整，内部表现分化，并且白酒、新能源板块5月跌幅较大，成长风格表现较弱。受益于电力及公用事业的“中字头”成分股的上涨，价值风格跌幅略小于成长风格。

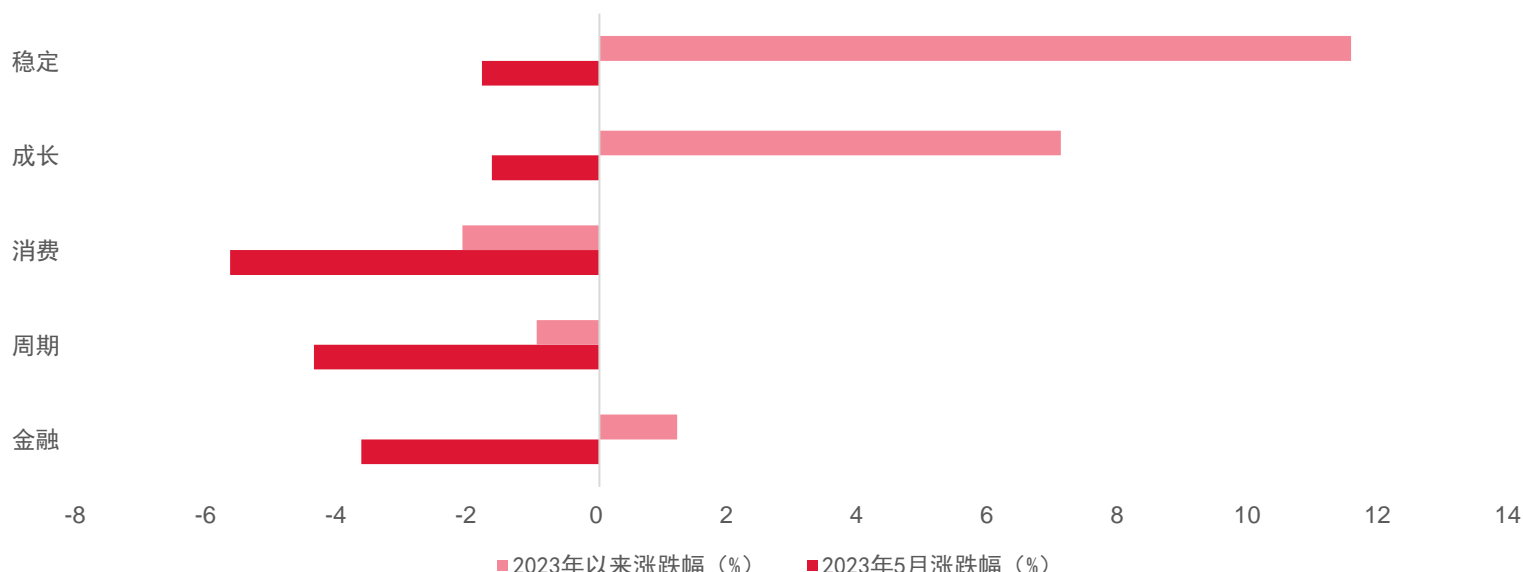
- 板块方面，5月稳定、成长板块表现相对较优。

5月稳定板块中，电力及公用事业的“中字头”成分股表现亮眼，带动稳定板块表现相对较优。此外，电子、通信以及计算机板块的上涨，带动成长板块走强。

## 5月价值表现优于成长



## 5月稳定、成长板块表现较优



- 2023年5月，多数板块走弱，热点题材板块表现分化。

5月资金仍在热点题材板块中轮动，但内部表现较为分化，其中TMT相关板块中电子、通信和计算机板块小幅上涨，但传媒板块出现回落。而“中字头”题材板块中，电力及公用事业表现亮眼。

- 与经济复苏强相关板块表现依旧偏弱。经济复苏斜率放缓，市场对于消费、周期等板块仍保持谨慎，相关板块整体表现偏弱。

## 2023年5月多数板块出现不同程度走弱

不同行业2023年5月份以及2023年以来表现（中信一级行业分类）



- 5月国债收益率下行，信用利差震荡走阔
- 利率债：5月国债收益率持续下降，3年期国债收益率逼近历史低位。国内官方经济数据体现出经济基本面的结构性问题仍未有效改善，市场复苏预期有所转弱，债市继续走强。
- 信用债方面，5月经济基本面仍然走弱，资金面流动性较为宽松，配置需求上升，信用债收益率小幅下行，但下行幅度不及国债收益率下行幅度，信用利差震荡走扩。中低等级信用债收益率下行幅度大于高等级信用债。

## 5月国债收益率下行，信用利差小幅走阔



# 商品回顾：商品价格普遍下跌

- 2023年5月，商品价格整体呈下行走势。
- 由于海外通胀预期波动，美联储加息终点延后，美元强势；且全球制造业PMI普遍表现较弱，市场仍担忧欧美后续的衰退风险，使得商品价格承压，欧佩克+内部的减产分歧也推动油价波动加剧。
- 工业金属价格方面，国内经济弱复苏，PMI持续回落，市场对于黑色系商品需求偏弱，工业金属价格出现不同程度的下跌。
- 美元短期偏强势，美国债务上限风险环节，短期来看，市场避险情绪有所下降，黄金和白银价格下跌。

商品种类		2023年5月涨跌幅 (%)	2023年以来涨跌幅 (%)
能源化工	ICE布油	-8.59	-11.07
	WTI原油	-11.89	-10.34
	CZCE PTA	-4.01	1.05
工业金属	DCE铁矿石	-0.56	-12.81
	SHFE螺纹钢	-5.97	-12.01
	SHFE热轧卷板	-4.20	-10.01
	LME铜	-5.65	-1.49
	LME铝	-4.63	-4.65
	LME锌	-14.94	-22.57
	LME铅	-6.38	-11.21
贵金属	COMEX黄金	-1.37	7.02
	COMEX白银	-5.68	-0.26
农产品	CBOT玉米	-6.76	-10.43
	CBOT大豆	-10.02	-11.01
	CBOT小麦	-4.20	-21.72



# 内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 市场结构与特征

05 资产配置观点展望

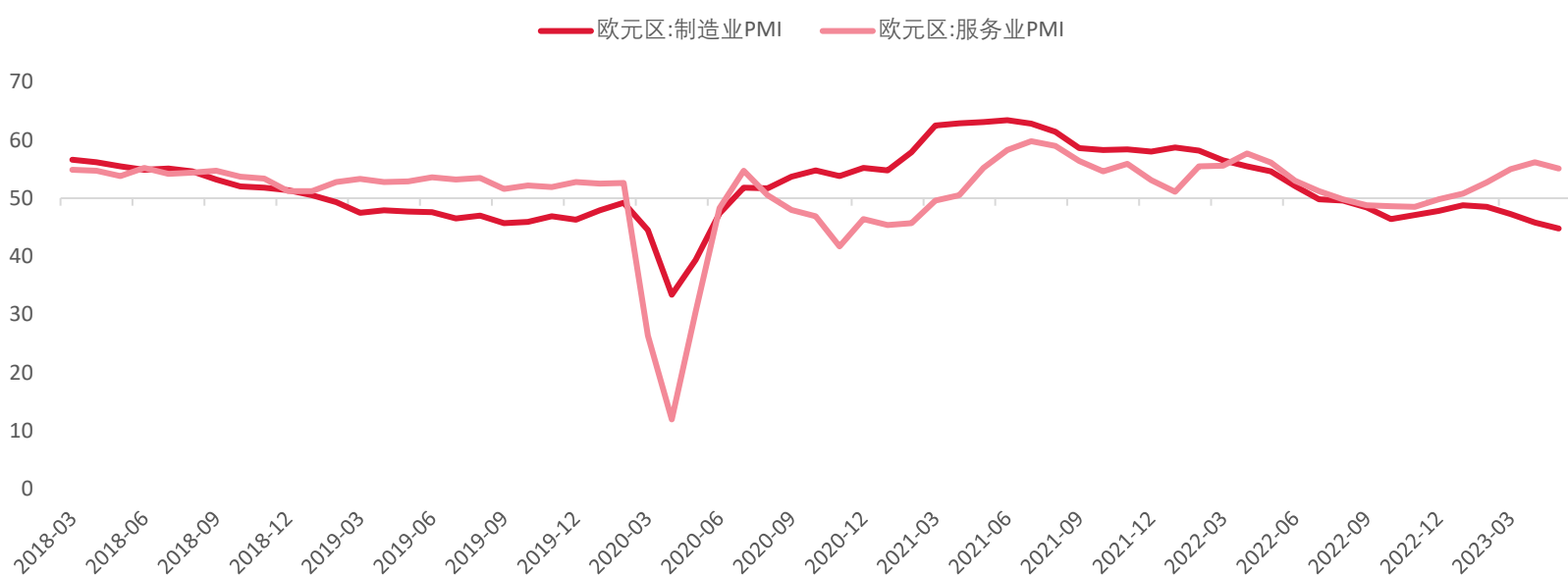
06 风险提示



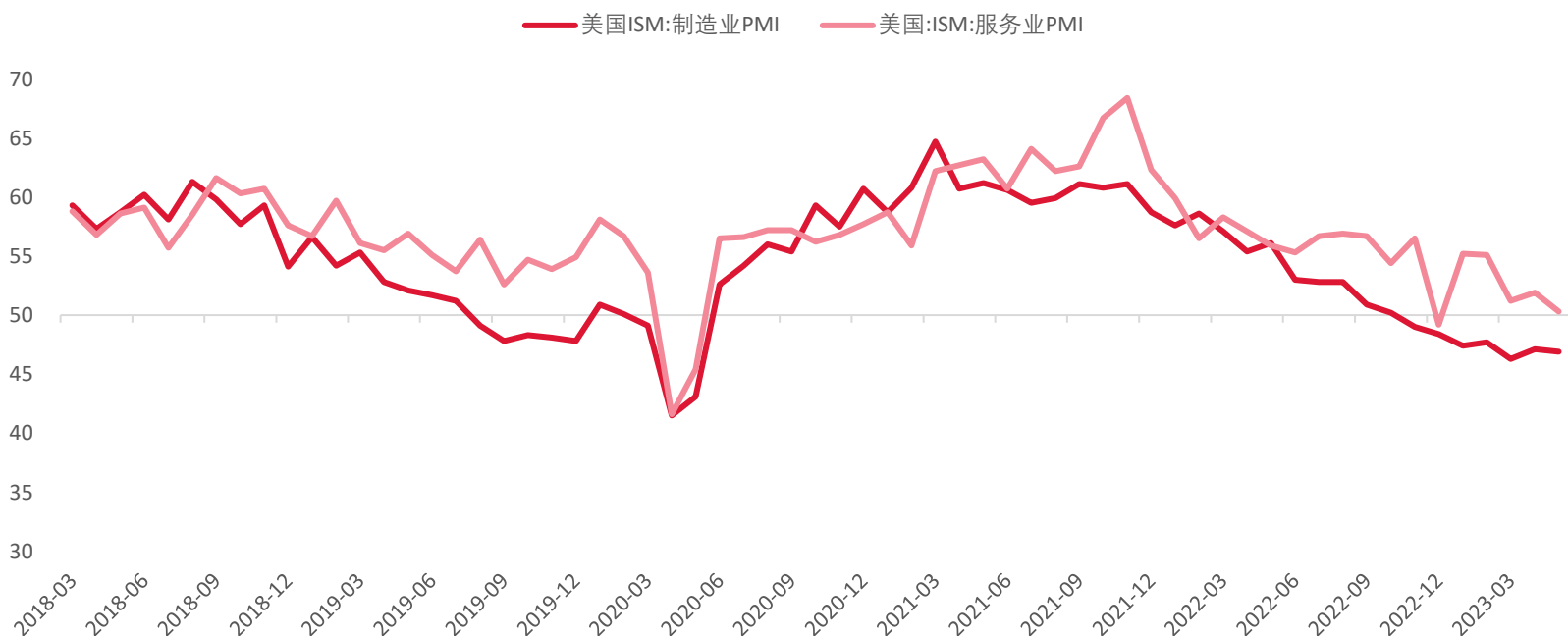
# 欧美：服务业扩张为经济提供支撑

- **欧美经济服务业与制造业的分化依然在持续：**欧美制造业持续萎缩，但服务业的持续扩张为经济提供支撑。由于欧美发达市场服务业占比较高，服务业的强势令其经济韧性一直强于市场预期。
- **展望三季度，欧美经济和通胀走势仍然存在不确定性，**可能导致市场预期的反复波动。欧美央行的加息进程有望结束，但三季度难以出现降息预期，若经济、通胀超预期强劲，加息终点仍有进一步后移的可能。海外市场的波动性仍然不容忽视。

