

# 经济复苏方向不变，股市仍有较大韧性

——策略周报 0521

## 研究结论

- 本周，市场各大指数止跌反弹，前期持续跑输的科创 50 指数领涨。TMT 和中特估板块企稳反弹，汽车和电力板块领跌，表明市场仍属于超跌反弹期。
- 4 月，社会消费品零售总额同比增长 18.4%，季调整后环比增长 0.49%，除汽车以外的消费品零售额增长 16.5%。全国服务业生产指数同比增长 13.5%，比上月加快 4.3 个百分点。整体来看，社消保持持续增长但略低于市场预期，维持弱复苏态势。
- 4 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%。其中，制造业和装备制造业分别增长 6.5% 和 13.2%。新能源汽车、太阳能电池产品产量同比分别增长 85.4%、69.1%。结合 4 月份制造业采购经理指数为 49.2%，低于 50%。1-4 月份，全国固定资产投资同比增长 4.7%，比 1-3 月份回落 0.4 个百分点。4 月，基础设施投资和制造业投资分别累计同比增长 8.5%、6.4%，房地产开发投资累计同比下降 6.2%。整体来看，从投资角度也仍以复苏为主，内生动力不足仍需政策加持。
- 5 月 17 日，离岸人民币汇率破 7，是今年以来首次，且近一段时间出现了显著贬值。最新公布 4 月份经济数据显示国内经济复苏偏弱，且中美十年期国债利差倒挂幅度重新走阔。鉴于美联储加息周期已趋于尾声、经济实质衰退的风险不断增强，下半年人民币汇率升值的空间可能更大，这有助于提升市场风险偏好，增强国内权益资产的吸引力。
- 5 月 19 日，首届中国-中亚峰会在西安举行，相关合作值得关注：中方将出台更多贸易便利化举措，升级双边投资协定，实现双方边境口岸农副产品快速通关“绿色通道”全覆盖；中方倡议建立中国-中亚能源发展伙伴关系，加快推进中国-中亚天然气管道 D 线建设，扩大双方油气贸易规模，发展能源全产业链合作。为助力中国同中亚国家合作和中亚国家自身发展，中方将向中亚国家提供总额 260 亿元融资支持和无偿援助。西亚是石油、资源储备丰富的地区，这和中国经济结构形成较大互补。
- 展望后市，政策方向上，把握着力扩大国内需求，加快建设现代化产业体系的主要方针。市场对经济复苏的强度仍然预期较低，对新经济动能的预期将持续处在高位。旧经济动能方面，暂时期待不高，待下半年再关注，每逢大跌可左侧布局。经济新动能方面，数字经济板块回调的空间接近足够，政策和产业发展趋势的确定性高，保持配置为主。恒生为主的平台经济是重要的经济力量，可以在底部进行一些适当配置。对于 TMT 板块主线的观点不变，调整期关注未来业绩预期较好的个股，建议聚焦的细分有数据和 IP 资源，估值较合理同时全年业绩有反转趋势的游戏，业绩预期确定性高的算力硬件以及已经有业绩体现的应用端。其他以内需为主的科技成长板块有创新药、高端制造、医疗器械等良好的长期趋势与预期不变，继续建议以中期心态持有。军工关注有资产注入预期的央企。
- 对应用到行业配置：
  1. 经济复苏板块的预期较低，但从全年维度看，下半年有一定反弹机会。全年视角下，关注有色金属和泛消费等复苏板块的超跌配置机会。
  2. 全年主线仍然关注新经济动能，数字经济（TMT）板块是标配，回调期仍然重点关注核心细分领域，比如人工智能在各行业的应用端，数据要素相关公司，人工智能硬件端机会，聚焦业绩兑现预期强的公司。看好半导体自主可控、高端制造和创新药。电动车、风电和储能行业完成反弹后预期放低，但预计细分龙头公司会相对强势。
  3. 将中字头央企作为中长期配置方向配置，关注数字经济相关以及高股息低估值的央企回调后的配置机会。

## 风险提示

一、宏观经济下行超预期；二、疫情存在阶段性反弹风险；三、“稳增长”政策推进不及预期。

报告发布日期

2023 年 05 月 22 日

### 证券分析师

薛俊	021-63325888*6005 xuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100002
张志鹏	zhangzhipeng@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522020002
张书铭	021-63325888*5152 zhangshuming@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517080001

