

### 核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号：S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152692

杨亚仙  
分析师  
SAC 执证编号：S0110522080001  
yangyaxian@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152627

#### 相关研究

- 5月金融数据点评：社融延续弱势，政策风向转松
- 宏观经济周报：短期仍谨慎，继续观望等待
- 5月外贸数据点评：外需不振，出口压力显现

- 以往的周报中我们反复强调，市场对利空的消化较为充分，在利好的催化下容易形成反弹，6月以来的市场行情基本按照以上线索演绎。在宽松预期下，6月以来，量先于价开始回升，市场情绪逐渐回暖，资本市场呈现超跌反弹的走势。
- 上周的主线是经济数据及政策博弈，5月经济数据显示5月经济相比4月略有回升，整体呈现出低位企稳的信号，市场悲观预期略有修正；央行降息在时间点上略超预期，市场对政策放松的预期更加强烈，风险偏好明显回暖；多重利好下，风险情绪回升，上周沪深300指数累计上行3.3%，南华工业品指数累计上行2.4%，降息落地后，在止盈盘的压力下，10年国债收益率基本收平。
- 我们整理了2012年以来历次OMO调降后权益市场和债券市场的走势。可以发现，相比于历次降息平均走势，本次降息中股票市场反弹力度较大，在短期继续突破上涨的概率不大，更可能是区间震荡。债券市场此前收益率连续下行较大幅度，此次降息落地后，迅速回调，已与降息前基本持平，后续继续大幅下行的概率不大，短期内或维持震荡走势。
- 近期的经济数据和高频数据均显示国内经济仍处于复苏初期，压力和挑战并存。上周五的国务院常务会议证实了政府层面已经意识到经济的弱势，但政策的具体层面仍在研究阶段。一方面，一定程度上可提振市场信心；另一方面，这给政策博弈留下了空间。
- 板块方面，本轮反弹中，AI行情先于大盘开启，反弹幅度也在各板块中位居前列。从本轮反弹的幅度来看，反弹高点已超过前期高点，对比历史各轮主线行情，可能仍有一定的上涨空间，但仍需警惕短期回调风险；从成交量来看，TMT指数的拥挤度有所提升，但距离前高仍有一定差距；从政策来看，利好频发，习近平总书记会见比尔盖茨，国常会审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》等均可能对AI行情构成一定的支撑。
- 往后看，由于市场的反弹力度不小，政策预期的演绎已较为充分，预计股市在短期继续突破上涨的概率不大，更可能是区间震荡。债市收益率近期反弹后，短期震荡概率较大，下半年可能会有一些调整。

风险提示：政策不及预期，地缘政治变化超预期

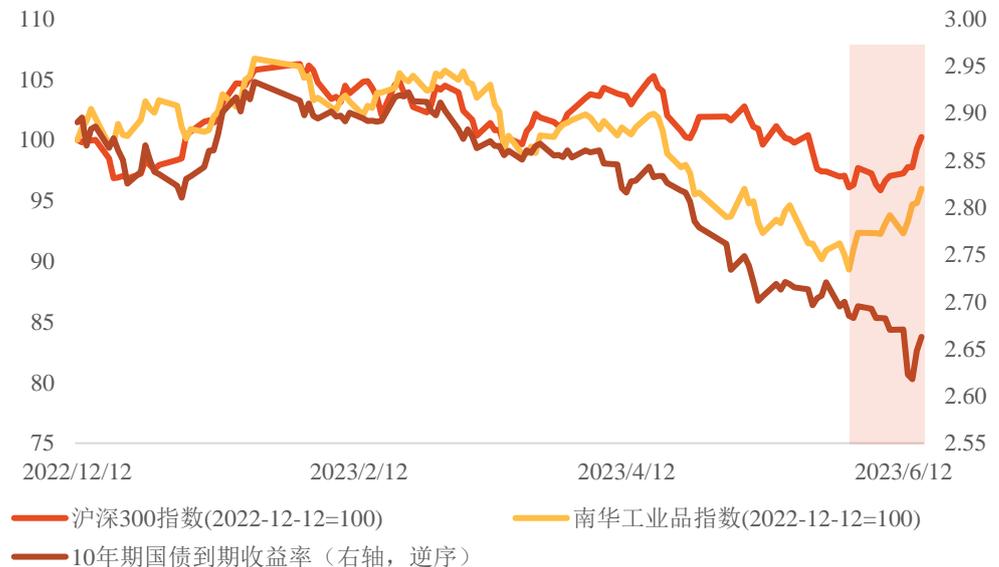
以往的周报中我们反复强调，市场对利空的消化较为充分，在利好的催化下容易形成反弹，6月以来的市场行情基本按照以上线索演绎。在宽松预期下，6月以来，量先于价开始回升，市场情绪逐渐回暖，资本市场呈现超跌反弹的走势。上周的主线是经济数据及政策博弈，多重利好下，风险偏好回升。沪深300指数累计上行3.3%，南华工业品指数累计上行2.4%，降息落地后，在止盈盘的压力下，10年国债收益率基本收平。