## 欧元区服务业持续扩张、制造业收缩



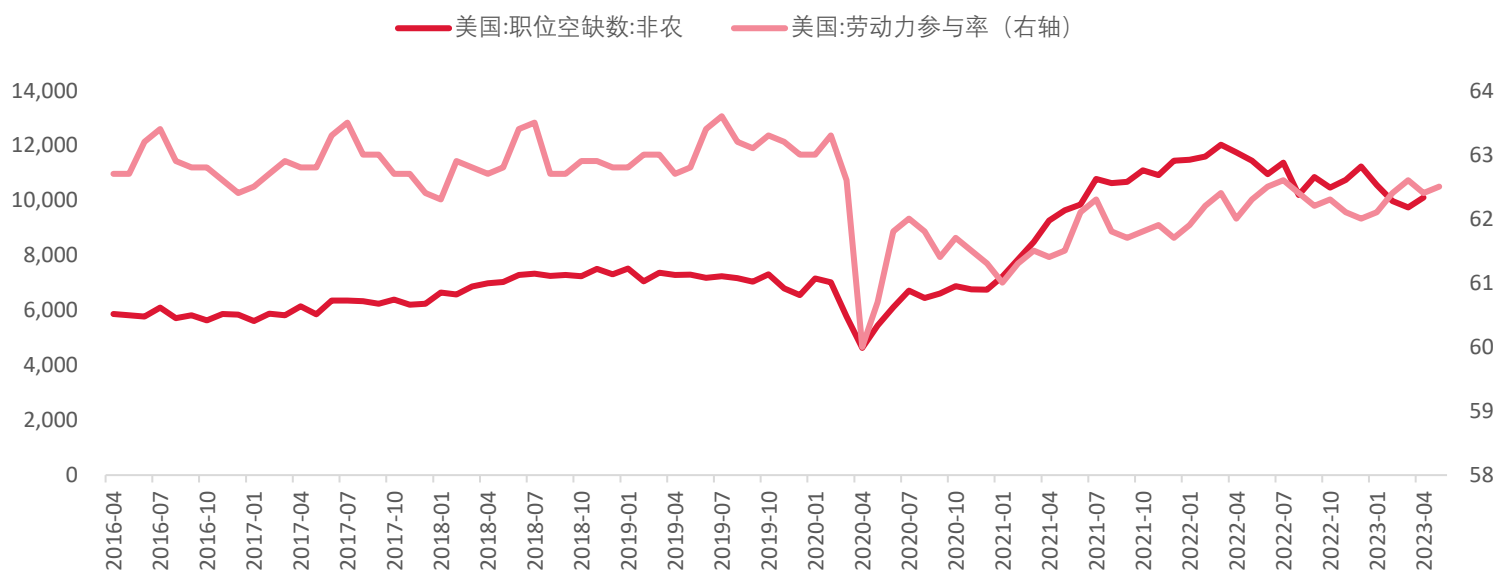
## 美国服务业PMI位于扩张区间、制造业收缩



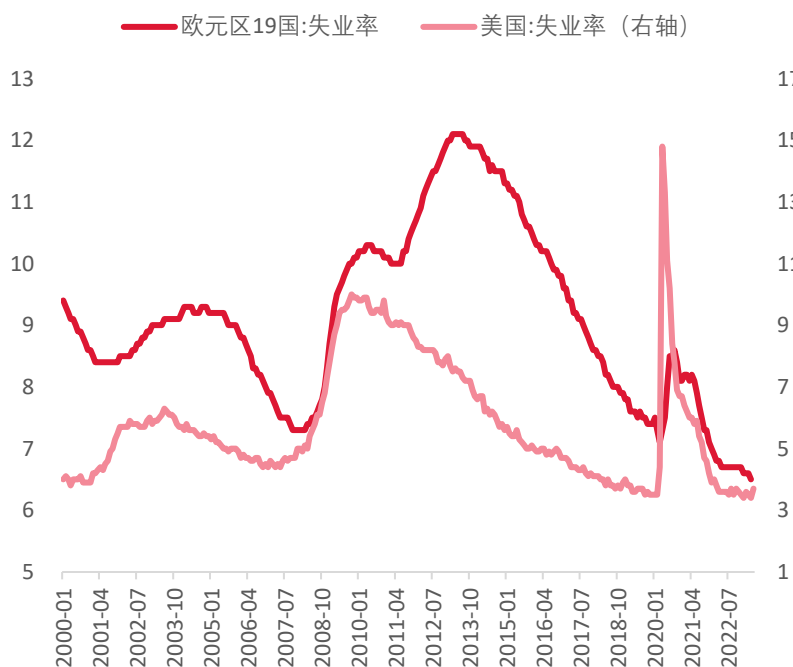
# 劳动力供需不平衡，就业市场依然偏紧

- **服务业需求旺盛推升劳动力需求：**从美国就业市场来看，即便劳动力供给加速恢复，劳动参与率中枢在不断上移，但当前劳动力缺口仍大幅超过疫情前。非农职位空缺数下降速度非常缓慢，依然大幅高出疫情前的均值。
- **劳动力缺口令“薪资-物价”螺旋更具韧性：**欧美失业率徘徊在二十一世纪以来的历史低位，反应出劳动力供需不平衡，就业人员议价能力在上升，且就业形势较好也会推动居民消费意愿及消费能力不断提升，形成“薪资-物价”螺旋。因而欧美的服务业表现、就业市场、通胀的韧性或在较长一段时间内好于市场预期。

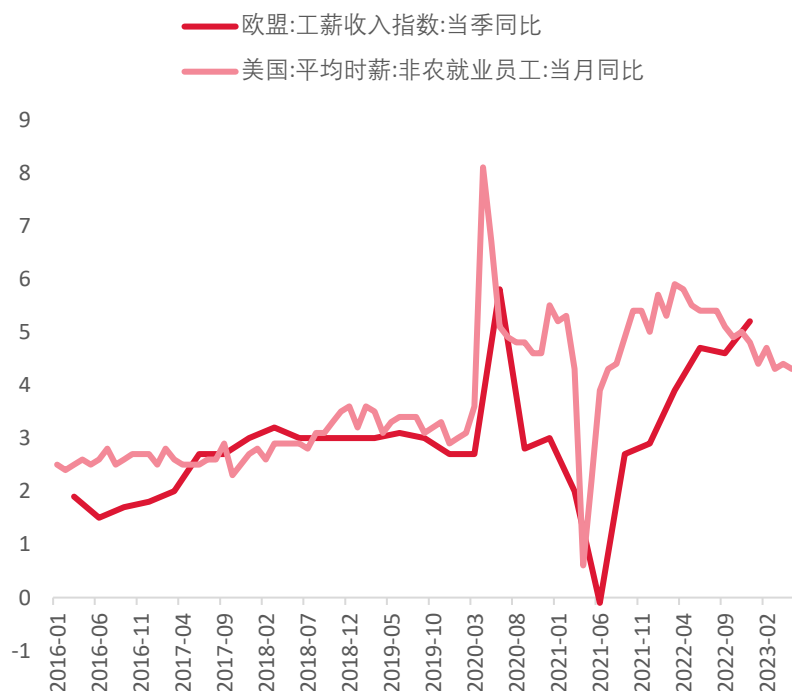
## 美国劳动参与率上升，职位空缺处于高位



## 欧美失业率位于21世纪以来低位



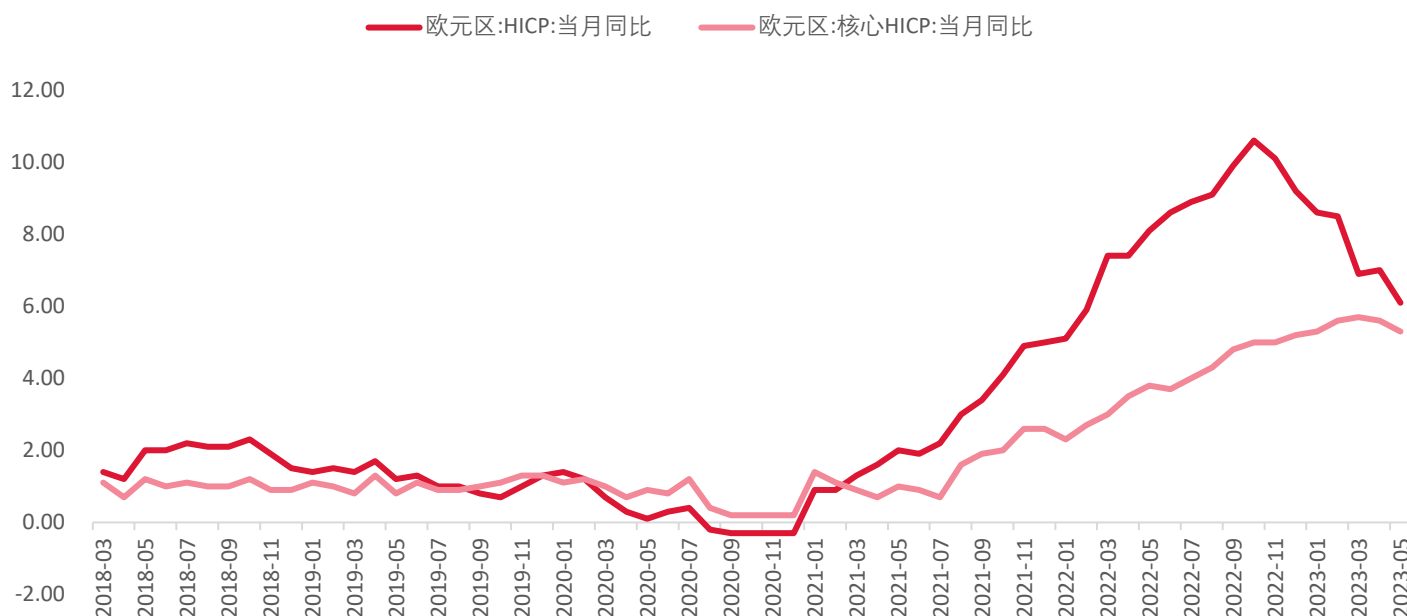
## 欧美薪资增速明显高于疫情前水平



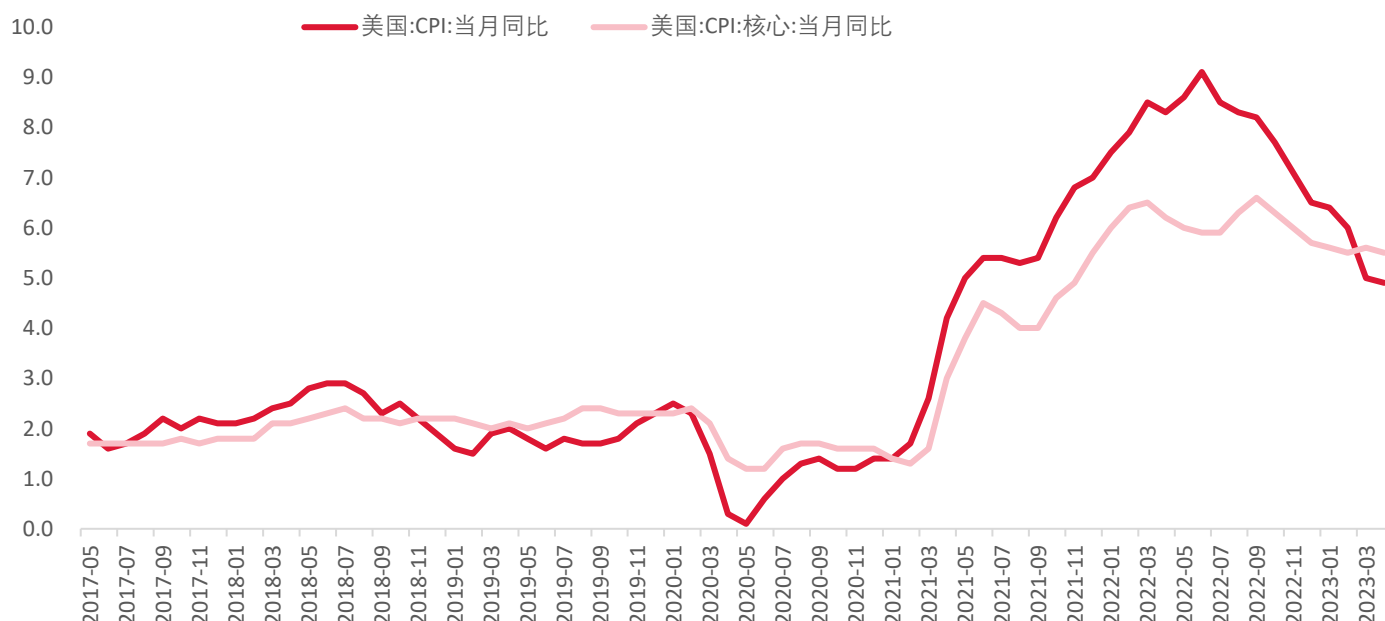
# 欧美是“滞涨”还是“通胀”？

- **就业市场偏紧，居民收入预期向好，消费力旺盛：**疫情后的这轮财政补贴主要流向中低收入人群，令本轮加息对美国居民基础消费需求的降温作用大幅削弱；且劳动力市场紧俏，尤其是中低收入群体收入增长较高，居民就业、收入预期向好，强化了消费意愿，导致核心服务消费、食品消费等基础消费项“黏性”十足。
- **加息“犹豫”对通胀抑制效果较弱：**欧美加息偏慢，利率水平并未明显高于核心通胀，令居民担忧自身购买力的损失，对“薪资-物价”螺旋的抑制效果较弱，因此三季度欧美核心通胀仍可能维持高位。
- **“滞涨”还是“通胀”？**在欧美失业率依然保持在历史低位的背景下，欧美经济更偏向处在典型的“通胀”而非“滞涨”的进程中。一方面通胀偏高意味着价格能够向下游传导，支撑企业盈利增长；另一方面通胀环境下，以名义增长统计的企业营收、利润增速较高，并明显高于实际GDP。

## 欧元区通胀回落，但核心通胀仍然较高



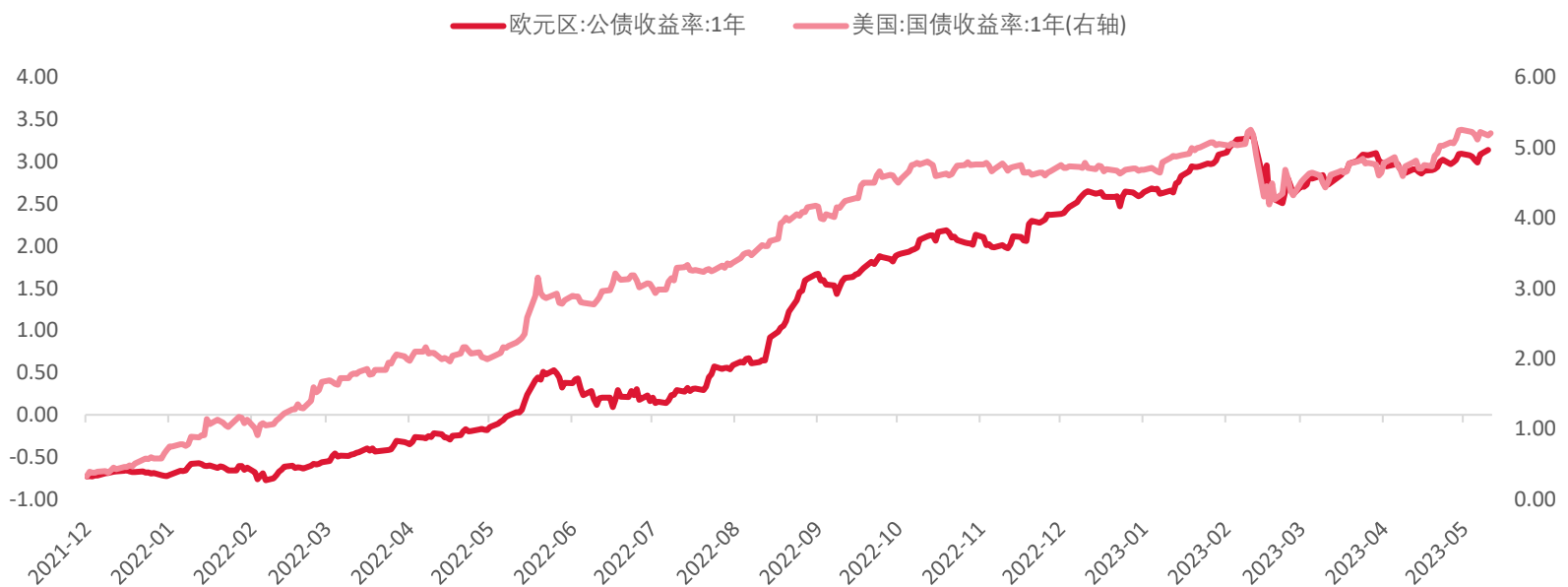
## 美国通胀下行，核心通胀下行速度缓慢



# 进退两难的央行，难以快速下行的“黏性” 通胀

- **欧央行仍在加息进程中：**从欧央行5月会议纪要表态来看，核心通胀令人担忧，欧央行成员们几乎一致认为，现在还不具备“宣布胜利”对通胀前景感到满意的条件，需要进一步紧缩，以便使通货膨胀在中期回到2%的目标。
- **美联储转向暂停、“边走边看”：**联储官员则倾向于看到更多的数据来评估是否继续加息（银行业危机后的信用收紧对实体经济的影响程度，以及美债上限达成协议后，新发国债对于市场流动性回收的影响），因此六月议息会议更加倾向于暂停加息，后续依据更多数据“边走边看”。
- **展望三季度，我们认为，当前美联储面临“不可能三角”（降通胀、稳就业、稳经济）的困境，那么最终的结果路径或是：当前的政策利率并不能压制住通胀——高息环境持续更久——对于经济的滞后风险更大，未来经济波动或将加剧、最终结果或只能在“通胀持续时间更长”和“硬着陆”二者之间取其一。**