### 联系人

段怡芊	duanyiqian@orientsec.com.cn
-----	-----------------------------

### 相关报告

主线调整，市场进入缩容避险阶段：主题 & 赛道跟踪周报	2023-05-14
中特估行情调整不改长期上涨趋势：策略周报 0514	2023-05-14
在高成长的细分领域中寻找预期差：23 年 5 月 A 股展望及十大关注标的	2023-05-04
继续坚守全年主线：主题 & 赛道跟踪周报	2023-05-03
央企主题和数字经济交替上涨：策略周报 0423	2023-04-23
退潮期亦是布局期：主题 & 赛道跟踪周报	2023-04-23
主线调整出现，轮动信号加强：主题 & 赛道跟踪周报	2023-04-17
热点扩散，市场稳步上扬：策略周报 0416	2023-04-16
市场持续回暖，各行业轮番上涨：主题 & 赛道跟踪周报	2023-04-12
经济数据持续修复，科技主导行情继续：策略周报 0409	2023-04-10
市场将重回轮动，主线仍可坚守：主题 & 赛道跟踪周报	2023-04-02
数字经济继续引领市场上扬：策略周报 0326	2023-03-26
主线面临波折，坚守为主：主题 & 赛道跟踪周报	2023-03-19
数字经济和中特估引领市场上扬：策略周报 0318	2023-03-19
市场回调完成再平衡，关注央企和自主可控：主题 & 赛道跟踪周报	2023-03-12
美国加息压力交织国内复苏预期下的行情演绎：策略周报 0312	2023-03-12

## 目录

本周国内外重点事件及点评.....	4
本周市场图表回顾.....	7
风险提示.....	10

## 图表目录

图 1: 人民币汇率与银行结售汇差额.....	4
图 2: 人民币汇率走势对沪深 300 指数波动具有较强解释度.....	5
图 3: 本周全球指数多数上涨 (%).....	7
图 4: 本周 A 股板块分化反弹, 电子军工涨幅明显 (%).....	7
图 5: 银行间 R007 指标本周出现回落 (%).....	7
图 6: 北上资金本周净流出 16.91 亿 (亿元).....	7
图 7: 偏股型基金发行趋于回落 (亿份).....	7
图 8: 10 年期国债收益率有所走低 (%).....	7
图 9: 市场主要指数市盈率分位 (过去 10 年以来).....	8
图 10: 申万一级行业市盈率分位 (过去 10 年以来).....	8
图 11: 全 A 股市盈率小幅回升, 高于市盈率中位数.....	8
图 12: 全 A 股市净率小幅回升, 低于市净率中位数.....	8
图 13: 沪深 300 市盈率小幅回升, 低于市盈率中位数.....	9
图 14: 沪深 300 市净率小幅回升, 低于市净率中位数.....	9
图 15: 创业板市盈率小幅回升, 低于负一个标准差.....	9
图 16: 创业板市净率小幅回升, 低于市净率中位数.....	9
图 17: 中证 500 市盈率小幅回升, 低于市盈率中位数.....	9
图 18: 中证 500 市净率小幅回升, 高于负一个标准差.....	9
图 19: 沪深 300 风险溢价小幅回落, 高于历史均值水平, %.....	10
图 20: 中证 500 风险溢价小幅回落, 高于历史均值水平, %.....	10