图 1：万得全 A 量价走势：量先于价回升（右：万手）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：股债商走势：6月以来，大类资产齐涨（右：%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

## 1 经济数据低位暂稳

5月经济数据显示5月经济相比4月略有回升，市场悲观预期略有修正。尽管5月经济数据多数仍不及预期，房地产继续疲软，但整体呈现出低位企稳的信号。从四年平均同比增速来看，工业生产有所好转，社零增速低位企稳，制造业投资和基建投资增速均小幅回升。

图 3：工业增加值同比触底回升（%）



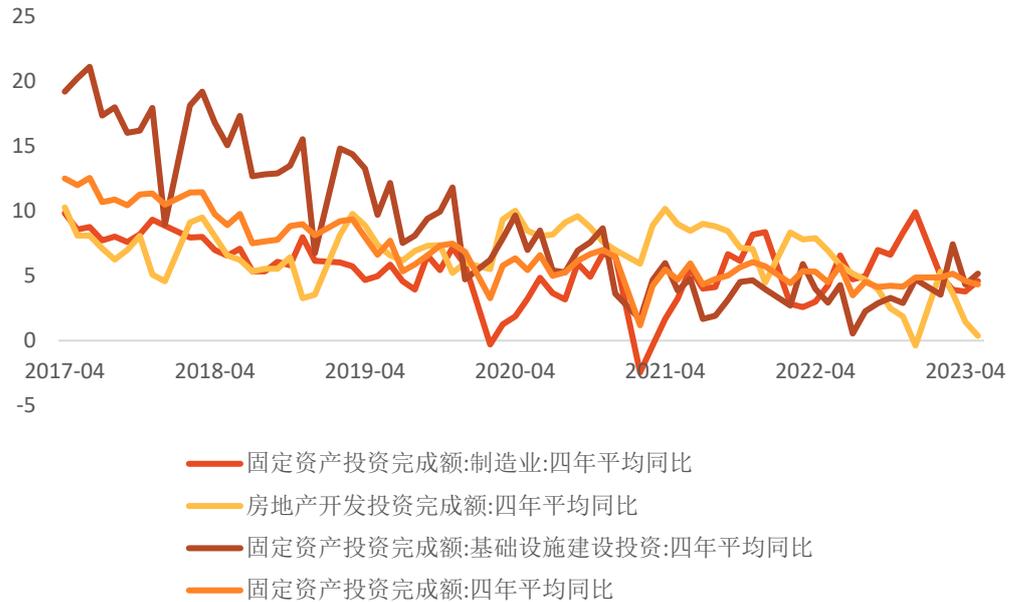
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：社会消费品零售总额增速低位企稳（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6: 固定资产投资同比: 分类别 (%)