## 欧美国债收益率再度上行



## 6月7日CME市场利率预期

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	79.3%	20.7%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.1%	55.6%	12.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	34.2%	51.7%	11.2%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	17.0%	42.1%	33.5%	6.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	8.5%	28.5%	38.1%	21.0%	3.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.1%	22.5%	35.3%	26.1%	8.6%	1.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.1%	19.6%	33.0%	27.7%	11.7%	2.4%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	6.9%	21.2%	32.3%	25.8%	10.6%	2.1%	0.2%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	4.9%	16.5%	28.6%	27.9%	15.6%	4.9%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.6%	4.4%	15.1%	27.2%	28.0%	17.1%	6.2%	1.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.4%	3.5%	12.5%	24.3%	27.8%	19.7%	8.8%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.2%	1.9%	7.7%	18.0%	25.9%	24.0%	14.6%	5.9%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%



# 内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 市场结构与特征
- 05 资产配置观点展望
- 06 风险提示



# 国内经济： 低基数效应下，4月经济总量表现较好

- 生产端：2023年4月份规模以上工业增加值同比回升，增长5.6%。
- 需求端：房地产投资（继续走弱，地产风险逐步凸显）；基建投资（政策力度减弱，基建投资降速）；制造业（主动去库阶段，增长继续放缓）；消费（去年同期基数较低，消费继续上涨）；外需（海外经济较具韧性，出口保持较高增速）。
- 服务业：2023年4月份，服务业生产指数同比增速13.5%，继续大幅抬升，一方面是疫后线下场景修复后，居民接触型消费需求尚未释放完；另一方面是去年同期基数较低。

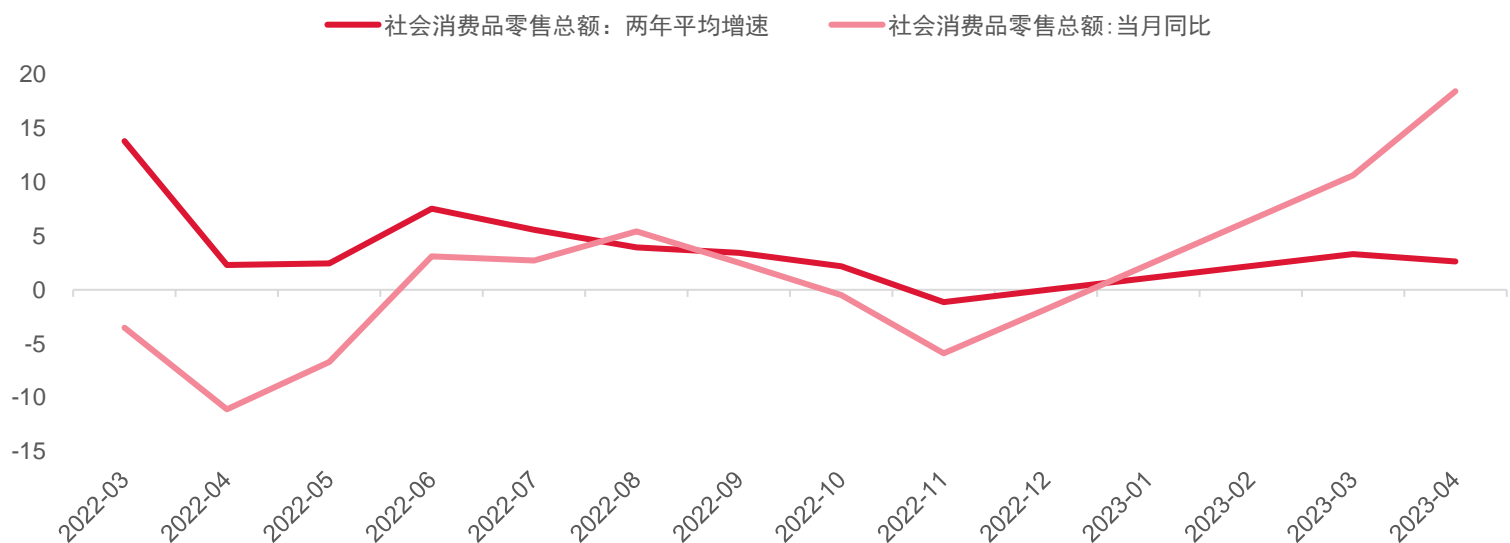
## 国内经济供需表现

两年平均增速	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口
2023年4月	5.6	13.5	-6.2	6.4	9.8	18.4	16.8
2023年3月	3.9	9.2	-5.8	7	10.82	10.6	23.42
2023年1-2月	2.4	5.5	-5.7	8.1	12.18	3.5	0.9
2022年12月	1.3	-0.8	-10	9.1	11.52	-1.8	-0.5
2022年11月	2.2	-1.9	-9.8	9.3	11.65	-5.9	0.7
2022年10月	5	0.1	-8.8	9.7	11.39	-0.5	7
2022年9月	6.3	1.3	-8	10.1	11.2	2.5	10.7
2022年8月	4.2	1.8	-7.4	10	10.37	5.4	11.8
2022年7月	3.8	0.6	-6.4	9.9	9.58	2.7	23.9
2022年6月	3.9	1.3	-5.4	10.4	9.25	3.1	22
2022年5月	0.7	-5.1	-4	10.6	8.16	-6.7	15.3
2022年4月	-2.9	-6.1	-2.7	12.2	8.26	-11.1	1.9
2022年3月	5	-0.9	0.7	15.6	10.5	-3.5	12.9
2022年1-2月	7.5	4.2	3.7	20.9	8.5	6.7	6.2
2021年12月	5.8	5.3	-3	11	1.6	3.9	19.5
2021年11月	5.4	5.6	3	11.2	-0.7	4.4	21.2
2021年10月	5.2	5.5	3.3	6.9	1.6	4.6	18.7
2021年9月	5	5.3	4	6.4	-0.7	3.8	18.4
2021年8月	5.4	4.4	5.9	6.1	-0.3	1.5	17
2021年7月	5.6	5.6	6.4	2.8	-1	3.6	12.9
2021年6月	6.5	6.5	7.2	6	3.5	4.9	15.1
2021年5月	6.6	6.2	9	3.6	3.9	4.5	11.1
2021年4月	6.8	6.2	10.3	3.4	3.6	4.1	16.7
2021年3月	6.8	6.8	7.7	-0.4	6.6	6.3	10.2
2021年1-2月	8.1	6.8	7.6	-3.4	-1.1	3.2	15.2

# 居民端：终端需求偏弱，消费复苏斜率放缓

- **消费延续复苏态势，但弱于市场预期，且复苏斜率有所放缓：**4月社零同比增长18.4%，不过考虑到去年受疫情影响，基数较低，如果从两年平均增速来看，4月下滑0.67个百分点至2.62%，消费的复苏斜率出现放缓迹象。
- **餐饮消费复苏优于商品消费，可选消费“明升实降”：**4月份，餐饮收入3751亿元，增长43.8%，两年平均增速为5.4%（前值2.8%），复苏明显优于商品消费，主要是由于疫情后积压需求尚未完全释放，居民出行、线下消费意愿较强（石油制品消费两年平均增速8.3%为可选消费最高），也带动了线下餐饮消费的继续复苏；而商品零售31159亿元，同比增长15.9%，两年平均增速为2.3%（前值3.3%），低基数因素下实际复苏放缓。
- **尽管总体就业有所改善，但青年就业压力上升：**4月份，全国城镇调查失业率较上月回落0.1个百分点至5.2%，但需要关注的是年轻人就业问题仍未改善，16-24岁劳动力调查失业率继续上升，为20.4%（前值19.6%）。青年就业压力较大，再加上毕业季临近。

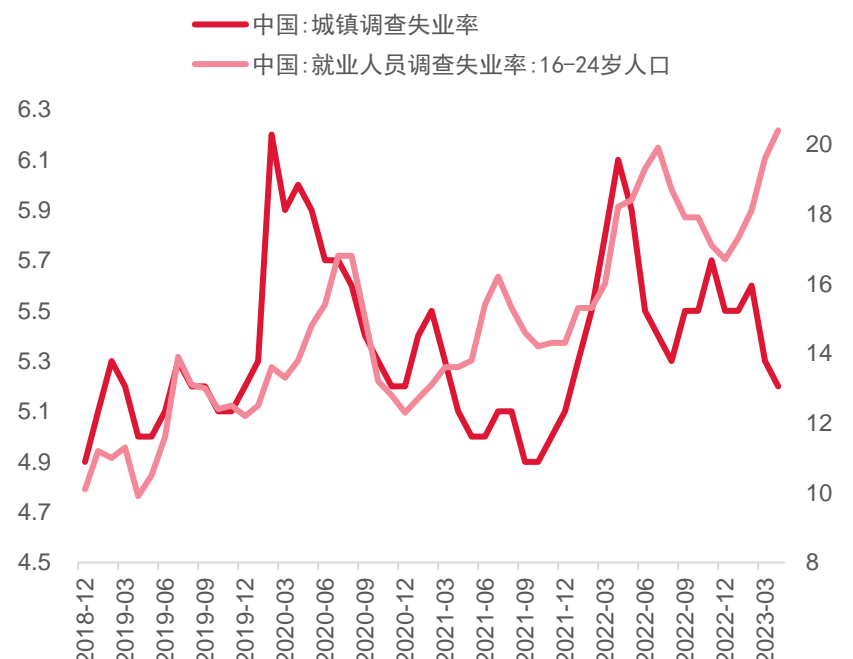
## 低基数效因素下，社零继续回升 (%)



## 可选消费“明升实降” (%)

	2023年4月份同比增速	2023年4月份两年平均增速	2023年3月份两年平均增速
<b>必选消费</b>			
粮油、食品类	1.0	7.4	10.9
饮料类	-3.4	0.9	4.3
烟酒类	14.9	5.6	11.3
服装鞋帽针纺织品类	32.4	1.0	1.5
日用品类	10.1	0.3	4.9
中西医药品类	3.7	5.9	12.6
<b>可选消费 (地产相关)</b>			
家用电器和音像器材类	4.7	-2.1	-3.5
家具类	3.4	-7.1	-0.4
建筑及装潢材料类	-11.2	-12.5	-2.8
<b>可选消费 (非地产相关)</b>			
化妆品类	24.3	0.7	3.4
金银珠宝类	44.7	2.0	5.4
文化办公用品类	-4.9	-2.6	6.5
通讯器材类	14.6	-2.9	6.1
石油及制品类	13.5	8.3	10.6
汽车类	8.0	-0.9	4.2

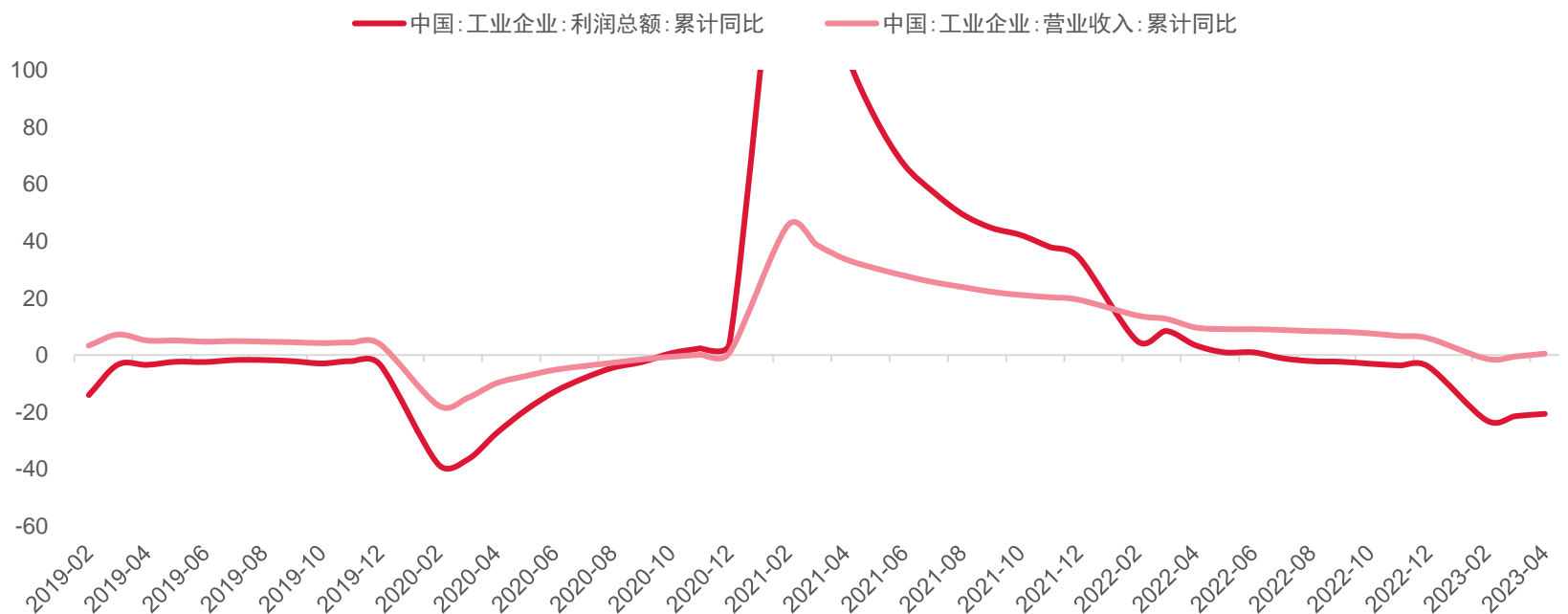
## 失业率继续回落，但青年就业问题仍严峻 (%)