## 本周国内外重点事件及点评

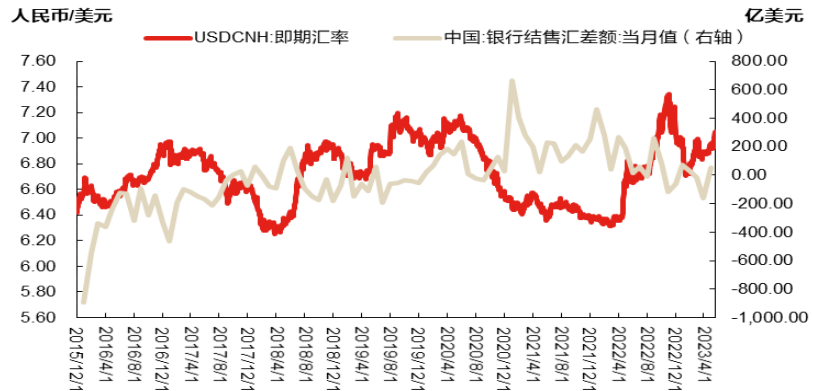
5月17日，离岸人民币汇率破7，是今年以来首次，且近一段时间出现了显著贬值。

本质上，汇率反应了两国基本面的强弱对比，最新公布4月份经济数据显示国内经济复苏偏弱，较高失业率+低通胀组合，显示经济内生动能不足。而同期，海外经济仍显示出较强韧性，特别是市场一度担心的美国中小银行危机可能最坏的时期已经过去，十年期、两年期美债收益率从5月初开始分别显著抬升，导致中美十年期国债利差倒挂幅度重新走阔。换言之，最新公布的一系列经济数据反映了国内经济没有如预期的那样好，而美国经济也没有如预期那样弱，近一段时间人民币汇率的走势正是反应了对这种预期差的修正。

展望后市，一方面，监管部门并不希望看到汇率的持续贬值。2023年5月18日召开的中国外汇市场指导委员会（CFXC）2023年第一次会议强调：下一阶段，人民银行、外汇局将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作；自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落。会议内容公布之后，5月19日离岸人民币汇率随即出现显著反弹。

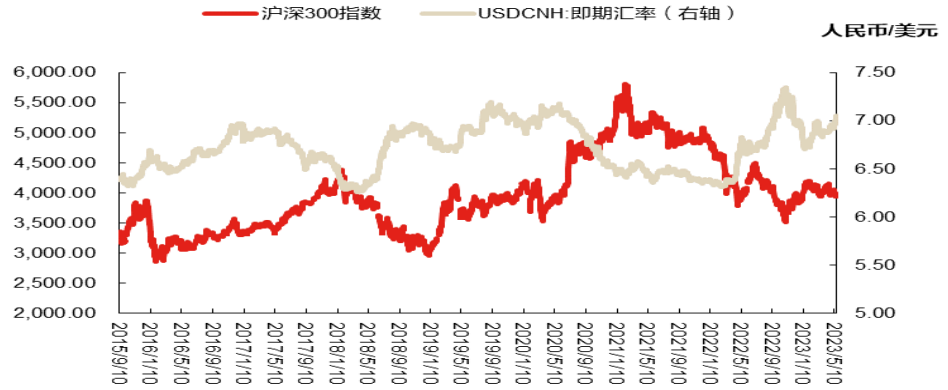
另一方面，从经济基本面来讲，国内经济延续恢复态势，内生动能在不断增强，政策引而不发、保持定力，人民币汇率在当前水平继续贬值的空间有限，预计不大可能去触及到去年10月底的7.30元/美元左右的低点。鉴于美联储加息周期已趋于尾声、经济实质衰退的风险不断增强，下半年人民币汇率升值的空间可能更大，这有助于提升市场风险偏好，增强国内权益资产的吸引力。

图1：人民币汇率与银行结售汇差额



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：人民币汇率走势对沪深 300 指数波动具有较强解释度



数据来源：Wind，东方证券研究所

本周市场各大指数止跌反弹，前期持续跑输的科创 50 指数领涨。主线本周企稳反弹，但仍然处于调整期，市场多数行业上涨，上周领涨的汽车和电力板块领跌，表明市场属于超跌反弹。大小票风格上一直以来并不重要，行业主线相对大小风格来说更重要，本周行业风格呈现超跌反弹，电子、军工和机械行业领涨。本周，北向资金累计净卖出 16.91 亿元，沪股通净卖出 9.57 亿元，深股通净卖出 7.34 亿元。本周电力设备获 40.99 亿元增持，排名位列第一。电子、传媒、军工和医药分别获得 21.58 亿元、8.97 亿元、8.02 亿元和 7.58 亿元的加仓；非银、食品饮料和房地产板块遭抛售，净卖出 36.74 亿元、23.98 亿元和 10.54 亿元。外围本周突破上涨，美国债务上限谈判继续推进，美股信心有所回升后上涨，但僵局尚未化解。香港市场继续底部震荡，分母端受美联储影响偏利好，但分子端复苏数据走弱，政策面预期较低，也无法提前交易。汇率方面本周突破 7，引发市场关注，但仍然在可控范围内，北上资金本周小幅流出。市场本周出现普遍性的超跌反弹，以电子板块居首，热点板块仍然在人工智能、半导体和新能源细分分支，此外顺周期行业下跌趋势有所企稳。