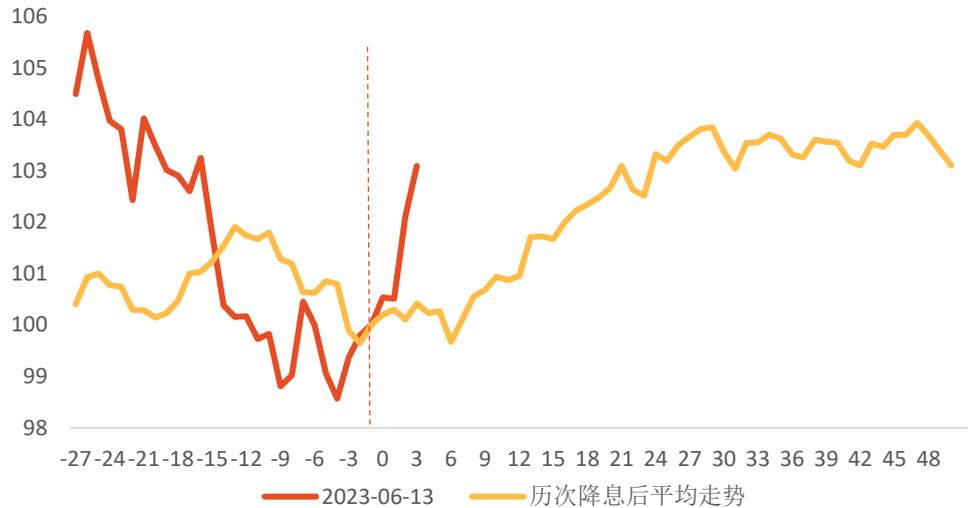
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

## 2 降息时点超预期

6月13日早盘, 央行OMO利率降低10BP, 从2.0%降低到1.9%, 15日MLF如期调降。此前一周多家银行宣布下调存款利率。5月PMI持续下行, 出口数据大幅下滑, 金融信贷数据不及预期, 结合当前通胀水平较低, 降息条件相对充分。但本次降息时点略超预期, OMO先于MLF调降, 开启降息周期, 市场对政策放松的预期更加强烈, 风险偏好明显回暖。

我们整理了2012年以来历次OMO调降后权益市场和债券市场的走势。可以发现, 相比于历次降息平均走势, 本次降息中股票市场反弹力度较大, 在短期继续突破上涨的概率不大, 更可能是区间震荡。债券市场此前收益率连续下行较大幅度, 此次降息落地后, 迅速回调, 已与降息前基本持平, 后续继续大幅下行的概率不大, 短期内或维持震荡走势。

图 7: OMO 降息后沪深 300 平均走势



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

注: 以 2012 年以来各次 OMO 降息时点为研究对象, 将降息前一日指数标准化为 100, 然后各次走势求平均可得。

图 8: OMO 降息后 10 年国债收益率平均走势 (BP)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