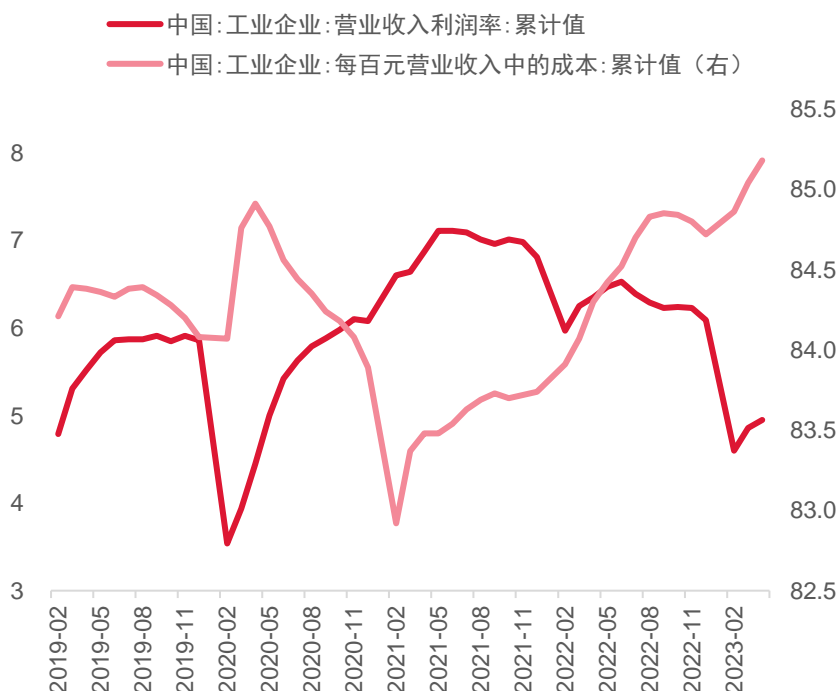
# 企业端：利润增速延续下滑，企业降本增效

- 企业利润整体偏弱，企业盈利压力依旧较大：**在低基数因素下，4月规模以上工业增加值同比实际增长5.6%，大幅低于预期的10.9%；1-4月规模以上工业企业营收同比增长0.5%（前值-0.5%）；企业利润同比下降20.6%，降幅虽继续小幅收窄，但考虑去年低基数因素影响后，企业利润仍然承压。此外，企业单位成本继续上行，每百元营业收入中的成本环比上涨0.14元至85.18元，而企业利润率偏弱，成本向下游转嫁能力不足，仍需“以价换量去库存”，显示出需求不足的矛盾仍然突出。
- 企业降本增效意愿较强：**目前企业在利润下滑阶段降本增效意愿增强，就业人员每周平均工作时间创有统计以来最高值48.8小时，PMI的就业分项也显示从业人员分项在2月短暂升值荣枯线上之后便再度落入收缩区间，且持续回落。“降本增效”也反应出就业市场压力不减，居民就业、收入预期仍待改善。

### 企业利润增长压力较大 (%)



### 企业单位成本继续上行, 利润率较低 (%)



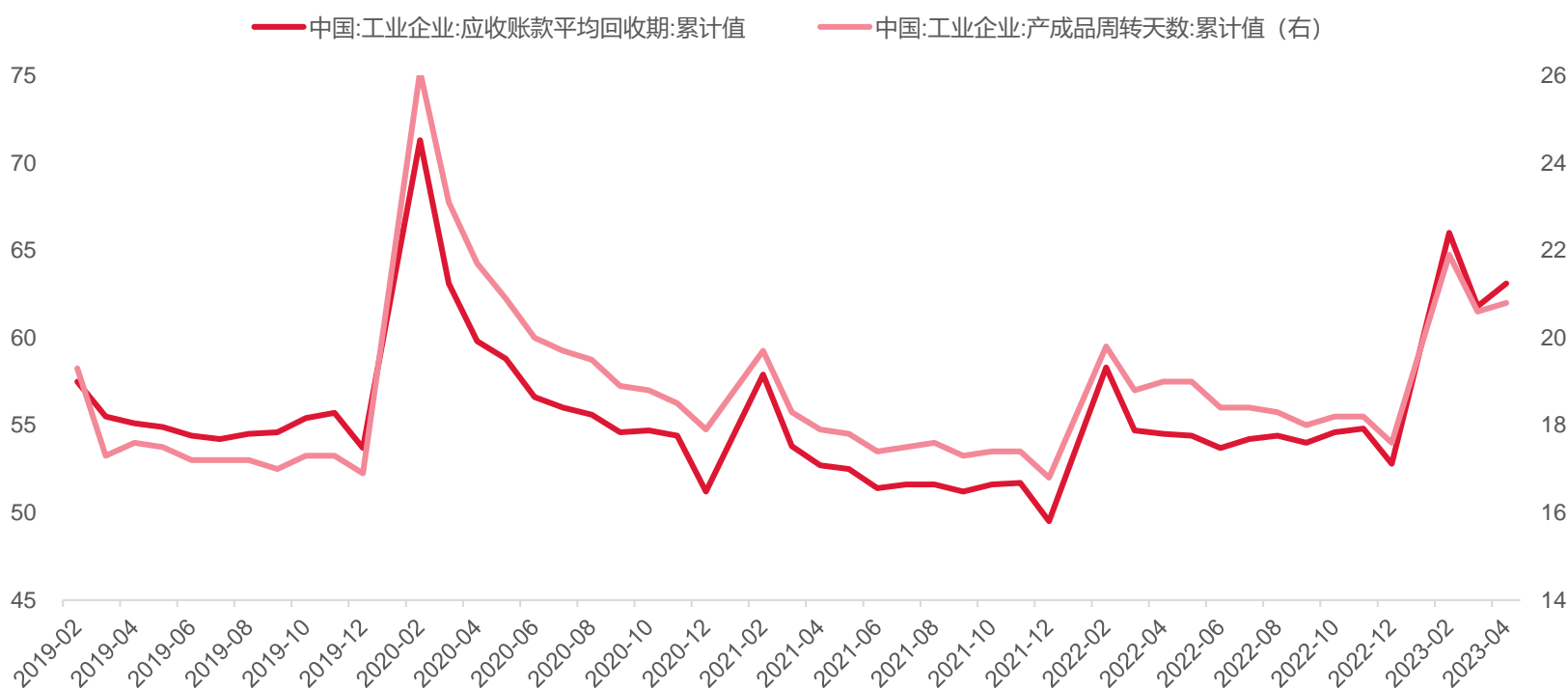
### 企业降本增效——增加工作时长(小时)



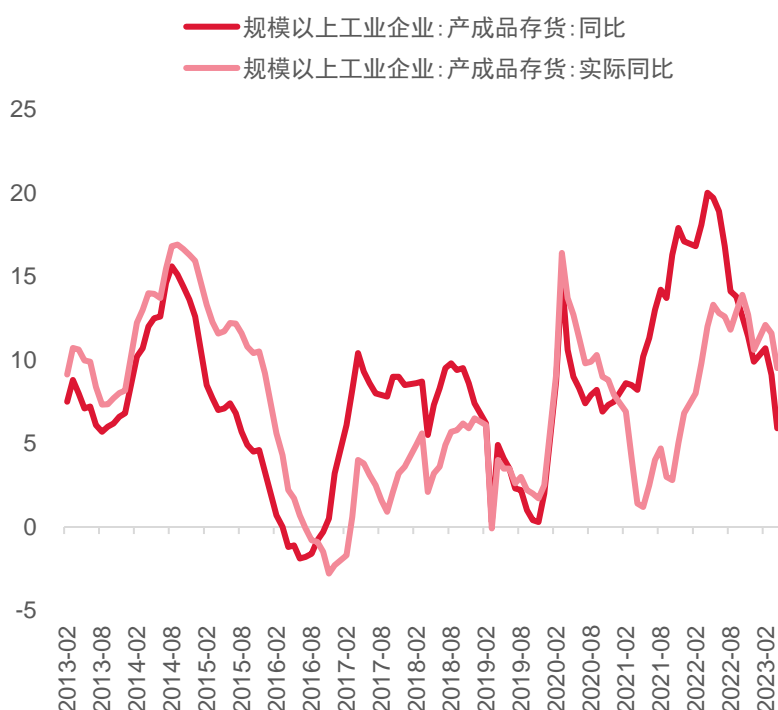
# 企业端：主动去库存特征明显

- 企业经营状况有待改善，主动去库存特征明显：**4月产成品存货周转天数环比增加0.2天至20.8天；应收账款平均回收期也继续环比增加1.3天至63.1天，均反季节性回升，且为历史同期最高值。产成品存货名义同比回落至5.9%，但剔除价格因素后，实际同比为9.5%，按实际同比看，当前或仍处于去库存初期阶段。反映出终端需求偏弱，导致企业产成品周转、回款周期等经营状况恶化。考虑到当前企业“以价换量”、“降本增效”等主动去库特征明显，尚未进入被动去库存阶段。
- 去库存周期何时改善？** 企业利润回归正增长是企业从主动去库存转向被动去库存，并推动企业后续转向主动补库存的核心影响因素。借鉴过去几轮库存周期经验来看，若将企业利润增速转正视为进入被动去库存的信号，则补库存的拐点落后于企业利润增速转正约3个季度。这意味着，库存周期的积极信号首先要等到企业利润增速回正，即进入被动去库周期，而补库存周期拐点或在2024年。