政策方向上，把握着力扩大国内需求，加快建设现代化产业体系的主要方针。市场对经济复苏的强度仍然预期较低，对新经济动能的预期将持续处在高位。旧经济动能方面，暂时期待不高，待下半年再关注，每逢大跌可左侧布局。经济新动能方面，数字经济板块回调的空间接近足够，政策和产业发展趋势的确定性高，保持配置为主。恒生为主的平台经济是重要的经济力量，可以在底部进行一些适当配置。对于 TMT 板块主线的观点不变，调整期关注未来业绩预期较好的个股，建议聚焦的细分有数据和 IP 资源，估值较合理同时全年业绩有反转趋势的游戏，业绩预期确定性高的算力硬件以及已经有业绩体现的应用端。其他以内需为主的科技成长板块有创新药、高端制造、医疗器械等良好的长期趋势与预期不变，继续建议以中期心态持有。军工关注有资产注入预期的央企。

对应到行业配置：

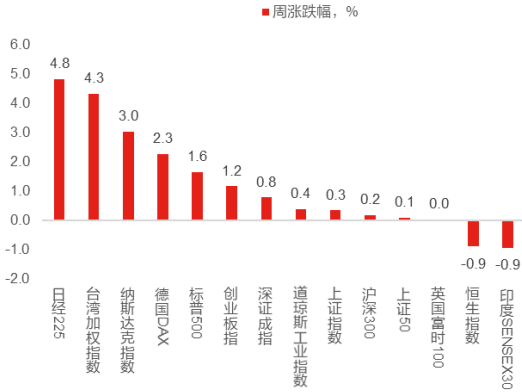
1. 经济复苏板块的预期较低，但从全年维度看，下半年有一定反弹机会。全年视角下，关注有色金属和泛消费等复苏板块的超跌配置机会。
2. 全年主线仍然关注新经济动能，数字经济（TMT）板块是标配，回调期仍然重点关注核心细分领域，比如人工智能在各行业的应用端，数据要素相关公司，人工智能硬件端机会，聚焦

业绩兑现预期强的公司。看好半导体自主可控、高端制造和创新药。电动车、风电和储能行业完成反弹后预期放低，但预计细分龙头公司会相对强势。

3. 将中字头央企作为中长期配置方向配置，关注数字经济相关以及高股息低估值的央企回调后的配置机会。

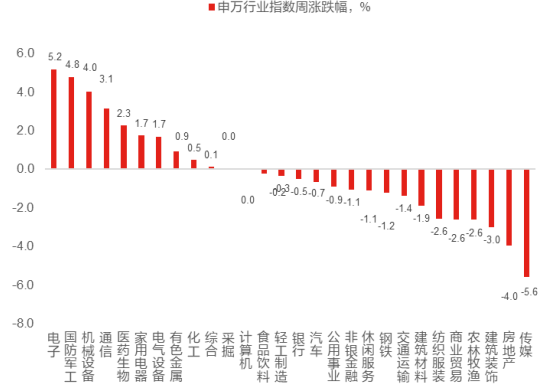
## 本周市场图表回顾

图 3：本周全球指数多数上涨（%）



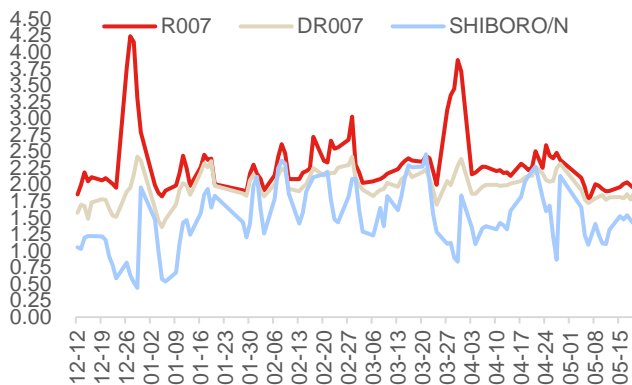
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：本周 A 股板块分化反弹，电子军工涨幅明显（%）