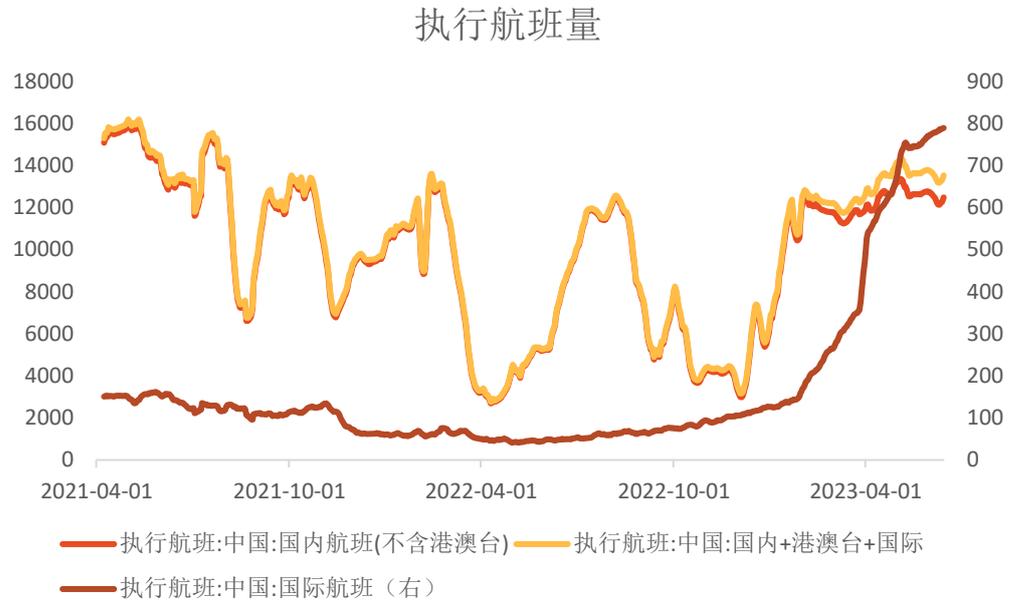
注: 以 2012 年以来各次 OMO 降息时点为研究对象, 将降息前一日 10 年期国债收益率收盘价标准化为 0, 然后各次走势求平均可得。

### 3 政策预期提振信心

近期的经济数据和高频数据均显示国内经济仍处于复苏初期, 压力和挑战并存。6 月至今的出行、生产、地产等高频数据未出现明显好转, 国内执飞航班数量高位平稳, 随着暑假临近, 七八月或有明显回升; 房地产弱势延续, 贷款提前还款率维持高位, 房地产放松力度边际减弱, 30 大中城市商品房成交面积低位震荡, 水泥价格指数跌势未止。

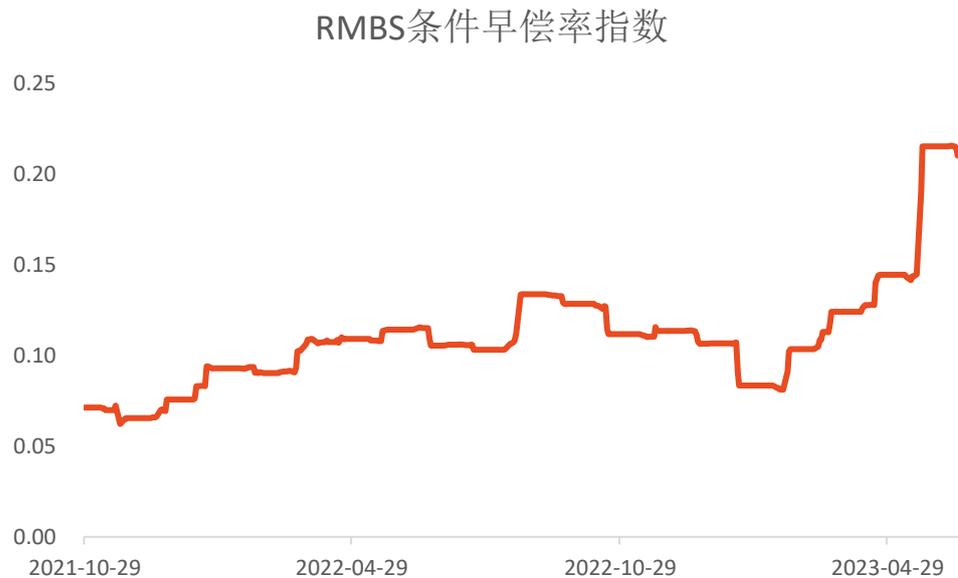
上周五召开国务院常务会议，主要围绕“提振经济”与“防范风险”两个角度展开，证实了政府层面已经意识到经济的弱势，但会议指出在未来将出台一批政策措施推动经济修复，当前政策的具体层面可能仍在研究阶段。一方面，可在一定程度上提振市场信心；另一方面，这给政策博弈留下了空间。