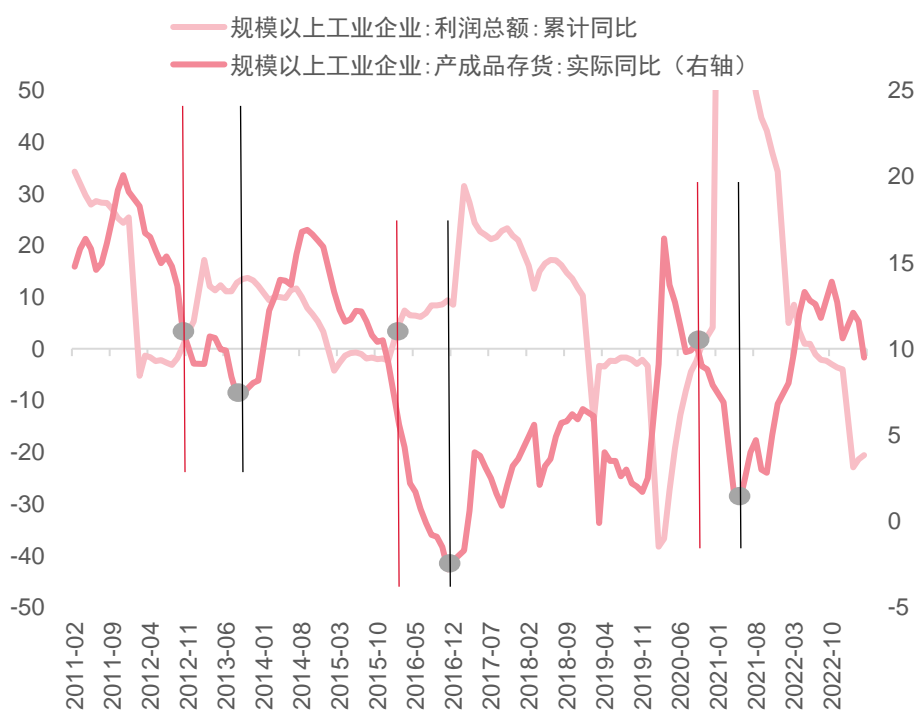
产成品周转天数、应收账款回收期上升（天）



剔除价格因素后或位于去库周期初期（%）



利润增速回正领先库存拐点约3个季度（%）

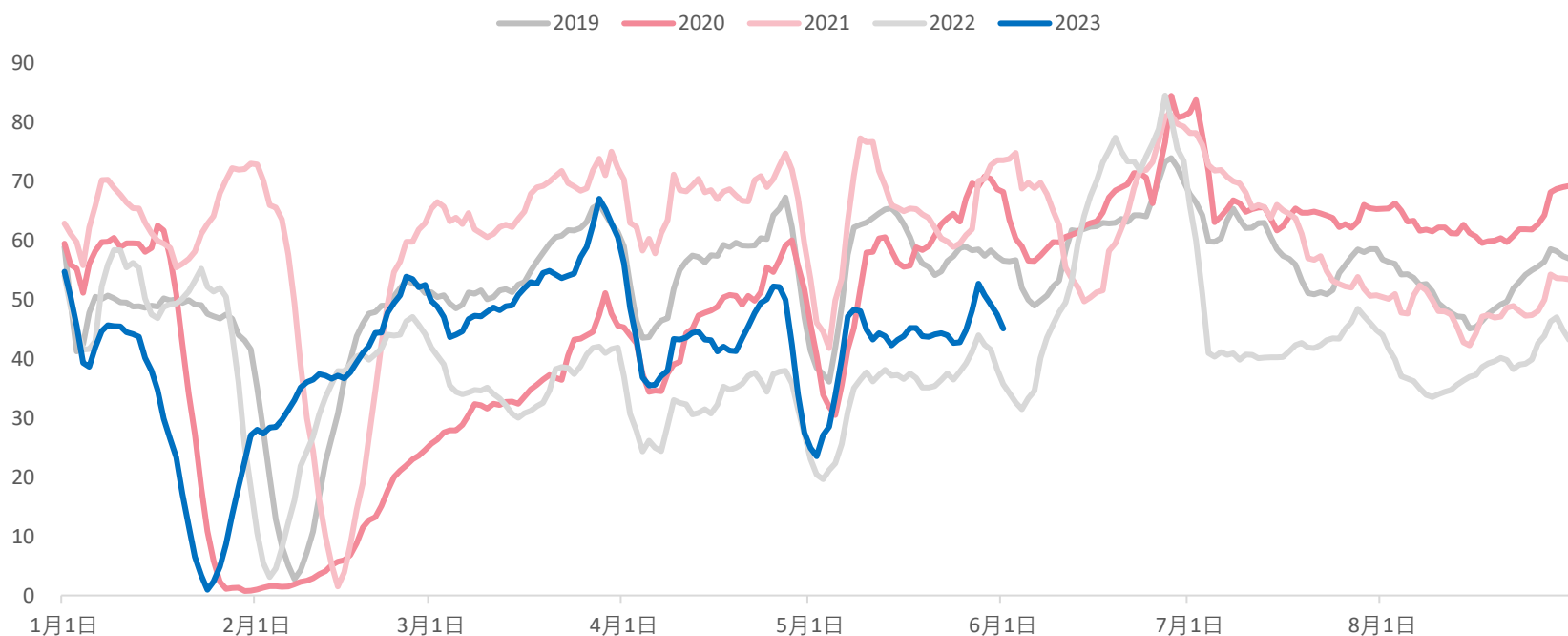




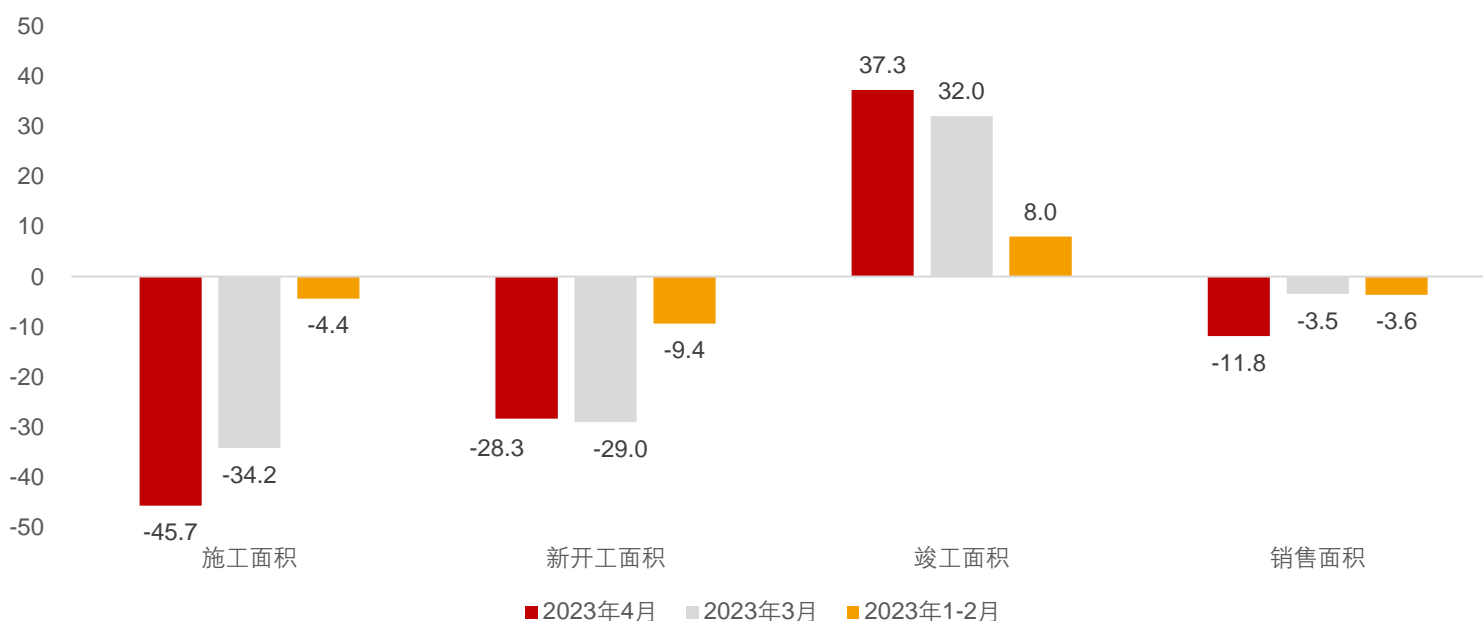
# 二季度地产观察： 积压需求释放之后，下行压力加大

- 地产销售走弱：**虽然4月商品房销售面积累计同比出现小幅改善，为-0.4%（前值-1.8%），但由于去年同期基数较低，从两年平均增速来看，4月商品房销售面积较3月下滑5个百分点至-14%。此外，从高频数据来看，4月以来，30大中城市商品房成交面积出现超季节性回落，为近5年来次低值，仅好于2022年。显示出积压需求释放后，地产需求转弱，下行压力加大。
- 地产竣工高增速可持续性不足：**1-4月份，全国房地产开发投资35514亿元，同比下降6.2%（前值-5.8%）。根据分项来看，房地产新开工、施工面积累计同比增速延续下行走势，分别为-21.2%和-5.6%（前值分别为-19.2%和-5.2%）。此外，在“保交楼”政策持续推动下，竣工面积继续出现明显上涨，累积同比增速达18.8%（前值14.7%）。但考虑到新开工到竣工约2年的建设周期，2021年下半年地产开工走弱，或意味着下半年竣工高增长持续性不足，地产投资下行压力或进一步增大。

## 30大中城市商品房成交面积走弱



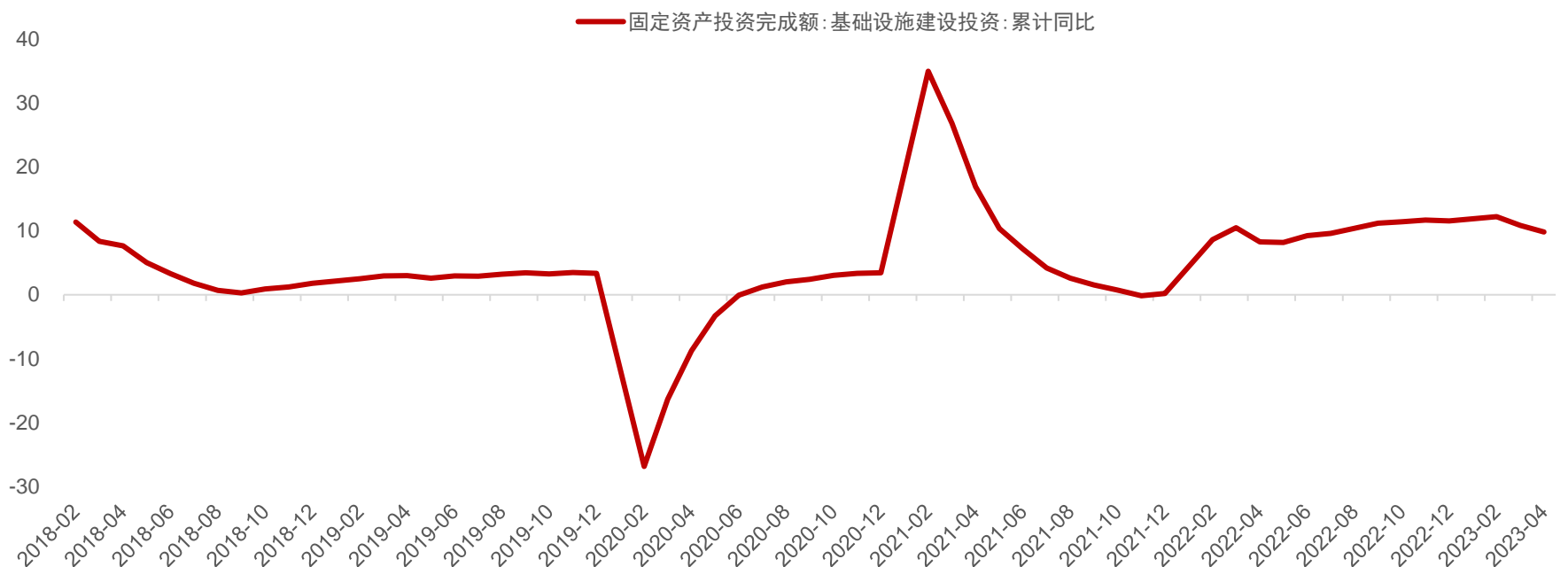
## 竣工面积持续上升，新开工和施工偏弱（当月同比，%）



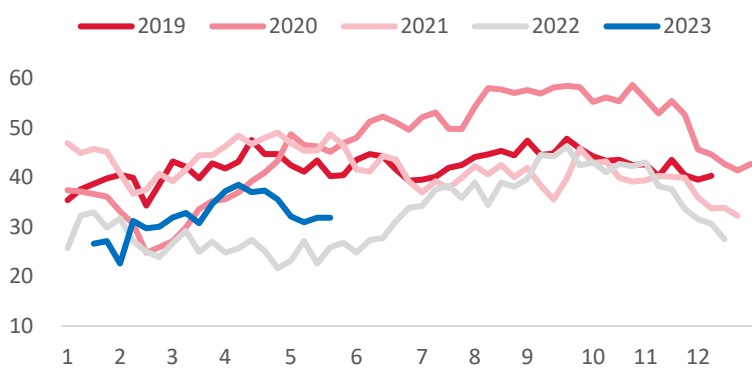
# 二季度基建观察：基建投资或趋势性放缓

- 基建投资增速放缓：**4月基础设施投资（不含电力）同比增长8.5%（前值8.8%），但考虑到去年同期基数偏低，基建投资增速仍在继续放缓。另外，石油沥青开工率走弱、水泥库存持续上升等多个高频数据也显示出，基建投资逐步走弱，未能带动相关建材需求有效回升。
- 逆周期发力必要性降低叠加财政约束，基建投资或趋势性放缓：**一是一季度经济数据总量表现好于预期，基建逆周期发力的必要性有所降低；二是在经济复苏不牢固、地产下行的背景下，财政收入也受到较大影响，1-4月全国一般公共预算收入累计同比11.9%，但扣除留抵退税影响后，累计同比增长仅1.54%，且土地出让金拖累下，政府性基金收入大幅降低，对于财政发力有一定抑制作用；三是2023年专项债发行前置，目前已完成全年额度的近一半，后续随着专项债发行力度减弱，基建投资增速或出现趋势性放缓。

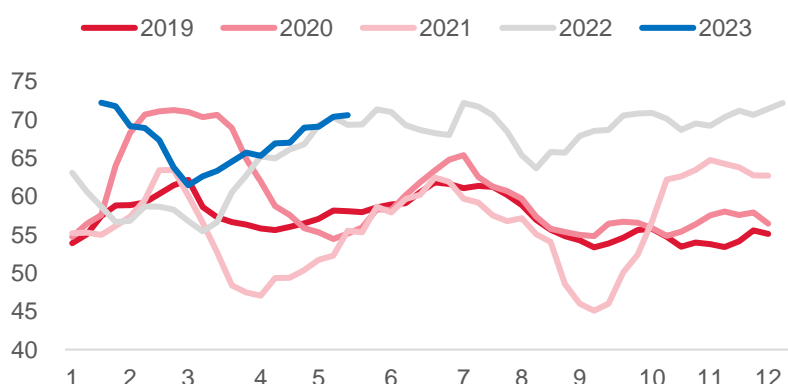
### 基建投资增速继续放缓（%）



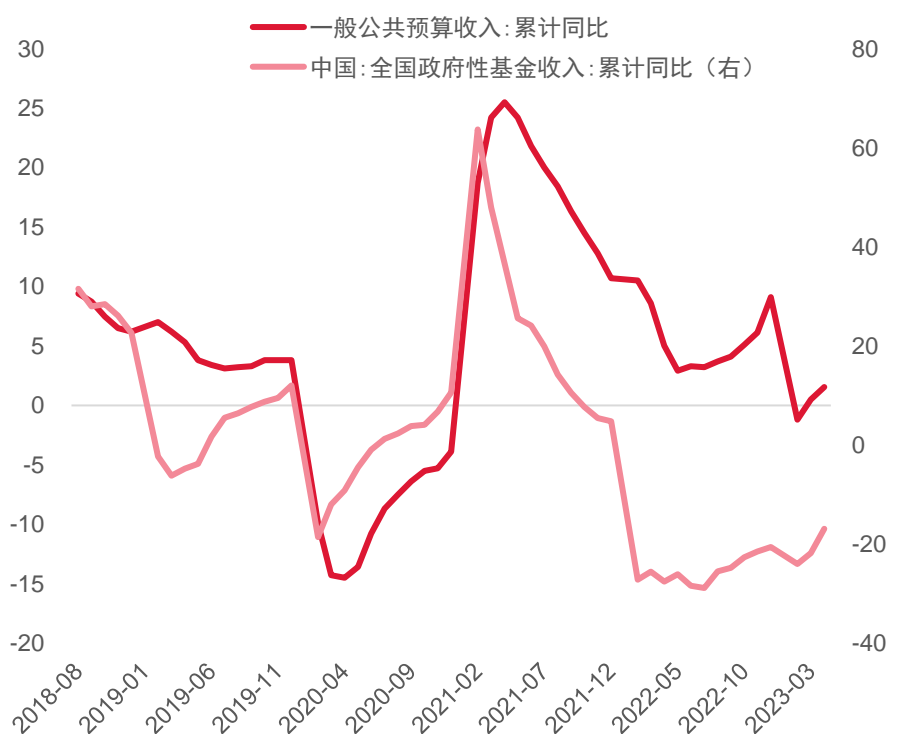
### 石油沥青开工率



### 水泥库容比



### 广义财政收入偏弱（%）

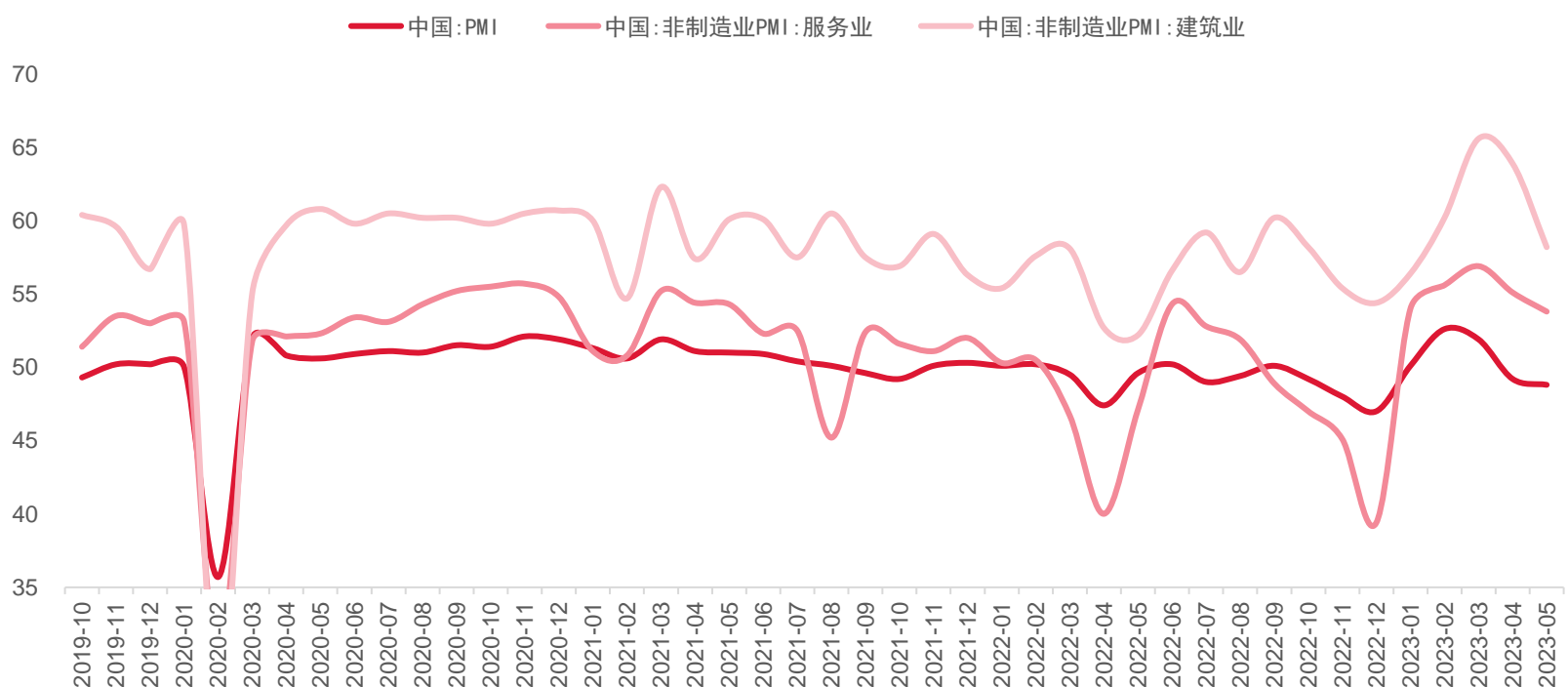


注：一般公共预算收入2022年4月至今为剔除留抵退税因素影响后数据

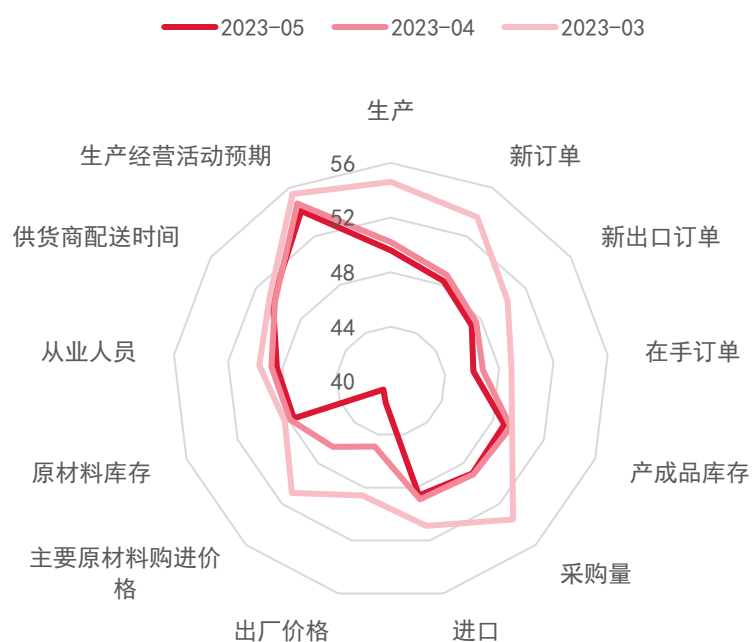
# 二季度经济观察：经济复苏斜率持续放缓

- 5月PMI显示经济复苏斜率持续放缓，制造业进一步走弱：5月服务业、建筑业、制造业PMI进一步放缓，制造业PMI为48.8%，较上月继续下行0.4个百分点，其中，新订单、新出口订单、在手订单继续走弱，分别为48.3%（前值48.8%）、47.2%（前值47.6%）和46.1%（前值46.8%）。而在内外需均偏弱的背景下，PMI生产指数也回落0.6个百分点至49.6%，再次进入收缩区间。同时也带动从业人员继续回落0.4个百分点至48.4%。
- 5月出口在积压订单释放后超预期回落：3-4月出口数据明显好于预期，但积压订单释放后，5月出口数据超预期回落，显示出欧美在高利率环境下需求逐步回落的趋势仍在延续，后续外需压力或将逐步加大。