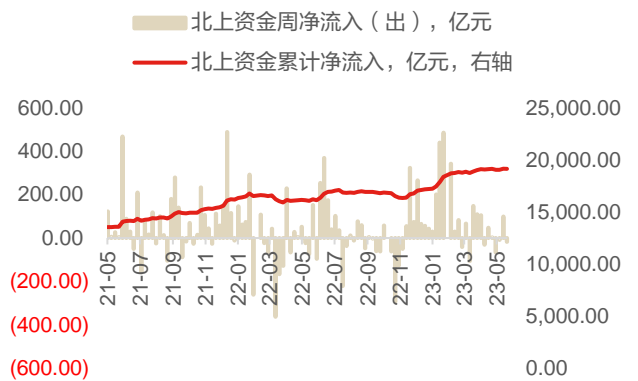
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：银行间 R007 指标本周出现回落（%）



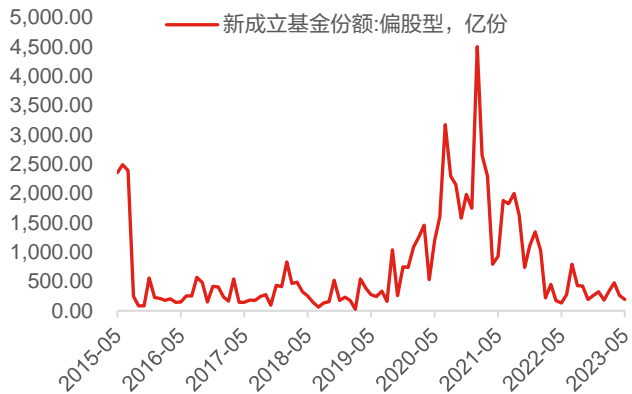
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：北上资金本周净流出 16.91 亿（亿元）



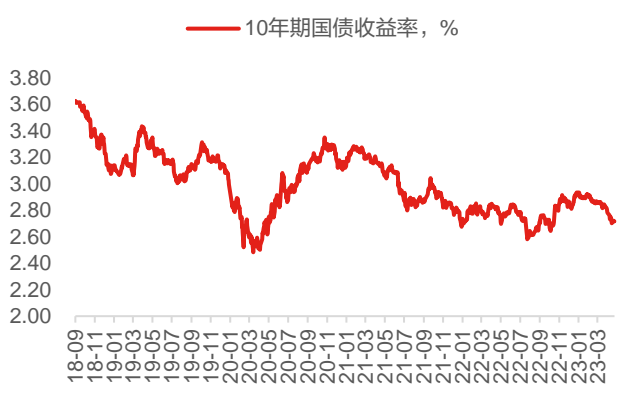
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：偏股型基金发行趋于回落（亿份）



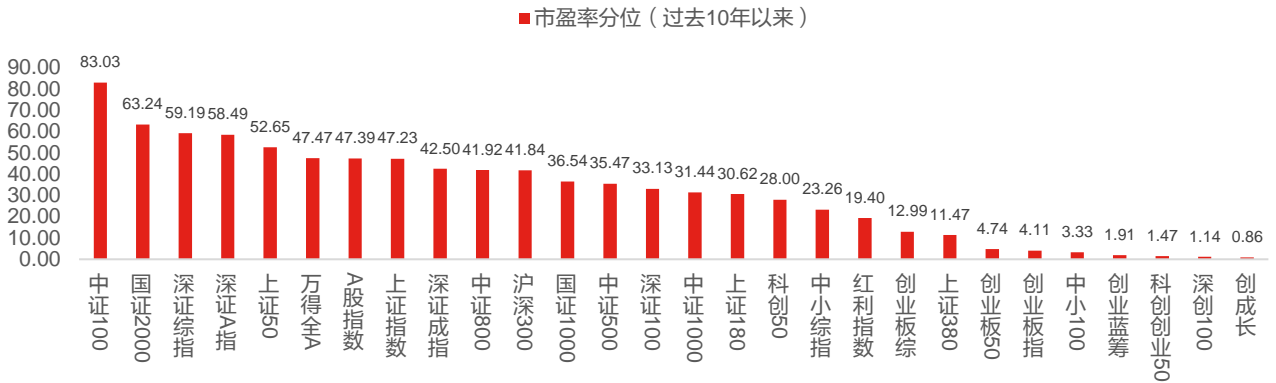
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：10 年期国债收益率有所走低（%）