图 9：执飞航班量高位延续（架次）



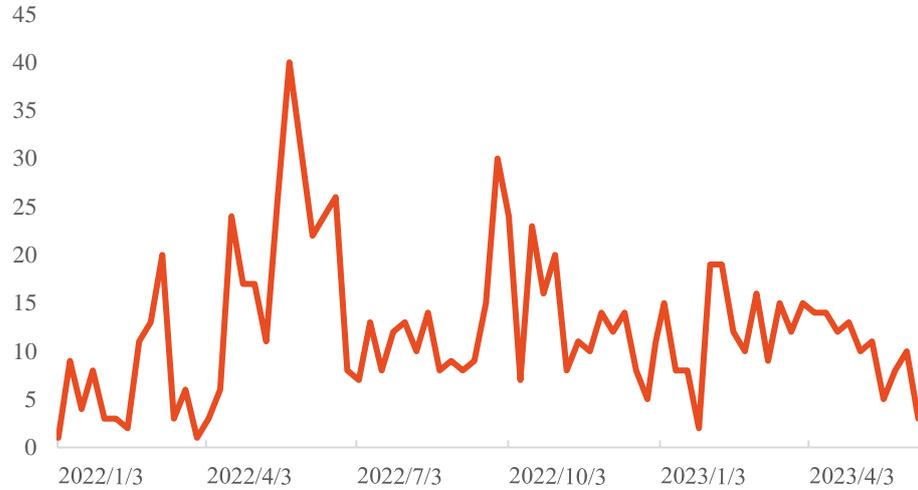
资料来源：Wind, 飞常准, 首创证券研究发展部

图 10：提前还款率仍居高位



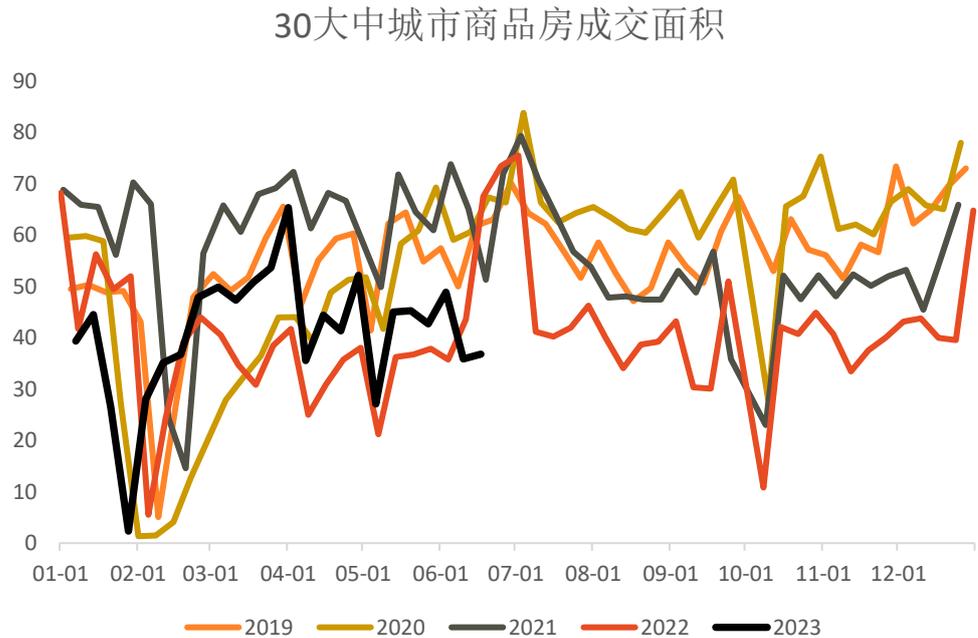
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：2022 年以来房地产政策放松城市个数：周度



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 12：商品房成交面积低位震荡（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 水泥价格跌势不止