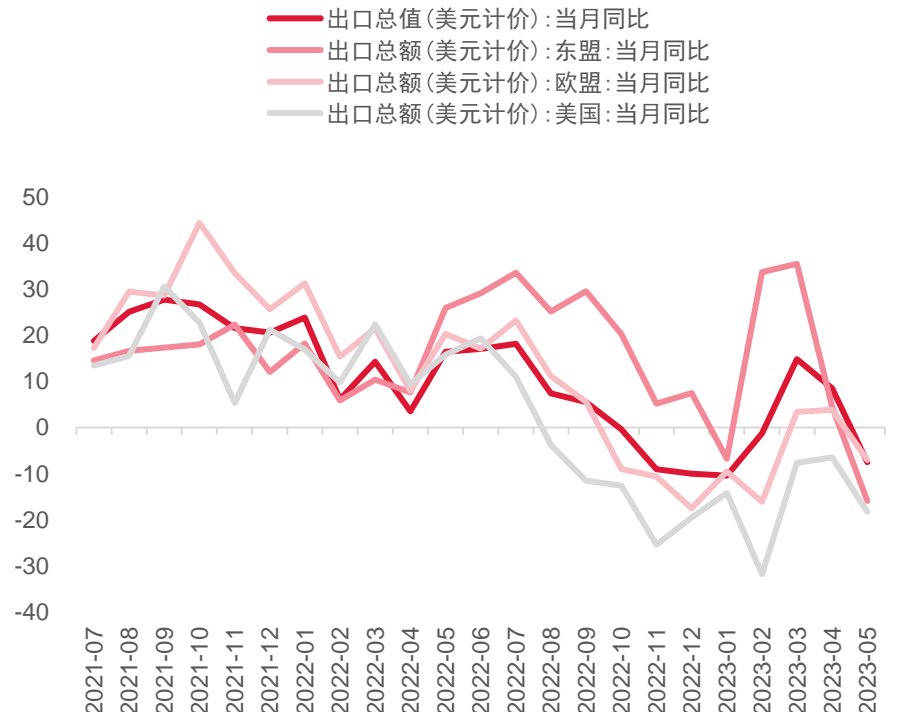
### 经济复苏斜率放缓



### PMI制造业分项全面走弱



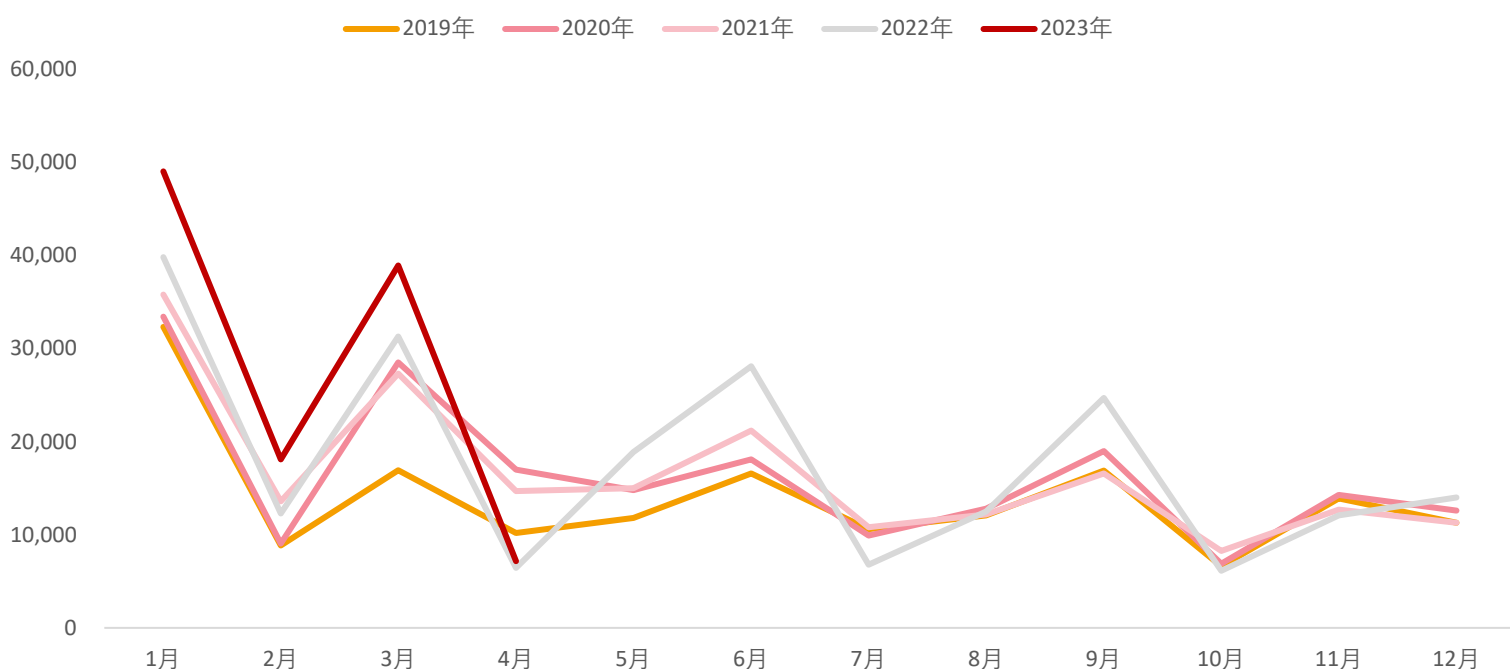
### 5月出口数据超预期回落



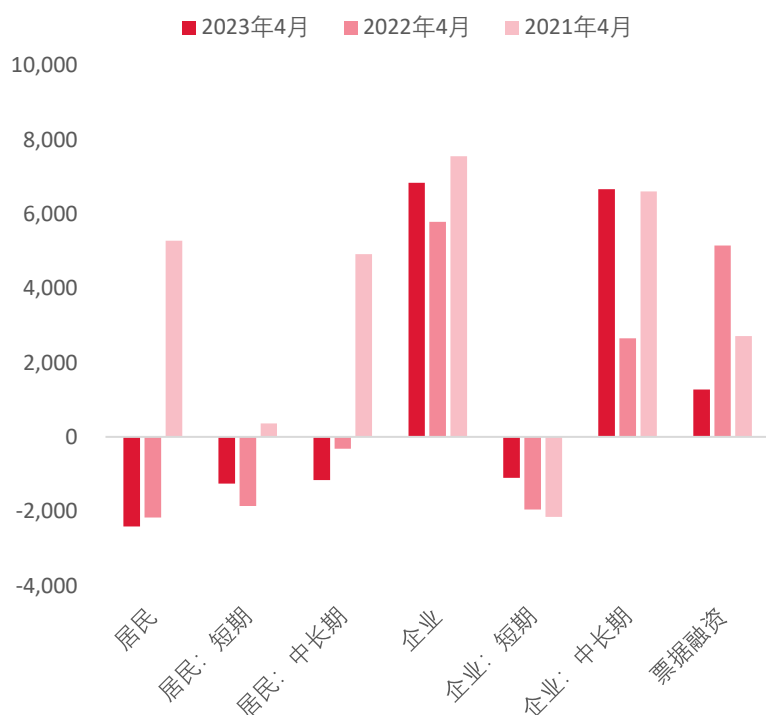
# 资金需求明显走弱，市场流动性宽裕

- **随着经济复苏斜率下修，信贷需求继续回落：**4月新增人民币贷款 7188亿人民币，明显低于前值（38900亿人民币）和预期（14000亿人民币）。分部门看，住户贷款减少2411亿元，其中，短期贷款减少1255亿元，中长期贷款减少1156亿元；企（事）业单位贷款增加6839亿元，其中，短期贷款减少1099亿元，中长期贷款增加6669亿元，票据融资增加1280亿元；非银行业金融机构贷款增加2134亿元。
- **市场流动性较为宽裕，政策更为“精准有力”：**信贷需求回落，市场流动性较为宽裕，资金利率继续回落。从政策基调来看更强调“精准有力”，针对性发力而非全面刺激。5月MLF继续增量平价续作，但逐月呈“缩量”趋势，LPR利率也继续维持不变。往后看，市场流动性将延续较为宽松态势，存款利率仍有下行空间，但大幅度宽松的可能性较低。

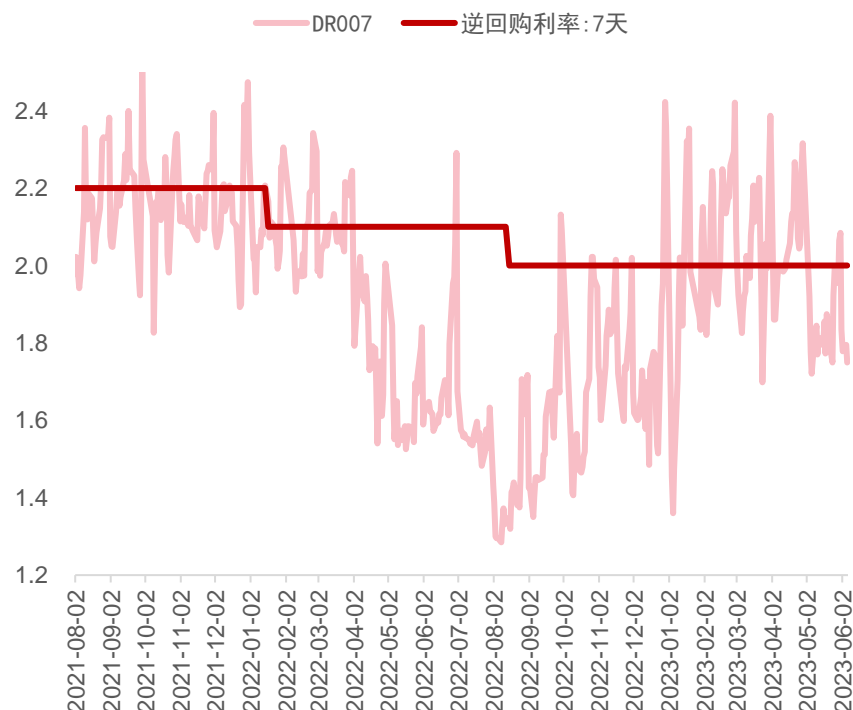
## 4月新增信贷显著回落（亿元）



## 4月居民端新增信贷明显放缓（亿元）



## 市场利率低于政策利率水平（%）



# 二季度观察结果——内生动能变量趋弱

年初

宏观经济

对未知场景和政策的预期

- 重心在于疫后复苏
- 但复苏支点不牢固、待观察



- 政策力度和效果未知
- 但寄予厚望，**预期向上**

二季度

地产

- 方向 ×
- 托底

基建

- 财政约束

高端制造

- 方向 √
- 阻力大

消费

- 方向 √
- 见效慢

- 经济复苏斜率放缓
- 二季度观察后，内生动能变量下行概率显著提升

- 宏观政策保持定力
- 地产、基建等逆周期政策相对克制
- 个别地方债务问题显化



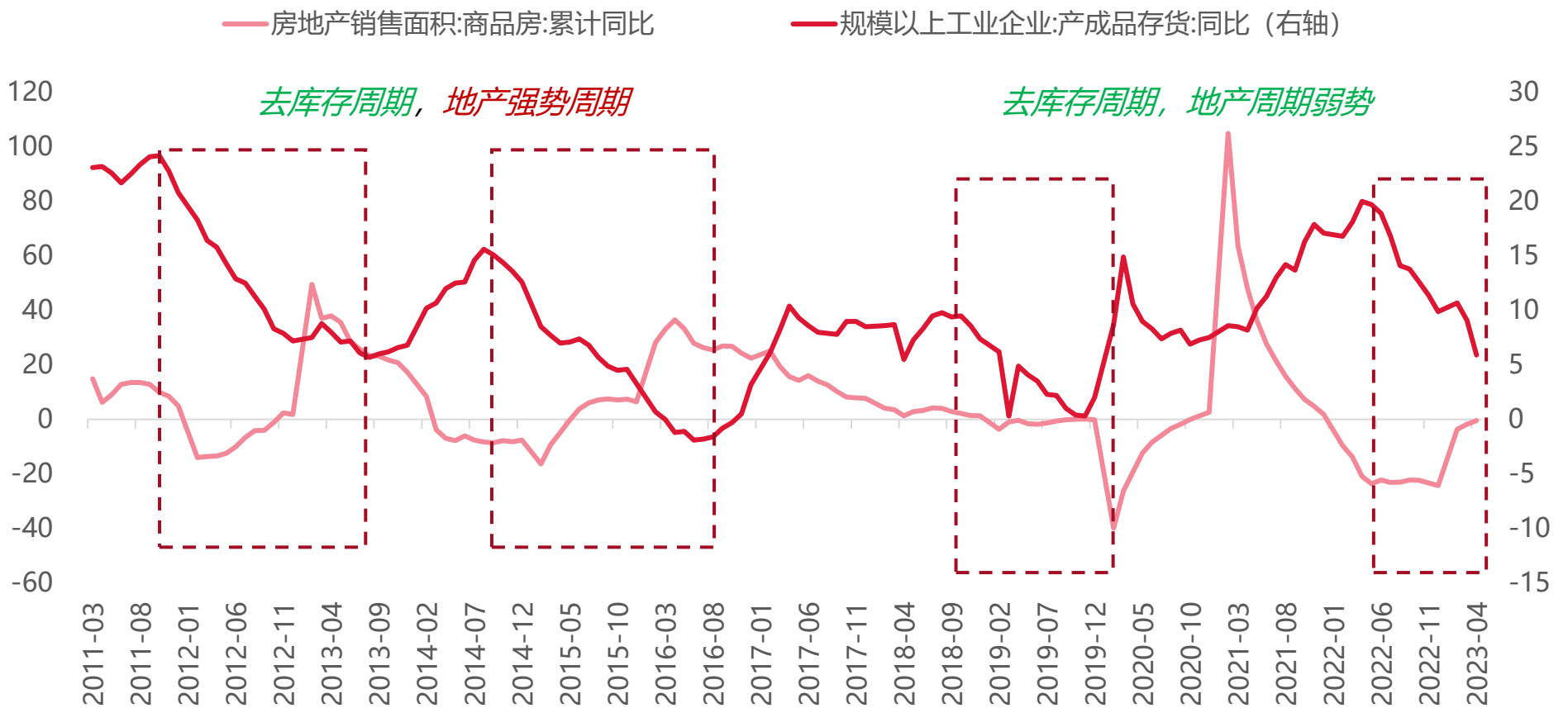
A股、汇率、商品表现不佳，债券收益率下行



市场参与者对宏观经济、政策重新审视



## 库存周期与地产周期 (%)



## 二十大以来的政策逻辑变化

### 二十大报告提出：高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。

二十大以来，高层多次提出：“不大水漫灌”；“不要有大干快上的冲动”；“不能不按规律办事”等施政基调或理念。

二十届二中全会公报指出：“当前，世界百年未有之大变局加速演进，世界进入新的动荡变革期，我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期，必须准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。”意味着政策要为潜在不确定风险预留空间。