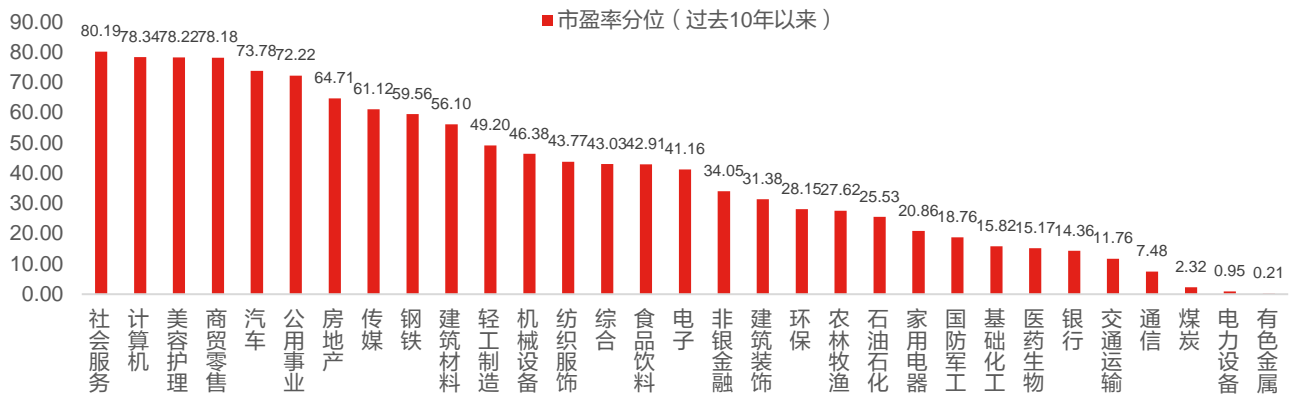
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：市场主要指数市盈率分位（过去 10 年以来）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：申万一级行业市盈率分位（过去 10 年以来）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 11：全 A 股市盈率小幅回升，高于市盈率中位数



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：全 A 股市净率小幅回升，低于市净率中位数



数据来源：Wind，东方证券研究所



图 13: 沪深 300 市盈率小幅回升，低于市盈率中位数



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 14: 沪深 300 市净率小幅回升，低于市净率中位数



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 15: 创业板市盈率小幅回升，低于负一个标准差



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 16: 创业板市净率小幅回升，低于市净率中位数



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 17: 中证 500 市盈率小幅回升，低于市盈率中位数



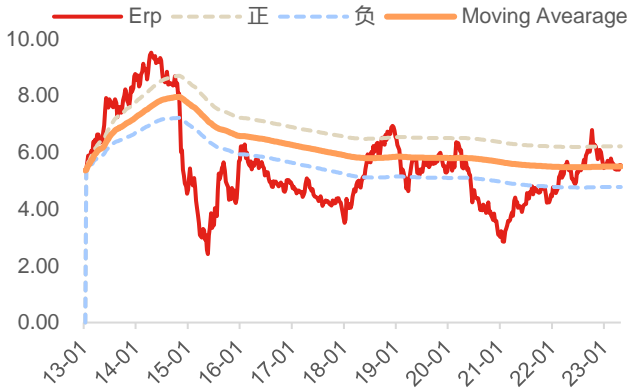
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 18: 中证 500 市净率小幅回升，高于负一个标准差



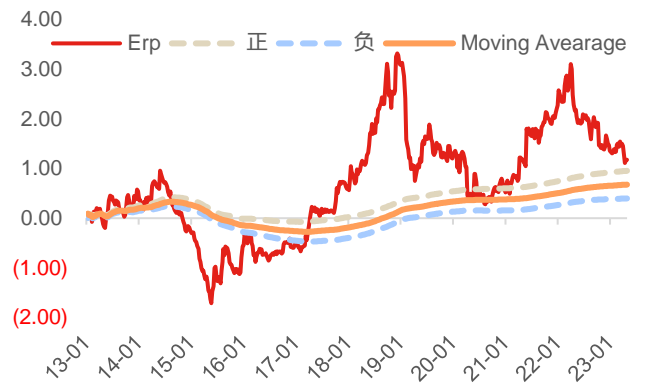
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 19：沪深 300 风险溢价小幅回落，高于历史均值水平，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：中证 500 风险溢价小幅回落，高于历史均值水平，%



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 一、宏观经济下行超预期
- 二、疫情存在阶段性反弹风险
- 三、“稳增长”政策推进不及预期

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。