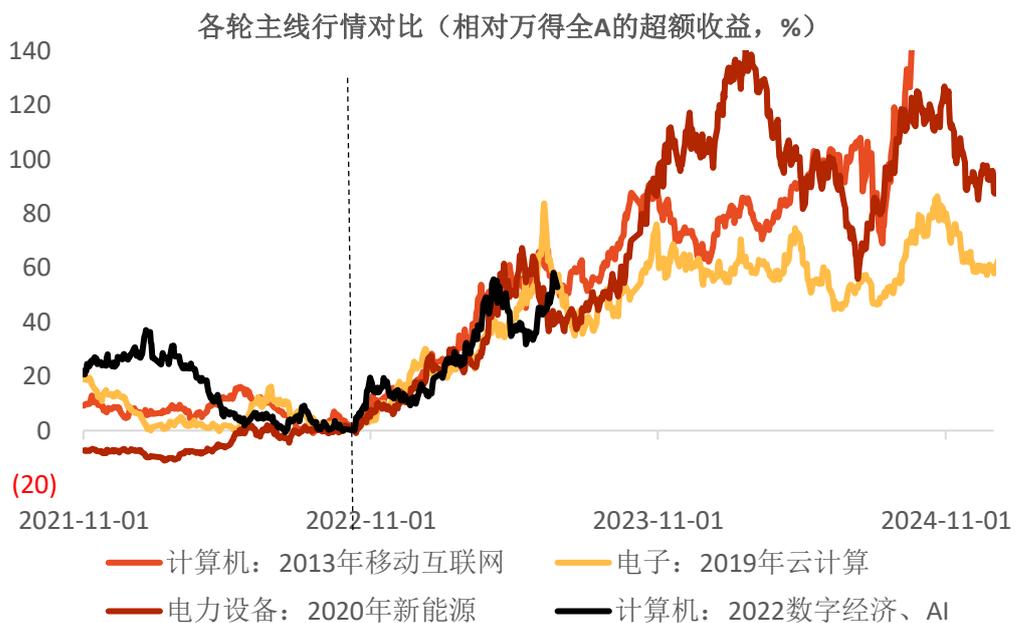


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

## 4 警惕 AI 短期回调，板块轮动加剧

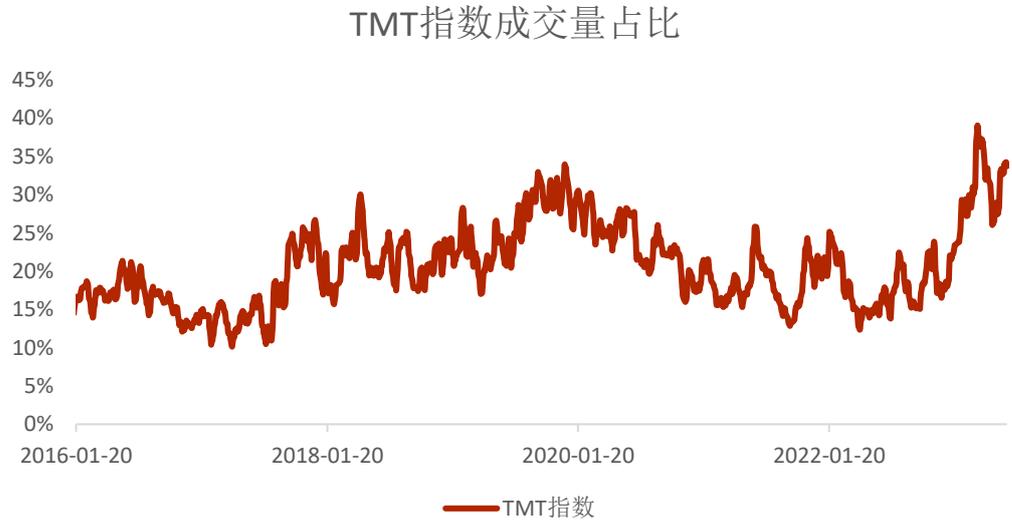
板块方面，本轮反弹中，AI 行情先于大盘开启，反弹幅度也在各板块中位居前列。从本轮反弹的幅度来看，高点已超过前期高点，对比历史各轮主线行情，可能仍有一定的上涨空间，但仍需警惕短期回调风险；从成交量来看，TMT 指数的拥挤度有所提升，但距离前高仍有一定差距；从政策来看，利好频发，习近平总书记会见比尔盖茨，国常会审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》等均可能对 AI 行情构成一定的支撑。