## 政策期许不宜过度

### 相信改革的方向和决心，政策总体保持定力。不过度期许大规模地产及货币政策刺激。

7月政治局会议有望对政策基调进行调整，预计政策加码将以针对稳就业、扩内需、托底地产的政策为主；政策转向“下猛药”的可能性并不高。

消费、就业、扩内需	✓	→	力度偏缓、见效偏慢
科技创新、高端制造	✓		
地产、基建大规模刺激	✗	→	与高质量发展冲突
货币政策大水漫灌	✗		地产托而不举

# 内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 市场结构与特征**
- 05 资产配置观点展望
- 06 风险提示



# 5月市场资金仍偏谨慎

- 5月份市场计价经济复苏下修预期，A股赚钱效应偏弱，市场资金持谨慎观望态度，增量资金较少。
  - ✓ 从两个整体指标来看：5月净融资买入额继续回落；
  - ✓ 5月北向资金净流入规模出现明显下降；
- 在国内经济向上动力不足背景下，A股整体表现偏弱，导致外资呈观望态度，近期北向资金以流出为主。

## 5月市场融资买入额继续走弱



## 5月份北向资金继续下行



# 避险情绪回温，股债性价比高于正两倍标准差

- **股/债性价比回归高位：**5月A股较大幅度下行，十年期国债收益率回落走平，沪深300性价比抬升。截至5月底，沪深300股息率/十年期国债收益率1.05（前值0.97），已经高于2005年4月以来的正二倍标准差水平（1.01），沪深300性价比较高。
- **风险溢价在均值水平附近窄幅波动：**5月市场情绪转弱，A股延续结构性行情，万得全A估值有所下行，十年期国债收益率续降，风险溢价率明显上行。5月万得全A风险溢价率为2.97（前值2.73），市场避险情绪有所升温。

### 沪深300性价比仍在高位



### 市场避险情绪有所升温

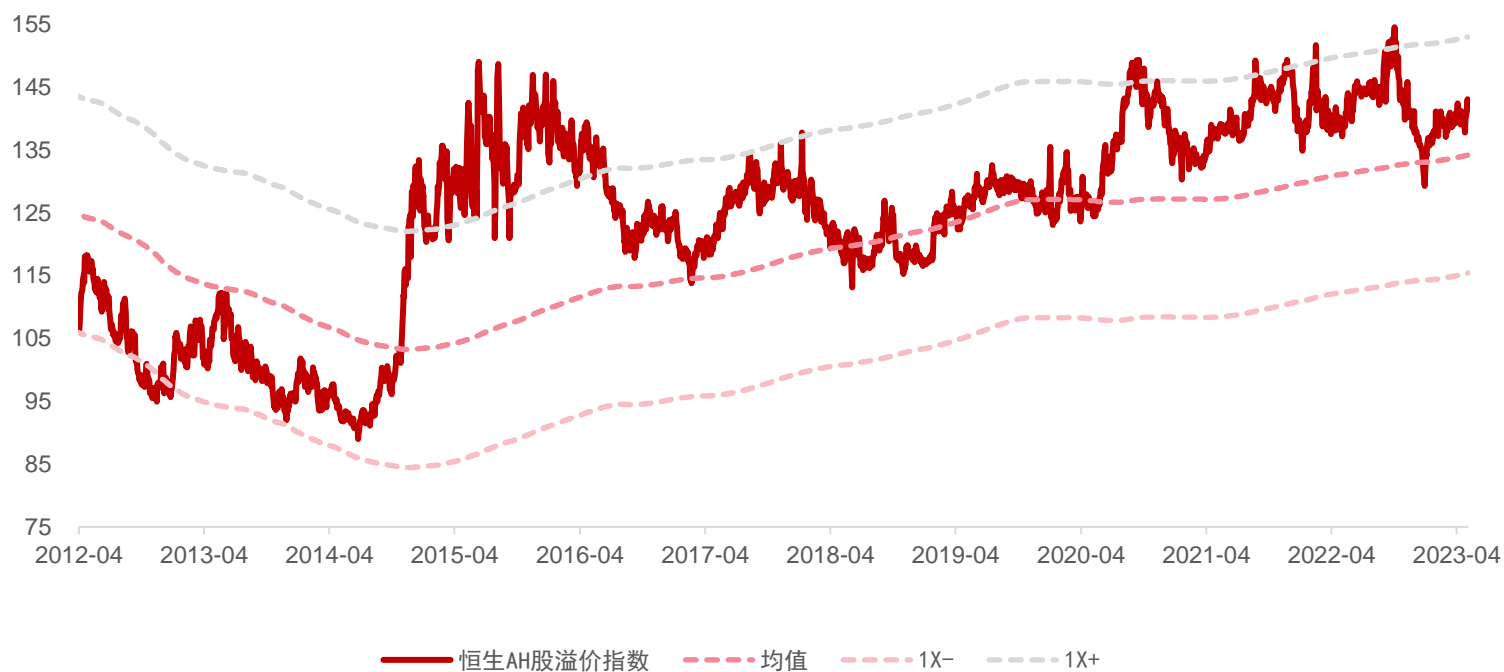




# 港股：国内经济结构性问题犹存，港股仍受压制

- 5月港股继续走弱，AH股溢价率小幅上行。
- 受国内经济复苏斜率放缓影响，港股5月继续走弱，AH股溢价率继续上行。
- 港股虽目前估值处于较低水平，但压制因素偏多：
- 目前港股估值已处于相对低位，但考虑到国内经济基本面短期内或延续偏弱态势，再加上海外通胀仍具韧性，美联储后续加息可能性犹存，均将对港股形成一定压制，短期建议持谨慎态度。

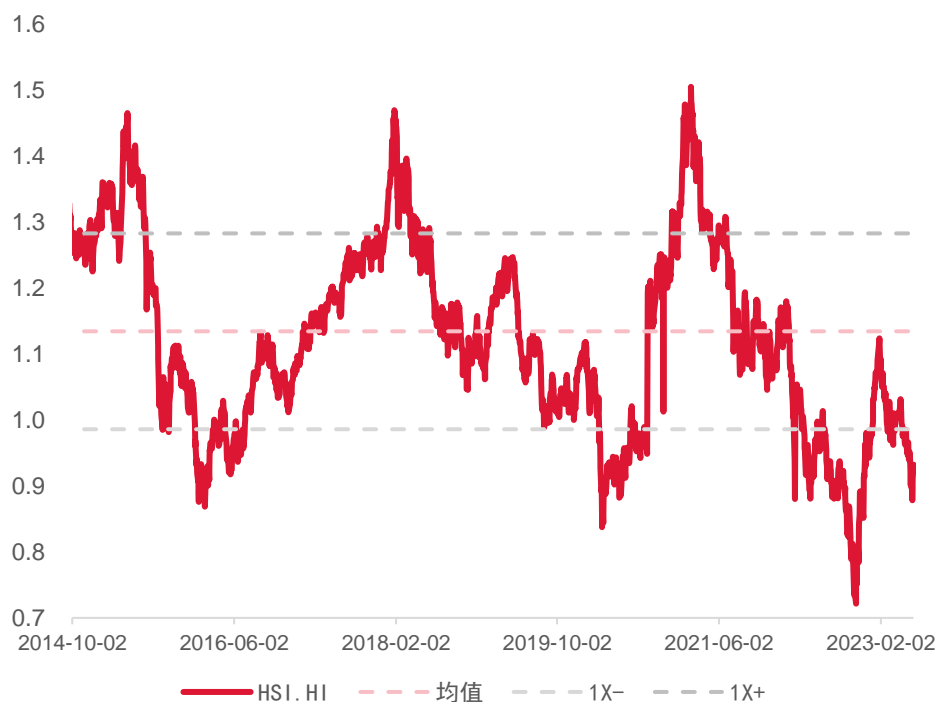
### AH股溢价率小幅上行



### 恒生PE



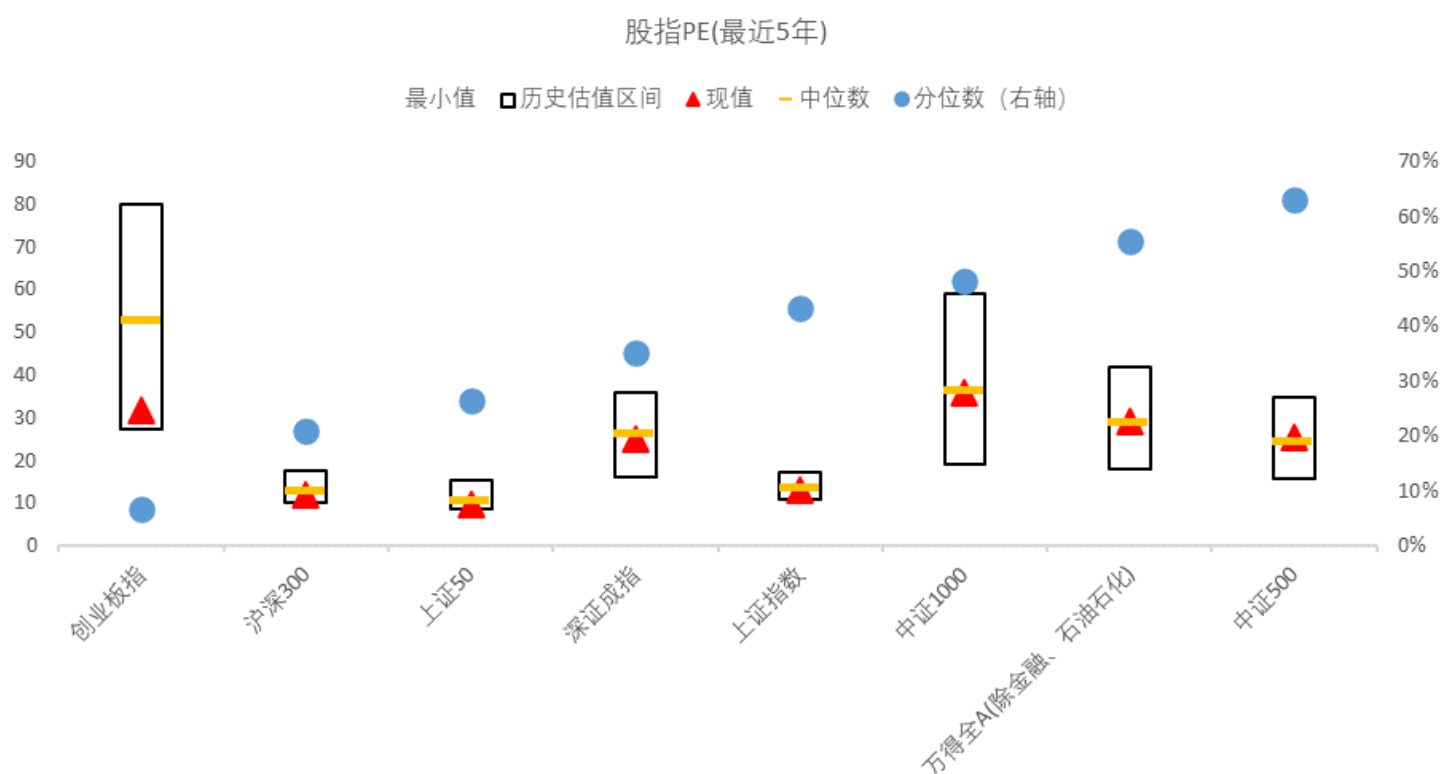
### 恒生PB



# 股指估值PE：大盘股明显下行

- 5月指数估值多数下，跟踪的8个股指中，仅有**中证1000**、**中证500** 出现小幅上升。
- 上证50**、**沪深300**跌幅最为显著，其中**沪深300创业板指**出现跨档下行至下1/4分位数以下区间。**创业板指**估值继续低位下行。
- 跟踪PE的8个股指中，6个位于中位数以下区间，其中2个处于下1/4分位数以下区间。

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化；行业标注蓝色代表估值无明显变化。



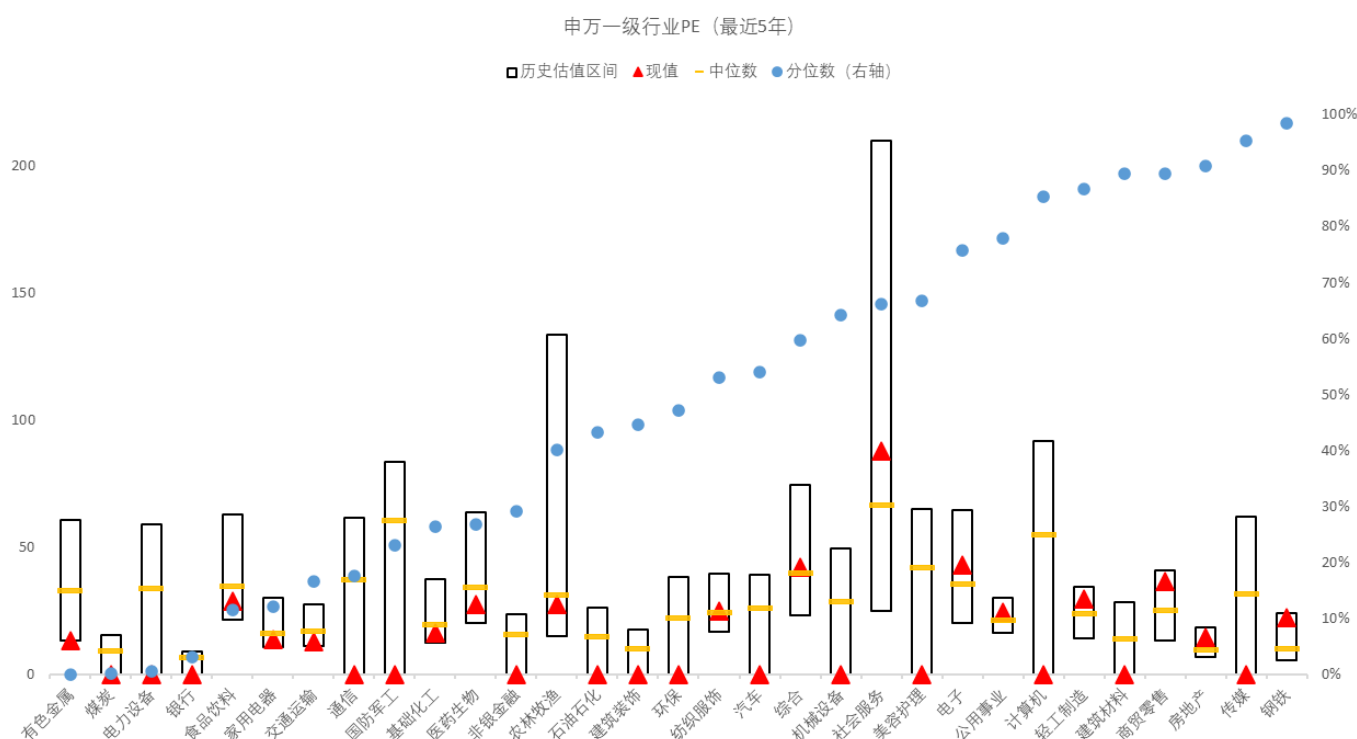
注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。

	上月涨跌幅 (%)	今年以来涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	-5.65	-9.24	31.48	6.71
沪深300	-5.72	-2.13	11.69	20.66
上证50	-6.89	-4.70	9.60	26.37
深证成指	-4.80	-2.79	24.75	35.21
上证指数	-3.57	3.51	13.07	43.22
中证1000	-2.40	3.29	35.81	48.17
万得全A(除金融、石油石化)	-3.28	0.69	28.91	55.41
中证500	-3.10	2.09	25.46	62.96

# 行业估值PE：跌多涨少

- 5月，行业估值呈现多数下跌走势，其中**电子**行业估值涨幅最为显著。**环保、医药生物、基础化工**等几个行业的估值均都出现明显上升。
- 非银金融、食品饮料、美容护理**行业估值跌幅最为显著，其中**非银金融**跨档下行至中位数以下区间；**电力设备**估值低位续降；**家用电器、商贸零售、社会服务**等几个行业的估值均都出现不同程度回落。
- 跟踪PE的23个行业中，7个行业处于下1/4分位数以下区间，7个行业位于上1/4分位数以上区间。

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化；行业标注蓝色代表估值无明显变化。



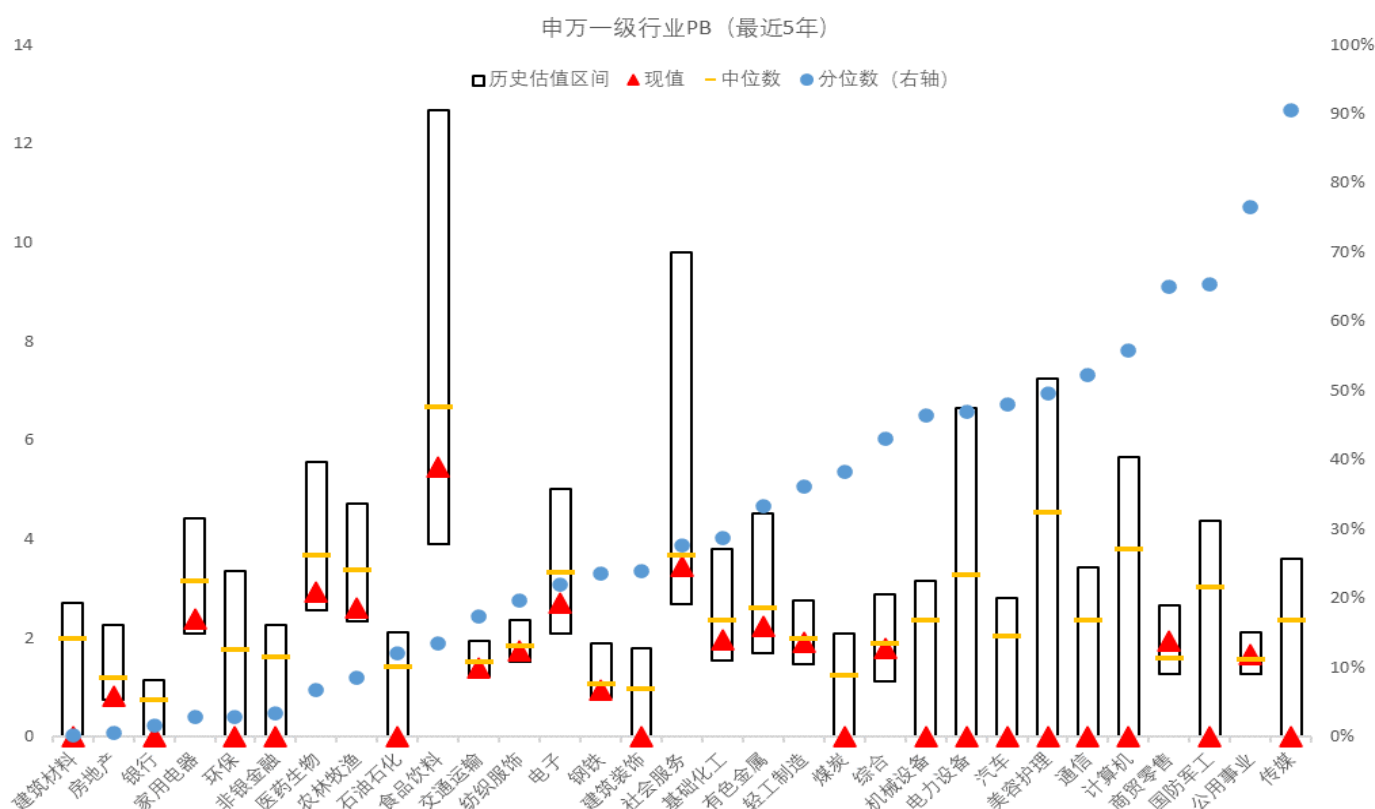
注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。

行业（申万）	上月涨跌幅（%）	今年以来涨跌幅（%）	PE	百分位
电力设备	-2.96	-10.70	21.15	0.61
银行	-2.13	1.42	4.78	3.35
食品饮料	-7.90	-9.41	28.65	11.62
家用电器	-7.37	5.77	13.33	12.20
交通运输	-6.73	-5.73	12.82	16.69
通信	1.36	37.72	31.34	17.61
国防军工	-0.33	-1.63	55.84	23.02
基础化工	-5.51	-10.01	16.22	26.37
医药生物	-2.50	-4.03	28.27	26.75
非银金融	-5.25	3.35	14.41	29.38
环保	0.48	-0.41	22.14	47.22
纺织服饰	-2.72	1.38	24.59	53.13
汽车	-0.63	-3.45	27.84	54.12
机械设备	-1.11	3.80	29.89	64.25
社会服务	-4.08	-4.70	85.05	66.31
美容护理	-6.51	-13.66	45.50	66.84
电子	2.26	7.70	43.67	75.80
公用事业	4.28	4.59	25.28	78.13
计算机	0.03	28.98	69.46	85.44
轻工制造	-3.56	-3.21	29.19	86.74
商贸零售	-11.66	-19.79	35.66	89.48
建筑材料	-8.50	-9.03	17.96	89.60
房地产	-6.86	-11.20	13.82	90.97

# 行业估值PB：多数回落

- 相比PE，PB估值相对稳定性更高，随着股价变动基本都可以反映出来，其中：
- 5月跟踪的8个行业中估值多数回调，仅有，**综合**有所小幅上行。
- 其中，**建筑装饰、石油石化**行业估值显著下行，估值百分位跨档回落至下1/4分位数以下。**农林牧渔**低位续降；**有色金属、煤炭、钢铁**行业估值均出现不同程度下行；**传媒**小幅回落但依然处在上1/4分位数以上区间。
- **当前观察PB的8个行业中，3个行业处于下1/4分位数以下区间，1个行业位于上1/4分位数以上区间。**

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化；行业标注蓝色代表估值无明显变化。



注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。

行业（申万）	上月涨跌幅（%）	今年以来涨跌幅（%）	PB	百分位
农林牧渔	-10.05	-12.83	2.62	8.73
石油石化	-8.08	8.15	1.27	13.22
钢铁	-4.74	-4.18	0.95	24.16
建筑装饰	-8.87	10.79	0.90	25.46
有色金属	-8.14	-2.88	2.20	33.46
煤炭	-8.05	-5.37	1.15	38.99
综合	-3.30	-10.06	1.81	43.79
传媒	28.98	51.23	2.90	90.66

# 内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 市场结构与特征
- 05 资产配置观点展望**
- 06 风险提示





# 经济逻辑与FICC配置观点

规避 低配 标配 高配 超配



经济逻辑		<ul style="list-style-type: none"> <li>外部来看，一方面，欧美服务业、就业、通胀韧性强于预期的情况或将延续，海外加息预期仍然有变数；另一方面，海外地缘问题、高利率环境下金融领域风险等黑天鹅仍有可能发生。海外仍然面临不小的不确定性和波动风险。</li> <li>内部来看，在一季度积压需求释放后，二季度观察期变量下行，经济内生动能减弱：1) 居民消费意愿不弱，但消费力受到就业、收入预期制约；2) 企业处于主动去库存周期；3) 积压需求释放后，地产销售回落；4) 5月出口超预期下行，外需压力有所上升。经济复苏斜率放缓，当前处于主动去库存周期，需等待企业利润增速回正的积极信号。</li> <li>当前宏观政策定力较强，预计后续政策加码将以针对稳就业、扩内需、托底地产的政策为主，不宜过度期许地产及货币政策领域的大规模政策刺激。</li> <li>国内经济复苏斜率放缓、政策稳健，利率短期偏震荡，后续或仍有下行空间。</li> <li>外部波动风险仍然不可忽视，国内相对平稳但复苏斜率放缓，市场上行预期受到一定制约。三季度海内外不确定性仍然不低，市场或仍处于高波动、可预测性较低的阶段，对风险资产的投资需适当谨慎，通过多种策略降低组合波动风险。</li> </ul>	
资产类别		主要观点	配置建议
债券	利率债	当前较高的股债性价比、后续缺乏趋势性宽松空间等因素制约利率下行空间，但经济修复斜率继续放缓，利率也缺乏上行动力，由于风险偏好仍然不高，资金配置需求较强对利率债带来支撑，短期大概率维持震荡行情，维持标配。	标配
	信用债	“资产荒”环境下，刚性配置需求为信用债提供支撑，但信用利差收敛至合理区间，难以进一步降低。要警惕当前地方政府债务化解进程中部分地区中低评级城投债务相关风险及其传导风险，充分考量配置期限及安全垫厚度。考虑到中低评级信用债潜在风险，及信用债上行空间受限，维持低配。	低配
商品	黄金	短期美元偏强对黄金产生一定压制，且今年内降息预期减退，黄金年内上行空间有所降低。中长期来看，黄金的趋势性机会或将延后至年末或明年，考虑到未来欧美仍有金融风险再次暴露的可能，以及汇率波动因素，以人民币计价的黄金仍然具备配置长期价值。维持标配，但适当警惕短期调整压力。	标配
外汇	美元	美国经济、通胀韧性较强，加息进程尚未结束，且年内降息预期逐渐消退，美国利率水平或在更长时间维持高位。美国债务上限通过后财政发债将吸收美元流动性，美元或高位震荡，短期内仍有波动上升的可能，上调至标配。	标配

规避 低配 标配 高配 超配



<b>A股逻辑</b>	<p>✓ 2023年的A股市场我们从三个角度来观察，分别为经济基本面、政策面、资金面。</p> <p><b>基本面</b> { 外部影响：美联储加息尾声，估值压力减轻，但美国银行业再出问题，外部风险上升，加大市场波动。 内部影响：去库存尚未结束，生产、就业、需求偏弱，积压需求释放因素减弱，经济复苏斜率放缓。</p> <p><b>政策面</b> { 宏观政策：政策预期偏稳健，更关注高质量发展，针对结构性问题对症下药，效果仍待观察。 地产政策：挤压需求释放后，地产销售已出现回落，且土地市场、地产开工仍偏弱，需观察可持续性。</p> <p><b>资金面</b> { 流动性：流动性环境相对充裕，但权益基金发行低迷，A股增量资金入市偏慢，依然以存量资金博弈为主。 利率：中长期利率上行压力减轻，资金利率回归并围绕政策利率波动。</p>
-------------	--

资产类别		主要观点	配置建议
权益	A股	<p>➢ 6月A股处于政策预期博弈阶段，或先扬后抑；三季度“待时而动”，核心关注政策基调是否变化：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 国内经济复苏斜率继续放缓，拖累分子端盈利预期；</li> <li>◆ 欧美通胀仍然较高，加息尚未结束，国内货币政策偏稳健，分母端短期中性略偏利空；</li> <li>◆ A股市场流动性目前主要以存量资金为主，资金面偏中性；</li> <li>◆ 经济放缓背景下市场博弈政策加码，短期形成一定支撑，但现阶段高质量发展基调下，针对性政策短期难以有明显效果，6月市场或呈现先扬后抑整体走平的走势。三季度经济数据显著改善的可能性不高，A股走势依赖于政策力度，关注7月政策基调是否会有调整“待时而动”，若政策“下猛药”，则市场信心有望迅速回归，叠加政策对权益资产的大力支持和推动，A股走牛概率提升；若政策“下猛药”的预期落空，则A股将表现弱势。目前看政策“下猛药”可能性较低</li> <li>◆ 当前格局下大盘或震荡偏弱，行业较快轮动，赚钱效应不佳且主要集中在少数波动较大的板块。</li> </ul> <p>➢ 风格方面，分化行情或将延续——</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 在经济复苏放缓、存量资金为主的情况下，跷跷板效应延续，轮动行情中，预计人工智能、中特估、服务业等复苏弹性较高且疫后需求尚未完全释放的板块以及“反抱团”、中小盘风格表现相对占优；</li> <li>◆ 经济复苏相关性较强的板块则缺乏预期上的明显利好，存在超跌修复机会但难有趋势反转。</li> </ul> <p>➢ 行业、指数方面：</p> <p>继续关注人工智能、中特估、文体旅游等短期确定性较强的领域，待经济的右侧信号出现时逐渐转向经济复苏强相关板块。</p> <p>➢ 策略工具方面：</p> <p>震荡偏弱行情中，建议针对部分行业以网格交易策略为主，通过复合策略降低组合波动风险。</p> <p>风险提示：海外经济衰退风险超预期，美联储超预期加息，国内经济表现超预期下行，海外地缘风险及金融风险事件。</p>	<p><b>低配</b></p> <p>（关注7月政策基调是否变化，待时而动）</p>

## 分析师承诺：

本人承诺，以勤勉的职业态度，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，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

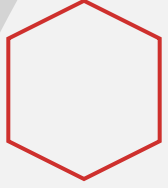
## 风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

## 适当性申明：

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。





# 谢谢!

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



**华宝证券**  
HWABAO SECURITIES