图 14: AI 行情或仍有空间，警惕短期回调 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15: TMT 指数拥挤度



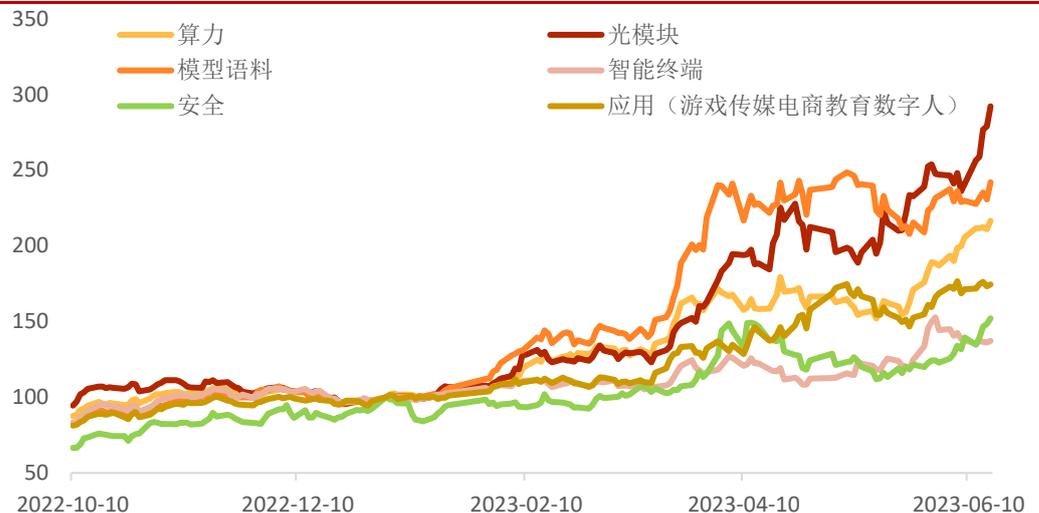
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

最后, 我们进一步复盘了 AI 相关板块的内部轮动。

第一轮行情中, 与 AI 最直接相关的中游板块——模型语料板块首先上涨, 然后带动产业链其他上下游板块普遍上涨。之后上游中的光模块率先走出独立行情, 下游的安全审查板块短暂领涨之后迅速回调, 最后终端应用板块逆势稳步上涨。

第二轮行情中, 光模块率先上涨, 拉动业绩确定的上游和想象力空间丰富的下游齐涨。其中算力板块受益于英伟达业绩超预期, 持续快速上涨, 而智能终端板块叠加苹果 MR 概念一度领涨, 但回调迅速。之后, 终端应用和安全审查板块依次上涨。值得关注的是, 截至目前为止, 在第一轮行情中, 图 16 所列的板块中涨幅最大的模型语料板块在第二轮行情中表现相对较弱, 尚未突破前期高点。

图 16: AI 相关的板块轮动加剧



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

注: 笔者挑选了相关概念中与 AI 强相关的股票构造相应指数, 并将各指数在 2023 年 1 月 1 日标准化为 100 进行比较。个股的挑选具有一定的主观性, 各指数不完全代表其相应概念板块的走势, 仅供本文分析轮动使用。

### 3 后市展望

往后看, 由于市场的反弹力度不小, 政策预期的演绎已较为充分, 预计股市在短期继续突破上涨的概率不大, 更可能是区间震荡。债市收益率近期反弹后, 短期震荡概率较大, 下半年可能会有一些调整。

### 4 风险提示

风险提示: 政策不及预期, 地缘政治变化超预期

## 分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，研究助理，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现